

德意志银行
首席投资办公室



2021年9月

CIO特别报告



风险投资
回报和多元化

目录

作者：
Christian Nolting
环球首席投资总监及投资解决
方案主管

Ivo Višić
欧洲高级投资总监

Sagar Singh
亚太投资总监

01	简介	第2页
02	什么是风险投资?	第3页
03	企业家精神与风险投资	第6页
04	风险投资的趋势	第8页
05	投资组合与风险投资	第12页
06	结论	第17页



请扫描二维码，查看其他德意志银行CIO精选报告
(www.deutschewealth.com)。



01

简介



罗定忠
环球首席投资总监及投资解决方案主管

全球经济从新冠疫情中复苏，最终将引发利率上升，但固定收益产品的收益率可能在未来一段时间持续处于历史低位。这将使投资者对股票保持浓厚兴趣。但除了股票外，还有其他方式可以投资商业企业。

一些替代选择旨在获得非流动性溢价：即投资者放弃眼前的流动性（例如基于市场的投资），以期获得更高的长期回报。私募股权投资就属于这一类，不过我们在本文中重点讨论的是风险投资——对初创公司或新创公司的投资。

风险投资是一个充满活力的投资领域，通过激励创新，帮助创造新颖的商业模式甚至行业。过往历史表明，风险投资家通过瞄准成立时间不长、最有前途的初创公司，在将它们转变为经济增长引擎方面发挥了关键作用。在全球十大市值最高的公司中，有许多公司（包括众多著名的科技巨头）都曾在某个阶段获得了风险投资的支持。

然而，对许多私人投资者来说，这在很大程度上仍是一个未知领域。因此，本报告在一开始先讨论了什么是风险投资，以及相关投资的“生命周期”等概念。它也审视了风险投资家在企业发展中发挥的作用。

随后，我们探讨了近期风险投资持续增长的原因、新冠疫情带来的影响以及获得投资的主要行业。

我们认为，中期环境可能会继续支持风险投资，接触风险投资也会变得越来越容易。

如果操作得当，风险投资既能带来丰厚的回报，又能为投资组合提供相当大的多元化益处。

但是，正如我们所讨论的，必须试图降低围绕此类投资的风险，因为其整体风险水平很高。历史经验表明，投资组合应持有广泛的风险投资（跨越不同的行业、阶段和地域），以抵消个别投资失败的可能性。接触顶尖的风险投资管理，对于从相关投资中获益至关重要。

与以往一样，投资者应该结合投资组合目标以及风险承受能力来考虑风险投资。风险投资的回报方式与传统的、具高流动性的投资组合截然不同。风险投资方法依赖于投资的少数公司提供的极高回报：这些回报必须足够高，以抵消其投资对象的低回报或零回报。

概要：风险投资

- 风险投资是一个充满活力和不断成长的投资领域，有望带来丰厚的回报和投资组合多元化。
- 然而，潜在投资者必须注意广泛的风险。许多投资对象只会提供低回报，甚至零回报：成功的投资必须提供极高的回报，才能予以抵销。
- 因此，风险投资组合需要谨慎地持有一系列多元化的资产。利用顶尖的风险投资管理，应有助于提高回报。

02

什么是风险投资？

公司从启动到盈利都需要资金支持。但新创公司可能很难获得传统的融资来源，因为它们的业务未经证实，且能见度较低。

相反，风险投资可以为这类公司提供资金以换取该公司的股份，风险投资家希望能从中获得高额潜在回报。

风险投资公司主要投资于具有高增长潜力的初创公司，而私募股权公司通常投资于更成熟的公司。

风险投资可以由“天使”投资者（即高净值的个人投资者）设立，也可以由私人资本公司或机构设立。或者，风险投资亦可以通过公司、商业银行控股公司和其他金融机构专门设立的子公司来进行。在后一种情况下，除了高回报之外，可能还有其他目标（例如开发技术），从而为公司和风险投资公司带来协同效应。不过，本报告的主要重点是一般风险投资基金。

简史

在20世纪40年代之前，对私营公司的投资一直是富有的个人和家庭的特权。1946年，乔治斯·多里奥特（Georges Doriot）创立了美国研究开发公司（ARDC），这可能是世界上第一家风险投资公司。该公司在麻省理工学院、宾夕法尼亚大学、罗切斯特大学、莱斯大学和许多金融机构的支持下筹集了350万美元，以支持科学和技术领域的新企业。

20世纪60年代和70年代，在硅谷半导体行业发展的同时，美国西海岸的私人风险投资公司也在兴起。1979年，美国劳工部允许养老基金将另类资产纳入其投资组合。因此，大量资金开始流入风险投资行业。1978年，23个风险投资基金管理着约5亿美元的资金。到1983年，230家风险投资公司管理着110亿美元的资金。风险投资也从关注半导体和数据处理器转向了个人电脑和医疗技术等领域，并被视为2000年网络泡沫破灭背后的一个原因：风险投资大量投资于刚刚起步的科技公司，而现在看来，这些公司的成功机会非常渺茫。在科技泡沫破灭后的几年里，风险投资失宠。

然而，在过去十年左右，互联网催生了一系列具有可持续商业模式的公司。伴随着大型科技公司的崛起，医疗等其他领域（通常由技术驱动）也取得了进步。风险投资公司发现自己处于有利地位，能够充分利用这些机会。我们将在下文讨论该行业最近的增长情况。

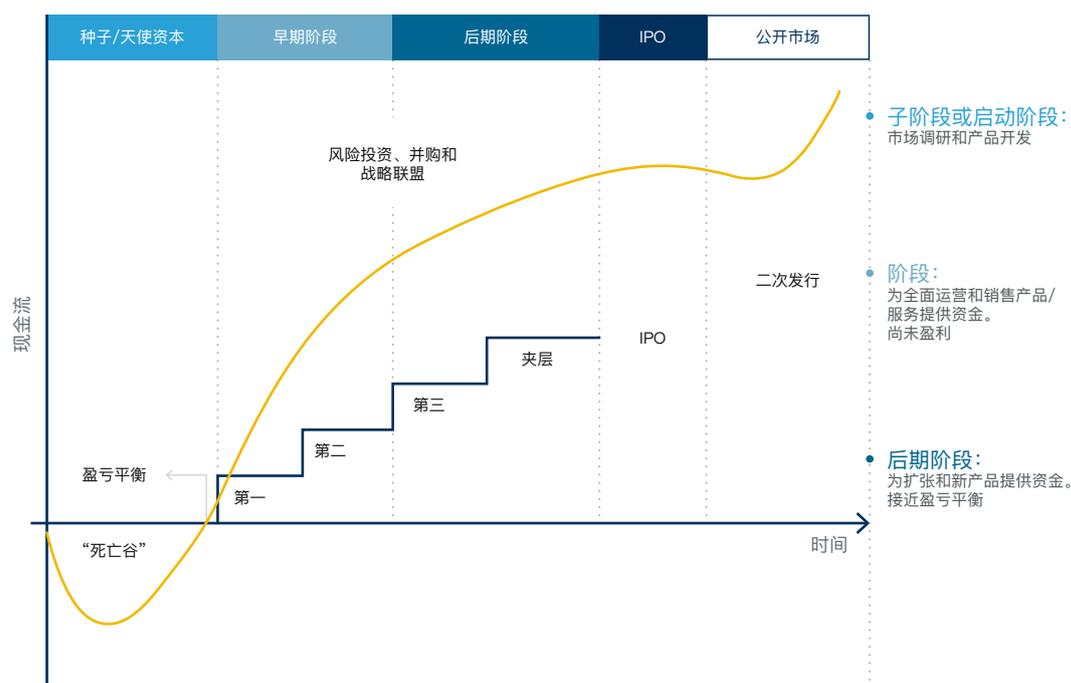


风险投资的生命周期

图1显示了风险资本融资的关键阶段。确切的术语可能略有不同，但“分阶段融资”是这里的关键概念。与预先提供资金不同，分阶段融资让风险投资家能够定期掌握公司的最新信息，监控关键指标，审核计划，并评估是否应提供额外的资本融资或寻求退出。

图1：风险投资的各个阶段

资料来源：Cardullo（1999年），“Financing innovative SMEs in a global economy”，2004年。



“分阶段融资是这里的关键概念。这使得风险投资家可以定期评估是否应提供额外资金或寻求退出。”

