

背景

我们对总部位于硅谷的公司在 2015 年第四季度完成的 152 宗风险融资的条款进行了分析。

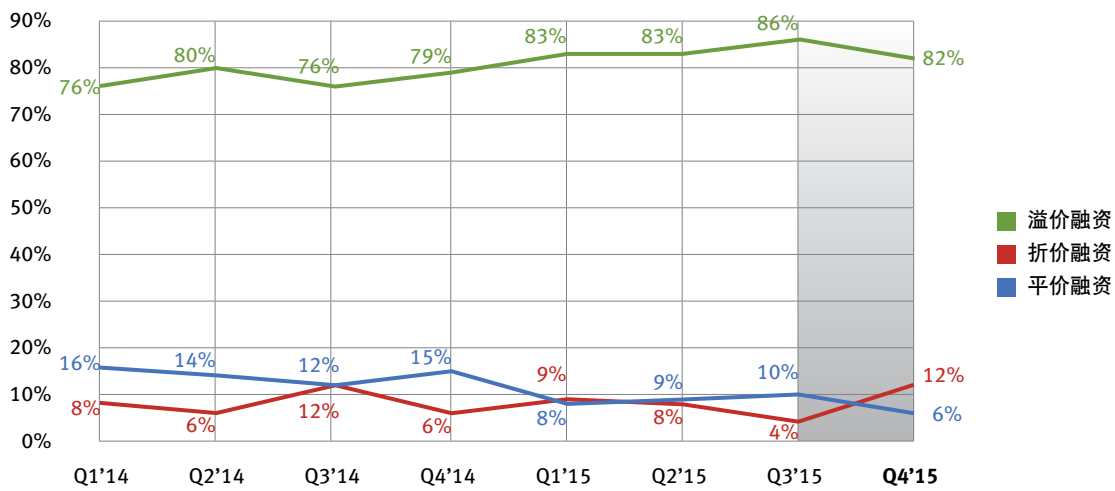
泛伟律师事务所调查结果概述

2015 年第四季度的估值结果较为强劲，但略逊于最近几个季度。

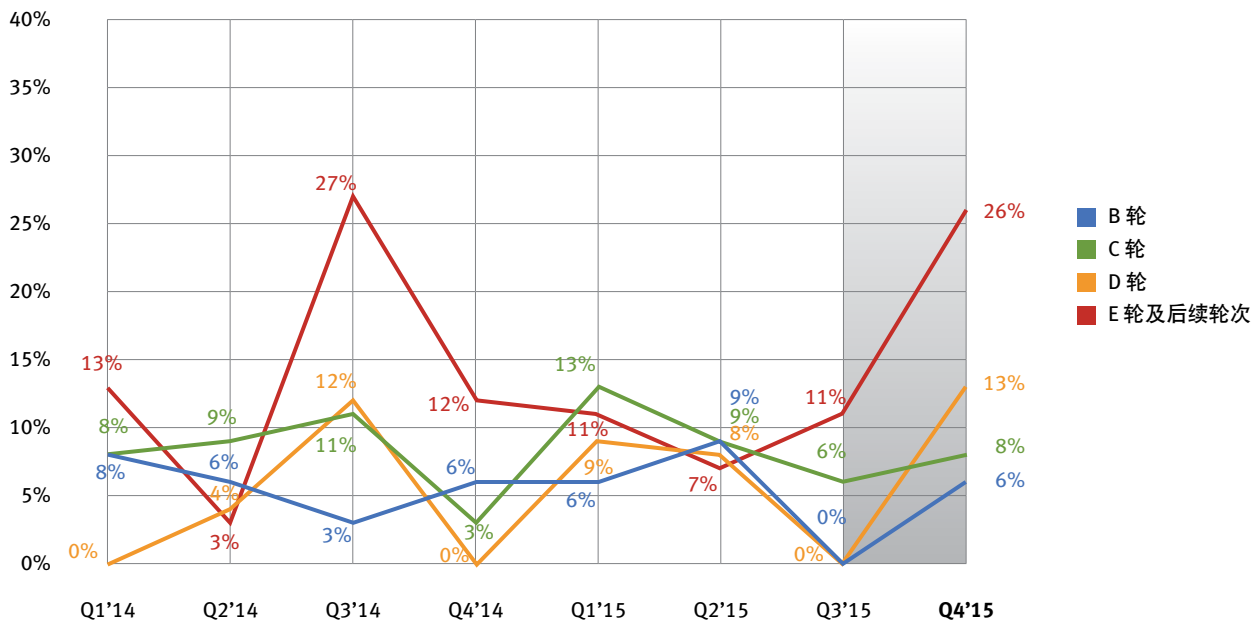
- 溢价融资超过折价融资，其中溢价融资占 82%，折价融资占 12%，平价融资占 6%。这一数据逊于表现非常强劲的 2015 年第三季度，第三季度溢价融资超过折价融资，其中溢价融资占 86%，折价融资占 4%，平价融资占 10%。
- 泛伟律师事务所的 Venture Capital Barometer 显示，2015 年第四季度的平均价格上涨 70%。虽然上涨依然强劲，但相比于 2015 年第三季度的 116% 显著减少，也是自 2013 年第四季度以来 Barometer 结果的最低值。
- 2015 年第四季度融资价格增幅中位数为 39%。这与 2015 年第三季度的 51% 和 2015 年第二季度的 74% 相比下跌明显。
- 自我们从 2010 年第一季度起按行业统计数据以来，软件行业首次在估值方面未进入前二名，尽管其以融资交易数量占有所有融资的 48% 的而领先于其他行业。而互联网/数字媒体行业以其 94% 的溢价融资、111% 的 Barometer 结果和 95% 的增幅中位数，以及硬件行业以其 82% 的溢价融资、100% 的 Barometer 结果和 63% 的增幅中位数位列前二位最强劲的行业，软件行业位列第三，生命科学行业垫底。
- E 轮及后续融资（包括高估值和不景气的公司）相较其他轮融资普遍更为困难，其中，折价融资增至 26%，Barometer 结果下降至 16%，享有高级清算优先权的比例增至 52%，且此类融资占全部融资的比例下降至 15%。

