

## PE二级市场渐热 同业转售成重要退出渠道

证券时报记者 杨浩

创投(PE)机构的退出面临着新压力,随着首次公开募股(IPO)节奏渐趋放慢,创投机构要获取高额退出回报变得越来越困难,而中国的并购退出市场还太小。深圳力合清源创业投资管理公司董事长朱方表示,项目同业转售逐渐成为PE退出的重要渠道,PE二级市场正在逐渐形成与发展,各种类型的创投机构成为交易的主体,在这个市场中存在不少“淘宝”和“博傻”的机会。

朱方表示,在欧美成熟市场,同业转售一直是PE基金退出的重要渠道之一,在中国,由于PE发展尚在初级阶段,借IPO重启和创业板开设契机,早期成立的基金大多得以顺利退出,而近期成立的大量基金尚未迎来退出期,因此同业转售交易并不频繁。进入2012年后,“全民PE”热潮中大量人民币基金将陆续进入退出期,而IPO资源仍相对有限,因此创投机构必将探索更为多样化的退出方式,同业转售将成为机构间实现退出与寻找投资机会的重要渠道,创投机构洗牌的过程也将带来更多的可交易资产。

## 清科集团:创投业将进入投后管理新时代

证券时报记者 吴家明

清科集团研究中心昨日发布2012年创投市场发展展望报告认为,相对于中国目前投资的膨胀度,投后管理还很不成熟,随着创投市场的发展,下一阶段竞争的优劣将聚焦于投后管理方面。随着投资加大,必将带来VC投后管理团队的进一步扩充,专职投后管理团队成为创投机构部门设置趋势。创投将更加注重人才体系的培养,更加重视为企业提供增值服务,建立更为良性的投资链。从“广开源”到“深培养”,深入发掘已投资项目潜力,中国创投将进入一个新的时代。

报告称,目前创投市场上优质项目变得越来越稀缺,不少中小规模创投机构在选择项目时处于比较尴尬的境地,“僧多粥少”的现状困扰当前创投市场。市场前景不明朗,为应对环境变化,保证投资效率和投资资金安全,很多机构改变以往相对激进的策略,寻求其他路径准备“过冬”。在项目相对有限的现状下,为保证投资水平,一批创投机构未雨绸缪,设立专门的投后管理部门,以弥补项目激增留下的投后管理服务欠缺问题。此前,随着创业板股票解禁越来越多,创投公司减持套现的数额不断扩大,已有一些大型创投组织了专门的投后管理部门负责减持。

报告同时指出,中国天使投资正在经历一个从不成熟走向成熟的发展阶段。首先,我国产业结构调整,创业、创新环境日益优化,为天使投资创造有利的外部条件;其次,我国以成功企业家为代表的高净值人群逐年扩大,为天使投资人队伍的壮大造就肥沃土壤;第三,我国天使投资软环境正逐步完善,如天使投资的网络建立,使得天使投资家和创业者互通有无,建立畅通无阻的投资渠道。在诸多有利因素驱动之下,2012年中国天使投资将驶入发展“快车道”。

## 1月中国企业全球IPO 同比下降52.4%

证券时报记者 杨晨

受市场行情低迷及元旦春节等假期影响,进入2012年的第一个月份中国企业在全球资本市场的IPO融资规模跌入谷底。ChinaVenture投中集团统计显示,2012年1月,共有20家中国企业在全球资本市场完成IPO,同比下降52.4%;在经历去年12月份爆发性反弹之后,今年1月中国企业IPO融资规模再度创出近期新低,20家中国企业合计融资76.2亿元,环比减少85.1%。

境内方面,A股新股发行节奏逐渐放缓,至2012年1月已连续第三个月下滑,同时融资金额在去年12月小幅上升之后,1月份再度大幅下滑,10家中国企业境内合计IPO融资63.6亿元,环比下降61.8%。此外,由于1月份临近农历新年,资本市场呈现离场情绪浓厚,少有资金恋战,导致1月新股首日破发现象再度高企,6只新股上市首日即告破发。

境外方面,与去年同期情况类似,2012年1月尽管仍有10家中国企业赴海外上市,且地点均为香港,但融资规模均相对较小。此外,作为中国企业在海外主要的融资市场,美国的中概股上市窗口依然紧张。

机构退出方面,1月创业投资和私募股权机构(VC/PE)的IPO退出账面回报金额出现大幅缩水。统计数据显示,2012年1月,共有7家VC/PE背景企业成功登陆资本市场,合计融资42.7亿元,占比56%;13家投资机构共实现13笔退出,合计获得账面退出回报12.3亿元,环比下降82.7%,同比下降92.9%,平均每笔账面回报率为4.61倍。

