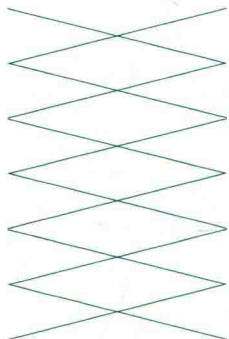


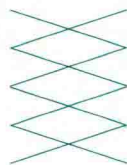
# 风险投资

# 的



Building Wealth  
Through Venture Capital

A Practical Guide for  
Investors and the Entrepreneurs  
They Fund



Leonard A. Batterson

Kenneth M. Freeman

# 逻辑

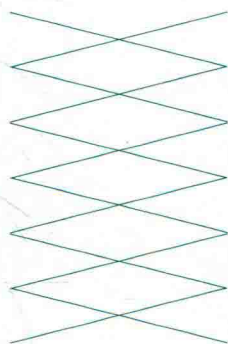
[美] 伦纳德·A. 巴特森  
[美] 肯尼思·M. 弗里曼  
/ 著

高源  
李珍凤  
/ 译

# 与

# 常识

掌握风险投资中的  
「巴菲特原则」，  
获得更高回报



# 识

[美] 伦纳德·A. 巴特森  
[美] 肯尼思·M. 弗里曼  
/ 著

高 源  
李珍凤  
/ 译

# 风险投资 的 逻辑 常 与 识



图书在版编目(CIP)数据

风险投资的逻辑与常识 / (美) 伦纳德·A. 巴特森,  
(美) 肯尼思·M. 弗里曼著; 高源, 李珍凤译. -- 北京:  
中信出版社, 2019.6

书名原文: BUILDING WEALTH THROUGH VENTURE  
CAPITAL

ISBN 978-7-5217-0535-5

I. ①风… II. ①伦… ②肯… ③高… ④李… III.  
①风险投资—基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2019)第086133号

Building wealth through venture capital by Leonard A. Batterson, Kenneth M. Freeman, ISBN: 9781119409373

Copyright © 2017 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

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal

Simplified Chinese edition copyright © 2019 by CITIC Press Corporation

本书仅限中国大陆地区发行销售

风险投资的逻辑与常识

著者: [美] 伦纳德·A. 巴特森 [美] 肯尼思·M. 弗里曼

译者: 高源 李珍凤

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

承印者: 北京画中画印刷有限公司

开本: 787mm × 1092mm 1/16

印张: 14.5 字数: 186千字

版次: 2019年6月第1版

印次: 2019年6月第1次印刷

京权图字: 01-2019-2511

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书号: ISBN 978-7-5217-0535-5

定价: 66.00元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

# 序

自2008—2009年金融危机爆发以来，美国经济以约2%的速度缓慢增长。虽然股票市场仍处于牛市，但除非经济增速显著提升，否则，在很长一段时期里，目前的牛市行情将无可避免地下行，甚至萎靡不振。

唐纳德·特朗普当选美国第45任总统后，股票市场立刻出现了大幅攀升，有些人断言特朗普当选将加速股市的上涨行情，在一段时间内，我们无从得知此预测是否会、何时会以及在何种程度上能被现实验证。股票市场投资回报在过去七八年的时间里确实看起来还不错，但这种增长主要得益于2008—2009年股市灾难性崩溃后的恢复性反弹。长期来看，我们可以有更清晰的认识。从2000年1月1日至2017年1月1日，考虑到所有的涨跌情况，标准普尔500指数的年复合增长率仅为2.7%，将年均2%的股利分配因素考虑进来，在此期间，标准普尔500指数的年化收益率略低于5%。

此外，近年来，接近零利率的宽松货币环境助长股票价格增长至历史高位，低利率政策同样迫使投资者将过多的资金投入股票市场以获取更高的预期收益。因此，即使经济增长速度提高至4%，随之提高到正常水平的利率也将使股票市场的预期收益相对降低。

## 创新：通往财富创造的路径，风险投资的核心

创造财富的美国梦如何继续？关键在于“创新”二字。所谓创新，即

能够不断创造新技术和新产品，以满足人们的新需求或以更有效率的方式满足现有需求。持续创新是创造财富的唯一路径。

成功的大型公司很清楚这一点。现在华尔街的宠儿，如微软、Alphabet（谷歌的母公司）以及脸书等都是在风险投资的助力下成长起来的。这些公司非常清楚创新永远不能停止。公开的资料显示，Alphabet正在研发无人驾驶汽车，特斯拉的创始人埃隆·马斯克正致力于将太空旅行商业化，一流制药和生物技术公司正在为目前无法治愈的疾病研发新的治疗方法，它们对创新的努力将不会停止。

