

2Q13

硅谷风险融资的走势

2013 年第二季度

背景

我们对总部设在硅谷的 124 家公司进行了风险融资方面的分析，这些公司在 2013 年第 2 季度均报告进行过融资。

泛伟律师事务所调查结果概况

虽然 2013 年第 2 季度与估值相关的结果总体健康，但有一些趋势值得关注。具体来说，虽然溢价融资的比例只轻微下跌到 64%，但是折价融资的数量翻了一番，上升到 22%。除此以外，虽然跟 2013 年第 1 季度相比，平均股价上涨幅度有一定改善（从 57% 到 62%），但是股价中位数水平相对较低，仅有 19%，且连续第二季度显著低于 2012 年的平均上涨中位数 (30%)。

以下为具体的报告结果。

- 2013 年第 2 季度，溢价 (Up Round) 融资占 64%，折价 (Down Round) 融资占 22%，溢价超过折价，14% 的融资持平。这与 2013 年第 1 季度相比有所下降，2013 年第 1 季度溢价融资占 68%，折价融资占 11%，21% 的融资持平。
- 泛伟律师事务所的 Venture Capital Barometer™ 显示，2013 年第 2 季度平均价格上涨 62%，略高于 2013 年第 1 季度的 57%。
- 2013 年第 2 季度，融资中位价格上涨了 19%，涨幅相比第 1 季度的 14% 有所上升，但仍显著低于前几个季度的水平。
- 按行业分类的结果载列如下。总体来说，软件行业的表现最好，其次是互联网/数字媒体和硬件，生命科学排名最后。价格上升百分比最高的三笔融资均出现在软件行业。

其他行业数据概况

关于 2013 年第 2 季度风险资本环境的第三方报告显示：

- 与 2013 年第 1 季度相比，2013 年第 2 季度风险投资有一定上升，且该季度随着时间推移投资持续上升。但 2013 年上半年表现不如 2012 年上半年。
- 得益于自 2000 年第 3 季度以来数量最多的生物科技行业 IPO，2013 年第 2 季度 IPO 有显著增加，但本季度 IT 行业 IPO 持平。
- 对风险资本支持的美国企业的收购数量达到 2009 年第 3 季度以来的最低水平。收购的总金额相比 2013 年第 1 季度有所上升，但仍处在较低水平。
- 风险资本募集资金活动依然较弱，与 2013 年第 1 季度和 2012 年上半年相比均有下降，而且持续低于风险投资人投资于企业的金额。
- 企业风险投资（按其在总投资额中所占的百分比）达到了自 2001 年以来的最高水平。
- 风险投资人信心连续第四个季度上升，这是因为风险投资人注意到各种趋势很可能在未来三到五年内提高风险资本的投资回报。

更多详细的报告结果见下：

▪ 风险资本投资。

道琼斯 VentureSource ("VentureSource") 报告指出从 2013 年第 1 季度到 2013 年第 2 季度，风险投资总额上升 12%，风险融资数量上升 6.5%。具体来说，2013 年第 2 季度有 801 笔融资，总额为 72 亿美元，而 2013 年第 1 季度（根据 2013 年 4 月的报告）¹则有 752 笔融资，总额为 64 亿美元。

相似地，使用汤森路透公司数据的 PwC/NVCA MoneyTree™ 报告（“MoneyTree 报告”）指出从 2013 年第 1 季度到 2013 年第 2 季度，风险投资总额上升 13.5%，风险融资数量上升 6%。根据该报告，2013 年第 2 季度有 913 笔融资，总额为 67 亿美元，而 2013 年第 1 季度（根据 2013 年 4 月的报告）¹则有 863 笔融资，总额为 59 亿美元。MoneyTree 报告还指出，2013 年第 2 季度对生物科技行业的投资相比 2013 年第 1 季度上涨了 41%。

两家机构均在报告中指出 2013 年上半年的风险投资较 2012 年上半年有所下降。

CB Insights 和 TechCrunch 分别在报告中指出 2013 年第 2 季度随着时间推移，风险投资有显著上升趋势。

▪ IPO 活动

根据 VentureSource 报告，2013 年第 2 季度 IPO 交易数量有大幅度上升，2013 年第 2 季度 IPO 交易数量为 18 宗，融资 17 亿美元，相比之下 2013 年第 1 季度仅有 9 宗 IPO 交易，融资 6 亿美元。其中 10 宗 IPO 交易出现在医疗行业，IT 行业 IPO 与 2013 年第 1 季度持平。

汤森路透的报告显示了相似的结果，并提到生物科技行业 IPO 数量达到了自 2000 年第 3 季度以来的最高水平。

医疗行业 IPO 有所增加是因为越来越多的新药得到批准（美国食品药品监督管理局在 2012 年批准了 39 种新药，数量达到自 1997 年来最高），以及上市生物科技企业的业绩优秀。（VentureWire, Rockoff and Demos, 2013 年 7 月 1 日）。

▪ 兼并与收购活动

VentureSource 报告显示与 2013 年第 1 季度相比，2013 年第 2 季度被收购的风险资本支持的美国公司数量下降 11%，但收购涉及金额则上升 66%。（2013 年 4 月报告）¹具体来说，2013 年第 2 季度有 84 宗收购交易，总额为 80 亿美元，而 2013 年第 1 季度有 94 宗交易，总金额为 49 亿美元。这是 2009 年第 3 季度以来收购数目最少的一个季度。

相似地，汤森路透报告显示 2013 年第 2 季度有 84 宗收购交易，并指出总体来说 2013 年上半年的收购数量比 2012 年上半年要低得多。

▪ 风险资本融资

汤森路透报告显示与 2013 年第 1 季度相比，2013 年第 2 季度风险资本融资金额下降 29%，尽管融资的基金数量有所上升。具体来说，在 2013 年第 2 季度，44 家基金总共筹集了 29 亿美元，相比之下，在 2013 年第 1 季度，35 家基金总共筹集了 41 亿美元。融资的总额为 2011 年第 3 季度以来的最低水平。总融资额中前 5 大基金所占融资比例达 55%。

相似地，VentureSource 报告显示与 2012 年上半年相比，2013 年上半年募集资金总额下降 15%。

■ 风险投资公司趋势

近年来，随着微型风险投资公司、加速器、天使投资者、群众募资、投资者配对网站和二级交易所的兴起，风险投资公司经营的环境已经出现的重大的变化。除此以外，有限合伙人越来越多地对自己与普通合伙人的关系提出疑问，**Kauffman** 报告 提出，有限合伙人与普通合伙人的关系需要改变。

这些改变的背后，主要有如下推动力量：开创 IT 企业的资本需求有所减少，过去十年风险投资回报平平，法律环境出现变化，以及减少了流动性的出口，特别是 IPO 的外部经济活动。

一些风险投资人正在相应地对他们的运营模式作出改变。

- 由于许多新创公司需要较少的资金，初期投资竞争越来越大，许多风险投资公司现在都着重于将自身与竞争对手区分开来。

- **Venture Capital Journal** 报告指出，其中一个例子就是以 **Andreessen Horowitz** 为代表的“机构”模式。**Andreessen Horowitz** 拥有一支 50 人的团队，专门为他们投资的企业提供辅助服务，例如公共关系、招聘等等。

另一个例子是 **First Round Capital** 所代表的“社区”模式。**First Round Capital** 打造了一个网络平台，让其投资组合中的企业形成一个社区，让企业家互通信息、交换想法和分享最佳实践。