# 最高回报2万倍 Facebook触动中国创投神经

证券时报记者 杨晨

全球最大的社交网站Facebook最早将于本周三晚向美国证券交易委员会(SEC)提交首次公开募股(IPO)初步文件,计划融资50亿美元。经过激烈的争夺后,摩根士丹利最终获得此次IPO交易主承销商的资格,高盛、美银美林、巴克莱资本和摩根大通担任二级承销商。消息人士称,Facebook可能会根据投资者的需求,扩大新股发行额度。

## 中国网络股闻风大涨

Facebook申请上市的消息引发了市场对中国社交类网站股票的关注。1月27日,海外媒体传出Facebook可能于近日提交IPO申请,分析师预计,Facebook进行IPO的市场估值将介于750亿美元到1000亿美元之间。当日,人人公司股价大涨27%,新浪股价大涨12%,基于Facebook的社交游戏公司Zynga股价和另一社交网站LinkedIn股价均大涨6%。截至2月1日,在一个月里,人人公司股价涨幅超过50%,新浪股价涨幅超过35%。

Facebook创立于2004年,现已拥有8亿用户,它的盈利模式主要是通过社交平台向客户推送广告,然后从交易额中提取收入。尽管质疑声不断,但更多的人认同这种商业模式。清科研究中心高级分析师张亚男认为,Facebook的用户群体庞大,且拥有比较完备的个人数据,能够帮助广告商向受众精准推送信息,从目前来看这种模式是可以永续发展的。深圳同创伟业创投公司董事长郑伟鹤也认为,Facebook这类社交网站的用户“黏度”足够强的话,市场价值将会充分显现,对投资人非常具有吸引力。

深圳市悦享资本管理有限公司董事长吉清表示,这类社交平台创造了一种新型商业模式,商机无限,就看如何挖掘。社交网络平台改变了大众接收媒体的方式和习惯,在这一基础上,Facebook、新浪、人人网等新媒体取代或部分取代了传统媒体的功能,进而引导大众的行为习惯和消费

习惯。资本市场需要故事,比如说Facebook拥有8亿用户,就算只能开发其中的1%,其中的利润有很大想象空间。”吉清表示,Facebook缺席中国市场,这给了中国国内类似公司巨大的机会,如果Facebook成功上市,在财富效应的刺激下,未来国内将会有许多人效仿。”

## 财富神话激发投资热情

如果按照1000亿美元的价值估算,Facebook成功上市后,其第一个天使投资人Peter Thiel获得投资回报将达2万倍,风投Accel Partner回报达1000倍。2005年,位于美国加州硅谷的创投公司AccelPartners对刚从大学辍学的学生扎克伯格经营的网站Facebook投资了1220万美元。在Accel投资当时,Facebook用户只有280万人。如今Facebook的用户达8亿人,遍及世界各地,这种爆炸性成长将使Accel的投资回报率达1000倍,这是新的财富神话。即便是上世纪末网络泡沫兴盛的时候,风险投资的回报率最多也只能达到300倍左右。此外,香港富商李嘉诚投入了1.2亿美元,如今价值8亿美元,回报6.67倍。

当然,最大的赢家当属Facebook的创办人——马克·扎克伯格,他的持股比例约为24%,Facebook一旦成功以1000亿美元的估值上市,扎克伯格的身价将飙升至240亿美元。

吉清说,未来的媒体肯定以互联网和手机为主,去年新浪微博的估值已经到了50亿美元,估值是投资人对公司未来价值的一种预期,在纳斯达克上市的许多优秀公司曾经长期不盈利,比如腾讯、阿里巴巴,但后来都成长为非常挣钱的公司,所以投资人买的是未来,短期的估值并不能说明一切。”

多位业内人士表示,尽管当前Facebook的估值很高,但投资人看的是公司未来的前景,当前给Facebook高估值,是因为Facebook代表互联网发展的一种趋势,前景乐观,但如果它上市后的发展状况达不到市场预期,Facebook的估值可能会出现回调。不过,即使存在隐忧,一旦Facebook成功上市,财富神话将吸引更多人投入互联网行业。



CFP/供图

## Facebook千亿美元估值之惑

证券时报记者 胡南

泡沫还是奇迹?——这一句知名团购网站高朋去年底上市时的评价语,如今用在Facebook上市一事上依然贴切。全球最大社交网站Facebook于2月1日提交首次公开招股(IPO)申请文件,公司估值最高近1000亿美元。这个美国科技界有史以来规模最大的IPO之一立即吸引了所有市场人士注意力,并且为多数人所看好。

据报道,上市工作刚刚启动,华尔街投行对Facebook IPO承销商地位的争夺就已经白热化,投行开出的承销佣金比例竟然只有1%。不过,即使是只有1%,投行依然乐此不疲,因为他们预计向投资者推销Facebook股份将会是非常容易的一件事。除此之外,美国两大上市交易所也为能赢得“釜底抽薪”青睐而争得不可开交。而目前市场情绪也的确如此,不少市场投资者都放言看好Facebook的未来表现。

不过,并不是所有的声音都一致看好,业内就有观点直言Facebook估值过高。那么,Facebook

的估值到底高不高?