1 种子融资：在过去，许多公司的“种子”资本来自亲朋好友，但如今这被视为初创公司的第一轮机构融资。种子资金主要投资于研发，继续打造公司的初始产品。处于这一阶段的公司往往具有严重的负现金流：种子资本需要提供足够的资金来支撑公司度过这个所谓的“死亡谷”，因为很多公司可能在此时失败。

2 早期阶段投资：第一阶段（有时称为A轮）：一旦初创公司在用户增长或销售方面取得成功，它们就有能力从早期阶段投资者那里筹集更多资金。随着纳入进一步的反馈意见，产品得到了改进。在此阶段筹集的资金额往往比最初的种子资本阶段高出几倍。

第二阶段（B轮）：“早期阶段”中的最后一轮：处于第二阶段的公司通常在这一阶段已经拥有符合市场要求的产品，即使没有收入，也有强劲的用户增长。公司通常筹集资金用于投资销售和营销，以帮助扩大产品的市场规模，进入更广泛的市场。通常在这一阶段筹集的资金额更大，一些专业投资者可能要到这一阶段才会参与进来。

3 扩张或后期阶段/第三阶段资本：一旦一家初创公司获得了第三轮（C轮）或后期阶段融资，它通常不再被视为处于早期阶段的公司。这些公司继续通过对业务的投资，为扩张提供资金。这时的关注重点是实现强劲增长——或许通过收购其他潜在的竞争对手。由于公司的商业模式被视为在根本上可行，参与进来的投资者类型可能会进一步扩大，其中包括非风险投资专家。

夹层/Pre-IPO融资：处于后期阶段的公司在此时通常尚未盈利，继续通过第四轮（D轮）和进一步融资来为增长提供资金，并最终实现退出（尽管有些公司可能在这一阶段之前退出）。

退出前的最后一轮融资通常称为“Pre-IPO轮”（或E+轮）。近年来，这一轮融资一直由非传统的初创投资者主导，如主权财富基金、共同基金和对冲基金。

4 IPO或并购退出：得到风险投资支持并获得成功的投资组合公司通常会采用以下两种方式之一退出：出售给大公司或进行IPO。媒体注意力往往集中在IPO上，但在各个阶段的初创公司退出时，并购交易已成为一种常态。我们将在下文讨论特殊目的收购公司（SPAC）。

投资者的最终目标通常是在此时实现投资收益——假设公司已经存活并繁荣发展。

03

企业家精神与风险投资

风险投资家的角色

一项研究（Lerner和Nanda，2020年）表明，在美国，每年只有不到0.5%的新成立公司获得了风险投资支持，然而，它们占成功上市的创业公司的近50%。

风险投资家为它们提供的不仅仅是资本。许多初创公司由于回报的高度不确定性、信息不对称、缺乏实质性有形资产等原因，风险很大。通常情况下，除了提供资本缓冲外，风险投资公司还会在其投资组合公司的董事会中占有一席之地，并积极参与其管理。这通常包括为被投资公司提供资源和专业知识以进行研发和生产，为营销提供建议和网络，并协助招聘管理。通过这种方式，他们始终作为创业者/创始人的合作伙伴，帮助被投资公司发展到可以独立生存的地步。

作为这一过程的一部分，风险投资公司会带着被投资公司进行多轮融资。在每一轮融资中，被投资公司必须取得某些可交付成果，才能获得新的资金用于继续增长或扩张。如果被投资公司不能满足这些目标，或者如果风险状况发生了重大变化（例如，由于市场条件或监管政策），风险投资公司出于对自己利益相关者的责任，可能会提前退出。这些特点（耐心、实践指导和知识、愿意承担高风险和失败）使风险投资成为一种独特的资产类别。我们在图2总结了风险投资的特点。

图2：风险投资的主要特点

资料来源：德意志银行股份公司。数据截至2021年8月。



风险投资和ESG

即使ESG（环境、社会和治理）问题不是投资决策的核心，但潜在的风险投资家也不应忽视这些问题。近年来，对符合ESG标准的投资的需求急剧增长，投资者在投资中融入可持续发展因素的压力也随之增加。鉴于风险投资家在塑造潜在未来市场公司的形式和方向方面的重要性，他们可以通过在其投资组合的筛选过程纳入ESG问题，帮助推动可持续发展。

不过，这可能说起来容易做起来难。众所周知，风险投资家瞄准的是颠覆性商业模式，而这些商业模式往往没有关于解决ESG问题的成熟模式。他们也可能瞄准的是新兴ESG问题的重点行业（如科技）。即使如此，较早地采用ESG政策也有助于缓解风险。如果ESG在早期阶段就已经成为公司文化的一部分，而不是在投资者、审计师或监管部门的压力下进行改造，那么对公司来说，可能没有那么痛苦。

“对一些风险投资来说，解决ESG问题可能很困难。但采用ESG政策可以帮助缓解风险。”



本文件在欧非中东地区和亚太地区被视为营销材料，但在美国不被视为营销材料。
不保证能够达到任何预测或目标。预测基于可能证明不正确的假设、评估、意见及假设性模型作出。过往业绩不代表未来回报。
投资附带风险。投资价值可跌亦可升。您可能无法及时获得于任何时候投资的原始金额。您的资金可能存在风险。
本文件于2021年8月编制。

04

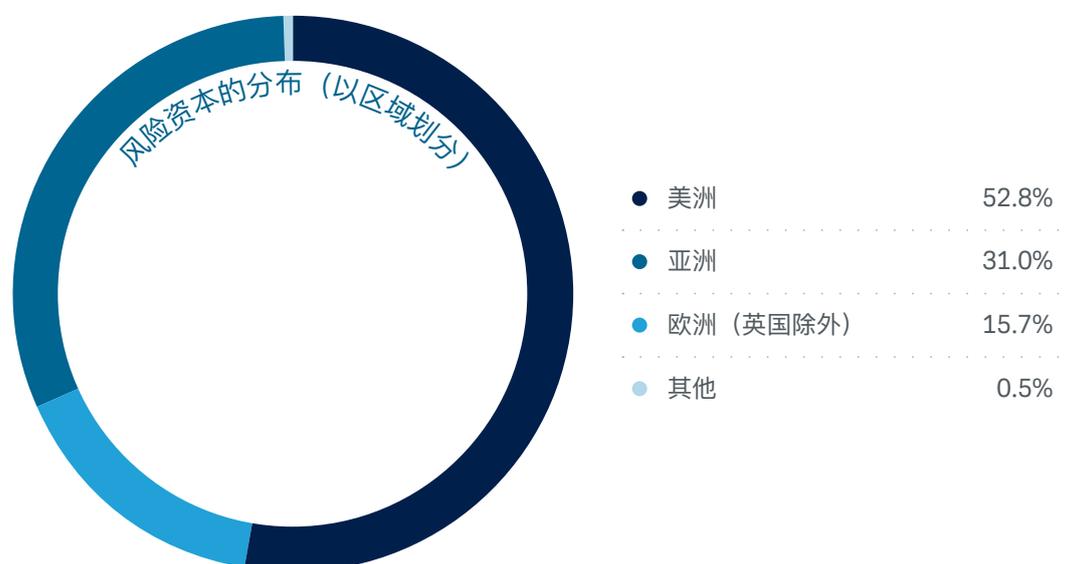
风险投资趋势

增长和新冠疫情

2015–2020年期间全球风险投资的复合年增长率为13.5%，2020年全球风险投资总额达到3,302亿美元。美洲仍然拥有最大的市场份额，占2020年总交易价值的52.8%。亚洲和欧洲分别占全球市场的31.0%和15.7%（参见图3）。

图3：2020年全球风险投资的地区明细

资料来源：2021年第一季度《风投脉搏》，Global Analysis of Venture Funding，毕马威。数据由PitchBook提供。数据截至2021年4月21日。



2020年，新冠疫情对许多行业造成了极大的破坏，但随着企业界努力利用蓬勃发展的数字化趋势并重新思索商业模式，它也促进了技术转型和创新。这种快速变化的环境导致2020年下半年有大量资金涌入众多领域，因为投资者试图投资于其需求广泛加速增长的公司。