- **TechCrunch** 指出，风险投资人也正在利用科技在早期寻找趋势、企业和人才，他们利用像 **Crunchbase** 这样的数据库、像推特 (**Twitter**) 这样的社交网络、应用商店信息和专有数据来源来发掘信息。这些信息不仅可以用于寻找对风险投资公司有用的趋势和信息，也可以用于帮助他们投资组合中的企业。这方面的例子包括 **Sequoia** 的 **Grove** 和 **Kleiner Perkins** 的 **Dragnet**。（**VentureWire**, **Evelyn Rusli**, 2013 年 5 月 22 日）。

- 品牌营销也成为越来越多风险投资公司的重心，近期由 **DeSantis Breindel** 为 **NVCA** 所进行的 品牌营销调查证实了这一点。这个调查强调品牌营销的价值，但也重点考察风险投资公司的品牌营销方式和企业家重视的方面之间的差异。

例如，22% 的风险投资公司认为在品牌营销上，打造“身体力行”的形象是很重要的，但只有 1% 的企业家持相同看法。又例如，28% 的风险投资公司认为他们投资组合中企业的声誉是打造积极的品牌形象最重要的因素，但只有 5% 的企业家持相同看法。

■ 企业风险投资

MoneyTree 报告指出 2013 年第 2 季度所有风险投资交易金额的 13.5% 来自企业风险投资人 (CVC)。相比起之前 4 个季度的平均数 8.35%，增幅相当大。CVC 投资占如此高百分比的情况自 2001 年以来从未出现过。CVC 特别活跃于电信、网络、生物技术和清洁技术行业，在这些行业，CVC 占有所有风险投资交易的 17.5% 以上。

根据 **VentureSource** 的数据，**Google Ventures** 是 2013 年第 2 季度的第四大投资者（按交易数量计算）。

■ 天使投资与加速器

2013 年第 1 季度的 Halo 报告显示在只涉及天使投资的融资中，融资规模中位数是 68 万美元，达到了 5 个季度以来的最高水平，交易前估值中位数稳定在 250 万美元，67% 的资金投向了互联网、医疗和移动/电信企业。

根据 TechCrunch 报导，Angellist 公布了一项服务，让天使投资者互相组合交易，并让牵头的天使投资者从其他参与的天使投资者那里获得附带权益。

■ 风险资本回报

Cambridge Associates 报告，其风险资本指数价值在 2013 年第 1 季度（第 2 季度数据尚未公布）上涨了 2.5%，低于同期纳斯达克指数 8.2% 的上涨幅度。对于更长时间范围内的风险资本回报，3 年和 15 年期以及更长时间范围内的风险资本指数涨幅超过纳斯达克指数，但是 1 年期、5 年期和 10 年期的风险资本指数涨幅则要落后于纳斯达克指数。与标准普尔 500 指数相比，风险资本指数在所有低于 15 年的时间范围内涨幅都较低。

一篇即将在《Journal of Finance》发表的文章指出，尽管这些数据让人失望，但是不仅表现前 25% 的风险投资基金，就连表现前 50% 的风险投资基金从 2000 年以来的业绩表现都超过股票市场投资。

（VentureWire, John Shinal, 2013 年 6 月 14 日）。

■ 风险资本情绪

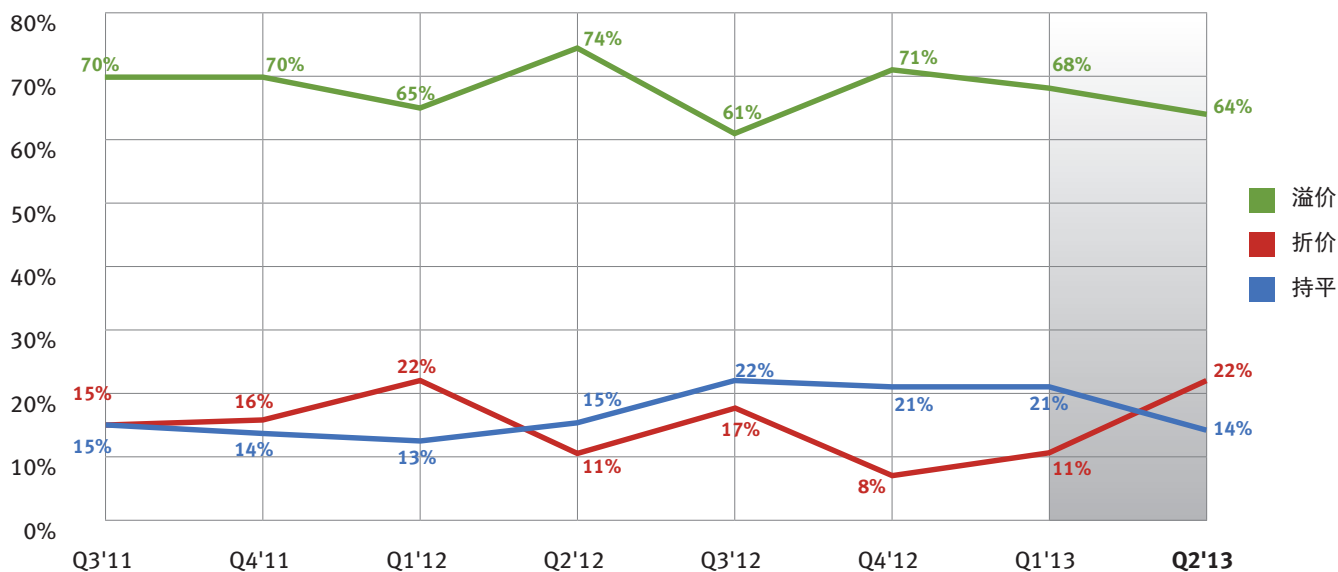
旧金山大学 (University of San Francisco) Mark Cannice 教授统计的硅谷风险投资家信心指数 (Silicon Valley Venture Capitalist Confidence Index®) 显示，2013 年第 2 季度中，硅谷风险投资人的信心指数为 3.78（最高为 5），相比 2013 年第 1 季度的 3.73 有小幅度增长，也是该指数连续第四个季度出现增长。指数上升的原因包括：投资者对诸如云计算、移动技术和社交网络等颠覆性的技术有很高期望，宏观经济环境不确定性减少，以及风险资本基金减少，可望提升风险资本回报。

