



HANKUN

汉坤律师事务所  
Han Kun Law Offices

# 汉坤**2023**年度 VC/PE项目数据分析报告

2024.06

# 目 录

## 01

第一部分:概述/前言 .....	01
------------------	----

## 02

第二部分:具体条款分析 .....	06
-------------------	----

优先认购权 .....	06
-------------	----

优先购买权和共同出售权 .....	09
-------------------	----

回购权 .....	13
-----------	----

反稀释权 .....	22
------------	----

领售权 .....	24
-----------	----

优先分红权 .....	27
-------------	----

控制权(保护性条款和董事席位) .....	28
-----------------------	----

员工股权激励计划 .....	34
----------------	----

清算优先权 .....	39
-------------	----

创始股东的限制条款 .....	43
-----------------	----

创始股东的老股转让 .....	45
-----------------	----

信息权和检查权 .....	45
---------------	----

陈述与保证的追索期限 .....	46
------------------	----

赔偿条款和创始股东的个人赔偿责任 .....	47
------------------------	----

投资人的限制条款 .....	49
----------------	----


最优惠待遇 .....	52
-------------	----

对赌机制 .....	53
------------	----

争议解决方式 .....	53
--------------	----

## 第一部分

## 概述/前言

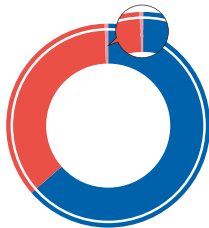


汉坤律师事务所（简称“汉坤”或“我们”）是中国领先的综合性律师事务所。汉坤在VC/PE投融资及相关业务领域中具有非常丰富的经验。汉坤每年代表众多的投资机构和公司客户，参与完成大量VC/PE投融资项目。这些项目涵盖早期的天使轮/种子轮直至Pre-IPO阶段，涉及境内和境外多种投融资架构，包含人民币和美元等投资币种。汉坤代表的客户种类广泛，既包括国内和国际的知名投资机构，也包括各个行业中最前沿的明星公司、独角兽企业和初创企业。

2023年度,汉坤协助客户交割了近400个VC/PE项目。在本报告中,我们对在2023年交割的VC/PE项目进行了数据总结,并对该类项目涉及的投融资架构以及多个关键法律条款逐一进行了统计和分析。同时,我们结合对最近七年收集的近3,900个VC/PE项目的横向对比,呈现出投融资架构和关键法律条款的变化趋势。我们在本报告中分析的关键法律条款包括:(1) 优先认购权,(2) 优先购买权和共同出售权,(3) 回购权,(4) 反稀释权,(5) 领售权,(6) 优先分红权,(7) 控制权(保护性条款和董事席位),(8) 员工股权激励计划,(9) 清算优先权,(10) 创始股东的限制条款,(11) 创始股东的老股转让,(12) 信息权和检查权,(13) 陈述与保证的追索期限,(14) 赔偿条款和创始股东的个人赔偿责任,(15) 投资人的限制条款,(16) 最优惠待遇,(17) 对赌机制,及(18) 争议解决方式。

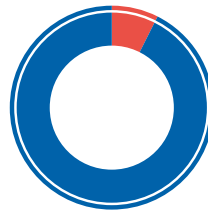
本报告中所涉及的交易数据均来自于汉坤参与并协助客户交割的VC/PE项目。我们希望通过一年一度的数据分析报告,为中国的VC/PE领域提供一些有价值的参考。

### 2023年汉坤参与交割的VC/PE交易—投资币种和项目类别



投资币种

- 人民币 63.53%
- 美元 35.90%
- 港币 0.57%



投资项目类别

- 财务投资 92.59%
- 战略投资 7.41%

总体而言,2023年度汉坤参与交割的VC/PE交易呈现如下特点:

**项目数量和投资金额同步下滑,且更多投融资集中在早期阶段。**2023年,VC/PE市场的步伐整体放缓,地缘政治的紧张局势和经济形势的转变抑制了全球投资需求,阻碍了新冠疫情后的世界经济复苏。相较于往年,本所在2023年参与交割的VC/PE项目数量有明显下降,全年总投资金额和单个项目的平均投资金额也明显减少。另外,在2023年完成的VC/PE项目中,处于早期阶段的项目(例如种子轮、天使轮、Pre-A轮)占比为36.47%,达到了近七年来的最高值,而B轮及之后轮次的VC/PE项目占比持续下滑。

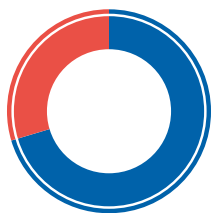
**采用境内架构的项目比例持续上升,同时境外架构中采用VIE模式的项目比例大幅下降。**在VC/PE交易中,境内架构是指被投资公司(简称“被投资公司”或“公司”)以其在中国境内注册的实体作为获得融资的主体,投资人直接在该境内主体中完成投资;境外架构是指被投资公司在中国境外(多为开曼群岛)注册一家实体作为获得融资的主体,但其主要业务一般在中国境内运营,投资人在该境外主体中完成投资。

2023年,采用境内架构的项目占比为70.37%,达到了近七年来的最高比例。境内架构又分为(1)纯内资模式,即被投资公司的股东中不包括外国投资者,为一家纯境内公司,和(2)外商投资模式,即被投资公司引入了外国投资者,成为一家外商投资企业。在2023年的境内架构VC/PE项目中,采用纯内资模式的占比为67.61%,较2022年的64.80%有所上升;相应地,采用外商投资模式的占比为32.39%,较2022年的35.20%有所下降。



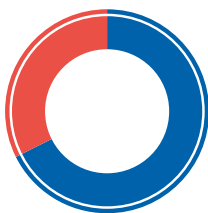
2023年,采用境外架构的VC/PE项目占比为29.63%,达到了近七年来的最低比例。境外架构又分为(1)VIE模式,即境外融资主体通过协议方式控制境内运营实体,和(2)直接持股模式,即境外融资主体直接持有境内运营实体的股权,且集团架构中不存在协议控制。在2023年的境外架构VC/PE项目中,采用VIE模式的占比仅为43.27%,较2017年至2022年的99.32%—70.93%有显著下滑;相应地,采用直接持股模式的占比为56.73%,较2017年至2022年的0.68%—29.07%有大幅上升,且这是七年来首次出现直接持股模式的占比超过VIE模式占比的情况。

### 2023年汉坤参与交割的VC/PE项目—交易架构



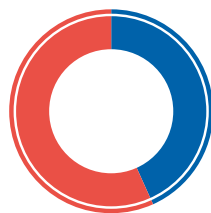
交易架构

- 境内架构 70.37%
- 境外架构 29.63%



境内架构

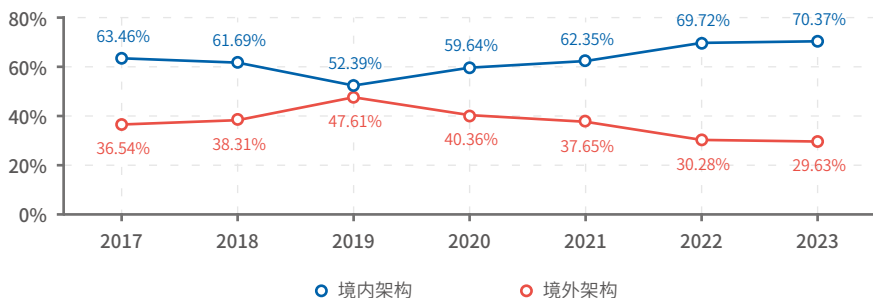
- 纯内资模式 67.61%
- 外商投资模式 32.39%



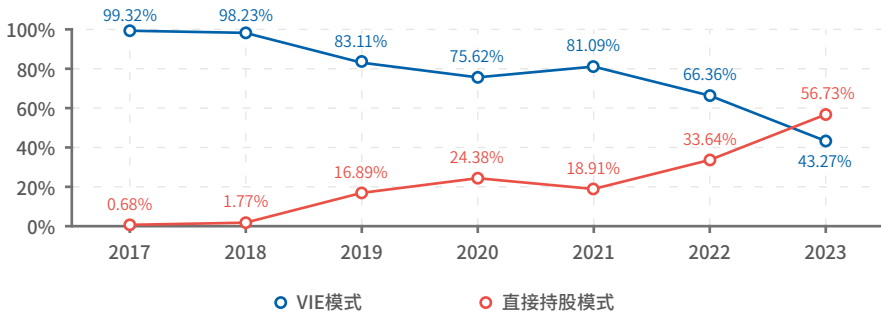
境外架构

- VIE模式 43.27%
- 直接持股模式 56.73%

### VC/PE 交易架构的近七年趋势



## VC/PE 交易架构的近七年趋势—境外架构

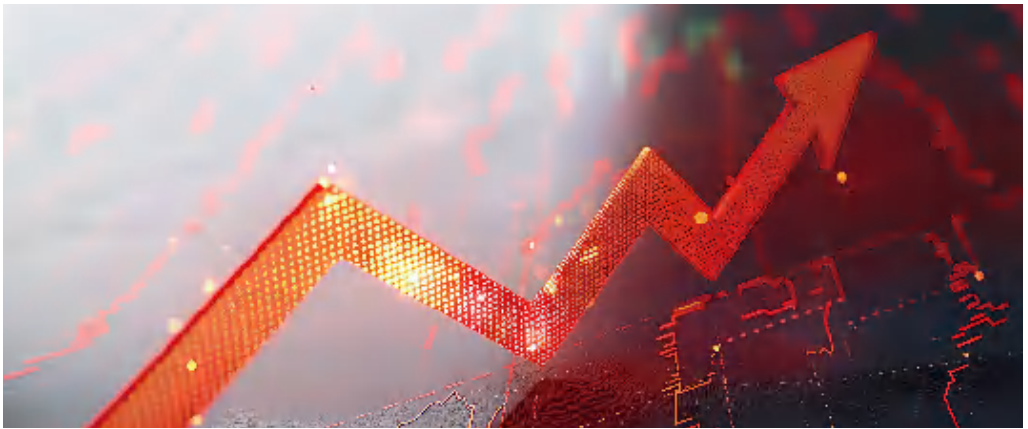


**被投公司的主要业务运营地, 排名前五的中国城市为上海、北京、深圳、杭州和苏州。**2023年, 对于被投公司的主要业务运营地 (简称“主营地”), 最热门的中国城市为: 上海、北京、深圳、杭州和苏州。被投公司主营地位于这五个城市的项目总和, 占2023年VC/PE项目总量的64.96%。从我们过往统计的数据可以看出, 北京、上海、深圳的市场非常活跃, 一直是创业的首选地点, 但是自2021年起, 以北京和上海为主营地的VC/PE项目数量持续下降, 尤其是主营地在北京的项目, 在全年VC/PE项目中的占比从2022年的24.81%下降到2023年的17.95%, 将保持了多年的第一位置让给了上海。然而, 被投公司主营地位于苏州的VC/PE项目数量在逐年增长, 在2023年占比达到5.41%。另外值得注意的是, 越来越多的VC/PE项目投向了主营地在美国和新加坡的企业。2023年, 被投公司主营地位于美国和新加坡的项目在全年VC/PE项目中的占比分别为6.55%和1.71%, 均较往年有所增加。

**被投公司所从事的行业, 排名前五的分别是生物医疗、新材料、半导体、智能硬件和汽车交通。**根据过往七年统计的数据, 生物医疗一直是VC/PE项目中最热门的行业。2023年, 被投公司的主营业务为生物科技、医疗、医药的项目占全年VC/PE项目数量的22.79%, 达到了近七年来的最高比例, 之后占比第二至第五的分别是: ②新材料和新能源 (除新能源车外), 在全年项目中占比12.25%; ③半导体、集成电路、芯片, 在全年项目中占比11.11%; ④智能硬件 (包括人工智能、AR等), 在全年项目中占比10.83%; 和⑤汽车交通 (包括新能源车), 在全年项目中占比3.99%。曾经进入前五排名的企业服务、电子商务和餐饮食品行业, 在2023年的VC/PE项目明显减少, 所占比例均达到了近七年的最低。

**财务投资项目的比例略微升高。**2023年,属于财务投资的项目占比达到了92.59%,是过去七年中的最高比例;相应地,属于战略投资的项目占比为7.41%,与往年的8.10%—16.44%相比略有下降。

**签订Term Sheet的项目比例达到近七年最低。**2023年,仅38.75%的项目签订了Term Sheet (投资意向书),是近七年的最低比例,值得注意的是,该比例自2018年的66.44%以来呈逐年下降趋势。



## 第二部分

## 具体条款分析

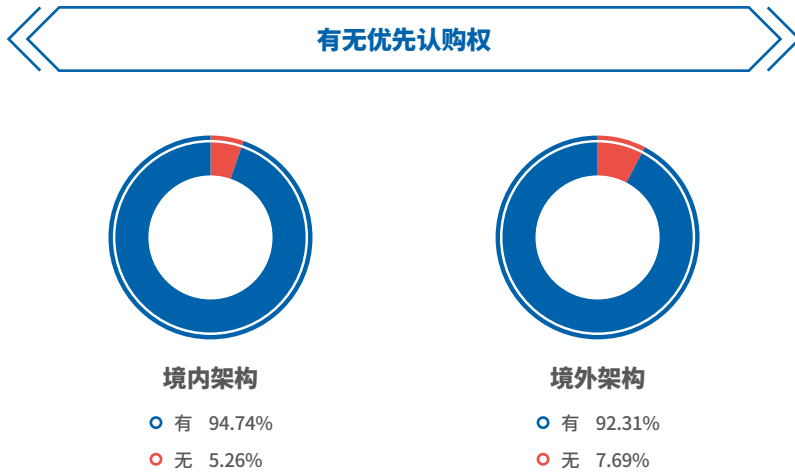
### 优先认购权

优先认购权(Preemptive Right)是常见的投资人优先权<sup>1</sup>,系指在公司增加注册资本或发行新股时,特定股东(通常为投资人)优先于其他股东和第三方认购新增股权份额的权利。优先认购权的主要目的是保证投资人的股权比例不因公司未来的融资而被稀释。根据我们近七年统计的数据,每年有大约94%—97%的VC/PE项目约定了优先认购权,这一比例在2023年为94.02%。