沃尔沃、宝马等汽车公司都已经建立了自己的风险投资部门。即使像联合利华这种销售食品、家居清洁和个人护理用品的传统公司，也创造性地成立了风险投资部门，它们在各自的专业领域投资于拥有创新能力且有高增长预期的初创公司，并利用自有资金、销售渠道和管理经验等方面的优势来扶持被投资的企业。

如此一来，投资者可能会产生这样的疑问，为什么不直接购买这种一流大公司的股票？事实上，我们从来没有建议不要投资这些大公司。这些历经岁月洗礼的大公司已积累了足够的能力来构建竞争优势，不断推动股东价值的增长。但请注意，这些公司高昂的股票价格是建立在投资者对其未来持续健康增长的预期基础上的。因此，你可以在对这类股票的投资中获得不错的收益，但是不能指望这些投资能赚大钱。

对于创业者和支持他们的风险投资机构而言，创造财富的最大机会就是企业能够将颠覆性的技术或创新想法成功地实现商业化。其中既包括估值超高、大家耳熟能详的优步、爱彼迎、照片墙、Square（美国一家移动支付公司）等公司，也包括一些不为人知却很成功的创业公司。比如 Cleversafe 公司，正是这家公司让巴特森风险资本的众多投资者赚得盆满钵满。这家数据存储领域的技术先驱将当时价值 1 000 万美元的公司（这

里要说明，巴特森风险资本约占股 4%) 变成了出售给 IBM (国际商业机器公司) 时价值 13 亿美元的公司。尽管风险投资最大的收益来源于此类“本垒打”<sup>①</sup>，但仍有很多其他项目的收益可以达到初始投资数量的二三倍。

近年来随着越来越多的本垒打项目逐步进入大家的视野，创业浪潮也愈发汹涌，创业者已经不再局限于硅谷和波士顿 128 公路<sup>②</sup>。风险投资人的身影也随之出现在纽约、洛杉矶、华盛顿、奥斯汀等任何拥有具有创造性、有抱负的创业者以及可以筹集到资金的地方。

公司孵化器和天使投资在每一个角落生根，Cleversafe 就是一个很好的例子。尽管人们谈到中西部地区想到的就是当地的保守思想和高度依赖农业及重工业的经济结构，但是价值十几亿美元的 Cleversafe 就是在这里成长起来的。事实上，最新的《公司》杂志 500 榜单显示 (《公司》500 旨在评出美国发展速度最快的 500 强企业，它是美国先锋企业的代表)，我们的基金的所在地芝加哥所孕育的拥有极高增长速度的公司数量，已经仅次于纽约了。

整个风险投资行业吸引的资金量的增长也反映出这种扩张趋势。2015 年整个风险投资行业的投资规模为 590 亿美元，相比于 2005 年增长了 153%。这里有一条对我们非常重要的信息，在过去几年的时间内，由个人投资者投出的资金量已经接近大机构投出的资金量。曾经由风险投资带来的丰厚回报仅能被大型投资机构和富有群体享用，而现在这一藩篱被逐渐打破，参与风险投资的机会变得越来越“亲民”。

---

① 这里的“本垒打”被用于形容有数倍投资收益的成功投资，代表赚得非常多。——译者注

② 波士顿 128 公路是美国马萨诸塞州波士顿市的一条半环形公路，修建于 1951 年，距波士顿市区约 16 公里。现在 128 公路沿线聚集了数以千计的从事高技术研究、发展和生产的机构和公司，成为 128 公路高新技术区，是世界上知名的电子工业中心。——译者注

从历史数据上看，风险投资的收益表现一直很吸引人，行业整体的年化收益率约为 12%。这要比标准普尔 500 指数过去 16 年不到 5% 的收益水平高很多，更不要说和当下已经接近 0 的基准利率相比了。

风险投资行业的领军者自然有比行业水平更高的业绩，尽管经历了 2000 年的互联网泡沫破灭和 2008—2009 年的金融危机所引发的经济全面衰退，但是我们管理的基金在过去 30 多年里为投资者创造的年化收益率高达 28%。

我们看似神秘的投资方法事实上并不是秘密。我们曾经公开分享过，也将在本书里与大家分享。这确实是一项工程量很大的工作，我们要从成百上千个风险投资机会中筛选出几个有潜力成为本垒打的项目。在投资的每一个项目背后都有 100 个我们通过分析后放弃的项目。我们通常在标的项目早期进入，此时其他人尚未认识到它们的潜在价值，因而估值比较低。

