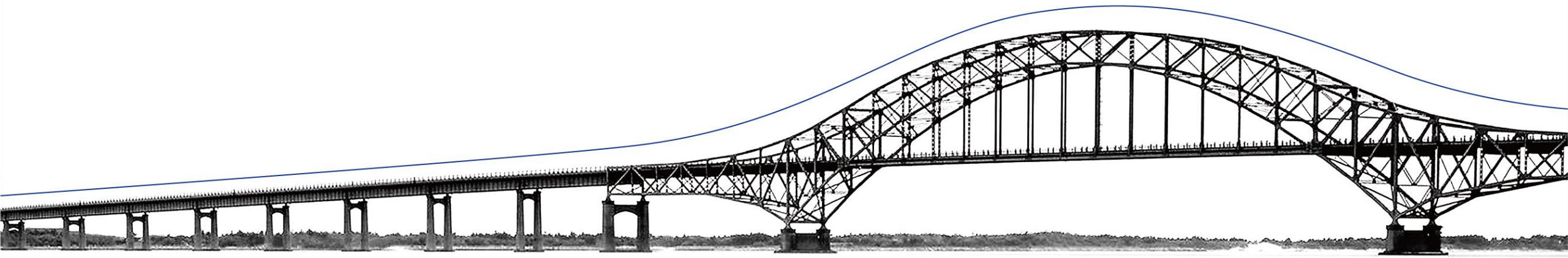
PACGATE
百宸律師事務所

百宸PE/VC条款趋势调研

二零二零年四月



引言

百宸律师事务所是一家专注于为各类投资机构和企业提供全方位优质法律服务的精品律师事务所，总部位于北京。百宸提供的法律服务涵盖多个领域，包括私募股权与风险投资、基金设立、收购兼并、外商直接投资、境外投资、争议解决、公司事务等。服务领域涉及TMT与互联网、教育、医疗健康与医药，生物技术、电信、传媒、娱乐、高科技、能源与资源、科技金融、旅游、通讯、物流与物产等多种行业。

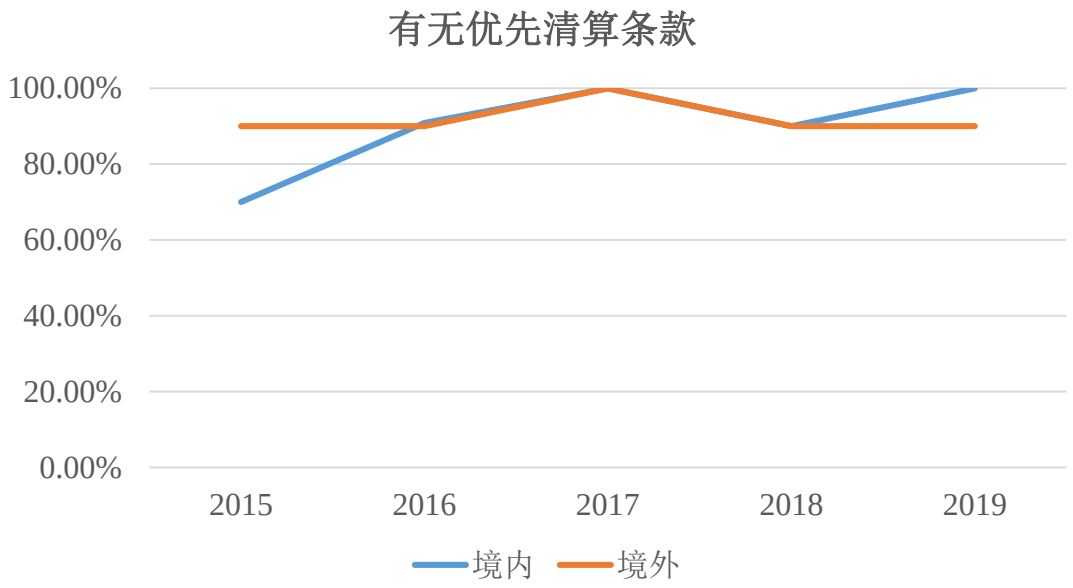
百宸陪伴了中国风险投资和私募股权基金以及基金管理机构的发展壮大，百宸的客户还包括众多的创业创新企业，协助他们进行从天使轮开始的多轮融资工作，陪伴其从初创企业发展壮大直至上市。截至2019年底，百宸代表客户完成的境外投融资项目涉及的金额约为38亿美元，境内投融资项目涉及的金额约为232亿人民币，在此基础上，以陈亦工、何欣、李甘三位律师为主的研究团队从2015年至2019年的投融资全部项目中就每个条款随机抽选100个项目作为数据库进行了统计并分析，希望能对投融资行业的人士有所裨益。

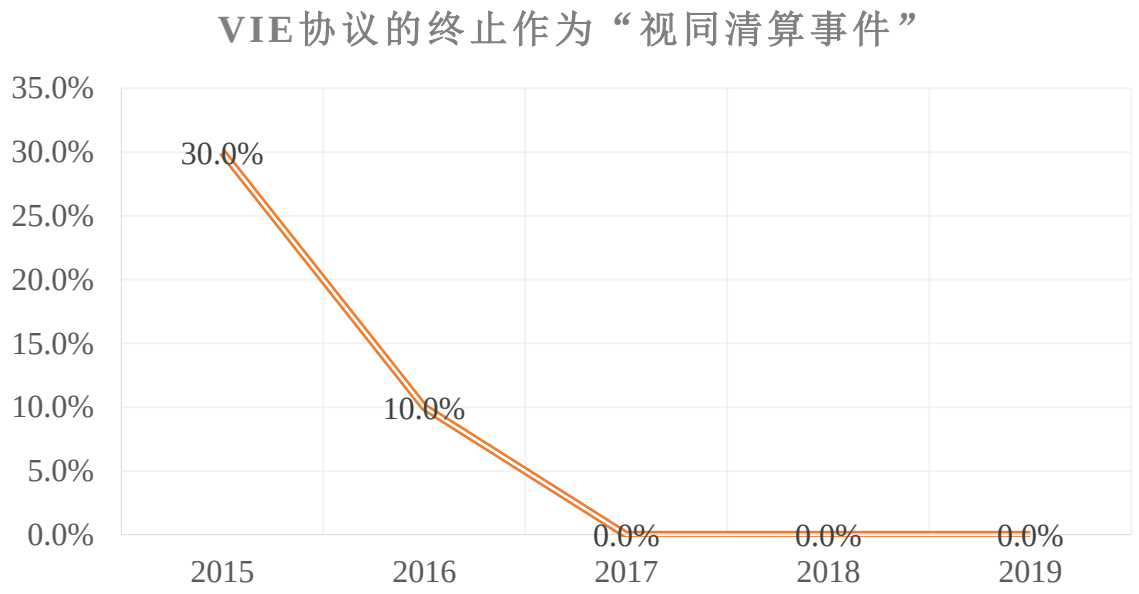
目录

01 优先清算权
02 回购权
03 优先分红权
04 反稀释
05 领售权
06 创始人股权限制
07 优先购买权与共同出售权
08 保护性条款
09 信息权与检查权
10 投资人转股限制
11 最惠国待遇
12 违约和赔偿责任

优先清算权

- 总体来说，从2015年至今，无论是境内交易还是境外交易，绝大多数的交易文件都包括了优先清算权条款，平均占比达到了70%左右，可以说**投资人的优先清算权已经成为了交易市场的惯例安排。**
- 非常值得注意的是，2016年前约有30%左右的项目把“VIE协议的终止”也加入到了“视同清算事件”的定义中，2016年这个比例降至了10%。随着近年来VIE架构的普及，自2017年来的项目中已基本不再包括此事项。**说明PE/VC市场已逐渐接受VIE架构的系统性风险并趋于一致。**

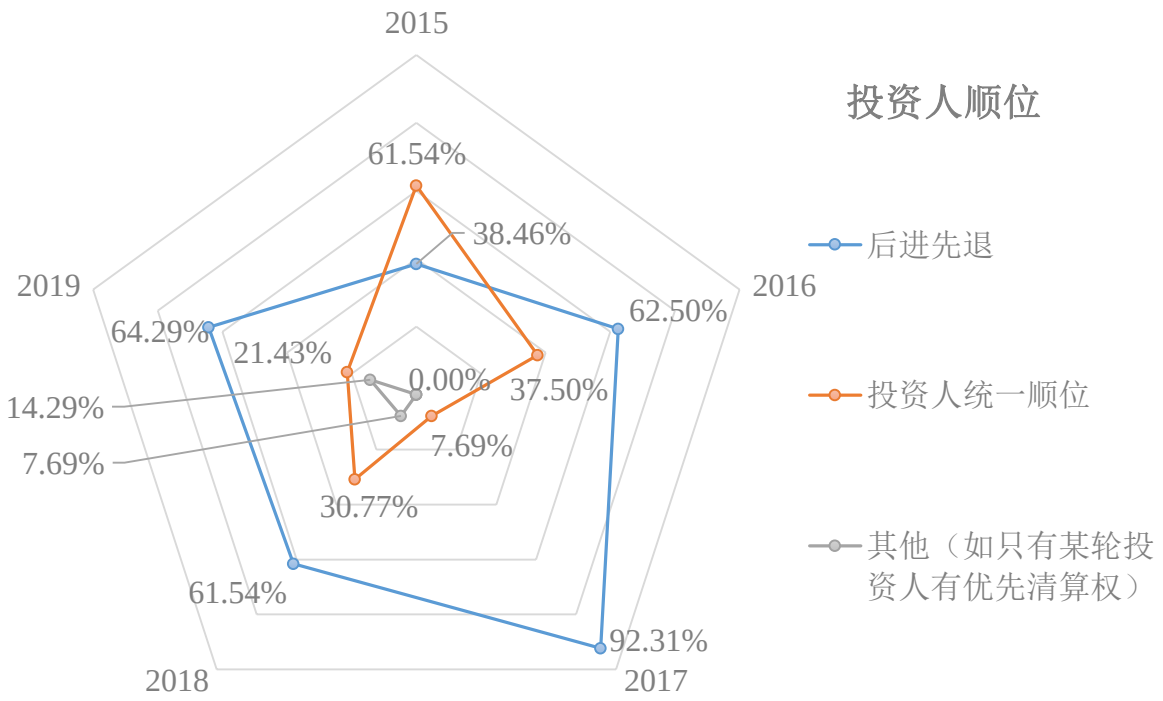




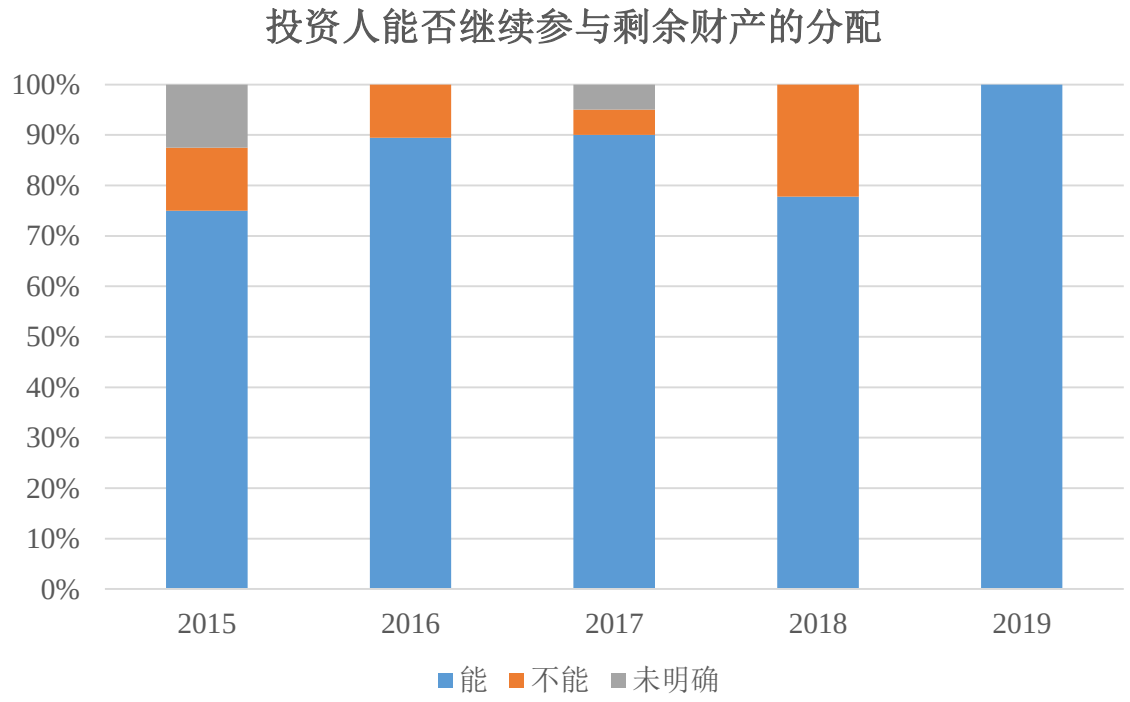
优先清算权——对投资人的分配

投资人顺位：

- 2016年前约有40%-60%的项目把不同轮次投资人放在同一顺位进行优先清算分配；而**近3年来后轮次投资人优先分配的比例提高，可以说后进先退已成为市场普遍认可的做法。**
- 2018年来也出现了一些特别的约定，例如仅某些特定轮次的投资人享有优先清算权，且该比例呈上升趋势，从2018年的7.69%上升到了2019年的14.29%，说明市场越来越多元化。



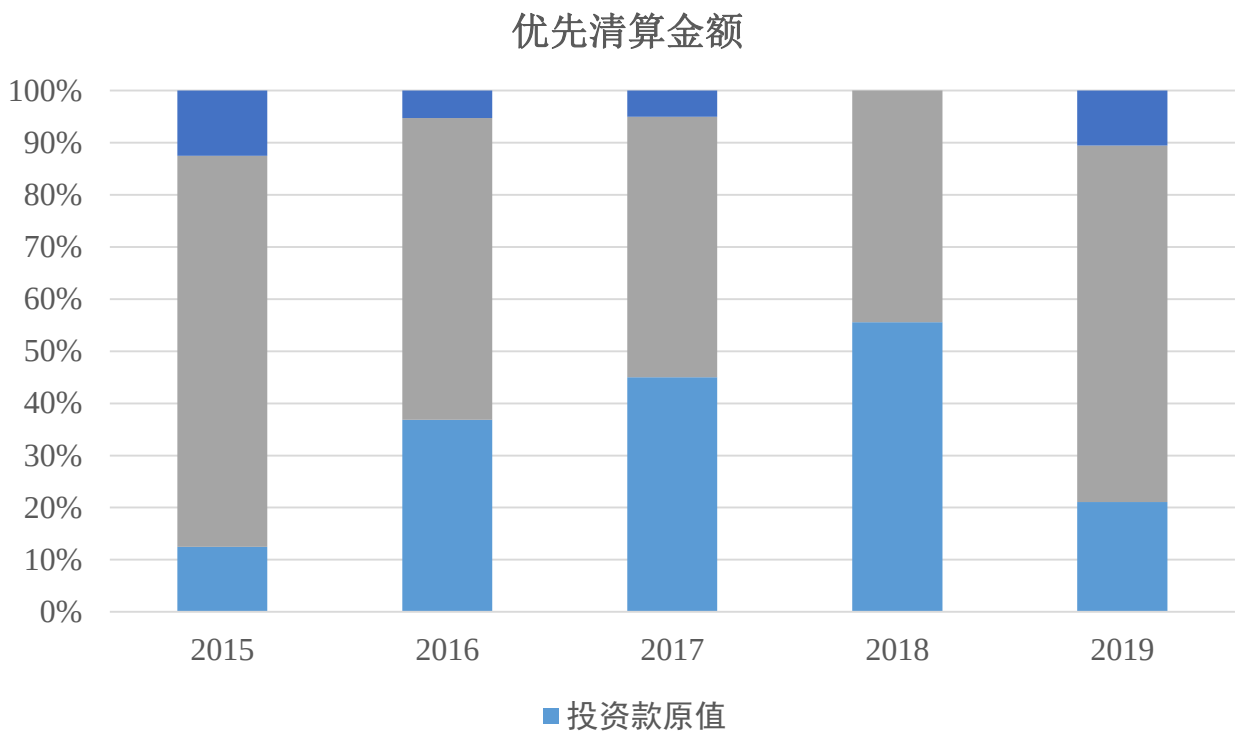
优先清算权——对投资人的分配



继续参与剩余分配：

- 投资人的优先分配完成后，投资人是否有权继续参与公司剩余财产的分配影响着投资人最终的回报率。早年间约有10%的项目还没有注意到这个问题，但2018年之后全部的项目均会对此事项进行明确约定。
- **总体而言，越来越多的投资人要求继续参与公司剩余财产的分配，获得投资的额外回报。**

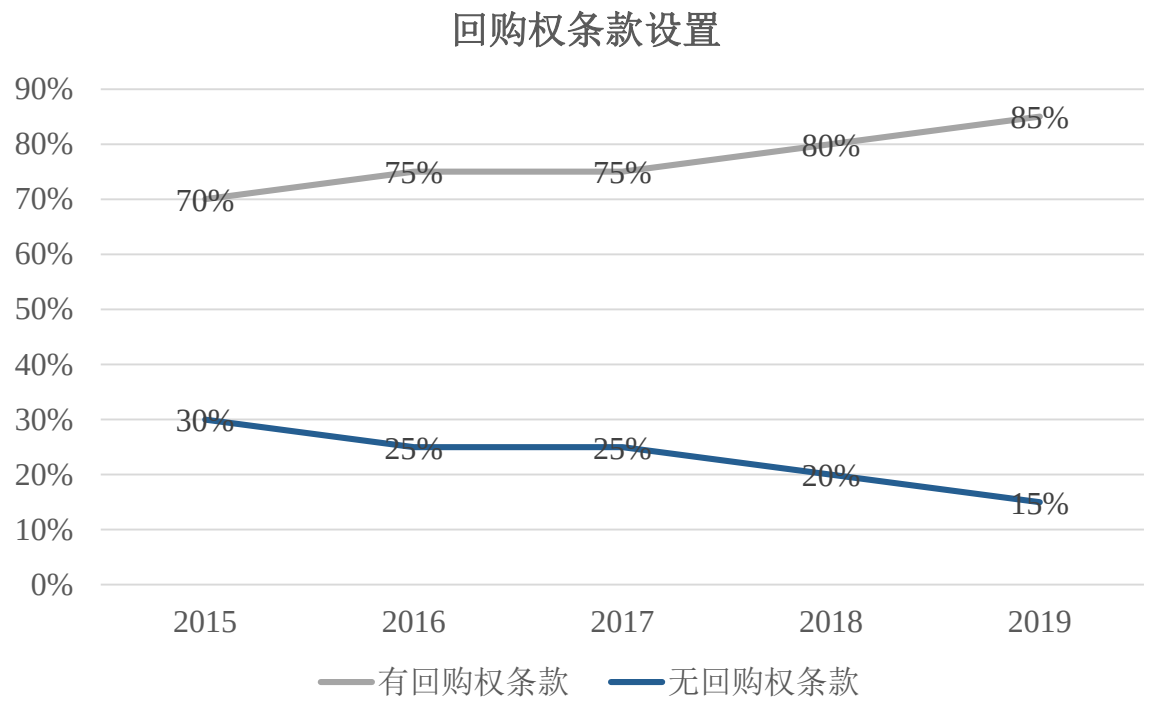
优先清算金额



- 优先清算的金额一般为：（1）投资款的原值；或（2）投资款的倍数（以百分比计算或以单/复利计算）；或（3）两个金额的孰高值（如按投资款倍数及剩余资产分配和按持股比例分配的孰高）。
- 一般而言，会有80%-90%的项目约定以投资款的某个倍数为优先清算金额，但2017-2018年间，仅约定投资款原值的项目比例增加至40%-50%左右，侧面反映了这两年间投资市场的热度。
- 2019年以来，越来越多的项目开始以孰高值为准计算。

