

背景

我们对总部设在硅谷的117家公司进行了风险融资方面的分析，这些公司在2012年第三季度均报告进行过融资。

泛伟律师事务所结果概况

风险融资在2012年第三季度较前一轮继续稳固增长，但2012年第三季度的增长不如第2季度那么强劲。

- 2012年第三季度，溢价融资占61%，折价融资占17%，溢价超过折价，22%的融资持平。这又是一个强势增长的季度，但不如2012年第二季度，当时溢价融资为74%，折价融资为11%，15%的融资持平。这是连续第13个季度 溢价融资超过折价融资。

B系列融资尤为强劲，92%的B系列融资为溢价，E系列（和其后的）融资相对较弱，只有44%为溢价。然而，B系列融资的64%集中于软件和互联网/数字媒体公司，而E系列融资只有39%是来自这些行业，如下所述，软件和互联网/数字媒体行业表现最为强劲。

- 泛伟律师事务所的风险资本 Barometer™ 显示，2012年第三季度平均价格上涨78%。同样，这一结果令人满意，但相比2012年第二季度的99%还是有所下降。2012年第三季度有三次融资溢价超过750%（两次在互联网/数字媒体，一次在硬件行业），如果除去这三次不计，Barometer 则应上涨50%，而不是78%。
- 2012年第三季度，融资中位价格上涨了23%，涨幅相比第二季度的30%有所下降，这也是过去两年中中位价格涨幅最低的一次。
- 按行业分类的结果如下。总体上说，软件和互联网/数字媒体行业继续其强劲的表现，清洁技术交易量虽低但结果不错，硬件行业稍稍落后，而生命科学行业明显落后。

其他行业数据概况

2012年第三季度总体上对风险投资行业来说不是一个强劲的季度，也许是因为即将举行的美国大选、日益临近的“财政悬崖”和全球经济的不确定性影响了投资者的决定。

- 与2012年第二季度相比，美国的风险投资在2012年第三季度有小幅下降，预期2012年全年的风险投资将会低于2011年。
- 与2012年第二季度相比，第三季度的并购量稍有下滑，且与2011年前9个月相比，其数量在2012年前9个月也稍有下降。
- 与2012年第二季度相比，首次公开发行的数量在第三季度有所下降，且与2011年前9个月相比，其数量在2012年的前9个月也有所下滑。
- 2012年第三季度的风险募集资金低于2012年第二季度，但年初至今，2012年所募集的资金数量已超过了2011年的水平。资金来源继续集中于有限的几个大型基金，虽然2012年第三季度比2012年第二季度稍有逊色。

■ 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3季度，美国公司共获得69.2亿美元的风险投资，涉及820宗交易，对比2012年第2季度的81亿美元和863宗交易（2012年7月报告），金额减少了14.6%，交易数量减少了5%。同样，与2011年前9个月相比，风险投资在2012年前9个月下降了15%，融资的数量下降了3%。

虽然交易数量仅下降了6.5%，但与2011年前9个月（105亿美元）相比，硅谷的风险资本投资在2012年前9个月（82亿美元）滑落了22%。即便如此，硅谷在2012年第3季度所获得的风险投资还是占了全美国风险投资总额的39%。

在2012年第3季度一轮融资的中位金额为370万美元，是自1997年以来最低的季度中位金额。这个结果部分是因为首轮融资所造成的，其募集的中位金额预计在2012年达到250万美元，将为自1992年来最低的年中位金额。

2012年第3季度占首位的风险投资者为谷歌风险（Google Venture），投资21宗，克莱纳帕金斯（Kleiner Perkins）17宗，500新创公司（500 Startups）和NEA各有16宗。谷歌风险最近宣布，将年度资金规模从2亿美元增加到3亿美元，这将允许其进行更多的后期投资（路透社，Sarah McBride，2012年11月8日报道）。

与《风险资源》类似，基于汤森路透（Thomson Reuters）数据编制的《普华永道/全国风险资本协会（PwC/NVCA）MoneyTree™ 报告》（简称《MoneyTree 报告》）称，2012年第3季度风险投资的交易额达65亿美元，涉及890宗交易，对比2012年第2季度的70亿美元和898总交易（2012年7月报告），金额减少了7.1%，交易数量减少了1%。《MoneyTree报告》还指出，2012年的风险投资不管在金额上还是交易数量上将低于2011年，种子阶段的风险投资尤为疲软。

《MoneyTree报告》还称，2012年第3季度在软件和互联网/数字媒体上的投资依然强劲，金额为21亿美元，但两行业在金额上比2012年第2季度有所下降。以后续生物技术融资为领导的生命科学投资，比2012年第2季度在金额上有所增加，但与2011年前9个月相比，年初至今下降了19%。与2012年第2季度相比，清洁技术方面的投资金额下滑了20%，但随着该行业的投资趋向更小、资本密集程度更低的交易，交易的数量有所增加。

■ 并购活动

道琼斯（Dow Jones）报告，2012年第3季度，有风险资本支持的美国公司完成了99宗收购交易（包括并购投资），涉及金额130亿美元，与2012年第2季度的110宗交易和137亿美元（2012年7月报告）相比，交易数量减少10%，交易金额减少5%。本季度近一半的被收购公司总部都设在加利福尼亚州。在2012年前9个月中，有风险资本支持的公司完成了314宗收购交易，涉及金额395亿美元，比2011年前9个月的404宗收购交易和406亿美元交易额有所下降。

同样，汤森路透和全国风险资本协会（Thomson/NVCA）报告，2012年第3季度有96宗风险资本支持的收购交易，比2012年第2季度报告的102宗交易（2012年7月报告）下降了6%。2012年第3季度，IT公司在收购市场独占鳌头，在96宗交易中占了70宗。

■ 首次公开发行活动

《风险资源》报告，美国风险资本支持的公司于2012年第3季度进行了10次首次公开发行（IPO），募集了8.07亿美元。这与2012年第2季度的11次首次公开发行和77亿美元的募集金额（Facebook占了68亿美元）（2012年7月报告）相比略微下降。

同样，Thomson/NVCA 报告，2012年第3季度IPO交易数量为10宗，融资11亿美元，而2012年第2季度为11宗IPO交易，融资13亿美元。（Thomson/NVCA在计算募集金额时包括了股东们的出售金额）。IPO中有6宗来自IT行业，6宗来自总部设在加州的公司，并且所有的IPO都来自美国的公司。在2012年前9个月，有40宗IPO，而2011年的前9个月则有41宗。

■ 风险资本融资

Thomson/NVCA 报告，53个美国风险基金在2012年第3季度融资50亿美元，对比 2012 年第 2 季度 38 个基金融资 59 亿美元（2012 年 7 月报告），融资金额减少 15%，但基金数目增加了 40%。2012年前9个月，148个基金融资162亿美元，相比2011年前9个月募集的124亿美元，融资额增加了 31%，但基金个数减少了13%。2012年第3季度，几个大型基金募集的资金占比虽有所下降，但仍占据优势，相较于2012年第2季度的80%，前5名的基金所募集到的资金占总数的55%。

Thomson/NVCA 还报告，募集到资金的中型风险基金（规模在2.5至8亿美元）的数量在过去5年里呈明显下降，2006年和2007年分别有41和45家募集到资金，而2011年只有16家募集到资金，2012年上半年只有10家募集到资金（Private Markets, Mark Boslet, 2012年10月2日）。

道琼斯报告了大体上相似的资金募集结果，发现2012年第3季度共募集资金47.3亿美元（但只涉及37家基金），2012年到目前为止的募集金额为175亿美元，而2011年前9个月则募集了127亿美元。然而，道琼斯发现，与2011年同期相比，2012年至今募集到资金的基金个数多了9%。

