

监管日趋严厉 IPO格局生变 赚钱效应弱化

# 饕餮盛宴不再 创投迎来大变局

□本报记者 周少杰

“账面浮盈税”传闻才刚在创投业引起一场地震，“备案制指引细则”的消息又引起一波海啸。IPO新规推出、创业板退市制度出台、税收政策有变、行业监管趋严，一道又一道“紧箍”砸向过去几年“闷声发大财”的创投行业。

多位创投业人士在接受中国证券报记者采访时表示，随着监管政策日趋严厉、IPO退出渐趋困难、一二级市场市盈率趋于相近，创投业过去简单的“融-投-退”盈利模式将不复存在，要想在变局中生存下来，需改变思路。

## 竞争加剧 “暴利”时代终结

过去可能一个项目上市翻5倍、10倍甚至是几十倍，我们有案例甚至翻到100倍以上的，但是现在可能只有1、2倍。”东方富海总裁程厚博感慨说，整个市场的资本红利越来越少。作为一家管理资产规模超过70亿元的创业投资管理公司，东方富海自2006年成立以来投资项目超过100个。然而，市场形势突然生变让程厚博们感觉到阵阵寒意。

自去年下半年以来，创投行业境内IPO退出账面回报倍数呈现下滑。清科集团数据显示，今年一季度，32家上市企业仅为背后支持的VC/PE带来4.24倍的平均账面投资回报。此前，在2011年上半年及2010年，月平均7-8倍甚至动辄上10倍的回报水平也屡见不鲜。

此前在“赚钱效应”的影响下，创业投资机构对拟上市公司项目拼抢激烈，相互哄抬价格的恶性竞争时有发生，一级市场项目入股市盈率节节攀升，入股市盈率十几倍乃至数十倍的不在少数。程厚博对此深有感触：“之前有个项目，老板跟我关系很好。两年来，我一直帮他准备各项上市事宜，在去年的一次增资中，他提出要20倍的市盈率，所有份额很快就被抢光了。我只好放弃了。”

其实不只东方富海，深圳市同威创投也有类似遭遇。总裁刘涛谈起同行的“血拼”时也愤愤不平：“我们原来有一些项目合作得很好，后来却遭遇同行的狙击，他们以高价把我们的项目拿下，涨价50%或者1倍，我们只能选择放弃。”这种情况在过去几年发生的比较多，去年由于市场估值下

降争抢项目现象稍有好转。“希望同行进一步加强合作，进行联合投资，而不是大家PK。”他表示。

然而，这些高价哄抢得到的项目可能就要面临资本市场“泼冷水”。从去年开始，二级市场持续低迷，拖累了一级半市场的询价，新股发行市盈率逐季下行，到目前大都回归到较低水平，部分中小板、创业板公司发行市盈率甚至低至十几倍。“这意味着，一些创投机构此前高价储备的项目即便上市之后仍有可能面临亏损。”一位创投业人士说，随着新股发行改革的推进，这种局面还将维持较长时间，未来有可能会死掉一批机构。

另一方面，随着资本市场退市制度的建设和完善，退市也可能威胁着创投机构管理的财富。目前，创业板退市制度已经正式出台，而主板退市制度改革也在紧锣密鼓地进行中。对于PE/VC行业来说，即便所投资的项目成功上市，若该企业存在经营不善、公司治理不规范等问题将面临退市惩罚，作为投资机构可能还没有来得及退出就遭遇资金“沉没”。更为重要的是，目前优质的上市资源越来越少，这也意味着创投风险越来越大。

“退市制度完善有利于改变创投行业浮躁的风气。”深圳创投公会常务副会长王守仁认为，退市制度的出台将倒逼投资机构对所投资企业做充分的尽职调查，更加注重企业的规范运作、持续创新能力和持续经营能力，创投公司真正监督和参与企业日常经营运作，而不再是简单地“募资-投钱-退出”。

## 监管趋严 告别“野蛮”生长

今后所有的股权投资公司都要向发改委备案，如不备案，管理部门将公示每一个规避监管的股权投资企业，让他们进入黑名单。”在某论坛上，国家发改委财政金融司官员如是说。这是备案制全面推广施行5个月后，发改委再次特意强调对创投业的监管。

