

美国的 SAFE 投资真的 Safe 么？

基本概述-非股非债的融资工具

一、SAFE 的前世今生

未来股权简单协议（Simple Agreement for Future Equity，以下简称“SAFE”）是 2013 年由美国硅谷知名的孵化器 Y-Combinator¹（以下简称“YC”）提出的一种快捷的融资方式，其初衷是为了简化种子投资²的过程，实现投资人和创业者及其公司之间的公平交易。作为一款灵活的融资工具，SAFE 的创立旨在帮助初创企业和投资人节省法律费用，减少谈判投资条款所需要花费的讨论时间，初创企业和投资者只需要把谈判重点放在未来的估值上限这一项内容即可。2018 年，YC 对该融资工具进行了进一步的优化和修改，使得它在美国加州湾区的早期投资领域十分盛行。本文后续介绍的都以 2018 年的新版本为准。

作为一个融资工具，SAFE 实质上是一个在未来阶段用特定价格买入股票的保障措施，SAFE 模式下本轮投资人在融资方下一轮股权融资时有权按照下一轮融资价格乘一定折扣率将 SAFE 投资款换算为股权。在于同股情况下，若下一轮估值上升，则参与 SAFE 模式的投资人比下一轮投资人以更低的价格，亦即估值上限，购得相同的公司股份。但值得注意的风险是下一轮估值下降，SAFE 依然会转换成股权，所以 SAFE 的本质是投资人以现阶段的折扣价博取未来的收益。对于本身就没有太多财务数据的早期创业公司来说，要清晰的判断其潜在价值是非常困难的，这也对潜在投资者的投资能力有较高的要求。

¹ Y-Combinator 是成立于 2005 年的一家美国加州的著名创业孵化器，它只关注最早期的创业团队，在团队起步阶段通过提供指导，投资和工作场所等方式扶持初创企业，其孵化的最著名的公司包括云存储服务 Dropbox，房屋短租平台网站 Airbnb 等。访问地址：https://en.wikipedia.org/wiki/Simple_agreement_for_future_equity

² 种子投资（Seed Investment）是指是一种证券发行形式，投资者将资本投资于一家初创公司，以换取该公司的股权或可转换票据股权。“种子”一词表明这是一项非常早期的投资。访问地址：https://en.wikipedia.org/wiki/Seed_money

二、SAFE 的交易类型和模式

SAFE 的交易模式中有两个关键术语：折扣率和估值上限。

折扣率是指：公司股权融资阶段，在确定 SAFE 投资者的股票价格时，SAFE 股折算成首轮股³的折扣率。

具有估值上限 SAFE 是指：公司的下一轮股权融资中以不超过该估值的价格转换为股权。

折扣率和估值上限为 SAFE 交易在确定 SAFE 股权估值时的两种工具，可单独使用，可同时使用，也可依照最优惠待遇不使用，由此排列组合出四种 SAFE 类型，以下按照不同的计算方式说明详述：

SAFE 转股比例 = 投资者投入金额/股权融资时公司估值或估值上限

SAFE 投资者转股后持股数 = SAFE 转股比例*公司在股权融资轮已发行的股数/（1 - SAFE 转股比例）

SAFE 股每股价格⁴ = 投资者投入金额/SAFE 投资者转股后持股数

SAFE 股每股价格 = 其他首轮股投资人购买单股的价格*折扣率

（一）有估值上限，无折扣率（“估值上限模式”）

估值上限模式类似于安全阀，这种模式下投资者和公司商定了估值上限，可以有效避免公司在未来的股权融资时估值高，导致转股比例低，从而造成投资者股权稀释，总体而言，估值上限约定的越低对于投资者越为有利。请见下表，以投资者投入 50 万美元的

³ 首轮股：是指公司估值确定或首次进行股权融资，SAFE 投资人获得的由其 SAFE 投资转股后的股权。请注意：SAFE 转股后的股权性质可以为首次股权融资轮的公司发行的普通股或优先股，具体性质需按照 SAFE 协议中的约定，SAFE 协议会注明是 SAFE Preferred Stock（SAFE 优先股，对应的是首次股权融资轮的优先股），还是 SAFE Common Stock（SAFE 普通股，对应的是首次股权融资轮的普通股）需要具体协议具体分析，本文为简便，统称其为首轮股。简称首轮股权融资为首轮融资或首轮。

