



以色列风险投资  
法律条款  
趋势分析

2021上半年  
调查报告

**S H I B C L E T**  
L A W F I R M

我们很高兴与您分享以色列2021上半年度（“2021 H1”）风险投资（“VC”或“风投”）的调查结果。报告中，我们对以色列和“与以色列相关”的高科技公司的风投条款进行了分析，并将其与美国硅谷常见的风投条款进行了对比。

同往常一样，这份调查报告由以色列西博雷特律师事务所(Shibolet & Co.) 与美国泛伟律师事务所 (Fenwick & West LLP.) 合作完成，西博雷特和泛伟分别是以色列和硅谷行业领先的律师事务所。我们使用相同的工具和专业术语，分别对以色列和硅谷常用的风投条款进行了对比分析，得出了一些值得关注的结论。

## 结论

毋庸置疑，本调查报告中我们观察到的结果与先前所有报告的结果截然不同！

首先，2021上半年度的调查结果与该期间破纪录的投资现象符合。破纪录的方面体现在于：高科技公司的融资轮次；退出数量；溢价融资轮的数量（占调查融资轮总量的93% — 这甚至比硅谷的调查结果略高，后者调查的融资轮次中，溢价融资“只”占89%）。

该趋势亦体现在投资条款的显著变化中：

**条款 | 高级优先清算权：**对“高级优先清算权”（“**senior liquidation preference**”，即：优先级别高于上一轮优先股的清算优先权利）这一条款的使用率第一次有所下降 — 只占有受调查融资轮的40%！其中，“高级优先清算权”条款更多地被使用在比B轮更后的融资轮中。

**条款 | 参与分配权：**对“参与分配权”（“**participation rights**”，即：优先股股东在获得优先清算权的回报后，再与普通股分配剩余清算资金）这一条款的使用率也持续下降 — 只占受调查融资轮的14%！话虽如此，对于那些仍然使用该条款的少数企业融资轮，我们观察到他们并没有为该参与分配权附上限。硅谷的情况类似，“参与分配权”条款的使用率下降至5%。

清算优先权和参与分配权是投资者用来保证他们投资价值的保护性工具，以防其当初对公司估值过高。优先权使投资者比前几轮投资者拥有级别更高的优先清算权利，保证其最先获得投资本金

（有或无利息），之后再与其他股东分配剩余资金。这样，如果最终没有足够的收益用于分配给所有的股东，拥有优先清算权的股东将能确保分配到符合其投资比例的收益。参与权在优先清算权的基础上，在投资者收回投资成本（有或无利息）后，其有权参与跟其他股东按比例分配剩余清算资金，因此拥有该权益的投资人将获得比他们持股比例更高的回报。

上述结果说明，2021上半年，投资者倾向于投资高估值标的、且不采用上述保护工具，这些工具甚至在估值更“宽松”的情况下都被使用过。

同时，我们观察到一个有趣的现象：越来越多与利息相关的要素被加入高级优先清算权条款中（即投资者获得投资数额加年利息），2019年有13%的融资轮含有这一要素，2020年有7%，而本报告中调查的融资轮中，这一数据飙升至24%。将利息规定纳入条款这一现象可以理解作为一种补偿工具，考虑到投资者愿意放弃优先清算权和/或参与分配权的保护机制，因此使用利息机制来保证投资回报的最小范围。

然而，我们还观察到一个令人不安的现象：与往年相比，大多数资金被投资于以往已经成功融得资本的公司里，而处于创业早期的公司融资轮锐减。往年的A轮融资占总融资轮数量的三分之一或更多，而今年上半年的数据显示，A轮融资只占（总数的）13%，大多数为B轮和C轮。原则上，对新企业的融资减少不是一个乐观的现象，因为这代表更少的公司诞生并走到终点。

我们希望这篇调查报告能为您提供实用的信息，并带给您有趣的阅读体验。

获取本调查的后续报告, 请登录 [www.shibolet.com](http://www.shibolet.com) 并注册加入我们的联系列表。

获取泛伟关于硅谷风险资本的分析报告, 请访问: [www.fenwick.com/vctrends.html](http://www.fenwick.com/vctrends.html)

关于此调查报告的更多信息, 欢迎联系事务所合伙人:

Lior Aviram 律师: [L.Aviram@shibolet.com](mailto:L.Aviram@shibolet.com)

Limor Peled 律师: [L.Peled@shibolet.com](mailto:L.Peled@shibolet.com)

联系电话: +972 (3) 307 5555

© 2003-2021 Fenwick & West LLP and Shibolet & Co.