<sup>1</sup>在VC/PE项目中,一般情况下投资人持有公司的优先股(因此也称优先股股东);创始股东持有公司的普通股(因此也称普通股股东)。优先股上附带一系列优先权利。



下图显示在2023年汉坤参与的VC/PE项目中,境内外架构下优先认购权的采用情况:

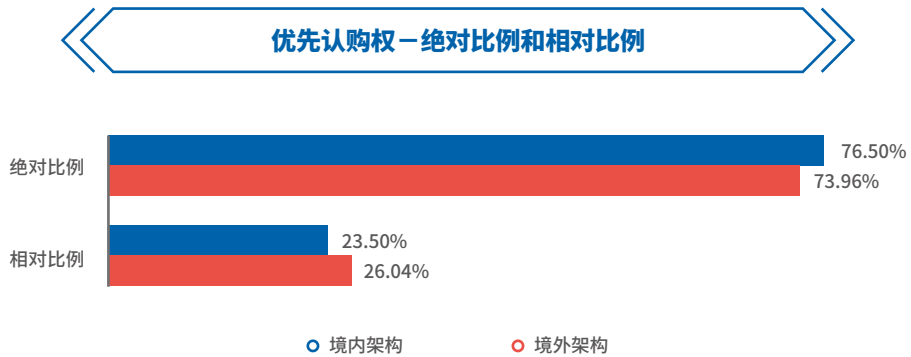


需要说明的是,对于境内架构的VC/PE项目,中国公司法规定在有限责任公司增加注册资本时,各股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。因此,除非全体股东另有约定,即便境内架构下交易各方未约定优先认购权,全体股东仍可按照中国公司法的规则享有优先认购权。

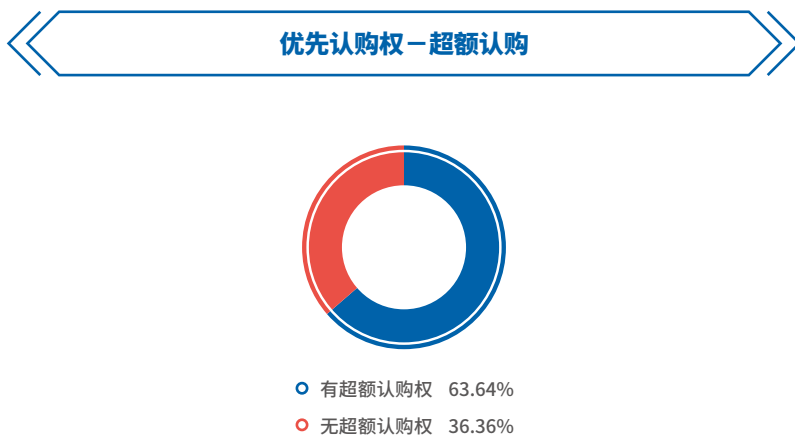
优先认购权的行权比例分为绝对比例和相对比例。绝对比例是指各投资人按照其在公司中的持股比例<sup>2</sup>计算其有权优先认购的股权份额。按照该计算模式,全体投资人无法优先认购公司新增发的全部股权份额。相对比例是指各投资人按照在投资人之间的相对持股比例计算其有权优先认购的股权份额。此时,全体投资人可优先认购公司新增发的全部股权份额。由于优先认购权的主要目的是为了确保投资人的绝对持股比例不被稀释而非增加投资人的持股比例,因此在计算优先认购权的行权比例时,绝对比例更为常见。根据我们近七年统计的数据,在约定了优先认购权的VC/PE项目中,采用绝对比例的优先认购权保持在70%—80%左右,这一比例在2023年是75.76%。

<sup>2</sup>在境外架构的VC/PE项目中,投资人的股权比例一般是按照优先股转换为普通股(或视同已转换)的基础计算。境内外架构下,交易方均可以进一步细化股权比例的计算方式(例如按照实缴的出资比例或按照全面摊薄的基础计算等)。

下图显示在2023年约定了优先认购权的VC/PE项目中，境内外架构下绝对比例和相对比例的采用情况：



超额认购是优先认购权中的重要机制。按照该机制，如果部分优先认购权人未认购或者未足额认购其享有优先认购权的股权份额，则已经完全行权的优先认购权人有权进一步认购剩余的新增股权份额。根据2023年统计的数据，在约定了优先认购权的VC/PE项目中，有大约63.64%约定了超额认购权。

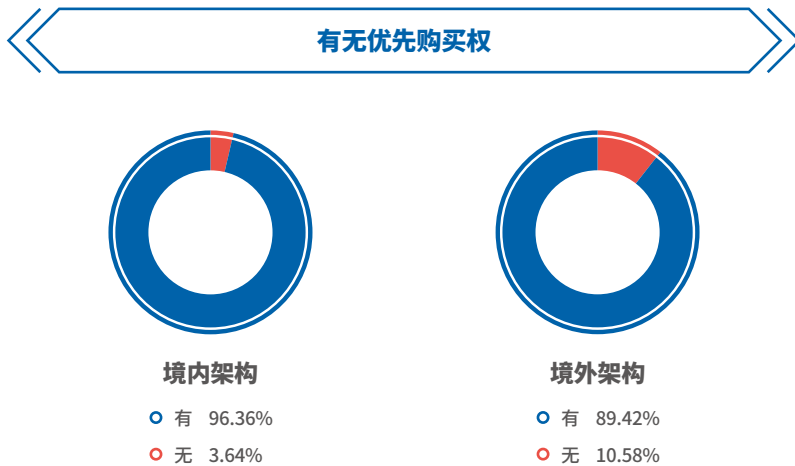


## 优先购买权和共同出售权

### 优先购买权 (Right of First Refusal)

VC/PE交易中, 优先购买权是指在特定股东拟转让其持有的公司股权时, 其他特定的股东 (简称“优先购买权人”, 多数情况下为投资人) 在同等条件下, 优先于第三方受让方和/或公司其他股东购买该拟转让股权的权利。优先购买权的主要目的是限制特定股东的股权转让, 同时可以增加优先购买权人在公司中的持股比例。

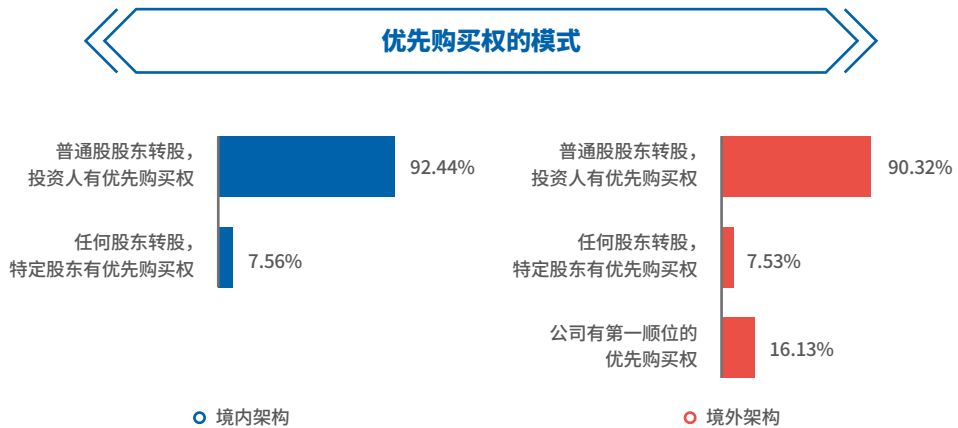
下图显示在2023年汉坤参与的VC/PE项目中, 境内外架构下优先购买权的采用情况:



对于未明确约定优先购买权的少量VC/PE项目, 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。因此在境内架构的VC/PE项目中, 如果协议未明确约定优先购买权, 有限责任公司的各股东仍可以按照中国公司法的规则享有优先购买权。

在大部分的VC/PE项目中,普通股股东(一般为创始股东)为最主要的受限主体。根据我们近七年统计的数据,每年在约定了优先购买权的VC/PE项目中,有大约九成约定了在普通股股东拟转让其持有的公司股权时,优先股股东享有优先购买权(此种模式简称“普通股股东转股,投资人有优先购买权”)。在此基础上,一些境外架构的VC/PE项目中,交易各方还可能约定在普通股股东转让股权时,公司先享有第一顺位的优先购买权,在公司未行使的范围内优先股股东才享有优先购买权(此种模式简称“公司有第一顺位的优先购买权”)。根据2023年统计的数据,在约定了优先购买权的境外架构项目中,采用“公司有第一顺位的优先购买权”的比例为16.13%。除上述模式外,无论境外架构或是境内架构下,均有少量项目约定任何股东转让其持有的公司股权,特定股东享有优先购买权(这种模式下,特定股东可能为所有投资人,也可能为所有非转股股东)(此种模式简称“任何股东转股,特定股东有优先购买权”)。在这种模式下,投资人的转股也同样受到优先购买权的限制。

下图显示在2023年约定了优先购买权的VC/PE项目中,各种模式的采用情况:

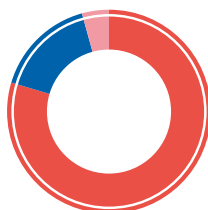


注:本图的数据包含同时选择多种优先购买权的情况。



与优先认购权类似，优先购买权的行权比例也分为绝对比例和相对比例。但与优先认购权相反的是，在优先购买权中，采用相对比例计算行权配额的项目占绝大多数。根据我们2023年统计的数据，在约定了“普通股股东转股，投资人有优先购买权”的VC/PE项目中，有79.60%采用了相对比例，其原因为相对比例可以保证投资人最多可以购买创始股东拟转让的全部股权，最大限度阻止创始股东转股给第三方。

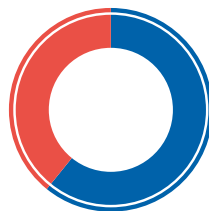
### 优先购买权—绝对比例和相对比例



- 绝对比例 16.12%
- 相对比例 79.60%
- 其他 4.28%

超额购买也是优先购买权中的重要机制，目的是为了进一步限制受限股东可转让的股权份额和增加优先购买权人可购买的股权份额。按照该机制，如果部分优先购买权人未行使或者未足额行使其享有优先购买权的份额，则已经完全行权的优先购买权人有权进一步购买剩余未被购买的拟转让股权。2023年统计的数据显示，在约定了“普通股股东转股，投资人有优先购买权”的VC/PE项目中，有60.82%约定了超额购买权，较2022年的70.34%有显著下降。

### 优先购买权—超额购买



- 有超额购买权 60.82%
- 无超额购买权 39.18%

## 共同出售权 (Co-sale Right)

共同出售权是指在普通股股东转让其持有的公司股权时，未行使优先购买权的投资人可按照事先约定的比例参与该等转让，与该普通股股东一起出售其持有的公司股权的权利。共同出售权是VC/PE项目中常见的优先权安排，其目的是为了保证投资人在创始股东退出的情况下有共同退出的权利，也进一步限制创始股东转让股权的自由度。根据我们统计的数据，2023年有93.16%的VC/PE项目约定了共同出售权。

共同出售权中，主要关注点为计算投资人可出售股权范围的行权公式。以下表格显示在2023年约定了共同出售权的VC/PE项目中，各种行权公式的适用情况。从下表可以看出，无论在境外架构还是境内架构下，第一种行权公式均是最常见的，因为该种行权公式能确保投资人可以最大程度参与普通股股东的股权转让。

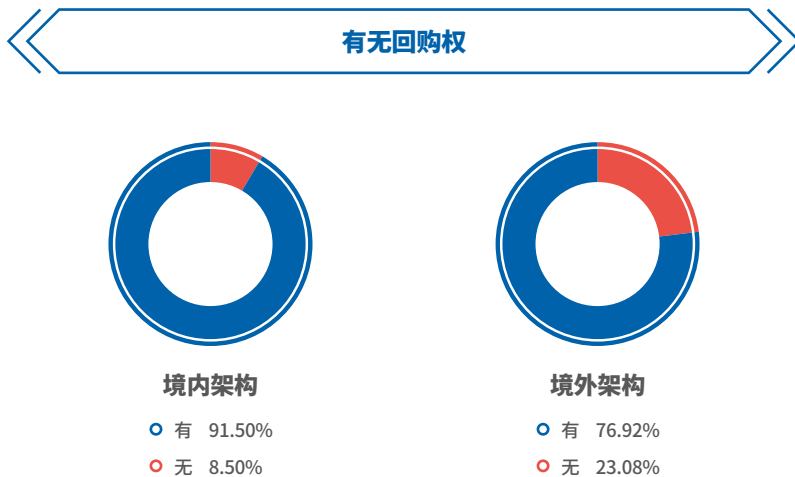
共同出售权行权公式	境内架构	境外架构
该投资人所持股权 / (所有实际行使共售权的投资人持有的股权 + 转让方所持股权)	66.25%	63.33%
该投资人所持股权 / (所有有权行使共售权的投资人持有的股权 + 转让方所持股权)	18.14%	26.67%
该投资人所持股权 / (所有投资人持有的股权 + 转让方所持股权)	4.64%	2.22%
该投资人所持股权 / 所有已发行的股权	3.80%	2.22%
其他行权公式	7.17%	5.56%

最后，在2023年约定了共同出售权的VC/PE项目中，有15.95%约定了“控制权变更下的特殊共同出售条款”，即，如果普通股股东的股权转让会导致公司的控制权发生变更 (change of control)，则投资人有权共同出售其持有的全部股权。根据2023年统计的数据，“控制权变更下的特殊共同出售条款”更多出现在境内架构的项目中。

