



硅谷风险资本调查 2019 年第三季度

全面分析

硅谷风险投资调查

2019 年第三季度

FENWICK
& WEST

全面分析

Cynthia Clarfield Hess、Mark Leahy 和 Khang Tran

背景

我们对总部位于硅谷的公司在 2019 年第三季度完成的 189 宗风险融资的条款进行了分析。本季度录得自 2015 年中期以来的最高平均价格增幅。软件和互联网/数字媒体行业再次成为本季度估值结果最强劲的行业。

Fenwick & West 调查结果概述

2019 年第三季保持强劲的估值结果，但除本季度出现平均价格增幅峰值外，2019 年其他情况大致趋于平稳。

- 在 2019 年第三季度，溢价融资超过折价融资，其中溢价融资占 81%，折价融资占 7%，平价融资占 12%，这一数据逊于第二季度。在 2019 年第二季度，溢价融资超过折价融资，其中溢价融资占 86%，折价融资占 6%，平价融资占 8%。
- Fenwick & West Venture Capital Barometer™ 显示了，2019 年第三季平均价格增幅为 88%，相较 2019 年第二季录得的 77% 有所上升，是自 2015 年第三季以来录得最高平均价格上升。
- 继连续四个季度上涨后，融资的中位价格上涨从第二季的 58% 轻微下降至第三季的 54%。
- B 轮和 C 轮融资的估值结果较前一季度更为强劲，而 B 轮和 C 轮融资的估值结果则进一步弱化，这点与上一季度相似。
- 软件和互联网/数字媒体行业在第三季均录得较上一季度更为强劲的估值结果，并再次成为本季度估值最强劲的两大行业。硬件行业在第三季录得远高于上一季度的平均价格增幅，而该行业的中位价格增幅则有所下降。生命科学行业在第三季度的估值结果落后于其他行业，相较上一季度有所下降。

其他行业数据概览

美国风投环境在 2019 年前三季度保持稳健，但低于 2018 年录得的峰值水平。尤其是，2019 年第三季的风险投资活动相较上一季及去年同期大幅下降。

- 2019年第三季的全美投资步伐及投入的资本金额相较上一季度及去年同期均明显下降。
- 尽管交易量及交易总值下降，但中位交易规模在第三季达到自2000年第四季以来的最高中位值。
- 后期投入的资本分配相较上一季度录得最大幅度的增长。种子期交易比例及占投资资本的百分比亦于本季度录得适度增长。
- 互联网行业继续获得最高的投资份额，其后是医疗保健行业以及移动和电信行业。
- 就第三季度交易量和总投入资本而言，旧金山湾区（包括硅谷）再次占据最大投资份额，紧随其后的是纽约大都会及洛杉矶区域。
- 在上一季度达到峰值之后，美国风投支持IPO活动在第三季有所下降。尽管如此，在本季度通过IPO筹得的资本总额仍排名过去七年的第二高。
- 2019年的风投融资虽然仍保持强劲势头，但相较2018年的高位已有所下降。继过去几年缩减之后，募集时间亦已延长，2019年关闭基金的平均时间和中位时间均有所增加。

风险投资

2019年第三季的美国风投资本投资交易量与交易总值相较上一季度及去年同期均明显下降。三大风投数据提供商发布的结果摘要载列如下：

2019年第三季度与2019年第二季度比较：

	2019年第三季度	2019年第二季度	差额 (%)	2019年第三季度	2019年第二季度	差额 (%)
	(单位：10亿美元)	(单位：10亿美元)		交易	交易	
VentureSource ¹	\$27.5	\$33.1	-17%	1,295	1,504	-14%
PitchBook-NVCA ²	\$28.2	\$34.1	-17%	2,265	2,810	-19%
MoneyTree ³	\$26.0	\$30.4	-15%	1,304	1,555	-16%
平均	\$27.2	\$32.5	-16%	1,621	1,956	-17%

2019 年第三季度与 2018 年第三季度比较：

	2019 年第三季度	2019 年第三季度	差额 (%)	2019 年第三季度	2018 年第三季度	差额 (%)
	(单位：10 亿美元)	(单位：10 亿美元)		交易	交易	
VentureSource ¹	\$27.5	\$33.0	-17%	1,295	1,600	-19.1%
PitchBook-NVCA ²	\$28.2	\$31.8	-11%	2,265	2,377	-5%
MoneyTree ³	\$26.0	\$29.5	-12%	1,304	1,528	-15%
平均	\$27.2	\$31.4	-13%	1,621	1,835	-12%

¹ Dow Jones VentureSource (“VentureSource”)

² PitchBook-NVCA Venture Monitor (“PitchBook-NVCA”)

³ PwC/CB Insights MoneyTree™ 报告 (“MoneyTree”)

据 VentureSource 数据显示，2019 年第三季度风投资本家及风投型投资者（即，通过具有多个有限合伙人的基金对早期公司进行股权投资的投资者）在每个融资轮投入的中位金额为 1000 万美元，较 2019 年第二季度的 900 万美元有所上涨，这是自 2000 年第四季度以来的最高中位投资金额。第三季度的种子轮及第一轮均录得较上一季度更高的中位投资金额，而第三季度的后期及第二轮的中位投资金额则分别为相较上一季度适度下降及与上一季度持平。

据 MoneyTree 数据显示，2019 年第三季度共有 55 个超级融资（筹得 1 亿美元或以上的融资），较 2019 年第二季度创下的 67 个超级融资记录有所下降。超级融资筹得资本总额亦从第二季度的 139 亿美元（占总融资的 46%）适度下降至第三季度的 127 亿美元（占总融资的 49%）。此外，在本季度，共有 17 家新的风投支撑公司获得独角兽身份（估值至少为 10 亿美元的私人公司），低于上一季度的数字（20 家新的美国独角兽公司）。加上这些新的独角兽公司，美国的独角兽公司数量现达到创纪录的 180 家，估值总额达 6212 亿美元。

据 MoneyTree 数据显示，种子和早期（A 轮）投资交易分配（即：占交易总数的份额）由 2019 年第二季度的 23% 及 27% 分别适度上升至 2019 年第三季度的 25% 及 28%。扩张期（B 轮和 C 轮）及后期（D 轮及 E+ 轮）交易分配与上一季度持平，分别为 22% 和 10%，其他期间的交易分配则从第二季度的 17% 轻微下降至第三季度的 15%。后期投入资本分配（即，占总投入资本的份额）相较上一季度录得最大增幅，从第二季度的 36% 增至第三季度的 41%。种子轮投入资本分配亦录得轻微上升，早期及扩张期的投入资本分配则适度下降。

据 MoneyTree 数据显示，互联网行业在 2019 年第三季度再次获得最大的投资份额，占交易总数的 41%（较上一季度的 44% 有所下降）及总投入资本的 39%（较上一季度的 41% 略有下降）。医疗保健行业在本季度录得第二高的投资活动水平，占交易总数的 14%（较上一季度的 15% 略有下降）和总投入资本的 19%（较上一季度的 16% 有所上升），其后是移动和电信行业，占交易总数的 12%（与上一季度持平）和投入资本的 11%（较上一季度的 10% 略有上升）。

据 MoneyTree 数据显示，从地域上来看，旧金山湾区（包括硅谷）在 2019 年第三季继续占据最大的投资份额，占总投入资本的 30%（较上一季度的 31% 略有下降）和交易总数的 44%（较上一季度的 47% 有所下降）。第三季度对位于纽约大都会区域的公司的投资录得第二高的投资活动水平，占交易份额的 15%（与上一季度持平）和总投入资本的 17%（较上一季度的 14% 有所上升）。洛杉矶取代新英格兰，在第三季度排名第三，占交易份额的 7%（与上一季度持平）以及总投入资本的 9%（较上一季度的 7% 有所上升）。新英格兰地区排名第四，占交易份额的 7% 及总投入资本的 7%（均与上一季度持平）。

IPO 活动

据 VentureSource 数据显示，2019 年第三季度共发生 19 起美国风投支持的首次公开发行，较上一季度的 32 起 IPO 有所下降。通过 IPO 筹得的资本总额亦大幅下降，从第二季度的 140 亿美元（单优步就筹得 81 亿美元）降至第三季度的 60 亿美元。尽管如此，在第三季通过 IPO 筹得的资本总额仍排名过去七年的第二高。

与往年情况相似，医疗保健公司占据多数 IPO，在 2019 年第三季录得 11 个 IPO，较上一季度的 20 个有所下降，而 IT 行业紧随其后，在本季度录得三个 IPO。消费品行业在本季度录得两个最大的 IPO，筹得的资本总额为 25 亿美元（占本集团通过 IPO 筹得的资本总额的 42%）。

自初始股权融资至 IPO 的中位时间从 2019 年第二季的 7.2 年降至 2019 年第三季的 6.3 年；但是，IPO 前筹得的股本金额中位值及 IPO 前估值中位值分别从第二季度的 1.552 亿美元及 4.853 亿美元大幅上升至第三季度的 2.252 亿美元和 6.463 亿美元。

并购活动

据 VentureSource 数据显示，2019 年第三季度共有 163 宗收购美国风投支撑公司的交易，相较 2019 年第二季度的 200 宗并购交易有所下降，是自 2015 年第二季度以来的最低并购交易量。并购交易总值亦从第二季度的 351 亿美元下降至第三季度的 269 亿美元，是自 2017 年第四季度以来最低的并购交易总值。

