

HANKUN

汉坤2025年度 VC/PE项目数据分析报告



2026.6



目 录

第一部分:前言

01

第二部分:关键条款分析

07

优先认购权	07
优先购买权	09
共同出售权	12
回购权	13
反稀释权	21
领售权	22
优先分红权	25
保护性条款	26
董事委派权	29
员工股权激励计划	31
清算优先权	35
创始股东的限制条款	39
创始股东的股权出售	42
信息权和检查权	43
陈述与保证的追索期限	44
赔偿条款和创始股东的个人赔偿责任	45
投资人的限制条款	47
最优惠待遇	50
有限责任公司的注册资本缴纳	51
适用法律和争议解决方式	51

第一部分

前言

汉坤律师事务所是中国领先的综合性律师事务所，在风险投资与私募股权（VC/PE）领域位居领军地位。每年，汉坤代表众多投资机构和企业客户，为大量VC/PE交易提供全方位法律服务。这些项目从早期的天使轮/种子轮到Pre-IPO阶段覆盖VC/PE的全周期，涉及境内和境外多种投融资架构。汉坤代表的客户种类广泛，既包括知名的境内外投资机构，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。依托强大的项目基础，汉坤每年对参与的VC/PE交易进行系统性数据统计，并制作详实的数据分析报告，以期对中国VC/PE市场提供有价值的参考，助力业内人士洞察趋势、了解市场走向。

在经历了2024年的相对低迷后，2025年的VC/PE市场逐步走出低谷，呈现复苏态势。然而，受到地缘政治博弈加剧、国内外政策环境调整、退出渠道不确定性上升等多重因素的影响，市场仍然面临诸多挑战。与疫情前的高速扩张相比，当前投资行为更加审慎理性，投资风向与资金格局也正经历深刻转型。在这一年里，汉坤作为法律顾问协助客户完成了约250个VC/PE项目的交割。

在本报告中，我们对2025年交割的VC/PE项目进行了归纳总结，并深入分析了该类项目涉及的投融资架构和关键法律条款。同时，我们整合了过去九年累积收集的逾4,300个VC/PE项目的数据，通过横向对比，呈现出投融资架构和关键法律条款的变化趋势。此外，新修订的《中华人民共和国公司法》自2024年7月1日起施行（简称“中国公司法”），对境内公司的投融资条款产生一定影响，本报告亦体现了我们对此的部分观察。

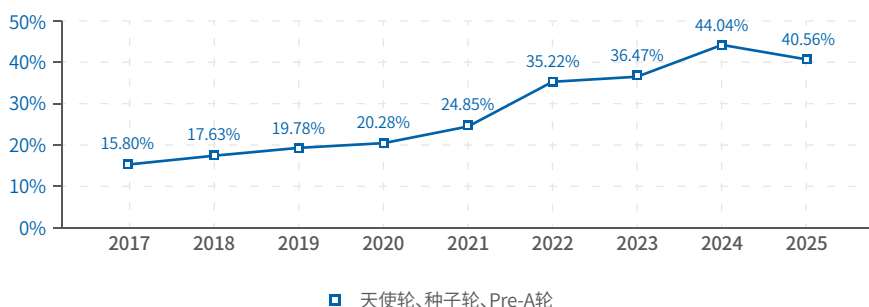
（注：本报告中提及的项目和数据均来源于汉坤作为法律顾问协助客户交割的VC/PE投融资项目。本报告中的数字均已四舍五入至小数点后两位。）



2025年度汉坤参与交割的VC/PE投融资项目总体呈现以下特点：

● **交易数量止跌回升，单笔投资均值持续承压** 2025年，VC/PE投融资市场的交易热度有所回暖。与2024年相比，汉坤参与交割的VC/PE交易数量呈现回升趋势。然而，受市场不确定因素影响，投资者持续保持谨慎理性态度，具体表现在：(1) 单个项目的平均投资金额不升反跌，达到了近九年的最低金额；(2) 资金持续向早期阶段集中。2025年的早期投融资项目（即种子轮、天使轮和Pre-A轮）在全年VC/PE项目中的占比达到40.56%。这反映出投资者依然聚焦挖掘早期阶段的高潜力企业，同时整体投资策略趋于保守。相应地，投资者在被投公司中的持股比例也呈现下降趋势。根据2025年的数据，在全年的VC/PE项目中，当轮投资者在被投公司中的持股比例低于5%的项目占比达24.76%，为近年来最高比例。

VC/PE 早期轮次占比的近九年变化

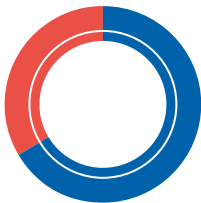


● **采用境内架构的项目比例小幅回落，但纯内资模式继续走热** 在VC/PE交易中，境内架构是指被投公司以其在中国境内注册的实体作为融资主体，创始人和投资人在该境内融资主体层面投资并持股；境外架构是指被投公司的创始人直接或间接在中国境外（多为开曼群岛）注册一家实体作为融资主体，该主体通过股权或其他方式实现对境内运营实体的控制，整个集团的主要业务一般仍在中国境内运营，创始人和投资人对该境外融资主体层面投资和持股。

在2025年的VC/PE项目中，采用境内架构的占比为66.51%，较过去两年呈下降趋势。相应地，以人民币投资的项目占比为64.62%。境内架构主要分为：(1) **纯内资模式**，即境内融资主体的股东均为中国境内实体；和(2) **外商投资模式**，即境内融资主体的股权结构中包含境外投资者，属于外商投资企业。在2025年的境内架构项目中，采用纯内资模式的占比为73.05%，是2020年以来的最高比例，而采用外商投资模式的占比仅为26.95%。此外，对于境内架构下的融资主体，87.20%为有限责任公司，10.40%为股份有限公司。

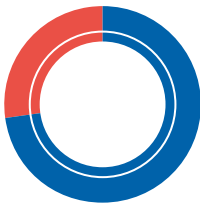
2025年, 33.49%的VC/PE项目采用境外架构, 较过去三年呈现小幅回升。境外架构主要分为: (1) **VIE模式**, 即境外融资主体通过其全资子公司与境内运营实体签署一系列协议的方式间接控制境内运营实体; 和 (2) **直接持股模式**, 即境外融资主体直接持有境内运营实体的股权, 集团架构中不存在协议控制安排。在2025年的境外架构项目中, 40.85%采用VIE模式, 较2024年有明显上升, 但相较2022年之前仍处于较低水平; 相应地, 采用直接持股模式的项目占比为59.15%, 较去年有所下滑。2023年, 直接持股模式的占比首次超过VIE模式, 并在2024年和2025年持续保持了这一领先优势。

2025 年 VC/PE 交易架构



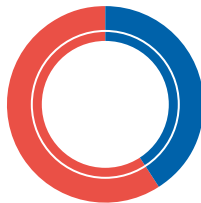
交易架构

● 境内架构 66.51%
● 境外架构 33.49%



境内架构

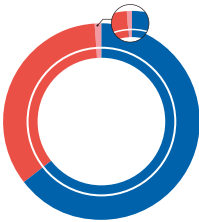
● 纯内资模式 73.05%
● 外商投资模式 26.95%



境外架构

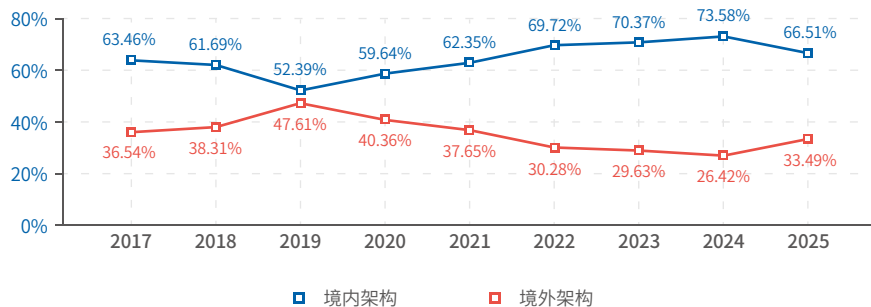
● VIE模式 40.85%
● 直接持股模式 59.15%

2025 年 VC/PE 交易币种

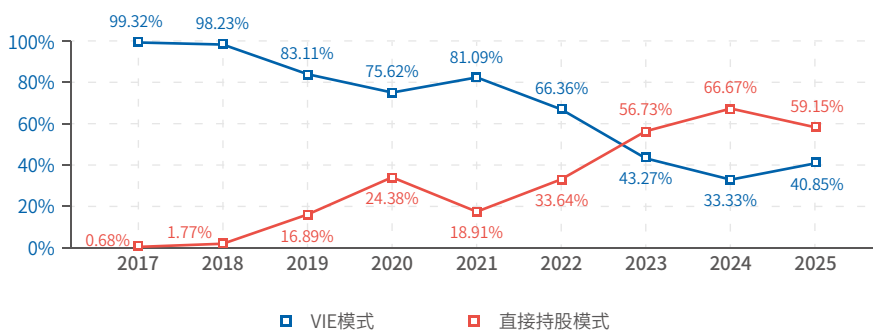


● 人民币 64.62%
● 美元 34.43%
● 港币 0.94%

VC/PE 交易架构的近九年趋势



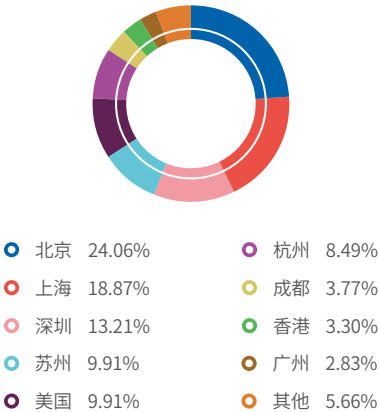
VC/PE 交易的近九年趋势 — 境外架构



● **国资/政府背景投资人和港股上市公司投资人占比显著** 2025年的数据显示,近四成VC/PE项目中的投资人具有国资/政府背景(例如国有基金、国有企业等),尤其在采用境内架构的项目中,国资/政府背景投资人的占比超过50%。前述“国资/政府背景”投资人既包括国有独资企业、国有控股企业,也包括国有参股的投资人,其中前者在“国资/政府背景”投资人中的占比超过七成。此外,2025年有11.71%VC/PE项目的投资人属于上市公司(或上市公司的SPV),在该类投资人中,45.83%属于港股上市公司,37.50%属于境内A股上市公司。

● **苏州和杭州的VC/PE市场活跃度继续提升** 根据2025年的数据,被投公司的主要业务运营地依然集中在北京、上海、深圳。投向这三个城市的项目总和占全年VC/PE项目的56.14%。除此之外,苏州和杭州成为了更加活跃的投资区域,这两个城市分别吸引了全年9.91%和8.49%的VC/PE项目,均较之前两年呈现明显上涨。另外,越来越多的VC/PE项目投向了主营业在美国的企业,2025年被投公司主营业地位于美国的项目占比也达到了9.91%。

2025 年被投公司的主要业务运营地



注：“其他”包括南京、新加坡、厦门、合肥、长沙、天津、海南、珠海等城市。

● 人工智能、生物医疗和半导体领域备受资本青睐 2025年,人工智能依然是全球瞩目的热门行业。在全年的VC/PE项目中,人工智能软件领域(包括大语言模型、人工智能算法等)的项目占比达到21.23%,智能硬件领域(包括机器人)的项目占比为18.87%,两者合计占比达到40.10%,远超2024年的25.90%。排名第二的是生物医疗(包括生物科技、医疗、医药、医疗器械)。该领域吸引的投融资项目占全年的17.45%,较2024年略有下降。半导体技术领域(包括集成电路、芯片、光刻机等)的投融资项目占比为8.49%,保持第三位置。这三个行业板块在2025年共吸纳了全年约三分之二的VC/PE项目。



2025 年 VC/PE 交易所涉行业

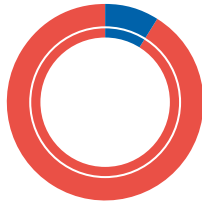


- 人工智能软件 21.23%
- 人工智能硬件 18.87%
- 生物科技、医疗、医药、医疗器械 17.45%
- 半导体技术 8.49%
- 汽车与交通 5.19%
- 新能源、新材料 3.77%
- 互联网金融、金融科技 3.30%
- 其他 21.70%

注：“其他”包括航空、航天、卫星、游戏、大数据、云计算、餐饮食品等行业。

● **财务投资项目的比例略微升高** 在2025年的VC/PE项目中,属于财务投资的项目占比为91.04%,较2024年有所上升;相应地,属于战略投资的项目占比为8.96%,较2024年有一定下降。在战略投资的项目中,有47.37%的公司与投资人签署了战略/业务合作协议,较2024年有明显下降。

2025 年 VC/PE 投资类别



- 战略投资 8.96%
- 财务投资 91.04%

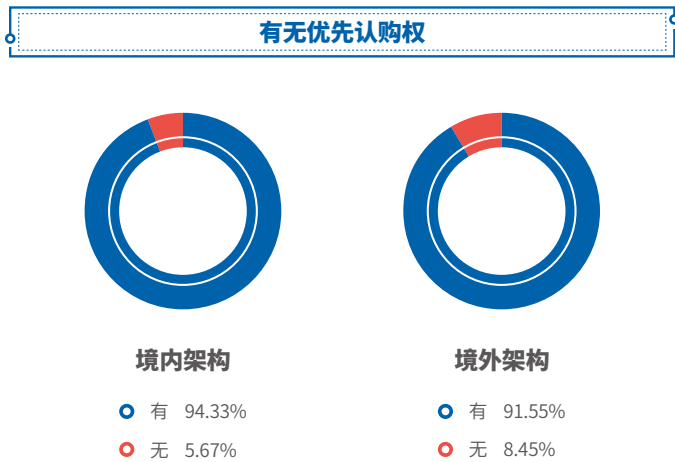
第二部分

关键条款分析

优先认购权

优先认购权 (Preemptive Right) 系指在公司发行新股或增加注册资本时, 特定股东 (通常为持有优先股的投资者¹) 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持股比例不因公司未来的融资而被稀释。