## 回购权

回购权 (Redemption Right, 也称赎回权) 是投资人退出机制的一种。在VC/PE交易中, 投资人一般会要求在发生特定事件时, 投资人有权要求公司和/或创始股东按照事先约定的价格购买其持有的公司股权, 以保障投资人的退出。这些特定事件 (简称“回购权触发事件”) 一般包括公司未能在交割后的一定年限内实现符合条件的上市 (Qualified IPO) 或整体出售 (Trade Sale)、公司和/或创始股东发生严重违约或特定不合规情形等。从我们近七年统计的数据可以看出, 对于中国境内企业进行的VC/PE项目, 无论采用境内架构还是境外架构, 回购权均是常见的条款安排, 这在一定程度体现了投资人对这一退出途径的重视程度。但值得注意的是, 在2023年的境外架构项目中, 未约定回购权的VC/PE项目比例较2022年有明显上升, 这类项目主要集中在生物医疗、Web3领域, 和被投公司主营业地在美国的VC/PE项目。

下图显示在2023年汉坤参与的VC/PE项目中, 境内外架构下回购权的采用情况:



对于承担回购义务的主体，境内外架构下形成鲜明对比。在境外架构的VC/PE项目中，多数情况下回购义务主体仅为公司；而在境内架构的VC/PE项目中，更多情况下由创始股东和公司承担共同/连带的回购义务，还有少数项目约定仅由创始股东承担回购义务。造成此类差异的原因主要是境内外法律和司法实践的不同。由于境内司法实践下公司股权回购的程序相对复杂，投资人为确保能有效地行使回购权，往往会要求创始股东与公司承担共同/连带的回购义务。但值得注意的是，在近年的境外架构VC/PE项目中，仅由公司承担回购义务的项目比例也在逐渐下降。在2023年约定了回购权的境外架构VC/PE项目中，该比例为60%，虽然比2022年的56.76%有所回升，但仍保持在近4年的相对低位，这体现出近些年境外架构下的投资人对退出方式的灵活性有更高要求。

在创始股东与公司承担共同/连带回购义务的项目中，创始股东为了限制自己的个人责任范围，可能会要求采用一些变通方式。常见的变通方式包括：(A) 创始股东仅在特定的情况下与公司承担连带回购义务；或(B) 投资人需先要求公司承担回购义务，如果公司因法律障碍或资金不足等原因无法完成回购，再由创始股东作为第二顺位回购义务人。

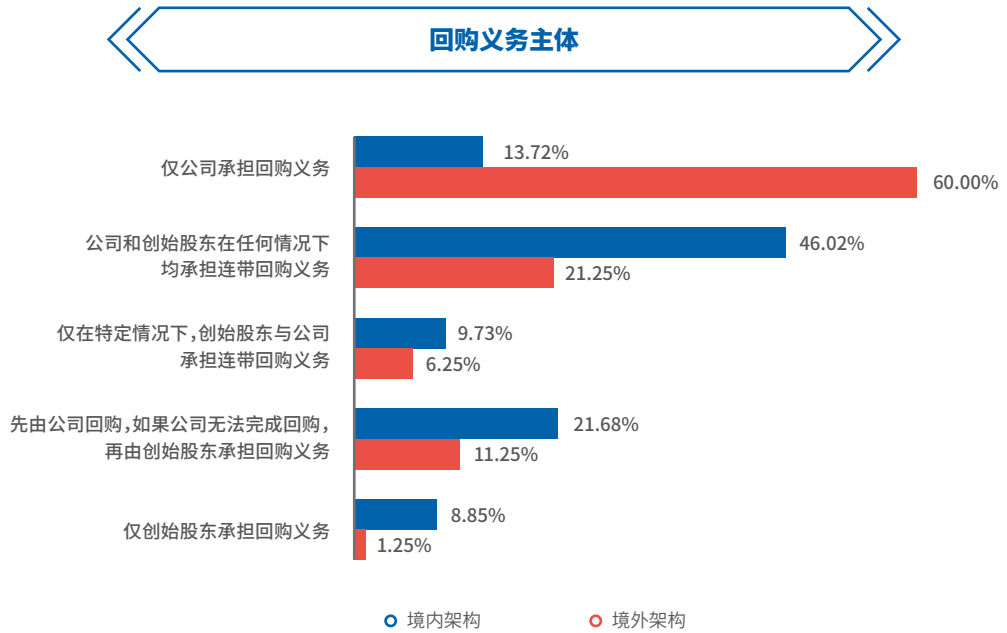
因此，回购义务主体大致分为以下几种情况：

- (1) 仅由公司承担回购义务；
- (2) 创始股东与公司在任何情况下均承担连带回购义务；
- (3) 仅在特定情况下，创始股东与公司承担连带回购义务；或
- (4) 先由公司承担回购义务，如果公司无法完成回购，再由创始股东承担回购义务；
- (5) 由创始股东单独承担回购义务。





下图显示在2023年约定了回购权的VC/PE项目中,境内外架构下回购义务主体的具体情况:

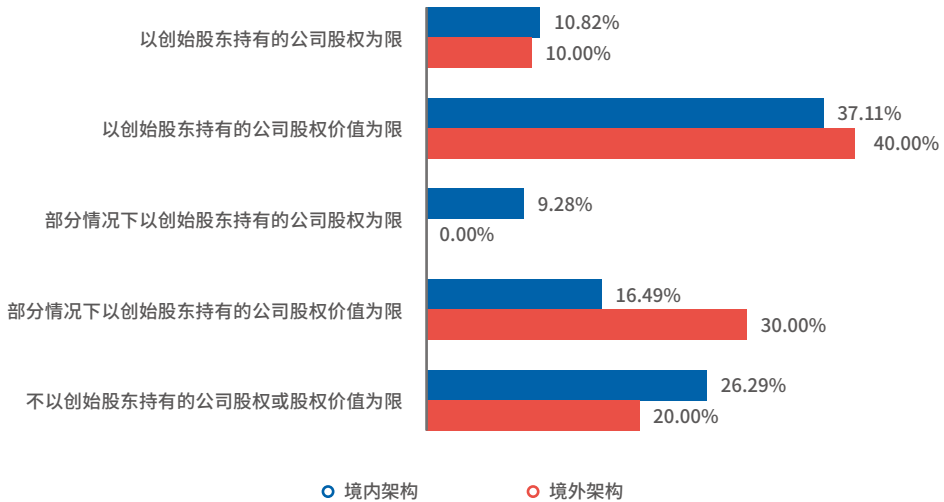


在创始股东承担回购义务的VC/PE项目中,为避免以个人或家庭财产承担过大责任,创始股东还可能要求对其回购义务设定责任上限。责任上限一般为:在任何情况下或者仅在部分特定情况下,以创始股东持有的公司股权或股权价值为上限。



下图显示在2023年约定了创始股东承担回购义务的VC/PE项目中,境内外架构下该类责任上限的设定情况:

### 回购义务主体—创始股东承担回购义务的情况下,责任上限的模式

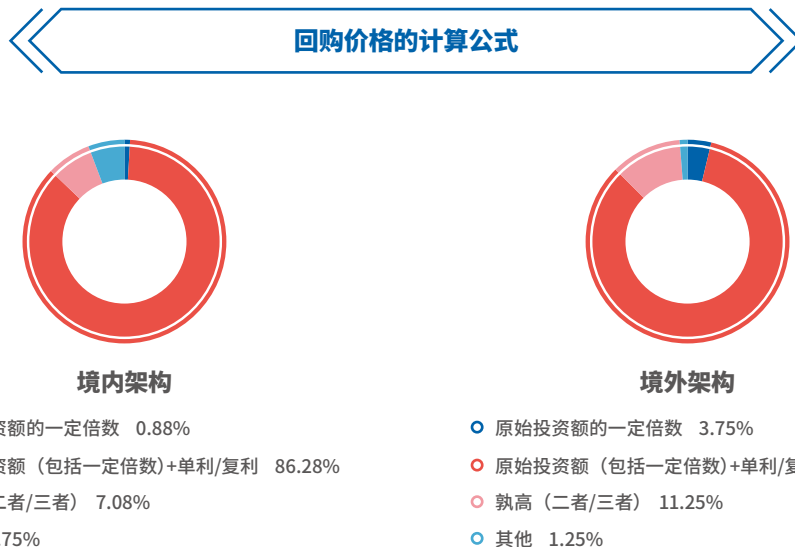


对于回购的价格,有以下三种常见的计算公式:

- 原始投资额的一定倍数;
- 原始投资额(包括一定倍数)+单利或复利;或
- 以上(a)或(b)的计算方式,与其他价值(例如市场公允价值、经审计的净资产等)相比,取两者或者三者的孰高。

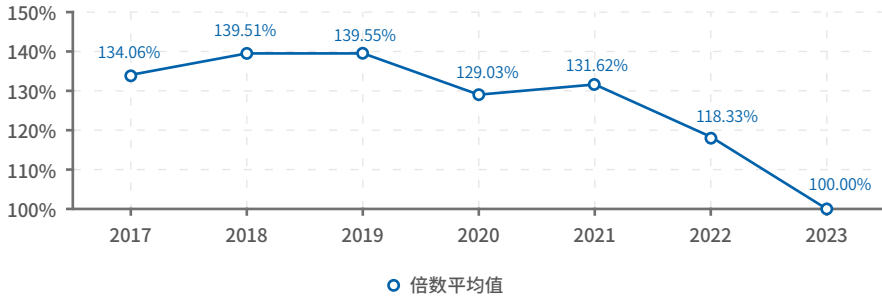
根据我们近七年统计的VC/PE项目数据,无论境内架构还是境外架构下,交易各方更倾向于以“原始投资额(包括一定倍数)+单利或复利”的公式计算回购价格,在2023年约定了回购权的VC/PE项目中,以这种方式计算回购价格的项目占比为85.62%,达到了近七年来的最高比例。这一倾向表明:(1)投资人和公司更接受与退出时间相结合的浮动价格;(2)投资人倾向将回购价格的计算与其内部回报率相结合。另外,以“原始投资额的一定倍数”计算回购价格的项目在2023年的占比仅为1.63%,为近七年来的最低比例,而选择以“孰高”方式计算回购价格的项目比例为8.17%。

下图显示在2023年约定了回购权的VC/PE项目中,境内外架构下回购价格计算公式的运用:

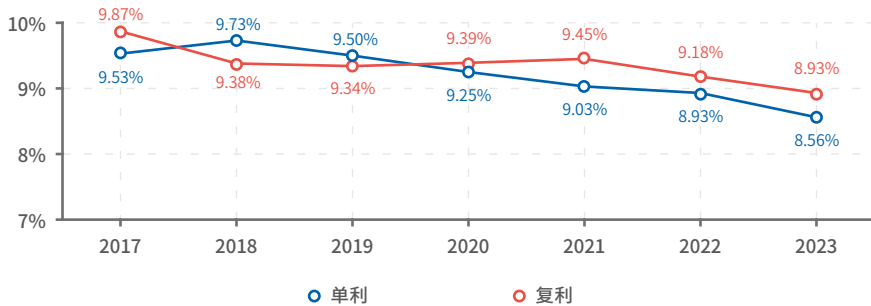


此外,根据我们2023年统计的回购价格数据:(1)对于仅以“原始投资额的一定倍数”计算回购价格的项目,该倍数的平均值为100%,较2022年有明显下降,达到了近七年的最低数值;(2)对于以“原始投资额(包括一定倍数)+单利或复利”计算回购价格的项目,该利率的平均值为8.56%年单利或8.93%年复利,较往年也呈略微下降趋势。对于回购价格整体有所下降这一现象,我们分析认为,在全球经济放缓的背景下,一些投资机构对于被投公司内部回报率的预期可能有所降低;另外从被投公司的角度而言,由于经济的不确定性导致回购被触发的风险增大,一些公司和创始团队对回购价格也持更加谨慎的态度。

### 回购价格—仅以原始投资额的一定倍数计算 倍数平均值的近七年趋势

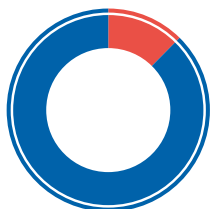


### 回购价格—以原始投资额(包括一定倍数)+ 单利或复利计算 利率平均值的近七年趋势



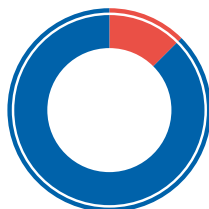
最后, 投资人只有在事先约定的回购权触发事件被触发时, 才有权要求公司和/或创始股东对其股权进行回购。一个非常常见的回购权触发事件为“公司未能在交割后的一定期限内完成符合条件的上市”。在2023年约定了回购权的VC/PE项目中, 有87.58%约定如果公司在交割后的一定期限内未完成符合条件的上市, 投资人有权行使回购权。对于该期限的设置, 总体上约定在3—5年的比例最高, 但具体到各融资轮次, 我们2023年统计的数据显示, 早期轮次(包括种子轮、天使轮、Pre-A轮)的项目中, 有近三分之二的情况下该期限超过5年, C轮及以后轮次的项目中, 有近一半的情况下该期限少于等于3年。

