



硅谷风险资本调查
2012 年第一季度

背景

我们对 114 家总部设在硅谷的公司进行了风险融资方面的分析，这些公司在 2012 年第一季度均报告进行过融资。

泛伟律师事务所结果概况

- “ 2012 年第 1 季度，溢价 (Up round) 为 65%，折价 (down round) 为 22%，溢价超过折价，13% 的融资持平。这表明风险投资环境的估值企稳，不过较 2011 年第 3 季度和 2011 年第 4 季度略有下降，当时在所有轮的估值中，70% 为溢价。这是连续第十一个季度溢价超过折价。”
- “ 泛伟律师事务所的 Venture Capital Barometer™ 显示，2012 年第 1 季度平均价格上涨 52%，低于 2011 年第 4 季度报告的 85%，但仍保持强劲。”
- “ 我们发现后期融资 (E 系列及以上) 估值存在一些缺点，因为 37% 的融资都出现折价，且 Barometer 报告仅增加 12%。B 系列融资也不如此前存在大量泡沫，Barometer 数据为 58%，是自 2009 年第 4 季度以来的最低值，但仍非常强劲。”
- “ 按行业分类的结果载列如下。一般而言，软件和数字媒体/互联网公司的估值增长继续保持最强，硬件和生命科学垫底。”

其他行业数据概况

- “ 风险估值稳健，但投资下降。”
- “ 并购估值上升，但交易数量减少。”
- “ 风险融资喜忧参半，但企业风险投资增加。”
- “ IPO 增加，而且《JOBS 法案》的通过进一步提振公开市场，但全球金融市场持续动荡，尤其是欧洲的严峻形势，令人担忧。”

所以这说明什么？风险融资仍然问题多多，且可能导致过去两个季度的风险投资下降。然而，随着 IPO 情况改善，加上利率依然极低，有理由相信，如果全球经济环境不进一步提高风险规避，风险融资将得到改善。2012 年第 1 季度并购市场有所放缓，参与者有可能借此机会评估 IPO 的改善情况及其可能对估值产生的影响，但美国公司手中有足够的资金，这点从他们参与风险投资的力度不断加大便可见一斑。创业焦点和创新领域很广泛，移动、云计算、安全、大数据，当然还有社交媒体都吸引了高度关注。

风险资本投资

- “ 美国的风险资本投资连续第二个季度下滑，大多数的重要行业分部都未能幸免，包括互联网/数字媒体。”
- “ 《道琼斯风险资源》(Dow Jones VentureSource，简称“《风险资源》”) 报告，2012 年第 1 季度风险投资的交易额高达 62 亿美元，涉及 717 宗交易，按交易额计算，比 2011 年第 4 季度对 803 宗交易投资的 74 亿美元下降 16% (2012 年 1 月报告)。”

- “ 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,2012 年第 1 季度风险投资的交易额达 58 亿美元,涉及 758 宗交易,比 2011 年第 4 季度的对 844 宗交易投资 66 亿美元减少 12%(2012 年 1 月报告)。

并购活动

- “ 2012 年第 1 季度,有风险资本支持的公司的并购活动表现不一,交易量连续第二个季度下降,跌至 2009 年以来的最低季度值,但道琼斯报告交易的资金大幅增加。
- “ 道琼斯 (Dow Jones) 报告,2012 年第 1 季度有风险资本支持的公司完成 94 宗收购交易,涉及资金 181 亿美元,与 2011 年第 4 季度的 107 宗交易、94 亿美元交易额相比,交易量减少 12%,但交易额增加 93%(2012 年 1 月报告)。
- “ 汤森路透 (Thomson Reuters) 和全国风险资本协会 (“汤森/NVCA”) 报告 2012 年第 1 季度完成 86 宗交易,比 2011 年第 4 季度报告的 92 宗交易减少 7%(2012 年 1 月报告)。在这 86 宗交易中,六十八宗来自 IT 行业。
- “ Dealogic 报告谷歌 (Google)、脸书 (Facebook)、Groupon 和 Zynga 在 2012 年第 1 季度总共收购 34 家公司 (并非全部都有风险资本支持)。

IPO 活动

- “ 2012 年第 1 季度,有风险资本支持的公司的 IPO 活动再次改善,IPO 数量达到 2007 年第 4 季度以来的最高值。
- “ 风险资源报告,在 2012 年第 1 季度,共有 20 个有风险资本支持的 IPO 交易,筹集资金 14 亿美元,对比 2011 年第 4 季度有 10 个 IPO 交易,筹集资金 24 亿美元 (2012 年 1 月报告)。截至该季度末,有 50 家公司登记备案。
- “ 我们发现,允许秘密提交 IPO 申请的新法律可能导致今后已登记备案公司的数量信息延迟发布,因为很多公司似乎正采用秘密方式申请。
- “ 汤森/NVCA 报告 2012 年第 1 季度 IPO 交易数量为 19 个,融资 15 亿美元,对比 2011 年第 4 季度为 12 个 IPO 交易,融资 26 亿美元。
- “ 其中十一个 IPO 交易来自 IT 行业,五个来自保健行业,95% 是位于美国的公司。

风险资本融资

- “ 行业内部消息称,2012 年第 1 季度的融资数据不一致,道琼斯报告融资额增加,而汤森/NVCA 报告下降。取两者的平均值,本季度的风险资本融资和风险资本投资基本相等,但筹集资金的基金数量继续走低。
- “ 道琼斯 (Dow Jones) 报告,47 家美国风险基金在 2012 年第 1 季度融资 70 亿美元,按融资额计算,较 2011 年第 4 季度筹集的 52 亿美元增加 35%(2012 年 1 月报告)。
- “ 汤森/NVCA 报告,42 家美国风险资本基金在 2012 年第 1 季度融资 49 亿美元,按融资额计算,较 2012 年第 4 季度 38 家美国基金筹集的 56 亿美元减少 13%(2012 年 1 月报告)。前 5 大融资机构占总融资额的 75%,其中 Andreessen Horowitz 募集资金 15 亿美元,高居榜首。

二级市场

- “ 有风险资本支持公司的股票的二级市场仍是未知数。
- “ 最近通过的《JOBS 法案》使申请 IPO 对公司更具吸引力，这可能减少后期私人公司（late stage private companies）的数量，这些公司的股票将进入二级市场交易。但是，该法案还提高了私人公司在证券交易委员会（SEC）登记之前，拥有股东人数的上限，这将延长私人公司保持私营身份的期限，从而增加股票将在二级市场交易的后期私人公司的数量。
- “ 此外，刚刚上市的脸书（Facebook），其股票于 2012 年 3 月底停止在二级市场交易。该公司曾在二级交易所交易中占有较大比例，其股票也被二级基金购买。
- “ 而且，有风险资本支持的 IPO 市场似乎出现总体改善，为后期私人公司上市提供更多机会。
- “ Second Market 报告，在 54% 的二级市场交易中，发行人又是买方，但购买所用资金只占交易所得款项的 1.7%，表明发行人正利用 Second Market 从大量卖方手中购买少量股票，这可能限制其股东数量。

