

汉坤企业出海指南（二）：东南亚投融资和退出

作者：李胜 | 高晗婷 | 张文达 | 朱京统

近年来，以新加坡、印度尼西亚为代表的东南亚地区的经济在新冠疫情的大背景下呈现出逆势增长的趋势，尤其是私募股权投资市场。本文将结合我们在东南亚地区的项目经验，并以新加坡风险投资与私募股权协会（SCVA）于 2018 年发布并于 2022 年修订的风险投资模板文件（Venture Capital Investment Model Agreements, “VIMA 文件”）为参照，对东南亚地区私募股权投资项目中投资人优先权进行介绍。此外，我们亦将对东南亚企业的投资退出情况进行分析。

一、东南亚地区私募股权投资优先权条款实践

总体来看，以新加坡、印度尼西亚和泰国为代表的东南亚地区的私募股权投资项目（尤其是华人创业者背景的 VC 项目）中投资人的优先权和中国项目没有实质性差别（为本文撰写之目的，“中国项目”指中国公司的融资项目以及在中国境内主要开展运营、但融资平台设立于境外（主要为开曼群岛）的公司的融资项目（也经常被称为红筹项目））。交易结构上通用的模式包括向投资人发行优先股，通过在协议层面约定优先股附带的惯常的投资人特殊权利以保障投资人的权利，投资人的特殊权利包括优先认购权、反稀释权、董事（观察员）委派权、保护性条款、优先清算权，甚至回购权等¹。

因为新加坡稳定的政治环境、良好的商业基础设施及健全的法律系统，近年来越来越多的东南亚地区的新经济企业选择在新加坡设立控股主体及公司总部，基于此，旨在于便利新加坡本土企业早期融资的 VIMA 文件在东南亚地区的使用愈加广泛，并逐渐被视为能够平衡投资人和创始人利益的地区内市场标准²。即使因为各种不同的原因，在一些具体的项目中并没有使用 VIMA 文件作为模板，根据我们的经验，其中的实质性条款仍然和中国项目没有实质性差别。我们对 VIMA 文件中约定的投资人特殊权利及需关注的事项梳理如下：

（一）Subscription Agreement（认购协议）

VIMA 文件的认购协议与中国项目的股份认购协议在结构和内容上总体差别不大，主要条款包括交易架构和交割、交割前提条件、保证方及投资人的陈述与保证、过渡期承诺、交割后承诺、赔偿条款、适用法律及争议解决等。

¹ <https://www.theworldlawgroup.com/writable/documents/news/2021-Venture-Capital-Guide-Updated-May.pdf#page=48&zoom=100,64,77>。

² <https://sal.org.sg/Resources-Tools/VIMA-Premium-Access/VIMA-in-Southeast-Asia>。

在保证方的陈述与保证方面，通常以公司和创始人作为保证方，陈述与保证的内容也较为全面和惯常。

赔偿条款中，在公司和创始人的赔偿责任承担方式上，VIMA 文件提供了三种选择作为参考，包括：共同且连带的责任（Joint and Several Basis）、不连带的责任（Several and Not Joint Basis）以及公司和创始人之间承担连带责任但创始人之间非连带责任（Jointly and Severally Between the Company and the Founders but Several Between the Founders Inter Se）。但是，实践中，采用共同且连带的责任的仍然占多数，这一点和中国项目中通常的约定基本类似。

VIMA 文件还拟定了诸多限制创始人个人责任的参考机制，例如：（1）创始人的赔偿责任以投资金额为限；（2）创始人的赔偿责任以直接或间接持有的公司股权为限；及（3）设置起赔额、免赔额等等。VIMA 文件也设置了突破赔偿限制的情形，包括：（1）与股权架构、授权和资不抵债（Insolvency）相关的基础陈述与保证不适用责任限制；（2）因保证方欺诈、不诚实、故意隐瞒或故意虚假陈述（Fraud, Dishonesty, Willful Concealment or Willful Misrepresentation）引起的索赔不适用责任限制。上述责任限制机制也常见于中国项目。

