

背景

我们对 115 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 2 季度均报告进行过融资。

泛伟律师事务所结果概况

- 2012 年第 2 季度，溢价 (Up Round) 融资占 74%，折价 (Down Round) 融资占 11%，溢价超过折价，15% 的融资持平。这好于 2012 年第 1 季度，当时溢价超过折价，分别占 65% 和 22%。本季度也是 2007 年以来最好的一季。B 系列融资表现特别强劲，不过我们注意到，调查中 B 系列融资所占百分比已经连续三个季度下滑，可能显示公司不容易获得 B 系列融资，但一旦得到融资，则增值回报显著。这是连续第 12 个季度溢价融资超过折价融资。
- 泛伟律师事务所的 Venture Capital Barometer™ 显示，2012 年第 2 季度平均价格上涨 99%，高于 2012 年第 1 季度的 52%。这是我们 2004 年开始计算 Barometer 数据以来最好的 Barometer 结果。但是我们注意到，有两宗融资交易（分别在互联网和软件行业）价格上涨超过 1000%（即超过 10 倍），如果排除这两宗交易，Barometer 结果就会下调到 70%。2012 年第 2 季度中位价格上涨为 30%。
- 按行业分类的结果载列如下。总体而言，互联网/数字媒体行业和软件行业的表现目前依然最为强劲，Barometer 估值增长分别为 248% 和 123%（若排除前述两项增值 10 倍的交易则结果分别下调为 176% 和 86%）。互联网/数字媒体和软件公司融资的中位价格上涨分别为 105% 和 56%。清洁技术和生命科学行业明显落后。

其他行业数据概况

- 与 2012 年第 1 季度相比，2012 年第 2 季度软件和互联网/数字媒体行业风险投资有所增长，而清洁技术和生命科学行业的风险投资有所下降。不过，2012 年总体风险融资水平比 2011 年同期略低。
- 2012 年第 2 季度并购活动比 2012 年第 1 季度微升，而 2012 年金额总体与 2011 年相比大抵持平。
- 与 2012 年第 1 季度相比，2012 年第 2 季度 IPO 数量下降，但融资金额上升，因本季脸书

(Facebook) 上市占尽风头。2012 年较 2011 年同期领先。

- 风险融资金额上升，但 2012 年第 2 季度筹集到资金的基金数量较 2012 年第 1 季度有所下降。2012 年的融资金额较 2011 年同期领先。

风险投资环境继续上演“双城记”，软件和互联网/数字媒体强劲，而生命科学和清洁技术疲软。此外，我们注意到，风险投资、并购和 IPO 均已恢复到了2007年金融危机之前的水平，但风险资本家的融资金额仍显著低于当时的水平。

风险资本更加集中于少数的基金，其后果有待观察。这种趋势有可以理解的原因（如资本转移到业绩最佳的基金管理人；早期公司（Early Stage Companies）更早实现全球化，并得以从有着全球影响力的风险资本家处获益），但资金的不断集中可能导致公司的选择减少。不过，下文将讨论的超级天使（Super Angel）和微风投（Micro VC）正在兴起，一些大型基金也承诺继续进行小额投资，这多少可以抵消这种趋势。

■ 风险资本投资

《道琼斯风险资源》（Dow Jones VentureSource，简称“《风险资源》”）报告，位于美国的公司 在 2012 年第 2 季度获得 81 亿美元风险投资，涉及 863 宗交易，对比 2012 年第 1 季度的 62 亿美元和 717 宗交易（2012 年 4 月报告），金额增长 31%，交易数量增加 20%。不过，2012 年上半年的投资量稍逊于 2011 年上半年。2012 年第 2 季度风险资本总额超过一半投资在加州，而总额的 42% 投资在北加州。

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，2012 年第 2 季度风险投资的交易额达 70 亿美元，涉及 898 宗交易，对比 2012 年第 1 季度的 58 亿美元和 758 宗交易（2012 年 4 月报告），金额增长 21%，交易数量增加 18%。MoneyTree 报告软件和互联网行业特别强劲，而生命科学行业疲软。

■ 并购活动

道琼斯（Dow Jones）报告，2012 年第 2 季度有风险资本支持的公司完成 110 宗收购交易，涉及资金 136 亿美元，与 2012 年第 1 季度的 98 宗交易和 127 亿美元交易额相比，交易额增加 7%，交易数增加 12%（2012 年 7 月报告；2012 年 4 月的最初数据被大幅度修改，所以不采用）。

脸书（Facebook）以 10 亿美元收购 Instagram 是本赛季最大一宗收购。

汤森路透（Thomson Reuters）和全国风险资本协会（“Thomson/NVCA”）报告 2012 年第 2 季度完成 102 宗交易，比 2012 年第 1 季度报告的 86 宗交易增加 19%（2012 年 4 月报告）。IT 行业公司独占鳌头，102 宗交易中占 77 宗。

■ IPO 活动

《风险资源》报告，在 2012 年第 2 季度，共有 11 个有风险资本支持的 IPO 交易，筹集资金 77 亿美元（脸书占 68 亿美元），对比 2012 年第 1 季度有 20 个 IPO 交易，筹集资金 14 亿美元（2012 年 4 月报告）。上市公司中 72% 位于硅谷，而 2012 年第 1 季度只有 35%。

类似地，Thomson/NVCA 报告 2012 年第 2 季度 IPO 交易数量为 11 个，融资 171 亿美元（脸书占 158 亿美元），对比 2012 年第 1 季度为 19 个 IPO 交易，融资 15 亿美元。（Thomson/NVCA 在计算 IPO 交易额时包含了股东出售的股份，而《风险资源》没有。）11 个 IPO 公司中 9 个是 IT 公司，全部位于美国。

■ 风险资本融资

道琼斯（Dow Jones）报告，82 家美国风险资本基金在 2012 年上半年融资 130 亿美元，按融资额计算，较 2011 年上半年增加 31%。

Thomson/NVCA 报告，38 家美国风险资本基金在 2012 年第 2 季度融资 59 亿美元，对比 2012 年第 1 季度 42 家基金融资 49 亿美元（2012 年 4 月报告），承诺金额增加 20%，基金数量减少 10%。本季度总融资额中前 5 大基金所占比例几乎达到了 80%。NVCA 总裁马克·希森（Mark Heesen）表示，资本集中于数量更少的基金，对寻求风险资本的企业家和希望参与风险投资的有限合伙人（Limited Partner）来说，都限制了他们的风险基金选择。

有些传统的风险资本投资者也表示由于不能参与业绩最佳的基金，可能减少此类资产的承诺额度。例如，圣何塞水星报（San Jose Mercury News）报道，加州公共雇员退休系统（CalPERS）很可能将风险投资承诺额度从其私募股权投资组合的 6% 减为 1%，原因是投资回报不佳。考夫曼基金会（Kauffman Foundation）也表示有类似的计划（见下文“考夫曼基金会风险资本报告”一节）。

2012 年第 2 季度，风险资本基金的风险资本融资再次低于同季度企业获得的风险资本投资。

美国联邦小企业管理局（SBA）在离开市场八年之后，最近拨出 10 亿美元，在未来五年中增加筹集早期风险资本的机会（即公司筹集 1400 万美元的情况）。早期风险基金可以向 SBA 借贷与从私人那里筹到的资金等值的金额。

■ 二级市场交易

2011 年二级市场交易额估计为 100 亿美元。《风险资本月报》（Venture Capital Journal）报告，此类交易的 80% 为一对一的议价交易（而不通过二级交易市场），而一半的后期一级融资包括一个二级交易成分，这是五年前的三倍。