■ 纳斯达克指数

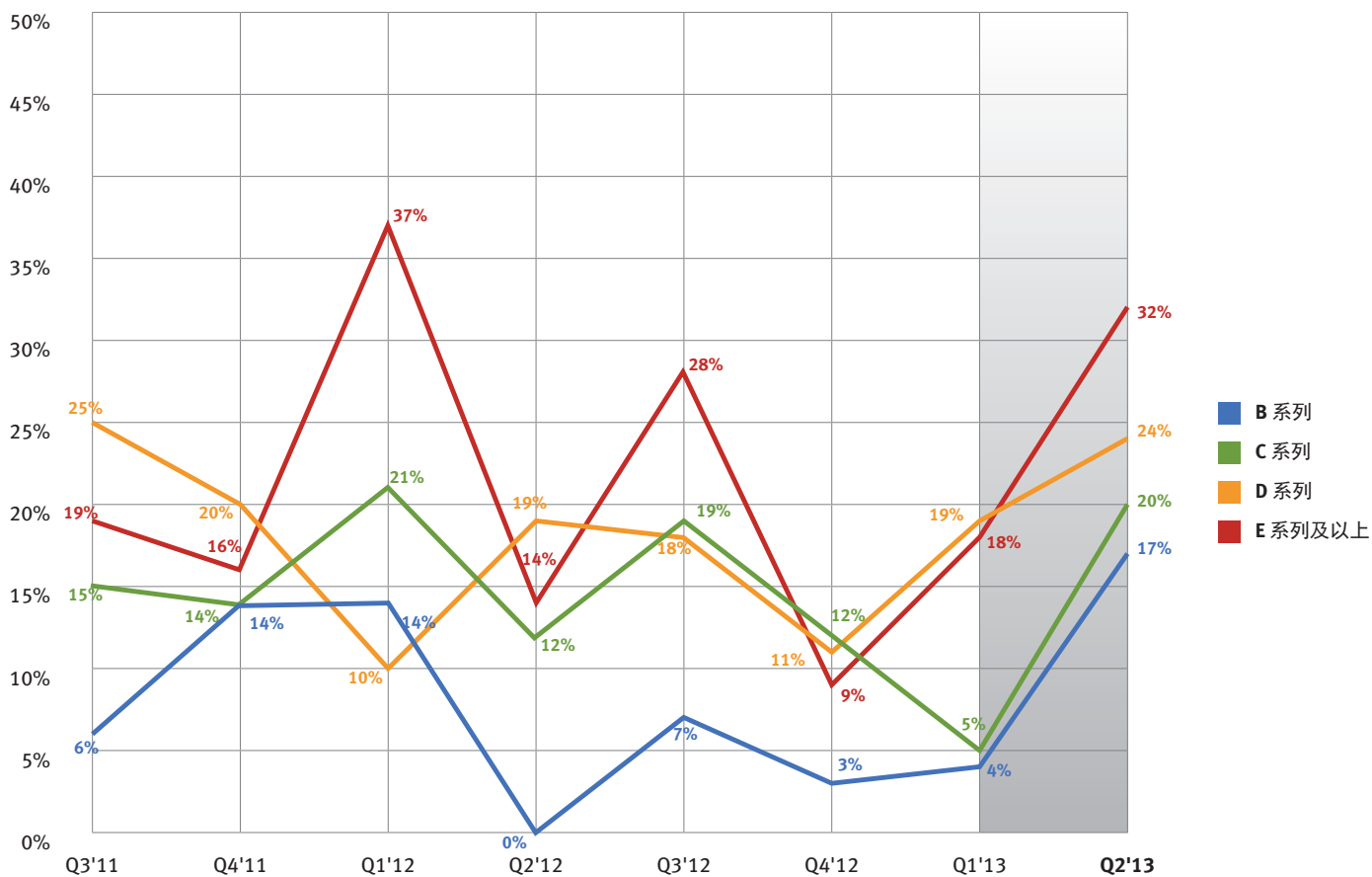
纳斯达克指数在 2013 年第 2 季度上升了 4.1%，在 2013 年第 3 季度，截至 2013 年 8 月 13 日止，又进一步上升了 7%。

泛伟律师事务所的估值数据

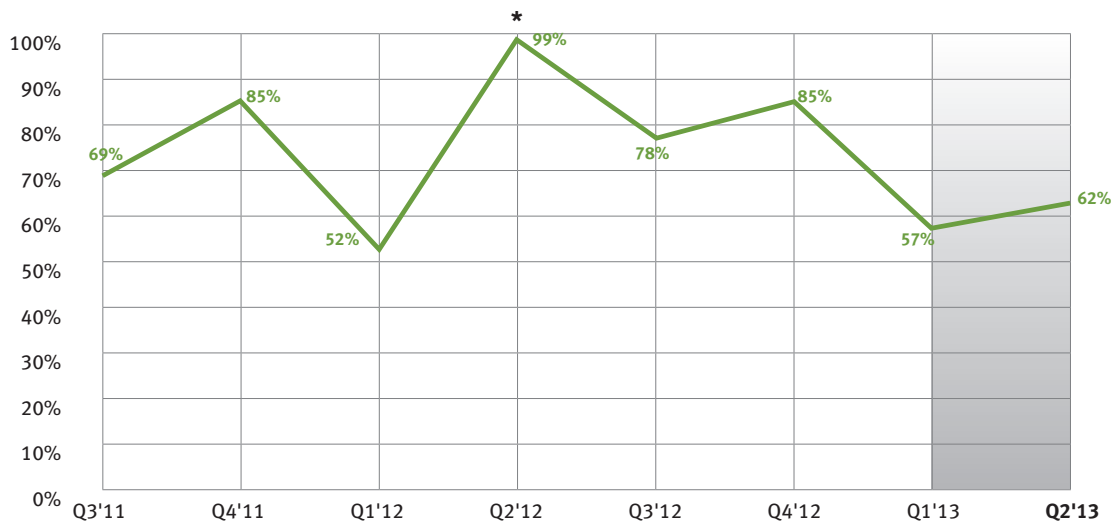
价格变化——与上一轮融资相比，某个季度获得融资的公司的价格变化走势。



按系列划分，折价的比例如下：

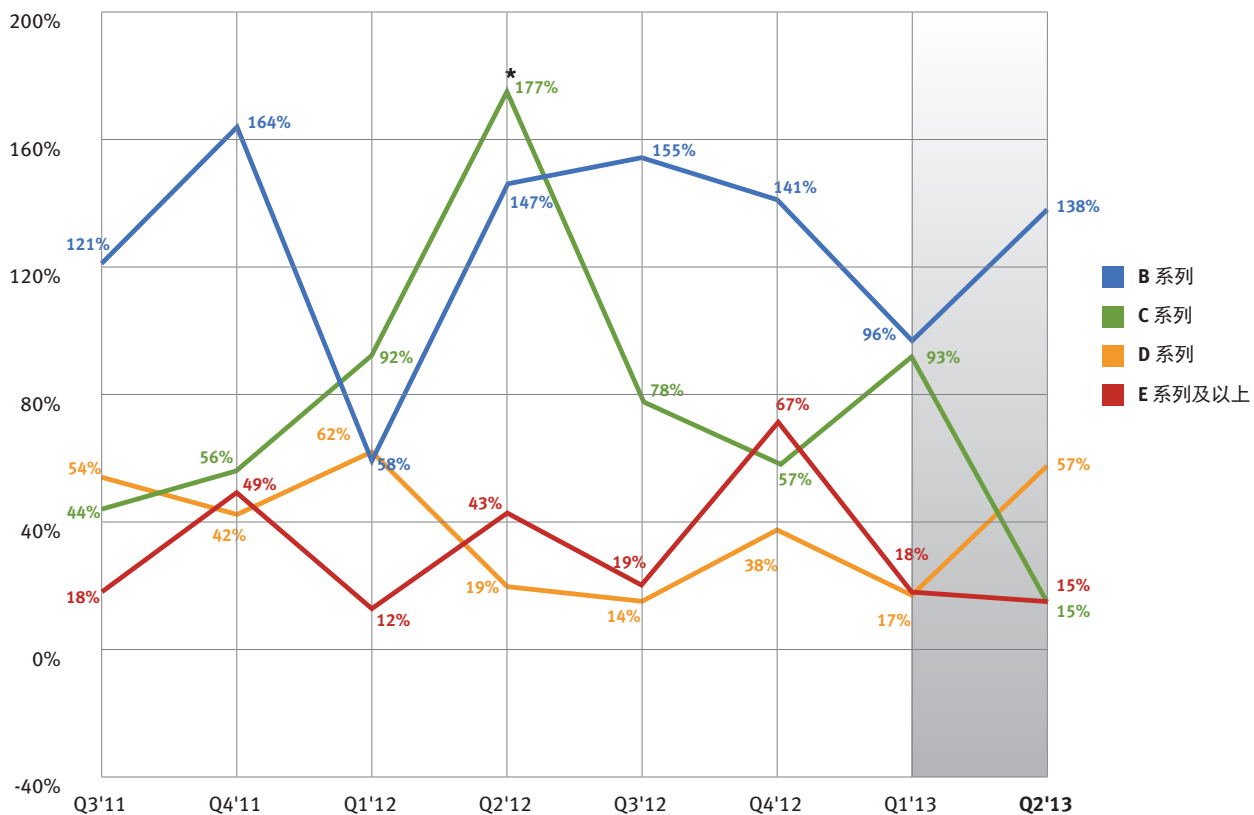


泛伟律师事务所 VENTURE CAPITAL BAROMETER™（价格变化的幅度）——下图是公司在某个季度筹集资金的每股价格，与该公司在其前一轮融资中筹集资金的每股价格相比，价格变化的平均百分比。在计算平均值时，各轮融资（溢价、折价和持平）都包括在内，且没有针对融资过程中筹集的金额对结果进行加权计算。