## 回购权触发事件—公司未能在交割后的一定期限内完成符合条件的上市 是否有约定



### 境内架构

- 是 87.61%
- 否 12.39%



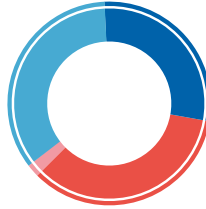
### 境外架构

- 是 87.50%
- 否 12.50%

由于每一轮融资的投资人在计算公司完成符合条件的上市的期限(简称“上市期限”)时,通常都以当轮融资的交割日作为起算点,因此在公司经历了多轮融资的情况下,一般后轮投资人要求的上市期限截止点会晚于前轮投资人要求的上市期限截止点,导致适用于后轮投资人的回购权触发事件会更晚发生。从后轮投资人的角度,为了避免前轮投资人有权早于其退出,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其上市期限的截止点,与后轮投资人的保持一致;从公司的角度,为了缓解上市时间表的压力,公司有时也会要求前轮投资人延后其对上市时间的要求。从2023年统计的数据看,在B轮及之后轮次的VC/PE项目中,有大约三分之一的情形会涉及前轮投资人对上市期限截止点的延后。另外,如果前轮投资人依然按照原时间表可以早于后轮投资人行使回购权,后轮投资人则可能要求增加交叉触发条款,即如果前轮投资人行使回购权,则后轮投资人亦有权要求同时回购。



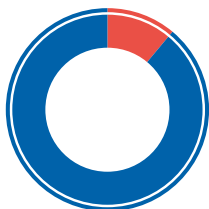
### 回购权触发事件—公司未能在交割后的一定期限内完成符合条件的上市 在后续融资中,前轮投资人是否同意延后其上市期限截止点



- 全部不动 28.57%
- 全部延后 34.69%
- 部分延后 2.04%
- 不适用 34.69%

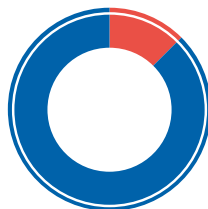
除了“公司未能在交割后的一定年限内完成符合条件的上市”和“其他投资人行使回购权”(即交叉触发条款)之外,以下几项回购权触发事件也是比较常见的:创始股东或管理层出现重大个人诚信问题、公司和/或创始股东严重违反交易文件、中国法律环境发生变化导致公司业务不合法、公司没有取得或维持关键牌照或知识产权、VIE协议无效(多出现在境外架构的项目中)等。其中,“公司和/或创始股东严重违反交易文件”在回购权触发事件中的采用频率很高。但是由于“严重”(material)一般没有固定的衡量标准,条件的触发存在不确定性,从公司和创始股东角度,常会要求增加宽限期安排,即在发生严重违约行为后的一段期限内,公司和/或创始股东应该对违约行为进行纠正,如果未能在宽限期内完成纠正的,才触发回购。根据2023年统计的数据,在将“公司和/或创始股东严重违反交易文件”约定为回购权触发事件的项目中,有56.78%约定了宽限期安排,是近七年来最高的比例。

### 回购权触发事件—公司和 / 或创始股东严重违反交易文件 是否有约定



境内架构

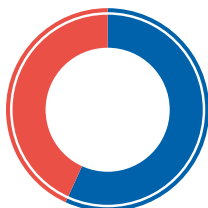
- 是 88.94%
- 否 11.06%



境外架构

- 是 87.50%
- 否 12.50%

### 回购权触发事件—公司和 / 或创始股东严重违反交易文件 是否有宽限期安排



- 有宽限期安排 56.78%
- 无宽限期安排 43.22%

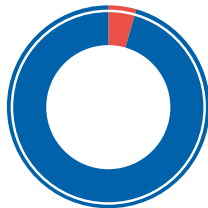


## 反稀释权

反稀释权 (Anti-dilution) 是指在公司发生降价融资 (Down-round) 时, 现有投资人有权要求按照事先约定的公式调整其原始投资的每股单价, 使其可以按照调整后的每股单价获得更多的股份。境外架构下, 投资人的反稀释权一般是通过调整优先股转换为普通股的价格 (Conversion Price) 来实现, 通过该调整, 投资人有权将其持有的优先股转换成更多的普通股。境内架构下, 由于没有股份转换的概念, 一般通过以下方式实现投资人的反稀释权: (1) 由公司以名义价向投资人增发新股; (2) 由创始股东以名义价向投资人转让部分股权; 或 (3) 由公司和/或创始股东向投资人进行现金补偿。

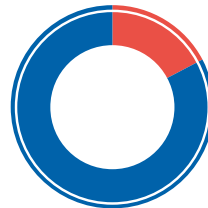
根据我们近七年的数据统计, 每年有超过九成的VC/PE项目约定了反稀释权, 这个比例在2023年为91.74%。

### 有无反稀释权



境内架构

- 有 95.55%
- 无 4.45%



境外架构

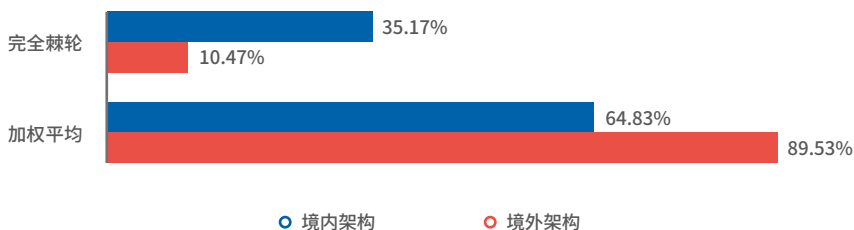
- 有 82.69%
- 无 17.31%

根据调整每股单价采用的不同计算公式, 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强, 但更容易被公司方接受, 无论在美国还是在中国, 加权平均在VC/PE项目中都使用的更加广泛。

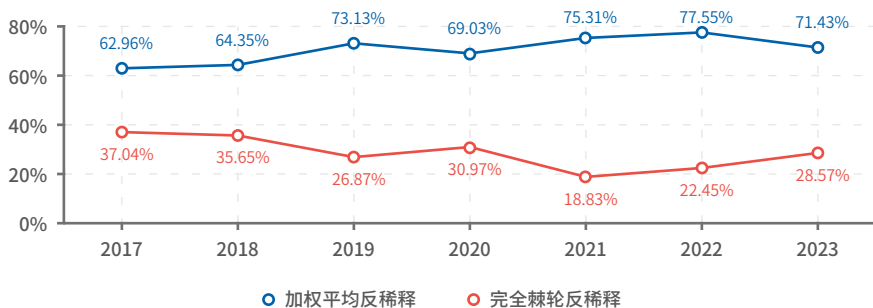


下图显示在2023年约定了反稀释的VC/PE项目中，境内外架构下两种计算公式的采用情况。可以看出，无论是境内架构或是境外架构下，采用加权平均公式调整每股单价的情形均为大多数。

### 反稀释权—完全棘轮和加权平均



### 反稀释权—计算公式的近七年趋势

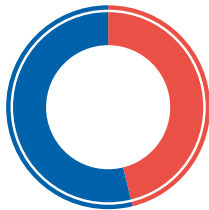


## 领售权

领售权(Drag-along Right, 也称拖售权)是指在符合约定条件的情况下,特定投资人可以强制要求公司的其他股东一起完成公司整体出售的权利。整体出售意味着将公司全部或大部分的股权和/或资产出售给第三方。投资人要求设置领售权的主要原因是:在公司整体出售达到满意的价格或条件时,投资人希望通过该整体出售实现退出,获得投资回报,然而投资人作为少数股东,如果不获得其他股东的批准和配合就很难完成此项整体出售。因此,持有少部分股权的投资人会要求获得一项能发起整体出售交易并要求其他股东配合出售的机制,以保证公司的股权和/或资产在符合条件的情况下可以被整体出售。

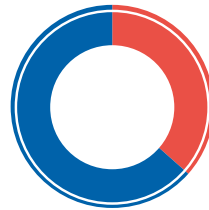
根据我们近几年统计的数据,约定领售权的VC/PE项目整体呈现下降的趋势,在2023年,仅有56.70%的项目约定了领售权,达到了近七年的最低比例。总体上,领售权在境外架构的VC/PE项目中更为普遍。

### 有无领售权



境内架构

- 有 53.85%
- 无 46.15%



境外架构

- 有 63.46%
- 无 36.54%

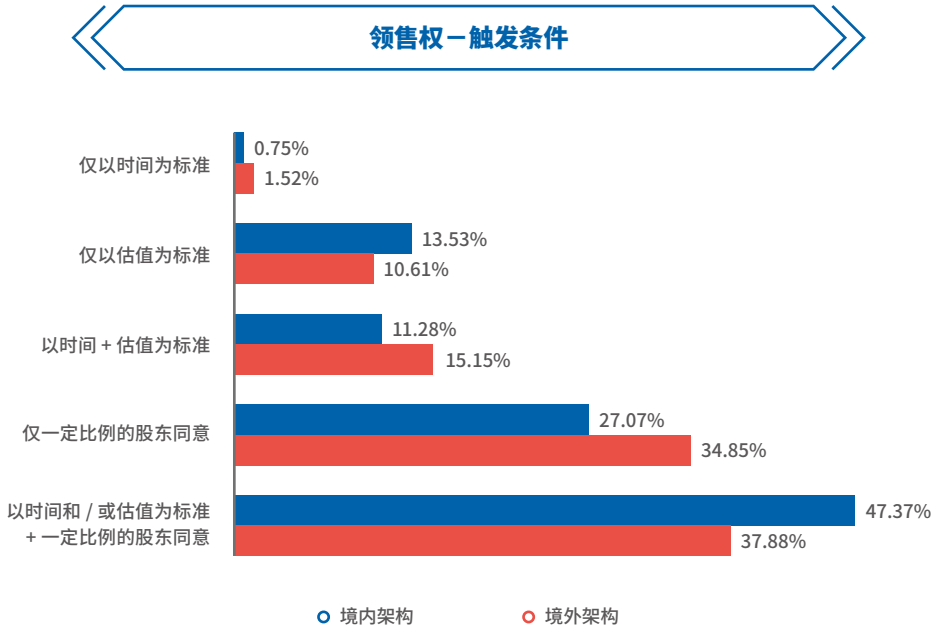
由于行使领售权会导致公司的股权和/或资产发生重大变动,交易各方一般会设置一些触发条件,仅在条件满足后投资人方可行使领售权。这些触发条件通常包括:

- (1) 投资完成后经过了一定的期限(简称“仅以时间为标准”):这能保证公司有一段稳定的运营期;
- (2) 整体出售中公司的估值达到一定标准(简称“仅以估值为标准”):这能保证投资人和被拖售的股东都可以获得比较满意的投资回报,其中创始股东也可以实现现金退出并获得一定收益;
- (3) 以上时间和估值的条件同时达成,即投资完成后经过一定期限,且整体出售中公司的估值达到一定标准(简称“以时间+估值为标准”);
- (4) 整体出售交易及相应的出售条件获得一定比例的股东同意(简称“仅一定比例的股东同意”);
- (5) 达到时间和/或估值的标准,同时还获得一定比例的股东同意(简称“以时间和/或估值为标准+一定比例的股东同意”)。

我们近七年统计的数据显示,采用“仅以时间为标准”为领售权触发条件的项目在逐年减少,而领售权触发条件中包含“一定比例的股东同意”的情况(即以上(4)和(5)的触发条件)在逐步增多。根据2023年统计的数据,在约定了领售权的VC/PE项目中,采用“仅以时间为标准”的项目仅占1.01%,达到了近七年的最低比例,而“仅一定比例的股东同意”和“以时间和/或估值为标准+一定比例的股东同意”为更常用的领售权触发条件,占比分别为29.65%和44.22%,均较2022年有所上升。

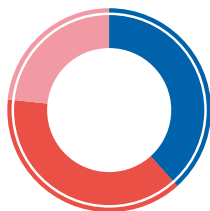


下图显示在2023年约定了领售权的VC/PE项目中，境内外架构下领售权触发条件的采用情况：



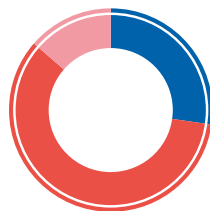
享有领售权的主体，一般为投资人（包括特定的投资人或者持有一定比例股权的投资人）。但在不少VC/PE项目中，创始股东也希望对公司的整体出售享有决策权。因此一些创始股东会要求在决定进行整体出售时也必须获得创始股东（或其委派的董事）同意。在2023年约定了领售权的VC/PE项目中，领售权主体仅为一定投资人的项目占比为34.67%，而行权主体中必须包括创始股东（或其委派的董事）的项目占比为45.23%，并且这种情况更多出现在境外架构的VC/PE项目中。

## 领售权—行使主体



境内架构

- 仅需一定投资人的同意 38.35%
- 必须包括创始股东（或其委派的董事）的同意 38.35%
- 其他组合的行使主体 23.31%



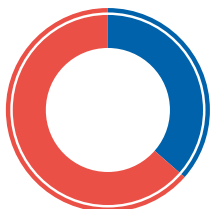
境外架构

- 仅需一定投资人的同意 27.27%
- 必须包括创始股东（或其委派的董事）的同意 59.09%
- 其他组合的行使主体 13.64%

## 优先分红权

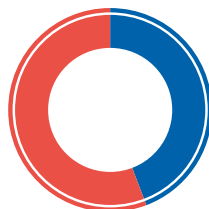
优先分红权是指投资人优先于普通股股东获得公司分红的权利。由于大多数VC/PE投资的核心目的并非通过分红而获得回报，因此实践中不少投资人并不要求优先分红权（尤其对于预计一定时期内会处于亏损状态的初创企业）。2023年，有61.25%未约定优先分红权，与2022年基本持平。另外，在境内架构下，未约定优先分红权的项目比例比境外架构下的更高。