**注：包括进行中的项目，由于尚未交割故未计入本统计。*

回购权



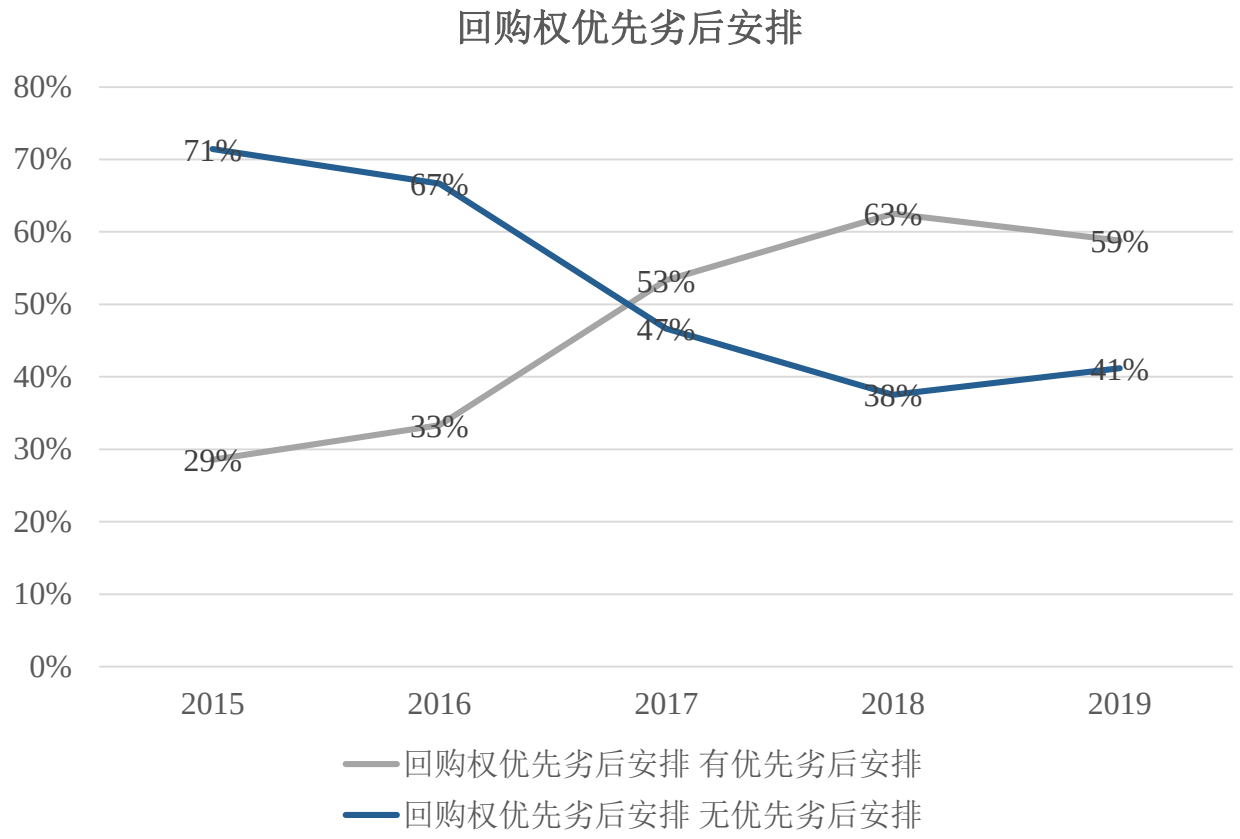
- 回购权条款作为投资人重要的退出机制之一，从2015年有70%的PE/VC交易文件设置了回购权条款，随后比例逐年提高，到2019年达到85%；相应不设置回购权条款的交易项目逐年减少。

- 总体而言，回购权条款的设置比例**从未低于70%，且随着时间推移其设置比例也越来越高，成为PE/VC合同中常见的优先权条款之一，体现了投资人对于资本金风险回避的强势要求。**

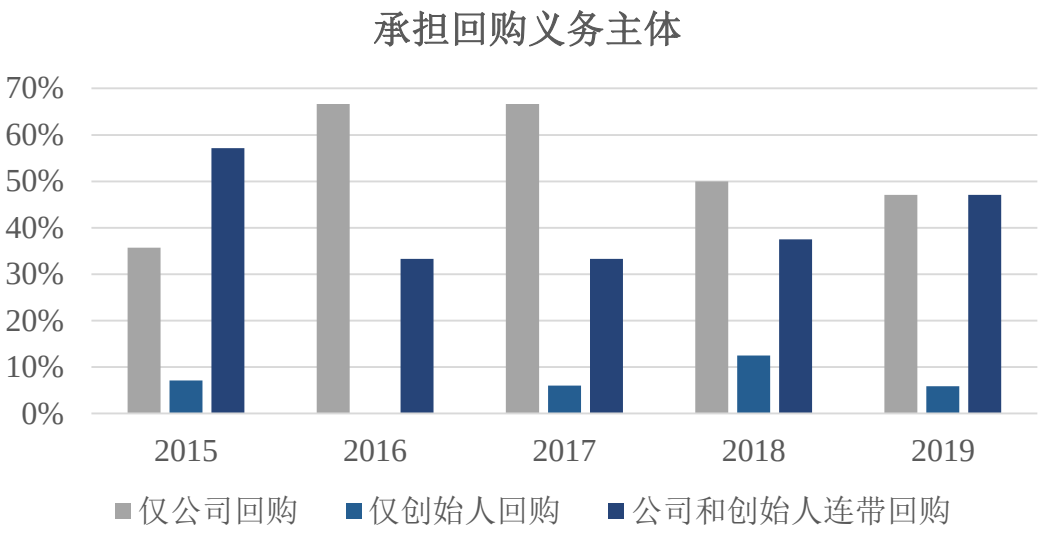
回购权——优先劣后安排

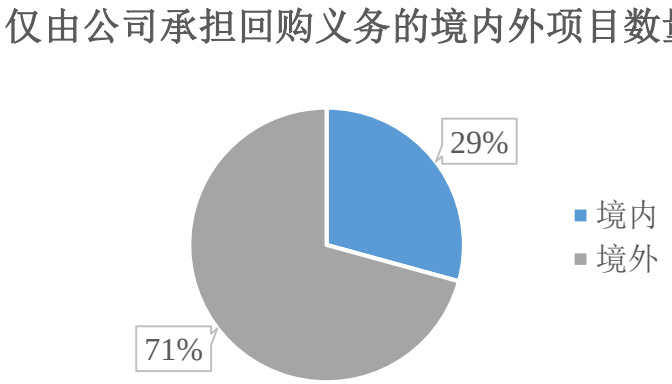
- 总体而言，自2015年至2019年，**在回购权条款中设置优先劣后安排的项目正在逐渐增多**，并于2017年后逐渐稳定在40%左右。整体来看，后轮优先于前轮的情况较多，仅少数项目中存在前轮优于后轮或所有轮次属于同一顺位的情况。

- 另需要明确的是，在全部53%无优先/劣后安排的项目中，除各轮次处于同一顺位之外，还包括无比较对象的情形：（1）非多轮融资（首次融资）；（2）多轮融资中，仅一轮约定有优先回购权，其他轮次未约定该等权利；（3）协议未明确融资轮次。



回购主体



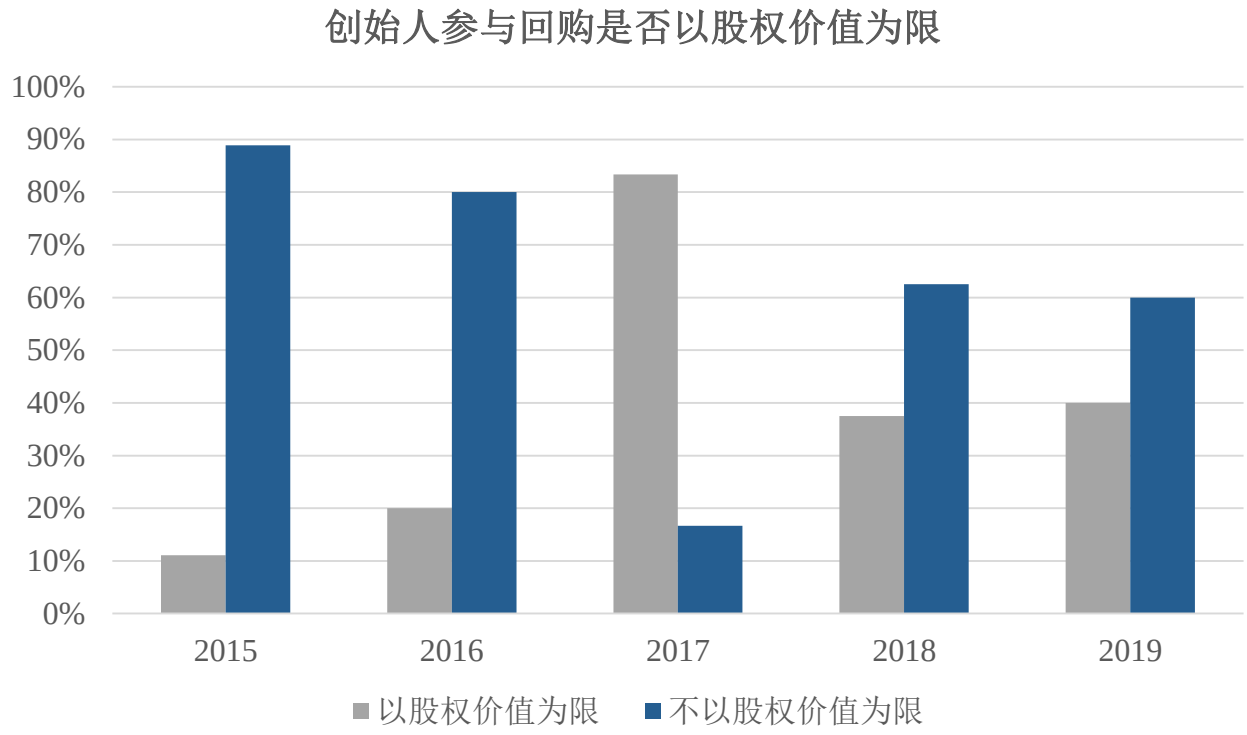


- 总体来说，多数项目选择将回购主体设置为公司回购或者公司与创始人承担连带回购责任，仅约定创始人负责回购的项目数量较少。

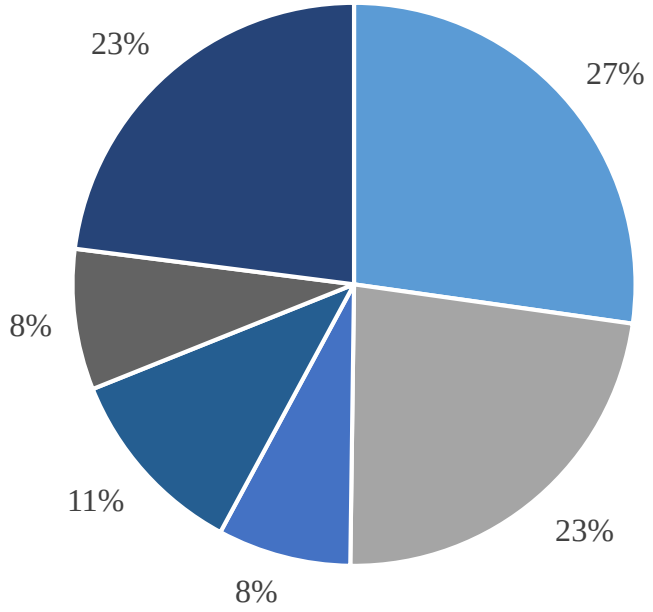
- 自2017年开始，约定仅公司回购的项目数量开始逐年减少，由最高峰时期的67%回落至47%，相反，约定公司和创始人连带回购的项目比例由最低时的33%回升至47%。**这一趋势可能是受到了我国2017年左右的“与目标公司回购无效”这一主流司法判例趋势影响。**
- **上述影响在境内项目中体现得更为明显：投资方更倾向于通过“创始人回购”或“公司与创始人连带回购”等条款的设置使自己的权利得到更为全面的保护**；而在境外项目中，公司始终是承担回购义务主体的主要选项。

回购主体（续）

- 在所有创始人承担回购责任的项目中（无论是仅由创始人回购还是与公司连带），除2015年的数据可能因样本抽取问题出现一定的随机性，总体而言，自2015年至2019年，约定“创始人承担回购责任以其持有的公司股权价值为限”的项目正在逐年增多，2019年已达到了约40%。
- 可见，**设置创始人责任上限可能正在成为PE/VC市场的一种趋势，这也反映了近年来投资市场对创始人责任的理性回归。**



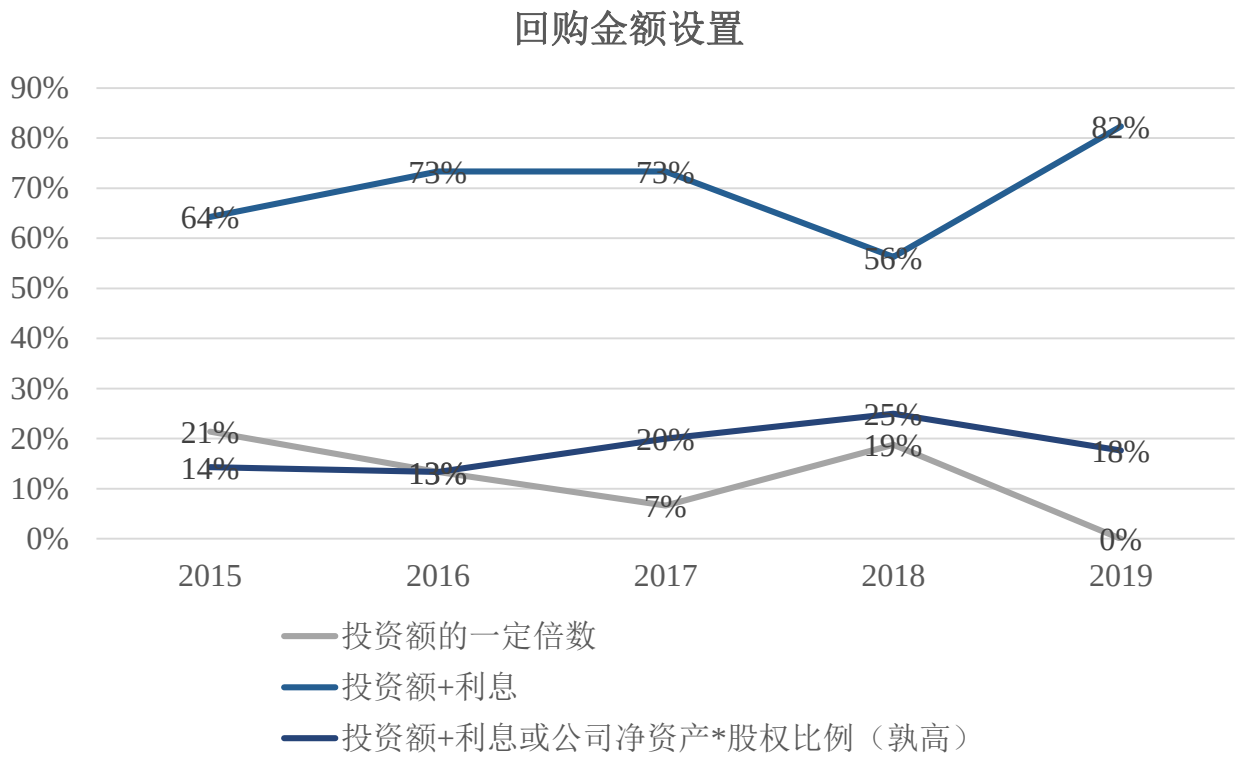
回购触发事件



- 未能实现合格上市或整体出售
- 严重违反交易文件情形
- 创始人或核心管理层离职或变更
- 管理层有重大诚信问题、违法犯罪或无法履职
- 其他股东提出回购主张
- 其他情形

- 总体而言，大部分项目都约定了3个以上的回购触发事件。**这也符合回购权保护投资人利益的设计初衷。**
- 其中，“交割后未能在一定期限内实现合格上市或整体出售”是出现频率最高的回购触发事件，占到了所有触发事件的27%；其次，“陈述保证不真实等严重违反交易文件”（23%）、“管理层出现重大诚信问题、违法犯罪或无法履行职责”（11%）等情形的出现频率也排在前列；其他情形中，“因监管环境等原因造成控制协议失效”、“未能获得从事主营业务所需资质”、“未达到业绩承诺”、“与投资人竞争对手发生股权、业务等方面的交易”等情形也较为常见。
- **可见，回购触发事件多与公司的资本运作周期及核心重大交易风险相关，一般都是投资人根据尽职调查中发现的目标公司重大问题进行设置。**

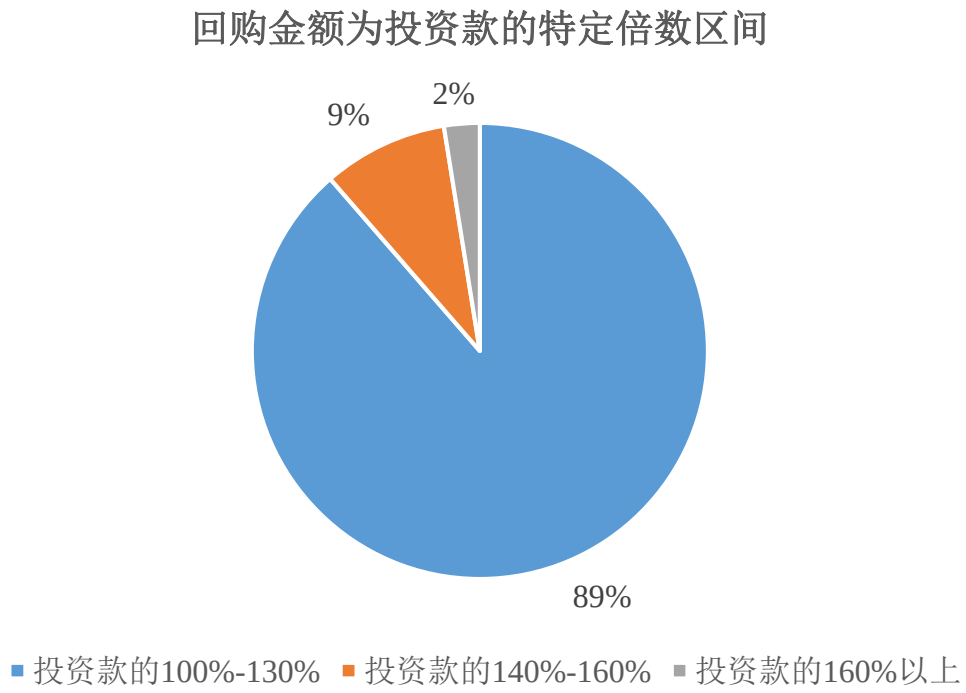
回购金额设置



- 从2015至2019年的项目趋势来看，回购金额的设置并没有随年份变化而显现出明显的波动。
- 总体而言，约定“投资额的一定倍数+利息”一直是回购金额设置最常采取的方案，比例稳定在70%左右；而约定“投资额的一定倍数”或“投资额+利息与投资人的股权比例*公司净资产（孰高）”这两种约定方式则相对较少，稳定在10%左右。