企业风险资本

- “ 鉴于风险融资环境充满挑战，我们认为提供一些企业风险资本（corporate venture capital，简称“CVC”）方面的信息将很有用处。
- “ 总体而言，受 2008 年股市暴跌和全球金融危机的影响，CVC 在 2009 年大幅下滑。自此以后，随着企业风险投资从 2009 年的 14 亿美元逐渐增加至 2010 年的 20 亿美元和 2011 年的 23 亿美元，CVC 显著反弹。与此类似，CVC 在 2009 年参与了 12.7% 的风险投资交易，2010 年为 13.6%，2011 年为 14.9%。由此看出，这些数据远低于 2007 年，那年是过去十年 CVC 的最好年份，当时 CVC 投资 26 亿美元，参与了 19% 的交易（数据来自《MoneyTree 报告》）。
- “ 虽然英特尔（Intel）和思科（Cisco）之类的公司长期广泛参与 CVC 投资，但关注大型硅谷公司目前如何蜂拥而入参与 CVC，也很有意思。迹象之一是谷歌（Google）在两年前成立了谷歌风投（Google Ventures），目标是一年投资 1 亿美元，截至 2012 年 3 月已投资 20 家创业公司。（数据来自《圣何塞水星报》（San Jose Mercury））
- “ CVC 活动的另一个迹象是，去年 NVCA 成员中 CVC 的数量从 50 家增加到 62 家，目前占成员总数的 7%。（数据来自《道琼斯 VentureWire》）
- “ 相比独立的风险资本家，CVC 投资似乎更集中于清洁技术和生物技术等需要大量资本的行业，这两个行业在 2010/2011 年分别占 CVC 投资的 23% 和 16%。（数据来自《MoneyTree 报告》）

风险资本情绪

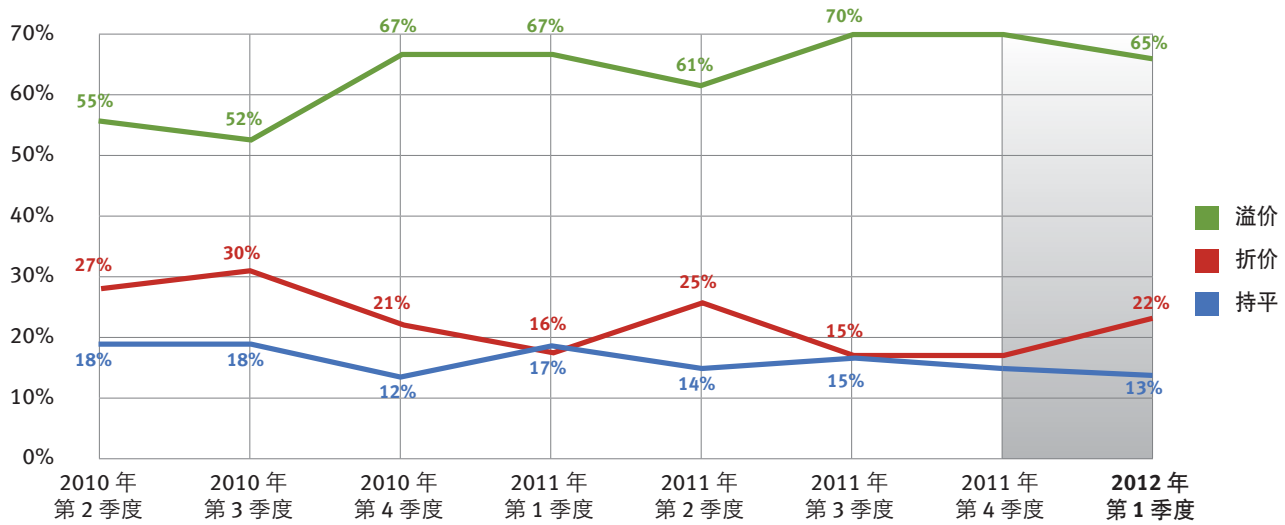
- “ 旧金山大学（University of San Francisco）的马克·坎尼斯（Mark Cannice）教授编制的《硅谷风险资本家信心指数》（Silicon Valley Venture Capitalist Confidence Index®）报告，2012 年第 1 季度，硅谷风险资本家的信心指数为 3.79（最高为 5），较 2011 年第 4 季度报告的 3.27 显著提高，是四个季度以来首次增加。

纳斯达克（Nasdaq）

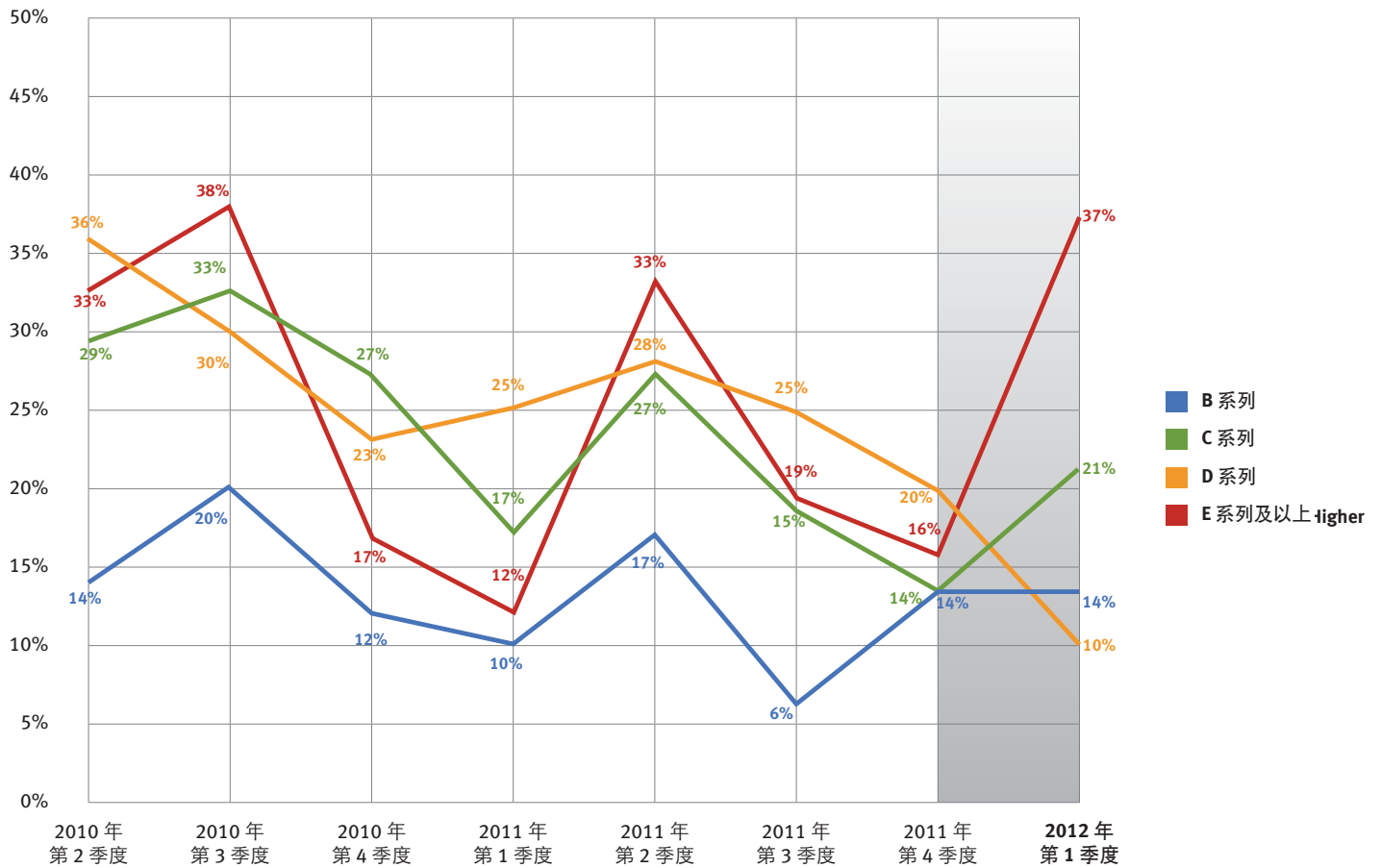
- “ 纳斯达克（Nasdaq）在 2012 年第 1 季度上涨 16%，但在 5 月 21 日之前的 2012 年第 2 季度下跌 10%。