* 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%。

当前季度按行业划分的结果——下表载列了在 2013 年第 2 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 结果和获得融资的公司的融资数量。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	75%	20%	5%	+95%	40
硬件	55%	9%	36%	+62%	11
生命科学	35%	30%	35%	+20%	20
互联网/数字媒体	84%	16%	0%	+56%	19
清洁技术	0%	100%	0%	-46%	2
其它	50%	50%	0%	-31%	2
所有行业总计	64%	22%	14%	+62%	94

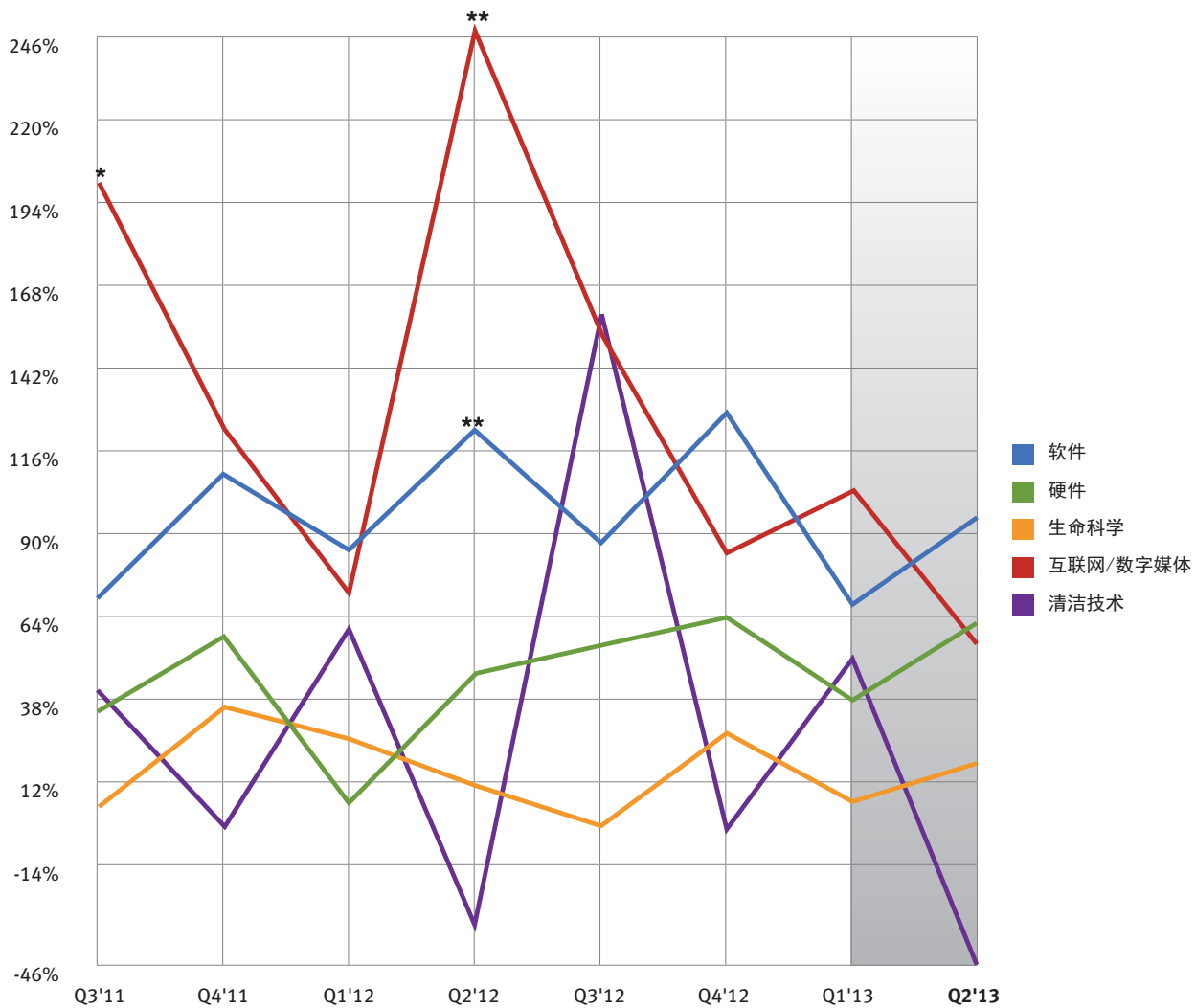
按行业划分的折价结果——下表载列按行业组划分，在过去八个季度每个季度的“折价”百分比。

折价	Q3'11	Q4'11	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13
软件	14%	11%	14%	8%	11%	5%	10%	20%
硬件	12%	0%	42%	15%	30%	8%	0%	9%
生命科学	22%	33%	24%	6%	21%	10%	33%	30%
互联网/数字媒体	18%	12%	20%	0%	14%	12%	6%	16%
清洁技术	11%	43%	0%	75%	0%	17%	0%	100%
其它	0%	0%	0%	50%	0%	0%	0%	50%
所有行业总计	15%	16%	22%	11%	17%	8%	11%	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	Q3'11	Q4'11	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13
软件	71%	105%	85%	123%**	87%	128%	67%	95%
硬件	34%	58%	5%	46%	55%	64%	38%	62%
生命科学	4%	36%	26%	11%	-2%	30%	6%	20%
互联网/数字媒体	201%*	122%	72%	248%**	153%	85%	103%	56%
清洁技术	41%	-3%	61%	-33%	158%	-2%	51%	-46%
所有行业总计	69%	85%	52%	99%	78%	85%	57%	62%