值得注意的是，VIMA 文件在交割的设置上更强调领投方的作用。根据认购协议，交割先决条件满足或经领投方豁免后，所有投资人均应根据认购协议的约定支付股权认购价款。这个机制在存在多个投资人的交易中一定程度上保证了交易的确定性并提高了谈判效率，但这个做法在中国项目中并不常见。中国项目中，只有在融资轮次较为后期且公司非常强势的项目里可能采用该等交割模式，早期项目甚至绝大多数后期项目更常见的做法是各投资人各自独立确定是否交割。不过，根据我们的东南亚项目经验，要求各投资人各自独立决定交割也是可争取的。

（二）Shareholders' Agreement（股东协议）和 Constitution（章程）

VIMA 文件中的股东协议和公司章程的整体架构及内容与中国项目类似，主要内容为公司治理以及市场上惯常的股东特殊权利，包括投资人信息权、检查权、优先认购权、优先购买权、共同出售权、优先清算权³、反稀释权、创始人不竞争及全职服务义务、创始人转股限制、创始人股权兑现机制、董事/观察员委派权、保护性事项等。在细节上，VIMA 文件中的下述机制值得关注：

1. 重要股东的概念

在中国项目中，公司一般会给予全体投资人优先认购权、优先购买权和信息权。为避免未来融资复杂化，VIMA 文件的新股优先认购权人及老股优先购买权人均为“重要股东（Significant Shareholders，即超过特定持股比例的投资人）”，且 VIMA 文件提示考虑仅给予重要股东信息权。当然，根据我们的东南亚项目经验，实操中亦可争取要求该等权利给予全体投资人。

2. 拖售权及共售权

如本文第二部分所述，Trade Sale（并购）以及其他方式的股权出售是东南亚项目的主要退出方式，因此拖售权及共售权条款对于东南亚项目格外重要。这一点在 VIMA 文件中的主要体现是拖售权及共售权条款核心机制和中国项目类似，但条款层面约定了更详细的权利行使流程。

³ VIMA 文件中列出的是对投资人最有利的参与型的优先清算分配方式，即在发生清算事件之后，投资人有权在获得优先清算金额（投资本金+已宣派但未分配的股息）之后继续按其持股比例参与剩余财产的分配。清算事件包括公司清算、公司被并购、处置全部或实质上全部资产、知识产权。

就拖售权而言，VIMA 文件分别约定了针对资产收购和股权收购的拖售权。就股权收购的拖售权，如果有善意收购方拟收购目标公司全部股份，则经过代表至少 75%表决权的股东同意（包括多数投资人同意）（“**拖售权人**”），剩余未同意的股东也有义务按照同等条款和条件出售股份。每一被拖售股东承诺采取所有必要措施以实现拖售交易。在权利行使流程上，VIMA 文件详细约定了被拖售股东后续需配合签署的文件明细、签署时间表，以及拖售对价的支付安排。

就共售权而言，根据 VIMA 文件，投资人有权在创始人出售股权时要求按比例共售。和中国项目类似，VIMA 文件也提示如果创始人的股权出售可能导致控制权变更，则应考虑投资人有权优先于创始人出售其持有的全部股权。为方便投资人退出，VIMA 文件进一步约定了在共售交易中，投资人向买方作出的陈述和保证限于其有权转让股份以及该等股权无任何权利负担，其他陈述保证（一般涉及目标公司运营合规的陈述保证）无需向买方做出。此外，如该等股权出售交易导致买方取得公司控制权，则买方向创始人及投资人支付的所有转让价款应该根据优先清算权条款在创始人和共售权人之间分配。

3. 回购权

VIMA 文件的股东协议和章程并未设置回购权的内容，而是专门有一条约定投资人的“退出”（Exit）。根据该条款，各方确认有意愿尽快且无论如何不晚于交割后 5 年内实现 IPO 或 Trade Sale。如果在交割后 5 年内未能实现，在多数投资人要求的情况下，届时公司有义务聘请专业顾问就退出机会及策略进行建议及咨询，相关费用由公司承担。按照中国项目，如果在交割后特定期限内未能实现 IPO 或 Trade Sale，一般会直接触发公司和/或创始人的回购义务。因此，在这一方面 VIMA 文件对于公司和创始人是相当友好的。不过我们的东南亚项目中亦有参考中国项目成功争取回购权的先例。