泛伟律师事务所的估值数据

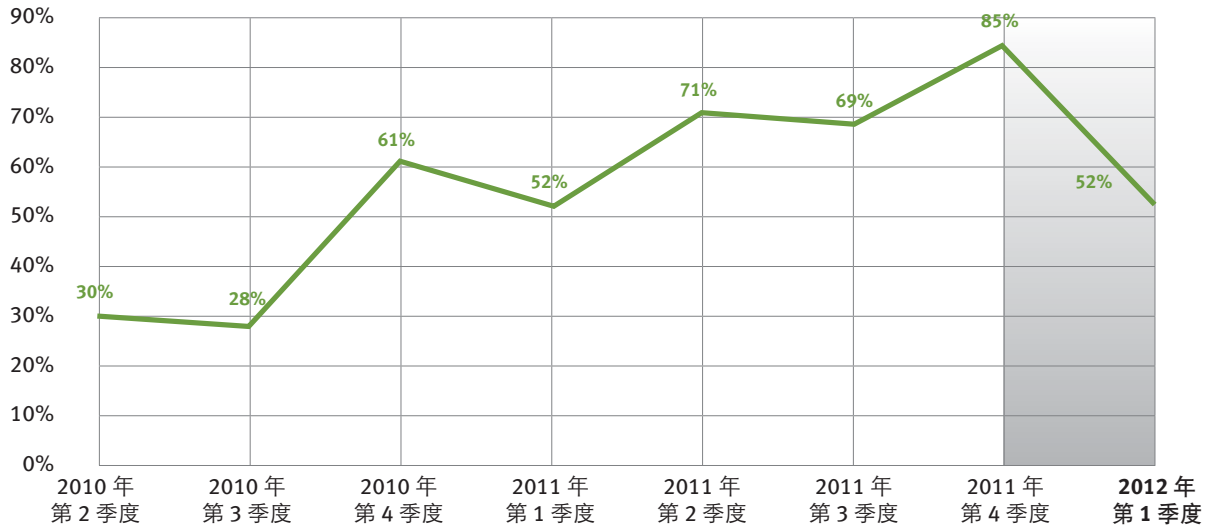
价格变化 — 与前一轮融资相比，某个季度获得融资公司的价格变化走势。



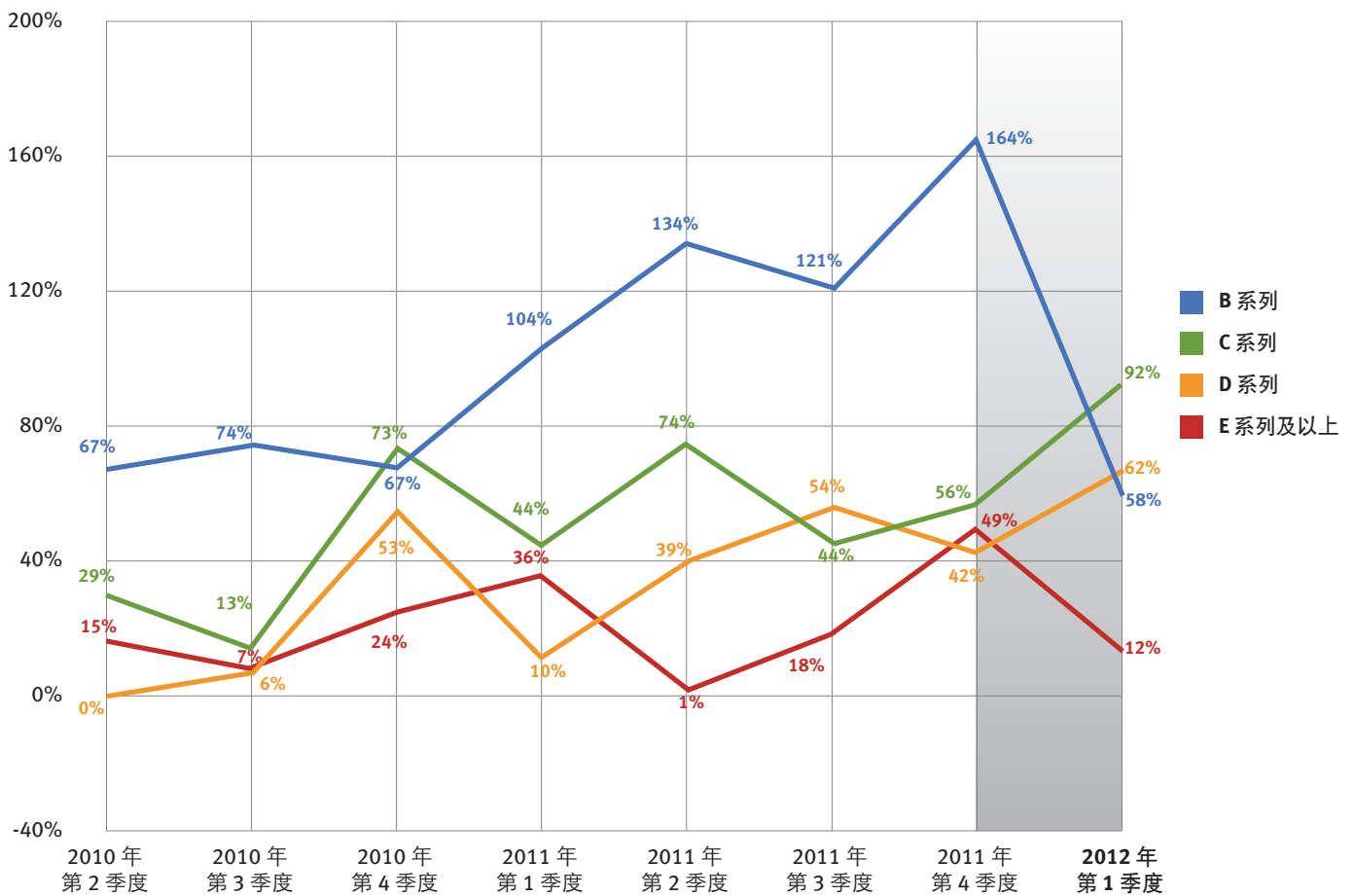
按系列划分，折价的比例如下：



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, 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资金对结果进行加权计算。



