



硅谷风险投资调查 2018年第二季度

全面分析

硅谷风险投资调查

2018年第二季度

全面分析

FENWICK
& WEST

Cynthia Clarfield Hess、Mark Leahy和Khang Tran

背景

我们对总部位于硅谷的公司在2018年第二季度完成的225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

估值结果在2018年第二季度继续保持强劲，但较前一季度有所下降。

- 在2018年第二季度，溢价融资超过折价融资，其中溢价融资占78%，折价融资占12%，平价融资占10%，这一数据优于第一季度。在2018年第一季度，溢价融资超过折价融资，其中溢价融资占75%，折价融资占15%，平价融资占10%。
- 泛伟律师事务所的Venture Capital Barometer™显示，2018年第二季度平均价格涨幅为70%，较第一季度录得的74%有所下降。自2016年第四季度以来，每年第一季度的平均价格涨幅均低于前一季度。
- 2018年第二季度中位融资价格涨幅为37%，相较于第一季度录得的41%有所下降。
- 2018年第二季度B轮融资录得最强劲的估值结果，其中平均价格涨幅为117%，较第一季度的92%有所上升，中位融资价格涨幅为66%，较第一季度的49%有所上升。C轮融资在本季度录得最疲弱的估值结果和最大降幅，其中平均价格涨幅从第一季度的81%下降至第二季度的36%，中位融资价格涨幅从第一季度的53%下降至第二季度的22%。
- 软件行业在2018年第二季度录得最强劲的估值结果，其中平均价格涨幅为85%，中位融资价格涨幅为46%，两者均略高于前一季度。尽管互联网/数字媒体行业的估值结果较其他行业依然表现强劲，但在本季度录得最大降幅，其中平均价格涨幅从第一季度的101%下降至第二季度的61%，中位融资价格涨幅从第一季度的59%下降至第二季度的25%。

其他行业数据概览

美国风投环境在2018年第二季度保持强劲，本季度投入的资本金额仅比上一季度录得的10年最高值略低。本季度的交易活动继续过去几年观察到的下降趋势。

- 就投资步伐及投入的资本金额而言，2018年第二季度均比2018年第一季度略有下降。
- 美国风投规模继续增长，尤其是后期融资轮次，相较上一季度，第二季投入的金额中值大幅提高。

- 互联网行业继续获得最高的投资份额，其后是医疗保健行业以及移动和电信行业。
- 旧金山（北湾区）在第二季继续占据最大的投资份额，虽然其份额较上一季有所下降。
- 美国在第二季的风投支持IPO的数量相较上一季度大幅增加，达到自2014年第一季度以来的峰值，该等IPO筹得的资金总额是过去10年的季度最高值。
- 在第二季度，美国风投支持公司的收购数量以及该等交易的价值均大幅增加，达到过去10年的最高水平。
- 在本年度相对缓慢的开始之后，风投融资正加快步伐，有望超过2017年的水平（就基金数量及筹得的资金而言）。

风险资本投资

相较上一季度及去年同期，2018年第二季度的美国风投交易流均有所下降，远低于2015年的峰值水平。第二季度的融资总美元价值相较第一季度（该季度录得自2000年以来的最高资本部署金额）亦有所下降，但仍远高于去年同期水平。

三大风投数据提供商发布的结果摘要载列如下：

2018年第二季度与2018年第一季度比较：

	2018年第二季度	2018年第一季度 (单位: 10亿美元)	差异(%)	2018年第二季度交易	2018年第一季度交易	差异(%)
VentureSource ¹	\$27.1	\$26.1	4%	1,426	1,422	0%
PitchBook-NVCA ²	\$27.3	\$30.2	-10%	1,859	2,138	-13%
MoneyTree ³	\$23.0	\$22.4	2%	1,416	1,297	9%
平均	\$25.8	\$26.3	-2%	1,567	1,619	-3%

¹ Dow Jones VentureSource (“VentureSource”)

² PitchBook-NVCA Venture Monitor (“PitchBook-NVCA”)

³ PwC/CB Insights MoneyTree™ 报告 (“MoneyTree”)

2018年第二季度与2017年第二季度比较：

	2018年第二季度	2017年第二季度 (单位: 10亿美元)	差异(%)	2018年第二季度交易	2017年第二季度交易	差异(%)
VentureSource	\$27.1	\$21.3	27%	1,426	1,395	2.2%
PitchBook-NVCA	\$27.3	\$20.9	31%	1,859	2,256	-18%
MoneyTree	\$23.0	\$19.2	20%	1,416	1,336	6%
平均	\$25.8	\$20.5	26%	1,567	1,662	-6%

美国风投交易规模继续增长，投资额日益集中在少数公司。据VentureSource数据显示，2018年第二季度风投资本家或风投型投资者（即，通过具有多个有限合伙人的基金对早期公司进行股权投资的投资者）在每个融资轮投入的中位金额为1000万美元，较2018年第一季度的800万美元有所上涨。虽然该趋势在所有融资轮次均较为明显，但后期轮次再次录得最高增长，投入金额中值从第一季度的1680万美元增至第二季度的2400万美元。同时，相较第一季度，第二季度的种子融资和首轮融资交易规模中值仅录得适度增长。

据MoneyTree数据显示，共有45个超级融资（筹得1亿美元或以上的融资），打破2015年第三季度创下的36个超级融资的记录。但是，超级融资仅占2018年第二季度的季度融资额的34%，连续第二季下跌，是自2017年第一季以来的最低比例。此外，第二季度共有6家新的风投支持公司达到独角兽级别（估值至少为10亿美元的私营公司）。

据MoneyTree数据显示，相较2018年第一季，2018年第二季度的种子/天使、扩张期（B轮）及后期（D轮和E+轮）融资的投资交易分配（即，按交易数量分配）保持不变，初期（A轮）投资交易分配则从第一季度的25%轻微下降至第二季度的24%。后期投资延续过去几年的趋势，在第二季依然占最低的交易份额(11%)，但占最高的投资资本份额(38%)，与第一季度相比并无变化。同时，种子阶段投资在投资资本分配方面录得轻微下降，从第一季度的4%下降至第二季度的3%；扩张期投资在投资资本分配方面则录得轻微上升，从第一季度的32%升至第二季度的33%。

据MoneyTree数据显示，互联网行业在2018年第二季继续获得最大的投资份额，占交易总数的43%，相较2018年第一季的46%略有下降，占总投入资本的39%，相较第一季度的36%有所上升。医疗保健行业在本记录录得第二高的投资活动水平，占交易总数的15%和总投入资本的23%，其后是移动和电信行业，分别占交易总数的12%和投资资本的15%。

据MoneyTree数据显示，从地域上来看，旧金山（北湾区）在2018年第二季继续占据最大的投资份额，该投资占总投入资本以及交易总数的比例分别从上一季度的29%和20%下降至2018年第二季度的25%和19%。第二季度对位于纽约大都市地区的公司的投资录得第二高的交易份额(14%)以及第四高的投入资本份额(12%)。第二季度对硅谷（南湾区）公司的投资录得第三高的交易份额（12%，相较第一季度的13%略有下降）以及第二高的投资资本份额（17%，与第一季度相同）。新英格兰区第二季度的交易份额略有下降；但投入资本分配从第一季度的12%（这是第一季度第四高的投资资本份额）增至第二季度的13%（这是第二季度第三高的投资资本份额）。

IPO活动

首次公开发行继续是退出市场的亮点。据VentureSource数据显示，2018年第二季共有31个美国风投支持IPO，远超2018年第一季的15个IPO，是自2014年第一季以来录得的最高季度美国风投支持IPO数量。本季度的IPO筹得的资金总额为48亿美元，是过去10年的最高季度筹资金额。医疗保健行业再次占据大部分的IPO数量，在第二季度共有20个IPO，远超第一季度的9个，而该等IPO筹得的资金总额从第一季度的8.239亿美元增至第二季度的21亿美元。同时，IT行业的IPO活动有所下降，IT公司的IPO数量从第一季度的4个下降至第二季度的3个，筹得的资金总额则从第一季度的7.784亿美元下降至第二季度的4.692亿美元。

从初始股权融资到IPO的中位时间从2018年第一季的5.1年下降至2018年第二季的4.5年，主要是由于相对较不知名的医疗保健公司在过去几年的IPO数量增加。相比之下，IT公司从初始股权融资到IPO的中位时间在过去几年有所增加，从2013年的7.9年增至2018年的12.5年，高估值风投支持IT公司继续在私募市场进行更多轮次的筹资及增长。与该趋势一致的是，IPO前中位估值从第一季度的3.19亿美元增至第二季度的4.73亿美元；IPO前筹得的中位股权金额从第一季度的1.02亿美元增至第二季度的1.5亿美元。

