硅谷风险投资调查 2012 年第 4 季度

科百瑞（Barry Kramer）
迈克尔•帕特里克（Michael Patrick）

Fenwick
FENWICK & WEST LLP

背景

我们对总部设在硅谷的 116 家公司进行了风险融资方面的分析，这些公司在 2012 年第 4 季度均报告进行过融资。

泛伟律师事务所结果概况

- 2012 年第 4 季度，溢价融资占 71%，折价融资占 8%，溢价超过折价，21% 的融资持平。这相比 2012 年第 3 季度的表现有所改善，当时溢价融资为 61%，折价融资为 17%，22% 的融资持平，这也表明那些得到融资的公司估值优势明显。
- 泛伟律师事务所的 Venture Capital Barometer™ 显示，2012 年第 4 季度平均价格上涨 85%，略高于 2012 年第 3 季度的 78%。B 系列轮次仍为最强势的轮次。
- 2012 年第 4 季度，融资中位价格上涨了41%，涨幅相比第 3 季度的23% 有所上升。四项融资（三项涉及软件，一项涉及硬件）在 2012 年第 4 季度增长超过了 400%。
- 按行业分类的结果如下。总的来说，软件仍然是表现最强势的行业，互联网/数字媒体行业紧随其后，硬件行业表现稳定，生命科学行业表现显著改善，而清洁技术行业则明显落后。
- A 系列轮次的百分比下降明显，为所有交易的 12%。
- 高级和多重清算优先权的使用在过去一年中均显著减少，这也进一步表明那些成功得到融资的公司为何 估值强劲。

其他行业数据概况

我们普遍认为 2012 年的风险投资环境不如 2011 年，2012年下半年表现的尤为明显。与 2011 年相比，风险投资和针对风险投资支持的公司的收购均有所下降，虽然首次公开发行和募资均有上升，但这主要是由于2012年上半年融资的强劲趋势所致。其他一些趋势为：

- 风险募资继续落后于风险投资，虽然在 2012 年两者之间的差距已明显缩小。
- 风险投资基金募集的资金量仍集中在数量相对较少的大型基金中。
- 面向企业的 IT 业务在 2012 年对投资的吸引力有所增加，而面向消费者的 IT 业务（例如，互联网/数字媒体）则似乎少了几分吸引力。
- 清洁技术以及生命科学继续疲软，虽然它们似乎吸引了更多的企业投资兴趣。
- 加速器和种子融资继续保持强势，但 A 系列（后种子期）融资往往很难获得。
- 虽然风险投资者相信资产折现事件在 2013 年将有所改善，但他们还是认为，与 2012 年相比，获得风险融资将更加困难，并且风险募资仍将集中在少数几个基金中。

2012 年纳斯达克指数上涨 16%，并且在 2013 年 将 持续增长，这为上市公司进行收购提供了更有价值的“货币”。由于许多公司持有大量现金储备，以及上市公司投资者似乎更加愿意承担风险，则有充分的理由认为，风险投资支持的公司的资产折现选择将在 2013 年有所改善。

- **风险资本投资**

  根据《道琼斯风险资源》（简称《风险资源》）的报告，2012 年第 4 季度，风险资本家（包括企业下属风投集团）在美国共投资 66 亿美元，涉及 733 宗交易，对比 2012 年第 3 季度的 69 亿美元

和 820 宗交易（2012 年 10 月报告），金额减少了 4.6%，交易数量减少了 10.6%。2012 年全年，风险资本家的投资总额达 297 亿美元，涉及 3363 宗交易，对比 2011 年的 326 亿美元和 3209 宗交易（2012 年 1 月报告），金额减少了 9%，但交易数量增加了 5%。2012 年第 4 季度，51% 的美国风险投资流入总部设在美国加利福尼亚州的公司。

基于汤森路透的数据（“MoneyTree 报告”）编制的《普华永道/全国风险资本协会（PwC/NVCA）MoneyTree™ 报告》也得出了相似的结果。2012 年第 4 季度的风险投资额达 64 亿美元，涉及 968 宗交易，对比 2012 年第 3 季度的 65 亿美元和 890 宗交易（2012 年 10 月报告），金额减少了 2%。2012 年全年，风险资本家的投资总额达 265 亿美元，涉及 3698 宗交易，对比 2011 年的 284 亿美元和 3673 宗交易（2012 年 1 月报告），金额减少了 7%。

根据 MoneyTree 的报告，最强势的行业领域也是软件，相比 2011 年，对其的投资在 2012 年增加了 10%。生命科学领域的投资疲软，生物技术的投资下降了 15%，医疗设备投资下降了 13%，生命科学领域的融资自 1995 年以来达到最低水平。虽然 2012 年是自 2001 年以来互联网投资的第二好的年度，但相比于 2011 年，清洁技术的投资下降了 28% ，甚至互联网投资也下降了 5% 。

尽管生命科学领域的投资普遍疲软，但数字医疗投资比较强劲，Rock Health 报告了自 2011 年至 2012 年的 45% 的增长。

■ 首次公开发行活动

根据道琼斯（Dow Jones）的报告，8 家风险投资支持的美国公司在 2012 年第 4 季度上市并募资 12 亿美元，对比 2012 年第 3 季度的 10 家公司首次公开发行和 8 亿美元的募资，上市公司数量减少，但募资额有所增加。在整个 2012 年，50 家风险投资支持的美国公司上市，对比 2011 年的 45 家，上市公司数量增长了 10%，这主要归功于 2012 年上半年的投资比较强劲。2012 年的首次公开发行共募集了 112 亿美元，是自 2000 年以来最多的，这主要得益于 Facebook IPO 的 66 亿美元，而 2011 年首次公开发行只募集了 54 亿美元。

在 Thomson/NVCA 的报告中，其 2012 年第 4 季度和 2012 全年的数据结果与以上报告基本相同。2012 年第 4 季度 8 家首次公开发行的公司中有 5 家公司是 IT 领域的，这 8 家公司中的 7 家公司总部设在美国，1 家公司总部在中国。

■ 并购活动

根据道琼斯的报告，2012 年第 4 季度，针对风险投资支持的美国公司的收购交易（包括控股购买）总额为 93 亿美元，涉及 113 宗交易，对比 2012 年第 3 季度的 130 亿美元和 99 宗交易（2012 年 10 月报告），金额减少了 28%，但交易数量增加了 14%。2012 全年共有 433 宗收购交易，涉及金额 403 亿美元，与 2011 年的 477 宗收购交易和 478 亿美元（2012 年 1 月报告）相比，交易数量减少 9%，交易金额减少 16%。

汤森路透和全国风险资本协会（“Thomson/NVCA”）报告，2012 年第 4 季度有 95 宗风险资本支持的收购交易，比 2012 年第 3 季度报告的 96 宗交易下降了 1%；2012 全年有 435 宗收购交易，与 2011 年报告的 429 宗交易（2011 年 1 月报告）相比，增加了1%。

■ 风险资本融资

道琼斯报道，154 个美国风险资本基金在 2012 年融资 203 亿美元，对比 2011 年 135 个基金融资 162 亿美元（2012 年 1 月报告），基金数目增加了 14%，融资金额增加了 25%。所融资的 203 亿美元中有 113 亿美元是由 11 个基金融资的。（Russ Garland，Venture Wire，2013 年 1 月 7 日）

Thomson/NVCA 报告，42 个美国风险基金在 2012 年第 4 季度融资 33 亿美元，对比 2012 年第 3 季度 53 个基金融资 50 亿美元（2012 年 10 月报告），基金数目减少了 20%，融资金额减少了 34%。2012 全年，有 182 个基金共融资 206 亿美元，与 2011 年的 169 个基金融资 182 亿美元（2012 年 1 月报告）相比，基金数目增加 8%，融资金额增加 13%。