根据我们统计的数据, 2025年有93.40%的VC/PE项目约定了优先认购权。下图显示2025年优先认购权在境内外架构下的采用情况:



注: 中国公司法规定, 有限责任公司增加注册资本时, 股东在同等条件下有权优先按照实缴的出资比例认缴出资, 但全体股东约定不按照出资比例优先认缴的除外。因此, 在境内架构的VC/PE项目中, 除非全体股东另有约定, 即便交易文件未明确约定优先认购权, 有限责任公司的全体股东仍有权按照中国公司法的规则享有优先认购权。

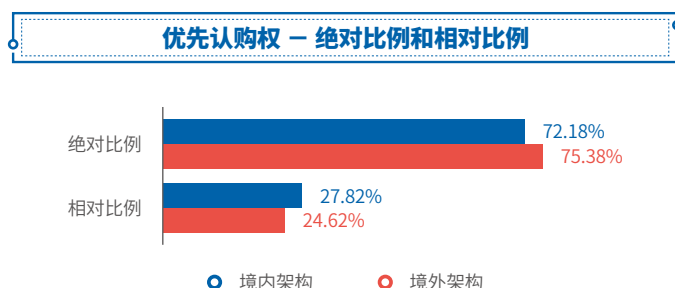
¹ 在VC/PE项目中, 一般情况下投资人持有公司的优先股 (因此也称优先股股东); 创始股东持有公司的普通股 (因此也称普通股股东)。优先股上附带一系列优先权利。

计算投资人有权优先认购的新增股权份额（简称“优先认购配额”），通常采用以下两种方式：

- **绝对比例**：各投资人按照其在公司中的持股比例²计算优先认购配额。按照此计算方式，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**：各投资人按照在投资人之间的相对持股比例计算优先认购配额。按照此计算方式，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在于确保投资人的持股比例不被稀释而非增加投资人的持股比例，因此采用绝对比例计算优先认购配额的情况更为普遍。根据近九年统计的数据，每年在约定优先认购权的VC/PE项目中，有70%—80%左右采用绝对比例计算优先认购配额，在2025年该比例为73.23%。

下图显示在2025年约定了优先认购权的VC/PE项目中，绝对比例和相对比例的采用情况：

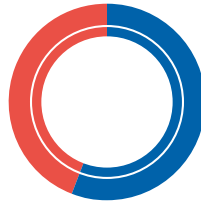


超额认购是优先认购权中的重要机制，指如果任一优先认购权人未认购或未足额认购其优先认购配额中的股权份额，则已经完全行权的优先认购权人有权进一步认购剩余的新增股权份额。我们统计的数据显示，在2025年约定了优先认购权的VC/PE项目中，56.06%设置了投资人的超额认购权。



² 在境外架构的VC/PE项目中，投资人的持股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持股比例的计算方式（例如按照实缴的出资比例或按照全面摊薄的基础计算等）。

优先认购权 — 超额认购



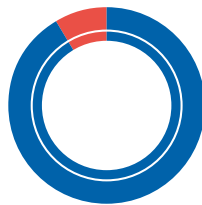
- 有超额认购权 56.06%
- 无超额认购权 43.94%

优先购买权

优先购买权 (Right of First Refusal) 是指在特定股东 (简称“售股股东”) 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”) 在同等条件下, 优先于第三方受让人和/或公司其他股东购买拟转让股权的权利。优先购买权的主要目的是限制售股股东进行股权转让, 同时可以增加优先购买权人在公司中的持股比例。

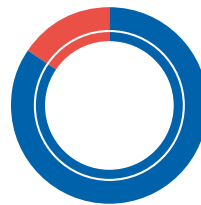
根据我们统计的数据, 2025年有89.15%的VC/PE项目约定了优先购买权, 是近三年来的最低比例。下图显示2025年优先购买权在境内外架构下的采用情况:

有无优先购买权



境内架构

- 有 91.49%
- 无 8.51%



境外架构

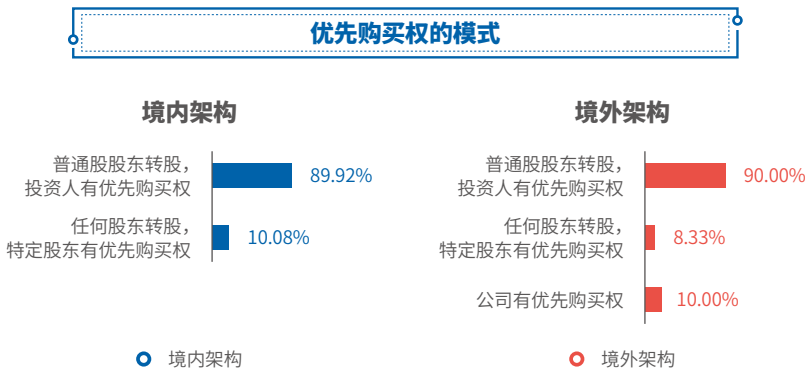
- 有 84.51%
- 无 15.49%

注: 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, 如果交易文件未明确约定优先购买权, 有限责任公司的全体股东仍可以按照中国公司法的规则享有优先购买权。

优先购买权的行使主要有以下几种模式：

- **普通股股东转股，投资人有优先购买权：**在大部分VC/PE项目中，普通股股东（通常为创始股东）为主要的受限主体。因此，交易文件中最常见的优先购买权条款为：任何普通股股东拟转让其持有的公司股权，投资人享有优先购买权。根据我们统计的数据，每年有超过九成的优先购买权条款采用此种模式，而在2025年这一比例略微下降至89.95%；
- **任何股东转股，特定股东有优先购买权：**每年均有少量VC/PE项目约定，任何股东拟转让其持有的公司股权，特定股东享有优先购买权（视项目情况，享有优先购买权的特定股东可能为投资人，也可能为所有非转股股东）。由于在这种模式下，投资人的股权转让也同样受到优先购买权的限制，因此采用比例不高。2025年，在约定了优先购买权的VC/PE项目中，采用此种模式的项目占比为9.52%，达到了近几年的最高值；在该种模式中，有72.22%来自于战略投资项目；
- **公司有优先购买权：**指在售股股东转让股权时，公司享有优先购买权。常见的安排为：公司先享有优先购买权，在公司未行使的范围内其他特定股东才享有优先购买权。由于在开曼法律下，公司购买本公司股份的程序相对简单，这种模式一般出现在境外架构的VC/PE项目中。

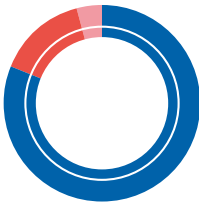
下图显示在2025年约定了优先购买权的VC/PE项目中，各种模式的采用情况：



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，计算优先购买权人的行权配额也分为绝对比例和相对比例两种方式。但在优先购买权中，采用相对比例的项目占绝大多数，因为在“普通股股东转股，投资人有优先购买权”的模式中，采用相对比例计算可以确保全体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。根据2025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81.18%采用了相对比例计算行权配额。

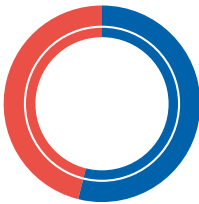
优先购买权 — 绝对比例和相对比例



- 相对比例 81.18%
- 绝对比例 14.71%
- 其他 4.12%

超额购买是优先购买权中的重要机制，目的是为了进一步限制售股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，如果任一优先购买权人未购买或者未足额购买其享有优先购买权的股权份额，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。2025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，54.12%约定了超额购买权，并且超额购买在境外架构下的采用比例更高。

优先购买权 — 超额购买

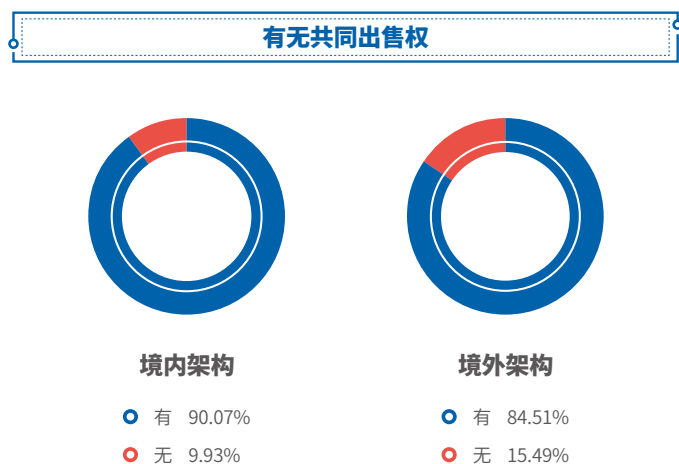


- 有超额购买权 54.12%
- 无超额购买权 45.88%

共同出售权

共同出售权 (Co-sale Right) 是VC/PE项目中常见的优先权安排, 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, 同时也进一步限制创始股东转让股权的自由度。具体而言, 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。此种情况下, 普通股股东可以出售的股份数额会相应减少。如果拟定受让人不愿同时购买投资人的股份, 普通股股东不能完成售股交易。

根据我们统计的数据, 2025年有88.21%的VC/PE项目约定了共同出售权。下图显示2025年共同出售权在境内外架构下的采用情况:



共同出售权中，主要关注点为计算投资人可以共同出售的最大股权范围的公式。下表列示共同出售权中几种最常见的行权公式，以及它们在2025年的采用情况。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受欢迎的，因为该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。此外，第一种行权公式在2025年的采用比例为近几年最高。

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)	71.65%	68.33%
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)	17.32%	23.33%
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)	0.00%	0.00%
该投资人所持股权 / 所有已发行的股权	2.36%	1.67%
其他行权公式	8.66%	6.67%

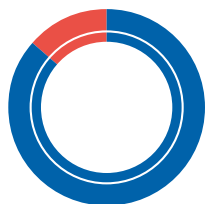
最后，在2025年约定了共同出售权的VC/PE项目中，有22.46%约定了“控制权变更下的特殊共同出售条款”，即如果普通股股东的股权转让会导致公司的控制权发生变更 (change of control)，则投资人有权共同出售其持有的全部股权。根据我们2025年统计的数据，“控制权变更下的特殊共同出售条款”更多出现在境内架构的项目中。

回购权

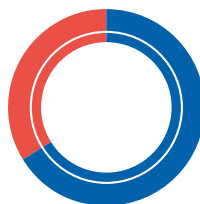
回购权 (Redemption Right, 也称赎回权) 是投资人退出机制的一种, 是指在发生特定触发事件 (简称“回购权触发事件”) 时, 投资人可以要求公司和/或创始股东按照事先约定的价格购买其持有的公司股权, 以保证其退出投资的权利。

根据我们近九年统计的数据, 回购权在境内和境外架构中均为常见的交易安排。然而, 近几年的数据显示, 未约定回购权的项目比例在逐年攀升。2025年, 仅有79.72%的VC/PE项目约定了回购权, 创下近九年的新低, 并且境外架构下未约定回购权的项目比例显著偏高。具体如下图所示:

有无回购权



境内架构



境外架构



根据统计的数据我们分析认为,不约定回购权的项目比例逐年攀升的原因可能有以下几种:(i) 早期投融资项目一直保持很高百分比。在此阶段,为使资金快速到位,一些投资人同意暂不约定较为严格的投资者权利(包括回购权),待公司后续融资时再统一设置。因此,投资人的回购权被延后到后轮投资中;(ii) 受近几年回购争议案例的影响,越来越多的创始人对回购条款的风险防范意识明显增强,在谈判中尽量避免接受回购条款;(iii) 越来越高比例的VC/PE项目投向了主营业在美国的企业,而美国VC/PE市场历来较少采用回购权条款。

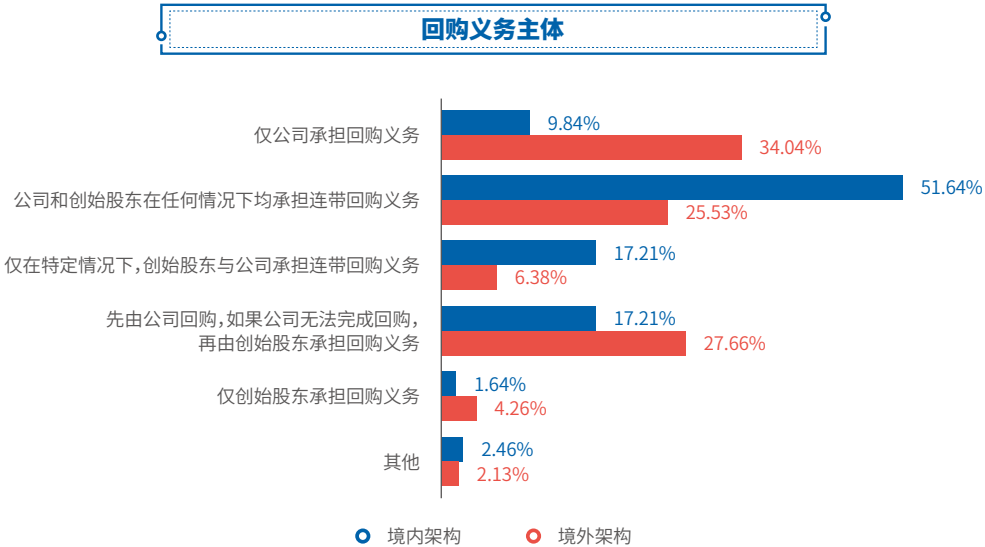
境内外架构下,承担回购义务的主体一般有以下几种情况:

- (1) 仅公司承担回购义务;
- (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;
- (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;或
- (5) 仅创始股东承担回购义务。

关于回购义务主体的选择,境内外架构下存在明显差异。在境外架构的VC/PE项目中,由公司单独承担回购义务的情况较为常见;而在境内架构下,多数情况下由创始股东和公司承担共同/连带的回购义务(包括以上第(2)、(3)、(4)种情况)。此类差异主要源于境内外法律规定和司法实践的不同。在一些境外司法管辖区(主要为开曼群岛),公司回购股份的程序相对清晰便捷,投资人行使回购权的过程较为可控;而在境内司法实践中,有限责任公司的股权回购程序相对复杂,导致投资人行使回购权的不确定性增加,因此境内架构下的投资人往往会要求创始股东与公司承担共同/连带的回购义务,以确保股权回购能够有效完成。

