

决战金融职场实务指南-1

第二版

The Business of Venture Capital

如何成为一名成功的 风险投资人

——资金募集、结构设计、价值创造与退出策略

原著：马亨德拉·拉姆辛哈尼 (Mahendra Ramsinghani)

翻译：路蒙佳



中国金融出版社

WILEY

决战金融职场实务指南-1

The Business of Venture Capital

如何成为一名成功的 风险投资人

——资金募集、结构设计、价值创造与退出策略

原著：马亨德拉·拉姆辛哈尼 (Mahendra Ramsinghani)

翻译：路蒙佳

第二版

 中国金融出版社 WILEY

责任编辑：方 晓
责任校对：张志文
责任印制：丁淮宾

Title: The Business of Venture Capital (Second Edition) by Mahendra Ramsinghani, ISBN: 978-1-118-75219-7

Copyright© 2014 by John Wiley & Sons, Inc.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

北京版权合同登记图字01-2014-6684

《如何成为一名成功的风险投资人》中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

如何成为一名成功的风险投资人 (Ruhe Chengwei Yiming Chenggong de Fengxian Touziren) (第二版) / (美) 拉姆辛哈尼 (Ramsinghani, M.) 著 ; 路蒙佳译. —北京 : 中国金融出版社, 2015. 10

书名原文 : The Business of Venture Capital (Second Edition)

ISBN 978 - 7 - 5049* - 8099 - 1

I. ①如… II. ①拉…②路… III. ①风险投资 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2015) 第199003号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169毫米×239毫米

印张 21.75

字数 383千

版次 2015年10月第1版

印次 2015年10月第1次印刷

定价 56.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8099 - 1/F. 7659

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

谨以此纪念我的父母
并献给
迪帕和阿里亚，我的光与歌

Foreword

前言

我经常被问到我是如何成为一名风险投资人（VC）的。我的妻子埃米（Amy）总是提醒我，当我还是一名企业家时，我常常在麻省理工学院作关于创业精神的演讲。我总是非常坦率地告诫大家“远离风险投资人”。我一手创办了我的第一家公司，尽管我们为风险投资人做了大量工作，但从他们身上赚取的费用（他们向我的公司 Feld Technologies 支付服务费），我更喜欢看作是“收入”而非“投资”。

大约 20 年前，Feld Technologies 被收购。接下来两年里，我用出售公司得来的钱做了 40 笔天使投资。在这个过程中，我的银行存款一度不到 100 000 美元——我的大部分净值都被捆绑在了天使投资和我们在博尔德（Boulder）买的一栋房子上。好在埃米对此通情达理——我们当前有足够的收入过我们想要的生活，我们还年轻（当时只有 30 岁），而且通常不太在意手头有多少现金。

渐渐地，我作为天使投资人投资的一些公司从风险投资人那里筹到了钱。其中一些对我来说是惨痛的教训，比如 NetGenesis，那是我做的第一笔天使投资。我从一开始就是这家公司的董事会主席，直到两年后它筹得 400 万美元风险投资。得到那笔风险投资后不久，风险投资人雇用了一名新的“职业”首席执行官，他只待了不到一年，就被另一位首席执行官代替，后者为这家公司的发展作出了很大贡献。

在此期间，创建这家公司的首席执行官离职了，我决定退出董事会，因为我不支持换掉这位首席执行官，我感到自己对公司不再有影响力，同时也失去了乐趣。

但当时我还不是风险投资人，我用自己的钱做天使投资，竭尽全力帮助一些我参与创建的公司茁壮成长，比如 Interliant 和 Email Publishing。当时我住在博尔德，但不停地奔波于波士顿、纽约、旧金山和西雅图，因为我的多数投资对象都在这些城市里。此时，我开始更多地接触风险投资人，帮助他们做新投资尽职调查，吸引他们关注我的天使投资，并在我受邀投资“企业家副业基金”（Side Funds for Entrepreneurs）时对一些风险投资基金进行小额投资。