NVCA 的成员数量已经从 2008 年的 470 个下降到目前的 401 个，这是风险投资公司数目减少的可能的迹象。（Russ Garland，VentureWire，2013 年 1 月 28 日）

■ 企业投资

由于风险资本家的投资和募资有困难，因此企业风险投资表现较好。根据 MoneyTree 的报告，融资包括企业投资者的百分比在 2012 年增加至 15.2%，这是自 2008 年经济衰退以来的连续第三年增加，而且百分比是最高的。

值得注意的是，企业投资者往往更注重的是目前较少受到风险投资家青睐的行业，其参与的清洁技术融资为 20.5%，生物技术的融资为 19.5%。

企业投资者并没有局限于传统的风险投资。例如，GE（Healthymagination）、耐克和三星都各自宣布建立或参与建立了创业公司加速器。据 Rock Health 的报道, Merck 是数字医疗创业公司的主要投资者，GlaxoSmithKline 和 Monsanto 也都分别采取行动，以把更多精力集中于风险资本投资。

■ 天使与加速器风投

仍然存在关于天使/加速器风投环境已经成为泡沫的顾虑。CB Insights 报道,在 2012 年有 1749 个种子融资轮次，而 2009 年只有 472 个，A 系列轮次的增长速度要慢得多，仅从 2009 年的 418 个增长至 2012 年的 692 个，这表明可能会有大量受种子基金资助的公司将无法获得 A 系列投资。然而，这不一定是坏事，因为在很多高风险的机会中下一些小赌注也是有利可获的，某些时候胜算可能会很高。

值得一提的是，Y Combinator 在 2012 年第 4 季度宣布借给其每个公司的款额将减少，可能会由 15 万美元降至 8 万美元，其类别规模也将减小。Polaris Venture Partners 表示其正在大幅缩减其“Dogpatch Labs” 孵化器。但是，关于此尚未有任何趋势，因为像 TechStars 和 500 Startups 等加速器并未减小其规模。（Lizette Chapman，VentureWire，2012 年 12 月 20 日）

■ 风险资本回报

Cambridge Associates 报告，其风险资本指数价值在 2012 年第 3 季度（第 4 季度数据尚未公布）上涨了0.64%，而同期纳斯达克指数上涨了 6.17%。截至到 2012 年 9 月 30 日的 12 个月期间，风险资本指数大幅落后于纳斯达克指数，为7.69% 比 29%，10 年期间的数据则为 6.07% 比 10.27%。Cambridge Associates 风险指数已扣除了费用、成本和附带权益。当然，这样的数据结果解释了风险融资变得困难的主要原因。

■ 风险资本情绪

旧金山大学（University of San Francisco）的 Mark Cannice 教授编制的《硅谷风险资本家信心指数》（Silicon Valley Venture Capitalist Confidence Index®）报告，2012 年第 4 季度，硅谷风险资本家的信心指数为 3.63（最高为 5），比 2012 年第 3 季度报告的 3.53 略有增加。

据 NVCA 和 VentureSource 在 2012年 11 月和12 月进行的风险资本家 VentureView 调查，对 2013 年（与 2012 年相比）的风险资本家的预测为：

风险投资	47% 下降	27% 增长	26% 持平
IPO 数量	40% 增长	32% 下降	25% 持平
并购	62% 增长	10% 下降	25% 持平
风险募资	51% 增长	49% 下降	（大多数认为募资会增加的人士认为基金数量将会变少）
估值	38% 下降	32% 增长	30% 持平