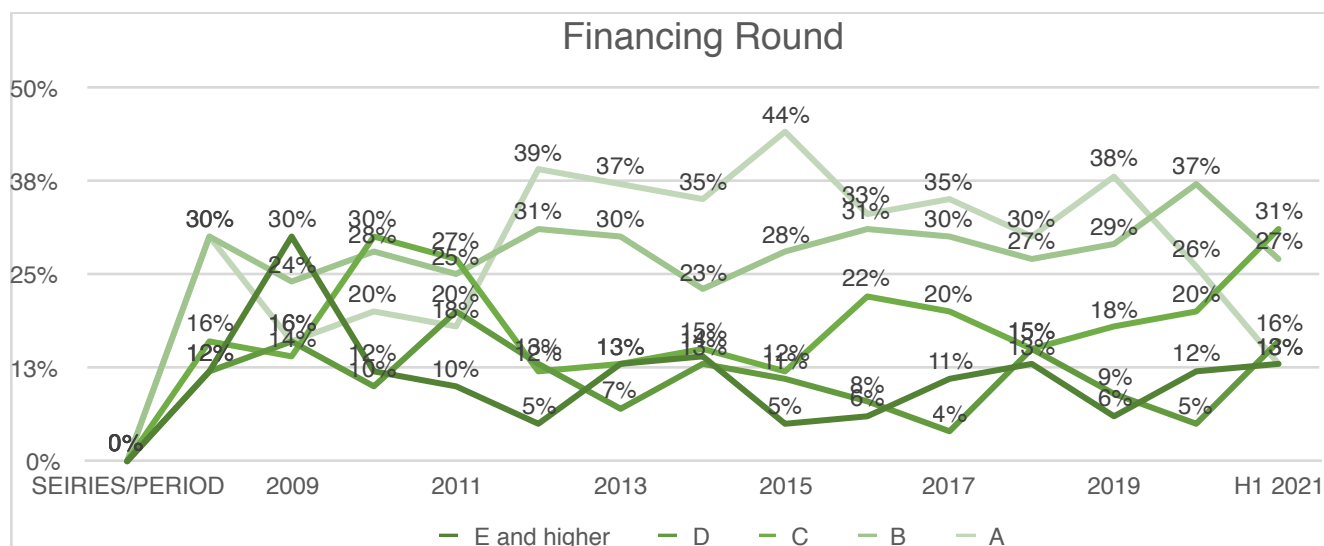
# 以色列风险投资法律条款 2021上半年度趋势分析

## 背景

我们对2021上半年度进行融资的以色列和与以色列相关的高科技企业的投融资条款进行了分析。融资额低于50万美元的融资轮不在我们的考察范围中。出于对比目的，下列数据表亦囊括了我们往年的调查结果。

