

3Q13

硅谷风险融资走势

2013 年第三季度

背景

我们对总部设在硅谷、并在2013年第三季度进行了融资的128家公司的风险融资活动进行了分析。

泛伟律师事务所调查结果概况

2013年第三季度的估值结果相比2013年第二季度有显著增长，溢价融资和折价融资之间的差距达到六年多以来的最高水平。软件行业势头尤为强劲，不仅表现在估值方面，在交易数量上也是如此。

以下是调查的详细结果：

- 溢价融资超过折价融资，其中溢价融资占73%，折价融资占8%，平价融资占19%。这与2013年第二季度相比有显著增长，当时溢价融资超过折价融资（所占比例分别为64%和22%），平价融资占14%。本季度也是2007年第三季度以来最好的一个季度（按溢价融资超过折价融资的数目计）。
- 泛伟律师事务所的 Venture Capital Barometer™ 显示，2013年第三季度平均价格上涨65%，高于2013年第二季度的62%。
- 2013年第三季度的融资价格增幅中位数为43%，显著高于2013年第一季度的14%和第二季度的19%。
- 按行业分类的结果载列如下。总体而言，虽然互联网/数字媒体行业在估值方面表现最好，略微超过软件行业，但软件行业的交易数量显著高于互联网/数字媒体行业，软件行业的交易数量占交易总数的53%，这是自2010年第一季度开始按行业追踪交易结果以来的最高水平。生命科学行业交易占交易总数百分比下滑到10.2%，是2010年第一季度以来的最低值。
- 带有参与分配清算优先权的融资比例为27%，是我们自2002年开始调查以来的最低值，这表示当前环境有利于创业。

其他行业数据概况

整体而言，2013年第三季度的风险投资环境有所好转，但由于2013年的开局较差，2013年在某些方面略逊于2012年。

- 2013年第三季度的风投有所增加，使得2013年前三个季度的风投与2012年大致持平，但仍低于2011年的水平。
- 2013年第三季度的IPO势头仍然强劲。虽然2013预计是自2007年以来风险资本支持的公司IPO上市表现最佳的一年，但前三个季度的大部分增长都集中在生命科学行业。
- 2013年第三季度的并购业务显著增长，但2013年获风险资本持股的公司的被收购数量将会是2009年以来的最低水平。
- 相比疲软的2013年第二季度，风险资本募集资金情况有所增长。但2013年风险资本的募资表现将是2010年以来的最低水平。
- 创业资本参与率继续增长。

- 天使投资的结果好坏参半。随着针对公开募资邀请和众筹融资的新监管措施变得更为宽松，很可能会给天使投资业带来一些改变。
- 风险投资人信心指数达到 2008 年金融危机以来的最高水平。

更多详细结果如下：

▪ 风险资本投资

据道琼斯 VentureSource (“VentureSource”) 报道，从 2013 年第二季度到 2013 年第三季度，风险投资额上升了 12.5%，风险融资交易数量上升了 1%。具体来说，2013 年第三季度有 806 笔融资交易，投资总额共计 81 亿美元，2013 年第二季度的相应数据则为 801 笔和 72 亿美元（2013 年 7 月报告的数据）。¹ 这是 2012 年第二季度以来最大的单季度投资额。谷歌风投 (Google Ventures) 是最活跃的风险投资人，共参与 23 笔交易。

类似地，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》 (“《MoneyTree 报告》”) 称，从 2013 年第二季度到第三季度，风险投资额和融资交易数量分别增长了 16% 和 10%。根据该报告，2013 年第三季度共有 1,005 笔交易，募集资金 78 亿美元，高于第二季度的 913 笔和 67 亿美元（2013 年 7 月报告的数据）。¹ 软件行业尤为活跃，共募集资金 36 亿美元，是 12 年以来的最大单季度募集金额。

VentureSource、《MoneyTree 报告》和 Pitchbook 都指出投资对象正从消费者行业/网络行业转向商务/软件行业。

▪ IPO 活动

2013 年第三季度的 IPO 活动依然强劲。根据 VentureSource 的统计，2013 年第三季度共有 25 个 IPO 项目，募集资金 22 亿美元，高于第二季度的 18 个项目和 17 亿美元。

同样，根据汤森路透和 NVCA (“Thomson/NVCA”) 的报告，2013 年第三季度共有 26 个 IPO 项目，募集资金 27 亿美元，高于第二季度的 23 个项目和 24 亿美元。在 26 个 IPO 项目中，生命科学行业的 IPO 项目占 16 个。

据 VentureWire 报道，2013 年将成为自 2007 年以来风投持股的 IPO 数量最多的一年 (Russ Garland, 2013 年 10 月 7 日)。

尽管 2013 年前三个季度的 IPO 项目后市表现相对较好，Venture Capital Journal 仍指出风投机构持有上市公司股票的时间超过了历史水平。

▪ 并购活动

据 VentureSource 报道，相比 2013 年第二季度，第三季度对风投持股的公司的收购金额增长了 21%，收购交易数量增长 32%。具体来说，2013 年第三季度共达成 111 宗交易，总价值 97 亿美元，高于第二季度的 84 宗和 80 亿美元（2013 年 7 月报告的数据）。¹

这个结果与 Thomson/NVCA 的结论是一致的。据后者报道，收购交易数量有 27% 的增幅。虽然 2013 年第三季度有所好转，但 2013 年风投持股的收购数量将是 2009 年以来的最低位。

雅虎是 2013 年第三季度最大的风投持股公司收购方，共完成四个收购，苹果以三个收购位居第二 (VentureWire, Russ Garland, 2013 年 10 月 7 日)。

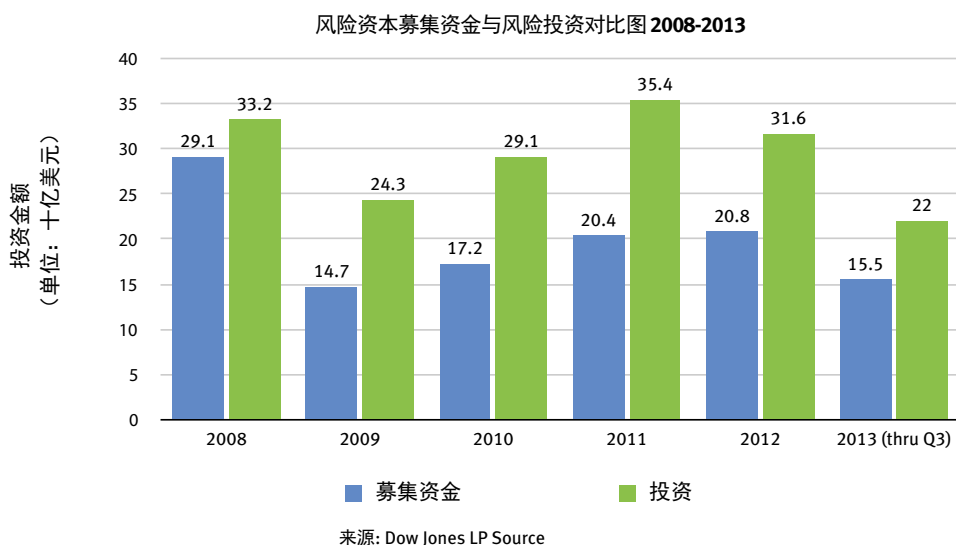
据 Pitchbook 报道，相比 2011 至 2013 年期间的此前的风险融资，收购交易对于投资人的回报率高于 IPO。

