

柯杰私募股权投资系列（一） 如何理解和审核境外私募投资协议中的“登记权”条款？

在境外私募股权投资协议中，经常会遇到“登记权(Registration Right)”条款。登记权条款主要是针对美股上市设计的特别条款，关系到投资人未来上市退出，是境外投资协议中的关键条款之一。尽管因为疫情、中美关系紧张以及两国强化赴美上市企业监管政策等因素，中国境内企业和投资人在是否将美国作为首选上市地时，会作出不同于以往的选择和考虑。但不可否认的是，美股市场仍然保持着吸引力，依然是中国境内企业备选的上市地之一。因此，境外投资协议中的登记权条款仍然是一个不容忽视的条款。对于境内人民币投资人而言，由于境内投资实践中，并不存在登记权这一对应的概念和条款，所以登记权条款往往显得晦涩难懂。本文将结合实操经验，对如何理解登记权条款，以及投资人在审核登记权条款时需要注意哪些关注点进行简要介绍，以供投资人参考。

一、 什么是登记权？

根据美国 Securities Act of 1933 及其修订（“《美国证券法》”），证券的发行和出售须经登记，公司证券未经登记不得进行公开发行及出售^[1]。如果投资人希望在被投资企业上市时及上市后，能将自己持有的被投资企业股份在公开市场（如纽交所、纳斯达克等）向公众出售，以实现退出，通常就必须在出售前由被投资企业将投资人的股份向美国证券和交易委员会（“SEC”）进行登记。

因为向 SEC 进行登记的主体是公司而非投资人，故而，实践中投资人为了确保被投资企业未来及时、顺利地将自己持有的股份向 SEC 进行登记，会与被投资企业在投资协议中约定（或在专门的登记权协议中约定）特定的登记权条款，赋予投资人要求被投资企业进行登记的权利。因此，登记权不是法定的权利，而是在《美国证券法》的监管制度下通过实践发展出的一项契约性权利。

二、 登记权分为哪些种类？

登记权条款中，登记权通常被分为“要求登记（Demand Registration）”和“附带登记（Piggyback Registration）”。此外，在要求登记条款下，按照适用情形及提交登记文件的不同，通常还会进一步划分为“S-3/F-3 表格登记”和“其他表格登记（或 S-1/F-1 表格登记）”。

1. “要求登记”和“附带登记”

按照登记是由投资人发起还是被投资企业发起，投资协议中登记权通常被分为：投资人主动发起登记的“要求登记”，和被投资企业发起投资人附带参与的“附带登记”。“要求登记”是指投资人有权发出登记要求，且一旦发出要求，被投资企业就有义务启动登记程序并完成

登记。“附带登记”是指在被投资企业公开发行人募集资金时（含 IPO），投资人收到被投资企业通知后，可以选择跟随公司一起登记的权利。所以“附带登记”通常也称为“公司登记 (Company Registration)”。

2. “S-3/F-3 表格登记”和“其他表格登记”

在美国，证券登记需要由被投资企业向 SEC 提交登记声明，为了规范登记声明的内容和要求，SEC 制定了一系列登记表格。不同的表格适用于不同的发行主体和情形。登记权条款中，“S-3/F-3 表格登记”指使用 S-3 表格或 F-3 表格进行的登记，“其他表格登记”指使用 S-3 表格和 F-3 表格之外的其他表格进行的登记（就投资人的股份登记而言，其适用的其他表格一般指 S-1 表格或 F-1 表格，所以有时也称为“S-1/F-1 表格登记”）。前述表格的主要区别见下表：

项目	Form S-1	Form F-1	Form S-3	Form F-3
适用主体	适用于美国本土私营发行主体	适用于外国私营发行主体 ^[2]	适用于美国本土私营发行主体	适用于外国私营发行主体
适用情形和特点	<ul style="list-style-type: none"> ■ 通常适用于公开发行及出售（含 IPO）。 ■ 要求最为全面，时间较长，费用较高。 		<ul style="list-style-type: none"> ■ 通常适用于公司已成为公众公（如已完成 IPO）满 1 年后的二次发行等的登记。 ■ 格式相对较为简单，程序较快，费用较低。 	