（三）CARE 及其他文件

除上述认购协议、股东协议及章程以外，VIMA 文件还囊括了一些附属文件，包括：Term Sheet（投资意向书）、Non-Disclosure Agreement（保密协议）、ESG Letter Agreement（ESG 协议）、Employee Share Option Plan Primer and Schedule（员工股权激励计划指引）、Founders’ Agreement（创始人协议，属于是公司引入外部投资人之前对创始人与公司以及创始人之间的权利义务关系进行约定的模板文件，若公司发生后续融资，该等融资中所签署的更为复杂的股东协议将代替创始人协议）及 Convertible Agreement Regarding Equity（关于股权的可转换协议，即 CARE）、Convertible Note Purchase Agreement（可转债协议）、Employee Deed of Assignment of Intellectual Property Right（知识产权归属协议）、Venture Capital Lexicon（VIMA 文件基本概念及术语的解释指引）。

作为新加坡版本的 Simple Agreement for Future Equity（“SAFE”）⁴，Convertible Agreement Regarding Equity（CARE）通常用于目标公司的种子轮、Pre-A 轮等早期融资轮次，投资人将根据 CARE 对公司进行现金投资，以换取在公司后续融资中取得目标公司股份的权利以及在一定事件（通常包括控制权变更、IPO、公司停业、清算等）发生后取得现金收入（Cash Proceeds）的权利。为满足投资人对于转股的确定性以及公司运营透明的诉求，较之于 SAFE，CARE 设置了转股成熟日（Maturity Date），在转股成熟日之前，就算公司未发生融资、控制权变更、上市或清算等转股或取得现金收入触发事件，投资人亦有权选择在转股成熟日当日或之后按照事先约定的估值将 CARE 转换为公司股权。此外，CARE 还规定了投资人享有公司业务和财务情况的信息权，并且公司需承诺将按照投资人投资时

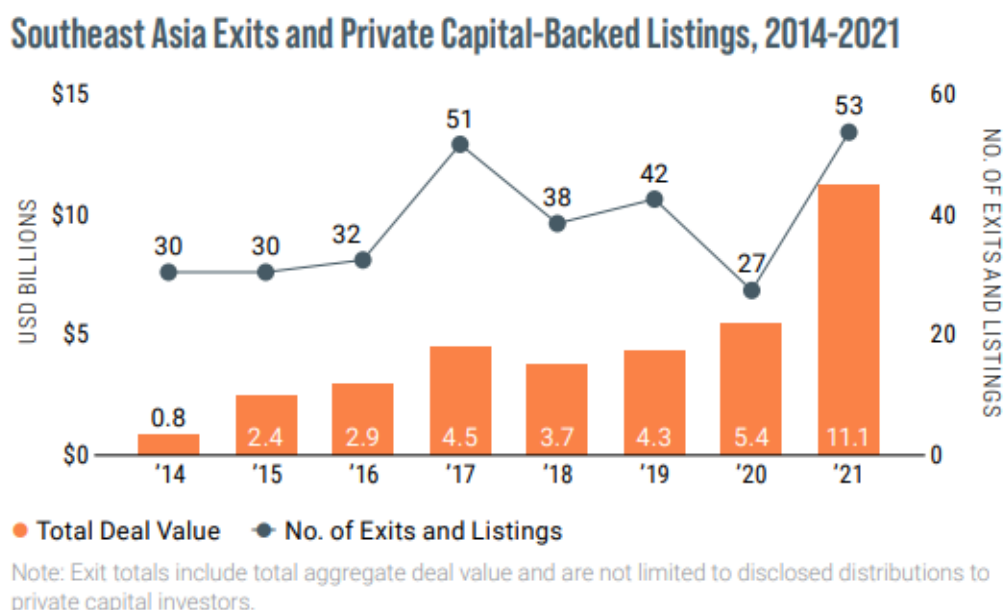
⁴ <https://www.sal.org.sg/Resources-Tools/VIMA-Premium-Access/Why-CARE#:~:text=The%20Convertible%20Agreement%20for%20Equity%20%28%E2%80%9CCARE%E2%80%9D%29%20is%20a,private%20company%20%28company%29%20upon%20occurrence%20of%20certain%20events。>