枯燥乏味的项目遴选和尽职调查工作耗费了我们大量的精力，但也换来了丰厚的回报。在此有必要说明一下，我们的选择并不是每次都正确，但是在所有的投资项目中，超过 35% 的项目都给我们的投资者带来了正收益。这个数据尽管看起来平淡无奇，却是行业平均水平的两倍（就像棒球赛一样，平均 35% 的击打率就可以赢得“打击王”的头衔）。类似 Cleversafe [ 还有包括带给我们数十亿美元退出收益的 AOL（美国在线）、电子支付服务提供商 CyberSource 等若干项目 ] 这种本垒打项目，意味着它为我们的投资者创造了巨大的财富。

在做进一步分析前，我们需要澄清一点。风险投资并不适合胆小的人。这是一个高回报却伴随着高风险的投资方式。很多投资项目最终都以失败告终，绝大多数收益都来自数量只占 10% 的那些项目。在本书里，我们会尝试帮助你在管理好风险的基础上将成功的概率最大化，尽管我们

并不认为风险投资值得所有投资者参与其中。

对于创业者而言，创业也是一件高回报、高风险的事情。对于有能力、有抱负的人来讲，去成熟的大公司工作、过上舒适的日子是一种非常容易而且低风险的选择。但是大多数胸怀壮志的人（通常来讲也是很有能力的人）并不愿意在大公司里做一个螺丝钉，他们更愿意开创自己的事业。他们追求的是只有通过建立自己的公司才能得到的巨额回报。

创业者用从信用卡透支和抵押房产得来的贷款创立公司，接着寻求家庭和朋友的资助，然后他们就需要更大规模的资金来推动事业的发展。伴随着初创企业步入正轨，用于快速扩张市场的资金需求将急剧增加。

风险投资行业人士普遍认为，一个创业公司的成功通常需要创业者耗费两倍的预期时间以及三倍的预期资金量。所以创业者需要对自己所做的事情有更加明确的认识，并从更适合的渠道寻找资金。他们要寻找的投资人一定是既能满足当下的资金需求，有能力在公司需要时助一臂之力，又能为他们提供重要建议和专业帮助的人。

本书既写给投资者，也写给创业者。它会告诉你如今要想在投资或融资上不走弯路所必须了解的东西，相信这些知识在相当长的时间内依然对你有帮助。当然，和其他任何经济领域及市场领域一样，风险投资也会随着时间的推移而改变，不断变化和发展的进程无论在哪个领域都从未停止。然而不管如何变化，最基本的原理仍然适用。

简单地说，风险投资存在的理由在于把以下两类人群的需求结合在一起，使其需求得到满足：愿意为超额的利润承担更多风险的投资者；从事具有高不确定性和高风险却有高额回报潜力的创新业务的创业者。

对那些认为未来不会再有创新或者几乎没什么东西可以被“发明”的朋友，我们要说声“谢谢”，谢谢你们将未来的机会拱手让给我们这群仍有梦想、富有远见的人。人类不断增长的需求和对未知世界的渴望无疑会



继续催生新的创新活动，更不用说，我们仍面临资源短缺、气候变化和其他环境问题，这些问题都将使未来的创新活动比我们想象的更多。

下面是我们列出的可能会有重大创新和创造财富机会的领域，我们笃定地说，实际上机会远不止这些：

- (1) 新材料
- (2) 人工智能
- (3) 大数据和预测分析
- (4) 生物计算机
- (5) 生物医学
- (6) 征服衰老
- (7) 基因组
- (8) 免疫学
- (9) 物联网及万物互联
- (10) 纳米技术
- (11) 机器人
- (12) 虚拟现实

近年来，风险投资领域发生的变化也将给投资人和创业者带来更好的机会。

正如我们前面提到的，参与风险投资的机会正在变得越来越多。如今，仅美国就有 50 万名个人投资者参与风险投资，未来几年这个数字将更加可观。

最近，如雨后春笋般涌出的线上风险投资机构对美国约 1 000 万名合格投资人（美国证券交易委员会将合格投资人定义为：除去基本住所以

外，其净资产至少达到 100 万美元的个人或夫妻；最近两年，年收入至少达到 20 万美元的个人或共同收入达到 30 万美元的夫妻，且收入在可预见的未来能够持续开放了参与风险投资的渠道。此外，《促进初创企业融资法案》（JOBS 法案）允许风险投资机构面向合格投资人做宣传和推介。

