

# 汉坤 2019 年度 VC/PE 项目数据 分析报告

2020 年 5 月

**HANKUN**  
汉坤律师事务所  
Han Kun Law Offices

**36Kr**

## 目 录

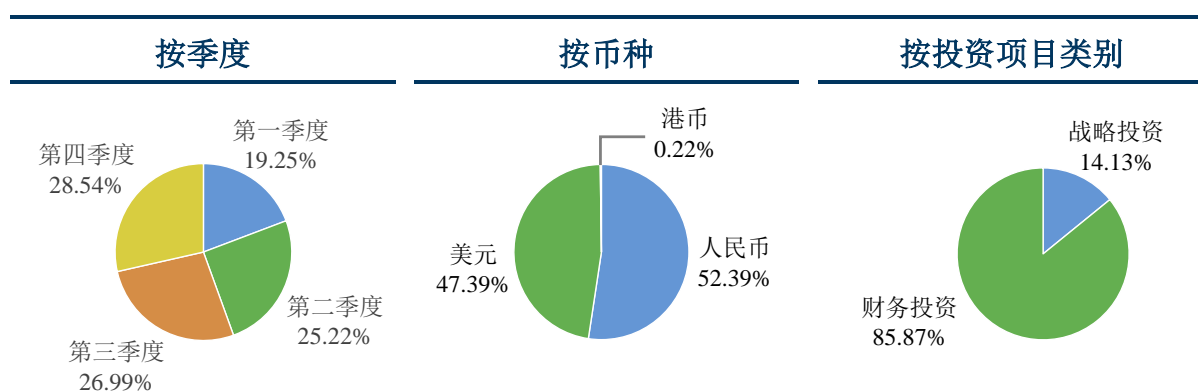
第一部分：概述/前言 .....	1
第二部分：具体条款分析 .....	4
优先清算权 .....	4
领售权/拖售权 .....	5
回购权 .....	7
优先分红权 .....	11
反稀释权 .....	12
优先认购权 .....	13
创始人限制条款 .....	14
优先购买权和共同出售权 .....	15
保护性条款 .....	17
信息权和检查权 .....	19
员工股权激励计划 .....	19
投资人股权转让限制条款 .....	20
投资人投资限制条款 .....	22
最惠国待遇 .....	22
认股权证 .....	23
创始股东的个人赔偿责任 .....	23
公司方陈述与保证时限 .....	24
争议解决方式 .....	24

## 第一部分：概述/前言

汉坤代表众多基金和公司客户，每年参与完成大量境内境外架构、人民币和美元私募基金投融资项目。在项目中我们既代表许多投资行业最活跃的国内和国际投资机构（包括财务投资人和战略投资人），也代表众多处于各个行业最前沿的明星公司、独角兽企业及初创企业。

我们对本所在 2019 年度协助客户完成的超过 500 个 VC/PE 投资项目进行了数据收集和整理，并结合过去三年报告中涉及的超过 1,600 个项目的横向对比，重点对其中涉及的部分关键法律条款进行了统计和分析，包括投资架构、优先清算权、领售权、股权回购、优先分红权、反稀释、优先认购权、创始人股权限制、优先购买权和共同出售权、保护性条款、信息权和检查权、员工股权激励、认股权证、投资人限制条款、最惠国待遇、创始股东的个人赔偿责任、公司方陈述与保证时限及争议解决等条款。我们希望基于对这些法律条款的统计和分析给行业提供一些参考。

### 2019 年度汉坤参与的 VC/PE 交易



### 2019 年度汉坤参与的 VC/PE 交易的成交总金额超过人民币 2,600 亿。

总体而言，2019 年度汉坤参与的 VC/PE 交易呈现了如下特点：

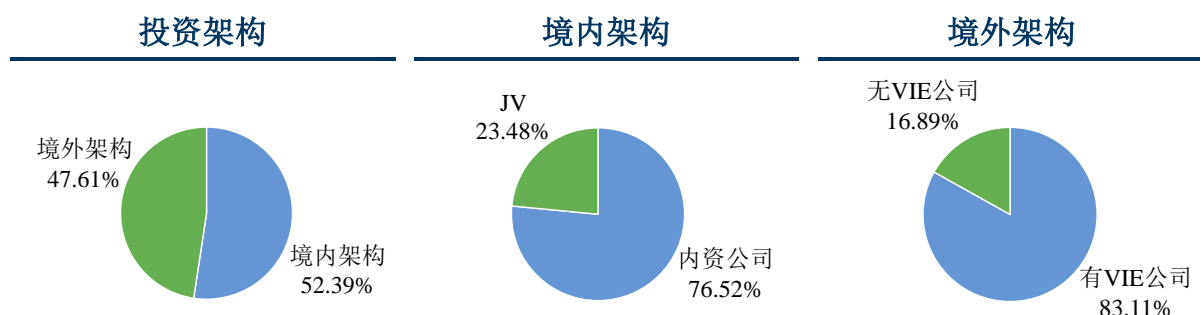
- **交易总数量较 2018 年度有所减少，但单笔融资额较大的交易数量有所提升，头部公司效应明显。**受 2019 年以来宏观经济环境的影响，2019 年度汉坤参与的 VC/PE 交易总数量较 2018 年有所下降。不过，单笔融资额较大的交易数量较 2018 年度有所提高，每个领域的头部公司的融资额有比较明显的提高，资本聚集头部公司的效应日趋明显。

- **财务投资项目和战略投资项目的比例大致保持不变。**近三年（2017 年、2018 年和 2019 年）来，汉坤参与的财务投资人的投融资项目维持在所有投融资项目的 83%~86%

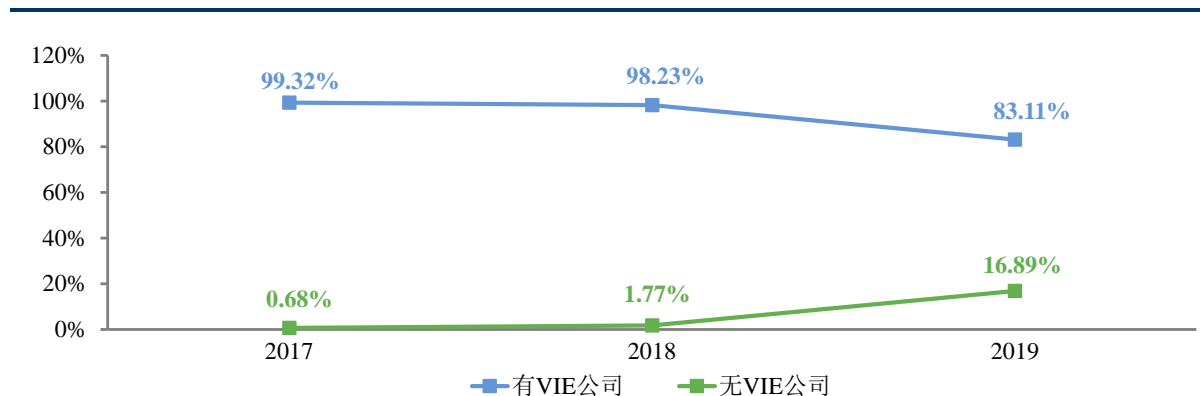
左右；相应地，汉坤参与的战略/产业投资人的投融资项目维持在 14%~17%左右，2019 年较 2018 年而言比例下降了 2%左右。此外，在有战略投资人参与的项目中，有 46%左右的项目被投公司和战略投资人会签署战略或业务合作协议(Business Corporation Agreement)。

■ 就投资架构而言，境外架构的比例有所提升，但其中无 VIE 架构的比例也有大幅度提升。2019 年度汉坤参与的 VC/PE 交易中，境外架构（即被投公司的融资平台为中国境外的实体，但运营公司在中国境内）的比例约为 47.61%，较 2018 年的比例有所提升；境内架构（即被投公司的融资平台为中国境内实体）的比例约为 52.39%，较 2018 年的比例有所下降。其中，(1)对于境内架构而言，纯内资架构（即被投公司未引入外国投资人，为一家纯境内公司）占大多数，比例约为 76.52%；JV 架构（即被投公司引入了外国投资人，成为一家中外合资经营企业）比例约为 23.48%；(2)对于境外架构而言，有 VIE 公司的架构（即境外架构中存在 VIE 公司）占大多数，比例约为 83.11%；无 VIE 公司的架构（即直接持股的境外架构）相对较少，比例约为 16.89%，但较 2018 年而言比例有很大的提升。

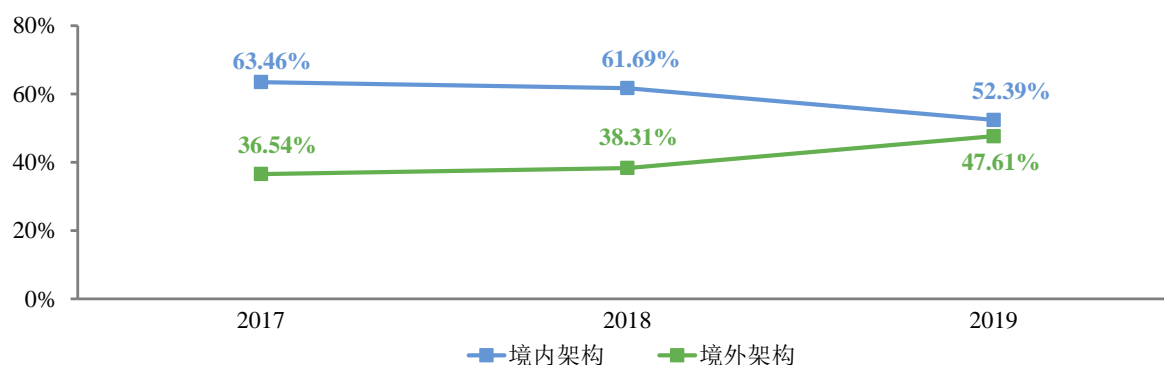
前述数据中可以看出，境外架构中无 VIE 架构的比例也有大幅度提升，我们理解与中国法律对外商投资的管理逐渐放开、外商投资负面清单的行业逐渐减少密切相关。



投资项目类别近三年趋势



### 投资项目类别近三年趋势



■ 就被投公司的注册地/主要业务运营地而言，排名前五的城市为北京、上海、深圳、杭州和广州（比例超过 77.61%），北京和上海的比例超过 60%。北京、上海、深圳等一线城市经济相对活跃、政策相对稳定、资质牌照审批相对公开透明，一直是创业的首选地点。排名前五的城市为北京、上海、深圳、杭州和广州（比例超过 77.61%），其中北京和上海的比例超过 60%。2019 年 2 月，国家出台《粤港澳大湾区发展规划纲要》，大力发展大湾区（由香港、澳门两个特别行政区和广东省广州、深圳、珠海等九个珠三角城市组成），未来广州等珠三角地区可能也会成为创业者首选之地。