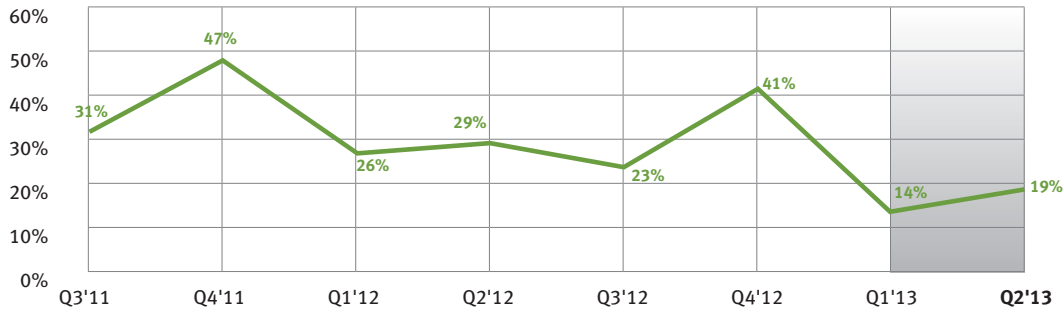
下图是用图形对上表结果进行展示。



* 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%。

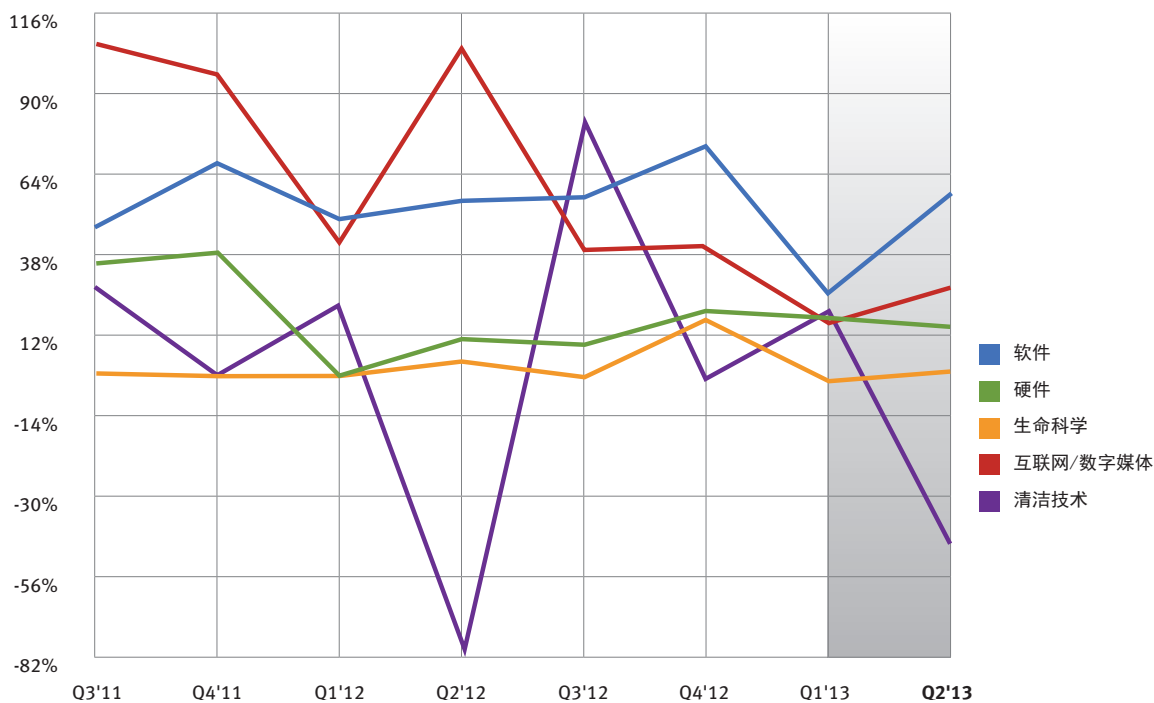
价格变化中位百分比——下图是公司在某个季度筹集资金的每股价格，与该公司在其前一轮融资中筹集资金的每股价格相比，价格变化的中位百分比。在计算中位数时，各轮融资（溢价、折价和持平）都包括在内，且没有针对融资筹集的金额对结果进行加权计算。请注意，这与 **Barometer** 不同，**Barometer** 是基于价格变化的平均百分比。



按行业划分的 price 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	Q3'11	Q4'11	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13
软件	46%	67%	50%	56%	57%	74%	25%	58%
硬件	35%	38%	0%	11%	10%	20%	17%	15%
生命科学	1%	0%	0%	5%	0%	17%	0%	0%
互联网/数字媒体	105%	96%	41%	105%	39%	41%	16%	28%
清洁技术	27%	0%	21%	-82%	79%	0%	18%	-46%
所有行业总计	31%	47%	26%	29%	23%	41%	14%	19%

下图是用图形对上表结果进行展示。

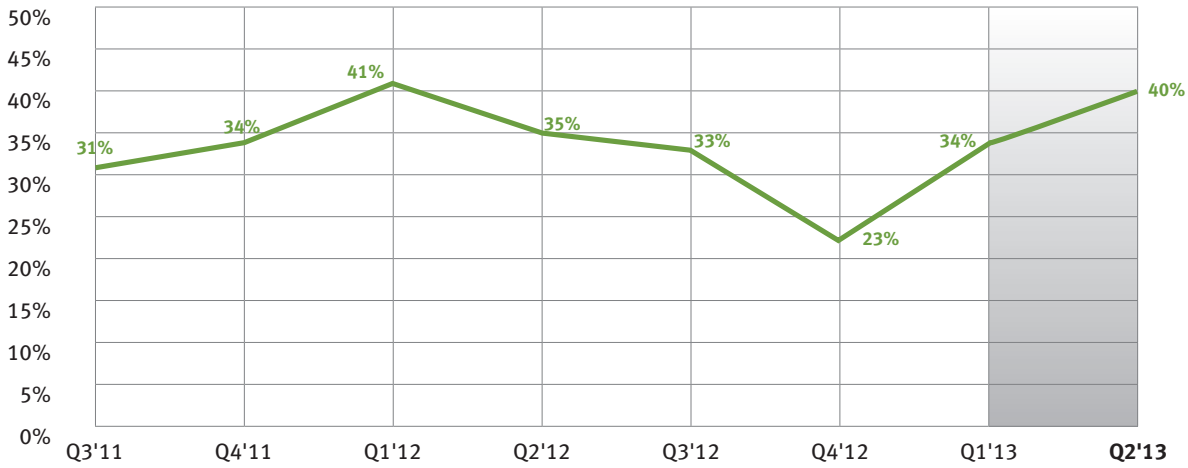


融资轮次 ——按系列划分，本季度的融资轮次如下表所示。

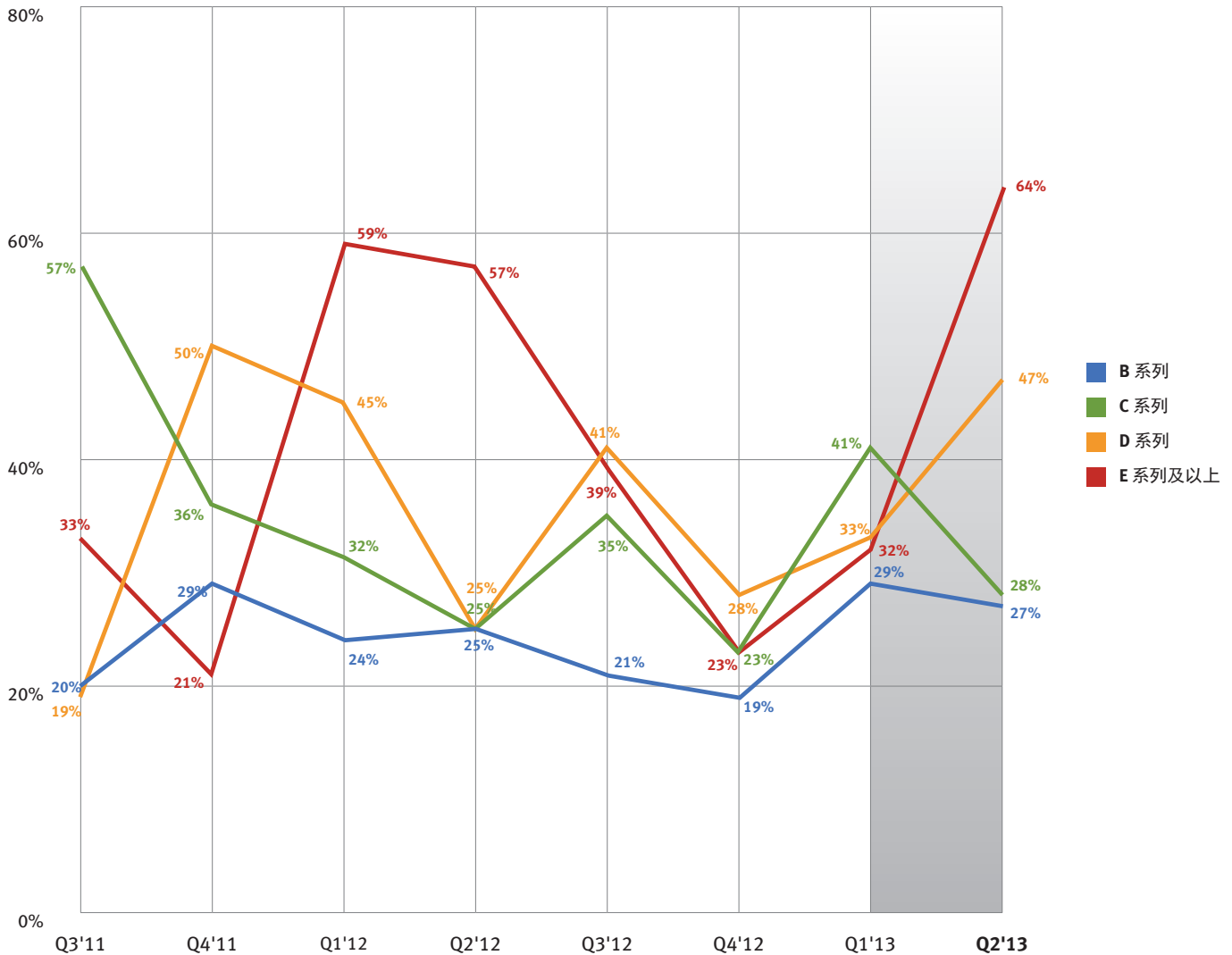
系列	Q3'11	Q4'11	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13
A 系列	18%	24%	24%	24%	24%	12%	25%	24%
B 系列	31%	24%	18%	17%	24%	31%	20%	24%
C 系列	19%	19%	17%	21%	22%	22%	19%	20%
D 系列	14%	17%	17%	14%	15%	16%	18%	14%
E 系列及以上	18%	16%	24%	24%	15%	19%	18%	18%