除此之外，尽管有严格的限制，2016 年春季美国证券交易委员会颁布的《促进初创企业融资法案》第三条的实施条例，放宽了对非合格投资人参与风险投资的准入限制，使其可以对美国其他地区进行风险投资。《促进初创企业融资法案》的颁布和实施将助推大量资金投入风险投资领域，这对于胸怀大志的创业者来说，可真是一个可以放手一搏的好机会！

创业者将进一步受益于互联网技术，因为它降低了初创成本。对于线上风险投资机构来说，资金需求量较低的初创企业是它们的理想标的，即使对于合格投资人也是如此，因为线上机构相比于传统机构会设置更低的投资金额限制，因此它们倾向于在单个项目上投入较少的资金。面向非合格投资人的线上机构则受到美国证券交易委员会更严格的限制，对他们在单个项目上有最高投资金额的要求，而这刚好适合那些对资金需求量不大的初创公司。

具有讽刺意味的是，包括我们在内的更多传统风险投资机构，只面向合格投资人，即使可以在线上进行投资，也还是设置了更高的最低投资要求。（我们的新公司 VCapital 设置的最低投资金额为 25 000 美元。）当然我们非常欢迎这些亲民的新机构，但说实话，它们的历史太短，现在判断到底能给投资者创造什么样的价值还为时尚早。

不管怎样，对于我们来说，就像做了一次虚拟的市场调研一样，能吸引众多小投资人的创业公司本身说明了其自身具有的市场价值，证实了早期创业概念的吸引力。如果这家公司有持续突破和进展并且因扩张而有更强的资本需求，那么我们也可能跟进投资。我们可能不会在公司初创期就

介入，但当我们真的要投资时（在企业生命周期中仍属于早期阶段），投资人面临的风险也会降低很多——这是一笔公平的交易。

虽然创业公司在初创阶段资金需求量较少，但大多数有潜力的公司对资金的需求量将随着业务的发展而增长。在一些投资案例中，尤其是信息技术相关领域的创业公司，在扩张期需要大量资金以快速扩大市场。在其他领域，比如制药、生物科技等，公司在后期美国食品药品监督管理局测试阶段要耗费大量资金。此类公司即使进入后期阶段，其风险对银行或其他传统投资方而言仍然是非常高的，只有风险投资人基于长远眼光和较高的风险承受力所投出的资金才能与之需求匹配。

总之，在风险投资领域，无论个人投资者还是他们支持的创业者，都正在步入黄金时代，希望本书能为诸位踏上财富创造之路提供部分指引。

## 前言

2004年，在向电路城公司出售了自己一手创办的位于芝加哥的MusicNow公司之后，创始人兼首席执行官克里斯·格拉德温，在休假期间又萌生了新的创业想法。他在整理自己的文件时苦于个人电脑没有足够的空间存储自己收藏的全部图片，在冥思苦想如何解决这一难题时突然灵光乍现。

在云端服务器上存储这些有纪念意义的文件是一种办法，但格拉德温担心在脱离自己的掌控后，文件可能会丢失或被黑客侵入而丧失隐私权。格拉德温是麻省理工学院的高才生，毫无疑问，他立刻着手阅读加密学方面的书，并形成了一个具有颠覆性意义的解决方案，这种方案足以改变现有数据（包括他自己和其他人的图片文件）的存储和保密方式。

他意识到，要想将这个办法付诸实施，需要成立一家高科技公司，组建一个团队并募集大量资金。他创办的MusicNow是一家小而美的公司，但是在芝加哥，已经有很多年没有出现一家成功得到融资的真正意义上的高科技企业了。类似的科技创业公司基本都在硅谷、波士顿128公路以及华盛顿特区的大都会区安营扎寨，因此，在芝加哥创办这样一家公司的难度和风险在当时看来绝不亚于决定创业这件事情。

与其他很多城市一样，芝加哥一度曾是创业公司集聚的中心，那些精力充沛、创造力十足、勇敢无畏的创业者在这里挥洒汗水，铸就未来。但如今，那些当年见证了芝加哥辉煌历史的创业者——零售业的马歇尔·菲

尔德、房地产及零售业的波特·帕尔默、通信业的迈克尔·伯克、电子业的盖尔文家族（摩托罗拉）以及数据通信业的凯西·考威尔——似乎已是明日黄花。直到格拉德温创立 Cleversafe 之前，芝加哥经历了相当长时间的“创业低潮”，在整个互联网时代，中西部地区的商业资本都没有见到一家由芝加哥本地人创业、召集本地的人才团队并使用本地投资资金进入良性商业循环的高科技公司。

