

触底反弹：2024年风险债务融资有望回暖

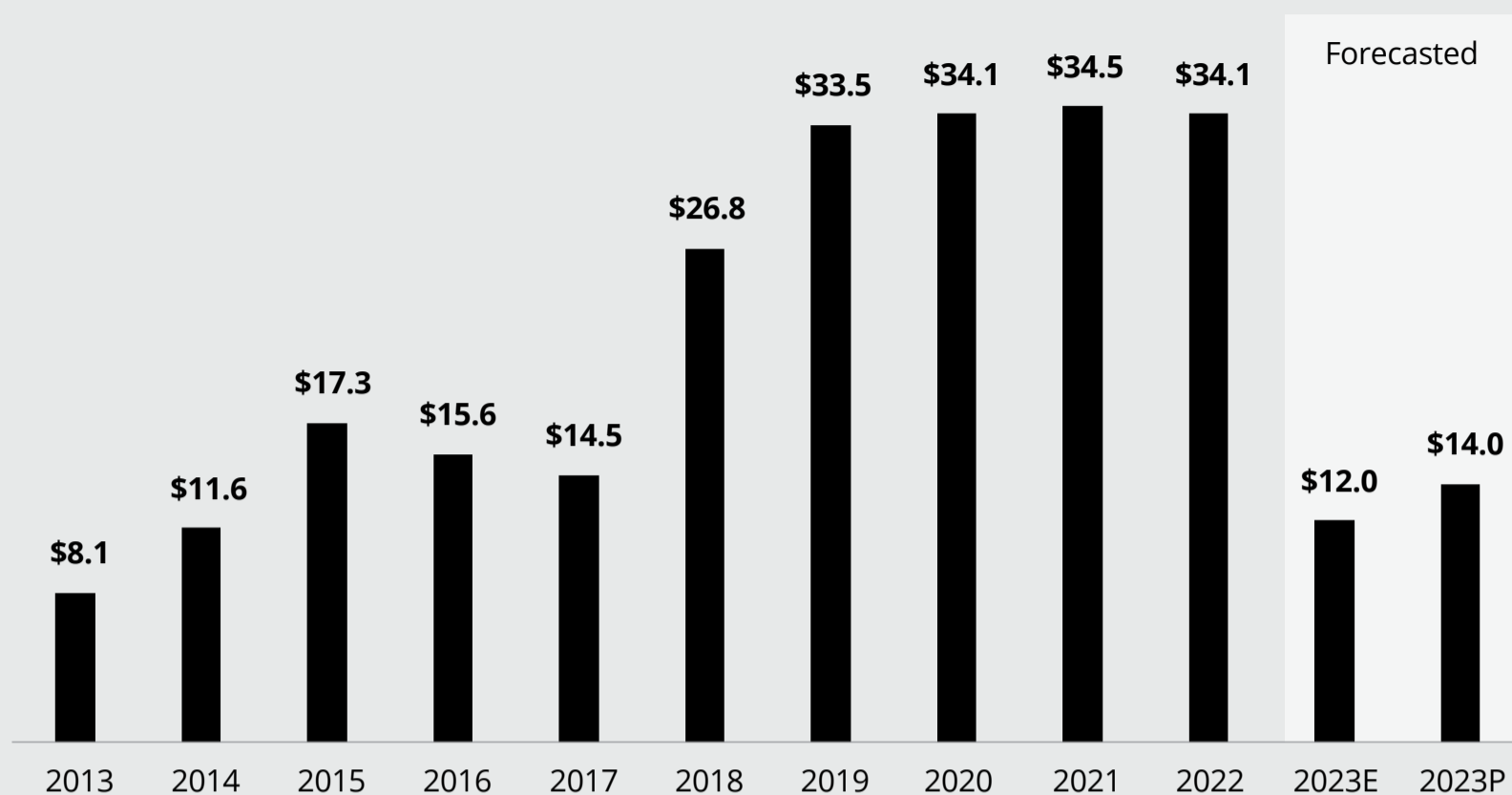
经历了艰难的2023年之后，科技公司的风险债务融资有望回暖，从而推动创新。

继美国风险债务活动连续四年超过300亿美元后，2023年骤降至约120亿美元，此后或迎来小幅回升（图1）。2024年，美国科技风险债务规模预计将上升至140-160亿美元，同比增长25%。

