網路公司與創投的協議投資過程與合約中常見的優先股條款

在中國網路產業在美國相繼掛牌，如新浪、百度、盛大遊戲、網易、第九城市、土豆網等；也有在香港掛牌，如阿里巴巴、騰訊、中華網科技、網龍網路、金山軟件等等。這些掛牌企業，無不是在中國境外取得國外投資人（尤以國際私募基金投資人為甚）的資金後，在境外租稅天堂成立一控股公司，再透過香港子公司公司在中國境內設立一外資獨資孫公司後，透過各種協議達成控制真正運營的中國內資公司。

因為境外租稅天堂當地法令甚少監管的情況下，使得這些境外控股公司有著靈活的公司操作，當國際私募基金投資人在這些境外控股公司進行投資時，所注重的各項投資保護條款，不受當地法令的限制，都能逐一約定在投資合約中，形成有效具拘束力的協定。台灣的網路產業如何借鏡此一發展優勢，提供台灣網路創業者的一個資本運作機會，達到國際上市公司的規模，也許能以探究這些中國網路產業的上市經驗，獲得啟發。本文將介紹國際私募之創業投資基金(VC)投资初始階段的網路公司的必要法律進程，同時也介紹這些投資人所青睞的優先股條款。

第一步　VC 與目標公司的初步接觸

在投資案件中，當投資人鎖定某投資標的後，需要開始進行瞭解程序。然而，目標公司也非像開架式商店一般，任憑潛在的投資人隨意調查瞭解。此時，投資人除了透過打探，通常還須投資人與目標公司的負責人及其他財務人員接觸，初步瞭解核心業務之營運與財務狀況，此時，一般目標公司在投資人願意簽訂保密協議的前提下，會提供公司的財務報表以供投資人提出其擬投資的條件，如每股投資價，股權比例等商業條件。

第二步　VC 與目標公司及主要股東簽訂意向書

投資人在瞭解基本的財務資訊後，會向目標公司提出其商業條件。若雙方認為此條件尚可接受，則雙方將展開意向書之協議。雖然意向書在目前的商業慣例上並不具法律拘束力（除少數條款會約定拘束力外，此部份將於後解說），但是意向書是極為重要的投資法律文件。它的作用在於開啟了投資的正式程序，同時也奠定了往後投資的條件基礎，很多時候如投資過程遭遇一方當事人無理要求，則回到意向書的精神與約定，卻也能提供雙方化解歧見的絕佳方式。因此，不能因為其不具法律拘束力，而等閒視之。

意向書中最重要的財務資訊為目標公司估值及該估值為基礎所計算出來的股權比例，及售價，其中以目標公司估值為最核心問題。估值的確認是投資人與目標公司的首項角力戰,由於公司估值是指著眼於對目標公司的內在價值進行評估，且又決定於公司的資產及其獲利能力。資產狀況在財報中容易確認，然而獲利能力就是一個使估值變動的因素。

慣例上，意向書中的協定，商業性條款部分不具法律約束力，也就是君子協議，當事人間展現最大的誠意，僅在道德上形成拘束而已。然而，由於意向書階段雙方已經展開第一步的正式接觸,也都開始付出了成本,比如專業機構的費用：如委託財務顧問、律師、會計師、鑑價機構等的費用，因此，雙方也非一番兒戲，任憑沒有拘束力的道德約束建立雙方的信任，謹介紹意向書通常對於以下事項約定具有約束力的條款：

(一)、 獨家議約權

通常雙方會約定在簽署意向書之日起的某一期間為排他期限,在這期限之內投資人有權與目標公司就擬進行的投資的條款進行獨家談判。在排他期限內，目標公司和其現有股東不得引誘、招募任何除定意向書的投資人以外的潛在投資者、與其討論、談判或簽訂關於對公司股權或債券等進行投資的任何提議、備忘錄、意向書、協定或其它安排。雙方可以書面形式終止排他期限。如雙方同意，排他期限也可延期。

一般違反的效果是，若目標公司及任何現有股東違反前述排他承諾，公司應向該投資人賠償其因進行投資程序而合理產生的所有交易費用（包括律師費、會計師費用、盡職調查費用以及其它費用）。