尽管如此，2011 年二级交易市场表现良好，Second Market 报告交易额为 5 亿 5800 万美元，SharesPost 报告为 6 亿 2500 万。不过，随着 Zynga、LinkedIn、GroupOn 以及最近的脸书（Facebook）的上市，其他有风险资本支持的公司能否在 2012 年扭转二级市场的疲势，尚存疑惑。有些交易市场正在着手解决这个问题，它们主动与后期公司合作，协调公司雇员和早期投资者与交易市场投资者之间的流动性安排。

总体而言，后期公司越来越愿意进行二级销售，并且倾向于议价销售，理由是，向投资者提供的信息可以不公开，购买者身份已知，而且如果愿意的话，交易可以与一级交易合并。

■ 种子投资

虽然种子阶段公司估值过高的忧虑依然存在，但加速器/孵化器的模式仍在扩张。分别关注瑞士、丹麦、以色列和德国企业家的加速器去年已在硅谷成立或正在成立中。General Catalyst Partners 已经与 Yuri Milner、SV Angel 和 Andreessen Horowitz 一起，参加“起步基金”（Start Fund），承诺向每家 Y Combinator 公司提供 15 万美元贷款（信息来自 Venture Wire）。

此外，2012 年第 2 季度最活跃的风险资本公司为“500 Startups”和“First Round Capital”（后者与 NEA 并列第二），这两家都是种子阶段投资者。（《风险资源》）

最有意思的也许是，为数不少的超级天使/微风投正在寻求筹集金额更高的基金或邀请有限合伙人，如果成功的话可以抵消风险资本基金数目减少的影响（《风险资本月报》）。

■ 考夫曼基金会风险资本报告

2012 年 5 月，备受尊重的考夫曼基金会（Kauffman Foundation）发表一份报告，其结论是，根据其 20 年来投资近 100 只基金的风险投资经验，“有限合伙人投资模式已经失败”。报告结论的根据包括：大多数风险基金回报不佳，经理人倾向于成立金额更大的基金以多收管理费，风险基金生命周期不断延长，以及很多基金管理人个人投资的金额相对较少。该基金会建议，有限合伙人应该

要求有限合伙人和普通合伙人的利益更加一致，增加透明度，以及加强公司治理方面的条款。

考夫曼基金会表示，其未来风险投资将主要集中于 4 亿美元以下的基金，历史业绩要优于相当的公开市场基金（该基金会认为这是比内部收益率（IRR）、前四分之一（Top Quartile）、成立年（Vintage Year）和毛回报（Gross Return）更好的业绩测量方法），且普通合伙人承诺贡献至少 5% 的资本。该基金会还计划增加直接投资，并将一部分预备作风险投资的资本转到公开市场，因为他们认为没有足够多的优秀风险资本家能够吸收可利用的资本。

该报告的其他建议包括（i）管理费应该基于预算，而不是管理金额的百分比；（ii）风险资本家分享获利之前，应该让投资者收回资本外加一个优先的回报；（iii）风险资本管理公司的结构应该更透明，以便更好地了解各个风险资本家的激励机制。

■ 风险资本回报

Cambridge Associates 报告，相较 Nasdaq 指数 18.7% 的增长，其风险资本指数价值 2012 年第 1 季度增长 4.7%（2012 年第 2 季度数据尚未公布），而截止到 2012 年 3 月 31 日的 12 个月期间，该风险资本指数增值 12.8%，小胜 Nasdaq 指数的 11.2% 增长。Cambridge 风险资本指数已扣除了费用、成本和附带权益（Carried Interest）。

截止到 2012 年 3 月 31 日的 10 年期间，Cambridge 风险资本指数每年上涨 4.4%，而 Nasdaq 指数每年上涨 5.30%。

■ 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 2 季度，硅谷风险资本家的信心指数为 3.47（最高为 5），低于 2012 年第 1 季度报告的 3.79。由于业界普遍认为创业环境本身势头依然良好，所以信心下滑的原因主要是与宏观因素有关（全球经济及生命科学法规）。

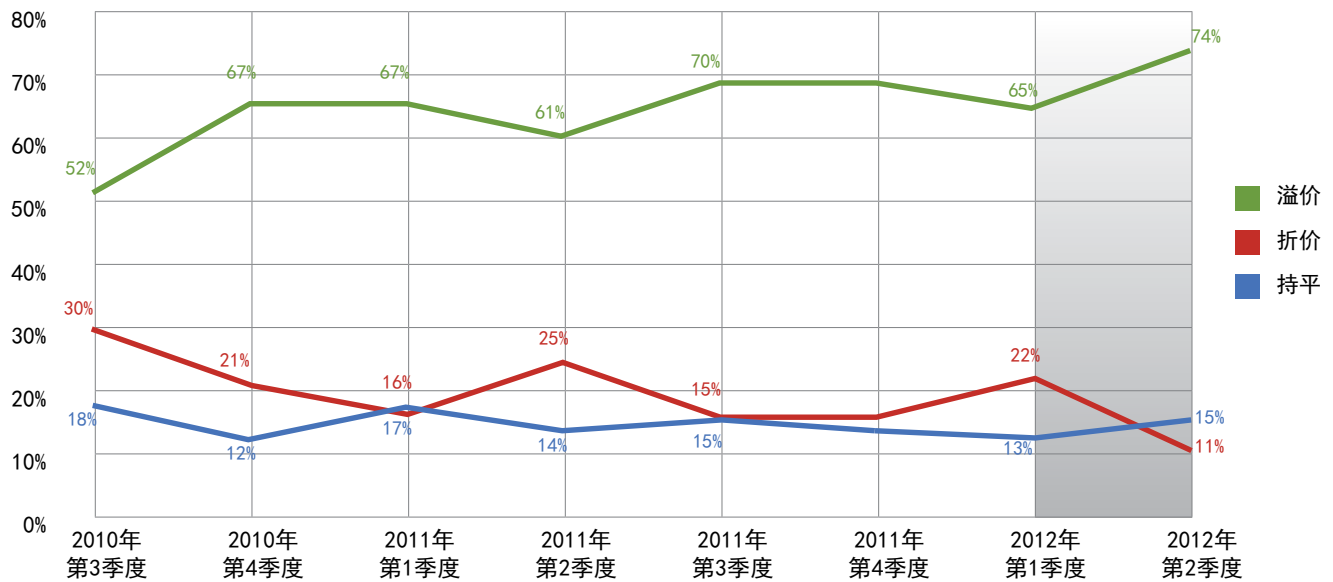
德勤/NVCA全球信心调查（Deloitte/NVCA Global Confidence Survey）报告，全球风险资本家对云计算、软件、新媒体、医疗保健、IT 和消费产品企业的信心最高（按信心由强至弱排列），对医疗器械、金融服务、生物制药、清洁技术、电信和半导体行业的信心最低（按信心由强至弱排列）。