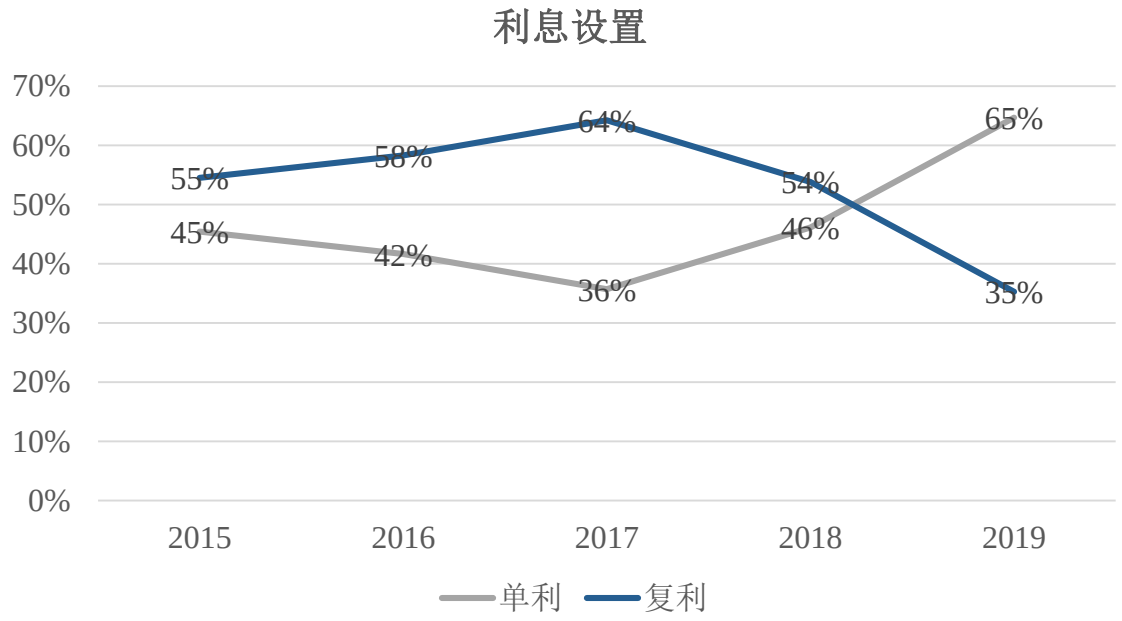
回购金额设置（续）

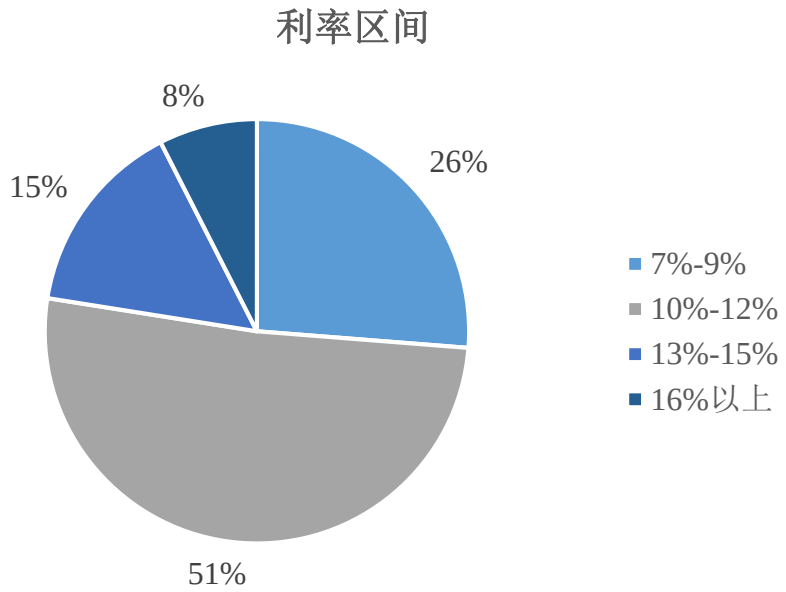
- 从全部抽样项目来看，当约定的回购金额涉及投资款的特定倍数时，此倍数区间为100%至130%的比例高达89%，远高于其他倍数区间；其次，150%的投资款也是投资人较多的选择；倍数高于160%的项目数量极少，仅在个别项目中出现了200%或230%等约定。
- **总体而言，100%-130%的投资款更为主流，也体现了目前PE/VC市场总体发展趋势下的理性与公平。**



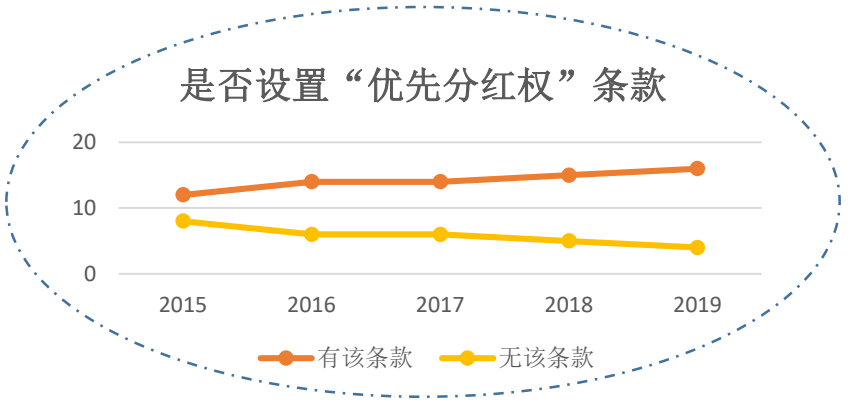
回购金额设置（续）

- 总体而言，当约定回购金额的计算涉及利息问题时，单利或是复利的安排随年份变化的波动不大，各自稳定在50%左右。（左图）
- 而利率区间设置为10%至12%的项目最多，达到了51%；其次是7%-9%和13%-15%的利率区间；利率为16%以上的项目数量较少，仅在个别项目中出现了25%或30%的利率约定（但往往会设置条件，如仅限出现重大违约的情况下）。（右图）





优先分红权



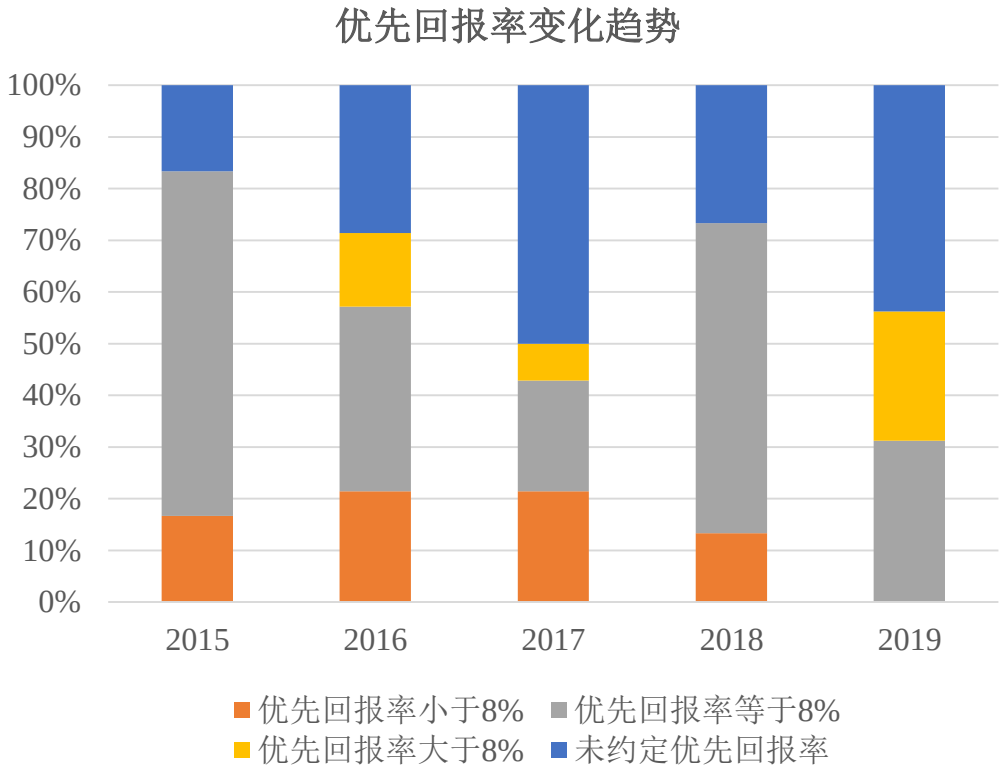
- 总体而言，**优先分红权条款在PE/VC合同中的出现频次非常之高**（历年出现频次均超过60%），且有逐年递增之趋势。（左图）

- 在已设置优先分红权的项目中，整体来看：

（1）约42%的项目约定的**优先回报率为8%，为主流选择**；

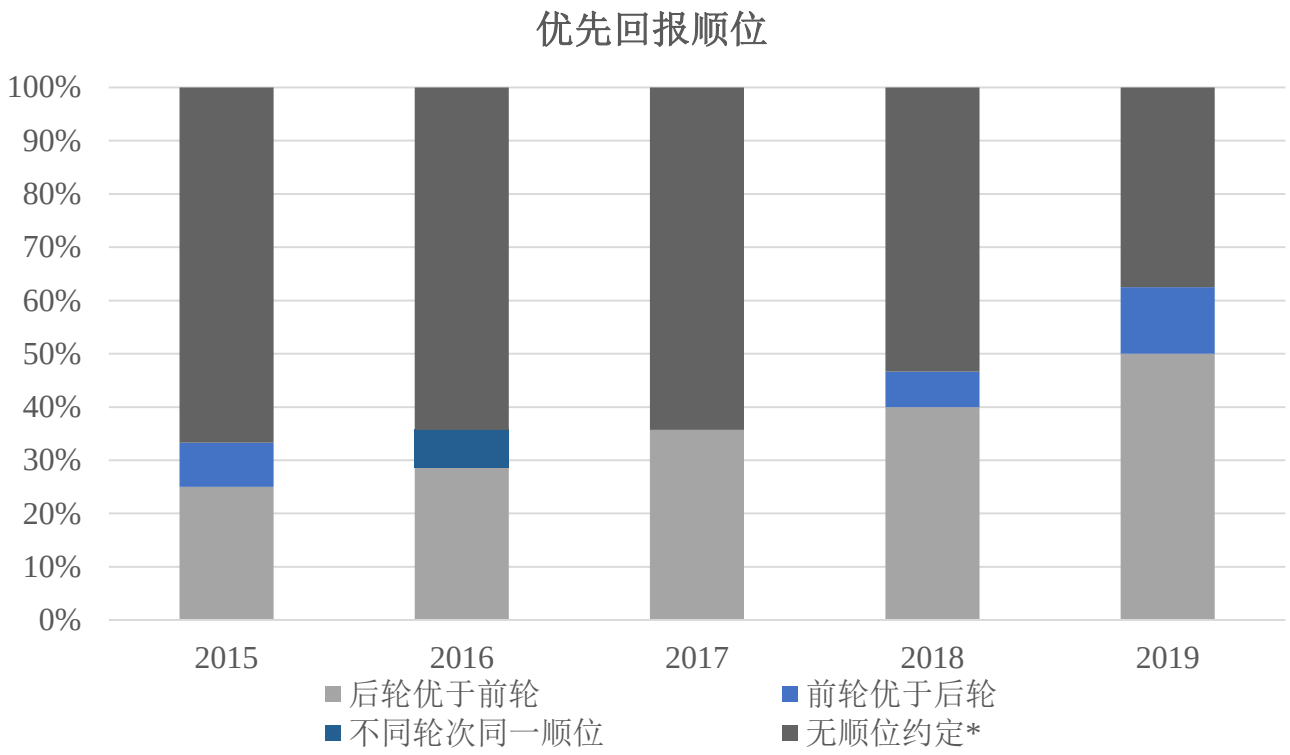
（2）其次，约有1/3的项目（具体比例为34%）未约定优先回报比率或金额，仅约定投资人享有优先顺位；

（3）此外，也有部分项目存在优先回报率小于或大于8%的情况，占比分别为14%和10%。（右图）



注：左图中“无该等条款”的统计数据包括两类情况：一类是PE/VC合同本身没有优先分红权或利润分配约定；另一类是合同中仅约定投资人作为股东享有分红权，但未明确约定该等投资人的优先顺位、优先回报金额/比率等，或约定与其他普通股股东处于同一顺位分配。

优先分红顺位



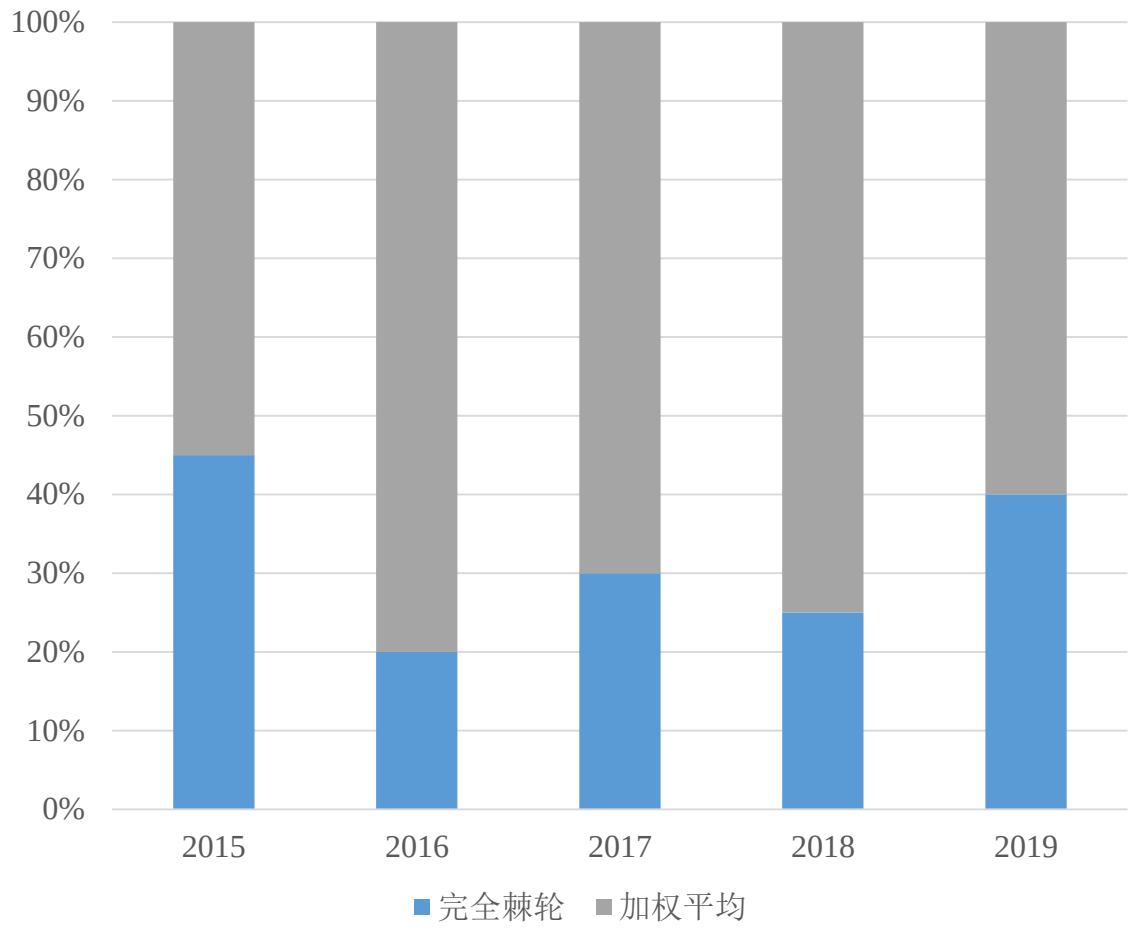
在已设置优先分红权的项目中，关于优先回报顺位，整体来看：

- 按照“**后轮优先于前轮**”顺位进行分红的趋势逐年上升，截至2019年占比已达到50%；
- 选择按照“前轮优于后轮”或者明确约定“所有轮次按照同一顺位”分红的项目相对较少，占比分别为6%、1%，属于非常规安排；
- 另外，较多协议中存在仅笼统规定“优先股优于普通股”，但未进一步明确各轮优先股之间的更优顺位情形。

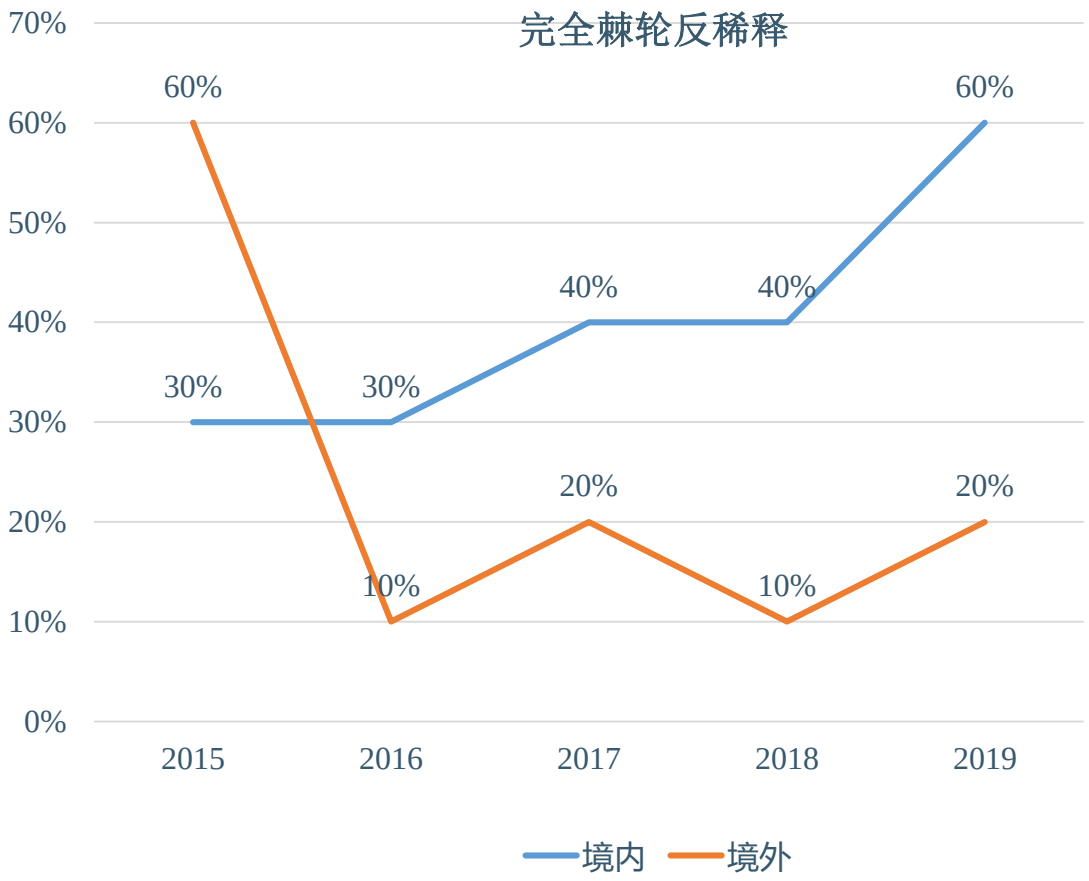
**注：上图关于“无顺位约定”的统计中包括以下几种情形：（1）非多轮融资（如首次融资），导致无比较对象；（2）多轮融资中，仅一轮约定有优先分红权，其他轮次未约定该等权利，导致无比较对象；（3）多轮融资中，仅笼统规定优先股优于普通股，但未明确各轮优先股彼此顺位；（4）通过协议无法确定融资轮次。*

反稀释

- 反稀释条款作为投资人投资的价格保护，是投资项目中的常见条款，在随机抽取的2015年至2019年的100个境内外投融资项目中，**全部出现了反稀释条款**。
- **加权平均反稀释占据市场主流**：2015年至2019年，加权平均反稀释条款在风险投资项目中的占比呈现两端较低、中间较高的趋势，但最少时也占据了反稀释条款的55%，最高时占比达到81%。总体而言，加权平均作为相对比较公平的一类调整方式，和完全棘轮的出现频率比大约为7:3。且无论在境内还是境外的PE/VC项目中，其出现的频率都明显高于完全棘轮反稀释。
- 此外，我们注意到，在加权平均反稀释条款中，广义（宽基）加权平均的反稀释条款占到了99%。