■ 风险资本的资金募集

据汤森路透报道，相比疲软的 2013 年第二季度，第三季度的募资金额和募资基金数量分别增加了 41% 和 27%。具体来说，2013 年第三季度共有 56 家基金募资总额达 41 亿美元，高于第二季度的 44 家基金和 29 亿美元（2013 年 7 月报告的数据）。¹ 但和 2012 年前三个季度相比，2013 年前三个季度的募资总额同比下降 29%，2013 年将是 2010 年以来募资金额最低的一年。

同样，据 VentureSource 报道，2013 年前三个季度的募资金额下降了 11%。

另据 VentureSource 报道，自 2008 年至 2013 年第三季度，针对有风投持股的美国公司的投资金额超过了美国风投募资金额，二者分别为 1,750 亿美元和 1,180 亿美元。虽然造成上述差额的部分原因是在 2008 年之前，基金募资金额稍高于投资额，但我们认为，后期非风投投资人（例如，私募股权、交叉基金和对冲基金）、创业投资和非美国风险投资在此期间的投资在很大程度上造成了上述差额。



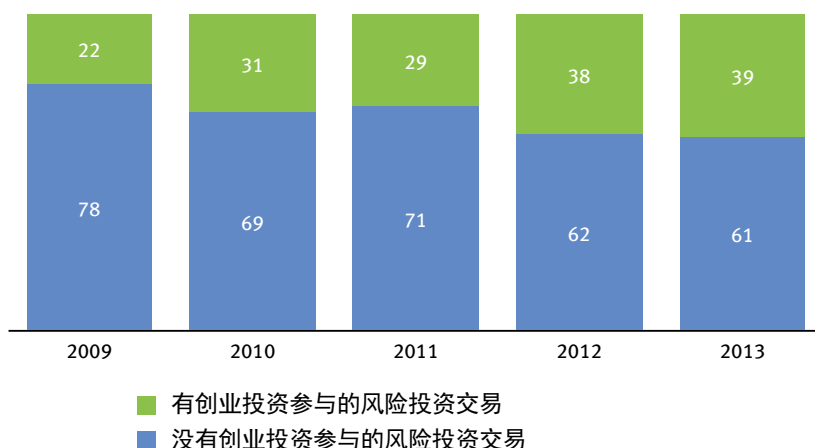
Probitas Partners 在 Venture Capital Journal 上发表的问卷调查表明，39% 的机构有限合伙人从事风险投资，是 2007 年的两倍。

■ 创业投资 (CVC)

创业投资还在继续增长，部分原因可能是企业资产负债表上有大量现金结余。据 Techcrunch 报道，2013 年 10 月，创业投资 (CVC) 参与了 14% 的风投交易，是其 Crunchbase 统计的最高月份，谷歌和英特尔是 2011 年以来两大领先的创业投资 (CVC)。虽然数据表明创业投资 (CVC) 仍普遍青睐后期融资，但其对早期投资的兴趣也在日益增长。

同样，据 CB Insights 报道，过去五年 100 大风投持股高科技交易案的分析表明，创业投资 (CVC) 参与率从 2009 年的 22% 上升至 2012 年的 39%。

在 100 宗最大的风险资本持股的科技行业交易中，创业投资的参与情况



来源: CB Insights

■ 天使投资/种子融资

有关天使投资的数据好坏参半。据 [Center for Venture Research](#) 报道，相比 2012 年上半年，2013 年上半年的天使投资总额增长 5.2%。但据 [Techcrunch](#) 报道，美国的 2013 年天使投资额很可能低于 2012 年。

[Techcrunch](#) 还报道，天使基金持股的公司正花费更长时间来完成首轮风险融资。天使基金持股的公司 2012 年平均需要 434 天进行 A 轮融资，在 2013 年则为 526 天。但造成此结果的原因可能并非由于 A 轮融资的困难有所增加，投资数额较大的天使投资可使得公司有更长的时间来完成 A 轮融资。[Techcrunch](#) 还报道，相比 2012 年，2013 年的 A 轮融资交易数量高于天使投资交易数量。

由于相关法律放松了针对创业公司的公开募资邀请和众筹融资的监管，天使融资行业可能会随之发生一些重大改变。

■ 风险资本回报

据 [Cambridge Associates](#) 报道，其风险投资指数在 2013 年第二季度上升了 4.3%（第三季度的数据尚未公布），与纳斯达克指数 4.15% 的涨幅大致持平。长远来看，纳斯达克指数在过去的 1 年、3 年和 5 年内超过了风险投资指数，但从超过 10 年的期限来看，风投指数大幅超越纳斯达克指数。

■ 风险资本情绪

旧金山大学（[University of San Francisco](#)）教授 [Mark Cannice](#) 编制的“硅谷风险资本家信心指数”（[Silicon Valley Venture Capitalists Confidence Index®](#)）报道，硅谷风险资本家信心指数上升至 3.92（最高为 5），创下自 2007/08 年全球金融危机以来的新高。他给出的原因包括合理的估值、强劲的云计算、大数据和移动互联网行业的机会、以及流动性前景的改善。他引述的市场忧虑包括政府停摆、募资困难、以及生命科学行业的特定问题。

■ 风险投资业趋势

据 [Pitchbook](#) 统计，2010-2013 年间美国三大风投创业企业家摇篮分别是斯坦福大学、加州大学伯克利分校和宾夕法尼亚大学。印度理工学院（[Indian Institutes of Technology](#)）排名第十。

Pitchbook 还报道，在风投持股的公司中，至少有一名女性创始人的公司比例从 2004 年的 4% 上升至目前的 13%。消费品和零售行业中的风投持股女性创业者最为集中，其次是软件行业。

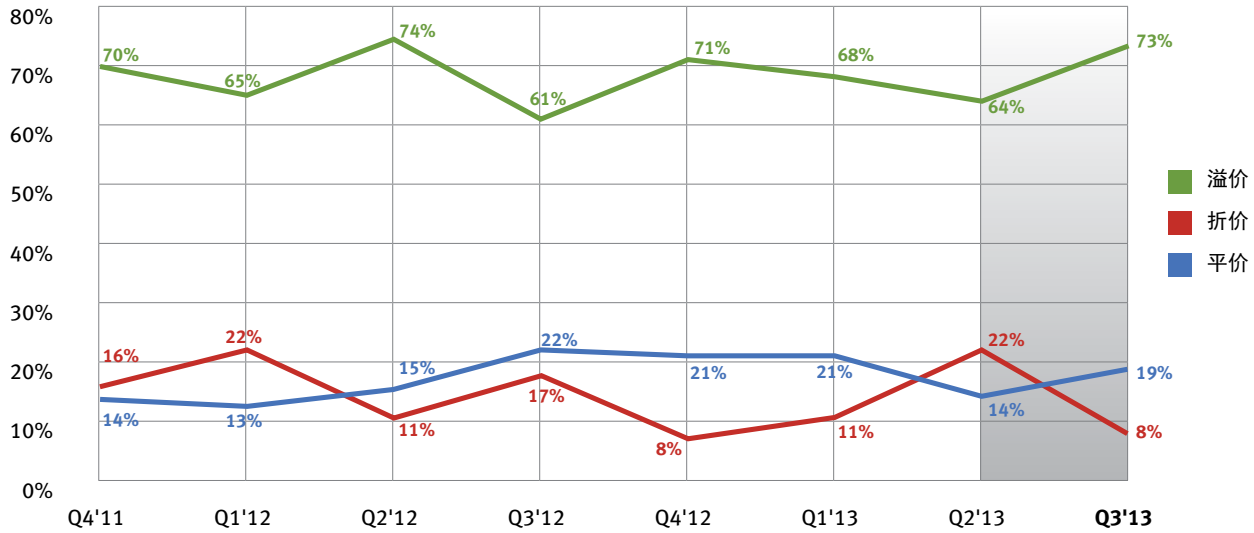
华尔街日报最近的一篇文章指出，越来越多的顶级商学院毕业生加入高科技行业，而非金融服务业。斯坦福大学的 2013 年度高科技就业率首次超过金融服务业（32% 对 26%）。在哈佛大学，虽然金融服务业依然处于领先地位，但领先幅度已从 2012 年的 35% 对 12%，缩小至 2013 年的 27% 对 18%。（Melissa Korn，2013 年 11 月 5 日）

