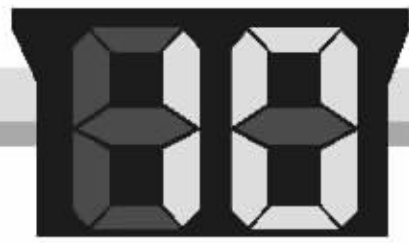


# 2011年中国创投业大事件扫描



1. PE 备案开启规范大幕
2. 合伙制基金募资频违规
3. 券商直投募资政策开闸
4. 境外退出如履薄冰
5. 协议控制监管悬而未决
6. 人民币 FOFs 迎崛起元年
7. 京津沪渝率先试水 QFLP
8. VC/PE 多元化发展起航
9. 投资阶段选择 瞻前顾后
10. 移动互联网投资热潮



证券时报记者 杨浩

即将逝去的 2011 年，是中国创业投资和私募股权投资（VC/PE）市场发展历史中非常特殊的一年。中国 VC/PE 市场在经历资本盛宴后逐渐步入深度调整期，从基金募集、项目投资和退出环节来看，行业整体规模依然维持高位，但由于受国内外经济发展形势影响，宏观经济政策逐渐影响到微观企业运行和资金市场的供给，随着市场竞争越激烈，VC/PE 市场的投融资行为在今年下半年开始逐渐变得艰难，并深刻地影响 VC/PE 市场的发展格局。立足现在，放眼未来，我们精心梳理 2011 年 VC/PE 市场 10 大重要事件，并从中可以捕捉 VC/PE 市场发展的信号，以窥探行业发展的新动向。

## 1. PE 备案开启规范大幕

国家发改委于 2 月 14 日正式发布酝酿已久的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，并从合格投资者、募集形式、信息披露等方面全面规范 VC/PE 行业。国家发改委通知要求试点地区（北京、上海、天津、浙江、江苏和湖北）的股权投资企业除三种情形外均应到国家发改委备案并接受备案管理。新规出台至今，共 5 批 16 家股权投资企业完成备案，包括新规出台前已备案基金在内，发改委备案基金已有 22 只。今年 11 月份，发改委再次发布《关于促进股权投资企业规范发展的

及信息披露等层面，而在投资、退出环节，商务部、证监会、外管局等部门的监管职责仍待厘清。

PE 备案制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“规范化管时代”的重要里程碑。

## 2. 合伙制基金募资频违规

“全民 PE”显示中国创投市场的火爆程度，但同时这一盛况下，非法集资触及到众多投资者的利益，难以回避。根据国家发改委此前公布的股权投资企业备案管理暂行办法，今年以来有 1059 只合伙制基金发生非法集资问题。进入 2011 年，募资乱象更多在法律模糊地带出现。今年下半年以来，A 股市场的持续低迷让有限合伙人（LP）投资更为谨慎，人民币基金募集略显颓势。为应对募资困境，一般合伙人（GP）也开始探索更多募资途径，比如联合第三方理财机构、私人银行、信托机构等进行募资。由于投资机构在此类募资方式下并不直接对接 LP，而募资服务机构往往会采取设立集合资金信托、合伙企业的方式规避投资者人数限制，因此，在判定基金投资人是否为特定募资对象、人数是否超过基金投资者上限等方面难有定论，此类做法仍存在争议。

发改委近日发布的《关于促进股权投资企业规范发展的通知》对此问题已有所关注，提出“打通核查”最终的投资人数。但是，这一规定仅限于募资层面，最终此类基金投资的企业在 IPO 层面是否存在障碍，以及对整个 LP 市场的深远影响，仍有待观察。

## 3. 券商直投募资政策开闸

从 2007 年开始试点的券商直投于 2011 年得以全面开闸。2011 年 7 月，中国证监会公布《证券公司直接投资业务监管指引》，正式将券商直投业务纳入常规监管，对券商“保举+直投”的模式明确作出限制，并规定直投子公司可以设立直投基金。截至 2011 年 9 月，已有 6 家券商直投机构参与设立直投基金 8 只。此外，多家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“保举+直投”模式以及其中因内控、监管不产造成的利益输送和内幕交易等问题饱受诟病。虽然《指引》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业绩波动问题也引起业内广泛关注。

## 4. 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减少。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金额的一半。其中，赴美 IPO 呈现出前松后紧的走势，中概股在美国资本市场一度受到打压遭到重创，加上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有化方案，更加深了市场对于中概股在海外上市生存的担忧，2011 年海外 IPO 市场黯淡收官。

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，从账面对接 LP，而募资服务机构往往会采取设立集合资金信托、合伙企业的方式规避投资者人数限制，因此，在判定基金投资人是否为特定募资对象、人数是否超过基金投资者上限等方面难有定论，此类做法仍存在争议。

发改委近日发布的《关于促进股权投资企业规范发展的通知》对此问题已有所关注，提出“打通核查”最终的投资人数。但是，这一规定仅限于募资层面，最终此类基金投资的企业在 IPO 层面是否存在障碍，以及对整个 LP 市场的深远影响，仍有待观察。