■ Nasdaq 指数

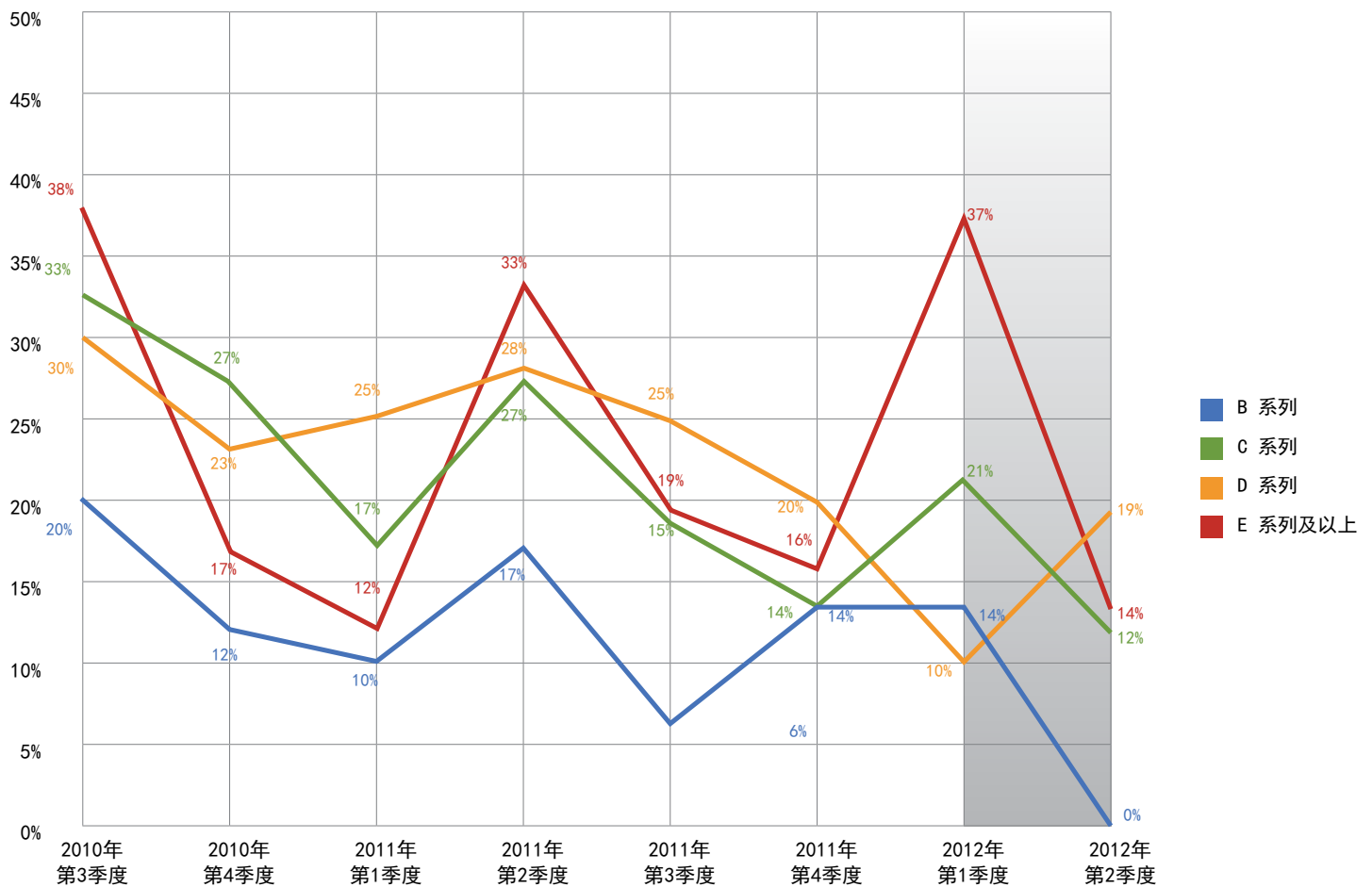
纳斯达克（Nasdaq）指数在 2012 年第 2 季度下降 4.9%，但在截止到 2012 年 8 月 10 日的第 3 季度中已增长 2.8%。