泛伟律师事务所数据 – 估值

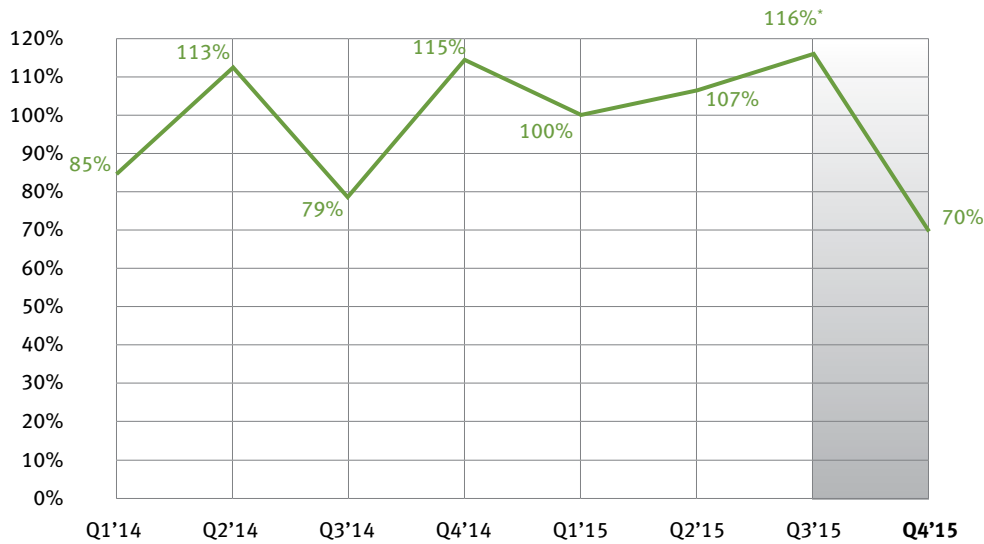
价格变化 — 与上一轮融资相比，某个季度获得融资的公司的价格变化趋势。



按融资轮次划分，折价融资比例如下所示：

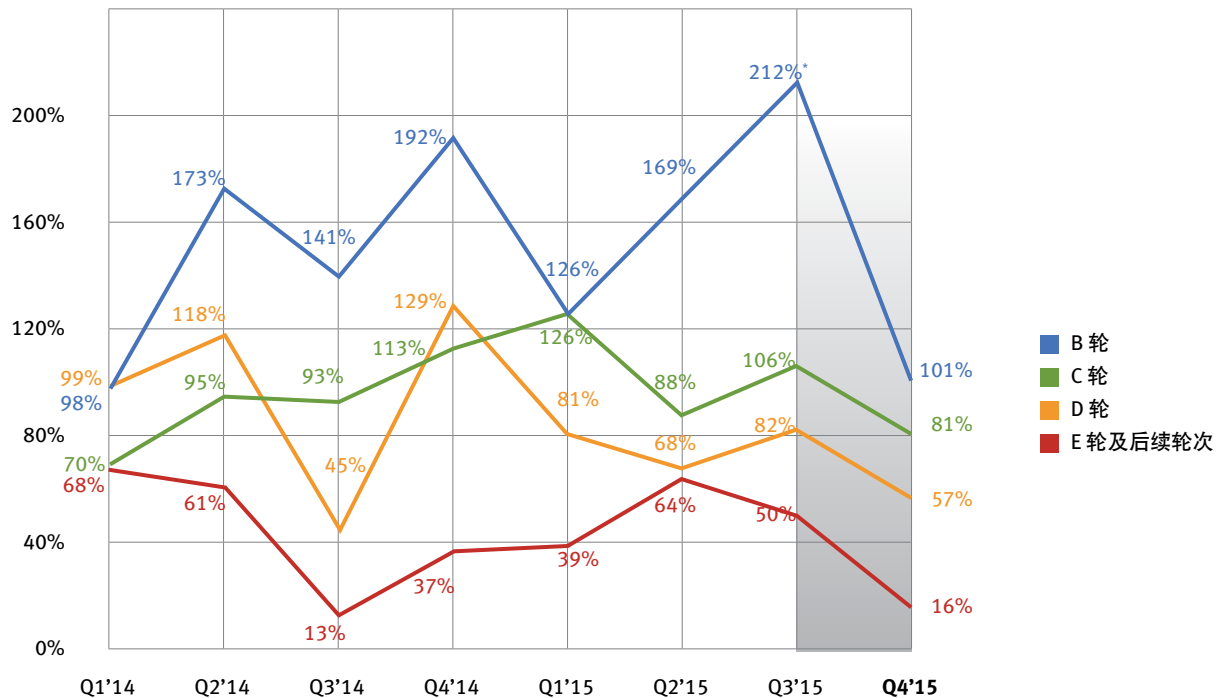


泛伟律师事务所的 VENTURE CAPITAL BAROMETER™（价格变化幅度）— 以下为公司在一个季度内融资的每股价格与其在先前融资轮次中融资的每股价格变化的平均百分比。在计算平均值时，溢价、折价和平价融资都包括在内，且未就融资中募集的金额进行加权计算。



* 一家公司在 2015 年第三季度有超过 3000% 的溢价融资。若排除该项融资，2015 年第三季度的 Barometer 结果将为 93%。

按融资轮次划分，Barometer 结果如下所示：



* 请注意，上述在 2015 年第三季度的超过 3000% 的溢价融资为 B 轮融资。若排除该项融资，2015 年第三季度 B 轮融资的 Barometer 结果将为 132%。

按行业划分的价格变化和泛伟律师事务所的 VENTURE CAPITAL BAROMETER™ 结果 — 下表按行业划分，列载了在 2015 年第四季度进行了融资的公司相对于其上一轮融资的价格变化趋势和 Barometer 结果。由于没有可以比较的参数，上述结果并不包括进行 A 轮融资的公司。

