

德意志銀行  
首席投資辦公室



2021年9月

# CIO特別報告



風險資本投資  
回報與分散化

# 目錄

編者：  
Christian Nolting  
環球首席投資總監及  
投資解決方案主管

Ivo Višić  
歐洲高級投資總監

Sagar Singh  
亞太區投資總監

|    |            |      |
|----|------------|------|
| 01 | 介紹         | 第2頁  |
| 02 | 何謂風險資本投資？  | 第3頁  |
| 03 | 企業家精神與風險資本 | 第6頁  |
| 04 | 風險投資的趨勢    | 第8頁  |
| 05 | 投資組合與風險資本  | 第12頁 |
| 06 | 結論         | 第17頁 |



請使用此 QR 圖碼閱覽一系列其他  
德意志銀行 CIO 報告  
([www.deutschewealth.com](http://www.deutschewealth.com))。





# 01

## 介紹



Christian Nolting  
環球首席投資總監及  
投資解決方案主管

隨著全球經濟逐漸從新型冠狀病毒疫情復甦，相信最終將會引發加息，但處於歷史低位的固定收益孳息率可能會在未來一段時間內持續。這將有助維持投資者對股票的興趣，但其實其他投資企業的方式亦是存在的。一些投資替代模式試圖獲取非流動性溢價；換句話說，投資者放棄即時的流動性（就如公開市場的投資），希望獲得較高的長期回報。私募股權投資就屬於這一類，但在此處我們會重點討論風險資本，即對初創公司或仍屬年輕的公司進行投資。

風險投資是一個充滿活力的投資領域，這個領域透過刺激創新，對建構新穎的商業模式甚至是整個產業提供協助。歷史表明，透過瞄準最具前途的年輕初創企業，將其轉變成經濟增長引擎，風險投資專家在過程中發揮了關鍵作用。世界上市值最大的10家公司當中，不少（包括許多著名的科技巨擘）在其發展的某個階段都曾獲得風險投資的支持。

然而，對於許多私人投資者來說，這很大程度上仍是一個未知的領域。因此，本報告首先討論何謂風險投資以及當中的「生命週期」等概念。此外，文章亦會探討風險投資專家在企業發展中所扮演的角色。

然後，我們將檢視最近風險投資持續增長背後的原因，新型冠狀病毒疫情（COVID-19）的影響以及有哪些主要的行業一般會獲得風險投資者的青睞。

我們認為，中期的環境很有可能繼續為風險投資提供支持，而且進入有關行業也變得越來越容易。

如果一切順利的話，風險投資既可以帶來豐厚的回報，又可以在投資組合中實現顯著分散投資的優勢。

但是我們必須指出，致力減少與此類投資的相關風險相當重要，原因是其整體風險往往相當高。歷史表明，投資組合應該持有一系列廣泛的風險投資（橫跨不同行業、階段和地域），以抵銷單一投資失敗的機會。要從不同的投資中獲利，頂尖風險投資經理的協助至關重要。

毫無疑問，風險投資應該與投資組合目標以及風險承受能力一併考慮。與傳統流動性較高的投資組合相比，風險投資以一種非常不同的方式提供回報。風險投資的模式透過投資於少數公司實現超高水平的回報：這些回報需要相當高，才能足以抵銷某些投資目標的低回報甚至是零回報。

### 撮要：風險資本投資

- 風險投資是充滿活力和持續增長的投資領域，有機會帶來豐厚的回報及分散的投資組合。
- 儘管如此，潛在的投資者需要意識到當中存在一系列廣泛的風險。許多投資目標的回報甚低甚至是零，但投資成功的回報需要甚高以補償當中的風險。
- 因此，風險投資組合需要謹慎地持有一系列多元化的資產。如能有頂尖風險投資經理的協助，應有助提高回報。

# 02

## 何謂風險資本投資？

企業從啟動到實現盈利的階段都需要資金。但是，年輕的公司可能會發現很難從傳統的途徑獲得融資，因為是這些企業往往藉藉無名，亦沒有甚麼往績可作證明。

相反，風險投資則透過提供資金以換取企業的股權，而風險投資專家希望投資能夠產生高額的潛在回報。

風險投資公司大多投資於具有高增長潛力的初創企業；相反，私募股權企業則通常購買較成熟的公司。

風險投資可由「天使」投資者設立，即高資產淨值的個人投資者；此外，私人資本亦可以組成一間公司或機構。另外，風險投資也可以透過公司、商業銀行控股公司和其他金融機構專門設立的子公司來提供。在後一種情況中，除了高回報之外，可能還會伴隨另一些目標（例如技術的開發），從而為企業和風險投資公司帶來協同效應。儘管如此，本報告的主要重點是一般的風險投資基金。

### 簡史

直至1940年代，私人企業的投資一直都是富裕的個人和家族的專利。根據某個說法，美國研究與開發公司 (ARDC) 是全球首家機構風險投資公司，為Georges Doriot於1946年創立。該公司在麻省理工學院、賓夕凡尼亞大學、羅徹斯特大學、萊斯大學和許多金融機構的支援下籌集了350萬美元的資金，以支持科學和技術領域的新風險投資。

1960年代及1970年代，在矽谷半導體產業發展的同時，美國西岸的私人風險投資公司亦逐漸崛起。1979年，美國勞工部允許養老基金在其投資組合中加入替代資產。結果，大量的資本開始湧入風險投資這個領域。截至1983年，有230家公司管理著110億美元的資金。風險投資的焦點亦從對半導體和數據處理器轉移到個人電腦和醫療技術等領域，但這亦被視為2000年科網泡沫爆破背後的其中一個因素。現在看來，當時有大量投資投入到剛起步的科技公司，而此等公司的成功機會其實非常渺茫。在科網泡沫爆破後的幾年，風險投資變得不再受到青睞。

但在過去十年左右，互聯網的發展引伸出一系列具可持續商業模式的企業。此外，大型科技公司的崛起伴隨著醫療保健等其他領域的發展（而這些發展往往是由科技所推動的）。風險投資公司已經發現其本身具備優越條件去善用這些機會，就此我們在下面將討論有關行業最近的增長情況。

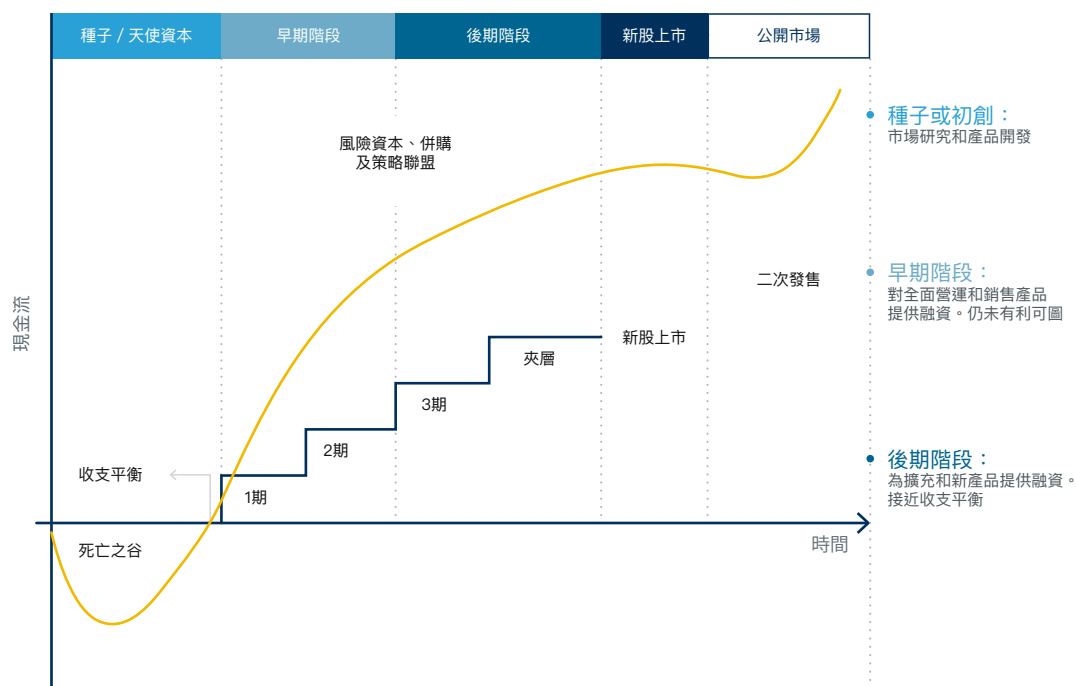


## 風險投資的生命週期

圖1顯示了風險投資融資的幾個關鍵階段。具體的術語可能略有不同，但「分階段融資」是這裡的關鍵概念。階段性融資並非預先提供全部資金，而是允許風險投資專家定期獲得公司的最新資訊、監測其關鍵指標、檢討計劃，並評估是否提供額外的資本融資或尋求離場。

圖1：風險資本投資的不同階段

資料來源：Cardullo (1999), “Financing innovative SMEs in a global economy”, 2004.