(二)、 有效期限

雙方通常約定意向書自簽署之日起某一期限內有效。若屆時各方還未簽訂關於投資的最終合約，本意向書自動失效。這樣的期限通常與獨家議約權的期限一樣。

(三)、 提供資料與資訊條款

意向書一旦簽訂,投資人即可依照約定的方式,對目標公司進行盡職調查,為了在有效期限內爭取時間完成盡職調查,目標公司需要配合投資人的要

求，依照投資人提供的調查清單，逐一提供完整、正確、不隱瞞、不疏漏的資訊。此一步驟應為投資過程不可或缺的一步，正是揭開目標公司面紗的根據，因此也須作為具有約束力的條款。

(四)、 保密條款

在意向書中的保密條款通常有兩種狀況：

(1) 對意向書中各條款及所有協定事項以及投資人及其關聯方的身份保密

目標公司和主要股東都應對意向書中各條款及所有協定事項以及投資人及其關聯方的身份保密。如果需要向包括媒體在內的第三人披露與意向書述交易有關的任何資訊，則必須事先取得投資人書面同意。

投資人要求此單方承諾的原因，實與獨家議約權有關，也就是說若目標公司或主要股東對外自行宣稱某投資人將進行投資，甚而揭露一些交易條件，在敏感的協商時期，很容易造成讓第三人提高價格或增加其他條件搶親的可能，而獨家議約權也無法落實了。

(2) 投資人需對目標公司提供的資料與資訊條款保密

投資人及其他因職位所能知悉的員工,以及外部所聘雇的專業顧問，應向目標公司負擔盡職調查程序中所取得資訊負擔保密責任。

由於投資的過程，揭露目標公司重要的訊息在所難免，未免有心人士利用此一機制，前來探窺目標公司的商業機密，則需加強要求投資人在此範圍所負擔的保密責任。

(五)、 費用分擔條款

一般狀況，各方將各自承擔談判，草擬文書，及投資交割所產生的費用。但是在投資交割之後,通常會約定在一定限度內由目標公司吸收投資人為投資所支付的所有審計費、律師費、其它專業人士費用以及合理費用。

然而，這衍生了一個問題，如果本次融資因為某一方的原因而不能繼續，則費用又應如何分擔呢？一般的作法為，若是目標公司方面的原因而不是投資方的原因無法繼續進行，則目標公司需承擔投資方所發生的費用。如果本次融資因為投資方的原因而不是目標公司的原因無法繼續進行，投資方將承擔其自身的費用。

(六)、 準據法與管轄法院

對於國際私募基金在台灣的投資，除約定投資當地的法律與管轄法院作為解決糾紛的方式，因為可能真正投資的標的為境外公司（如開曼群島、英屬維爾京群島、香港公司等），在實務上則多會約定是香港法律作為準據法，並以香港法院作為管轄法院，以取得雙方因為在地域上的不同，而能有一個平衡點。

第三步　投資人開始進行盡職調查

完成了意向書的簽訂，就可以展開盡職調查(Due Diligence Investigation)，內容一般包括：目標公司所在行業研究、股東、董事、歷史沿革、人力資源、行銷與銷售、研究與開發、生產與服務、採購、法律與監管、財務與會計、稅收、執行資訊系統等。投資人將組成盡職調查小組，由行業專家、業務專家、行銷與銷售專家、財務專家、法律專家等擔任。

由於目標公司與投資人之間經常產生資訊不對稱之情形，這樣的情形，導致了極大的風險：目標公司有無存在著債務黑洞，如非正常管道的借款、目標公司與股東之間或與關連公司的不正常借貸，且這些借貸未體現在公司符合公司治理程序的決議上，僅存在一份簡單的借據；又或者目標公司有一些附隨潛在的債務，存在一些商業合約中；還有目標公司是否存在著為他人做擔保的風險；又目標公司是否存在著人員負擔的黑洞，如目標公司有無依照法令確實做到勞工保險，有無因為沒有遵守法律規定，受到裁罰的可能；員工有無對目標公司提出救濟請求，而對目標公司提出訴訟或檢舉；有無其他如訴訟、仲裁、行政裁罰狀況等等，都需要逐一了解。

