

风险投资：高科技创新的催化剂（中）

○ 邓 锋



邓锋

北极光风险
投资基金创
始人

风险投资的发展历史

风险投资怎么来的？接下来简单讲一下它的发展历史。其实风险投资最早是从美国来的，大概在20世纪50年代萌芽，最早的时候也不叫风险投资，就是个人投资，几个人凑点钱一起投，操作也很简单，就是写一张纸，你给我多少股份、我给你多少钱就完了。慢慢发展得越来越专业化，投资的领域越来越宽，投资的团队在财务、运营方面经验也越来越丰富。

风险投资行业的发展经历了几个时点：首先在20世纪60年代末和70年代早期出来了很多半导体公司和IT公司，那时候整个行业从晶体管变成集成电路，出来了很多新公司。大家可能知道，英特尔在60年代末拿到风险投资公司的钱，AMD也是一样。到70年代中后期的时候，又出来一批公司拿了风险投资公司的钱，像苹果等，这是一个PC和工作站的时代，第一批做PC、软件的都是从那时候出来的。然后到了80年代的时候，风投开始投网络，这时候出来一个公司后来变成世界500强之一，叫思科。网络和通讯设备的公司就是

从那时候开始的。然后到了90年代初，1993年、1994年的时候就开始出现互联网的公司，以雅虎为代表，再往后又出现谷歌、Facebook等。一般我们统称这个行业为TMT，或者ICT（Information Communication Technology）。在泛IT这个领域，风险投资一直是很活跃的。除了这个主流以外，从90年代开始，风险投资行业也投了一些清洁科技的公司，主要一个是新能源，能源储存这一类；另一块是环保，如水处理、固废的处理，还有一些新材料、节能等。这是从20世纪90年代后期开始的潮流，到2000~2005年时达到高潮，现在情况则有些凄惨。因为这些公司有很多花了大量的钱但没有成功。这里面有几大问题：一是它的资本效率太低，另外一个问题是美国没有制造业。因此，清洁科技是中国风投的机会，但不是美国风投的机会。

还有一大部分就是Healthcare，这部分跟技术相关，美国也出了很多这种大公司，有风投投出来的，但不是太多。总的来说，健康、医疗在美国也不是很大的风险投资机会，几年下来总的没挣钱。因为美国的FDA的认证需要太长时间，中间投资量太大，可能投几亿美元下去都不知道药做不做得出来。现在研发一种药动辄就是几亿，甚至上十亿美元，才知道这药成不成，可能到了FDA第三期的时候，才说这药不行，那些钱就全都打水漂了，所以慢慢地，这种模式也在往中国转移，包括一些新兴的制药方式。我参加过一些前期计划，了解到像一些新的制药的模式，中国的公司非常有竞争力，已经开始有风投关注这个领域。

总的来说，美国的风险投资发展有几个高峰点，80年代有一部分，最高峰点应该是90年代初到90年代末，后来就变成泡沫，特别是互联网泡沫，也是风险投资泡沫。大家可能听说过Menlo Park，是在斯坦福大学旁边的小城，那里至

少有几百家甚至上千家的风险投资公司，北极光创投在那儿有一个办公室。2000年以后风险投资行业沉寂了一段时间，大概在过去两年开始，一直到现在，又变得非常热。主要就是因为这一拨的互联网和无线互联网等一系列的出现，而且出了很多新型风险投资公司的概念。

回顾过去的这几十年，我觉得风险投资行业在美国有几个特点：第一，它的发展是跟高科技极其相关的，应该说过去的高科技革命实际上都跟风险投资公司相关，由于受到高科技影响，也出来了很多很优秀的风险投资公司。第二，这些风险投资公司推动了高科技的革命，甚至可以说没有风投就没有硅谷，反过来也可以说，没有硅谷就没有风投，风投的方式跟硅谷的创业精神是很相关的，比如说允许失败、靠大学资源，还有律师、会计事务所收费方式跟中国不一样，它甚至可能不要你的钱，你可以融到钱再给钱，或者希望你融到钱的时候，给点儿股票。它也可以白做点事，换取股票。如果公司上市的话，他就赚大了，没上也就算了，干活就白干了，他也愿意这样，但是在中国，律师基本上不太可能接受这种方式。

另外，美国几十年下来真正有品牌的风险投资还有两个趋势；一个是投早期；另一个是美国的风投非常专业化，不像中国的风投什么都做，早期、中期、晚期都做，农业也做，高科技也做，消费类也做。而且现在有一个趋势很明显，这些第一批的所谓最好的一些公司，想融多少融多少，但二线、三线的风险投资公司融资就很困难。从整个美国风投行业来说，在过去10年，整个行业是亏钱的，这是一件很不幸的事，但是在过去10年里，前25%的风投是挣钱的，而且赚得非常多，后面75%基本上都是亏钱的，所以基本上是两极分化。如果到不了第一梯队里，基本上就是亏钱的。