「分階段融資是關鍵概念。風險投資專家可以定期評估是否進一步提供資本融資抑或選擇離場。」

1 **種子資金：**過往許多公司的「種子」資金都是由朋友和家人提供，但最近則被認為是初創公司的第一輪機構資金。種子資金主要投資於研究和開發，以繼續進一步發展公司的初始產品。在這個階段的企業往往需要大量「燒錢」，所以要有足夠的種子資金去支撐公司度過這個所謂的「死亡之谷」；事實上，在此一階段，許多公司都以失敗告終。

2 **早期階段投資：**第一階段（有時稱為A輪）：一旦初創企業在用戶增長或銷售方面取得動力，往往就具備所須條件去從早期投資者籌集得到更多資金。隨著進一步的意見獲得採納，產品許多時都會得到改進。在這個階段所籌集得到的資金數額往往比最初的種子資本階段高幾倍。

第二階段（B輪）：這是指最後的「早期階段」，對第二階段的公司而言，其產品通常在這個時候已經能夠適應市場所需，並且擁有強大的用戶增長，儘管營收方面的情況往往仍然強差人意。公司所籌集得到的資金通常會投資到銷售及行銷，以擴大產品的規模，從而進入更廣泛的市場。這個階段通常籌集到的金額較大，而一些專業投資者可能只會參與這個階段。

3 **擴張或後期階段 / 第三階段資本：**一旦初創公司取得第三階段（C輪）或較後階段的融資，往往不會再被視為屬於早期階段的公司。這類公司繼續透過對業務投資來作為擴張的資金。這裏的焦點是實現強勁增長，當中很有可能是透過收購其他潛在的競爭對手。這裡所涉及的投資者類別有機會進一步擴大，當中包括非風險投資專家，原因是此等風險投資的對象現時被認為是屬於基本可行的企業。

**夾層 / 上市前融資：**後期階段的公司在這個時期往往仍然是無利可圖的，並會繼續透過第四階段融資（D輪）和進一步籌資來為增長提供資金，這些企業最終會離場，但當中有些可能在此一階段之前就已經這樣做。

離場前的最後一輪融資通常稱為「上市前融資」（或E+輪）。近年來，這一輪融資許多時候由非傳統的初創投資者所主導，例如是主權財富基金、互惠基金以及對沖基金。

4 **上市或併購離場：**成功由風險投資所支持的投資組合公司通常會以兩種方式的其中之一進行離場，分別是出售予大型企業或進行新股上市。媒體的注意力往往會集中在新股上市，但對於在各個不同階段離場的初創企業而言，併購交易許多時已變得較為常見。我們在報告的較後部分將會討論特殊目的收購公司（SPAC）。

最終，投資者的目的通常是實現投資收益，當然前提是有關企業得以存活下來並得以茁壯成長。

# 03

## 企業家精神與風險資本

### 風險投資專家的角色

一項研究(Lerner and Nanda, 2020)顯示，美國每年只有不到0.5%的新成立公司獲得風險投資資金，然而其後能在公開市場上市企業中，卻有近半能獲得這類資金。

風險投資專家所能提供的往往不只是資本。由於回報存在高度的不確定性、信息不對稱、缺乏重大有形資產等多種原因，許多初創公司都是屬於高風險的。在一般情況下，除了提供資本緩衝，風險投資公司還會在其所投資公司的董事會中佔上一席位，並積極參與企業的管理。這通常包括為公司發展、生產資源及專業知識穿針引線，為行銷提供建議和網絡，並協助招聘管理層成員。透過此一方式，風險投資公司可作為企業家／創始人的合作夥伴，直至企業能夠茁壯成長、站穩陣腳為止。

在過程中，風險投資企業會做的其中一件事就是引導公司完成多輪的融資。在每一輪融資中，公司必須達到某些可實現的目標，以獲得新的資金用於持續增長或擴張。如果所投資的公司未能滿足這些目標，或者風險狀況發生重大變化（例如，由於市場情況或監管政策所致），風險投資企業需要對持份者負責，這可能導致他們提前離場。風險投資擁有多項特點：需要具備耐性、必須親自為所投資的公司提供指導及專業知識、願意承擔高風險和失敗；所以這種資產類別是獨一無二的。圖2總結了風險投資的幾個主要特點。

圖2：風險資本投資的主要特點

資料來源：德意志銀行。數據截至2021年8月。





## 風險投資與ESG

潛在的風險投資者不能忽視ESG（環境、社會及管治）的問題，儘管這些課題並非投資決策的核心。近年來，對符合ESG標準的投資之需求急劇增長，投資者在投資中融入可持續性因素的壓力也隨之增加。鑑於風險投資者在塑造潛在未來市場中的公司具備何種形式和方向起著重要作用，他們可以透過將ESG課題納入到投資組合的篩選過程來改善可持續性。

儘管如此，這可謂說易做難。風險資本投資者往往會瞄準具顛覆性的商業模式，而這些模式通常並未有發展出如何解決ESG問題的模型。此外，這些企業所處行業（例如科技行業）也可能集中關注一些較新興的ESG課題。儘管有著以上的注意事項，如能在相對較早階段採納ESG政策，可以有助減輕相關的風險。如果ESG在早期階段已經成為企業文化的一部分，而不是在投資者、審計師或監管部門的壓力下進行改造，那麼對公司來說可能會減少一些痛苦。

「在某些風險資本投資中，處理ESG的課題會比較困難。  
但採納ESG政策能有助減低風險。」



本報告在歐洲、中東及非洲地區被視為營銷材料，但在美國則不是。不保證能夠達成任何預測或目標。預測基於可能被證明不正確的假設、評估、意見及假設性模型作出。過往業績不代表未來回報。投資附帶風險。投資價值可跌亦可升，您可能無法及時獲得於任何時候投資的原始金額。您的資金可能存在風險。本文於2021年6月編製。



# 04

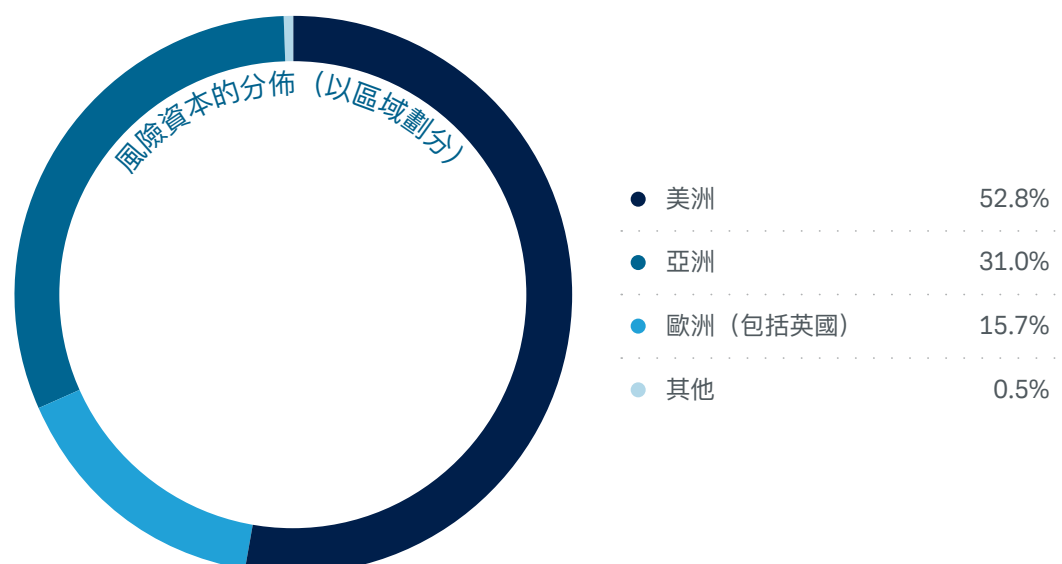
## 風險投資的趨勢

### 風險投資的增長以及COVID-19

在2015至2020年期間，全球風險投資以13.5%的複合年增長率 (CAGR) 上升，2020年的總投資額達到3,302億美元。美洲仍然擁有最大的市場份額，佔2020年總交易價值的52.8%，而亞洲和歐洲則分別佔全球市場的31.0%或15.7%（見圖3）。

圖3：2020年全球風險投資的區域細分

Venture Pulse，2021年第一季，Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise。數據由PitchBook提供。數據截至2021年4月21日。