泛伟律师事务所的估值数据

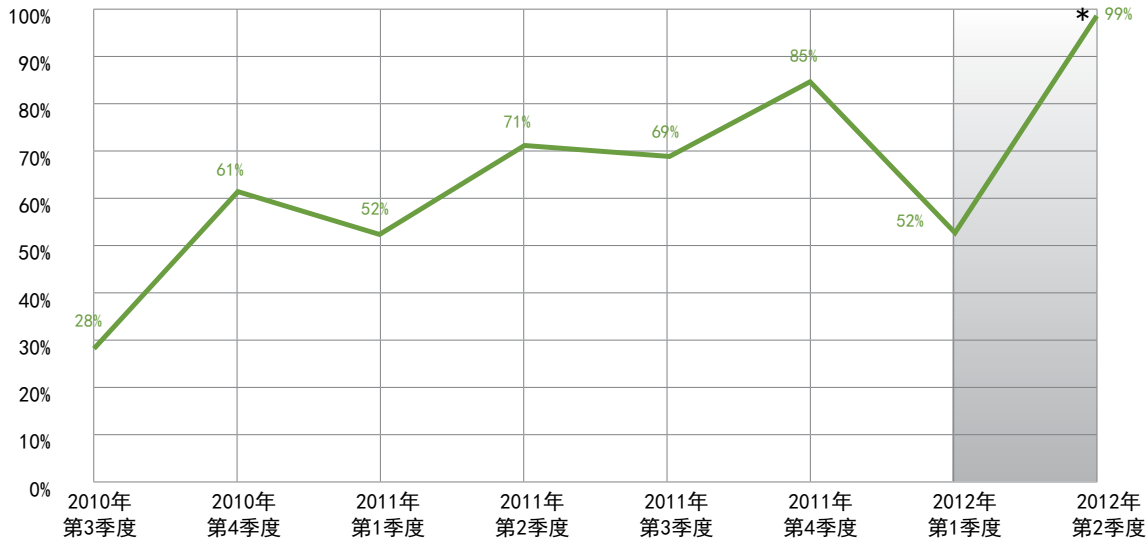
价格变化——与上一轮融资相比，某个季度公司获得融资的价格变化走势。



按系列划分，折价的比例如下：

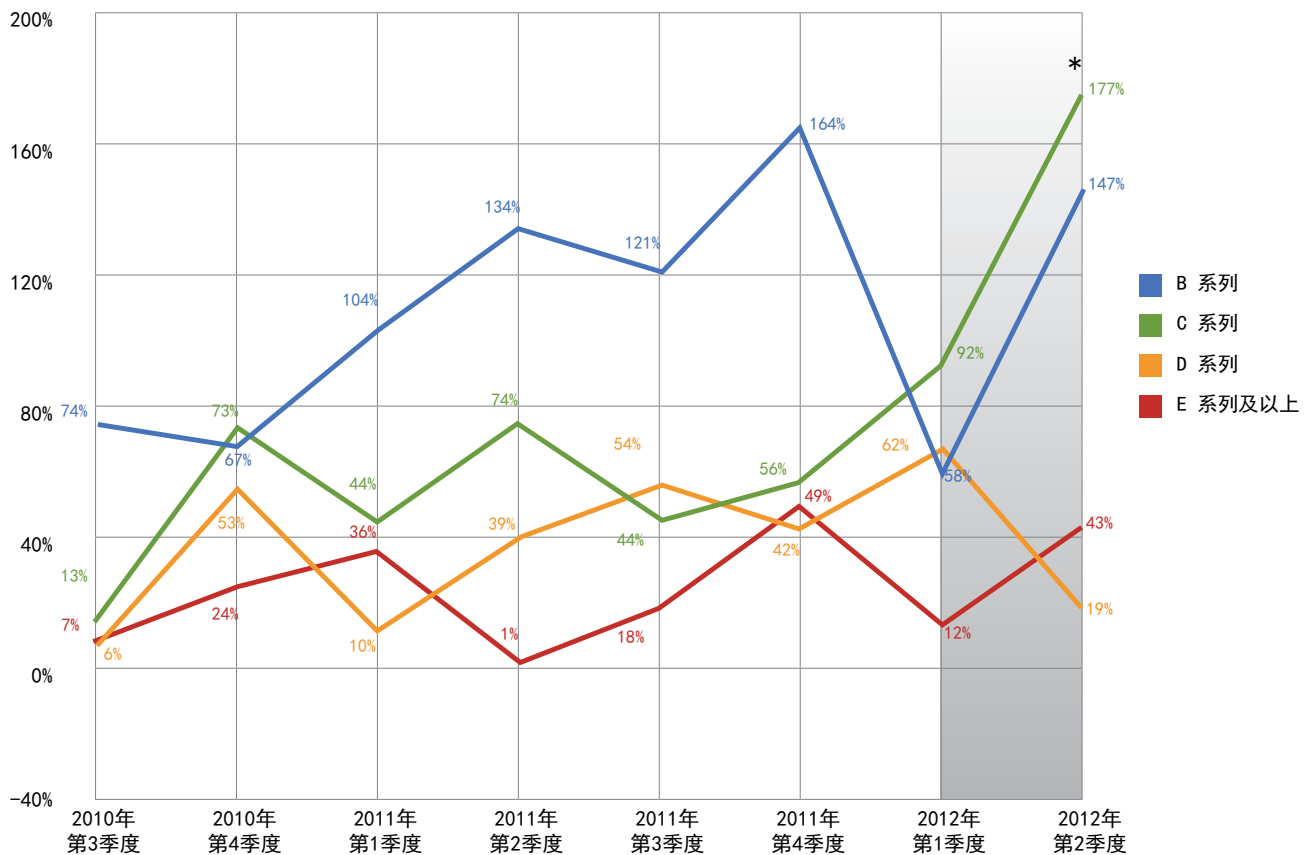


泛伟律师事务所 Venture Capital Barometer™ (价格变化的幅度) —— 下图是公司在某个季度筹集资金的每股价格, 与该公司在其前一轮融资中筹集资金的每股价格相比, 价格变化的平均百分比。在计算平均值时, 各轮融资 (溢价、折价和持平) 都包括在内, 且没有针对融资筹集的金额对结果进行加权计算。



*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 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	86%	8%	5%	+123%*	37
硬件	71%	15%	14%	+46%	14
生命科学	53%	6%	41%	+11%	17
互联网/数字媒体	93%	0%	7%	+248%*	14
清洁技术	25%	75%	0%	-34%	4
其它	0%	50%	50%	-33%	2
所有行业总计	74%	11%	15%	99%	88

*数据包含 2012 年第 2 季度融资增值超过 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%。

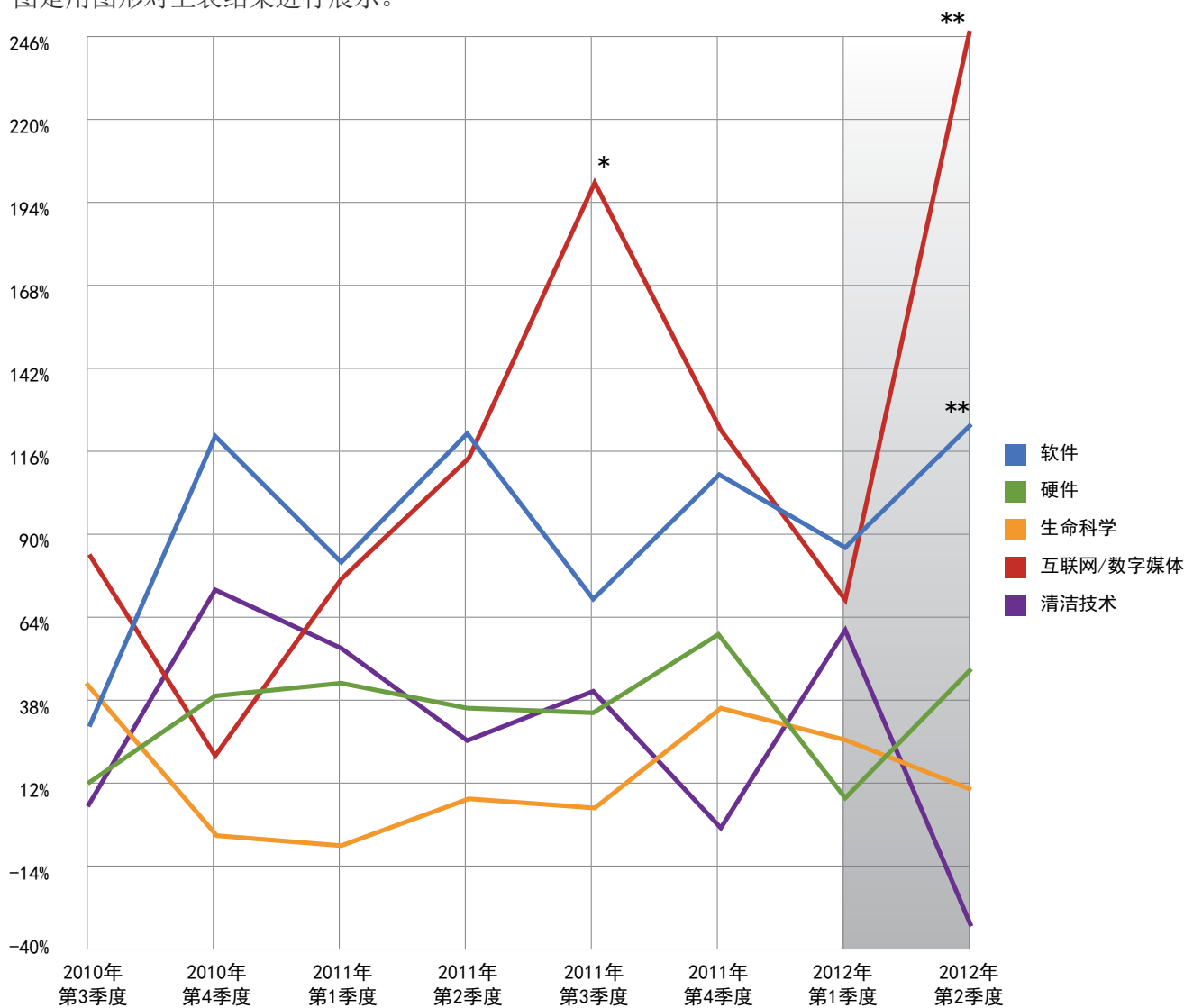
按行业划分的折价结果——下表载列按行业组划分，在过去八个季度每个季度的“折价”百分比。

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	2012年 第2季度
软件	32%	7%	14%	14%	14%	11%	14%	8%
硬件	35%	36%	15%	15%	12%	0%	42%	15%
生命科学	27%	36%	31%	31%	22%	33%	24%	6%
互联网/数字媒体	0%	25%	11%	11%	18%	12%	20%	0%
清洁技术	60%	14%	0%	0%	11%	43%	0%	75%
其它	33%	0%	25%	25%	0%	0%	0%	50%
所有行业总计	30%	21%	16%	16%	15%	16%	22%	11%

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	2012年 第2季度
软件	23%	121%	75%	121%	71%	105%	85%	123%**
硬件	10%	38%	43%	35%	34%	58%	5%	46%
生命科学	44%	-5%	-8%	6%	4%	36%	26%	11%
互联网/数字媒体	82%	20%	77%	115%	201%*	122%	72%	248%**
清洁技术	5%	73%	54%	24%	41%	-3%	61%	-33%
所有行业总计	28%	61%	52%	71%	69%	85%	52%	99%