■ 就被投公司的行业而言，排名前六的行业分别是生物医药、智能硬件（人工智能、AR 等）、企业服务、教育培训、汽车交通和娱乐文化，相较往年各行业的情况均有一定变化。总体而言，2019 年度汉坤参与的 VC/PE 交易中，排名前六的行业分别是生物医药、智能硬件（人工智能、AR）、企业服务、教育培训、汽车交通和娱乐文化，比例约占总数量的 57%。此外，传统行业（如餐饮食品、零售、工业制造业）的比例较 2018 年有所提升，之前一些较热门的行业（如互联网金融、社交、电子商务、共享经济等）的比例较 2018 年有所下降。

## 第二部分：具体条款分析

### 优先清算权

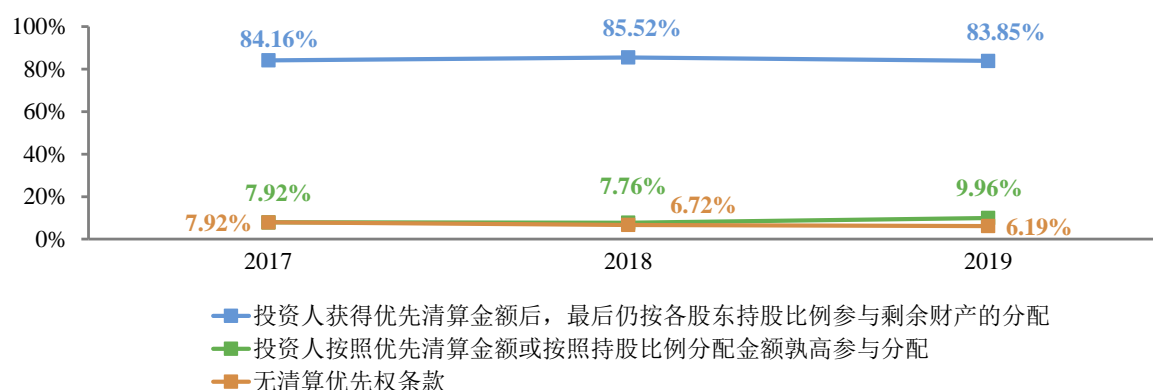
优先清算权(Liquidation Preference)的分配大致有两种形式，参与型(Participating)和非参与型(Non-participating)。参与型亦称为双重分配权(Double Dipping)，该种方案下，优先股股东获得其优先分配金额后，将和其他股东一起按股权比例参与剩余财产的分配；非参与型下，优先股股东获得其优先分配金额后不得参与剩余财产的分配，但由于优先股股东可以随时将其持有的优先股转换为普通股，实际上优先股股东将获得优先分配金额或按股比分配金额两者中较高的金额。作为参与型的变通或折衷方案，可以采用附上限的参与型(Capped-participating)，即优先股股东若按照参与型分配方式获得的投资回报高于原始投资成本的一定倍数，则其将停止参与分配；同时，优先股股东可以随时将其持有的优先股转换为普通股，实际上如果按照股权比例分配的更多，则优先股股东可以选择按比例分配。

我们也调研了美国 VC/PE 市场的一些数据，并做了如下比较：

优先清算权类型	美国 VC/PE 市场
参与型/双重分配权 (Participating/Double Dipping)	不常见
附上限的参与型 (Capped-participating)	仅在某些特定的行业或情况下使用
非参与型 (Non-participating)	普遍使用

近三年来，汉坤参与的 VC/PE 项目中，参与型的优先清算权占了绝大多数（80%左右），非参与型的优先清算权占 10%左右，有少数项目（5%左右）未约定优先清算权。

### 优先清算权近三年趋势



关于优先分配金额，一般是优先股股东的投资本金加一定的回报或者直接约定投资本金的一定倍数。2019 年数据表明，若约定为投资本金加一定的回报，一般回报平均是 9% 年单利或 9% 年复利；若约定是投资款的一定倍数，一般是 1~1.5 倍。

### 境内架构

清算价格	区间	平均值
约定以一定比例的投资额计算清算价格	(100%-150%)投资额	110.93%投资额
约定以一定比例的投资额+单利计算清算价格	(100%-150%)投资额+(4.75%-13%)单利	101.40%投资额+9.25%单利
约定以一定比例的投资额+复利计算清算价格	(100%-150%)投资额+(7%-15%)复利	101.85%投资额+9.63%复利

### 境外架构

清算价格	区间	平均值
约定以一定比例的投资额计算清算价格	(100%-150%)投资额	112.01%投资额
约定以一定比例的投资额+单利计算清算价格	(100%-130%)投资额+(5%-20%)单利	100.97%投资额+9.81%单利
约定以一定比例的投资额+复利计算清算价格	100%投资额+(6%-15%)复利	100%投资额+9.35%复利

### 领售权/拖售权

优先股股东需要享有领售权(Drag-along)的基本逻辑和条款目的主要在于：在公司整体出售达到满意的价格或条件时，在投资人作为少数股东希望通过该整体出售实现退出，但由于潜在收购方通常希望购买目标公司全部或大多数的股权/资产，在股权出售交易中，如果可供购买的股权比例不够高或不足 100%，可能无法实现收购目的；在资产出售交易中，如有股东不配合，亦无法达成交易。因此，需要设置非控股股东有权发起交易并要求其他股东配合的机制，以保证公司可以在合适的情况下可以被整体出售。

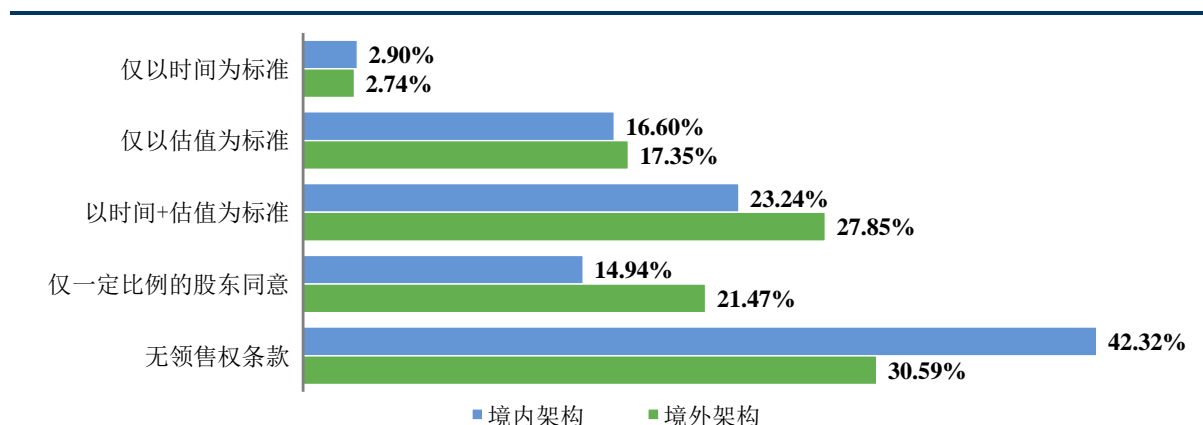
一般而言，行使领售权大致有两种情形：(1)公司经营情况良好，但是不适合上市或尚不符合上市条件，股东希望公司整体出售以实现退出。这种情况下，如公司的估值表现良好，股东可以取得一定的投资回报，创始团队可能现金退出(cash out)，也可能转至

收购方继续工作；或者(2)公司经营状况不足以满足上市要求，此时股东很可能也无法通过回购的方式退出，股东可能自行寻找买方收购公司。

综上所述，由于拖售权涉及公司股权的变动，一般会设置一些行使领售权的条件：(1)进行一项领售权交易必须同时也取得创始人（或普通股多数）或者其委派的董事同意，亦即创始人对领售交易也享有一票否决权；和/或(2)设置一些行使领售权的触发条件(Hurdles)，比如经过了一定的年限后优先股股东方可以行使领售权（保证公司能有一段稳定的运营期）或者公司估值达到一定的标准后方可以行使领售权（即便按照优先清算顺序分配，也能保证创始团队一定的收益）。

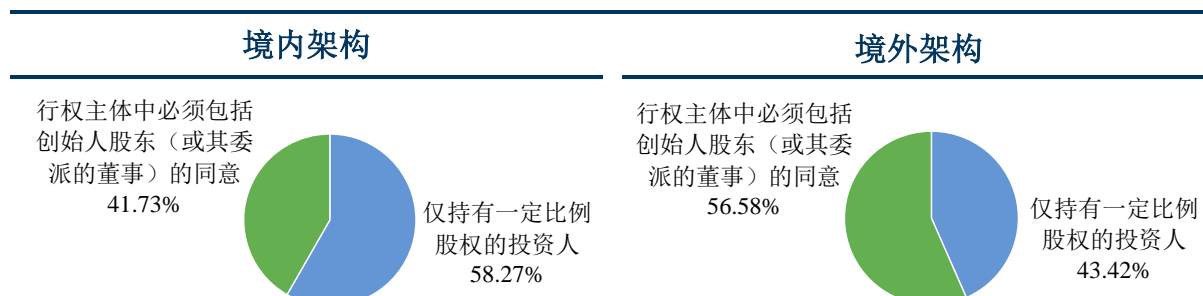
2019 年度汉坤参与的 VC/PE 项目中，领售权的设置情况以及行使领售权的条件如下图所示。从数据趋势的角度，单独以某一个指标作为触发机制的都有明显减少，也说明该条款在越来越多的项目中获得关注，也会导致行使领售权的条件越来越多进而逐渐趋近中间状态。

### 行使领售权条件



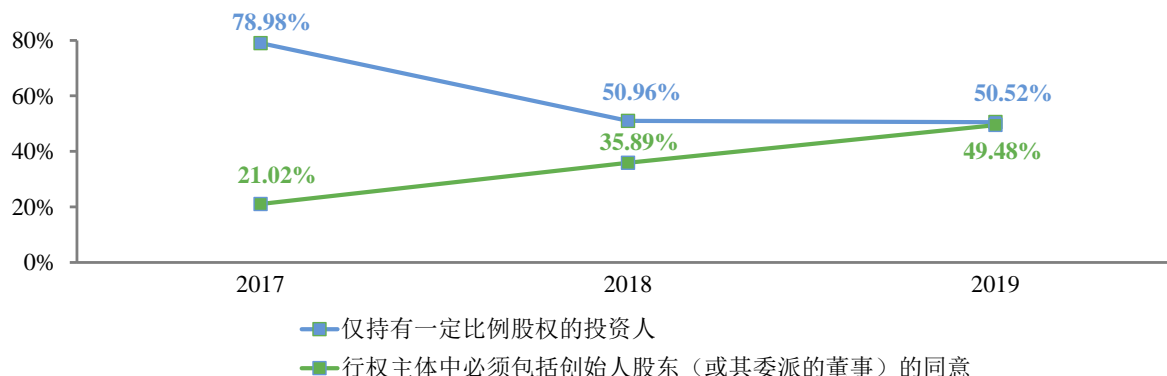
就行使领售权的主体而言，仅一定比例的投资人即可发起领售交易和必须要有创始股东同意方可发起领售交易的比例大约在 1:1。近三年来，行权主体中必须包括创始股东（或其委派的董事）同意方可发起领售交易的情况在逐渐增多。