并购活动

据VentureSource数据显示，美国在2018年第二季录得稳健的并购活动，共有173宗交易，估值总额为367亿美元，交易量及交易总值均为过去10年之最。另一方面，中位交易价值从第一季度的1.25亿美元下降至第二季度的1.19亿美元。

就并购交易数量而言，IT行业再次领先，在2018年第二季共有64宗交易，相较2018年第一季的63宗轻微上升；其后为商业及金融服务行业，该行业录得最大增幅，从第一季度的40宗交易增至第二季度的49宗交易。同时，消费者服务行业在交易数量方面仅录得适度增长，但该等交易的总值从第一季度的22亿美元飙升至第二季度的112亿美元，仅次于商业及金融服务行业的第二季度并购交易总值（129亿美元）。

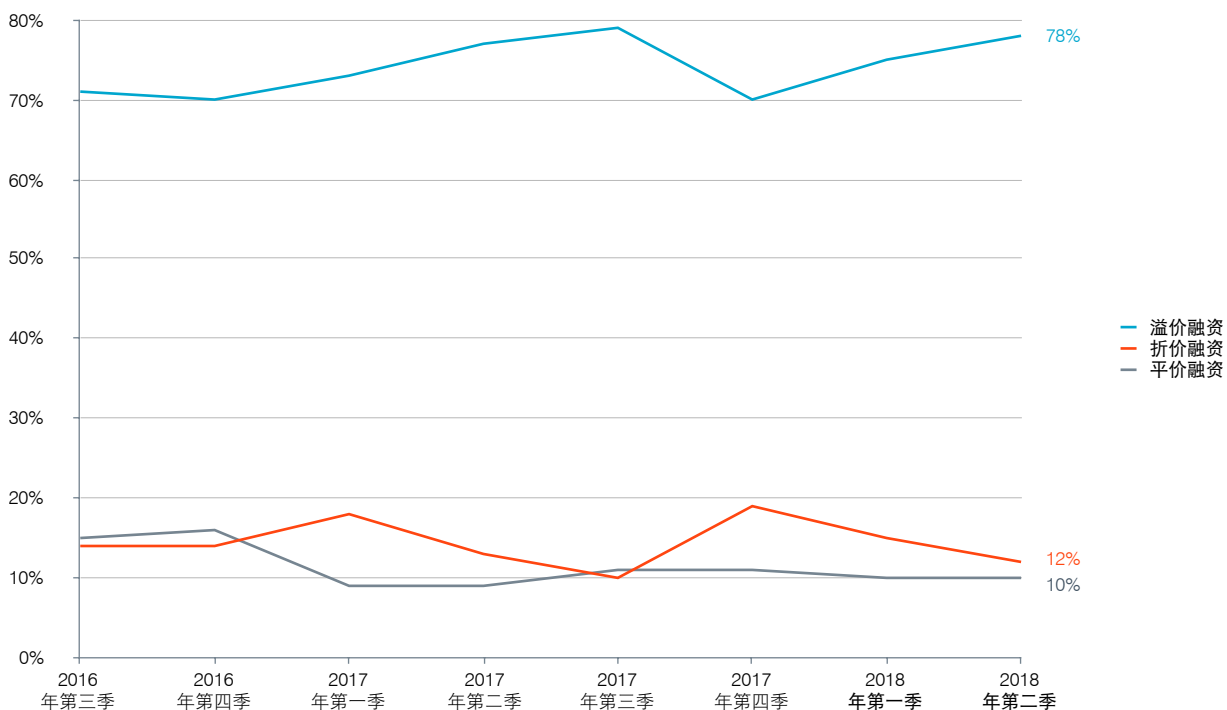
据VentureSource报告显示，尽管中位交易价值有所下降，从初始股权融资到收购的中位时间略有增加，从2018年第一季的5.2年增至2018年第二季的5.4年。同样，收购前筹得的中位股权金额也从第一季度的1520万美元增至第二季度的1630万美元。

风投筹资

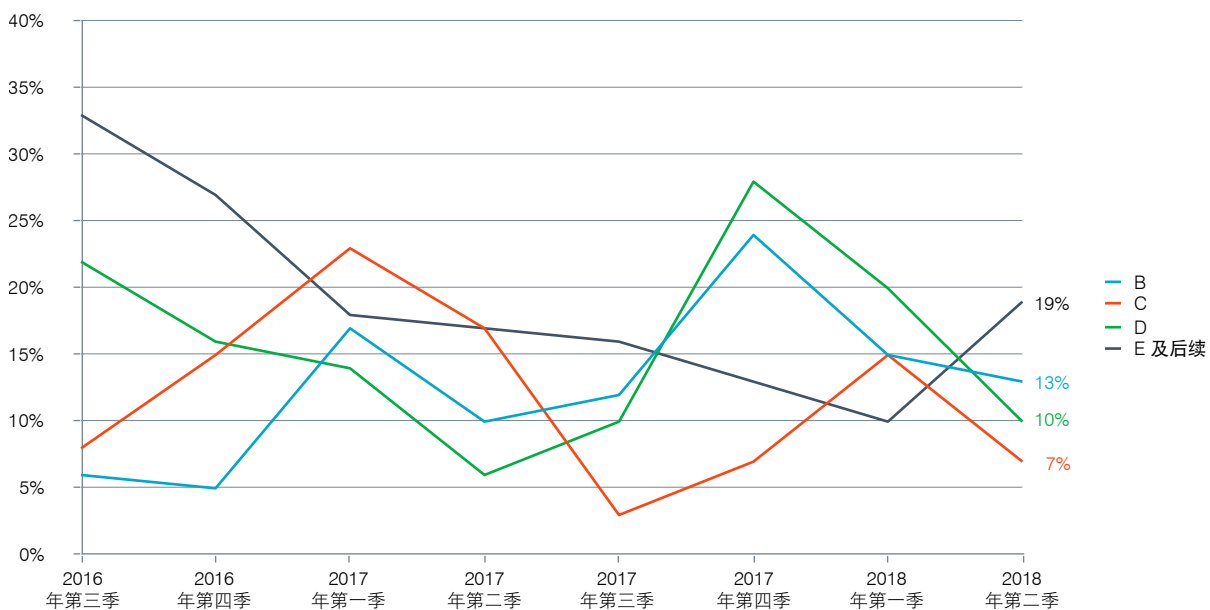
据PitchBook-NVCA数据显示，风投公司在2018年第二季通过72只基金筹得108亿美元，相较2018年第一季度活动有所增加。基金数量及筹得的资金金额均有望超越2017年水平。中位基金规模在过去几年不断增加，到2018年上半年已增至6500万美元，这是10年高位。中位基金规模增加主要是因为规模介乎1亿美元至5亿美元范围的基金数量增加。相比之下，在本年度强劲开局之后，微型基金（基金规模少于5000万美元）的筹资在2018年已下降。另一个趋势是巨型基金（基金规模超过10亿美元）筹得金额持续减少，虽然存在该趋势将在本年度下半年（在该期间将有7个巨型基金关闭）逆转的乐观态度。