⁴ SAFE 股每股价格是指 SAFE 轮投资者在公司首轮融资时，其投资的 SAFE 轮资金折算成首轮股时每股的单价。SAFE 股是指 SAFE 轮投资者持有的 SAFE 投资在公司估值确定或首轮投资进行后的股权。

SAFE 投资款，SAFE 协议中估值上限为 500 万美元，公司在股权融资轮已发行 300 万股为例⁵：

股权融资时公司估值	SAFE 转股比例	SAFE 投资者转股后持首轮股股数（股）	SAFE 股每股价值（美元/股）
200 万美元	$50/200 = 25\%$	1,000,000	0.5
400 万美元	$50/400 = 12.5\%$	428,571	1.17
500 万美元	$50/500 = 10\%$	333,333	1.5
700 万美元	$50/700 = 7.1\%$ 10%*	333,333	1.5

*公司估值达到 500 万美元的估值上限，则以估值上限作为 SAFE 转股的标准，由此可见，在公司估值超过 SAFE 协议约定的估值上限 500 万美元时，SAFE 投资者将保有至少 10% 股权。

如表所示，越低的估值上限对于投资者越为有利。如公司在股权融资时估值增加，则投资者的收益会被稀释，但如果在 SAFE 协议中约定了估值上限，则投资者的收益有最低的保障。因此，越低的估值上限对于投资者越为有利。

（二）无估值上限，有折扣率（“折扣率模式”）

折扣率模式下，投资者和公司在 SAFE 协议中议定折扣率，以公司股权融资的折扣价格购买下一轮股权融资中的股票，总体而言，在此种模式下，若股权融资轮每股价格定价固定，折扣率越高，相应的 SAFE 股每股价格就越低，对投资者越有利。此种方式可以较为直观的计算出在股权融资轮时，SAFE 轮投资者每股对应的价格，请见下表，以投资者投入 50 万美元的 SAFE 投资款，折扣率为八折，公司在未来的股权融资中已发行 300 万股为例：

⁵ 区块链项目投融资工具之 SAFE 解析（一），访问地址：<https://www.ipfsmain.tech/news/109>

股权融资轮每股价格 (美元/股)	SAFE 股每股价格 (美元/股)	SAFE 投资者转股后 持首轮股股数 (股)	SAFE 转股比例
2	$2 * 80\% = 1.6$	312,500	9.4%
5	$5 * 80\% = 4$	125,000	4.0%
10	$10 * 80\% = 8$	62,500	2.0%

但此种模式存在隐患，若股权融资轮每股价格定价越高，投资者的转股比例就越低，由于股权融资轮每股价格没有上限规定，所以存在投资者因占股比例低导致分红，股东投票权等收益可能缩水的情况。

折扣率模式的下，业内比较常见的折扣大致为九折到七五折，也有公司直接将 SAFE 股每股价格写为：股权融资轮每股价格 * (1 - 某一比率)，例如 20% Off，因此投资者需在签署时格外注意折扣的比例的写法，避免出现误解。

(三) 有估值上限，有折扣率（“上限折扣模式”）

上限折扣模式对于投资者最有利。投资者和公司在 SAFE 协议中同时议定估值上限和折扣率，在公司进行股权融资需要进行 SAFE 转首轮股时，适用估值上限或折扣率其中之一的方式，确定 SAFE 股每股的价格。计算方式如上文（一）、（二）一致，在此不多做赘述。以何种方式确定 SAFE 股每股的价格，通常而言，会取两种方式中计算得出的较低价格，但 SAFE 协议另有约定的除外。

(四) 无估值上限，无折扣率：MFN 最惠待遇（“MFN 模式”）

采用 SAFE 形式融资的公司多为初创公司，在公司进行非常早期的 SAFE 融资时，公司对于未来发展没有办法给出准确承诺，投资者也无法准确判断公司未来的发展状况。在这种情况下，对于非常早期的 SAFE 投资者，公司往往会与其约定无估值上限，无折扣率的条款，也被成为 MFN 最惠待遇条款，并承诺若未来公司与后续进入 SAFE 的投资者约定了更优惠的条款，则 SAFE 协议可以按照 MFN 最惠待遇条款进行修订。对于投资者而

