

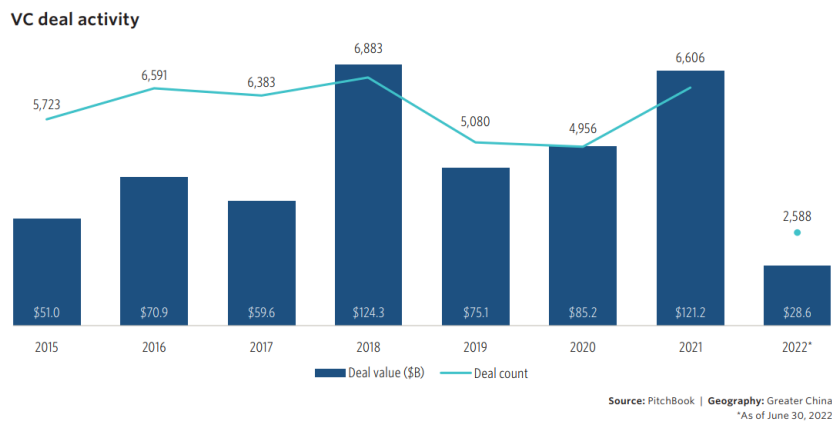
## 企业出海指南（六）：美国之融资和退出

作者：李胜 | 王心怡 | 潘晨

### 一、2022 年中美风险投资简述

#### （一）项目量及投资金额

根据 Pitchbook 发布的最新《Great China Venture Report (H1 2022)》<sup>1</sup>（“2022 上半年中国风投报告”，统计数据截至 2022 年 6 月 30 日），中国 2022 年上半年的风险投资交易数量为 2,588 起，交易金额为 286 亿美元，预计全年情况相对于 2021 年数据将有显著下降。虽然该报告的统计口径仅截至 2022 年上半年，但考虑到 2022 年下半年的疫情波动及影响，预计 2022 年下半年亦难以实现突破 2021 年水平的增长。

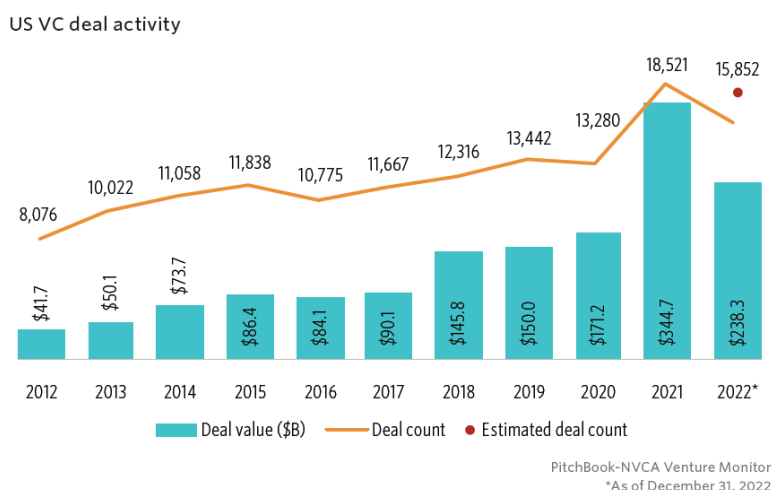


图例 1：中国 2015 年至 2022 年上半年风险投资交易统计  
（来源：Pitchbook “Great China Venture Report (H1 2022)”）

而根据 Pitchbook 发布的最新《NVCA Venture Monitor (Q4 2022)》<sup>2</sup>（“2022 NVCA 风投报告”，统计数据截至 2022 年 12 月 31 日），美国风险投资在 2022 年度达到 15,852 起，投资金额合计 2,383 亿美元，虽然相比 2021 年的水平略有下降，但仍维持在历史高位，整体规模水平仍显著高于中国，目前仍占据全球最大的风险投资市场。

<sup>1</sup> “Great China Venture Report”, <https://pitchbook.com/news/reports/h1-2022-greater-china-venture-report>.