风险资金募集在2012年第3季度再次大幅落后于风险投资。

■ 非 IT 业资金募集动态

由于非 IT 业风险基金（如生命科学、清洁技术和硬件基金）传统的募资方法尤为困难，一些替代性的募资机制开始出现。这种募资通常是来自那些投资动机并非仅仅为了资金回报（如填补产品的开发渠道、使一个国家的经济多样化）或有更长期发展规划的实体，如大型公司和政府。

例如，Thomson/NVCA 报告，企业风险资本家在2011年到2012年上半年期间参与了17.5%的生命科学融资，比2010/2011年同期的15.3%有所增加。大型制药公司也扩大了对传统的风险资本家的投资，并与他们建立了更紧密的联系（Timothy Hay, VentureWire, 2012年10月9日）。强生公司（Johnson & Johnson）甚至在生命科学的中枢，如旧金山、剑桥、伦敦和中国，创建了早期的“创新中心”，以便能够更好地接触到处于初期阶段的生命科学公司。（Brian Gormley, VentureWire, 2012年9月18日）。

同样，在清洁技术领域已形成了大规模投资网络（Broadscale Investment Network）使大型能源公司与能源新创公司相联系，进行合伙与投资，像通用电气和杜克能源这样的著名公司都付费参与了这一项目。（Yuliya Chernova, VentureWire, 2012年9月24日）。

在主权投资上，俄罗斯政府支持的基金中的基金，RVC-USA 已承诺向以医疗器械、IT 基础设施、能源效率技术和电讯为重点的美国新创公司进行多达4亿美元的投资。同样，另一个俄罗斯基金，Rusnano，已经向美国风险基金投资了上亿元，投资主要集中在那些以生命科学为重点的基金（Jonathan Shieber, LBO Wire, 2012年9月11日）。

■ 考夫曼(Kauffman)关于移民创业家的报告

Vivek Wadhwa 在其最近撰写的一篇考夫曼报告中指出，美国对外国企业家的吸引力正在下降。这篇报告发现，在硅谷由外国创始人建立的公司比例从1995年至2005年间的52%减少到2005年至2012年间的43%。签证/移民问题被认为是一个主要问题。美国以外的国家创业环境的改善也是一个可能的因素。该报告发现，移民美国的企业家中，来自印度（33%）的最多，其后为中国（8.1%）、英国（6.3%）、加拿大（4.2%）、德国（3.9%）、以色列（3.5%）和俄罗斯（2.4%）。

■ 加速器与天使风投

如上所述，初始阶段的风险投资最近有所下降，但初期非风险资金的增长在继续，或许抵消了这一下降的趋势。

例如，加速器和孵化器的数量在继续增加，在世界范围内估计有200到700个。但人们对于其中某些加速器的价值存有疑虑。考夫曼研究员、风险公司 DFJ Mercury 的 Aziz Gilani 在最近的一项研究中分析了29个加速器，发现45%的加速器都没能造就哪怕一个能获得风险资金的毕业生。Techstar 的 David Cohen 则鼓励加速器公开它们的追踪记录，这样企业家才能在选择过程中得到更多的信息。加速器环境中的一个可能的趋势是专业化的提高，更侧重于帮助某个特定行业的企业家。

(Tom Stein, Private Markets, 2012年9月5日; Mark Boslet, Private Market, 2012年10月2日)。

天使投资也在继续增加，2012年上半年比2011年上半年增加了3.1%，其中40%的资金流入种子和初始阶段的公司。Jeffrey Sohl, “The Angel Investor Market in Q1/Q2 2012: A Market in Steady Recovery” (《2012年第1和第2季度的天使投资者市场：一个逐步复苏的市场》)，风险研究中心 (Center for Venture Research)，2012年10月10日。

■ 风险资本基金的回报

Cambridge Associates报告，其风险资本指数价值在2012年第2季度（3季度数据尚未公布）上涨了0.61%，而纳斯达克指数为-5.06%。风险资本指数在2012年6月30日结束的12个月中略高于纳斯达克，为6%对5.82%，但若比较截止到2012年6月30日结束时的十年期数字，风险资本指数仍低于纳斯达克，为每年5.28%对7.21%。Cambridge Associates风险指数已扣除了费用、成本和附带权益。

■ 风险资本情绪

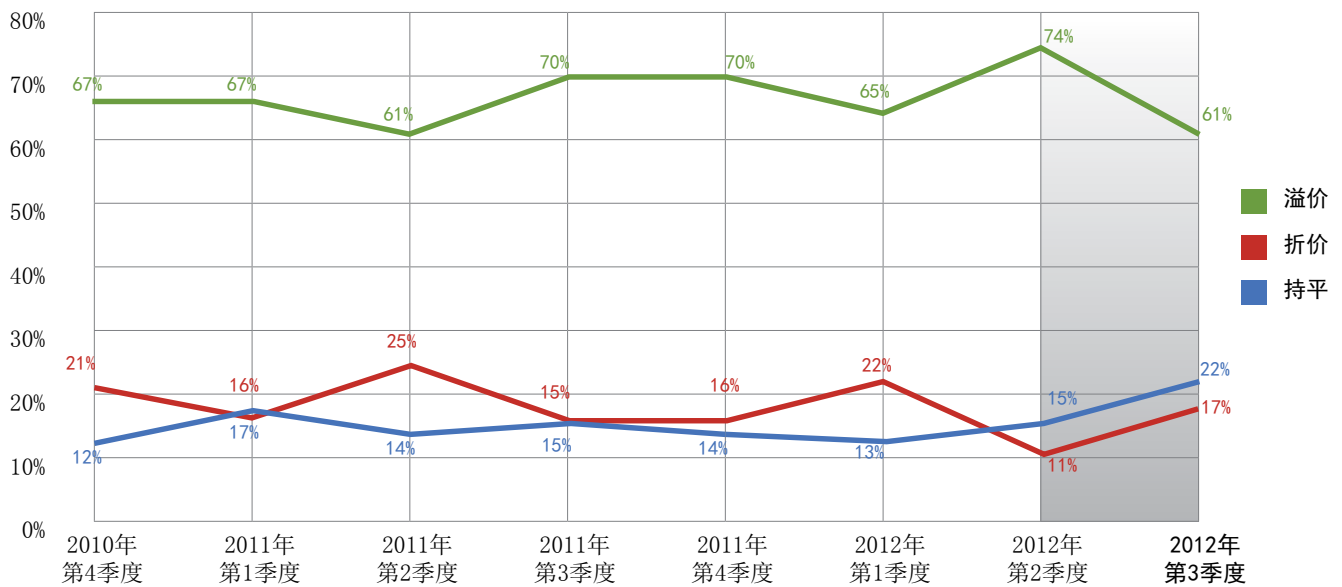
旧金山大学 (University of San Francisco) 的 Mark Cannice 教授编制的《硅谷风险资本家信心指数》(Silicon Valley Venture Capitalist Confidence Index™) 报告，2012年第3季度，硅谷风险资本家的信心指数为3.53 (最高为 5)，比2012年第2季度报告的3.47略有增加。风险资本家对高估值、宏观经济的不确定性和生命科学的募资表示了忧虑，但对硅谷创新的深度和广度，特别是在移动、云计算和支付行业，以及拥有大把现金的战略收购商的存在感到鼓舞。

