

2006 私募融资案例：中介公司是如何帮助P2P流媒体公司的首轮融资成功的

2005 年IT领域，风起云涌。上半年，VC高调投资了三个Blog服务商，让“博客”风光了一把（可惜现在就好景不在了），到了下半年点对点技术（通称“P2P”）类公司则各领风骚：先是日本软银（SB Japan）直接投资酷流（Cool Streaming），接着红杉（Sequoia）和SIG 投资优视网（UUsee），凯雷（Carlyle）投资Zcom，联想（Legend）投Xplus，DCM投资BT鼻祖以及Ebay巨额收购Skype。所有这些投资案例有一个共同特点：用户群（User base）极大，而盈利尚小，商业模式（Business Model）尚不清晰。在波涛汹涌的投资浪潮中，中介公司也有幸参与其中，帮助一家P2P流媒体公司成功引入境外VC的投资，为P2P投资领域增添了一个新的成功案例。

英雄初识

中介公司在VC界人脉极广，很多投资基金投资了中介公司的客户。其中，最知名的就是 2004 年第一季度，中介公司成功引进包括鼎辉投资在内的 5 家国际基金，投资分众传媒一千多万美元，迄今该轮投资基金净回报率在 30 倍左右，成为国际 VC 投资中国近十年来最成功的案例之一。VC 对中介公司的 Deal Flow 较为关注，大家经常聚在一起，对近期的行业发展及有关项目进行交流。也有一些 VC 把其投资的项目推荐给中介公司，希望中介公司能够以专业的服务协助这些公司在资本运作层面跨上新的台阶。

2005 年深秋，我们的老朋友软银基金就带着其所投资的公司，一家 P2P Streaming 平台服务提供商——上海聚力传媒技术有限公司（Synacast Media, <http://www.synacast.com/>）来访。2005 年初，软银中国创业投资有限公司向聚力传媒的 PPLive 投入了第一笔种子基金 100 万美元。得到支持后，姚欣的聚力传媒终于成立公司进驻张江科技园。通过与鸿波网视、优度宽频、九州梦网、新传体育等几十家内容提供商的合作，PPLive 获取了流畅清晰的播放内容，姚欣称，PPLive 网络视频直播平台目前已经拥有超过 7500 万的用户，其中 30% 是海外用户。

我们董事总经理曾在软银工作多年。两年前我们曾协助分众传媒的第二轮私募募集一千多万美元，软银基金亦是分众的首轮投资者。软银基金希望中介公司在此项目上也能助其一臂之力，在我们对自己做了简介后，公司 CEO 梁先生向我们介绍了公司目前的运作状况及融资考虑。

据梁先生介绍，2004 年底，PPLive 诞生于华中科技大学的学生寝室，姚欣那时还在读研究生。因当时校园内没有有线电视，而姚欣本身又是个铁杆球迷，有一天他突发奇想，何不借助互联网和点对点技术开发出一款软件，来实现视频内容的实时传输？于是顺理成章就有了 PPLive 这款网络视频软件。该公司是 05 年 4 月才成立的。由于技术上的领先，一成立，该公司所运营的网站的流量急遽攀升，其软件的下载次数也跻身中国十大共享软件之列。短短的几个月，该公司规模由起初的 4、5 个人迅速扩张到 50 多人。与其业务发展如火如荼的局面相比，该公司的资本运作比较欠缺。

听了公司的介绍，我们继续询问了公司创业团队的背景以及他们创立公司的目标和使命。这也是与 VC 过招中的必答题。VC 投资主要也是投人，即使商业模式再好，没有一个执行力较强的团队，都只是纸上谈兵。

早在七、八年前，团队核心成员杨先生还在读高中时便结识了工作多年并创立自己公司的梁先生。梁先生非常器重这位小伙子，看出他虽然身出 80 年代，却野心勃勃，干劲十足。的确，姚欣少年时便立志做中国的 Bill Gates（故给自己取英文名为“Bill Yao”），希望有朝一日也能打造自己的商业帝国，用自己的技术改善人们的生活。梁先生则是一位连续创业者，加入该公司前已经创立了几家公司，其中有一家公司已准备在国内上市。