### 行使领售权主体





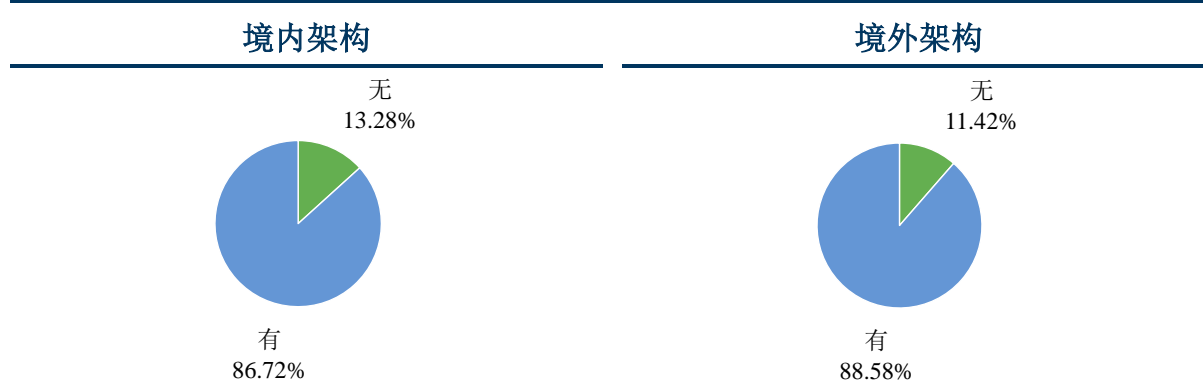
### 行使领售权主体近三年趋势



### 回购权

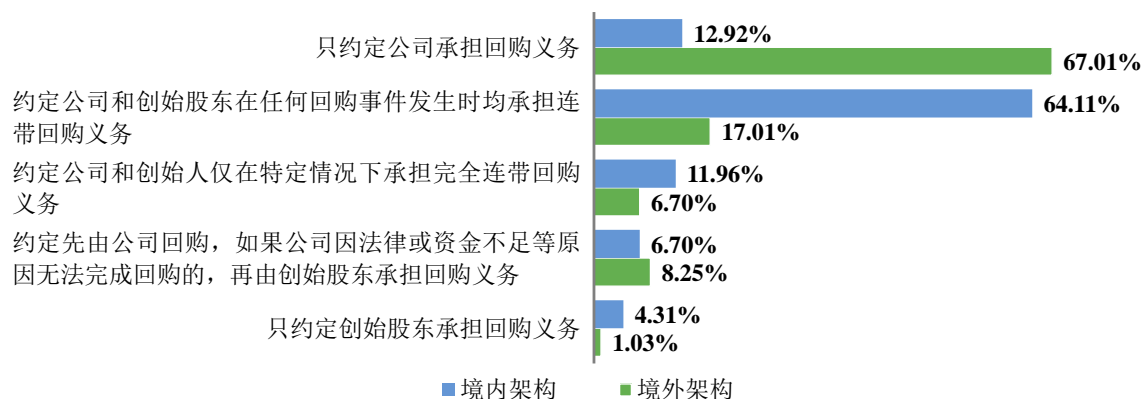
根据下述统计可以看出，相较于美国 VC/PE 交易很少出现赎回权，在国内，无论境内架构还是境外架构，赎回权均是常见的条款安排，一定程度体现了本土化投资人对这一退出途径的重视程度。

### 有无回购条款



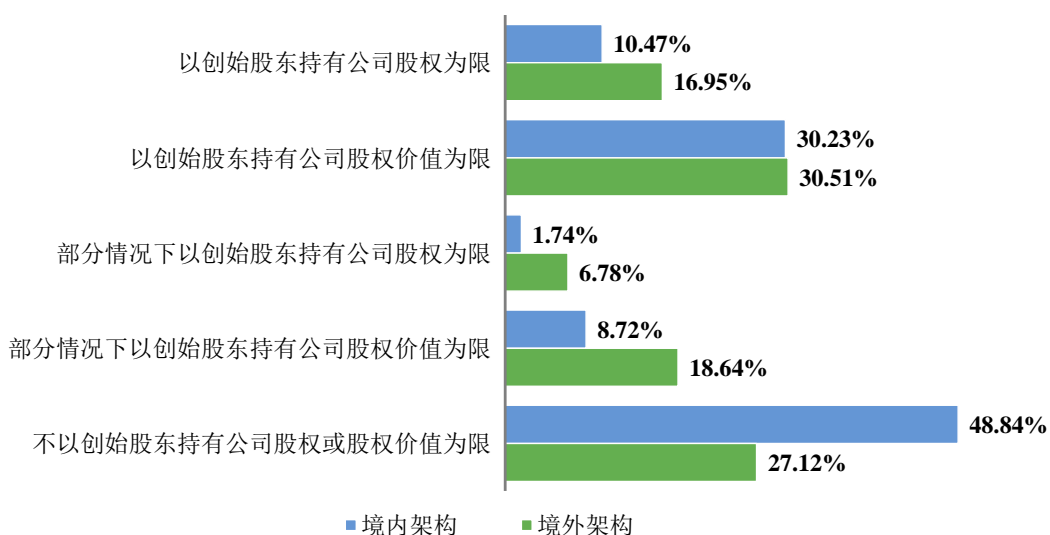
回购义务主体方面，形成鲜明对比的是，境外项目大多约定仅由公司承担回购义务，而境内项目大多约定由创始人和公司承担连带的回购义务。造成此类情况的主要原因是：以开曼公司法为代表的境外融资主体设立地法律通常允许公司对其股份进行回购，而中国成文法并未提供有限责任公司回购股权的详尽路径，且国内历史上曾有公司与股东对赌无效的司法观点。虽然目前中国司法实践对于公司回购股东股权的效力持较为肯定的态度，但仍要求公司完成减资程序（包括编制资产负债表及财产清单、通知债权人和公告程序）后方可履行回购义务。

### 回购义务主体



在约定创始人承担回购义务的项目中，为避免创始人以个人或家庭财产无上限地承担回购义务，部分项目中，创始人要求将其回购义务限定为以创始人持有公司股权或股权价值为限，也有部分项目中创始人对回购承担义务，而公司对创始人承担回购的支付义务提供担保。

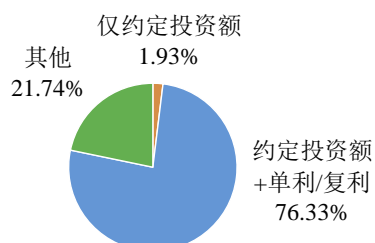
### 回购义务主体 - 约定创始人承担回购义务的情况下



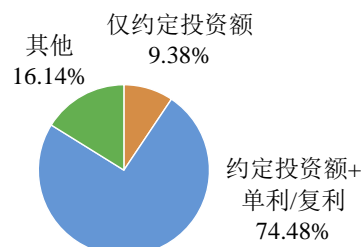
从回购价格的统计上可以看出，无论境内境外项目，交易双方均更倾向于使用一定利息作为计算回购价格的依据。这一倾向表明(1)投资人和融资主体更接受与退出时间相结合的浮动价格；(2)投资人倾向将回购价格的计算与其内部回报率相结合。

