

独角兽公司估值背后的条款

2015 年 12 月 31 日

Barry Kramer、Khang Tran 和 Nicole Harper

背景

2015 年 5 月, 我们发布了第一份独角兽公司融资交易条款调查报告。该调查对总部位于美国的独角兽公司在截至 2015 年 3 月 31 日的 12 个月期间内进行的融资交易进行了分析, 详情请见 www.fenwick.com/unicornsurvey。

本文是我们的第二份独角兽公司调查报告, 主要分析总部位于美国的独角兽公司在截至 2015 年 12 月 31 日的 9 个月期间内进行的融资交易。我们相信, 这份调查几乎涵盖了在此期间进行的所有独角兽公司融资交易。

本调查旨在提供关于当前独角兽公司融资条款的信息, 并指出这些条款的变化趋势。关于后期融资的估值和条款如何影响后续 IPO 的信息, 请见我们的最新调查报告, 网址为: www.fenwick.com/termseffectsurvey。

调查结果概览

我们的调查结果包括以下要点:

- 总体而言, 本次调查结果与之前的调查结果类似。主要不同之处在于, 本次调查期间的独角兽公司融资数量相较上次调查期间有所增加, 尽管本次调查期间比上次调查期间更短。
- 然而, 进一步分析显示, 本次调查期间的初期相比末期明显更为强劲。
- 这种差异在第四季度尤为明显, 该季度的融资交易数量和估值均出现大幅下降, 而采用更多对投资者有利条款 (如高级清算优先权、IPO 保护条款和估值上升收益) 的情况则明显增加。
- 第四季度融资交易的一个有趣之处在于, 半数融资交易的估值在 10-11 亿美元之间。这可能表明, 公司正试图获得超高估值, 并且可能也愿意在其他条款上更为灵活, 以获得该等超高估值。如果确实如此, 这很可能便是采用对投资者有利条款的情况在第四季度增多的原因。

- 相比我们的上次调查,整体而言在本次调查中,为投资者提供下跌保护,并且还提供超高估值融资交易价格(亦称“独角兽价格”)溢价的 IPO 保护条款的使用有所增加。平均溢价为独角兽价格的 60%。
- 本次调查包括的独角兽融资的每股价格平均为这些公司 A 轮融资每股价格的 57 倍。该比率显然非常之高,可能导致早期投资者与后期投资者对公司的优先清算时间框架和战略路径持不同观点。
- 与之前的调查一样,本次调查的融资交易中,投资者在收购中获得的“下跌”保护依旧比在 IPO 中获得的“下跌”保护多。这可能导致价值下跌的独角兽公司的投资者在公司选择收购或者 IPO 作为清算途径时,获得的回报出现显著差异。此外,这还可能导致前期和后期投资者对公司的优先战略路径持不同观点。
- 在调查期间,非风险资本投资者(如共同基金和对冲基金)进行的独角兽融资比例上升至 84%,投资者在独角兽融资中平均收购的公司股权比例为 9%。

调查结果

详细的调查结果如下所示：

融资交易概览

	本次调查结果*				上一次调查结果 (2014年第二季度-2015年第一季度)
	2015年 第二季度	2015年 第三季度	2015年 第四季度	总计 (2015年 第二季度-2015年 第四季度)	
融资交易数量	20	20	12	52	37
非风险资本投资者领投的 融资交易比例	89%	79%	83%	84%	75%
平均融资金额(百万美元)	\$179	\$269	\$212	\$222	—**
融资交易中平均收购的 公司股权比例	7%	8%	11%	9%	—
距离上一次融资交易的时 间(按月计)	14	12	13	13	—

* 我们注意到，按季度划分数据(即我们在本次调查中采用的方法)导致每个季度的样本量较为局限，但我们认为，这对体现整个调查期间内的趋势非常有用。

** 空白线表示我们在上一次调查中没有收集该项信息。

估值分析

	本次调查结果				上一次调查结果 (2014年第二季度-2015年第一季度)
	2015年 第二季度	2015年 第三季度	2015年 第四季度	总计 (2015年 第二季度-2015年 第四季度)	
平均估值(十亿美元)	\$5.6	\$4.1	\$1.6	\$4.1	\$4.4
中位估值(十亿美元)	\$1.7	\$1.6	\$1.1	\$1.5	\$1.6

价格变化

	本次调查结果				上一次调查结果 (2014年第二季度-2015年第一季度)
	2015年 第二季度	2015年 第三季度	2015年 第四季度	总计 (2015年 第二季度-2015年 第四季度)	
较上轮溢价的融资交易比例	95%	100%	92%	96%	100%
较上轮持平的融资交易比例	5%	0%	0%	2%	0%
较上轮折价的融资交易比例	0%	0%	8%	2%	0%
与上一轮融资相比的每股价格上涨比例平均值	165%	91%	253%*	158%	180%
与上一轮融资相比的每股价格上涨比例中位值	110%	74%	70%	88%	100%
与A轮融资相比的每股价格上涨比例平均值	7390%	6291%	2081%	5698%	—