泛伟律师事务所的法律条款数据

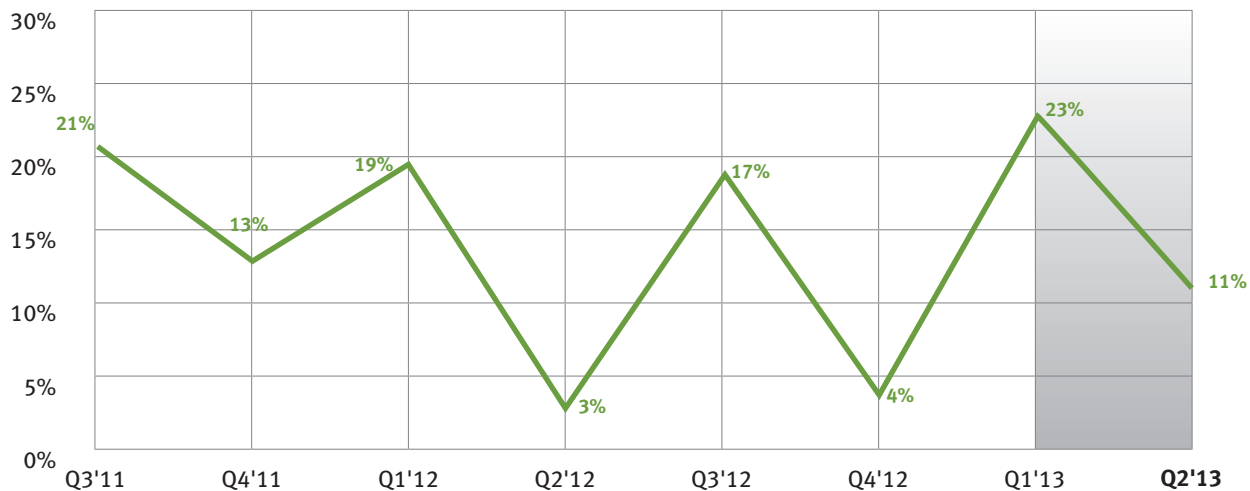
清算优先权 —— 高级清算优先权在以下比例的融资中使用。



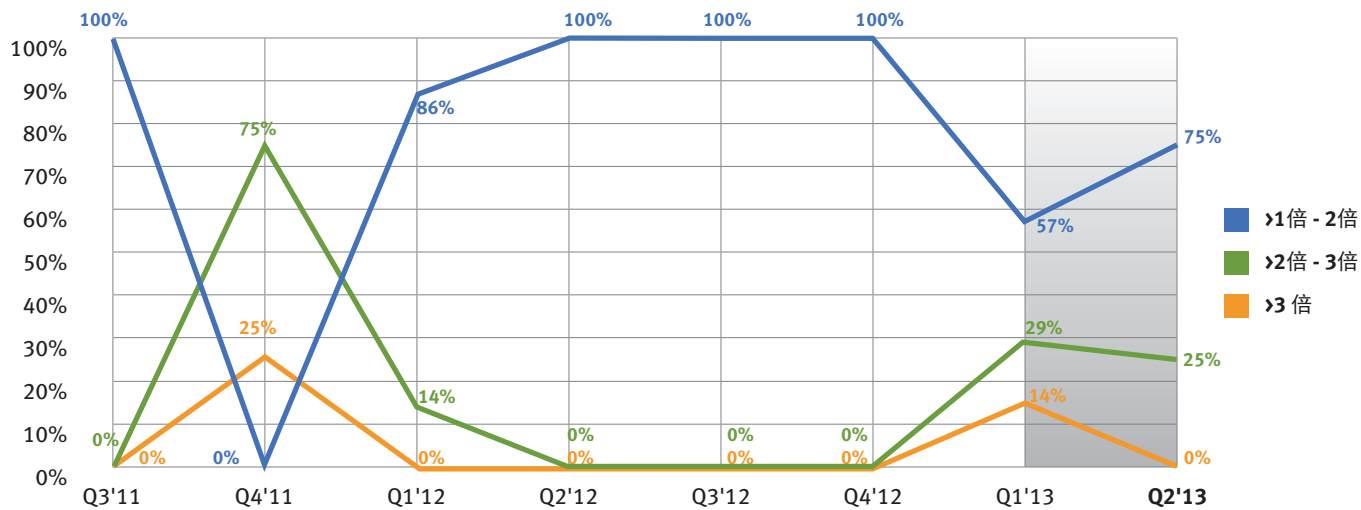
按系列划分，高级清算优先权的百分比如下：



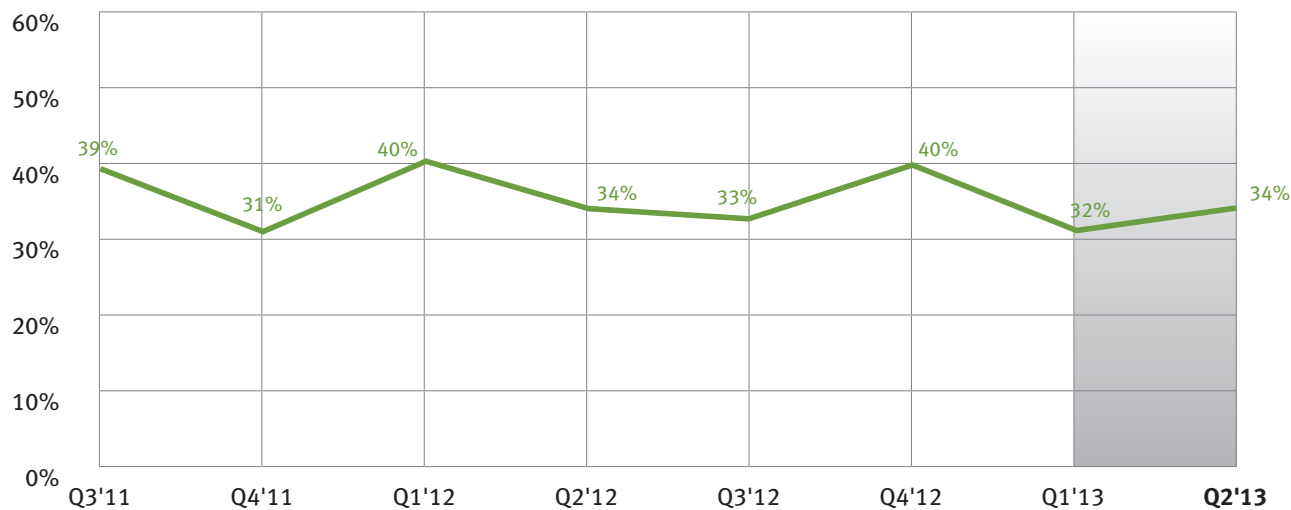
倍数清算优先权 —— 高级清算优先权为倍数清算优先权的比例如下：



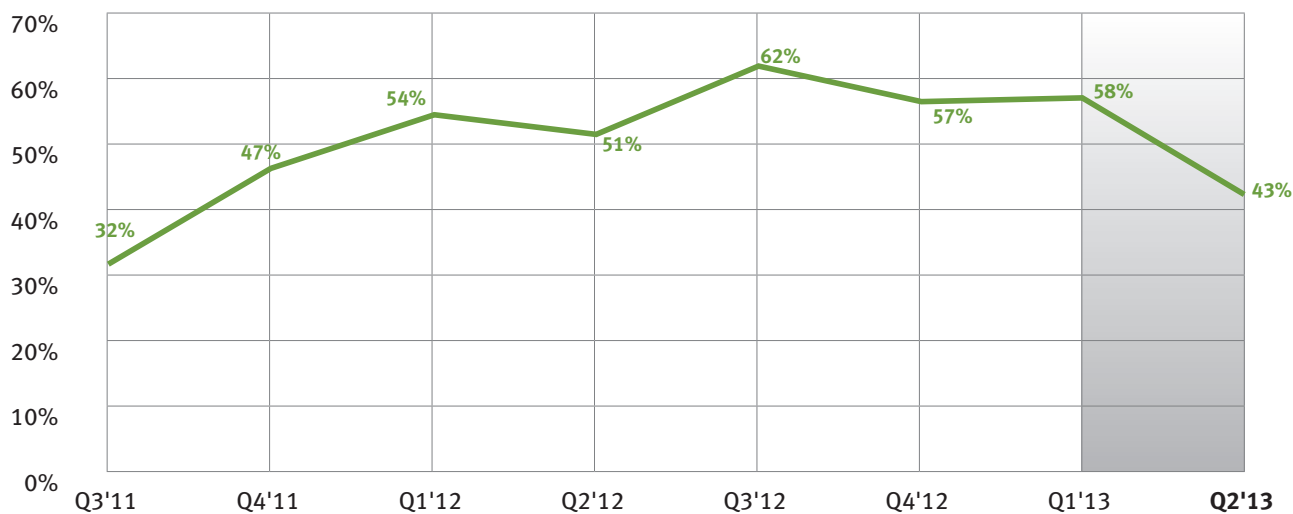
在高级清算优先权为倍数清算优先权的情况下，倍数的范围细分如下：



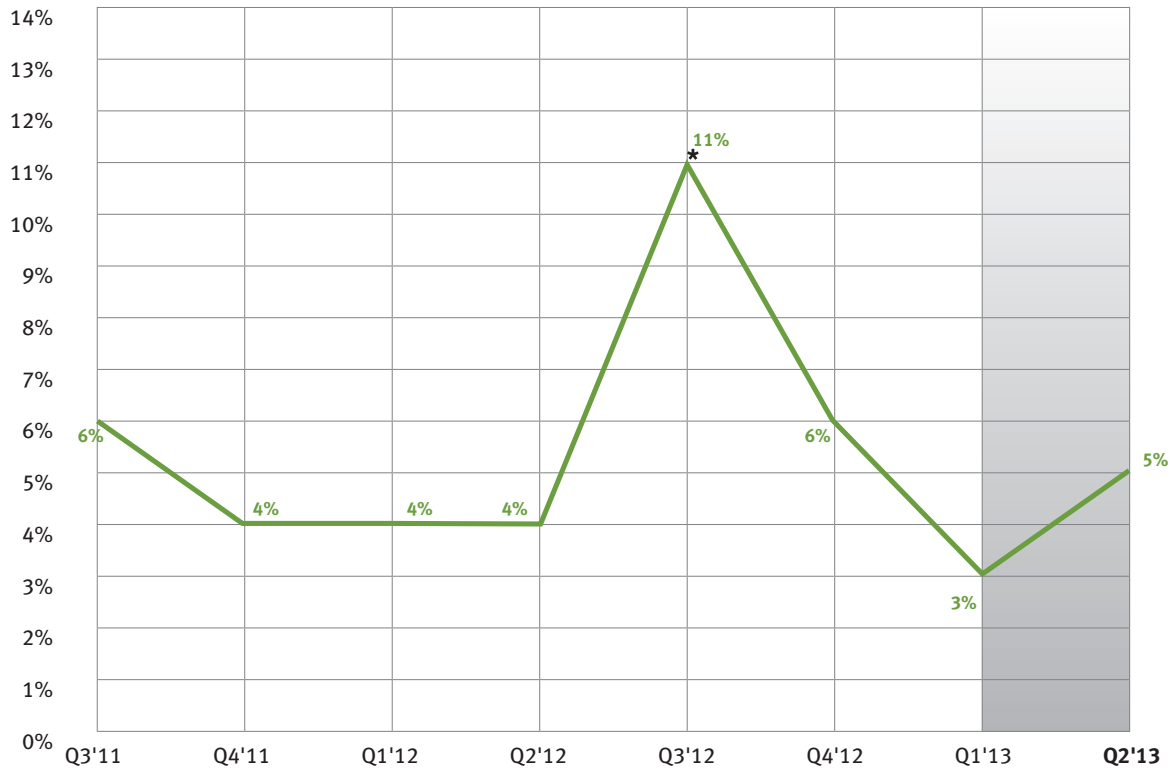
参与分配清算优先权——规定参与分配清算优先权的融资比例如下：