## 有无优先分红权



境内架构

- 有 36.44%
- 无 63.56%

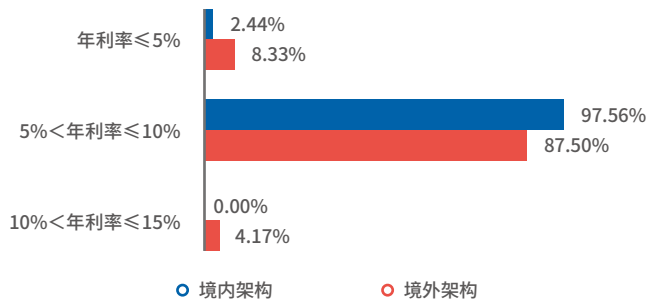


境外架构

- 有 44.23%
- 无 55.77%

在约定了优先分红权的项目中,除要求分红的优先顺位外,一些投资人还会要求分红数额按照原始投资额的一定利率计算。在约定了分红利率的VC/PE项目中,绝大多数情况下该利率在年5%—10%之间。2023年的具体利率情况如下:

### 优先分红权的利率

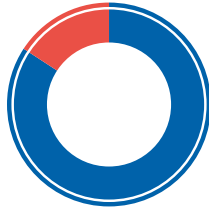


## 控制权(保护性条款和董事席位)

### 保护性条款(Protective Provisions)

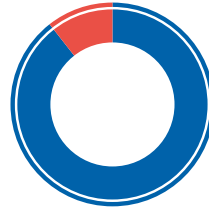
保护性条款是指特定股东或者持有有一定比例投票权的股东(通常为投资人)或其委派的董事对公司的重大事项拥有否决权的条款。受限于否决权的事项一般被称为保留事项(Reserved Matters),通常是有关公司股权结构、业务经营、资产处置、债务等的重大事项。根据2023年统计的数据,有85.75%约定了保护性条款。

## 有无保护性条款



## 境内架构

● 有 84.21%  
● 无 15.79%



## 境外架构

● 有 89.42%  
● 无 10.58%

保护性条款通常是为了投资人设计,因此拥有否决权的主体通常为投资人和/或其委派的董事。保护性条款下的否决权可以在股东会层面实现,也可以在董事会层面实现,或者部分在股东会层面实现、部分在董事会层面实现。股东会层面的保留事项经常涉及公司的股权结构、股东权利、清算解散等重大事宜;董事会层面的保留事项经常涉及公司的重要经营活动。

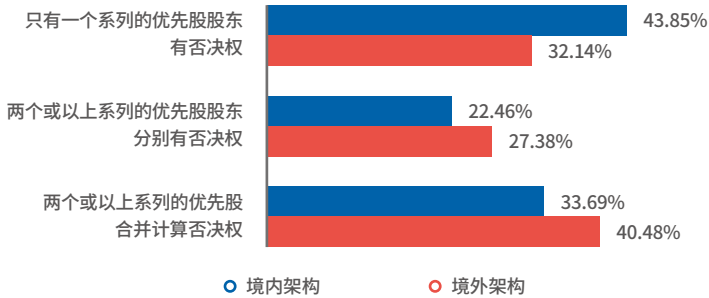
在股东会层面,否决权的常见模式包括:(1)只有一个系列的优先股股东(包括特定的优先股股东)对保留事项享有否决权;(2)有两个或以上系列优先股的情况下,每一系列优先股中持有一定表决权比例的股东分别享有否决权;或(3)有两个或以上系列优先股的情况下,持有所有系列优先股(合并计算)的一定表决权比例的股东享有否决权。

在董事会层面,由于通常情况下创始股东委派的董事占多数席位,因此投资人经常会要求针对特定保留事项:(1)必须取得每一位投资人董事的同意;或者(2)必须取得一定比例的投资人董事的同意。



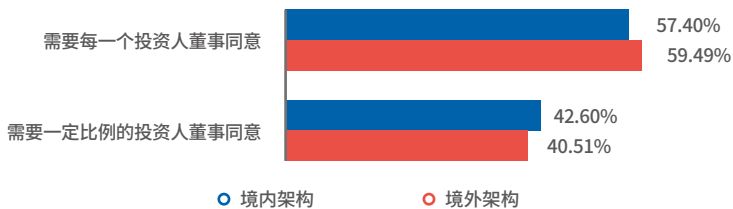
下图显示在2023年采用股东会层面否决权的VC/PE项目中,境内外架构下各种投票模式的运用比例。

### 保护性条款—股东会层面投票模式



下图显示在2023年采用董事会层面否决权的VC/PE项目中,境内外架构下各种投票模式的运用比例。

### 保护性条款—董事会层面投票模式





对于否决权机制,需要注意以下两点:

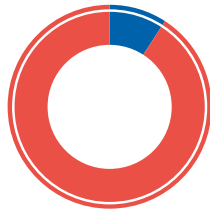
(1) 单独的否决权:一般在公司的早期融资中,投资人的数量较少但承担的风险较大,因此某一投资人(或其委派的董事)享有单独否决权的情况较为普遍。在公司已经过多轮融资、投资人较多的情况下,如果每个投资人均享有单独的否决权,很可能造成公司的决策僵局或治理困难,此时一些公司为避免这种情形的出现会逐步采用其他否决权模式。另外,鉴于近年来国家对反垄断问题加强监管,如果某一投资人(或其委派的董事)对特定的保留事项享有单独否决权,可能会被认定为该投资人对公司构成控制,从而在投资人和/或公司的营业额达到一定标准的情况下,会使整个交易有触发经营者集中申报的风险。基于以上两个原因,部分投资人在拥有单独否决权的问题上会采取更加审慎的态度。

(2) 否决权门槛:在投资人数量较多的情况下,一些VC/PE交易中公司会对投资人的否决权设置一定的门槛,即只有在持股比例或者持股数量达到一定门槛时,投资人(或其委派的董事)才拥有上述否决权。已经享有否决权的投资人如果未来因转让股权或后续公司融资,导致其在公司中的持股比例或持股数量下降到该门槛以下,则其(或其委派的董事)不再拥有否决权。在2023年约定了投资人保护性条款的VC/PE项目中,有20.33%对投资人的否决权设定了门槛。

最后,在一些项目中,公司经过多轮融资后创始股东的持股比例会逐渐降低,失去对公司的控制权。在这种情形下,除上述投资人否决权模式外,创始股东可能会要求对特别重大的保留事项也享有否决权。根据我们近七年统计的数据,创始股东(或其委派董事)对某些保留事项拥有否决权的项目始终保持在4%—10%左右,这一比例在2023年为9.97%。

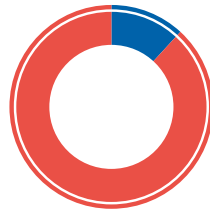
下图显示在2023年约定了保护性条款的VC/PE项目中,境内外架构下创始股东(或其委派董事)享有否决权的比例。

### 保护性条款—创始股东(或其委派董事)是否对某些保留事项享有否决权



境内架构

- 有 9.13%
- 无 90.87%



境外架构

- 有 11.83%
- 无 88.17%

注:本图的数据包含同时约定了投资人否决权机制的情况。



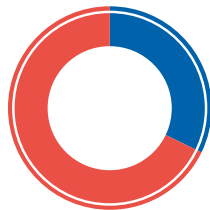
## 董事席位 (Board Composition)

在大部分VC/PE项目中, 创始股东委派的董事在董事会中占多数席位。根据我们近七年统计的数据, 每年仅有2%—5%的VC/PE项目中创始股东委派的董事所持有的投票数少于或等于投资人委派董事的总投票数。

为了平衡创始股东的支配地位并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。但在近七年的VC/PE项目中, 投资人拥有委派董事权利的项目比例呈逐年下降趋势, 从2017年的93.83%下降到2023年的70.37%。而从公司的角度, 在投资人数量较多的情况下, 往往会限制投资人董事的人数。此时比较常见的做法是对投资人委派董事的权利设置一定的门槛, 即只有持股比例或者持股数量达到一定门槛, 投资人才享有委派董事的权利, 这类类似于上述投资人否决权的门槛。已经委派董事的投资人如果未来在公司中的持股比例或持股数量下降到该门槛以下, 则不再享有委派董事的权利。在近七年约定了投资人委派董事权利的VC/PE项目中, 对该权利设置门槛的项目比例呈逐年上升趋势, 从2017年的10.66%上升到2023年的38.62%, 并且这种门槛设置在境外架构的项目中更为常见。

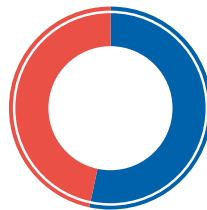
下图显示在2023年约定了投资人委派董事权利的VC/PE项目中, 对该权利设置门槛的情况:

### 投资人委派董事的权利上有持股比例或者持股数量的门槛限制



境内架构

- 有 32.16%
- 无 67.84%

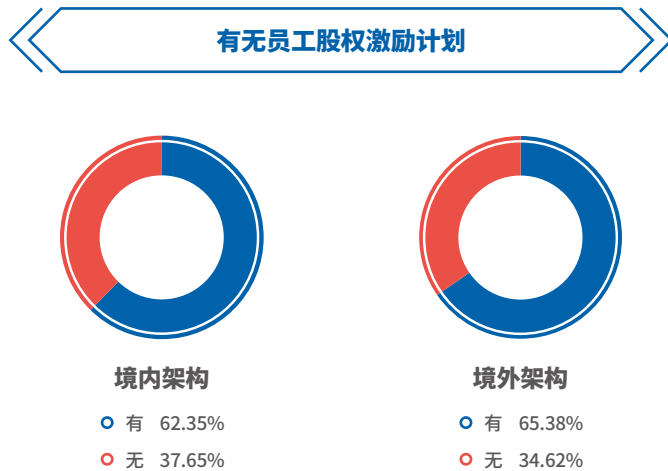


境外架构

- 有 53.33%
- 无 46.67%

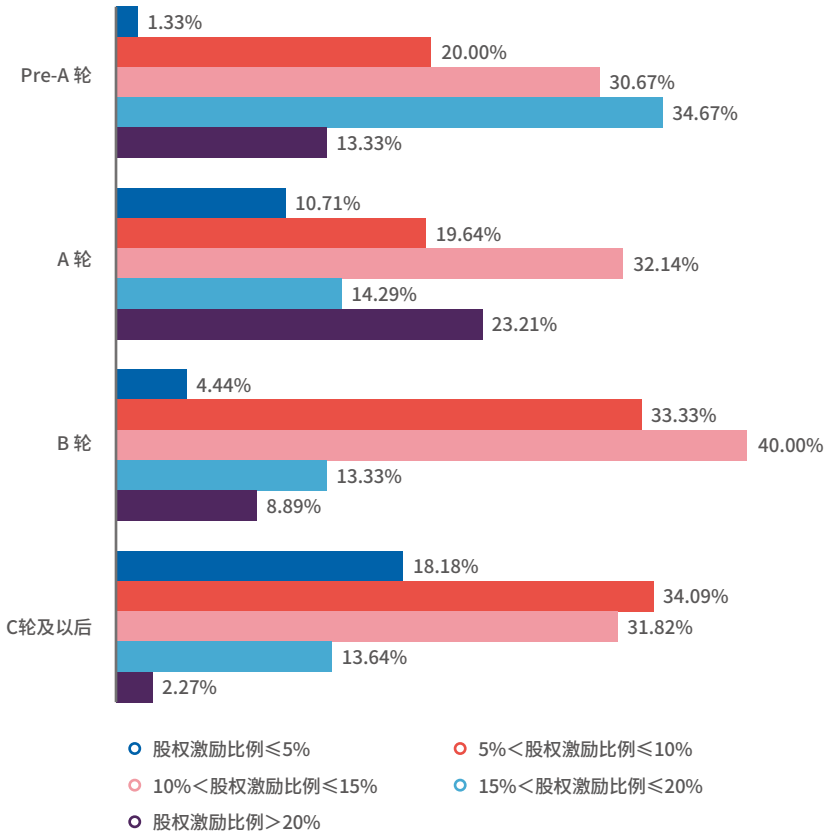
## 员工股权激励计划

大部分初创公司为了激励高管和骨干员工持续为公司服务并创造更多的价值，一般会为员工设置股权激励计划（简称“员工股权激励计划”，根据该计划向员工授予的各项激励，统称“股权激励”）。公司用于发放股权激励的股权在其总股本中所占比例可以根据公司的实际需求和所处融资阶段灵活设置。根据我们近七年统计的数据，自2017年至2022年，境内架构的VC/PE项目中，每年大约有70%—82%设置了员工股权激励计划，境外架构的VC/PE项目中，每年大约有77%—94%设置了员工股权激励计划；而在2023年，设置员工股权激励计划的项目比例分别为境内架构下62.35%，境外架构下65.38%，均较往年有明显下降，且达到了近七年来的最低比例。



在设置了员工股权激励计划的项目中，用于股权激励的股权在公司总股本中所占比例大多集中在5%—20%之间，每年亦会有少数公司将低于5%或者高于20%的股权用于股权激励。下图显示在2023年设有股权激励计划的VC/PE项目中，股权激励在各个融资阶段占公司融资后总股本的比例。

## 股权激励在各融资阶段占公司总股本的比例



股权激励的形式多样,最常见的包括期权和限制性股权。根据2023年统计的数据,在设有员工股权激励计划的VC/PE项目中,境外和境内架构下分别有89.70%和68.68%的项目中公司采用期权形式发行股权激励,有8.82%和29.22%的项目中公司采用限制性股权形式发行股权激励<sup>3</sup>。另外,每年还有少量项目中公司仅采用其他形式发行股权激励。

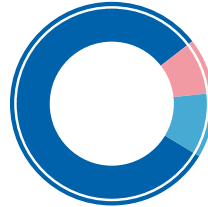
<sup>3</sup>以上期权的百分比,包括仅发行期权,以及同时发行包含期权在内的多种形式股权激励的情况。以上限制性股权的百分比,包括仅发行限制性股权,以及同时发行包含限制性股权在内的多种形式股权激励的情况。