商务 IT、医疗 IT 和消费者 IT 被预测为走势强劲的行业，清洁技术、医疗设备和生物制药预计将落后。

A 系列（后种子期）被视为迄今为止最困难的融资轮次，有 45% 的风险资本家将其视为可能是最困难的一轮。

65% 的风险资本家认为投资条款清单在 2013 年将变得更加有利于投资者。

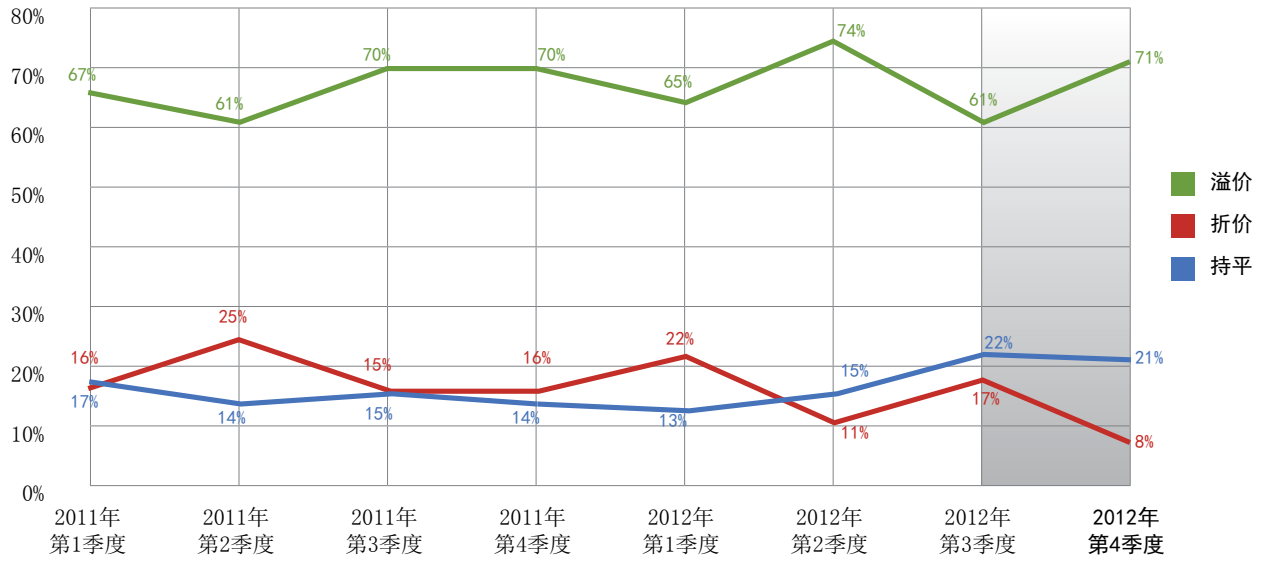
73% 的风险资本家认为有限合伙人协议在 2013 年将更加有利于有限合伙人。

- **纳斯达克指数**

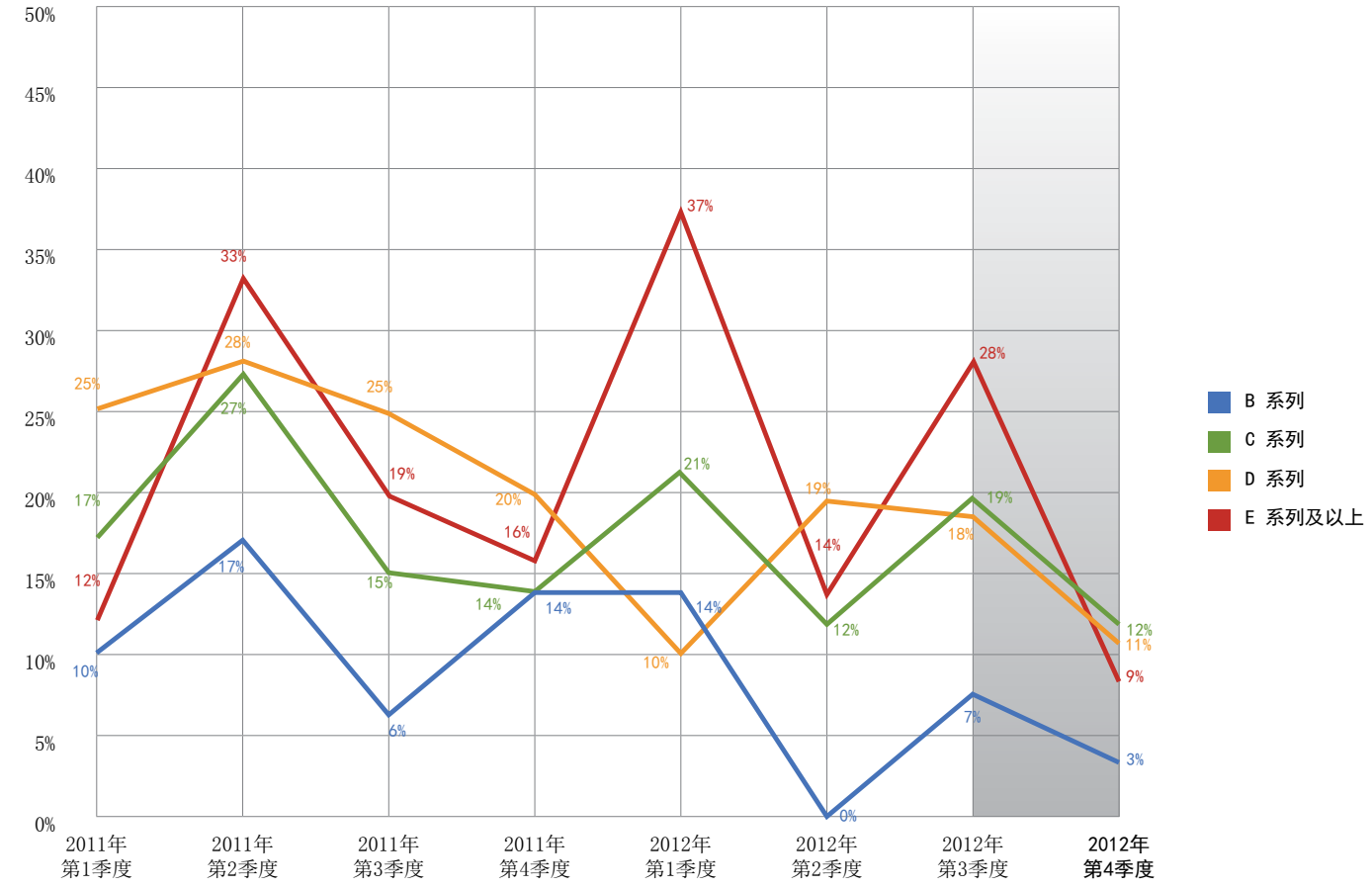
纳斯达克（Nasdaq）指数在 2012 年第 4 季度下降 1.0%，但在截止到 2013 年 2 月 13 日的第 1 季度中已增长 3.3%。

泛伟律师事务所的估值数据

价格变化——与前一轮融资相比，某个季度获得融资的公司的价格变化走势。



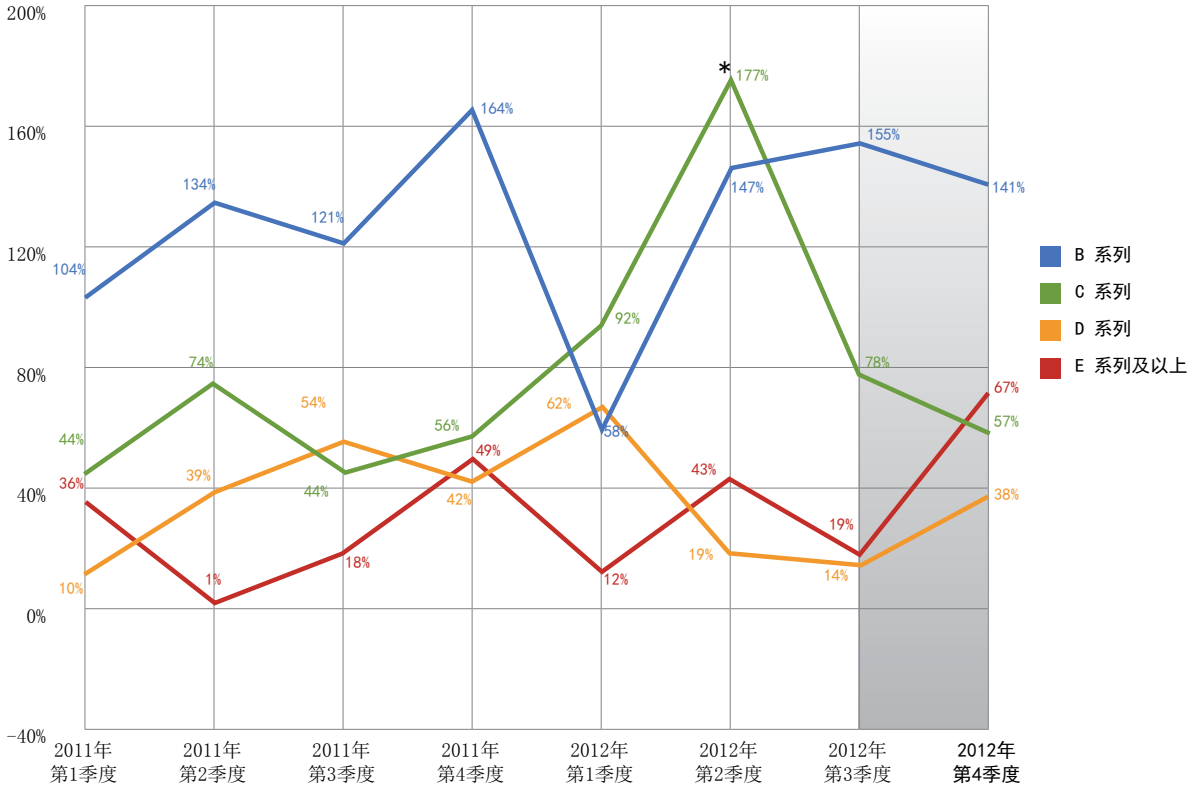
按系列划分，折价的比例如下：



泛伟律师事务所 Venture Capital Barometer™（价格变化的幅度——下图是公司在某个季度筹集资金的每股价格，与该公司在其前一轮融资中筹集资金的每股价格相比，价格变化的平均百分比。在计算平均值时，各轮融资（溢价、折价和持平）都包括在内，且没有针对融资筹集的金额对结果进行加权计算。

* 2012 年第 2 季度，一家软件公司的融资为 1460% 溢价融资，一家互联网/数字媒体公司的融资为 1190% 溢价融资。如果排除这两项，2012 年第 2 季度 Barometer 结果将调整为 70%。

按系列划分，Barometer 的结果如下：



* 请注意，上述两家软件和互联网/数字媒体公司在 2012 年第 2 季度增值 10 倍以上的融资均为 C 系列融资。如果排除这两项，2012 年第 2 季度 C 系列的 Barometer 结果将调整为 72%。

当前季度按行业划分的结果——下表载列了在2012 年第 4 季度，按行业组划分并与上一轮融资相比，价格变化的走势、Barometer 结果和获得融资的公司的融资数量。获得 A 系列融资的公司不包括在内，因为这些公司没有前一轮融资可以比较。

行业	溢价	折价	持平	Barometer	融资数量
软件	82%	5%	13%	+128%	45
硬件	77%	8%	15%	+64%	13
生命科学	57%	10%	33%	+30%	21
互联网/数字媒体	65%	12%	23%	+85%	17
清洁技术	33%	17%	50%	-2%	6
其它	0%	0%	0%	0%	0
所有行业总计	71%	8%	21%	85%	102