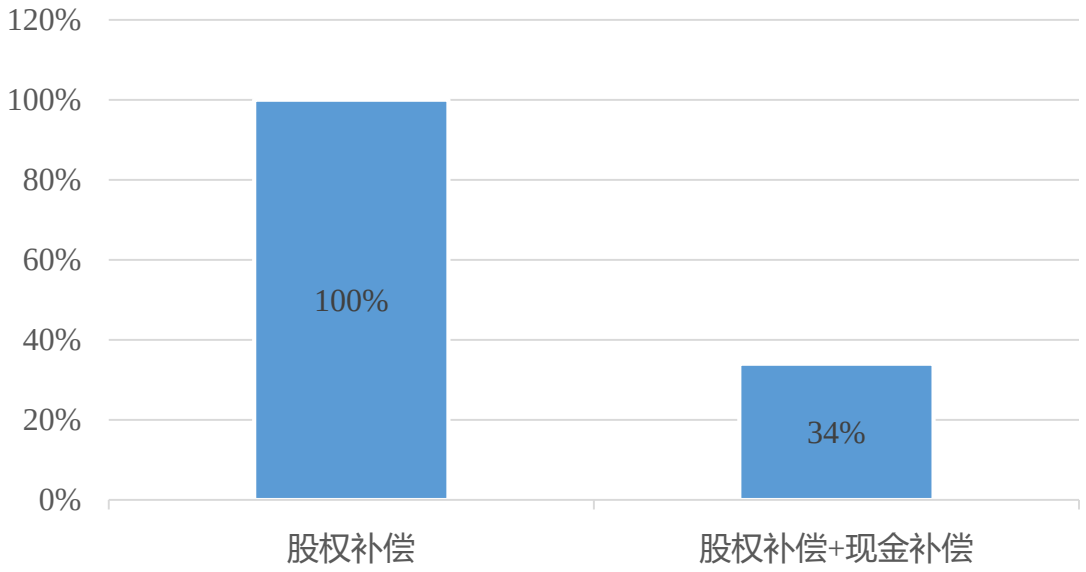


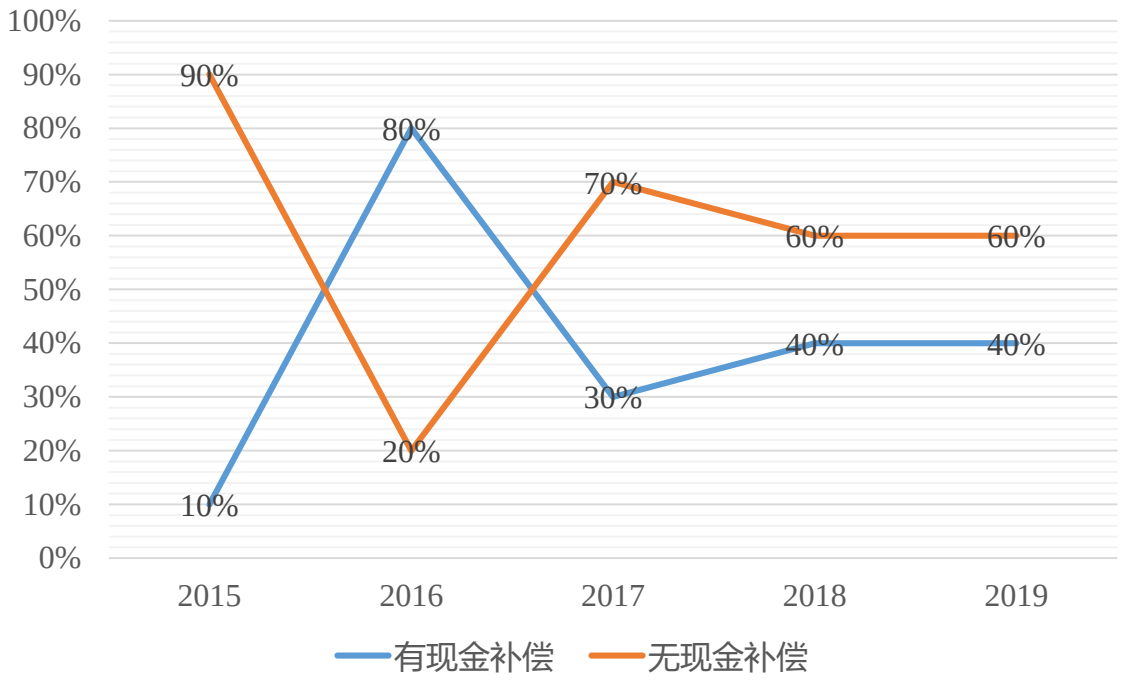
反稀释条款类型



- 就完全棘轮反稀释条款，在境外项目中，除2015年占比较高（达60%）外，在后续年度中出现的频率均较低，并呈现稳定波动趋势；而在境内项目中则呈现逐年上升的趋势，并在2019年首次超过半数。
- **完全棘轮反稀释作为一种更有利于保护投资人的反稀释条款，在境内项目中出现的频率逐年攀升也在一定程度上反应了几年来境内PE/VC交易中投资人的强势地位。**

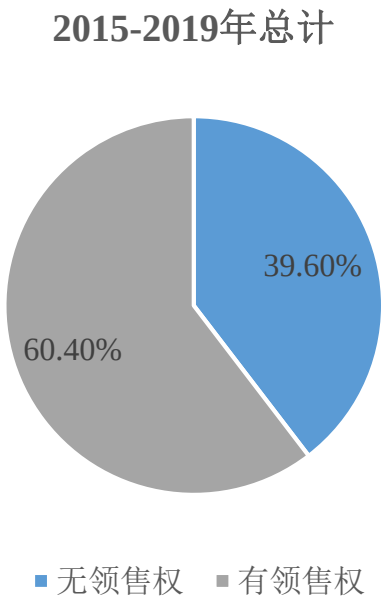
境内项目
反稀释补偿方式

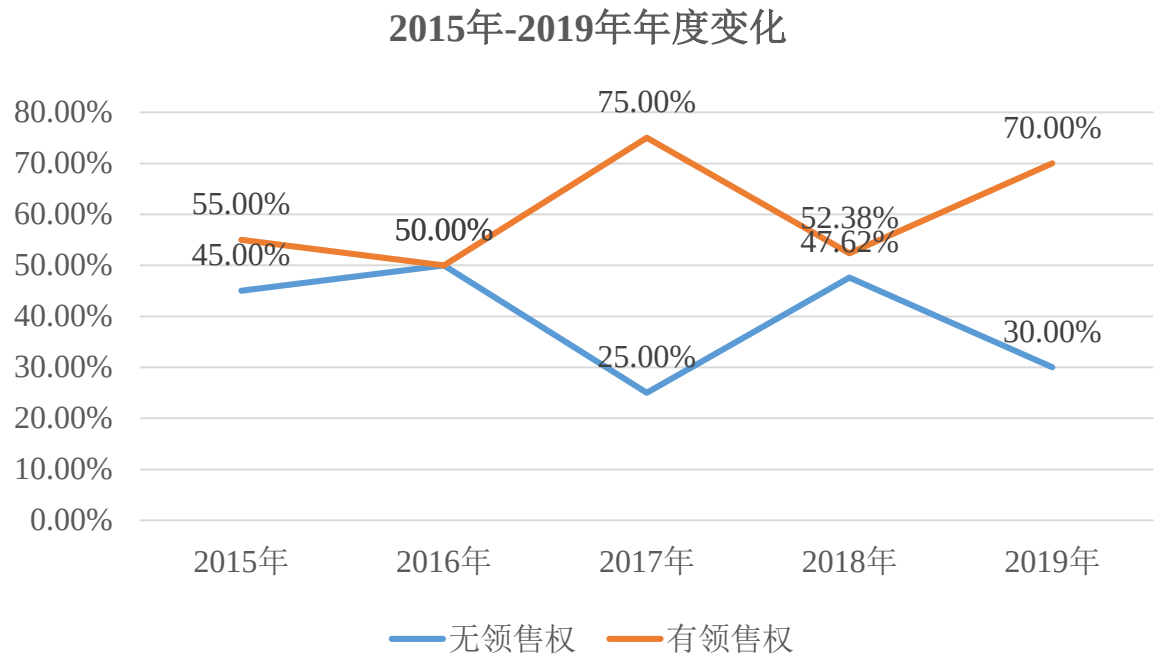




- 在境内PE/VC项目的反稀释条款中，公司对投资人的补偿方式通常有股权补偿（包括发行新股和创始人转股）、现金补偿及二者的结合。
- 从统计数据看，所有境内项目都会采用股权补偿的方式，同时采用现金补偿的占34%。**由此可见，大部分公司不选择就投资人的反稀释权利进行现金补偿（无论是公司还是创始人进行现金补偿），而是倾向于通过向投资人发行新股或转让股权的形式实现。**
- 从趋势上看，2015年的投融资项目中现金补偿出现的频率较低（10%），2016年则达到80%，总体呈现波动的发展趋势。

领售权

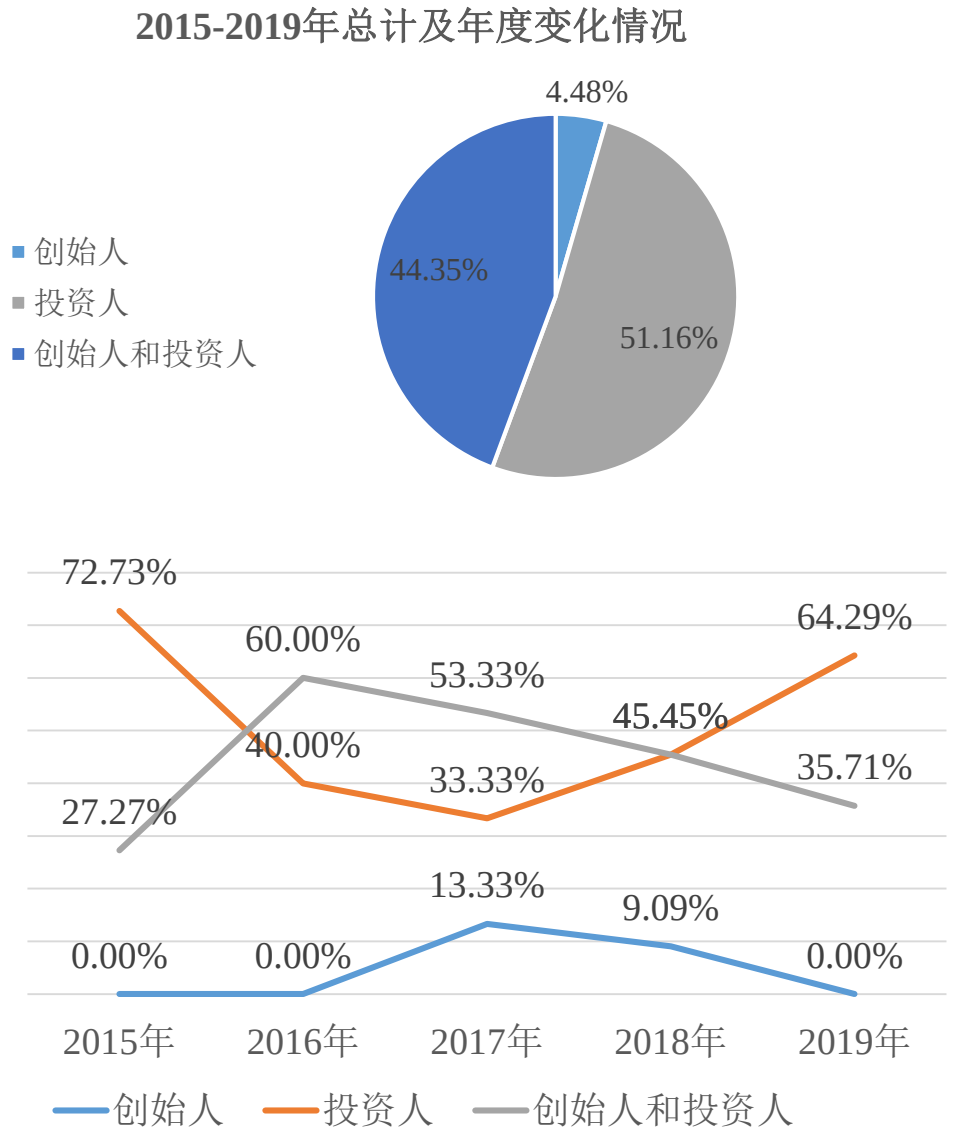




- 总体看，交易中设置领售权的情况比不设置领售权的更多。
- 但与其他投资人权利条款相比，领售权不是必须条款，不设置领售权的情况占总样本的39.6%，在2016年的统计样本中，设置领售权的项目仅占到了一半。

领售权主体

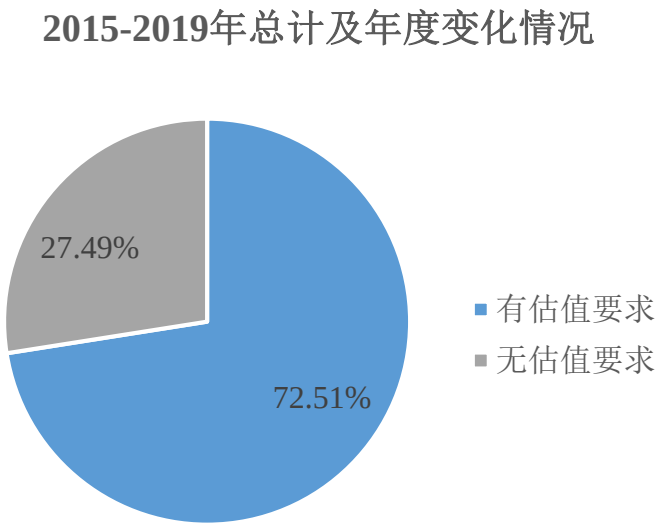
- 领售权权利主体有三种情况：1.符合一定条件的投资人（如达到一定持股比例、优先轮次）可提起拖售；2. 符合一定条件的创始人（如达到一定持股比例）可提起拖售；3.符合一定条件的投资人和创始人共同（如合计持股达到一定比例）可提起拖售。
- 总体上看，**创始人单独享有领售权的情况较为少见，在样本交易中该种情况均为公司议价权较强的境外交易**；境内交易中投资人接受创始人单独享有领售权的情况更为罕见。
- 投资人单独享有领售权、投资人和创始人共同享有领售权的情况都较为常见：2016年-2018年之间投资人和创始人共同享有领售权的情况占比更大，而2019年投资人单独享有领售权占比大于共同享有领售权的情况，这可能与2019年投资市场整体看低有关。

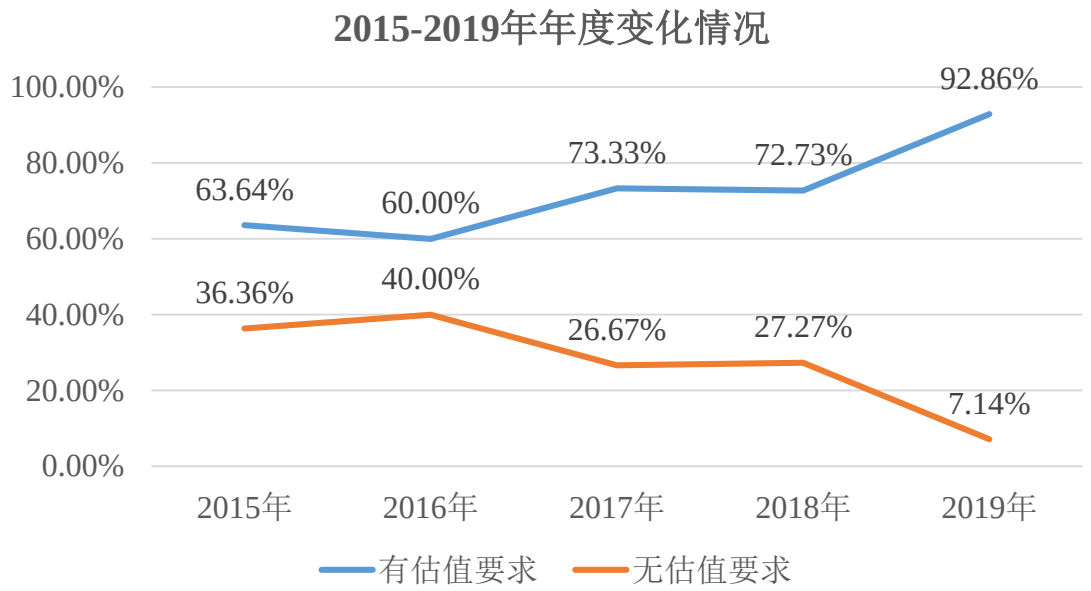


领售权行权条件——估值

估值条件：

- 总体上超过70%的交易对领售权设置了估值要求的限制，且随年份变化比例波动上升。**这反映出近年来领售权条款的设置趋势，即在交易中用估值要求限制领售方行使领售权，达到领售方与被拖售方之间利益平衡**的目的，而非简单地通过设置或不设置领售权的方式来解决。