IT 行业录得最大并购活动量，从 2019 年第二季度的 86 宗交易、总值 147 亿美元下降至 2019 年第三季度的 68 宗交易、总值 119 亿美元。商业及金融服务行业紧随其后，在第三季度录得 37 宗交易，总价值为 46 亿美元，低于上一季度的 49 宗交易和 63 亿美元总价值，其后为医疗保健行业，第三季度交易数量为 27 宗，总价值为 38 亿美元，低于上一季度的 30 宗交易和 63 亿美元总价值。

自初始股权融资至收购的中位时间从 2019 年第二季度的 5.6 年降至 2019 年第三季度的 4.8 年，这是自 2016 年第二季度以来的最短中位时间。同样，收购前筹得的中位股本金额也从第二季度的 1920 万美元减至第三季度的 1150 万美元。

风投筹资

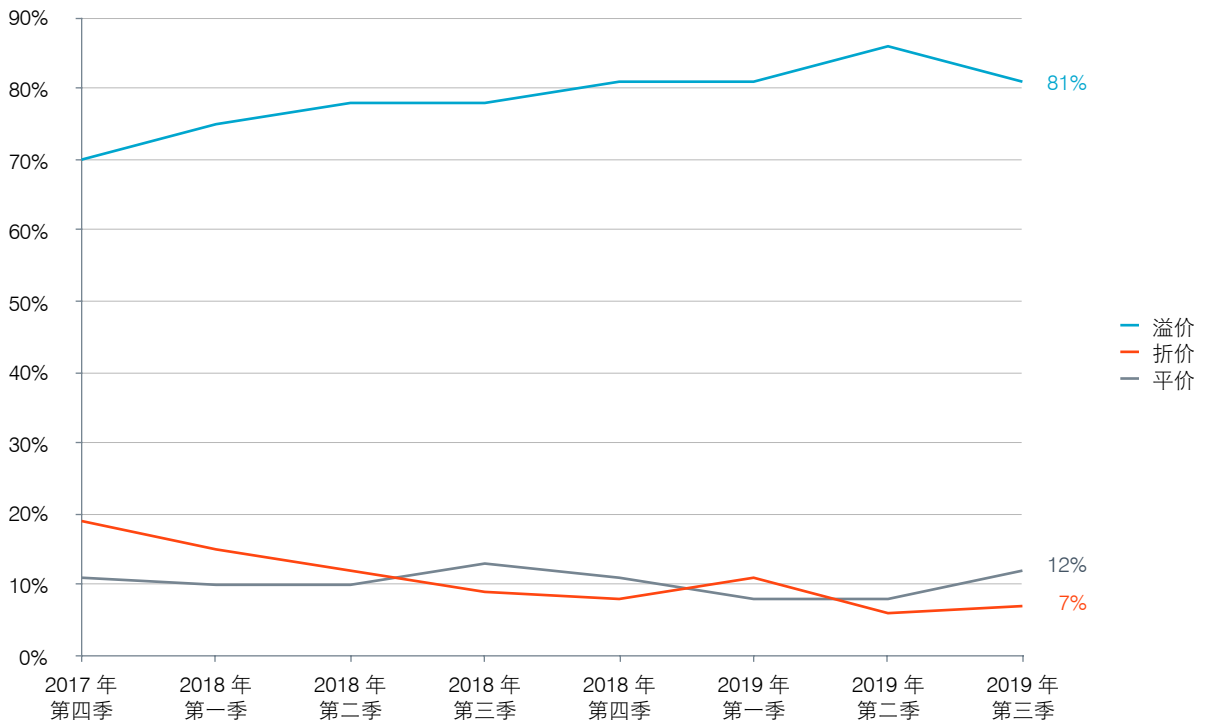
据 PitchBook-NVCA 数据显示，2019 年的风投筹资活动依然呈现强劲的趋势，但相较 2018 年的破纪录水平已有所下降。在本年度前三季度，已通过 162 只基金筹得 296 亿美元，而 2018 年全年通过 290 只基金筹得 568 亿美元。

为跟上不断增长的风投交易规模而筹集更多资金的趋势在 2019 年大致持续，在 2019 年前三季度共有 15 只巨型基金（基金规模超过 5 亿美元）收盘。同时，规模为 5000 万美元以下的风投基金比例继续下降至过去 10 年的最低水平，2019 年迄今只有 54 只基金收盘。经历过去 7 年的大幅增长后，平均基金规模从 2018 年的 2.074 亿美元下降至 2019 年的 1.827 亿美元，而中位基金规模则从 2018 年的 7590 万美元上升至 2019 年迄今录得的 8340 万美元，这是自 2008 年以来的最高中位值。

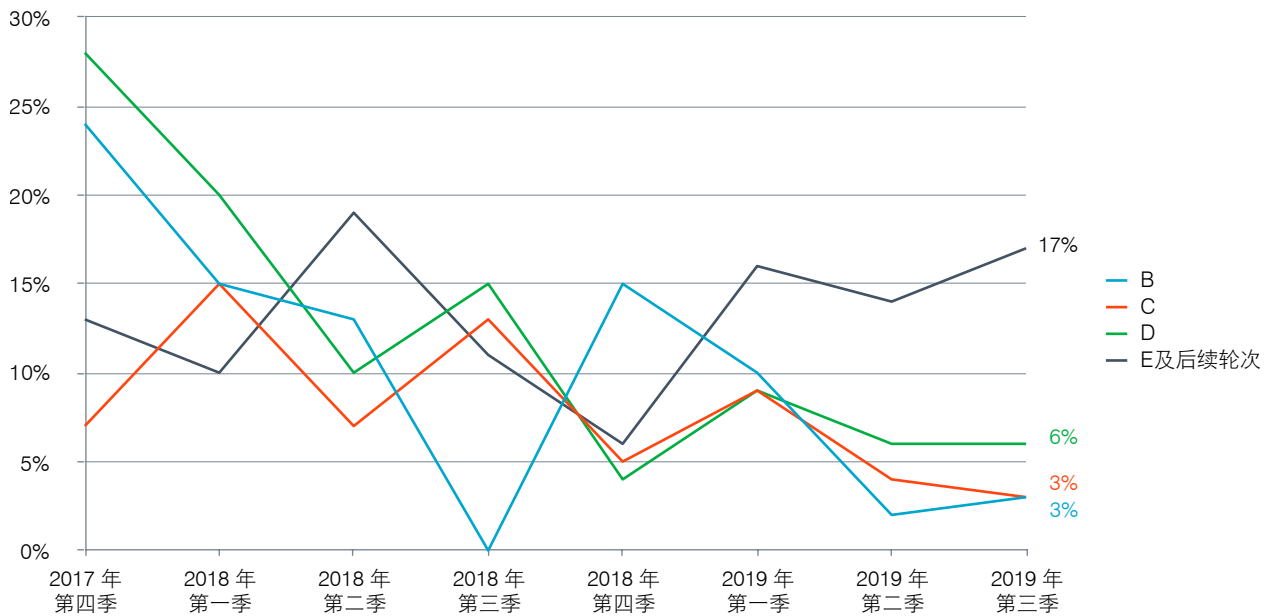
在过去数年持续下降之后，基金收盘的平均和中位时间分别从 2018 年的 13.7 个月和 12 个月上升至 2019 年前三季度的 16.9 个月和 12.9 个月。

Fenwick & West 数据 — 估值

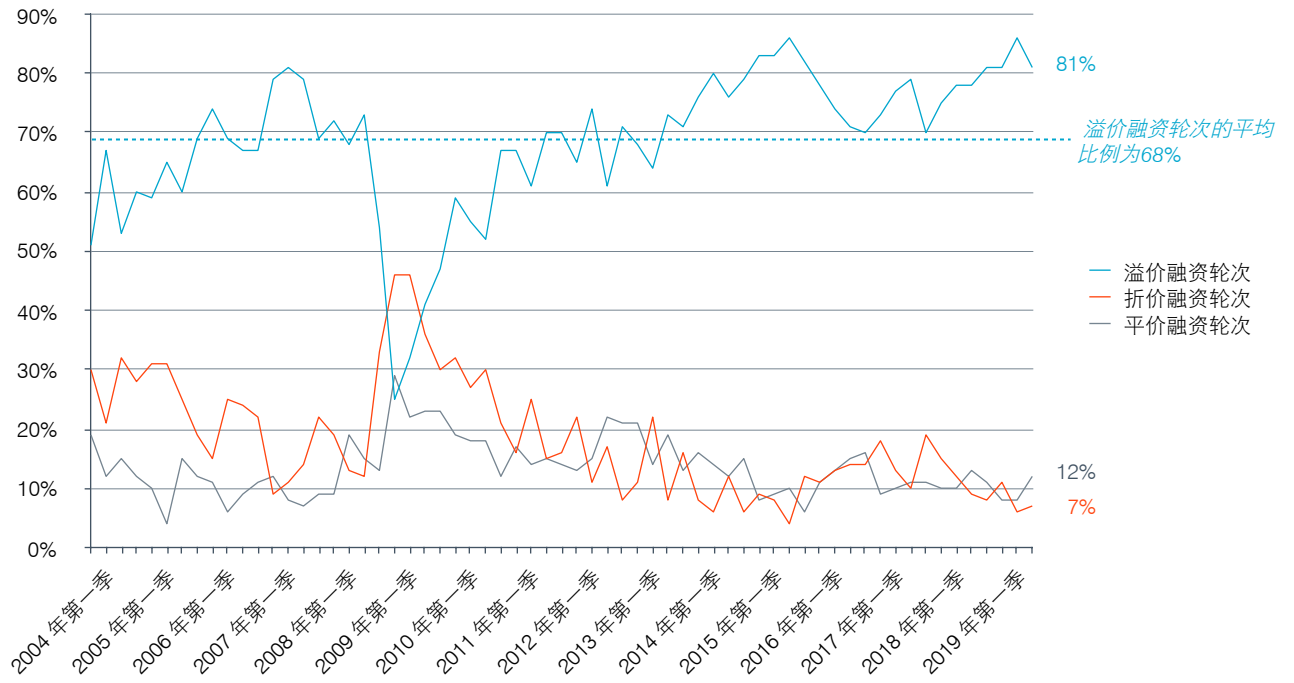
价格变化 — 在一个季度内接受融资的公司与其先前融资轮次相比的价格变动方向，如下所示：