言，在初创公司的早期投资进入往往承担较大的投资风险，但因为此时公司自身也无法做出承诺，MFN 最惠待遇已是在当前阶段最有利于投资者和公司的交易模式。

MFN 模式下，公司在进行股权融资前，在收到 MFN 最惠待遇 SAFE 投资者书面通知修订 SAFE 协议的通知后，应按照 MFN 最惠待遇 SAFE 协议（以下简称，“原 SAFE 协议”）进行修改，并根据与其他后续进入的 SAFE 投资者签订的最优惠的待遇修改原 SAFE 协议。但需要注意的是，除另有约定的除外，MFN 最惠待遇条款通常规定只有一次修改原 SAFE 的机会。⁶而且，如果在 MFN 最惠待遇条款适用之前，公司已经完成股权融资，由于原 SAFE 协议没有约定折扣率和估值上限，那么 MFN 最惠待遇 SAFE 投资者就只能以首轮股其他投资者购买首轮股票的价格进行转股。

三、与可转换债券（Convertible Note）的区别

可转换债券（Convertible Note）是可转化证券⁷（Convertible Security）的一种，是在 SAFE 发明之前创业公司最常用的一种早期融资工具。投资者以可换股票据形式给公司的贷款，本贷款包含了本金金额，利率，和到期日（支付本金和利息的期限），在未来的新一轮融资时，可转换债券可以将其转换成公司的股权。取决于投资人和公司之间的博弈，在大部分情况下，可转换债券的持有人确定是否以及何时进行转换，但有时这个决定权则在公司手上。其特点主要有：

（1）低利率（甚或接近于零利率）和股份转换权；

（2）转换价格的确定及其风险。转换价格即债券持有人行使选择权认购公司股票向公司支付的价格。

YC 合伙人，创建 SAFE 的 Carolyn Levay 曾说：“SAFE 只是删除了‘违约事件’，利息和到期日条款的可转换债券（Convertible Note）。这是一种新的带有创造性缩写的可

⁶ WHAT STARTUPS NEED TO KNOW ABOUT SIMPLE AGREEMENT FOR FUTURE EQUITY（SAFE）访问地址：
<https://www.parsalaw.com/what-startups-should-know-about-simple-agreement-for-future-equity>

⁷ SEC 官网对可转换证券的定义：“可转换证券”是可以转换为其他证券的证券（通常是债券或优先股），通常是公司普通股的股份。在大多数情况下，可转换债券的持有人确定是否以及何时进行转换。访问地址：
<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/convertible-securities#:~:text=A%20%22convertible%20security%22%20is%20a,whether%20and%20when%20to%20convert>

转换证券。（Convertible Security）”⁸事实上两者还是有一些区别，笔者认为其中比较值得关注有三点：

区别一：SAFE 清偿顺序较晚，也没有对利率、到期日和还款的要求⁹

正如前文所讲，不同于可转换债券，作为一个特殊的融资工具，SAFE 非股并非债的特性使得使用 SAFE 投资的人在清偿时晚于可转债的债权人。SAFE 不会约定固定期限，除非发生下一轮融资或者退出情形等，否则 SAFE 投资者均无权要求公司还款，也就是说 SAFE 有可能永远不会转化成股权，也不存在利息；而可转债可以约定一定期限，一旦到期，投资者可以要求公司按约偿还本金和利息或将债权转换为股权权益。

区别二：SAFE 只允许转化成下一轮融资¹⁰

可转换债券通常仅在“合格交易的条件产生时”（超过协议规定的最低金额）或者双方都同意转换时才会触发，这意味着如果下一轮融资的估值并不如预期，可转换债券的债权人可以选择暂不转换，但 SAFE 在下一轮融资时必须转换成优先股或普通股。¹¹

区别三：SAFE 的转股价格为投后估值¹²

2018 年 YC 提供的新 SAFE 模板中提出所有 SAFE 的转股价格都用投后估值而不是投前估值，这里的投后估值是指 SAFE 轮完成后立即进行的估值，按照 YC 提供的 SAFE 协议模板，每个 SAFE 投资者按各自的估值上限计算最低持股比例，这就代表每个 SAFE 投资者的股权占比在一开始的协议里已经固定了，无论是否有新的 SAFE 投资者出现，其敲定的股权占比都不会被其他 SAFE 协议所稀释。¹³