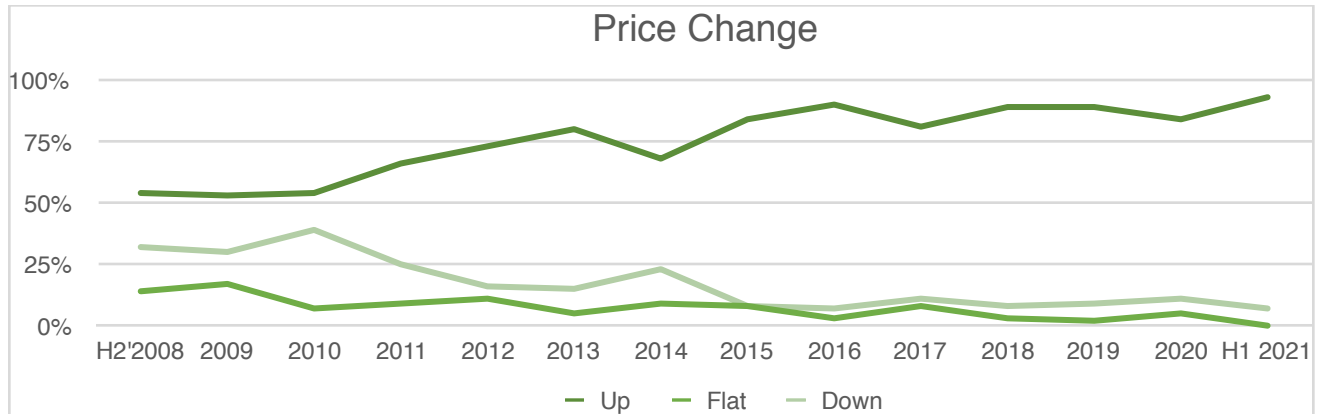
## 融资轮次

2021上半年完成的融资与历年融资调查结果相比，依照融资的类型和轮次划分，各轮融资占比如下所示：



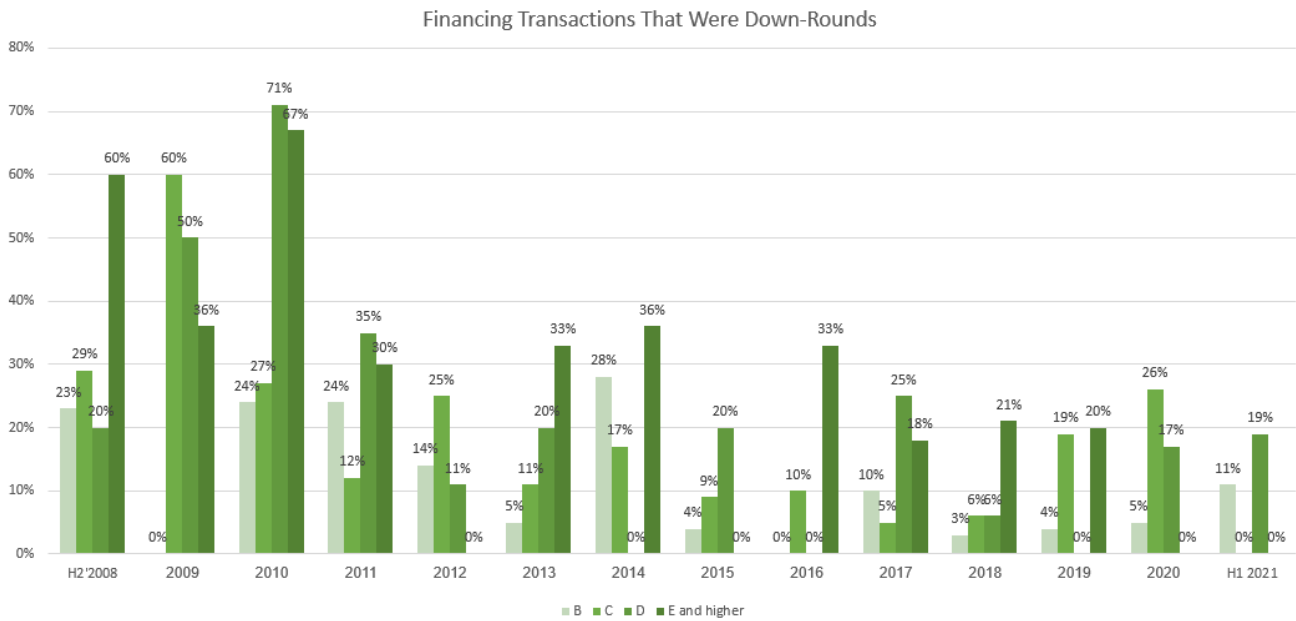
## 价格变化

2021上半年接受融资的公司与其在先前的融资轮中获得的融资相比，其价格变化，如下图所示：



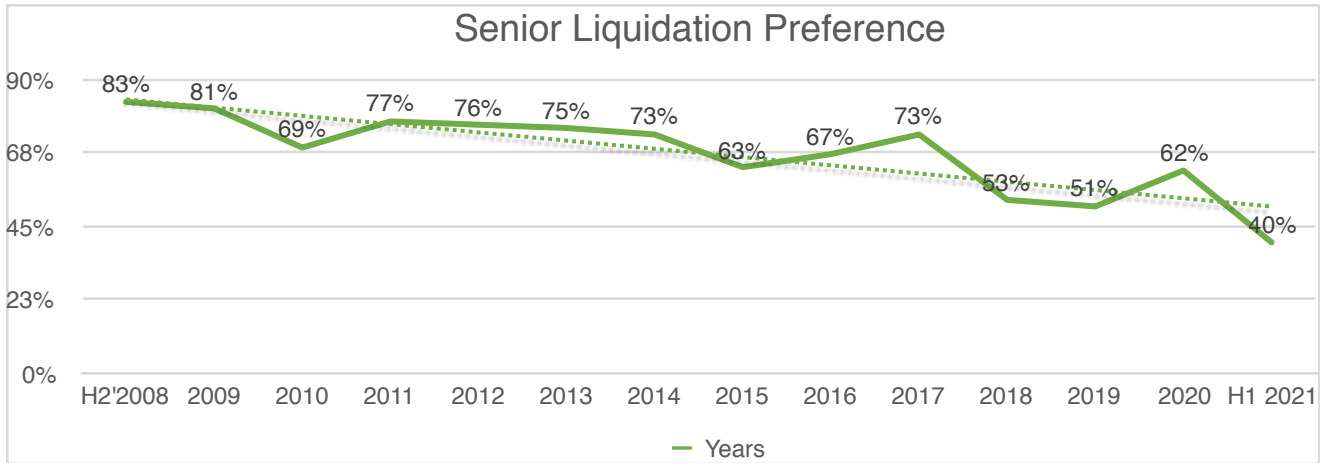