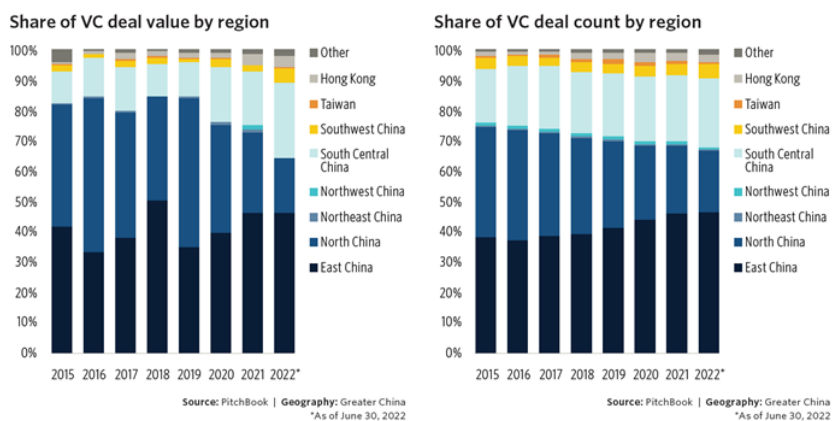
<sup>2</sup> “NVCA Venture Monitor”, <https://pitchbook.com/news/reports/q4-2022-pitchbook-nvca-venture-monitor>.



图例 2：美国 2012 年至 2022 年风险投资交易统计  
(来源：Pitchbook “NVCA Venture Monitor (Q4 2022)”)

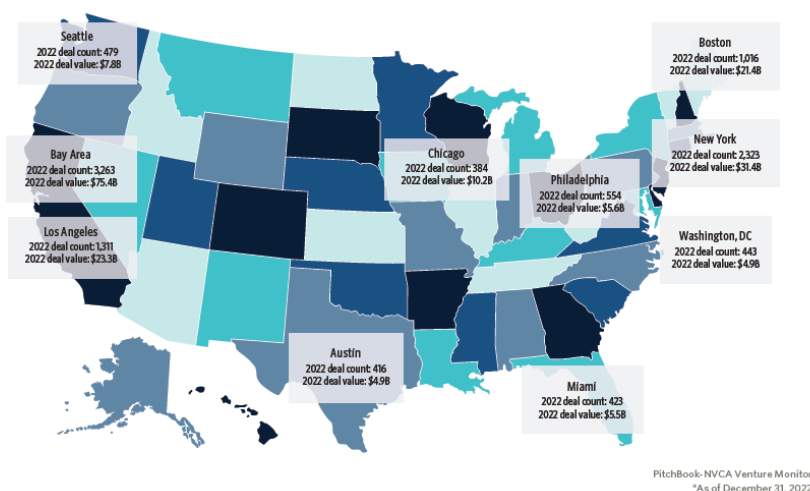
## (二) 投资目的地

根据 Pitchbook 的数据，中国风险投资中的被投资企业所在地，主要集中在东部、东北部及南部等经济发达地区。



图例 3：中国 2015 年至 2022 年上半年风险投资交易地域统计  
(来源：Pitchbook “Great China Venture Report (H1 2022)”)

对于美国市场而言，按照 2022 年交易数量及金额先后顺序排序，被投资企业则主要集中在湾区、纽约、洛杉矶及波士顿地区，这四个地区的风险投资交易数量已经连续 2 年均超过 1,000 起。



图例 4：美国 2022 年风险投资交易地域统计  
(来源：Pitchbook “NVCA Venture Monitor (Q4 2022)”)

### (三) 行业角度

根据 Pitchbook 统计数据，中国市场近几年交易量比较集中的行业大类包括软件、IT 硬件、商业产品及服务、消费产品及服务（就此项而言，2022 年上半年的交易金额仅有 19 亿美元，与 2021 年全年的 177 亿美元而言，有大幅下降）。就美国市场而言，投资者近几年比较热衷的行业包括企业技术、消费科技（与中国市场类似，2022 年的交易量及金额相比 2021 年有较大下降）、金融科技、生物科技和制药等。