在使用上述两类不同表格登记的情况下，被投资企业需要提交的登记材料、耗费的时间以及登记费用等均存在较大的差异。相应地，在考虑登记程序的复杂性、耗时的长短和费用的大小等因素后，被投资企业投资人使用两类登记表格行使登记权的限制要求也不同。因此，实践中在“要求登记”下，围绕投资人使用 S-3/F-3 表格进行登记和使用其他表格进行登记，形成了不同的具体条款和安排。

实践中，以上分类只是“要求登记”项下的进一步划分。在“附带登记”下，虽然上述两类登记表格也均可能被使用，但因为投资人是被动地附随被投资企业发起的登记而进行登记，使用何种登记表格取决于被投资企业使用的登记表格，投资人无决定权，因此无再进一步划分和约定的必要。

三、 要求登记权的关注点有哪些？

就要求登记而言，投资人在审核条款时一般需要重点关注的是：行权时间、行权门槛、登记次数限制和被投资企业迟延登记权。如上文所述，“要求登记”通常进一步分为“S-3/F-3 表格登记”和“其他表格登记”。因此，下文关于关注点的介绍也针对两种登记类型分别展开。

1. 行权时间

行权时间的约定通常如下：

其他表格登记	S-3/F-3 表格登记
<p>一般约定为以下两者中较早者之后的任意时间即可行权：</p> <p>(a) 投资人和被投资企业约定的最晚完成 IPO 的日期；或</p> <p>(b) 限售期届满之日（通常为 IPO 登记声明生效日后的 180 日）。</p>	<p>一般不作具体约定（但依据该表格的适用情形一般为被投资企业 IPO 满 1 年后）。</p>

- **“其他表格登记”**。在美国企业首次公开发行（即 IPO）不仅可以发售新股，也可以由原股东向公众出售老股。实践中，投资人为了确保未来能在公开市场退出，通常会对被投资企业的 IPO 设定一个最晚的时间点，如果在这个时间点，被投资企业未能完成 IPO，则投资人可以要求被投资企业将投资人的股份予以登记，以向公众公开发售，实现退出。在某种意义上，这相当于“强制”被投资企业 IPO（被投资企业 IPO 适用的登记表格通常为 S-1/F-1 表格）。因此，投资人发起其他表格登记的行权时间通常是，投资人和被投资企业约定的 IPO 最晚日期之后的任何时间。反映在登记权条款中，通常约定为一个具体的日期之后，或者是投资人所在轮次融资交割后满一定时间（如 3-5 年）之后。

如果因各种原因（如承销商削减等）投资人在 IPO 过程中未能出售全部股份，则可以在 IPO 之后继续要求被投资企业将投资人未登记出售的股份予以登记，以进行出售（此时可继续适用 S-1/F-1 表格）。但如果此时尚在限售期内（通常为 IPO 登记声明生效日起的 180 日），则需要等到限售期结束，投资人方可要求登记，否则会 and 限售期相冲突。因此，投资人发起其他表格登记的另一个行权时间通常是，限售期后的任何时间。

综上，登记权条款中，“其他表格登记”的行权时间一般为：(i)投资人和被投资企业约定的最晚完成 IPO 的日期，或者(ii)IPO 限售期届满之日，取两者中的较早者。

- **“S-3/F-3 表格登记”**。S-3/F-3 表格通常适用于被投资企业 IPO 满 1 年之后公开发行中的证券登记。如果投资人届时仍持有未登记出售的股份，可以继续发起 S-3/F-3 表格登记，使得自己的股份得以在公开市场出售。此时，被投资企业通常已经上市，且已过限售期，因此，登记权条款中，通常不会再对投资人使用 S-3/F-3 表格登记的行权时间作进一步约束。