值得注意的是, 尽管存在上述惯例, 在近几年的境外架构VC/PE项目中, 约定由公司单独承担回购义务的项目比例逐渐下降。2025年, 在约定了回购权的VC/PE项目中, 仅16.57%将公司设定为单独的回购义务主体, 其中境内架构下为9.84%, 境外架构下为34.04%, 均较往年有明显下降。相对而言, 要求创始股东也承担一定回购义务的项目比例在逐渐增加。这体现出近些年投资人对退出确定性的更高要求。

下图显示在2025年约定了回购权的VC/PE项目中, 回购义务主体的具体选择:

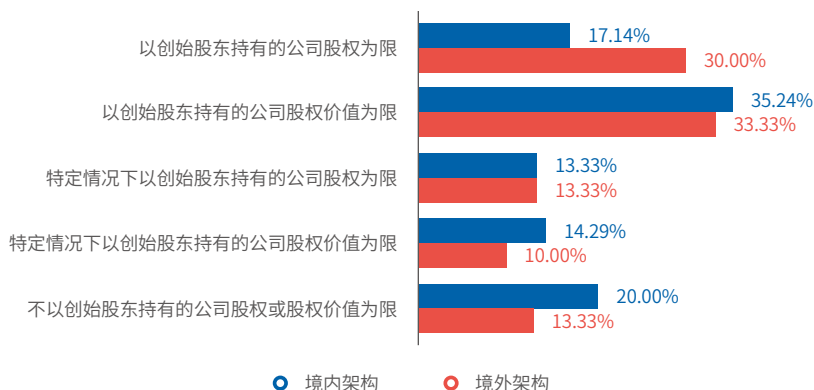


在创始股东承担回购义务的VC/PE项目中(包括以上第(2)、(3)、(4)、(5)种情况), 为避免以个人或家庭财产承担过大责任, 创始股东可能要求对其回购义务设定责任上限。该上限通常为: 在任何情况下或者仅在特定情况下, 以创始股东持有的公司股权或股权价值为上限。



下图显示在2025年约定了创始股东承担回购义务的VC/PE项目中, 该类责任上限的设置情况:

回购义务主体 — 创始股东承担回购义务的情况下, 责任上限的设置

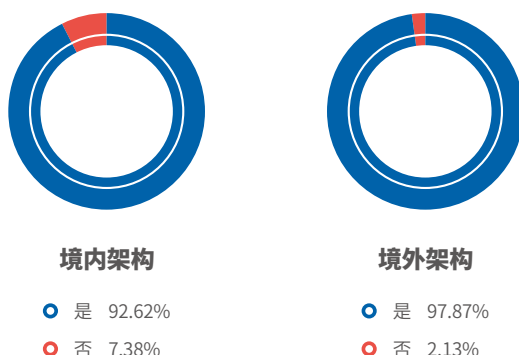


对于回购权的行使, 投资人只有在事先约定的回购权触发事件被触发时, 才有权要求公司和/或创始股东履行回购义务。根据我们统计的数据, 最常见的三项回购权触发事件为:

(1) 现有股东或公司严重违反交易文件的规定

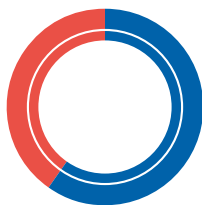
在2025年约定了回购权的VC/PE项目中, “现有股东或公司严重违反交易文件的规定”是采用频率最高的回购权触发事件, 总体比例达到了94.08%。

回购权触发事件 — 现有股东或公司严重违反交易文件的规定 是否有约定



其中,由于“严重”缺乏固定的衡量标准,导致投资人的回购权是否触发存在不确定性,因而从公司和创始股东角度,通常会要求设置宽限期,即在发生严重违约行为后的一段期限内,公司和/或创始股东须对违约行为进行纠正,如果未能在宽限期内完成纠正才触发投资人的回购权。根据2025年统计的数据,在此类回购权触发事件中,59.75%约定了宽限期安排。

回购权触发事件 — 现有股东或公司严重违反交易文件的规定 宽限期安排

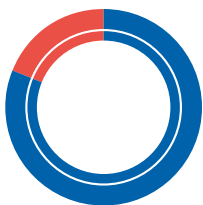


- 有宽限期安排 59.75%
- 无宽限期安排 40.25%

(2) 公司未能在交割后的一定期限内实现符合条件的上市 (Qualified IPO)

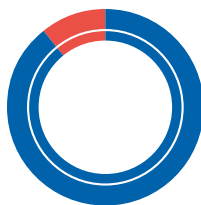
在2025年约定了回购权的VC/PE项目中,有83.43%约定如果公司在交割后的一定期限内未完成符合条件的上市,投资人有权行使回购权。

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 81.15%
- 否 18.85%



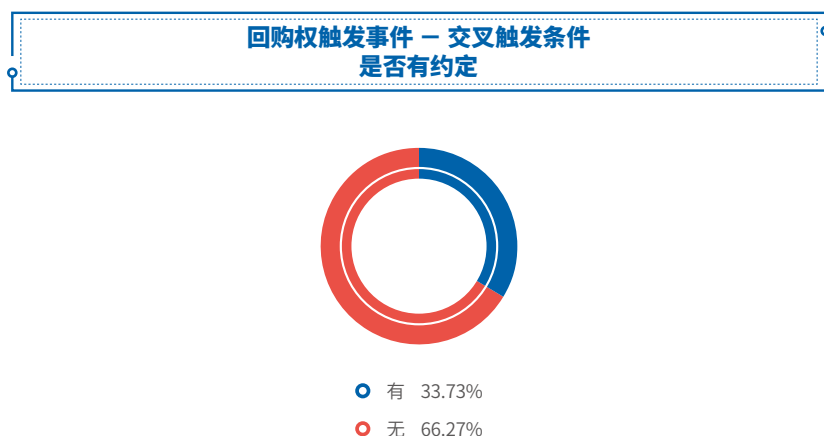
境外架构

- 是 89.36%
- 否 10.64%

投资人要求公司完成符合条件的上市的期限(简称“上市要求期限”),通常集中在交割后的3—5年,但在天使轮、种子轮和Pre-A轮等早期投融资项目中,上市要求期限经常会被设定的更长。2025年,在约定了此类回购权触发事件的项目中,有41.13%的上市要求期限超过5年,其中绝大部分源自于早期和A轮融资项目的约定,而上市要求期限在3—5年的项目比例仅为39.72%,与2024年持平,但较往年有明显下降。

(3) 其他投资人要求回购

在2025年约定了回购权的VC/PE项目中,有33.73%以“其他投资人要求回购”(简称“交叉触发条件”)作为回购权触发事件,是近年来的最低比例。



投资人要求“交叉触发条件”的原因是为了避免其他投资人早于其行使回购权,导致公司的现金流和估值减损。由于每一轮融资的投资人在计算公司的上市要求期限时,通常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,适用于后轮投资人的上市要求期限会比前轮投资人的上市要求期限的截止日更晚,导致后轮投资人的回购权触发事件会更晚发生。为了避免前轮投资人有权早于其退出,后轮投资人有时会要求前轮投资人延后其上市要求期限的截止日;从公司的角度,为了缓解上市时间表的压力,有时也会促成此要求。根据2025年统计的数据,在约定了交叉触发条件的VC/PE项目中,有40.74%的情况下全部前轮投资人同意延后其上市要求期限的截止日,有三分之一的情况下前轮投资人均不同意延后其上市要求期限的截止日。

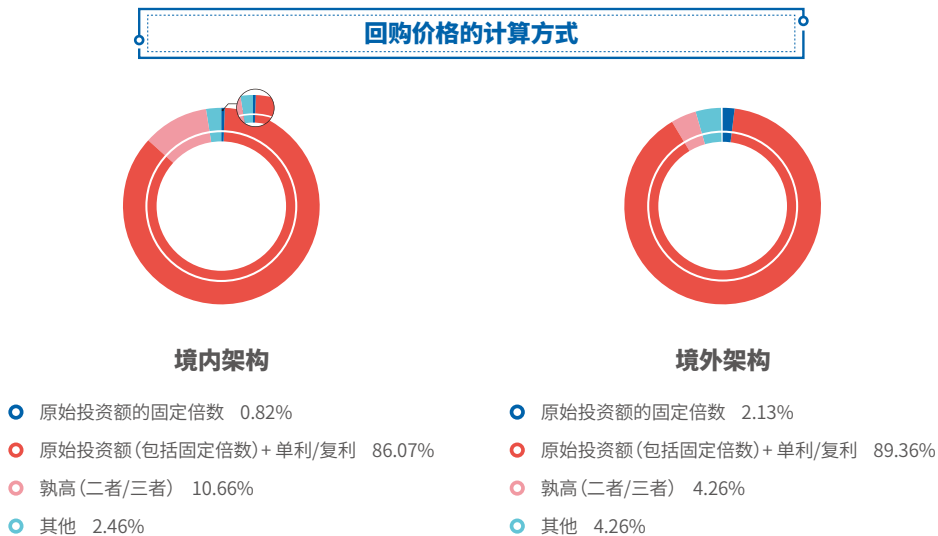
除上述外,其他较为常用的回购权触发事件还包括:创始股东或管理层出现重大个人诚信问题、创始股东有刑事责任、创始股东离职或失去控制权、公司没有取得或维持关键牌照或知识产权、中国法律环境发生变化导致公司业务不合法等。

回购价格的计算,通常适用以下三种公式:

- (a) 原始投资额的固定倍数;
- (b) 原始投资额(包括固定倍数)+单利或复利;或
- (c) 以上(a)或(b)的计算结果,与特定价值指标(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。

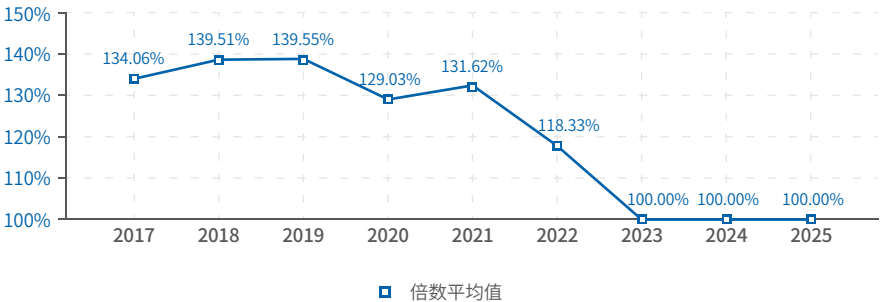
根据近九年统计的数据,无论境内架构还是境外架构下,交易各方更倾向于以“原始投资额(包括固定倍数)+单利或复利”的公式计算回购价格,在2025年约定了回购权的VC/PE项目中,采用此公式计算回购价格的项目占比为86.98%,达到近九年的最高比例。这一倾向表明投资人和公司更接受与退出时间相结合的浮动价格。

下图显示在2025年约定了回购权的VC/PE项目中,三种计算公式在境内外架构下的运用:

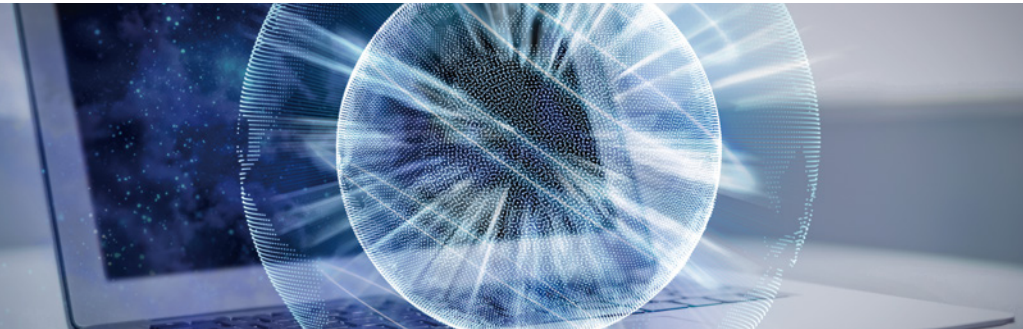
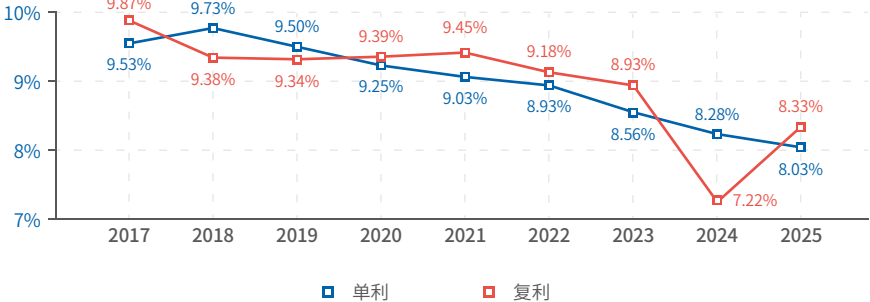


此外，根据2025年统计的数据：(i) 对于仅以“原始投资额的固定倍数”计算回购价格的项目，该倍数的平均值为100%，与过去两年一样，均维持在最低数值；(ii) 对于以“原始投资额（包括固定倍数）+ 单利或复利”计算回购价格的项目，年单利的平均值为8.03%，年复利的平均值为8.33%。

回购价格 — 仅以原始投资额的固定倍数计算
倍数平均值的近九年趋势



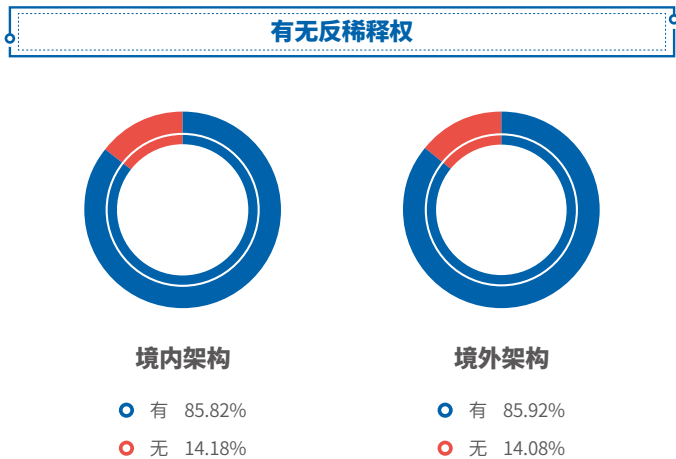
回购价格 — 以原始投资额（包括固定倍数）+ 单利或复利计算
利率平均值的近九年趋势