## 二、中美 VC 项目的主要交易条款差异

### (一) VC 项目常用交易文件

#### 1. 中国项目核心交易文件

本部分所述“中国项目”，指中国公司的融资项目（“中国境内项目”），以及在中国境内主要开展运营、但融资平台设立于境外（例如开曼群岛）的公司的融资项目（“中国境外项目”，也经常被称为红筹项目）。整体而言，中国项目的 VC 交易没有行业通用的统一模板，通常由各方交易律师结合客户的交易习惯及指示起草，但各模板下的核心条款仍有较高的共通性。一般项目中的核心交易文件包括增资协议、股东协议和章程，主要内容如下表所示：

文件名称	主要内容
增资协议/投资协议	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 投资交易安排</li> <li>■ 陈述和保证</li> <li>■ 交割前提条件&amp;交割后承诺</li> <li>■ 费用及税务承担</li> <li>■ 违约赔偿、协议的变更和解除</li> </ul>
股东协议	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公司治理安排</li> <li>■ 股东特殊权利，包括优先认购权、优先购买权、共售权、拖售权、优先</li> </ul>

文件名称	主要内容
	清算权、回购权、反稀释、信息权及检查权、最惠国、优先分红权等； 境外项目一般还涉及到登记权
章程	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 创始人的不竞争义务及股权转让限制</li> <li>■ 对于中国境内项目，通常约定股东会、董事会的构成及表决程序，股权结构等</li> <li>■ 对于中国境外项目，部分股东协议中涉及公司义务的内容会直接在章程中进行约定，例如分红权、优先清算权、反稀释权、回购权、保护性事项等</li> </ul>

## 2. 美国项目核心交易文件

美国公司的 VC 交易中，通常会使用美国风险投资协会（NVCA）发布的全套文件模板，并由律师根据谈判情况及客户需求进行定制化修改，核心交易文件如下表所示：

文件名称	主要内容
Stock Purchase Agreement	与中国项目的增资协议/投资协议内容近似，但一般不包括交割后承诺、违约赔偿
Investors Rights Agreement	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 股东特殊权利中的登记权、信息权和检查权、优先认购权</li> <li>■ 公司和/或创始人的部分承诺</li> <li>■ 董事会层面的保护性事项</li> </ul>
Certificate of Incorporation/Bylaw	Certificate of Incorporation 中一般约定股东特殊权利中的分红权、优先清算权、股东会层面的保护性事项、转换权、反稀释权、回购权等；Bylaw 中一般会约定股东会和董事会的会议召开流程、选任流程、公司财年等事项
Right of First Refusal and Co-sale Agreement	股东特殊权利中的优先购买权、共售权等
Voting Agreement	董事会的构成（包括投资人的董事委派权）、拖售权等

## 3. 其他常见的附属交易文件

除上述以外，美国项目中还存在其他的附属交易文件，包括 Management Rights Letter、Indemnification Agreement、Stock Restriction Agreement 等，通常根据项目态势及投资人内控需求签署，和一般性的中国境外项目差别不大，此处不一一赘述。

### （二）中美 VC 项目核心条款差异

中美 VC 项目在核心条款上有比较多的共通之处，例如 VC 投资人作为优先股股东，一般都会有优先购买权、共同出售权、优先清算权、一票否决权等基本的小股东保护性权利，但是，我们在处理了大量的美国 VC 项目后，发现在一些核心条款上仍然存在较大的区别。

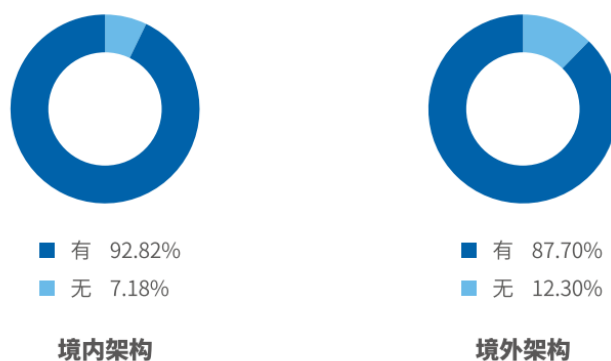
这个区别的背后，体现出两国 VC 行业的背景和理念确有差别。现代风险投资行业在美国已经有了近百年的发展历史，整个行业在这段漫长的发展过程中已经变得相当成熟，创业者的契约精神增强，投