行业	溢价融资	折价融资	平价融资	Barometer	融资数量
软件	81%	9%	9%	60%	53
硬件	82%	18%	0%	100%	17
生命科学	67%	25%	8%	25%	12
互联网/数字媒体	94%	6%	0%	111%	17
其他	80%	10%	10%	53%	10
所有行业总计	82%	12%	6%	70%	109

按行业划分的折价融资结果 — 下表列载了按行业划分，过去八个季度每个季度的“折价融资”的比例。

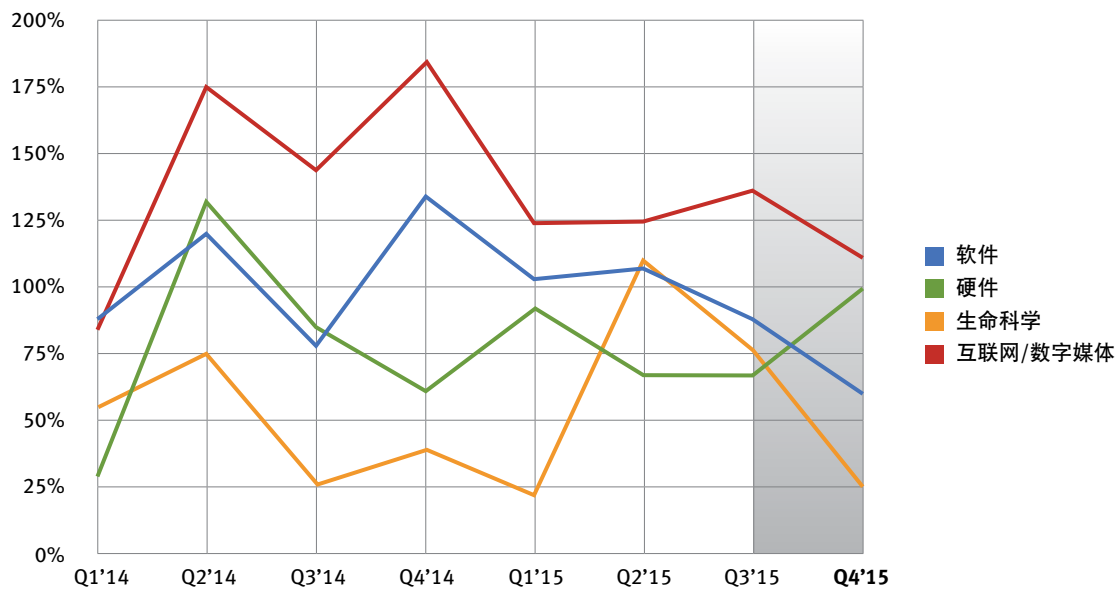
折价融资	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15
软件	7%	8%	8%	7%	8%	3%	6%	9%
硬件	10%	8%	8%	6%	6%	25%	0%	18%
生命科学	12%	0%	21%	6%	12%	12%	6%	25%
互联网/数字媒体	11%	8%	14%	6%	12%	9%	4%	6%
其他	0%	0%	25%	0%	9%	11%	0%	10%
所有行业总计	8%	6%	12%	6%	9%	8%	4%	12%