反稀释权

反稀释权 (Anti-dilution) 是指在公司发生低价融资 (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: (i) 公司以名义价向投资人增发新股; (ii) 创始股东以名义价向投资人转让部分股权; 或 (iii) 公司和/或创始股东向投资人进行现金补偿。

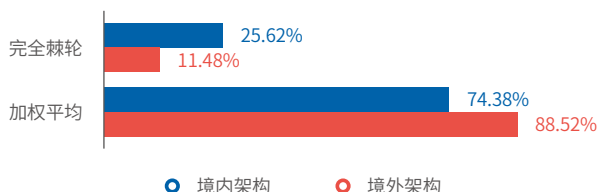
根据我们统计的数据, 过往每年有大约九成的VC/PE项目约定了反稀释权, 而这个比例在2025年下降至85.85%, 为近九年的最低百分比。下图显示2025年反稀释权在境内外架构下的采用情况:



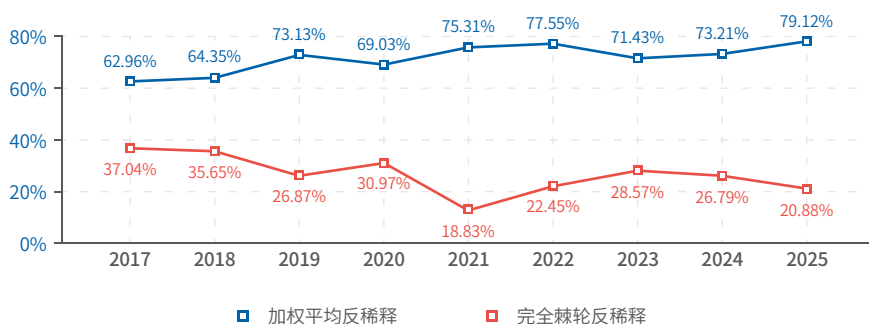
对于每股单价的调整, 主要有两种计算公式: 完全棘轮 (Full-ratchet) 和加权平均 (Weighted Average)。虽然加权平均公式对投资人的保护力不如完全棘轮强, 但更容易被公司方接受, 在VC/PE项目中使用更加广泛。

下图显示在2025年约定了反稀释的VC/PE项目中, 两种计算公式的采用情况。可以看出, 无论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。尤其在境外架构的VC/PE项目中, 加权平均公式的采用比例更高, 而在境内架构下, 完全棘轮公式略占优势。

反稀释权 — 完全棘轮和加权平均



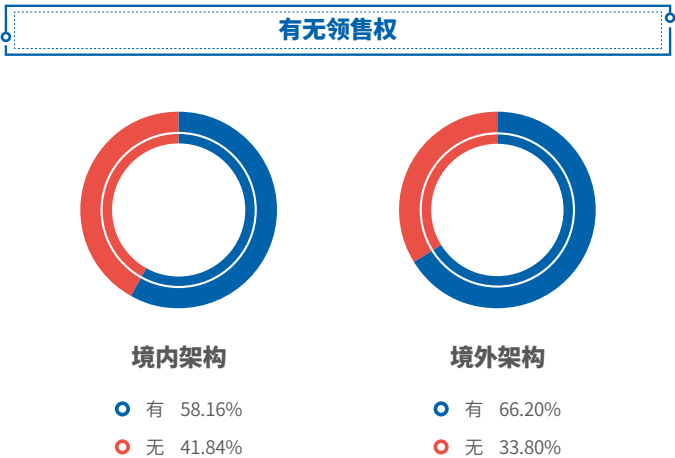
反稀释权 — 计算公式的近九年趋势



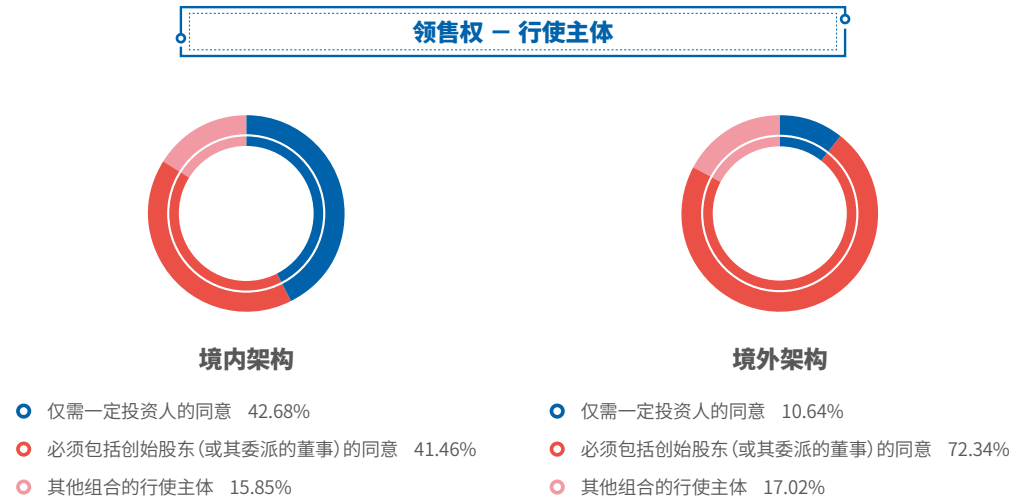
领售权

领售权 (Drag-along Right) 是指在符合约定条件的前提下, 投资人可以强制要求公司其他股东配合完成公司整体出售的权利。整体出售 (Trade Sale) 是指公司向第三方出售全部或大部分的股权和/或资产的交易。如果公司的整体出售能达到满意的价格或条件, 这是投资人实现退出, 获得投资回报的渠道之一。然而投资人作为公司的少数股东, 必须获得其他股东的批准和配合才能顺利完成整体出售。因此, 领售权对投资人实现退出非常重要。

根据我们统计的数据，2025年有60.85%的VC/PE项目约定了领售权，并且领售权在境外架构下的采用比例更高。下图显示2025年领售权在境内外架构下的采用情况：



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整体出售时也必须获得创始股东（或其委派的董事）的同意。在2025年约定了领售权的VC/PE项目中，领售权主体仅为投资人的项目占比为31.01%，大部分集中在境内架构下；而行权主体中还必须包括创始股东（或其委派的董事）的项目占比为52.71%，大部分集中在境外架构下。

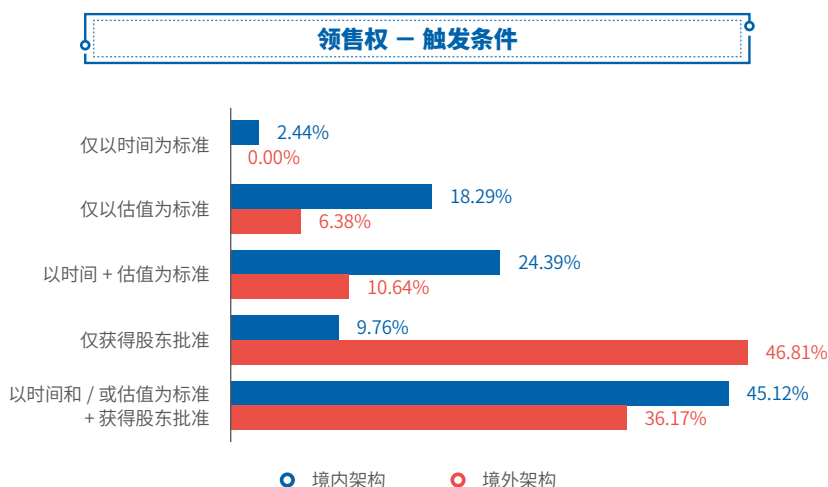


对于领售权的触发,由于行使领售权会导致公司的股权和/或资产发生重大变动,因此交易各方经常会约定,仅在事先约定的前提条件触发后投资人方可行使领售权。领售权的触发条件通常包括:

- ◆ 投资完成后经过了一段的时限(简称“仅以时间为标准”);
- ◆ 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”);
- ◆ 投资完成后经过了一段的时限,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”);
- ◆ 整体出售交易及相应出售条件获得一定比例的股东批准(简称“仅获得股东批准”);
- ◆ 满足“仅以时间为标准”和/或“仅以估值为标准”,同时整体出售交易及相应出售条件获得一定比例的股东批准(简称“以时间和/或估值为标准 + 获得股东批准”)。

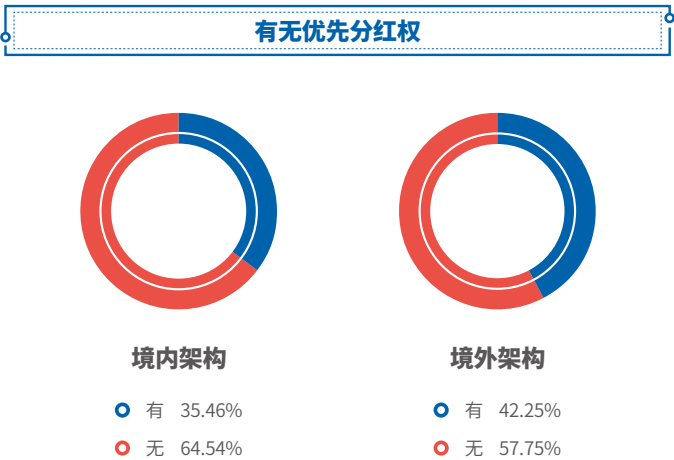
根据2025年统计的数据,大部分领售权条款将整体出售获得股东批准作为投资人行使领售权的前提条件,因此“仅获得股东批准”和“以时间和/或估值为标准 + 获得股东批准”成为最常用的领售权触发条件。在约定了领售权的VC/PE项目中,采用这两项触发条件的项目比例分别为23.26%和41.86%,其中“仅获得股东批准”在境外架构下的使用率大大高于境内架构下。排第三的领售权触发条件为“以时间 + 估值为标准”,占比为19.38%,并且在境内架构下的采用率更高。

下图显示在2025年约定了领售权的VC/PE项目中,各种触发条件的采用情况:

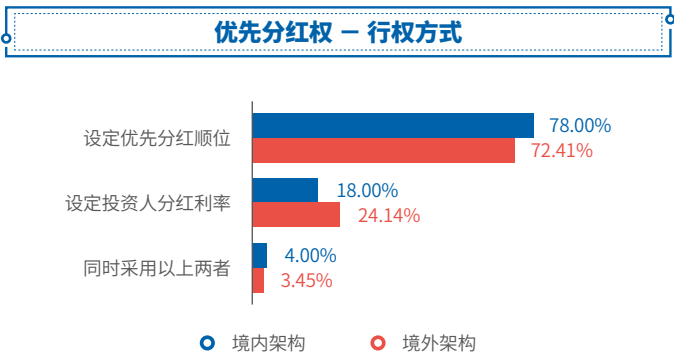


优先分红权

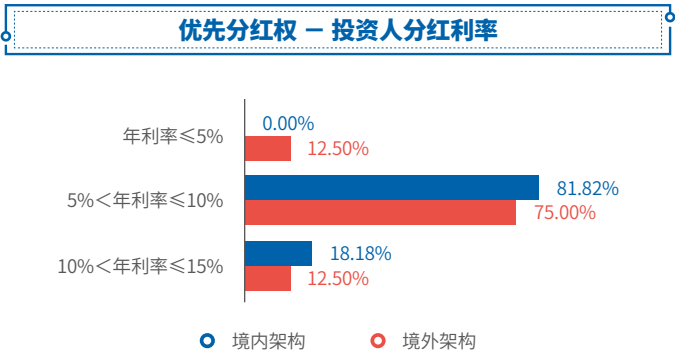
优先分红权是指投资人优先于普通股股东获得公司分红的权利。由于大多数VC/PE投资的核心目的并非通过分红获得回报,并且一些初创企业在早期融资阶段可能并不盈利,因此实践中不少投资人并不要求优先分红权。2025年,62.26%的VC/PE项目未约定优先分红权,且境内架构交易中不约定优先分红权的情况更为普遍。



投资人享有优先分红权的方式主要包括: (i) 在分红顺位上设定优先等级;和 (ii) 要求分红金额按照原始投资额的一定利率计算(简称“投资人分红利率”)。在2025年约定了优先分红权的VC/PE项目中,75.95%设定了投资人的优先分红顺位,20.25%设定了投资人分红利率,3.80%同时设定两种方式。

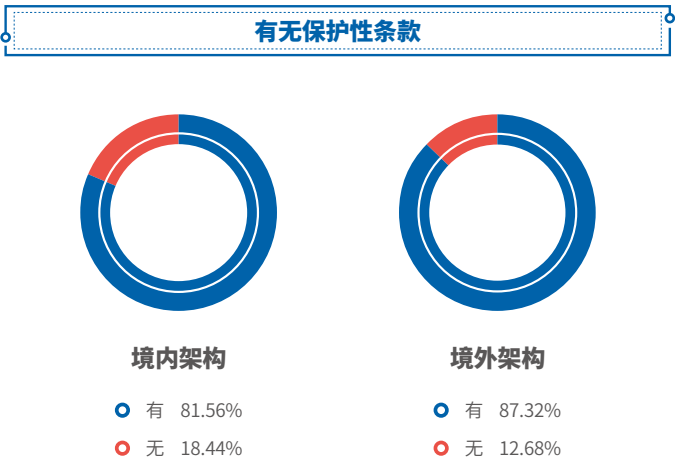


对于投资人分红利率, 5%—10%最为普遍。2025年, 有78.95%的投资人分红利率约定在该区间, 15.79%的投资人分红约定在10%—15%之间。下图显示2025年投资人分红利率在境内外架构下的分布情况。可以看出, 境内架构下的投资人分红利率普遍偏高。