■ 纳斯达克指数

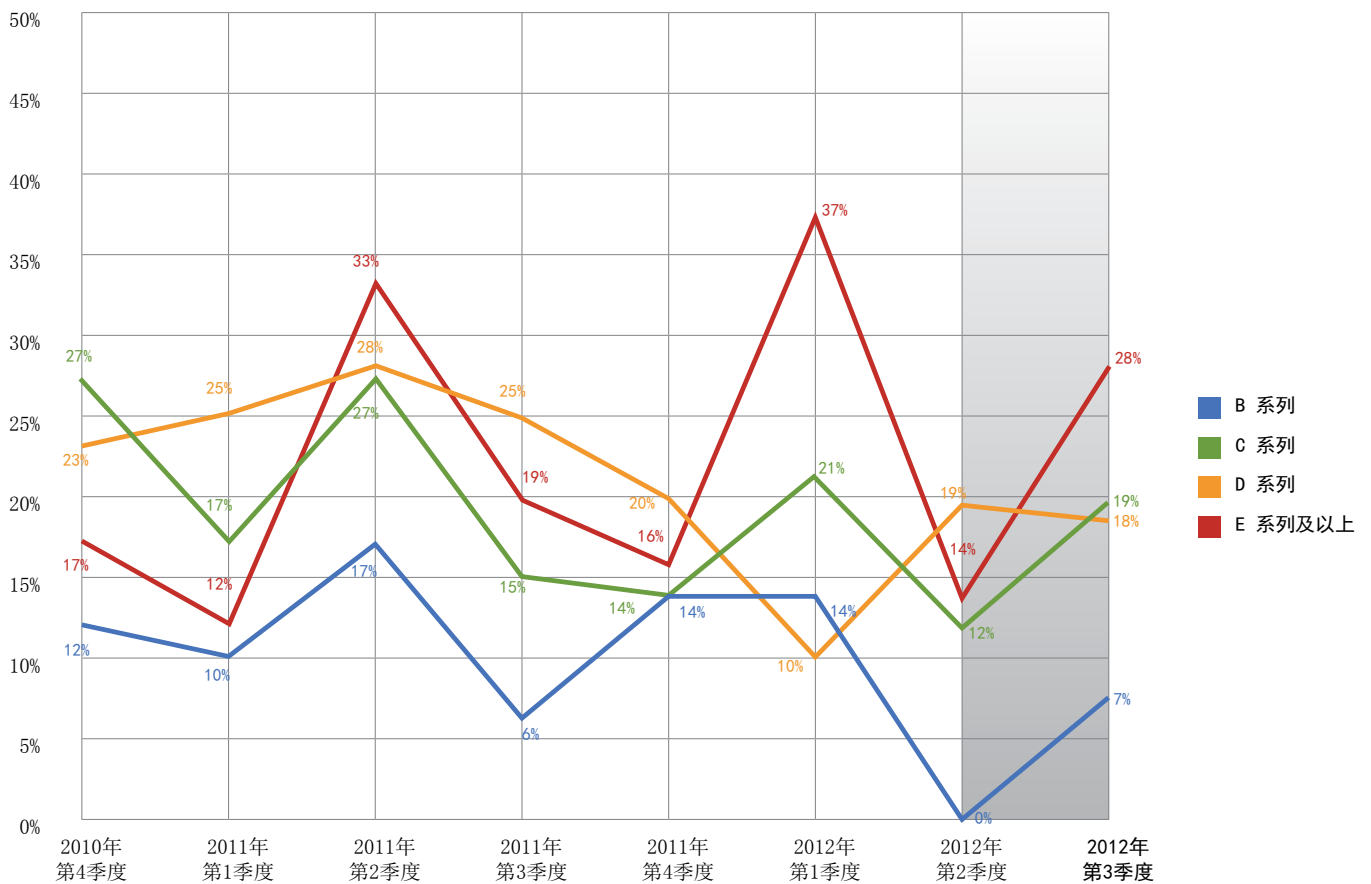
纳斯达克指数在2012年第3季度上涨了6.1%，在截止到2012年11月8日的第4季度持平。