⁸ “[t]he Safe is just a convertible note with the ‘event of default,’ interest, and maturity date provisions stripped out. It is a convertible security with a creative acronym.” 访问网址：<https://www.alexanderjarvis.com/differences-between-safe-and-convertible-notes/>

⁹ 《SAFE 和可转换债券主要的五点区别》访问网址：<https://www.startuppercolator.com/top-five-differences-between-convertible-notes-and-safes-for-founders/>

¹⁰ 《SAFE 与可转债的区别》访问网址：<https://legalvision.com.au/whats-the-difference-between-a-safe-and-convertible-note/>

¹¹ 《种子轮投资：比较 SAFE 和可转换债券》访问网址：<https://www.indinero.com/blog/safe-convertible-notes-comparison>

¹² SAFE 协议模版，详见 <https://www.ycombinator.com/documents/>

¹³ 《SAFE 和可转换证券的一些区别》访问网址：<https://www.alexanderjarvis.com/differences-between-safe-and-convertible-notes/>

四、SAFE 投资的优劣势

基于我们代表中国客户在美国投资的经验，投资者在进行 SAFE 投资的时候的重要优劣势总结如下：

（一）优势

1. 有效降稀释

在股权融资的交易形式下，公司在股权融资时，公司往往不能通过一轮的股权融资筹集到足够的资金，因此在未来的融资后，前轮投资者的股权会被不可避免地稀释。

但是，在 SAFE 轮时，无论投资者进入时间的早晚，SAFE 投资者之间的未来股权价值是不会相互影响和稀释。随着公司价值的增长，投资者手中持有的 SAFE 将会根据 SAFE 协议约定的方式转化成相应的优先股或是普通股股份，特别是在有估值上限的模式下，投资者可以很大程度上降低由于 SAFE 轮融资多导致投资缩水和股权稀释。

2. 议价空间大

SAFE 的形式相较传统的股权融资而言更为灵活，这是一个以更低的价格获得一些具有高速增长潜质公司的股权的方式。投资者能够更加容易地在交易中向公司或创始人提出自己的要求：有利于投资者拿到更低的估值上限或是更大的折扣，从而在未来以更低的价格拿到公司确定估值后的首轮股。在 SAFE 投资中，由于程序和形式上的要求较传统股权融资而言少，投资者与公司沟通更为便利，且不被程序束缚，议价空间大，投资者的话语权可以在 SAFE 协议中得到最大的体现。

3. 交易成本低

由于 YC 的分享，YC 的 SAFE 协议的形式已经为市场较为广泛地使用，很大程度上节省了投资者的时间和法律合规成本。SAFE 协议的形式仅仅是一份数页长的简单文件，不需要像股权融资一样进行一套交易文件的审阅，并且与公司开展商业谈判并且完成一系列的法律合规，也没有较多的程序性束缚。

此外，SAFE 使得投资者可以方便快捷地获得公司股权。除非有其他约定，在公司估值确定前，投资者无需与公司就进行股权投资专业条款进行谈判，SAFE 将直接转股为首轮融资的首轮股，SAFE 持有人也将获得首轮融资股东的对应权利。

（二）劣势

1. 高风险

首先，SAFE 的形式非债非股，除非有其他的约定，SAFE 的到期日不是确定的日期，需视公司的实际融资需求情况而定。SAFE 投资形式下，投资者只有在特定事件发生时，才可以获得股权、现金或者其他收益。如果没有发生 SAFE 转股或公司估值确定等事件，或是公司运营状况良好暂无融资的需求，SAFE 就只会一直是投资者手中持有的未来股权利益，投资者预期的收益目的无法有效达到。

其次，SAFE 并非债权，投资人不能以债权人地位要求债务人还本付息；SAFE 也非股权，因而也不能像股东一样享受股东权利、参与公司管理或享受分红。投资收益不够稳定，且若公司未来发展不明，会存在较高投资无法获利或出现亏损的情况。