- **纳斯达克指数**

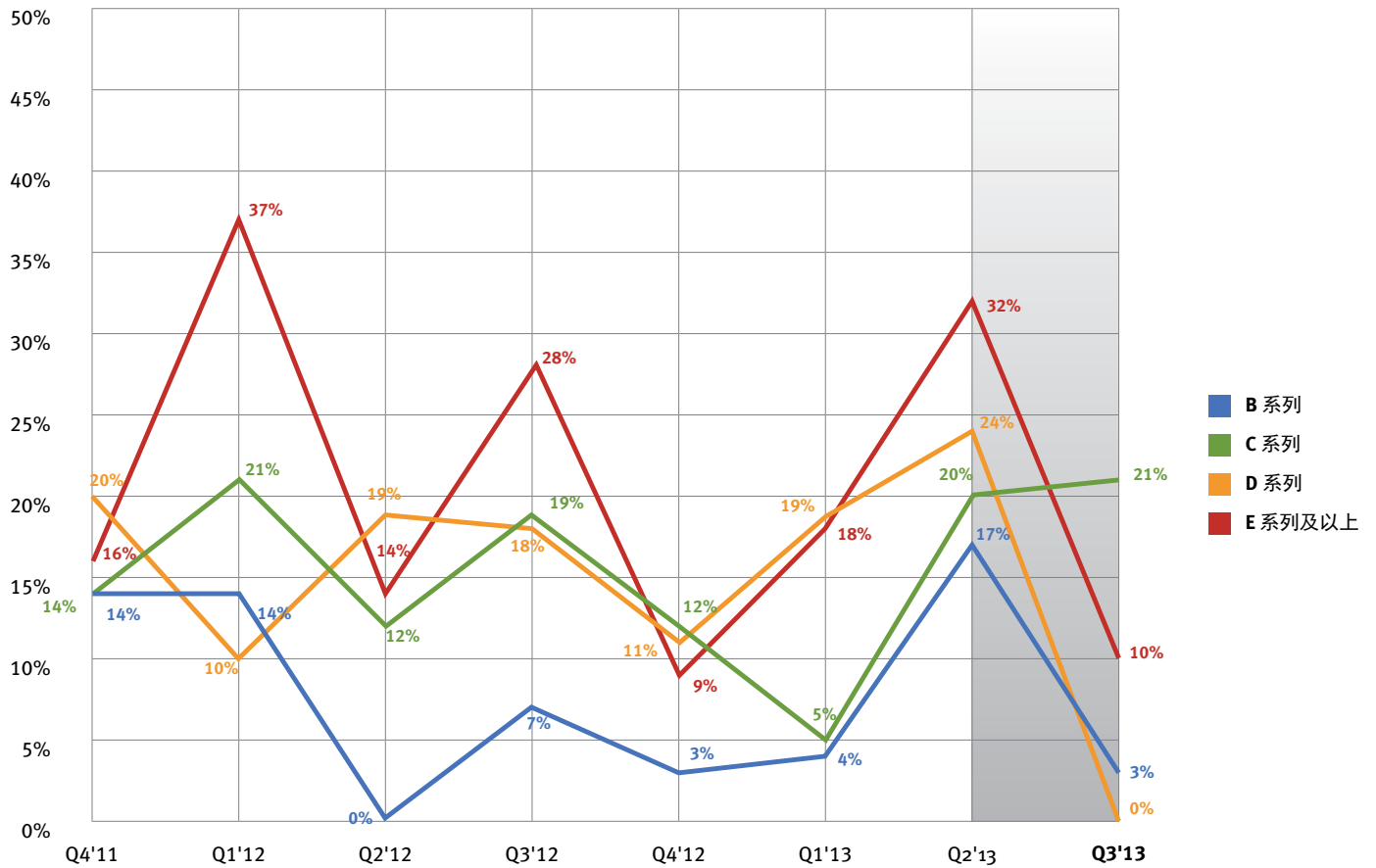
纳斯达克指数在 2013 年第三季度上涨了 9.9%，在截至 2013 年 11 月 10 日的第四季度又上涨了 3.8%。