泛伟律师事务所的估值数据

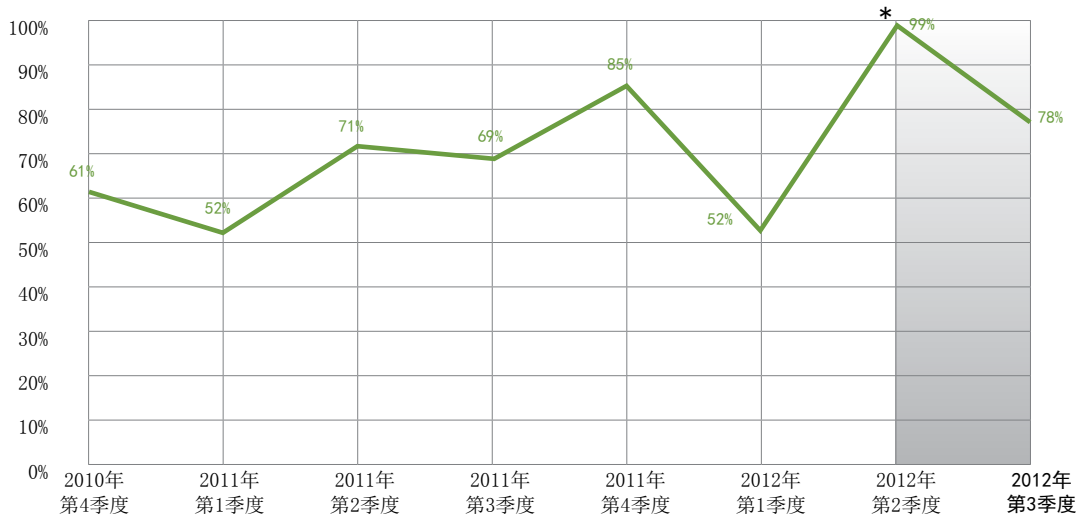
价格变化—与上一轮融资相比，某个季度获得融资的公司的价格变化走势。



按系列划分，折价的比例如下：

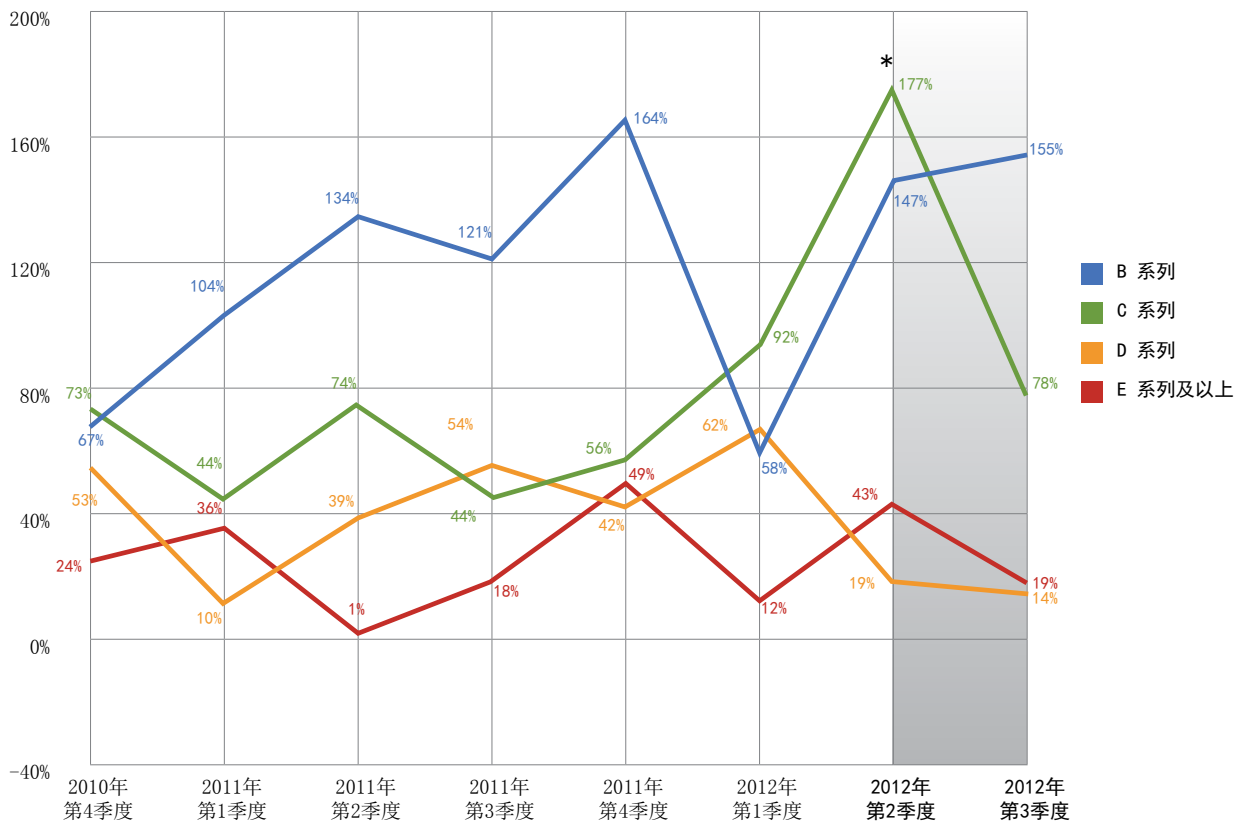


泛伟律师事务所风险资本 Barometer™（价格变化的幅度）— 下图是公司在某个季度筹集资金的每股价格，与该公司在其前一轮融资中筹集资金的每股价格相比，价格变化的平均百分比。在计算平均值时，所有轮融资（溢价、折价和持平）都包括在内，且没有针对融资筹集的金额对结果进行加权计算。



*请注意，一家软件公司的融资为 1460% 溢价融资，一家互联网/数字媒体的融资为 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 3 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	73%	11%	16%	+87%	37
硬件	50%	30%	20%	+55%	20
生命科学	36%	21%	43%	-2%	14
互联网/数字媒体	64%	14%	22%	+153%	14
清洁技术	67%	0%	33%	+158%	3
其它	100%	0%	0%	+33%	1
所有行业总计	61%	17%	22%	78%	89

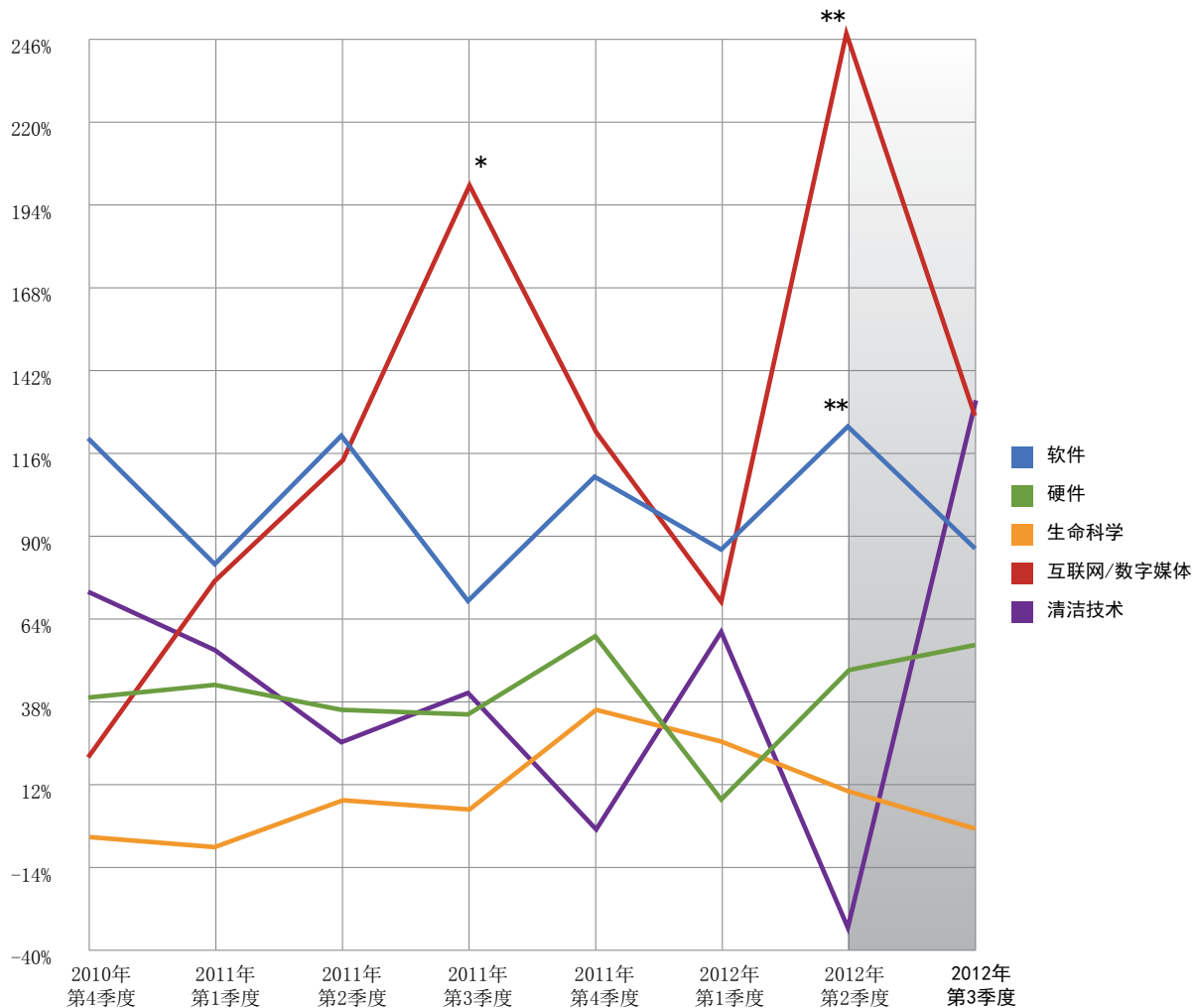
按行业划分的折价结果 — 下表载列按行业组划分，在过去八个季度每个季度的“折价”百分比。

折价	2010年 第4季度	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
软件	7%	14%	14%	14%	11%	14%	8%	11%
硬件	36%	15%	15%	12%	0%	42%	15%	30%
生命科学	36%	31%	31%	22%	33%	24%	6%	21%
互联网/数字媒体	25%	11%	11%	18%	12%	20%	0%	14%
清洁技术	14%	0%	0%	11%	43%	0%	75%	0%
其它	0%	25%	25%	0%	0%	0%	50%	0%
所有行业总计	21%	16%	16%	15%	16%	22%	11%	17%

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	2010年 第4季度	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
软件	121%	75%	121%	71%	105%	85%	123%**	87%
硬件	38%	43%	35%	34%	58%	5%	46%	55%
生命科学	-5%	-8%	6%	4%	36%	26%	11%	-2%
互联网/数字媒体	20%	77%	115%	201%*	122%	72%	248%**	153%
清洁技术	73%	54%	24%	41%	-3%	61%	-33%	158%
所有行业总计	61%	52%	71%	69%	85%	52%	99%	78%