### 回购金额

#### 境内架构

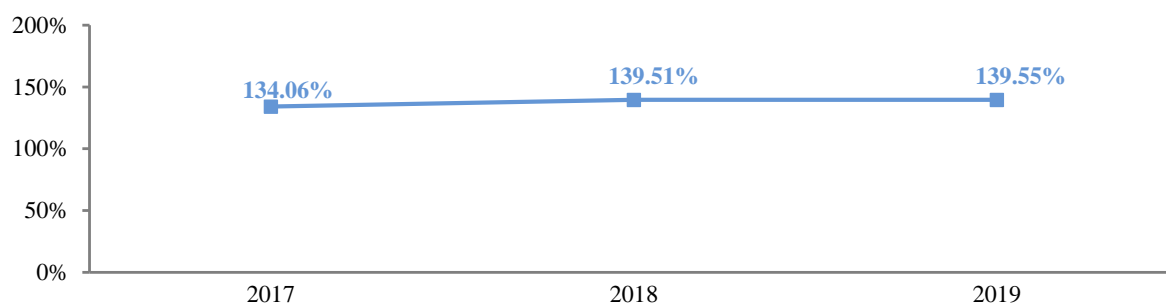


#### 境外架构

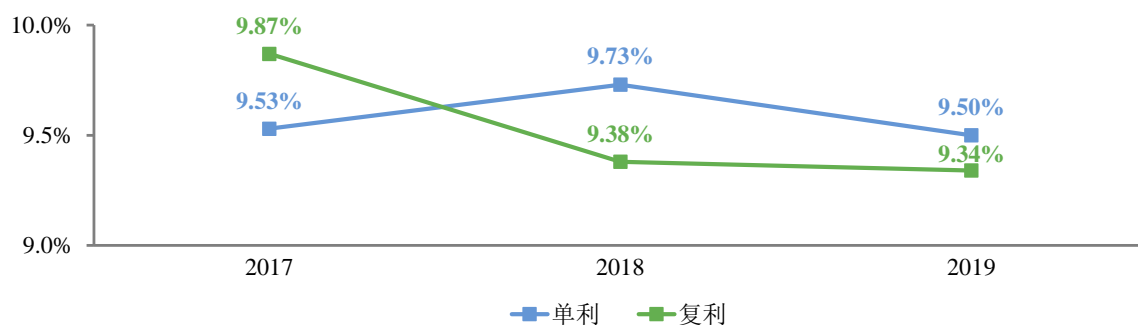


此外，从三年统计数据看，在仅约定投资额一定比例作为回购价格的项目中，三年回购比例相对稳定。

#### 回购金额 - 仅约定投资额平均值近三年趋势

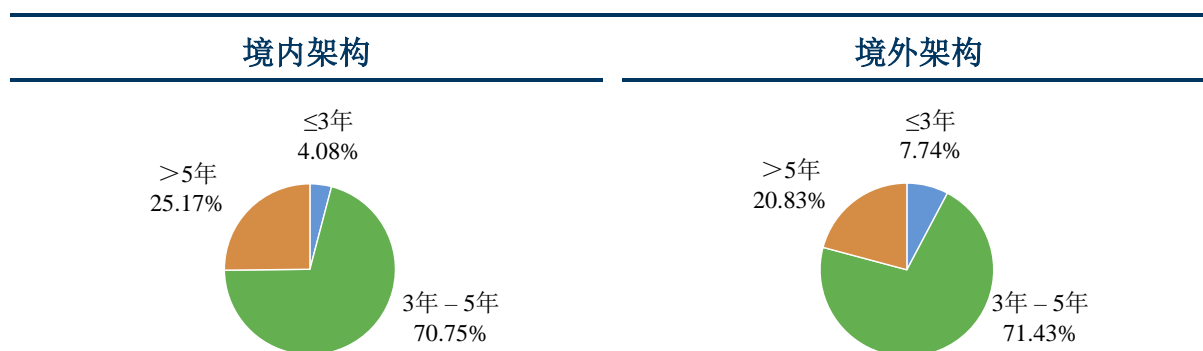


#### 回购金额 - 单利/复利平均比例近三年趋势



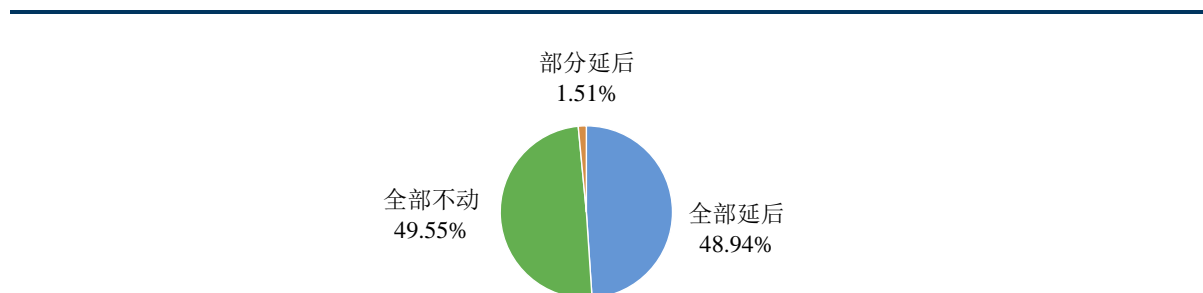
回购触发条件指的是投资人可以要求公司和/或创始人对其股权进行回购的触发条件。目标公司未能在规定时间内完成符合条件的上市是最常见的回购触发条件。大多数项目均约定公司在交割后 3-5 年内未完成上市的，投资人有权行使回购权；也有部分以早期投资为主的项目中规定的该上市期限超过 5 年，少部分以 Pre-IPO 投资为代表的项目中规定的该上市期限少于 3 年。

### 回购触发条件 - 公司未能在约定年限内完成 合格上市



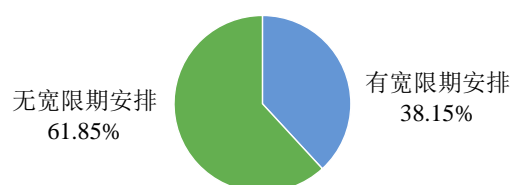
在以一定时间点前未完成合格上市作为回购触发事件的项目中，由于每一轮融资的投资人对目标公司上市时间的要求都以当轮的交割时间作为起算点，因此一般后轮次要求的上市时间节点会晚于前轮次要求的节点。从后轮次的投资人角度，为了避免前轮投资人有先于其退出的权利，以及过早回购导致公司的现金流和估值减损，后轮投资人有时会要求前轮投资人延后上市节点，与后轮投资人保持一致；从公司的角度，为了缓解上市时间表压力，公司有时也会要求前轮投资人延后其上市要求。而在前轮投资人可能早于后轮投资人行使回购权的情况下，后轮投资人可能要求增加交叉触发条款，即，其他投资人行使回购权的，其亦有权要求回购。

### 回购触发条件 - 公司未能在约定年限内完成合格上市，之前任一轮次的投资人的回购日期是否延后



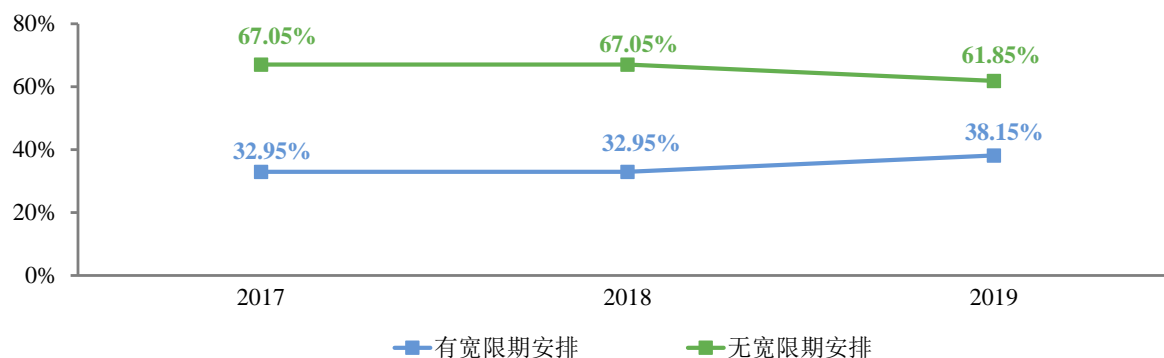
公司和现有股东（以创始股东为主）严重违反交易文件也是常见的回购触发条件之一。由于“严重” (material) 一般没有固定的衡量标准，存在不确定性，从公司角度，常会要求增加宽限期安排，即在投资人通知公司和/或现有股东存在严重违约行为后一段时间内，公司和/或现有股东可以对违约行为进行纠正，如未能纠正的，才触发回购。

### 回购触发条件 – 现有股东或公司严重违反交易文件的规定，是否有宽限期安排



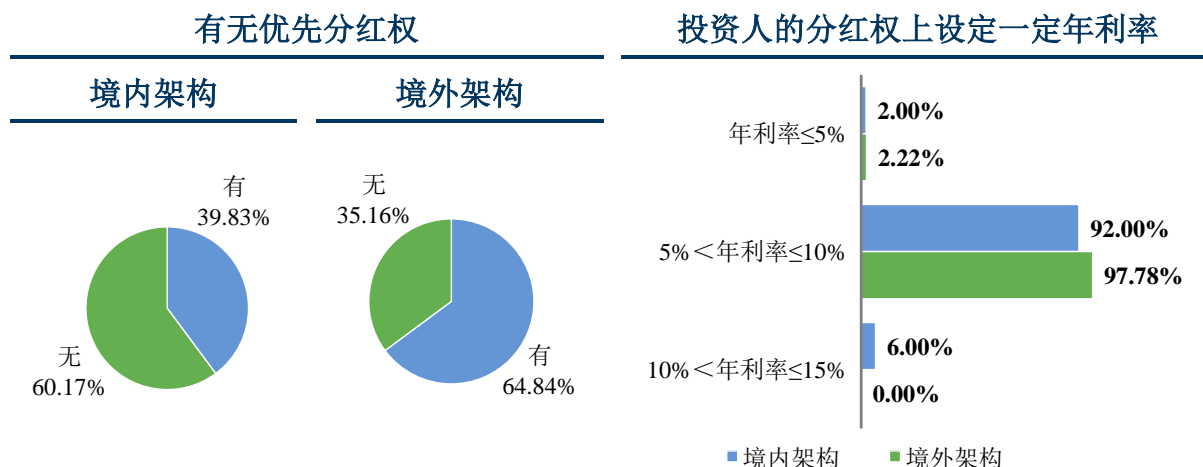
从三年统计数据看，有宽限期的安排逐年增加，说明融资主体和创始人逐渐认识到这一机制的重要性。

### 回购触发条件 – 现有股东或公司严重违反交易文件的规定，是否有宽限期安排



## 优先分红权

优先分红权是投资人优先于其他股东获得一定比例分红的权利。由于大多数股权投资的核心目的并非为了通过分红而获得回报，因此实践中不少投资人并不要求优先分红权。在有优先分红安排的项目中，优先分红的比例常见在 5%-10% 之间。

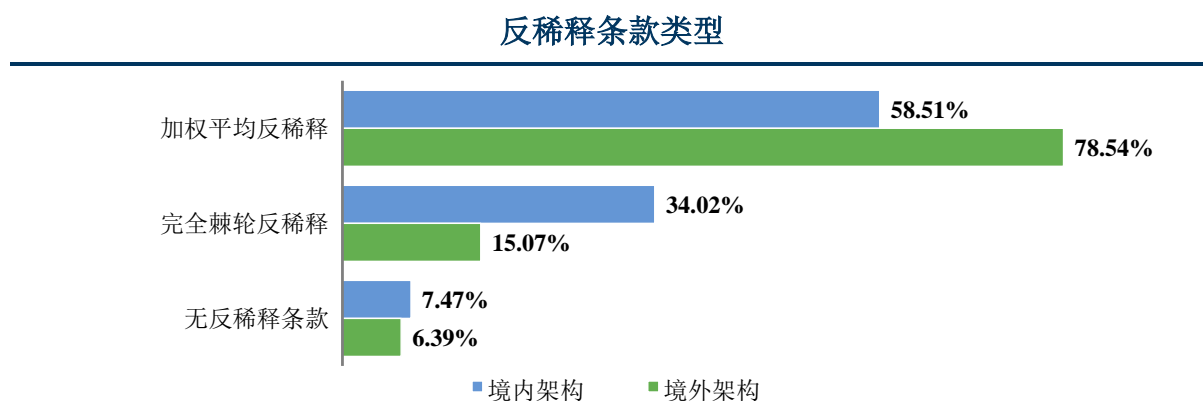


## 反稀释权

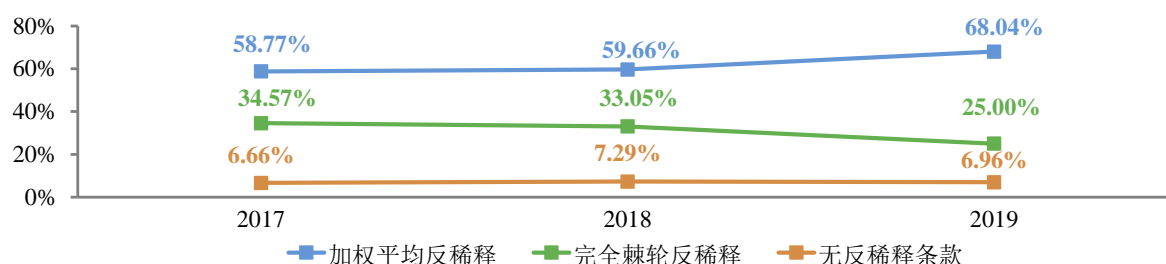
反稀释权(Anti-dilution)是在公司发生降价融资(Down-round)时, 投资人有权要求调整其原始投资单价, 使得投资人按照原投资成本和调整后的投资单价, 可以获得更多的股份。境外架构中, 投资人的反稀释权是通过调整优先股转换为普通股的价格(Conversion Price)来实现的, 即通过调整优先股转为普通股的价格使得未来优先股股东可以转换更多的普通股; 境内架构中, 由于没有转换(Convert)的概念, 一般是由公司以名义价格向优先股股东新发股份(由于境内增发价格不得低于 1 元/单位注册资本(即 1 元注册资本), 因此若投资人额外支付了增资款则应由公司补偿)或者创始团队以名义价格向优先股股东额外转让股份的方式实现。

根据保护程度的不同, 反稀释权大致分为完全棘轮(Full-ratchet)和加权平均(Weighted Average)两种方式。加权平均方式对投资人的保护力不如完全棘轮, 但更容易被公司方接受, 无论是在美国还是在中国都运用地更加广泛。