按行业划分的 BAROMETER 结果 — 下表刊载了按行业划分，过去八个季度每个季度的 Barometer 结果。

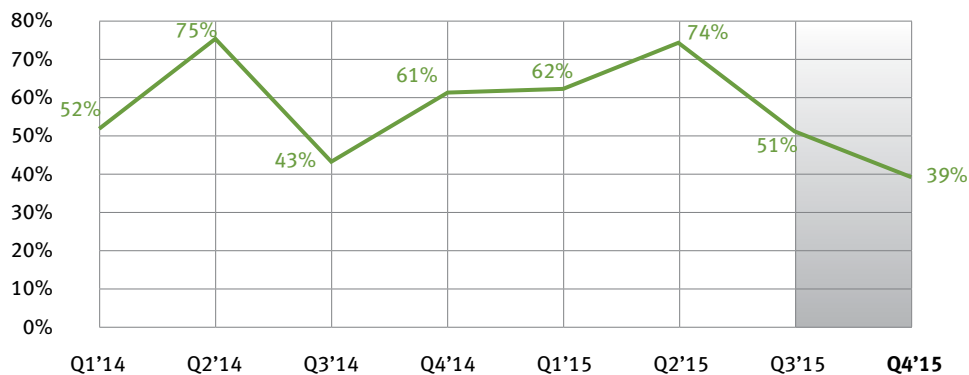
Barometer	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15
软件	88%	120%	78%	134%	103%	107%	88%	60%
硬件	29%	132%	85%	61%	92%	67%	67%	100%
生命科学	55%	75%	26%	39%	22%	110%	76%	25%
互联网/数字媒体	82%	169%	139%	178%	124%	125%	136%	111%
其他	166%	33%	56%	83%	155%	108%	509%*	53%
所有行业总计	85%	113%	79%	115%	100%	107%	116%*	70%

* 若排除上述在 2015 年第三季度的超过 3000% 的溢价融资，“其他”行业内的公司以及调查的所有公司在 2015 年第三季度的 Barometer 结果将分别为 47% 和 93%。

下图是对上述结果的图形展示。



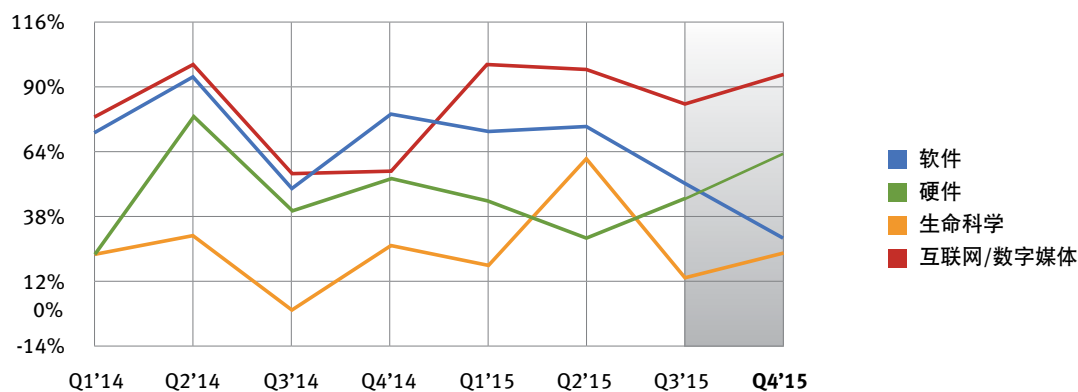
价格变化中位百分比 — 以下为公司在某个季度内融资的每股价格与其在先前融资轮次中融资的每股价格变化的中位百分比。在计算中位数时，溢价、折价和平价融资都包括在内，且未就融资中募集的金额进行加权计算。请注意，这与 Barometer 不同，Barometer 是基于价格变化的平均百分比。



按行业划分的价格变化中位百分比 — 下表刊载了按行业划分，过去八个季度每个季度的价格变化中位百分比。请注意，这与 Barometer 不同，Barometer 是基于价格变化的平均百分比。

价格变化中位百分比	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15
软件	72%	94%	49%	79%	72%	74%	51%	29%
硬件	23%	78%	40%	53%	44%	29%	45%	63%
生命科学	23%	30%	0%	26%	18%	61%	13%	23%
互联网/数字媒体	78%	99%	54%	56%	99%	97%	83%	95%
其他	113%	8%	38%	29%	92%	77%	36%	44%
所有行业总计	52%	75%	43%	61%	62%	74%	51%	39%