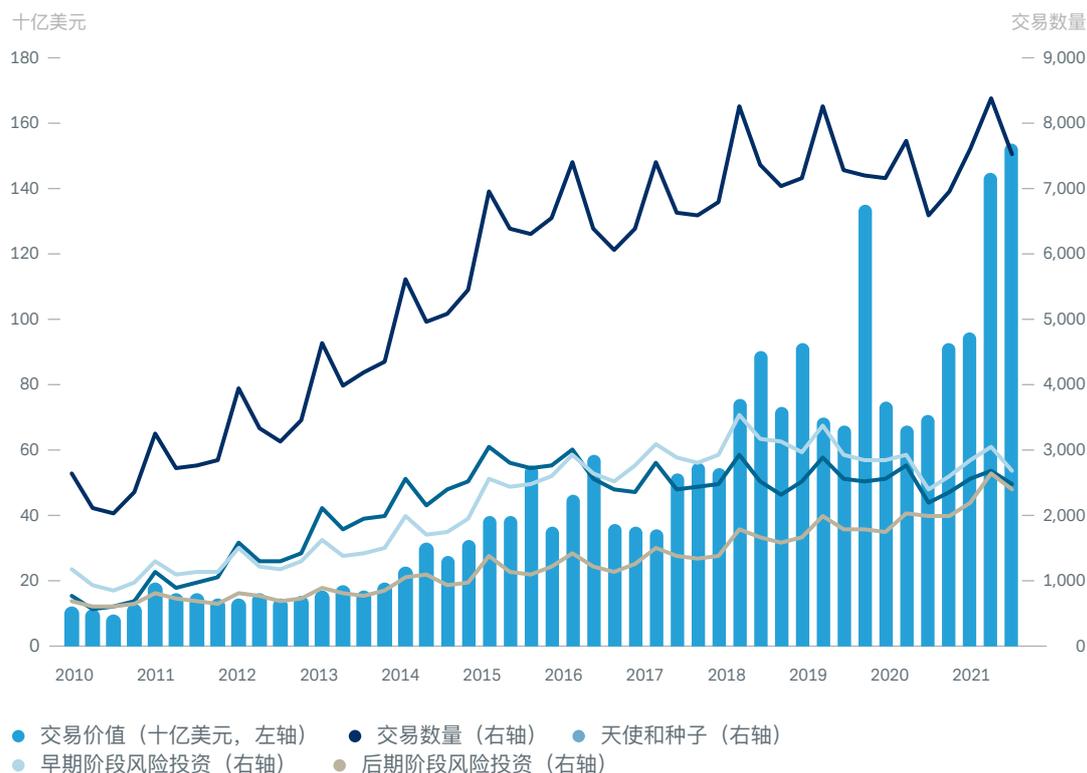
随后，全球风险投资在2021年达到了前所未有的水平，2021年第二季度的风险投资额为1,571亿美元（参见图4）。欧洲（340亿美元）、美国（750亿美元）和整个美洲地区（840亿美元）的风险投资募集资金均创下新高，不过亚洲（380亿美元）仍远低于2019年第三季度的峰值。值得一提的是，欧洲风险投资已经连续四个季度取得创纪录水平，风险投资募集资金连续第六个季度实现增长。这一惊人的增长主要受到越来越多的成熟公司以及现有的“独角兽”（估值超过10亿美元的公司）的推动，这些公司跨越各个行业/行业并且需要大量的资金。尽管英国的交易额较第一季度的创纪录水平略有下降，但爱尔兰和德国经历了有史以来风险投资最强劲的季节。

令人惊讶的是，在过去四个季度，尽管交易数量下降，但全球风险投资额仍取得同比增长。这可能反映了在世界上大多数地区，投资者越来越偏好成熟的商业模式和后期阶段交易，因为在高度不确定的时期，处于后期阶段的公司可能被认为是更安全投资对象。风险在于，早期阶段风险投资募集资金的持续减少可能会对整个交易管线产生长期的负面影响。

投资者之间为分一杯羹而展开的竞争，无疑也加剧了对某些行业高估值的担忧——但最终上市的公司IPO后的较高倍数有助于支持目前的股价水平。

图4：全球风险投资募集资金

资料来源：2021年第二季度《风投脉搏》，Global Analysis of Venture Funding，毕马威。数据由PitchBook提供。数据截至2021年7月21日。

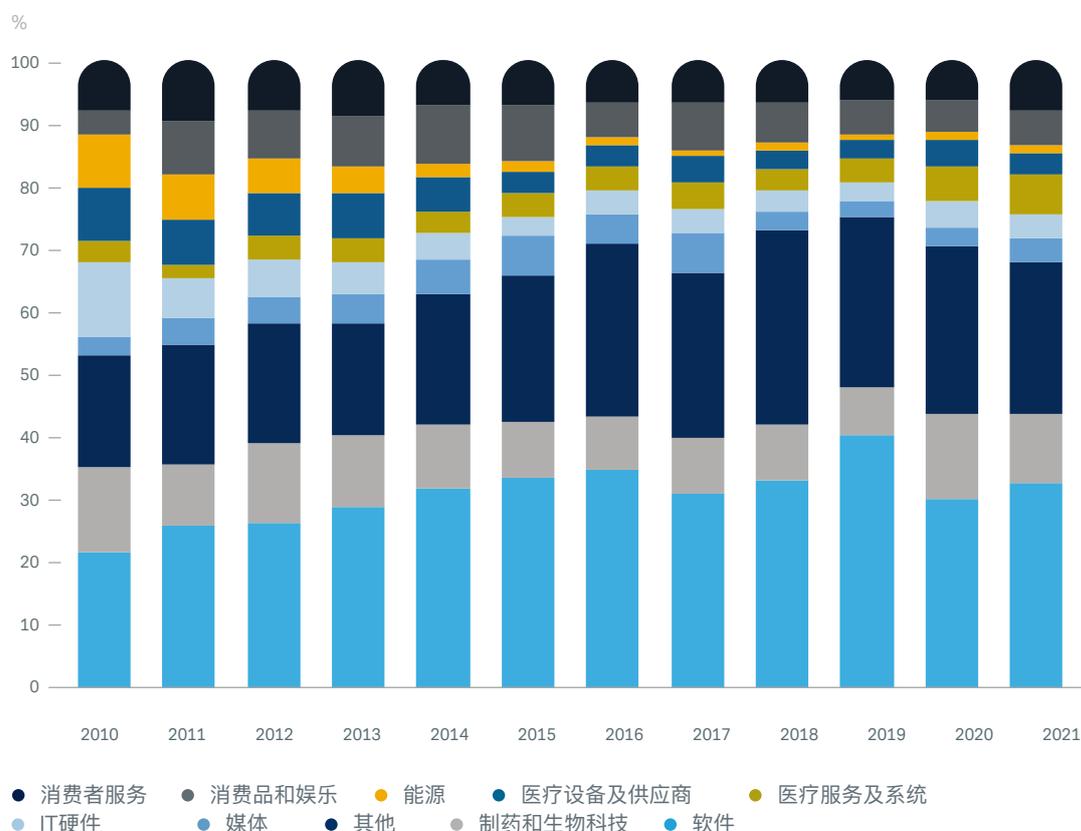


在2021年上半年，大多数投资资金进入了受疫情推动的行业。软件和各种以消费者为中心的数字解决方案（如游戏、金融科技、教育科技、物流和送餐以及医疗和生物科技）受到追捧。但这不单单是一个短期的反应：图5显示了自2013年以来全球风险投资募集资金的行业明细，显示软件、制药和生物科技、卫生服务和系统在总投资额中的占比有所增加。

“在2021年，大多数资金进入了受疫情推动的行业。但这不单单是一个短期的反应。”

图5：受风险投资支持的公司的全球融资趋势，按行业划分

资料来源：2021年第二季度《风投脉搏》，Global Analysis of Venture Funding，毕马威。数据由PitchBook提供。数据截至2021年7月21日。



投资者也继续向风险投资基金做出大量资本承诺。2020年筹集资金为1,277亿美元，2021年上半年的资本承诺达到1,037亿美元（参见图6）。如果资本承诺以目前的速度继续下去，则2021年可能会看到全球对风险投资基金的资本配置首次突破2,000亿美元。基金的集中度也在明显上升（即更多的资本配置在更少的投资工具上）。2021年，投资者更加关注“规模在10亿美元以上的基金”，并寻找具有“最佳”回报记录的基金管理人。但是，仍然有大量的首次融资，而且越来越多的工具瞄准了利基领域（通常是服务水平低下的领域）的股权，这些领域有望从突破性创新中获益。

“基金的集中度正在上升：更多的资本配置在更少的投资工具上。”

图6：全球风险投资基金的募集资金

资料来源：2021年第二季度《风投脉搏》，Global Analysis of Venture Funding，毕马威。数据由PitchBook提供。数据截至2021年7月21日。