资人在此之上对投资风险的承受能力亦变得更强，交易的核心条款经过近百年的谈判、沟通和司法实践亦已在行业参与的各方（包括 VC 机构、创业者、交易律师、司法机构等）之间形成了普遍的共识，且近些年 NVCA 通过其苦心经营促进了整个 VC 行业的法律文件标准化，提高了交易效率，进一步让此共识在行业参与者之间得到认可。

在中国，VC 发展历史不过短短二十多年，行业正处在高速发展的阶段，但是还未到成熟的阶段，因此，无论是投资人、创业企业、交易律师还是司法机构，行业的各方都在探索中前行，在投资的核心条款的解读和理解上也较美国 VC 行业更为谨慎，且尽管汉坤自 2017 年开始每一年都基于其参与的大量 VC 项目总结并推出的《汉坤年度 VC/PE 项目数据分析报告》已经在中国 VC 行业被广泛认可，但是 VC 行业基于此就核心条款达成相当的共识还需要一段时间，目前还是会基于项目有不少差异化处理。

例如，在中国项目中，公司甚至创始人的回购条款是一个基本默认会存在的条款，根据《汉坤 2021 年度 VC/PE 项目数据分析报告》<sup>3</sup>，在 2021 年汉坤参与的 VC/PE 项目中，境内架构的 VC 项目中，存在回购条款的比例高达 92.82%，而境外架构的 VC 项目中，存在回购条款的比例亦高达 87.70%。但是，在美国 VC 项目中，回购条款并不是一个非常普遍条款（虽然 NVCA 模板中存在回购条款，但亦特别批注了“*redemption provisions are uncommon*”），需要交易双方在商业上高度一致才会允许此类条款的存在，“硅谷无对赌”这句话流传甚广，亦是基于此等商业实践而来。

### 有无回购权条款

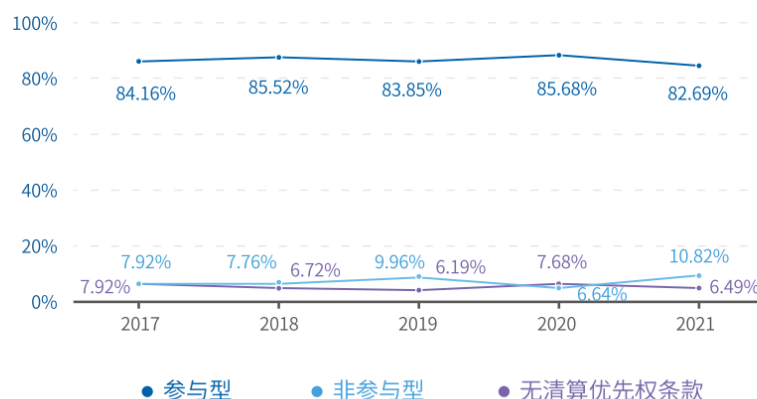


图例 5：2021 年汉坤参与的 VC/PE 项目中回购条款的采用情况  
（来源：《汉坤 2021 年度 VC/PE 项目数据分析报告》）

又如，根据《汉坤 2021 年度 VC/PE 项目数据分析报告》，在 2021 年汉坤参与的 VC/PE 项目中，在清算优先权的设计上，选择了参与型清算优先权的比例在近五年均高达 80% 以上，意味着绝大部分的清算优先权条款均采用了参与型（对投资人相对有利），而在美国 VC 项目中，根据我们参与的大量美国 VC 项目的观察，参与型的清算优先权与非参与型的清算优先权的比例并没有这么悬殊，其比例在一定程度上甚至可以说是旗鼓相当，反映了美国 VC 与创业者之间的博弈和平衡。