2011年11月，发改委办公厅下发了《关于促进股权投资企业规范发展的通知》（简称“2864号文”），将此前先后在天津滨海新区、北京中关村科技园区、武汉东湖新技术产业开发区、长江三角洲地区开展股权投资企业备案管理的试点工作向全国范围铺开。日前，有消息称国家发改委最快将于本周发布落实PE全国强制备案的指引细则，进一步规范国内股权投资企业的运作。

上述政策的出台，与2011年天津爆发的系列非法集资事件不无关系。2011年6月，天津天凯股权投资基金有限公司、天津活立木股权投资基金管理合伙企业等公司等以PE名义进行非法吸收公众存款案引起社会广泛关注。

同创伟业董事总经理丁宝玉在创投

业界深耕多年。他认为，投资本身是无需监管的，但由于风险投资采用有限合伙制模式——LP（有限合伙人）不参与管理，GP（普通合伙人）全权管理的募集方式，在这种模式下为保护有限合伙人利益，适当的监管是非常必要的，尤其是在中国，可能比较有利于行业的健康发展。

不仅备案制，来自监管层的后续政策还在不断酝酿之中。此前有关PE股权投资溢价征税四成的传闻虽被多位业界人士证伪，不过，业界普遍预期国税总局对于有限合伙制PE征税标准的法规可能出台。此外，正在修订的《基金法》是否将私募股权基金纳入到监管体系也是时下各方热议的话题。地方政府也密集出台监管政策：继北京提高股权企业注册要求之后，天津滨海新区在今年2月出台新的注册政策。

“今年是PE/VC规范发展的一年。”龙柏宏易资本集团董事长王平认为，监管层提高了行业准入门槛，规范募集的过程，尤其对有限合伙企业层次结构、法律安排，本土机构只有遵守相关制度，才能更健康、更稳健地发展。

## 回归本质 新市场孕育新机会

在经历了“全民PE”的狂热之后，行业经历洗礼，将理性回归到创业投资的本质，越来越多的创投界人士认识到，创业投资需要转变以往粗放式发展的模式，应在专业领域提供精细化服务，也有创投机构意识到要“向内走、向后靠”，开拓另一片市场。

道成资本总裁于伟华认为，目前八成左右的私募股权投资机构只做“融-投-退”，“我几个人弄点钱，找几个项目，投到企业里面完事”；目前在国内排名靠前的管理公司做的是“融-投-管-退”，“多了一项管”，其实质就是派个非执行董事参与日常经营决策”。

这些模式已经开始不适应当前发展形势，资本圈必须要创新，定位“融-投-管-退-并”，必须服务为先，被投企业钱没进去之前，人要先进去服务。”于伟华认为，应该从财务、法律、税务、评估和行业等方面为企业提供全方位服务。

一些人则看到前期投资的市场，深圳一批老牌投资机构最近已经开始在做调整，成立早期基金。达晨创投就是其中之一，该公司元老肖冰说：“原来简单的赚钱模式已经不复存在，我们的策略调整一定要往前走，往早期走。”

