

# 独角兽估值背后的条款

截至 2015 年 3 月 31 日

科百瑞 (Barry Kramer)、潘明科 (Michael Patrick)

和妮可·哈珀 (Nicole Harper)

Fenwick  
FENWICK & WEST LLP

## 背景

人们对于风投持股公司的高估值已经有了很多讨论，特别是那些估值达到 10 亿美元或以上的“独角兽”。不过，由于这些公司中的投资者通常会获得优先股，而不是在 IPO 中发行并由上市公司投资者持有的普通股，此类独角兽的估值不能直接与上市公司的估值进行比较。

为了更好地理解此类独角兽的估值，我们分析了截至 2015 年 3 月 31 日的 12 个月期限内以 10 亿美元或以上的估值进行融资的 37 家美国风投持股公司的融资条款。

我们分析的这些公司的平均估值为 44 亿美元；估值中位数为 16 亿美元；自上一轮融资以来，其每股平均增值百分比为 180%，每股平均增值百分比中位数为 100%。在这些融资交易中，约有 25% 是由传统风险投资者主导的，另有大约 75% 由非传统风险投资者（例如，共同基金、对冲基金、主权财富基金或企业基金）主导。

## 调查结果概览

我们的分析结果包括以下要点：

- 投资者的投资获得了相当数量的下跌保护条款，特别是在收购交易中的下跌保护，但估值上升时能够获得的收益则相对较小。
- 这些条款可能会导致前期投资者与后期投资者在清算事件中的利益分歧。
- 在估值最高的独角兽中，有很大比例采用了双重普通股股权结构，规定创始人/管理层（在某些情况下还包括其他股东）拥有超级表决权。
- 获得独角兽估值似乎成为前景看好的公司融资时的目标，因为在我们分析的公司中，有 35% 的公司估值处于 10 亿至 11 亿美元的范围内，表明这些公司可能为达到独角兽级别而进行了特别谈判。

## 调查结果

### ▪ 下跌保护

公司估值下降时，投资者可以使用不同的优先股条款保护自己的投资。此类条款包括：

- 清算优先权（此条款规定投资者可以在普通股投资者获得任何收益之前收回其投资；如果投资者享有高级清算优先权，则他们不仅可以在普通股投资者之前，还可以在其他系列的优先股投资者之前收回其投资）；

- **IPO 转换条款**（此条款的其中一条规定是，如果 IPO 发行价是某一特定估值（通常至少是投资者所支付的价值），则投资者持有的优先股在 IPO 中只能转换为普通股；或者规定如果 IPO 发行价低于某一特定估值，则投资者将获得额外的股份）。请注意，将已发行的优先股转换为普通股基本上是上市的一项要求；以及
- **反稀释调整**（此条款规定，如果公司今后通过非 IPO 融资途径以更低价格募集资金，投资者购买股票的价格将追溯性地降低）。

我们的分析表明，上述条款在独角兽融资交易中的使用比例如下：

### **收购保护条款**

优先于普通股的清算保护 – 100%

优先于其他系列优先股的高级清算保护 – 19%

### **IPO 保护条款**

IPO 最低发行价格不得低于超高估值的融资轮次的投资价格 – 16%

如果 IPO 价格低于超高估值的融资轮次的投资价格，则支付额外的股份 – 14%

### **未来融资保护条款**

加权平均 – 100%

棘轮条款 – 0%

**\*\*\* 分析：**与上市公司普通股投资者相比，独角兽融资交易中的投资者明显拥有更多的下跌保护。

这些保护措施在收购交易中尤为有力。例如，CB Insights 曾经报告，10 个价值最高的独角兽公司的估值总额为 1,220 亿美元，投入资本总额为 120 亿美元。由于所有独角兽融资交易都规定了清算优先权，因此在这些投资者遭受投资损失之前，公司的估值有平均 90% 的下跌空间；而且，如果这些投资者享有优于其他系列优先股股东的高级清算优先权，则能够承受幅度更大的下跌。