这种良性商业循环的建立靠的不仅是格拉德温的创新方案和召集合适人才组建团队的能力，还依赖于他筹集必要资金的能力——最开始从朋友和家人手上筹集，随后向当地的风险投资人融资，随着公司发展又从更大规模的风险资本处获取资金。

幸运的是，格拉德温有很多朋友，并且其中一些人还是合格投资者。

一旦在耗尽了资金来源，也即他通过亲友获得的资金无法满足公司需求（即使再优秀的人也会遇到这种情况），格拉德温就开始寻求高科技领域专业的风险投资人帮助，在芝加哥，这类投资人为数不多，所以他为了筹集 100 万美元资金付出了相当大的努力。

被格拉德温命名为 Cleversafe 的新公司是幸运的，格拉德温过去是（现在也是）一位正派、乐于助人的慈善家，他在自己举办的一场慈善派对上结识了一群芝加哥本地的创业者和风险投资人。

尽管很多专业的风险投资人拒绝了格拉德温，但是来自 OCA 风险投资公司的吉姆·杜根非常了解格拉德温，于是决定支持格拉德温的创业想法。格拉德温继续寻找更多的投资人与 OCA 一起参与投资。碰巧，他遇到了我们当时运营的投资机构——巴特森风险资本。我们也认为，随着大数据时代到来，大数据的存储和安全保障问题将很快变成一门大生意。

## “童话可以成真，好运将会降临……”

接下来的故事，用人们的话说就是足以载入史册。虽然这个过程比我们预期的要久了一些，但是当2015年IBM以13亿美元的价格收购Cleversafe时，芝加哥一夜之间沸腾了，80名百万富翁在格拉德温的亲友中诞生，Cleversafe的员工和数不清的合格投资人瞬间变得更加富有。

格拉德温的大胆设想与现实需求的结合最终催生了巨大的市场需求，将想法付诸现实的出色执行力为格拉德温本人、公司员工以及投资人带来了巨大的财富。很多人获得了10倍以上的回报，最早一批投资者的回报甚至高达40倍。Cleversafe向世人证明，高科技公司可以在21世纪的芝加哥诞生，所以现在有更多创业者愿意放弃硅谷而选择在中西部的热土扎根。

类似Cleversafe的机会虽然稀缺，但是绝非独有。机会一直无处不在，但这需要人们不断寻求愿意承担风险的资金，即风险资本，来支持他们把梦想变成现实。本书将帮助你寻找机会，理解机会，获得勇气和运气，成为一名成功的风险投资人或被风险资本支持的创业者。最终，你将创造个人财富，为社会创造就业岗位，为国家发展贡献资本。简而言之，我们希望本书能助你赢得成功的事业和人生！

伦纳德·A. 巴特森

肯尼思·M. 弗里曼

（于美国伊利诺伊州芝加哥）

# 目录

|    |     |
|----|-----|
| 序  | III |
| 前言 | XI  |

## 第一部分 风险投资群体 001

|                  |     |
|------------------|-----|
| 第一章 风险投资人：梦想的赞助商 | 003 |
| 第二章 创业者：思想和“修养”  | 007 |

## 第二部分 投资者：如何实现高收益 023

|                    |     |
|--------------------|-----|
| 第三章 为什么应该配置风险资本    | 025 |
| 第四章 如何寻找适合的风险投资机构  | 037 |
| 第五章 风险投资准则与巴菲特投资原则 | 055 |
| 第六章 拒绝独角兽的诱惑：在早期进入 | 067 |
| 第七章 以合理价格投资最优质的公司  | 079 |

### 第三部分 创业者：如何融资并成功离场 095

|                    |     |
|--------------------|-----|
| 第八章 开场舞：寻求风险投资人的关注 | 097 |
| 第九章 最终测试：尽职调查      | 111 |
| 第十章 找到融资交易律师       | 127 |
| 第十一章 资本如期而至，然后……   | 137 |
| 第十二章 终场舞：成功退出      | 149 |
| 第十三章 一位成功创业者的访谈    | 165 |

### 第四部分 风险投资的未来 193

|             |     |
|-------------|-----|
| 第十四章 可预见的未来 | 195 |
| 致谢          | 211 |
| 关于作者        | 213 |





第一部分



# 风险投资 群体