下图是对上述结果的图形展示。

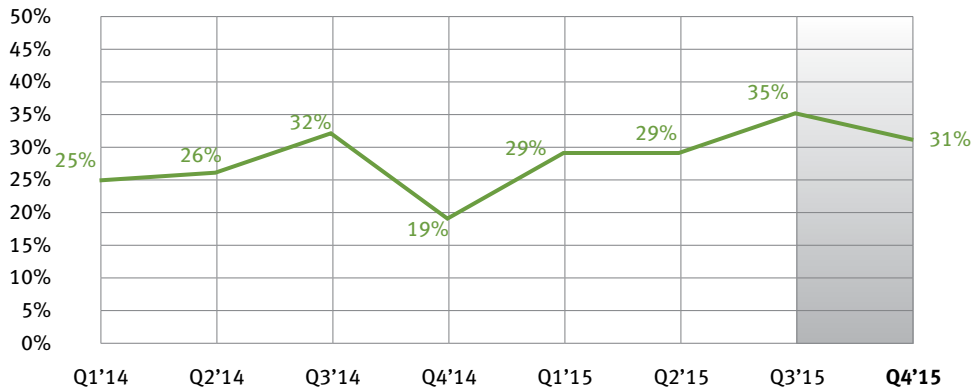


融资轮次 — 按轮次划分，本季度的融资轮次如下表所示。

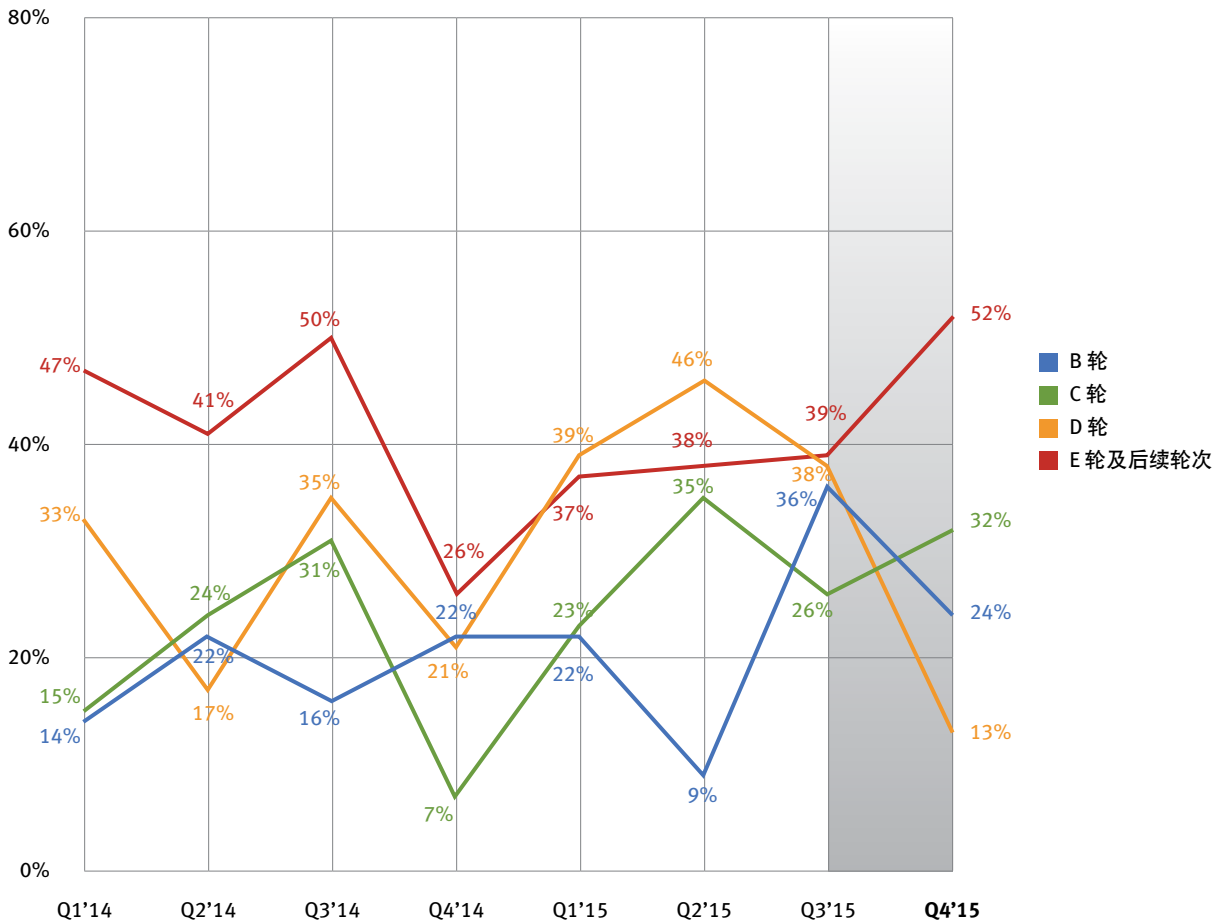
轮次	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15
A 轮	23%	23%	28%	27%	25%	18%	23%	28%
B 轮	31%	21%	21%	21%	29%	28%	22%	22%
C 轮	17%	26%	20%	19%	17%	21%	19%	24%
D 轮	10%	13%	14%	10%	13%	16%	14%	11%
E 轮及后续轮次	19%	17%	17%	23%	16%	17%	22%	15%