查利·拉克斯（Charley Lax）是我在波士顿有过交集的风险投资人之一。查利是一家叫 VIMAC 的公司的合伙人，他当时正在考虑投资于互联网。我是当时（1994—1995 年）波士顿投资互联网最多的天使投资人之一，因此我们的职业轨迹偶尔会交叉。我们从未一起投资过，但我搬到博尔德以后，我在 1996 年年初的某天接到了一个电话，内容大概是这样的：

“嗨——我刚刚加入了这家叫软银（SOFTBANK）的日本公司，明年我们要对互联网公司投资 5 亿美元。你想帮个忙吗？”

呃——好吧——当然。我不太清楚“帮个忙”意味着什么，但下一次到旧金山出差时，我参加了一次早餐会，最后他们对我说：“欢迎加入团队。”

我仍然不清楚到底是怎么回事，但无论怎样我还是在做天使投资并乐在其中。而且很快我就成为了一名“软银会员”（SOFTBANK Affiliate），凭借这个头衔，我可以每月拿到一小笔聘金，介绍交易时有交易费，根据我拉来投资的业绩还能获得提成。这对于我是一种很自由的安排，可以干上好一阵。

之后一周，我在波士顿见了两个人，他们至今都是我的密友。第一个人是刚刚创建了 Flatiron Partners 的弗雷德·威尔逊（Fred Wilson）（软银是这家基金的投资人之一），另一个人是 Yoyodyne 的首席执行官塞思·戈丁（Seth Godin）。我隐约记得我们和几个人在 Yoyodyne 进行了一场兴致盎然的谈话，考察了产品并畅谈了互联网和电子邮件作为营销工具的大好前景。

我的正式汇报很简短——大意是“塞思很酷，公司很棒，我喜欢。”几周后，软银和 Flatiron 在 Yoyodyne 达成了投资协议。

忽然之间，我就成了风险投资人。这完全出于偶然。回首过去17年，这是一段非常有意思的旅程。

当我开始作为天使投资人投资时，我经常交替扮演投资人和企业家的角色。当我成为风险投资人，开始对更多公司进行更大投资时，我仍然交替扮演这两个角色。我花了几年才适应这种角色，但最终我恍然大悟：我意识到自己不能同时有效扮演投资人和企业家两个角色。我必须二选其一。

一旦我选择了投资人这个角色，也就认定我的任务是全力支持首席执行官或创始人。如果我出于任何原因丧失对他们的信任，我会首先与他们直面这个问题。如果我们能协调一致，我会继续支持他们并为他们工作。如果我们不能协调一致，作为投资人的职责，我会在董事会层面解决问题。

多年来，我意识到成为风险投资人需要具备多种个人特质与才智。与其他领域一样，风险投资业有一些优秀的风险投资人，但也有一些差劲的风险投资人。

风险投资业是这样一个行业，每笔投资都会教给你一些新东西——许多可以通过实践学习到的东西。在我写的每本书中，我都强调这样一个基本事实，那就是一本书只能提供一种基本框架，但我们每个人都有能力在这片天地中开辟出一条新路。

在《风险投资业》（The Business of Venture Capital）一书中，马亨德拉·拉姆辛哈尼（Mahendra Ramsinghani）在建立这种基本框架方面做出了杰出的工作。当你阅读这本书时，不管是怀抱成为风险投资人的目的还是了解风险投资业的动向，你都会承认，马亨德拉为你提供了一种基本框架，有助于你理解风险投资业如何运行。尽管风险投资人的个性、风格、行为和成效千差万别，但马亨德拉以一种面面俱到同时又便于理解的方式将风险资本业呈现在我们面前。

——布拉德·费尔德（Brad Feld）

Foundry Group 董事总经理

2014年3月

Preface

序

“如果你自认为已经很完美，就永远提升不到你无疑能达到的高度。”

——石黑一雄，《长日将尽》

在风险投资业中，什么最重要？技巧还是运气？莫琳·威尔科克斯（Maureen Wilcox）可以说是一位非常成功的风险投资人（VC）。她买了两张彩票——一张在马萨诸塞州，另一张在与之接壤的罗得岛州。两张彩票都中了奖。风险投资归根到底就是选择赢家的能力。然而，没有哪本书能教你如何选择赢家或成为成功的风险投资人。它们至多只能帮你建立和识别思维与行为框架。