2. 行权门槛

行权门槛的约定通常如下：

其他表格登记	S-3/F-3 表格登记
(a) 通常情况下,发起登记的投资人单独或合计持股比例须达到一定数量(一般为10%-30%) ;	(a) 通常情况下,对发起登记的投资人无股比要求;
(b) 在有些情况下,还会作出以下限制:投资人要求登记的证券数量须达到一定规模(一般为20%-100%之间)或证券发行价格达到一定规模(一般为500万美元-1500万美元之间)。	(b) 在有些情况下,可能作出以下限制:投资人要求登记的证券数量须达到一定规模(一般为不低于20%-30%)或证券发行价格达到一定规模(一般为300万美元-500万美元之间)。

- **“其他表格登记”**。由于投资人行使“其他表格登记”下的登记权,相当于“强制”被投资企业 IPO, 并且“其他表格登记”情形下适用的登记程序(通常为 S-1/F-1 表格登记)以及耗费的时间和费用都非常高。因此,被投资企业通常会对投资人发起登记的持股比例设定一定的门槛(一般为全体优先股股东持股数量的 10%-30%), 只有单独或合计持股比例达到或超过该门槛的投资人,才可发起登记。除持股比例门槛外,取决于具体谈判情况,被投资企业可能会进一步限定,只有投资人要求登记的证券数量或总发行价格需达到一定规模,方可登记。以避免过于零碎或琐碎地发起登记,降低公司的义务及成本负担。而对于投资人来说,需要尽可能降低持股比例门槛要求,以便投资人可以更容易地发起登记。
- **“S-3/F-3 表格登记”**。由于 S-3/F-3 表格通常适用于被投资企业 IPO 满 1 年之后,此时被投资企业已经上市,且已经有一个财务年度的详细的财务数据披露,因此,登记时的要求和程序相对简单,费用也更低。所以,对于投资人发起 S-3/F-3 表格登记,在持股比例上通常无特别限制。但基于同样的原因,被投资企业可能会希望对投资人要求登记的证券数量或总发行价格设置一定的规模门槛。不过,实践中这些限制总体上相对少见。因此,投资人在谈判中可以尽可能争取不受限制。

3. 登记次数限制

登记次数限制的约定通常如下：

其他表格登记	S-3/F-3 表格登记
一般为整个登记权有效期内 1-3 次	无次数限制或者每年不超过一定次数(如 1-3 次)

- **“其他表格登记”**。基于上述同样的原因,被投资企业也会对投资人在“其他表格登记”下要求登记的次数作出限制,以避免被投资企业承担过于繁重的义务和负担。对

此，投资人通常可以理解和接受。实践中，登记次数限制通常约定为整个登记权有效期内 1-3 次。

- **“S-3/F-3 表格登记”**。相较于“其他表格登记”，对于投资人使用 S-3/F-3 表格登记的次数，投资人通常可以争取到不作出次数限制。但实践中，在被投资企业谈判地位比较强势的情况下，也会作出一定的限制，例如每年不超过 1-3 次。

另外，投资人需要注意的是，由承销商承销证券时，要求登记条款中可能会允许承销商在考量营销因素后削减投资人要求登记的证券数量。如果存在承销商削减约定的，投资人可以要求进一步约定，只有最终实际登记的证券数高于投资人要求数量的 50% 以上（该比例取决于具体协商结果，但一般不应低于 50%），方可视作 1 次有效登记。