## 股权激励的形式



境内架构

- 期权 56.49%
- 限制性股权 17.53%
- 期权+限制性股权 11.69%
- 其他 14.29%



境外架构

- 期权 80.89%
- 期权+限制性股权(+其他) 8.82%
- 其他 10.29%

公司向员工发行股权激励的途径有很多种,常见的包括:

- (a) 直接发行;
- (b) 设立持股平台,在平台层面发行(简称“持股平台发行”);
- (c) 由创始股东代持(简称“代持”)。

因法律环境的不同,境外架构和境内架构下股权激励的发行方式有明显差别。

### (1) 境外架构

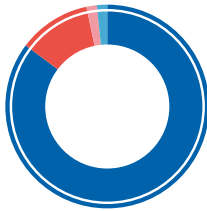
境外架构下,无论发行期权还是限制性股权,公司通常采用的方式为“直接发行”或“持股平台发行”,或者这两种方式的结合。因为在境外架构下,公司(多为在开曼群岛注册)直接向员工发行股权激励的程序相对简单。但是向中国籍员工发行股份会涉及该员工在中国法下的外汇登记问题,因此公司向中国籍员工直接发行股份会相对谨慎。

根据2023年统计的VC/PE项目数据,在采用期权形式的股权激励中,有85.25%的境外公司采用了“直接发行”方式。这种方式下,公司先在股本中预留部分股份(简称“股权池”),之后向员工发行期权,在员工行使期权时公司会从股权池中实际发行股份给员工,而在员工行权之前,员工对期权所对应的股份不享有所有权。这种操作方式比较便捷,是境外架构下最常用的期权发行方式。

根据2023年统计的VC/PE项目数据,在采用限制性股权的股权激励中,有33.33%的境外公司采用了“直接发行”的方式,33.33%的境外公司采用了“持股平台发行”的方式,还有16.67%的境外公司同时采用了这两种方式。

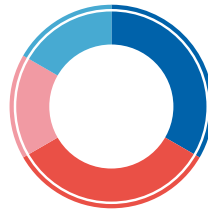
“持股平台发行”方式可以适用于多种股权激励形式。这种方式下,公司会通过创始股东或高管直接或间接搭建一个持股平台,该平台持有公司发行的股权,员工则在该持股平台层面持有期权、限制性股权或其他形式的股权激励,以对应公司层面的股权激励。这种方式一般是出于管理方面的考虑。

### 股权激励—境外架构—发行方式



期权

- 直接发行 85.25%
- 通过持股平台发行 11.48%
- 直接发行+通过持股平台发行 1.64%
- 非以上两种方式 1.64%



限制性股权

- 直接发行 33.33%
- 通过持股平台发行 33.33%
- 直接发行+通过持股平台发行 16.67%
- 非以上两种方式 16.67%



## (2) 境内架构

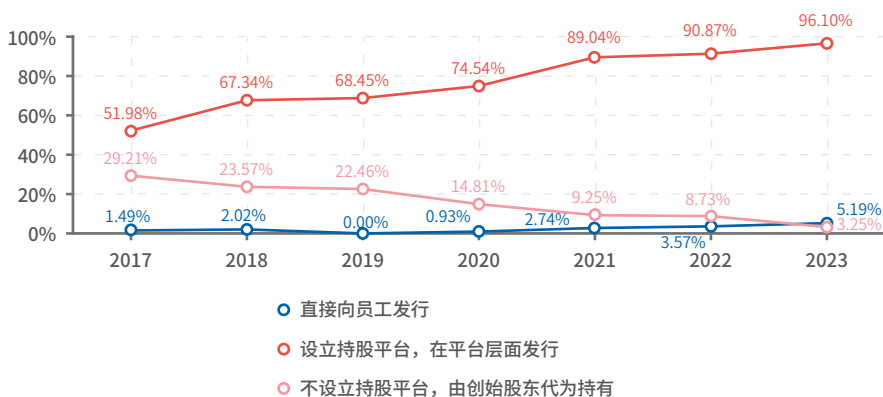
境内架构下,鉴于中国公司法下没有公司预留股份的概念和制度,并且根据中国公司法,有限责任公司的股东不超过50名,境内公司实施工股权激励计划通常会采取“持股平台发行”或“代持”的方式,或者两种方式的结合。在“持股平台发行”方式下,创始股东为员工设立持股平台,员工通过持股平台间接享有公司授予的股权激励。在持股平台层面,员工可以直接持有股权/份额或者与公司签署协议确定其在持股平台的股权/份额但并不进行工商登记。在“代持”的方式下,由创始股东为被激励员工代为持有股权激励,并与被激励员工签订代持协议。这一般是在公司早期创业阶段采用的方式,在公司后续采取“持股平台发行”方式后,代持模式将终止。在境内架构下,公司直接向员工发放股权激励的情况非常少见。

我们近七年统计的数据显示,境内架构下越来越多的公司以“持股平台发行”方式向员工发行股权激励。在2023年设有员工股权激励计划的境内VC/PE项目中,96.10%的境内公司采用“持股平台发行”的方式发行股权激励,为近七年的最高比例。相应地,境内架构下采用“代持”方式发行股权激励的情况在逐年减少,该比例在2023年仅为3.25%,为近七年的最低比例。

关于持股平台的形式,出于税务筹划的考虑,绝大多数情况下公司会选择有限合伙企业形式,极少数项目中会采用有限责任公司的形式。2023年,在采用“持股平台发行”方式发行股权激励的境内架构项目中,96.62%的持股平台采用了有限合伙企业形式。另外,持股平台持有公司股权的方式,包括认购公司增资和受让创始股东转股两种方式。根据我们2023年统计的数据,超过一半的情况下持股平台以增资方式获得公司的股权。最后需要说明的是,在公司临近境内A股上市之前,为了符合A股上市中股权结构清晰的要求,持有股权/期权的员工可能需要进行登记,妥善处理尚未行使的期权和协议代持情况。



## 股权激励—境内架构—发行方式近七年变化趋势



注：本图的基数包含同时采用多种发行方式的情况。

## 清算优先权

清算优先权 (Liquidation Preference) 是常见的投资人优先权安排，在公司发生清算事件 (通常包括公司清算、解散或整体出售) 时，它决定公司财产在股东之间的分配方式。

清算优先权下的财产分配主要有两种方式：参与型 (Participating) 和非参与型 (Non-participating)。

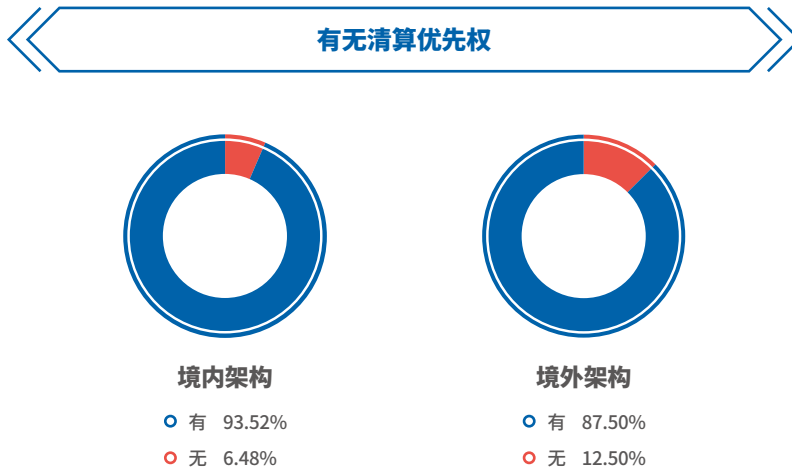
参与型：指投资人首先按照约定的公式获得清算优先分配金额 (简称“优先分配金额”)，之后再与所有其他股东一起按照股权比例参与剩余财产的分配。

参与型分配下，交易各方还可以约定一些附上限的方案 (简称“附上限方案”)，例如，如果投资人按照参与型分配方式获得的金额高于一定上限 (一般为原始投资额的一定倍数)，则其不再继续参与后续分配——当然在这种方案下，如果投资人按照股权比例可以获得的分配金额高于该上限，投资人还可以选择直接按照股权比例参与分配。再例如，交易各方还可以约定，如果发生清算事件时公司的估值高出一定门槛，或投资人按照股权比例可以获得的分配金额高于事先约定的门槛，则投资人将不再适用参与型分配方式，而直接按照股权比例进行分配。

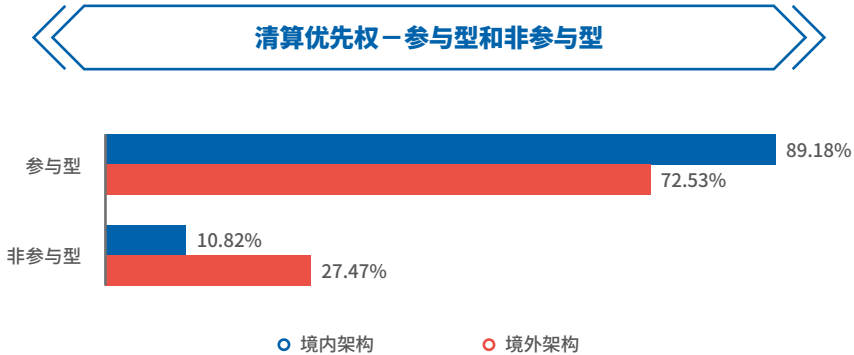
»» 非参与型:指投资人获得其优先分配金额后不再参与剩余财产的分配。在这种方案下,如果投资人按照其在公司中的股权比例可以获得的分配金额高于该优先分配金额,投资人可以选择直接按照股权比例获得分配金额。

在汉坤近七年参与的VC/PE项目中,每年有超过九成的项目约定了清算优先权,一般参与型的清算优先权占绝大多数。根据2023年统计的数据,去年有91.74%的VC/PE项目约定了清算优先权,其中采用参与型分配方式的占84.47%,是近七年来的最低比例,采用非参与型分配方式的占15.53%,达到了近七年来的最高比例。另外,在采用了参与型清算优先权的VC/PE项目中,有大约4.41%使用了附上限方案。

下图显示在2023年的VC/PE项目中,境内外架构下清算优先权的采用情况:



下图显示在2023年约定了清算优先权的VC/PE项目中,参与型和非参与性分配方案的采用情况。可以看出,无论是境内架构还是境外架构下,采用参与型清算优先权的均占大多数。



对于优先分配金额,有以下三种常见的计算公式:

- (a) 原始投资额的一定倍数;
- (b) 原始投资额(包括一定倍数)+单利或复利;或
- (c) 以上(a)或(b)的计算方式,与其他价值(例如市场公允价值、经审计的净资产等)相比,取两者或者三者的孰高。

根据我们往年统计的数据,采用前两种公式计算优先分配金额的项目占比都很高,但在2023年,采用这两种公式的项目比例发生了明显变化,且这些变化更多体现在境内架构的VC/PE项目中。具体为:在约定了清算优先权的VC/PE项目中,(1)采用“原始投资额的一定倍数”计算公式的项目,在境内架构下的占比为21.59%,较2022年下降了14.04%,在境外架构下的占比为40.66%,较2022年下降了9.66%;(2)采用“原始投资额(包括一定倍数)+单利或复利”计算公式的项目,在境内架构下的占比为68.72%,较2022年上升了14.83%,在境外架构下的占比为47.25%,较2022年上升了7.76%。从统计的数据可以看出,“原始投资额(包括一定倍数)+单利或复利”这种计算公式在2023年变得非常受欢迎,尤其在境内架构下。最后,采用第三种计算公式的项目占比为7.23%,与往年相差不多。

对于以“原始投资额的一定倍数”计算优先分配金额的项目,该倍数在100%至150%之间,平均值为103.47%,较2022年的108.22%有所下降;对于以“原始投资额(包括一定倍数)+单利或复利”计算优先分配金额的项目,该等利率的平均值为8.66%年单利或8.21%年复利,较2022年的9.17%年单利和9.11%年复利均有所下降。

以下为优先分配金额在境内外架构下的对比:

境内架构		
优先分配金额	区间	平均值
原始投资额的一定倍数	(100%—150%)原始投资额	102.81% 原始投资额
原始投资额(包括一定倍数) + 单利	(100%—120%)原始投资额 + (4%—15%)单利	100.13% 原始投资额 + 8.69% 单利
原始投资额(包括一定倍数) + 复利	(100%—120%)原始投资额 + (5%—10%)复利	101.54% 原始投资额 + 8.15% 复利

境外架构		
优先分配金额	区间	平均值
原始投资额的一定倍数	(100%—150%)原始投资额	104.32% 原始投资额
原始投资额(包括一定倍数) + 单利	100% 原始投资额 + (6%—15%)单利	100% 原始投资额 + 8.55% 单利
原始投资额(包括一定倍数) + 复利	100% 原始投资额 + (6%—10%)复利	100% 原始投资额 + 8.33% 复利

## 创始股东的限制条款

创始团队的稳定性对公司发展和投资人尤为重要,因此除上述优先购买权、共同出售权等限制创始股东转股的机制外,投资人往往还会在VC/PE协议中对创始股东的股权设定以下限制性安排:

- ① 在完成上市或整体出售前,未经投资人同意创始股东不得出售或处置其持有的公司股权(简称“限制转股”);
- ② 将创始股东持有的公司股权设定为限制性股权(简称“限制性股权”),并约定在创始股东离职或发生其他触发事件的情况下,公司有权回购和/或投资人(或其他指定的股东)有权购买该创始股东持有的全部或部分限制性股权。