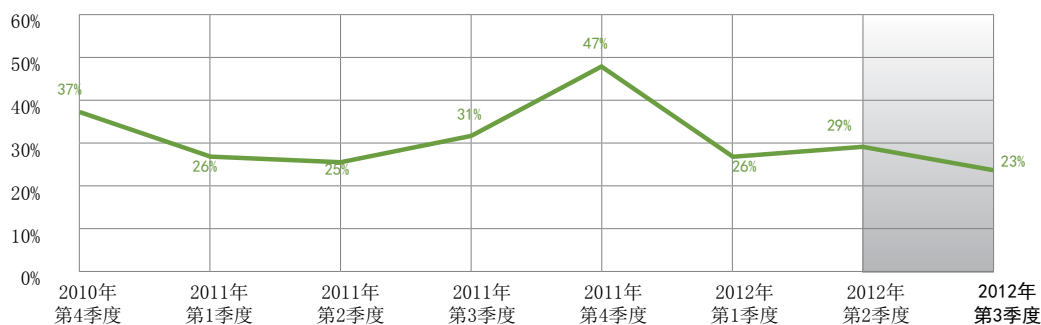
下图是用图形对上表结果进行展示。



*请注意，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%。

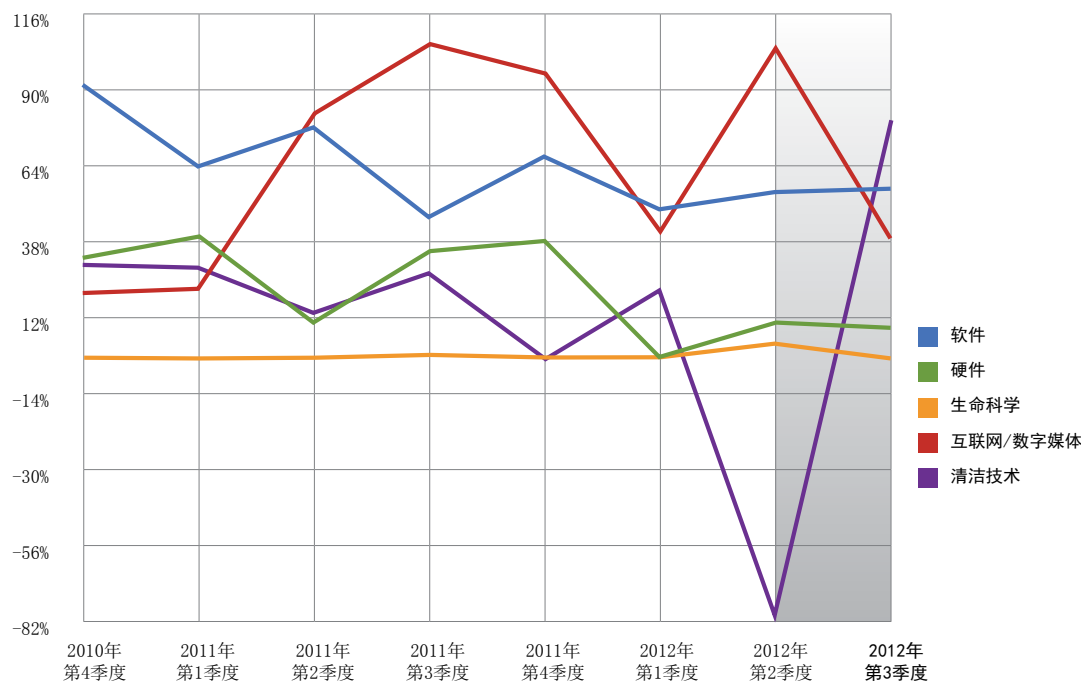
价格变化中位百分比 — 下图是公司在某个季度筹集资金的每股价格，与该公司在其前一轮融资中筹集资金的每股价格相比，价格变化的中位百分比。在计算中位数时，各轮融资（溢价、折价和持平）都包括在内，且没有针对融资筹集的金额对结果进行加权计算。请注意，这与 Barometer 不同，Barometer 是基于价格变化的平均百分比。



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	2010年第4季度	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
软件	91%	64%	78%	46%	67%	50%	56%	57%
硬件	32%	39%	11%	35%	38%	0%	11%	10%
生命科学	0%	0%	0%	1%	0%	0%	5%	0%
互联网/数字媒体	20%	21%	82%	105%	96%	41%	105%	39%
清洁技术	29%	28%	14%	27%	0%	21%	-82%	79%
所有行业总计	37%	26%	25%	31%	47%	26%	29%	23%