<sup>3</sup> 汉坤 2021 年度 VC/PE 项目数据分析报告，  
<https://www.hankunlaw.com/upload/newsAndInsights/88fd6dc1b59d81b6a3d67e85a0665d30.pdf>。

清算优先权近五年趋势

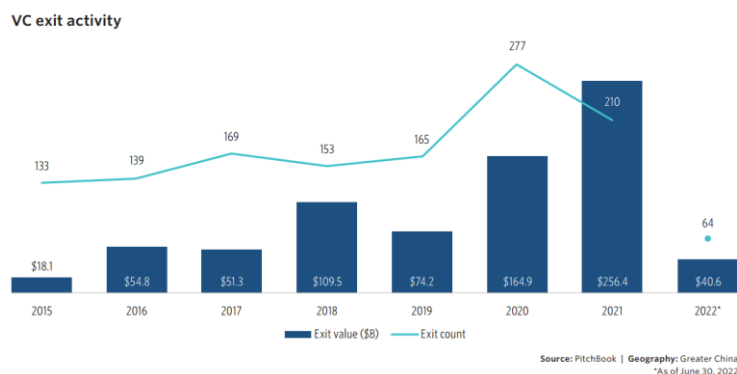


图例 6：2021 年汉坤参与的 VC/PE 项目中清算优先权的趋势  
(来源：《汉坤 2021 年度 VC/PE 项目数据分析报告》)

### 三、中美 PE/VC 交易退出路径

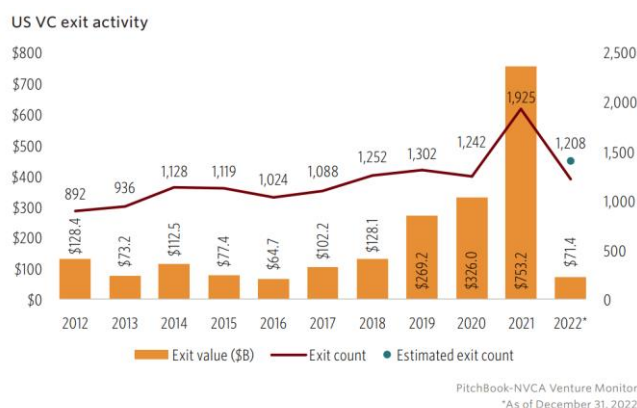
#### (一) 2022 中美 PE/VC 项目退出概况

根据 Pitchbook 发布的 2022 上半年中国风投报告，中国风险投资市场 2021 年全年通过 210 笔交易，实现了约 2,564 亿美元的退出交易；但 2022 年上半年仅发生 64 笔退出交易，实现了约 406 亿美元的退出，退出交易的速度显著放缓。



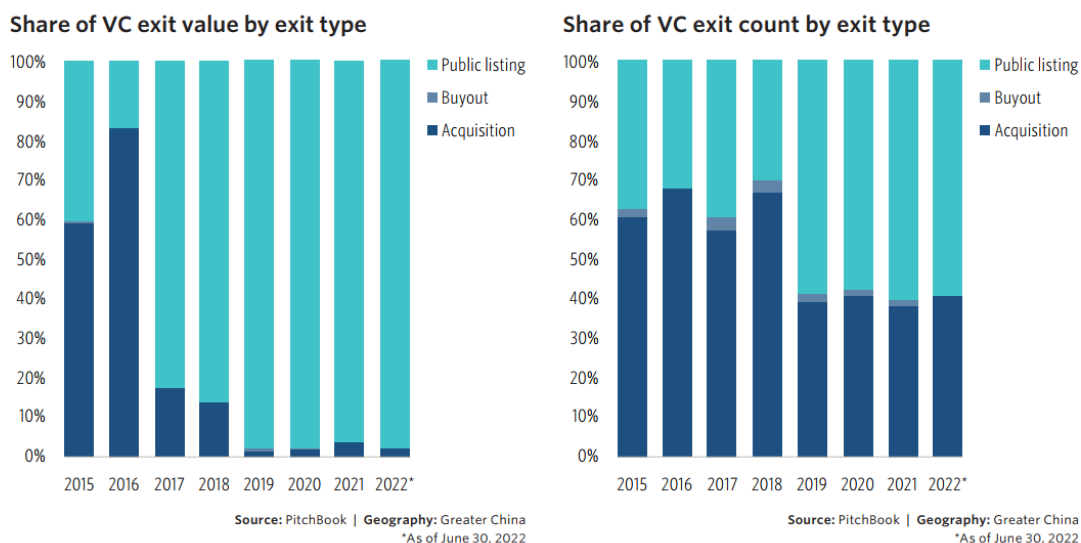
图例 7：中国 2015 年至 2022 年上半年风险投资退出交易统计  
(来源：Pitchbook “Great China Venture Report (H1 2022)”)