保护性条款

保护性条款 (Protective Provisions) 是赋予特定股东对公司重大事项享有否决权的条款。适用否决权的事项一般被称为保留事项 (Reserved Matters), 通常涉及公司股权结构、经营方针、资产处置、债务承担、重组、清算等方面的重大事项。根据我们统计的数据, 2025年有83.49%的VC/PE项目约定了保护性条款, 为近九年的最低比例。



保护性条款旨在保护投资人的权益，因此享有否决权的主体通常为投资人（包括特定投资人或者持有一定比例投票权的投资人）和/或其委派的董事。在2025年约定了保护性条款的VC/PE项目中，有95.48%赋予了投资人否决权。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，或者在两个层面上均有约定。股东会层面的保留事项通常涉及公司的股权结构、股东权利、章程修改、合并分立、清算解散等根本性事项；董事会层面的保留事项则更多涉及公司的重要经营活动。

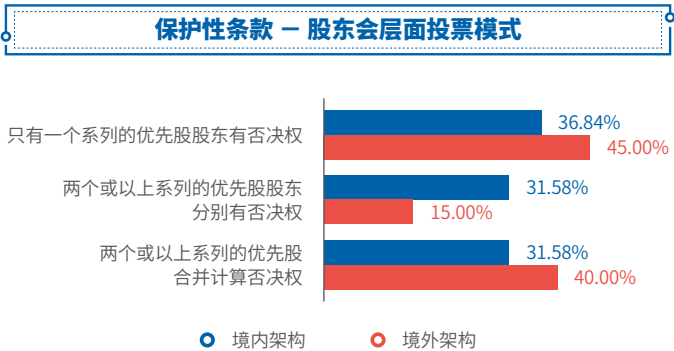
在股东会层面，投资人否决权的常见模式为：

- ◆ 只有一个系列的优先股股东（包括特定的优先股股东）享有否决权 — 这更多出现在公司的早期融资中；
- ◆ 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
- ◆ 有两个或以上系列优先股的情况下，在所有系列优先股（合并计算）中持有一定表决权比例的股东享有否决权。

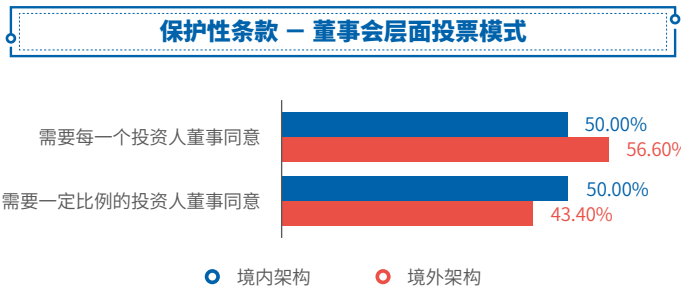
在董事会层面，投资人否决权的常见模式为：

- ◆ 保留事项须经过每一位投资人董事的同意；或
- ◆ 保留事项须经过一定比例的投资人董事的同意。

下图显示2025年在采用股东会层面否决权的VC/PE项目中，各种投票模式的运用比例：

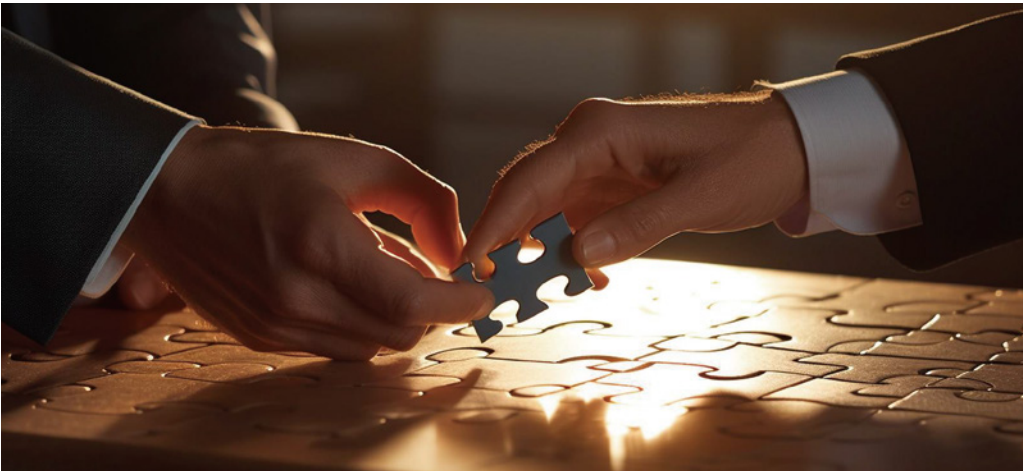


下图显示2025年在采用董事会层面否决权的VC/PE项目中,各种投票模式的运用比例:

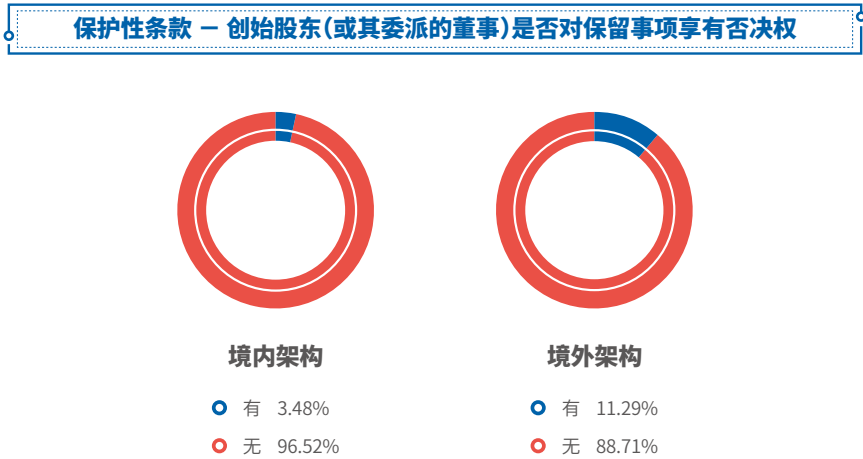


在一些VC/PE项目中,公司会对投资人的否决权设置一定门槛,通常体现为:要求投资人在公司中的持股比例达到一定标准才享有否决权;如果已享有否决权的投资人未来因转让股权或公司后续融资等原因,在公司中的持股比例下降至该门槛以下,则该投资人(或其委派的董事)不再享有否决权。在2025年约定了投资人保护性条款的VC/PE项目中,6.51%的公司对投资人的否决权设定了门槛,为近九年来的最低比例,并且该门槛设置大部分出现在境内架构的项目中。

最后,公司经过多轮融资后,创始股东的持股比例被逐渐稀释,可能丧失对公司的控制权。例如2025年,在大约11%的VC/PE项目中,交割后创始股东在公司中的股权比例下降至30%或以下。在此情形下,创始股东可能会要求对公司的特别重大的保留事项也享有否决权。根据近九年统计的数据,创始股东(或其委派的董事)对部分保留事项拥有否决权的项目占比维持在4%—10%区间,在2025年该比例为6.21%(含创始股东单独享有和与投资人共同享有否决权的情况)。



下图显示在2025年约定了保护性条款的VC/PE项目中, 创始股东享有否决权的比例:



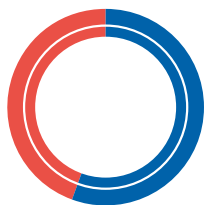
注: 本图的数据包含同时约定了投资人否决权机制的情况。

董事委派权

在大部分VC/PE项目中, 创始股东委派的董事占董事会的多数席位。根据近九年统计的数据, 每年仅在2%—5%的VC/PE项目中, 创始股东委派的董事所持有的表决权少于或等于投资人委派董事的表决权总和。

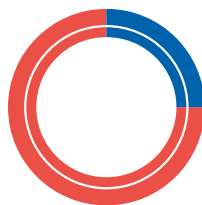
为制衡创始股东的支配地位并参与公司重大事项的决策, 投资人往往会要求委派董事的权利。根据过往统计的数字, 每年大约在七成到八成的VC/PE项目中投资人获得董事委派权, 但这一比例在2025年出现明显下滑。从公司的角度, 在投资人数量较多的情况下, 往往会限制投资人委派董事的名额。除了不给予董事委派权之外, 公司还可对投资人的该项权利设置门槛, 主要包括: 只有持股比例达到一定标准时, 投资人才享有董事委派权。这类类似于前述投资人否决权的门槛机制。根据近九年统计的数据, 对投资人董事委派权设置门槛的情况越来越普遍。2025年, 在约定了投资人董事委派权的VC/PE项目中, 有43.33%的公司对该项权利设定了门槛, 并且该类门槛机制更多出现在境内架构下。

投资者的董事委派权上是否设有持股比例的门槛限制



境内架构

● 有 55.56%
● 无 44.44%



境外架构

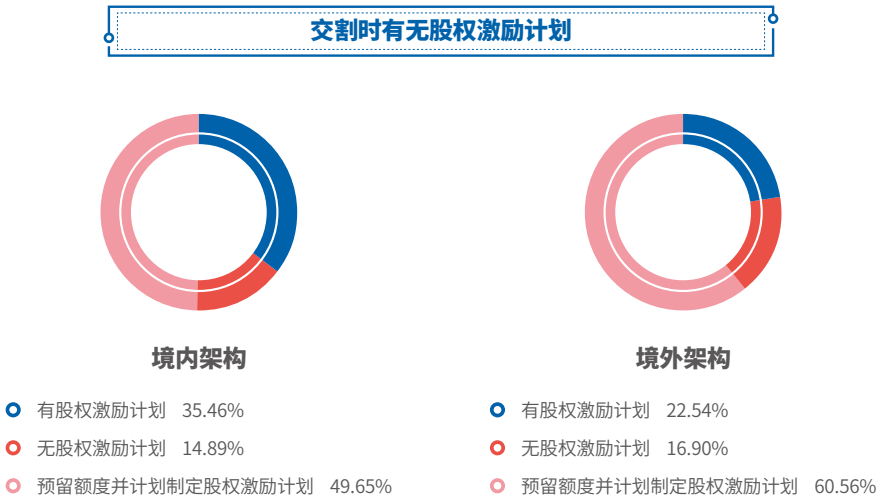
● 有 25.00%
● 无 75.00%

执行层面,在投资人享有董事委派权的VC/PE项目中,九成以上的投资人实际在交割时委派了董事,并且有26.32%的公司与委派的董事签署了董事补偿协议。



员工股权激励计划

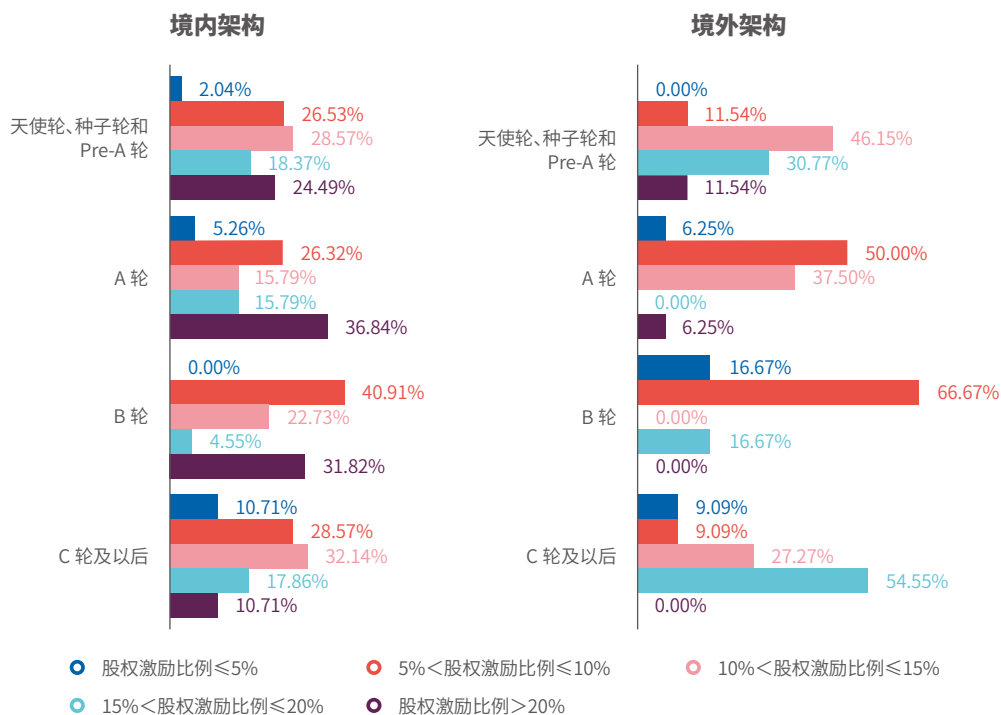
很多初创公司为了激励高管和骨干员工持续为公司服务并创造更高价值，会设置员工股权激励计划（简称“股权激励计划”，根据该计划向员工授予的各项激励，统称“股权激励”）。根据统计的数据，2025年有31.13%的公司在交割时制定了具体的股权激励计划，另有53.30%的公司在交割时为股权激励预留了额度并计划在交割后制定具体的股权激励计划。下图显示2025年在境内外架构下，公司在交割时制定股权激励计划的情况：



公司用于发放股权激励的额度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2025年统计的数据，境内架构下，股权激励额度占公司总股本的比例大多集中在5%—10%和10%—15%之间，境外架构下，该比例更多集中在10%—15%之间。下图显示在2025年已经制定和计划制定股权激励计划的VC/PE项目中，股权激励额度在各个融资阶段占公司交割后总股本的比例：