下图是用图形对上表结果进行展示。

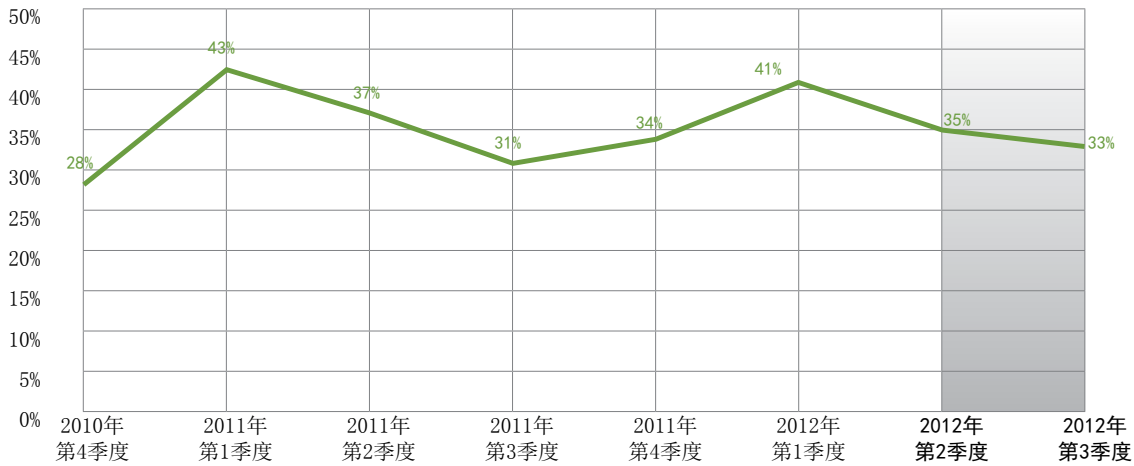


融资轮次 — 按系列划分，本季度的融资轮次如下表所示。

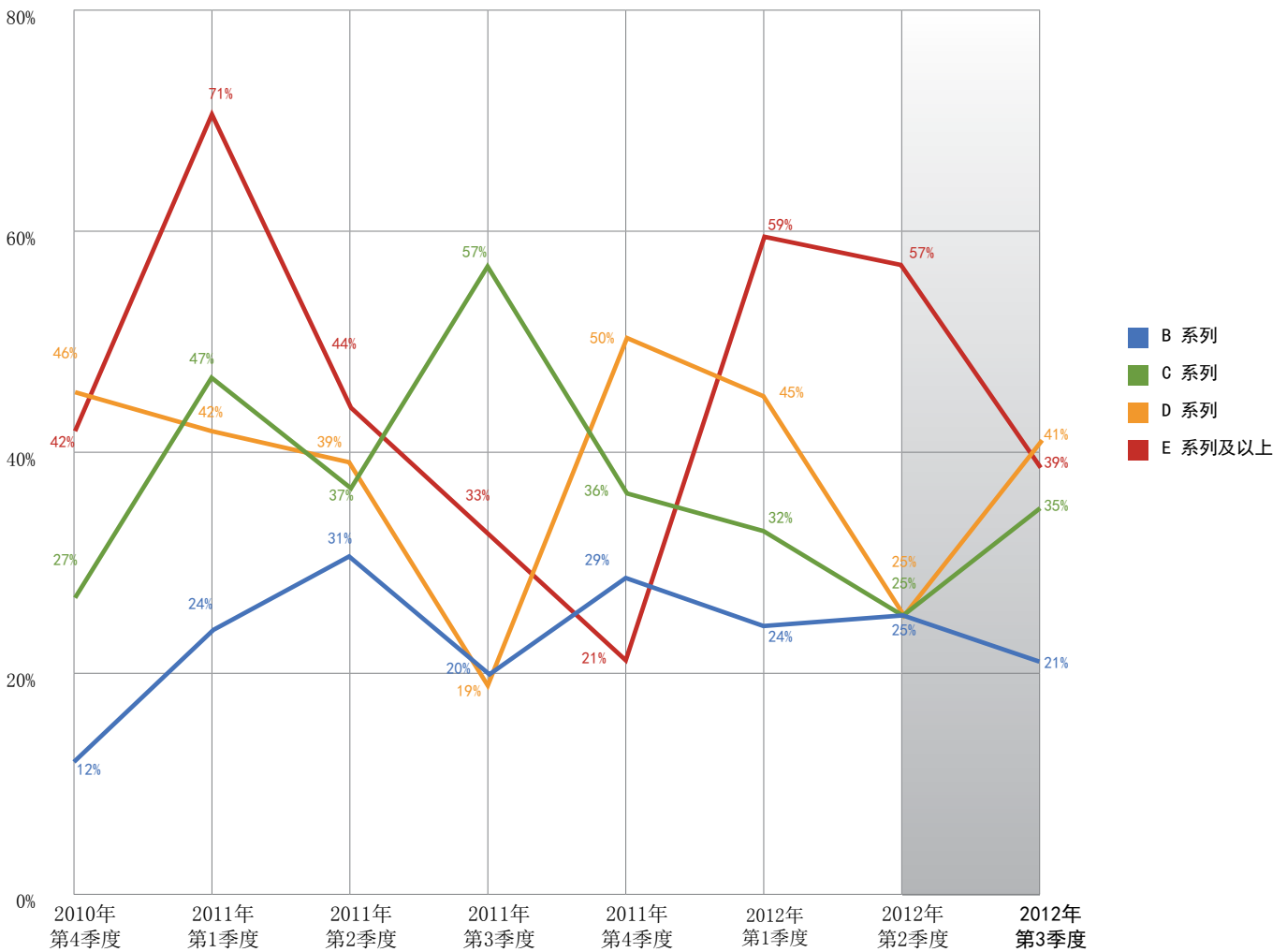
系列	2010年 第4季度	2011年 第1季度	2011年 第2季度	2011年 第3季度	2011年 第4季度	2012年 第1季度	2012年 第2季度	2012年 第3季度
A 系列	13%	18%	19%	18%	24%	24%	24%	24%
B 系列	26%	24%	25%	31%	24%	18%	17%	24%
C 系列	35%	24%	26%	19%	19%	17%	21%	22%
D 系列	14%	20%	15%	14%	17%	17%	14%	15%
E 系列及以上	12%	14%	15%	18%	16%	24%	24%	15%