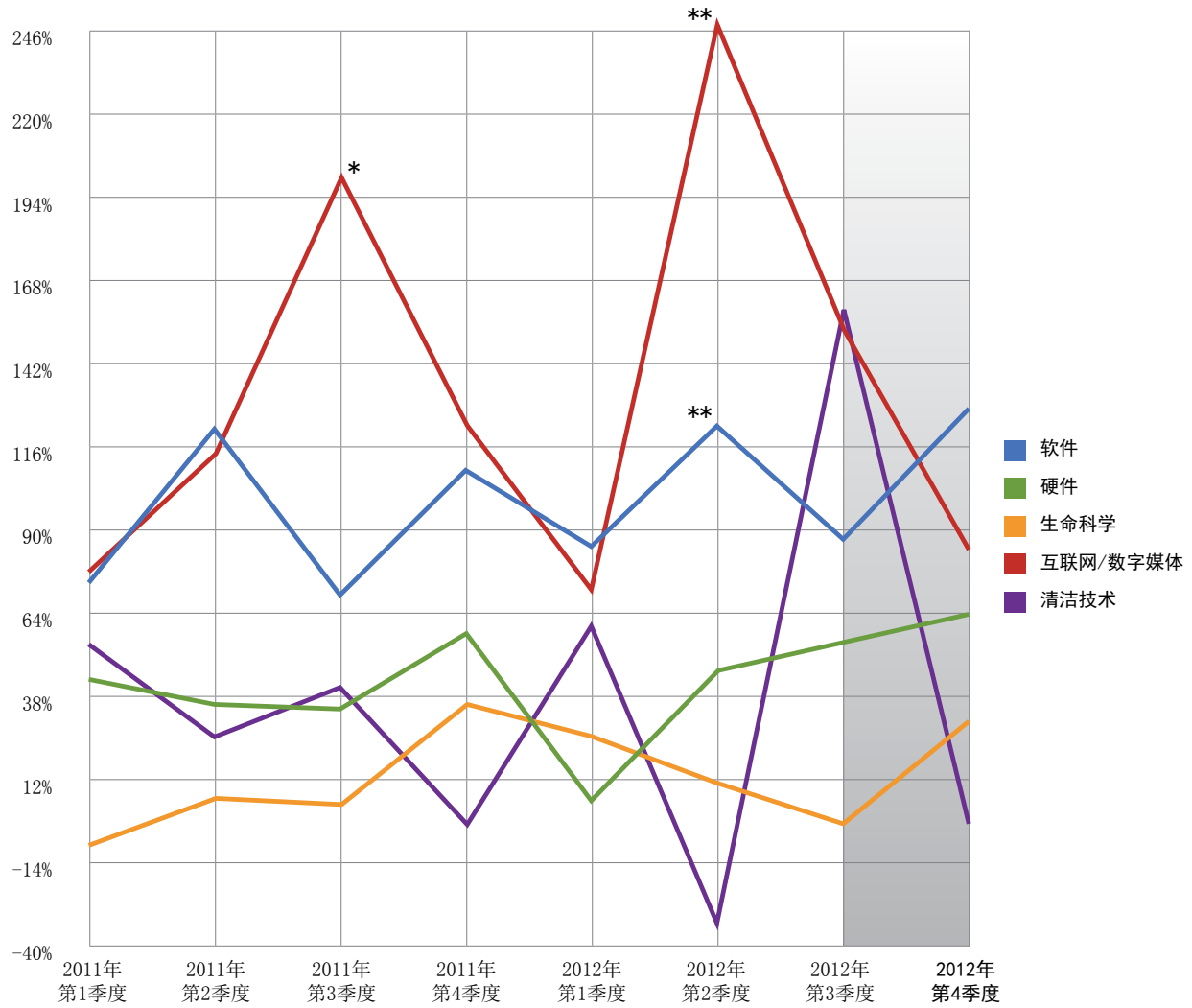
按行业划分的折价结果——下表载列按行业组划分，在过去八个季度每个季度的“折价”百分比。

折价	2011年第1季度	2011年第2季度	2011年第3季度	2011年第4季度	2012年第1季度	2012年第2季度	2012年第3季度	2012年第4季度
软件	14%	14%	14%	11%	14%	8%	11%	5%
硬件	15%	15%	12%	0%	42%	15%	30%	8%
生命科学	31%	31%	22%	33%	24%	6%	21%	10%
互联网/数字媒体	11%	11%	18%	12%	20%	0%	14%	12%
清洁技术	0%	0%	11%	43%	0%	75%	0%	17%
其它	25%	25%	0%	0%	0%	50%	0%	0%
所有行业总计	16%	16%	15%	16%	22%	11%	17%	8%

按行业划分的 Barometer 结果——下表载列按行业组划分， 在过去八个季度每个季度的 Barometer 结果。

Barometer	2011年第1季度	2011年第2季度	2011年第3季度	2011年第4季度	2012年第1季度	2012年第2季度	2012年第3季度	2012年第4季度
软件	75%	121%	71%	105%	85%	123%**	87%	128%
硬件	43%	35%	34%	58%	5%	46%	55%	64%
生命科学	-8%	6%	4%	36%	26%	11%	-2%	30%
互联网/数字媒体	77%	115%	201%*	122%	72%	248%**	153%	85%
清洁技术	54%	24%	41%	-3%	61%	-33%	158%	-2%
所有行业总计	**52%**	**71%**	**69%**	**85%**	**52%**	**99%**	**78%**	**85%**

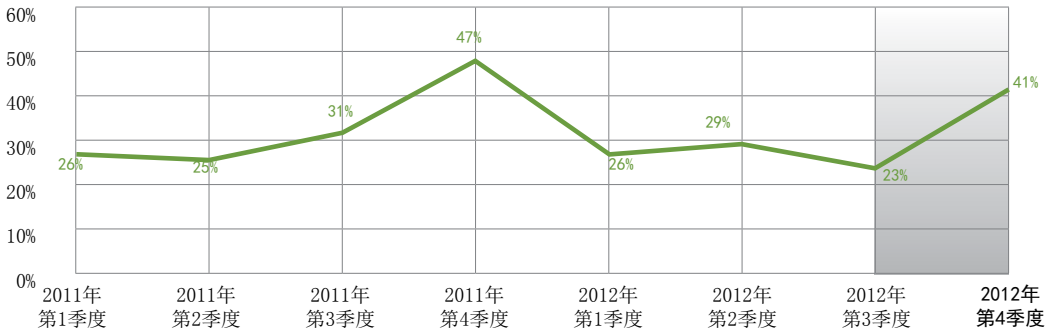
下图是用图形对上表结果进行展示。



* 2011 年第 3 季度一家互联网/数字媒体公司的溢价高达 1500%。如果将该数据排除在外，2011 年第 3 季度互联网/数字媒体行业的 Barometer 结果为 73%。