而根据 Pitchbook 发布的 2022 NVCA 风投报告，相比 2021 年，美国风险投资市场在 2022 年的退出交易金额相较 2021 年水平显著下降约 90%，是 2020 年的约 20%，但交易数量基本和 2020 年持平。



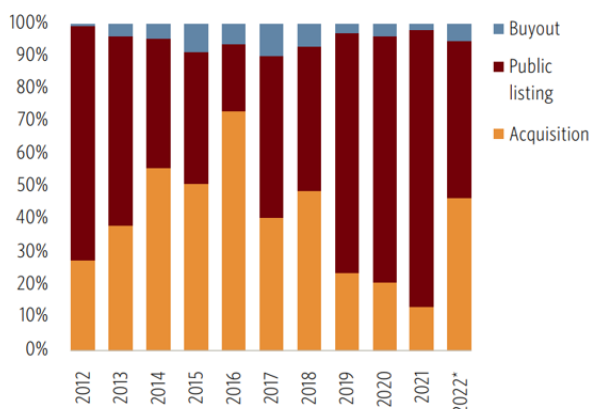
图例 8：美国 2012 年至 2022 年风险投资退出交易统计  
(来源：Pitchbook “NVCA Venture Monitor (Q4 2022)”)

Pitchbook 在前述报告中针对中美市场下的退出方式类型进行了进一步统计。结合相关数据可以看出，总体而言，公开发行的交易金额占比越大，该年份总体的退出交易金额越大，即在中美市场下，相关投资人主要通过公开发行上市来实现高价值的退出。2022 年中美市场退出交易金额的整体下降，主要是由于两个市场下公开发行上市项目的数量大量下滑而带来的影响。



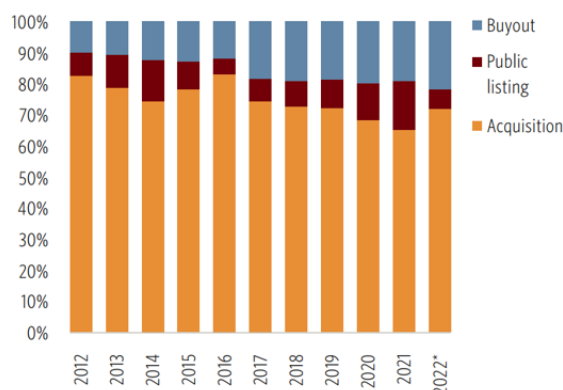
图例 9：中国 2015 年至 2022 年上半年风险投资退出类型统计  
(来源：Pitchbook “Great China Venture Report (H1 2022)”)