证券时报记者 杨晨

2011 年，VC、PE、创投等词汇的曝光率颇高，创业投资和私募股权投资行业（VC/PE）也逐渐为社会大众所熟悉。此前，VC/PE 显得有些神秘，关于这个行业的报道并不太多，然而，在 2011 年，创投行业出现了一些娱乐事件，事件的主角因为舆论关系让公众所熟悉，也让 VC/PE 为公众所熟悉，客观上促进了这个行业的进步与发展。

## “私奔帝”王功权

鼎晖创投合伙人王功权因“私奔”事件成为 2011 年投资界当之无愧的焦点人物。王功权私奔事件让创投业首次“娱乐化”，原本不为大众熟知的创投行业，也因“私奔”事件而如雷皆知，与此同时，王功权本人人气急剧上升，新浪微博粉丝数迅速超过百万人。

今年 5 月 15 日，王功权在微博上发表原创歌词《私奔之歌》：“总是春心对风语，最恨人间累功名。谁见金银成山传万代？千古只贵一片情！明月清空，星光伴我，往事如烟挥手行。痴情傲金，荣华若土，笑揖红尘舞长空！”5 月 16 日深夜，王功

编者按：中国创投业已经进入了全民 PE 高潮过后的调整阶段，创投业已经感受到冬天的阵阵寒意。即将进入 2012 年，中国创业投资市场将会如何？通过对 2011 年创投业重要事件的梳理，或许可以看出端倪。

其他退出方式变现。

## 5. 协议控制监管悬而未决

2011 年上演了协议控制（VIE）的悬疑大戏。支付宝风波后，2011 年 8 月，商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定《办法》出台实施，首次将 VIE 纳入监管的法眼。虽然安全审查并非专指中国互联网企业，但是足以使得已采用或准备采用 VIE 模式赴海外上市的中国互联网企业忧心忡忡，更令投资互联网企业的外资 VC/PE 机构严阵以待。

监管政策的不明朗导致了目前形势的扑朔迷离，有关部门是否会出台补充或者专门针对 VIE 的规定还不得而知。虽然 VIE 的监管势在必行，但是在海外上市的企业良莠不齐，准备通过 VIE 在海外上市的企业更是鱼龙混杂。在政策不确定性增大的迷局中，VC/PE 机构未雨绸缪，开始思考风险的应对方法，包括快速调整投资策略，增加人民币基金投资的比重，建议被投资企业搭建可拆除的灵活的海外架构等，在风险控制的基础上实现收益最大化。

## 6. 人民币 FOFs 迎崛起元年

母基金（FOFs）是海外成熟私募股权投资市场中重要的参与者，2011 年全球顶尖外资母基金在中国市场活跃度不减，并逐渐向细分化、差异化管理趋势发展。然而随着人民币基金募资赶超外币，本土人民币 FOFs 也悄然生长，逐渐在本土市场崭露头角。在 FOFs 本土化的进程中，一批与客户关联性更强，更能够在 GP 与 LP 之间找到平衡的本土 FOFs 将脱颖而出，凸显机构性，或能填补本土机构投资者缺位的现状。

本土人民币 FOFs 的主要设立者包含两类，一类为“国家队”FOFs，如：国创母基金，运作模式沿袭外资 FOFs 市场，投资效率较高；另一类为利用自身掌握的财富资源优势设立的 FOFs 平台，自身沿袭外资 FOFs 运作经验，更偏向于财富管理模式，

如：诺亚财富设立的鑫基金、鼎晟天平。

与外资 FOFs 相比，目前本土 FOFs 呈现以下三个特点：其一，人民币 FOFs 投资人依然以散户为主，主要发挥高端理财和打开私募投资渠道的作用；其二，目前市场上人民币 FOFs 对如何建立一种稳定结构去匹配 GP 和 LP 尚未成熟；其三，中国本土机构投资者严重稀缺，且业务模式与 FOFs 相近，难以说服其将 FOFs 作为未来投资工具。

## 7. 京津沪渝率先试水 QFLP

2011 年，合格境外有限合伙人（QFLP）试点工作出现实质进展，1 月份上海市率先破局，发布《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》，开始试行 QFLP。11 月，天津市发布《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》，开启了天津版的 QFLP 试点，此外，北京、重庆的 QFLP 试点工作也均在低调进行。

QFLP 试点政策仍需不断改进完善，除了基金换汇层面的便利，境外投资者更为关心的“身份”问题并未得到解决。如按照上海的 QFLP 政策，不仅美元基金换汇后依然被视为外资机构，即使是外资 GP 在境内募集的人民币基金，也仅在出资额不超过所募基金总额的 5% 时，才享受“国民待遇”。而在这样的限制下，此前业界对于“境外大型机构投资者进入国内 LP 市场，充实人民币基金募资渠道”的预期，也基本落空。