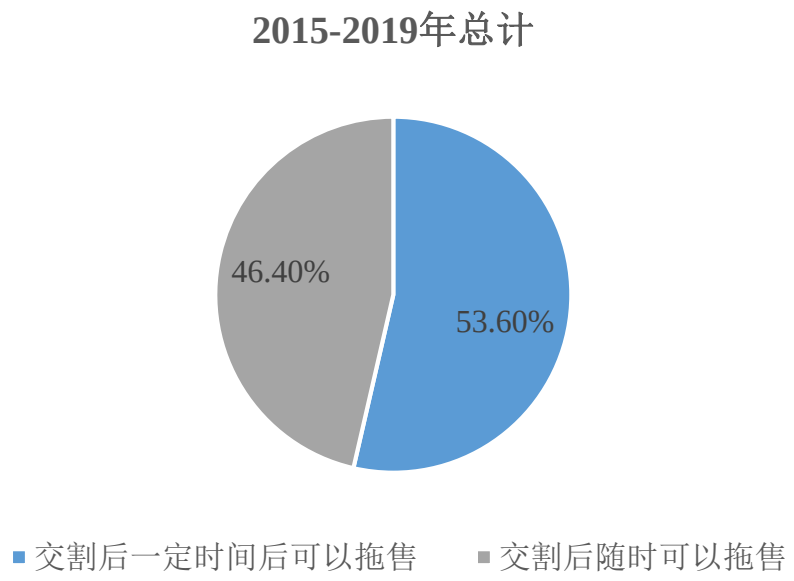


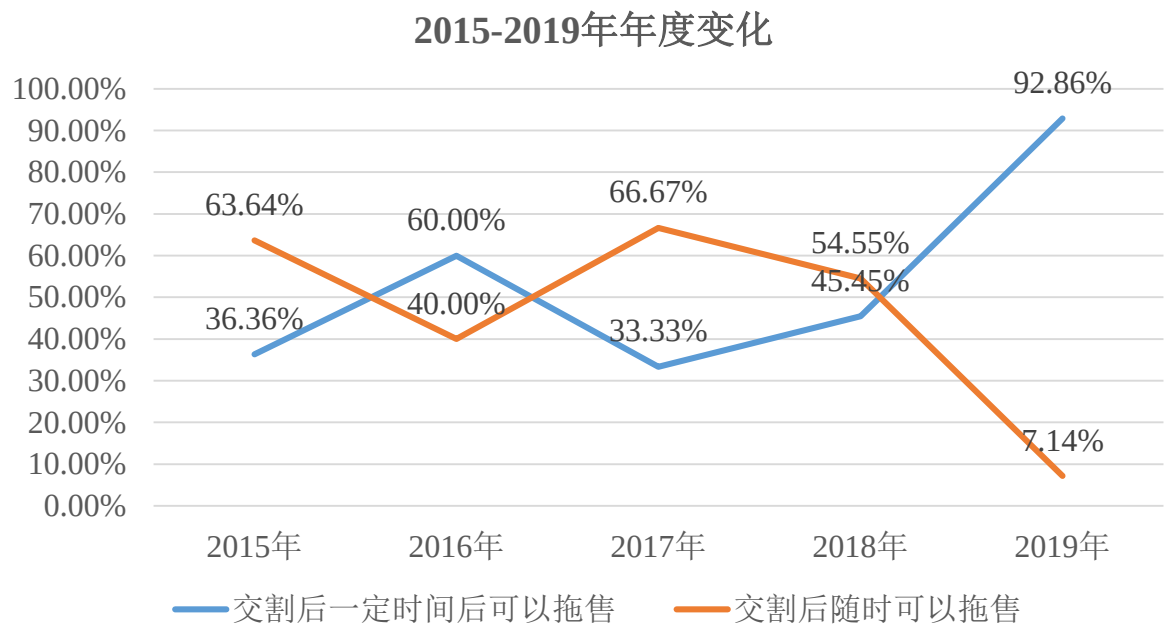


领售权行权条件——时限

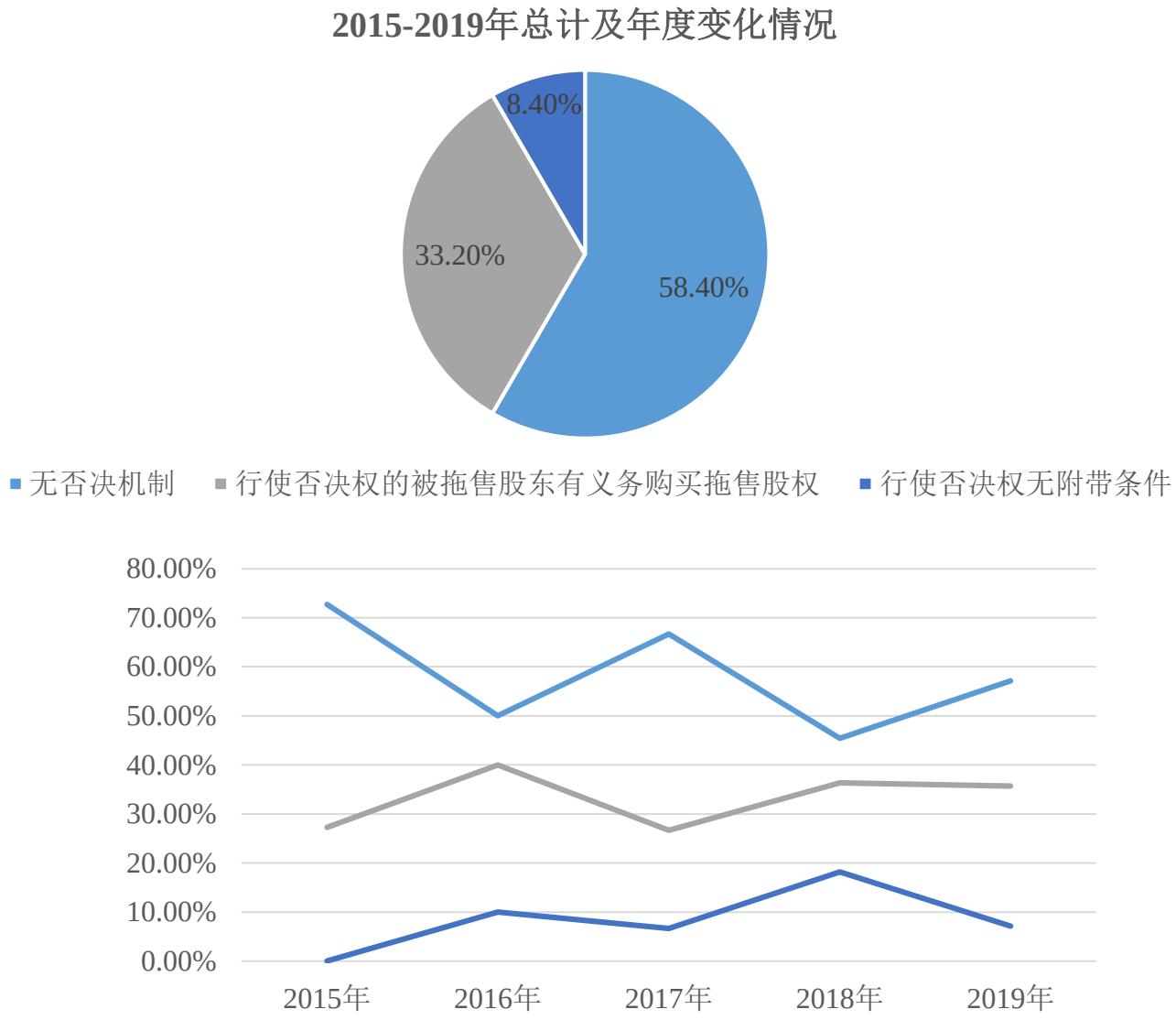
时间限制：

- 总体上虽然超过半数的交易中对领售权设置了时间限制，但项目总体少于设置估值要求的项目，**可以看出对被拖售方而言估值要求比时间限制更为重要，如只能争取到一项行权限制，估值要求是被拖售方的第一诉求。**





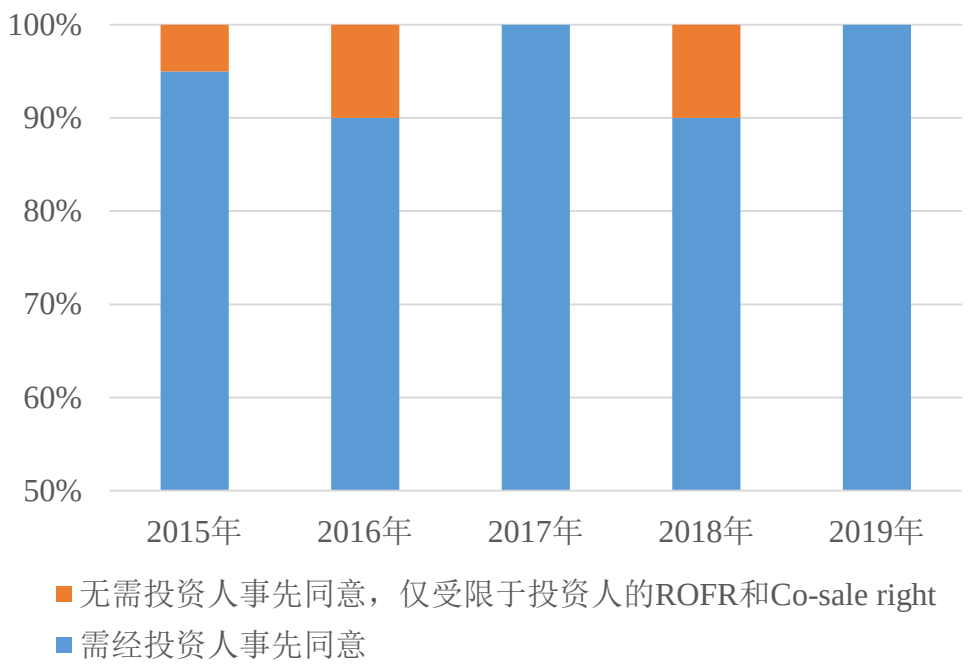
领售权的否决

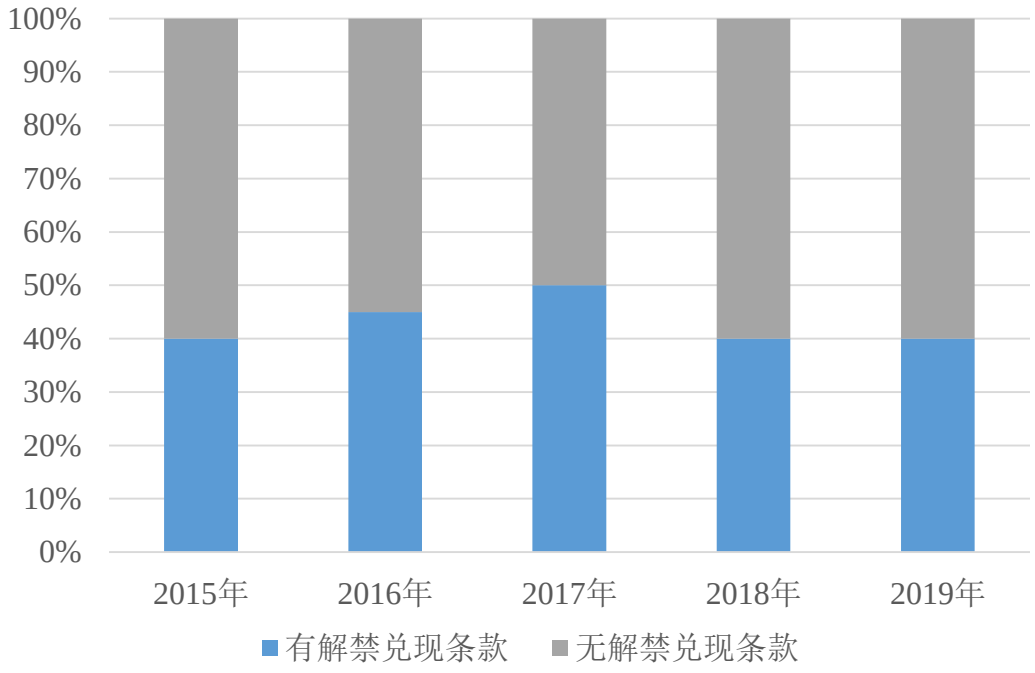


- 总体看，超过一半的领售权条款没有设置否决机制，**这与部分简单交易中未区分否决权主体与领售权主体有关，即有否决权议价权的主体已经拥有了领售权，因此无需再单独为其设置否决权**；从年度变化看，不设置否决权的情况占比波动下降，这反映出近年来交易中越来越多的开始区分出不同层次议价权的主体。
- 在设置了否决权的交易中，**绝大部分交易要求行使否决权的股东购买领售股东的拟售股份，这反映出对领售股东利益的满足**；从年度变化看，无附带条件的否决权设置有波动上升的趋势，反映出领售股东利益有所让步。

创始人股权限制

- **针对创始人股权是否设有解禁兑现条款** (右图)：不同项目根据具体情况有不同约定，对于创始人的限制性股权有解禁兑现机制的，通常形式为起算日（常见为本轮投资的交割日）后满一年解禁一定比例（常见为25%），剩下比例的股权在此后的几年（多为2-4年）内按月/季/年平均解禁。
- **创始人转股是否需要经投资人事先同意** (左图)：整体来看，近几年的PE/VC项目中，**绝大多数会在交易文件中对创始人股权转让进行明确的限制性约定**，要求创始人转股经投资人事先同意（占到至少90%），包括经本轮所有投资方或领投方同意、经各轮投资人所持全部表决权过半数同意等形式。仅有极少数（多为境外项目）未对创始人的股权转让作出特别限制。





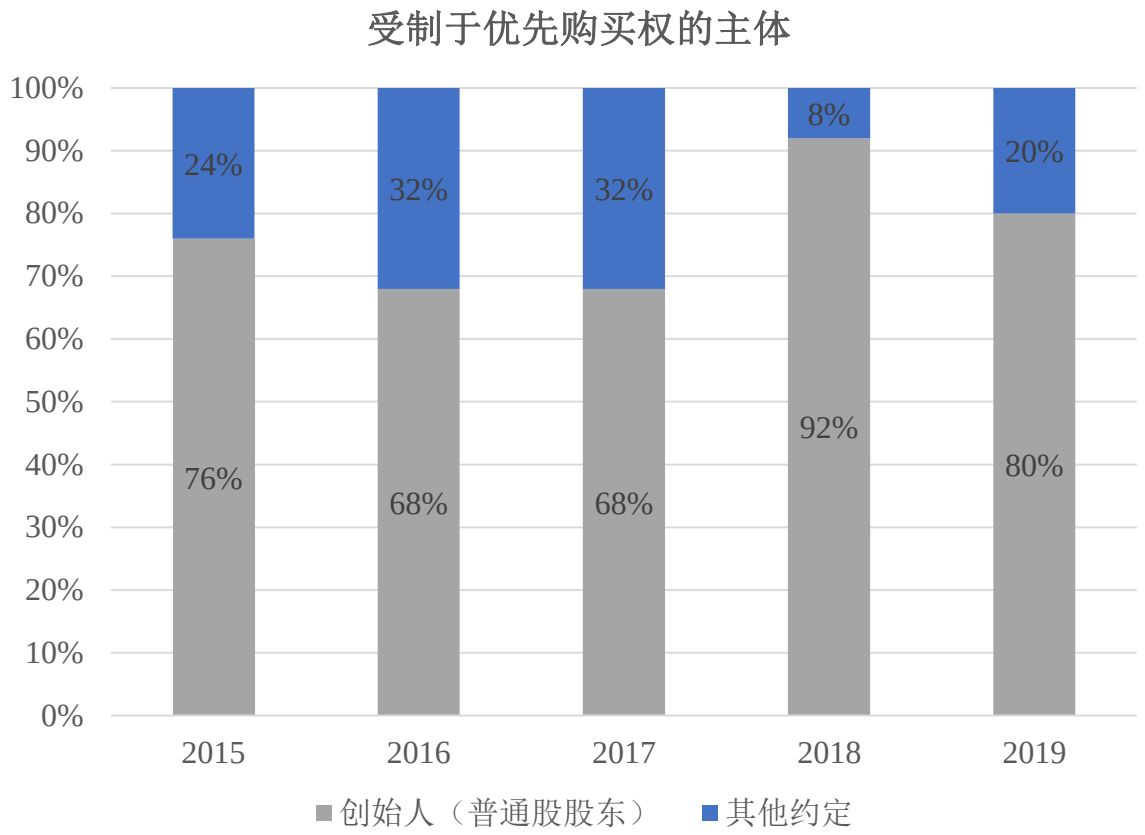
创始人转股限制的除外情形

- 整体而言，创始人股权转让限制的除外情形中，最为常见的是在ESOP项下进行的转股、一定比例范围内的转股、以及创始人为财富筹划目的将股权转让予直系亲属、信托或全资子公司等情形。此外，有部分项目并未约定除外情形，即要求任何情形下的创始人转股均需要经过投资人同意。

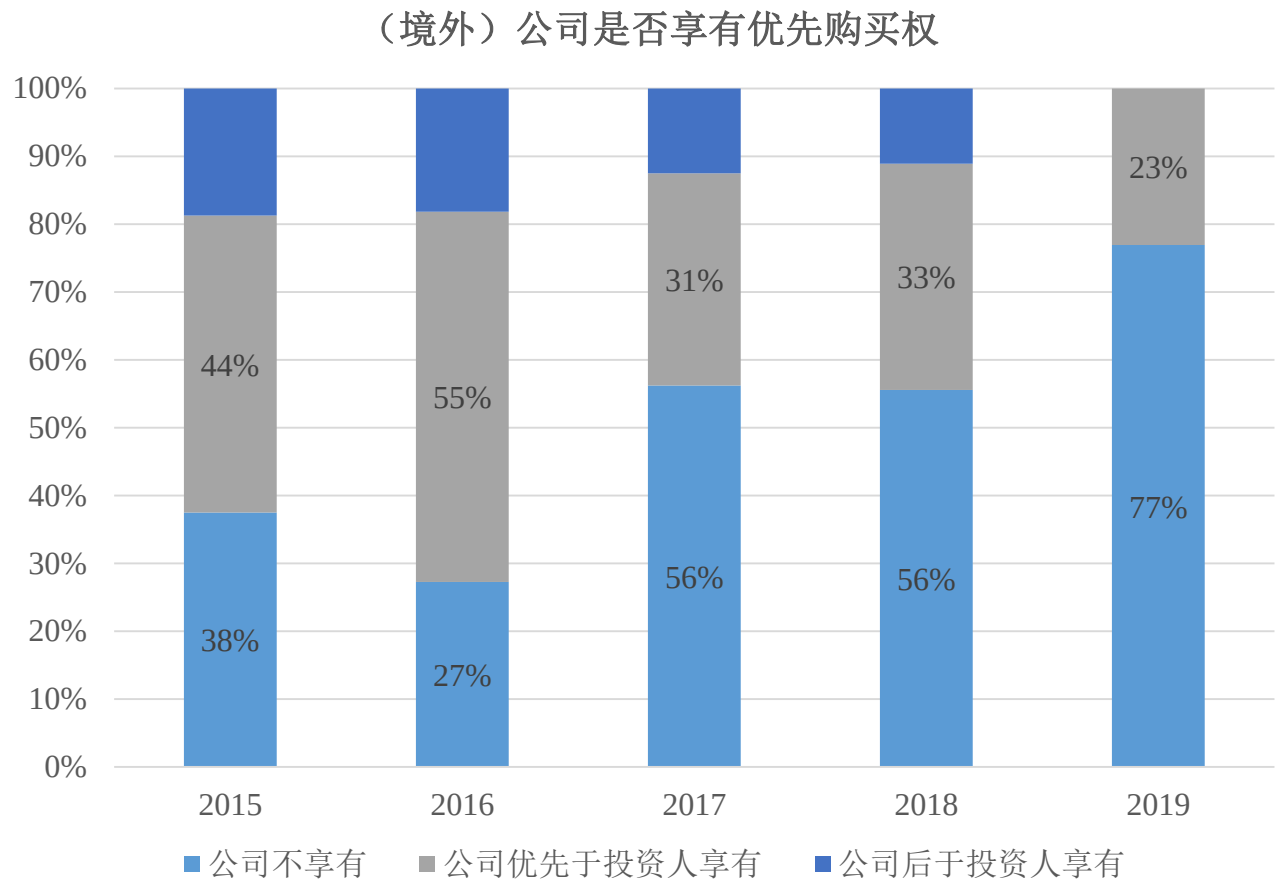
**注：上图中“其他”包括为IPO进行公司重组所需的股权转让、核心股东之间进行股权转让、按照协议约定将创始人的未兑现股权转让予非离职股东等。*

优先购买权——受制对象

- 就受限于优先购买权的对象这一问题， 2015年至2019年间各项目的约定趋势较为稳定，虽随年份变化偶有波动，但总体而言主要为创始人/普通股股东，平均占比达到了78%，甚至在2018年时达到最高的92%；进行其他约定的项目总体占比较少且随时间变化呈现逐渐减少的趋势。
- 因此，目前在PE/VC投资项目中，虽然部分交易会存在如受制于优先购买权的主体为全体股东这样的特殊约定，但**主流做法仍是：仅当创始人/普通股股东对外进行股权转让时，投资人才有权优先购买。**

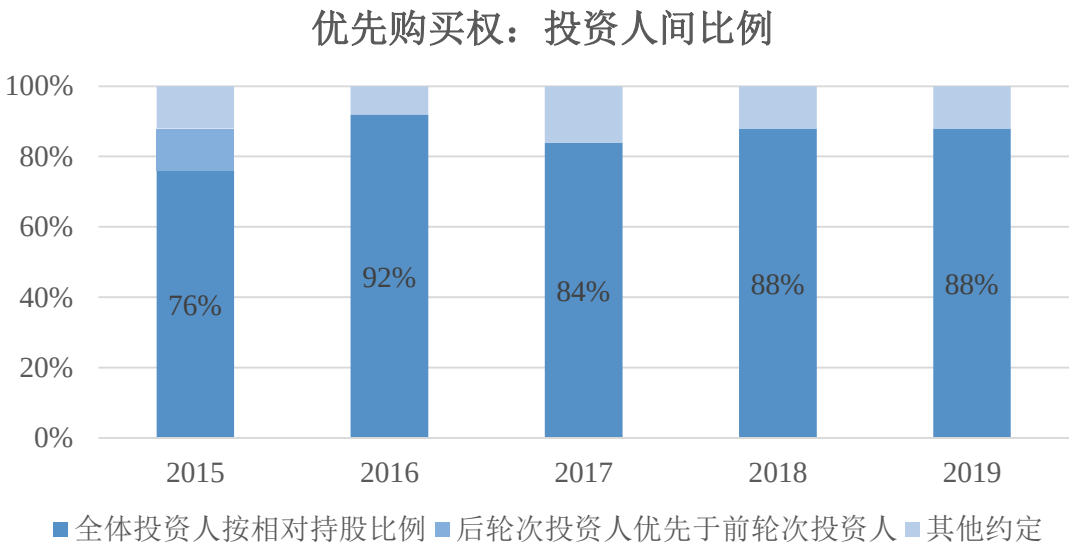


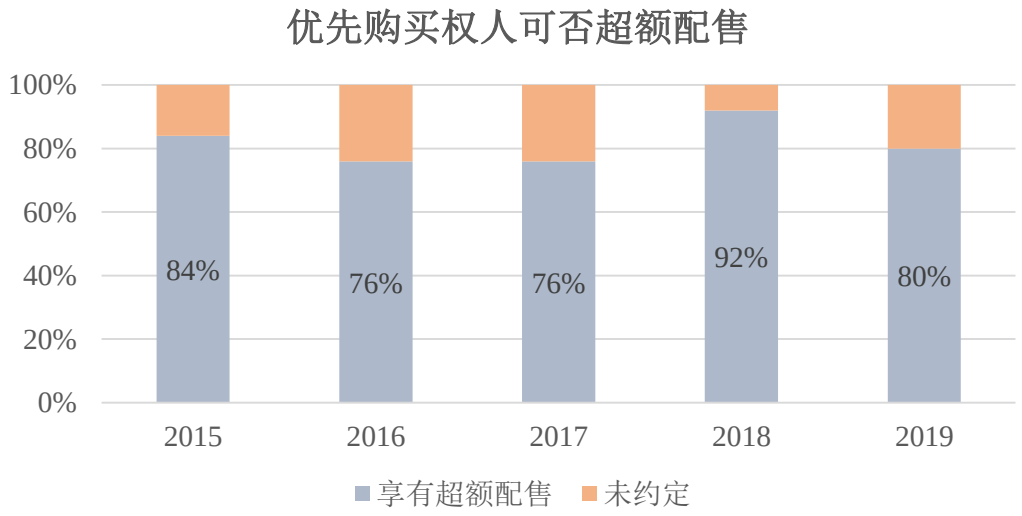
优先购买权的主体



- 当受制于优先购买权的主体对外转让股权时，部分公司会要求其享有优先购买的权利。
- 在2016年，公司享有优先购买权的比例达到了最高，为73%，其中55%的公司要求其可优先于投资人行使优先购买权，18%的公司要求其可劣后于投资人行使优先购买权。此后，公司享有优先购买权的比例呈逐年下降的趋势，并在2019年，仅有23%的公司享有优先购买权。可见，**仅投资方享有优先购买权是目前PE/VC市场发展趋势。**