** 数据包含 2012 年第 2 季度融资溢价超过 10 倍的上述两家公司。如果排除这两家公司，软件行业 Barometer 结果为86%，互联网/数字媒体行业的 Barometer 结果为176%。

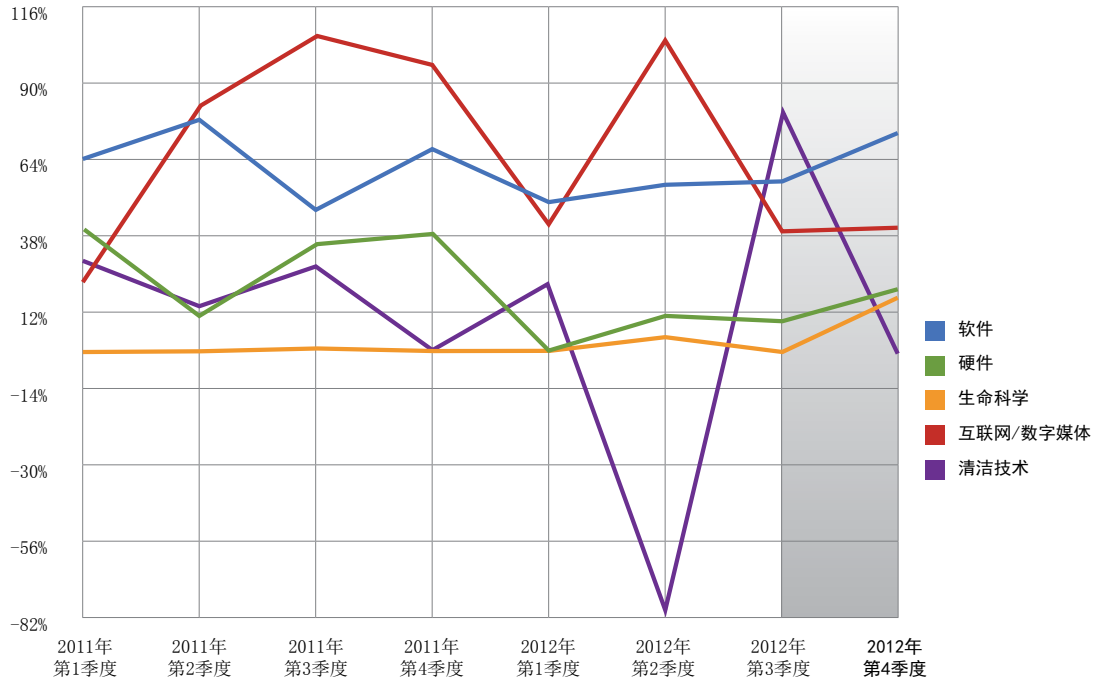
价格变化中位百分比——下图是公司在某个季度筹集资金的每股价格，与该公司在其前一轮融资中筹集资金的每股价格相比，价格变化的中位百分比。在计算中位数时，各轮融资（溢价、折价和持平）都包括在内，且没有针对融资筹集的金额对结果进行加权计算。请注意，这与 Barometer 不同，Barometer 是基于价格变化的平均百分比。



按行业划分的价格变化中位百分比 ——下表载列按行业组划分，在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。

Barometer	2011年 第1季度	2011年 第2季度	2011年 第3季度	2011年 第4季度	2012年 第1季度	2012年 第2季度	2012年 第3季度	2012年 第4季度
软件	64%	78%	46%	67%	50%	56%	57%	74%
硬件	39%	11%	35%	38%	0%	11%	10%	20%
生命科学	0%	0%	1%	0%	0%	5%	0%	17%
互联网/数字媒体	21%	82%	105%	96%	41%	105%	39%	41%
清洁技术	28%	14%	27%	0%	21%	-82%	79%	0%
所有行业总计	**26%**	**25%**	**31%**	**47%**	**26%**	**29%**	**23%**	**41%**

下图是用图形对上表结果进行展示。

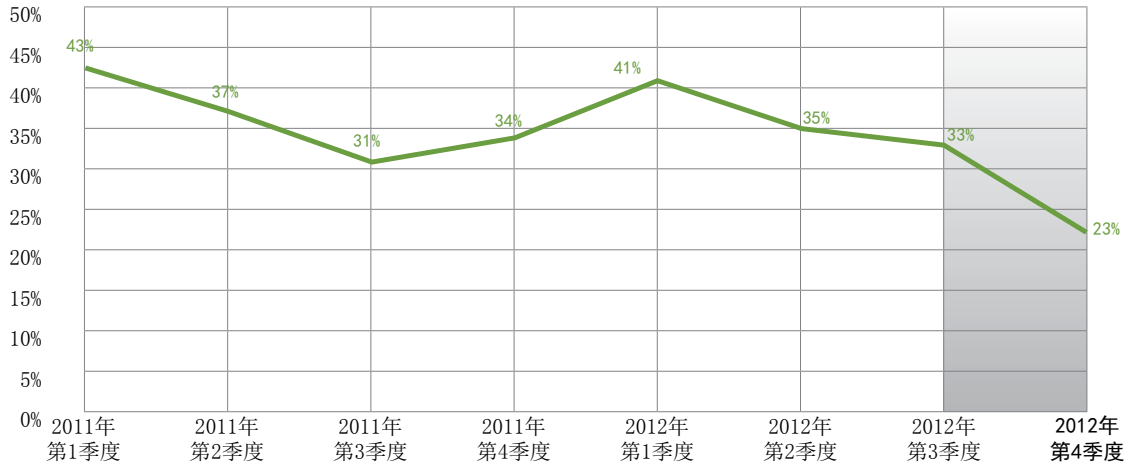


融资轮次——按系列划分，本季度的融资轮次如下表所示。

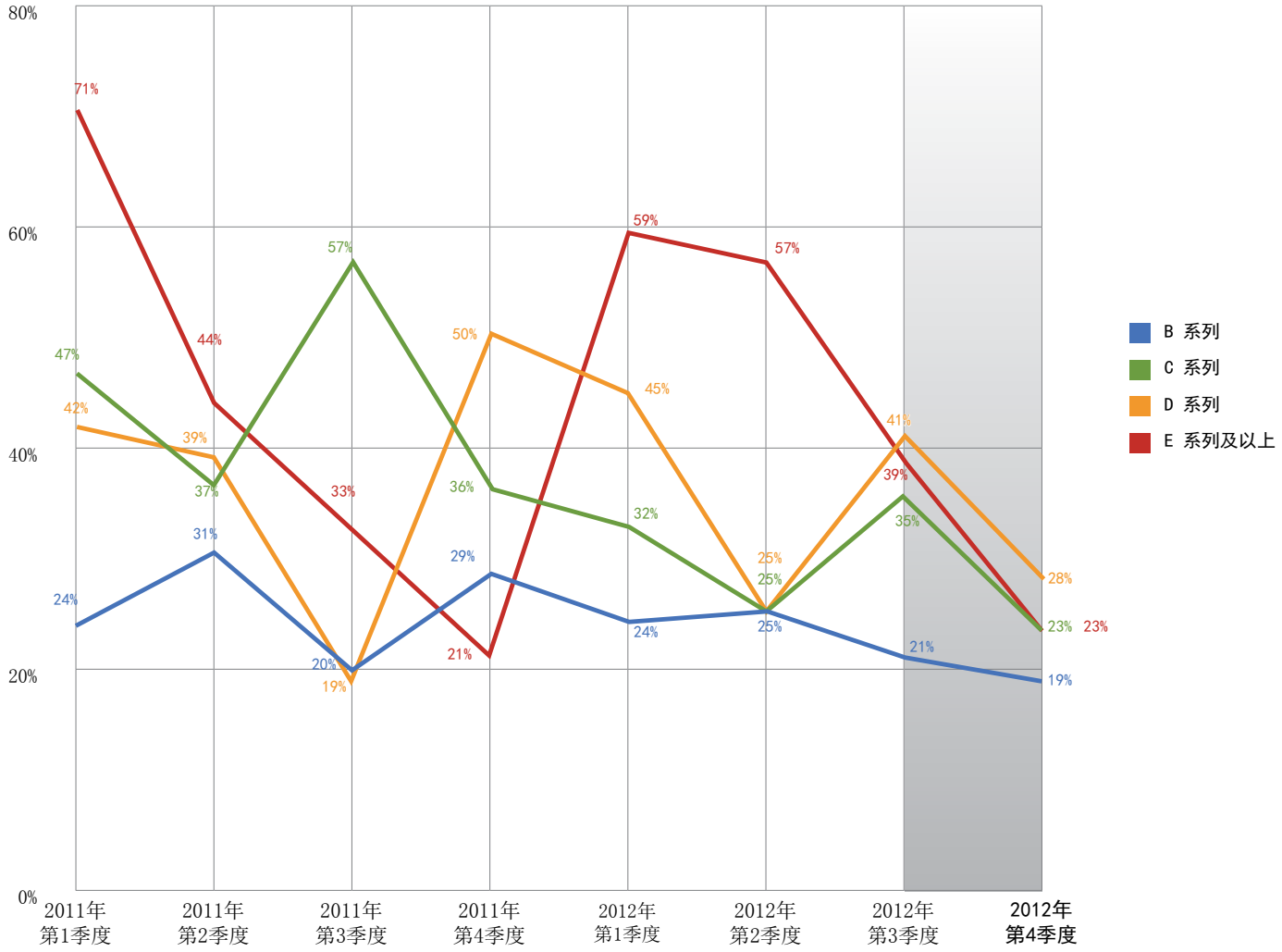
系列	2011年第1季度	2011年第2季度	2011年第3季度	2011年第4季度	2012年第1季度	2012年第2季度	2012年第3季度	2012年第4季度
A 系列	18%	19%	18%	24%	24%	24%	24%	12%
B 系列	24%	25%	31%	24%	18%	17%	24%	31%
C 系列	24%	26%	19%	19%	17%	21%	22%	22%
D 系列	20%	15%	14%	17%	17%	14%	15%	16%
E 系列及以上	14%	15%	18%	16%	24%	24%	15%	19%