进入 2011 年以来，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。

## 8. VC/PE 多元化发展起航

进入 2011 年以来，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。

进军二级市场成为近期 PE 机构调整投资策略的重要方向，除了参与企业私有化交易，参与上市公司定向增发的创投机构逐渐增多，体现 PE 行业多元化发展的趋势。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。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。

## 9. 投资阶段选择 瞻前顾后

在行业竞争加大，投资价格高企的背景下，众多 VC/PE 采取“瞻前顾后”的投资策略。早期投资成为机构调整的重点方向。德同资本、红杉资本、凯鹏华盈等典型的 VC 机构，均已加快在早期投资领域的布局，凯鹏华盈更是开始探索投资额仅数十万美元的极早期投资；本土投资机构方面，如同创作业、达晨创投等，则由原来的上市前项目投资向早期投资转移。

在“十二五”规划促进行业内并购重组的政策支持下，2011 年中国并购市场依旧保持活跃。国内并购方面，弘毅投资、鼎晖投资、联想投资等 PE 机构掀起了中国并购市场新的热潮，几十亿元级别的并购案并不鲜见，如平安 50 亿元并购上海家化，弘毅投资并购武汉融众。国际并购方面，PE 机构也发挥了越来越重要作用，成为国际并购的重要推手，如中信资本收购日本特耐王、鼎晖投资新加坡新达科技、弘毅投资收购日本东海观光酒店等。

## 10. 移动互联网投资热潮

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“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”。数据显示，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，超过 2011 年以来历年总投资额。

移动互联网产业的快速发展加速移动互联网投资的私募基金与产业资本相链接提速发展，如盛大设立针对移动互联网的投资基金，联想成立 LE 基金、创新工场设置多种形式的移动互联网产业投资基金等；从产业层面来看，各大互联网企业相继将移动互联网相关部门升级，以此加速移动互联网产业布局。

# 创投界焦点人物：在私奔打假中娱乐大众



通知》，不仅将备案试点扩大到全国范围，而且对股权投资企业设立、资本募集、投资领域、风险控制、信息披露和行业自律等方面提出了规范要求。但值得注意的是，此次通知的监管范围仍主要集中于基金备案、募资

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。

## 雷军构筑“苹果”梦

近年来，雷军作为天使投资人，投资了凡客诚品、多玩、UCWEB（优视科技）、小米科技等多家创新型科技企业。从雷军抛出小米手机这一概念开始，业界对这款手机的争论就没有停止过。有人认为雷军的构想过于疯狂——要做中国的“苹果”，其疯狂程度甚至超过了乔布斯的上一任“中国学徒”魅族，因为黄章所模仿的不过是苹果公司的一款产品，而雷军却是要模仿一整家公司（同时涉足电

用、基础软件和硬件)。

尽管关于小米手机质量和成本的质疑还没有停止，但就知名度来说，小米手机无疑取得了前所未有的成功，此前从未有一款国产手机，在不到两个月里就成为万众瞩目的焦点。12 月 20 日，小米科技董事长及 CEO 雷军在发布会上表示，小米手机在线预订总量为 30 万台，2 个月时间完成预订订单的发货工作。在预订的 30 万台订单中除去一部分无效订单，累计有效出货共 215000 台。雷军表示，各种指数和报告证明刚出生的小米的销量已经比肩华为、中兴、联想等国内一线手机品牌。雷军还介绍小米的大本营已经累计了 150 万“米粉”，而发烧友在其中发挥了不可低估的力量。

雷军作为知名的天使投资人，他和他的手机代表了在中国一群富有创新精神的企业家和投资人，尽管外界对雷军们的一些行为有着种种质疑，但他们的创业和创新精神对于社会是一项重要的财富，有着重要的社会意义。

## 创业导师李开复的“经历门”

从 2009 年离开谷歌创办创新工场以来，创业导师李开复一直都是媒

体关注的焦点。今年 11 月，打假名人方舟子将炮口对准了创业名人李开复。方舟子在微博上对李开复在卡内基梅隆大学担任副教授的经历提出了公开质疑，并表示如果此段经历属实，怎么找不到聘书。而李开复也针锋相对在微博上列举证据反驳，并发表回应指出方舟子质疑的 8 条“不实”之处。一时之间，名人对名人之战闹得满城风雨。

11 月 30 日，双方握手言和。李开复在微博出具了 CMU 校方发回的声明和聘书，并表示“书中描述的 26 岁副教授”与实际担任助理教授时的 28 岁事实不符，深感歉意，将在下一版中修改。英文网络版已修正。”方舟子表示，李开复与唐骏性质不同，算不上造假，并希望李开复将其在三大 IT 公司工作的经历再出一本书。

在这场争论落幕不久后，李开复被媒体评选为 2011 中国年度创业导师。媒体报道称，2011 年，李开复开办的创新工场迎来了它的首场“毕业季”。目前创新工场已审阅了超过 2500 个项目，投资孵化了 39 个项目和公司，总投资额超过 2.5 亿元人民币。其中 9 家企业已经获得外部风险投资 A 轮融资。