近三年来, 汉坤参与的 VC/PE 项目中, 总体而言加权平均方式比完全棘轮更加常见, 且有逐渐上升的趋势。



### 反稀释条款近三年趋势

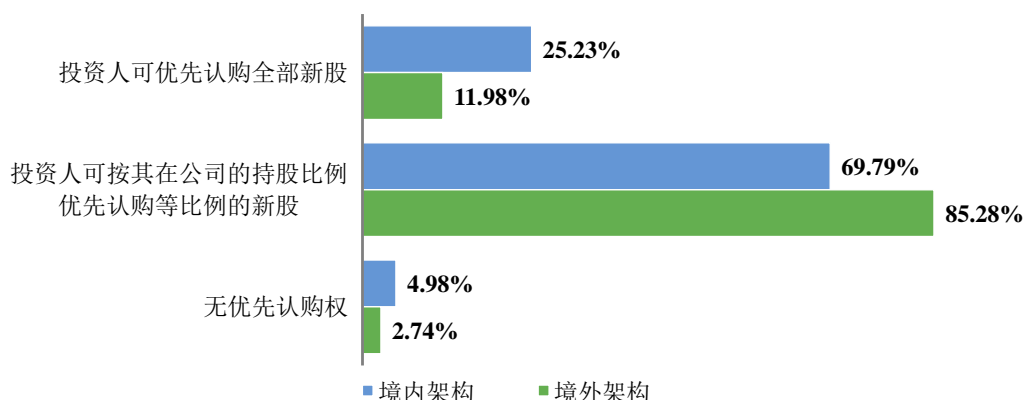


需要注意的是，通常反稀释权不适用因如下情形（即例外情形）而发行的降价股份：  
(1)根据经批准的员工股权激励计划(ESOP)而发行的股份；或(2)根据公司已经发行在外的认股权证(Warrant)、可转换债(Convertible Note)、期权(Option)等发行的股份。

### 优先认购权

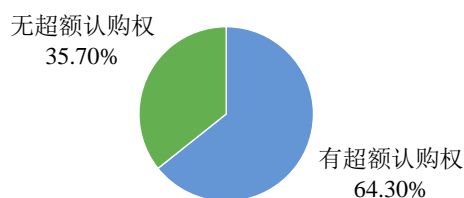
优先认购权是公司增加注册资本或新发股票时，公司股东（多为投资人）优先于第三方认购该等增资/新股的权利。优先认购权是常见的优先权，目的在于保证投资人在目标公司的股权比例不因为公司未来的融资而被稀释。优先认购权的行权比例分为绝对比例和相对比例。前者指的是投资人按照其在公司的持股比例计算其可以优先认购的股权份额，后者指的是投资人按照各投资人之间持股的相对比例分配其各自可以认购的股权份额。由于优先认购权的目的是为了投资人的绝对持股比例不被稀释而非增加投资人的持股比例，因此在计算投资人行使优先认购权的比例时，绝对比例更为常见。

### 优先认购权类型



超额认购是优先认购权设置中的进一步机制，目的是为了增加部分投资人可认购的股权。该机制规定，如部分投资人未认购或者未全部认购其有权优先认购的股权，则已经完全行权的投资人有权进一步认购该等剩余份额。

## 优先认购权 - 超额认购

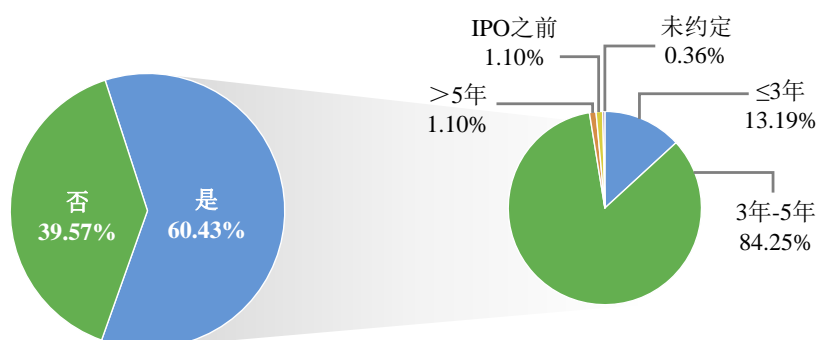


## 创始人限制条款

创始团队的稳定性对公司发展及投资人尤为重要，因此股权投资的协议文本中往往会有对创始团队的限制性安排，包括(1)创始团队承诺全职服务于公司并于在职期间和离职后一段时间内承担不竞争义务；(2)创始团队未经投资人同意不得出售其持有的公司股权；(3)创始团队持有的公司股权作为限制性股权，约定在创始人离职等情况下，公司有权回购和/或投资人有权购买该等股权。

限制性股权安排一般包括以下安排：(1)创始人持有的公司股权/股份受制于一定的解限期（以三到五年最为常见）；(2)创始人离职的，公司有权回购和/或投资人有权购买创始人持有的公司股权/股份。其中，公司或投资人有权购买股权/股份的构成（是未解限股权/股份还是全部股权/股份）和购买价格（是公平市价、创始人持股的成本价还是法律允许的最低价）均视创始人离职的原因（是主动离职、过错离职还是非过错离职）而定。需要说明的是，无论是已解限的股权/股份还是未解限的股权/股份，均是创始人已经登记持有的公司股权/股份，解限安排仅影响前述股权/股份回购的范围和价格等，并非否认创始人在未发生离职情况下对该等股权/股份的所有权和投票权。

## 创始人股份是否为限制性股份

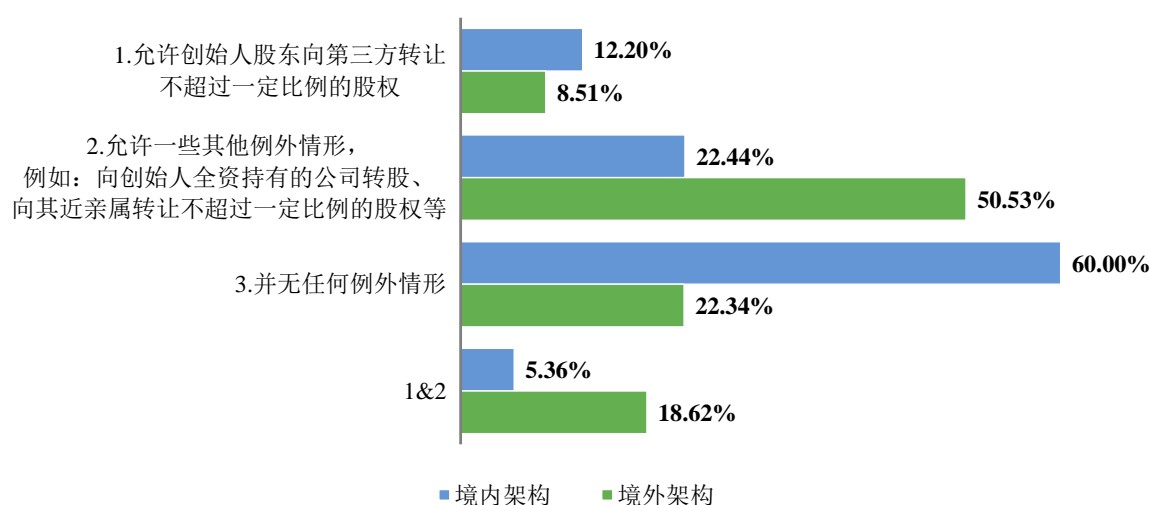




在约定创始人未经投资人同意不得出售其持有的公司股权的情况下，部分创始人会要求规定一定的例外情况，包括：(1)允许创始人转让不超过一定比例的公司股权；(2)允许创始人向其 100%持股的主体转让股权；(2)允许创始人出于财务规划目的，向其近亲属，或以其自己或其近亲属为受益人的信托转让股权。值得注意的是，近年来，越来越多的创始人和公司选择将创始人信托作为其持股的方式之一，以达到更合理的财富规划的目的。

### 创始人限制条款

公司上市或被整体出售前，创始人股东不得转股，除非得到投资人的同意。

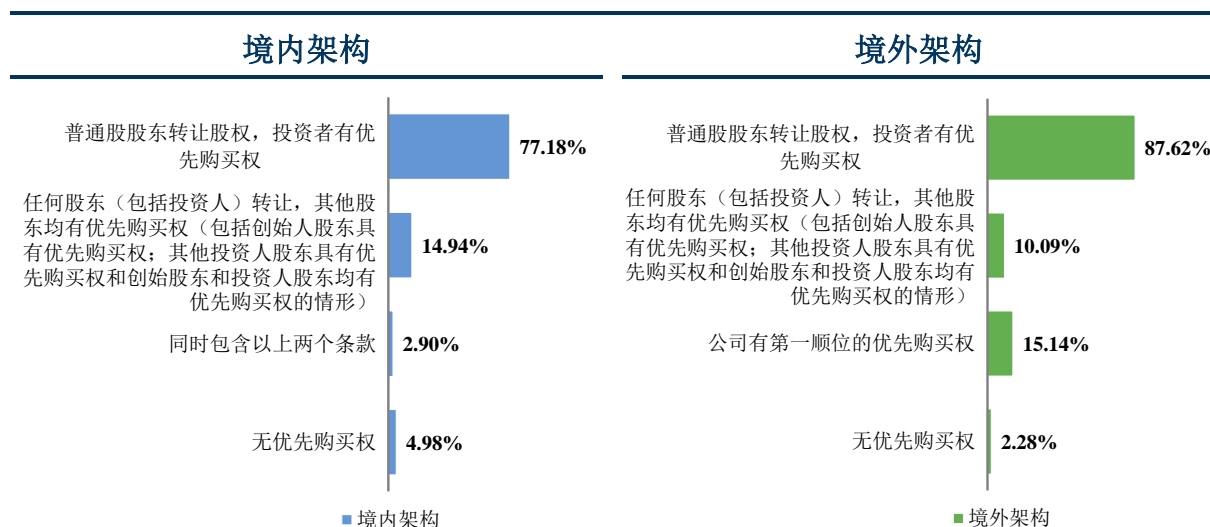


### 优先购买权和共同出售权

优先购买权指的是在有股东（多为创始人）转让公司股权时，其他股东（多为投资人）在同等条件下优先于第三方购买该等股权的权利。优先购买权股权是投资项目中常见的优先权安排，目的是为了限制创始股东退出的同时增加投资人在公司的持股比例。

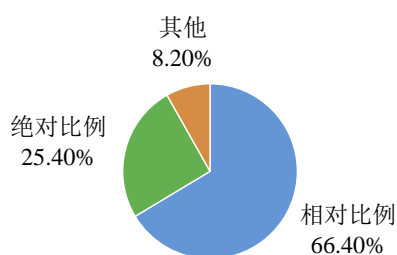
根据 2019 年统计数据，普通股股东（主要为创始股东）为最主要的受限主体，即该等主体转让其持有的目标公司股权的，投资人有优先购买权。此外，也有少量项目约定任何股东转让其持有的目标公司股权的，其他股东均有优先购买权，也即投资人转股也受到优先购买权的限制，此类项目更多集中在战略投资项目中战略投资人对于资本排他的变通操作方式。需要说明的是，中国公司法对有限责任公司的股权转让有明确规定：股东之间可以自由转让股权；股东向非股东的第三方转让的，在同等条件下其他股东按照持股比例享有优先购买权，但公司章程另有约定的除外。因此如境内项目中各方对优先购买权的约定有区别于中国公司法的规定，应当在公司章程中明确约定。