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%。

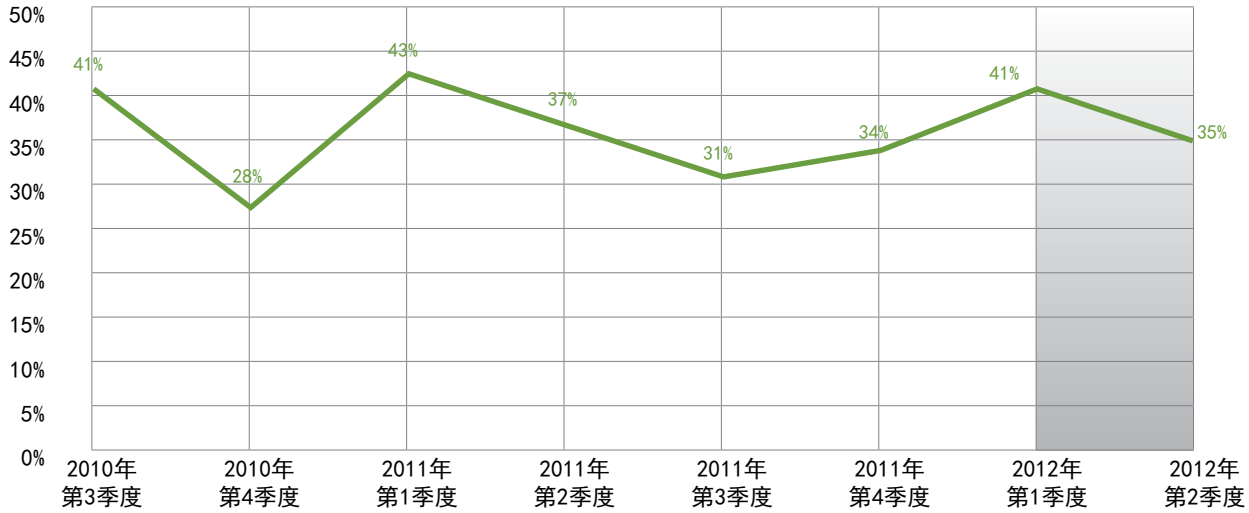
**数据包含 2012 年第 2 季度融资增值超过 10 倍的上述两家公司。如果排除这两家公司，软件行业 Barometer 结果为 86%，互联网/数字媒体行业的 Barometer 结果为 176%。

融资轮次——按系列划分，本季度的融资轮次如下表所示。

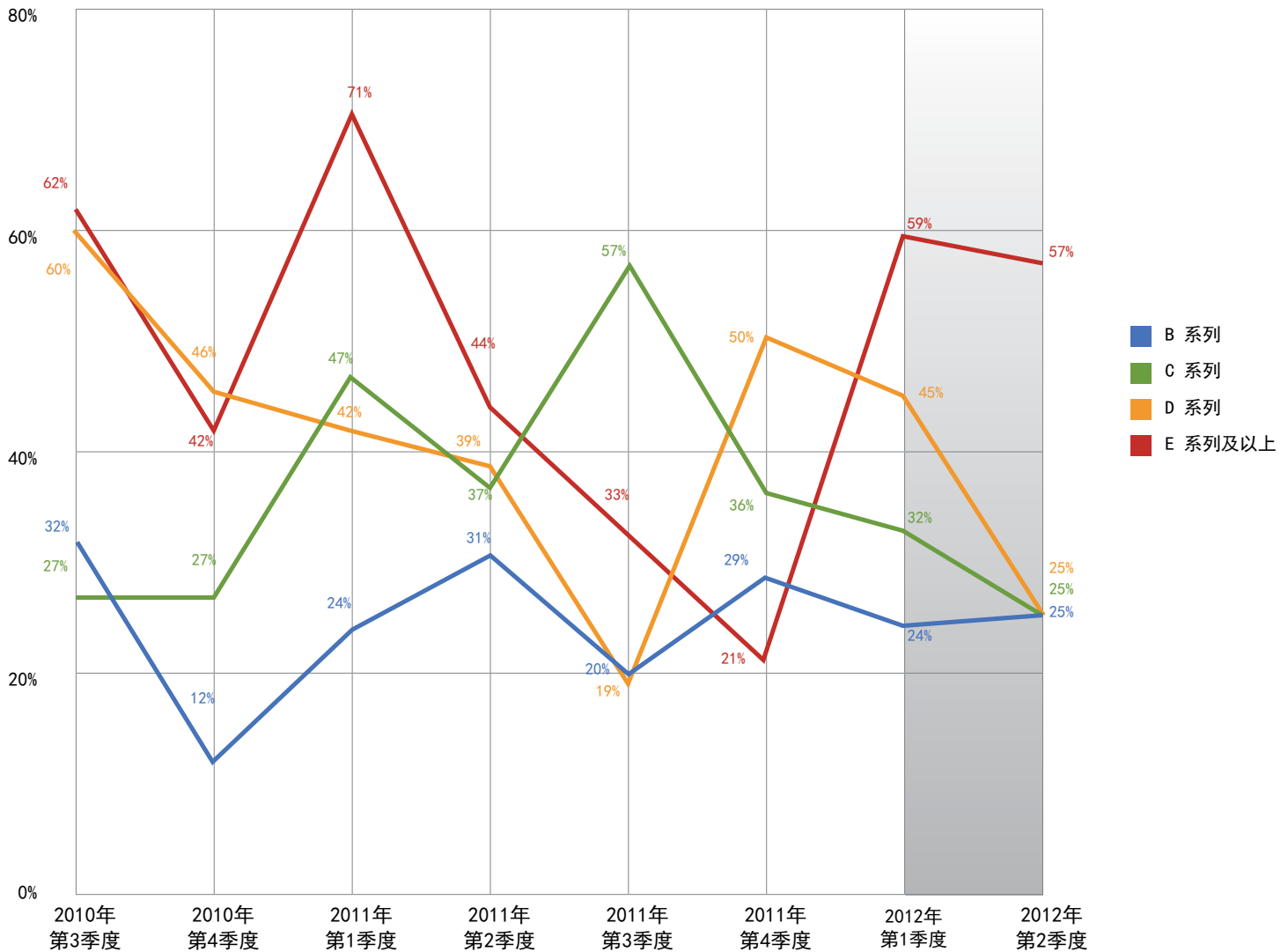
系列	2010年 第3季度	2010年 第4季度	2011年 第1季度	2011年 第2季度	2011年 第3季度	2011年 第4季度	2012年 第1季度	2012年 第2季度
A 系列	20%	13%	18%	19%	18%	24%	24%	24%
B 系列	23%	26%	24%	25%	31%	24%	18%	17%
C 系列	28%	35%	24%	26%	19%	19%	17%	21%
D 系列	9%	14%	20%	15%	14%	17%	17%	14%
E 系列及以上	20%	12%	14%	15%	18%	16%	24%	24%