## 折价融资

每年折价融资交易所占百分比，按融资轮次分，占比如下：

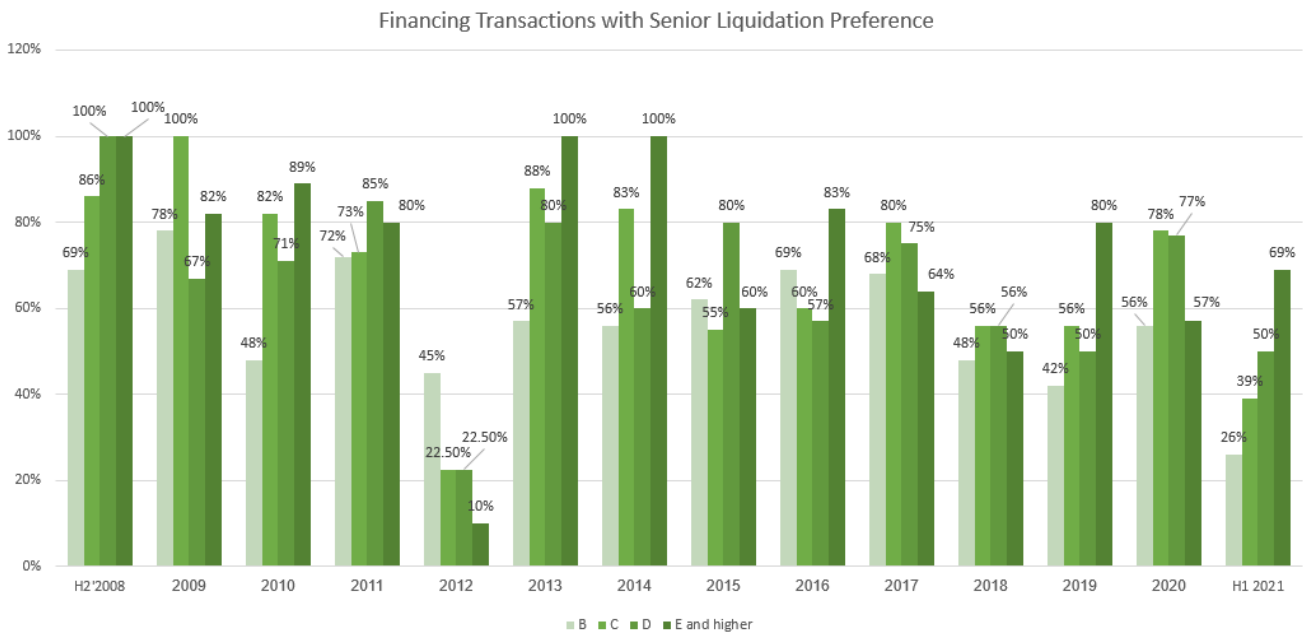


## ■ 优先清算权

按年份来分，“高级优先清算权”的使用率在每年的融资中所占百分比如下：

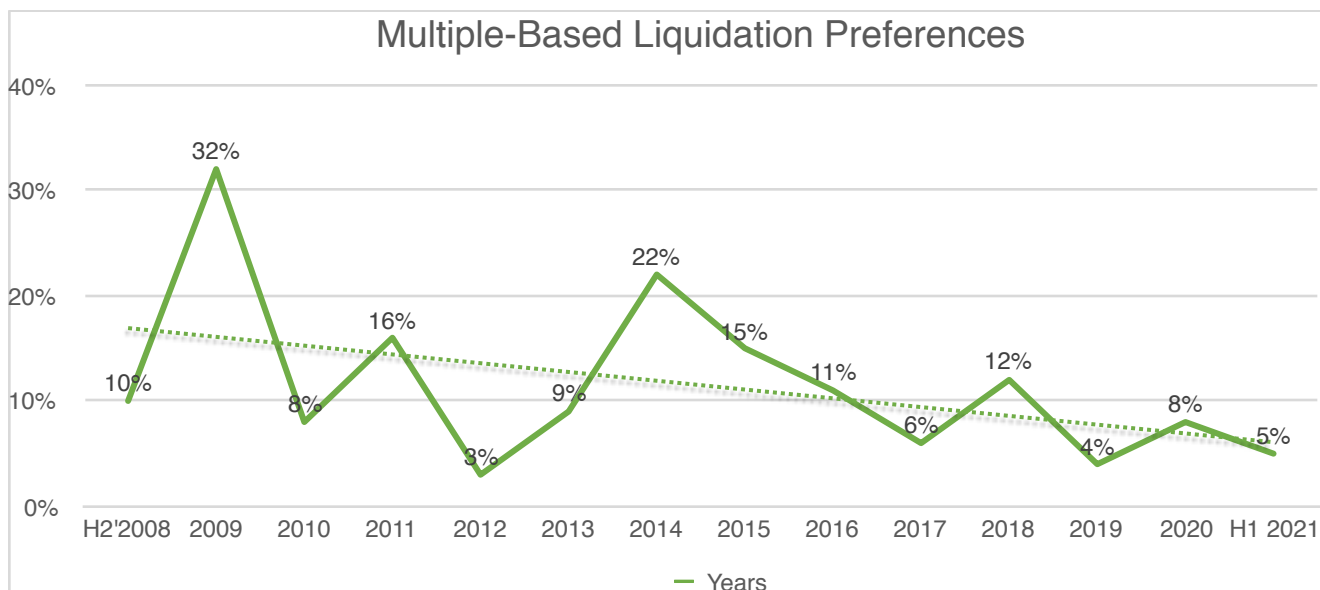


按融资轮次来分，“高级优先清算权”的使用率在每年的融资中所占百分比如下：



## 清算优先倍数

包含倍数要求的高级优先清算权占历年融资轮百分比如下：



倍数范围如下：

Range of multiples	H2'2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	H1'2021
>1x- 2x	100%	75%	100%	70%	100%	100%	50%	80%	100%	67%	71%	0	50%	100%
>2x - 3x	0%	13%	0%	20%	0%	0%	38%	20%	0%	0%	29%	100%	50%	0%
> 3x	0%	12%	0%	10%	0%	0%	12%	0%	0%	33%	0%	0	0%	0%