泛伟律师事务所的估值数据

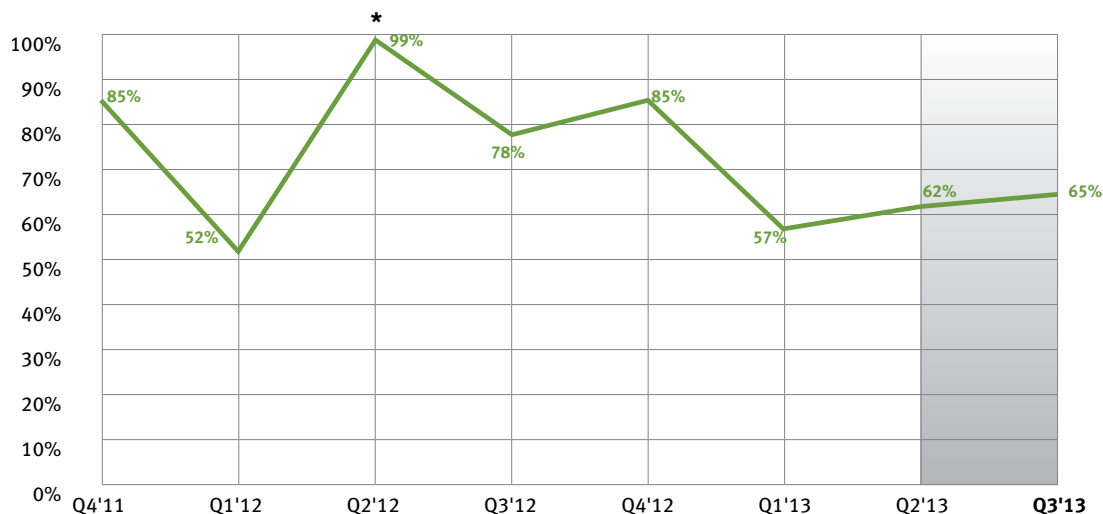
价格变化——与上一轮融资相比，某个季度获得融资的公司的价格变化走势。



按融资系列划分，折价的比例如下：

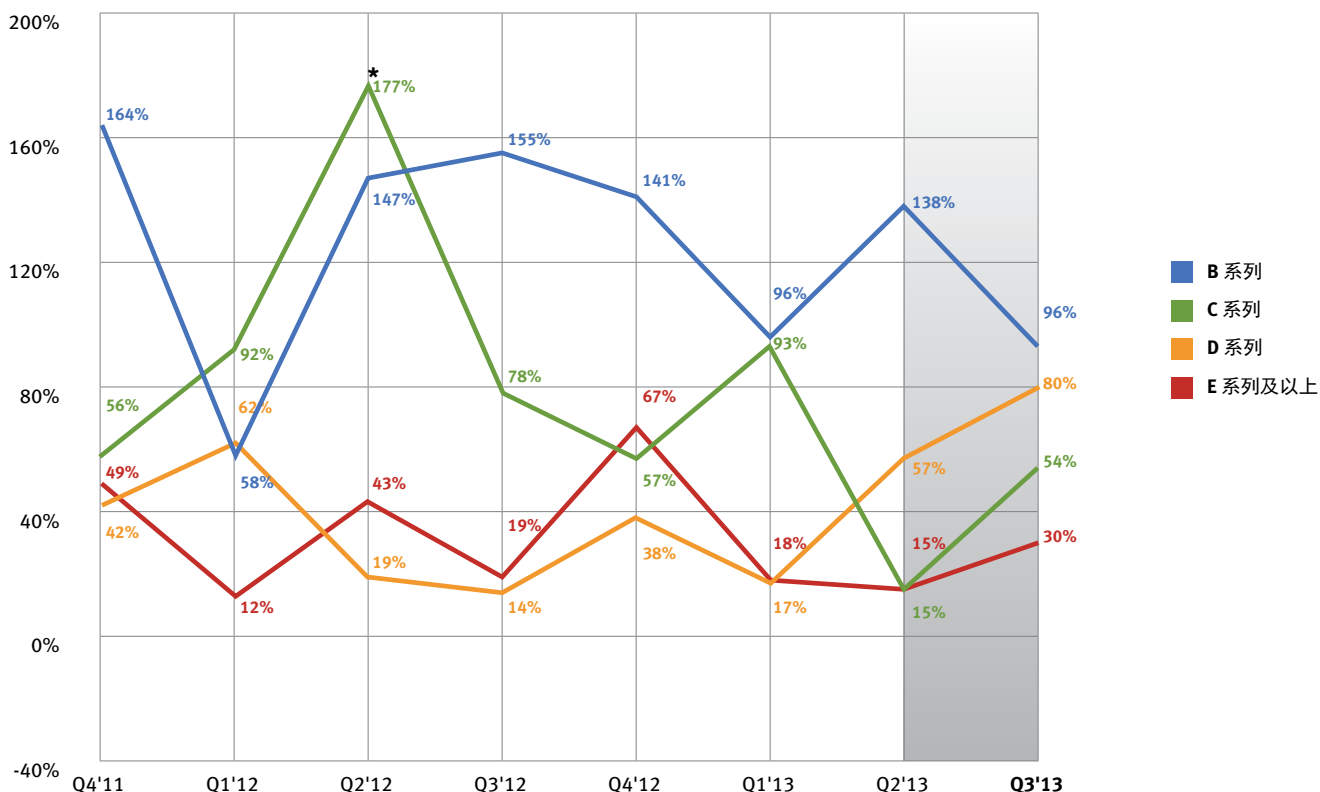


泛伟律师事务所 VENTURE CAPITAL BAROMETER™（价格变化的幅度）——下图是公司在某个季度融资的每股价格，与该公司在其前一轮融资中的每股价格相比，价格变化的平均百分比。在计算平均值时，各轮融资（溢价、折价和平价）都包括在内，且没有针对融资过程中融资金额对结果进行加权计算。



* 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%。

按融资系列划分，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 季度融资溢价超过 10 倍的融资均为 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%。

按行业划分的价格变化结果和泛伟律师事务所 VENTURE CAPITAL BAROMETER™——从下表可以看出价格变化走势，以及（相比上一轮融资）按行业划分的 2013 年第三季度融资方的 Barometer 指数。上述结果并不包括 A 系列融资方，因为它们没有可以比较的前几轮融资。

行业	溢价	折价	平价	Barometer	融资数量
软件	81%	5%	14%	71%	57
硬件	36%	27%	37%	28%	10
生命科学	40%	20%	40%	34%	5
互联网/数字媒体	89%	5%	6%	91%	18
清洁技术	33%	0%	67%	15%	3
其它	75%	25%	0%	24%	4
所有行业总计	74%	9%	17%	64%	97

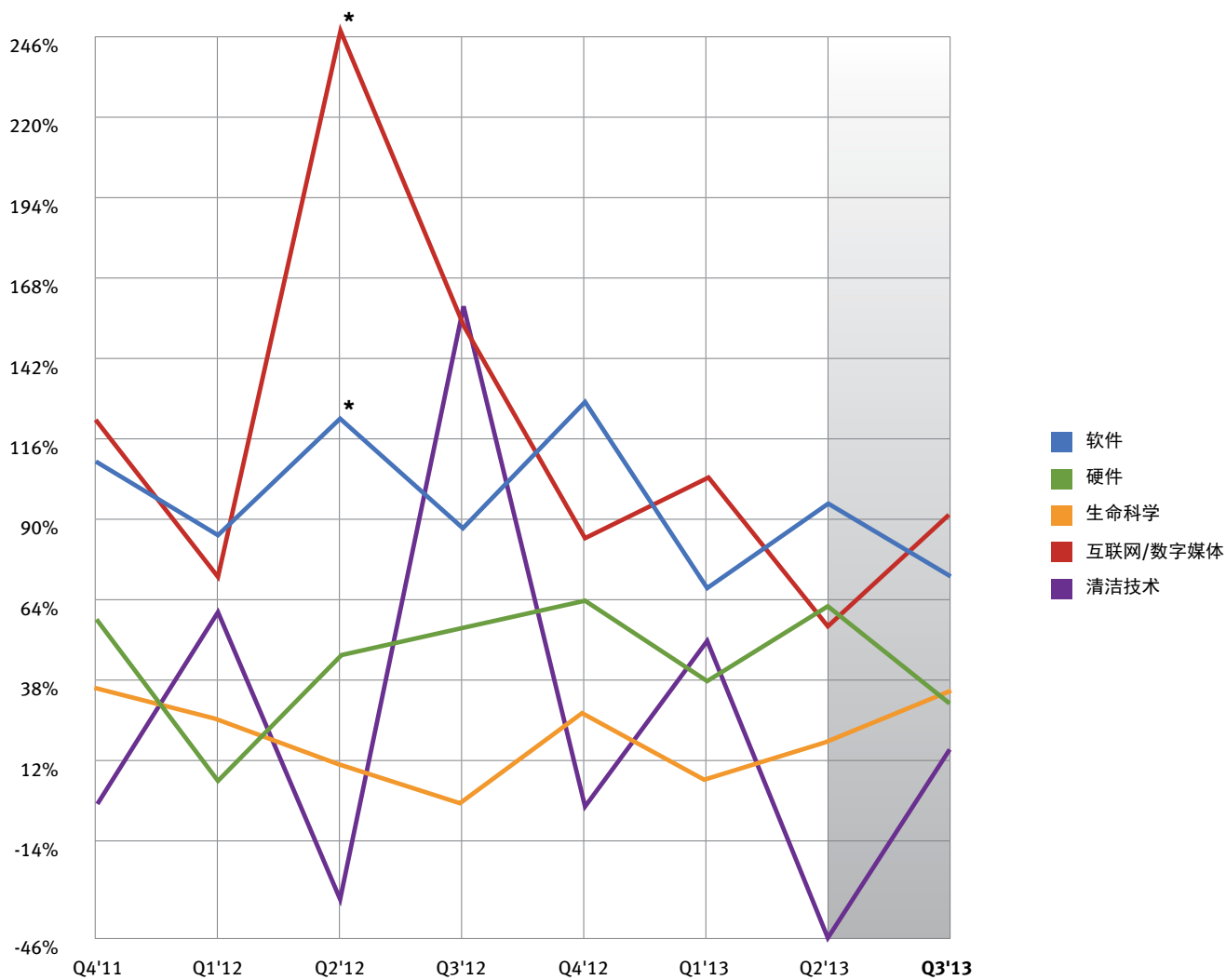
按行业划分的折价结果——下表载列按行业划分，在过去八个季度每个季度的“折价”百分比。