多年创业经验使得梁先生在投融资领域颇有些人脉关系，同时公司所处领域亦是当前热点，有不少 VC 主动联系过该公司。但由于公司在高科技项目融资方面缺乏经验，其融资自 2005 年 6 月份以来一直没有实质性进展。软银基金固然在 VC 界人脉关系极好，但精力有限，开展了几个月的融资活动以来，双方的精力都受到很大牵扯。

事实上，在接触该公司前，我们对 P2P 技术及行业发展已经关注了一段时间。我们认为这是一项具有颠覆性的技术，而且最能体现互联网的草根特性。P2P 的特性在用于流媒体传输时表现的尤为突出。因此，与梁先生的沟通中，很多要点他一说我们就能领悟，故而第一次见面，双方就谈得比较投缘。

最后梁先生问我们是否愿意协助他们进行融资。我们表示：“这个行业未来的发展有很大的不确定性，同时我们对公司的了解也仅限于今天的首次面谈。之后我们会对公司作进一步了解，才能做出判断。这样既对所接的项目比较负责，也才不会浪费双方的精力。”事实上，我们在接到项目后会对其进行审核，经过仔细甄选后的项目才会为其提供顾问服务。这也是 VC 比较看重我们的推荐项目的原因之一。

我们所服务的客户一般都是行业领头羊，发展到一定规模时遇到资本瓶颈，需要借助外力打破常规发展思路。对于这些企业，引入投资人不仅给公司带来资金，更重要的是提升公司治理水平，给公司带来战略资源。对于刚刚成立的这家公司，融资的不确定性很大，何况在中国，投资早期项目的投资人出价一般不会太高。

不过，该公司的项目的确有其诱人之处，其提供的技术解决了学生、白领和海外华人的一个很关键的需求和杀手级应用（Killer Application），同时用户体验比竞争对手的都要好，因而用户增长势头十分迅猛，呈直线上升的态势。该公司的共同创始人杨先生是一个有远大梦想的企业家，而该公司是一个有远大梦想的企业，我们相信这一点能够打动国际投资人。当然，该公司所处的行业与公司自身的发展也的确令人兴奋。经过慎重考虑，我们决定协助公司融资，双方在 2005 年的最后一天确立合作关系。

商业模式定位

确立合作关系后，我们的团队纷纷给各路 VC 朋友打电话，一来交流最近的项目信息，同时也对该项目做初步调查，试探市场反应，为该项目正式路演前作铺垫和热身。在这种朋友聊天式的沟通中，往往能够探测出哪些 VC 会对某项目感兴趣及其程度。这样可以提高融资效率，以及市场对公司估值定价的认可度。

通过几个电话，几封电邮，我们初步了解了市场对 P2P 流媒体公司的反应及看法，对撰写公司的商业计划书（BP）有了思路。在聘请中介公司之前的融资活动中，公司曾准备了一份 BP，无奈这份 BP 交至投资人时，却如石沉大海。经过分析，我们发现这份 BP 内容虽然丰富，却没有章法，公司定位不清晰。VC 看项目通常关心的几个问题没有重点突出，

而且没有在BP中阐述自己的盈利模式。VC不是慈善家，很少“雪中送炭”而更愿意“锦上添花”他们投资都会追求不菲的回报，一份过多阐述技术而没有提到自己准备怎样赚钱的BP很难引起VC的兴趣。所以这份BP应对商业模式、潜在盈利模式、市场前景、团队能力外加“颠覆性”技术作为重点突破。

经过多次与团队热烈讨论，结合产业链各环节布局及公司自身核心竞争力，各方群策群力为公司业务进行了清晰定位。我们为他们重新制作了BP。接下来我们开始向市场有计划地推荐该项目。像该公司这样的处于高速成长的企业，其发展过程中有些灰色区域，这样的公司不适于风格比较保守的基金投资。而该公司的融资金额也不适合国内某些专门投资早期项目的VC，即使这些VC想要进入该项目，也应该在项目领头投资人落实之后，否则会浪费精力。

