

【新創園地專欄-范秉航】投資條件入門篇、看完別再說不懂

關鍵字：創新園地、新創、投資條件書、投資人、募資方程式

日期：2019.5.15

由美國 Angel Capital Association (ACA)¹所舉辦的年度峰會 (ACA Summit) 是全球首屈一指的天使投資活動，該會匯集 700 多位投資者，進行實務經驗分享、探討最新投資數據和趨勢，以及與北美天使的網絡連結。今年 4 月 24 至 26 日，為期三天的峰會於芝加哥召開，躬逢其盛成為必修的功課。

天使投資者在過去的形象描述，多半是指個人，因累積了一定的財富與產業經驗，願意且有能力投資於新創企業。對新創來說，天使投資者所提供的不僅是資金上的支持，更包含了產業人脈的鏈結，協助其進行產品的研發、生產與市場銷售，甚至提供因應規模擴張所需的募資機會。但對天使來說，如何維持投資新創的誘因成為重要的挑戰。簡單來說，答案就是「報酬」。由於新創事業處於「高風險」階段，真的要投資者掏出腰包，最大的誘因在於潛在的「高報酬」。然而要獲取高額報酬，單單有如天使一般的好心腸並不夠，更需要的是務實與專業的投資態度與方式。

基於此，ACA 的一項重要工作便是推動早期投資教育，藉由年度峰會以及不定期的研討會或工作坊形式，將專業機構型投資者的經驗與知識傳承予天使投資者。換言之，市場上出現越來越多專業與利潤導向的天使，投資方式越來越像創投。更多的聯合投資 (Syndicate) 、更嚴謹的盡職調查 (Due Diligence , DD) 等，將是早期投資市場的常態。

歷年 ACA 峰會的內容非常多元，而在這兩年則特別將投資課題列為峰會重點，安排專題研討。去年的主題是如何評估新創企業價值，今年為投資條件書 (Term Sheet)，將投資人應該關注的條件加以分析與討論。本文則將聚焦於 Term Sheet，分享來自於 ACA 峰會的觀點。

何謂投資條件書

相信對新創企業或是早期投資者 (創投或天使投資者) 來說，投資條件書並不陌生。其通常會出現在盡職調查達到一個階段或是完成之後，投資者希望進行投資時，將投資條件以文本方式給予被投資的新創企業。在約定時間內，新創企業可以檢視每項條件，決定是否接受。其目的是為了簡化投資談判協商過程；概述投資交易的關鍵項目；作為外部投資者利益的基礎；以及未來法律文件研擬的指南。

1 美國 Angel Capital Association (ACA · 天使資本協會) 成立於 2004 年，是由超過 14,000 名合格天使投資人 (accredited angel investors)，以及 260 個天使組織、平台與家族辦公室組成，擁有北美最豐富的早期投資群，累計已投資超過 2 萬家新創企業，為全球最大的天使專業發展組織。雖然 ACA 本身並未進行投資，但透過「知識共享」、「人脈網路」與「政策影響」等層面，推動早期投資人、創業者與社群的發展，支持創新創業生態體系的正常發展。

時至今日，雖然個別公司條件不同，但已有許多機構公布 Term Sheet 的基本模板供投資者參考。例如美國創投協會（ National Venture Capital Association，NVCA ）的投資條件書範本（ <https://nvca.org/resources/model-legal-documents/> ），或是 SeriesSeed 提供適用於種子階段的簡版投資條件書（ <https://www.seriesseed.com/> ）。另外也有一些非股權的模式，如美國知名加速器 Y Combinator 的 SAFE 與 500 Startups 的 KISS，在此不做贅述。

進一步討論前，對 Term Sheet 應有一些基本理解。對新創企業來說，首先，拿來交易的是特別股，亦即附條件的股份。至於普通股交易，不在議定投資條件的討論範疇。對特別股有興趣的讀者可以參考 FINDIT 平台上林陣蒼會計師的文章「【募資方程式】新創企業如何使用特別股」。其次，拿到 Term Sheet 不代表確定投資。為了避免 DD 時程拖太久，投資者可能會先發出 Term Sheet 以確保不會錯過投資時機。但在完成所有的 DD 作業、簽訂契約、撥付投資金額前，交易都有可能發生變數。

對投資者來說，由於是在早期階段，Term Sheet 的擬定原則在於能讓「未來」或至少「下一輪」的投資者能欣然接受。換言之，提出太多條件時，要考慮到未來加入的投資者也會提出至少相同水準的條件。此外，應避免要求有可能會在未來需要花費精神撤銷的特別條件（如過於嚴格的對賭條款），以及過高的估值。