## 优先购买权



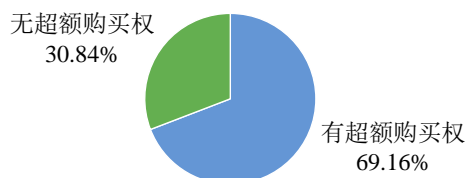
优先购买权的行权比例也分为绝对比例和相对比例。与优先认购权相反的是，优先购买权适用相对比例的占绝对多数，其原因在于上文提及的优先购买权的权利目的，即限制创始股东转股——相对比例可以保证投资人最多可以购买全部股份，使得创始股东不能转股给第三方。

### 优先购买权 – 相对比例与绝对比例



超额购买也是优先购买权设置中的进一步机制，目的是为了进一步限制创始股东可转让的股权和增加投资人可购买的股权。该机制规定，如各投资人行使了优先购买权之后，有剩余股份未被投资人行权购买的（通常是投资人没有足额行使优先购买权），则已经行权的投资人有权进一步购买该等剩余份额。

## 优先购买权 – 超额购买



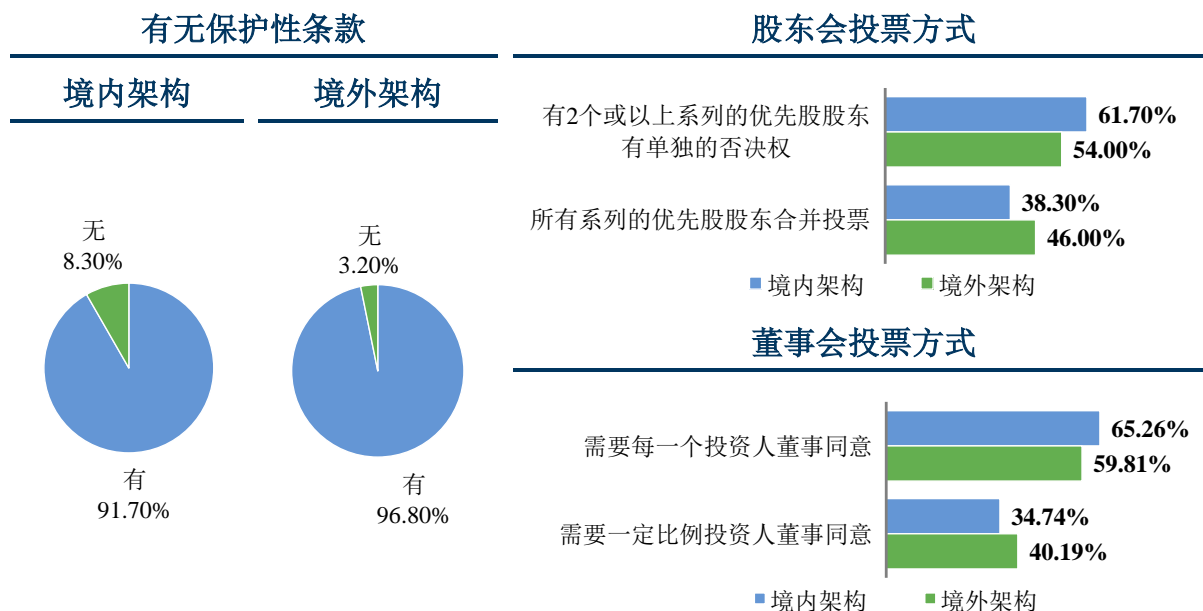
共同出售权是在创始人转让其持有的公司股权时，投资人按比例参与该等转让，出售其持有的目标公司股权的权利。共同出售是常见优先权，其目的是为了保证投资人在创始股东退出的情况下有同步退出的权利。共同出售权主要关注行权公式。其中，被最为广泛采纳的计算公式，是行权股东和转让股东的相对比例，该比例能确保投资人最大程度上的出售其持有的公司股权。

共同出售权	境内架构	境外架构
该投资方所持股权/（所有实际行使共售权的投资方持有的股权+转让方所持有的股权）	73.78%	74.29%
该投资方所持股权/（所有有权行使共售权的投资方持有的股权+转让方所持有的股权）	17.33%	20.00%
该投资方所持股权/（所有投资方持有的股权+转让方所持有的股权）	2.22%	1.43%
该投资方所持股权/所有已发行的股权	2.67%	0.95%
其他共售公式	4.00%	3.33%

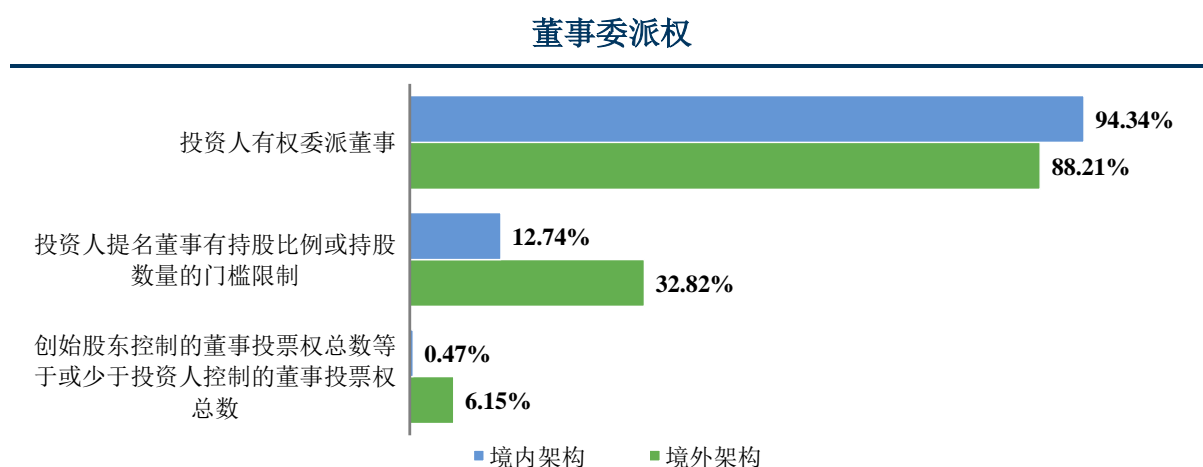
## 保护性条款

保留事项分为股东会层面的保留事项（即需要持有一定投票权的股东或某些单一股东批准才可通过的事项）和董事会层面的保留事项（即需要一定比例的董事或某些特定股东委派的董事批准才可通过的事项）。投资人和投资人委派的董事对公司特定事项有否决权的常见情况包括：(1)所有投资人和投资人委派的董事对公司特定事项有否决权；(2)每一轮次持有该轮次股份一定比例的投资人和部分投资人董事有否决权；或(3)持有所有轮次优先股合并计算的一定比例的投资人和部分投资人董事有否决权。一般公司在早期融资，投资人较少的情况下，选用第(1)种情况较多；而在公司已融过几轮，投资人较多的情况下，部分公司为避免持有否决权的主体过多而导致公司僵局或治理困难，会

根据具体项目情况逐步采用第(2)种或第(3)种模式。



为了参与公司重大事项的决策，投资人往往会要求委派董事的权利。而对公司而言，在投资人数量较多，或公司融资轮次较多的情况下，往往会限制投资人董事的人数，比较常见的做法是对投资人委派董事的权利设置一定的比例门槛，即该等投资人如因未来转让股份或后续公司融资，导致其持股比例下降到一定百分比以下的，则不再拥有委派董事的权利。在少数项目中，创始股东控制的董事投票权总数等于或者少于投资人控制的董事投票权总数，在这种情形下，创始股东控制的董事一般会享有对重大事项的否决权。



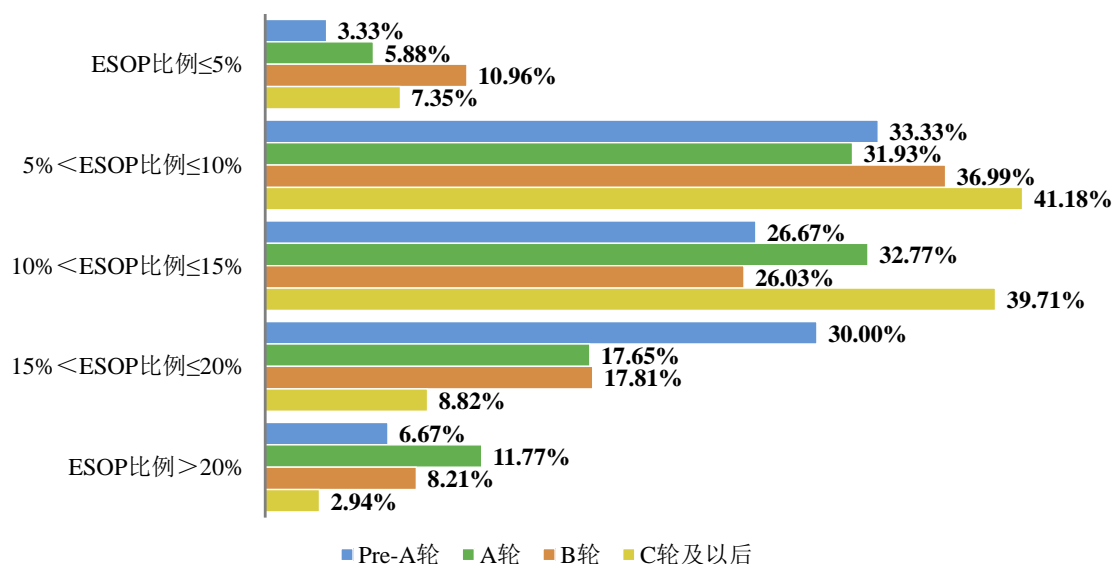
## 信息权和检查权

信息权是投资人有权获取公司相关运营和财务信息的权利。检查权是投资人有权对公司开展财务检查的权利。信息权和检查权的目的是为了保证作为非控股股东的投资人对公司的运营和财务情况有一定程度的了解。投资人一般需要根据其内部财务报告的要求权衡被投资公司提供财务文件的频率和时间。公司则需要根据内部编制财务报表的能力和保密要求权衡信息权和检查权的范围。

## 员工股权激励计划

对于大部分创业期的企业而言，为了激励高管或员工努力工作创造更多的价值，一般都会根据实际情况设置员工股权激励计划（Employee Stock Ownership Plan，即“ESOP”）。一般来说，ESOP 占公司总股本的比例可以根据公司实际情况及融资轮次灵活设置。2019 年度汉坤参与的 VC/PE 交易数据显示，C 轮之前 ESOP 的比例大多数在 5%~20%之间，C 轮及之后的 ESOP 比例大多数在 5%~15%之间。其中，A 轮阶段有 11.77%的项目 ESOP 比例大于 20%；B 轮阶段有不少项目 ESOP 比例小于 5%或大于 20%。