折价	Q4'11	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13	Q3'13
软件	11%	14%	8%	11%	5%	10%	20%	5%
硬件	0%	42%	15%	30%	8%	0%	9%	20%
生命科学	33%	24%	6%	21%	10%	33%	30%	20%
互联网/数字媒体	12%	20%	0%	14%	12%	6%	16%	5%
清洁技术	43%	0%	75%	0%	17%	0%	100%	0%
其它	0%	0%	50%	0%	0%	0%	50%	25%
所有行业总计	16%	22%	11%	17%	8%	11%	22%	8%

按行业划分的 **BAROMETER** 指数——从下表可以看出按行业组划分的过去每两年的 Barometer 指数。

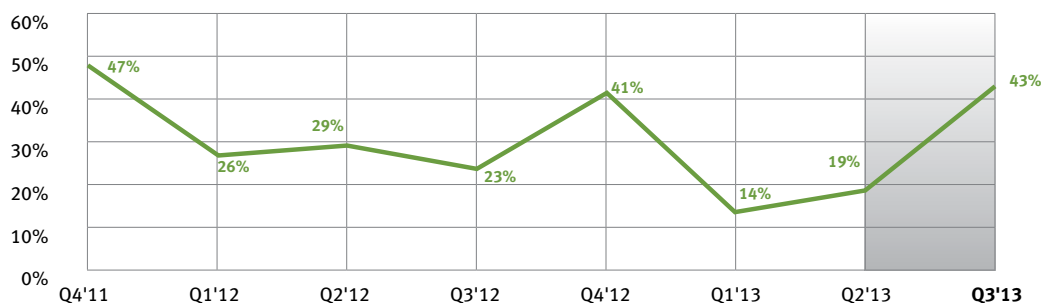
Barometer	Q4'11	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13	Q3'13
软件	105%	85%	123%*	87%	128%	67%	95%	71%
硬件	58%	5%	46%	55%	64%	38%	62%	30%
生命科学	36%	26%	11%	-2%	30%	6%	20%	34%
互联网/数字媒体	122%	72%	248%*	153%	85%	103%	56%	91%
清洁技术	-3%	61%	-33%	158%	-2%	51%	-46%	15%
所有行业总计	85%	52%	99%	78%	85%	57%	62%	65%

下图是用图形对上表结果进行展示。



* 这些数据包括之前提到的 2012 年第二季度溢价融资超过 10 倍的两家公司。如果不包括这两家公司，软件行业的 Barometer 指数将为 86%，互联网/数字媒体行业则为 176%。

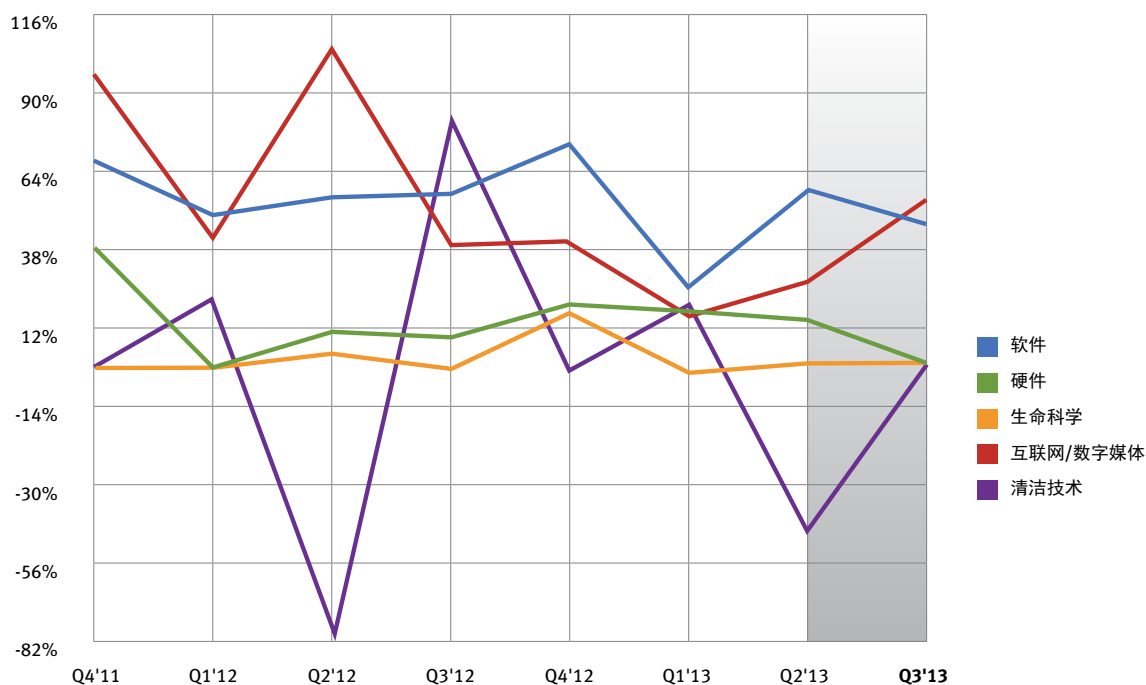
价格变化中位百分比——下图是公司在某个季度融资的每股价格，与该公司在其前一轮融资中的每股价格相比，价格变化的中位百分比。在计算中位数时，各轮融资（溢价、折价和持平）都包括在内，且没有针对融资金额对结果进行加权计算。请注意，这与 **Barometer** 不同，**Barometer** 是基于价格变化的平均百分比。



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	Q4'11	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13	Q3'13
软件	67%	50%	56%	57%	74%	25%	58%	46%
硬件	38%	0%	11%	10%	20%	17%	15%	0%
生命科学	0%	0%	5%	0%	17%	0%	0%	0%
互联网/数字媒体	96%	41%	105%	39%	41%	16%	28%	54%
清洁技术	0%	21%	-82%	79%	0%	18%	-46%	0%
所有行业总计	47%	26%	29%	23%	41%	14%	19%	43%