按系列划分, Barometer 的结果如下:



当前季度按行业划分的结果 — 下表载列了在 2012 年第 1 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	82%	14%	4%	+85%	28
硬件	42%	42%	16%	+5%	19
生命科学	53%	24%	23%	+26%	17
互联网 / 数字媒体	73%	20%	7%	+72%	15
清洁技术	67%	0%	33%	+61%	6
其他	100%	0%	0%	+67%	2
所有行业总计	65%	22%	13%	+52%	87

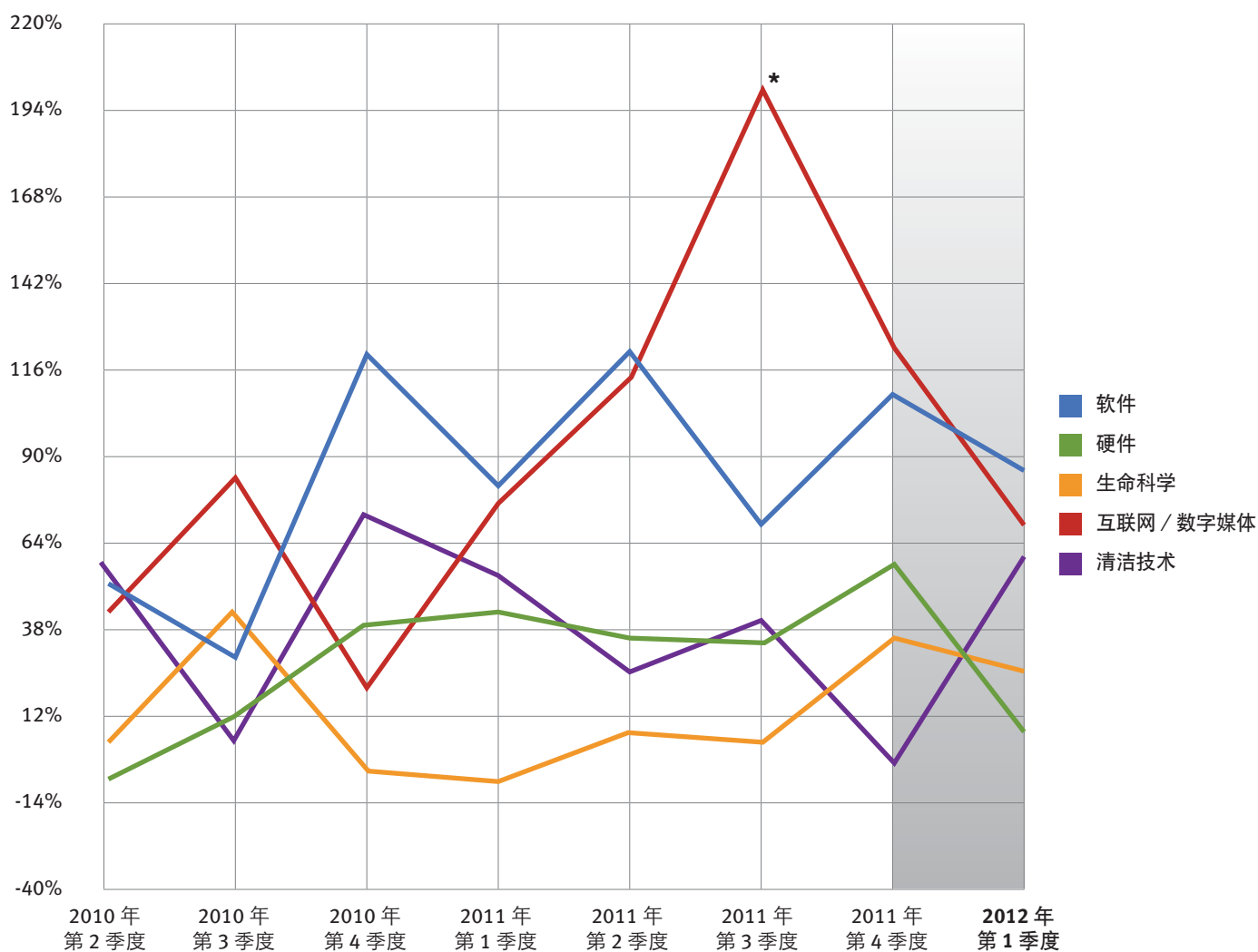
按行业划分的折价结果 — 下表载列按行业组划分，在过去八个季度每个季度的“折价”百分比。

折价	2010 年第 2 季度	2010 年第 3 季度	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
软件	21%	32%	7%	14%	14%	14%	11%	14%
硬件	36%	35%	36%	15%	15%	12%	0%	42%
生命科学	22%	27%	36%	31%	31%	22%	33%	24%
互联网 / 数字媒体	35%	0%	25%	11%	11%	18%	12%	20%
清洁技术	29%	60%	14%	0%	0%	11%	43%	0%
其他	50%	33%	0%	25%	25%	0%	0%	0%
所有行业总计	27%	30%	21%	16%	16%	15%	16%	22%

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2季度	2010年 第3季度	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
软件	51%	23%	121%	75%	121%	71%	105%	85%
硬件	-7%	10%	38%	43%	35%	34%	58%	5%
生命科学	4%	44%	-5%	-8%	6%	4%	36%	26%
互联网 / 数字媒体	43%	82%	20%	77%	115%	201%*	122%	72%
清洁技术	59%	5%	73%	54%	24%	41%	-3%	61%
所有行业总计	30%	28%	61%	52%	71%	69%	85%	52%