以商業角度來看，估值高固然是目標公司追求的目標，但在高估值的狀況下，投資人進行盡職調查時，為了確認此估值的合理性，常給予地毯式的盡職調查方式，因為若在調查的結果中發現可以影響公司估值的因素，在討論正式投資合約時，可以作為調整公司估值的絕佳理由。

第四步　投資人與目標公司及其主要股東開始一系列合約的協商

完成了盡職調查程序，雙方會進入議定一系列合約的協商過程，基本需要的合約有投資合約與股東合約。主要規範投資人與目標公司及主要經營團隊間的權利義務，會記載交易雙方所協定的交易方式，交易價格、支付方式、交割條件、交割之前未經投資人同意不得進行的事項、交割之後目標公司及創始股東及主要股東應進行的事項、目標公司及創始股東及主要股東應陳述保證的事項、交易終止的條件、退出機制、對賭協議，還有其他的承諾事項。

在國際慣例上，合約的初稿多是由投資方提供草稿由目標公司方與其主要股東審閱，主要是合約撰擬的初始方，容易掌握合約中的優勢，其中所安排的權利與利益，也會較向合約草擬初始方傾斜，畢竟雖然進行過盡職調查，但是資訊不對稱的情況還是不能弭平投資人心中的疑慮。況且，目標公司處於需要資金的處境，比較會以儘量接受的前提，或是很不合理再提出的態度來做合同的審閱，這樣的慣例其實也使雙方在主觀上，不致造成對另一方的反感與反抗，反而能儘快促使交易進行。反之，若是由目標公司提供合約初稿，則投資方的防備心態已經築成一道圍牆尚未移除，目標公司的顧問律師自然也會以目標公司的利益出發撰寫該合約，則容易造成投資人的反抗心態升溫，害怕目標公司在刻意隱瞞事實的情況下，又以合約文字逃避了自己的責任，如此，合約的協商與談判，很容易進入雙方用最高規格交手攻防的情況，而造成了交易的波折不斷，甚至容易破局。

投資人關注的條款有：

(一)　防止股權轉讓條款

以投資人的角度，最擔心的是主要經營團隊的股權在投資人入股後，進行大幅度的變動，倘若沒有了股權，主要經營團隊是否會對於目標公司營運投注心力。而且因為投資人投資的公司估值，使主要經營團隊有了股價的基礎，進而出脫自己的持股獲利，這些都會使投資人的利益受損。

這樣的考慮下，投資人都會要求主要經營團隊未經投資人事前書面同意，不得將其持有之目標公司股份，或使主要經營團隊可控制之其他股東持有之目標公司股份予以出售、信託、轉讓、處置、贈與、抵押、質押、供擔保、供借款之用或設定其他負擔。

(二)　股權轉讓優先受讓權

當目標公司任一股東欲將其所持有之目標公司股份出售、轉讓或為其他類似處置時，投資人就該欲出售、欲轉讓或欲處置之股份享有優先權利。

(三) 防止股權稀釋條款

(1) 新股優先承購權

目標公司取得投資人事前同意而發行任何股票、證券或進行任何股權融資時，投資人應有權按其當時持股比例優先承購之。如此可使投資人的股權利益不致後續之增資而被稀釋。

(2) 轉換權

投資人對目標公司進行投資時，通常是購買某類優先股，該優先股在一定條件下可以按照約定的價格轉換成普通股，為防止其股份貶值，投資人一般會在投資協定中加入股權攤薄協定，是指在目標公司進行後續項目融資或者定向增發，或發生送股、股份分拆、合併等股份重組情況時，投資人避免自己的股份貶值及份額被過分稀釋而採取轉換價格作相應調整的措施，以確保其持股比例。例如：優先股按照 2 元/股的價格發行給投資人，初始轉換價格為 2 元/股。後來公司決定按照每 1 股拆分為 4 股的方式進行股份拆分，則新的轉換價格調整成 0.5 元/股，對應每 1 股優先股可以轉為 4 股普通股。在中國大陸近年的互連網投資案例中，普遍存在估值動不動就是百萬、千萬甚至數十億，對於那些處於創意、創新、創業的早期階段的公司或項目，更是可能還沒有產品/商品，有的甚至就是一紙夢想。在天使輪或 A 輪的投資，由於創辦人可能不具備如同投資人的高度財力，在不希望投資人的進入後，大幅稀釋其股權，多半希望用較高的估值，來鞏固其股權比例。然而，脫離現實的估值，也許能以實踐中的計算方式來達成，可是到了 B 輪，乃至 C 輪、D 輪的融資，在常理下估值會不斷攀升，如此也可能影響了後面投資人的參與意願，而造成融資的阻礙。因此高估值隨著目標公司的融資時期，可能在讓目標公司募集了大量的現金，且創辦人也確保了較高的持股比例後，但卻可能出現估值難以再攀升的窘境。在此，創辦人為使目標公司能以繼續營運，可能需要用較前次融資還低的估值，來吸引投資人，若發生此狀況，則可能需要進行複雜的股權調整，以保證原有投資人的持股比例。