一般來說，Term Sheet 的架構分為四個部分，募資與股權、管理與控制、投資者權益與保障、退場與流動性。每個部分都攸關投資者與被投資新創間的權利義務，且往往並不一致甚至互相衝突（所以才需要談判）。以下分別說明：

1. 募資與股權

在企業募資與股權問題上，對投資者來說，總是希望能分到最大的那塊餅，優先獲得經營利潤，並確保員工認股的部分不會稀釋他們的持股。但對新創企業來說，所考慮的自然是不願意分出太多的股份，或是燒光資金。在此情況下，募資與股權議題中基本上有五個項目會列在 Term Sheet 上：這一輪的募資金額（ Round Size ）、交易前估值（ Pre-money valuation ）、優先清算權（ Liquidation preference ）、期權池（ Option pool ）與股利（ Dividends ）。每個項目都有值得探討之處，囿於篇幅有限，僅說明相關條件的擬定重點。

Round Size 的設定需要考慮的是時間。募資的目標是為了協助企業發展到一定階段，但時間往往不站在新創這邊。投資者評估的是燒錢率、未來募資市場的風險、募資本身所需要消耗的成本與時間，以及這筆募資金額如何能幫助企業完成這一輪所設定的里程碑，並撐到下一輪？因此往往會設定一個比原先評估更高的 Round Size 。

Pre-money valuation 是一個複雜卻也重要的問題，有興趣深入了解的可以參考 FINDIT 平台上的相關文章。估值在設定上除了仰賴市場的數據之外，更重要的是投資者的經驗與 Know-how。換言之，不同投資者會因為產業人脈與資源的不同，對同一家公司給出不同的價值判斷。在眾多變數當中，唯一不變的道理是「估值給的越高，失敗的風險也越高」（除非你是隻獨角獸）。

Liquidation preference 包含兩個部分，Preference 與 Participation 。Preference 代表投資本金的清償，可以設定為 1X 、 1.5X 或 2X 。對早期投資者來說，由於下一輪的外部投資者極有可能會提出至少優於前一輪的條件，因此太早設定超過 1X 是不太明智的。Participation (參與權) 則是指

優先清償後剩下的分配權，分為 Non-participating (非參與) 與 Participating (參與) 兩種。以 1X Preference 與 Participating 來說，當新創被收購時，投資者除了可以先拿回本金，也可以按持股比例分得剩下的金額。Non-participating 意指不參加剩餘的比例分配，但「絕大部分」的投資者會選擇不拿回本金，而是立馬執行股權轉換，以換取等比例的收購金額。另外，Participating 又分為 Full-Participating 與設了天花板的 Participating，這些都會影響到創投與新創在收購價格上的利益分配問題。

Option pool 是新創企業用以激勵員工士氣的工具之一，透過員工認股的方式讓努力與收穫形成正向關係。投資條件中通常會要求新創保留一定比例的 Option pool，例如一家交易前估值 800 萬的新創企業，投資 200 萬，交易完成後創辦人持有公司 80% 的股權，投資人持有公司 20% 的股權。若設立一個 15% 的期權池，創辦人與投資者股權比例都會相應地被稀釋，結果是創辦人持股 68%，投資人持股 17%，期權池 15%。雖然看似創辦人手頭上的股票價值縮水，但這期權池裡的股份也不會進投資人的口袋。與其將其視為投資人壓低價格的手段，還不如正向看待其激勵員工的意義，畢竟投資人也會擔心員工努力誘因不足。最後則是股利 (Dividends) 的部分，但新創企業通常不會有盈餘可以發放股利，而投資人多半也不會做這種殺雞取卵之事，故在此不多做贅述。

2. 管理與控制

在企業管理與控制問題上，對投資者來說，資訊權是基本要求，再來便是公司的話語權與控制權，避免創辦人的決策對公司帶來危害。但對新創企業來說，最不希望失去的便是公司的控制權，一方面需要跟投資人經營好關係，另一方面能帶領公司往自己想走的方向前進。在此情況下，管理與控制議題中主要有三個項目會列在 Term Sheet 上：董事席次、資訊權、創辦人要求事項等。

董事席次應該是最能直接影響經營決策的位子，除了保密條款外，董事會上的投票權 (Voting right) 或觀察權 (Observation rights) 也是 term sheet 上的重要項目。另外，下一輪增資的參與權偶爾也會出現在投資條件中。對新創來說，納入一位具有經驗與名望的董事加入，對企業經營或募資都會帶來正向的幫助。