中期前景

从中期来看，整体环境可能会继续支持风险投资市场的进一步增长。市场上存在大量“干火药”（行业术语，指已承诺但还没分配出去的资金），对重大交易的争夺应会支持估值。世界上许多地区的持续低利率环境也可能支持投资者对风险投资的兴趣。

数字化趋势以及消费和投资习惯的转变也可能有助于风险投资市场的进一步发展。共同基金和银行业亦为其客户进入风险投资领域提供了更大便利。

展望后疫情时代，考虑到医疗系统的许多方面需要改进，以及在此背景下利用或运用新技术的机会，许多医疗领域的风险投资可能会保持活跃（医疗是我们的长期关键投资主题之一）。人工智能和机器人技术似乎也会成为风险投资的核心投资主题。

风险投资行业的形态亦可能发生变化。同时，企业风险投资继续获得动力，老牌公司正在寻找能够帮助它们扩大数字投资组合和提高运营效率的创新型初创公司。

我们还可能看到风险投资的最后阶段（当投资者通过令公司在公开市场上市来实现收益时）出现变化。

特殊目的收购公司（SPAC）在最近几个季度势头渐盛，这是传统IPO方式（即一家公司退出私有制并上市）的一个替代选择。（投资者以“空头支票”的形式向SPAC投入资金，然后SPAC自己上市，而不是让它最终收购的公司上市）。不过，对于SPAC方法存在一些合理的担忧，比如它是否会鼓励公司在达到必要的成熟度之前就上市。已宣布的SPAC合并交易在未来几个季度的表现，可能会决定这是否会变成一个长期趋势。

IMARC（一家领先的市场研究公司）预测，2021–2026年期间，全球风险投资的复合年增长率将达到16%左右：如果实现，这将快于过去五年的增长速度。

投资组合与风险投资

风险投资与公开市场的业绩

尽管机构投资者和超高净值投资者对风险投资的兴趣由来已久，但在许多私人投资者的投资组合中，风险投资的占比仍然较低。

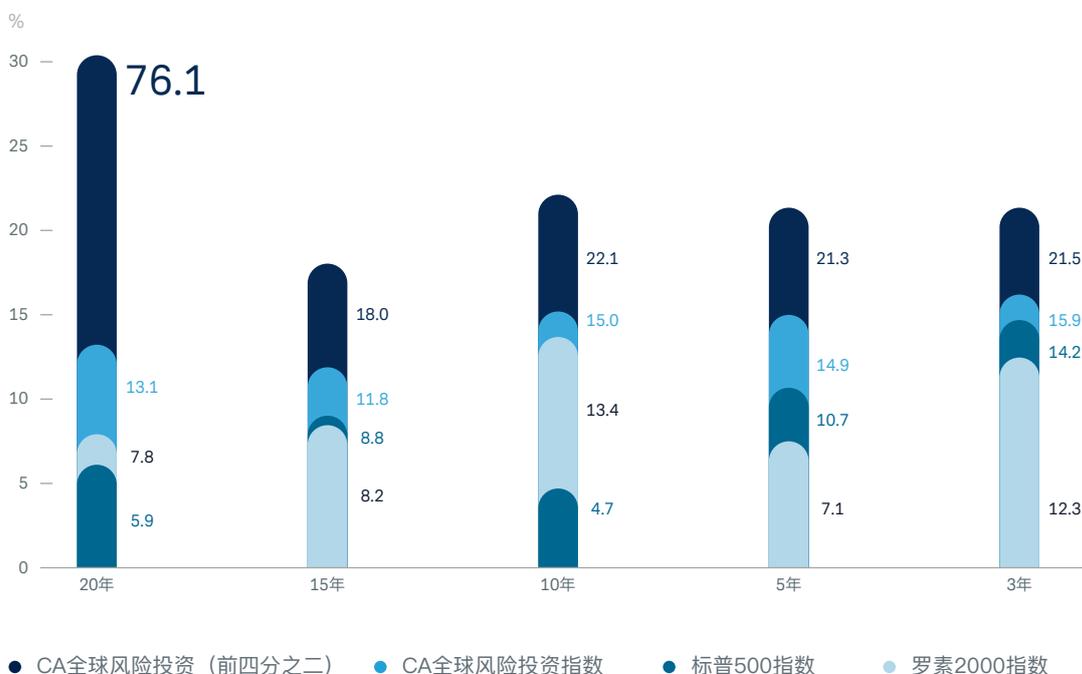
机构投资者有充分的理由通过风险投资进行投资。Cambridge Associates进行的研究（“The 15% Frontier”，2016年）表明，对私人投资的配置可能是长期业绩表现出色的一个关键决定因素。该研究显示，将至少15%的资本配置到私人投资的242家捐赠基金和基金会的中位数年化回报率为+7.6%（2005–2015年），相比将最多5%资本配置到私人投资的竞争对手，回报率高出1.5%。

Cambridge Associates的数据还显示，在美国，风险投资在3年、5年、10年、15年和20年期间的业绩一直优于更广泛的股指，最近几年的数据也支持这一情况。如图7所示，如果与排名前四分之一（即前50%）的风险投资公司共同投资，在20年的时间里，其平均年化回报率比公开市场的投资高出数倍（CA全球风险投资的前四分之一：+76.1% / CA全球风险投资指数：+13.1% / 标普500指数：+5.9% / 罗素2000指数：+7.8%）。

其中一些超额回报来自所谓的“非流动性溢价”（即需要更高的回报来补偿流动性较低的投资），但风险投资似乎也是一种利用技术进步和创业才能/精神的有吸引力的方式。不过，如下文所述，必须进行一系列的风险投资，以防范个别公司失败的风险。

图7：风险投资与公开市场的业绩

* 20年CA全球风险投资（前四分之一）回报率，为规模目的而设定上限。资料来源：Cambridge Associates LLC “Venture Capital positively disrupts intergenerational investing”。数据截至2019年6月30日。



注：集合私人投资的定期回报扣除了费用、支出和附带权益。截至2019年6月30日的时期产生的多年年化回报率。

潜在的多元化益处

除了能够接触到不断发展的行业或新兴变革性技术外，风险投资还提供了一种天然的对冲机制，以防范与成熟的公司/商业模式相关的风险，这些公司/商业模式可能容易受到颠覆性变化的影响。

历史数据表明，风险投资的回报与其他资产类别的回报的相关性较弱（参见图8），一些研究甚至指出，整体私募股权与全球股市具有反向关系。

在多元化方面，还值得一提的是，公开市场股票的多元化程度不如以前。在美国证券交易所上市的公司数量比1996年的高峰期减少了一半以上，标普500指数占到美国股票市值的80%左右。此外，标普500指数总市值的25–30%来自于按指数权重计算的前10只股票，并向信息技术股（在整个指数中的权重达28%）严重倾斜。

相比之下，过去几十年里私营公司的数量在稳步上升（比较1990–2000年与2010–2020年），但这并没有阻止IPO数量的下降。高昂的IPO成本、公共市场的短期性质/焦点以及私人资本的可获性提高，被认为是越来越多的早期阶段公司从私人投资者那里获取资金，

而不选择上市的关键驱动力。在公开市场上仍可选择投资于小盘股，但机会范围已经缩小。

因此，可以说，如今的私人投资市场在行业、技术和商业模式方面比公开市场提供了更多的多样性。仅由公开交易资产组成的投资组合也将无法参与在公司生命周期的早期阶段与IPO（如果公司真的上市的话）之间的潜在价值创造。

“股市的多元化程度不如以前。私人投资市场可能在行业、技术和商业模式方面提供了更多的多样性。”

图8：风险投资回报与其他资产类别的相关性

资料来源：Invesco “The Case for Venture Capital”；Cambridge Associates Global Venture Capital, Global Private Equity和Global Real Estate Benchmarks Return Report。风险投资、私募股权和房地产数据来自Cambridge Associates。数据截至2015年12月31日。

各资产类别季度回报之间的相关性

	风险投资	私募股权	房地产	大盘股	高收益债券	综合核心债券
 风险投资	1.00	0.71	0.69	-0.06	-0.13	-0.13
 私募股权	0.71	1.00	0.65	0.46	0.33	-0.06
 房地产	0.69	0.65	1.00	0.13	0.03	-0.11
 大盘股	-0.06	0.46	0.13	1.00	0.73	0.13
 高收益债券	-0.13	0.33	0.03	0.73	1.00	0.35
 综合核心债券	-0.13	-0.06	-0.11	0.13	0.35	1.00