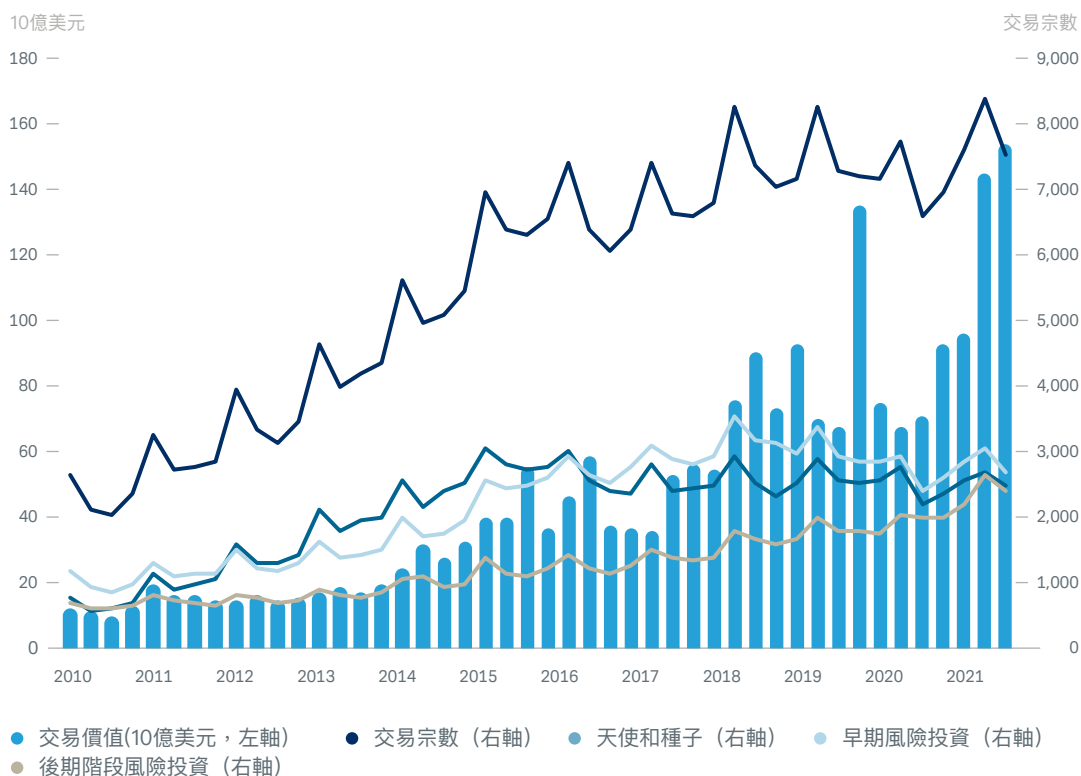
在2020年，新型冠狀病毒病對許多行業都造成了極大的破壞，但隨著企業善用嶄新的數碼化趨勢以及對商業模式作出重新思考，科技轉型及創新亦同時得到推動。這個快速變化的環境導致了2020年下半年多個行業所獲得的融資激增，原因是當中許多公司的需求廣泛增加，投資者從而加快與這些企業合作。

因此，全球風險投資在2021年達致前所未有的水平，2021年第二季的資本投資為1,571億美元（見圖4）。歐洲（340億美元）、美國（750億美元）以及整個美洲地區（840億美元）的風險投資融資量都創出新高，不過亞洲（380億美元）仍然遠低於其2019年第三季的高位。值得一提的是，歐洲現時已經連續四個季度出現了創紀錄的風險資本投資，而且是連續第六季風險投資融資呈現上升。此一顯著增長主要是由於不同行業均出現越來越多的成熟公司，而現有的「獨角獸」（估值超過10億美元的公司）亦需要大量資金。雖然英國的交易額比第一季所達到的創紀錄高位略有下降，但在愛爾蘭和德國，風險投資屬於有史以來最強勁的季度。

在過去四個季度，儘管全球風險投資交易宗數有所減少，但以按年計算一直呈現增長的勢頭。這可能反映了全球大多數地區越來越偏好成熟的商業模式和後期階段的交易，因為在高度不確定性時期，屬於後期階段的公司可能被視為較安全的選擇。但這裏所存在的風險不可忽視，原因是非常早期階段的風險資本融資持續下降，可能對整個交易管道產生長期的不利影響。此外，投資者之間互相競爭，希望都能分一杯羹，從而導致某些行業的估值偏高，這無疑會令人有點擔憂。儘管如此，最終得以上市的公司，在上市後的高倍數有助於支持目前的價格水平。

圖4：環球風險資本融資

Venture Pulse，2021年第二季，Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise。數據由PitchBook提供。數據截至2021年7月21日。

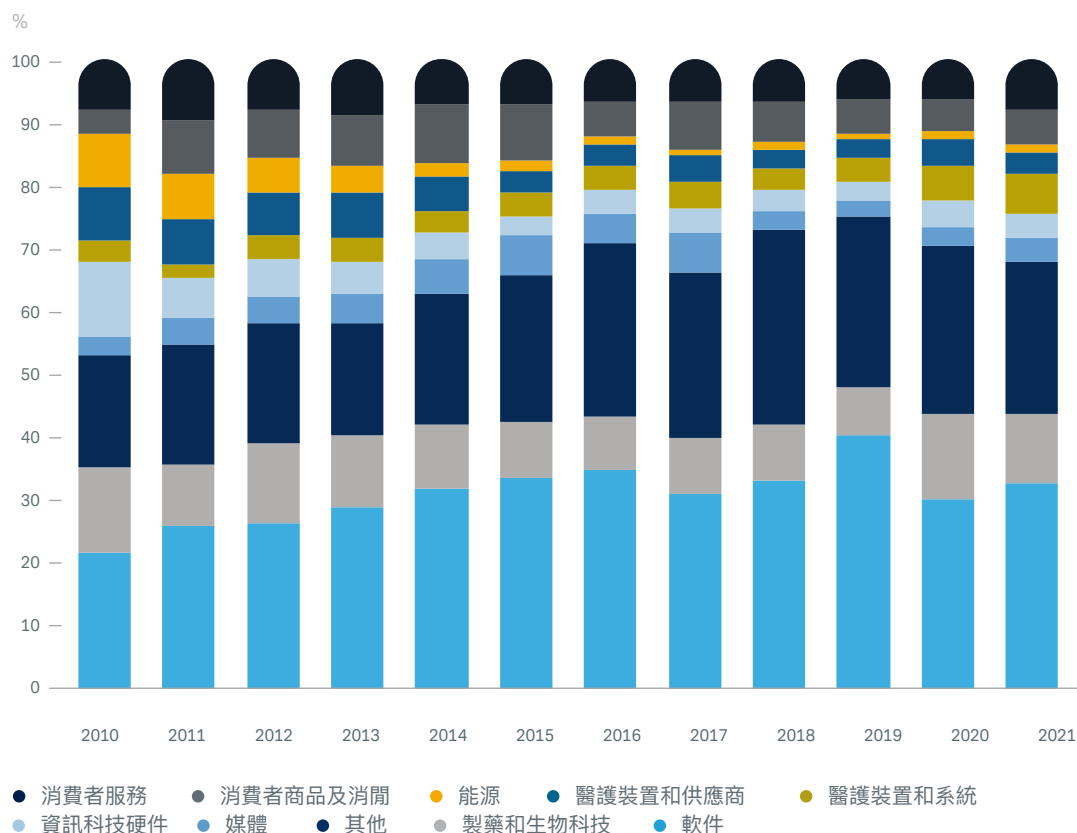


在2021年上半年，大部分投資基金都投入到受新冠疫情所推動的行業。軟件及各種以消費者為核心的數碼解決方案（例如遊戲、金融科技、教育科技、物流、食品送遞以及醫療保健和生物科技）皆受到追捧。但這不僅是一個短期的反應，從圖5可以看到自2013年以來全球風險投資融資的行業細分，當中顯示軟件、製藥和生物科技以及醫護服務和系統在總投資中的份額都有所增加。

「在2021年大部分投資基金都投入到受新冠疫情所推動的行業。但這不僅是一個短期的反應。」

圖5：風險資本支持公司的全球融資趨勢（以行業細分）

Venture Pulse，2021年第二季，Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise。數據由PitchBook提供。數據截至2021年7月21日。