对于投资者的 IPO 保护力度不大。造成这种局面的部分原因可能是投资者假定 IPO 交易本身就是公司运营良好的表现，尽管独角兽公司有可能在运营良好的情况下仍以低于超高估值融资交易中投资者支付的每股价格的股价上市。约有 30% 的超高估值投资者享有针对折价 IPO 的强力保护条款。

在所有融资轮次中，未来融资保护均以加权平均反稀释保护的形式存在。这提供了一部分保护，但非常有限。

## ▪ **估值上升收益**

独角兽融资交易中的投资者还可以使用不同条款提高其在公司中的投资升值潜力。此类条款包括：

- 累积股息。
- 参与清算（此条款规定，当投资者在收购交易中收回其投资后，该投资者随后可与普通股股东一起分配剩余收益）。

- 倍数清算优先权（此条款规定，投资者可在普通股股东（也有可能是其他优先股股东）在清算中获得任何资金之前，收到多于其初始投资的资金）。
- 高于投资者所付价格的 IPO 自动转换阈值，此条款可确保超高估值融资交易中投资者在 IPO 时的收益。

如下所示，我们的分析表明这些条款很少使用：

**累积股息 - 0%**

**参与优先权 - 5%**

**倍数清算优先权 - 3%**

**高于投资者所付股价的 IPO 自动转换 - 11%**

**\*\*\*分析：**为独角兽融资交易中的投资者提供强力的下跌保护和相对有限的估值上升收益的结果之一：独角兽公司可以从很大估值范围内的交易中提早退出，特别是在收购交易中，由于此范围内的估值不会影响这些投资者的回报，投资者对具体如何退出交易并不感兴趣。例如，一位投资者向一家投资后估值为 100 亿美元的独角兽投资，而且该公司在此笔投资后共获得 10 亿美元的总投资，且该投资者拥有典型的不参与分配型清算优先权。在这种情况下，该公司以介于 10 亿美元至 100 亿美元之间的任何估值出售，对于该投资者而言并没有什么不同。这可能会导致这些投资者与在估值较低时投资的投资者相比有不同的战略利益。例如，创始人和早期投资者可能会欢迎以 80 亿美元出售公司的机会，但在这种情况下，独角兽融资交易中的投资者可能更希望暂不出售公司，而是尝试将公司估值提高至 100 亿美元以上，以便该投资者能够获得投资收益。

这种利益差异在风险投资中并不鲜见，但与过去整体估值较低时相比，对后期投资者影响不大的估值范围更广。解决这种状况的一种方法是让创始人/管理层/早期投资者在二级市场交易中出售部分股份，以减少其在提早退出时的利益。但在大多数情况下，如果在出售公司时存在利益差异，创始人/管理层和早期投资者将拥有占据优势的表决权。

## ▪ 超级表决权股份

22% 的独角兽公司采用双重普通股股权结构，这种结构规定一类普通股拥有明显高于另一类普通股的表决权。

在这些公司中，37.5% 仅为创始人和/或管理层提供了超级表决权普通股，25% 为创始人/管理层和早期投资者提供了此类普通股，另外 37.5% 为所有 IPO 前的投资者提供了此类普通股。

采用双重普通股股权结构的公司集中在市值更高的独角兽公司中，10 大估值最高的公司中有 70% 采用此类结构。

**\*\*\* 分析：**那些估值最高的独角兽的融资当中集中采用普通股双重超级表决权条款这一现象可能反映了以下预期：这些公司非常有可能上市，内部人士希望在 IPO 后保留重大表决控制权，而且这些公司具有能够获得这些条款的谈判筹码。

---

■ **免责声明**

在编制本报告时，会进行假设、整合和分析，概不保证本文提供的信息准确无误。泛伟律师事务所（Fenwick & West LLP）及其任何合伙人、律师、工作人员或代理均不对本报告中的信息（包括任何错误或不完整）承担任何责任。本报告内容并非作为法律建议或意见而提供，亦不得视为法律建议或意见。本调查报告中表达的任何关于风险投资环境或其他议题的观点，仅代表作者本人观点，不代表泛伟律师事务所的观点。

© 2015 泛伟律师事务所（Fenwick & West LLP）