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：

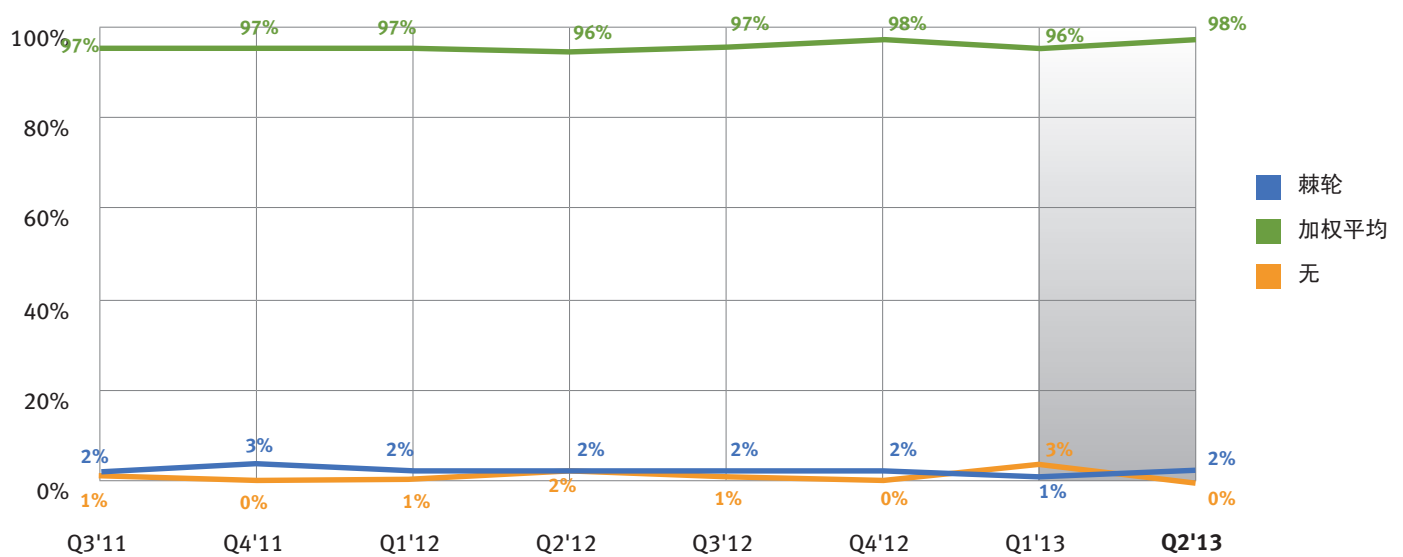


累积股息——规定了累积股息的融资比例如下：

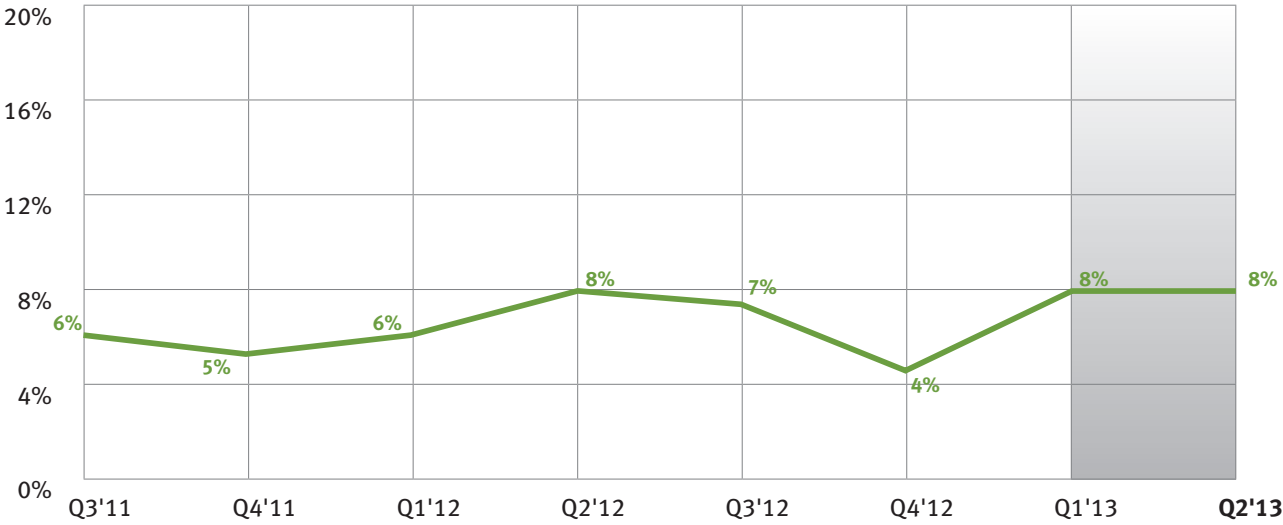


* 请注意，在2012年第3季度累积股息的使用明显增加。我们注意到，46%使用累积股息的融资是在生命科学行业，38%使用累积股息的融资（生命科学融资的33%）没有规定参与清算优先权，这意味着在这些融资中，累积股息被用作参与清算优先权的替代。

反稀释条款——使用反稀释条款的融资比例如下：

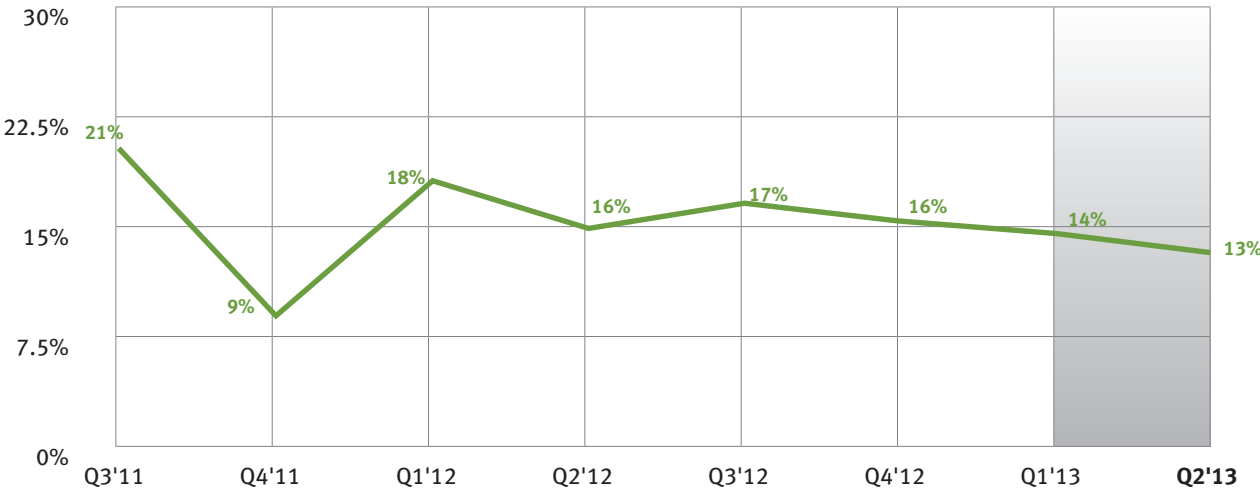