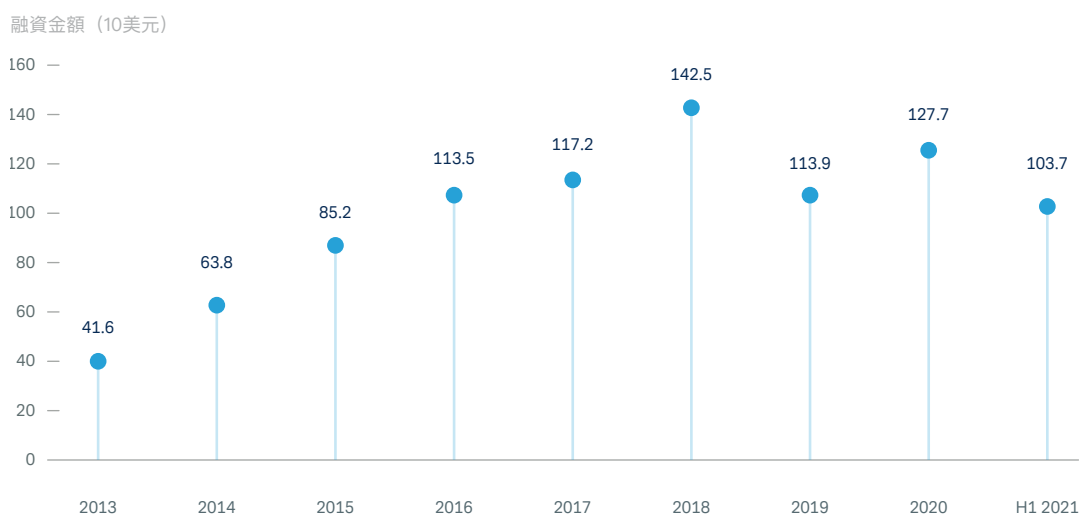
此外，投資者亦繼續於風險投資基金投入大量資金。2020年即籌集了1,277億美元，而資本承諾在2021年在上半年達到1,037億美元（見圖6）。如果資本承諾的步伐以現時的速度繼續下去，2021年可能會實現有史以來首次有2,000億美元以上的資金獲分配到風險投資基金。此外，基金的集中度也在明顯上升（即更多的資本分配到更少的投資工具上）。在2021年，人們更加關注「10億美元以上的基金」，投資者致力尋求具有「同業最佳」回報紀錄的基金經理。儘管如此，首次籌集資金的數目仍然相當可觀，而越來越多投資工具的目標是一些較獨特的行業（通常屬於服務不足的行業），這些行業往往可能受惠於徹底的創新。

「基金的集中度也在上升：更多的資本分配到更少的投資工具上。」



圖6：全球風險資本的融資金額

Venture Pulse，2021年第二季，Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise。數據由PitchBook提供。數據截至2021年7月21日。



## 中期展望

從中期來看，整體環境可能會繼續支持風險投資市場的進一步增長。此外，市場上存在大量的「乾火藥」（行業術語，意指已承諾但尚未分配的資金），而對頂級交易的競爭應能對估值能提供支持。全球許多地方的息率持續低企，亦有機會維持投資者對風險投資的興趣。

數碼化趨勢以及消費和投資習慣的轉變，也可能有助於風險投資市場的進一步發展。此外，互惠基金及銀行業亦使其客戶更容易進入風險投資的領域。

撇除新型冠狀病毒病的疫情，鑑於醫療系統的許多方面仍有待改造，以及在此背景下利用新科技的機遇多不勝數（醫療是我們長期的關鍵投資主題之一），風險資本對醫療行業許多領域的投資可能會繼續相當蓬勃。此外，人工智能及機器人似乎也成為風險投資的核心主題。

風險投資行業的形態也可能發生變化。隨著傳統公司正在尋找投資創新初創企業，以協助擴大其數碼組合以及改善營運效率，企業風險投資也繼續獲得動力。

此外，我們還可能看到風險投資的最後階段出現變化。在這個階段，投資者會透過將公司在公開市場上市以實現收益。

特殊目的收購公司 (SPAC) 在最近幾個季度越益成為焦點，這是首次公開招股以外的一個選擇，SPAC可以透過這個方式脫離私人擁有，投入「公開市場」（投資者以「空白支票」的方式向SPAC投入資金，然後以SPAC本身上市，而非其最終購買的公司）。但SPAC這種方式亦存在一些合理的憂慮。例如，這能否鼓勵公司在達到必要的成熟程度之前就進行上市。在未來幾個季度已宣佈SPAC合併個案的表現，可能會決定這種模式是否會成為長期的趨勢。

根據IMARC（一家領先的市場研究公司）的預測，全球風險投資在2021至2026年度將以約16%的年複合率增長。如果事實的確如此，此一增長比過去五年還要快。

# 05

## 投資組合與風險資本

### 風險投資表現與公開市場的對比

儘管機構投資者及超高淨值投資者對風險投資的興趣由來已久，但在許多私人投資者的投資組合中，風險投資的代表性仍屬不足。

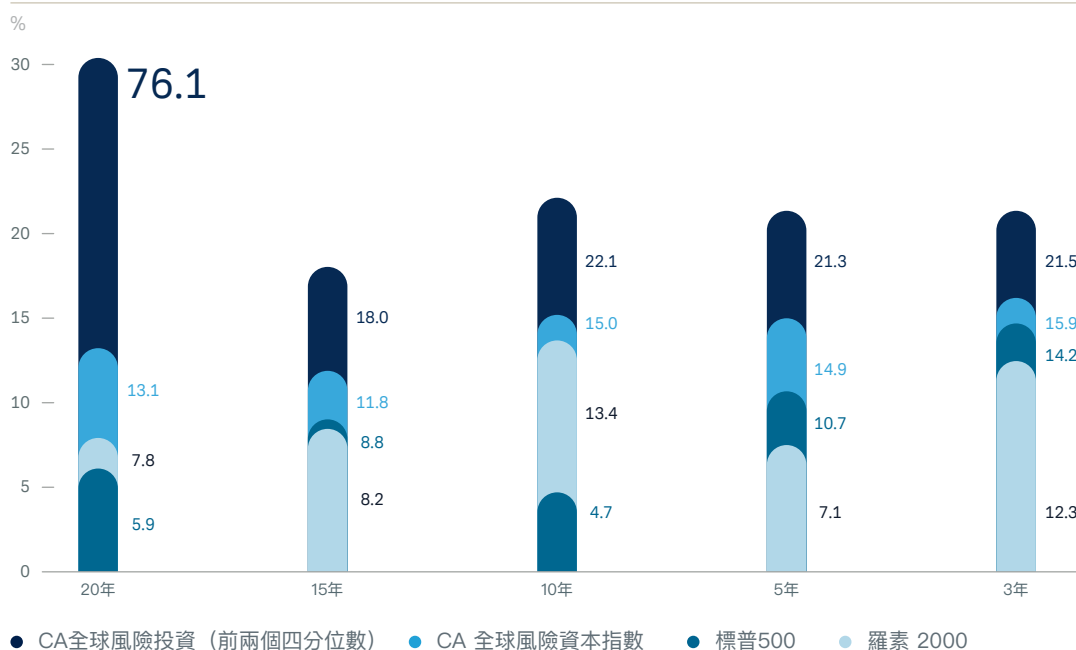
機構投資者應該透過風險資本進行投資，其實是言之成理的。根據康橋匯世 (Cambridge Associates) 所進行的研究 (「The 15% Frontier」, 2016)，對私人投資的配置可能代表長期領先表現的一個關鍵決定因素。有關研究顯示，242家捐贈基金和基金會將至少15%的資本分配予私人投資，並取得了7.6%以上的中位數年化回報率 (2005–2015年)，其表現比最多將5%的資本分配予私人投資的競爭對手高出1.5%。

康橋匯世的數據亦顯示，美國的風險投資在3年、5年、10年、15年和20年期間的表現一直優於更廣泛的股票市場指數，最近幾年的數據亦支持這個趨勢。從圖7我們也可以看到，在20年的時間裡，對共同投資以及前兩個四分位數 (即前50%) 的風險投資公司而言，其平均年化回報率比公開市場的同等公司高出數倍 (CA全球風險投資前兩個四分位數：+76.1% / CA全球風險投資指數：+13.1% / 標普500：+5.9% / 羅素2000指數：+7.8%)。

當然，其中一些超額回報可以用所謂的「非流動性溢價」來解釋 (即需要較高的回報來補償流動性較差的投資)，但風險投資似乎亦是利用科技改進及企業家才能 / 精神的一種不俗的方式。然而，必須注意的是，我們需要一系列的風險投資以避免個別公司的失敗個案，下文將描述這種情況。

圖7：風險投資表現與公開市場的對比

\* 20年CA全球風險投資 (前兩個四分位數) 的回報率，30%以上的回報率因展示原因而不合比例。資料來源：Cambridge Associates LLC “Venture Capital positively disrupts intergenerational investing”。數據截至2019年6月30日。