## 清算中的参与权

包含参与分配权条款的融资轮数量占比如下：

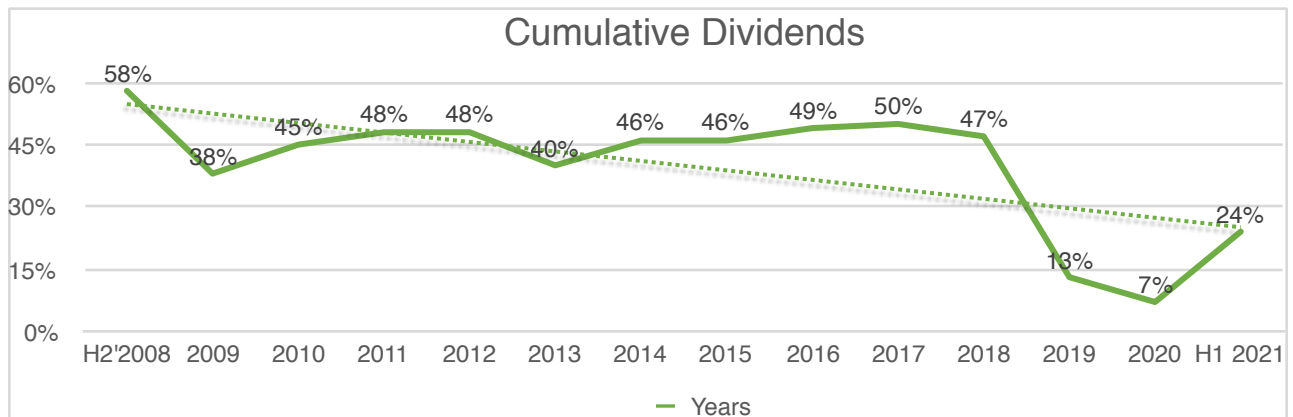
H2'2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	H1'2021
88%	84%	72%	77%	69%	60%	54%	41%	40%	31%	30%	16%	17%	14%

包含参与分配权但未附上限要求的融资轮数量占比如下

H2'2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	H1'2021
58%	61%	62%	59%	59%	57%	53%	55%	38%	44%	63%	43%	35%	79%