最后，当前采用 SAFE 融资模式的公司多为初创公司，投资风险非常高。在目前的国际环境下，企业发展的未来难以预测和肯定，在进行 SAFE 投资时，需要投资者独具慧眼，同时佐以法律保障，才能最大程度上保障投资的安全。初创公司鱼龙混杂，有具有较好发展前景和高速增长潜质的初创公司，但更多存在的是不具备高速发展资质的普通初创企业，而对于后者而言，在接受 SAFE 投资后很有可能就已经达到了融资目的，并不需要进一步融资，在这种情况下 SAFE 投资者手里的权利就很难有成长的空间，投资者只能撤回投资的本金，投资收益的目的也很难达到。

2. 高门槛

SAFE 投资需要有一定的财务实力和投资能力。通常在 SAFE 的协议中，会要求投资者为美国《证券法》第 501 条下规定的合格投资者，否则公司有权终止 SAFE 协议并返还 SAFE 投资款。¹⁴

美国《证券法》法下的合格“自然人”投资者指的是，净资产超过 100 万美元（不包括房屋），或近两年的收入超过 20 万美元，或近两年与配偶的共同年收入超过 30 万美元的个人以及资产超过 500 万美元的机构投资者。¹⁵

此外，SAFE 协议中通常还会要求投资者需要具有金融和商业事务方面的知识和经验，能够评估此类投资的优点和风险，能够在不损害自身财务状况的情况下承担此类投资的全部损失，并能够无限期承担此类投资的经济风险。

3. 低受偿

若公司在获得下一轮股权融资前解散、清算甚至破产，SAFE 未转为公司的股权，SAFE 投资者的清偿顺位将劣于普通债权人，但优先于股东受偿，并且，只要有现金可动用，SAFE 持有人就可以在清算资产分配给股东之前按投资比例收回投资金额。¹⁶

¹⁴ Harold J. Krent & Dawn K. Young, Self-Interested Fiduciaries and the Incubator Movement, 66 Syracuse L. Rev. 611, 618 (2016).

¹⁵ Rule 501 Security Act. 详见网址：<https://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=&SID=8edfd12967d69c024485029d968ee737&r=SECTION&n=17y3.0.1.1.12.0.46.176>

¹⁶ Educational Notes to the Simple Agreement for Future Equity (SAFE), National Angel Capital Organization (NACO), April 2017.

SAFE 协议主要法律条款

根据我们代表中国投资者进行 SAFE 投资的经验，并结合 YC 对于 SAFE 最新模板的诠释，我们将 SAFE 的重要条款总结如下：

一、合格投资者

正如在上文所说，SAFE 被视为美国证券法下的一种证券，故要遵守美国证券交易委员会 SEC 所颁布的《证券法》对于合格投资者的规定。在最新版的 SAFE 模板第四章 4 (b) 中指出，如果 SAFE 的持有人不属于合格投资者的话，公司有权返还钱款，并单方终止 SAFE 合同。¹⁷

此外，此多数的 SAFE 合同还需要投资者具有金融和商业事务方面的知识和经验，能够在不损害自身财务状况的情况下承担此类投资的全部损失，并能够无限期承担此类投资的经济风险。

二、文本修改¹⁸

2018 年版本的 SAFE 赋予了公司更多在修改方面的灵活性。只要公司能够取得同一轮 SAFE 过半数投资者的书面同意，就可以对 SAFE 的文本条款进行修改或放弃，无需联系每位投资者。这里的同一轮投资者是指约定了同样投后估值上限和折扣率的 SAFE 投资者。

三、投资者权益

1. 股权融资

如果在 SAFE 未转换前发生股权融资，那么根据合同约定的折扣或者估值上限，SAFE 将按先前合同的约定自动为投资者获得相应普通股或者优先股。

¹⁷ 同注释 13

¹⁸ 同注释 10，详见文件条款 5(d)：<https://www.ycombinator.com/documents/>

2. 清偿

如果公司在获得下一轮股权融资前被合并或收购，SAFE 持有人可选择：

- (1) 将 SAFE 转换为目标公司的股权；或者
- (2) 取得投资额相同的现金支付（或事前协商附加回报）。

3. 解散

如果公司在获得下一轮股权融资前解散并清算，SAFE 持有人可按投资比例收回投资金额，优先于一般股东但落后于普通债权人。

4. 转让

未经另一方事先书面同意，任何一方均不得通过法律或其他方式将 SAFE 权利转让。但未经公司同意，投资者可将其权利转让给：

- (1) 投资者的继承人、遗嘱执行人、管理人、监护人和/或投资者死亡或伤残后的继承人；或者
- (2) 直接或间接控制投资者、受投资者控制或受投资者共同控制的任何其他实体，包括但不限于投资者的任何普通合伙人、管理成员、高级职员或董事。