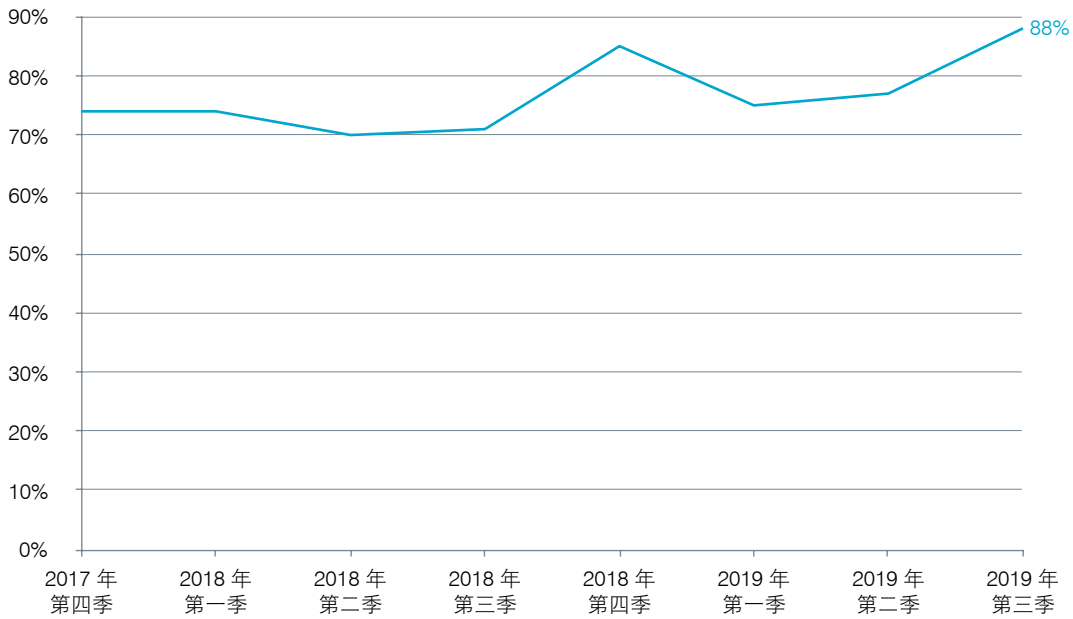
按轮次列示的折价融资百分比如下所示：



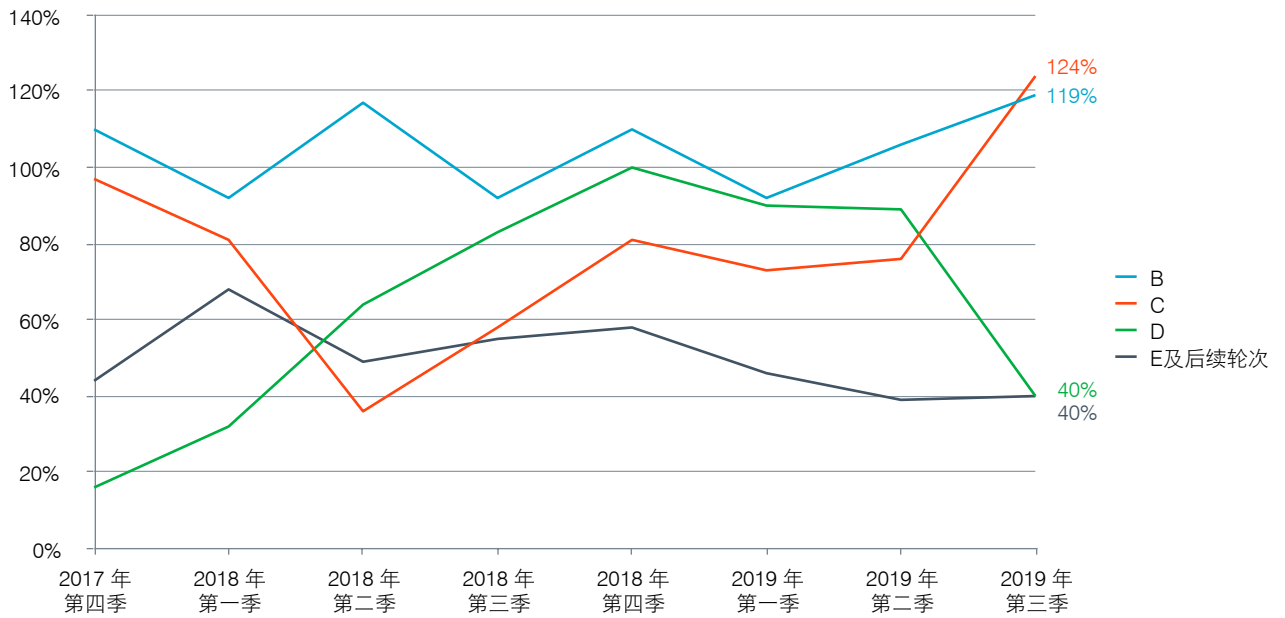
价格变动扩展图—以下显示自 2004 年以来每个季度的价格变动方向。



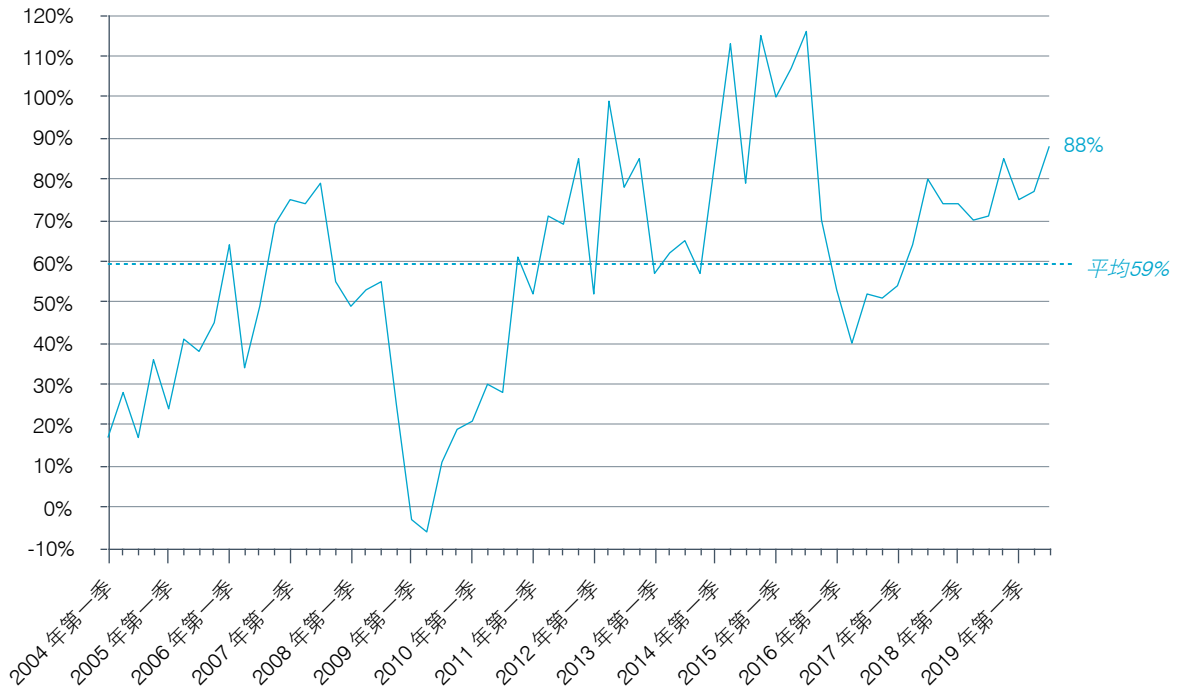
THE FENWICK & WEST VENTURE CAPITAL BAROMETER™（价格变化幅度） — 以下为公司在一个季度内融资的每股价格相较该等公司在先前融资轮次中融资的每股价格的平均变化百分比。在计算平均值时，包含所有融资（溢价、折价及平价），结果并未就融资筹集的金额进行加权。