附註：匯集的私人投資定期回報已扣除費用、開支和結轉利息。多年的年化回報乃針對截至2019年6月30日的期間而產生。

## 潛在的分散化優勢

---

風險投資除了能夠提供對發展中行業或新興變革性科技的投資機遇外，亦可以作為一個天然的對沖，以避免與可能容易受到顛覆的成熟公司 / 商業模式之相關風險。

歷史數據顯示，風險投資的回報與其他資產類別的回報只有鬆散的相關性（見圖8），一些研究甚至指出，其與整體私募股權投資和全球股票市場的關係屬於反向。

在分散化方面，還值得一提的是，公開市場的股票不再像以前那樣多元化。在美國證券交易所上市公司的數目比1996年的高峰減少了一半以上，標普500指數則佔美國股票市場價值的約80%。此外，標普500指數總市值的25–30%屬於按指數權重計算的前10隻股票，並向資訊科技（在整個指數中的權重為28%）強烈傾斜。

相比之下，私人企業的數目在過去幾十年中一直穩步上揚（比較1990–2000年和2010–2020年），但這並沒有阻止新股上市的數目下跌。高昂的新股上市成本、公開市場的較短期特性 / 焦點以及私人資本增加，被認為很大程度上推動了越來越多的早期公司從私人投資者那裏獲得資金，而非投向公開市場。在公開市場中仍有參與小型股票的選擇，但這些機會的範圍已經有所縮小。

因此可以說，今時今日私人投資市場在行業、科技和商業模式方面比公開市場提供了更大的多樣性。如果投資組合只由公開買賣資產所組成，就不能受惠於處於企業生命週期早期階段和新股上市（倘若公司真的能夠公開上市）之間的價值創造。

---

「公開股票市場不再像以前那樣多元化。私人投資市場可能在行業、科技和商業模式方面提供更大的多樣性。」

---

圖8：風險資本回報與其他資產類別的相關性

資料來源：Invesco “The Case for Venture Capital”; 康橋匯世全球風險投資、全球私募股權和全球房地產基準回報報告。風險投資、私募股權和房地產數據均來自康橋匯世。數據截至2015年12月31日。

### 資產類別季度回報的相關性

|                                                                                            | 風險資本  | 私募股權  | 房地產   | 大市值股票 | 高收益債券 | 匯總核心債券 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
|  風險資本     | 1.00  | 0.71  | 0.69  | -0.06 | -0.13 | -0.13  |
|  私募股權     | 0.71  | 1.00  | 0.65  | 0.46  | 0.33  | -0.06  |
|  房地產      | 0.69  | 0.65  | 1.00  | 0.13  | 0.03  | -0.11  |
|  大市值股票   | -0.06 | 0.46  | 0.13  | 1.00  | 0.73  | 0.13   |
|  高收益債券  | -0.13 | 0.33  | 0.03  | 0.73  | 1.00  | 0.35   |
|  匯總核心債券 | -0.13 | -0.06 | -0.11 | 0.13  | 0.35  | 1.00   |

附註：矩陣顯示不同資產類別之間的相關性，數值+1表示完全正相關（即資產類別以相同的方向和數量移動），而-1意味著完全負相關。私募股權資產類別並不包括風險投資。理柏匯總的美國大型股基金的表現代表大市值股票的回報。柏理匯總的高收益債券基金的表現代表高收益債券回報。理柏匯總核心債券基金的表現代表匯總核心債券的回報。1990–2014年期間的回報，截至2015年12月31日。所列每種資產的樣本規模如下。風險投資：771；私募股權：932；房地產：309；大型股：674；高收益債券：421；及核心債券總額：385。過往表現並非未來業績的保證。

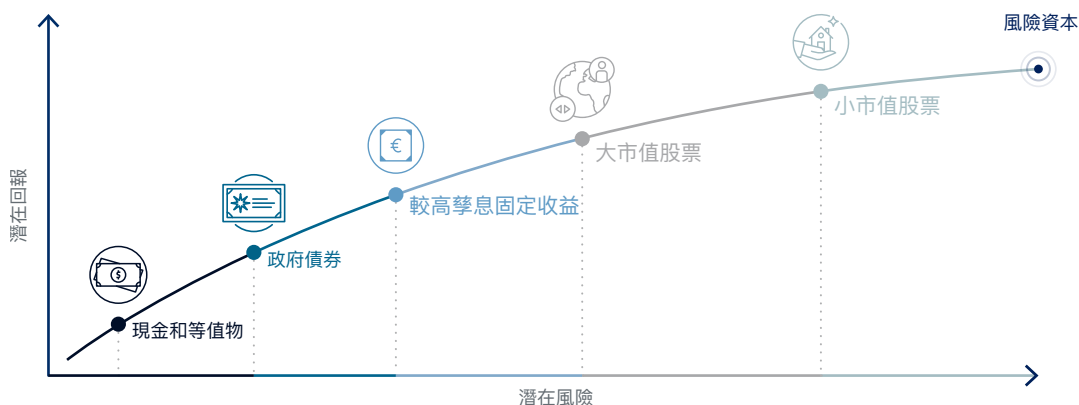




投資者可以考慮根據其整體投資目標和限制，在投資組合中增加一些風險投資。但他們必須注意，與傳統的資產類別相比，風險投資的風險明顯較高。圖9顯示了風險投資和一些主要的傳統資產類別之風險 / 回報概況。

圖9：不同資產類號的風險回報概況

資料來源：德意志銀行。數據截至2021年8月。



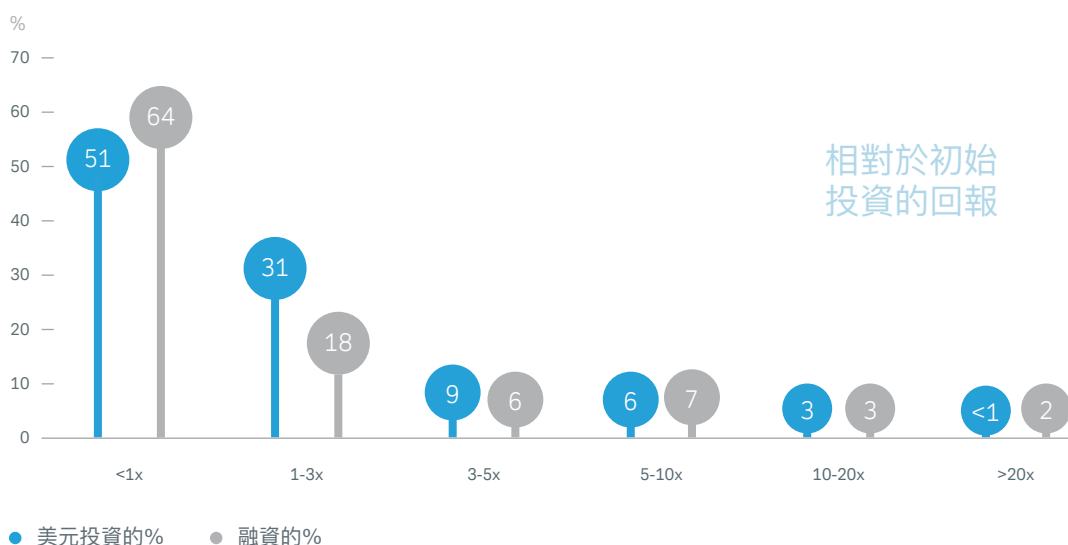
註：此圖表僅作說明之用。

我們希望在此概述風險投資的兩項主要風險。首先，風險投資是一項長期的資本承諾（通常會將任何投資鎖定在10年左右）。

第二，屬於早期階段的企業存在相當高的違約或失敗率。在10年的時間範圍內，一些投資組合公司可能會茁壯成長，但大部份並不然。Correlation Ventures的一項研究檢視了超過27,000項投資（由2009–2018年）的結果，顯示64%的風險投資交易甚至未能歸還原始本金（見圖10）。作為一個經驗法則，風險投資專家傾向認為，三分之二的初創企業將根本無法歸還初始投資，或者會在風險投資過程中的某個地方停滯不前，無法獲得後續資金或找到適當的離場方式。風險投資的回報將取決於其餘三分之一表現良好的公司的強勁表現。

圖10：風險資本回報相對於初始投資的分佈

資料來源：Correlation Ventures “Venture Capital – No, We’re Not Normal”. 數據截至2019年9月11日。