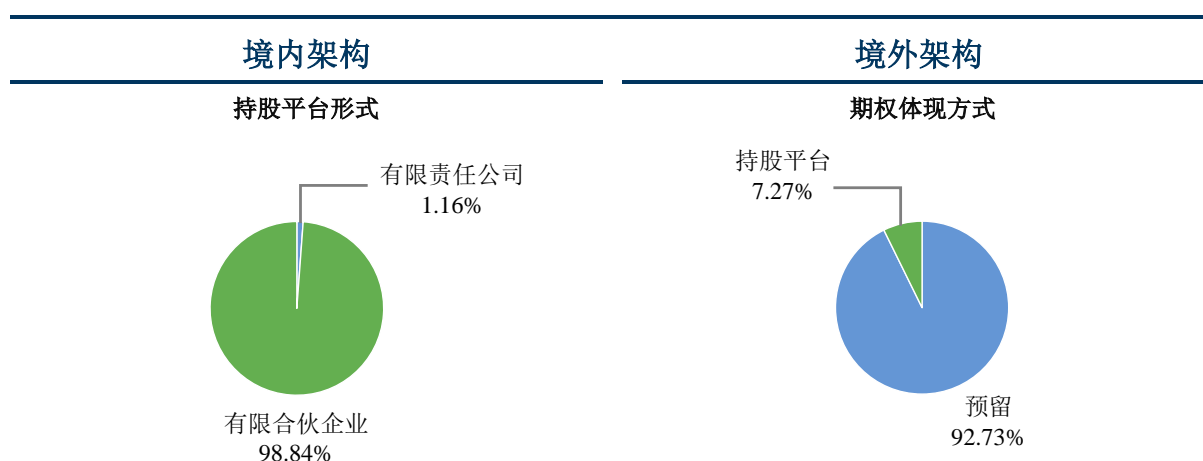
交易后员工激励计划（包括期权和限制性股权）占公司股大致比例



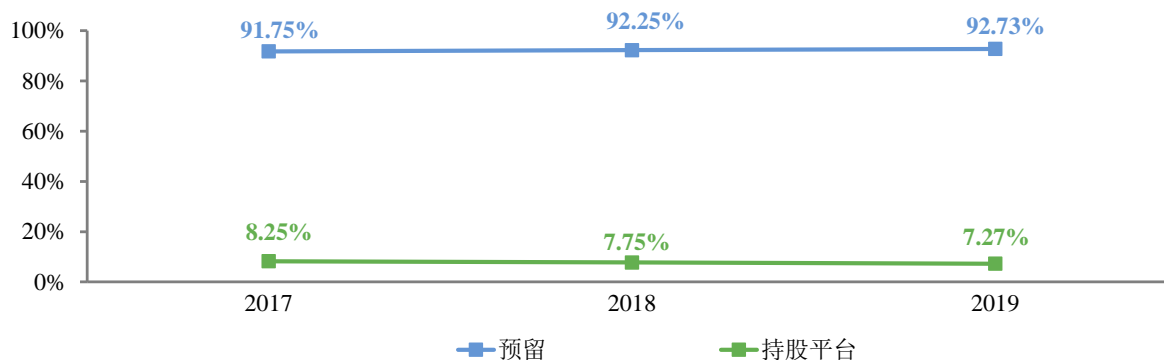
就 ESOP 的设置方式而言，(1)境外架构下，ESOP 大部分采用预留(Reserve)期权池的方式。这种方式下 ESOP 股份都是预留的，只有在员工行权的时候才会发行给员工，在员工行权之前，预留的 ESOP 股份是没有任何股东权利的。这种操作方式比较便捷，是最常用的 ESOP 设置方式；极少项目会搭建一个持股平台直接持有已发行的 ESOP 股份，这种方式一般是出于增大创始团队的投票权的考虑(持股平台持有的是已发行股份，

有投票权，该等投票权可以约定均由创始团队行使）或者是出于其他考虑（比如有一些高管或员工办理了 37 号文登记，可以在境外直接持有持股平台的股份等）；(2)境内架构下，鉴于中国公司法没有股份预留的概念和制度，为 ESOP 预留的股份都必须先发行出来由一个持股平台先代为持有。出于税务筹划的考虑，大部分境内的持股平台均采用有限合伙企业的方式，极少数会采用有限公司的方式。

### 员工激励计划



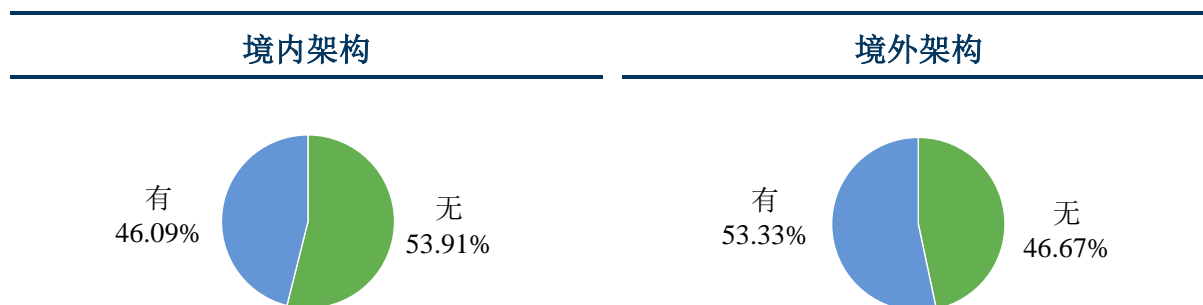
### 员工激励 - 境外架构 - 期权体现方式近三年变化趋势



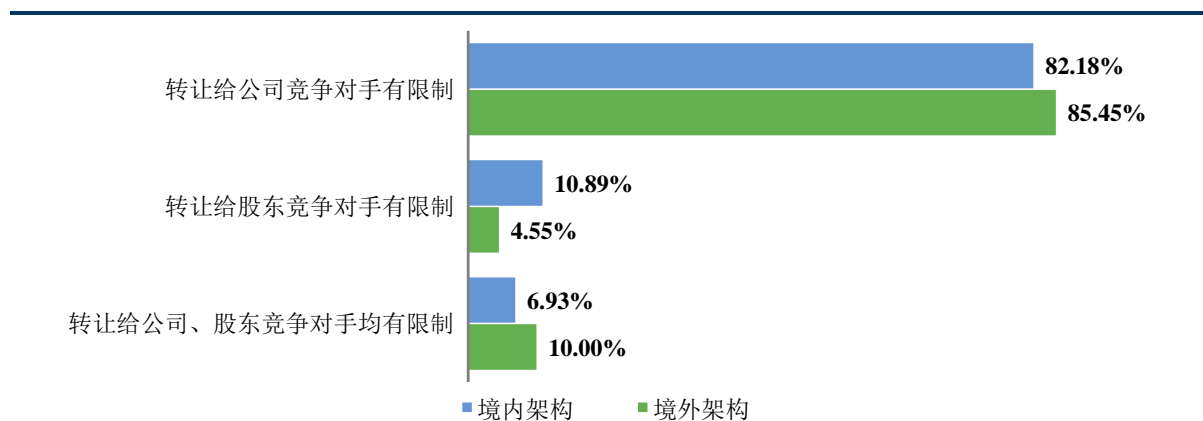
### 投资人股权转让限制条款

对于大多数财务投资人而言，股权转让是其非常重要的变现渠道，因此一般财务投资人都希望其持有的标的公司的股份是可以自由转让的。但近几年来，越来越多的公司会要求投资人转股也受到一定的限制，比如不能随意转让给公司的竞争对手、不能随意转让给某些股东（一般是产业投资人或战略投资人）的竞争对手或者同时受到前述两种限制。2019 年度汉坤参与的 VC/PE 项目中，投资人股权转让受限的情况如下图所示：

### 有无投资人股权转让限制条款

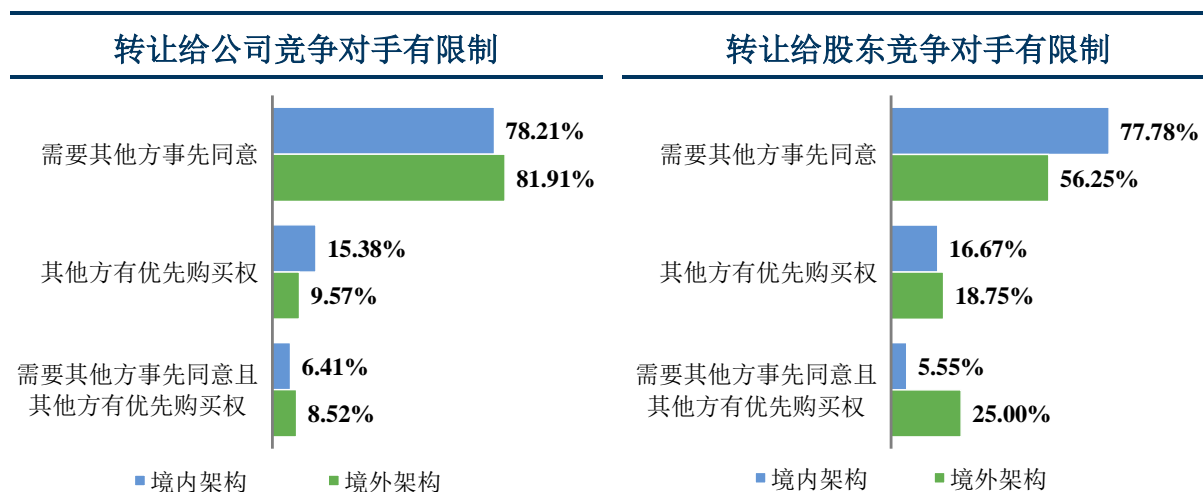


### 投资人股权转让限制条款



具体的限制方式一般也分为如下几种：(1)转让必须经其他方同意（对于公司竞争对手而言，一般是需经过公司和创始人同意；对于其他股东的竞争对手而言，一般是需经过该股东同意）方可转让；(2)转让时其他方有优先购买权（对于公司竞争对手而言，一般是创始人有优先购买权；对于其他股东的竞争对手而言，一般是该股东有优先购买权）；或(3)同时受到前述两种限制。从投资人的角度，第(1)种限制更严格，理论上有同意权的一方可以直接否决和阻止交易；第(2)种享有优先购买权的一方不能直接否决交易，但是投资人在转让时需要履行相应的流程，某种程度上也能起到限制的作用。2019 年度汉坤参与的 VC/PE 项目中，投资人股权转让受到的具体限制如下图所示：