(3) 對賭協議

另外一種在國外投資人投資中國大陸企業時，很常見的調整方式稱為對賭協議。投資方與目標公司對於未來不確定情況的一種約定。如果約定的條件出現，投資方可以行使一種估值調整協定權利；如果約定的條件不出現，目標公司則行使另一種權利。比如，雙方約定一個業績增長的對賭協議，在一定時間內，目標公司業績需達到一定的金額，若達到由投資方拿出其股權給目標公司的管理階層進行獎勵，若沒有達到，則調整該次投資的估值，由目標公司再向投資方增發股票。所以，對賭協議實際上就是期權的一種形式。通過條款的設計，對賭協議可以有效保護投資人利益，但由於多方面的原因,對賭協定在中國及臺灣的資本市場還沒有成為一種制度設置，也沒有被經常採用。但在國際投資案例中，對賭協議已經被廣泛採納。在創業型企業投資、成熟型企業投資中，都有對賭協定成功應用的案例，最終企業也取得了不錯的業績。

(四) 退場機制

此外,由於跨國的私募股權基金投資的標的公司多屬未上市櫃公司，不像投資高流通的上市公司股權可以隨時退場，故於投資前相當重視實地查核（Due Diligence）有關被投資公司之財務狀況、業務前景、訴訟風險及其他重大影響公司營運之因素，此點已於前述。私募股權基金於取得目標公司經營權後，通常即會開始整頓目標公司之內部組織與營運情況，因此會要求重大事項同意權，諸如針對增減資、聘用、撤換解雇經理人、調整公司營運方向、與第三人訂定重要合約、像銀行或其他人借貸、分配股利股息等事項，以使掌控目標公司的狀況，使其獲利成長，改善其營運情況，藉以提高目標公司的價值。

在完成上開目標後，國際私募股權基金通常將尋求退場，其退場機制其型態如：

(1) 掛牌上市

於經營後將目標公司予以掛牌上市，此時目標公司的股權將大幅增值，國際私募股權基金此時則可以出脫股權予以變現獲

利。

(2) 出售被投資公司

即將目標公司予以經營整頓後，該公司之價值也將因此提升，此時便將目標公司出售給其他同一產業之經營者或出售給其他的私募股權基金。

(3) 分割

先將目標公司虧損之部門予以裁撤或將其與公司分割之，只留下能獲利的部門加以整頓經營，日後再出售獲利之。

(4) 合約約定實務

這些退場機制，反應在交易合同上通常有下述約定：

(a) 參加股權出售之權利

目標公司及主要經營團隊承諾，並應使目標公司其他原有股東亦承諾，若目標公司任一股東（下稱「轉讓股東」）欲向第三人將其持有之目標公司股份，出售、轉讓或為其他相似處置，投資人（下稱「參加股東」）依合約約定收到轉讓股東發出之讓與通知後特定期限內，得寄送書面通知（下稱「參加通知」)予該轉讓股東，載明亦決定以一樣條件出售其持股予該第三人。除非該第三人同意於同一時間且依相同條件就所有股份進行收購外，轉讓股東不得進行其股份之出售、轉讓及其他相似處置。轉讓股東於收到參加通知後特定期限內，應使參加股東於參加通知中所載欲出售之股數，一併出售予該第三人。但若轉讓股東與參加股東擬出售之股份,合計超過第三人擬收購之股數時，應依轉讓股東與參加股東之持股比例減少各自擬出售之股數。