泛伟律师事务所数据 – 法律条款

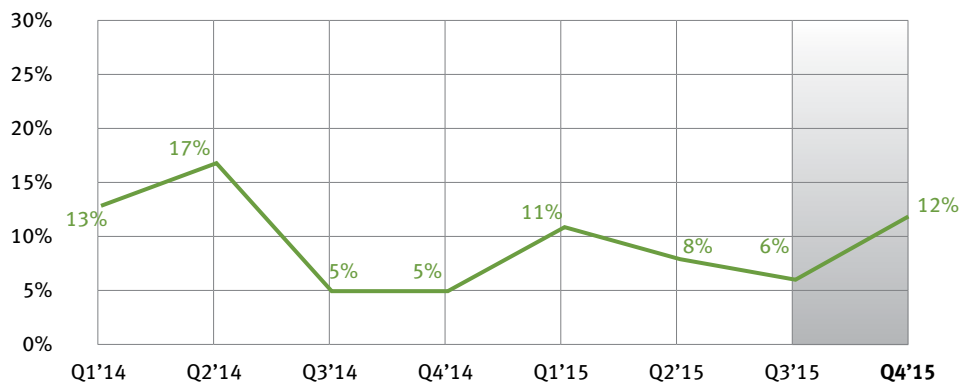
清算优先权 — 高级清算优先权在以下比例的融资中使用。



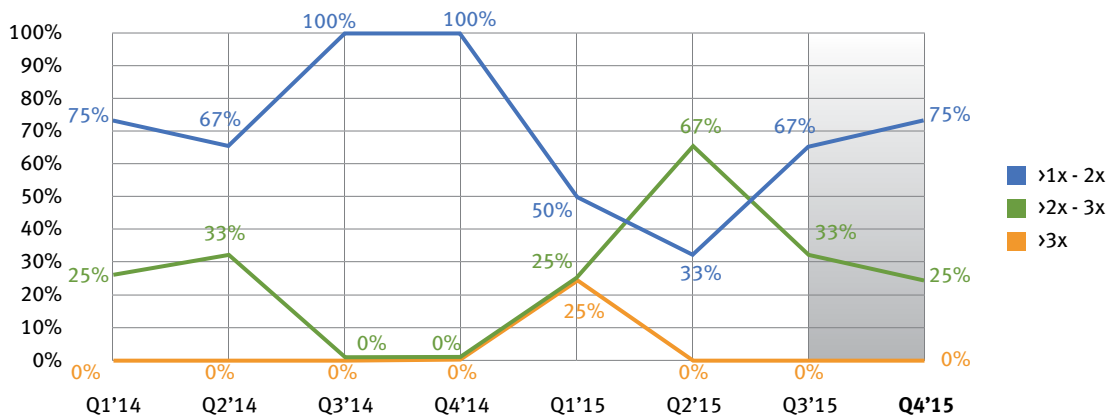
按轮次划分，规定高级清算优先权的百分比如下：



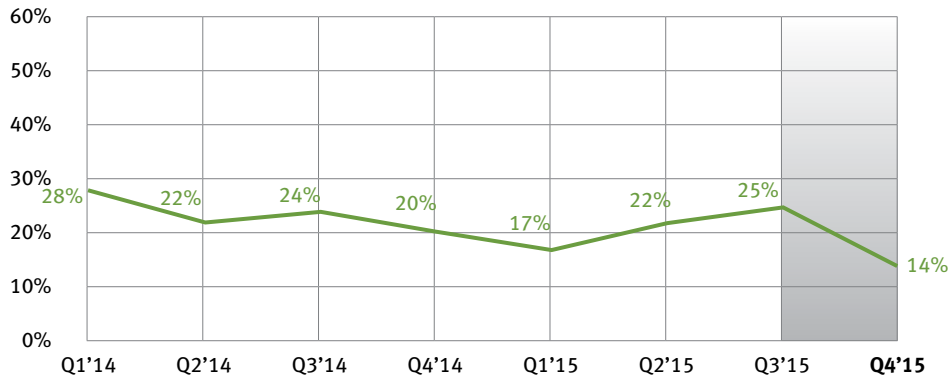
多倍清算优先权 — 高级清算优先权中为多倍清算优先权的比例如下：



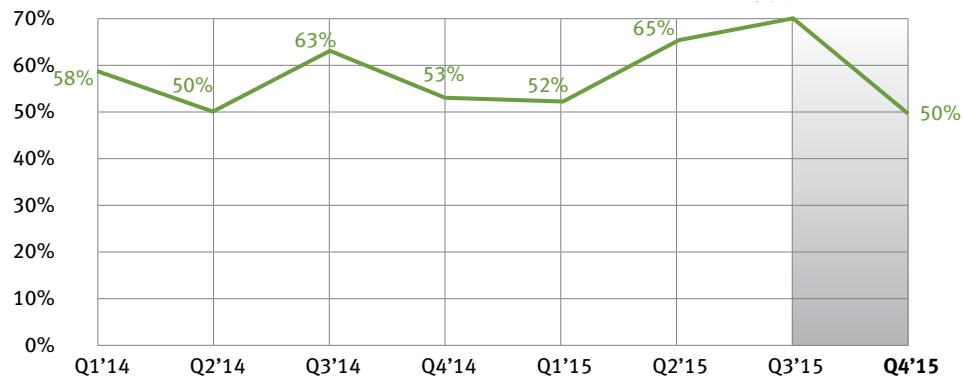
在高级清算优先权为多倍清算优先权的情况下，倍数的范围细分如下：



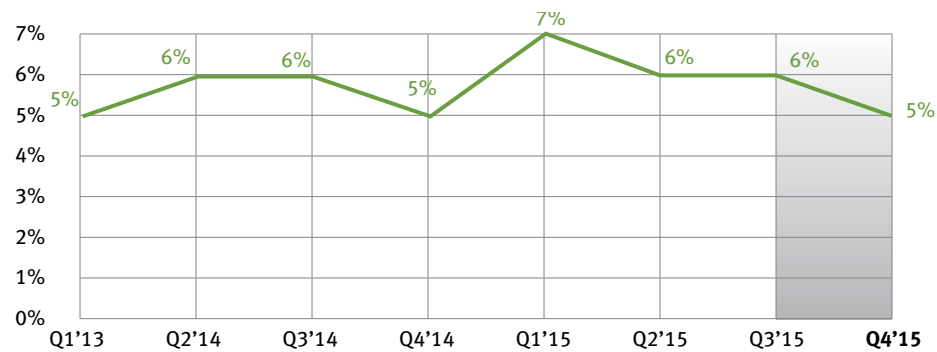
参与分配清算优先权 — 规定参与分配清算优先权的融资比例如下：



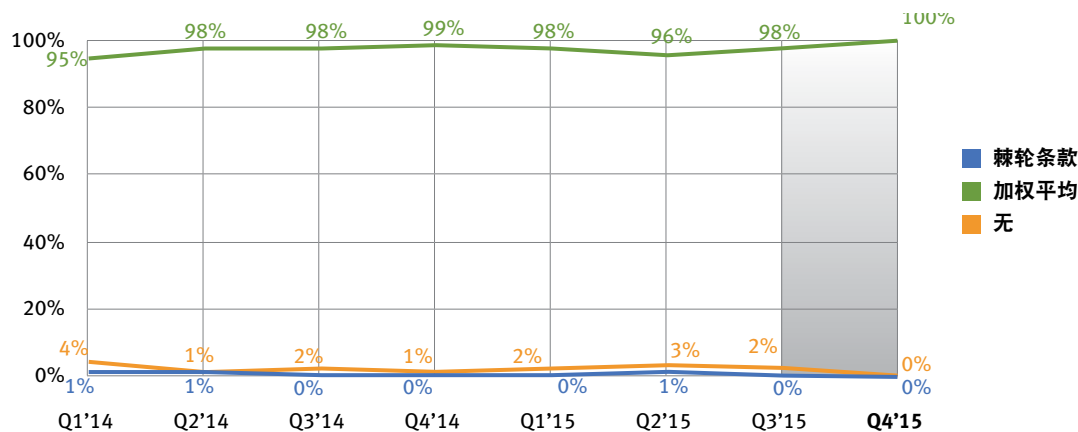
在规定了参与分配清算优先权的融资中，未设上限的融资比例如下：



累积股息 — 规定了累积股息的融资比例如下：

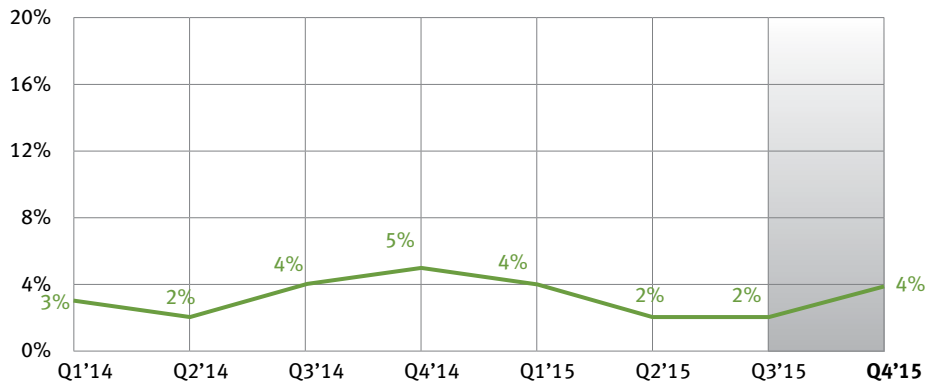


反稀释条款 – 使用（非 IPO）反稀释条款的融资比例如下：



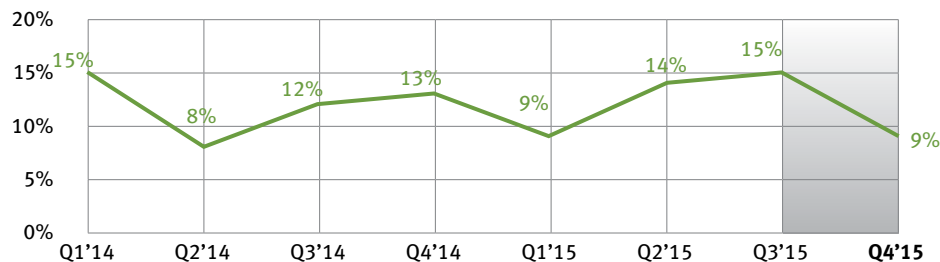
请注意，上表仅适用于非 IPO 反稀释条款。换言之，上表适用于保护投资者免受之后折价风险融资影响的反稀释条款。上表并不包含保护风险投资者免受低于其支付价格的 IPO 影响的反稀释条款（例如，IPO 棘轮条款），因为这些条文通常仅在非常后期的高估值交易中谈判/包含。