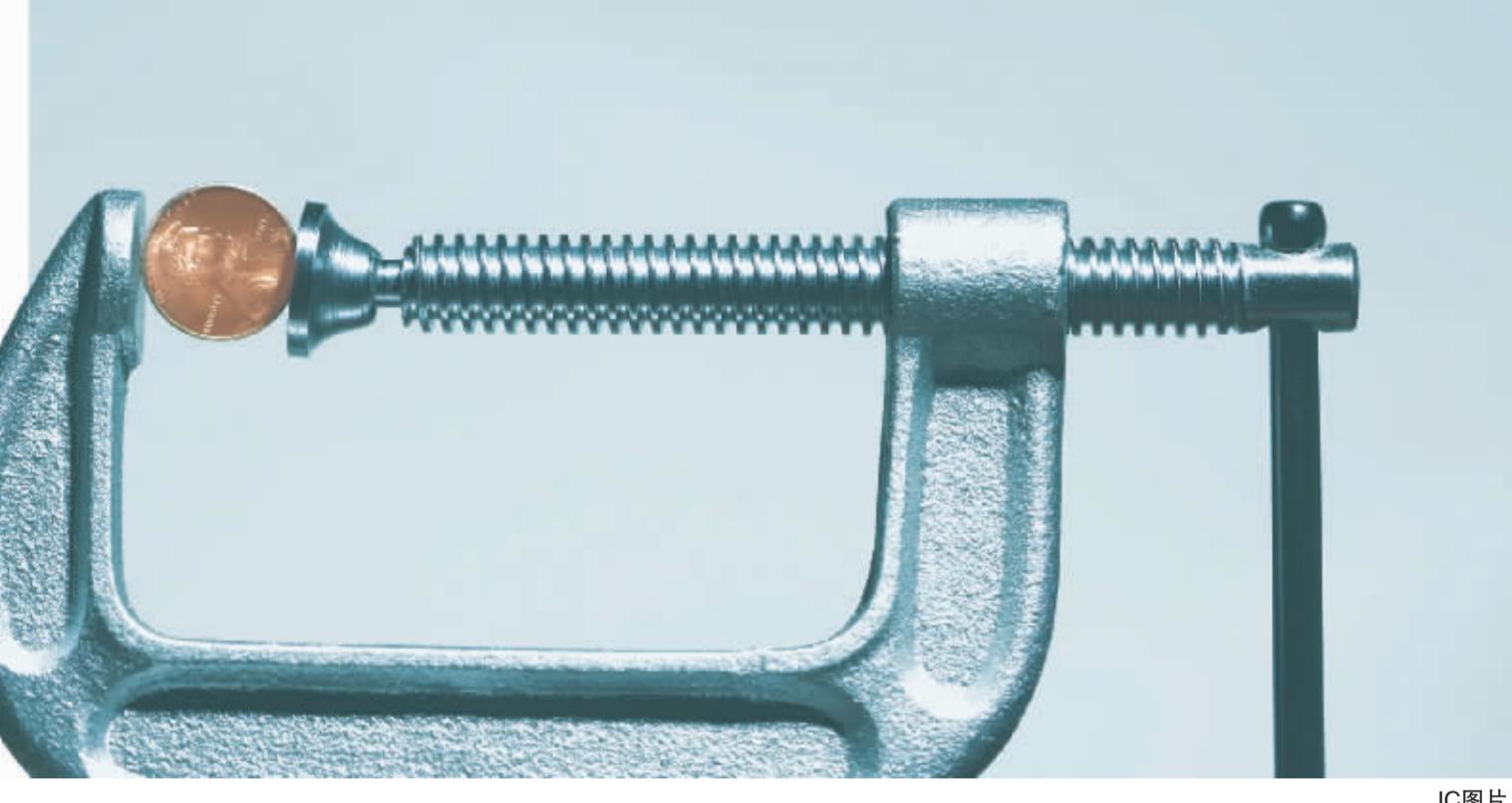
在此之前，不少投资机构并不愿意做前期项目，重要原因是退出渠道匮乏。不过，已经成立的上海股权托管交易所和正在筹备的深圳前海股权交易所有望为这些

投资机构提供便利。此外，新三板似乎也在临近，这些都将为创投行业提供较好的退出渠道。

我们不一定都要将眼睛盯在二级市场，一级市场甚至一级半市场，还有开发的潜力。而且由于进入的时间比较早，成本也要比突击入股低很多，这样利润并不会少太多。”一位创投人士说。

与参与培育公司的盈利模式不同，另一些人则看到了并购市场的发展前景，即试图通过控制上市公司的股权，并置入优质资产，从根本上改变上市公司的经营模式，以实现盈利。资本市场上频频举牌\*ST天富等上市公司的长城国汇已经在这种模式上迈出步伐。长城国汇并购基金首席执行官宋晓明认为，并购基金要通过收购目标企业的较高比例的股权，获得控制权，再通过改制改组、战略调整、金融运作、管理优化、股权激励和降低负债等手段，让被投资企业脱胎换骨，从而实现价值创造。

刚刚成功运作三五六网络上市的深圳基石资本也认同宋晓明的观点。基石资本董事长张维说：“资本市场不会继续容忍平庸的企业轻易拿到过高的IPO发行价格，未来通过资本市场和并购市场退出实现的价差会不断缩小，并购市场会越来越具有吸引力。”实际上，在新希望并购六股方案中，张维旗下的慧德投资和高智投资正在筹备的深圳前海股权交易所有望为这些



IC图片

## 王守仁：创投业开始战略转型

□本报记者 周少杰

深圳作为中国创业投资最活跃的地区之一，创业投资机构数量和管理资本规模占全国的三分之一。面对行业变化，深圳市创业投资同业公会常务副会长兼秘书长王守仁向中国证券报表示，经过十几年的发展，创业投资行业已经告别“野蛮”生长，进入战略转型期，行业面临洗牌，创投机构只有提升企业培育能力，才能长久立于不败之地。

