

## 深圳奖励有限合伙企业 30%地方税

证券时报记者 钟仰浩

为贯彻落实此前发布的深圳市促进股权投资基金业发展的相关规定，深圳市政府金融办、深圳市财政信息委日前印发了关于《深圳市股权投资基金业发展资金申请操作程序》的通知，以规范深圳市股权投资基金业发展资金申请工作程序，深圳市金融办负责发展资金的申请受理及审核，深圳市财政委员会负责发展资金申请的复核及资金拨付。

该通知所称的股权投资基金业发展资金，是指从深圳市金融发展专项资金中支出的用于促进股权投资基金业发展的资金。符合相关规定条件的内资、外资、中外合资股权投资基金、股权投资基金管理企业以及私募证券投资基金管理企业，可以按照本规程的规定申请相关规定确定的各项发展资金。申请发展资金的股权投资基金管理企业以合伙形式设立的，合伙企业的实收资本不得低于500万元。

值得关注的是，通知明确了有限合伙制的相关税收优惠政策。通知规定，合伙制股权投资基金企业投资于深圳市企业或者项目退出的同时依法缴纳税款后，按照合伙人缴纳所得税所形成地方财力的30%给予合伙人一次性奖励。深圳创业投资同业公会秘书长王守仁表示，该项优惠措施有利于引导大量注册在深圳的股权投资基金投资于深圳本地企业，对促进深圳当地经济发展具有积极作用。

王守仁同时建议，深圳市政府应当设立相关奖励专项基金，并同时减少审批环节、提高行政效率，让优惠政策落实更具操作性。深圳市各级政府还应当从项目源头上加强与创投机构的联系，整合各方资源，让优质企业找到合适的投资机构。”王守仁说。

通知指出，同一家基金管理公司可以为旗下的3只基金申请落户奖励；超过3只的，应当专项专报。任一年度内，同一股权投资基金、公司制股权投资基金管理企业，既符合投资于本市企业或者项目退出奖励，也符合企业所得及营业收入形成地方财力奖励条件的，只能申请其中一项奖励，不得重复申请。股权投资基金或者其委托的股权投资基金管理企业，只能由一方申请购房补贴或者租房补贴；购房补贴只能申请一次，租房补贴总额不超过100万元。

## 三季度创投机构 IPO账面回报4.91倍

证券时报记者 钟仰浩

ChinaVenture 投中集团统计显示，今年第三季度，共有40家VC/PE背景中国企业在全球资本市场实现上市，总计融资达383.8亿元，环比分别减少20%和18.3%。境内外同时遭遇资本寒冬使得本季度投资机构的IPO投资账面回报率大幅缩水。71家投资机构通过50家企业IPO实现91笔退出，总计获得账面退出回报150.5亿元，环比减少72.6%；平均账面回报率为4.91倍，环比下降21.5%。

第三季度，在多重利空因素冲击下，中国企业境内外资本市场融资规模萎缩到最近2年来最低点。同样，具有VC/PE背景的中国企业也未能幸免，在IPO数量及融资金额上均出现下滑。从上市地点来看，本季度IPO的40家VC/PE背景企业有37家都选择了境内上市，合计融资356亿元，占比为92.7%。其中，创业板上市VC/PE背景企业达18家，中小板及上交所主板分别有12家和7家。

由于赴美上市窗口基本关闭，三季度仅有土豆一家具有VC/PE背景的企业在纳斯达克上市，融得资金1.74亿美元。另外，天福茗茶与青蛙王子2家VC/PE背景企业选择在港上市，分别融资12.5亿港元、7.8亿港元。

## 荣庆物流获3亿元投资 启动上市进程

证券时报记者 杨浩

近日，国内冷链物流行业领军企业荣庆集团宣布获得加拿大Pamij集团3亿元注资，旗下荣庆物流随之正式启动上市进程，预计在3~5年内实现境内上市。据悉，此次融资的主要目的是建设冷库，荣庆物流将在山东临沂建设高端冷链物流项目，总投资10亿元，项目分两期建设。

这是荣庆集团第二次获得外资创投机构的资金注入。2007年末，今日资本曾对荣庆集团注资2亿元，组建合资企业山东荣庆物流有限公司，占有20%的股权，首轮融资主要用于购买冷藏车。

据了解，目前国内冷链物流行业大约有1000亿元的市场规模，预计未来冷链物流行业的市场规模将会以每年20%~30%的幅度增长。荣庆物流以冷链物流为核心，业务已从干线运输扩大至仓储和配送，去年集团营业额达到12亿元，今年预计达到15亿元。