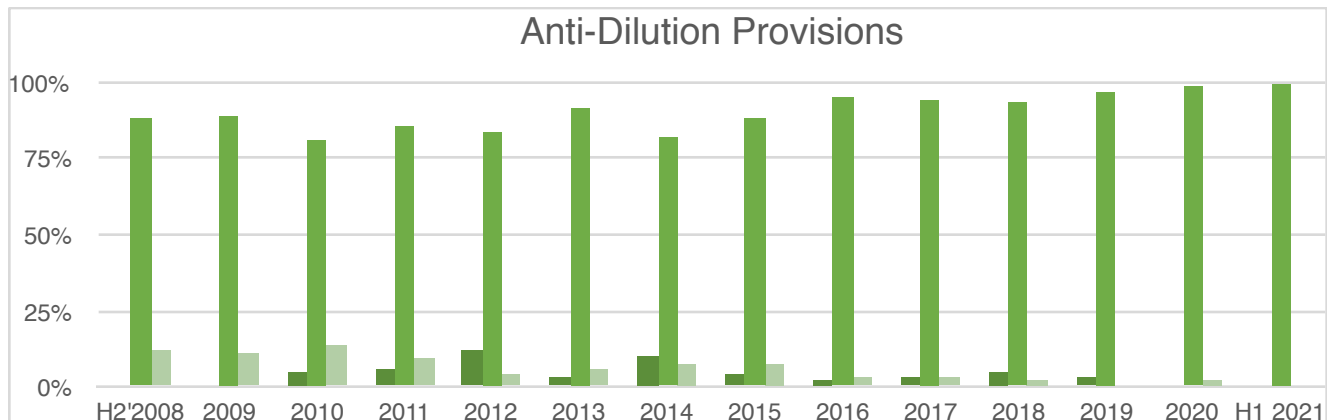
## 清算优先权中的累计股利和/或应计利息

优先清算权中包含累计股利和/或应计利息的融资轮数量占比如下：



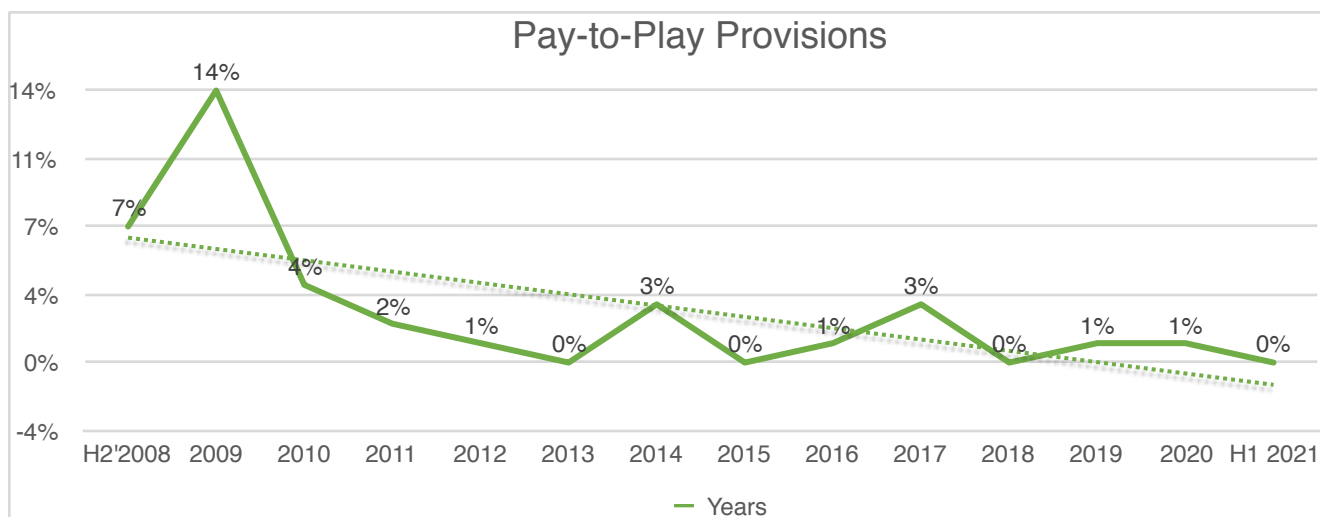
## 反稀释条款

使用反稀释条款的融资轮数量占比如下：



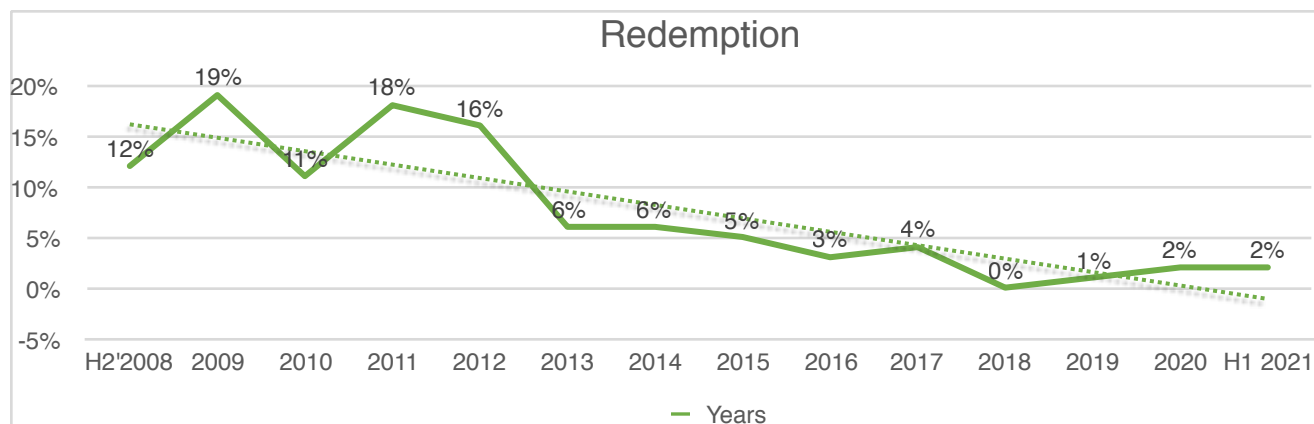
## 继续参与条款 (PAY-TO-PLAY)