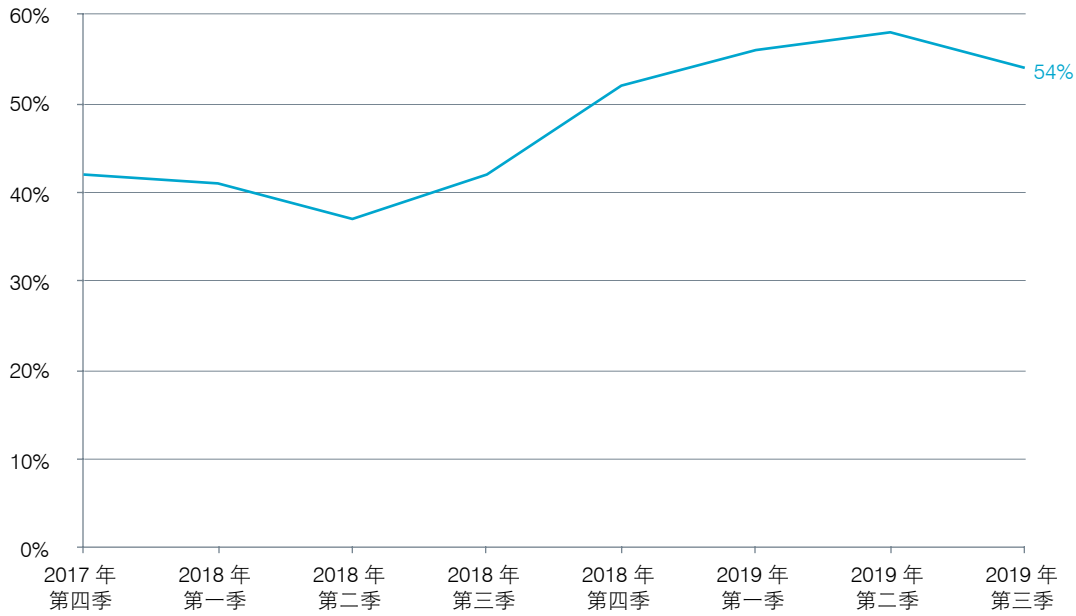
按轮次列示的 Barometer 结果如下所示：



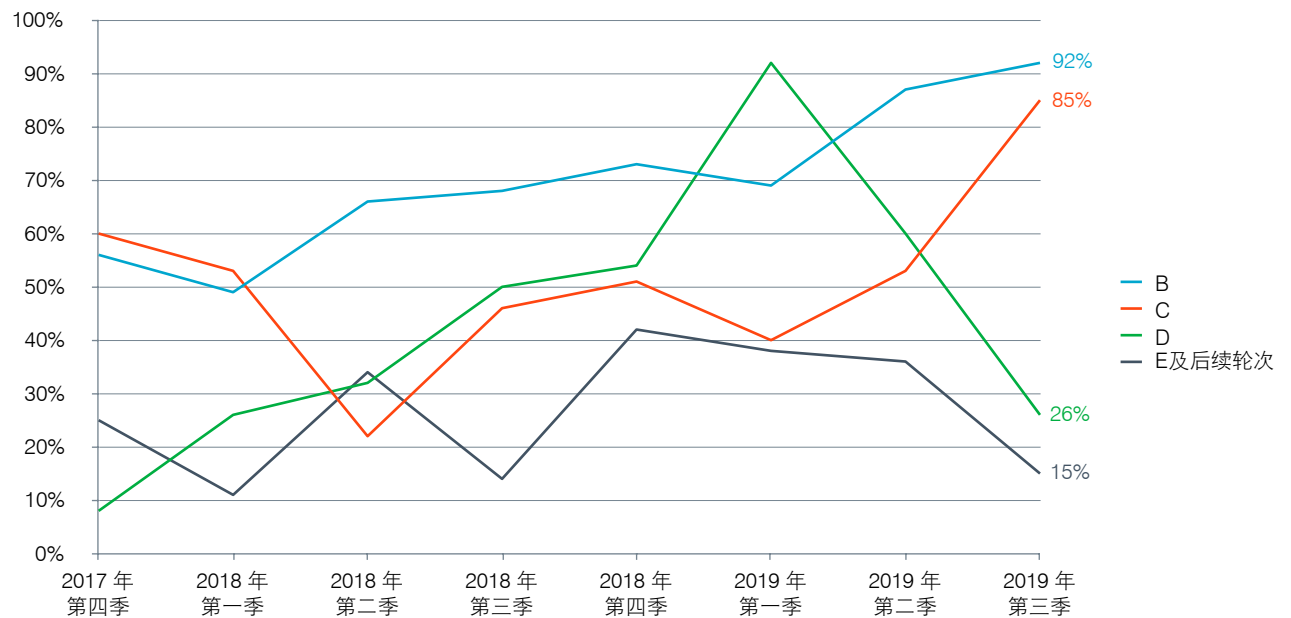
BAROMETER 扩展图—以下显示自我们在 2004 年开始计算该指标以来每个季度的平均价格变化百分比。



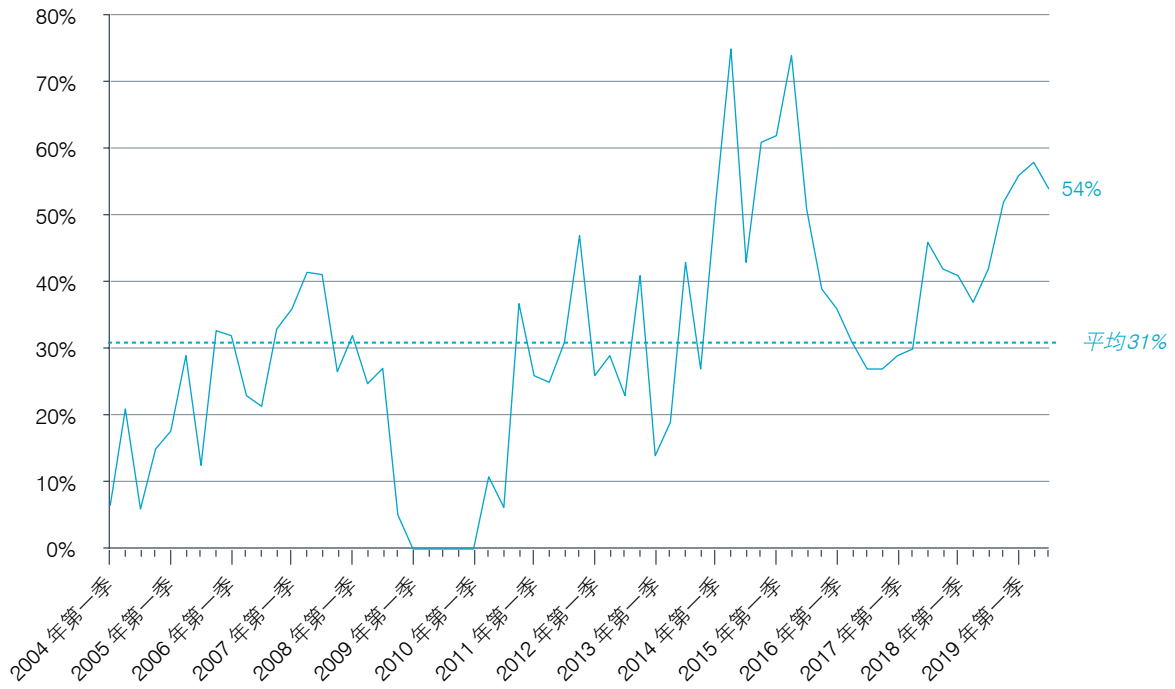
中位价格变化百分比—以下为公司在在一个季度内融资的每股价格相较该等公司在先前融资轮次中融资的每股价格的中位价格变化百分比。在计算中位数时，包含所有融资（溢价、折价及平价），结果并未就融资筹集的金额进行加权。请注意，这与 Barometer 不同，Barometer 是基于平均价格变化百分比。



按轮次列示的中位价格变化百分比。



中位价格变化百分比扩展图—以下显示自我们在 2004 年开始计算该指标以来每个季度的中位价格变化百分比。



按行业列示的价格变动方向和平均价格变化及中位价格变化结果—下表按产业集群列示在本季度获得融资的公司相较上一轮的价格变动方向、平均价格变化及中位价格变化结果。接受 A 轮融资的公司不予计入，因为它们并无先前轮次可与比较。

行业	溢价融资	折价融资	平价融资	平均价格变化	中位价格变化	融资数量
软件	81%	9%	9%	93%	77%	54
硬件	93%	7%	0%	91%	29%	15
生命科学	67%	0%	33%	47%	16%	15
互联网/数字媒体	88%	8%	4%	94%	60%	24
其他	73%	7%	20%	93%	29%	15
所有行业合计	81%	7%	12%	88%	54%	123

