

2011 年中国 VC/PE 市场十大事件

2011 年是中国创业投资和私募股权投资市场的发展历史中非常特殊的一年,前 11 个月,VC “资金池”蓄水 264.56 亿美元,较去年全年翻番,其中人民币基金全国开花,已成为创投绝对主力军;投资方面,投资案例数“跳级”增长,投资金额过百亿美元,同样超去年全年两倍;而 PE 领域,年内中西部地区表现亮眼,投资活跃度大幅提升,但是在募资和投资活动均呈现激增的同时,机构退出表现却拉响了警报,前 11 个月,共有 123 支私募股权投资基金从被投企业中实现退出,较上年同期下滑 10.9%,平均账面回报倍数的走低也显示投资机构在境内及境外退出均面临着极大压力。

此外,无论从政策方面还是外部环境,本年度亦有多起对中国 VCPE 市场意义深远的事件发生。大中华区著名创业投资与私募股权研究机构清科研究中心回顾 2011 年中国 VCPE 市场动向,总结出以下十个“年度记忆”:

一、VC/PE 行业步入规范化管理新时代

近两年中国股市场高速发展,繁荣背后非法集资的现象也开始滋生。为规范国内股权投资市场发展,国家发改委于 2011 年 2 月 14 日正式付印酝酿已久股权投资企业备案管理办法——《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》,变自愿备案为强制备案,并从合格投资人、募集形式、信息披露等方面全面规范 VC/PE 行业。

12 月 8 日,国家发改委办公厅再度出手,下发《关于促进股权投资企业规范发展的通知》,剑指非法集资,从股权投资企业设立与资本募集及投资领域、风险控制、管理机构、信息披露、备案管理和行业自律五个方面对全国性股权投资企业提出规范要求。这是我国首个全国性股权投资企业管理规则,可以说是我国 VC/PE 行业从此步入“规范化管理新时代”的重要里程碑。

二、VC/PE 掘金定向增发正当时

进入 2011 年来,中国概念股遭遇滑铁卢,海外资本市场降至冰点,国内资本市场疲软,中国企业 IPO 数量创自创业板开闸以来历史新低。面对利空环境,改变投资策略和寻求多元化退出途径成为 VC/PE 迫在眉睫待解决的问题。A 股市场处于历史估值的底部,有效的退出保证、相对低风险和较稳定收益三因素催生投资机构频频参与 A 股企业定向增发。

根据清科数据库统计数据显示,截至 11 月 31 日,2011 年 A 股市场共有 124 家企业完成定向增发,有 75 家企业获得 VC/PE 青睐。从融资金额来看,75 家 VC/PE 支持的企业,

融资金额为 712.54 亿元，其中 VC/PE 机构贡献 216.33 亿元。从机构参与的案例个数来看，瑞华投资、博弘数君和雅戈尔分别参与 10 起以上定向增发。

三、移动互联网迎发展“黄金期”

中国移动互联网跌宕起伏发展十余载。期间，企业更迭与用户交替使得产业历经几轮大浪淘沙，如今，搭乘“大互联网”时代的春风，中国移动互联网在 2011 年迎来新一轮发展黄金期。无数优秀的企业破茧而出，引得无数投资方“竞折腰”。据清科数据库统计显示，2011 年前 11 个月，已经披露的中国移动互联网投资案例为 109 起，总投资额为 6.21 亿美元，均超过 2001 年以来历年全年情况。

清科研究中心分析认为，四大主要因素促使中国移动互联网投资风光再现：第一，WIFI 的深度布局、智能手机的广泛普及有效的改善产业发展环境；第二，“开源”概念的深入至操作系统、运营平台服务等，为中小应用开发者提供了参与产业的条件，激发创新应用的产生；第三，高端用户不断涌现，付费能力增强；第四，资本的助力作用不可忽视。