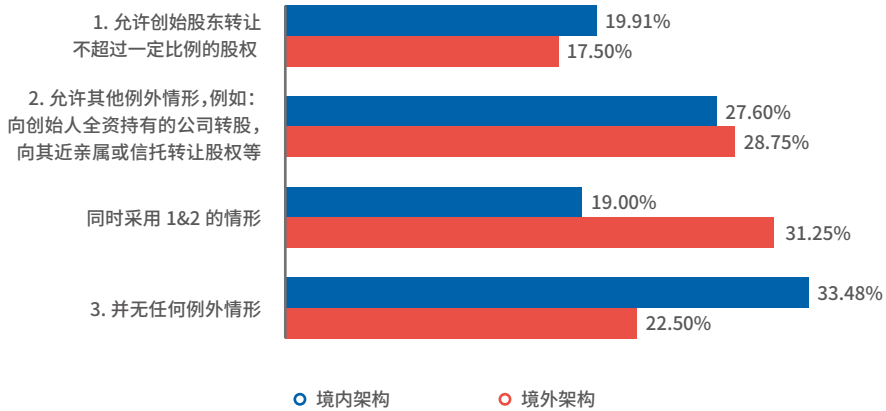
除上述与股权有关的限制外,投资人一般还会要求创始股东(A)承诺全职服务于集团公司,并(B)于任职期间/持股期间内,以及离职/不再持股后的一段时间内承担非竞争及非招揽义务。

## 限制转股(Share Transfer Restrictions)

根据我们近七年统计的数据,每年有大约88%—93%的VC/PE项目约定了创始股东的限制转股条款,即在公司完成上市或整体出售之前,未经投资人同意创始股东不得出售或处置其持有的公司股权。2023年,这一比例为89.74%。

为了获得一定灵活性,在部分VC/PE项目中,创始股东会要求对限制转股设置一些除外情形,包括:(1)允许创始股东转让不超过一定比例的公司股权;和/或(2)允许一些常见的股权转让情形,例如创始股东可向其100%持股的主体转让股权,或出于财务规划目的,可向其近亲属、或以自己或其近亲属为受益人的信托转让股权。下图显示在2023年约定了创始股东限制转股条款的VC/PE项目中,上述除外情形的采用比例。根据我们近七年统计的数据,不采用任何除外情形的限制转股条款在逐年减少,在2023年达到近七年的最低比例。境内外架构相比较,境内架构的VC/PE项目中限制转股条款不采用任何除外情形的居多。

### 创始股东限制转股条款的例外情形



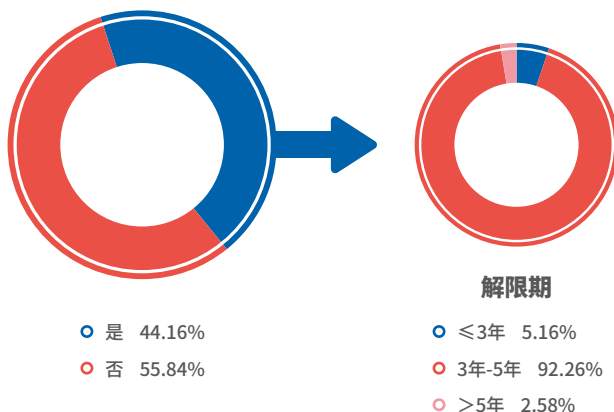
## 限制性股权 (Restricted Shares)

创始股东持有的公司股权被设定为限制性股权后,一般会受限于一定期限(通常称解限期),在解限期内,(1)创始股东不能出售或处置其限制性股权;(2)如果创始股东离职或发生其他约定的触发事件,公司有权回购和/或投资人(或其他指定的股东)有权购买该创始股东持有的公司股权。

创始股东被强制回购/购买的股权范围可以是未解限的股权或者全部持有的股权;强制回购/购买的价格可以是公允市场价格、成本价或者法律允许的最低价等。强制回购/购买的股权范围和价格一般视该创始股东离职的原因而定。创始股东离职的原因一般包括主动离职、重大过错离职和非过错离职(例如失去行为能力)。需要说明的是,限制性股权,无论已解限还是未解限,均指创始股东已经登记持有的公司股权,一般来说限制性股权上的限制和解限安排仅影响该股权的处置以及回购/购买该股权的范围和价格等,只要创始股东仍在任职期间且未发生其他触发事件,并不影响创始股东对该等股权的所有权和投票权。

根据我们近七年统计的数据,每年有50%左右的VC/PE项目会将创始股东持有的股权设定为限制性股权,这个比例在2023年为44.16%,为近七年的最低比例。这类约定更常见于公司的早期融资阶段。在约定了限制性股权的VC/PE项目中,常见的解限期为3-5年。

## 是否将创始股东的股权设置为限制性股权,及解限期



## 创始股东的老股转让

根据2023年统计的数据,有8.26%的VC/PE项目在融资过程中涉及创始股东对现有股权的转让,这是近七年来的最低比例。创始股东转让现有股权,最常见的情形是出售给投资人或者被公司回购。后者多出现在境外架构的项目中,此种方式下一般会同时伴随投资人认购相应的新股。在融资过程中买卖创始股东的老股更多出于商业考虑,例如,投资人购买创始股东老股的价格较融资价格更低、创始股东希望套现、优化公司股权结构等。

股权转让会涉及税务问题,根据2023年统计的VC/PE项目数据,在涉及创始股东老股转让的项目中,接近七成约定相关税务由卖方承担,还有大约18%的项目未对税务承担做明确约定。

## 信息权和检查权

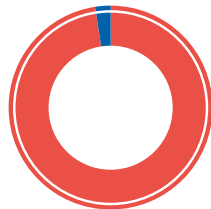
信息权 (Information Right) 是投资人有权获取公司相关运营和财务信息的权利,根据我们近七年统计的数据,在2023年之前,每年都有九成左右的VC/PE项目约定了信息权,但这个比例在2023年下降为85.47%,达到近七年的最低。

检查权 (Inspection Right) 是投资人可以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 要根据其内部投后管理的要求权衡公司提供财务文件的类型、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投资人享有的信息权和检查权的范围。

## 陈述与保证的追索期限

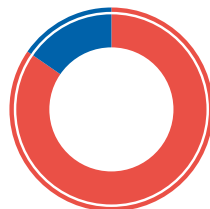
在VC/PE交易文件中,投资人通常会要求公司方面的保证人(一般包括公司及其下属集团公司 和创始股东)做出一些陈述与保证,确保集团公司于签署日/交割日在股权结构、业务运营、税 务、资产、劳动、诉讼等各个方面均符合投资要求。根据我们近七年统计的数据,大多数VC/PE交 易文件中不会明确约定该陈述与保证的追索期限,即只要投资人发现陈述与保证在签署日/交 割日存在不实的情况,则可以在适用法律的诉讼时效内向公司方保证人主张违约责任。然而在 少量项目中,公司会要求对陈述与保证(或者仅特定类型的陈述与保证)的违反设定追索期限 (例如交割后若干年内),即投资人仅有权在该期限内对相应的陈述与保证在签署日/交割日的 不实情况进行追索,超过期限的,投资人丧失追索权利。下图显示在2023年汉坤参与的VC/PE项 目中,境内外架构下陈述与保证的追索期限的设置情况。

### 有无陈述与保证的追索期限



境内架构

- 有 2.43%
- 无 97.57%



境外架构

- 有 15.38%
- 无 84.62%

根据2023年统计的数据,在约定了陈述与保证追索期限的VC/PE项目中,无论是境内架构还是 境外架构下,该期限大都设定在1—3年之间,在极个别的境外架构项目中陈述与保证的追索期 限少于1年。



## 赔偿条款和创始股东的个人赔偿责任

在VC/PE交易文件中，投资人一般会要求公司和/或创始股东对陈述与保证的真实性、准确性、完整性做出承诺，并对该承诺的违反承担赔偿责任。除此之外，投资人还通常会要求公司和/或创始股东承担一些义务，例如要求公司在交割日之前不得进行可能对投资人利益产生负面影响的重大变更、在交割后的一定期限内应完成一系列合规性问题的整改（如有）等。就这些签约后义务，投资人一般也会要求公司和/或创始股东承担相应的违约赔偿责任。2023年，有83.19%明确约定了公司和/或创始股东的赔偿责任。在这些项目中，有19.86%为公司和/或创始股东设定了赔偿上限（即投资人有权要求的最高赔偿额），有7.53%为公司和/或创始股东设定了起赔金额（即仅在损失超过一定金额时投资人才有权要求赔偿），另有大约13.70%的项目同时设定了赔偿上限和起赔金额。

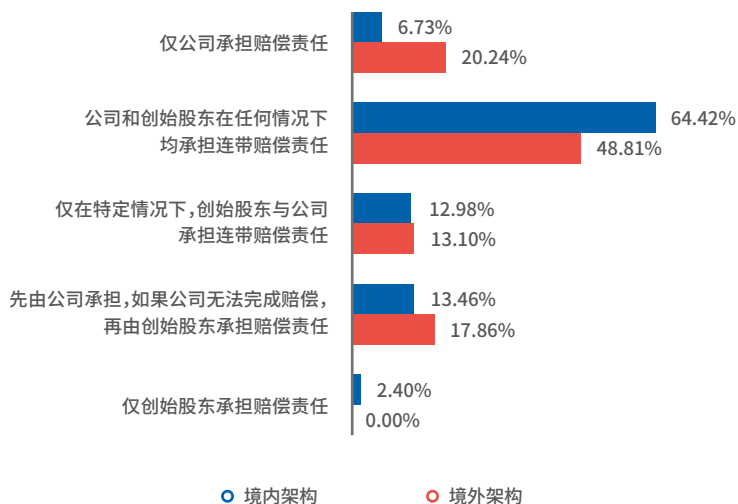
为了确保能最大限度获得赔偿，多数情况下投资人会要求公司和创始股东承担共同/连带的赔偿责任。此时，创始股东为了限制自己个人的赔偿责任范围，会力争要求：(A) 不与公司一起承担赔偿责任（即仅由公司承担赔偿责任），或 (B) 仅在特定的情况下（例如创始股东导致的违约情况）与公司承担连带赔偿责任，或 (C) 投资人需先追究公司的赔偿责任，如果公司因法律障碍或资金不足等原因无法赔偿，再由创始股东承担赔偿责任。

因此，创始股东与公司一起承担赔偿责任的情况可以分为以下几种：

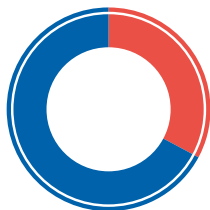
- (1) 公司和创始股东在任何情况下均承担连带赔偿责任；
- (2) 仅在特定情况下创始股东与公司承担连带赔偿责任；
- (3) 先由公司承担赔偿责任，如果公司无法完成赔偿再由创始股东承担赔偿责任。

在2023年约定了公司和/或创始股东赔偿责任的VC/PE项目中，有近九成的项目约定了公司和创始股东承担共同/连带的赔偿责任（即以上（1）-（3）的情况）。另外，在这几种赔偿方式中，创始股东为避免以个人或家庭财产承担过大责任还经常会要求对其赔偿责任设置上限，一般为在任何情况下或者仅在部分特定情况下，以创始股东在公司的股权或股权价值为上限。2023年，在公司和创始股东承担共同/连带的赔偿责任的VC/PE项目中，有67.19%约定了创始股东承担的个人赔偿责任以其持有的公司股权或股权价值为限。

### 赔偿责任的常见形式



### 创始股东的个人赔偿责任是否设置上限



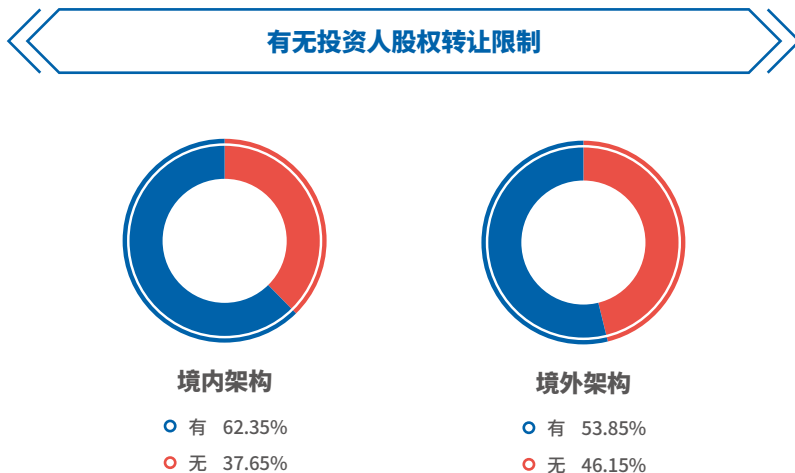
- 以创始股东持有公司股权/股权价值为限 67.19%
- 不以创始股东持有公司股权/股权价值为限 32.81%

## 投资人的限制条款

VC/PE交易文件中,常见的对投资人的限制包括:对投资人股权转让的限制和对投资人投资的限制。

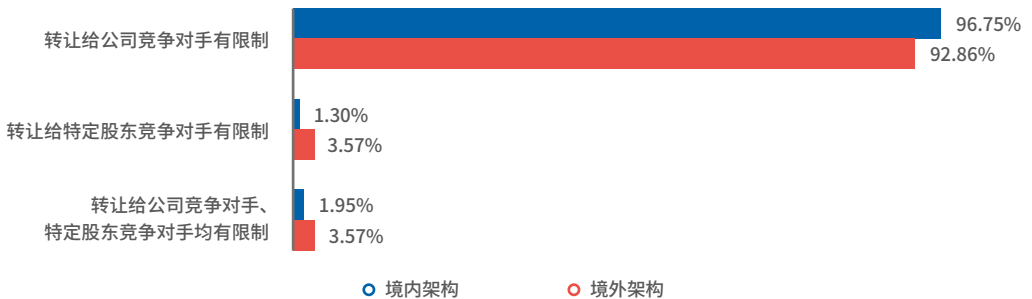
### 对投资人股权转让的限制

对于大多数财务投资人而言,出售股权是非常重要的退出渠道,因此一般财务投资人都希望其持有的公司股权是可以自由转让的。但近几年来,越来越多的公司会要求投资人的股权转让也受到一定限制。2023年,有59.83%的VC/PE项目对投资人的股权转让设定了限制,达到了近五年的最高比例。这些限制主要包括:(1)不能随意转让给公司的竞争对手;(2)不能随意转让给特定股东(一般是产业投资人或战略投资人)的竞争对手;或(3)同时受到前述两种限制。2023年限制投资人股权转让的具体情况如下图所示。