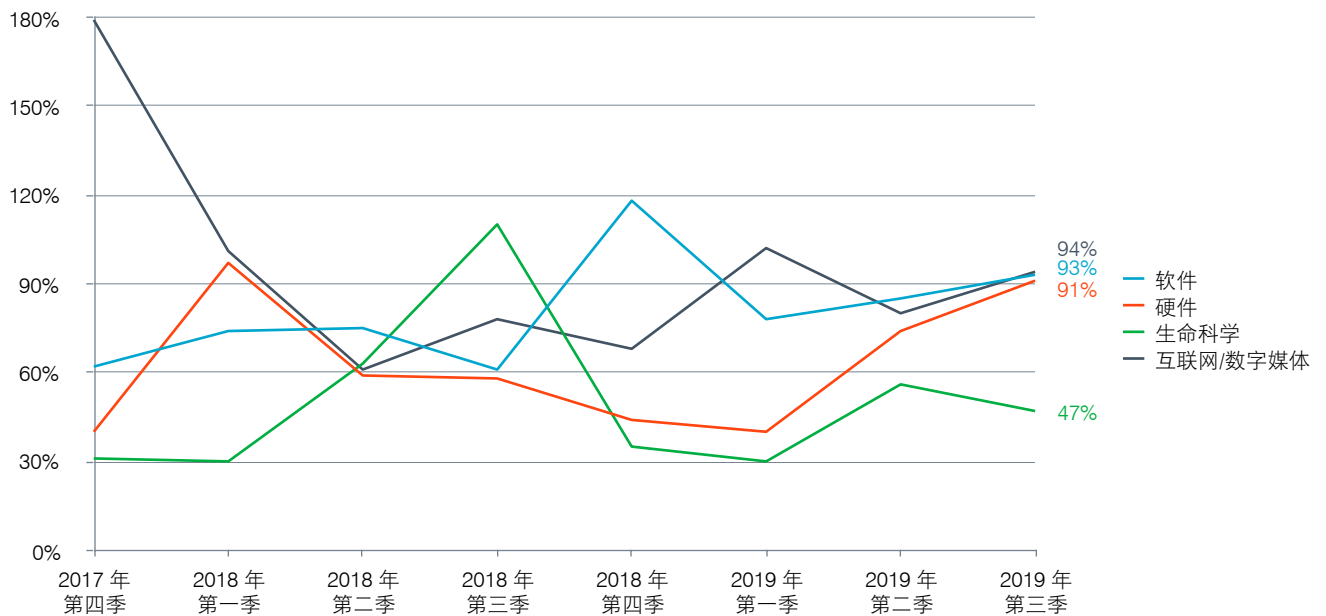
按行业划分的折价融资结果—下表显示在过去八个季度的每个季度，按产业集群划分的“折价融资”百分比。

折价融资	2017 年 第四季	2018 年 第一季	2018 年 第二季	2018 年 第三季	2018 年 第四季	2019 年 第一季	2019 年 第二季	2019 年 第三季
软件	18%	16%	14%	11%	3%	12%	7%	9%
硬件	28%	10%	5%	14%	26%	0%	0%	7%
生命科学	21%	16%	10%	5%	11%	27%	4%	0%
互联网/数字媒体	14%	17%	16%	5%	13%	5%	9%	8%
其他	13%	0%	16%	5%	0%	0%	7%	7%
所有行业合计	19%	15%	12%	9%	8%	11%	6%	7%

按行业划分的 BAROMETER 结果—下表显示在过去八个季度的每个季度，按产业集群划分的 Barometer 结果。

行业	2017 年 第四季	2018 年 第一季	2018 年 第二季	2018 年 第三季	2018 年 第四季	2019 年 第一季	2019 年 第二季	2019 年 第三季
软件	62%	74%	75%	61%	118%	78%	85%	93%
硬件	40%	97%	59%	58%	44%	40%	74%	91%
生命科学	31%	30%	63%	110%	35%	30%	56%	47%
互联网/数字媒体	179%	101%	61%	78%	68%	102%	80%	94%
其他	73%	72%	81%	70%	90%	120%	67%	93%
所有行业合计	74%	74%	70%	71%	85%	75%	77%	88%

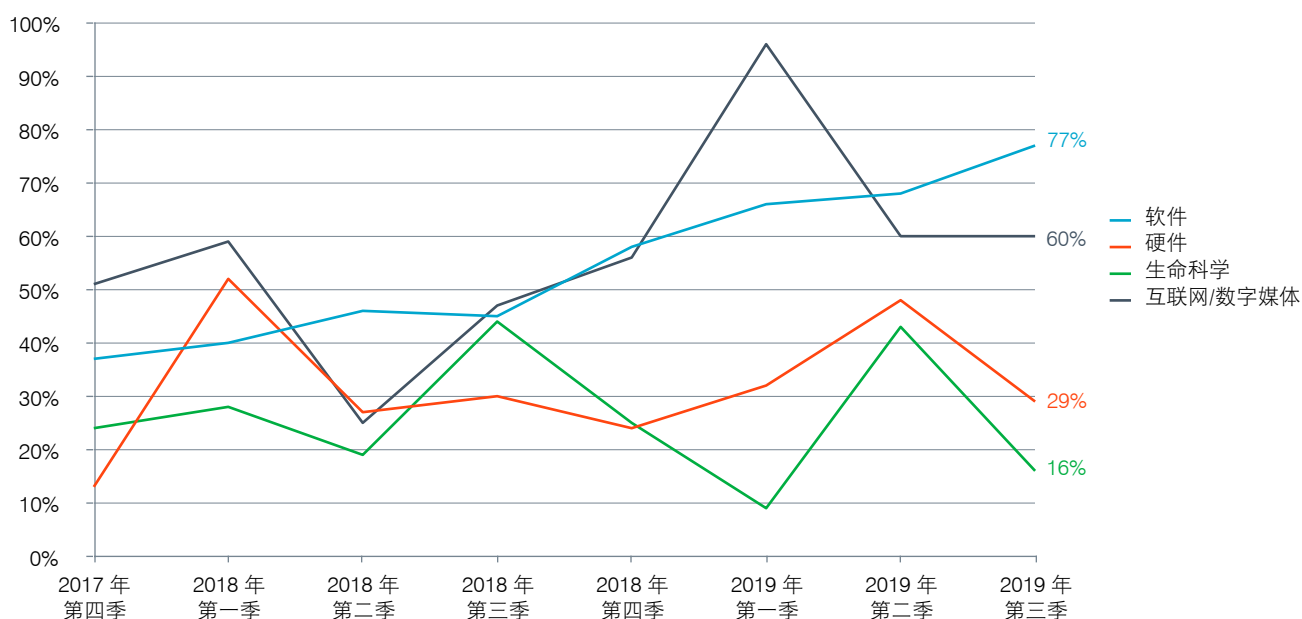
上述数据的图形显示如下。



按行业划分的中位价格变化百分比结果—下表显示在过去八个季度的每个季度，按产业集群划分的中位价格变化百分比结果。请注意，这与 Barometer 不同，Barometer 是基于平均价格变化百分比。

中位价格变化百分比	2017 年 第四季	2018 年 第一季	2018 年 第二季	2018 年 第三季	2018 年 第四季	2019 年 第一季	2019 年 第二季	2019 年 第三季
软件	37%	40%	46%	45%	58%	66%	68%	77%
硬件	13%	52%	27%	30%	24%	32%	48%	29%
生命科学	24%	28%	19%	44%	25%	9%	43%	16%
互联网/数字媒体	51%	59%	25%	47%	56%	96%	60%	60%
其他	63%	35%	53%	37%	48%	69%	60%	29%
所有行业合计	42%	41%	37%	42%	52%	56%	58%	54%