對外部投資人而言，資訊權是做投後管理的重要項目。除了定期 (通常是每季) 的經營報告與財務報表外，不定時的檢查與年度的審計都是對投資權益保障的重要條件。其次是對創辦人的要求事項，常見的內容例如：為了避免投資完成後，創辦人離開公司，因而以合約限制在一定期間內的創辦人股權轉讓；或是設計競業條款，避免公司高層離職後在同一領域另起爐灶。

3. 投資者權益與保障

在投資者權益與保障問題上，對投資者來說，自然是希望自己手上持股的價值不會降低，而且有更高的優先性。其中最為關鍵的項目就是未來的參與權 (Participation rights) 與反稀釋條款 (Anti-dilution protection)。不論是天使投資者或是創投，對下一輪募資的參與權直接影響其投資獲利，至關重要。簡單來說，即是確保手中的持股比例不會因為下一輪的增資而減少 (Pro-rata rights)。與其相關的則是 Right of first refusal (ROFR)，投資人可以優先購買來自創辦人、持股員工或其他投資者的股票。相反的，則是共售權 (Co-sale rights 或 Tag-along rights)，當企業經營變差，投資人可以按等比例與企業共同賣出持股。

另外值得一提的是某種程度上被汙名化的反稀釋條款。要先澄清的是，當公司價值下滑，反稀釋條款才會啟動。換言之，如果公司募資每一輪股價都是上漲的，雖然舊股股權會被稀釋，但其實股票價值提高，並沒有反稀釋的問題。唯有當公司經營不善或任何因素，導致新一輪募資股價低於前一輪時 (Down Round)，反稀釋條款才會起到作用。這對外部投資者來說其實是一個保護機制，避免創辦人故意低價發行新股並自行認購，從而大量稀釋外部投資人的股權。

反稀釋條款並不容易觸發，大多數的情況是新創企業經營出現問題或成長不如預期，資金用罄時，投資人選擇放手讓其倒閉。只有在少數情況下，投資人認為只要再投入一筆資金即可度過難關時，才會願意用較低的股價認購。反稀釋的方法上大致分為 Full Ratchet 與 Weighted average 兩種，Full Ratchet 是指新一輪所有的價值下修都由普通股股東 (新創團隊) 承擔，擁有反稀釋條款的股東(投資人)將透過較低的優先股轉換價格轉換得較多普通股，從而抵銷股價下修的影響。Weighted average 則是一種介於 Full Ratchet 與無反稀釋條款間的折衷之道，透過設定好的公式決定下修的新股價，損失的公司價值由新創團隊與投資人共同承擔。

4. 退場與流動性

在退場與流動性問題上，投資人要先確保的是能安全下莊，不會被限制轉讓，創辦人則是應避免將個人資產暴露於風險之中。首先是與 ROFR 相類似的條件，投資人有權在原來的投資條件下購買由創辦人釋出的股份。當然，前提是這家公司經營狀況良好且持續成長。

其次是強賣權 (Drag-along right)，在擁有一定比例的特別股與普通股股東同意下，即可決定將公司股份強制出售。對其他的持股者來說，或許會對這項強勢的條款有所疑慮，但這項條款的執行不僅需要特別股與普通股股東同意，執行也不盡然對公司是一件壞事。畢竟與令人失望的退場相比，更加糟糕的是完全退不了場。

最後是回購權 (Redemption rights)，投資者有權要求公司或其他股東按約定的金額購買他們持有的股權，以求安全退出。約定的回購金額通常會在原有投入資金的基礎加上一定比例的溢價。

投資條件停看聽

籌集資金是創業過程中的必經之路，而當面對外部投資人時更需要謹慎以對。歷經冗長的募資與 DD 的過程後，投資與被投資者雙方的利害關係從投資條件開始。其內容包含的是投資人與新創對未來公司發展的期許，確保的是雙方的權利與義務。

對投資於新創企業的投資者來說，條件的擬定不應只考慮維護自身的權利與保障投資，更應注重未來外部投資的可能。一開始就擬定過於嚴格的條件往往只是增加未來 Pari passu (同等權益) 與退場的難度。對新創企業來說，除了要從投資者的角度理解投資條件外，更應抱持著與投資人比肩作戰的態度進行交易談判。畢竟創業是長期作戰，戰友不是只有員工，也包括了投資人。最後，因個案狀況不一，投資條件也有差異。拿到投資條件書先別急著簽，多找幾位有經驗的前輩商量，才能擬定出可行的談判策略與目標。

本文作者范秉航 博士 (台灣經濟研究院研六所/副所長)