2023年第一季度，美国硅谷银行（SVB）的倒闭成为头条新闻，但这只是故事的一部分。尽管大型科技公司股市走强，但小型科技公司却受到不利影响，部分原因在于利率上升、投资者更关注后期公司、IPO退出数量减少、并购放缓以及风险投资疲软（较2021年水平也下降了约60%）。¹尽管如此，风险融资市场（尤其是风险债务融资）预计将逐步回暖，部分原因在于大型私募股权公司等另类贷款机构的崛起，以及另类非银行贷款机构在风险贷款领域的立足。

图1: 美国风险债务

美国风险债务活动 (单位: 十亿美元)



注: E表示估计值, P表示预测值

资料来源: Pitchbook Monitor, 2023年第三季度

Deloitte Insights | deloitte.com/insights

仅在美国就有超过五万家风险投资支持的公司, 其中许多公司无法盈利又没法摆脱持续烧钱的窘境。²它们通常拥有大约两到三年的运转现金, 但需要稳定的资本注入来满足持续开支。这笔钱可以来自购买股权的投资者, 即来自风险投资 (VC); 也可以来自债务融资: 它们向贷款机构借钱并支付利息, 但无需像风险投资交易那样稀释股权。风险债务融资已成为公司日益青睐的一种融资方式: 2017年到2022年, 美国风险债务市场规模从美国风险投资市场规模的10%增长至14%。³

2022年, 科技风险债务规模增长了2%。2023年第三季度科技风险债务规模为28亿美元 (全年约合120亿美元)⁴, 由此德勤预计, 2023年科技风险债务规模将同比下降60%。这一融资水平远低于2021-2022年峰值, 但与2015-2017年水平一致。尽管有数据显示可用风险投资将在中期下降, 但我们预计, 风险债务仍将是一个持续增长的资产类别, 并将在2025年及以后迎来复苏和增长。到2027年, 相对于风险投资市场规模的增长, 风险融资市场总规模的增长将高达20%。⁵

风险债务融资有何优势，与风险投资融资有何不同？

对于通常已获得至少一轮风险投资融资的初创公司而言，风险债务融资是一种选择。风险债务融资为快速成长的初创公司创始人提供多一种筹资方式的同时，还保留了公司更多股权。与以公司股权换取资金的风险投资融资不同，风险债务融资允许创始人保留股权，但贷款必须在既定时间内偿还。

风险债务融资通常要求初创公司向贷款机构支付利息和费用，并提供认股权证（可用于未来认购股票）。相较于传统的风险投资融资，风险债务融资的回报率更低，但风险也相对更低。⁶

尽管全球风险投资市场表现整体向好，美国风险债务市场增长强劲，但全球风险债务市场表现历来不尽人意。德勤认为，未来全球发展趋势将与美国发展走向一致：新冠疫情之前，美国风险债务约为美国风险投资市场规模的10%，到2022年升至约15%，而到2023年，风险投资和风险债务规模将双双下降50%以上，这意味着风险债务仍将约为风险投资规模的15%。⁷我们估计，美国风险投资和风险债务规模约占全球总规模的一半，这表明2023年全球风险债务规模约为200-250亿美元，2024年有望超过300亿美元。不过，我们预计，短期内全球市场可能不会明显感受到风险债务低迷的影响，因为欧洲和亚洲的风险债务市场大多受国家支持。

当前风险债务下降的原因

导致债务交易量下降的主要原因是利率上升和避险情绪升温。⁸随着风险投资和风险债务融资缩水，以及战略投资者避险情绪增强，无盈利公司越来越难以筹资；我们预计这一趋势将持续到2024年。

短期内，风险债务交易量或将下降、利率走高，总体融资难度加大。风险投资领域也面临类似境况：交易量下降、交易规模缩小、估值降低（也称“折价融资”，即相比之前轮次融资估值降低的融资）、限制性条款增多。⁹那些原本倾向于借贷的公司被迫选择稀释股权，剥离利润较低的业务部门，或在无力支撑后被竞争对手收购。我们预计，2024年战略性风险投资（股权收购或直接收购）交易量将会增加，原因在于现金充裕、估值较高的大型科技公司将投资或收购无法顺利筹集资金或债务的小型公司。