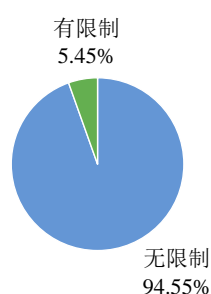
### 投资人股权转让限制条款



### 投资人投资限制条款

近年来，目标公司除了渐渐开始限制投资人向其竞争对手转让公司股权外，少量项目中，还出现了限制投资人投资其他实体或与其他实体合作的安排。该等对投资人限制常见的表现形式是禁止投资人投资目标公司的竞争对手，或者投资人在投资了目标公司的竞争对手或与竞争对手进行了特定形式的合作后，不再享有一定的投资人优先权利或其他股东权利（例如信息权和投票权等）。

### 对于投资人投资其它主体或与其它主体合作是否有限制



### 最惠国待遇

最惠国待遇(Most-favored Nation)是指对某一投资人而言，如果被投公司给予了其他投资人或股东更优惠的条款和条件，则该投资人有权自动享有该等更优惠的条件。最惠国待遇最初是投资条款清单(Term Sheet)里的常见条款，其基本逻辑是：投资人在与被投资公司签署投资条款清单时尚未有机会对被投资公司做全面的尽调，因此不能知悉公司之前给予了其他投资人或股东何等条款和条件。考虑到一般新投资人的投资价格比前轮投资



人的价格要贵，因此新投资人会希望在投资条款清单里约定最惠国待遇条款，保证新投资人享有的权利不劣于之前的投资人。

有一些项目会在交易文件中保留最惠国待遇条款（有针对被投资公司现有投资人的情况，也有针对被投资公司未来可能引入的投资人的情况），一般是出于如下考虑：(1)尽管新投资人和现有投资人的权利义务均在交易文件中统一体现，但为了防止现有投资人与被投资公司签署了任何未向新投资人披露的其他协议，新投资人仍然希望在交易文件中保留针对现有投资人的最惠国待遇条款；(2)尽管一般未来投资人的投资价格比前轮投资人的投资价格更贵理应享有比之前投资人更优惠的条款，但对于一些非经济性的权利（比如优先购买权、优先认购权、领售权、表决权等），未来的投资人不一定能够当然享有比前轮投资人更优惠的条件，因此投资人希望在交易文件中约定针对未来投资人的最惠国待遇条款（但一般会把未来投资人因为投资价格更贵享有的更优先顺位的经济性权利排除在外）。

2019 年度汉坤参与的 VC/PE 项目中，投资人在交易文件中约定最惠国待遇条款的比例约为 28.91%。

## 认股权证

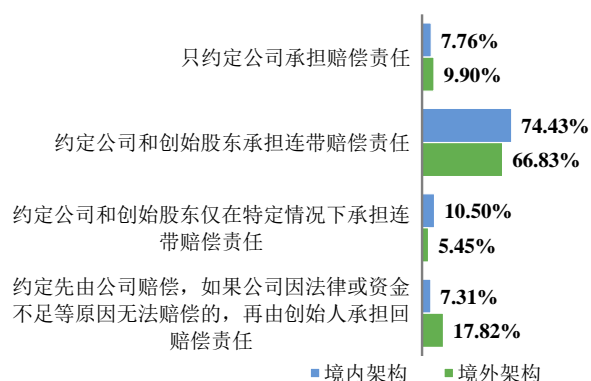
认股权证(Warrant)是指权证持有者在未来一定期限内有权按照一定的价格认购被投资公司新增股份的权利。一般情况下，如果投资人要求被投资公司向其发行认股权证，可以保证该投资人在未来一定的期限内以一个确定的估值（通常是其能够接受的）向公司投资的权利。2019 年度汉坤参与的 VC/PE 项目中，投资人要求被投资公司向其发行认股权证的比例约为 10%。

## 创始股东的个人赔偿责任

股权投资的协议中，投资人一般会要求创始人与目标公司共同做出一些陈述与保证，包括保证公司的股权结构、运营情况、合规、税务、财务、劳动人力、资产等情况进行符合特定的要求，并要求创始人与目标公司共同承担一些义务，例如签署日到交割日之前公司不得进行可能影响投资人利益的变更（如分红等）以及交割后公司合规问题的整改。就这些陈述保证和签约后义务，协议中一般会将公司和创始人合称为公司方、保证方、Warrantors 或 Covenantors，并要求他们就相关违约承担连带的赔偿责任。

实践中，创始人为了限制自己的责任范围，在项目中会要求(A)不与公司承担连带的赔偿责任，(B)仅在特定的情况下（如创始人导致的违约情况）承担违约责任，(C)在发生违约的情况下，投资人需先追究公司的赔偿责任，在公司无法赔偿的情况下，再由创始人承担赔偿责任，和/或(D)其承担的责任仅以其在公司承担的股权/股权价值为限。

### 创始股东的个人赔偿责任



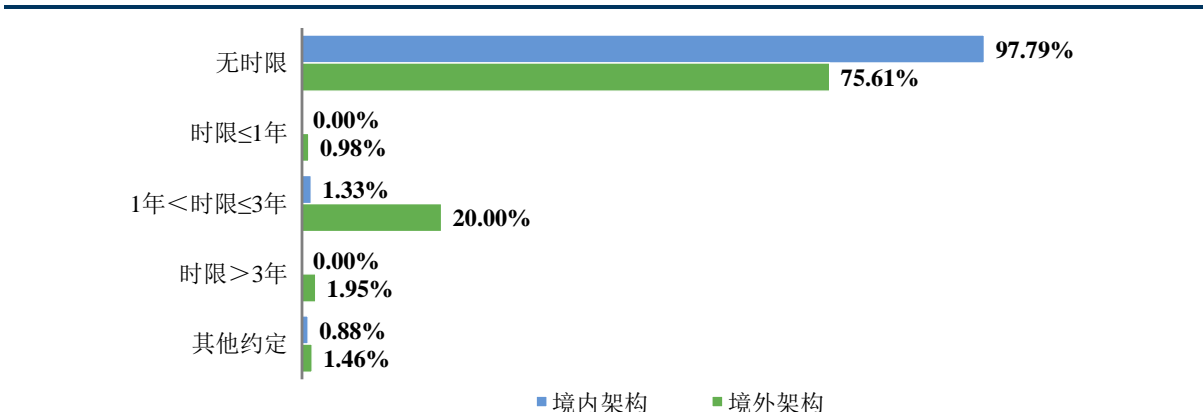
### 约定创始人承担赔偿责任时是否有限制



### 公司方陈述与保证时限

就公司方的陈述与保证, 多数股权投融资的交易并不会限制陈述与保证的期限, 也即, 交割后, 只要投资人发现公司方存在陈述与保证不实的情况, 则可以向公司方主张违约责任。然而也有少量项目 (以境外项目为主) 中, 公司方要求对陈述与保证不实设定追索期限, 要求投资人在特定时间内 (例如交割后 X 年内) 就公司可能的陈述保证不实情况进行追索, 超过期限的, 投资人丧失追索权利。

### 陈述保证条款的时限



### 争议解决方式

2019 年度汉坤参与的 VC/PE 项目中, 争议解决方式选择仲裁的项目占比约为 96.30%, 选择法院诉讼的项目占比为 3.70%。为了方便理解, 我们准备了如下表格更直观的对诉讼与仲裁程序进行比较:

## 诉讼

## 仲裁

<p>中国法院诉讼的两审终审以及审判监督程序，且涉外案件没有审限，诉讼程序耗时较长；同时也导致判决结果的较难预测。</p>	<p>仲裁一裁终局，且仲裁机构注重审理时限，凸显效率优势；仲裁裁决的撤销制度和不予执行制度（2018年后进一步严格控制），以及仲裁机构内部对仲裁裁决的核稿制度，增加仲裁结果的可预见性。</p>
<p>法院审判程序公开；可以旁听；裁判文书公开。</p>	<p>仲裁程序不公开；非经当事人同意不允许旁听；裁决不公开。</p>
<p>送达方式局限；涉及司法主权，跨境送达必须通过外交途径。</p>	<p>仲裁程序中的送达不受司法主权约束。可以通过专人、挂号邮寄或者快递到当事人在仲裁中书面告知的地址；或当事人之间适用的协议中列明的地址；或者收件人对外使用的任何地址；或者收件人最后为人所知的任何地址；也可以通过传真、电子邮件等电子通讯方式送达。</p>
<p>诉讼管辖只能选择被告住所地、合同履行地、合同签订地、原告住所地、标的物所在地、侵权行为地等与争议有实际联系地点的国内法院或外国法院管辖，且不得违反专属管辖和集中管辖的规定。</p>	<p>仲裁机构的地点没有实际联系或者国籍的限制，涉外合同可以任意选择中国仲裁机构或者境外仲裁机构。</p>
<p>法院诉讼严格遵循法院地民事诉讼法律规定，无法自行选择审理法官、开庭地点、语言、程序等；法院通常对于证据的形式要求更高。</p>	<p>仲裁程序比较灵活，按照仲裁规则，当事人可以选择仲裁地点、语言、仲裁程序法、仲裁规则、仲裁费用承担等；仲裁庭可决定证据是否接受、是否相关、是否重要及证明力，包括决定是否适用严格证据规则。</p>
<p>法院诉讼成本，包括案件受理费、执行费和保全费。一般低于仲裁费用。</p>	<p>仲裁费用，包括案件受理费、管理费以及仲裁庭的收费。</p>
<p>合同争议涉及第三人利益时，法院可以追加第三人；共同诉讼也可以合并审理和裁决。</p>	<p>仲裁庭没有权力强迫第三方参加仲裁；非经当事人同意，仲裁庭不能合并审理和裁决。</p>

## 免责声明

本报告为汉坤的重要工作成果和知识产权，须被视为保密信息。未经我们书面同意，任何第三方不得将其全部或部分地复印、分发、发表或复制给任何其他人士。本报告不应被视为我们的任何正式建议或法律意见。阁下如有任何进一步相关问题，或需要专业法律建议或意见，敬请联系我们。

### 北京办公室

北京市东城区东长安街1号东方广场C1座9层

邮编: 100738

电话: +86 10 8525 5500

传真: +86 10 8525 5511/5522

Email: [beijing@hankunlaw.com](mailto:beijing@hankunlaw.com)

### 上海办公室

上海市静安区石门一路288号兴业太古汇香港兴业中心二座33层

邮编: 200041

电话: +86 21 6080 0909

传真: +86 21 6080 0999

Email: [shanghai@hankunlaw.com](mailto:shanghai@hankunlaw.com)

### 深圳办公室

深圳市福田区中心四路1-1号嘉里建设广场第三座21层03-04室

邮编: 518048

电话: +86 755 3680 6500

传真: +86 755 3680 6599

Email: [shenzhen@hankunlaw.com](mailto:shenzhen@hankunlaw.com)

### 香港办公室

香港中环皇后大道中15号置地广场公爵大厦39楼3901-05室

电话: +852 2820 5600

传真: +852 2820 5611

Email: [hongkong@hankunlaw.com](mailto:hongkong@hankunlaw.com)



北京 · 上海 · 深圳 · 香港

© 2020 汉坤律师事务所