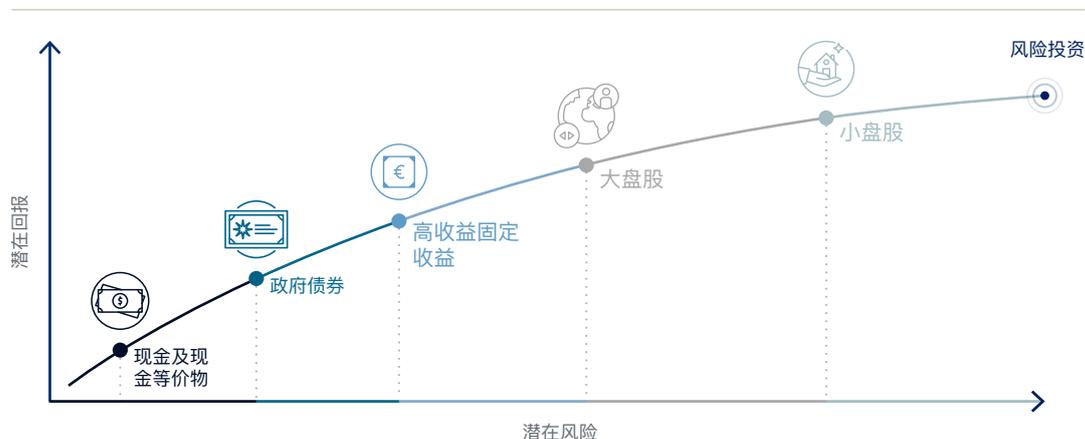
注：矩阵表示不同资产类别之间的相关性，值为+1表示完全正相关（即资产类别以相同的方向和数量移动），值为-1表示完全负相关。私募股权资产类别不包括风险投资。大盘股使用理柏综合美国大盘股基金（Lipper aggregated US large-cap equity fund）业绩为代用指标。高收益债券使用理柏综合高收益债券基金（Lipper aggregated high yield bond fund）业绩为代用指标。综合核心债券使用理柏综合核心债券基金（Lipper aggregated core bond fund）业绩为代用指标。1990-2014年期间的回报，截至2015年12月31日。各资产的样本大小如下：风险投资：771；私募股权：932；房地产：309；大盘股：674；高收益债券：421；和核心债券基金：385。过往业绩并不保证将来的表现。



投资者可以考虑根据他们的总体投资目标和投资组合的限制，增加一些风险投资敞口。但必须注意，与传统资产类别相比，风险投资的风险水平明显更高。图9显示了风险投资与一些主要传统资产类别的风险/回报状况。

图9：不同资产类别的风险与回报状况

资料来源：德意志银行股份公司。数据截至2021年8月。



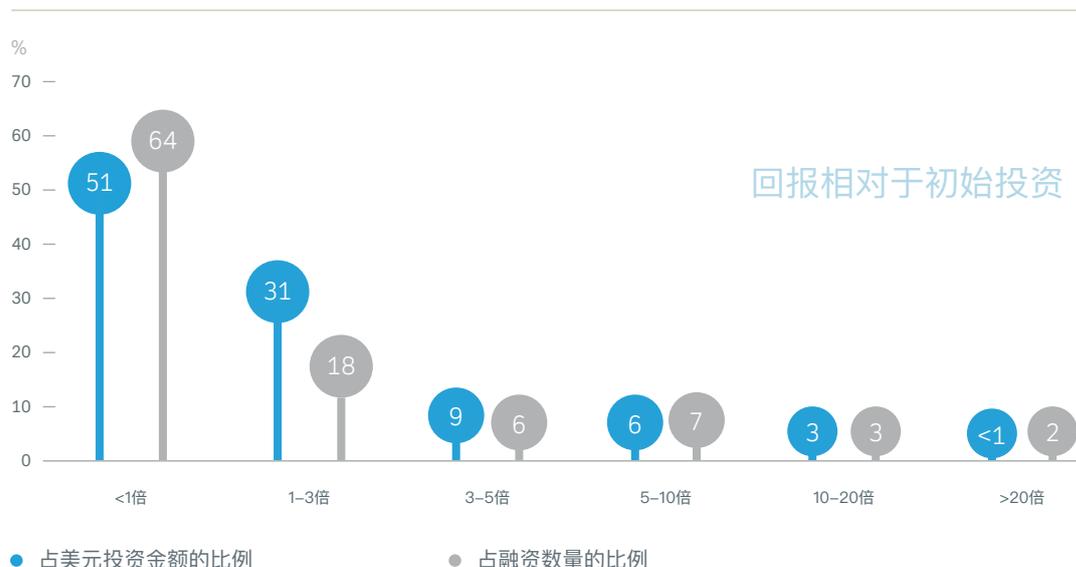
注：该图表仅供参考。

我们想要概述风险投资的两大风险。第一，这是一项长期资本承诺（投资的锁定期通常在10年左右）。

第二，早期阶段公司的违约率或失败率很高。在10年的投资期限内，一些投资组合公司可能会蓬勃发展，但大多数不会。Correlation Ventures的一项研究调查了27,000多笔投资（2009–2018年）的结果，发现64%的风险投资交易甚至未能拿回本金（参见图10）。一般说来，风险投资家往往假设，三分之二的初创公司不会返还初始投资或者会在风险投资过程中的某个环节停滞不前，无法获得后续资金或找到合适的退出途径。风险投资的回报将取决于其余三分之一表现良好的公司的业绩。

图10：风险投资回报相对于初始投资的分布

资料来源：Correlation Ventures “Venture Capital – No, We’re Not Normal”。数据截至2019年9月11日。



注：美国风险投资回报的向右偏态分布。2009–2018年，对倒闭、被收购或IPO公司的美元投资金额比例和融资数量比例（n=205亿美元；n=27,878次融资）。

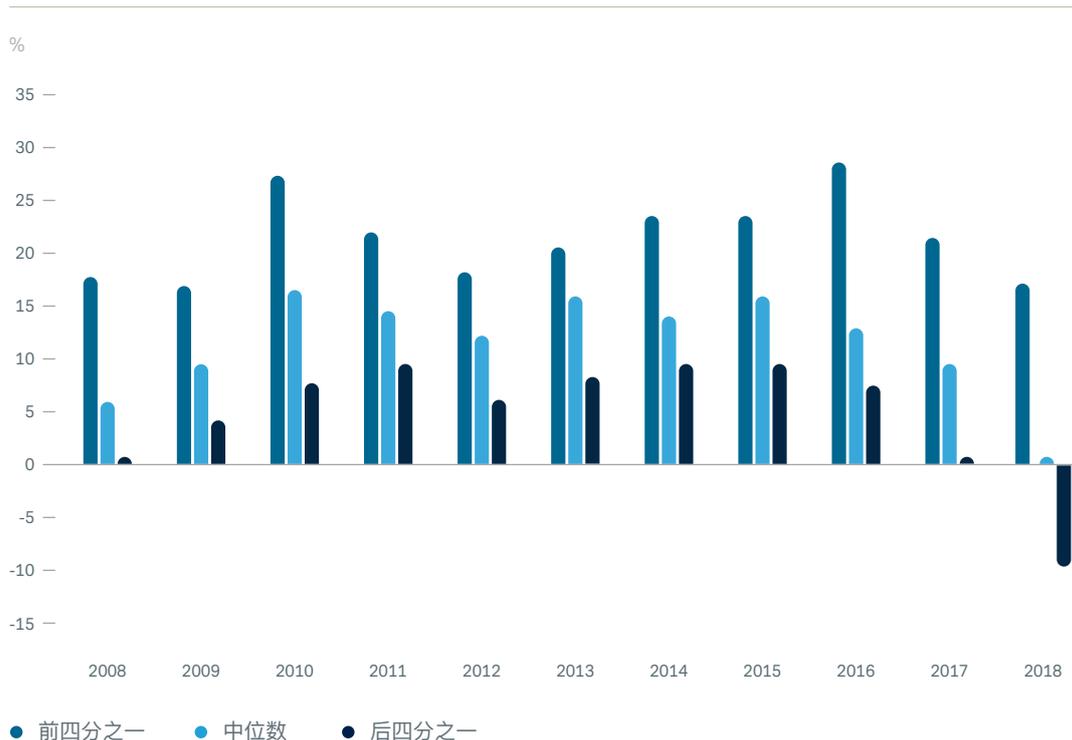
这意味着风险投资组合需要包含广泛的投资。但重要的不仅仅是“篮子里有多少鸡蛋”。在限制无效投资的影响、减少整体波动和风险以及改善总体结果方面，多元化起着更加关键的作用。对不同