本书介绍了风险投资整个生命周期的方方面面。募集基金、构建投资组合、发现机会并进行投资、董事的职责，等等。我的目标是传授知识，教育人才，有时甚至包括博君一乐。50多位著名专家在本书中分享了他们的观点和实务建议。书中还总结了学术研究论文的研究结果。不过本书并不包括大量含有希腊字母的公式，学霸们，抱歉。最后，我还介绍了自己十多年投资的亲身经验。

尽管我们生活在大数据时代，但关于风险投资没有什么是可以预测的，或是持久不变的。关于相关性和因果关系的争论一直存在。

对 1974—2010 年的 2 300 多家基金业绩的分析发现，250 多家基金的资本回报率超过了两倍，这些基金的规模为 2.5 亿美元左右。规模为 5 亿美元以上的基金回报率达到两倍的数量极少：只有两家。风险投资人需要追问——两倍的回报率够好吗？在 2000 年至 2010 年这 10 年，风险投资业整体出现了萎缩或规模缩减。活跃风投公司的数量下降了 50%。平均基金规模从 1.7 亿美元（2000 年）下降到 1.4 亿美元（2012 年）。2000—2012 年，规模为 5 000 万美元以下的小风投基金减少了 70%。然而，一些 3 500 万美元级的微型风险投资基金现金回报率呈上升趋势，甚至达到五倍。既然小型风投基金的经理更擅长于选择正确的公司，为什么会出现小型风投基金的全行业萎缩？通过分析退出价值（Exit Value）可以看出，这 10 年退出的 534 家公司中，320 家公司的退出价值小于 1.5 亿美元，而平均耗资为 5 600 万美元。怪不得“超级有限合伙人”克里斯·杜沃（SuperLP Chris Douvos）总是会说“让我看看你们的 RTFE（Return the Fund Exit，基金退出收益率）”。投资人希望看到风险投资组合中某只风投产生超级回报，足以让整个基金收回其全部投资。我接触到一位投资人，他认为 10 年两倍收益率的业绩非常平庸，于是不再投资于风投类资产。这种看法很普遍，以至于机构投资者现在都开始寻找有成功经验的风险投资人。规模很重要，但业绩更重要。

我曾经很困惑的一个问题是：是什么造就了成功的风险投资人？真的存在成功的风险投资人吗？与共同基金和好莱坞明星一样，各种风投基金在人气榜上总是像走马灯似的调进调出——今天的热门明天就会失宠。成功的风险投资人总能选出下一个大赢家吗？他们会在葡萄园里做尽职调查，然后坐上 40 英尺长的双体船驶向夕阳里吗？还是说在企业队伍里赢得高人气才能称为成功？抑或成功是在谬误定义下的一个偶然结果吗？还是说它是经过深思熟虑后坚定不移执行的计划？这些问题仍然存在——还有一些我没有提到的故事。例如，一位风险投资人曾在他的某个投资组合公司首席执行官的家里安了一台隐藏摄像机。还有一位在桑德希尔路风投（Sand Hill Road VC）工作的超级傲慢的风险投资人，他的行政助手告诉我，她恨不得杀了他。这种八卦无助于推进理性讨论，而且只有酒过三巡之后讲起来才更精彩。但它们都是好故事！