Share of US VC exit value by type



PitchBook-NVCA Venture Monitor  
\*As of December 31, 2022

Share of US VC exit count by type



PitchBook-NVCA Venture Monitor  
\*As of December 31, 2022

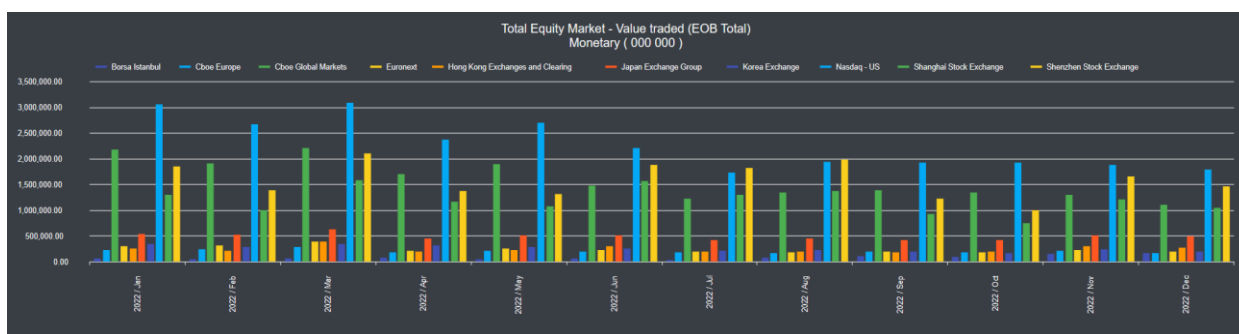
图例 10：美国 2012 年至 2022 年风险投资退出类型统计  
(来源：Pitchbook “NVCA Venture Monitor (Q4 2022)”)

## (二) 常见退出形式介绍

### 1. IPO

作为全球金融中心，美国拥有着世界上规模最大的证券市场，设有包括纽约证券交易所（NYSE）、全美证券交易所（AMEX）、纳斯达克证券交易所（NASDAQ）和招示板市场（OTCBB）在内的全国性交易所，和费城证券交易所（PHSE）、太平洋证券交易所（PASE）、辛辛那提证券交易所（CISE）、中西部证券交易所（MWSE）以及芝加哥期权交易所（CBOE）在内的区域性证券交易所。

其中，交易最活跃的为纳斯达克证券交易所。根据 World Federation of Exchanges<sup>4</sup>的统计数据，2022 年各月份，纳斯达克证券交易所股票交易量基本都维持着全球领先水平，高于上交所和深交所，只在 7 月和 8 月低于深交所。



图例 11：2022 年各交易所股票交易总价值对比  
(来源：world-exchanges)

从上市规则而言，美国上市是典型的注册制，宽进严管，上市门槛低，强调后续监管，且普遍允许双层股权结构，不同种类股权持有人享有不同的权利，对科技公司、创新公司比较友好，众多中国大型互联网公司都选择了在美上市。

<sup>4</sup> <https://statistics.world-exchanges.org/Highlight>.

依然以纳斯达克为例，共有三个等级可以选择，分别为纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场、纳斯达克资本市场；上市公司需要满足收入、现金流、市值、股东权益、股东人数、做市商人数等条件，每个等级的条件门槛各不相同。例如，在纳斯达克全球市场上市的公司至少需要满足以下标准<sup>5</sup>，包括：

- 每股标价至少为 4 美元；
- 公众持股至少为 110 万股；
- 至少有 400 名股东持股不低于 100 股，且其中至少有一半的股东，其每人所持有的非受限股票的市值至少达到 2,500 美元。

此外，上市公司还需要满足特定的收入、股东权益、市值、总资产及总收入标准中的至少一种组合标准，才能够在纳斯达克申请上市。

## 2. 替代性上市方案：直接上市（Direct Listing）和 SPAC

在美国，直接上市制度是 IPO 的一种替代方案，公司可以选择不通过 IPO 发行新股并上市交易。与 IPO 相比，直接上市的环节更加简化，降低了发行人上市的成本。参考 Practical Law<sup>6</sup> 对 IPO 和直接上市的介绍，我们对二者的主要区别简单总结如下：

对比事项	IPO	Direct Listing
概念	公司通过发布招股说明书向公众销售新股	公司已发行的股份在证券交易所直接上市，成为公开交易的股票
新股	发行新股	不发行新股
老股	公司可以允许现有股东在首次公开发行人时，与新发行的股份一起出售	现有股东可以向公众出售他们的股份
定价方法	承销商根据意向投资者的情况准备订购簿，并根据投资者的偏好与公司商定价格	根据私募市场转让价格确定。
费用	SEC 和 FINRA 备案、审计和法律费用	少于 IPO，无 FINRA 备案
稀释	取决于新发行的股份	无
尽职调查	承销商对披露文件的参与度较高，以满足尽职调查要求	公司及其顾问在准备披露方面承担更多责任
SEC 披露	相似的文件和披露要求	
SEC 审查	SEC 对两者的审查相同，但直接上市可能会受到 SEC 的更多关注，并可能需要与 SEC 进行更密切的协调	