4. 被投资企业迟延登记权

实践中，对于投资人提出的登记要求，通常会赋予被投资企业特定情形下推迟登记或不予登记的权利。前述特定情形一般包括：

- 被投资企业已经计划马上主动发起登记，且投资人有机会通过行使附带登记一起参与登记，以出售股份。在前述情形下，在被投资企业计划登记期间（通常为收到投资人登记要求后 60 日内），以及自提交登记到登记生效后一段时间内（通常为 6 个月），对于投资人提出的登记要求，被投资企业可以不进行登记。实践中，投资人需注意加以约束，要求被投资企业要善意地、积极地，且尽力在计划的时间内促使被投资企业发起的登记生效。
- 要求登记的行使将会对被投资企业造成重大不利影响。在前述情形下，对于投资人提出的登记要求，被投资企业可以延迟办理。从投资人角度，为防止被投资企业滥用该权利，通常会从以下方面作出限制：
 - (i) 对重大不利影响的情形作出明确约定。实践中常见的情形主要包括：(a)对被投资企业的重大收购、公司重组或其他类似交易产生重大干扰或影响；(b)导致被投资企业无法遵守《美国证券法》和《美国证券交易法》项下的要求；(c)要求被投资企业过早披露公司为善意商业目的而保密的重大信息。
 - (ii) 对延迟的时间和次数作出限制。实践中，可以延迟的时间一般不超过投资人提出登记要求后 30 日至 120 日；被投资企业行使延迟登记权的次数限制通常为任何 12 个月内仅可行使 1 次。

四、 附带登记的关注点有哪些？

附带登记下，由于投资人是附随被投资企业发行的股份登记进行登记，相当于“搭便车”，主动权和节奏掌握在被投资企业手中。因此，投资条款中通常不会对投资人的行权时间、行

权门槛等作出特别限制。

但需要注意的是，由于附带登记是在被投资企业发起的公开发售中，给予投资人“搭便车”的权利，所以被投资企业通常会保留在登记被 SEC 宣告生效前终止或撤回登记的权利，此时投资人的登记会一并终止或撤回。

五、 登记权在什么情况下终止？

登记权不是无限期的，登记权条款通常会对登记权的终止时间点作出约定。一般终止情形包括：

- 被投资企业发生清算事件且完成时。在投资协议中，清算事件发生后，或者被投资企业解散，或者被投资企业全部或大部分资产已经出售，已无继续经营的意义，或者包括投资人在内公司股东的全部或大部分股权已经出售给第三方。在前述情况下，登记权的存在已经失去基础和必要性。
- IPO 完成后，根据 SEC 144 规则^[3]或《美国证券法》项下的其他类似豁免，使得投资人的全部股份可无限制地出售而无需登记。在此种情形下，由于投资人的股份已经可以不经登记而在公开市场出售，所以无保留登记权必要。
- IPO 后的一定期间（通常为 3-5 年，具体由投资人与被投资企业协商确定）。其道理在于在前述期间内，投资人已有足够的时间和机会通过行使登记权，将自己的股份进行登记和出售。

六、 还有哪些要点需要关注？

1. 承销条款(Underwriter Provisions)

在美股市场上，通过承销商承销证券较为普遍。因此，在登记权条款中通常会纳入与登记相关的承销安排。登记权条款项下的承销条款主要围绕着承销商选择和承销商削减权展开。

- 承销商选择。附带登记下，由于登记是由被投资企业发起和主导，如果投资人希望采用承销方式，需接受被投资企业选择的承销商。要求登记下，投资人决定采用承销方式的，涉及承销商的选择问题。被投资企业与投资人出于对其各自利益的保护，均希望拥有承销商的最终批准权。实践中，根据商业谈判的结果，承销商的选择条款一般约定为一方予以选择，另一方予以合理批准。
- 承销商削减权。实践中，承销商因营销因素需要限制纳入登记的证券数量，或者投资人要求登记的证券数量超出承销商为保成功发行而确定的发行总数时，投资人会允许承销商削减拟登记的证券。但从保护投资人角度，一般会作出以下限制：