泛伟律师事务所数据 — 估值

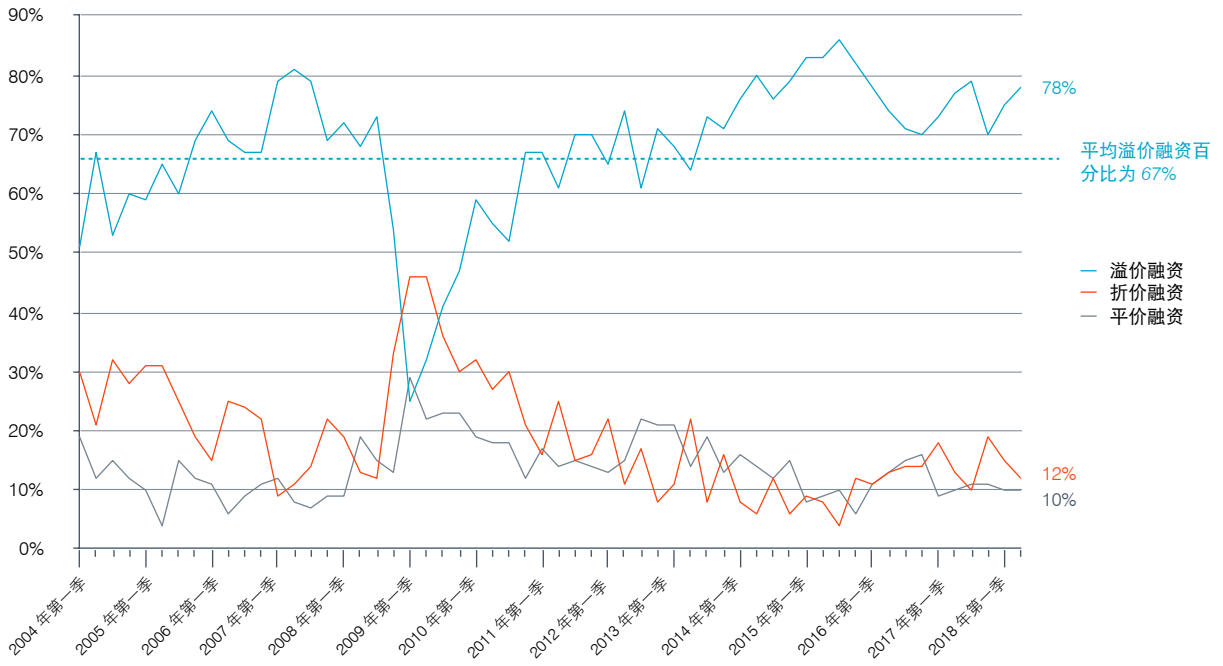
价格变化 — 在一个季度内接受融资的公司与其先前融资轮次相比的价格变动方向。



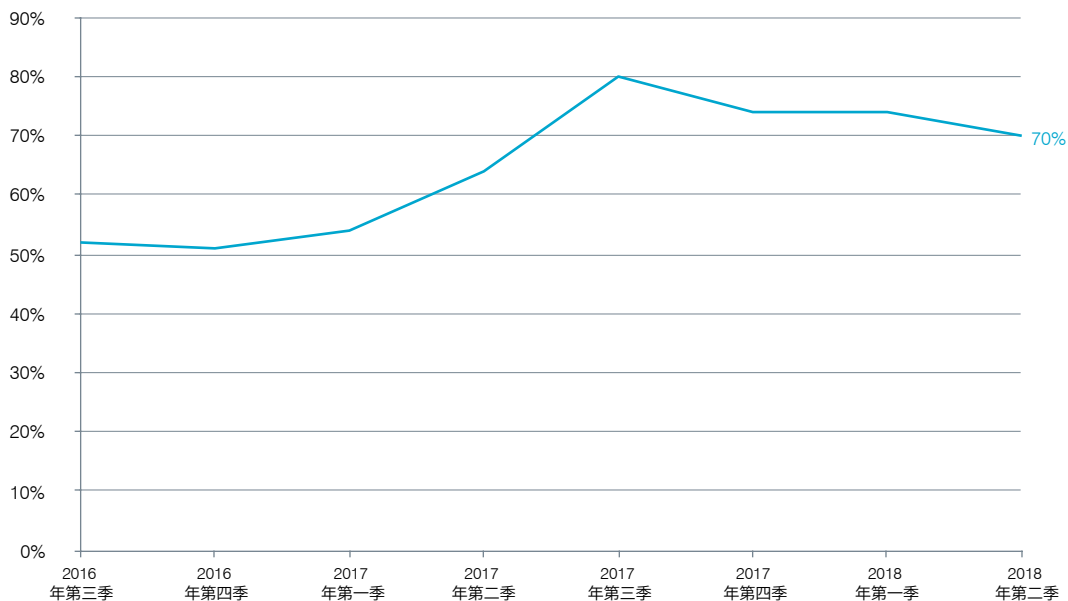
按轮次列示的折价融资百分比如下所示：



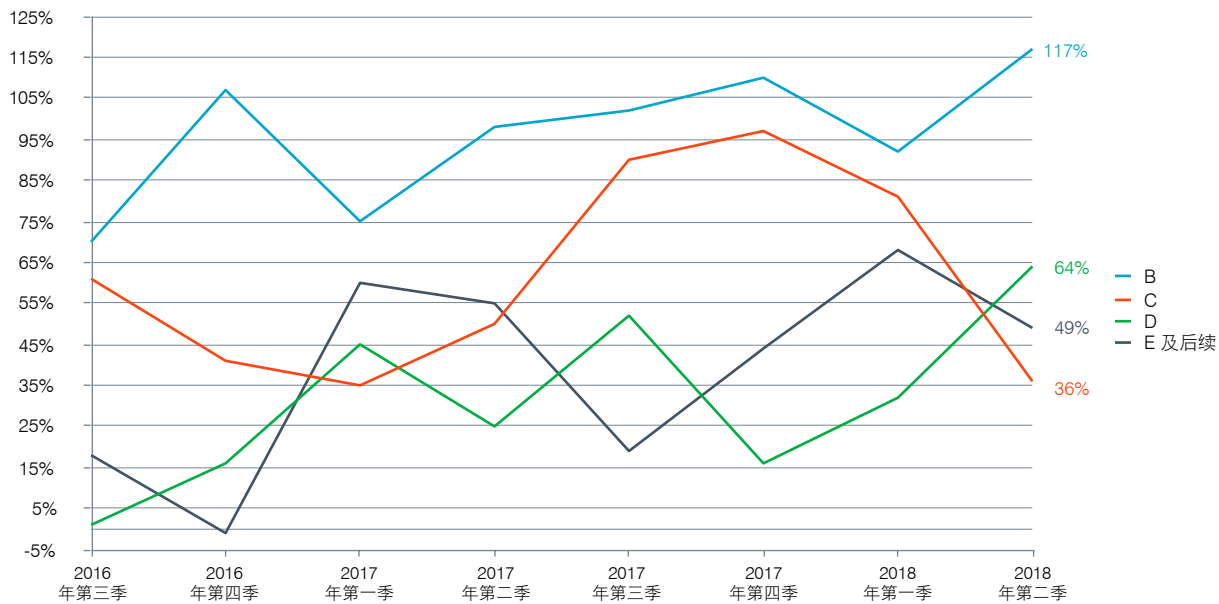
价格变动扩展图 — 以下显示自 2004 年以来每个季度的价格变动方向。



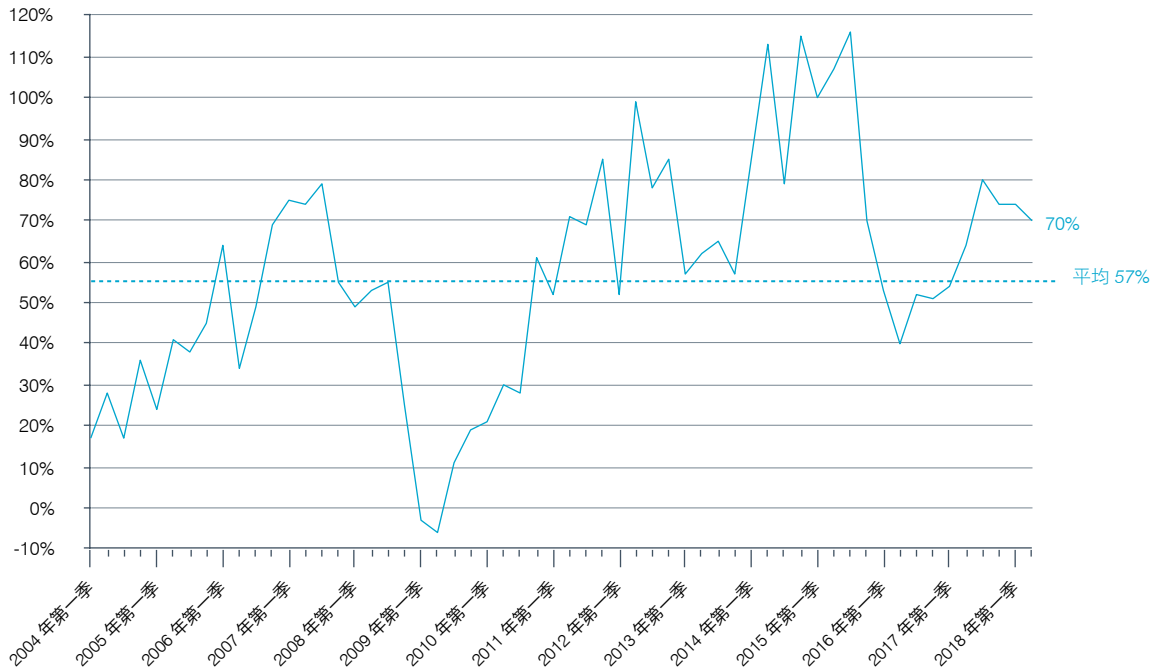
泛伟律师事务所的 venture capital barometer™ (价格变化幅度) — 以下为公司在一个季度内融资的每股价格相较该等公司在先前融资轮次中融资的每股价格的平均变化百分比。在计算平均值时, 包含所有融资 (溢价、折价及平价), 结果并未就融资筹集的金额进行加权。