我们统计的数据表明,无论在境外架构或是境内架构下,在约定了投资人股权转让限制的VC/PE项目中,要求投资人不能随意转股给公司竞争对手的情况占绝大多数比例。

### 对投资人股权转让的限制—限制内容



限制投资人转股的方式一般分为如下几种:

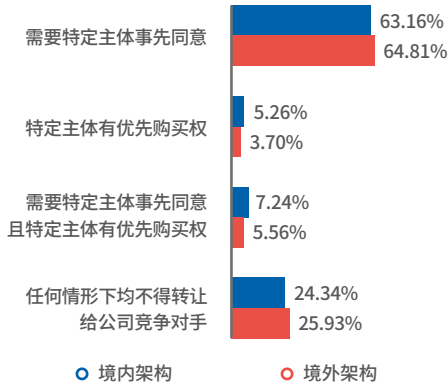
- (a) 转让必须经特定主体同意。具体而言,如果拟转让给公司的竞争对手,一般需经过公司和/或创始股东同意;如果拟转让给特定股东的竞争对手,一般需经过该股东同意;
- (b) 转让时特定主体有优先购买权。具体而言,如果拟转让给公司的竞争对手,一般创始股东享有优先购买权;如果拟转让给特定股东的竞争对手,一般该股东享有优先购买权;
- (c) 同时受到以上两种限制;或
- (d) 任何情形下都不得转让给公司竞争对手和/或特定股东竞争对手。

从投资人的角度,以上(d)种限制最严格。考虑到股权转让是投资人退出的重要渠道,完全限制投资人转让股权通常会受到投资人的极力反对,投资人更愿意在特定的范围内接受股权转让的限制,比如接受以上(a)或(b)种限制。针对这两种限制方式,(a)相对更严格,理论上同意权的一方可以直接否决和阻止转股交易;在(b)限制下,享有优先购买权的一方不能直接否决投资人转股,但是投资人在转让股权时需要履行相应的优先购买权程序,某种程度上也能起到限制向第三方转让的作用。但有意思的是,根据2023年统计的数据,在限制投资人向公司竞争对手转让股权的VC/PE项目中,有24.76%采用了(d)的限制方式,即任何情形下都不得转让给公司竞争对手,这个比例较2022年有大幅增加。

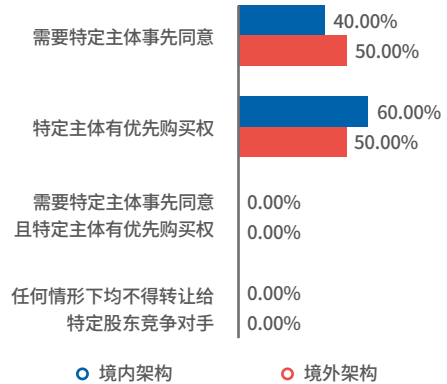
下图显示在2023年约定了投资人股权转让限制的VC/PE项目中,各种限制方式的采用比例。

### 对投资人股权转让的限制—限制方式

#### 转让给公司竞争对手有限制



#### 转让给特定股东竞争对手有限制



### 对投资人投资的限制

近年来,除了限制投资人向竞争对手转让公司股权外,少量项目中,还出现了公司限制投资人投资其他实体或与其他实体合作的安排。这种对投资人限制的常见表现形式是:禁止投资人向公司的竞争对手投资或者与该等竞争对手进行特定形式的商业合作,如果投资人违反此规定,则在公司中不再享有一定的股东权利或投资人优先权利(例如董事委派权、信息权和投票权)。2023年,有5.98%针对投资人投资其它实体或与其它实体合作有此类限制。



## 最优惠待遇

最优惠待遇 (Most-favored Nation) 是指对某一投资人而言, 如果公司给予了其他股东 (包括现有股东、同一轮次中的投资人和未来融资新引入的投资人) 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款和条件。

最优惠待遇最初是投资条款清单 (Term Sheet) 里的常见条款。在与公司签署投资条款清单的阶段, 投资人尚未有机会对公司做全面的尽职调查, 因此往往不知悉公司之前给予了其他投资人或股东何等条款和条件。考虑到在新一轮投资中, 投资价格一般比前轮的投资价格更高, 投资人会希望确保其享有的权利至少不劣于之前股东享有的权利。此外, 为了确保在当前和未来融资中公司不会给予同轮或者未来的投资人更优惠的权利, 有些投资人也希望在当前融资中针对同轮以及未来投资人设定最优惠待遇。

在正式的VC/PE交易文件中, 有些投资人也会要求继续保留上述最优惠待遇条款。这些最优惠待遇条款有针对公司现有股东和同轮次投资人的, 也有针对未来可能引入的投资人的。这一般是出于如下考虑: (1) 在正在进行的融资中, 尽管所有股东和投资人的权利义务通常在交易文件中统一体现, 但为了防止某一股东或投资人与公司和/或创始股东签署了任何未向新投资人披露的其他协议 (比如Side Agreement), 新投资人仍然希望在交易文件中保留针对现有股东和同轮次其他投资人的最优惠待遇条款; (2) 在公司的未来融资中, 尽管未来投资人的投资价格通常比前轮投资人支付的投资价格更高, 理应享有更优惠的条款, 但对于一些非经济性的权利 (例如优先购买权、优先认购权、领售权、表决权等), 未来的投资人不一定当然享有比前轮投资人更优惠的条件, 因此当前新投资人仍可能希望在交易文件中设定针对未来投资人的最优惠待遇条款, 但一般会把未来投资人因为投资价格更高而按照交易惯例享有的更优先顺位的经济性权利排除在外。

2023年, 投资人在交易文件中针对未来融资约定最优惠待遇的情况比例为49.29%, 达到近七年的最高比例。这类针对未来融资的最优惠待遇有时会增加一些附加条件, 例如仅在未来融资的估值低于一定门槛时才适用。

## 对赌机制

对赌机制(不包括上述回购权条款)在VC/PE项目中并不经常采用。根据我们近七年统计的数据,每年采用对赌条款的项目大约在4.5%—8.6%左右,这个比例在2023年为5.70%。

对赌机制包括:对赌的内容、对赌内容未达成时向投资人补偿的义务人、及补偿方式。在2023年有对赌条款的VC/PE项目中,对赌的内容绝大部分集中在公司是否能达到一定业绩标准,也有小部分项目对赌公司是否能在一定期限内取得非常重要的政府牌照。

在对赌条件未达成时,向投资人进行补偿的义务人包括创始股东、公司或者两者承担连带责任。公司的补偿方式主要包括:(1)调整投资人的优先股转换成普通股的转换价格(这种方式全部出现在境外架构的VC/PE项目中);(2)以名义价格向投资人发行额外股份;(3)现金补偿;(4)其他方式,也包括前三种方式的组合。创始股东的补偿方式主要包括:(1)以名义价格向投资人转股;(2)现金补偿;(3)其他方式,也包括前两种方式的组合。根据我们近七年统计的数据,以名义价格向投资人发行或者转让股份在VC/PE的对赌条款中更为常见。

## 争议解决方式

2023年,无论是境外或是境内架构,选择仲裁为争议解决方式的项目占比均超过90%。近四年,选择法院诉讼的比例呈逐年下降趋势。为了方便理解,我们准备了如下表格更直观地对诉讼与仲裁程序进行比较:

	诉讼	仲裁
审限和可预测性	中国法院诉讼有两审终审以及审判监督程序,诉讼程序耗时较长;另外,涉外案件没有审限。	仲裁一裁终局,并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,均增加仲裁结果的可预见性。
保密	法院审判程序公开,可以旁听;裁判文书原则上公开。	仲裁程序不公开;非经当事人同意不允许旁听;裁决不公开。

	诉讼	仲裁
送达	送达方式局限；尤其对于涉外案件，由于涉及司法主权，跨境送达目前主要通过司法协助途径，一般需要各级法院层层递交至最高法院，再由最高法院统一送达至境外对接机构，效率很低。如果通过公告程序，也会耗费较多时间。	仲裁程序中的送达不受司法主权约束。文件可以通过专人递送、挂号邮寄、快递至当事人明确的地址，或者通过传真、电子邮件等电子方式送至当事人。
地点	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。	仲裁机构的选择是由当事人约定，没有必须与争议有实际联系的要求或者国籍的限制；涉外合同的当事人可以任意选择中国仲裁机构或者境外仲裁机构。具体的开庭地点不一定必然是仲裁机构所在地，可以根据当事人约定。
程序	当事人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。	仲裁程序比较灵活，按照仲裁规则，当事人可以选择仲裁员、仲裁地点和语言、仲裁程序法、仲裁费用承担等。
费用	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。	仲裁费用，包括案件受理费、管理费以及仲裁庭的收费。一般同等标的的案件仲裁费用远高于诉讼费用。
加入第三方	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。	仲裁庭没有权力强制第三方参加仲裁；非经当事人同意，仲裁庭原则上不能合并审理和裁决。
保全	可以向法院申请财产保全和行为保全，通常由受理案件的法院实施。	仲裁案件的财产保全需要转由法院完成，而通常法院对仲裁案件转来的财保案件处理优先级较低。仲裁案件中的保全通常由被申请人所在地法院或财产所在地法院实施。
强制执行	原则上将由受理案件的第一审人民法院强制执行。	原则上由被申请人所在地法院或财产所在地法院实施。



## 免责声明

本报告为汉坤的重要工作成果和知识产权。未经我们书面同意，任何第三方不得将其全部或部分内容进行复印、复制、发表或发给任何其他人士。本报告中的数据均来自于汉坤每年参与的VC/PE项目。本报告不应被视为我们的任何正式法律意见或对某个具体项目的法律建议。

## 北京

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

## 上海

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

## 深圳

深圳市福田区中心四路1-1号嘉里建设  
广场第三座20层  
邮编: 518048  
电话: +86 755 3680 6500  
传真: +86 755 3680 6599  
Email: shenzhen@hankunlaw.com

## 香港

香港中环皇后大道中15号置地广场告罗  
士打大厦43楼4301-10室  
电话: +852 2820 5600  
传真: +852 2820 5611  
Email: hongkong@hankunlaw.com

## 海口

海口市龙华区滨海大道105号百方广场  
A座19层1903室  
邮编: 570100  
电话: +86 898 3665 5000  
传真: +86 898 3665 5011  
Email: haikou@hankunlaw.com

## 武汉

武汉市洪山区珞喻路10号群光中心31层  
3107-18室  
邮编: 430070  
电话: +86 27 5937 6200  
传真: +86 27 5937 6211  
Email: wuhan@hankunlaw.com

## 新加坡

莱佛士坊1号#53-00  
莱佛士坊一号1座  
邮编: 048616  
电话: +65 6013 2999  
传真: +65 6013 2998  
Email: singapore@hankunlaw.com

## 纽约

美国纽约市第五大道620号2层  
洛克菲勒中心  
邮编: 10020  
电话: +1 646 849 2888  
Email: newyork@us.hankunlaw.com

## Beijing

9/F, Office Tower C1, Oriental Plaza,  
1 East Chang An Ave., Dongcheng District,  
Beijing 100738, PRC  
Tel: +86 10 8525 5500  
Fax: +86 10 8525 5511 / 5522  
Email: beijing@hankunlaw.com

## Shanghai

33/F, HKRI Center Two, HKRI Taikoo Hui,  
288 Shimen Road (No. 1), Jing'an  
District, Shanghai 200041, PRC  
Tel: +86 21 6080 0909  
Fax: +86 21 6080 0999  
Email: shanghai@hankunlaw.com

## Shenzhen

20/F, Kerry Plaza Tower 3, 1-1 Zhongxinsi Road,  
Futian District, Shenzhen 518048,  
Guangdong, PRC  
Tel: +86 755 3680 6500  
Fax: +86 755 3680 6599  
Email: shenzhen@hankunlaw.com

## Hong Kong

Rooms 4301-10, 43/F, Gloucester Tower,  
The Landmark, 15 Queen's Road Central,  
Hong Kong SAR, PRC  
Tel: +852 2820 5600  
Fax: +852 2820 5611  
Email: hongkong@hankunlaw.com

## Haikou

Room 1903, The Form Plaza Tower A,  
105 Binhai Road Longhua District,  
Haikou 570100, Hainan, PRC  
Tel: +86 898 3665 5000  
Fax: +86 898 3665 5011  
Email: haikou@hankunlaw.com

## Wuhan

Room 3107-18, Chicony Center, 10 Luoyu  
Road, Hongshan District, Wuhan 430070,  
Hubei, PRC  
Tel: +86 27 5937 6200  
Fax: +86 27 5937 6211  
Email: wuhan@hankunlaw.com

## Singapore

1 Raffles Place #53-00,  
One Raffles Place Tower 1,  
Singapore 048616  
Tel: +65 6013 2999  
Fax: +65 6013 2998  
Email: singapore@hankunlaw.com

## New York

620 Fifth Avenue, 2<sup>nd</sup> Floor,  
Rockefeller Center, New York,  
NY 10020, USA  
Tel: +1 646 849 2888  
Email: newyork@us.hankunlaw.com

[www.hankunlaw.com](http://www.hankunlaw.com)

北京·上海·深圳·香港·海口·武汉·新加坡·纽约  
Beijing · Shanghai · Shenzhen · Hong Kong · Haikou · Wuhan · Singapore · New York

© 2024 汉坤律师事务所  
© 2024 Han Kun Law Offices