四、争议解决条款

YC 提供的 SAFE 标准文本中规定，“本协议项下的所有权利和义务将受国家（州）的法律管辖，而不考虑此类管辖权的法律冲突。”¹⁹这说明投资者可以在美国任何州的法院起诉该初创公司，但是他们选择的任何法院都需要适用本条所选择的州的相关法律。

¹⁹ 原文：“All rights and obligations hereunder will be governed by the laws of the state of [Governing Law Jurisdiction], without regard to the conflicts of law provisions of such jurisdiction”，详见注释 10 里的文件条款 5(f): <https://www.ycombinator.com/documents/>

风险提示和解决措施

一、公司估值转股时间、股权融资时间拖延

公司估值，在 SAFE 中是个非常重要的时间节点，其直接决定了 SAFE 投资人未来可以获得的股权比例，越晚转换成 SAFE 股份对于 SAFE 投资人越不利。但是，同样的公司在进行股权融资前需要完成公司估值，因此公司往往会拖延这一时间节点，以期达到更高的估值。

解决措施：

1. 在投资前，充分咨询法律顾问，对投资的目标公司进行充分的尽职调查，充分了解目标公司的发展前景和规划，以及未来的融资计划；
2. 在 SAFE 协议中设置公司进行估值的最晚时间等限制合同条款；以及
3. 在 SAFE 协议中设置公司创始人的连带责任条款，将在时间限度内完成公司估值纳入目标公司创始人的义务。

二、投资收益风险

由于 SAFE 非股非债的性质，投资者可能无法预计甚至会损失自己的投资收益，收益可能会处于长期悬而未决的状态。SAFE 协议下投资者的权利为未来权利，创始人虽然承诺给投资人股权，但股权需要加上“未来的”这一限制性定语，因此投资人可能会发现自己得到的远远达到自己的投资预期。

解决措施：

1. 在 SAFE 协议中设置最晚公司估值时间的限制条款；
 2. 在 SAFE 协议设置“兜底条款”让创始股东对 SAFE 投资人的损失承担连带责任；
- 以及

3. 在 SAFE 协议中约定附加回报等特殊条款对 SAFE 投资人进行额外保护。

三、SAFE 投资人资格

如前所述，美国证券法规定 SAFE 投资人需要有一定的资格，否则公司有权终止 SAFE 协议并返还 SAFE 投资款。

解决措施：

1. 评估：在进行 SAFE 投资之前，首先对自己的 SAFE 投资资格进行自我评估，然后就评估结果和投资资格向律师进行确认；以及

2. SAFE 协议谈判：就 SAFE 投资不资格导致的后果，可以与公司或创始人进行谈判，争取在 SAFE 协议中或是单边函中约定类似于“保底条款”，以充分保护 SAFE 投资人的投资本金。

结语

总结而言，SAFE 这一融资模式的设立初衷是实现投资人和初创公司之间的快捷和公平交易，简化交易流程和交易结构，减轻双方投资和融资的负担。但从实际操作角度而言，相较于投资者而言，SAFE 模式对初创公司更为有利，投资者需要承担更大的风险。因此，我们建议投资者在进行 SAFE 投资前，向专业的法律顾问进行咨询，并对目标公司进行充分地考察，以保障自身的投资安全和能够达成预期的投资收益。

免责声明：

本文中所涉的资料仅基于本所跨境交易经验和相关法律研究，仅供读者参考，并不构成对任何具体问题或是任何司法管辖领域的法律意见。读者不应依赖本文中的任何信息进行投资或采取其他行动。如需进一步咨询，请联系万商天勤律师事务所上海办公室的董亮律师。