随着科技风险融资难度升级，我们可能还会看到战略投资者抓住机会，通过股权收购或直接收购方式收购高度依赖于风险融资的初创公司。尽管大型公司（风投部门）运营的风投基金可能更倾向于购买初创科技公司的部分股权，但也可能会为了赢取竞争优势进行直接收购。¹⁰我们还可能看到贷款机构开始在交易中要求获得更多认股权证，允许他们以事先约定的、较低的行权价认购股票。

初创科技公司的风险债务市场预测

基于这些发展趋势，科技和电信初创公司应谨慎规划前行之路。鉴于风险债务融资难度逐渐加大，为吸引更多资金，初创科技公司应着重展示漂亮的收入和利润率数据。2021年，初创公司可能还只关注收入增长和市场份额，但现在它们更希望降低成本，并向投资者展示其快速实现盈利的能力。风险债务融资将变得更加昂贵，因此，即使是能够获得融资的公司，也应就更高的成本做好准备。

风险投资减少、风险债务成本提高也将给创新生态带来不利影响。鉴于可供投资和收购的选择可能会减少（因为现金流为正、有前景的初创公司变少），科技公司应着力推进内部人才战略，以具有成本效益的方式提高创新率。包括为高价值员工提供专业培训计划，并考虑在科技生态系统内建立研发合作关系，以持续保持竞争优势。

金融机构应抢抓机遇，赢取优势

金融机构应考虑到风险债务市场仍存在巨大缺口，这意味着其他风险债务贷款机构也可能“抢滩登陆”市场，填补需求。鉴于银行避险情绪升温，我们已经开始看到大型私募股权公司和另类非银行贷款机构开始填补风险债务领域的空白。¹¹预计这类贷款机构将推动科技风险债务市场复苏。

小结

在这一复苏阶段，处于早期阶段的初创公司应计划保留更多现金，以应对未来融资变得更加困难时的经济不确定性。初创公司还应为难以或无法获得债务融资，或折价获得股权融资所带来的风险做好准备。这些发展趋势或将推动初创科技公司逐步实现更稳定的增长。

监管机构早在2021年就看到了硅谷银行陷入危机的早期迹象，而银行管理层却未能解决这些问题。¹²硅谷银行倒闭事件发生后，人们对监管机构在防止银行倒闭方面的作用提出了质疑。2018年，美国对2008年金融危机期间颁布的《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act)进行了修订，删除了对资产规模在1,000亿至2,500亿美元的银行须随时保持足够30日提款的流动现金之要求。¹³部分人认为，这一变化，加上硅谷银行管理层未能消除大众顾虑，成为导致该银行倒闭的重要原因。¹⁴因此，许多观察家预计有关部门将进一步加强监管，¹⁵这或在短期内导致风险债务市场降温。

对金融机构而言，风险债务市场的崩溃与回暖为其提供了拓展市场份额的绝佳机会。进军风险债务领域的机构应谨慎行事，以应对日益加剧的风险。例如，贷款机构可能需要将重心放在股权融资交易，即获得更多认股权证，以便以事先定价（较低的行权价）购买股票，从而降低风险。

尽管如此，风险债务融资仍可作为初创科技公司生态的另一融资渠道，为其带来多一种可能性。其对贷款方（风险较小）和借款方（获得小额融资）均有助益。除传统的风险投资外，风险债务还可作为初创科技公司的另一资产类别，助其保持创新动力。例如，风险债务融资机构可以通过战略合资、学术合作、与邻近科技公司联手组建行业联盟、参与创意实验室和其他加速器项目等，为初创公司提供500万至800万美元的小额融资，以支持项目试点和原型开发（如生成式人工智能解决方案）。

此外，可持续科技（如ESG软件及分析、农业科技）、生成式人工智能和私有大型语言模型等新兴领域的初创公司也如雨后春笋般涌现。预计这些新兴领域需要持续的资金注入，以助力初创公司推出创新解决方案，为客户增创价值。除风险投资和私募股权投资等现有投资渠道外，风险债务也为数百家新兴初创公司提供了另一种融资选择。