阶段（如种子期、早期、扩张期）、地区和年份的广泛行业进行投资，可以在这方面做出重要贡献。

除了多元化的问题外，值得一提的是，总回报的很大一部分总是来自排名前四分之一的基金（参见图11）。与大多数传统（公开交易）的资产类别不同，风险投资回报的倾斜度往往很大。所以，接触一流的风险投资家是极其重要的。

图11: 风险投资的内部回报率, 按四分位数划分

资料来源: Cambridge Associates LLC “Q2 2020 U.S. Venture Capital — index and selected benchmark statistics”。数据截至2020年6月30日。



注: 根据1995–2018年期间成立的1,529家美国风险投资基金（包括完全清算的合伙企业）的数据编制而成。内部回报率扣除了费用、支出和附带权益。CA的研究表明，大多数基金至少需要六年的时间来确定其最终的四分位数排名，而在这之前，他们通常会位于另外2–3个四分位数中，最近年份的基金或基准业绩指标可能意义不大。

06

结论

在过去几年中，风险投资一直是一个令人振奋的投资领域，而且很可能会继续如此，特别是考虑到以低利率形式存在的持续金融压制。投资额可能会继续增长，风险投资将继续在扶持创新公司和行业方面发挥关键作用。在长期内，风险投资的回报可能会继续超过公开市场上资产类别的回报。然而，重要的是要了解风险投资与流动性较高的投资策略之间的根本区别，所涉及的风险，以及如何尝试通过多元化和管理人选择来缓解这些风险。我们试图在下表中总结风险投资的主要优点和缺点（参见图12）。

图12：风险投资：优点和缺点

资料来源：德意志银行股份公司。数据截至2021年8月。

优点

长期表现优于公开市场

非流动性溢价中获益

可以接触到广泛的私营公司

与其他资产类别回报的相关性较弱

缺点

风险水平很高

需要长期的资本承诺

考虑到个别投资失败的可能性，多元化的风险投资组合是可取的

业绩可能取决于利用排名前四分之一的基金/最佳投资者

参考文献

1. Cambridge Associates (2016)。The 15% Frontier。
检索自：<https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2016/07/The-15-Percent-Frontier.pdf>。2021年5月21日。
2. Cambridge Associates (2020)。Venture Capital Positively Disrupts Intergenerational Investing。检索自：<https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2020/01/VC-Positively-Disrupts-Intergenerational-Investing.pdf>。2021年5月21日。
3. Invesco (2016年)。The case for venture capital。
检索自：<https://apinstitutional.invesco.com/dam/jcr:1f35880c-bdf9-42ea-8afe-ab69b85bc7a4/The%20Case%20for%20Venture%20Capital.pdf>。2021年5月21日。
4. 毕马威 (2021年)。2021年第二季度《风投脉搏—全球趋势》。
检索自：<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/07/venture-pulse-q2-2021.pdf>。2021年7月22日。
5. Lerner, J.和Nanda R. (2020年)。Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn。工作报告20-131。哈佛商学院。
6. Jeong J.、Kim J.、Son H.和Nam D. (2020年)。The Role of Venture Capital Investment in Startups' Sustainable Growth and Performance: Focusing on Absorptive Capacity and Venture Capitalists' Reputation。
7. 经合组织 (2004年)。Financing innovative SMEs in a global economy。
检索自：<https://www.oecd.org/cfe/smes/31919231.pdf>。2021年6月3日。
8. Correlation Ventures (2019年)。Venture Capital — No, We're Not Normal。
检索自：<https://medium.com/correlation-ventures/venture-capital-no-were-not-normal-32a26edea7c7>。2021年5月21日。

词汇表

美国研究开发公司 (ARDC) 是由“风险投资之父” (乔治斯·多里奥特) 于1946年创立的一家风险投资和私募股权公司。

人工智能 (AI) 指机器所展示的智能。

CA全球风险投资指数 (CA Global Venture Capital Index) Cambridge Associates的全球 (美国除外) 发达市场私募股权和风险投资指数, 来自于其专有的全球 (美国除外) 私募股权和风险投资基金数据库中的财务信息。截至2019年6月30日, 该数据库由1986–2019年成立的839个全球 (美国除外) 发达市场收购基金、成长型股权基金和风险投资基金组成, 价值约为2,660亿美元。该指数的基金主要投资于澳大利亚、加拿大、以色列、日本、新西兰、新加坡和西欧的发达市场。

CAGR指复合年增长率。

相关性是一个统计指标, 衡量的是两种证券 (或其他变量) 波动情况互相关联的程度。

多元化指将投资分散于不同的资产类型、地域等, 目的是降低风险或提高经风险调整后的回报。

ESG代表环境、社会和治理, 是可持续投资中最常用的首字母缩写。它们衡量投资于一家公司或一项业务的可持续性和社会影响。

高收益债券是一种回报较高的债券, 但信用评级低于投资级公司债券、国债和市政债券。

非流动性溢价是对非流动性投资的超额回报, 以补偿流动性不足。

首次公开发行 (IPO) 指为了向公众提供私营公司的股份而发行股票。

夹层融资是债务融资和股权融资的混合体。

共同基金汇集了许多投资者的资金来购买证券, 是一种专业管理的投资基金。

合并与收购 (简称并购)是企业整合的两个关键方法: 合并是指两家公司合并成立一家新公司, 而收购是指一家公司被另一家公司收购, 这一过程中并不成立新公司。

私募股权指基金或个人直接投资于私人非上市公司。

罗素2000指数是美国小盘股指数, 包含约2,000家公司, 是罗素3000指数中的后三分之二。

战略资产配置 (SAA) 流程指设置中长期内的资产类别优先配置。

初创公司资本筹集过程的最早阶段称为**种子融资**。

特殊目的收购公司 (SPAC) 是在证券交易所上市的没有商业运作的空壳公司, 目的是通过IPO或收购私人公司来筹集资金。

初创公司指由创业者实施的一个项目或成立的一家公司, 通过寻找、发展和验证来扩大商业模式的规模。

标普500指数包括500家领先的美国公司, 涵盖美国80%的现有市值。

免责声明

一般条款

本文件不可在加拿大或日本分发。本文件仅供零售或专业客户使用。

本文件由 Deutsche Bank AG、其分行（在相关司法管辖区允许下）、联营公司及其高级人员和雇员（统称“德意志银行”）基于诚信原则进行传阅。本材料仅供参考，无意作为在任何司法管辖区购买或出售任何投资、证券、金融工具或其他特定产品；达成交易或提供任何投资服务或投资意见；或提供任何研究、投资研究或投资建议的要约或建议或要约邀请。本通讯中的所有材料应通篇阅读。

如本免责声明的任何条文被具司法管辖权的法院推定为不可强制执行，其余条款将保持全部效力及作用。本文件为一般市场评论，未有考虑任何投资者的投资需要、目标或财务状况。投资会面临源于金融工具或金融工具特有或特定发行人所涉及的一般市场风险。如出现该等风险，投资者或会招致损失，包括（但不限于）丧失全部投入资本。投资价值可升可跌，任何时候投资者均有可能出现无法收回最初投入金额的情况。本文件并未列出所有风险（直接或间接）或做投资决定时对投资者至关重要的其他考虑因素。

本文件及其中所含所有信息按“原样”及“可用”提供，且德意志银行概未就本文件所载的任何陈述或信息作出任何种类的明示、默示或法定陈述或保证。本文件所载资讯、所载财务观点或结论、市场价格、估算、前瞻性陈述、假设性陈述、预测回报或其他观点，均为德意志银行于本报告日期的主观判断。在任何情况下，德意志银行均不保证本通讯或本文件中的任何信息的准确性、充分性、完整性、可靠性、及时性或可得性，并明确不会对其中错误或遗漏负上任何责任。前瞻性陈述涉及到主观判断，其分析及变动及/或不同或其他因素的考虑可能会对所示结果产生重大影响。因此，实际结果可能会和本文件所载结果大相径庭。