回到成功风险投资人的特质这个问题上来，我已经举了一些例子，他们都

选择不接受现状。布拉德·弗尔德（Brad Feld）改变了风险投资人对待企业家和与之打交道的方式（尊重初创）。他与别人合写了一系列支持赋予企业家权力的著作（我有幸与他合写了《初创企业董事会》（Startup Boards）一书），并参与创建了全球加速器网络公司 TechStars。戴夫·麦克卢尔（Dave McClure）的初创 500 公司（500 Startups）希望在各大洲建立有利于创业的环境。再看另一只风投 Andreessen-Horowitz（简称 A16Z），它的风险投资人可以靠 2% 的管理费收入就能发财致富。A16Z 基金的管理费被用于打造一支超过 100 人的团队，目标是更好地服务企业家。他们选择降低这种道德风险，从而成为投资者和企业家等群体追捧的公司。甚至当桑德希尔路的风险投资人抱怨说 A16Z 付的价格过高后，投资者仍在 12 周内心甘情愿地续投了 15 亿美元。还有一些例子表明，有人选择致力于建设创业环境，而不仅仅满足于提成和管理费。这是一群疯狂的人。这种行为需要放弃自我和贪婪，要求具有服务精神和谦逊品德——这些似乎都很稀缺。我的愿望是，作为风险投资人，我们应该找到有意义的方式来推动这种改变。这样，成功的含义就远远不只是物质财富，而是一份遗产，一条值得效法的道路。

本书的第一部分介绍风投基金的募集过程。最初的几章介绍了基金投资周期、不同团队成员的职责、费用与附带权益或利润的经济意义。第一部分旨在帮助解释投资者所处的环境、基金尽职调查、法律条款、基金结构，等等。

第二部分的内容包括筹资、结构化和谈判条款清单、董事的价值增加和投资组合公司的监督。最后一章谈到了人类心理的弱点。戴维·麦克兰尼（David McRaney）是（你并非特别聪明：为什么你在脸谱有太多的朋友，为什么你的记忆太多虚无缥缈，以及 46 条自欺欺人的办法）（You Are Not So Smart: Why You Have Too Many Friends on Facebook, Why Your Memory Is Mostly Fiction, and 46 Other Ways You are Deluding Yourself）的作者，他深刻且妙趣横生的见解、平易近人的著作对我颇有启发。他写道：“你愿意相信工作努力、勇于奉献的人将出人头地，而偷懒耍滑、招摇撞骗的人则不然。然而，事情并非总是如此。成功往往在很大程度上受出生时间、成长地点、家庭社会经济地位和随机因素的影响。”这让我们开始思考最后一个问题——运气在风险投资业到底影响几何？

再来看一下我一开始提到的在马萨诸塞州和罗得岛州都买了彩票的莫琳·威尔科克斯。不可思议的是，她的两张彩票都选中了号码，却没得到一分钱。命运在这里捉弄了人，因为她在马萨诸塞州选中的彩票号码是罗德岛彩票的中奖号码，而在给罗得岛州选中的号码是马萨诸塞州彩票的中奖号码。她的选号技巧很高超，但运气却非常差。这让她成为了糟糕的风险投资人，不是吗？

另一个反面的例子。伊夫琳·玛丽·亚当斯（Evelyn Marie Adams）中了400万美元的彩票，四个月後，她又中了150万美元的彩票。唐纳德·史密斯（Donald Smith）则更加幸运。他连续三年三次中了威斯康星州彩票。“超级有限合伙人”克里斯·杜沃经常将风险投资人形容为拥有一张彩票和一个梦想的人。如果你认为这个行业全凭运气，那么你应该去买40张彩票，而不是这本书。如果你希望磨炼自己的技能，那么你可以读下去了。

Acknowledgement

致 谢

编写本书的过程中，一些世界著名风险投资家提供了他们的聪明才智和真知灼见。本书中随处可见他们的名字。没有他们的参与、支持、鼓励、逼迫和有时亟需的鞭策，本书可能只是停留在脑海中的一个创意而已。因此，只是致谢还不够，深挚的感激更为合适。当然，所有优秀的想法和见解都属于他们，任何谬误都由我承担。