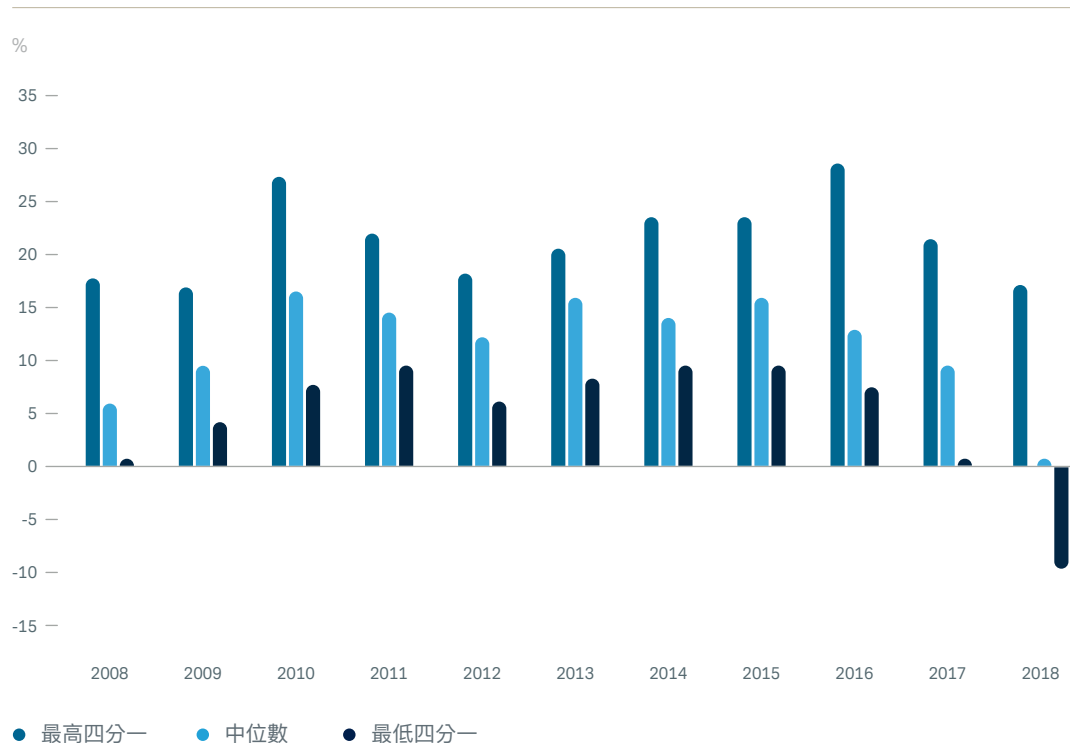
附註：美國風險投資回報的右偏分佈。2009–2018年，投資美元的百分比和融資公司倒閉、被收購或新股上市的百分比（n=205億美元；n=27,878項融資）

這意味著風險投資組合將需要包括一系列廣泛的投資。但重要的不僅是籃子裏雞蛋的數目。分散投資在限制投資失敗的影響、減少整體波動性和風險以及改善整體回報方面可以發揮著更加關鍵的作用。對於處於不同階段（例如種子期、早期、擴張期）、不同地區和不同年份的廣泛行業進行投資，可以在這方面作出重要的貢獻。

除了分散化的相關問題外，值得一提的是，前四分之一的基金始終在整體回報中佔有不成比例的份額（見圖11）。與大多數傳統的（公開交易的）資產類別不同，風險投資的回報往往是非常傾斜的。這使得獲得行業最佳風險投資者的協助變得非常重要。

圖11：風險資本的內部回報率（以四分位數細分）

資料來源：Cambridge Associates, “Q2 2020 U.S. Venture Capital — index and selected benchmark statistics”. 數據截至2020年6月30日。



備註：根據1995年至2018年期間成立的1,529隻美國風險投資基金的數據彙編，包括完全清算的夥伴關係。內部收益率扣除費用、開支和結轉利息。CA的研究顯示，大部份基金至少需要六年的時間才能進入最後的四分位數排名，而在這之前，這些基金通常會排在其他2-3個四分位數中；因此，最近幾年的基金或基準表現指標可能不太有意義。

# 06

## 結論

在過去幾年，風險投資一直都是一個令人振奮的投資領域，而這種情況在未來可能繼續維持下去，特別是考慮到低利率對金融系統的持續壓制。展望將來，風險投資的金額可能會繼續增長，並在資助創新公司和行業方面發揮著關鍵的作用。隨著時間推移，風險投資的回報可能會繼續超過公開市場的回報。然而，我們需要了解風險投資和更具流動性的投資策略之間的根本區別、當中所涉及的風險，以及如何嘗試透過分散投資和篩選投資經理來減輕這些風險。我們嘗試在下表中總結出風險投資的主要優點和缺點（見圖12）。

圖12：風險資本投資：優點與缺點

資料來源：德意志銀行。數據截至2021年8月。

### 優點

長期表現比公開市場優越

非流動性溢價獲益

可投資廣泛的私人公司

與其他資產類別的相關性鬆散

### 缺點

風險甚高

需要長期承諾

鑑於個別投資可能失敗，  
風險投資組合宜分散

表現可能取決最優秀四分之一的基金 / 同業最佳的投資者



## 參考書目

1. Cambridge Associates (2016). The 15% Frontier.  
Retrieved from: <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2016/07/The-15-Percent-Frontier.pdf>. May 21, 2021.
2. Cambridge Associates (2020). Venture Capital Positively Disrupts Intergenerational Investing. Retrieved from: <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2020/01/VC-Positively-Disrupts-Intergenerational-Investing.pdf>. May 21, 2021.
3. Invesco (2016). The case for venture capital.  
Retrieved from: <https://apinstitutional.invesco.com/dam/jcr:1f35880c-bdf9-42ea-8afe-ab69b85bc7a4/The%20Case%20for%20Venture%20Capital.pdf>. May 21, 2021.
4. KPMG (2021). Q2'21 Venture Pulse Report — Global trends.  
Retrieved from: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/07/venture-pulse-q2-2021.pdf>. July 22, 2021.
5. Lerner, J. and Nanda R. (2020). Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn. Working Paper 20-131. Harvard Business School.
6. Jeong J., Kim J., Son H. and Nam D. (2020). The Role of Venture Capital Investment in Startups' Sustainable Growth and Performance: Focusing on Absorptive Capacity and Venture Capitalists' Reputation.
7. OECD (2004). Financing innovative SMEs in a global economy.  
Retrieved from: <https://www.oecd.org/cfe/smes/31919231.pdf>. June 3, 2021.
8. Correlation Ventures (2019). Venture Capital — No, We're Not Normal.  
Retrieved from: <https://medium.com/correlation-ventures/venture-capital-no-were-notnormal-32a26edea7c7>. May 21, 2021.



## 詞彙表

**美國研究與開發公司 (ARDC)** 是一家風險投資和私募股權公司，由「風險資本主義之父」(Georges Doriot) 於1946年創立。

**人工智能 (AI)** 指的是機器所表現出來的智能。

**CA全球風險投資指數**：康橋匯世 (Cambridge Associates) 的全球（美國除外）發達市場私募股權和風險投資指數，來源為其專有的全球（美國除外）私募股權和風險投資基金資料庫中的財務資訊。截至2019年6月30日，該資料庫由1986年至2019年成立的839隻全球（美國除外）發達市場收購、成長型股權和風險資本基金組成，價值約為2,660億美元。該指數中的基金主要投資於澳洲、加拿大、以色列、日本、新西蘭、新加坡和西歐的發達市場。

**CAGR**是指複合年度增長率。

**相關性**是一項統計量度，用以計算兩種證券（或其他變數）相互關係的方向。

**分散化**是指將投資分散到不同的資產類型、地域等，目的是降低風險或提高風險調整後的回報。

**ESG** 是指環境、社會及管治，是可持續投資最常用的縮寫，當中所量度的是投資於公司或業務的可持續性和社會影響。

**高收益債券**是擁有較高孳息的債券，其信用評級低於投資級公司債券、國債和市政債券。

**非流動性溢價**是指非流動性投資的超額回報，用以補償流動性低下的情況。

**新股上市 (IPO)** 是指首次向公眾發售私人企業的股票。

債務和股權融資的混合體稱為**夾層融資**。

**互惠基金**集合眾多投資者的資金以購買證券，是一種專業管理的投資基金。

**併購 (M&A)** 是公司整合的兩種主要方法。合併是指兩家公司合併形成一家新公司，而收購則是指一家公司被另一家公司收購，當中並沒有新公司形成。

**私募股權**指的是基金或個人直接投資於私人非上市公司。

**羅素2000指數**是美國的一個小型股指數，涵蓋大約2,000家公司，是羅素3000指數底部的三分之二。

**策略性資產配置 (SAA)** 的過程涉及在中長期的時間範圍內為資產類別設定首選配置。

初創公司籌集資本過程的最早階段稱為**種子融資**。

**特殊目的收購公司 (SPAC)** 是一家沒有商業運作的空殼公司，於證券交易所上市，目的是透過新股上市或收購私人公司來籌集資金。

**初創公司**是由企業家開展的專案或公司，透過尋求、開發和驗證來擴大商業模式。

**標普500指數**包括500家領先的美國公司，覆蓋了大約80%的美國股市現有市值。

**超高淨值人士 (UHNWI)** 是指非常富有的客戶（通常指至少擁有3000萬美元的淨資產）。

**獨角獸**是風險投資行業的一個術語，用於描述價值超過10億美元的私人持有的初創公司。

**風險投資 (VC)** 是一種私募股權融資，通常是向小型、早期和新興公司提供

**波動性**是指交易價格序列隨時間變化的程度。



# 負責聲明

## 一般條款

本文件不可在加拿大或日本分發。本文件僅供零售或專業客戶使用。

本文件經由 Deutsche Bank AG、其分行（在相關司法管轄區允許下）、聯營公司及其高級人員和僱員（統稱「德意志銀行」）出於善意進行傳閱。本材料僅供閣下參考，無意作為在任何司法管轄區購買或出售任何投資、證券、金融工具或其他特定產品；達成交易或提供任何投資服務或投資意見；或提供任何研究、投資研究或投資建議的要約或建議或要約邀請。本通訊中的所有材料應通篇閱讀。