- (i) 承销商削减的前提是，已经将投资人持有的证券以外的其他证券排除在登记之外，以保障投资人登记的优先性。其他证券通常为董事、高管及关键员工持有的证券，但不包括被投资企业为融资目的发行的证券，以避免影响被投资企业的融资。
- (ii) 限制承销商削减的额度。削减之后，投资人纳入登记的股份数量不得低投资人原要求纳入登记的股份总数的一定比例（一般为 20%-30%）。但是在被投资企业 IPO 时，一般允许承销商可突破该限制进一步削减，以确保被投资企业 IPO 成功。

2. 限售协议(Market Stand-off Agreement)

《美国证券法》并未明文对美股上市公司股票规定限售期。但实践中，出于稳定被投资企业股价的目的，承销商通常会和被投资企业股东签署《限售协议》，约定一定的限售期。IPO 中，限售期通常约定为不超过 180 天。在登记权条款中，被投资企业通常也会要求投资人作出承诺，非经承销商和/或被投资企业同意或豁免，在限售期内对自己的股份进行限售。由于符合市场惯例，投资人通常也会接受。

3. 费用(Expense)

登记权条款中，通常将费用分为出售费用和登记费用。出售费用是指登记股票销售时的承销折扣、销售佣金和出售的转让税费。登记费用是指除出售费用外与登记相关的费用，包括登记、申请、合资格、投资人的 1 名顾问的费用和支出。出售费用通常由各投资人依其该次登记的证券数量按比例承担。登记费用通常由公司全部承担，或被投资企业在约定的上限范围内承担。特殊情况下，如投资人要求撤回登记的，登记费用一般转由各投资人按比例承担。

4. 补偿条款(Indemnification)

对于因被投资企业提交 SEC 登记文件中存在不实陈述和疏忽而造成的损失和损害，通常按照过错原则由被投资企业和投资人中有过错的一方向对方进行补偿。但需要注意的是：(i) 补偿范围通常不包括未经过错方同意而达成和解协议下支付的和解费用；(ii) 被投资企业善意信赖投资人提供的仅供登记使用的信息而产生或导致的损害，被投资企业不向投资人补偿；(iii) 投资人可以在条款中要求，投资人补偿的总额不得超过投资人因出售证券而获得的发行收益（扣除出售费用）。

^[1] 见 Sec 5(a) of Securities Act of 1933

^[2] 根据 SEC Rule 405 规定，Foreign Private Issuer（外国私营发行主体）指不满足下列条件的非外国政府发行主体：(1) 美国居民直接或间接持有超过 50% 投票权；(2) 并满足以下任意一项：(a) 公司的多数高管或董事为美国公民或居民；(b) 发行人 50% 以上的资产位于美国境内；或(c) 发行人的业务主要在美国。SEC Rule 405 全文见：<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2011-title17-vol2/pdf/CFR-2011-title17-vol2-sec230-405.pdf>

^[3] SEC Rule 144 主要规定了限制流通股不经登记即向公众出售的条件，满足出售条件的即可无需登记即向公众出售。Rule 144 规定的 5 个条件为：(i)持有时间：公司为《美国证券交易法》下的公众公司，至少持有 6 个月；非公众公司的，至少持有 1 年；(ii)现有的公众信息；(iii)交易量公示：按以下数量的较高者为转让数量上限：(a)公司总流通股数量的 1%；或(b)申报日前 4 周的平均周交易量；(iv)普通经纪交易；以及(v)提交 SEC 拟出售的通知：即在 3 个月内转售的股票数量超过 5,000 股或者者的转售金额超过 5 万美元，则出售人需要向 SEC 申报 144 表格进行登记，以便公众知悉。在 3 个月内转售的股票数量不超过 5,000 股或者转售金额不超过 5 万美元，则无需向 SEC 申报 144 表格。SEC Rule 144 介绍见：

<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsrule144htm.html>。



本文作者为柯杰律师事务所张方（合伙人）、解晓桐，张彬艳、刘影对本文亦有贡献。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的全面的研究。