股权激励额度在各融资阶段占公司总股本的比例

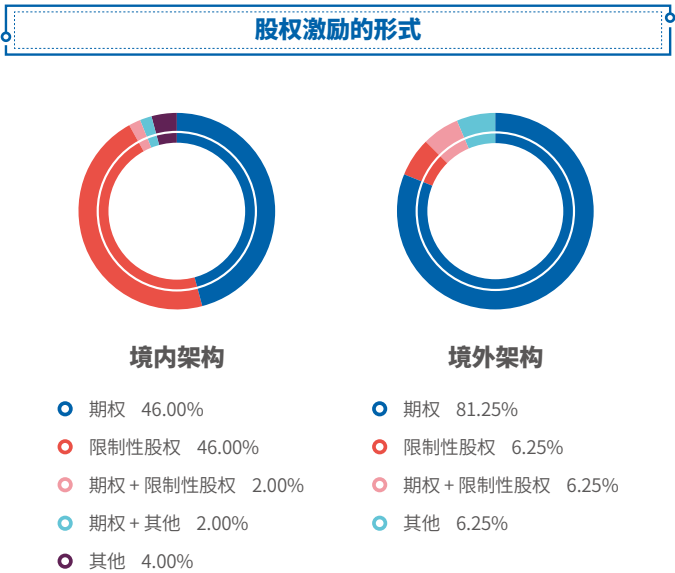


股权激励的形式多样，最常见的包括：

- ◆ **期权**：公司向员工授予一项权利，使员工有权在未来一定期限内以预先约定的价格和条件购买公司一定数量的股份。期权一般会按照协议约定的时间表分阶段兑现。对于已兑现的期权，员工可以行权。此时公司会向其发行股份；
- ◆ **限制性股权**：公司直接向员工发放股份，该股份在一定期限内附有限制条件，例如需按预定的时间表分阶段解禁，未解禁的股份受制于转让限制、投票限制、公司回购权等股东权利的限制。

其他类型的股权激励还包括限制性股票单位、股票增值权等。

根据2025年统计的数据，在已制定股权激励计划的VC/PE项目中，境外和境内架构下分别有87.50%和50%的公司采用期权形式发行股权激励，有12.50%和48%的公司采用限制性股权形式发行股权激励³。与2024年相比，2025年境内公司发行期权的情况明显减少，而发行限制性股权的情况大幅增长。



公司向员工发行股权激励的途径有多种，常见的包括：

- ◆ **直接发行：**由公司直接向员工发行；
- ◆ **持股平台发行：**公司通过创始股东或高管设立一个或多个持股平台，该平台持有公司的股权，公司在该持股平台层面向员工发放股权/份额，以间接对应公司层面的股权激励；
- ◆ **代持：**由创始股东代持并与激励员工签署代持协议。



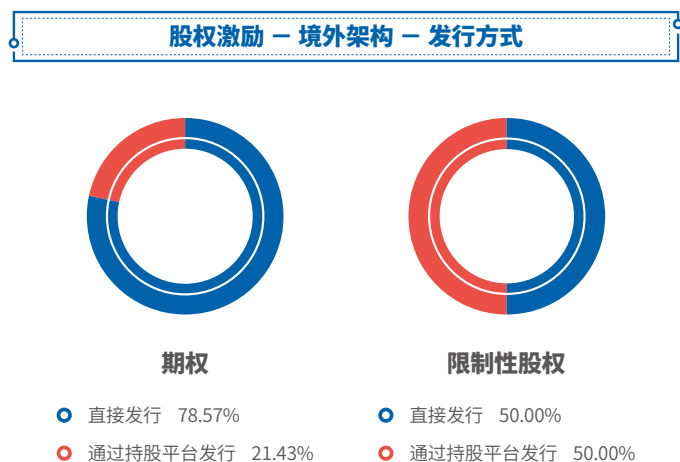
³ 此处所列的期权百分比，包括仅发行期权和同时发行包含期权在内的多种形式股权激励的情况。此处所列的限制性股权百分比，包括仅发行限制性股权和同时发行包含限制性股权在内的多种形式股权激励的情况。

因法律环境的不同,境外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,公司更多选择“直接发行”的方式。这主要因为在境外法律框架下,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。尤其对于发行期权的情况,公司无需就期权的发行进行登记或者变更股东名册。由于开曼公司法下有预留股份的机制,公司一般先在授权股本中预留部分股份用于股权激励(通常称“期权池”),随后向员工直接发行对应的期权。在员工按照兑现时间表行使期权时,公司才需从期权池中实际发行股份给员工,而在行使期权之前,员工对期权所对应的股份不享有所有权。这样的方式使得直接发行期权比较便捷。但需要注意的是,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,因此境外公司向中国籍员工直接发行股份会相对谨慎。

根据2025年统计的数据,在已经制定股权激励计划的VC/PE项目中,有75%的境外公司采用了“直接发行”的方式,有25%的境外公司采用“持股平台发行”的方式。



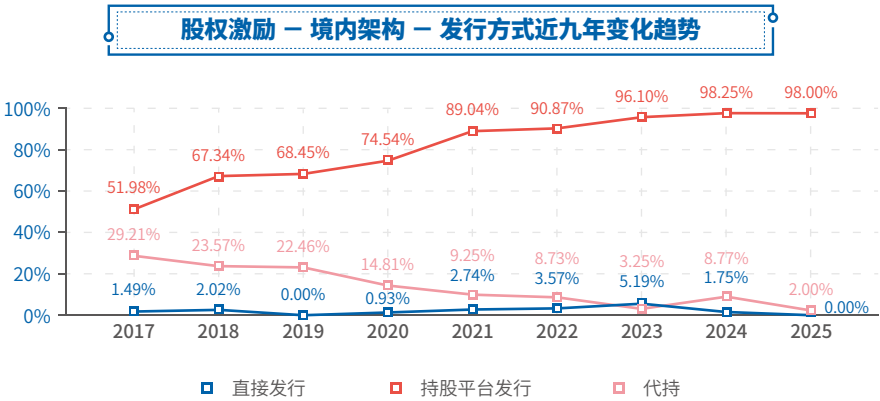
注:本图的基数包含同时采用多种发行方式的情况。

(2) 境内架构

中国公司法下,有限责任公司没有预留股份的制度,并且股东人数不应超过50名。因此在境内架构下,公司直接向员工发放股权激励的情况非常少见。境内公司实施股权激励计划,通常会采用“持股平台发行”方式。在持股平台层面,员工可以直接持有股权/份额,也可以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。

根据2025年统计的数据,在已制定股权激励计划的VC/PE项目中,有98%的境内公司选择通过持股平台发行股权激励,另外还有少量境内公司单独或同时采用“代持”方式发行股权激励。

对于持股平台的形式,出于税务筹划的考虑,绝大多数情况下境内公司会选择有限合伙企业的形式,极少数情况下会采用有限责任公司的形式。2025年,境内架构下通过持股平台发行股权激励的公司,全部选择有限合伙企业为持股平台形式。另外,持股平台获得公司股权的方式,包括认购公司新增资本和受让创始股东转股两种方式。根据统计的数据,2025年大约有六成的持股平台以增资方式获得公司股权,大约有四成的持股平台以受让转股的方式获得公司股权。



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)是指在公司发生“清算事件”时,投资人优先于其他股东(特别是普通股股东)获得财产分配的权利。这项权利旨在保障投资人的本金和约定收益在发生清算事件时能够优先收回。

“清算事件”通常包括公司清算、解散或整体出售。清算优先权下,投资人获得公司财产分配的方式主要有两种:

- **参与型(Participating)**: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”),之后如果公司还有剩余可分配财产,投资人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。

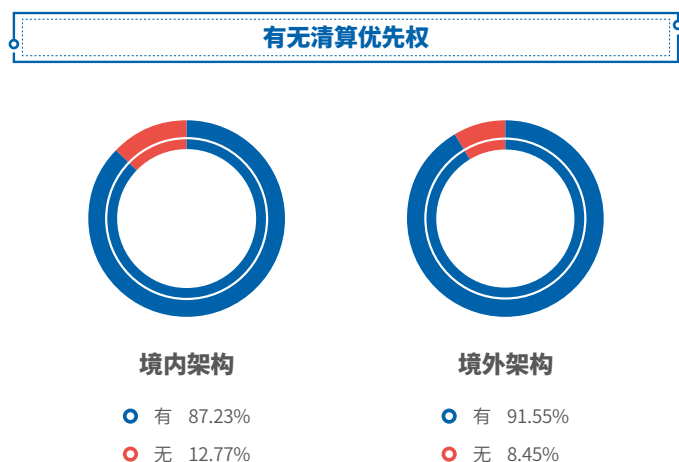
参与型分配下,交易各方还可以约定一些附上限的方案(简称“附上限方案”)。例如,如果投资人按照参与型分配方式获得的金额高于一定上限(一般为原始投资额的一定倍数),则其不再继续参与后续分配;或者如果发生清算事件时公司的估值高出一定门槛,则投资人不再适用参与型分配方式。

➤ **非参与型 (Non-participating)**:指投资人获得优先分配金额后不再参与剩余财产的分配。

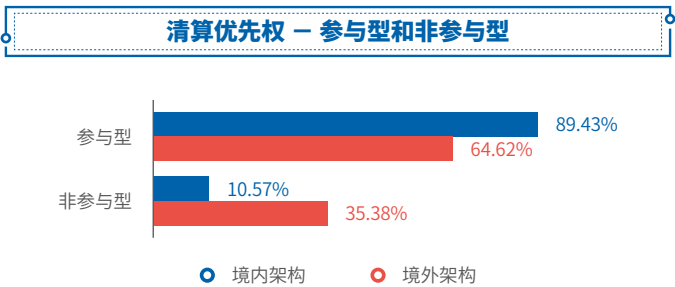
当然在上述分配方式下,如果投资人按照其在公司中的股权比例可以获得的分配金额高于按照上述分配方式可以获得的金额,投资人可以选择直接按照股权比例获得公司财产的分配。

根据近九年统计的数据,每年约有九成的VC/PE项目约定了清算优先权,其中采用参与型分配方案的占绝大多数。2025年,有88.68%的VC/PE项目约定了清算优先权,其中80.85%采用参与型分配方式,均为近九年来的最低比例。分架构来看,2025年境内架构下采用参与型分配方式的项目比例显著高于境外架构,而对于非参与型分配方式,境外架构下的采用比例明显更高。此外,在采用参与型分配方案的项目中,有3.29%采用了附上限方案。

下图显示在2025年的VC/PE项目中,清算优先权在境内外架构下的采用情况:



下图显示在2025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，参与型分配方案在境内和境外架构下均更受欢迎。



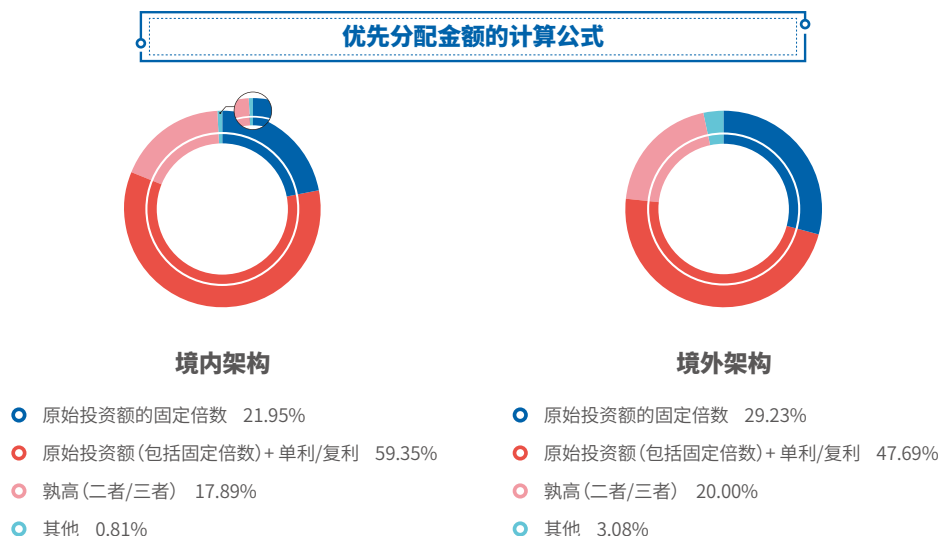
优先分配金额的计算，通常适用以下三种公式：

- (a) 原始投资额的固定倍数；
- (b) 原始投资额 (包括固定倍数) + 单利或复利；或
- (c) 以上 (a) 或 (b) 的计算结果，与特定价值指标 (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。

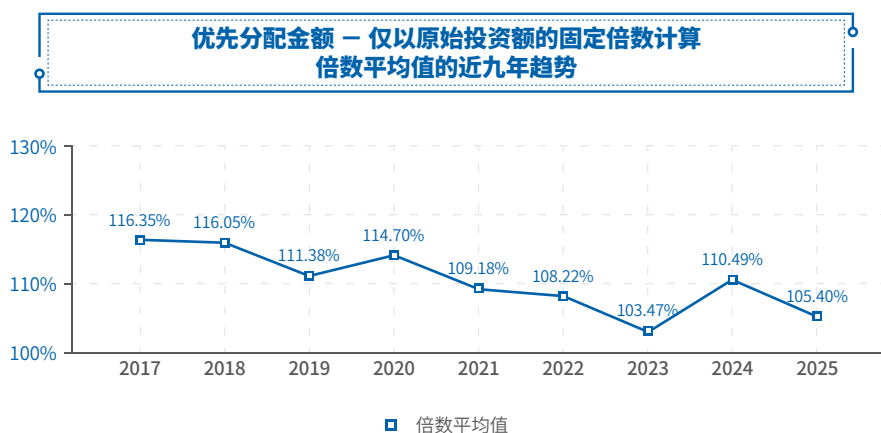


根据我们统计的数据，近几年“原始投资额 (包括固定倍数) + 单利或复利”公式较受欢迎。在2025年约定了清算优先权的VC/PE项目中，采用此公式计算优先分配金额的项目占比为55.32%，而采用“原始投资额的一定倍数”公式的项目占比为24.47%。另外，2025年 (c) 计算公式 (孰高) 的采用率有显著升高，占比为18.62%。