# 创投资本涌入 影视产业迎来春天

证券时报记者 杨晨

尽管中国的观众早已习惯在互联网上观看电视剧，但视频网站纷纷烧钱购买影视剧网络版权也就是近两年才发生的事。5年前，一部大红大紫的81集电视剧《武林外传》网络版权售价仅10万元。而今，一集电视剧网络版权就卖到几十万元已成为司空见惯的事。据媒体报道，去年50集新《红楼梦》网络版权售价已达千万，今年热播的98集《新还珠格格》网络版权售价飙升至3000万，即将上映的《宫2》的网络版权已炒出了一集100万

40集4000万的天价，迅速刷新了《还珠格格》不久前创造的纪录。

过去网络的盗版问题对影视产业造成了巨大冲击，但我认为现在网络已成为影视产业发展的推动力。”成功投资“中国电视第一股”华策影视上市的浙商创投合伙人李华策认为，近两年来中国视频网络公司成为最热门的投资领域之一，比如乐视网、土豆网、优酷网等都已成功上市。资本的介入使得这个行业有足够的资金规范自身运营，上市后，这些公司又有足够的财力购买影视版权。此外，不少渠道提供商已不满足原来的业务结构，纷

纷转做内容，自制影视剧，进一步推动了影视产业的发展。

2009年7月，《文化产业振兴规划》的出台标志着文化产业上升为国家的战略性新兴产业，各地纷纷出台政策扶持文化产业。国家的宏观政策为创投投资影视产业创造了良好环境，许多创投机构都将文化产业作为重点关注的领域。2009年10月，电影“第一股”华谊兄弟成功登陆创业板，让背后的风险投资人赚得盆满钵满。一年后，“电视第一股”华策影视上市，其背后的浙商创投账面回报超过10倍。在财富效应的刺激下，更多的私募股权基金涌入影视产业。

清科集团董事长兼CEO倪正东：

## 产业化多点化成创投业发展趋势

证券时报记者 孙媛

基金产业化和走中国特色的多点化正成为创业投资和私募股权投资(VC/PE)行业当下发展主要趋势。具体说来，募资方面LP和渠道类型多元化发展、投资向自主开发倾斜、投资阶段双向移动、联合投资比例增加、投资节奏明显加快、行业分布趋势明显以及并购退出比例加重是其主要特征。”昨日，清科集团董事长兼CEO在首届中国创业投资暨私募股权投资论坛上做出如上表述。

据了解，目前创投市场上已有建银医疗健康股权投资基金、中国航空产业基金、湖南文化产业基金、渤海产业投资基金、绵阳科技城产业投资基金、浙商产业投资基

金、黄三角产业投资基金、山东半岛蓝色经济投资基金和皖江城市带承接产业转移投资基金等诸多产业基金。倪正东表示，基金产业化与政府引导、地方园区合作以及自主设立分公司等多点化方式结合，机构可以最大限度地利用外界现有资源优势，实现低成本的布点扩张。

除主流有限合伙(LP)群体包括Fund of Funds(母基金)，公司养老金、政府养老金、捐赠基金、基金会以外，随着近年来相关政策的逐步放开和我国多层次资本市场体系的建立健全，中国本土机构投资者群体由初期的单一构成开始逐步扩张。倪正东指出，随着LP市场格局的变化以及机构自身发展战略的调整，部分机构的目标LP群体开始逐渐变大。

创投基金投资策略也从渠道推荐向自主开发偏移。”倪正东说，以自主开发的方式寻找投资项目的主要优势，在于VC/PE机构可以在投资过程中占据主导地位，并且有助于机构深入了解企业情况。同时，通过减少对中介机构的依赖，也可以一定程度上降低渠道成本；这一策略的劣势则在于，由于机构需要做大量的前期行业研究等工作，人员和时间的成本随之增加。”

此外，机构在投资阶段的双向移动趋势也较为明显，一方面部分机构将投资范畴向初创企业延伸，以避免估值较高的中后期项目。倪正东说：中国市场上的VC/PE机构典型投资阶段策略转变的另一面，是投资阶段的后移。创业投资机构开始加大对成长及成熟期企业的关注和投

资配比，促使投资机构做出这一策略转型的原因，一方面在于机构管理资本量扩大，具备投资估值较高的成熟期项目的资金实力，另一方面也在于此类项目投资风险较低，机构投资时间较短，资金周转快。”

而机构间联合投资特点的出现，则主要是出于风险分散、弥补各自在资金规模方面的不足、增值服务方面的不足等需要。倪正东指出，部分专注早期投资的机构在参与了企业的最初几轮融资后，出于自身资金实力或优化企业股权结构的考虑，将协助企业在后续的融资轮次中引进其他的投资者，自己在后期的轮次中领投或跟投，抑或不再跟进投资。此外，随着市场中项目竞争的加剧，为避免争抢项目抬高估值，机构可通过联合投资方实现利益共享。