(b) 整體出售

於目標公司在證券交易所掛牌上市前，若有任何第三人同意以不低於投資人與目標公司所約定的價格購買目標公司所有股權（以下統稱為「整體出售」)，且投資人同意整體出售，則主要

經營團隊應同意出售其持有之目標公司全部股份，並應促使目標公司其他全體股東同意出售股份，以完成目標公司之整體出售。

這樣的約定，固然能達成投資人的出場意願，然而，在這樣的條款下，所約定的整體出售價格不會太高，若真啟動此條款出場，其實會讓目標公司有賤賣的可能，而為原始股東所不能接受。因此在實務上，此條款的落實，會涉及非常複雜的公司股東會與董事會之角力戰。

(c) 清算優先權

於投資人依投資合約認購新股之交割日後至目標公司於證券交易所掛牌上市或完成整體出售前，若目標公司破產、解散、清算、重整、出售公司的所有或大部分資產、與其他公司合併或有類似情事時，投資人有優先於目標公司其他所有股東獲得清償的權利，且在其他股東獲分配後，如目標公司仍有可供分配的剩餘資產，投資人並得與其他股東共同參與分配。

(d) 投資股東無轉讓限制出售其股權之權利

於投資人投資後一定年數內，若目標公司都沒有發生證券交易所掛牌上市或完成整體出售的情況，則投資人可以不受股權轉讓優先讓與予其他股東之限制及不受其他股東參加股權出售之權利，而能在外尋找有意願之第三人受讓。

因為基於其他股東股權轉讓優先受權讓及參加股權出售之權利的約定，投資人轉讓股權時，需要實踐通知、等待、與有意願的股東協商，若股東協商後仍不願意受讓，則轉而向第三人協商，此時該第三人可能因為等待過長的時間而放棄購買，而使投資人會進入一個困境，就是不斷尋找買方，再詢問原股東意願，讓投資人的出場難以實現。

(e) 贖回權

若目標公司未於約定期限之前完成整體出售或在證券交易所掛牌上市，則投資人有權隨時請求主要經營團隊依投資人於本合

約認購新股的價格，加計約定之年息，買回投資人依投資合約所取得之全部或一部目標公司股份。

在現在國際私募股權基金的投資政策下，為了控制投資風險，青睞於投資優先股，因此對於投資條件設下了很多約定，都是為了確保其股權不被稀釋，經營團隊達到營收目標，股權退出不受限制。而優先股中又因為投資的時間早晚而有區分，比如愈早投資的稱為 A 輪（或 A 系列）優先股，之後投資的依照順序，稱為 B 輪（或 B 系列）優先股、C 輪（或 C 系列）優先股，以此類推。而優先權利上，則為愈後面進入的優先權利大於前面一輪或系列的優先股，即 C 輪（或 C 系列）優先股權利優先於 B 輪（或 B 系列）優先股；B 輪（或 B 系列）優先股權利優先於 A 輪（或 A 系列）優先股。

臺灣目前對於股東種類，雖有簡單的區分，即普通股及特別股，但使用卻不普遍。如臺灣的公司法規定，所謂特別股係指表彰股東權所具之股息紅利分配請求權、剩餘財產分配請求權或表決權等權利內容異於普通股而言，故發行特別股之目的亦係為限制特別股股東其股東權之行使，例如，因欲興建廠房、購買機械以增產生產量能，然又不希望公司之決策方向受影響，故乃發行股息紅利分配具有優先分配權但表決權受限制之特別股。除非公司章程之變更有損害特別股股東之權利時，才約定除普通股股東決議，並需經特別股股東會之決議。這與國際私募股權基金機構，往往在投資時要求優先股股東對於公司重大決策事項有否決權或同意權有著重大的差異。這樣的狀況與中國是一樣的。因此這也說明了為何這些受國際私募股權基金青睞的網路產業都是走向了在租稅天堂設立一控股公司，達到其投資的目的。

作者：方倩芬，目前為北京對外經貿大學國際法學博士研究，北京市富鼎律師事務所併購與海外融資高級顧問、臺灣富鼎博瑞國際法律事務所併購與海外及大陸事務高級顧問。