德意志银行没有义务更新本文件所载信息或通知投资者可用的更新信息。本文件之观点或结论乃建基于不同的假设，该等假设或未有经验证，观点/结论亦有可能与德意志银行内的其他部门有所不同，而本文所载信息或会在没有通知的情况下更改。尽管本文件所载信息由德意志银行基于尽责的原则，并源于德意志银行认为可信可靠的数据源，但德意志银行不保证，亦无法保证该信息的完整性、公正性或准确性，因而不被用作依赖。为方便起见，本文件可能会提及网站及其他外部数据源。德意志银行不对其内容负责，且其内容不构成本文件的任何一部分。存取该等外部数据源的风险，将由您自行承担。

作出投资决定之前，不论有无投资顾问的帮助，投资者均需根据自身的特定投资需要、目标及财务状况，思考德意志银行所述或提供的任何投资及策略是否适合。作出投资决定时，潜在投资者不应倚赖本文件，而只能倚赖与投资有关的最终发售文件所载内容。

作为一间全球金融服务提供商，德意志银行不时面临着实际和潜在的利益冲突。德意志银行的政策是采取一切适当措施来维持及施行有效的组织及行政安排，以识别及管理该等冲突。德意志银行的高级管理层会负责确保德意志银行的系统、控制措施及程序足以识别及管理利益冲突。

德意志银行不会提供税务或法律意见，包括在本文件，且本文件中的任何内容均不得解释为德意志银行向任何人士提供任何投资意见。投资者考虑德意志银行所述的投资和策略时，应向自己的税务专家、律师及投资顾问征求意见。除在特定情况下或另有相反通知外，投资工具均无任何政府实体保证，存款保障计划或德意志银行的保障。

未经德意志银行明确书面授权，不得复制或传阅本文件。德意志银行明确禁止向第三方分发及传输本材料。德意志银行概不承担因使用或分发本材料而产生的责任，亦不对投资者采取的任何行动或作出的任何决定负责。

本文件的传阅及分发方式可能受特定国家/地区（包括但不限于美国）的法律或法规限制。本文件并非针对身为任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民或居民或位于该等地区、州、国家或其他司法管辖区的任何人士或实体，亦无意分发予该等人士或实体或供该等人士或实体使用，而在该等地区、州、国家或其他司法管辖区，分发、公布、提供或使用本文件会违反法律或规例，或会使德意志银行在相关司法管辖区受目前未满足的任何注册或许可要求限制。可能管有本文件的人士须自行了解并遵守该等限制。

过往表现不保证未来结果；本文件所载内容概不构成对未来表现的任何陈述、保证或预测。进一步信息可应投资者要求提供。

巴林王国

对于巴林王国的居民：本文件概不构成出售或参与巴林销售的证券、衍生工具或基金（定义见巴林货币局规例）的要约。在任何情况下，应在巴林之外接受及作出所有投资的申购及任何配售。本文件仅供预期机构投资者作参考之用。不得向巴林王国的公众发出任何邀请，且在一般情况下，不会向公众发出、传送或提供本文件。央行（CBB）尚未审查，亦未批准本文件或该等证券、衍生工具或基金在巴林王国的市场推广。因此，可能不会在巴林或向巴林的居民发售或出售证券、衍生工具或基金，但巴林的法律允许者除外。CBB 概不对证券、衍生工具或基金的表现负责。

科威特

本文件已应您的要求予以传送。不得向科威特的公众广泛发行本报告。权益尚未获科威特资本市场管理局或科威特的任何其他相关政府机构许可在科威特发售。按照 1990 年第 31 号法令及相关实施规例（经修订）以及 2010 年第 7 号法律及相关细则（经修订），在私募配售或公开发售的基础上在科威特发售权益会因此受到限制。不得在科威特进行权益的私募或公开发售，亦不得在科威特达成与出售权益有关的任何协议。不得以在科威特发售或销售权益为目的展开市场推广或招揽或激励活动。

阿拉伯联合酋长国

Deutsche Bank AG 迪拜国际金融中心分行（注册编号：00045）受迪拜金融服务管理局监管。Deutsche Bank AG – DIFC 分行仅可开展其现有 DFSA 许可范围内的金融服务活动。在 DIFC 的主要营业地点：Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E. 本信息由 Deutsche Bank AG 分发。相关金融产品或服务仅可向迪拜金融服务管理局界定的专业客户提供。

免责声明

卡塔尔国

Deutsche Bank AG 卡塔尔金融中心分行（注册编号：00032）受卡塔尔金融中心监管局监管。Deutsche Bank AG – QFC 分行仅可开展其现有 QFCRA 许可范围内的金融服务活动。在 QFC 的主要营业地点：Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar。本信息由 Deutsche Bank AG 分发。相关金融产品或服务仅可向卡塔尔金融中心监管局界定的商业客户提供。

比利时王国

本文件由透过其布鲁塞尔分行行事的 Deutsche Bank AG 在比利时分发。Deutsche Bank AG 是一间根据德意志联邦共和国法律注册成立的股份公司（“Aktiengesellschaft”），获许可在欧洲央行（“ECB”）或德国联邦金融管理局（“Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht”或“BaFin”）的监督及管控下经营银行业务及提供金融服务。Deutsche Bank AG 布鲁塞尔分行在 RPM Brussels 注册，注册地址为 Marnixlaan 13-15, B-1000 Brussels, 注册编号为 VAT BE 0418.371.094。进一步详情可应要求提供或在 www.deutschebank.be 上找到。

沙特阿拉伯王国

Deutsche Securities Saudi Arabia Company（注册编号：07073-37）受资本市场管理局监管。Deutsche Securities Saudi Arabia 仅可开展其现有 CMA 许可范围内的金融服务活动。在沙特阿拉伯的主要营业地点：King Fahad Road, Al Olaya District, P.O.Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Saudi Arabia。

英国

在英国（“UK”），本出版物被视为金融宣传物料，并已获代表所有在英国以德意志银行财富管理身份进行交易的实体的 DB UK Bank Limited 给予批准。德意志银行财富管理是 DB UK Bank Limited 的商业名称。在英格兰和威尔士注册（编号：00315841）。注册办事处：23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX。DB UK Bank Limited 已获金融行为管理局授权并受其监管，其金融服务注册编号为 140848。德意志银行保留通过其任何英国附属公司分发本出版物的权利，且在任何相关情况下，本出版物均视作金融宣传物料，并在该附属公司获有关英国监管机构授权时，获该附属公司批准（如该附属公司未获如此授权，则本出版物即获德意志银行财富管理集团旗下拥有提供相关批准的必要授权的其他英国成员批准）。

香港

本文件及其内容仅作参考之用。本文件中的任何内容并非是为了发售任何投资或招揽或建议购买或出售投资，因而不解释为是要约、邀请或建议。在本文件所述任何特定投资机会的范围内，其内容未经审核。本文件的内容尚未经过香港的任何监管当局审核。建议您谨慎考虑本文件所载的投资。如您对本文件的任何内容有任何疑问，应征求独立专业意见。本文件尚未经过香港证券及期货事务监察委员会批准，亦未由香港公司注册处处长予以注册，因此，(a) 不得以本文件或任何其他文件的方式在香港发售或出售投资（为“结构性产品”（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（“SFO”）的投资除外），但向“专业投资者”（定义见 SFO 及项下订定的任何规则）或在不会导致文件成为《公司（清盘及杂项条文）条例》（香港法例第 32 章）（“CO”）界定的“招股章程”或不会构成 CO 所指公众要约的其他情况下发售或出售者除外；及 (b) 任何人士均不得发布或为发布而管有与投资有关的、针对香港公众或其内容可能会被香港公众存取或查阅的任何公告、邀请或文件（香港证券法律允许者除外），不论是在香港还是其他地方，但与只售予或拟售予香港境外人士或只售予符合 SFO 以及任何相关规则定义的“专业投资者”之投资的情况除外。

新加坡

本文件的内容尚未经过新加坡金融管理局（“MAS”）审核。不得向新加坡的公众或任何公众成员招揽或建议购买或出售本文件所述的投资，但 (i) 向《证券及期货法》（第 289 章）（“SFA”）第 274 条或第 304 条（视乎情况而定）（SFA 的任何该条文可不时经修订、增补及/或取代）下规定的机构投资者、(ii) 根据 SFA 第 275 条或第 305 条（视乎情况而定）（SFA 的任何该条文可不时经修订、增补及/或取代）及按照其中指定的其他条件向相关人士（包括认可投资者）、(iii) 向机构投资者、认可投资者、专家投资者或海外投资者（定义分别见《财务顾问法》（“FAR”））（任何该定义可不时经修订、增补及/或取代），或 (iv) 在其他情况下根据及按照 SFA 或 FAR 的任何其他适用条文（可不时经修订、增补及/或取代）的条件作出者除外。