■记者观察 | Observation |

# 打击PE非法集资应加强理财机构监管

证券时报记者 胡学文

网络上一条私募股权投资基金(PE)通过群发短信寻找有限合伙人(LP)的消息引起了大批业内人士的关注和评论，也由此再次引发了PE机构非法集资的讨论。深圳一家创投机构负责人就在微博上跟帖发问：群发短信的募集方式是私募还是公募，是否存在法律风险？法律边界在哪？

事实上，近年来，随着我国PE热潮的兴起，陆续发生了多起PE非法集资案，比如江苏集团PE非法集资案；轰动一时的农妇韩秀琴PE骗局，涉案金额高达十多亿元；天凯、活立木等一批在天

津注册的股权投资基金涉嫌非法集资案等。为什么PE非法集资屡禁不止？从实际来看，主要有三方面原因：一是目前PE市场巨大的财富效应，让各路民间资本都对PE投资形成了认识上的误区，那就是PE投资稳赚不赔且一本万利，忽视了PE投资背后蕴藏的巨大风险，这让部分披着PE外衣的小机构有机可乘；二是目前国内市场还缺乏成熟的有一定规模的LP群体，这让需要募资的PE机构，尤其是小机构只好四处撒网；三是由于国内PE发展时间短，有影响力 and 品牌度的普通合伙人(GP)还不多，也使得GP群体鱼龙混杂。

上述原因加上近来全民PE的虚假繁荣，都为部分PE机构和一些伪PE机构的非法集资行为滋生了温床。归根结底，还是由于PE行业中正规机构和非法集资的边界模糊所致，即便是一些正规机构在基金募集过程中稍有不慎也有可能踩及非法集资的底线，而这些“打擦边球”的行为，到底是无心之过还是有为之，实在是无从得知。而在私募监管模式之争尚无定论的情况下，发挥行业协会组织的自律监管作用应该是目前最具可操作性的办法之一。如深圳、北京等地的创业投资行业协会，在协调股权投资基金行为、约束不良行为等方面起到了积极作用。

还有法律界人士表示，除了个别

伪PE机构外，有些PE机构的非法集资行为不排除是第三方理财机构违规操作所为，打击PE非法集资还应该从加强对第三方理财机构监管入手。该人士认为，这主要是因为目前市场需求所致，即一些PE机构在募集基金时还需要借助行业内有一定客户资源的第三方理财机构去帮助完成，而部分实力不够的第三方理财机构则有可能通过电话、信息邀约的方式去执行，由此踩及非法集资的红线。他建议，除了完善PE集资的相关法律法规外，还应该加强对中间业务即第三方理财机构的资质认定和监管，以此为切入口，约束第三方理财机构在私募基金发行过程中的违法违规行为，避免PE机构“被非法集资”。

# 瞅准企业成长性 谨防估值陷阱

张宗友

笔者最近通过考察几个项目发现一个有趣的现象，原本业绩平平的企业在面对投资人的时候信誓旦旦地保证今年业绩大幅增长，其以当年预测净利润为基准用一个极高的市盈率估值，美其名曰：高成长、高估值！

通过与业界交流，笔者发现这并非个别现象，这一方面说明企业家对创投行业了解加深，对投资机构的接受程度提高，另一方面创投公司蜂拥而起、项目争夺白热化、盲目投资的局面也为“丑女”提供了待价而沽的机会。

高成长的企业确实存在，但是从概率的角度看只能是极少数的企业具备高成长能力，如果投资人接触的企业十之八九都号称可以实现高成长，那其中可能存在问题。

一种情况是企业家出于资金需求和其他方面的考虑刻意忽悠投资人，为投资人画个大馅饼，先把资

金忽悠进来，以后的事情以后再说。这应该算是最坏的一种情况，因为投资这类企业面临的道德风险极大，投资合约和相关条款对投资人的保障力度有限，企业家对无法完成业绩承诺已经有心里准备，其在履约意愿和履约能力方面都不充分，往往是双方搞得不欢而散，让投资人很受伤。

另外一种情况是企业家并非刻意忽悠投资人，但是对企业业绩预测过于乐观，对风险考虑不充分，为了多融入资金对投资估值拒绝让步，最终企业无法完成业绩承诺。这类企业在履约意愿上稍好于第一种情况，但是履约能力也存在不确定性，企业家的违约风险依然存在。

第三种情况是企业家对业绩预测客观、精确，企业最终完成甚至超过承诺业绩，当然是皆大欢喜，企业按照高估值融资，而投资人通过高成长对冲投资估值。不过，其中存在另外一个因素的考量：什么样的高成长才能享受高估值？假如