路演首映会

该项目很快受到市场的追捧。由于公司管理团队缺乏资本运作经验，在与国际资本过招时不知怎样介绍公司的业务，哪些方面应该重点推介，哪些内容可以一笔带过。在这个过程中，我们协助公司制定路演策略，告诉公司如何向投资人介绍自己的项目，哪些问题是路演中的必答题，哪些问题是公司需要向VC提问。

整个路演过程，我们始终充当教练角色，在每次路演后不厌其烦的给公司的陈述（Presentation）做出评估并给团队指出哪些地方应当注意改进。记得有一次，硅谷的某基金有几位合伙人欲从美国来到北京与公司进行会谈。由于文化背景和语言的差异，公司感到难以独立应对，中介公司的项目团队一同赴京在会谈对公司进行再次辅导，同时参与此次会谈，及时地化解了公司的后顾之忧。会后，该基金的合伙人对中介公司的专业态度和能力表示了极大的赞赏。

几次路演后，众VC纷纷表示出浓厚兴趣，这时中介公司还向公司介绍如何挑选感兴趣的VC，而不是把所有感兴趣的VC都带到公司去作DD。几家知名的VC开始去公司做初步尽职调查。很快，硅谷声名鹊起的BlueRun Ventures基金和公司进入了实质性谈判，双方开始就公司的估值、高管团队期权等问题展开讨论。BlueRun基金该项目的负责人Andrew Chen是我们董事总经理的校友（Ph.D. and M.S. degrees in electrical engineering from Yale University），这个项目之前，我们也在其它项目上打过不少交道，因此沟通渠道非常畅通，投资人也愿意把自己的看法、意见及时与我们沟通。

融资遭遇黄灯

当尽职调查顺利进行的时候，BlueRun基金聘请的律师突然提出该项目具有较大法律风险，投资有版权问题的公司不仅会使BlueRun基金的名誉受损，还使BlueRun基金面临投资损失的风险。必须要解决相关版权问题，BlueRun基金才会出投资意向书。该项目的操作首次遇到黄灯，能不能顺利解决这个问题关系到投资人继续推进项目的信心。版权问题给融资和公司的发展增加了很大的不确定性，如果处理的不好，公司能否继续存在都是未知数。在美国和澳大利亚都有些同行业公司被关闭，台湾甚至还将某个此类公司的创始人投入大牢。对于几乎没有任何战略资源的初创公司，版权问题也是其发展中必然会碰到的，就像奔流的大河一定会泛起泡沫。但遇到版权问题，也并非没有解决方案，实际上只

要处理得当，版权还可以为公司带来壁垒。

这个时候，我们及时与BlueRun基金该项目的负责人取得联系。在听取投资人意见后，我们对其晓之以理，公司脱胎于个人网站，在发展初期的确有很多方面为了满足用户需求提供了一些暂时还没有获得版权的内容，这与公司的资金实力有着很大的关系。公司此次融资的资金用途之一便是用来解决版权问题。对此，BlueRun基金表示理解，但是处于谨慎考虑，BlueRun基金希望了解公司具体准备怎样解决版权问题，准备花多少钱用于购买版权？

事实上公司一直为版权问题困扰，也一直试图解决版权问题，借着这个机会，我们提醒公司应该准备一份书面的材料，即公司准备如何解决版权问题的行动计划（Action Plan），回答BlueRun基金的上述问题。准备书面材料的主要目的一方面在于给BlueRun基金该项目负责人看到公司的具体执行计划和操作步骤，同时也方便他以该材料在其公司内部讨论聚力传媒的情况。同时，为了避免投资的法律风险，中介公司董事总经理还凭着其多年的华尔街律师从业经验提出一套重组结构，为BlueRun基金拟投资的实体设置层层保护。果不其然，看到了行动计划和法律架构设计后，BlueRun基金便抛来橄榄枝——投资意向书（Term Sheet）。