优先购买权行使比例





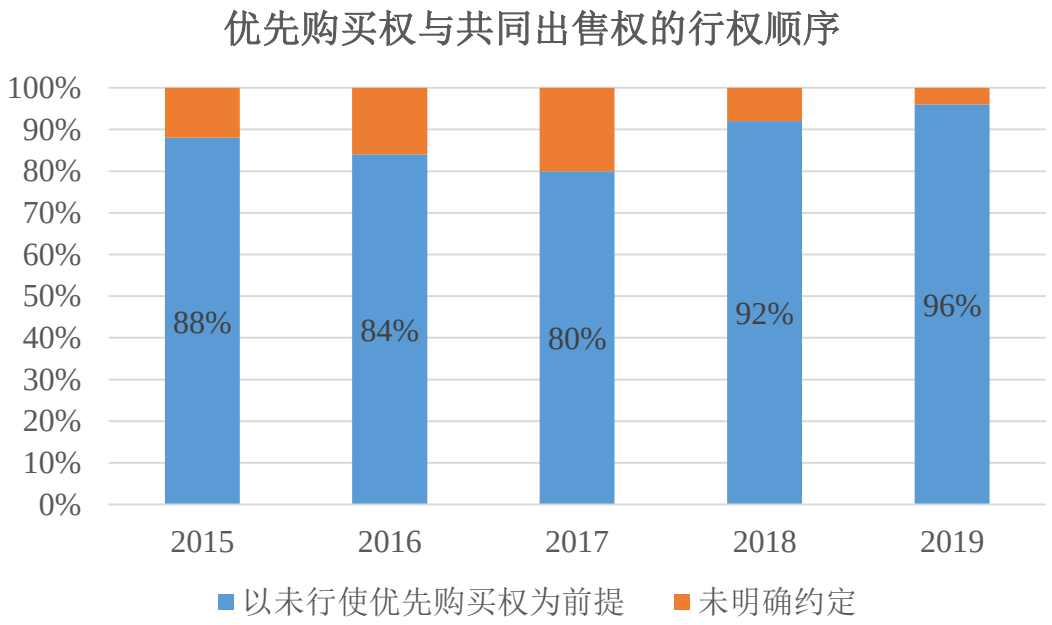
- **总体而言，投资人按照其在全体投资人中的相对持股比例行使优先购买权为大多数交易的选择。**仅在2015年的交易中，存在12%的交易选择了后轮投资人优先于前轮投资人行使优先购买权。
- 此外，部分交易中还存在优先购买权人如行使优先购买权，则需全额行使等其他约定。

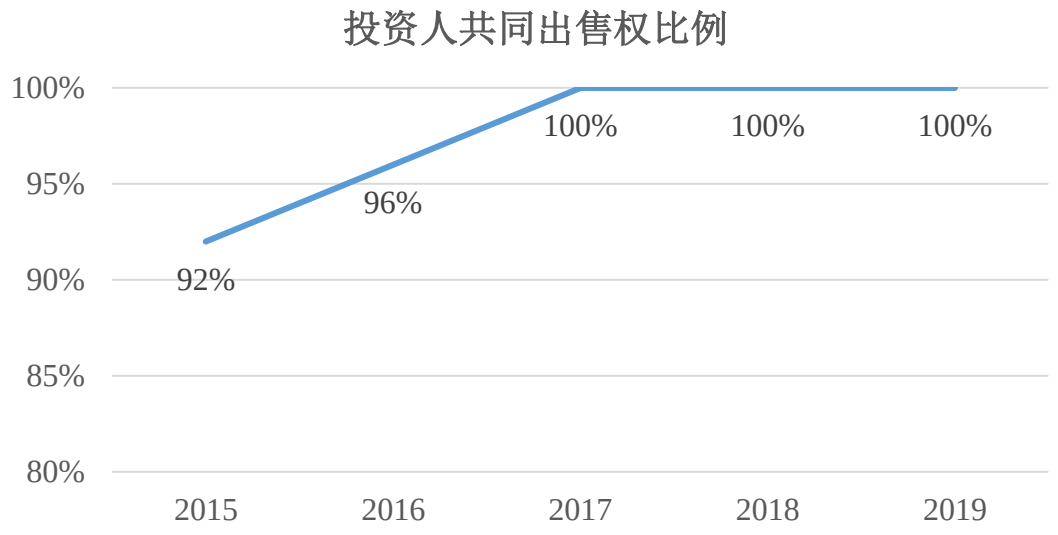
- 此外，自2015年至2019年，有平均约82%的交易明确约定了优先购买权人可以超额配售，即若部分优先购买权人未行使或未全部行使优先购买权时，全部行权的优先购买权人有权继续行使优先购买权，此比例稳定在82%左右。**可见超额优先购买权的约定已经在一定程度上成为PE/VC市场的惯例条款。**

*注：上图中，部分案例应仅进行了一轮融资，不存在多轮投资人，均视为全体投资人按相对比例行使优先购买权的情形进行统计。

共同出售权的行权顺序与比例

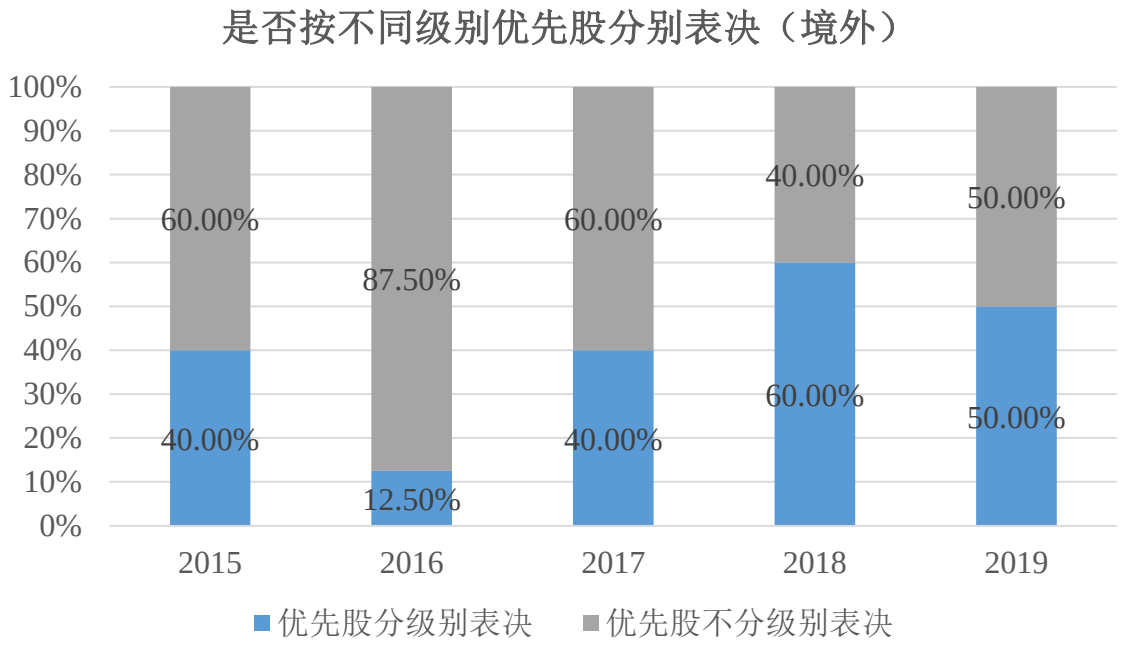
- 在2015年-2019年的投融资交易中，绝大多数交易均会明确约定**未行使优先购买权的投资人才有权行使共同出售权**，平均占比达到了88%；仅少部分交易未明确约定。（左图）
- 相应地，2015年和2016年间，仅有不到10%的项目会约定投资人按其在公司的持股比例行使共同出售权；而90%以上的交易，均会约定**投资人按其在共同出售权人及转股股东中的相对持股比例行使共同出售权**，并且从2017年开始，进行上述约定的项目占比达到了100%。（右图）

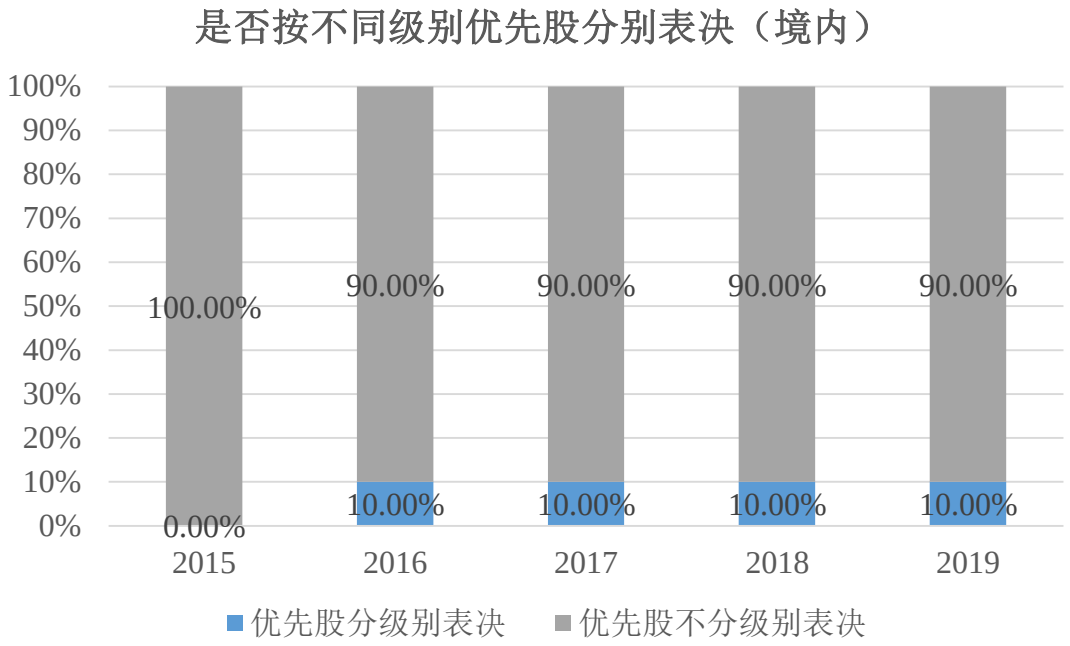




注：可共售股份=剩余拟出售股份【共售股东持股比例/（全体拟行使共售权股东持股比例+转股股东所持股权比例）】

保护性条款——是否按不同级别优先股分别表决





- 融资文件可以约定在不同级别的优先股股东中分别取一定比例行使股东会或董事会否决权。

(1) 境外项目，尤其是较为中后期的境外项目，这一约定方式较为常见，除个别年份外，这种约定方式的比例始终在40%-60%；

(2) 境内项目中，采用这种约定方式的项目比例一直较低，始终未超过10%。

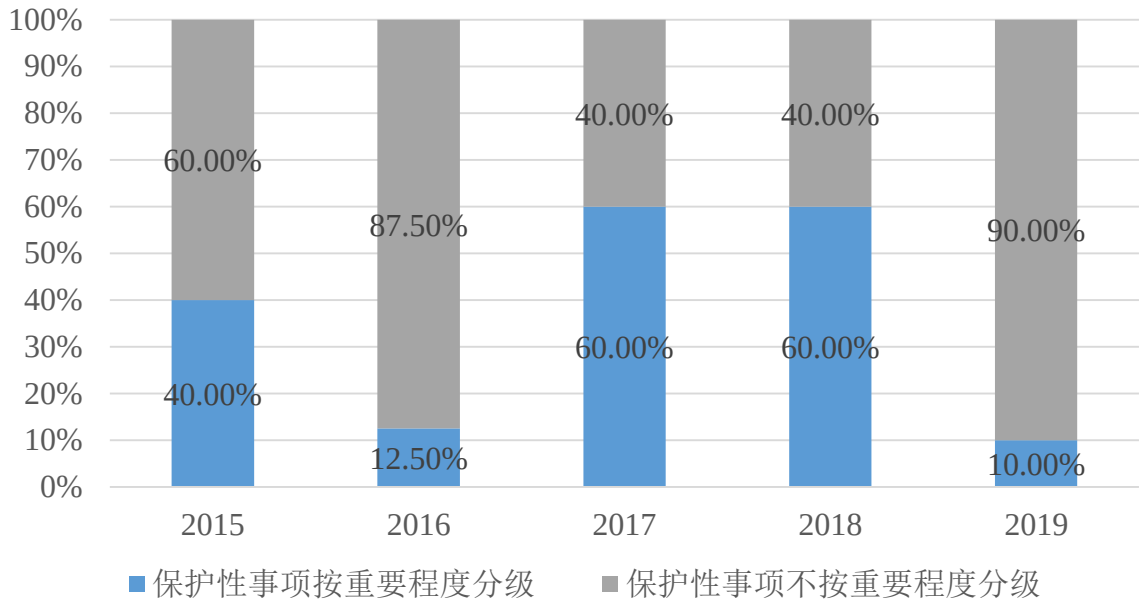
保护性条款——是否按事项的重要程度分不同表决机制

- 由于不同的投资人要求不同，或同一投资人对保护性事项的重要程度有进一步细分的需求，文件中可以约定对保护性事项按重要程度区分，以不同的表决机制进行表决。

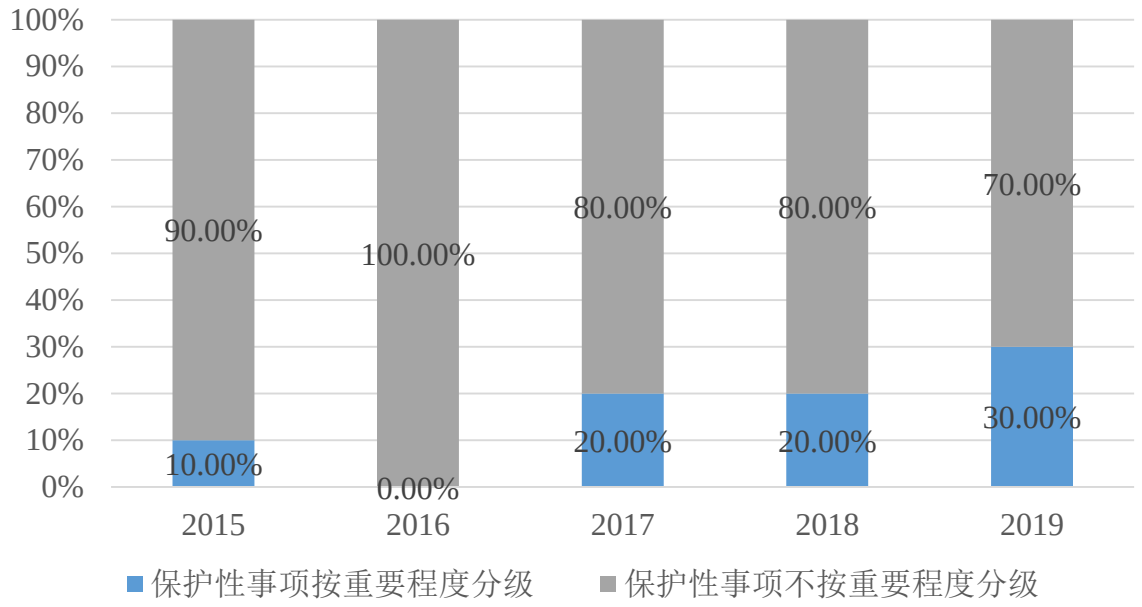
(1) 境外项目中这种表决方式并不罕见，其比例的波动并无明显规律，除2016年、2019年这种约定方式的比例在10%左右外，其他年份一直保持在40%-60%的区间内。

(2) 境内项目中，这种表决方式所占的比例有一定的增多趋势，从2015年的10%逐渐增加至2019年的30%，**可以看出随着境内PE/VC市场的发展，各方对条款精细要求也在不断提高，只是这种约定方式尚未成为主流。**

是否按重要程度分不同表决机制（境外）

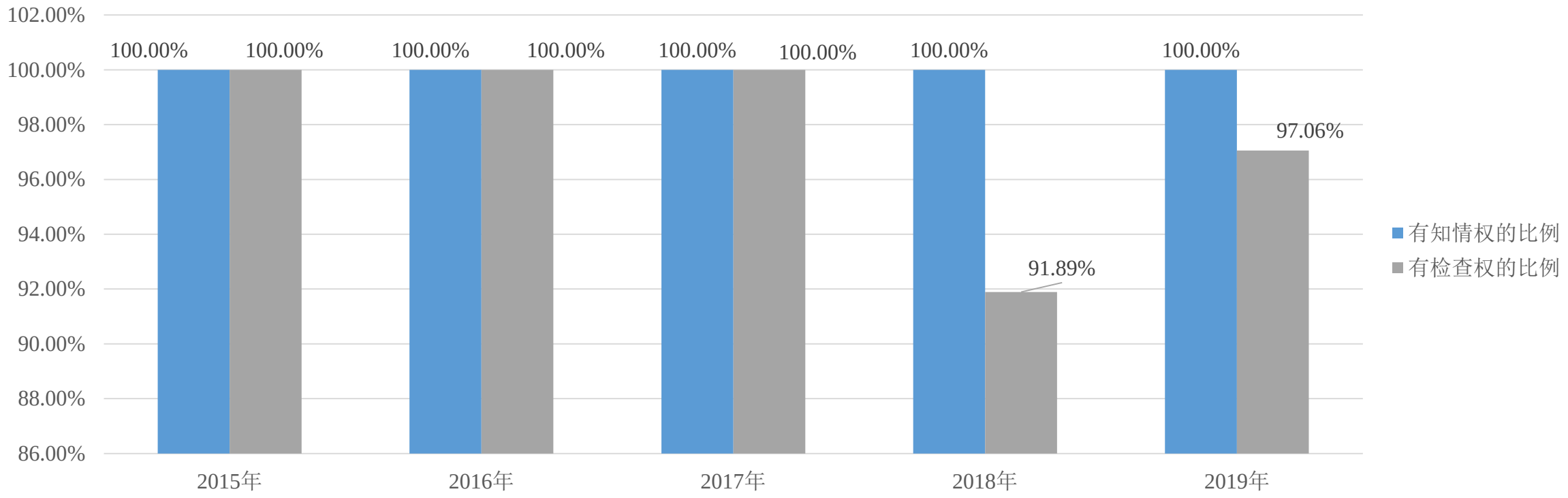


是否按重要程度分不同表决机制（境内）

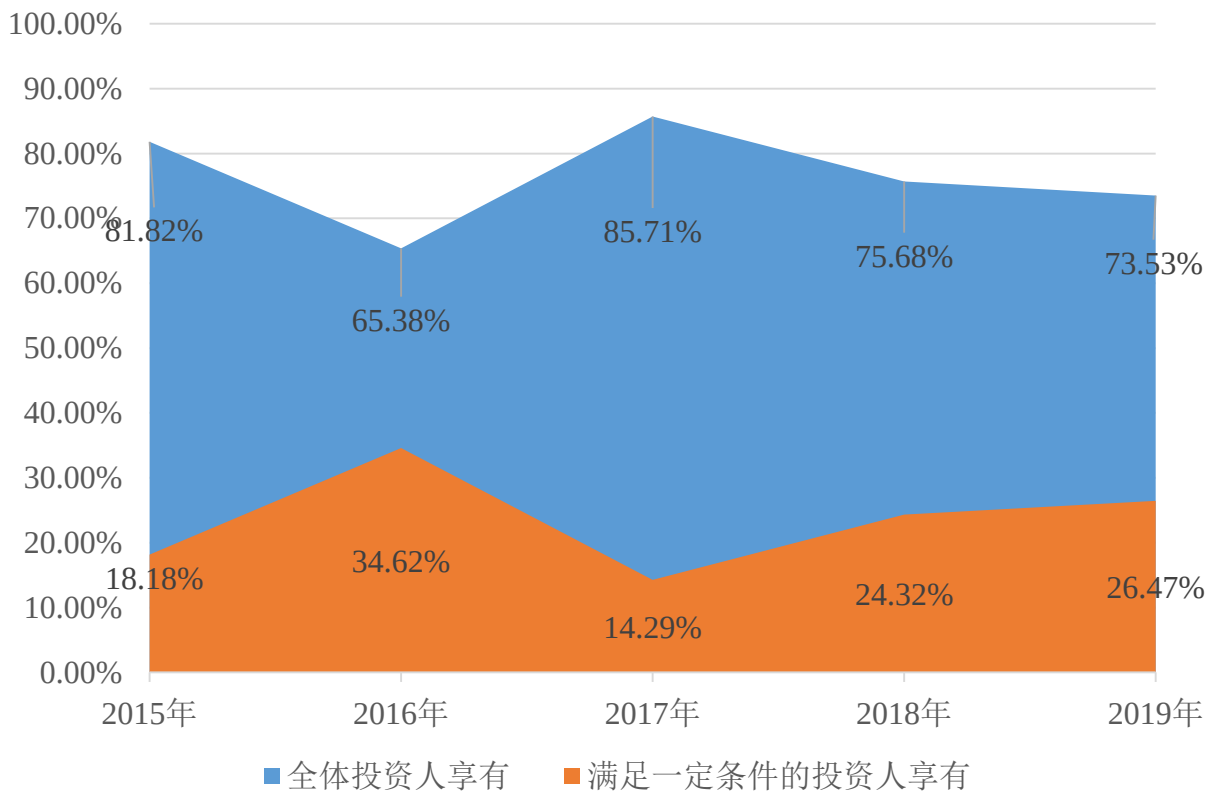


信息权与检查权

- 是否约定信息权与检查权：在2015年至2019年的PE/VC交易中，约定有信息权条款的项目占比均达到了100%，而有检查权条款的项目平均占比也高达97.58%（仅 2018和2019年稍有回落）。**可见，信息权与检查权作为了解公司运营情况重要途径，一直以来都是各类投资人的重点关注点，作为交易文件的常设条款已经成为境内外PE/VC交易的惯例安排。**