泛伟律师事务所的法律条款数据

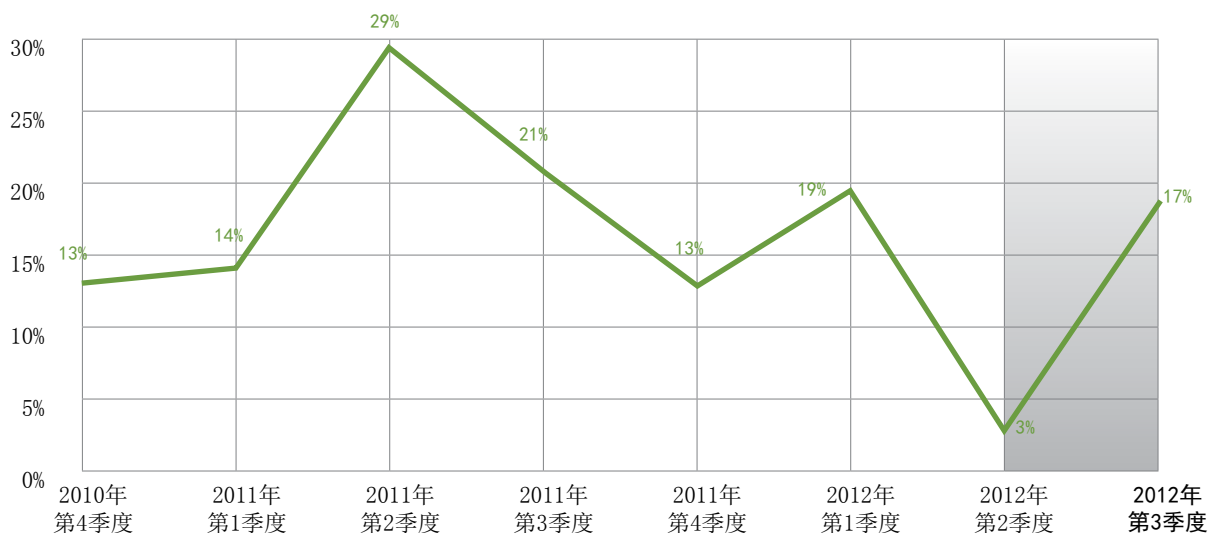
清算优先权 — 高级清算优先权在以下比例的融资中使用。



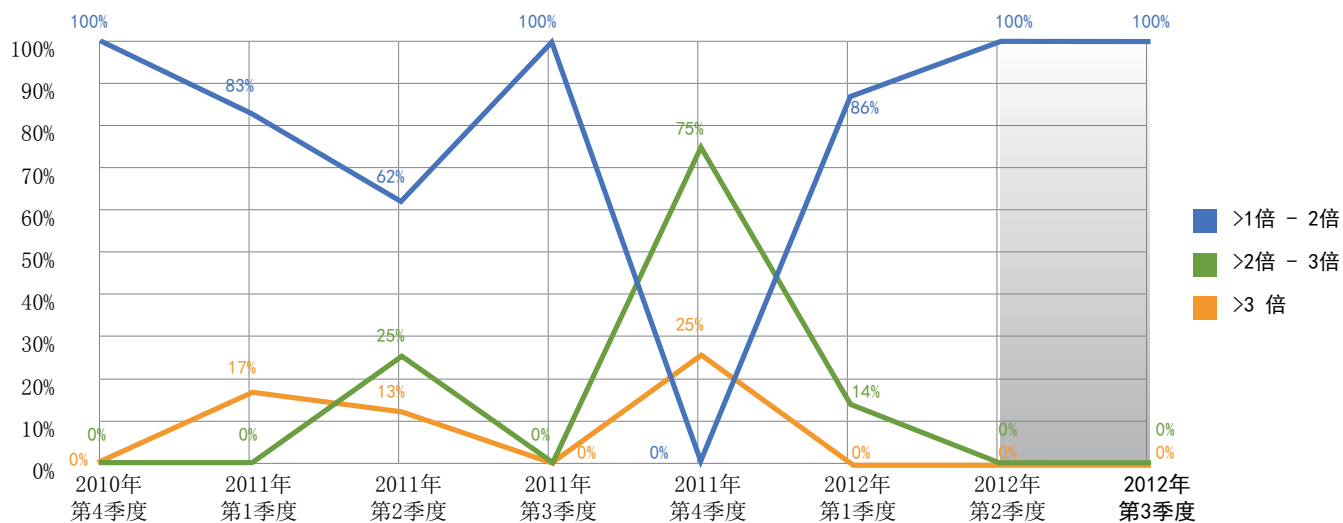
按系列划分，高级清算优先权的百分比如下：



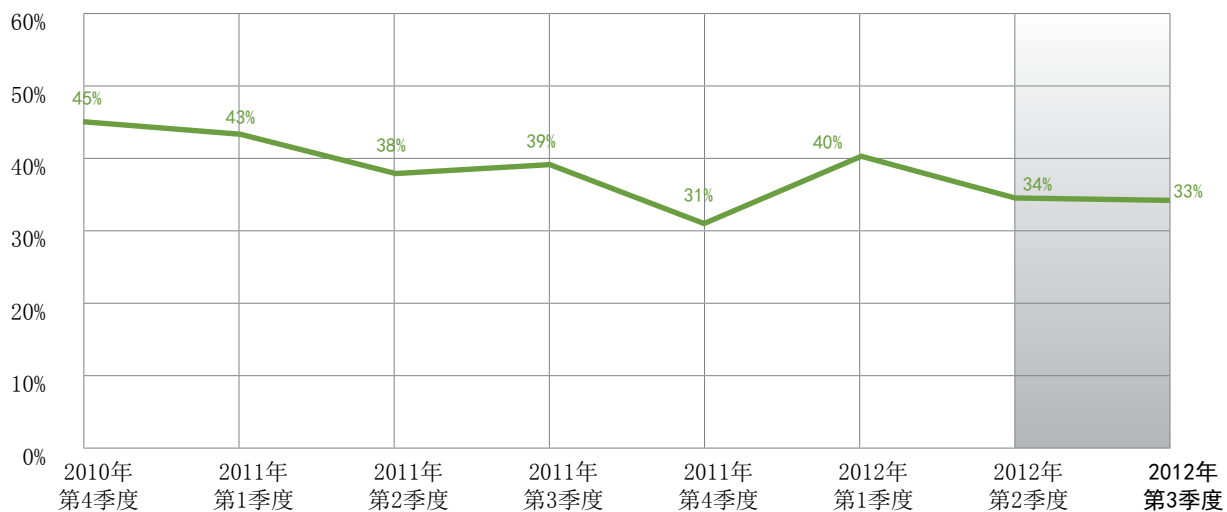
倍数清算优先权 — 高级清算优先权为倍数清算优先权的比例如下：



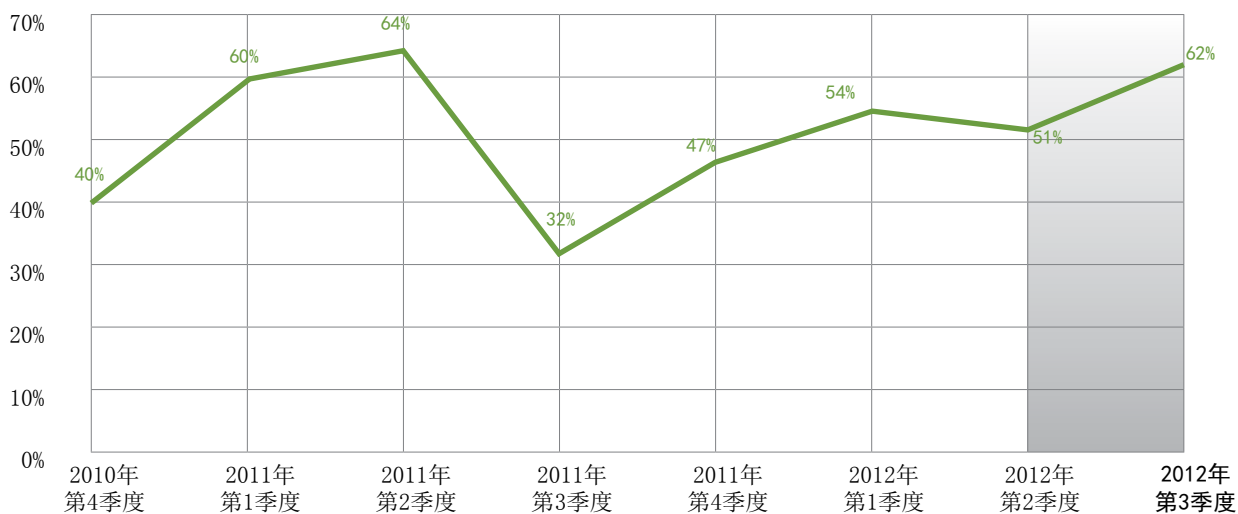
在高级清算优先权为倍数清算优先权的情况下，倍数的范围细分如下：



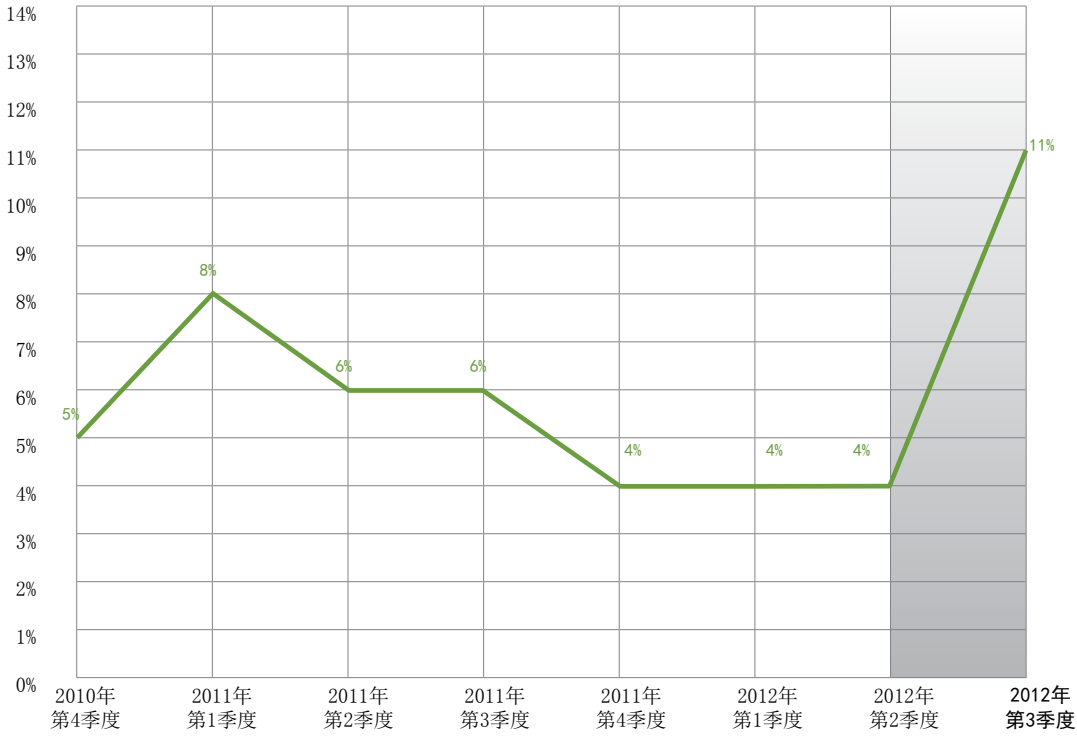
参与清算 — 规定参与清算的融资比例如下：



在参与清算的融资中，未设上限的融资比例如下：

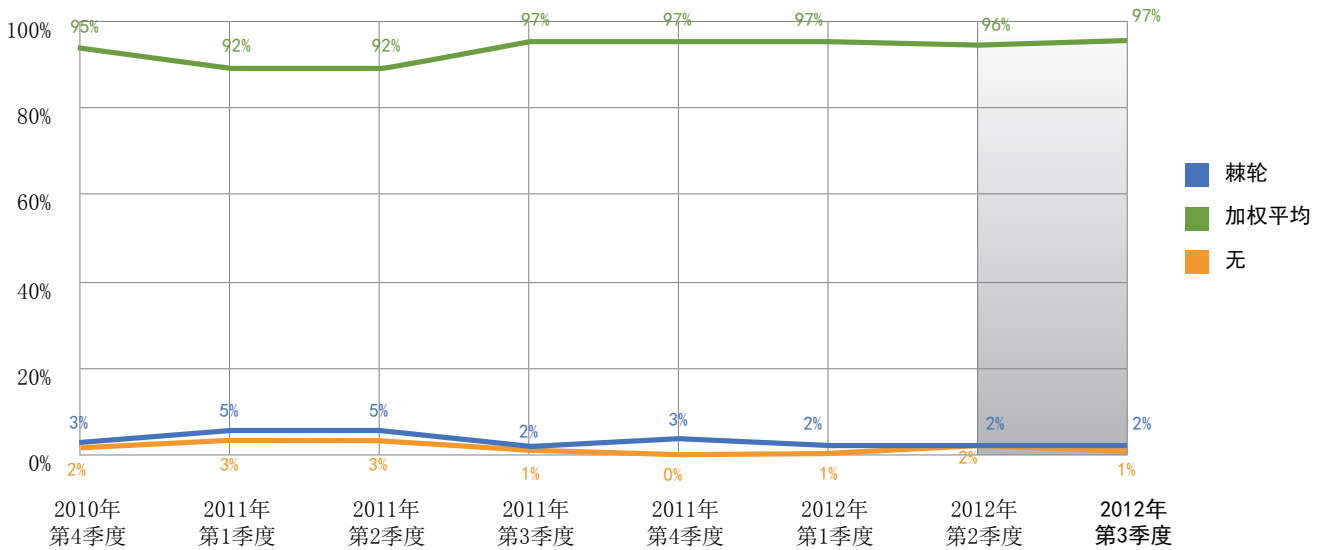


累积股息 - 规定了累积股息的融资比例如下：

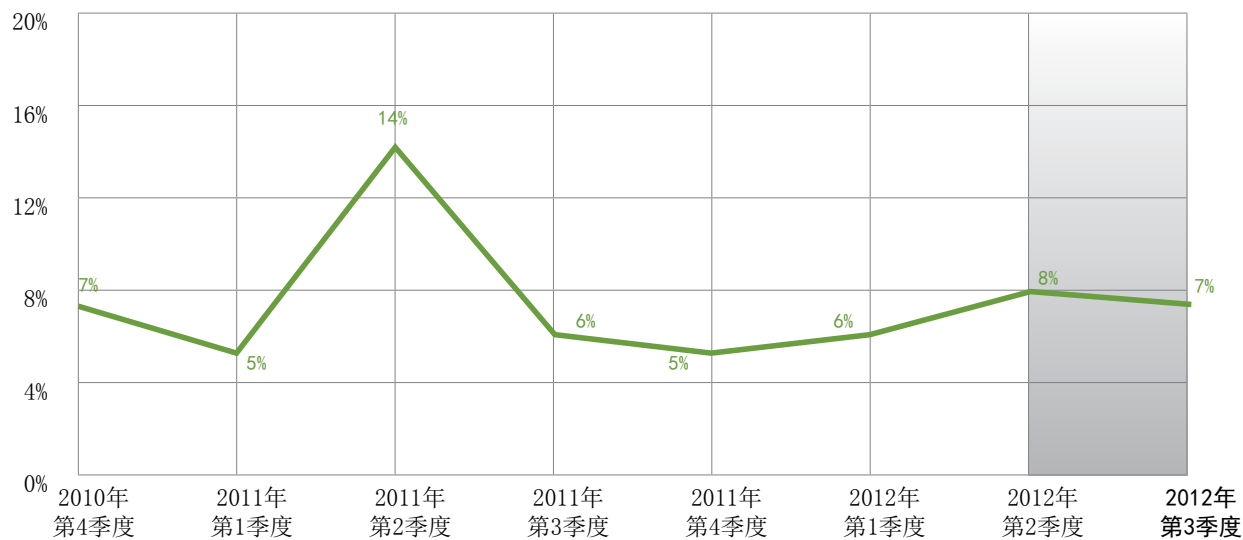