泛伟律师事务所的法律条款数据

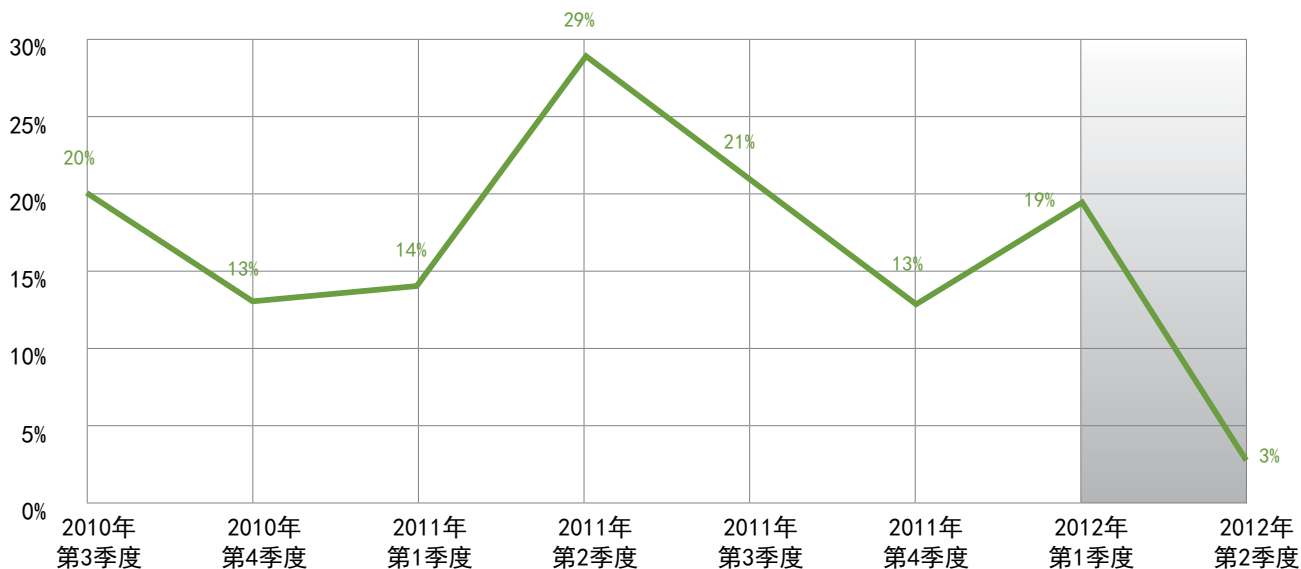
清算优先权——高级清算优先权在以下比例的融资中使用。



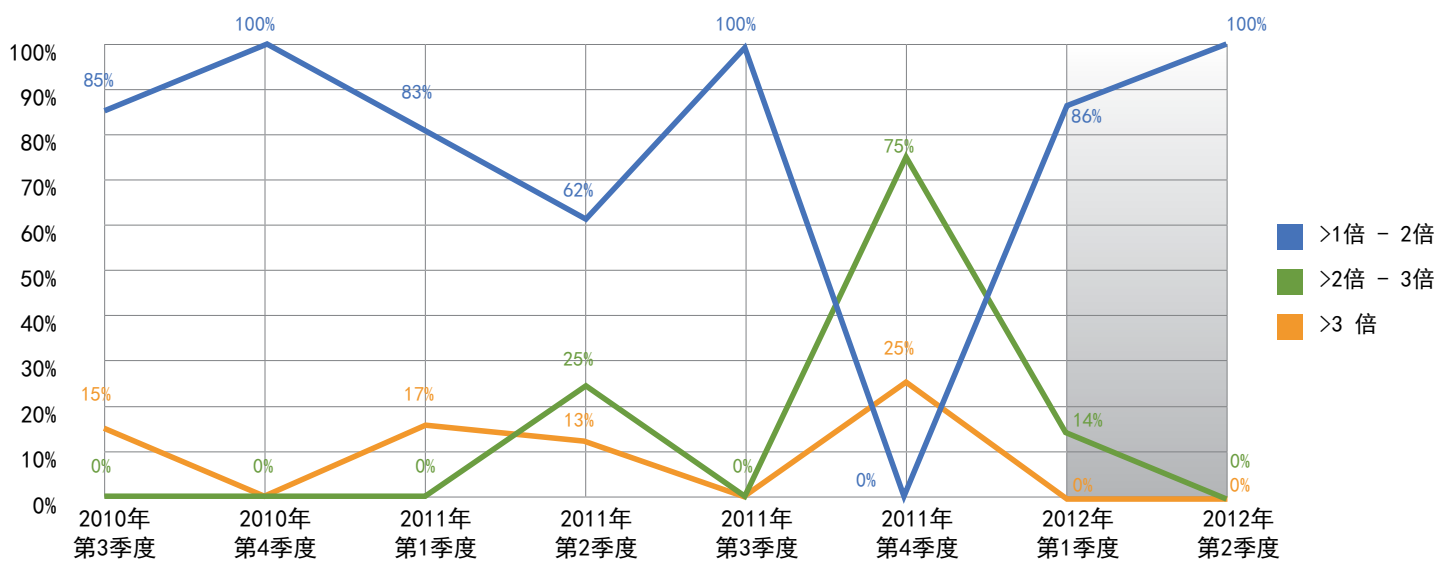
按系列划分，高级清算优先权的比例如下：



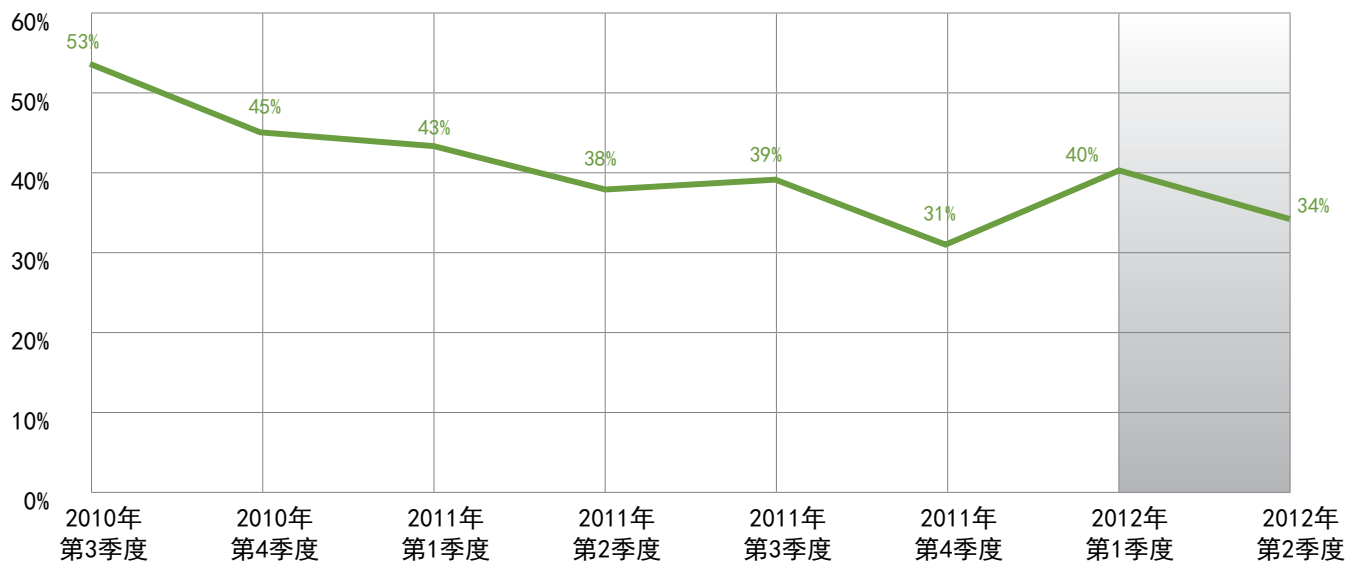
倍数清算优先权——高级清算优先权为倍数清算优先权的比例如下：



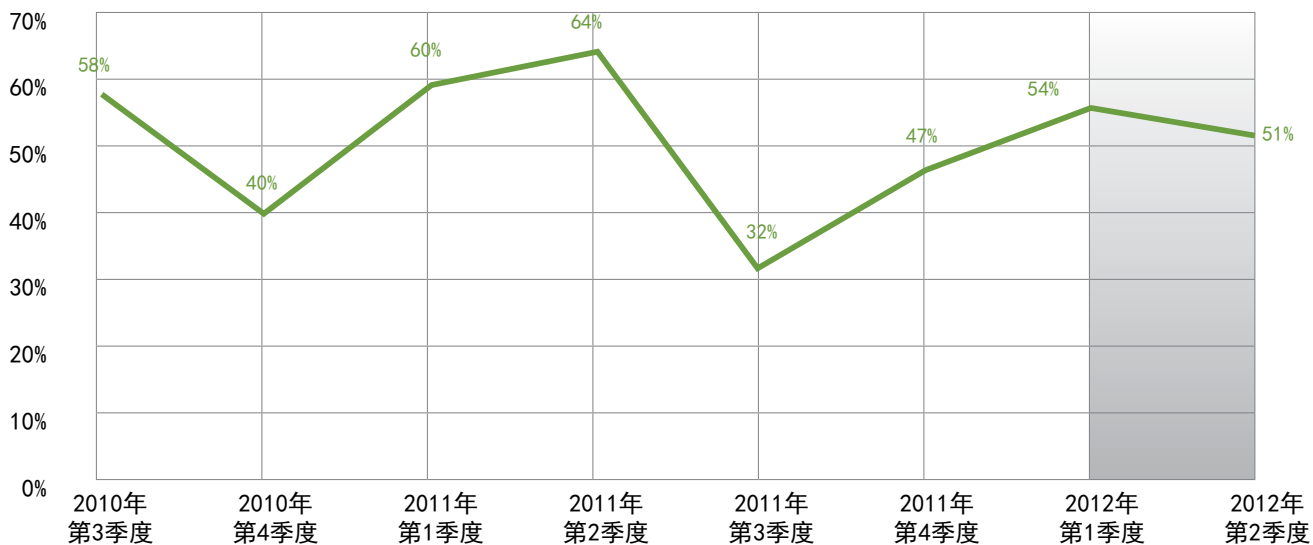
在高级清算优先权为倍数清算优先权的情况下，倍数的范围细分如下：



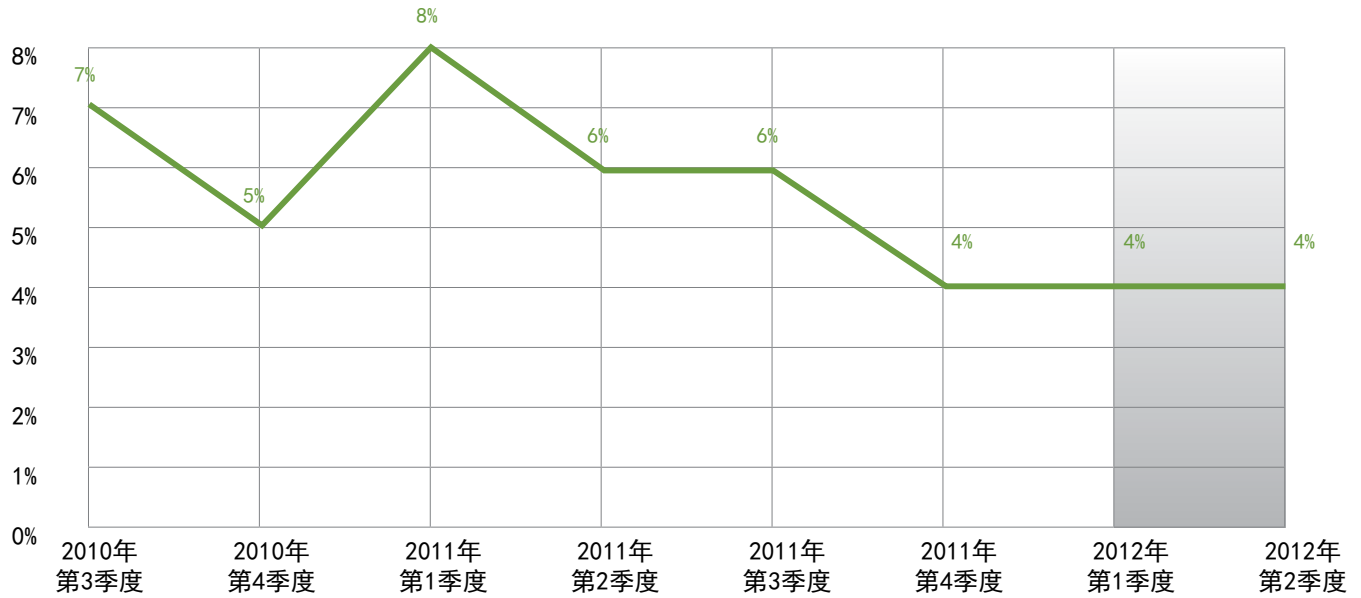