美国

在美国，经纪服务透过 Deutsche Bank Securities Inc. 提供。Deutsche Bank Securities Inc. 是一间经纪交易商及注册投资顾问，在美国开展证券活动。Deutsche Bank Securities Inc. 是 FINRA、NYSE 和 SIPC 的成员。银行和借贷服务透过 Deutsche Bank Trust Company Americas（FDIC 成员）及德意志银行集团其他成员提供。就美国而言，请参阅本文件前面作出的陈述。德意志银行概未陈述或保证，本文件所载信息适合或可供在美国以外的国家/地区使用，或本文件所讨论的服务可供或适合在所有司法管辖区或被所有对手方销售或使用。除已注册、获许可或适用法律允许的其他情况外，德意志银行或其联营公司概未在美国提供任何服务，亦未提供旨在吸引美国人士（定义见 1933 年美国《证券法》规例 S（经修订））的服务。

本美国特定免责声明将受特拉华州法律管辖并据此解释，无须理会要求援引其他司法管辖区法律的任何法律冲突条文。

德国

本文件由透过 Deutsche Bank AG 行事的德意志银行财富管理制定，尚未提交予德国联邦金融管理局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht），亦未获其批准。就本文件中提到的特定投资而言，招股章程已获具司法管辖权的当局批准及公布。投资者须根据该等获批准的招股章程（包括可能的增补）作出投资决定。此外，本文件概不构成金融分析（定义见德国《证券交易法》（Wertpapierhandelsgesetz）），因而无须符合金融分析的法定要求。Deutsche Bank AG 是一间根据德意志联邦共和国法律注册成立的股份公司（“Aktiengesellschaft”），主要办事处位于美茵河畔法兰克福。其在美茵河畔法兰克福地区法院（“Amtsgericht”）注册，注册编号为 HRB 30 000，并获许可经营银行业务及提供金融服务。监管机构：欧洲央行（“ECB”）（地址：Sonnenmannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Germany），及德国联邦金融管理局（“Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht”或“BaFin”）（地址：Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn and Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Germany）。

免责声明

印度

本文件所述投资概不售予印度公众或供其认购。本文件尚未在印度证券交易委员会、印度储备银行或印度的任何其他政府/监管机构注册及/或获其批准。本文件并非且不应视作 2013 年《公司法》（2013 年第 18 号）的条文中定义的“招股章程”，并且不得提交予印度的任何监管机构。根据 1999 年《外汇管理法》及据此颁布的法规，凡居于印度的任何投资者，在印度之外进行投资（包括本文件所述的任何投资）之前，需获得印度储备银行的事先特别许可。

意大利

本报告由 Deutsche Bank S.p.A. 分发。Deutsche Bank S.p.A. 是一间根据意大利法律注册成立及登记的银行，受意大利央行米兰分行及 CONSOB 的监督及管控。

卢森堡

本报告由 Deutsche Bank Luxembourg S.A. 在卢森堡分发。Deutsche Bank Luxembourg S.A. 是一间根据卢森堡法律注册成立及登记的银行，受卢森堡金融监管委员会的监督及管控。

西班牙

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española 是一间信贷机构，受西班牙银行和 CNMV 监管，并根据《准则 019》在各自的官方注册处注册。Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española 仅可开展其现有许可范围内的金融服务及银行活动。在西班牙的主要营业地点位于 Paseo de la Castellana number 18, 28046 – Madrid。本信息由 Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española 分发。

葡萄牙

Deutsche Bank AG 葡萄牙分行是一间信贷机构，受葡萄牙银行及葡萄牙证券委员会（“CMVM”）监管，分别按号码 43 和 349 注册，商业注册编号为 980459079。Deutsche Bank AG 葡萄牙分行仅可开展其现有许可范围内的金融服务及银行活动。注册地址为 Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisbon, Portugal。本信息由 Deutsche Bank AG 葡萄牙分行分发。

奥地利

本文件由 Deutsche Bank Österreich AG 分发，其注册办事处位于奥地利共和国维也纳，在维也纳商业法院的公司注册处注册，注册编号为 FN 276838s。其受奥地利金融市场管理局（Finanzmarktaufsicht 或 FMA）（地址：Otto-Wagner Platz 5, 1090 Vienna）及（作为 Deutsche Bank AG 集团的实体）欧洲央行（“ECB”）（地址：Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Germany）监督。本文件尚未提交予任何前述监管机构，亦未获其批准。就本文件所述的特定投资而言，可能已经发布招股章程。在此情况下，只能依据已发布的招股章程（包括可能的增补）作出投资决定。仅对该等文件具有约束力。本文件构成市场推广材料，仅供参考及宣传之用，并非任何金融分析或研究的结果。

本文件由透过 Deutsche Bank AG 行事的德意志银行财富管理部制定，尚未提交予德国联邦金融管理局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht），亦未获其批准。就本文件中提到的特定投资而言，招股章程已获司法管辖权的当局批准及公布。投资者须根据该等获批准的招股章程（包括可能的增补）作出投资决定。此外，本文件概不构成金融分析（定义见德国《证券交易法》（Wertpapierhandelsgesetz）），因而无须符合金融分析的法定要求。Deutsche Bank AG 是一间根据德意志联邦共和国法律注册成立的股份公司（“Aktiengesellschaft”），主要办事处位于美茵河畔法兰克福。其在美茵河畔法兰克福地区法院（“Amtsgericht”）注册，注册编号为 HRB 30 000，并获许可经营银行业务及提供金融服务。监管机构：欧洲央行（“ECB”）（地址：Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Germany），及德国联邦金融管理局（“Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht”或“BaFin”）（地址：Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn and Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Germany）。

印度

本文件所述投资概不售予印度公众或供其认购。本文件尚未在印度证券交易委员会、印度储备银行或印度的任何其他政府/监管机构注册及/或获其批准。本文件并非且不应视作 2013 年《公司法》（2013 年第 18 号）的条文中定义的“招股章程”，并且不得提交予印度的任何监管机构。根据 1999 年《外汇管理法》及据此颁布的法规，凡居于印度的任何投资者，在印度之外进行投资（包括本文件所述的任何投资）之前，需获得印度储备银行的事先特别许可。

意大利

本报告由 Deutsche Bank S.p.A. 分发。Deutsche Bank S.p.A. 是一间根据意大利法律注册成立及登记的银行，受意大利央行米兰分行及 CONSOB 的监督及管控。

卢森堡

本报告由 Deutsche Bank Luxembourg S.A. 在卢森堡分发。Deutsche Bank Luxembourg S.A. 是一间根据卢森堡法律注册成立及登记的银行，受卢森堡金融监管委员会的监督及管控。

西班牙

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española 是一间信贷机构，受西班牙银行和 CNMV 监管，并根据《准则 019》在各自的官方注册处注册。Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española 仅可开展其现有许可范围内的金融服务及银行活动。在西班牙的主要营业地点位于 Paseo de la Castellana number 18, 28046 – Madrid。本信息由 Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española 分发。

免责声明

葡萄牙

Deutsche Bank AG 葡萄牙分行是一间信贷机构，受葡萄牙银行及葡萄牙证券委员会（“CMVM”）监管，分别按号码 43 和 349 注册，商业注册编号为 980459079。Deutsche Bank AG 葡萄牙分行仅可开展其现有许可范围内的金融服务及银行活动。注册地址为 Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisbon, Portugal。本信息由 Deutsche Bank AG 葡萄牙分行分发。

奥地利

本文件由 Deutsche Bank Österreich AG 分发，其注册办事处位于奥地利共和国维也纳，在维也纳商业法院的公司注册处注册，注册编号为 FN 276838s。其受奥地利金融市场管理局（Finanzmarktaufsicht 或 FMA）（地址：Otto-Wagner Platz 5, 1090 Vienna）及（作为 Deutsche Bank AG 集团的实体）欧洲央行（“ECB”）（地址：Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Germany）监督。本文件尚未提交予任何前述监管机构，亦未获其批准。就本文件所述的特定投资而言，可能已经发布招股章程。在此情况下，只能依据已发布的招股章程（包括可能的增补）作出投资决定。仅对该等文件具有约束力。本文件构成市场推广材料，仅供参考及宣传之用，并非任何金融分析或研究的结果。