我们认为，提供包含 IPO 反稀释条款的所有融资的比例的作用不大，因为这将是一个人为的较低结果。对 IPO 反稀释条款的分析载于我们的独角兽估值调查 (Unicorn Survey) 中，根据其性质，该分析主要侧重于后期高估值交易。

继续参与条款 – 订有继续参与条款的融资比例如下：

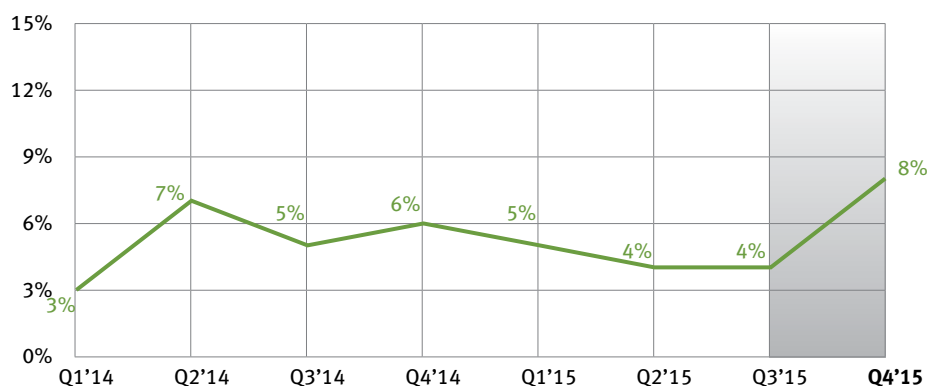


请注意，传闻有证据表明，公司越来越多地使用“拉升” (pull up) 合同条款替代依据章程制定的“继续参与”条文。这两种条款的经济效应相似，但具体实施不同。上述信息包括部分拉升 (pull up) 条款，因此可能对这些条款的使用情况介绍得不充分。

赎回 – 规定可强制赎回或由投资者选择赎回的融资比例如下：



公司重组 – A 轮融资后涉及公司重组（即反向拆股或将股票转换成另一轮次或类别的股票）的比例如下：



■ 关于我们的调查

泛伟律师事务所的风险资本调查于 2002 年第一季度首次发布，此后每季度发布一期。我们旨在为全球的创业及风险投资界提供关于硅谷风险融资条款的信息。

本调查报告向所有人免费提供，仅需在 www.fenwick.com/vcsurvey/sign-up 进行注册。我们非常荣幸能够成为成为企业家、投资人、教育工作者、学生、记者及政府工作人员的信息来源。

我们对硅谷融资活动的分析所依据的是由我们的律师和律师助理独立收集的数据，并未偏向或过度反映本事务所参与的融资项目。我们认为，与仅报告一家律师事务所处理的交易相比，这种方法能够在统计学上提供更为有效和广泛的数据。