投资意向谈判：见招拆招

兴奋之余，聚力传媒的创始团队却陷入了一筹莫展的困境。原来团队看不懂这份充满专业术语的投资意向书。虽然公司估值是当初各方讨论的结果，对这份投资意向书中投资人要求的种种权利，公司却是闻所未闻。实际上TS就好比婚前协议，在双方情投意合的时候先把将来分手时的条件谈好，这样不至于将来扯皮，搞得大家不欢而散。像当初指导公司做陈述一样，中介公司对TS的主要条款如清算优先权（Liquidation Preference），优先认购权（Preemptive Rights），跟卖权（Tag Along）等条款一一向公司作了解释。在充分理解投资意向书条款内容的基础上，团队对投资意向书中的一些条款表示难以接受。这些条款包括，创始人行权机制（Founders Vesting Schedule），员工期权（Management Option Plan），保护性条款（Protective Provision）以及追及权（Tag Along）等条款。

谈判重点一：公司估值

估值大小一向是私募融资谈判的重中之重。不同行业、不同发展阶段的公司其估值方法是不同的。对于处于成长期有赢利的公司，一般按照市场参考的市盈率为基础辅以其他方法加以综合。对于拥有很多资产的金融类公司一般会采取市价账面值倍数（P/B）系数估值；对于现金流入非常稳定、可以预测的公司往往会采用折现现金流法（DCF）。

没有赢利的初创TMT公司，其估值很难用其财务数字作为估值基础，通常我们会以其市场地位、团队、竞争状况及其流量大小等非财务指标为基础来估值。在估值是还要结合公司的特殊情况以、未来的发展态势以及VC未来退出时的回报率要求。聚力传媒股权结构比较特殊，创始团队作为单一最大股东，没有绝对控股，如果估值偏低会使得团队的股份稀释太多，这样势必抑制团队的创业积极性并使团队在未来的公司运作中处于不利地位。若估值太高，投资人会难以接受，谈判难以进行，对于急需现金的聚力传媒，资金若不能早日到位，公司就不能放开手脚开展业务，这可能会贻误商机。

在这种情况下，中介公司首先向公司的股东，包括创始团队和软银基金了解了他们的心理价位，即估值区间。同时，中介公司还广泛进行了研究，对市场上已经获得投资的几家P2P流媒体公司的估值情况进行了了解。中介公司研究估值方案的时候，BlueRun基金也提出了他们的估值方案。得知BlueRun基金的报价后，团队的融资热情降了下来，原来BlueRun基金给的报价比团队的心理底线要低 20%左右。

在这个微妙的时候，中介公司董事总经理一方面鼓励团队不要丧失信心，BlueRun基金给的估值区间，虽然低于我们的心理区间，但不失合理性，也属于市场水平范围。同时，中介公司也积极与BlueRun基金探讨其报价的依据。经过多次协商，中介公司提出应当从融资后的公司价值里设置ESOP（Employee Stock Ownership Plans）而不是放在融资前公司价值里。这个方案是新进入的投资人和现有股东一起发放ESOP，大家共同稀释股权，而不是只让现有股东共同稀释股权。这亦属市场的正常做法之一，具有合理性，同时对公司的融资前估值（Pre-Money valuation）提高了公司的融资后估值（Post-money valuation）水平。

谈判重点二：团队期权计划及创始人股份的行权计划（Vesting Schedule）

BlueRun基金按照硅谷惯例将创始人拥有的股权设置行权计划。这项条款限制了创始人在一定期限内的对其股份的转让权，虽然这个条款并不限制对创始人所持股份的投票权等权利，但如果创始人在行权计划未满足前离开公司，则其会丧失剩余部分股权。举个简单的例子，假设行权计划设为四年，第一年实现 25%，以后三年按照每个月约 2%的比例实现。又假设创始人A拥有公司 20%的股份，如果他在签订投资协议一年后离开，其所拥有的股份比例实为 5%，在这一年中如果发生股东投票事宜，其仍拥有 20%的投票权。如果四年期满后他离开，其股份则为 20%。