下图是用图形对上表结果进行展示。



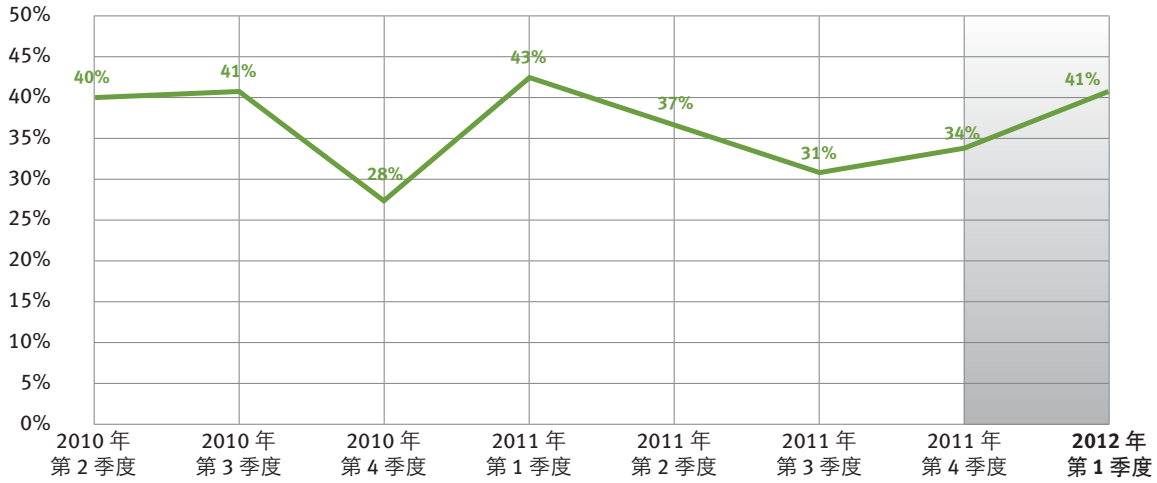
*请注意，一家互联网 / 数字媒体公司的溢价高达 1,500%。如果将该数据排除在外，互联网 / 数字媒体行业的 Barometer 结果为 73%。

融资轮次 — 按系列划分，本季度的融资轮次如下表所示。

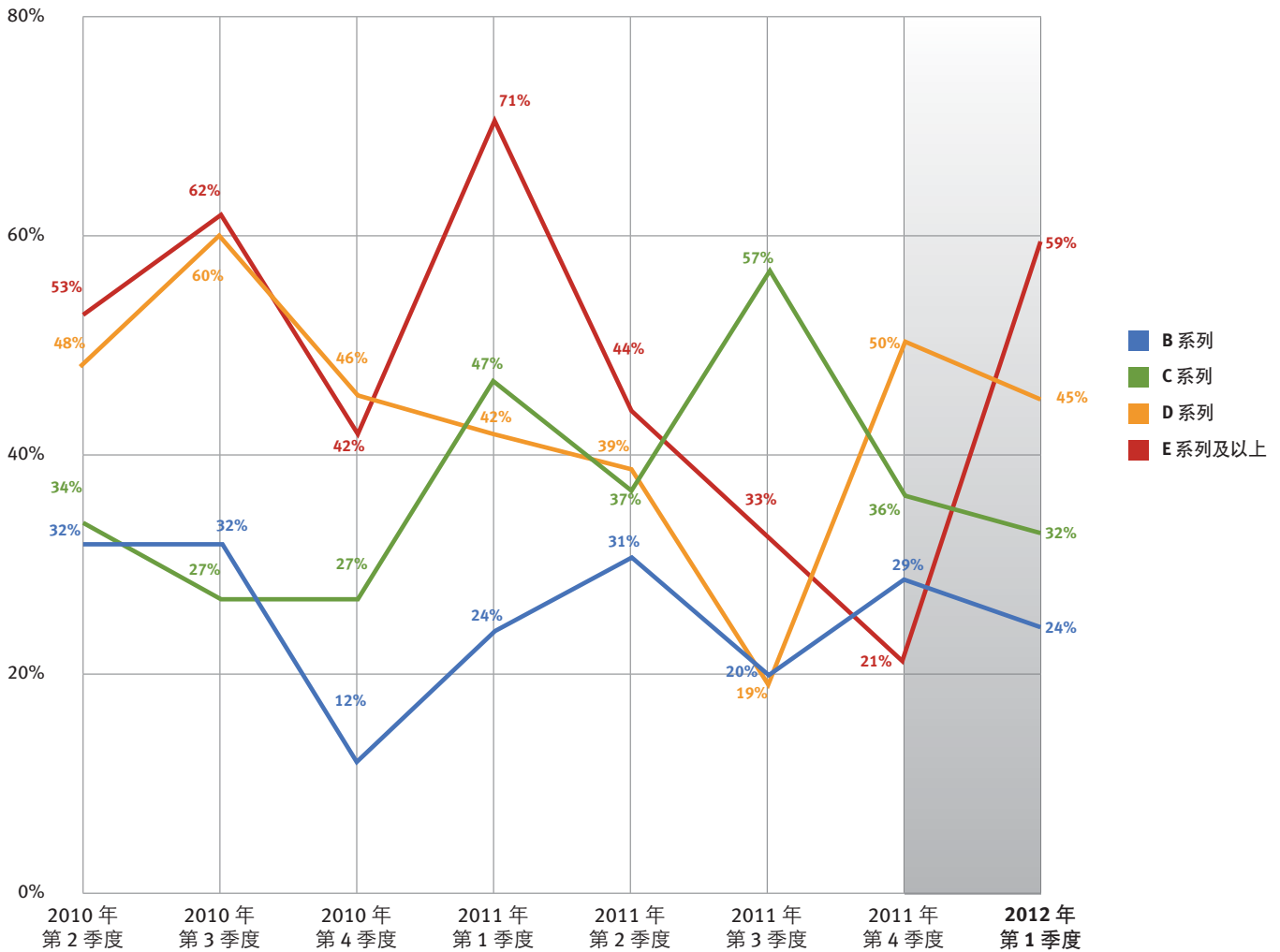
系列	2010年 第2季度	2010年 第3季度	2010年 第4季度	2011年 第1季度	2011年 第2季度	2011年 第3季度	2011年 第4季度	2012年 第1季度
A系列	18%	20%	13%	18%	19%	18%	24%	24%
B系列	22%	23%	26%	24%	25%	31%	24%	18%
C系列	28%	28%	35%	24%	26%	19%	19%	17%
D系列	20%	9%	14%	20%	15%	14%	17%	17%
E系列及以上	12%	20%	12%	14%	15%	18%	16%	24%