第一版问世后，我有幸得到了美国、欧洲和亚洲读者的积极反馈。在此感谢他们拨冗分享这些反馈和评论。

最后，风险投资业终将褪去它的光环，但这是创业力量所致。我向这种力量深深致敬，因为一切都是从这些自认为能改变世界的“疯狂者们”开始的。

旧金山

2014年4月

Contents

目 录

>> 上篇 募集风险投资基金

第一章 基础 /3

募集风险投资基金 /3

找到合适的投资机会 /4

创造财务收益 /6

角色与责任 /7

薪酬 /8

第二章 加入风险投资基金 /11

初级职位：分析师和投资经理 /13

实习与校园招聘 /17

中层职位：投资总监与董事总经理 /18

在相关领域锻炼投资技能 /20

高级合伙人与初级投资经理 /22

运气如何？ /22

第三章 成为风险投资人 /25

思想启发与财务回报 /26

成功风险投资人的天资与态度 /27

风险投资人面临的挑战 /36

第四章 有限合伙人 /40

另类资产概览 /41

资本来源：有限合伙人 /45

母基金 /53

母基金的模式：投资主题的差异 /56

有限合伙人的比较 /59

第五章 有限合伙人如何进行基金尽职调查 /61

寻找机会与首次筛选 /62

评估风险投资公司 /63

第六章 确定基金投资策略 /67

基于部门的投资策略 /69

投资阶段与地区 /70

第七章 机构投资者如何评价基金经理 /76

基金管理团队动态：稳定性、技能组合和一致性 /77

第八章 基金规模与投资组合结构 /86

与有限合伙人现有投资组合的适合度 /89

市场时机 /91

有限合伙人为何会终结现有关系 /92

第九章 业绩分析 /95

个人业绩与贡献 /95

基金业绩 /97

比较基准 /99

公开市场等价 /101

寻找最优秀的四分之一经理 /102

所有基金经理的业绩都优于平均值 /104

第十章 新兴基金经理：美好前景 /107

有限合伙人寻觅新兴基金经理的原因 /109

投资者如何对新兴基金经理排序 /112

机构投资者的新兴基金经理配置 /113

两个新兴基金经理的故事 /114

放眼全球的新兴基金经理：500 创投 /116

第十一章 风险投资公司、经营与文化 /118

风险投资公司的组成要素 /119

公司治理 /123

第十二章 基金募集过程 /128

筛选目标投资者 /130

基金市场营销资料 /131

幻灯片演示 /133

做融资演讲：把握机会 /133

吸引领投者：你的“关键人物” /135

沟通、创造与保持动力 /136

宣布交割 /137

第十三章 投资条款：有限合伙协议 /139

重要条款 /139

基金财务条款 /141

基金治理条款 /145

机构有限合伙人的目标 /147

提供好处以吸引有限合伙人：双刃剑 /149

最重要的投资条款 /149

第十四章 募资顾问对募集基金的作用 /152

募资顾问提供了市场情报与业界人脉 /154

道德挑战 /156

» 下篇 投资

第十五章 寻找投资机会 /163

最优来源：人脉 /168

加速器与项目展示日 /170

在线风险投资市场：天使名录、起动网和投资俱乐部 /170

天使投资人 /171

学术机构研究 /173

公司研发 /175

展销会 /176

募资演讲 /177

竞赛：从 4 000 万美元的探月计划到 10 000 美元的商业计划书竞赛 /179

电话推销 /180

有得有失 /181

第十六章 开展尽职调查的艺术 /186

尽职调查清单 /188

重要的是什么？骑师？马？还是市场？ /189

谁会投资于说唱音乐和刮胡刀片？ /193

第十七章 对管理团队进行尽职调查 /196

评估无形素质 /196

如何评估骑师 /200

连续创业者与首次创业者 /207

感召力如何? /208

进行背景调查的重要性 /209

第十八章 对管理层以外的因素进行尽职调查 /212

评估市场 /212

评估创意或产品 /214

商业模式 /216

财务预测 /218

商业计划书重要吗? /218

第十九章 构建投资交易 /220

投资条款清单的精神 /220

谈判中的压力点 /221

设计投资协议条款以产生目标收益 /223

估值方法与其他主观估值艺术 /223

价值驱动力 /224

简化的风险投资估值方法 /225

类似投资的可比价值 (COMPS) /227

贴现现金流法 /229

可转换贷款 /231

股权: 优先股 /233

优先清算权 /235

反稀释保护 /238

基于目标的融资: 风险降低或风险分散 /241

治理与控制: 保护你的证券 /242

与退出有关的条款 /243

其他条款 /244