参与清算——规定参与清算的融资比例如下：



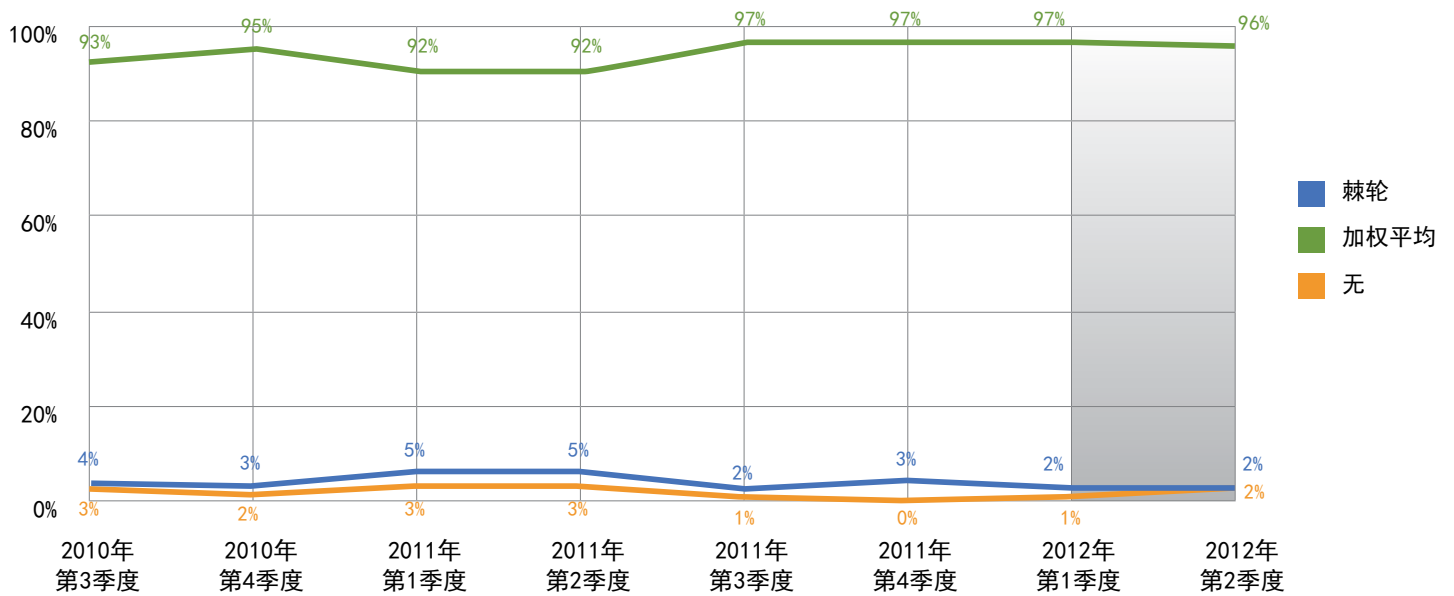
在参与清算的融资中，未设限制的融资比例如下：



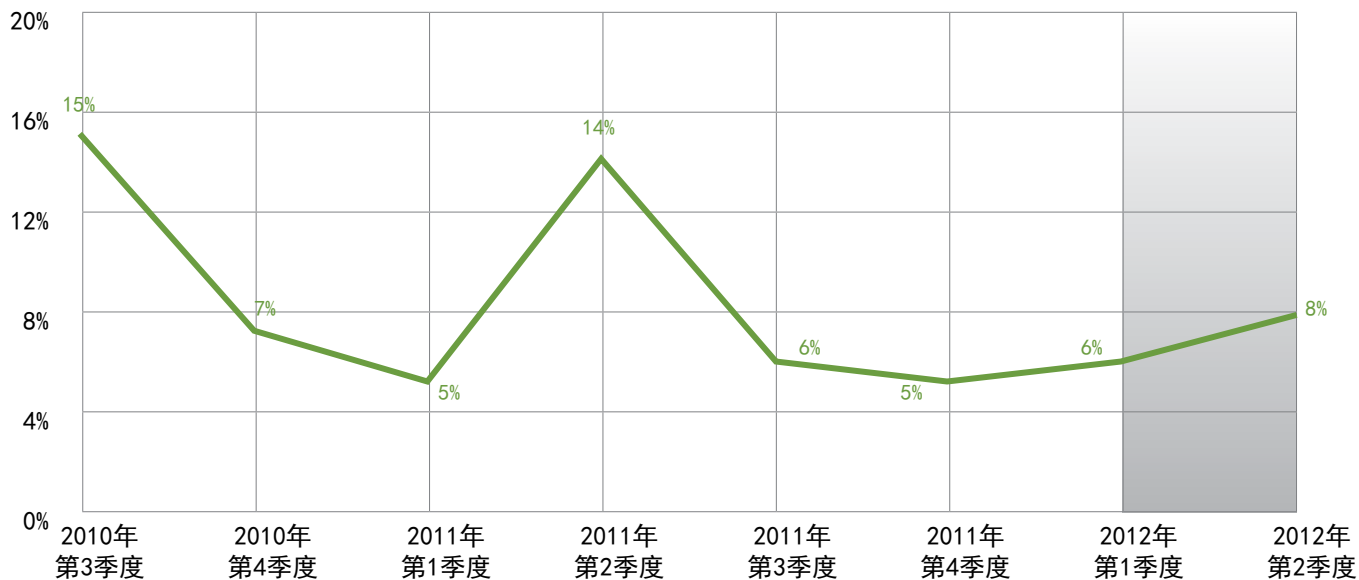
累积股息——规定了累积股息的融资比例如下：



反摊薄条文——使用反摊薄条文的融资比例如下：

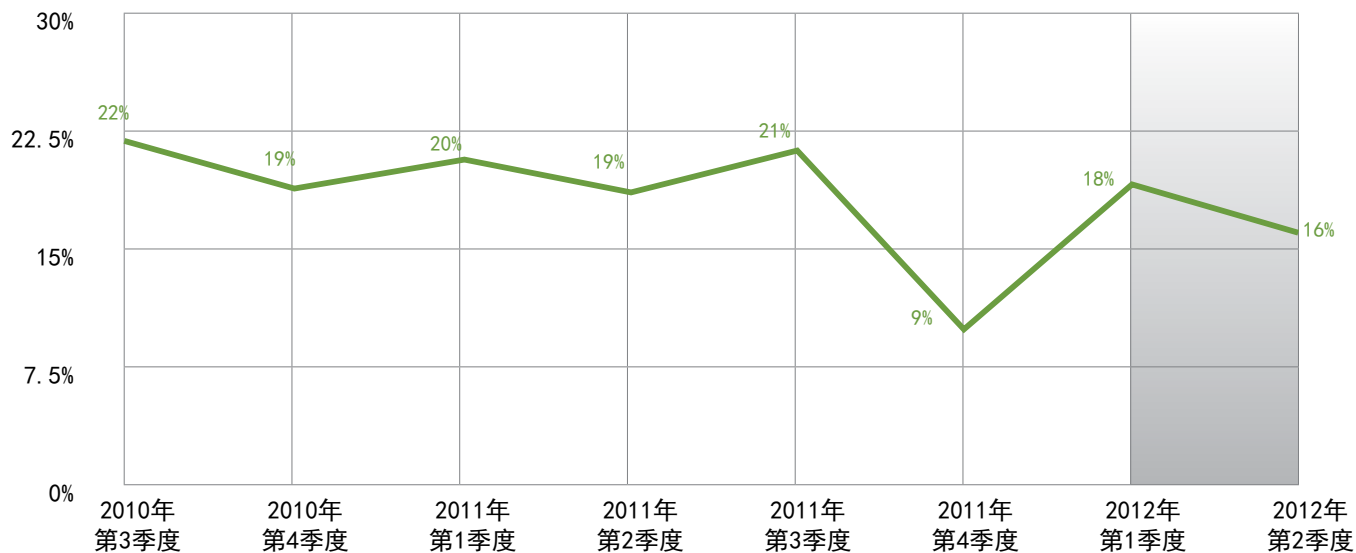


付费参与（Pay-to-Play）条文——订有付费参与条文的融资比例如下：

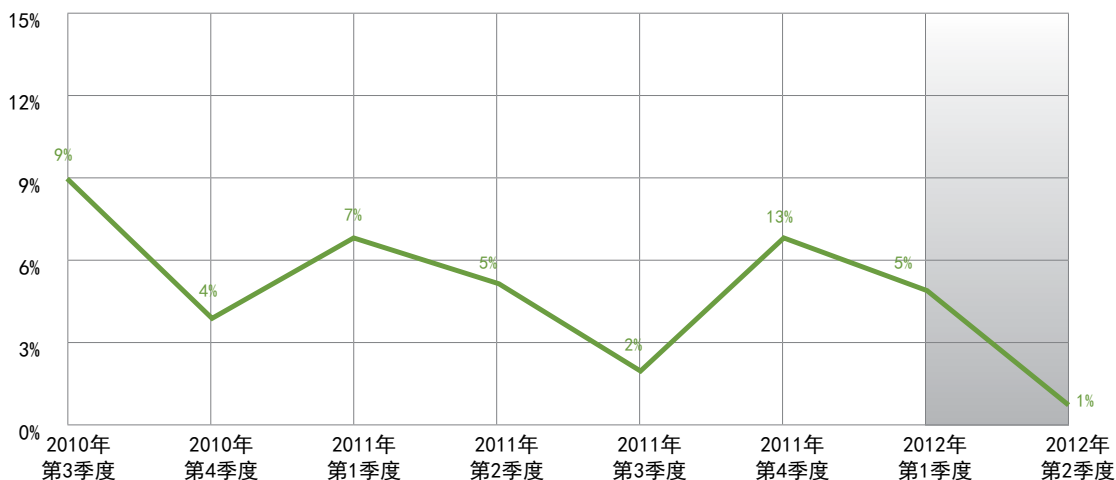


请注意，有轶事证据表明，公司越来越多地使用“拉升”（Pull Up）合同条文替代依据章程制定的“付费参与”条文。这两种条文的经济效应相似，但执行方式不同。上述信息包括部分（但可能不是全部）拉升条文，因此可能对这些条文的使用情况介绍得不充分。

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）面临着较大风险而一般会追求至少 20% 的 IRR，而且按照定义我们没有纳入未能筹得新一轮融资的公司（一般导致投资者亏损），Barometer 在 40% 左右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，这样可以更好地与当期的公布结果比较。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