使用继续参与条款的融资轮数量占比如下：



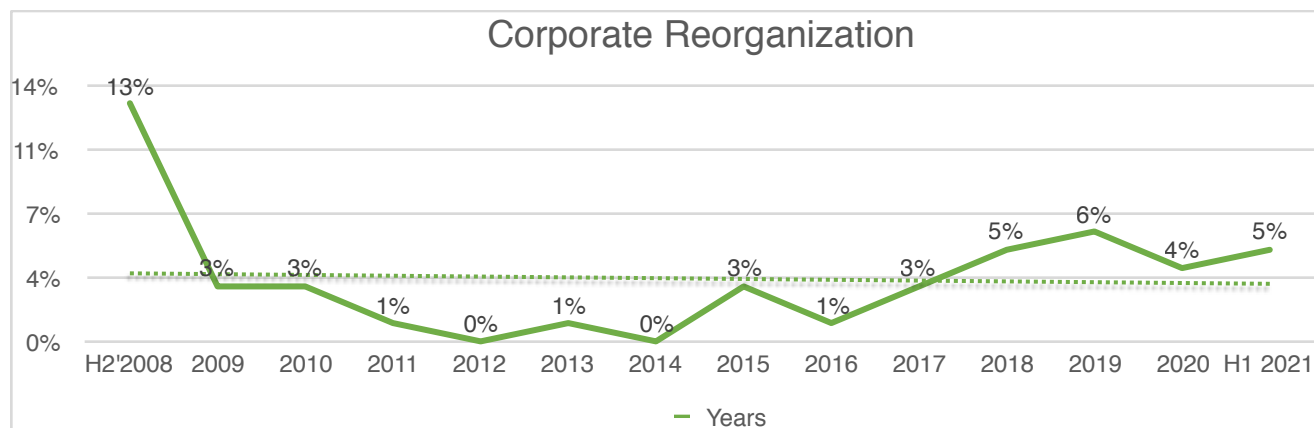
## 股份回购条款

使用股份回购条款的融资轮数量占比如下：



## 优先级重整

A轮后的融资中，规定将上轮优先股转换为次级的融资轮占比如下：



# 以色列风险投资法律条款解析 及 与硅谷风投条款的比较调研 2021上半年度

## 背景

我们对位于以色列或与以色列关联的科技公司的在2021上半年度融资交易的风险投资条款进行了调查分析，并将这些条款与同一时期获得融资且总部设在硅谷（旧金山湾区）的科技公司的风投条款进行了比较。

## 融资轮次

2021上半年度以色列和硅谷的各轮次融资占比如下：

融资轮次	以色列	硅谷
A轮	13%	29%
B轮	27%	29%
C轮	31%	17%
D轮	16%	10%
E轮及以后	13%	15%

## 价格变化

根据价格变化方向不同，以色列和硅谷的情况如下：

价格变化	以色列	硅谷
折价	7%	8%
平价	0%	3%
溢价	93%	89%

其中，折价融资按轮次区分，两地情况如下：

轮次	以色列	硅谷
B轮	11%	6%
C轮	0%	11%
D轮	19%	8%
E轮及以后	0%	8%

## 优先清算权

A轮以后高级优先清算权条款的使用率，两地情况如下：

以色列	硅谷
40%	15%

其中，使用该条款的融资中，各轮次在两地占比如下：

轮次	以色列	硅谷
B轮	26%	8%
C轮	39%	18%
D轮	50%	11%
E轮及以后	69%	29%

## 清算优先倍数

使用高级优先清算权条款并包含倍数的融资数量，两地占比如下：

以色列	硅谷
5%	6%

其中，倍数范围在两地情况如下：

倍数范围	以色列	硅谷
>1x - 2x	100%	100%
>2x - 3x	0%	0%
>3x	0%	0%

### 清算中的参与权

对清算中参与分配权作出规定的融资交易，在两地占比如下：

以色列	硅谷
14%	5%

其中，未附上限要求的融资轮数量，两地占比如下：

以色列	硅谷
79%	48%

### 清算优先权中的累计股利和/或应计利息

优先清算权中包含累计股利和/或应计利息（interest accruals，在以色列属于类似累计股利的概念）的交易数量，在两地占比如下：

以色列	硅谷
24%	4%

### 反稀释条款

使用反稀释条款的交易数量，两地占比如下：

条款类型	以色列	硅谷
完全棘轮条款(Full Ratchet)	0%	0%
加权平均条款(Weighted Average)	99%	99%
无	1%	1%

### 继续参与条款 (PAY-TO-PLAY)

继续参与条款的使用率在两地占比如下：

以色列	硅谷
0%	4%

### 回购权

使用股份回购条款的交易数量，两地占比如下：

以色列	硅谷
2%	4%

### 优先级重整

A轮后的融资中规定将上轮优先股转换为次级的融资轮，两地占比如下：

以色列	硅谷
5%	3%