如本免責聲明的任何條文被具司法管轄權的法院推定為不可強制執行，其餘條款將保持十足效力及作用。本文件為一般市場評論，未有考慮任何投資者的投資需要、目標或財務狀況。投資會面臨源於金融工具或金融工具特有或特定發行人所涉及的一般市場風險。如出現該等風險，投資者或會招致損失，包括（但不限於）喪失全部投入資本。投資價值可升可跌，任何時候閣下均有可能出現無法收回最初投入金額的情況。本文件並未列出所有風險（直接或間接）或做投資決定時對投資者至關重要的其他考慮因素。

本文件及其中所含所有資訊乃按「原樣」及「於可用時」提供，且德意志銀行概未就本文件所載的任何陳述或資訊作出任何種類的明示、默示或法定陳述或保證。本文件所載資訊、所載財務觀點或結論、市場價格、估算、前瞻性陳述、假設性陳述、預測回報或其他觀點，均為德意志銀行於本報告日期的主觀判斷。在任何情況下，德意志銀行均不保證本通訊或本文件中的任何資訊的準確性、充分性、完整性、可靠性、及時性或可得性，並明確不會對其中錯誤或遺漏負上任何責任。前瞻性陳述涉及主觀判斷，其分析結果或會因不同因素的考量及變動而對所示結果產生重大影響。因此，實際結果可能會和本文件所載結果大相逕庭。

德意志銀行沒有義務更新本文件所載資訊或通知投資者可用的更新資訊。本文之觀點或結論乃建基於不同的假設，該等假設或未有經驗證，觀點/結論亦有可能與德意志銀行內的其他部門有所不同，而本文所載資訊或會在沒有通知的情況下更改。儘管本文件所載資訊乃由德意志銀行基於盡責的原則編製，並源於德意志銀行認為可信可靠的資料來源，但德意志銀行不保證，亦無法保證該資訊的完整性、公正性或準確性，因而不應獲倚賴。為方便起見，本文件可能會提及網站及其他外部資料來源。德意志銀行不對其內容負責，且其內容不構成本文件的任何一部分。存取該等外部資料來源的風險，由閣下自行承擔。

作出投資決定之前，不論有無投資顧問的幫助，投資者均需根據自身的特定投資需要、目標及財務狀況，思考德意志銀行所述或提供的任何投資及策略是否適合。作出投資決定之時，潛在投資者不應倚賴本文件，而只能倚賴與投資有關的最終發售文件所載內容。作為一間全球金融服務提供商，德意志銀行不時面臨著實際和潛在的利益衝突。德意志銀行的政策是採取一切適當措施來維持及施行有效的組織及行政安排，以識別及管理該等衝突。德意志銀行的高級管理層會負責確保德意志銀行的系統、控制措施及程序足以識別及管理利益衝突。

德意志銀行不會提供稅務或法律意見，包括本文件，且本文件中的任何內容均不得解釋為德意志銀行向任何人士提供任何投資意見。投資者考慮德意志銀行所述的投資和策略時，應向自己的稅務專家、律師及投資顧問徵求意見。除在特定情況下或另有相反通知外，投資工具均無任何政府實體保證、存款保障計劃或德意志銀行的保障。未經德意志銀行明確書面授權，不得翻印或傳閱本文件。德意志銀行明確禁止向第三方分發及傳輸本材料。德意志銀行概不承擔因使用或分發或傳輸本材料而產生的責任，亦不對投資者採取的任何行動或作出的任何決定負責。

本文件的傳閱及分發方式可能受特定國家/地區（包括但不限於美國）的法律或規例限制。本文件並非針對身為任何地區、州、國家或其他司法管轄區公民或居民或位於該等地區、州、國家或其他司法管轄區的任何人士或實體，亦無意分發予該等人士或實體或供該等人士或實體使用，而在該等地區、州、國家或其他司法管轄區，分發、公佈、提供或使用本文件會違反法律或規例，或會使德意志銀行在相關司法管轄區受目前未滿足的任何註冊或許可要求規限。可能管有本文件的人士須自行了解並遵守該等限制。過往表現不保證未來結果；本文件所載內容概不構成對未來表現的任何陳述、保證或預測。進一步資訊可應投資者要求提供。

## 巴林王國

對於巴林王國的居民：本文件概不構成出售或參與巴林銷售的證券、衍生工具或基金（定義見巴林貨幣局規例）的要約。在任何情況下，應在巴林之外接受及作出所有投資的申請及任何配售。本文件僅供預期機構投資者作參考之用。不得向巴林王國的公眾發出任何邀請，且在一般情況下，不會向公眾發出、傳送或提供本文件。央行（CBB）尚未審查，亦未批准本文件或該等證券、衍生工具或基金在巴林王國的市場推廣。因此，可能不會在巴林或向巴林的居民發售或出售證券、衍生工具或基金，但巴林的法律允許者除外。CBB 概不對證券、衍生工具或基金的表現負責。

## 科威特國

本文件已應閣下之要求傳送予閣下。不得向科威特的公眾廣泛發行本報告。權益尚未獲科威特資本市場管理局或科威特的任何其他相關政府機構許可在科威特發售。按照 1990 年第 31 號法令及相關實施規例（經修訂）以及 2010 年第 7 號法律及相關細則（經修訂），在私募配售或公開發售的基礎上在科威特發售權益會因此受到限制。不得在科威特進行權益的私募或公開發售，亦不得在科威特達成與出售權益有關的任何協議。不得以在科威特發售或銷售權益為目的展開市場推廣或招攬或激勵活動。

## 阿拉伯聯合酋長國

Deutsche Bank AG 迪拜國際金融中心分行（註冊編號：00045）受迪拜金融服務管理局監管。Deutsche Bank AG – DIFC 分行僅可開展其現有 DFSA 許可範圍內的金融服務活動。在 DIFC 的主要營業地點：Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E。本資訊由 Deutsche Bank AG 分發。相關金融產品或服務僅可向迪拜金融服務管理局界定的專業客戶提供。

## 卡塔爾國

Deutsche Bank AG 卡塔爾金融中心分行（註冊編號：00032）受卡塔爾金融中心監管局監管。Deutsche Bank AG – QFC 分行僅可開展其現有 QFCRA 許可範圍內的金融服務活動。在 QFC 的主要營業地點：Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar。本資訊由 Deutsche Bank AG 分發。相關金融產品或服務僅可向卡塔爾金融中心監管局界定的商業客戶提供。

## 負責聲明

### 比利時王國

本文件由透過其布魯塞爾分行行事的 Deutsche Bank AG 在比利時分發。Deutsche Bank AG 是一間根據德意志聯邦共和國法律註冊成立的股份公司（「Aktiengesellschaft」），獲許可在歐洲央行（「ECB」）或德國聯邦金融管理局（「Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht」或「BaFin」）的監督及管控下經營銀行業務及提供金融服務。Deutsche Bank AG 布魯塞爾分行在 RPM Brussels 註冊，註冊地址為 Marnixlaan 13–15, B–1000 Brussels，註冊編號為 VAT BE 0418.371.094。進一步詳情可應要求提供或在 [www.deutschebank.be](http://www.deutschebank.be) 上找到。

### 沙特阿拉伯王國

Deutsche Securities Saudi Arabia Company（註冊編號：07073–37）受資本市場管理局監管。Deutsche Securities Saudi Arabia 僅可開展其現有 CMA 許可範圍內的金融服務活動。在沙特阿拉伯的主要營業地點：King Fahad Road, Al Olaya District, P.O.Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Saudi Arabia。