泛伟律师事务所的法律条款数据

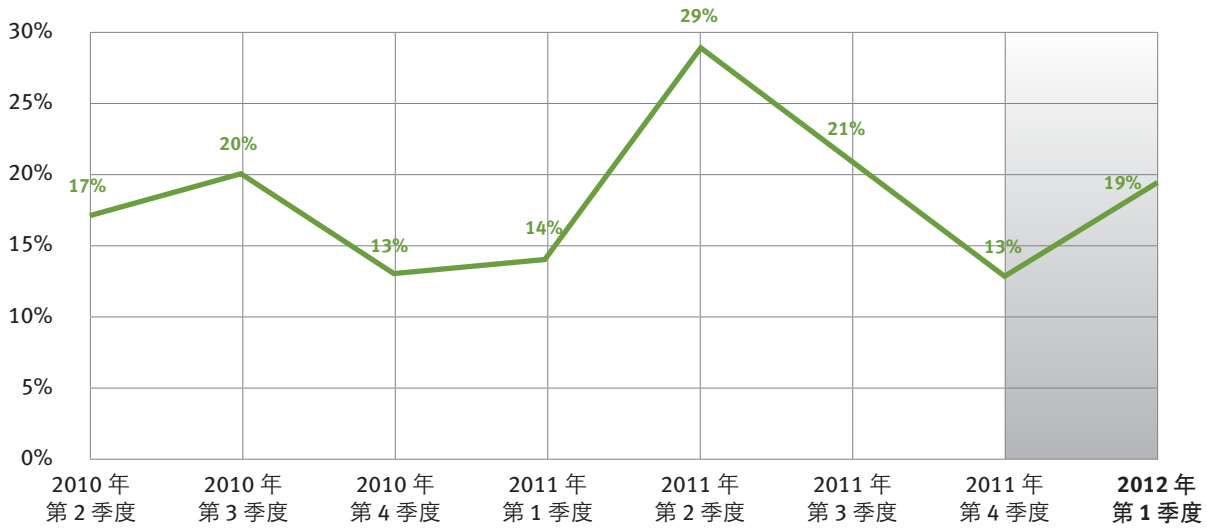
清算优先权 — 高级清算优先权在以下比例的融资中使用。



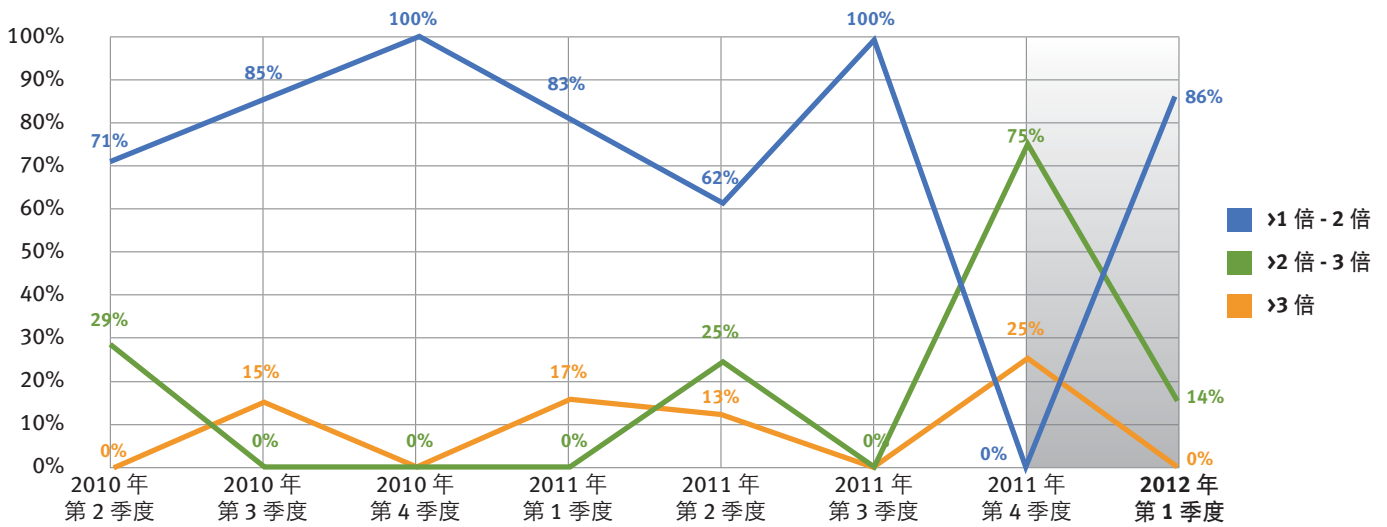
按系列划分，高级清算优先权的比例如下：



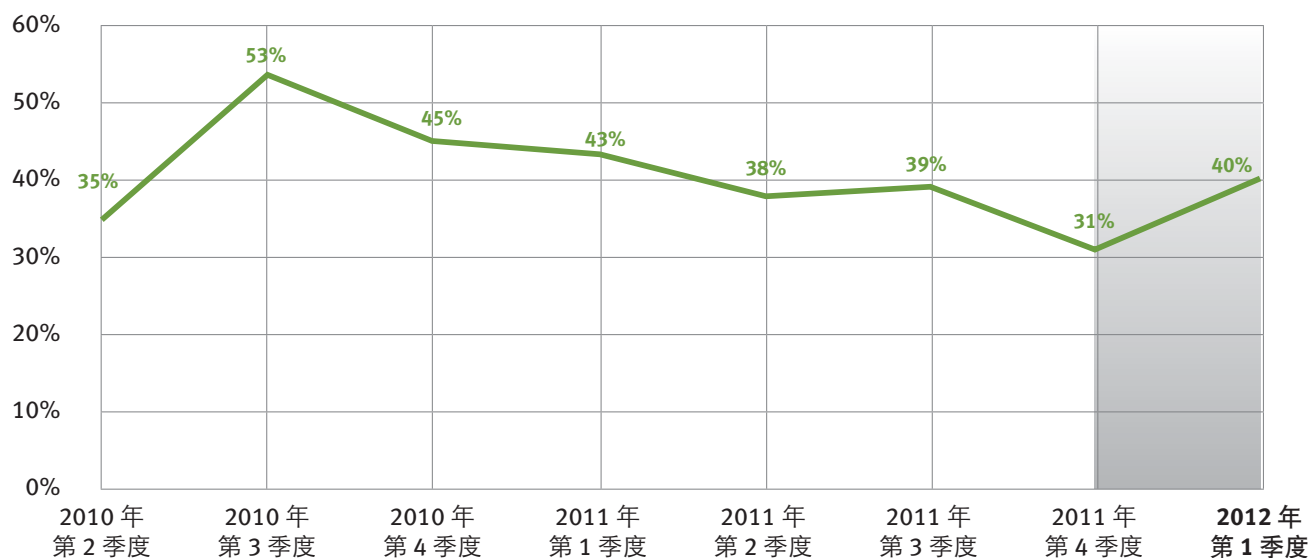
倍数清算优先权 — 高级清算优先权为倍数清算优先权的比例如下



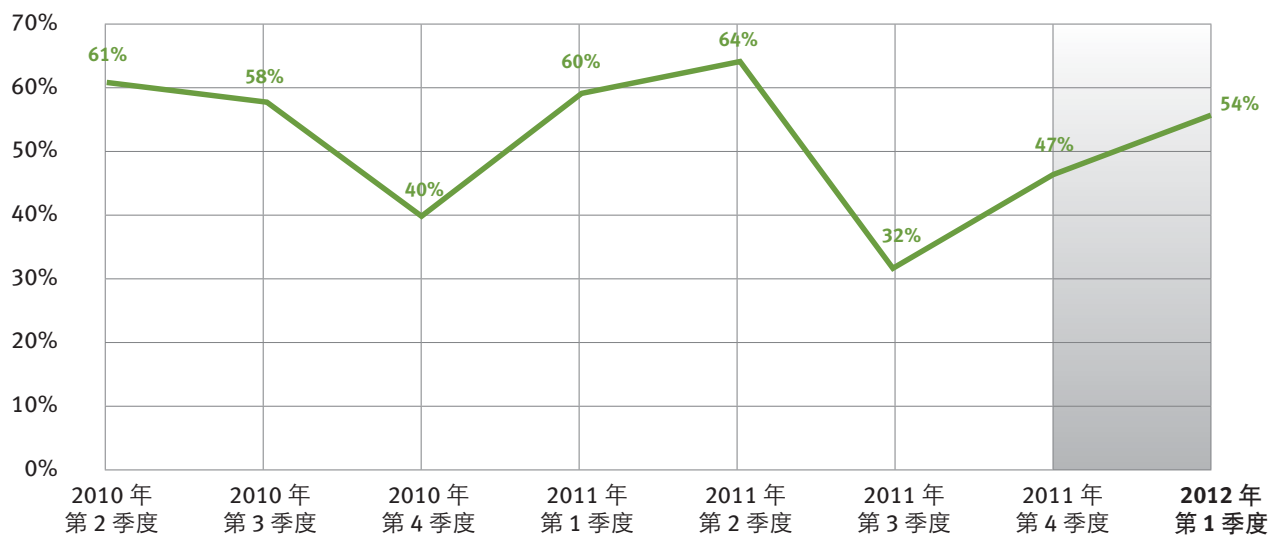
在高级清算优先权为倍数清算优先权的情况下，倍数的范围细分如下：



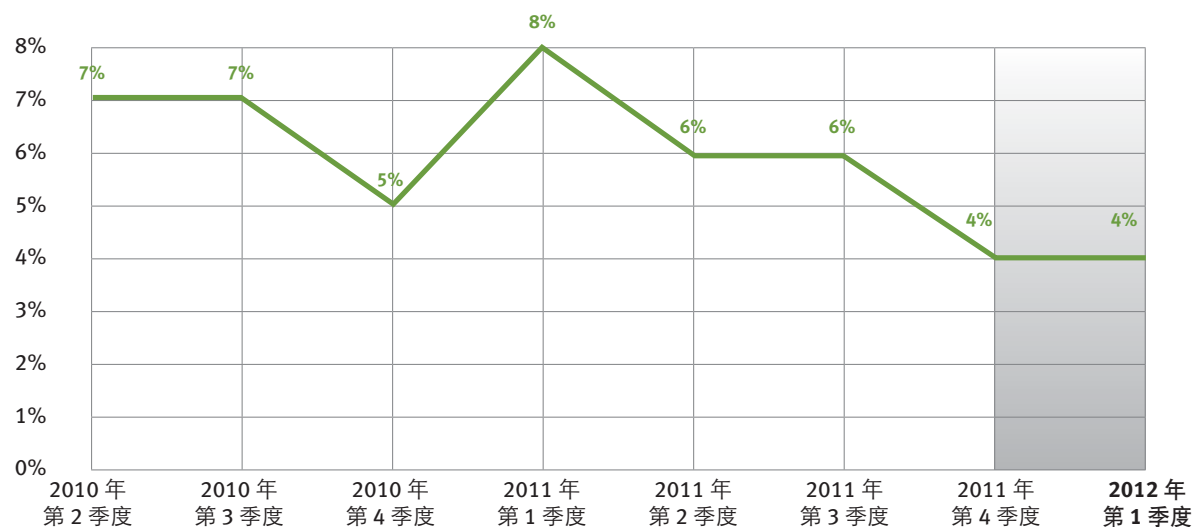
参与清算 — 规定参与清算的融资比例如下：



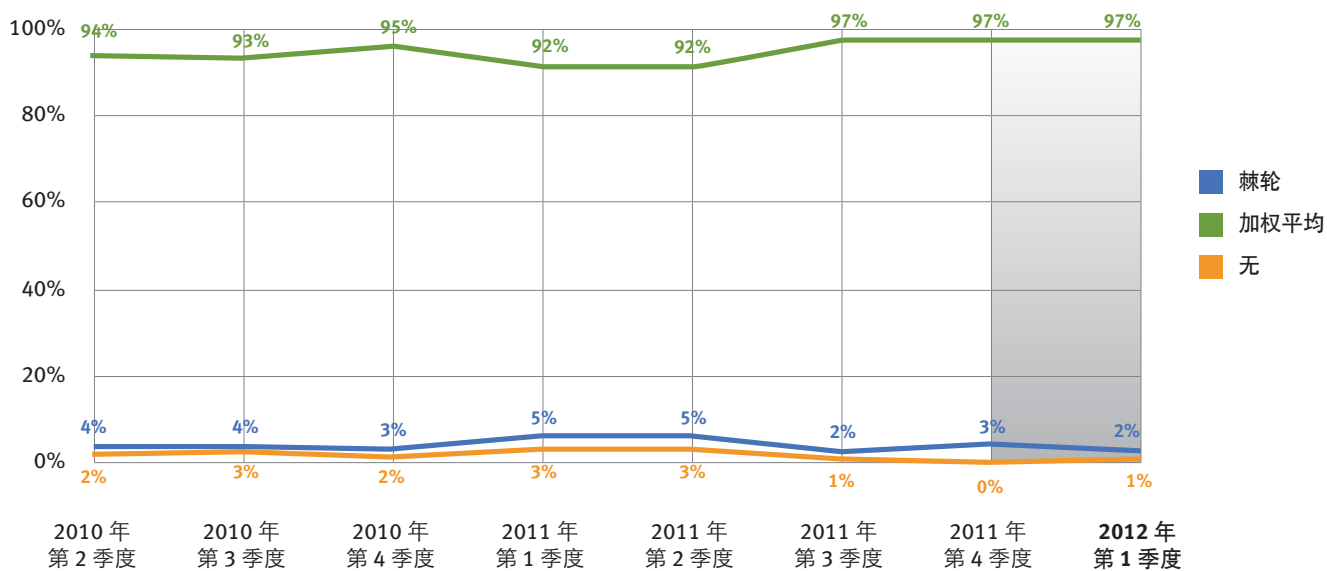
在参与清算的融资中，未设限制的融资比例如下：



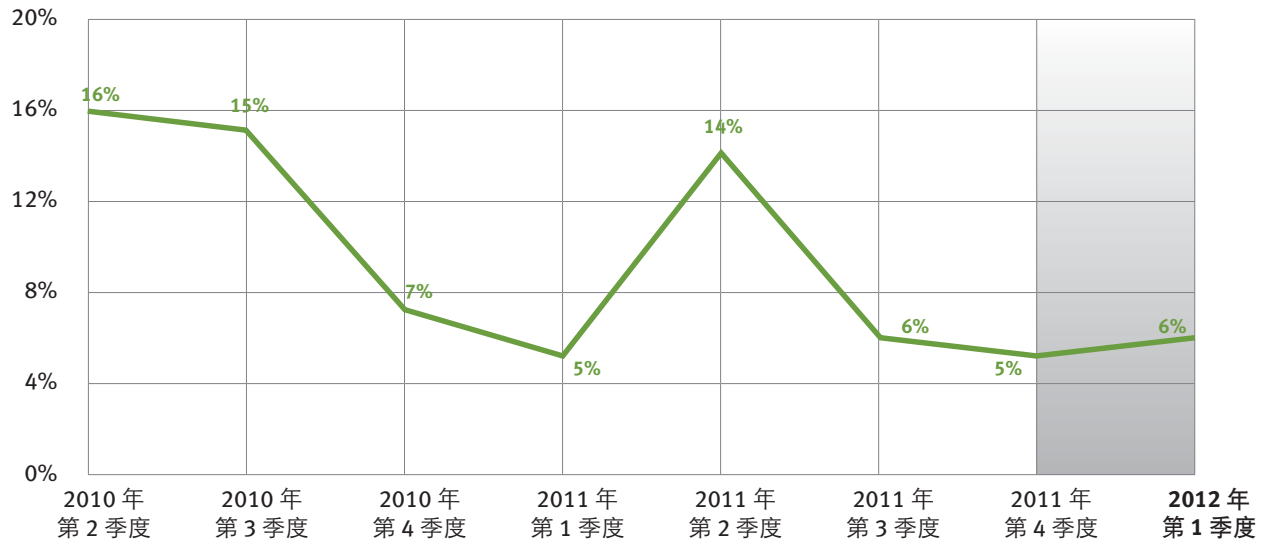