美国风投业的另外一个特点是整个行业的联动很明显。我们看世界上这些进入世界500强的大公司，如英特尔、苹果、思科、雅虎、谷歌等，没有一家不是背后的风险投资支持的。这是一件很有意思的事情。风险投资可以支持公司发

展，除了钱以外，最关键的是提高这些公司的发展速度，在竞争中它使得公司有一个更快的发展速度。

中国风险投资业的发展特点

在中国发展风险投资，其实也是很有意思的事。中国的风投起步很晚，发展很快，开始是受美国影响很大，现在越来越本地化，受美国的影响越来越小。中国最早的风险投资公司应该是IDG，IDG在1993年、1994年的时候其实不能叫真正的风险投资，而是一个投资公司的概念。当时中国有很多投资公司，现在的真正的风险投资其实不是投资公司的概念，而是用基金的概念。投资公司的概念基本上是公司层面的交易，最后在分配的时候再分到投资人个人。IDG最早是世界上很有名的媒体公司，1993年它们到中国成立投资公司进行投资。20世纪90年代末期风投在中国经历过很惨的一段时间。真正第二次崛起是从2004年开始，2004年的夏天，美国的一批风投组织了代表团访问中国，我当时也参与了这次旅行。当时我刚刚把自己的公司卖掉。我在美国和朋友一起做了一个公司叫NetScreen，公司上市以后卖给了另外一家公司，卖了四十几亿美元。然后我就想做风投，本来没想自己做，一些美国



美股2012年IPO规模远超A股，融资规模再次领先全球

的风投公司邀请我跟它们去做，因为它们在寻找进入中国的策略，想找一个既懂中国又懂美国的人，最后我还是没有选择它们，而是选择了自己做。但是我投资了三家很成功的美国基金，有幸地做了一回LP：第一个基金是红杉资本，其中一个被投公司从零开始一年之后卖了16亿美元，一个案子把整个基金赚了回来，整个基金回报非常好；第二个基金是Accel，就做了一件事：投资了一个叫Facebook的公司，投资的时候公司估值是1亿美元，今天是1 000亿美元的估值，这个基金是全美国历史上回报最好的风投的基金；第三个基金是NEA，投资了Groupon等。

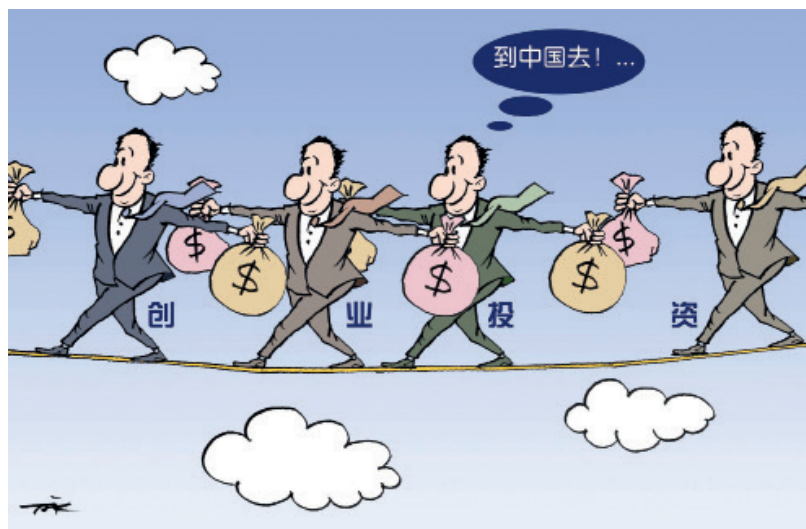
我想要讲的是什么呢？美国的风投有一个特点，成功率不高。风投成功率不高怎么赚钱？风投赚钱不是看成功率，往往风险跟回报是成正比的，你投资一个案子，这案子风险很大，别人都看不清楚，你能看清楚，你投进去可能没人跟你争。如果大家都觉得这事好，基本上你投的时候所有人都在投，往往这个事会干得特难。马云做淘宝的时候，基本所有人都不看好，一旦做出来，就竖立了巨大的竞争壁垒，所以没有人能跟他争。

所以做风投并不是说风险低就去干，而是风险越高回报越高。所以成功率不见得是最好的衡量标准。可能其他投资都失败了，就一个案子成功就行了。美国的风投是这样，一旦有好的

回报，回报率非常高，能达到几十倍、上百倍，它们都有这个特点，一个基金可能就一两个案子成功，但是带来的回报很高就会很好。中国的风投相对来说，可能成功率比较高一些，但是回报率不是很高，2倍、3倍、5倍，好的10倍，但是相对来说的话，这跟风投的特点是相关的。我前面讲2004年、2005年，美国的一批风投到中国考察了一圈，回去3个月以后就在中国成立了基金，那会儿差不多所有美国的风投都进入了中国，我也是2005年回国开始做风险投资公司的，但是我选择自己成立了一家风险投资基金——北极光创投。