继续参与条款 —— 订有继续参与条款的融资比例如下：

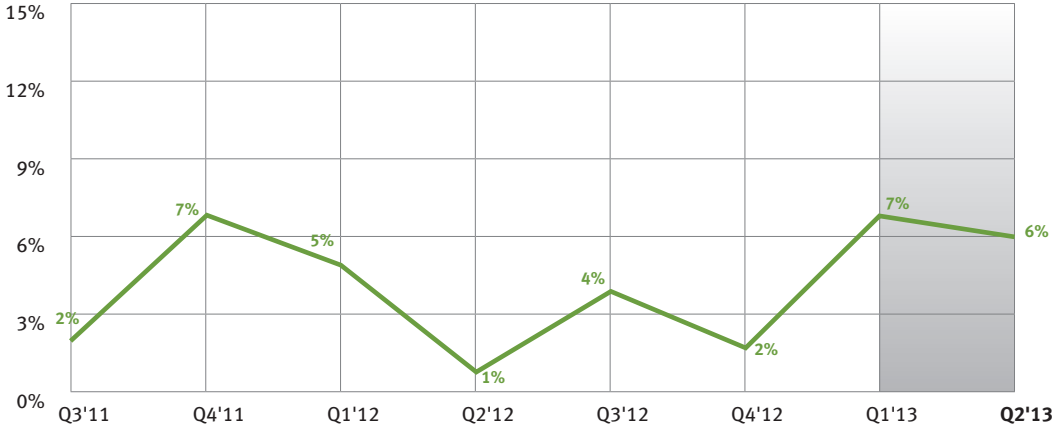


请注意，有轶事证据表明，公司越来越多地使用“拉升”(Pull Up) 合同条款替代依据章程制定的继续参与条款。这两种条款的经济效应相似，但执行方式不同。上述信息包括部分（但可能不是全部）拉升条款，因此可能对这些条款的使用情况介绍得不充分。

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，在某个季度筹集资金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者在这些公司上的投资已经亏损了）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