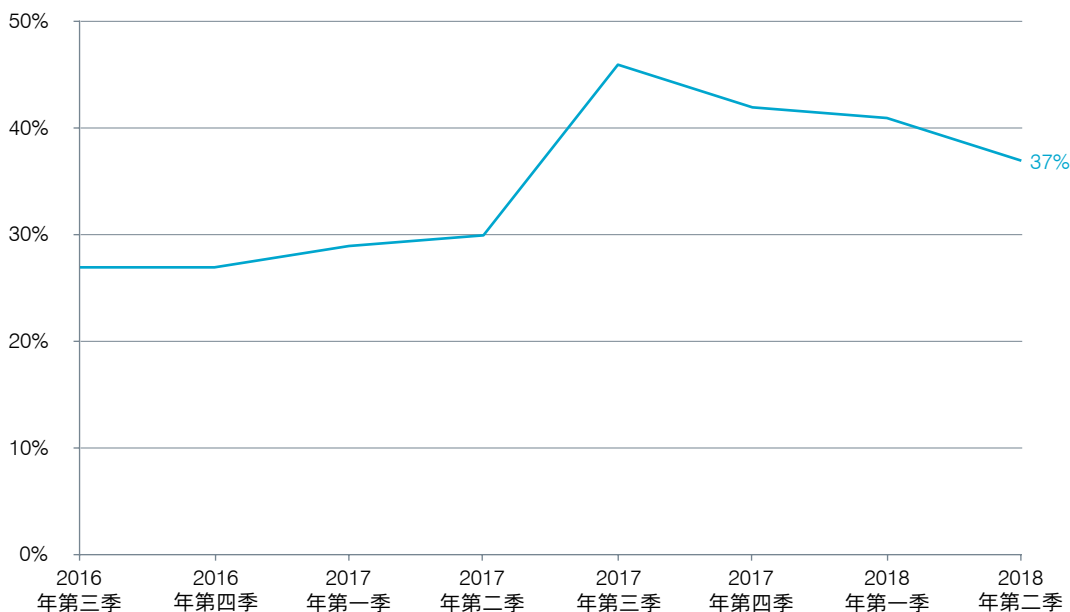
按轮次列示的 Barometer 结果如下所示:



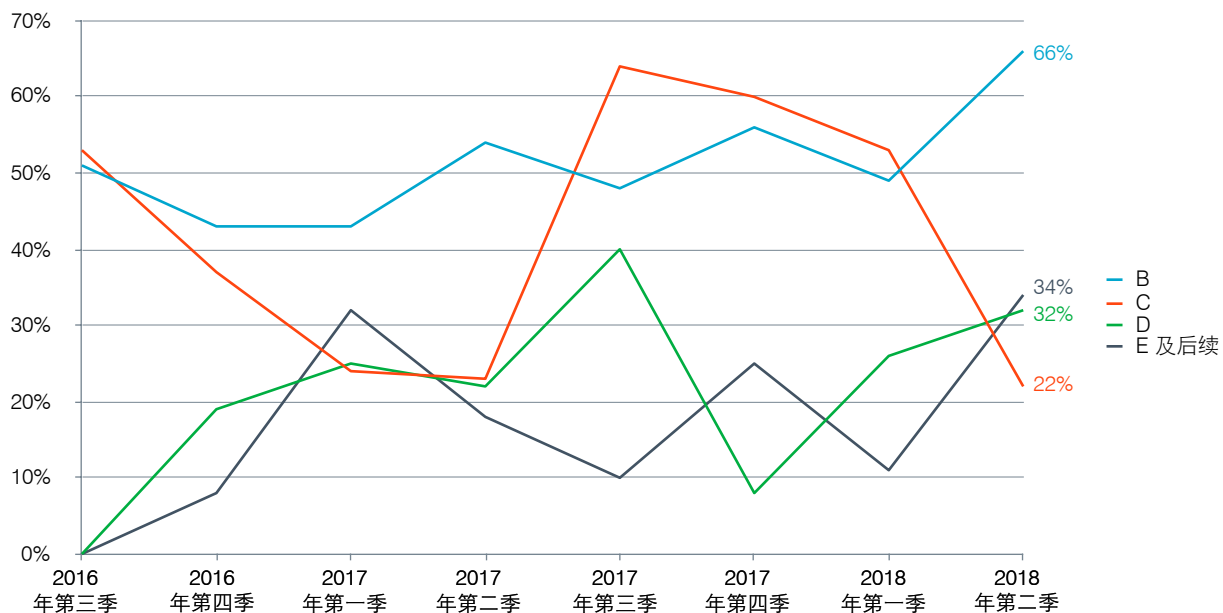
扩展 Barometer 图 — 以下显示自我们在 2004 年开始计算该指标以来每个季度的平均价格变化百分比。



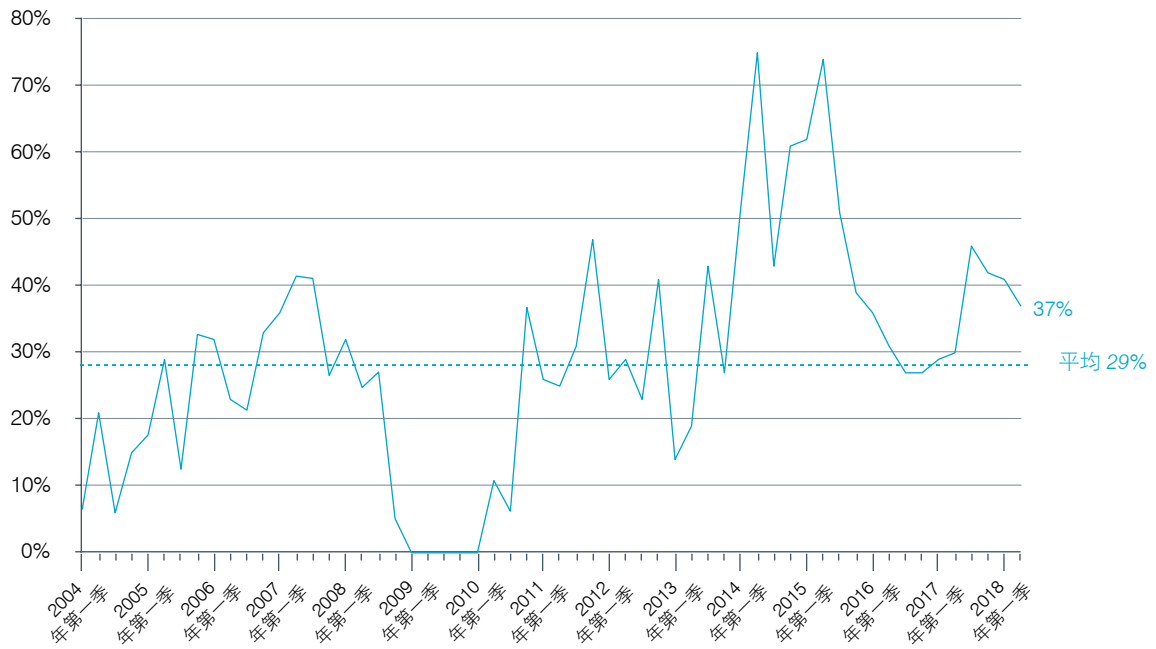
中位价格变化百分比 — 以下为公司在一个季度内融资的每股价格相较该等公司在先前融资轮次中融资的每股价格的中位价格变化百分比。在计算中位数时, 包含所有融资 (溢价、折价及平价), 结果并未就融资筹集的金额进行加权。请注意, 这与 Barometer 不同, Barometer 是基于平均价格变化百分比。



按轮次列示的中位价格变化百分比。



中位价格变化百分比扩展图 — 以下显示自我们在 2004 年开始计算该指标以来每个季度的中位价格变化百分比。



按行业列示的价格变动方向和平均价格变化及中位价格变化结果 — 下表按产业集群列示在本季度获得融资的公司相较上一轮的价格变动方向、平均价格变化及中位价格变化结果。接受 A 轮融资的公司不予计入，因为它们并无先前轮次可与比较。

行业	溢价融资	折价融资	平价融资	平均价格变化	中位价格变化	融资数量
软件	78%	14%	9%	75%	46%	81
硬件	81%	5%	14%	59%	27%	21
生命科学	73%	10%	17%	63%	19%	30
互联网/数字媒体	74%	16%	11%	61%	25%	19
其他	84%	16%	0%	81%	53%	19
所有行业合计	78%	12%	10%	70%	37%	170