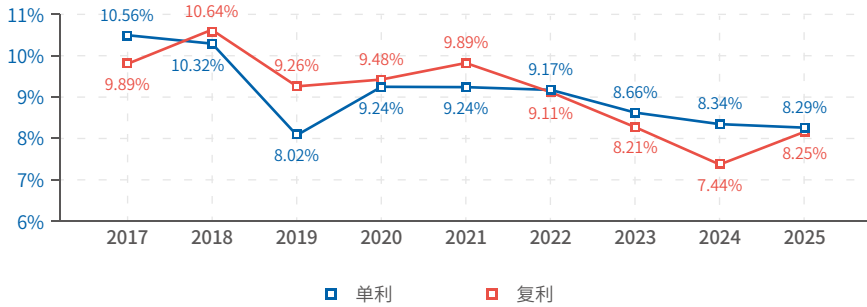
下图显示在2025年约定了清算优先权的VC/PE项目中，三种计算公式在境内外架构下的运用：



此外，根据2025年统计的数据：(i) 对于以“原始投资额的固定倍数”计算优先分配金额的项目，该倍数在100%至150%之间，平均值为105.40%；(ii) 对于以“原始投资额 (包括固定倍数) + 单利或复利”计算优先分配金额的项目，年单利的平均值为8.29%，年复利的平均值为8.25%。



优先分配金额 — 以原始投资额(包括固定倍数)+ 单利或复利计算
利率平均值的近九年趋势



创始股东的限制条款

创始团队的稳定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:

- ◆ **股权转让限制:**常见的形式为,要求在指定期限内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;
- ◆ **限制性股权:**将创始股东持有的公司股权设定为限制性股权,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承诺全职服务于集团公司,并在任职期间/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。

股权转让限制(Share Transfer Restrictions)

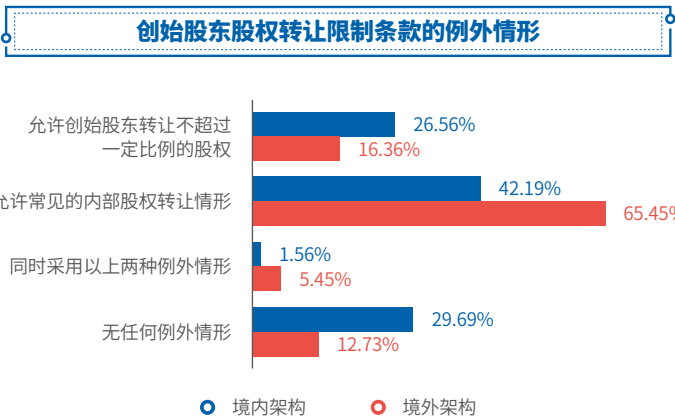
根据近九年统计的数据,每年大约有88%—93%的VC/PE项目约定了创始股东的股权转让限制。2025年,这一比例为88.68%,即境内架构下92.91%,境外架构下80.28%。在该类项目中,98.92%约定在指定期间内(通常为在完成上市或整体出售之前或者特定投资人退出之前),未经投资人同意创始股东不得出售或处置其持有的公司股权。

创始人为了获得一定灵活性,经常会要求对股权转让限制条款设置一些例外情形,常见的包括:

- (1) 允许创始股东转让不超过一定比例的公司股权;
- (2) 允许常见的内部股权转让情形,例如创始股东可向其100%持股的主体或者其他创始股东转让股权,或出于财务规划之目的,可向其近亲属、或以自己或近亲属为受益人的信托转让股权;
- (3) 同时约定以上两种例外情形。

2025年,在约定了创始股东股权转让限制的项目中, (i) 23.50%允许创始股东转让不超过一定比例的公司股权。该比例的平均值大约为4%; (ii) 49.18%允许常见的内部股权转让情形,较往年有显著增长; (iii) 2.73%同时采用了(1)和(2)的例外情形; (iv) 24.59%不采用任何例外情形。

下图显示在2025年约定了创始股东股权转让限制条款的VC/PE项目中,境内外架构下上述例外情形的采用比例:



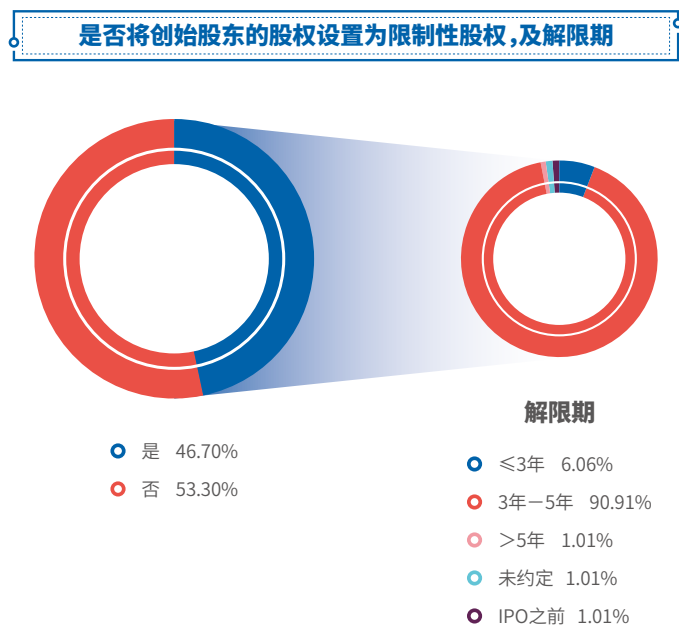
■ 限制性股权(Restricted Shares) ■

一些VC/PE项目中,投资人会要求将创始股东持有的公司股权设定为限制性股权。这种情况下,创始股东持有的股权会受限于一定期“解限期”,在该期限内,(i) 创始股东不能出售或处置其限制性股权;(ii) 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/或投资人有权购买该创始股东持有的公司股权(简称“强制回购/购买”)。根据2025年统计的数据,在46.70%的VC/PE项目中投资人要求将创始股东的股权设定为限制性股权。具体到投资轮次,投资人的此类要求更多出现于公司的早期融资阶段。2025年,52.53%的创始股东限制性股权出现在天使轮、种子轮和Pre-A轮阶段,23.23%出现在A轮阶段。另外,在约定了限制性股权的VC/PE项目中,一般80%—90%的解限期集中在3—5年。

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;常见的强制回购/购买的价格包括公允价值、成本价和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创始股东离职的原因(例如主动离职、重大过错离职和非过错离职)或具体触发事件的性质而定。需要说明的是,限制性股权,无论是否已经解限,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强制回购/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。



下图显示2025年创始股东限制性股权的设置情况以及解限期的安排：



创始股东的股权出售

根据2025年统计的数据,有11.32%的VC/PE项目在融资过程中涉及创始股东对现有股权的出售,并且此类售股情形大部分出现在境内架构下。在融资过程中买卖创始股东的现有股权更多出于商业考虑,例如,创始股东希望套现、优化公司股权结构、投资人购买创始股东老股的价格较融资价格更低等。创始股东出售现有股权,最常见的方式是直接转让给投资人或者由公司回购后再由投资人认购相应的新股。

股权转让会涉及税费缴纳问题。根据2025年统计的数据,在涉及创始股东出售股权的VC/PE项目中,有66.67%约定相关税费由卖方承担,8.33%约定由买卖双方共同承担,12.50%约定由公司承担,还有大约12.50%的项目未对税费承担做明确约定。

中国公司法对有限责任公司的股权转让进行了一系列的规定,其中包括(i)如果现有股东所转让的股权未届出资期限,由受让人承担按期缴纳剩余出资的义务,如果受让人未按期足额缴纳剩余出资,转让人承担补充责任;(ii)如果现有股东未按照公司章程规定的出资期限缴纳出售股权所对应的出资,转让人与受让人在出资不足的范围内承担连带责任(受让人不知道且不应当知道存在出资不足情形的除外)。根据2025年统计的数据,对于被投公司为境内有限责任公司的,如果创始股东在融资过程中出售现有股权,100%的情况下出售股权所对应的注册资本已经全部实缴。

信息权和检查权

信息权(Information Right)是投资人获取公司财务和运营信息的权利。根据近九年统计的数据,每年大约有九成的VC/PE项目约定了信息权。2025年,在约定了信息权的VC/PE项目中,境外架构下有28%的公司对投资人的这项权利设定了门槛,即只有持股比例达到一定门槛,投资人才享有信息权;而在境内架构下,仅有4.88%的公司对投资人的这项权利设定了门槛。信息权持股比例门槛的平均数为4.59%。

检查权(Inspection Right)是投资人可以对公司开展财务和业务检查的权利,包括查看公司账本、向公司的高管和董事询问运营情况等。2025年,有66.82%的VC/PE项目约定了检查权,其中,境外架构下有36.73%的公司对投资人的这项权利设定了股权比例门槛;而在境内架构下,仅有9.78%的公司对投资人的检查权设定门槛。检查权持股比例门槛的平均数为4.26%。

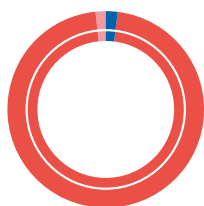
信息权和检查权的目的是为了保证作为非控股股东的投资人对公司的运营和财务情况有一定程度的了解。投资人一般需要根据其内部投后管理的要求权衡公司提供财务文件的类型、频率和时间。公司则需要根据内部编制财务报表的能力和保密要求权衡投资人享有的信息权和检查权的范围。



陈述与保证的追索期限

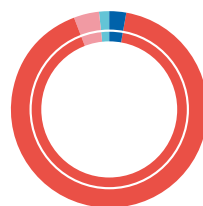
在VC/PE交易文件中，投资人通常会要求公司方面的保证人（一般包括公司及其下属集团公司和创始股东，简称“公司方保证人”）做出一系列陈述与保证（Representations and Warranties），确保集团公司于签署日/交割日在股权结构、业务运营、税务、资产、劳动、诉讼等各个方面均符合投资要求。根据近九年统计的数据，大多数情况下，投资人和公司不会在交易文件中对陈述与保证约定追索期限，因此只要投资人发现陈述与保证在签署日/交割日存在不实的情况，则可以在适用法律的诉讼时效内向公司方保证人主张违约责任。2025年，在94.81%的VC/PE项目中，交易双方未对陈述与保证设定任何追索期限。然而在少量项目中，公司会要求对陈述与保证（或者部分重要的陈述与保证）设定追索期限。在这种情况下，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，超过期限投资人丧失追索权利。追索期限可以是统一的，也可以视陈述与保证的重要程度不同而有所区别。下图显示在2025年的VC/PE项目中，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

- 仅对部分陈述与保证设置追索期 2.13%
- 不对任何陈述与保证设置追索期 96.45%
- 对全部陈述与保证设置统一的追索期 1.42%



境外架构

- 仅对部分陈述与保证设置追索期 2.82%
- 不对任何陈述与保证设置追索期 91.55%
- 对全部陈述与保证设置统一的追索期 4.23%
- 对全部陈述与保证设置不同的追索期 1.41%

根据2025年的数据，在约定了陈述与保证追索期限的VC/PE项目中，63.64%将该期限设定在1—3年之间。

赔偿条款和创始股东的个人赔偿责任

在VC/PE交易文件中，投资人一般会针对以下几种违约情况要求公司方保证人承担赔偿责任：

(i) 陈述与保证在签署日/交割日不真实、不准确、不完整或具有误导性；(ii) 公司方保证人违反交易文件中的承诺或义务；(iii) 发生投资人指定的一些违法违规情况。从公司方保证人的角度，为限制赔偿责任，有时会要求设定 (a) 赔偿上限，即投资人有权要求的最高赔偿额，和/或 (b) 起赔金额，即仅在违约行为造成的损失超过一定金额时，投资人才有权要求赔偿。

根据我们统计的数据，2025年有77.83%的VC/PE项目明确约定了公司方保证人的赔偿责任。在这些项目中，18.18%的公司方保证人为赔偿责任设定了上限，18.18%设定了起赔金额。另外，有63.64%的公司方保证人既没有设定赔偿上限也没有设定起赔金额，这一情形在境内和境外架构中分别为70.91%和49.09%。

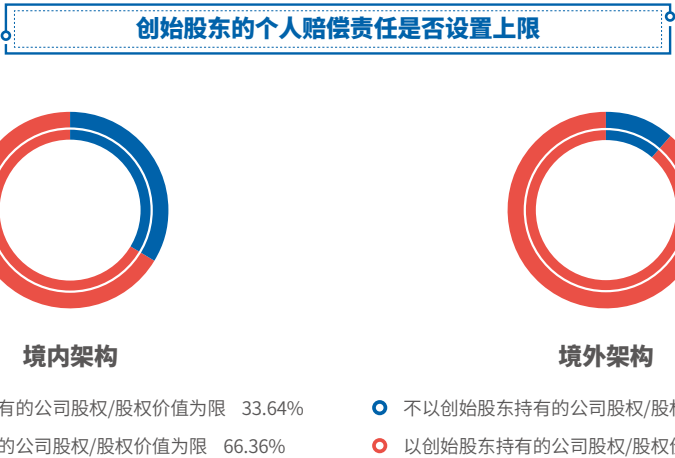
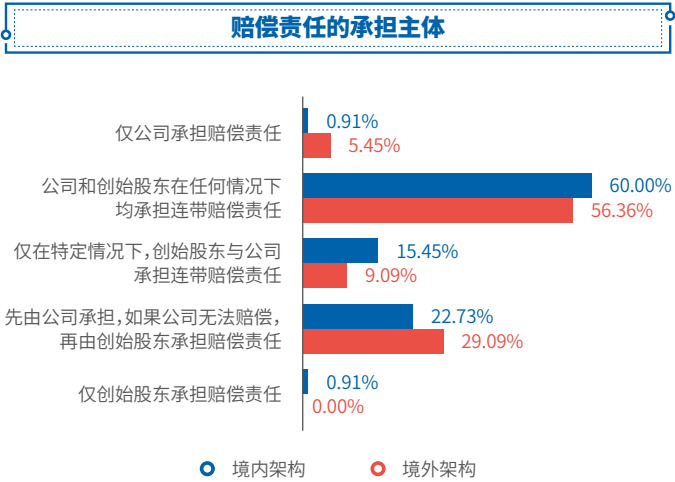
关于承担赔偿责任的主体，投资人通常会要求公司和创始股东承担共同/连带的赔偿责任，这样能确保投资人最大限度获得赔偿。而作为创始股东，为了限制自己的赔偿责任范围，会力争要求：(i) 不与公司一起承担赔偿责任，(ii) 仅在特定的情况下（例如创始股东导致的违约情况）与公司承担连带赔偿责任，或 (iii) 投资人需先追究公司的赔偿责任，如果公司因法律障碍或资金不足等原因无法全额赔偿，再由创始股东承担赔偿责任。