下图是用图形对上表结果进行展示。

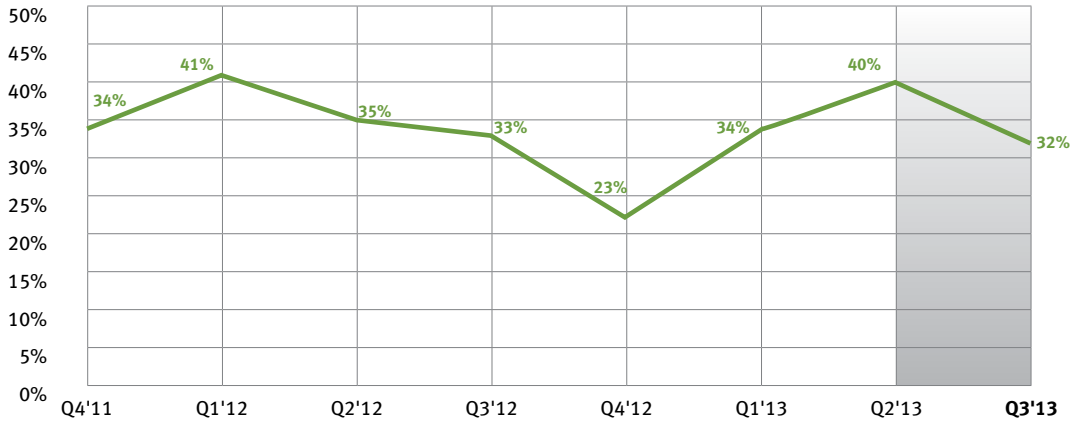


融资轮次——按系列划分，本季度的融资轮次如下表所示。

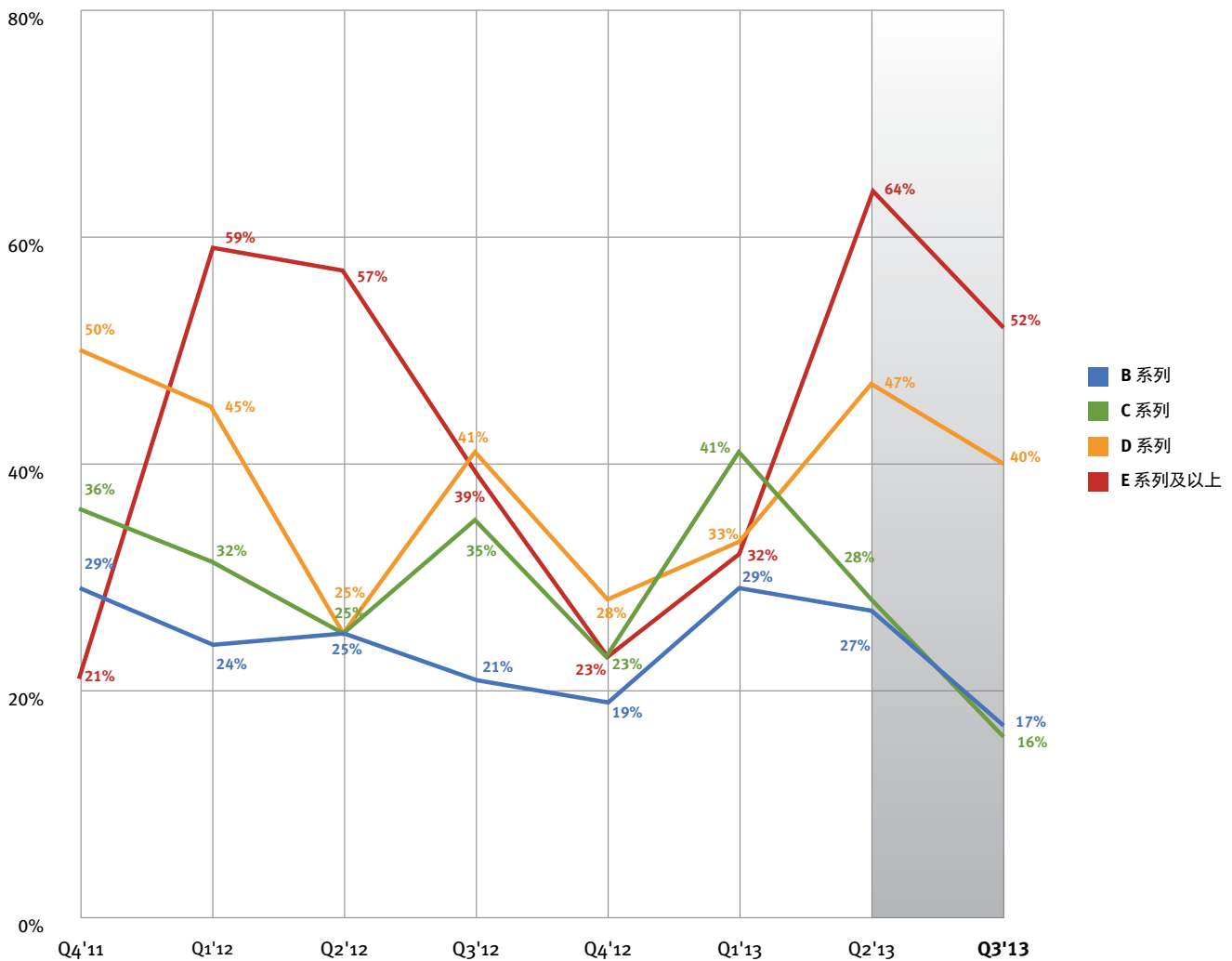
系列	Q4'11	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13	Q3'13
A 系列	24%	24%	24%	24%	12%	25%	24%	24%
B 系列	24%	18%	17%	24%	31%	20%	24%	23%
C 系列	19%	17%	21%	22%	22%	19%	20%	15%
D 系列	17%	17%	14%	15%	16%	18%	14%	15%
E 系列及以上	16%	24%	24%	15%	19%	18%	18%	23%