### 创投业进入战略转型期

中国证券报：最近一两年，创投业界一个普遍声音是“暴利时代已经结束”，创投投资回报在不断缩减，这是否意味着行业发展面临瓶颈？

王守仁：经过十几年的发展，创投业已经告别了过去“一半靠天，一半靠人”的时代，开始进入战略转型期。

过去，由于股票市场好，很多“得天时”的创投机构赚得体面盆满钵满；同时，由于创投业处于初创期，不少地方政府都给予很多政策扶持，“人和”因素也促使行业繁荣发展。但现在这些情况都发生改变。一方面，资本市场逐渐回归理性投资，退出回报率不断下滑压缩了创投机构的利润空间；另一方面，随着行业一些问题的暴露，监管部门不断加强监管力度，规范行业秩序，一些优惠条件也可能被取消。政策鼓励转向行业规范，外部环境也发生了改变。

优质的项目可遇不可求，但创投机构可以通过专业知识帮助企业提高各项能力，使之成为优秀公司。专业的创投机构具备财务、税务、法律、管理以及各个细分行业专业知识的优势，能够为被投资企业提供支持，能够指

导创业企业快速成长为现代化企业，促使企业保持持续创新能力。同时，这也在一定程度上鼓励了创投机构更早地介入企业，从成长期甚至初创期就参与企业的经营管理，因为早期项目更具备可塑性，而成熟期企业在管理经营上已经形成惯性，很难再接受创投机构的改造。

未来，为企业提供增值服务的投资培育能力将是衡量创投机构核心竞争力的标准，优秀创投机构将受到理性投资者的青睐。

### 加强规范促行业发展

中国证券报：近年来，有关部门针对创投行业出台一系列监管措施，旨在规范行业发展。对此，你有何建议？

王守仁：创投行业经历了这些年的发展，中央各部委、各地方政府都出台了不少规章制度。但是，随着行业的繁荣壮大，部分法规已经不再适用新的形势，部分地方性法规也存在差异。对此，我建议国家应该从法律的层面进一步修订相关法规，将管理办法上升至法律，再由相关部门出台各项实施细则，以形成完整的法律规范体系。

税务方面，建议有关部门参照国际惯例，统一征收“资本利得税”，而不是“账面浮盈税”，各地政府也要规范各项税收优惠，鼓励地方引导创业投资基金的发展，形成各地良性竞争。同时，行业应该加强自律管理，建立诚信体系。对此，行业协会应发挥应有的作用，建议同行业组成一个全国性的行业协会，规范创业投资和私募股权投资市场秩序。

## 王连洲：私募股权基金应立法监管

□本报记者 周少杰

原全国人大财经委办公室副主任、证券投资基金法起草工作组首任组长王连洲认为，应将私募股权基金纳入到基金法的规范体系。

2011年1月，发改委下发了《关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》，要求试点地区规模5亿元以上的股权投资企业接受强制备案、运作规范和信息披露管理。6月份天津又推出了地方版本的股权投资企业备案规定；2011年11月发改委下发了《关于促进股权投资企业规范发展的通知》（2864号文），股权投资企业强制备案制度由试点地区推广至全国。

王连洲认为，“2864号文”就股权投资企业的设立与管理、资本募集、投资者人数限制、资产托管、信息披露都做出了较为全面的规定，并通过备案和行业自律实施管理，体现了保护中小投资者、保护普通公众免受欺诈和蒙受损失的监管核心理念，基本符合国际监管原则。

不过，仅凭一个部门的发文远远不能解决问题。”王连洲表示，这些政策无法全面覆盖私募基金，仅限于股权投资基金；法律效力不足，难以约束规模日渐庞大的私募基金；同时，改变不了政出多头，基金无所适从的局面。

他认为，正在修改的《证券投资基金法》有望从法律层面

改变这一情况。从几个版本的初稿中可以看出，该《证券投资基金法》拟包括规范所有的基金类别：公募和私募，股权和证券，公司制、合伙制、契约制基金等。

不过，王连洲表示，打造“统一的基金法”具有较高难度。因为我国作为成文法国家，在商业经济和金融市场发展过程中，已经制定和实施了相关领域的法律，监管部门、司法机构已经在这些法律基础上，逐步建立了规章制度和司法解释等较为完整的规范体系，市场参与者