请注意，在2012年第3季度累计股息的使用明显增加。我们注意到，46%利用累计股息的融资是在生命科学行业，38%利用累计股息的融资（生命科学融资的33%）没有规定参与清算优先权，这意味着在这些融资中，累计股息被用作参与清算优先权的替代。

反摊薄条文 - 使用反摊薄条文的融资比例如下：

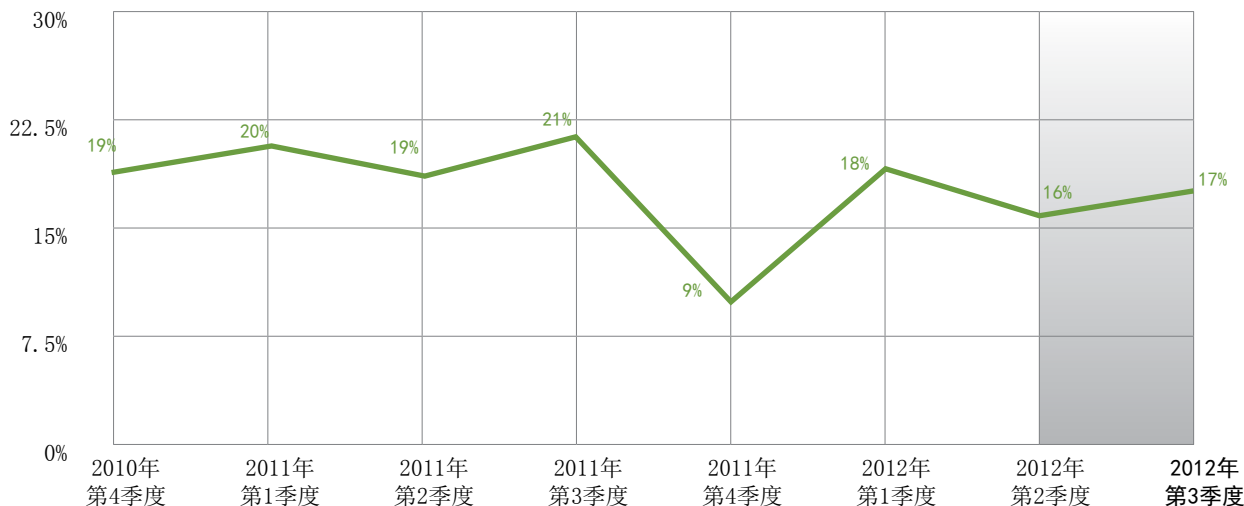


付费参与（Pay-to-Play）条文 - 订有付费参与条文的融资比例如下：



请注意，有轶事证据表明，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当期公布的结果，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 (Barry Kramer)，电话：650-335-7278，电邮：bkramer@fenwick.com 或

迈克尔·帕特里克 (Michael Patrick)，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。

© 2012 年 泛伟律师事务所 (Fenwick & West LLP) 版权所有