上述数据的图形显示如下。

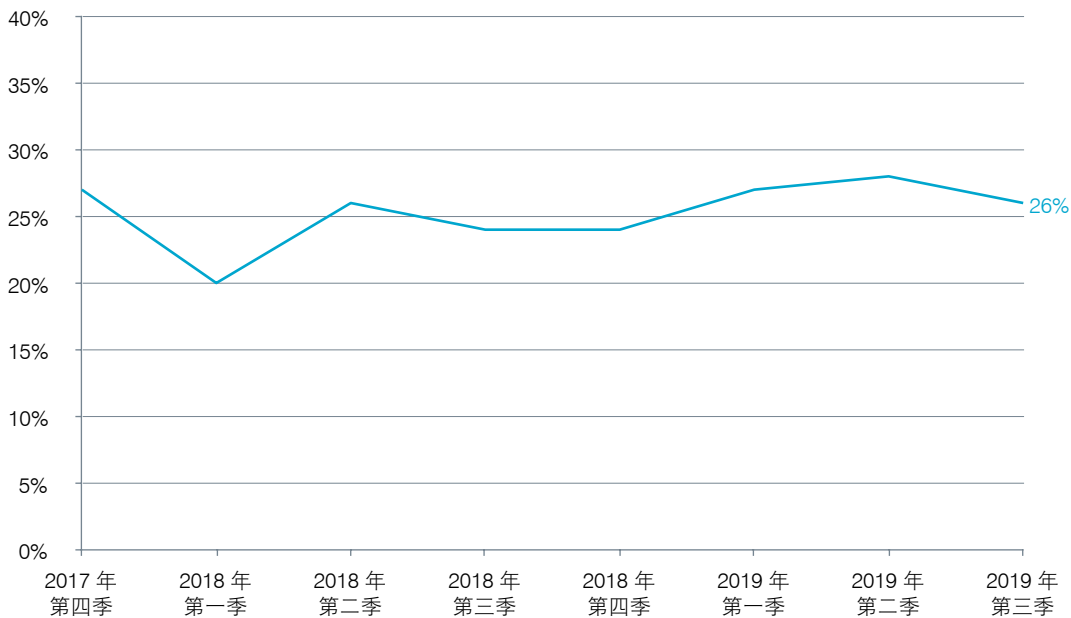


融资轮次—本季度按轮次划分的融资如下所示：

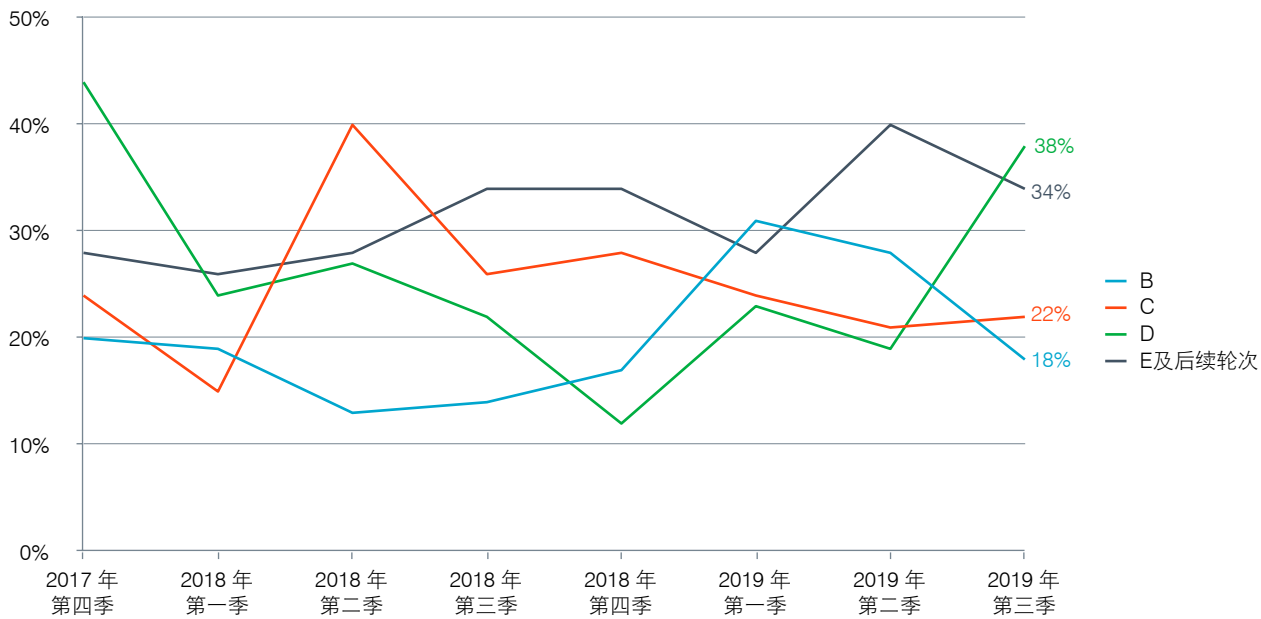
轮次	2017年 第四季	2018年 第一季	2018年 第二季	2018年 第三季	2018年 第四季	2019年 第一季	2019年 第二季	2019年 第三季
A 轮	29%	25%	24%	27%	31%	32%	26%	35%
B 轮	26%	27%	24%	20%	20%	21%	25%	21%
C 轮	15%	21%	19%	18%	18%	18%	22%	17%
D 轮	13%	13%	13%	13%	11%	12%	7%	8%
E 及后续轮次	17%	16%	19%	22%	20%	17%	20%	19%