2005年、2006年风投变得很热，2008年金融危机，行业才冷了下来。2008年、2009年以前，一般都是外资风投。什么叫外资风投？我们总结，两头在外，融资在外，退出在外，投的是中国公司，但用的是美金，融资是美国的这些投资人，投的虽然是中国公司，但通过一个所谓VIE结构，投向注册在开曼群岛的公司，最后上市在海外，如纳斯达克这些地方上市，退出也是退的美金。过去包括中国的互联网公司基本上都是这样，百度、新浪、搜狐都是这么做的。2009年开始出现了一个巨大的变化，就是创业板。创业板一开以后，迅速风起云涌，出现了很多中国人民币的基金，发展的速度之快是始料未及的。很快，无论在融资的资本总量和基金个数，还是投资和退出的公司数量，都迅速地超过了美元基金。可能在未来相当一段时间，都会是这样的情况。

但是从2011年下半年开始，中国的整个风险投资行业、PE行业都冷下来了，而且冷得非常快。大家可能知道，第一个问题就是资本市场变得对中国公司很不利，在2011年上半年，一年以前或者再早，基本上都是中国公司premium，就是说中国公司的估价会高一些，P/E会高一些，这个P/E不是PE，P/E是指市盈率，就是市值和盈利的比例。但现在变成了



2005年，很多海外投资基金涌入中国，掀起一轮“中国热”

China discount，如果你是中国公司，市盈率反而可能会被降低很多。有几个原因，第一个与整个中国GDP往下走都相关，但是最主要的是出了几件事，首先是中国好几个公司被查到有会计造假现象，一下子牵连了所有的中国公司，特别有一个很著名的浑水公司把中国的公司拉了一些出来攻击，有被它冤枉的，但它大多数说的都是对的，这是我们中国公司自己不争气，很多公司造假非常严重，早就应该被揪出来，所以我唯一觉得遗憾的就是，那个Muddy Water（浑水公司）应该是中国人自己来干这个事。

还有一个就是著名的VIE事件。

VIE是什么概念呢？大家知道在中国做互联网公司都要ICP，但ICP是不给外资公司的。换句话说，如果你是一个合资公司，或者外资直接投资公司，就拿不到ICP，没法在中国做互联网的业务。那怎么办？新浪当时想出一个办法，就是VIE结构，因此VIE结构也叫新浪结构。具体来说就是外资股东投到BVI或者开曼的一个公司，BVI或开曼公司在中国拥有一个全资子公司，再通过协议方式控制一家内资公司，并获得所有的利润。这不是一种股权关系，而是通过协议的方式来绑定。这种结构以前是可以的，但2011年年底出过一个事，使得这种模式受到质疑。这就是阿里巴巴和雅虎的纠纷。雅虎是阿里集团的股东，雅虎的股份应该包括支付宝、淘宝，以及阿里巴巴上市公司，但是由于中国银监会要求支付系统不能有外资，阿里巴巴公司单方面宣布支付宝VIE控制协议无效，而且没有跟股东明确地谈妥之前就宣布了。这件事情发生后，不仅仅雅虎的股东，所有的外资投资人对中国公司的诚信都发生了巨大的怀疑。可能表面看不出来，因为我就在这个领域比较了解，外资投资人对中国公司的诚信，我们叫契约精神，产生了巨大的怀疑。所以中国的公司的股票价格全都下跌，即使美国的股票市场在过去这半年非常不错，但中国公司还是很差。



5月16日，2012年度中国投资峰会（北京分会）在北京举行，就中国宏观经济走势发表意见并与来宾进行讨论

相对来说，在人民币市场，创业板、中小板的P/E在过去半年一直在往下走，我觉得这其实是因为原来P/E太高，往下走是很正常的，反而跟国际市场接轨更多一些。但P/E下滑，再加上中国经济不好，导致人民币融资困难。先是资本市场出了问题，外资的资本市场跟中国的资本市场，紧接着融资也不好，当融资不好的时候，再加上我们上市公司上不了市，中国公司市值下跌得很厉害，就导致整个投资下跌，如果看2012年第一季度的话，投资的数量、投资的总额都下降非常厉害。但是这跟2009年的情况不一样，实际上现在中国的风投、PE手上还有钱，大家也在投，也在看，但是节奏没有以前那么快。其实从我自己个人的角度来看，目前是投资的好机会，价格不是被炒得过高，不像2011年的时候，团购、电商的价格都被炒得很高。

我觉得风投在中国的发展速度非常快，一方面表现为迅速向专业化发展，不像刚开始什么都干，另一方面表现为往早期投。这个和美国风险投资发展的历史很类似。我认为不久之后，中国的风投会逐渐变得跟美国差不多。

中国风险投资发展非常快，一方面表现为迅速向专业化发展，不像刚开始什么都干，另一方面表现为往早期投。这与美国发展历史相似。