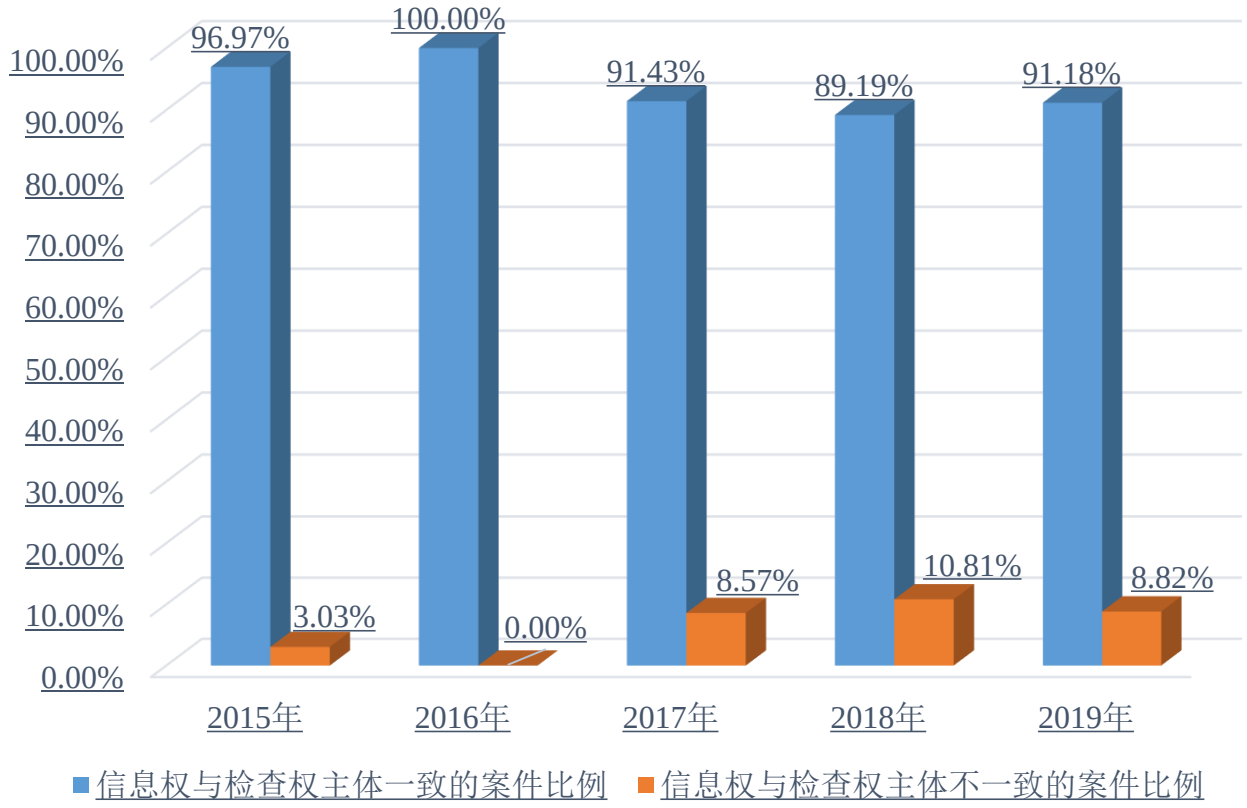
信息权与检查权的主体



- 一般情况下，信息权与检查权主体是相同的，即由全体投资人无差别的享有， 2015年至2019年的市场数据显示，全体投资人均无差别的享有信息权和检查权的项目平均占比75%左右，在PE/VC市场中占据着主流地位。
- 然而，也有少数交易采取了不相同的安排，比如仅满足一定条件的投资人才能享有信息权和检查权：自2015至2019年，设置信息权和检查权主体门槛的项目占比约稳定在20%左右，且可以看出自2017年开始呈现稳步上升的态势（14.29%上升至26.47%），愈加成为一种常规的交易操作。
- 可见，鉴于信息权和检查权可能会给投资标的公司的日常运营带来相对较多的负担，因此**近年来出现了不再赋予全部投资人信息权和检查权的趋势，仅给部分重要的投资人以信息权和检查权也从侧面反应了标的公司对运营独立性和自主性的重视。**

信息权与检查权的主体（续）

- 同时，我们也注意到，部分PE/VC交易会约定信息权主体仍然为全体投资人，但检查权主体必须满足持有一定股权比例或一定数量股份的要求。这种安排必然会造成信息权主体与检查权主体不一致的情况，可以看出，这样的情况从2017年开始逐年增多，并在之后每年都有8%以上的比例出现。
- 相比信息权而言，检查权尽管也是PE/VC交易中投资人的常规权利，**但其需要投资人更为主动地行使，且往往会对标的公司的日常运营产生一定的影响，并同时会产生一定的费用。因此仅给部分重要的投资人以信息权和检查权这一趋势，在检查权方面表现得更为突出。**

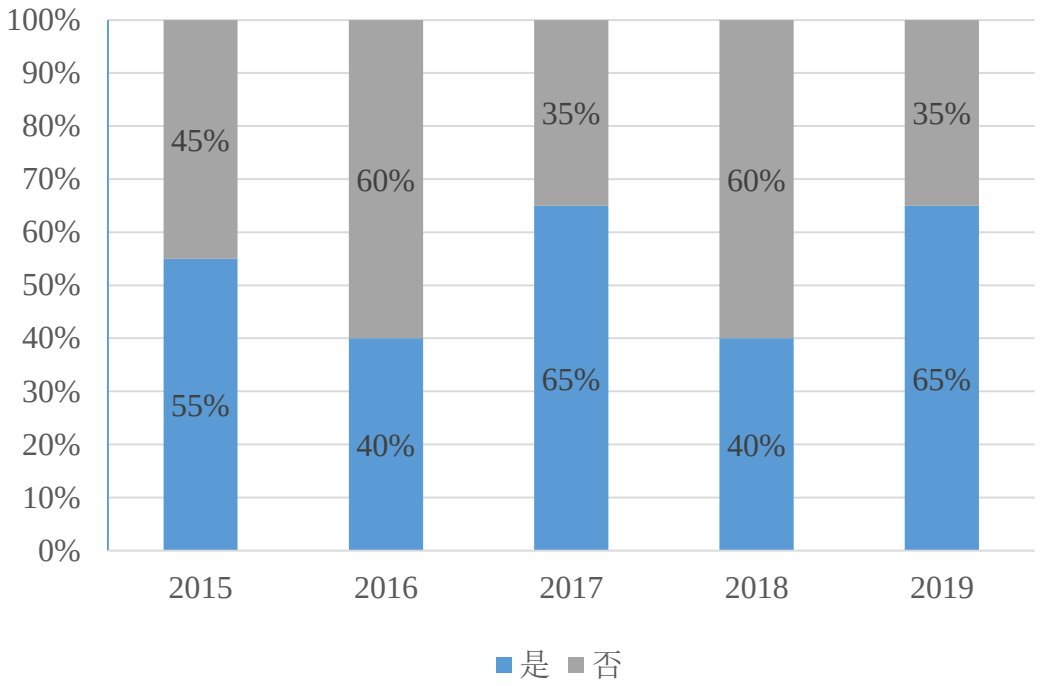


投资人转股限制

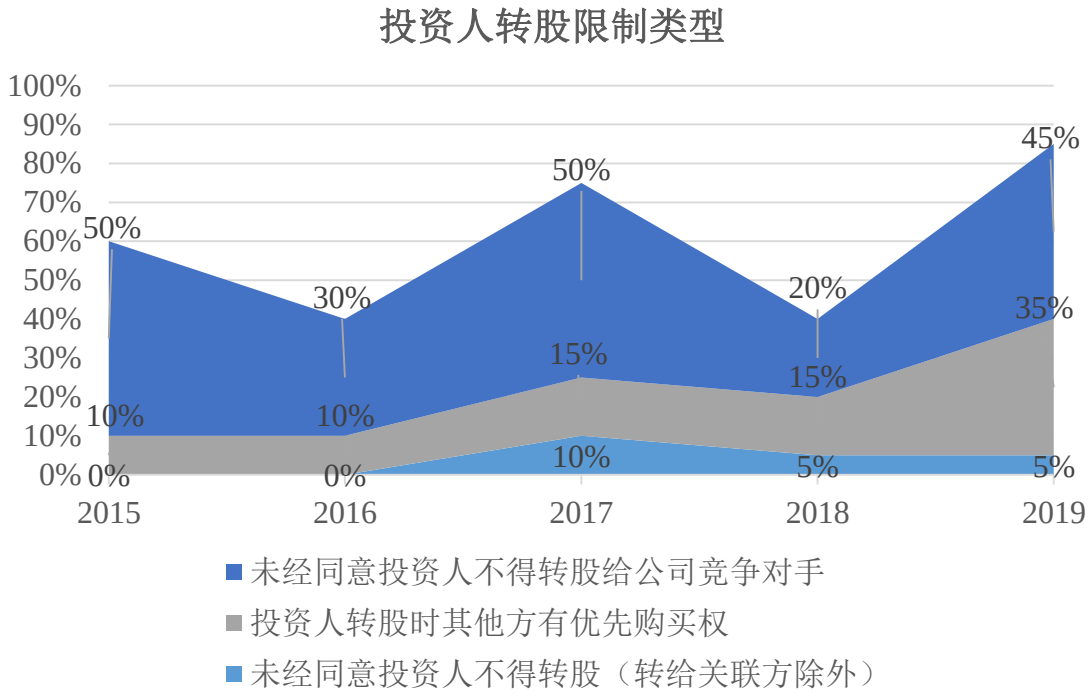
PACGATE 百宸律師事務所

- **是否对投资人转股进行限制：**

总体而言，2015年至2019年间，存在/不存在限制投资人转股条款的项目数量**基本持平**。2015年、2017年、2019年存在该条款的项目比例均超过50%；其余年份比例则相对较低。可见，**在目前的投资行业实践中，是否对投资人转股进行限制仍然取决于不同项目的具体商业安排，尚未形成完全一致的整体趋势。**



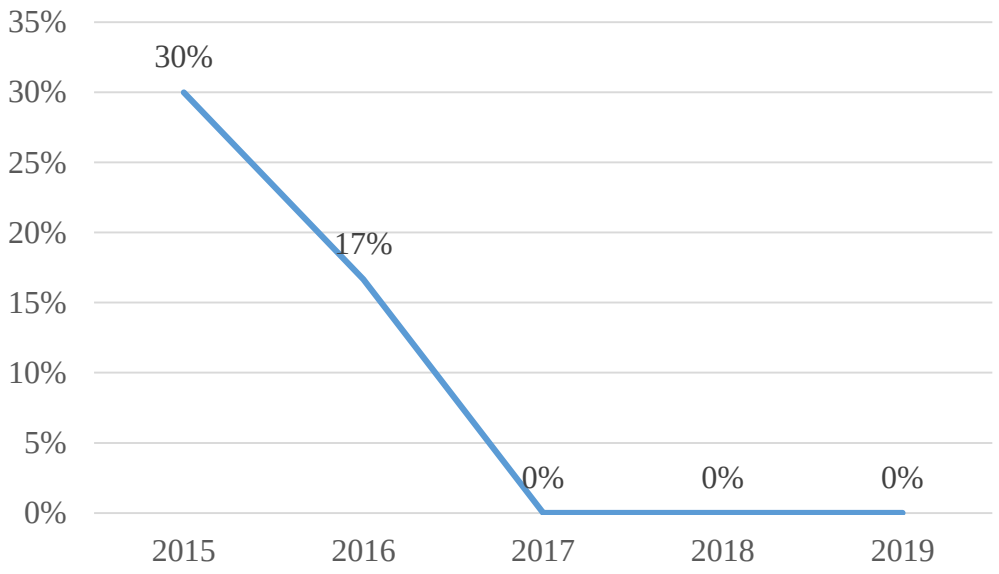
- 针对投资人的转股限制大致可以分为三类：未经同意投资人不得转股（转给关联方除外）、投资人转股时其他方有优先购买权、未经同意投资人不得转股给公司竞争对手。
- 在这三类限制中，**投资人不得转股给公司竞争对手所占比例最高，是目前投资交易文件所主要采取的约定安排**；相反，约定未经同意投资人不得转股（转给关联方除外）的项目所占比例最低。



投资人转股给公司竞争对手

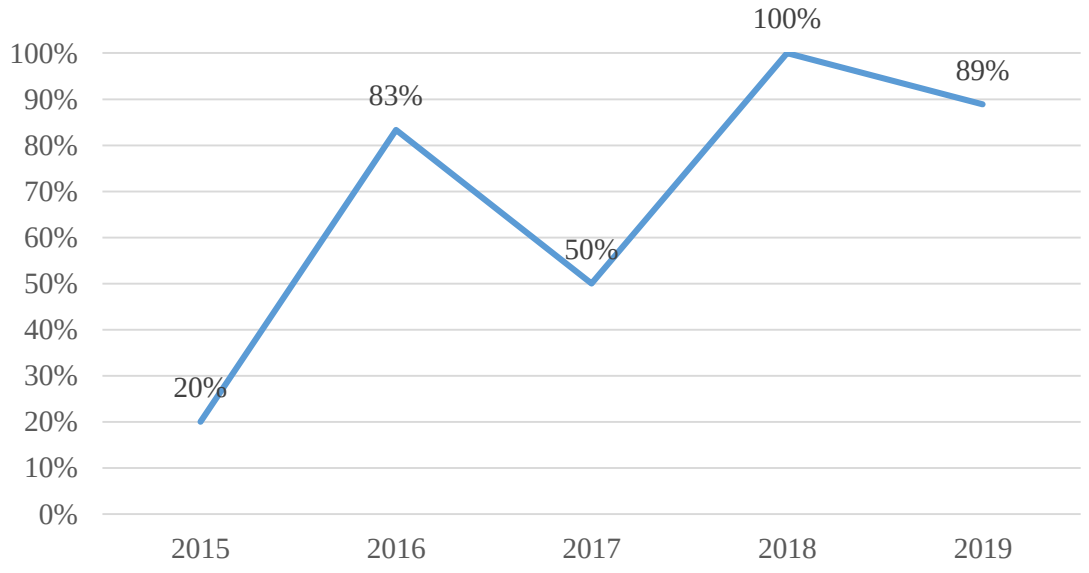
- 在限制投资人转股给公司竞争对手的数据样本中，部分文件约定公司对此享有优先购买权。
- 下图反映了该约定占该年度样本的比例变化，可以看出采取该等约定的项目数量，从2015年的30%开始逐年下降，并自2017年开始跌至0%。可见此种约定方式已不是市场主流做法。

转股给竞争对手时公司有优先购买权



- 下图反映了明确竞争对手清单占限制投资人转股给竞争对手数据样本的比例变化。
- 总体来说，明确公司竞争对手清单的做法自2015年起逐渐普及，近两年甚至达到了90%左右。可见，**由于公司竞争对手的概念过于宽泛，在限制投资人转股的同时约定竞争对手清单可以更好地为投资人的转股设定预期，也体现了双方之间的利益平衡，目前已是市场的整体趋势。**

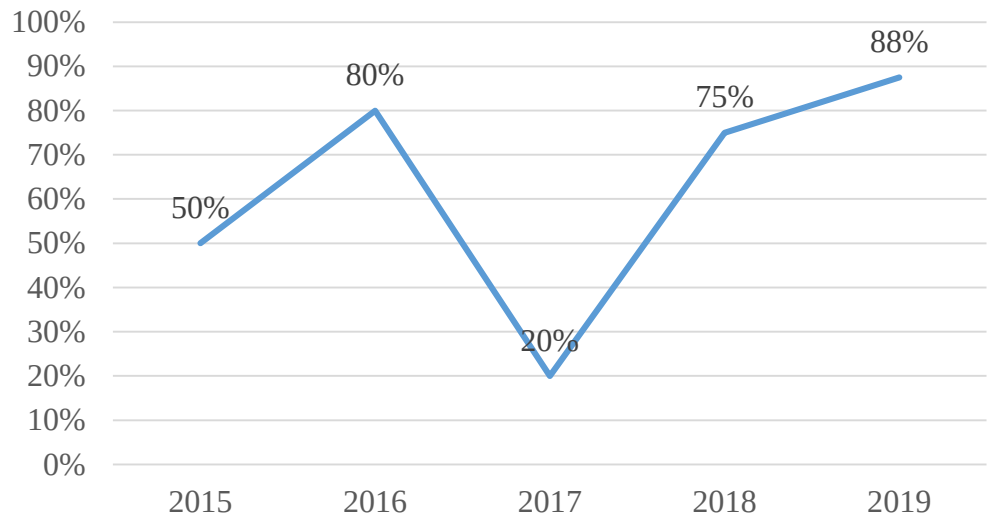
明确公司竞争对手清单



公司竞争对手清单

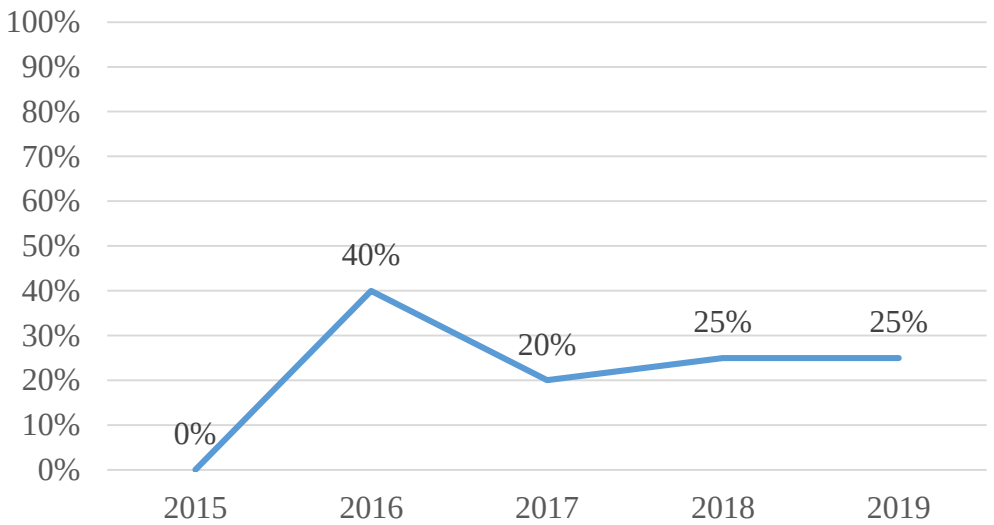
- 由于商业、市场的发展，公司业务也在不断拓展，公司竞争对手的范围可能处于不断变化中，部分文件约定公司可以一定频率更新竞争对手清单。
- 在所有约定了限制投资人转股给竞争对手的项目中，公司可以更新竞争对手清单的项目数量随时间变化处于**整体波动上升**的趋势。除2017年数量较少外，其余年份占比都不低于50%，成为**大部分项目的选择**。