企业在接受投资当年实现100%的业绩成长，但是随后业绩成长下降到20%的水平，这种企业应该享受高估值吗？答案显然是否定的！事实上，很多投资人给予了这类企业高估值。

上述三种情况可以统称为估值陷阱。投资估值有两个基本要素：估值基数和估值倍数，估值基数是当年预测净利润，估值倍数是市盈率倍数，与成长性相关。第一、二种情况是企业估值基数没有达到双方约定，其成长性自然没有达到双方约定，企业的估值水平应该调整；第三种情况是企业的估值基数达到双方约定，但其成长性不可持续，没有理由享受高估值，估值倍数也应该下调。第三种情况下的估值调整相对简单，只需调整估值倍数即可，因为估值基数已经达到双方约定，而第一、二种情况在估值调整中应该同时调整估值基数和估值倍数，因为投资估值的两个基本要素企业均未达到，如果只调整一个因素，投资人依然没有摆脱估值陷阱。

笔者认为避免估值陷阱的核心要素是投资人对企业成长性的实质性判断，如果投资人对企业成长性判断精确并依次达成投资合作，关于估值的保障条款都将成为“浮云”。对于企业成长性的判断可以从三大方面着手：

其一，企业所处的行业前景是否足以支撑企业的高成长。从过去的投资经验看，行业发展前景和需求爆发是企业高成长的普遍动力。在需求拉动下，企业的高成长顺理成章，行业内会成批出现高成长性企业。在缺少行业需求拉动的情况下，企业的高成长并非不可能，但是只是行业内的少数优秀企业方可企及，投资标的范围收窄，且不确定性增加。

其二，企业的财务资源是否足以支撑企业的高成长。财务资源是企业运转的血脉，投资人在判断企业成长性时要谨防供血不足的情况。部分行业具有典型的资金驱动特征，在企业高速发展阶段对企业的现金流也提出严苛要求，在现金流无法满足的情况

下，企业的成长性无从谈起，甚至有时候导致企业崩盘。

其三，企业的管理水平是否足以支撑企业的高成长。企业在发展的不同阶段对管理水平的要求是不一样的，在高速成长阶段，企业的管理问题会显露出来，如果处理不好会成为企业高速发展的障碍。中小企业在发展中出现管理问题非常普遍，关键是企业能够不断提升、完善管理水平，否则就会成为企业高速发展中的定时炸弹。

此外，投资人也可以利用一些技术手段避免投资陷阱，比如在投资合约中延长对赌的时间确保企业成长的持续性；估值调整中同时调整估值基数和估值倍数；在条件允许的情况下资金分批到位等等。但是，这些技术手段只是对估值风险的有限防范，并未从根本上消除，消除估值陷阱的关键是投资人对企业成长性的精确判断！

## 9月创投募资市场回暖 房地产私募基金升温

证券时报记者 杨浩

清科集团数据库统计显示，9月份中外创业投资和私募股权投资(VC/PE)机构新募集基金数共40只，新增可投资资本量为33.15亿美元，与8月份相比有较大回升。同时，房地产私募基金市场持续升温，9月份募集总金额为3.89亿美元。

从基金的类型来看，新募集的40只基金中创业型基金占多数，共有23只，募集金额为10.49亿美元。另外，成长型基金12只和房地产基金5只，募集金额分别为18.77亿美元和3.89亿美元。其中，募资完成金额最大的创业型基金是中科招商创业投资管理有限公司与湘潭市政府合作发起的湘潭市中科韶峰创业投资企业，该基金目标规模50亿元人民币，首期到位10亿元，该基金将主要投向湘潭市“两型社会”建设、红色旅游文化产业等领域；募资完成金额最大的成长型基金是太盟投资集团旗下亚洲不良资产基金，该基金于9月份完成了8.75亿美元的募集；募资完成金额最大的房地产基金是安泰盘实房地产基金，该基金目标规模30亿元人民币，首期到位10亿元，将主要投资二线城市房地产业务。

此外，投资市场上，9月VC/PE市场共发生投资案例102起，其中披露金额的87起投资案例涉及金额约15.51亿美元，平均每起案例涉资约1782万美元。从行业方面来看，9月份投资案例主要分布在互联网、清洁技术和电子及光电设备等领域，共20个一级行业。从案例的个数上看，互联网持续领跑，有16起投资案例发生，占投资案例总数的15.6%；位居第二位的是清洁技术行业，有15起投资案例发生，占比14.7%；电子及光电设备行业位居第三位，有13起投资案例发生，占比12.7%。

(作者系深圳基石创业投资管理有限公司研究员)