泛伟律师事务所的法律条款数据

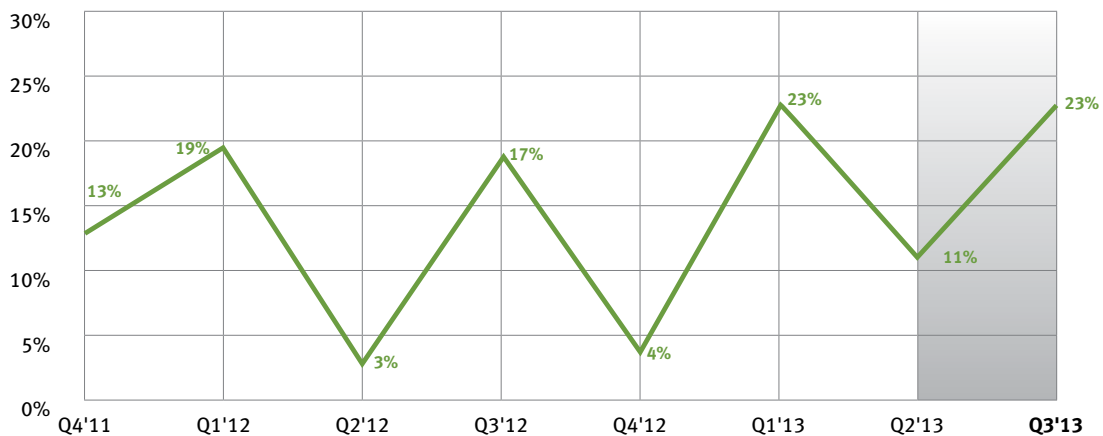
清算优先权——高级清算优先权在以下比例的融资中使用。



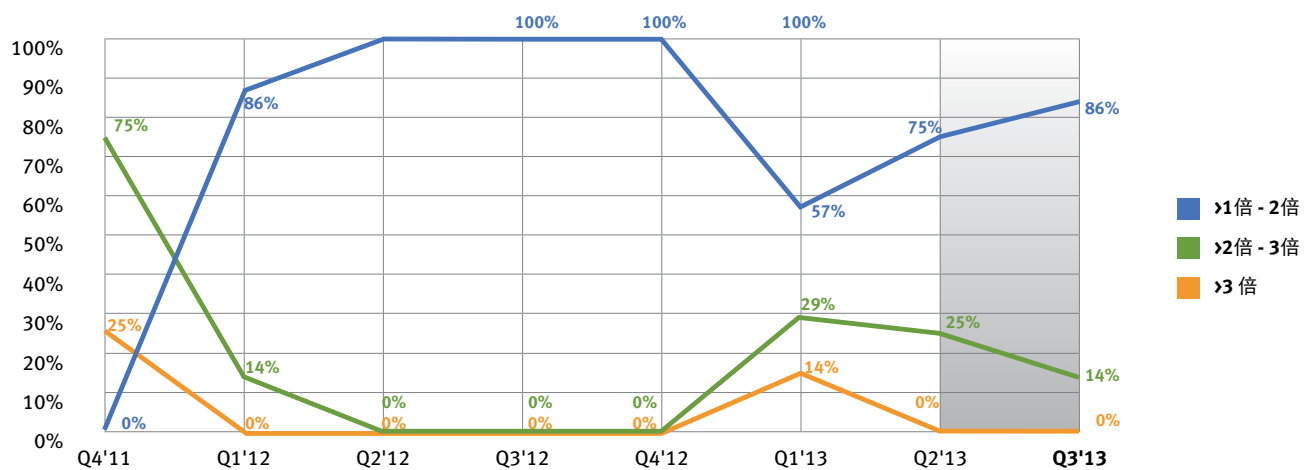
按系列划分，高级清算优先权的百分比如下：



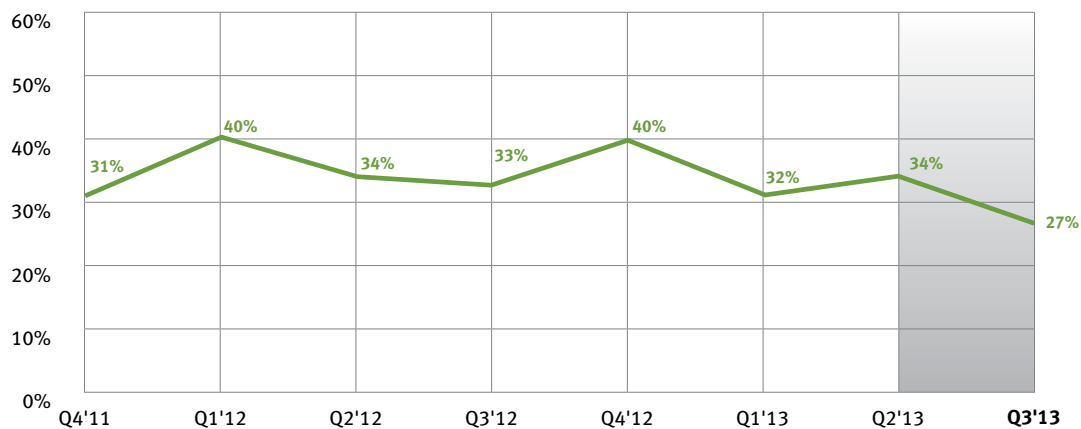
倍数清算优先权——高级清算优先权为倍数清算优先权的比例如下：



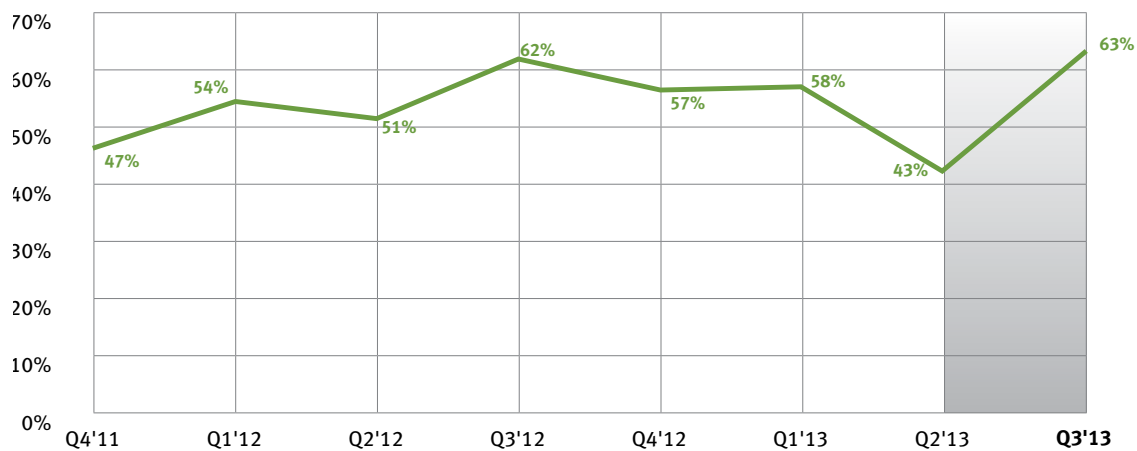
在高级清算优先权为倍数清算优先权的情况下，倍数的范围细分如下：



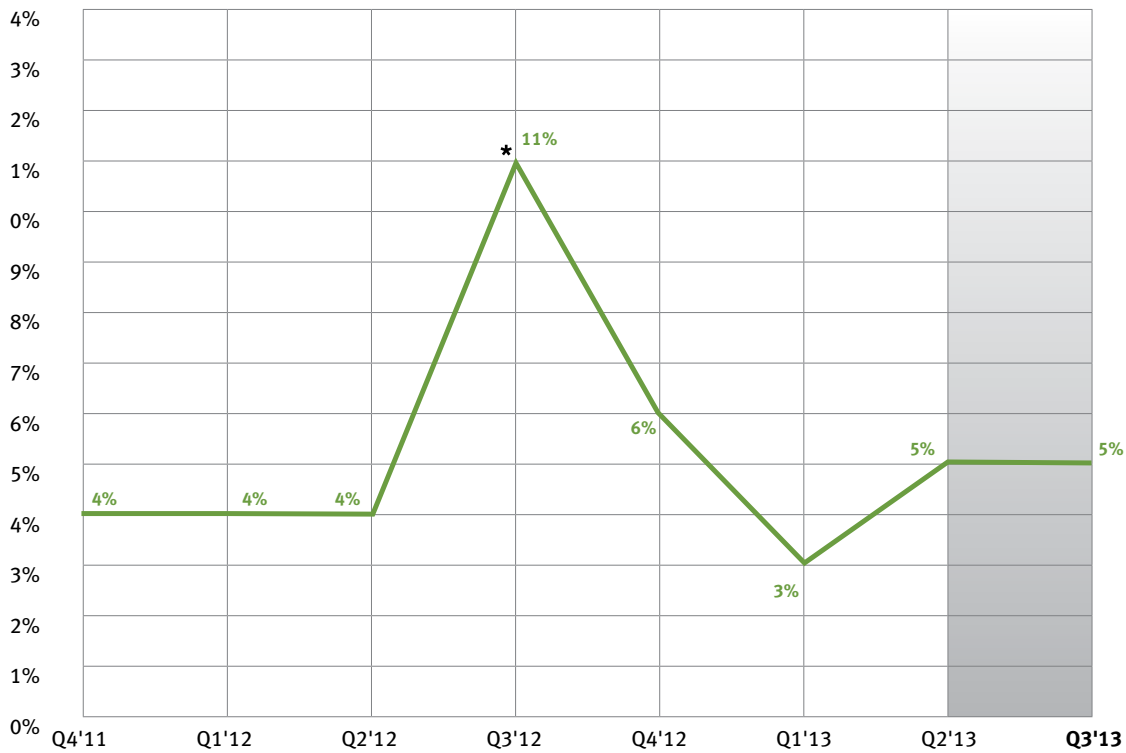
参与分配清算优先权——规定参与分配清算优先权的融资比例如下：



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：

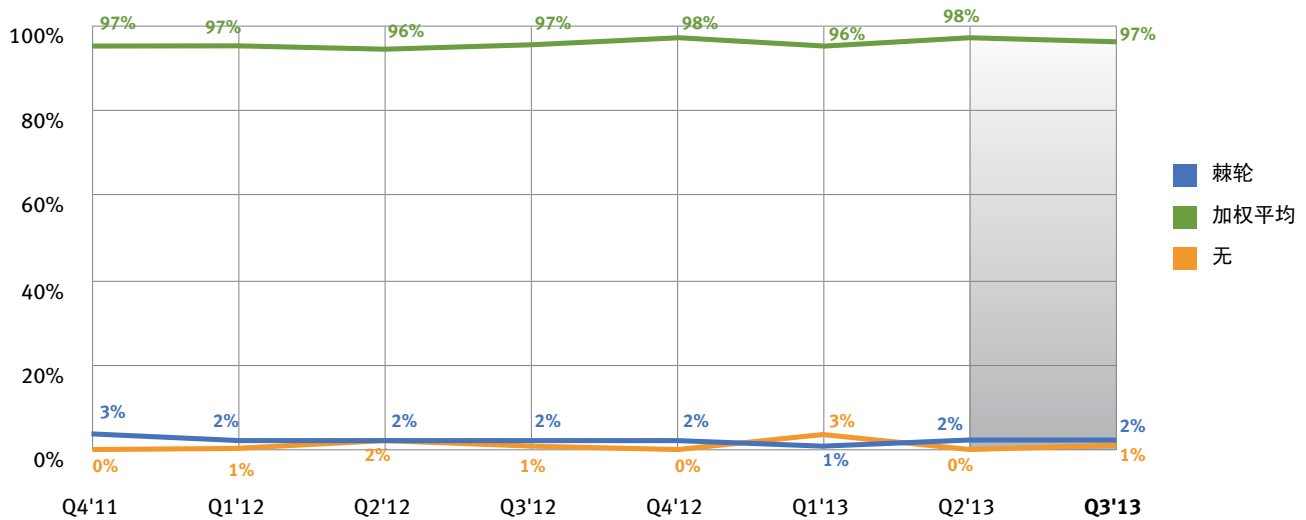


累积股息——规定了累积股息的融资比例如下：

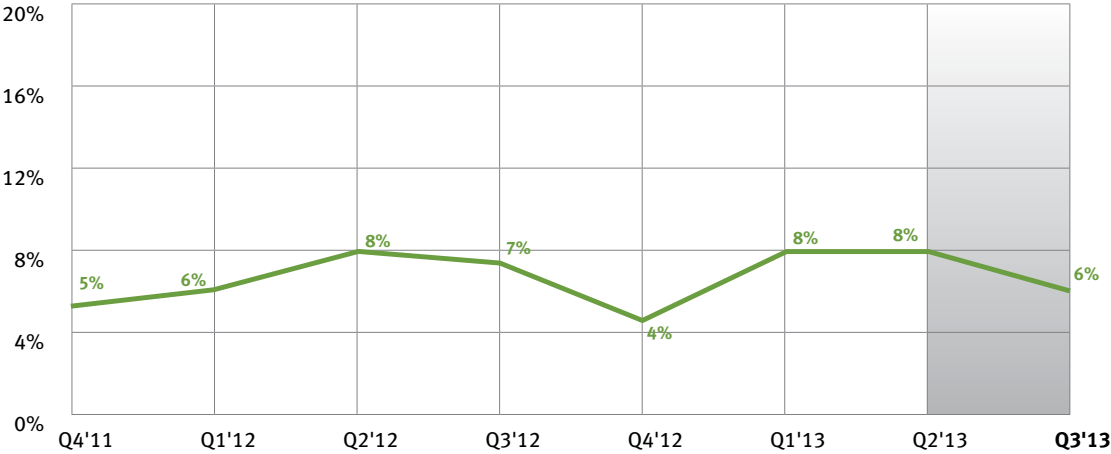


* 请注意，在2012年第3季度累积股息的使用明显增加。我们注意到，46%使用累积股息的融资是在生命科学行业，38%使用累积股息的融资（生命科学融资的33%）没有规定参与清算优先权，这意味着在这些融资中，累积股息被用作参与清算优先权的替代。

反稀释条款——使用反稀释条款的融资比例如下：

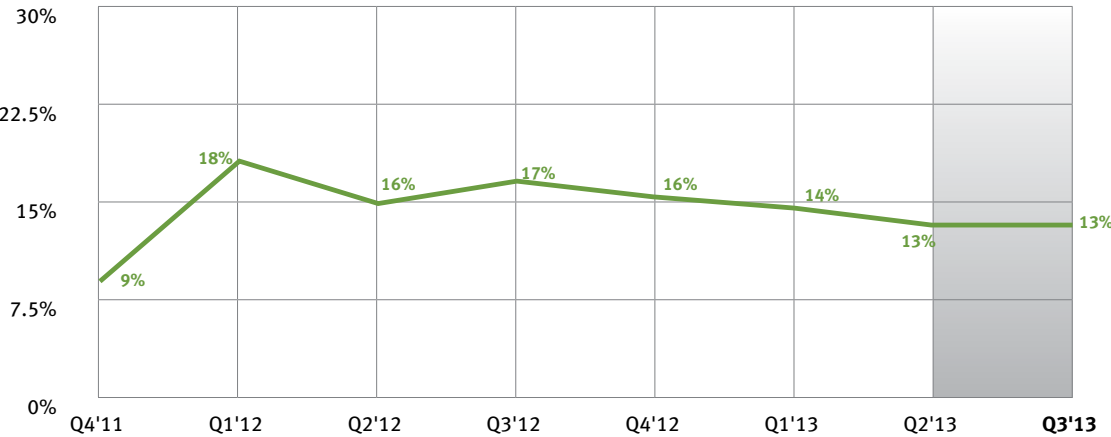


继续参与条款——订有继续参与条款的融资比例如下：