四、券商直投设基金政策开闸

2011 年 7 月，证监会下发《证券公司直接投资业务监管指引》，一方面对既有试点券商直投机构做出了进一步规范，尤其对此前强调不足的内部控制、风险控制以及信息披露制度提出了更为明确、严格的要求，另一方面也为直投公司设立直投基金放开了闸门，并确立了门槛。据清科研究中心统计测算，现阶段已获得直投资格的证券公司仍有逾 200.00 亿可用资金尚未入场，未来资金规模扩容潜力巨大。同时，政策开闸后允许证券公司成立直投基金，募集并管理客户资金进行股权投资，截止至 2011 年 9 月，已有 6 家券商直投机构参与设立直投基金 8 支。此外，多数券商直投公司已经启动了设立直接投资基金的筹备工作，基金目标投资者群体将以机构投资者为主。

证券公司直接投资试点业务开闸后，其所采取的“保荐+直投”模式以及其中因内控、监管不严造成的利益输送和内幕交易等问题饱受诟病。虽然“监管指引”中对直投机构、直投基金及其管理机构的防火墙建设以及内部治理体系提出明确要求，各公司也依规制定了相关制度，但在交易过程中涉及的违规操作依旧屡禁不止。此外，券商直投所投企业上市后业绩变脸问题也引起业内广泛关注。虽然企业发展过程中盈利水平偶有波动属正常现象，但其中部分企业“变脸”速度之快、幅度之大令人担忧。由于券商直投所涉及的利益冲突问题尚未得到妥善解决，有相关人士建议直接叫停证券公司对保荐企业的直接投资业务，无论是先直投还是后直投。清科研究中心认为，这样的建议主要出于对保荐和直投业务中存在的腐败问题的担忧，但是一味叫停保荐机构对保荐企业的直投业务的做法比较草率。如果确实是直投机构发现优质项目并投资在先，且所涉及占股比例并未超过政策规定的 7.0% 的红线，那么是否

由其所属券商担任保荐单位并不会造成太大影响。券商直投业务的开展需要政策监管，并在发展中完善，“一刀切”的做法或将对机构的业务发展带来不利影响。

五、险资涉足 PE 投资开闸，牵动 LP、GP 格局变化

2011 年 8 月，在《保险资金投资股权暂行办法》颁布近一年之后，中国人寿保险股份有限公司正式获得 PE 投资牌照，成为首家获此牌照的保险公司。之后，中国平安也获得 PE 投资资格，险资涉足 PE 正式开闸。对于保险公司而言，政策上的突破意味着险资投资渠道的进一步拓宽以及审批流程上的进一步优化，日后从事股权投资业务将更为便捷。

由于保险资金一方面可以直接投资于未上市企业，另一方面也可以通过投资于基金的方式开展股权投资业务，其投资活动也将牵动中国私募股权投资市场中的 LP 以及 GP 格局变化。如果保险资金作为机构投资人对私募股权投资基金进行注资，对于基金管理机构来说，无疑在扩大基金规模以及优化资金结构方面都将有较大帮助。据清科研究中心了解，目前已有保险公司与私募股权投资机构接触，探讨对旗下基金进行投资相关事宜。此外，保险公司对于亲身试水投资未上市企业早已跃跃欲试，若其以直接投资方式投身股权投资，中国私募股权投资市场中将再添一有力竞争者。

六、四直辖市先后出台 QFLP，津版最详细、沪版获实质突破

从 2011 年 1 月上海市出台《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》到 11 月天津下发《关于本市开展外商投资股权投资企业及其管理机构试点工作的暂行办法》，我国四个直辖市均已颁布出台当地的 QFLP 政策。对比上海、北京、重庆及天津四地 QFLP 政策，清科研究中心认为，天津版 QFLP 在对股权投资管理企业资本要求方面更为严格，要求实收（实缴）资本不少于 1,000 万元人民币或等值外币；在股权投资基金资金来源方面，天津 QFLP 允许基金全部由境外募集的外币资金构成，或由境外募集外币资金和境内募集人民币资金共同构成，上海及重庆并未对基金资金来源提出具体要求，而北京方面则要求由境内募集人民币资金和境外募集外币资金共同构成，外资认缴金额原则上不得超过基金规模的 50.0%；上海、重庆及天津地区对于股权投资管理机构高管人员的资质要求完全一致，相比之下北京 QFLP 在这方面十分宽松，仅提出高管人员“应在股权投资领域及股权投资管理行业具有良好的业绩”。天津作为最后一个出台 QFLP 政策的直辖市，上海、北京及重庆三地的 QFLP 为其提供了借鉴，同时，天津 QFLP 完善了当中不明确的要求，落实起来更为清晰。