在确定一家公司的总部是否位于“硅谷”时，我们查看的是公司总部的地区代码。此地区所包含的地区代码为 650、408、415、510、925、916、707、831 及 209。

■ 关于方法之备注

在解读 Barometer 结果时请谨记，本结果反映了与上一轮融资（平均约为 18 个月之前）相比，在某个季度融资的公司的平均价格增幅。按照定义，Barometer 没有纳入未能进行后续融资的公司（可能是因为这些公司出现停业、被收购或上市）。因此，我们认为，相较于计算绝对风险投资回报，我们的结果对于辨析风险投资环境趋势非常有价值。另请注意，我们的计算并未按“美元加权”处理，即无论规模如何，对所有轮次的风险投资等同对待。

- **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。泛伟律师事务所及其任何合伙人、律师、工作人员或代理均不对本报告中的任何信息（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，亦不得被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事项的观点，仅代表作者本人的观点，不代表泛伟律师事务所的观点。

- **联系人/注册信息**

有关本报告的更多信息，请联系泛伟律师事务所的 Barry Kramer，电话：650-335-7278；电邮：bkramer@fenwick.com。

请访问 fenwick.com/vcsurvey 查看最近一期的调查报告。请访问 fenwick.com/vcsurvey/sign-up 加入电子邮件列表，以获取本调查今后的报告。

© 2016 泛伟律师事务所