因此，承担赔偿责任的主体一般分为以下几种：

- (1) 仅公司承担赔偿责任；
- (2) 公司和创始股东在任何情况下均承担连带赔偿责任；
- (3) 仅在特定情况下，创始股东与公司承担连带赔偿责任；
- (4) 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；或
- (5) 仅创始股东承担赔偿责任。

在2025年约定了公司方保证人赔偿责任的VC/PE项目中，有96.97%约定了公司和创始股东承担共同/连带的赔偿责任（即以上 (2) – (4) 的情况），其中采用“公司和创始股东在任何情况下均承担连带赔偿责任”的占大多数。

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:在任何情况下或仅在特定情况下,以创始股东在公司的股权或股权价值为上限。2025年,在创始股东承担赔偿责任的VC/PE项目(即以上第(2) – (5)种情况)中,有72.67%约定了创始股东的个人赔偿责任以其持有的公司股权或股权价值为限,其中以股权价值为上限的情况居多。



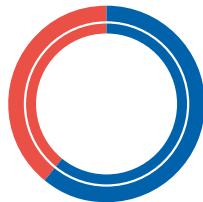
投资人的限制条款

VC/PE交易文件中, 公司对投资人设置的限制通常包括: (1) 限制投资人向特定对象转股; 和 (2) 限制投资人投资特定实体或与特定实体合作。

限制投资人股权转让

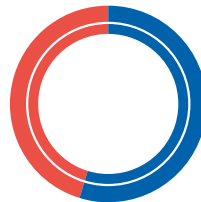
对于大多数财务投资人而言, 出售股权是非常重要的退出渠道, 因此一般财务投资人都希望其持有的公司股权是可以自由转让的。但近几年, 越来越多的公司会要求投资人的股权转让也受到一定限制。2025年, 在58.96%的VC/PE项目中, 公司对投资人的股权转让设定了限制。这些限制主要包括: (i) 不能随意转让给公司的竞争对手; 和/或 (ii) 不能随意转让给特定股东 (一般是产业投资人或战略投资人) 的竞争对手。2025年限制投资人股权转让的具体情况如下图所示:

有无投资人股权转让限制



境内架构

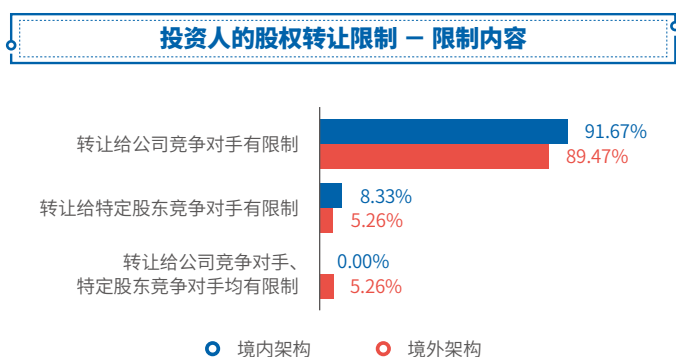
● 有 60.99%
● 无 39.01%



境外架构

● 有 54.93%
● 无 45.07%

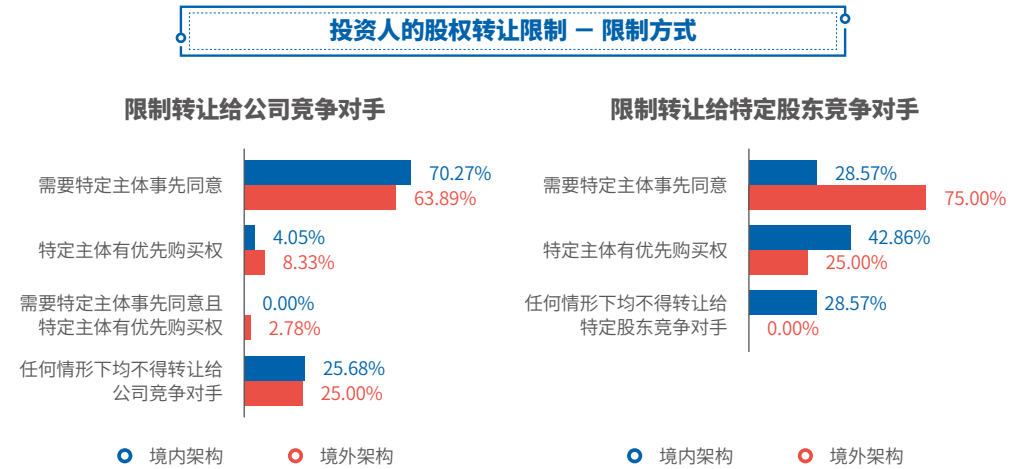
我们统计的数据表明,无论在境外架构还是境内架构下,在约定了投资人股权转让限制的VC/PE项目中,要求投资人不能随意转股给公司竞争对手的情况占绝大多数。



限制投资人股权转让一般通过以下几种方式：

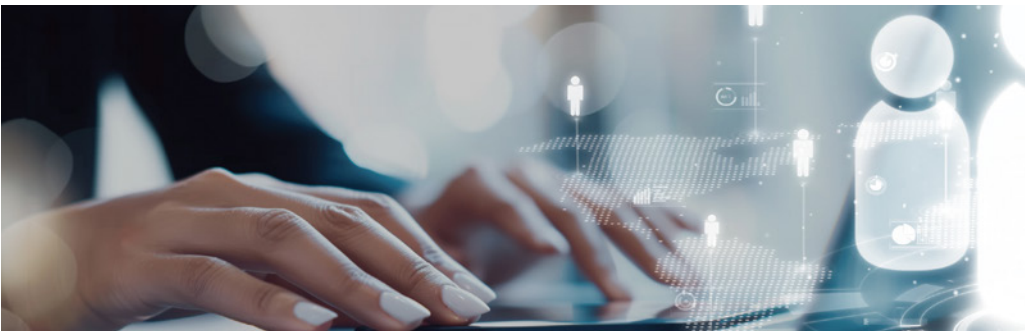
- ◆ **转让需经过特定主体的事先同意**:如果拟转让给公司的竞争对手,一般需经过公司和/或创始股东的事先同意;如果拟转让给特定股东的竞争对手,一般需经过该股东的事先同意。此种方式下,有同意权的一方可以直接阻止投资人的转股交易;
- ◆ **转让时特定主体有优先购买权**:如果拟转让给公司的竞争对手,一般该股东享有优先购买权;如果拟转让给特定股东的竞争对手,一般该股东享有优先购买权。此种方式下,享有优先购买权的一方不能直接阻止投资人转股,但是投资人在转让股权时需要履行优先购买权程序,在一定程度上也起到限制向第三方转让的作用;
- ◆ **时受到以上两种限制;或**
- ◆ **任何情形下都不得转让给公司竞争对手和/或特定股东竞争对手**:由于股权转让是投资人退出的重要渠道,这种限制方式对投资人最为严格,投资人更愿意接受以上两种转让限制。但2025年,在限制投资人转股给公司的竞争对手的项目中,任何情形下均不得转让的比例达到了25.45%,在限制投资人转股给特定股东的竞争对手的项目中,任何情形下均不得转让的比例达到了18.18%,均较往年有明显上升。

下图显示在2025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。可以看出“需要特定主体事先同意”的方式使用更为广泛。



限制投资人投资或合作

除了限制投资人向竞争对手转让股权外，在少量项目中，公司还会限制投资人投资特定实体或与特定实体进行合作。这种限制的主要表现形式是：禁止投资人投资于公司的竞争对手或者与公司的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优先权利（例如董事委派权、信息权和投票权）。2025年，在5.19%的VC/PE项目中，公司针对投资人投资特定实体或与特定实体合作设定了此类限制。



最优惠待遇

最优惠待遇 (Most-favored Nation) 是指对某一投资人 (简称“目标投资人”) 而言, 如果公司给予了其他股东更优惠的条款和条件, 则目标投资人有权自动享有该等更优惠的条款和条件。最优惠待遇条款针对的“其他股东”可以包括公司现有股东、同一轮次中的投资人, 也可以包括未来融资中引入的投资人。设置最优惠待遇一般是出于以下考虑:

- ◆ 对于本轮投资之前的情况, 目标投资人可能无法对公司进行全面的尽职调查, 不确定公司之前是否给予了其他股东更优惠的条款和条件。由于在新一轮投资中, 投资价格一般比前轮的投资价格更高, 目标投资人希望确保其享有的权利至少不劣于之前股东享有的权利;
- ◆ 对于正在进行的投资, 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目标投资人披露的其他协议 (比如 Side Agreement), 目标投资人仍希望针对现有股东和同轮次的其他投资人制定最优惠待遇条款;
- ◆ 对于公司的未来融资, 尽管未来投资人将支付的投资价格通常比前轮的投资价格更高, 理应享有更优惠的投资条款, 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目标投资人更优惠的条件, 因此目标投资人仍可能希望针对未来投资人设定最优惠待遇条款, 但一般会排除未来投资人按照交易惯例可能享有的更优先顺位的经济性权利。另外, 交易双方也可能对此种最优惠待遇设置一些附加条件, 例如仅在未来融资的估值低于一定门槛时才适用。

在2025年的VC/PE项目中, 投资人针对现有股东和/或同轮次其他投资人约定最优惠待遇条款的比例为25.59%, 针对未来融资约定最优惠待遇条款的比例为17.06%, 均较去年有显著下降。



有限责任公司的注册资本缴纳

中国公司法规定,有限责任公司的注册资本由全体股东按照公司章程的规定自公司成立之日起五年内缴足;如果股东未按照公司章程规定的出资期限缴纳出资,公司应当按照中国公司法的规定发出书面催缴书催缴出资,催缴书可以载明缴纳出资的宽限期;宽限期届满,股东仍未履行出资义务的,公司经董事会决议可以向该股东发出失权通知;自通知发出之日起,该股东丧失其未缴纳出资的股权。丧失的股权应当依法转让,或者相应减少注册资本并注销该股权;六个月内未转让或者注销的,由公司其他股东按照其出资比例足额缴纳相应出资。

根据2025年针对境内有限责任公司统计的数字, (i) 37.61%的交易中, 创始股东已在交割前足额缴纳全部注册资本, (ii) 62.39%的交易中, 创始股东未在交割前足额缴纳全部注册资本, 其中有98.53%系因尚未届法律和章程规定的出资期限。针对未在交割前全额缴纳注册资本的创始股东, (a) 超过半数的交易中, 投资人要求创始股东在交割后按照中国公司法(含法律允许的过渡期)规定的期限内缴纳; (b) 14.71%的交易中, 投资人要求创始股东交割后在比中国公司法(含法律允许的过渡期)规定的更短的期限内缴纳; (c) 25%的交易中, 交易文件未对此有明确规定; (d) 绝大部分交易文件及公司章程中, 未对股东失权制度作出明确约定。

适用法律和争议解决方式

2025年的VC/PE项目中, 境内架构下99.29%的交易文件适用中国境内法律; 境外架构下, 有七成以上的交易文件选择香港特别行政区法为适用法律, 另外有16.90%的交易文件选择美国特拉华州法律为适用法律。

根据近九年统计的数据, 每年有超过九成的VC/PE项目选择仲裁为争议解决方式。这一比例在2025年为93.87%。

■ 免责声明 ■

本报告为汉坤律师事务所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制、发表或分发给任何其他人士。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。



www.hankunlaw.com

北京·上海·深圳·杭州·武汉·海口·香港·新加坡·纽约·硅谷·伦敦

Beijing · Shanghai · Shenzhen · Hangzhou · Wuhan · Haikou · Hong Kong · Singapore · New York · Silicon Valley · London

©2026 汉坤律师事务所

©2026 Han Kun Law Offices

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

杭州

杭州市上城区钱江路1366号万象城2幢
(华润大厦A座)1703室-02
邮编: 310000
电话: +86 571 2821 2682
Email: hangzhou@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

硅谷

美国加州帕洛阿托市Page Mill路425号2楼200室
邮编: 94306-2075
电话: +1 650 206 7838
Email: siliconvalley@us.hankunlaw.com

Beijing

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

Hangzhou

Room 1703-02, The Mixc Tower 2 (China Resources
Building Tower A), 1366 Qianjiang Road,
Shangcheng District, Hangzhou
310000, Zhejiang, PRC
Phone: +86 571 2821 2682
Email: hangzhou@hankunlaw.com

Hong Kong

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

Silicon Valley

425 Page Mill Rd, Ste 200 2nd Floor,
Palo Alto, CA, USA,
94306-2075
Phone: +1 650 206 7838
Email: siliconvalley@us.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

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

伦敦

英国伦敦皇家交易所大楼1-2号一楼
邮编: EC3V 3LF
电话: +44 20 8078 9782
Email: info@hankunlondon.co.uk

Shanghai

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

Wuhan

Room 3107-18, Chicony Center, 10 Luoyu
Road, Hongshan District, Wuhan 430070,
Hubei, PRC
Phone: +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
Phone: +65 6013 2999
Fax: +65 6013 2998
Email: singapore@hankunlaw.com

London

First Floor, 1-2 Royal Exchange
Buildings, London EC3V 3LF
Phone: +44 20 8078 9782
Email: info@hankunlondon.co.uk

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

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

纽约

美国纽约州纽约市麦迪逊大道551号1308室
邮编: 10020
电话: +1 646 849 2888
传真: +1 516 960 3080
Email: newyork@us.hankunlaw.com

Shenzhen

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

Haikou

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

New York

551 Madison Avenue, Suite 1308,
New York, NY 10022, USA
Phone: +1 516 960 3600
Fax: +1 516 960 3080
Email: newyork@us.hankunlaw.com