泛伟律师事务所的法律条款数据

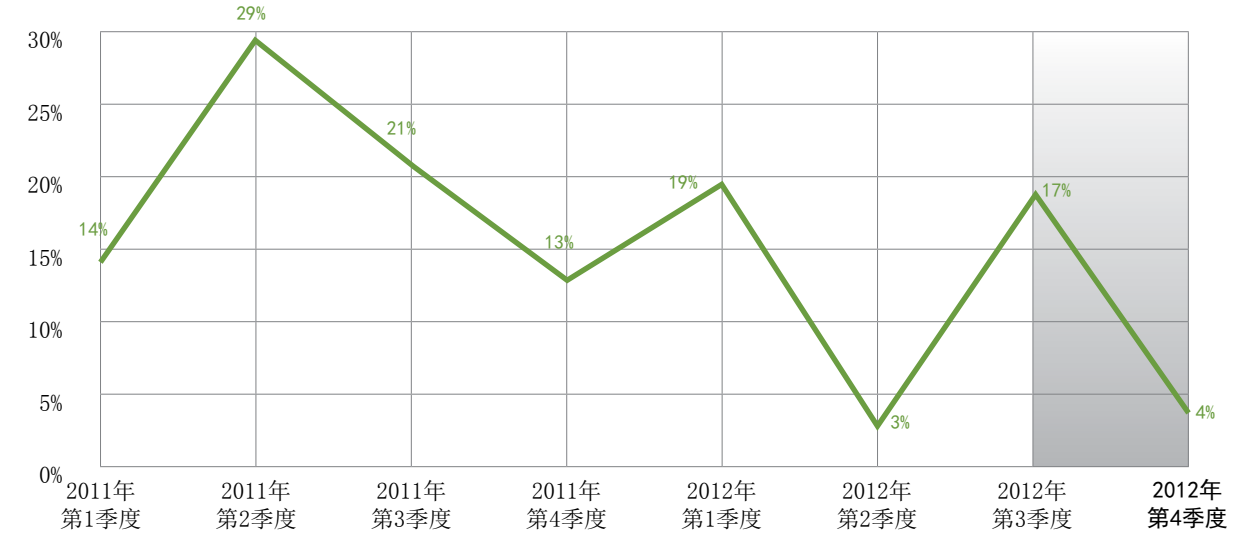
清算优先权——高级清算优先权在以下比例的融资中使用。



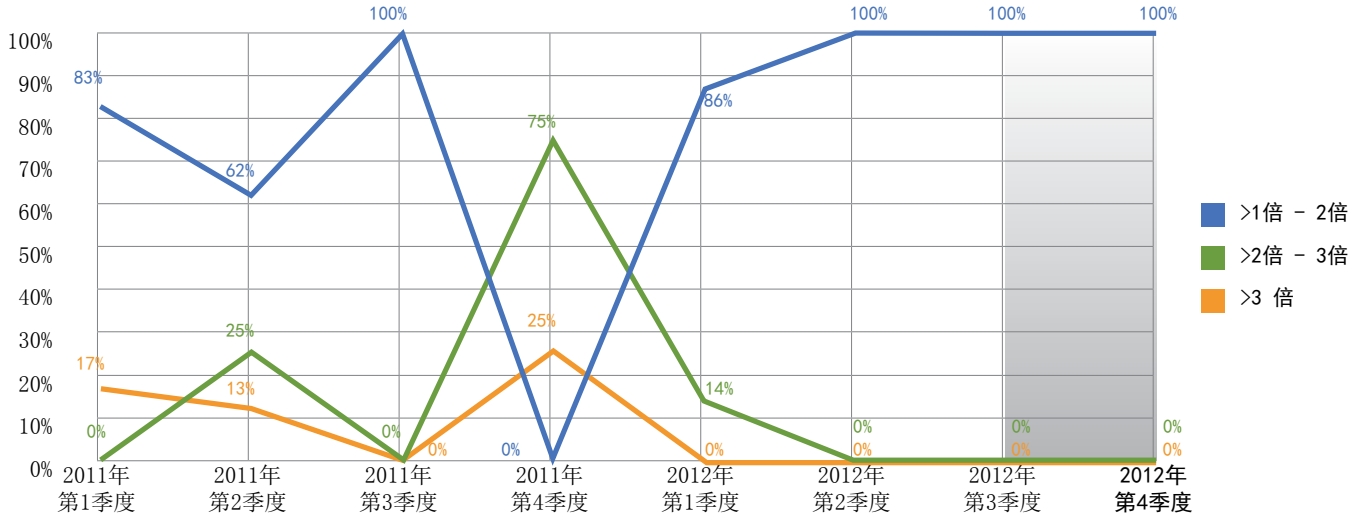
按系列划分，高级清算优先权的百分比如下：



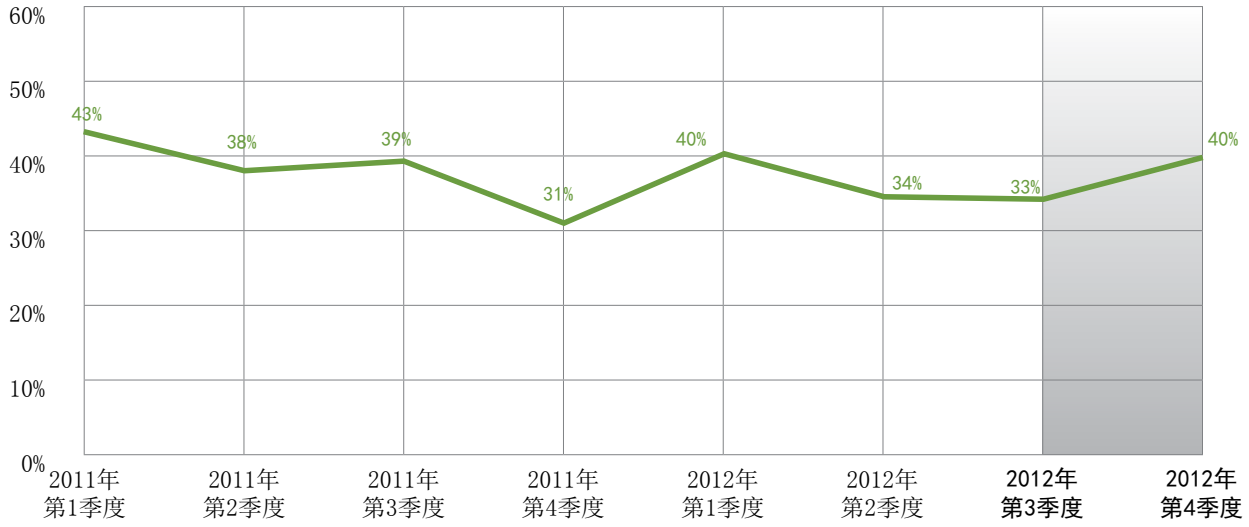
倍数清算优先权——高级清算优先权为倍数清算优先权的比例如下：



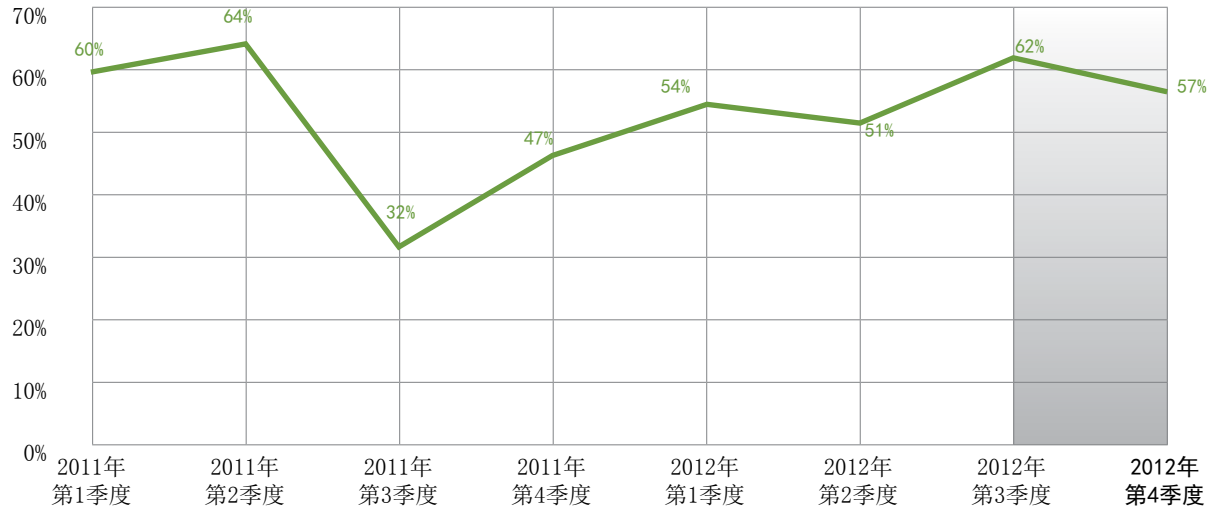
在高级清算优先权为倍数清算优先权的情况下，倍数的范围细分如下：



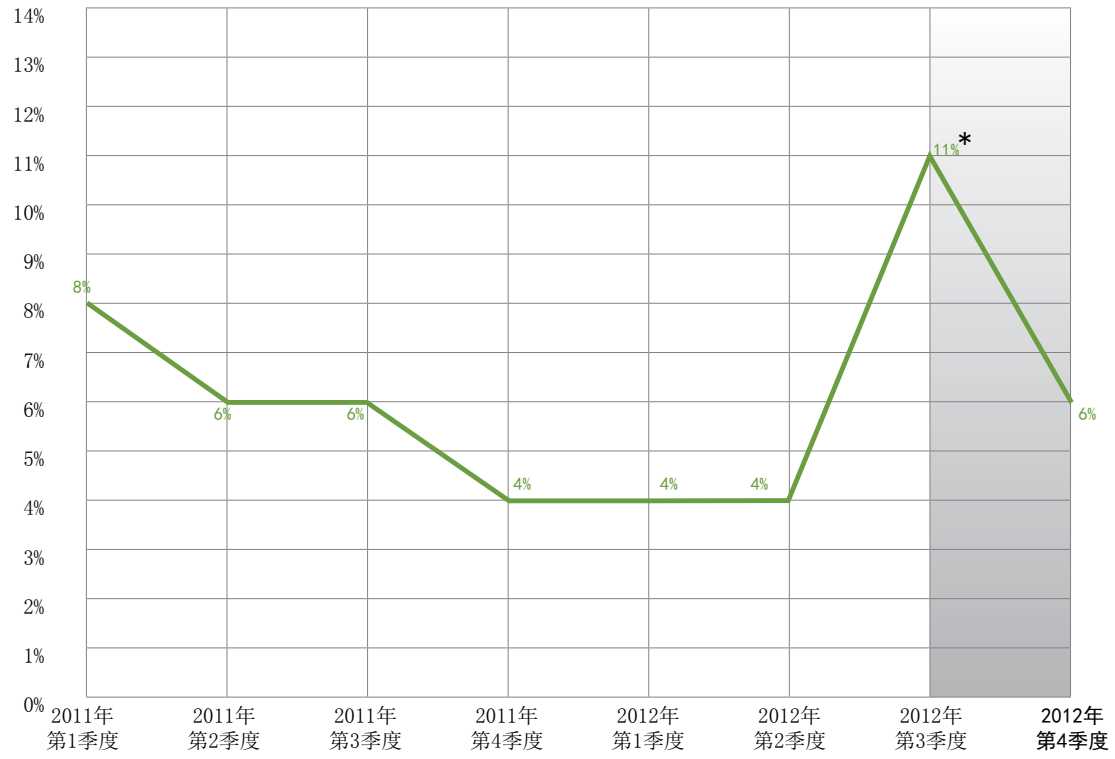
参与清算——规定参与清算的融资比例如下：



在参与清算的融资中，未设上限的融资比例如下：

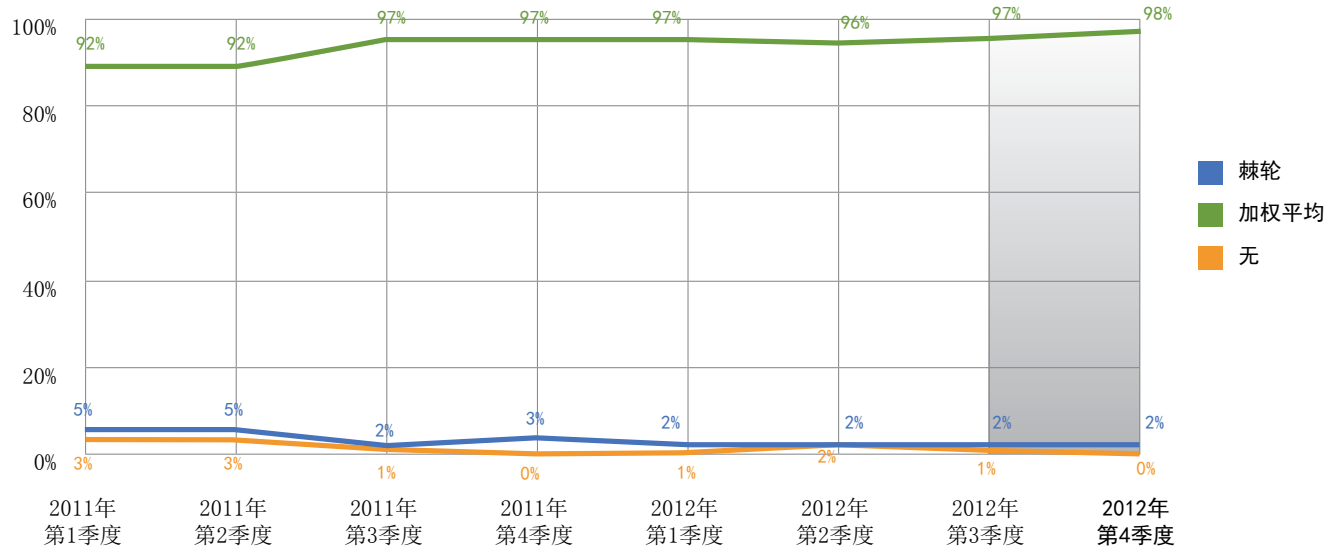


累积股息——规定了累积股息的融资比例如下：

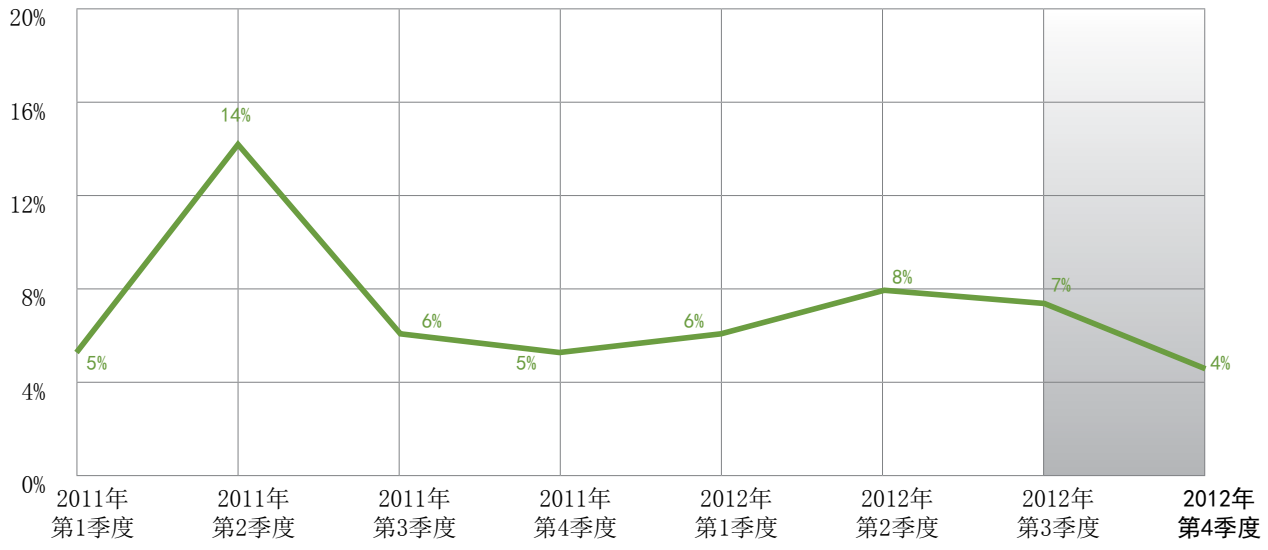


* 请注意，在2012年第 3 季度累计股息的使用明显增加。我们注意到，46% 使用累计股息的融资是在生命科学行业，38% 使用累计股息的融资（生命科学融资的 33%）没有规定参与清算优先权，这意味着在这些融资中，累计股息被用作参与清算优先权的替代。