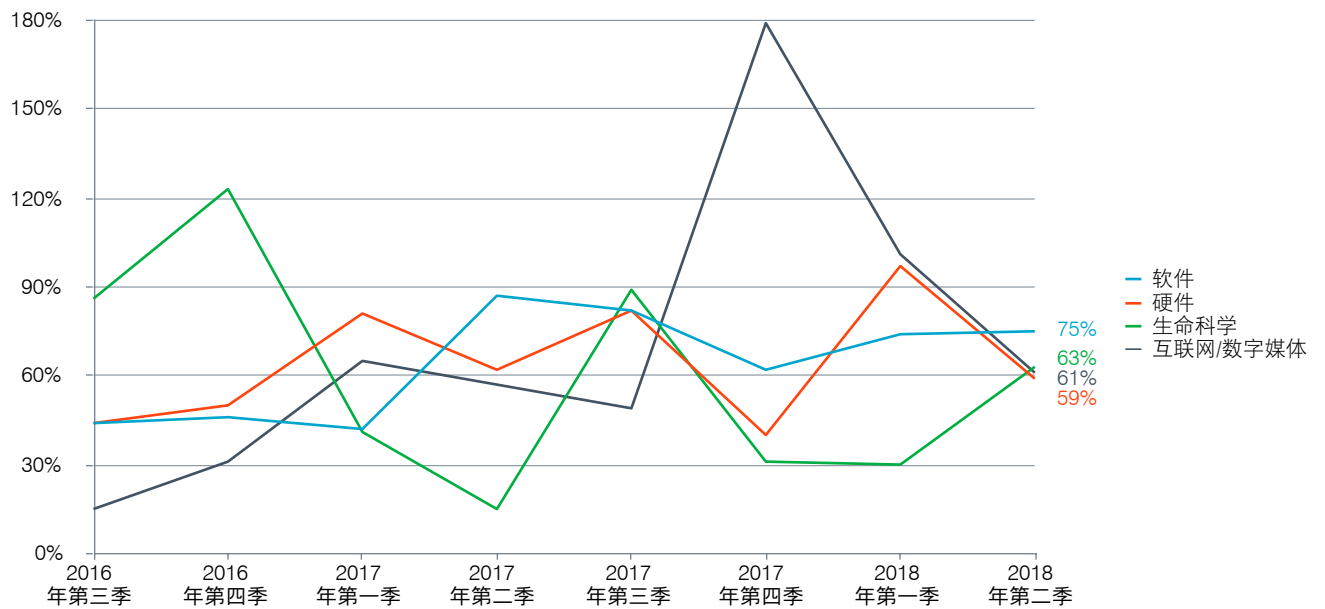
按行业划分的折价融资结果 — 下表显示在过去八个季度的每个季度，按产业集群划分的“折价融资”百分比。

折价融资	2016 年 第三季	2016 年 第四季	2017 年 第一季	2017 年 第二季	2017 年 第三季	2017 年 第四季	2018 年 第一季	2018 年 第二季
软件	14%	13%	20%	14%	10%	18%	16%	14%
硬件	8%	18%	18%	17%	8%	28%	10%	5%
生命科学	18%	13%	17%	16%	9%	21%	16%	10%
互联网/数字媒体	20%	15%	24%	11%	8%	14%	17%	16%
其他	0%	17%	0%	8%	15%	13%	0%	16%
所有行业合计	14%	14%	18%	13%	10%	19%	15%	12%

按行业划分的 Barometer 结果—下表显示在过去八个季度的每个季度，按产业集群划分的 Barometer 结果。

行业	2016 年 第三季	2016 年 第四季	2017 年 第一季	2017 年 第二季	2017 年 第三季	2017 年 第四季	2018 年 第一季	2018 年 第二季
软件	44%	46%	42%	87%	82%	62%	74%	75%
硬件	44%	50%	81%	62%	82%	40%	97%	59%
生命科学	86%	123%	41%	15%	89%	31%	30%	63%
互联网/数字媒体	15%	31%	65%	57%	49%	179%	101%	61%
其他	78%	-5%	69%	43%	107%	73%	72%	81%
所有行业合计	52%	51%	54%	64%	80%	74%	74%	70%

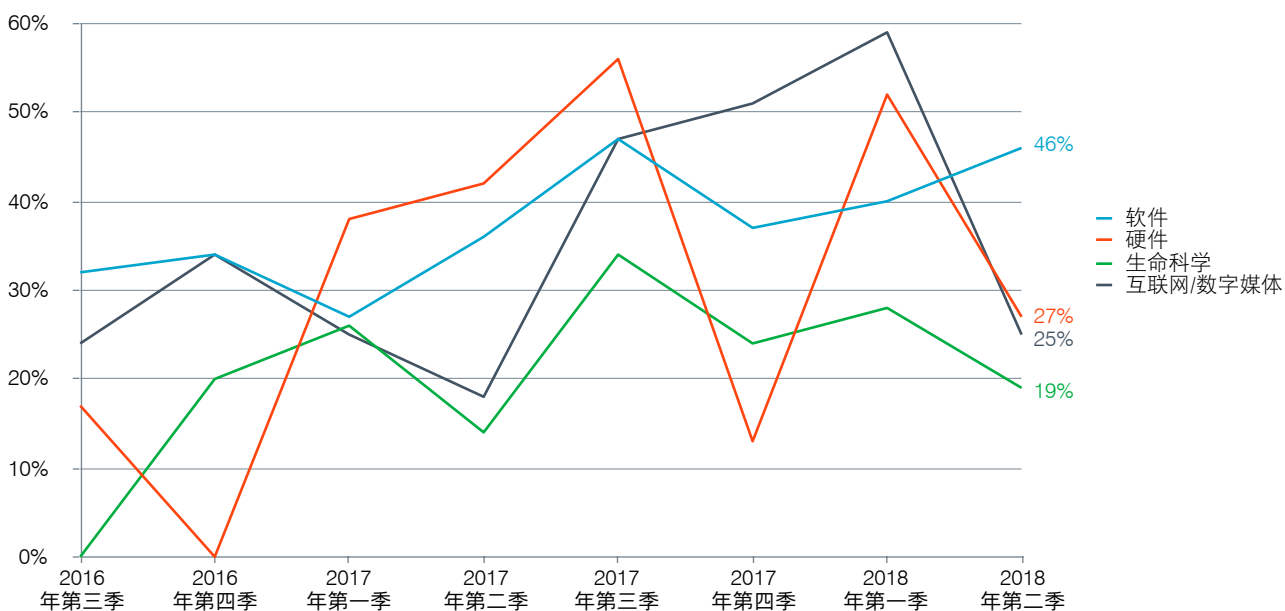
上述数据的图形显示如下。



按行业划分的中位价格变化百分比结果 — 下表显示在过去八个季度的每个季度，按产业集群划分的中位价格变化百分比结果。请注意，这与 Barometer 不同，Barometer 是基于平均价格变化百分比。

中位价格变化百分比	2016年 第三季	2016年 第四季	2017年 第一季	2017年 第二季	2017年 第三季	2017年 第四季	2018年 第一季	2018年 第二季
软件	32%	34%	27%	36%	47%	37%	40%	46%
硬件	17%	0%	38%	42%	56%	13%	52%	27%
生命科学	0%	20%	26%	14%	34%	24%	28%	19%
互联网/数字媒体	24%	34%	25%	18%	47%	51%	59%	25%
其他	53%	0%	59%	44%	18%	63%	35%	53%
所有行业合计	27%	27%	29%	30%	46%	42%	41%	37%