* 一家公司在2015年第四季度获得超过1700%的溢价融资。若排除该项融资交易，2015年第四季度与上一轮融资相比的每股价格上涨比例平均值将为121%。

下跌保护 — 收购保护条款

	本次调查结果				上一次调查结果 (2014年第二季度-2015年第一季度)
	2015年 第二季度	2015年 第三季度	2015年 第四季度	总计 (2015年 第二季度-2015年 第四季度)	
清算优先权 (优先于普通股)	95%	100%	100%	98%	100%
高级清算优先权(优先于普通股及其他轮次优先股)	15%	15%	42%	21%	19%

下跌保护 — IPO 保护条款

	本次调查结果				
	2015 年 第二季 度	2015 年 第三季 度	2015 年 第四季 度	总计 (2015 年 第二季 度-2015 年 第四季 度)	上一次调查结果 (2014 年第二 季度-2015 年 第一季度)
阻止权* (IPO 价格必须不低于独角兽轮次融资价格,或在某些情况下,不低于独角兽轮次融资价格加溢价之和)	20%	25%	33%	25%	16%
棘轮条款 (如果 IPO 价格低于独角兽轮次融资的价格,或在某些情况下,低于独角兽轮次融资的价格加溢价之和,则投资者将获得额外的股票)	5%	10%	17%	10%	14%
总计	25%	35%	50%	35%	30%

* “阻止权”指,除非 IPO 价格至少与之前约定的价格相同,否则独角兽轮融资投资人的优先股在 IPO 时不会自动转换为普通股。鉴于将所有优先股转换为普通股几乎是任何 IPO 所必须要求的,如果 IPO 价格未达到约定的价格,公司和投资者需要解决这个问题。这可能导致向独角兽轮融资投资者发行额外股票,作为投资者同意将其优先股转换为普通股的代价。

未来(非 IPO)融资下跌保护条款

	本次调查结果				
	2015 年 第二季 度	2015 年 第三季 度	2015 年 第四季 度	总计 (2015 年 第二季 度-2015 年 第四季 度)	上一次调查结果 (2014 年第二 季度-2015 年 第一季度)
加权平均	95%	95%	100%	96%	100%
棘轮条款	0%	0%	0%	0%	0%
无	5%	5%	0%	4%	0%

估值上升收益

	本次调查结果				
	2015年 第二季度	2015年 第三季度	2015年 第四季度	总计 (2015年 第二季 度-2015年 第四季 度)	上一次调查结果 (2014年第二 季度-2015年 第一季度)
累积股息	5%	5%	17%	8%	0%
参与分配优先权	5%	5%	8%	6%	5%
多倍清算优先权	5%	0%	17%	6%	3%
高于独角兽价格的 IPO 保护	20%	25%	25%	23%	19%
独角兽价格的平均倍数	1.6	1.6	1.6	1.6	—

超级表决权股份

	本次调查结果				
	2015年 第二季度	2015年 第三季度	2015年 第四季度	总计 (2015年 第二季 度-2015年 第四季 度)	上一次调查结果 (2014年第二 季度-2015年 第一季度)
采用双重普通股股权结构的公司比例	35%	45%	17%	35%	22%
拥有超级表决权普通股的人士为：					
创始人和/或管理层	43%	22%	50%	33%	37%
创始人和/或管理层及早期投资者	14%	0%	50%	11%	25%
所有 IPO 前的股东	43%	78%	0%	56%	38%

结论

虽然本报告侧重于独角兽融资中提供给投资者的权利,但应理解的是,这些权利并非是永久性的或无法被改变的。相反,在某些情况下,投资者可能会失去这些权利,尤其是在未来的融资中,未参与融资的投资者将被剥夺先前授予的权利(“持续参与融资模式”)。在低迷的风险投资环境下,采用持续参与融资模式的情况会增加,在这种环境下公司较难筹集到资金,因而会想方设法鼓励投资。即使投资者拥有足够的表决权或财力,在持续参与融资模式下保护他们的权利,但需要额外资金的公司可能会发现,有必要为新投资者提供优先于独角兽融资投资者(和其他投资者)的清算或其他权利,以吸引所需的资金。在21世纪初期的互联网泡沫破裂后,这种情形频繁发生。尽管在大部分风险投资周期中,采用减少或解除现有投资者权利的交易结构的做法并不常见,但在风险投资经济的严重低迷的时期,这种现象正变得越来越普遍。

免责声明

在编制本文所载的信息时,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(Fenwick & West LLP)及其任何合伙人、律师、员工或代表均不对本文所载的任何信息承担任何责任,包括任何错误或不完整之处。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。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。

© 2016 泛伟律师事务所