清科研究中心通过调研发现，在具体的实施方面各地进展不一，对比四地，首先破冰的上海市已经取得实质进展，于当地落户的弘毅 QFLP 基金已经募集到位并已有投资项目完成，率先在募资与投资两个环节实现突破。

表 1 上海、北京、重庆、天津四地 QFLP 政策对比

	北京	上海	重庆	天津
发布时间	2011 年 2 月	2011 年 1 月	2011 年 7 月	2011 年 11 月
发布机构	北京市人民政府	上海市金融服务办公室、市商务委员会、市工商行政管理局	重庆市市工商局、市金融办、市外经贸委	天津市发展和改革委员会
文件名称	《关于本市开展股权投资基金及其管理企业做好利用外资工作试点的暂行办法》	《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》	《重庆市关于开展外商投资股权投资企业试点工作的意见》	《关于本市开展外商投资股权投资企业及其管理机构试点工作的暂行办法》
基金及管理机构组织形式	公司制或有限合伙制	基金可采用合伙制等组织形式, 管理机构可以采用公司制、合伙制等组织形式	公司制或有限合伙制	公司制或有限合伙制
名称加注	-	外商股权投资企业需加注“股权投资基金”字样; 外商股权投资管理企业需加注“股权投资基金管理”字样	外商股权投资企业需加注“股权投资基金”字样; 外商股权投资管理企业需加注“股权投资基金管理”字样	-
股权投资管理机构资本要求	-	注册资本(或认缴出资)不少于 200 万美元, 货币形式出资; 注册资本(或认缴出资)应在营业执照签发之日起 3 个月内到位 20% 以上, 余额在 2 年内全部到位	注册资本(或认缴出资)不少于 200 万美元, 货币形式出资; 注册资本(或认缴出资)应在营业执照签发之日起 3 个月内到位 15% 以上, 余额在 2 年内全部到位	实收(实缴)资本不少于 1,000 万元人民币或等值外币
基金资金来源构成	由境内募集人民币资金和境外募集外币资金共同构成, 外资认缴金额原则上不得超过基金规模的 50.0%	-	-	全部由境外募集的外币资金构成, 或由境外募集外币资金和境内募集人民币资金共同构成
基金规模要求	不少于 5 亿元人民币(等值外币)	认缴出资额不低于 1,500 万美元, 限货币出资, 每个有限合伙人出资不少于 100 万美元	认缴出资额不低于 1,500 万美元, 限货币出资, 每个有限合伙人出资不少于 100 万美元	不少于 5 亿元人民币(等值外币)

管理机构在基金中出资比例	认缴一定比例	不超过所募集资金总额度的 5%	认缴及实际出资分别不低于全部投资者认缴及实际出资的 1%，分别不超过全部投资者认缴及实际出资的 5%	不超过基金规模 5.0%
境外出资人要求	<p>1.两年未受到外司法机关和相关监管机构的处罚；</p> <p>2.境外投资者或其关联实体具有相关的投资经理；</p>	<p>1.申请前的上一会计年度，具备自有资产规模不低于 5 亿美元或者管理资产规模不低于 10 亿美元；</p> <p>2.两年未受到外司法机关和相关监管机构的处罚；</p> <p>3.境外投资者或其关联实体应当具有 5 年以上相关投资经历；</p>	<p>1.申请前的上一会计年度，自有资产规模不低于 5 亿美元或者管理资产规模不低于 10 亿美元；</p> <p>2.两年未受到外司法机关和相关监管机构的处罚；</p> <p>3.境外投资者或其关联实体应当具有 5 年以上相关投资经历；</p>	<p>1.申请前的上一会计年度，具备自有资产规模不低于 5 亿美元或者管理资产规模不低于 10 亿美元；</p> <p>2.两年未受到境内外司法机关和相关监管机构的处罚；</p> <p>3.每个境外出资人至少在试点股权投资企业中出资 1000 万美元以上；</p> <p>4.境外出资人或其关联实体应当具有 5 年以上相关的投资经历；</p>
高管人员要求	1.应在股权投资领域及股权投资管理行业具有良好的业绩；	<p>至少有两名同时具备下列条件的高级管理人员：</p> <p>1.有五年以上从事股权投资或股权投资管理业务的经历；</p> <p>2.有二年以上高级管理职务任职经历；</p> <p>3.有从事与中国有关的股权投资经历或在中国的金融类机构从业经验；</p> <p>4.在最近五年内没有违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好；</p>		