反摊薄条文——使用反摊薄条文的融资比例如下：

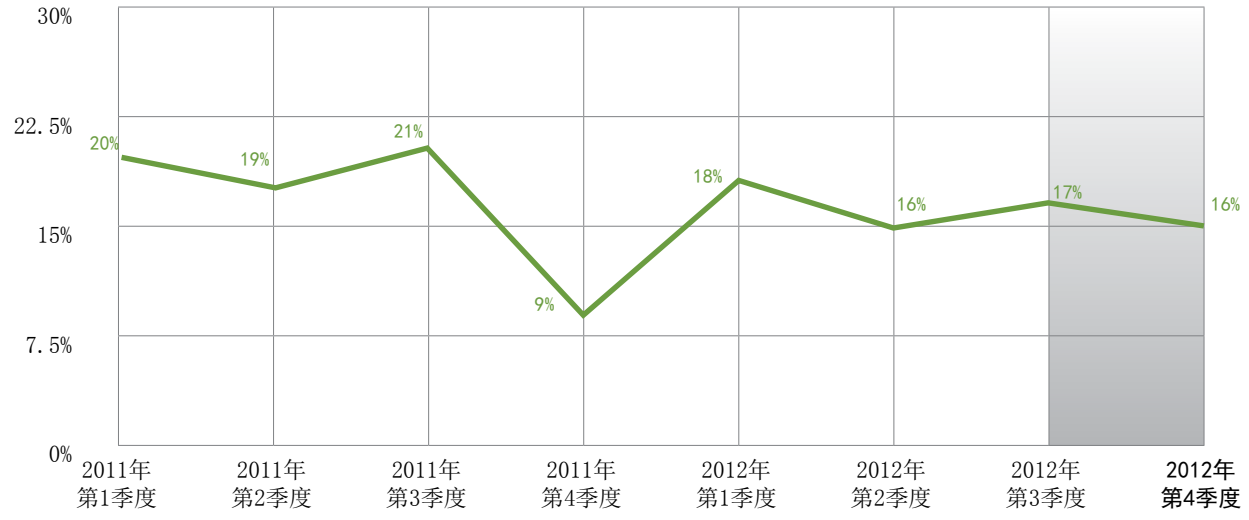


付费参与（Pay-to-Play）条文——订有付费参与条文的融资比例如下：



请注意，有铁事证据表明，公司越来越多地使用“拉升”（Pull Up）合同条文替代依据章程制定的“付费参与”条文。这两种条文的经济效应相似，但执行方式不同。上述信息包括部分（但可能不是全部）拉升条文，因此可能对这些条文的使用情况介绍得不充分。

赎回——规定可由投资者选择进行强制赎回或赎回的融资比例如下：



企业重组——A 系列以上涉及企业重组的融资（即将股票反向分割或转换成另一系列或类别的股票）比例如下：

- **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（一般为 12 至 18 个月之前）相比，在某个季度筹集资金的公司的平均价格增幅。由于风险资本家（及其投资者）为了补偿他们面临的风险而一般会追求至少 20% 的 IRR，而且按照定义我们没有考虑未能筹得新一轮融资的公司（一般导致投资者亏损），Barometer 在 40% 范围内的增幅应属正常。

  在对比当期结果和基于第三方数据的前期结果（例如风险资本家投资的金额、并购所得款项的金额等）时，我们使用第三方最初就该期公布的结果，而非此后根据其他信息更新的结果，这样可以更好地与当期公布的结果比较。例如，在比较第 4 季度结果和第 3 季度结果时，我们使用最初公布的第 3 季度结果，该结果一般在 10 月份提供，而不是通常在 1 月份提供的更新结果。在我们的报告中，如遇此类情况，将在括号内说明首次报告信息的日期。

- **免责声明**

  在编制本文所载的信息时，会进行假设、编纂和分析，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、员工或代表对本文所载的任何信息，包括任何错误或不完整之处，不承担任何责任。本报告的内容不能用作且不应视作法律建议或意见。

- **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

  科百瑞，电话 650-335-7278，电邮 bkramer@fenwick.com 或

  迈克尔•帕特里克，电话 650-335-7273，电邮 mpatrick@fenwick.com

  若想加入电邮列表，便于索取本调查今后的报告，请访问 fenwick.com/vcsurvey 并进入页面底部的注册链接。

  © 2013 年 泛伟律师事务所（Fenwick & West LLP）版权所有