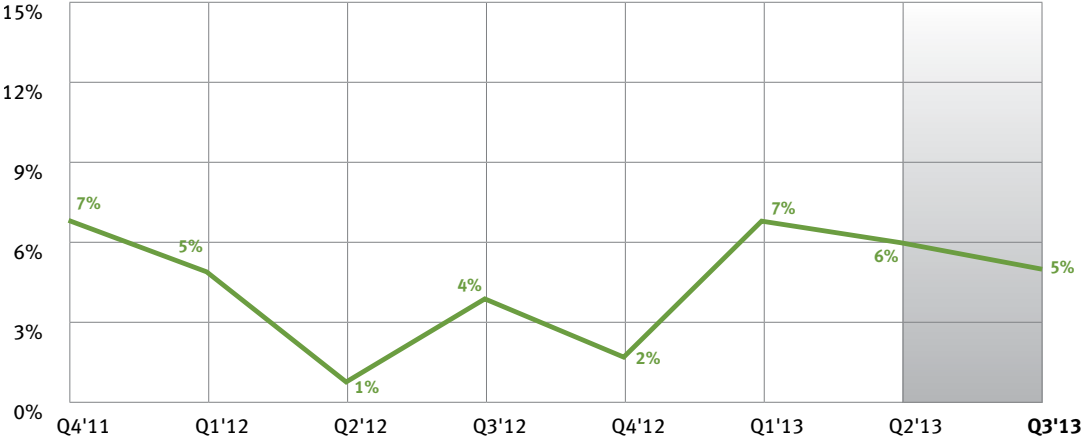


请注意，有轶事证据表明，公司越来越多地使用“拉升”（Pull Up）合同条款替代依据章程制定的继续参与条款。这两种条款的经济效应相似，但执行方式不同。上述信息包括部分（但可能不是全部）拉升（pull up）条款，因此可能对这些条款的使用情况介绍得不充分。

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：



■ 脚注

- 1 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。

■ 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，在某个季度融资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将未能筹得新一轮融资的公司（这很可能意味着投资人在这些公司的投资已经亏损）考虑在内，**Barometer** 在 40% 范围内的增幅应视为正常。

■ 免责声明

在编制本文时，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、工作人员或代理均不对本报告中的信息（包括任何数据错误及缺失）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。

■ 联系/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 泛伟律师事务所（**Fenwick & West LLP**）版权所有

Fenwick
FENWICK & WEST LLP