同样道理，奖励予管理层的期权一般也会设立行权期，分几年向团队发放。设置行权期目的在于锁定管理团队为公司的服务期限。

对于行权计划，创始人很难理解，尤其是对于创始人股份的行权计划更是觉得匪夷所思，他们认为给管理层的期权奖励以及创始团队的股份应该是团队一次性获得。创始团队的想法不无道理，他们本来拥有公司的股份，现在投资人要进来了，自己的股份反而要分几年才能拿到。

事实上，BlueRun基金的要求也并非过分，因为其给与聚力传媒的估值着实不低。聚力传媒作为初创型公司，其公司价值在短短半年时间由 100 多万人民币增至近 1.6 亿人民币的“市值”（2000 千万美元），主要是看好团队。这种情况下，任何一个投资人都会锁定团队，要求团队在未来的几年内为公司的发展作贡献。何况在行权计划条款下，团队作为公司股东，拥有一切相关权力，只是如果提前离开公司，则未行权的股份应当留在公司。BlueRun基金还表示行权计划是他们的底线，同时也是其公司投资政策，如果团队连这点信心都没有那么他们也不敢投资公司。

对于这种公说公有理婆说婆有理的局面，中介公司提议，双方各让一步。即，保持行权计划的框架，但是缩短行权计划的时间。所谓缩短就是指，将计算行权计划的起始时间提前，同时加速资金到位后（Funding）的行权计划。前者体现团队经营公司的信心和对

游戏规则的尊重，后者体现投资人的诚意。如今中国的风险投资界可谓僧多粥少，热钱倒是进来不少，项目虽然也不少，可是好的项目仍然很稀缺，像聚力传媒这个项目更是受到不少VC的追捧，因此BlueRun基金对这个项目也是十分重视。投资人表示可以考虑接受我们提出的方案，而创始团队的利益在上述方案中也得到最大限度的保护。

谈判重点三：跟卖权Drag-Along Right

跟卖权是投资人在考虑到退出时会行使的权利，尤其是以出售（Trade Sale）为退出方式时，该权利对投资人尤为重要。出于战略考虑，出售中的买方在购买卖方的股权时倾向于购买卖方多数股权。而单一财务投资人一般不会拥有卖方的多数股权，因此若想促成出售，投资人希望其他股东能够随之卖出一些股份。跟卖权条款一般为VC投资的退出增加出路，不难理解。

通常，如果一个公司经营数年上市无望，且创始团队和投资人一致认为如果能够以合理价格出售给行业领头羊也是不错的套现方式，则该条款不成为障碍。而如果投资人与创始团队对公司的经营战略和方向发生重大分歧，则此条款会不符合对团队的意愿或利益。聚力传媒的创始人胸怀大志，把聚力传媒当作自己毕生的梦想，自从创立了该公司，他们就没想过改做其他生意（business），更别说出售自己的公司。在这种情况下，创始团队非常担心，投资人与其竞争对手联合在一起对他们进行恶意收购，因此团队对跟卖权条款也非常感冒。团队尤其不希望将来出现类似近日发生的，即将奔赴纳斯达克上市的某公司被该行业的龙头老大并购的局面。

取消该条款，显然不可能。如果该公司经过几年运营无法上市，则取消该条款无异于极大的限制了投资人的退出机会。谈判再一次陷入僵局。权衡各方的利益后，中介公司提出折衷方案：在保持投资人跟卖权的同时为该权利增加双重条件，保护创业的团队利益。该方案使得将来万一出现并购时，团队也能得到不低于甚至上市的回报。

谈判重点四：保护性条款

财务投资人一般不直接参与公司的日常运营和管理。针对公司日常运营中的信息不对称，投资者通常会设置一定的保护性条款来保障自身权益。保护性条款中会列出一些涉及公司运营的重大事项，在发生这些事项时，投资人希望具有否决权（Veto Right），以期在关键时刻掌控对其不利的局面。这种重大事项包括：

- 改变优先股的权益
- 新一轮融资增发股票
- 公司回购
- 公司章程修改
- 公司债务的增加超过一定范围
- 分红计划
- 公司并购、重组、出让控股权、和出售公司全部或大部分资产
- 董事会席位变化
- 其他影响公司运营的重大事件
- 高管的任命