该公司最新的估值为1000亿美元,围绕着千亿美元估值,业界赞弹不一。支持者认为,Facebook新颖的商业模式和盈利模式体现着未来网络发展的价值走向,加上在全球有超过8亿的注册用户,使得其获得高达1000亿美元的估值合乎情理。市场调研公司eMarketer发布的调研报告称,拥有独一无二的广告模式,加上从平台伙伴和增值服务获得巨额收入,也许将Facebook估值为1000亿美元并不能说是一个疯狂的年代。

不过,有专家从网站盈利角度提出质疑。美国福布斯杂志撰文称,相对于其市场估值,这家网站的利润并不高,眼下显然也没有利用其8亿用户盈利的计划。去年Facebook的利润大约为10亿美元,所以按照1000亿美元的市值来计算,这家公司的市盈率高达100倍。Facebook的估值水平与麦当劳的市值相仿,但麦当劳的产品至少还能填饱肚子。这个估值是波音公司市值的两倍,可波音公司的产品至少能飞起来。至于Facebook网站,你只能把你的大头照放在上面。”上述文章如此调侃。

此外,有人还对Facebook的盈利模式表示不乐观,互联网业内专家于斌表示,Facebook在短期内估值过高,Facebook过于专注广告市场,盈利模式单一就是原因之一。平安证券分析师邵青对Facebook估值千亿美元也持“谨慎”态度,他认为,仅靠广告投放的盈利模式,Facebook无法支撑起这么高的估值。

这显然还不是最刺耳的评价。一些市场人士甚至担忧Facebook千亿美元估值有可能成为刺破互联网泡沫的“对喉一剑”。飞象网项志刚认为,Facebook上市可能是网络泡沫破灭的开始,鉴于它50亿美元的融资规模,市场短期内资金短缺已成定局。

然而,无论如何评判,Facebook上市都将是一个里程碑式的事件。Facebook传奇的创业经历必然会激励更多人士投身创业大潮,提振科学技术创新;那些回报千倍的风险投资商也为正在成长的中国VC/PE们书写了又一个经典案例,树立投资创新的榜样。或许,这才是创投业界从这个美国科技界有史以来最大IPO之一的收获和启迪。至于到底是行业泡沫最后的绚烂,还是行业发展的号角,一切都待时间来检验。

# 中国创投市场新机遇与新挑战

王守仁

众所周知,自去年下半年以来,创投基金的收益明显减少,“三难(募资难、投资难、退出难)”问题已在业内显露。处于战略转型期的中国创投业,如何在逆境中识别和把握新的发展机遇,继续弘扬改革创新精神,以坚定的毅力和正确的策略,顺利实现战略转型,迎接新的发展高潮,已成为亟待解决的问题。

## 一、正确认识战略转型期的特征

从2011年下半年开始,随着宏观经济形势的负面影响增大和金融市场的结构调整,中国创投业已开始进入新的战略转型期。其主要特征是:

### 1. 由碰运气向靠知识转型。

中小企业和创业板先后成功开设和平稳运行。中国创投基金正是得益于这一天赐良机,在募资、投资和退出等方面才获得空前发展。

进入战略转型期后,客观形势逼迫我们深刻反思,必须摒弃功利主义和机会主义,树立价值创造的长期战略思维,今后应主要依靠新的知识、智慧、能力和资源去发现、挖掘、培育和投资项目,才能持续获得高收益。

### 2. 外生扩张向内生长转型。

在快速发展期,中国创投基金在管理资金、项目投资、员工队伍、新基金设立、区域布局以及投资收益等方面呈现膨胀性发展态势,中国创投业也相应地出现了一些不容忽视的资产泡沫和

不规范行为,老的创投基金新募基金规模迅速膨胀,难免出现粗放投资的倾向。

进入战略转型期,现已有大批创投家开始认识到,只有加快转变战略思维,采取新的投资策略,抓紧在内部治理、运行机制、组织形式、内控制度及人才管理等方面加大改革和创新力度,培育和壮大内生性成长因素,进一步增强核心优势和创造力,才能永续经营,立于不败之地。

### 3. 从无序市场向有序市场转型。

在快速发展期,中国创投业市场秩序也出现某些混乱现象,造成创投行业内的市场秩序混乱丛生,恶性竞争加剧。

随着创投业进入战略转型期,各项新的监管制度即将出台,行业规范管理将得到强化,创投业将逐渐形成由单一竞争转为联合竞争,创业资本市场信用体系也将不断完善,创投基金自律自觉性提高,行业背景和投资经验。进入战略转型期,诸多创投基金管理者已经开始意识到问题的严重性,并着手强化从业队伍