### 英國

在英國（「UK」），本出版物被視為金融宣傳物料，並已獲代表所有在英國以德意志銀行財富管理部身份進行交易的實體的 DB UK Bank Limited 給予批准。德意志銀行財富管理部是 DB UK Bank Limited 的商業名稱。在英格蘭和威爾士註冊（編號：00315841）。註冊辦事處：23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX。DB UK Bank Limited 已獲金融行為管理局授權並受其監管，其金融服務註冊編號為 140848。德意志銀行保留透過其任何英國附屬公司分發本出版物的權利，且在任何相關情況下，本出版物均視作金融宣傳物料，並在該附屬公司獲有關英國監管機構授權時，獲該附屬公司批准（如該附屬公司未獲如此授權，則本出版物即獲德意志銀行財富管理部集團旗下擁有提供相關批准的必要授權的其他英國成員批准）。

### 香港

本文件及其內容僅作參考之用。本文件中的任何內容並非是為了發售任何投資或招攬或建議購買或出售投資，因而不應解釋為是要約、邀請或建議。

在本文件提述任何特定投資機會的範圍內，其內容未經審核。本文件的內容尚未經過香港的任何監管當局審核。建議閣下謹慎考慮本文件所載的投資。如閣下對本文件的任何內容有任何疑問，應徵求獨立專業意見。本文件尚未經過香港證券及期貨事務監察委員會批准，亦未由香港公司註冊處處長予以註冊，因此，(a) 不得以本文件或任何其他文件的方式在香港發售或出售投資（為「結構性產品」（定義見《證券及期貨條例》（香港法例第 571 章）（「SFO」）的投資除外），但向「專業投資者」（定義見 SFO 及項下訂定的任何規則）或在不會導致文件成為《公司（清盤及雜項條文）條例》（香港法例第 32 章）（「CO」）界定的「招股章程」或不會構成 CO 所指公眾要約的其他情況下發售或出售者除外；及 (b) 任何人士均不得發佈或為發佈而管有與投資有關的、針對香港公眾或其內容可能會被香港公眾存取或查閱的任何公告、邀請或文件（香港證券法律允許這麼做者除外），不論是在香港還是其他地方，但與只售予或擬售予香港境外人士或只售予符合 SFO 以及任何相關規則定義的「專業投資者」之投資的情況除外。

### 新加坡

本文件的內容尚未經過新加坡金融管理局（「MAS」）審核。不得向新加坡的公眾或任何公眾成員招攬或建議購買或出售本文件所述的投資，但 (i) 向《證券及期貨法》（第 289 章）（「SFA」）第 274 條或第 304 條（視乎情況而定）（SFA 的任何該條文可不時經修訂、增補及/或取代）下規定的機構投資者、(ii) 根據 SFA 第 275 條或第 305 條（視乎情況而定）（SFA 的任何該條文可不時經修訂、增補及/或取代）及按照其中指定的其他條件向相關人士（包括認可投資者）、(iii) 向機構投資者、認可投資者、專家投資者或海外投資者（定義分別見《財務顧問法》（「FAR」））（任何該定義可不時經修訂、增補及/或取代），或 (iv) 在其他情況下根據及按照 SFA 或 FAR 的任何其他適用條文（可不時經修訂、增補及/或取代）的條件作出者除外。

### 美國

在美國，經紀服務透過 Deutsche Bank Securities Inc. 提供。Deutsche Bank Securities Inc. 是一間經紀交易商及註冊投資顧問，在美國開展證券活動。Deutsche Bank Securities Inc. 是 FINRA、NYSE 和 SIPC 的成員。銀行和借貸服務透過 Deutsche Bank Trust Company Americas（FDIC 成員）及德意志銀行集團其他成員提供。就美國而言，請參閱本文件前面作出的陳述。德意志銀行概未陳述或保證，本文件所載資訊適合或可供在美國以外的國家/地區使用，或本文件所討論的服務可供或適合在所有司法管轄區或被所有對手方銷售或使用。除已註冊、獲許可或適用法律允許的其他情況外，德意志銀行或其聯營公司概未在美國提供任何服務，亦未提供旨在吸引美國人士（定義見 1933 年美國《證券法》規則 S（經修訂））的服務。

本美國特定免責聲明將受特拉華州法律管轄並據此解釋，無須理會要求援引其他司法管轄區法律的任何法律衝突條文。

### 德國

本文件由透過 Deutsche Bank AG 行事的德意志銀行財富管理部制定，尚未提交予德國聯邦金融管理局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht），亦未獲其批准。就本文件中提到的特定投資而言，招股章程已獲具司法管轄權的當局批准及公佈。投資者須根據該等獲批准的招股章程（包括可能的增補）作出投資決定。此外，本文件概不構成金融分析（定義見德國《證券交易法》（Wertpapierhandelsgesetz）），因而無須符合金融分析的法定要求。Deutsche Bank AG 是一間根據德意志聯邦共和國法律註冊成立的股份公司（「Aktiengesellschaft」），主要辦事處位於美茵河畔法蘭克福。其在美茵河畔法蘭克福地區法院（「Amtsgericht」）註冊，註冊編號為 HRB 30 000，並獲許可經營銀行業務及提供金融服務。監督機構：歐洲央行（「ECB」）（地址：Sonnenmannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Germany），及德國聯邦金融管理局（「Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht」或「BaFin」）（地址：Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn and Marie–Curie–Strasse 24–28, 60439 Frankfurt am Main, Germany）。

## 負責聲明

### 印度

本文件所述投資概不售予印度公眾或供其認購。本文件尚未在印度證券交易委員會、印度儲備銀行或印度的任何其他政府/監管機構註冊及/或獲其批准。本文件並非且不應視作 2013 年《公司法》（2013 年第 18 號）的條文中定義的「招股章程」，並且不得提交予印度的任何監管機構。根據 1999 年《外匯管理法》及據此頒佈的規例，凡居於印度的任何投資者，在印度之外進行投資（包括本文件所述的任何投資）之前，需獲得印度儲備銀行的事先特別許可。

### 意大利

本報告由 Deutsche Bank S.p.A. 分發。Deutsche Bank S.p.A. 是一間根據意大利法律註冊成立及登記的銀行，受意大利央行米蘭分行及 CONSOB 的監督及管控。

### 盧森堡

本報告由 Deutsche Bank Luxembourg S.A. 在盧森堡分發。Deutsche Bank Luxembourg S.A. 是一間根據盧森堡法律註冊成立及登記的銀行，受盧森堡金融監管委員會的監督及管控。

### 西班牙

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española 是一間信貸機構，受西班牙銀行和 CNMV 監管，並根據《準則 019》在各自的官方註冊處註冊。Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española 僅可開展其現有許可範圍內的金融服務及銀行活動。在西班牙的主要營業地點位於 Paseo de la Castellana number 18, 28046 – Madrid。本資訊由 Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española 分發。

### 葡萄牙

Deutsche Bank AG 葡萄牙分行是一間信貸機構，受葡萄牙銀行及葡萄牙證券委員會（「CMVM」）監管，分別按號碼 43 和 349 註冊，商業註冊編號為 980459079。Deutsche Bank AG 葡萄牙分行僅可開展其現有許可範圍內的金融服務及銀行活動。註冊地址為 Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisbon, Portugal。本資訊由 Deutsche Bank AG 葡萄牙分行分發。

### 奧地利

本文件由 Deutsche Bank Österreich AG 分發，其註冊辦事處位於奧地利共和國維也納，在維也納商業法院的公司註冊處註冊，註冊編號為 FN 276838s。其受奧地利金融市場管理局（Finanzmarktaufsicht 或 FMA）（地址：Otto-Wagner Platz 5, 1090 Vienna）及（作為 Deutsche Bank AG 集團的實體）歐洲央行（「ECB」）（地址：Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Germany）監督。本文件尚未提交予任何前述監督機構，亦未獲其批准。就本文件所述的特定投資而言，可能已經發佈招股章程。在此情況下，只能依據已發佈的招股章程（包括可能的增補）作出投資決定。僅對該等文件具有約束力。本文件構成市場推廣材料，僅供參考及宣傳之用，並非任何金融分析或研究的結果。

### 荷蘭

本文件由 Deutsche Bank AG 阿姆斯特丹分行分發，其註冊地址為 De entreë 195 (1101 HE), Amsterdam, the Netherlands，而其在荷蘭的商業註冊編號為 33304583，且是根據荷蘭金融監督法(Wet op het financieel toezicht)第1:107條的涵義註冊。該項登記可透過 HYPERLINK "<http://www.dnb.nl>" [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)查閱。