除此以外，SPAC（Special Purpose Acquisition Company）也是前几年资本市场上讨论较为热烈的上市方式，其主要是指通过成立上市壳公司进行融资，并在一定时间内（一般为两年）通过合并、股份购

<sup>5</sup> “The Nasdaq Stock Market LLC Rules”, <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules>”。

<sup>6</sup> “Comparing Traditional IPOs and Direct Listings: Chart”, [https://1.next.westlaw.com/Document/Id12bae89045e11ed9f24ec7b211d8087/View/FullText.html?originationContext=document&transitionType=DocumentItem&ppcid=442f4f4eb4e84a45abbb6ed30b460052&contextData=\(sc.Search\)&firstPage=true](https://1.next.westlaw.com/Document/Id12bae89045e11ed9f24ec7b211d8087/View/FullText.html?originationContext=document&transitionType=DocumentItem&ppcid=442f4f4eb4e84a45abbb6ed30b460052&contextData=(sc.Search)&firstPage=true)。

买、股份交换、资产收购、重组等形式并购一家未上市的目标公司，使该目标公司间接完成上市的方式。就在刚刚过去的1月，汉坤就代表豪华电动车制造商路特斯科技有限公司和SPAC主体L Catterton Asia Acquisition Corp完成了De-SPAC和上市交易。但整体而言，由于2022年SPAC市场融资情况整体表现欠佳，且随着SEC在2022年3月30日提出了一项新的关于加强SPAC及其他壳公司信息披露和监管的修正草案，潜在的增加了承销商的业务风险，美国市场上的SPAC热度已经没有之前那么高。

### 3. 并购

除了传统的上市和替代性的上市方案以外，并购也是常见的退出渠道，主要包括以下几种典型方式：

- 资产收购：买方向目标公司购买特定的资产和负债，标的公司保留剩余未购买的部分，交易完成后买卖双方仍然保持各自的公司结构。
- 股份收购：买方从目标公司的股东处直接购买目标公司的股份并整体收购目标公司，交易完成后目标公司成为买方的子公司。
- 企业合并：两家公司合并为一个法人实体，新实体继承原实体的全部资产和负债，如探索公司（Discovery）和华纳传媒（WarnerMedia）合并为新公司华纳探索（Warner Bros. Discovery）。

相比中国市场，美国市场化的大型并购交易更为常见，包括如下较为知名的收购交易：

时间	收购方	被收购方	收购金额
2022	马斯克（Elon Musk）	推特（Twitter）	约 440 亿美元
2022	辉瑞公司（Pfizer）	Biohaven Pharmaceuticals	约 116 亿美元
2022	博通（Broadcom）	威睿（VMware）	约 610 亿美元
2022	惠而浦（Whirlpool）	爱适易公司（InSinkErator） （艾默生电气（Emerson Electric）旗下子公司）	约 30 亿美元
2022	亚马逊（Amazon）	iRobot	约 17 亿美元
2022	Adobe 公司	Figma	约 200 亿美元
2022	谷歌（Google）	Mandiant	约 54 亿美元
2022	黑石集团（Blackstone）	American Campus Communities （ACC）	约 128 亿美元
2022	甲骨文公司（Oracle）	Cerner	约 283 亿美元
2021	微软（Microsoft）	Nuance	约 197 亿美元
2021	亚马逊（Amazon）	米高梅影业（MGM）	84.5 亿美元

总体而言，作为传统的世界金融中心，美国市场的交易模式相对成熟，投资人风险承受能力相对较高，交易量大，退出渠道更为灵活，也逐渐成为中国创始人出海创业及投资人寻找投资标的的热门目的地。

敬请注意，本指南中涉及境外的内容，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，及我们的实践经验制作，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。

## 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](mailto:sheng.li@hankunlaw.com)