BlueRun基金也不例外，列出了近 30 个保护性条款，连公司购买房产和租赁都需要 60% 的优先股股东一致通过。风投机构当然不希望公司拿他们投资的款项用在高管的办公室装修上。不过，这些保护性条款过于细致，的确增加了公司经营中某些不必要的麻烦。根据公司的意见，经过与投资人的多次沟通、讨论，这些条款最终得到一定的修改而不至于对管理层的经营束手束脚。

好风凭借力

签署投资意向书以后，各方进入紧锣密鼓的交易执行过程。法律尽职调查、海外重组、返程投资申请等程序有条不紊的进行。

不得不提的是此次拟投资的BlueRun基金的慷慨大量。随着合作的不断深入，BlueRun基金主动增加了给团队的期权数量，并把财务顾问的相关报酬也比TS上的约定报酬有所提高。这种远见和气魄在投融资行为中并不常见，BlueRun基金不愧为国际顶级基金。

作为未来公司的最小股东，中介公司不仅作为公司的财务顾问还怀着极大的热情积极充当公司的商业伙伴，为公司招兵买马，介绍包括文广传媒、环球唱片，新网互联等战略资源。

此次融资中团队的表现也相当不错。虽然整个融资过程中商业利益各方面的考量因素相对复杂，但是团队坚持看大局，谋远利，因此自始至终能够比较好地把握交易利益方面的平衡，这对首次与国际资本过招的本土化团队实属不易。

的确，只有相对平衡的交易才是最终能够做成的交易。做大蛋糕而不是获取小蛋糕的大部分的思维使得聚力传媒走上了一条良性发展的道路。另一方面，中介公司在整个过程中的努力也促成了融资的顺利进行。

2006 年 6 月，软银中国创业投资有限公司（SBCVC）和BlueRun创投基金共同投资上海聚力传媒技术有限公司（PPLive）1000 万美元。

BlueRun创投基金是全球范围内单一基金，主要支持创业初期的公司，投资A轮和B轮，每轮投资额范围在 200 万到 800 万美元之间。未来投资重点是IT、移动通信和消费产品与服务领域的初创企业。

该基金的前身是诺基亚风险投资合作伙伴，从 2004 年更名为BlueRun。2005 年，BlueRun获得了总计 3.5 亿美元的新一轮基金注资，主要投资方有诺基亚公司和其他一流金融投资机构。该基金目前总共管理着 10 亿美金的投资基金。

这个案例说明什么？说明中介在融资中作用是相当大的。

第一，为什么这个中介能拿到这个项目？

软银介绍的。软银是聚力传媒的股东。所以软银介绍，这个事情已经成一半了。

第二，为什么软银找帮他们找一个中介融资？软银自己就是VC，认识人很多，软银不帮他们融资？

这叫各挣各的钱。软银是VC，如果让他们做融资中介的工作肯定做得了。但是他们没有时间去帮他们投资的公司去做这么琐碎的融资工作。所有软银宁可花钱去请中介来做，也比自己做强。

再有，软银是投资人。如果他去帮助企业融资，今后在谈判中的身份会很尴尬。

第三，中介做了什么？

1.帮助企业写商业计划书。尽管企业已经融资一轮了，但是他们自己写的商业计划书还是过多阐述技术而没有提到如何盈利。所以，需要中介重新给他们写商业计划书。

2.筛选投资人，向投资人推荐该项目——这就是中介的前项了，中介认识的投资人会比企业多。

3.路演，充当教练角色。

4.进入了实质性谈判——为双方充当解释人，并把双方拉到一起。

第四，中介是如何取得报酬的？

文章没有具体讲，只说中介取得了一定的股份。我估计还应该有现金。他们提到财务顾问的相关报酬是由BlueRune付给的。

第五，请中介值得吗？

应该说值得。除了中介所做的具体工作，中介在谈判的时候，中介帮助把公司估值提升了许多。这部分估计完全多于公司给中介的股份。

再有，谈判中，中介几次出面解决了关键问题，保护了公司的利益。所以，中介请得很值！