上述数据的图形显示如下。

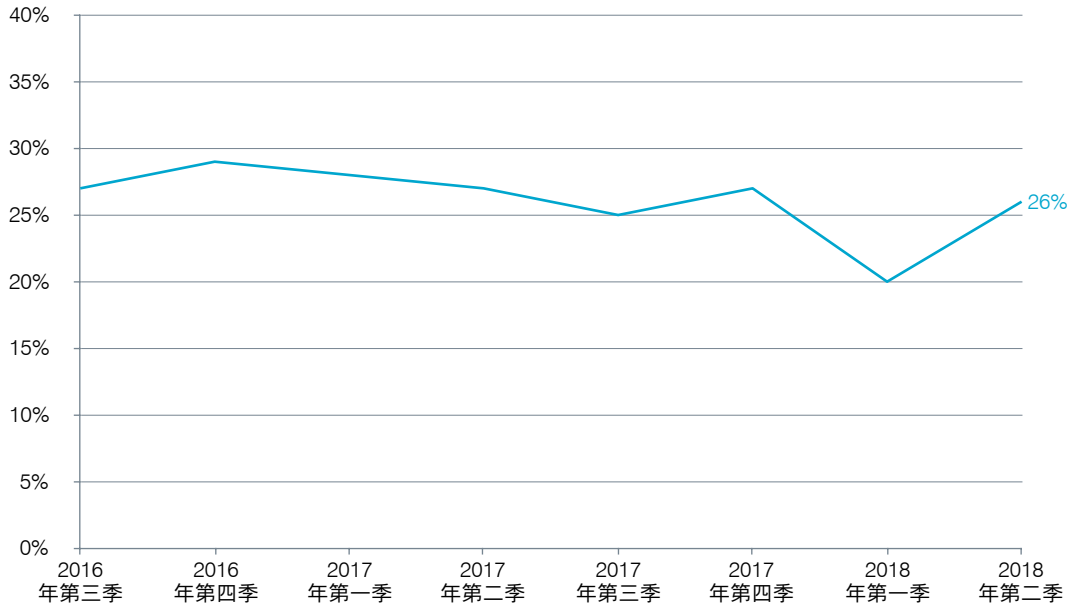


融资轮次 — 本季度按轮次划分的融资如下图所示。

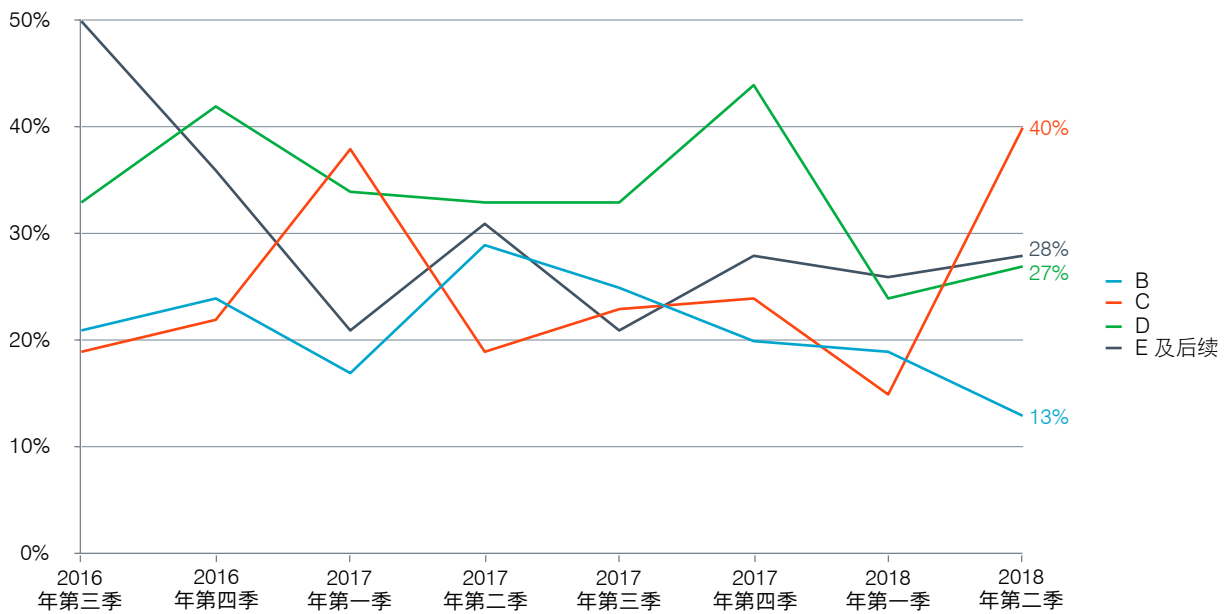
轮次	2016年 第三季	2016年 第四季	2017年 第一季	2017年 第二季	2017年 第三季	2017年 第四季	2018年 第一季	2018年 第二季
A 轮	26%	22%	29%	28%	27%	29%	25%	24%
B 轮	32%	28%	18%	23%	32%	26%	27%	24%
C 轮	17%	20%	20%	23%	19%	15%	21%	19%
D 轮	12%	14%	15%	9%	11%	13%	13%	13%
E 及后续轮次	12%	16%	17%	17%	10%	17%	16%	19%