累积股息 - 规定了累积股息的融资比例如下：



反摊薄条文 - 使用反摊薄条文的融资比例如下：

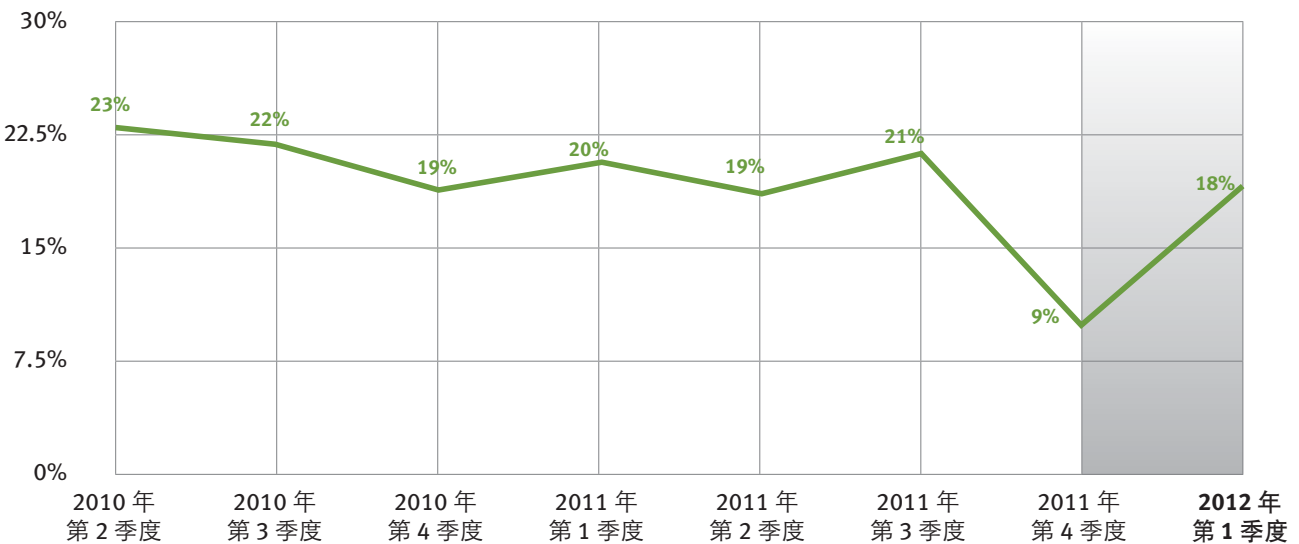


付费参与 (Pay-to-Play) 条文 - 订有付费参与条文的融资比例如下：

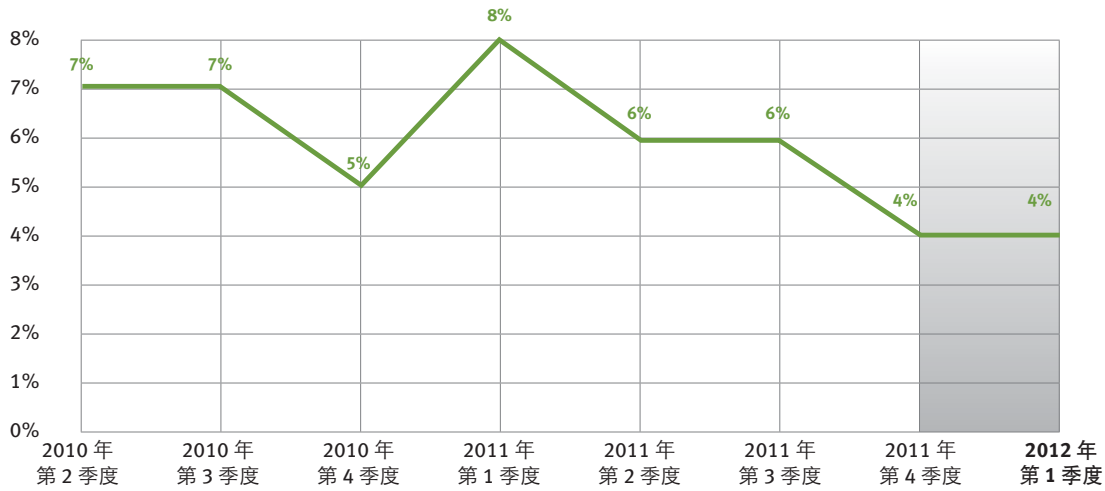


请注意，有轶事证据表明，公司越来越多地使用“拉升” (pullup) 合同条文替代依据宪章制定的“付费参与”条文。这两种条文的经济效应相似，但执行方式不同。上述信息包括部分（但可能不是全部）拉升条文，因此可能对这些条文的使用情况介绍得不充分。

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

在解释 Barometer 结果时请谨记，结果反映了与上一轮融资（一般为之前的 12 至 18 个月）相比，筹集资金的公司指定季度的平均价格增幅。由于风险资本家（及其投资者）面临着较大风险，他们一般追求至少 20% 的 IRR，而且按照定义，我们没有纳入不能进行新一轮融资的公司（这可能导致投资者亏损），Barometer 在 30-40% 之间的增幅应视为正常值。

在根据第三方数据将当期结果与前期结果比较时（例如风险资本家投资的金额、并购所得款项的金额等），我们使用第三方最初就前期公布的结果，而非此后根据其他信息更新的结果，这样可以使已公布的当期结果更具可比性。例如，在比较第四季度结果和第三季度结果时，我们使用最初公布的第三季度结果，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、编辑和分析，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、关连人士、员工或代理对本文所载的任何信息不承担任何责任，包括任何错误或不完整之处。本报告的内容不能用作且不应视为法律建议或意见。

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。

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