已向其提供的商业计划和预算使用投资款。整体相比于硅谷常见的 SAFE，对于投资人更为有利一些。

二、东南亚地区私募股权投资的退出选择

（一）IPO vs Trade Sale（并购）

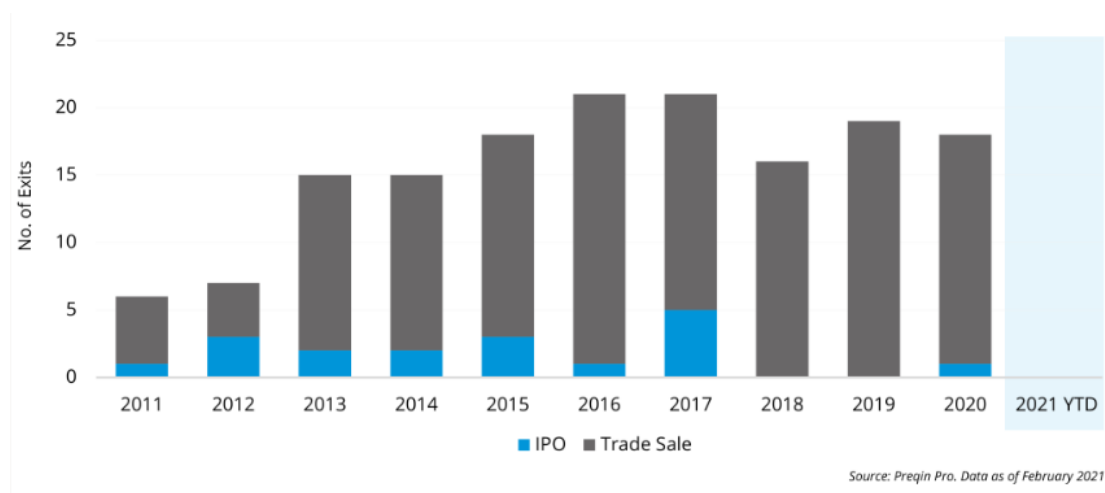
近些年，东南亚地区私募股权投资项目的退出数量呈现增长趋势。根据全球私人资本协会（Global Private Capital Association）的统计数据，2021 年东南亚地区实现退出和上市的交易总额达到 111 亿美元，相比 2020 年的 54 亿美元翻了一倍多。2021 年实现退出和上市的项目数量有 53 个，也比 2020 年的 27 个有显著增加。



在退出方式上，东南亚项目长期以来的主要退出方式为 Trade Sale。根据 Preqin 的统计数据，自 2011 年 1 月起至 2021 年 2 月止，以全亚洲为统计口径，IPO 仍然是风险投资的首要退出途径，但与之相比，若将统计口径限缩在东南亚地区，Trade Sale 退出方式却占据了绝对主导地位。下面两图展示了全亚洲及东南亚地区风险投资 IPO 和 Trade Sale 方式退出的项目数量对比：



（图一：2011 年至 2021 年 2 月期间亚洲创投退出数量：IPO 及 Trade Sales 对比）



（图二：2011年至2021年2月期间东南亚创投退出数量：IPO及Trade Sales对比）

产生这种现象的原因包括（1）IPO 所需要耗费的巨大的时间和金钱成本，包括但不限于高额的保荐费等中介服务费，以及漫长的审核周期等；（2）IPO 相对严格的监管政策，使得创始人和投资人均需要付出较大的精力集中于公司的规范治理以及经营的可持续性、业务的稳定性；（3）除新加坡以外的东南亚地区（比如印度尼西亚）仍是一个正在发展的市场，能否上市也和当地是否有足够多的投资机构以及是否有合适的承销商相关，比如当地承销商可能并无对初创公司确定合理估值的能力。相比较而言，成本较低且交易节奏相对较快的 Trade Sale 在东南亚就更具有吸引力。值得注意的是股权出售的方式除了由潜在的第三方购买外，强制创始人购买（比如泰国项目）或由被投公司进行回购（比如印度尼西亚项目）也是部分东南亚项目会考虑的退出路径⁵。

（二）IPO 退出情况及新趋势

在上市退出方面，目前已经上市的东南亚企业整体数量不多。根据我们的统计，2020 年、2021 年及 2022 年三年在美国、香港及新加坡主板上市的东南亚企业请参考下表：