的专业培训和道德素养教育,严格责任制和考核制,完善激励机制和约束机制,将人力资本管理纳入战略管理。对于创投基金来说,无论是国内还是国外,其基本的准则是,优质项目是基础,增值服务是关键,退出变现是生命,高素质人才是根本。

5. 创投资金短线向长线转型。随着宏观经济形势和新兴资本市场发生新的变化,投资者的心态正在由狂热开始变得理性,由浮躁趋于谨慎,并加深对创投规律和特征的认识,转变投资观念,改进投资方式。

值得特别关注的是,保险资金、企业年金、社保资金及持有大量闲置资金的产业集团,正在以特有的眼光和视野,认识到目前从事股权投资的极好时机,开始运作新的商业投资组合,动用部分资金进行长线投资。

6. 整体繁荣向不断分化转型。进入战略转型期,创投基金将由整体呈现的繁荣景象转入不断分化和洗牌的结构调整阶段。全国性行业组织的建设步伐将继续加快,并与地方行业组织之间进行网络化协同管理,全国统一而有序的创业资本大市场将指日可待。

### 4. 从业人数从数量扩张向综合高素质转型。

在快速发展期,诸多创投基金大规模扩招从业者,并且趋于年轻化、高学历,但普遍缺乏综合技能、产业背景和股权投资经验。进入战略转型期,诸多创投基金管理者已经开始意识到问题的严重性,并着手强化从业队伍

的培训和道德素养教育,严格责任制和考核制,完善激励机制和约束机制,将人力资本管理纳入战略管理。对于创投基金来说,无论是国内还是国外,其基本的准则是,优质项目是基础,增值服务是关键,退出变现是生命,高素质人才是根本。

2. 把握新的战略机遇。唯物辩证法告诉我们,无论从事何种事业,都要从实际出发。我们不难发现处于战略转型期的中国创投业,正面临着和即将面临诸多新的发展机遇。

1. 政策机遇。中央和地方将进一步支持和引导社保资金、保险资金和企业年金等进入创投界,以带动社会民间资金通过创投基金进入实体经济。在这一体制强有力的推动下,我国经济总体上极有可能于今年下半年或明年上半年实现软着陆和稳步快速增长,中国创投业的战略机遇也将随之逐步呈现出来,其投资实力将大大增强,大批高新技术公司将获得新的快速成长,并将陆续成为创投基金的优质项目源。

2. 市场机遇。目前资本市场虽然仍处于低迷状态,但随着宏观经济形势逐步趋缓,资本市场诚信建设基础进一步扎实,以及大量长线资金陆续进入股市,中小企业板和创业板将持续扩容,发行制度进一步市场化,新股发行和上市的效率将大大提高;为大量小微企业提供融资平台的场外市场在加快制度设计的基础上有望于年内开设;并购市场和专业化并购基金将进入新的发展阶段;企业债券市场及各类债券工具创新也将出现新的发展态势。

3. 投资机遇。今后一段时间,新的投资机遇仍将层出不穷,集中体现在:一是经济比较发达特别是高新技术产业密集地区,在各级政

府大力支持下,一大批呈现爆炸性成长的中小科技企业,正进入快速成长和扩张期;二是在相对欠发达的二三线地区,正在成长着一批扎扎实实从事创新创业活动的优质企业。偏远地区符合条件的企业申请上市,证券监管部门更是青睐有加。

## 二、把握新的战略机遇

4. 并购机遇。随着上市公司之间及上市公司与非上市公司之间并购业务的进一步拓展,加之国家又大力鼓励和支持发展专业化并购投资基金,创投基金可以利用这一新机遇,或者将已投资而未上市的企业通过换股方式由上市企业并购,实现间接上市和投资退出变现;或者在选投新的项目时,做好两手准备,一手培育企业尽可能直接上市,一手寻找上市企业并购的机会,这将是创投基金获得新发展的又一良机。

5. 中外创投合作机遇。内外资创投进一步合作,实现优势互补,必将使中国创投界出现一个全新的发展格局。针对这一情况,国家应修订和制定较为宽松而又便于有效监管的相关制度和规则,既可发挥外资创投的独特优势,起到对其引导和鼓励的作用,又能防范境外热钱冲击的风险。

6. 跨境投资机遇。面对欧美等国主权债务危机深重、通货严重紧缩和大批中小科技企业濒临倒闭的状况,中国创投应抓住这一千载难逢的机会,与国内科技产业集团联手,积极探索开展跨境投资业务,通过跨境收购兼并,将欧美某些从事先进技术研发和生产的中小企业嫁接到国内企业的产业中,这将成为处于转型期的中国创投业一种新的战略选择。

(作者系深圳市创业投资同业公会常务副会长兼秘书长)