综上，尽管2024年风险债务融资有望回暖，初创科技公司或仍需仔细思考其融资策略。此外，随着市场复苏，初创科技公司仍有可能在未来实现可持续增长。

作者

Bree Matheson
United States

Sriram Prakash
United Kingdom

Duncan Stewart
Canada

Karthik Ramachandran
India

尾注

1. [Mike Dickson, Are the “Magnificent 7” tech stocks ready to share the road?](#), Nasdaq, August 04, 2023.
2. PitchBook Venture Monitor, Q2, 2023.
3. PitchBook Venture Monitor, Q4, 2022.
4. PitchBook Monitor Venture, Q4, 2022.
5. PitchBook Monitor Venture, Q1, 2023.
6. CB Insights, [Venture debt vs. venture capital in one graphic](#), November 18, 2020.
7. PitchBook Venture Monitor, Q2, 2023.
8. John Turner, [Why did Silicon Valley Bank fail?](#), Economics Observatory, March 17, 2023.
9. Dean Takahashi, [Global VC deals declined in Q3 for the second quarter in a row, hitting 3-year lows](#), Venture Beat, October 3, 2023.
10. Karthik Ramachandran, Duncan Stewart, Sriram Prakash, Gillian Crossan, [TMT divestitures make a comeback 2023 deal values in tech, media, and telecom may bounce back strongly](#), Deloitte Insights, November 30, 2022.
11. Nate Bek, [Startup leaders sound off on the future of venture debt in fallout from Silicon Valley Bank Collapse](#), GeekWire, March 24, 2023.
12. Christopher Rugaber, [Fed official: Bank rules under review in wake of SVB failure](#), AP News, March 28, 2023.
13. Christopher Rugaber, [Fed official: Bank rules under review in wake of SVB failure](#), AP News, March 28, 2023.
14. Rachel Siegel, [Fed says it must strengthen banking rules after SVB’s collapse](#), The Washington Post, April 28, 2023.
15. Phil Rosen, [The Fed is about to tighten the screws on America’s biggest banks](#), Markets Insider, July 10, 2023.

致谢

The authors would like to thank **John Forster** for his contributions to the article.

Cover image by: **Manya Kuzemchenko**

德勤中国联系人

程中

科技、传媒和电信行业主管合伙人
电信、传媒及娱乐行业主管合伙人
电子邮件: zhongcheng@deloitte.com.cn

陈颂

半导体行业主管合伙人
电子邮件: leoschen@deloitte.com.cn

张森

科技、传媒和电信行业华北区主管合伙人
电子邮件: jasonzhang@deloitte.com.cn

李宝芝

电信、传媒及娱乐行业华南区主管合伙人
电子邮件: pollee@deloitte.com.hk

张微

科技、传媒和电信行业审计合伙人
电子邮件: weiaudzhang@deloitte.com.cn

林松祥

科技、传媒和电信行业风险咨询合伙人
电子邮件: chaphylin@deloitte.com.cn

殷亚莉

科技、传媒和电信行业税务与商务咨询合伙人
电子邮件: yayin@deloitte.com.cn

张耀

电信行业执行总裁
电子邮件: yaozhang@deloitte.com.cn

周立彦

科技、传媒和电信行业高级经理
电子邮件: liyzhou@deloitte.com.cn

谢似君

科技行业主管合伙人
科技、传媒和电信行业财务咨询合伙人
电子邮件: trxie@deloitte.com.cn

濮清璐

科技、传媒和电信行业华东区主管合伙人
科技、传媒和电信行业财务咨询合伙人
电子邮件: qlpu@deloitte.com.cn

陈耀邦

科技、传媒和电信行业华南区主管合伙人
电子邮件: ybchan@deloitte.com.cn

黄伟强

科技、传媒和电信行业管理咨询合伙人
电子邮件: woolfhuang@deloitte.com.hk

叶勤华

科技、传媒和电信行业审计合伙人
电子邮件: jiip@deloitte.com.cn

何铮

科技、传媒和电信行业风险咨询合伙人
电子邮件: zhhe@deloitte.com.cn

王佳

科技、传媒和电信行业税务与商务咨询合伙人
电子邮件: jeswang@deloitte.com.cn

钟昀泰

科技、传媒和电信行业研究总监
电子邮件: rochung@deloitte.com.cn

李艳

科技、传媒和电信行业助理经理
电子邮件: lavli@deloitte.com.cn

About Deloitte

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee (“DTTL”), its network of member firms, and their related entities. DTTL and each of its member firms are legally separate and independent entities. DTTL (also referred to as “Deloitte Global”) does not provide services to clients. In the United States, Deloitte refers to one or more of the US member firms of DTTL, their related entities that operate using the “Deloitte” name in the United States and their respective affiliates. Certain services may not be available to attest clients under the rules and regulations of public accounting. Please see www.deloitte.com/about to learn more about our global network of member firms..

CQ-001CN-24