Fenwick & West 数据 — 法律条款

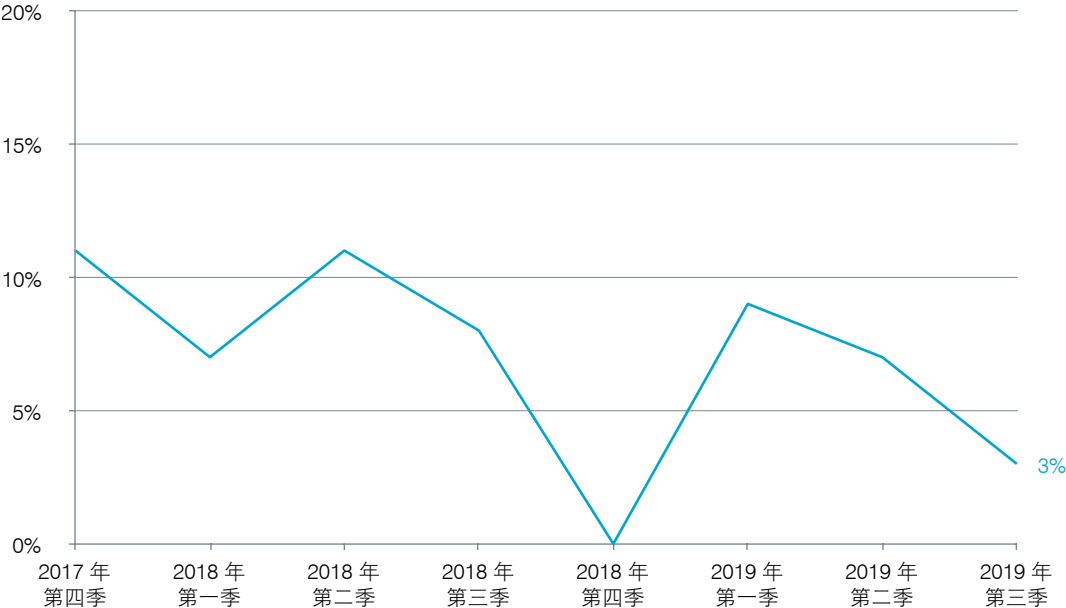
清算优先权 — 高级清算优先权用于以下融资百分比。



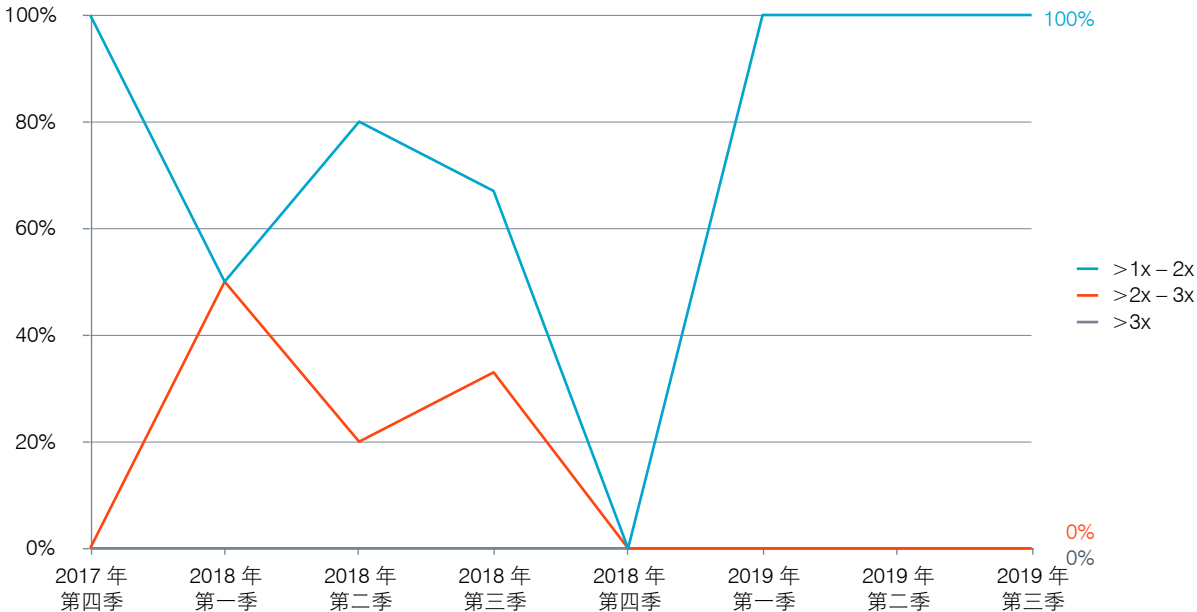
按轮次划分的高级清算优先权百分比如下所示：



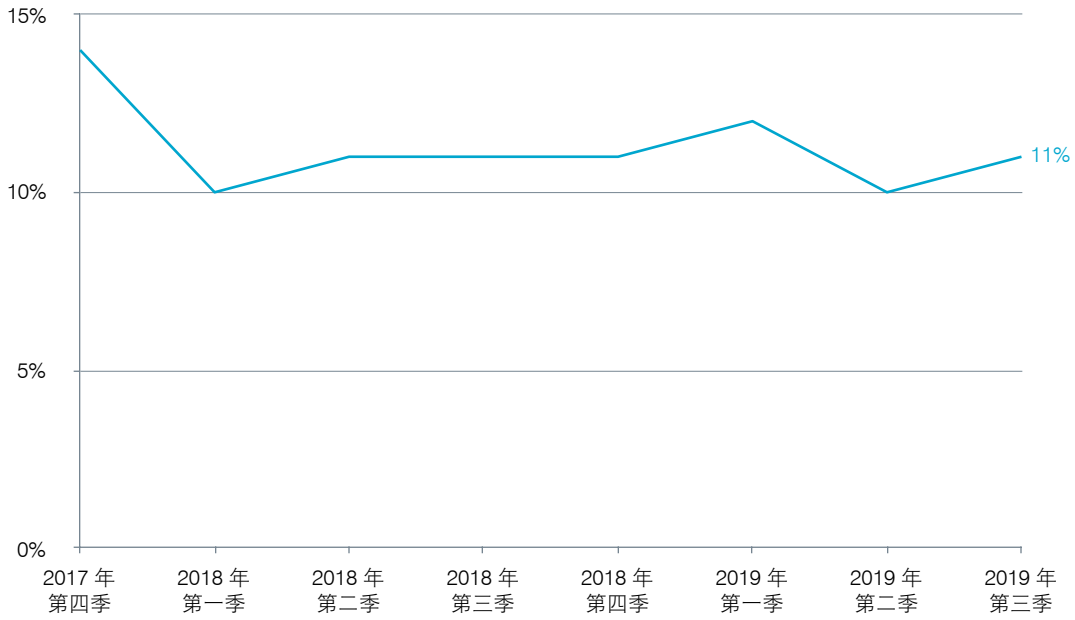
多元清算优先权 — 属于多元清算优先权的高级清算优先权的百分比如下所示：



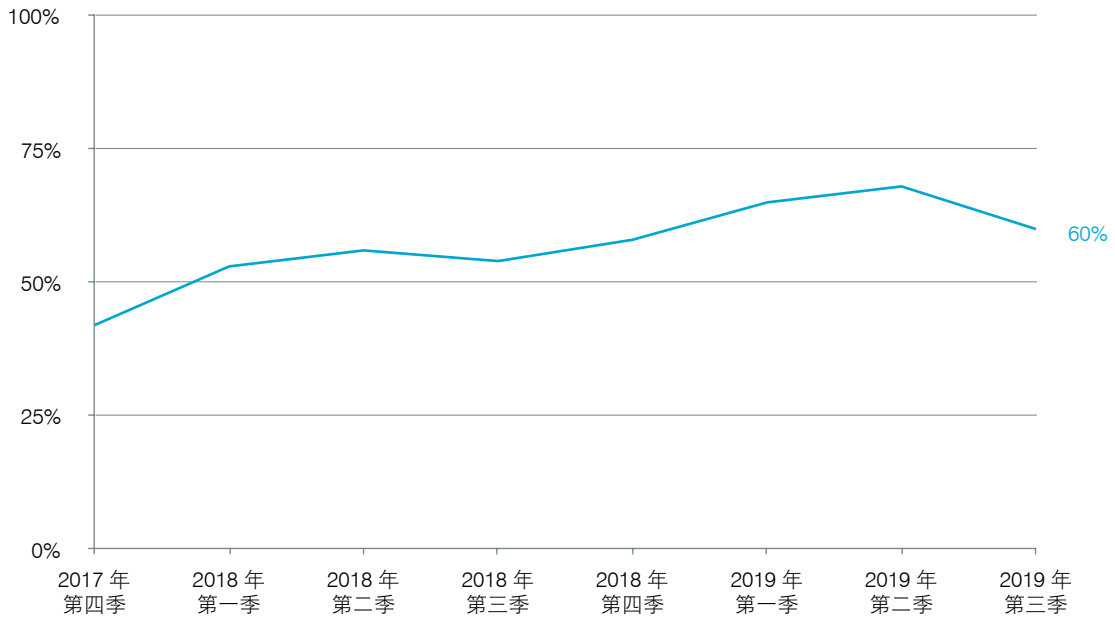
对于属于多元清算优先权的高级清算优先权，多元的范围如下所示：



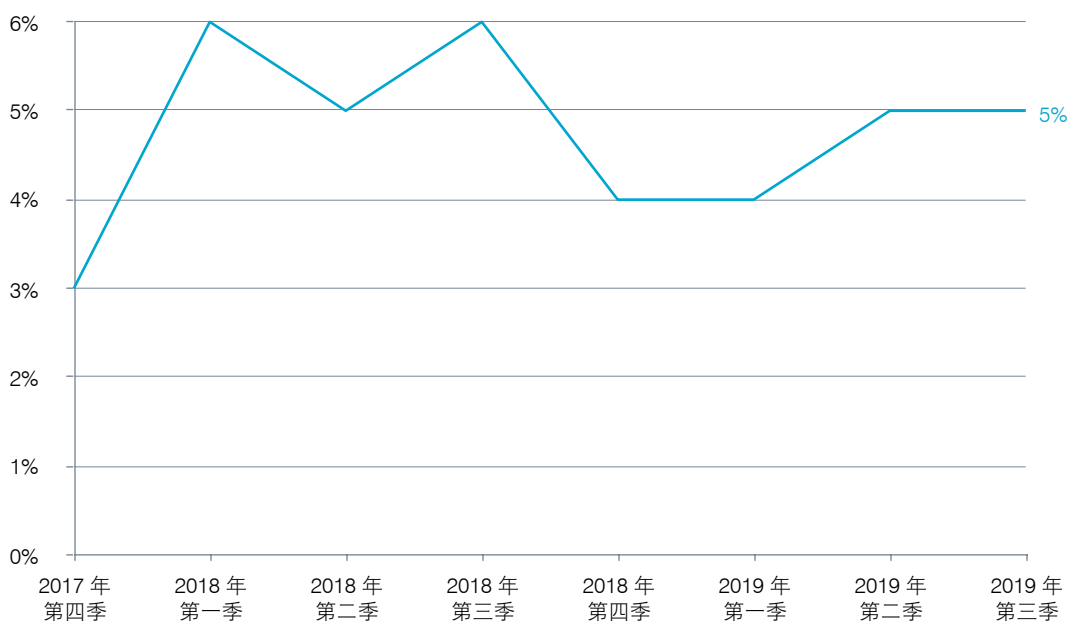
参与清算 — 规定参与清算的融资百分比如下：



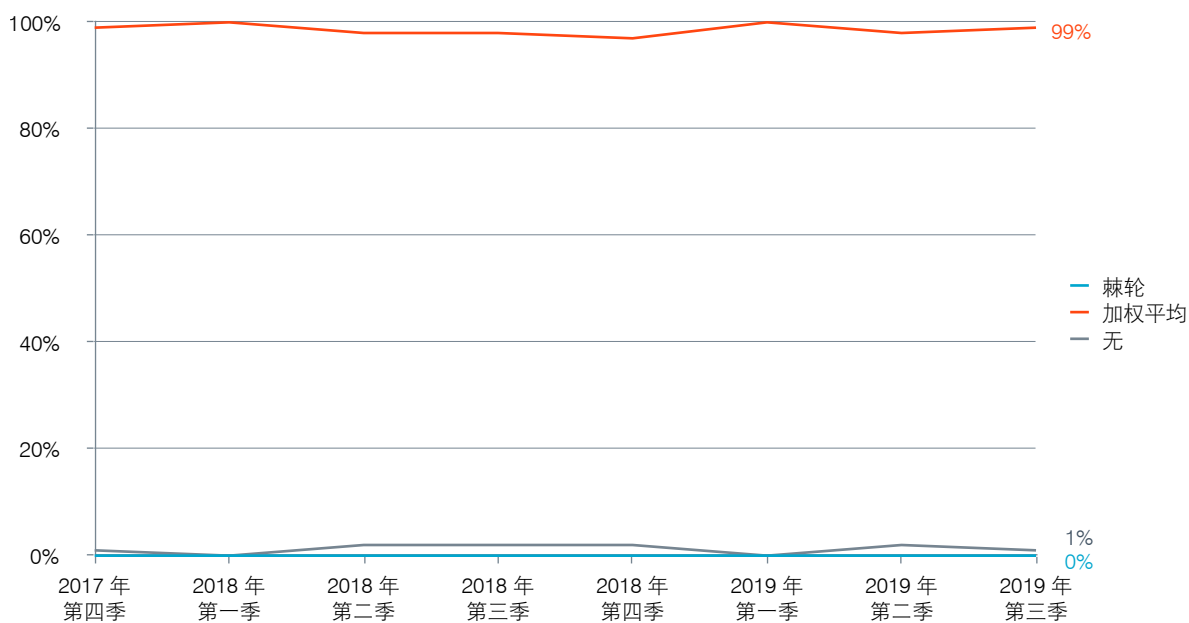
对于具有参与权的融资，不封顶的百分比如下所示：



累积股息 — 规定累积股息的融资百分比如下：

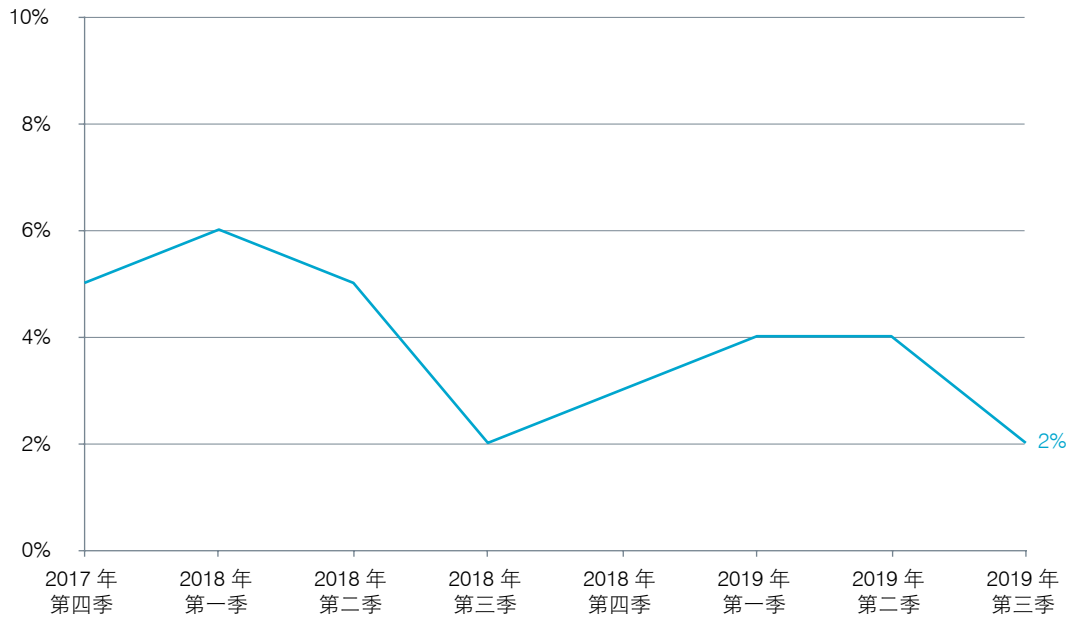


反稀释条款 — (非 IPO) 反稀释条款在融资中的使用如下所示：

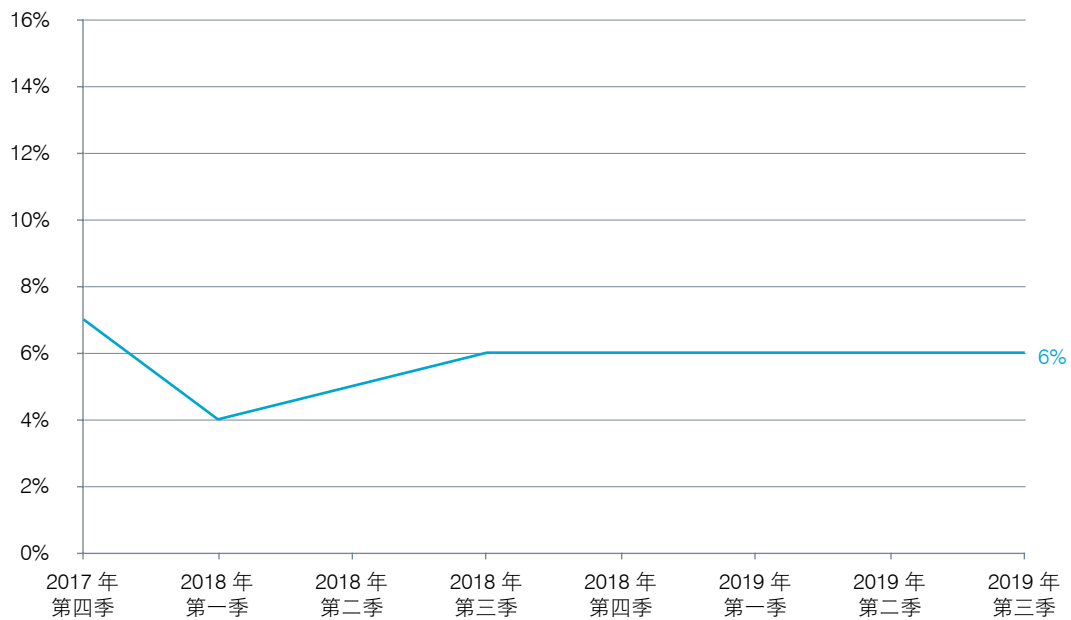


请注意，上表仅适用于非 IPO 反稀释条款。换言之，上表适用于保护投资者免受之后折价风险融资影响的反稀释条款。上表并不包含保护风险投资者免受低于其支付价格的 IPO 影响的反稀释条款（例如，IPO 棘轮条款），因为这些条文通常仅在非常后期的高估值交易中谈判/包含。我们认为，提供包含 IPO 反稀释条款的所有融资的百分比的作用不大，因为这将是一个人为的较低结果。对 IPO 反稀释条款的分析纳入我们的独角兽调查，该调查在性质上侧重于后期、高价值交易。

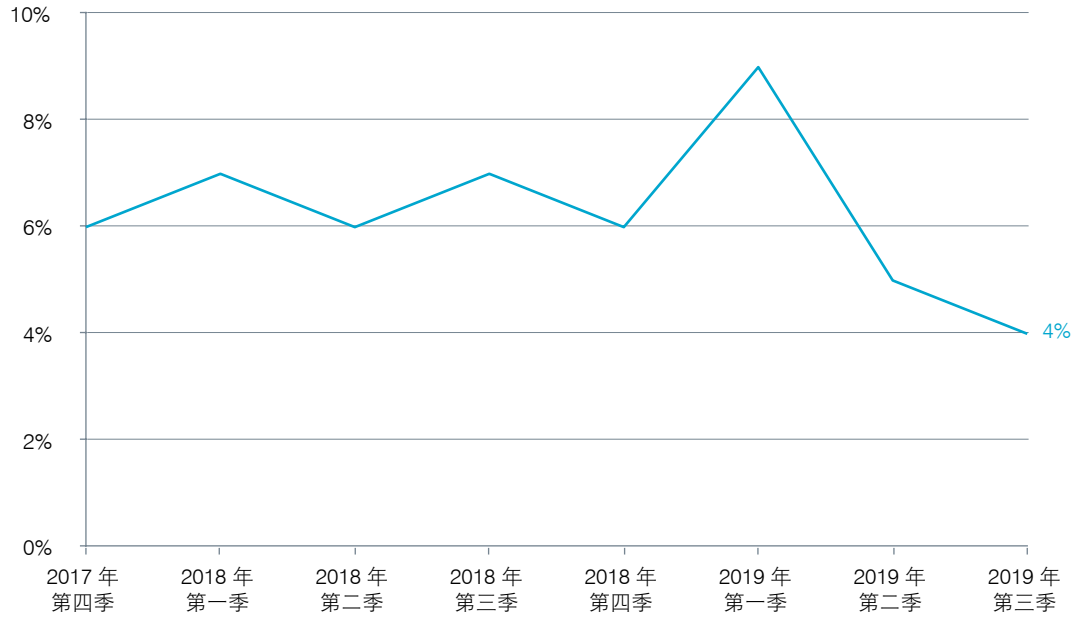
付费参与条文 — 订有付费参与条文的融资的百分比如下：



赎回 — 规定可强制赎回或由投资者选择赎回的融资的百分比如下：



企业重组 — A 轮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轮次或类别的股票）百分比如下：



关于我们的调查

自 2002 年第一季度以来，Fenwick & West 的风险投资调查每季度发布一期。我们旨在为全球的创业及风险投资界提供关于硅谷风险融资条款的信息。

本调查报告向所有人免费提供，仅需在 www.fenwick.com/vcsurvey/sign-up 进行注册即可。能为企业家、投资人、教育工作者、学生、记者及政府工作人员提供信息，我们倍感荣幸。

我们对硅谷融资活动的分析所依据的是由我们的律师和律师助理独立收集的数据，并未偏向或过度反映本事务所参与的融资项目。我们认为，与仅报告一家律师事务所处理的交易相比，这种方法能够在统计学上提供更为有效和广泛的数据。