来源：清科研究中心 2011.12

www.zdbchina.com

七、海外 IPO 折戟 VC/PE 境外退出如履薄冰

2011 年，全球经济面临下行风险，美国资本市场萎靡，欧洲深陷债务危机，中国企业海外上市大幅缩水。清科研究中心数据显示，2011 年前 11 个月仅有 61 家中国企业海外上市，合计融资 127.64 亿美元，两者均不足 2010 年全年上市数量和融资额的一半。其中，赴美 IPO 呈现出前松后紧的走势，年中中概股在美国资本市场一度受到打压遭到重创，加之美国二级市场不景气，继 8 月份土豆网上市之后，中国企业赴美上市几近停滞，尽管凡客和拉手网均先后有风声传出，但之后迫于市场现状再无音信。10 月份，盛大抛出私有化方案，更加深了市场对于中概股在海外市场生存的担忧，2011 年海外 IPO 市场黯淡收官。

清科研究中心观测到，中国企业海外上市受阻，迅速波及到 VC/PE 机构的海外退出进程，大多数投资人对于近期海外市场走势均持谨慎态度。以美国市场为例，从账面投资回报方面看，3 月上市的奇虎 360 倍受市场追捧，首日大涨 134.5%，其背后的 13 家机构平均收获了 13.43 倍的账面投资回报；8 月上市的土豆网则与之境遇相反，首日下跌 11.9%，其背后的 12 家机构仅收获 5.61 倍的平均账面投资回报。在此背景之下，中国企业在海外市场的上市估值和上市后表现不甚乐观，VC/PE 机构通过 IPO 退出存在一定阻力，不少机构将被投资企业 IPO 延后或考虑其他退出方式变现。

八、创业板市盈率走低状况频出 证监会换届重拳出击收紧监管

清科研究中心统计，2011 年一季度创业板平均发行市盈率创下 72.95 倍的新高，然而随着二季度沪深两市下跌，创业板一路下行，并带动新股发行价和市盈率同步走低，第二和第三季度的发行市盈率分别收为 44.33 倍和 41.00 倍，创业板 IPO 融资规模也随之紧缩。创业板开闸至今已经两周年，为中小企业提供了融资渠道的同时，也暴露出了一些不足，其中诸如上市企业业绩变脸、高管离职、“三高”严重等问题，一直为市场所诟病，也说明针对创业板的监管力度有待加强。

2011 年 8 月，创业板发审委换届；2011 年 11 月，证监会换届，新任证监会主席郭树清走马上任，创业板政策频出。2011 年 11 月 28 日，深交所出台了《关于完善创业板退市制度的方案（征求意见稿）》，在原有的方案中新增加了两个退市条件，并且明确表示不支持暂停上市公司“借壳”恢复上市，同时表示拟设立“退市整理板”。这一方案的推出，使市场呼唤已久的创业板退市制度得以细化，成为本年度创业板的重量级政策。此外，证监会还分别针对再融资和 IPO 分红等方面发布公告，完善创业板的运行机制。

清科研究中心认为，2011 年的这波下跌行情使市场一直以来对于创业板的质疑得到了

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16094