泛伟律师事务所数据 — 法律条款

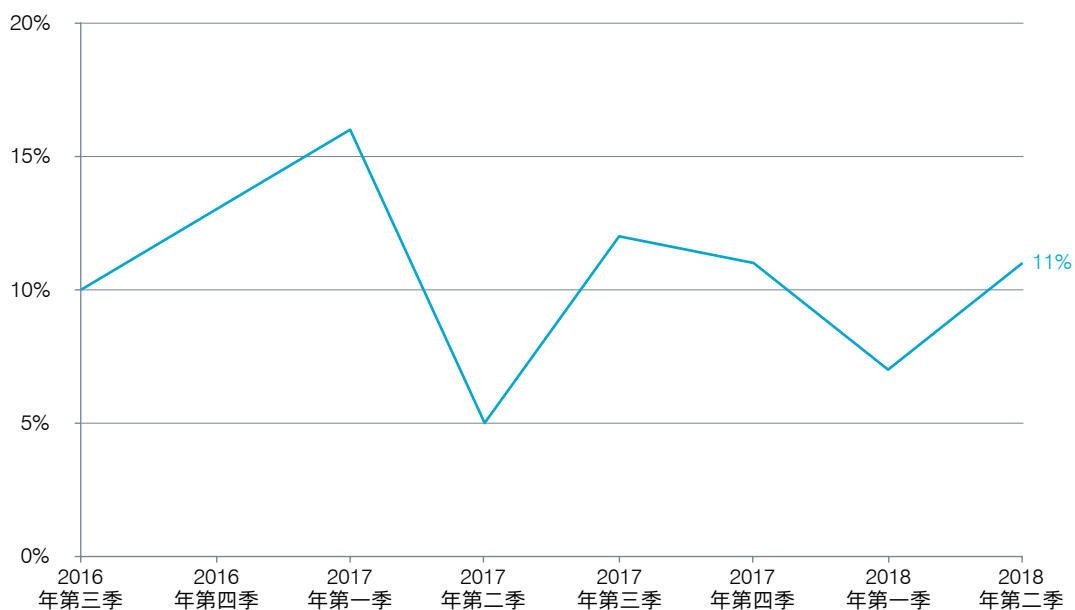
清算优先权 — 高级清算优先权用于以下融资百分比。



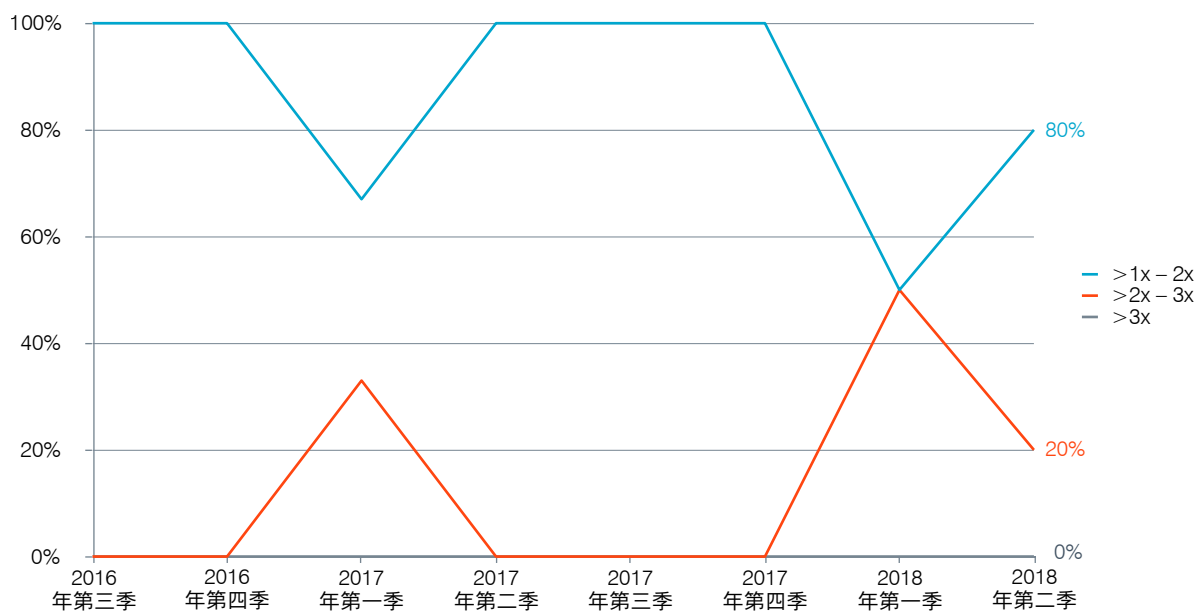
按轮次划分的高级清算优先权百分比如下所示：



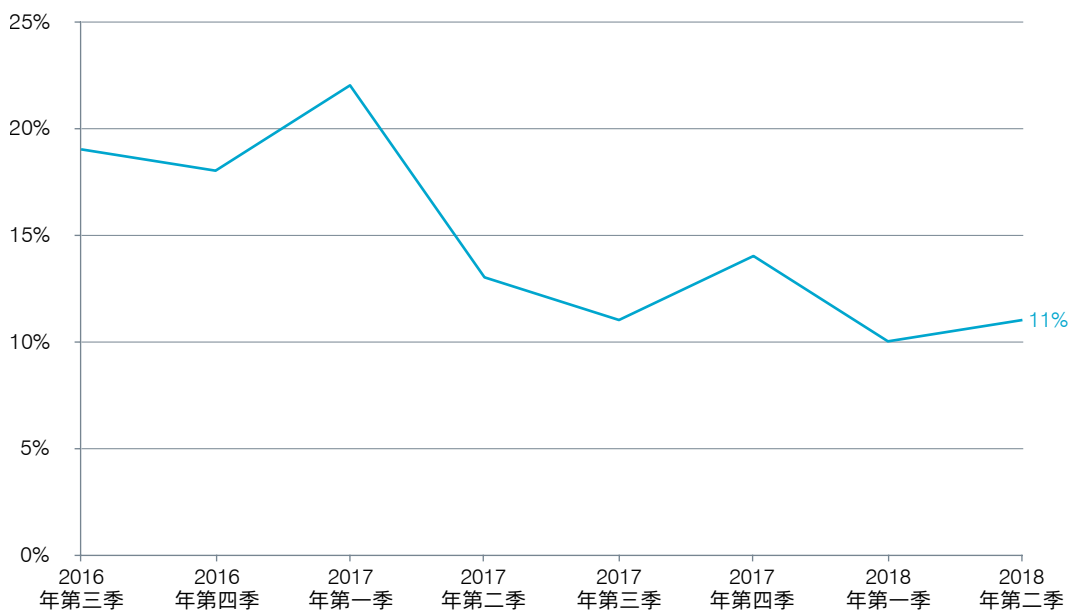
多元清算优先权 — 属于多元清算优先权的高级清算优先权的百分比如下所示：



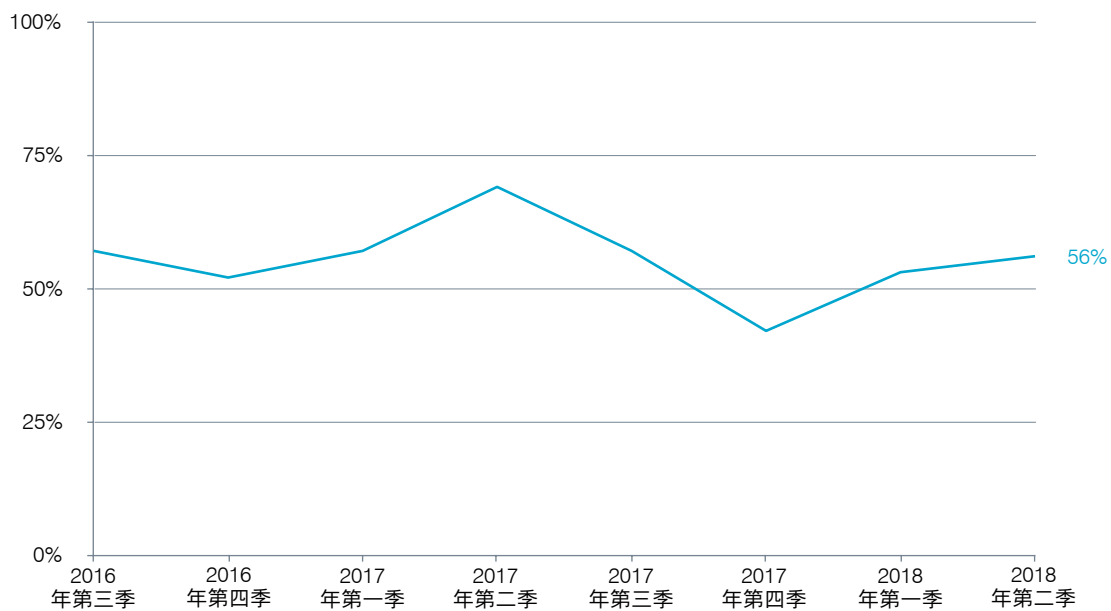
对于属于多倍清算优先权的高级清算优先权，多倍的范围如下所示：



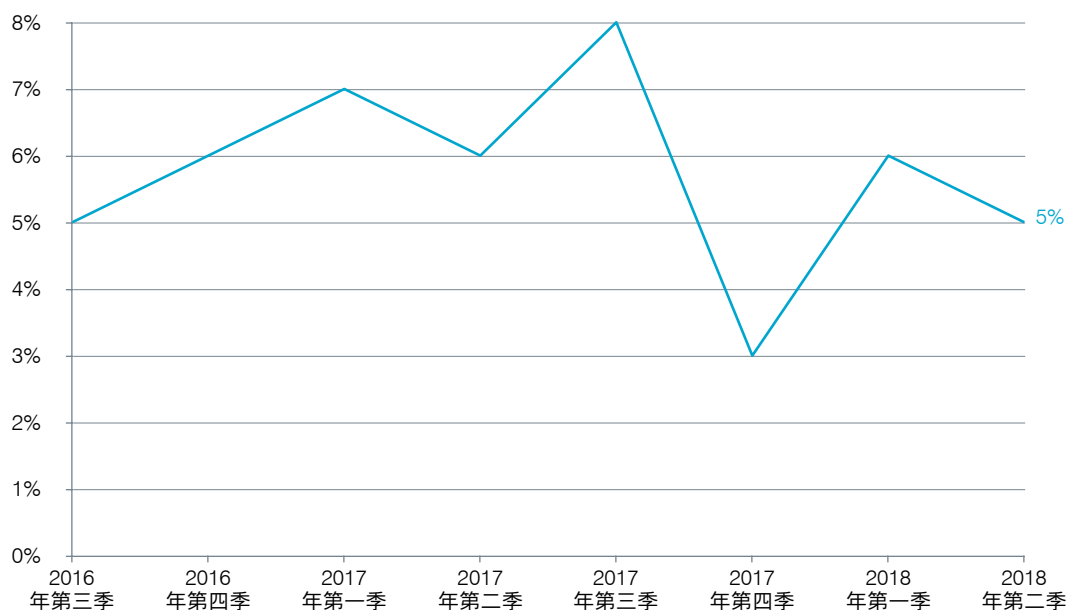
参与清算 — 规定参与清算的融资百分比如下:



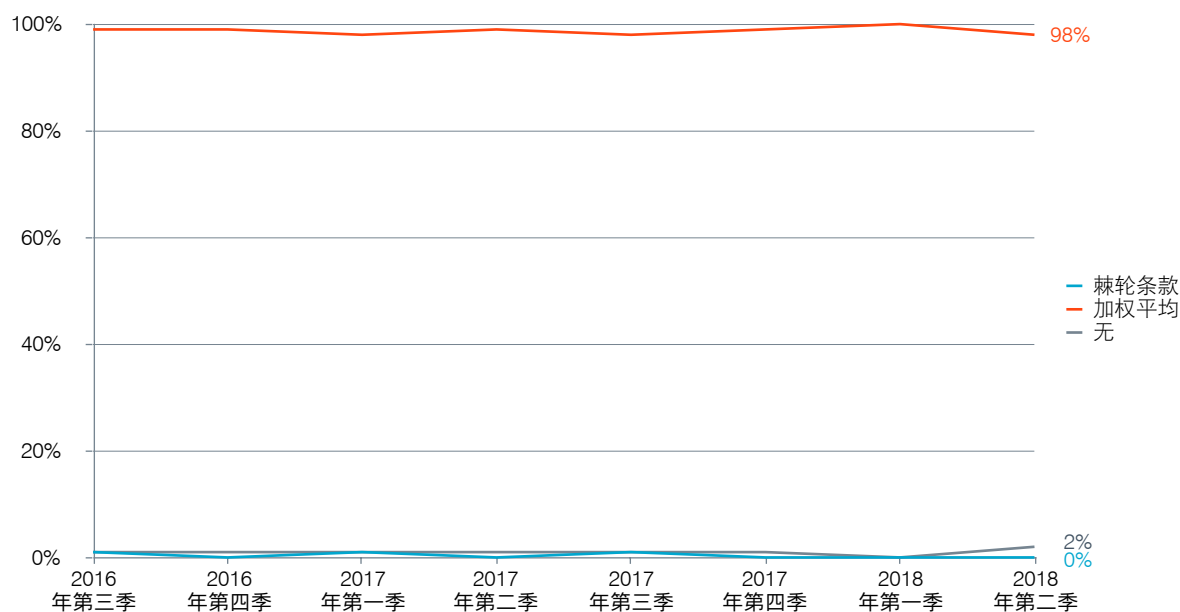
对于具有参与权的融资, 不封顶的百分比如下所示:



累积股息 — 规定了累积股息的融资百分比如下:

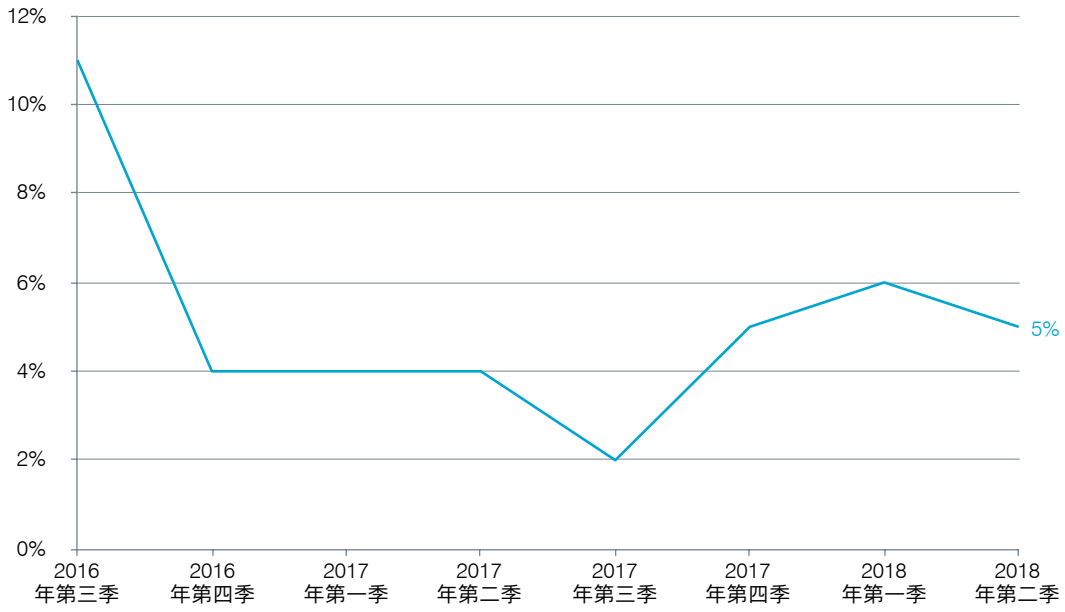


反稀释条款 — (非 IPO) 反稀释条款在融资中的使用如下所示:

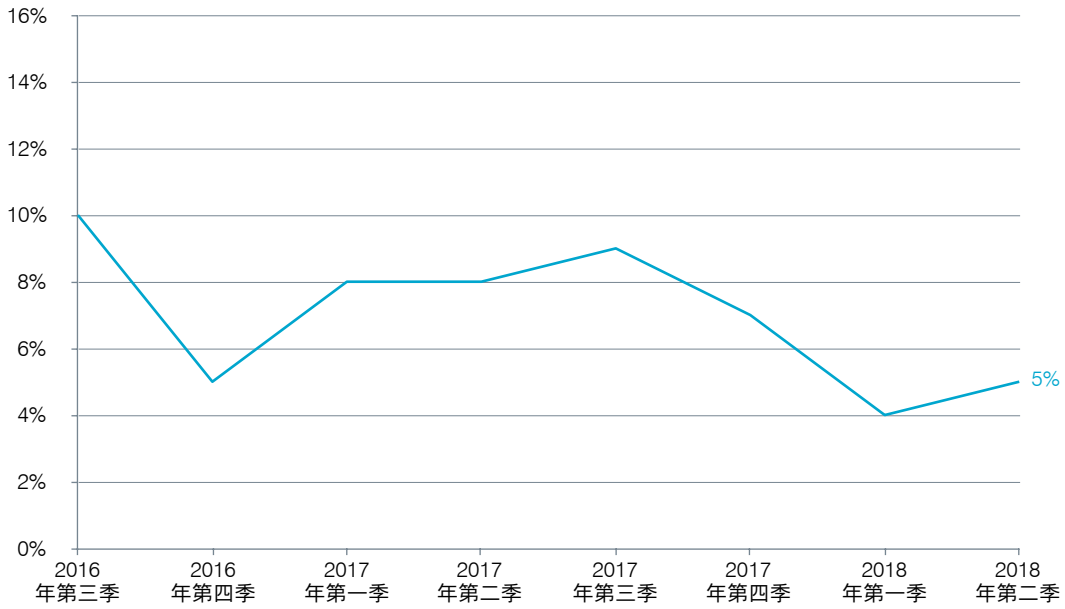


请注意, 上表仅适用于非 IPO 反稀释条款。换言之, 上表适用于保护投资者免受之后折价风险融资影响的反稀释条款。上表并不包含保护风险投资者免受低于其支付价格的 IPO 影响的反稀释条款 (例如, IPO 棘轮条款), 因为这些条文通常仅在非常后期的高估值交易中谈判/包含。我们认为, 提供包含 IPO 反稀释条款的所有融资的百分比的作用不大, 因为这将是一个人为的较低结果。对 IPO 反稀释条款的分析纳入我们的独角兽调查, 该调查在性质上侧重于后期、高价值交易。

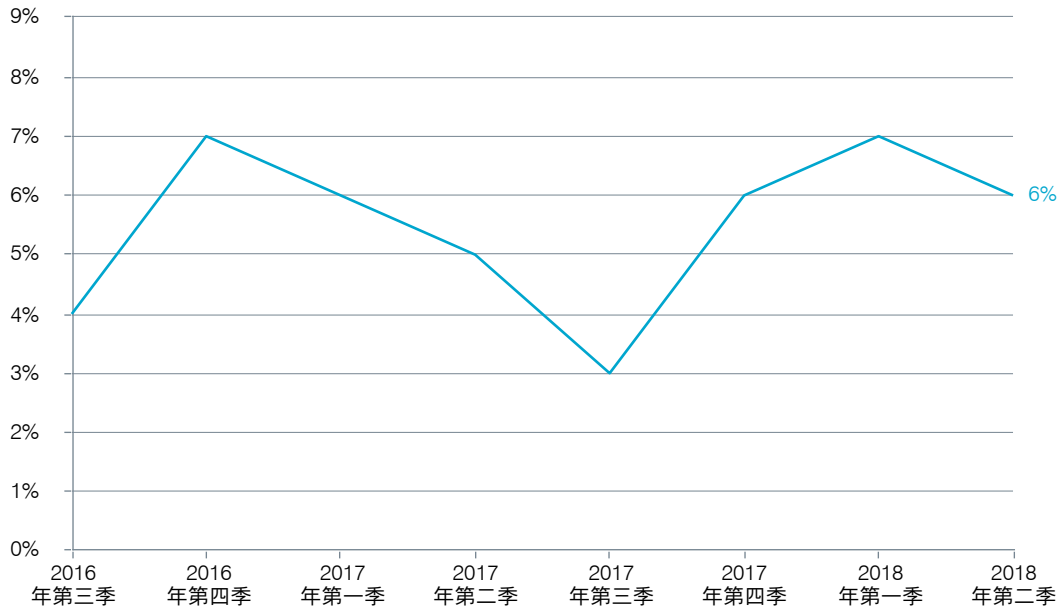
付费参与条文 — 订有付费参与条文的融资的百分比如下:



赎回规定可强制赎回或由投资者选择赎回的融资的百分比如下:



企业重组 — A 轮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轮次或类别的股票）
百分比如下：



关于我们的调查

泛伟律师事务所的风险投资调查于 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涨幅。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。

关于作者



[Cynthia Clarfield Hess](#) 是泛伟的初创及风投部的共同主席。Cindy 担任企业律师超过 25 年，就大量企业交易事务为科技公司提供咨询服务，从建立事务和风投融资到并购和公开发售（代表公司及承销商），不一而足。她曾服务于大量高科技客户 — 从知名的科技巨头到开发创新技术的新兴公司，包括移动、SaaS 和社交媒体领域最热门及最具创新的公司。



[Mark Leahy](#) 是泛伟的初创及风投部的共同主席。他是一名资深的科技公司顾问，曾处理大量公司交易事项，专长提供可满足客户的业务目标的法律解决方案。他尤其擅长处理风投融资、公司治理、并购及公开上市事项。他的专业知识涉及众多科技领域，包括软件、半导体、互联网/电子商务以及数据管理和存储。



[Khang Tran](#) 通过收集及在事务所共享知识和专业技术，支持事务所的知识管理项目，进而提升为客户提供的法律服务的质量

联系人/注册信息

若要获得关于本报告的更多信息，请联络泛伟的以下人士： Cynthia Hess, 电话： 650.335.7238；电邮： chess@fenwick.com 或 Mark Leahy, 电话： 650.335.7682；电邮： mleahy@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。

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，亦不得视为法律建议或意见。在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。

© 2018 泛伟律师事务所