在确定一家公司的总部是否位于“硅谷”时，我们查看的是公司总部的地区代码。此地区所包含的地区代码为 650、408、415、510、925、916、707、831 及 209。

方法说明

在解读 Barometer 结果时请谨记，本结果反映了与上一轮融资（平均约为 18 个月之前）相比，在某个季度融资的公司的平均价格涨幅。按照定义，Barometer 没有纳入未能进行后续融资的公司（可能是因为这些公司出现停业、被收购或上市）。因此，我们认为，相较于计算绝对风险投资回报，我们的结果对于辨析风险投资环境趋势非常有价值。另请注意，我们的计算并未按“美元加权”处理，即无论规模如何，对所有轮次的风险投资等同对待。

关于作者



Cynthia Clarfield Hess 是泛伟初创及风投部共同主席。Cindy 是获钱伯斯美国认可的最佳企业律师之一，就大量企业交易事务为科技公司提供咨询服务，从建立事务和风投融资到并购和公开发售（代表公司及承销商）不一而足。她曾服务于大量高科技客户 — 从知名的科技巨头到开发创新技术的新兴公司，包括移动、SaaS 和社交媒体领域最热门及最具创新的公司。



Mark Leahy 是泛伟初创及风投部共同主席。他是一名资深的科技公司顾问，曾处理大量公司交易事项，专注于提供可满足客户业务目标的法律解决方案。他尤其擅长处理风投融资、公司治理、并购及公开发售事项。他的专业知识涉及众多科技领域，包括软件、半导体、互联网/电子商务以及数据管理和存储。



Khang Tran 通过收集及在事务所共享知识和专业技术，支持事务所的知识管理项目，进而提升为客户提供的法律服务的质量。

联系人/注册信息

若要获得关于本报告的更多信息，请联络泛伟的以下人士：Cynthia Hess，电话：650.335.7238；电邮：chess@fenwick.com 或 Mark Leahy，电话：650.335.7682；电邮：mleahy@fenwick.com。

请访问 fenwick.com/vcsurvey 查看最近一期的调查报告。请访问 fenwick.com/vcsurvey/sign-up 加入电子邮件列表，以获取本调查今后的报告。

免责声明

在编制本报告时，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。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（包括任何错误或不完整）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。在本调查报告中表达的任何关于风险投资环境或其他事项的观点，仅代表作者本人的观点，不代表 Fenwick & West LLP 的观点。

© 2019 Fenwick & West LLP

**FENWICK
& WEST**

[FENWICK.COM](https://www.fenwick.com)