序号	公司名称	上市年份	上市交易所	行业
1	Grab	2021 年	NASDAQ（SPAC）	互联网、电商
2	Society Pass	2021 年	NASDAQ	互联网、电商
3	PropertyGuru	2022 年	纽交所（SPAC）	房地产
4	Legion Consortium	2021 年	香港联交所主板	物流
5	CTR	2020 年	香港联交所主板	建筑
6	C-Link Squared	2020 年	香港联交所主板	软件服务
7	Rimbaco	2020 年	香港联交所主板	建筑
8	Raffles Interior	2020 年	香港联交所主板	室内装修

⁵ <https://www.theworldlawgroup.com/writable/documents/news/2021-Venture-Capital-Guide-Updated-May.pdf#page=48&zoom=100,64,77>。

序号	公司名称	上市年份	上市交易所	行业
9	Ritamix	2020 年	香港联交所主板	农产品
10	Hygieia	2020 年	香港联交所主板	清洁服务
11	MBV	2020 年	香港联交所主板	服装
12	Emperador	2022 年	新加坡证券交易所主板	食品
13	Aztech	2021 年	新加坡证券交易所主板	物联网
14	Nanofilm	2020 年	新加坡证券交易所主板	纳米技术
15	Credit Bureau	2020 年	新加坡证券交易所主板	信贷服务
16	GHY	2020 年	新加坡证券交易所主板	娱乐

从上表可以看出，热门上市地美国、香港及新加坡主板在 2020 年至 2022 年三年期间累计的上市东南亚企业仅为 16 家，其中 NASDAQ 2 家、纽交所 1 家，香港联交所 8 家，新加坡证券交易所主板 5 家。2020 年之前上市的比较知名的东南亚企业主要是 2017 年在 NASDAQ 上市的东南亚电商巨头 Sea Limited。

东南亚企业上市地的选择与所处行业相关，互联网、电子商务、金融科技等新经济公司集中选择在美国上市，代表企业为 Sea（2017 年 NASDAQ 上市）和 Grab（2021 年 NASDAQ 上市）；建筑、服装、农业等传统行业企业较多选择在香港联交所上市；而选择在新加坡证券交易所主板上市的企业行业分布比较多元化。架构层面，在美国及香港上市的东南亚公司大多选择开曼公司作为融资平台（即上市主体），而该等主体通过外商直接投资方式全资持有位于东南亚的总部实体（总部多设在新加坡和马来西亚）。在新加坡上市的公司基本以新加坡主体作为融资平台及总部实体。

就新经济企业而言，从上市地的选择来看，美国拥有其他市场不可比拟的高流动性、高估值以及庞大的科技专业投资人基础，并会给予上市企业获取国际品牌知名度及声誉的绝佳机会，因此美国仍是有巨大市场潜力及高估值前景的东南亚新经济企业的上市首选地⁶。随着前两年 SPAC 这个具有更快、成本更低等优势上市方式的兴起，机构投资人对东南亚初创公司的兴趣显著提升⁷。此外除新加坡以外的东南亚国家地方证券市场也成为了一股不可忽视的力量。Bukalapak（2021 年）、GoTo（2022 年）及 Bilibi（2022 年）三家印度尼西亚本土电商企业相继在印度尼西亚证券交易所挂牌上市；越南互联网科技企业 VNG 于 2023 年 1 月在越南非上市公众公司股票交易所挂牌上市。因此，是否未来东南亚地区新经济企业会转而以 IPO 作为首要退出路径亦值得期待。

敬请注意，本指南中涉及中国境外的内容，系我们根据境外当地公开可查的法律法规、案例、文件和报道，及我们的实践经验撰写，不代表我们有资质就该等资料进行审查，本指南不构成我们的任何法律意见。

⁶ <https://www.insead.edu/sites/default/files/assets/dept/centres/gpei/docs/southeast-asia-exit-landscape-v2.pdf>。

⁷ <http://review.insignia.vc/2021/01/12/4-big-questions-on-southeast-asia-exits-in-2021/>。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

李胜

电话： +86 10 8525 4691

Email: sheng.li@hankunlaw.com

高晗婷

电话： +86 10 8524 5848

Email: bridget.gao@hankunlaw.com