公司可以更新竞争对手清单



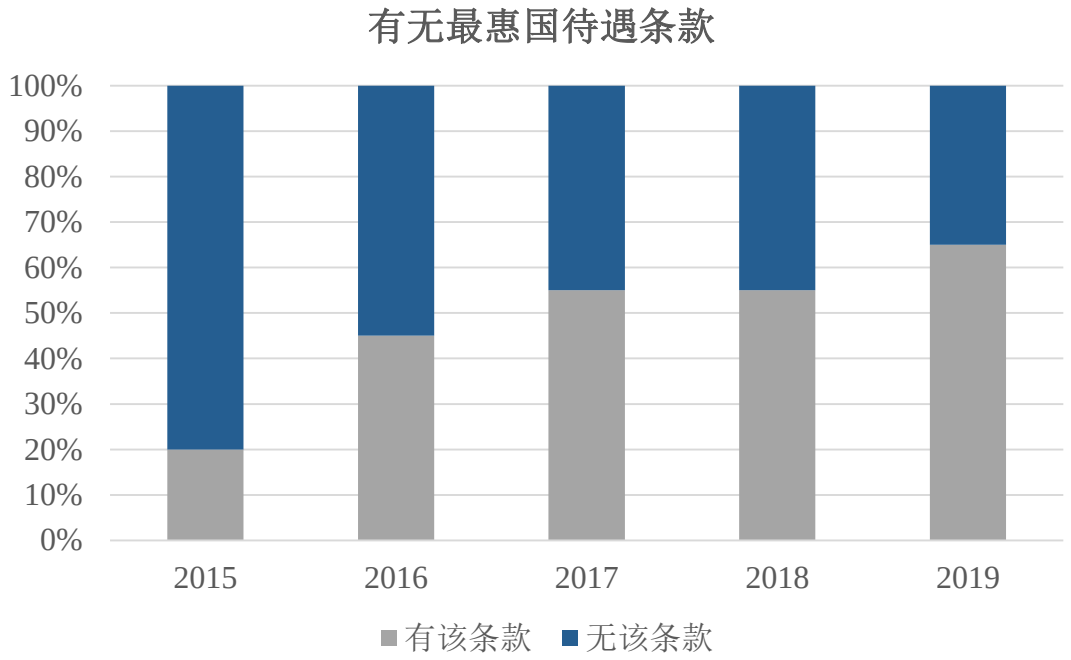
- 另一方面，在所有约定了竞争对手清单的项目中，约定公司竞争对手清单需要有一定数量限制的项目，自2017年起占比逐渐增加，并在近年来稳定在约30%左右。
- **这一趋势也体现了投资人对公司列出的竞争对手清单过长可能影响其转股退出的担心，体现了目前投资市场对投资人退出途径愈加重视。**

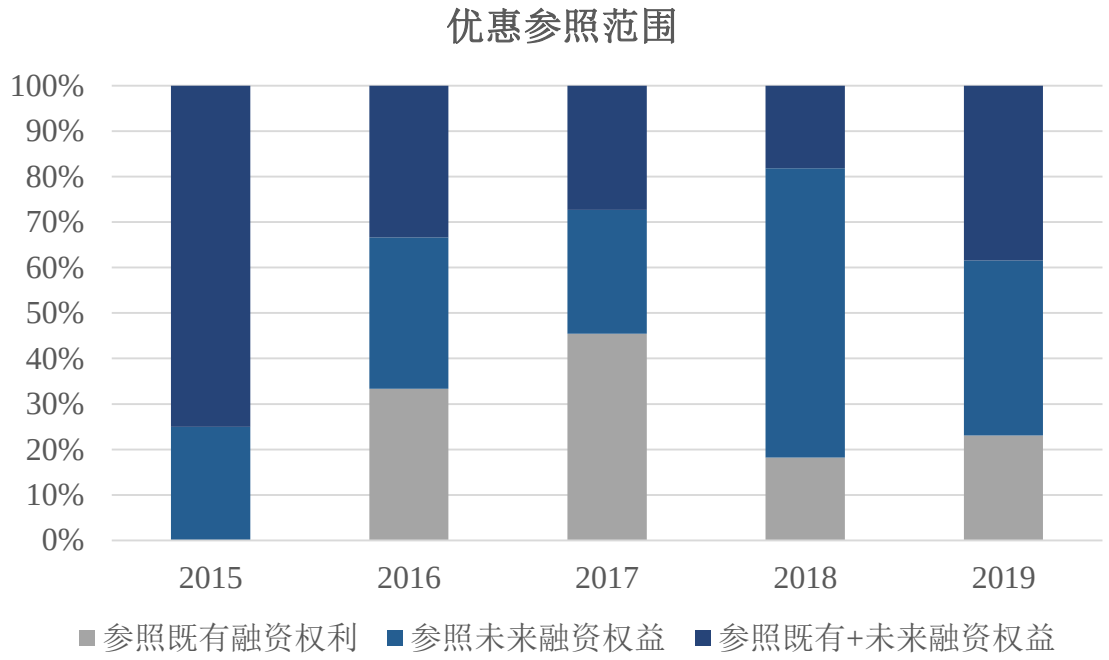
清单存在数量限制



最惠国待遇条款

- 整体来看，随时间推移，**最惠国待遇条款设置频率越来越高**，从2015年仅有20%的PE/VC合同设置该条款，到2019年已增加至65%，**成为PE/VC合同中较为常见的优先权条款。**（左图）
- 在已设置最惠国待遇条款的项目中，仅以**“未来融资权利”**作为优惠参照范围的情形最多（占40%），且5年内涨幅较高；其次为“参照既有+未来融资权益”情形（占33%），因此，总体而言，将未来融资权利作为优惠参照范围是大多数项目的选择，占比达到7成以上；而 “参照既有融资权利”的条款设置则相对少见。

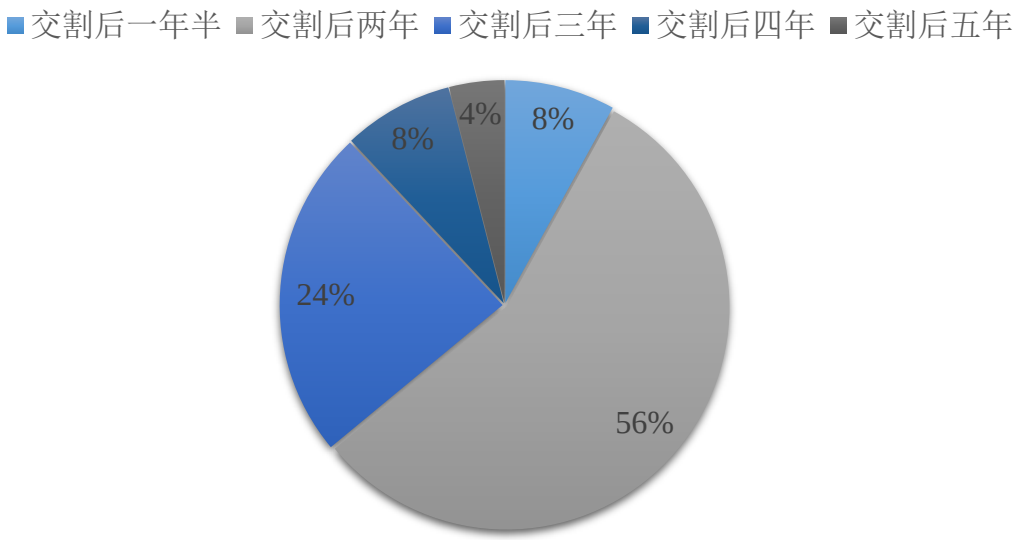


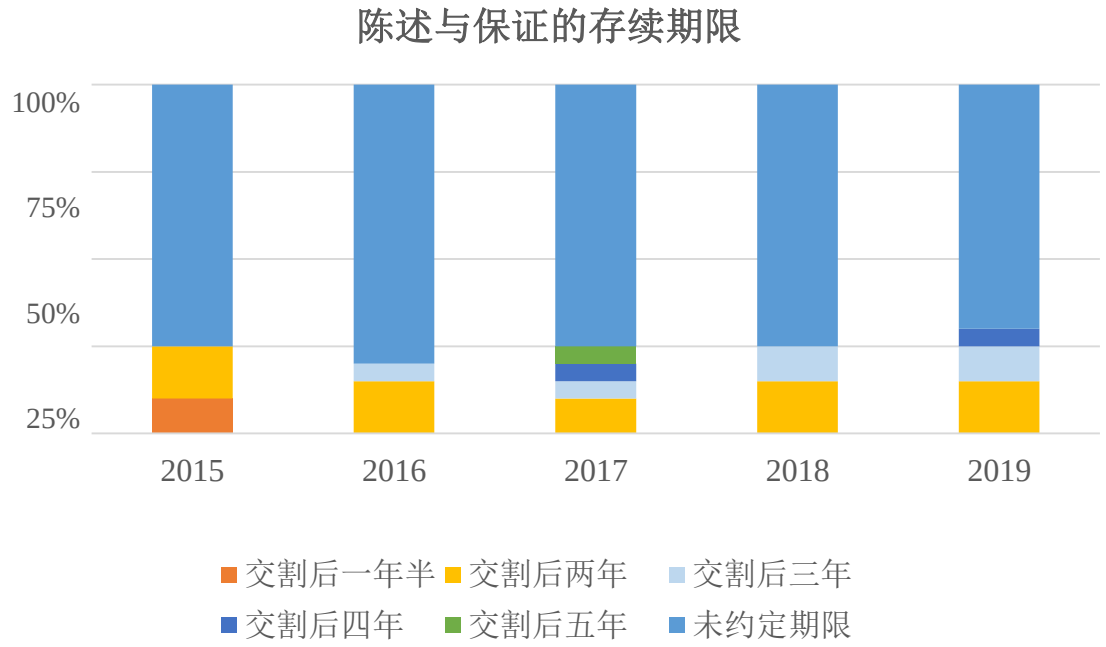


违约和赔偿责任

关于陈述与保证的期限，即投资人的追索期限，整体来看：

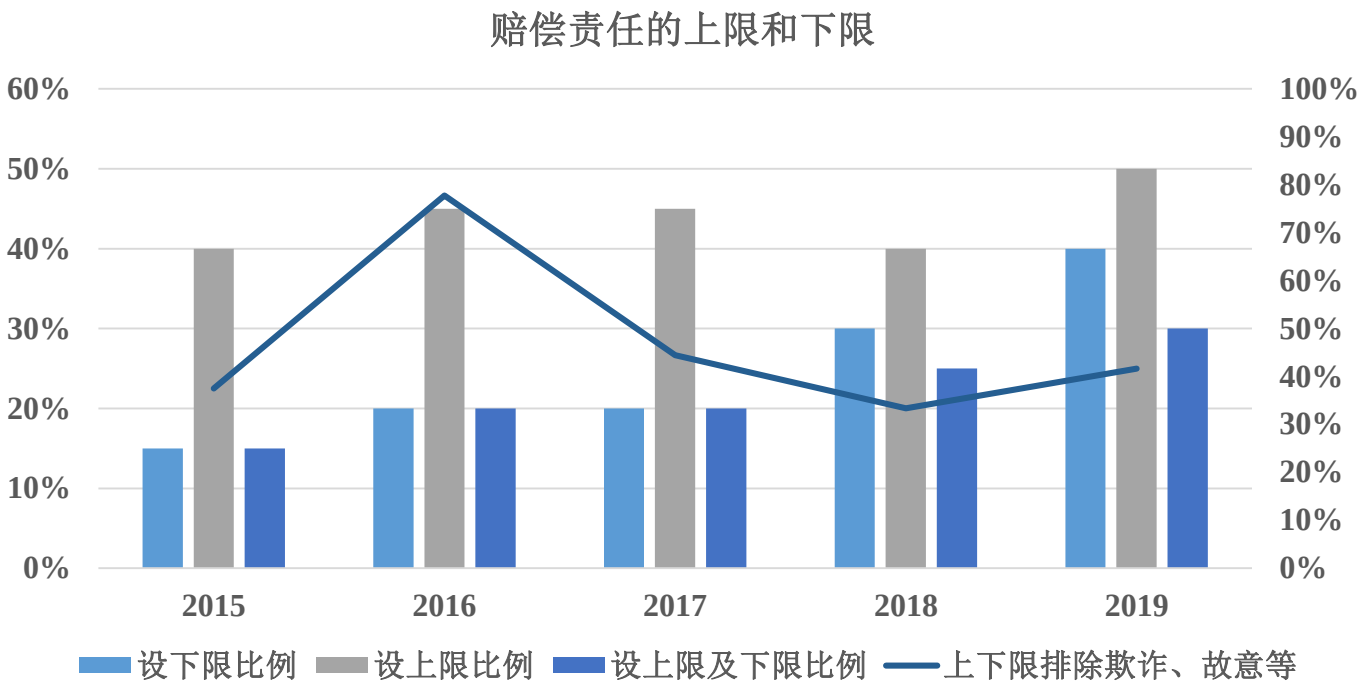
- PE/VC合同中约定了陈述与保证在交割后一定期限内存续有效的项目较少，每年在20%～30%之间，且没有明显的随年份增长的趋势。（右图）
- 在历年明确约定了陈述与保证存续期限的项目中，约56%的项目约定的期限为交割后两年，占比最高，为主流选择；其次是交割后三年，约占24%；少数项目约定的期限为交割后五年，占比约4%。（左图）





**注：本部分统计限于公司、创始人对于投资人的一般违约赔偿责任。*

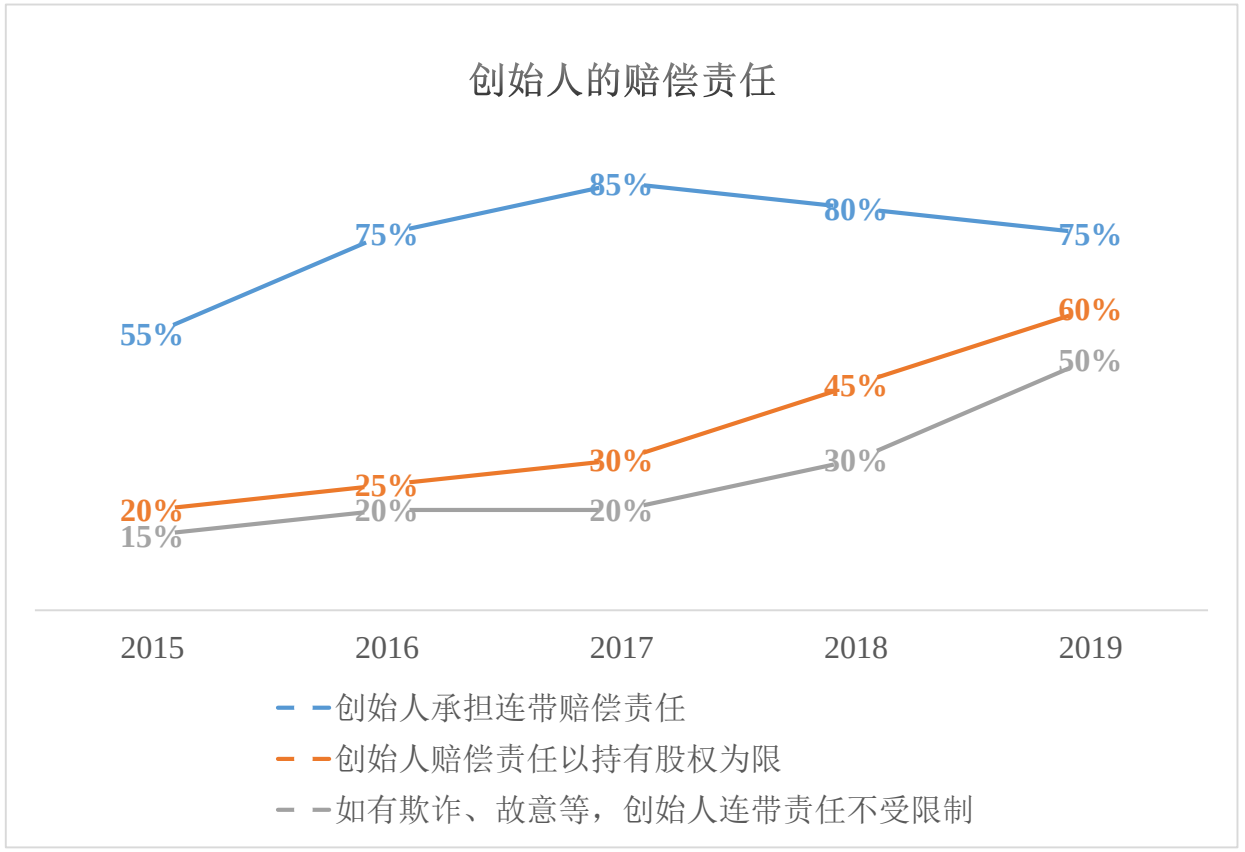
赔偿责任限制



关于赔偿责任的上限和下限，整体来看：

- 仅约定赔偿责任上限的项目较多，约占总体的44%，截至2019年，有半数的项目约定了上限；
- 仅约定赔偿责任下限（门槛）的相对较少，约占总体的25%，但呈现明显的逐年递增趋势，截至2019年，约占总体40%的项目约定了下限；
- 同时约定赔偿责任上限及下限的项目比例呈现逐年递增的趋势，截至2019年，约占总体的30%；
- 在历年约定了赔偿责任上限或下限的项目中，有47%的项目约定如存在欺诈、故意等情形，则赔偿责任可突破约定的上限和/或下限。

创始人赔偿责任



关于创始人的赔偿责任，整体来看：

- 历年PE/VC项目中，约定创始人与公司承担连带赔偿责任的项目较多，约占总体的74%；
- 约定创始人赔偿责任以其持有股权为限的（具体而言，多约定为以届时持有股权的市场公允价值为限），呈现明显的逐年递增趋势，截至2019年占所有项目的60%。**这也反应了近年来PE/VC市场呈现出的对赔偿类条款的矫正趋势，即在要求创始人进行赔偿的同时强调不牵扯其个人财产，是一种相对理性和公平的交易安排。**
- 部分项目进一步约定如创始人有欺诈、故意等情形时，创始人的连带赔偿责任突破其股权价值的限制，此类约定的**趋势发展曲线和“创始人赔偿责任以持有股权为限”高度重合。这一点可以看作是对上述（2）约定的补充，强调了投资人对创始人主观责任的重视和防范要求。**

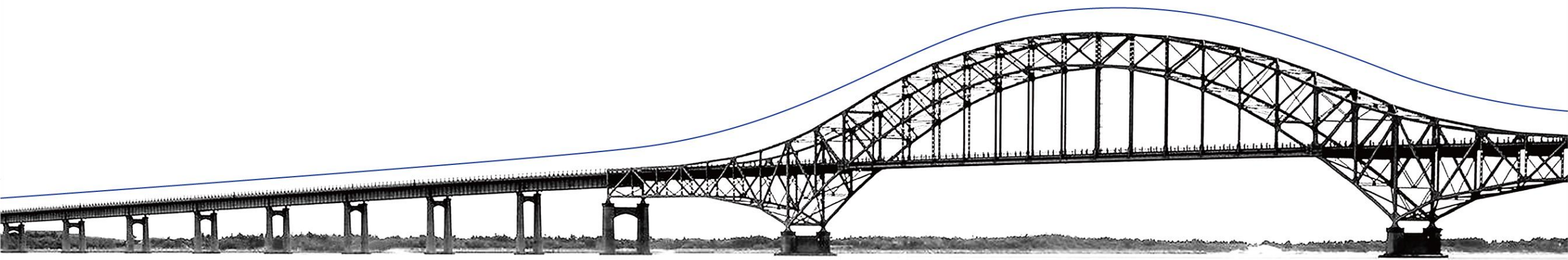
PACGATE
百宸律師事務所

若您想获得更多专业资讯，
可关注百宸律师事务所微信
公众号。

百宸律师事务所

参与本次调研的主要合伙人：

创始合伙人 陈亦工律师

合伙人 何欣律师

合伙人 李甘律师