依据相关规范体系也建立了一定的交易模式。“在这个大环境下，如果想打造‘统一的基金法’，需要极为全面审慎的态度和高超的立法技巧。”

## 募资总额同比骤降近八成 PE/VC市场首季遇冷

□本报记者 周少杰

在经历了“全民PE”的狂热之后，私募股权暨创业投资（PE/VC）市场骤然冷却。今年一季度，PE/VC市场一落千丈，无论募资、投资或退出，同比和环比数据均呈现大幅下滑。业内人士表示，全球经济不景气、行业竞争惨烈、IPO节奏放缓以及上市公司发行市盈率下滑，严重影响投资者信心，加剧行业窘境，行业洗牌在即。

### 全线滑坡

受宏观经济前景尚未明朗、退出渠道不畅以及行业内部调整的影响，私募股权暨创业投资市场笼罩在愁云惨雾中。今年一季度，市场依然蔓延着2011年下半年以来的不景气，并创下了自2009年以来最大幅度的下滑。

清科数据显示，2012年一季度，创业投资暨私募股权市场新募基金共计57只，募集金额为39.02亿美元，环比分别下降49.1%和61.3%，同比分别下降129.8%和78.6%。

其中，28只私募股权投资基金募集金额共计29.45亿美元，不足上年同期的四分之一，同时较去年四季度减少6.8%，几乎回落到2010年一季度水平；中外创投共新募基金29只，新增可投资于中国大陆的资本量为9.58亿美元，同比下降83.8%，是2009年以来募资最低点。

专家认为，募资活跃度下降固然有春节长假因素，但更大程度上归因于投资人态度日趋谨慎以及市场流动性收紧。

投资方面，随着市场中新募基金数量与金额的下滑，以及去年高投资造成的可投资资本量大幅减少，今年一季度投资活跃度呈骤降趋势。其中，私募股权投资案例110起，同比、环比分别减少26.7%和29.5%；披露金额的102起案例共计投资25.88亿美元，同比、环比分别下滑44.1%和61.0%。中国创业投资市场同样表现冷清，共发生投资案例168起，其中130起投资披露金额，投资总额为8.66亿美元，投资案例数和投资金额环比分别下降49.9%和70.5%，同比分别下降54.2%和75.3%。

退出同样遇冷。今年一季度，私募股权市场共发生退出案例29笔，较上年一季度的33笔减少12.1%，较上一年四季度的38笔减少23.7%，涉及企业数量共21家。创业投资市场共发生65笔退出，环比下降5.8%，同比降幅高达56.1%，退出交易数量不足去年一季度的一半。

### 资本市场低迷是主因

随着2011年沪深股市萎靡不振，海外上市遇冷受阻，2012年伊始中国企业境内外上市开局不利，中国企业上市活跃度有所降低。

数据显示，一季度，境内外市场共有118家企业上市，与2011年一季度160家相比下滑26.3%。中国企业上市数量和融资额同比出现大幅下滑，仅有60家中国企业在境内外市场上市，占全球IPO总量的50.8%；融资总额仅为62.07亿美元，平均每家企业融资1.03亿美元。

其中，仅32家具有创投和私募股权投资背景的中国企业在境内外市场上市，融资金额为32.32亿美元，与2011年一季度相比上市企业数量减少15家，融资额减少55.9%。

随着二级市场估值的回归，VC/PE境内IPO退出收益率也呈现下滑，32家VC/PE支持的企业上市为其背后的75只VC/PE投资基金仅带来4.24倍的平均账面投资回报。其中，上海证券交易所平均账面投资回报为5.95倍，深圳创业板和深圳中小板分别为投资者带来5.02倍和3.89倍的投资回报。海外方面，上市的企业为投资者带来的平均账面投资回报为1.83倍。

一季度境内资本市场的平均账面回报全线下降，其中创业板一季度5.02倍的回报水平创下两年来最差水平。自2009年底开闸以来，创业板一路高歌猛进，市盈率处于较高水平，2009年、2010年和2011年的创业板平均账面投资回报分别为7.48倍、10.90倍和7.81倍。

面临IPO窘境，清科研究中心张琦建议，VC/PE机构应及时调整退出策略，对并购、股权转让等其他退出方式兼容并蓄；同时，优化投资组合，控制投资成本，适度减少对中后期以及pre-IPO项目的依赖，注重企业内在投资价值的发掘和培养。