

## 逾5000家机构熙来攘往 国内创投业洗牌路漫长

张维

在经济发展、资本市场高涨和创业板推出等多重因素的推动下,中国创业板投资在过去5年经历了“野蛮生长”。

“萝卜快了不洗泥”,行业在快速发展的过程中也出现了一些问题和现象,成为影响行业健康发展的不可忽视的风险因素。而2012年的经济危机和资本市场的低迷使得这些风险因素异常突出,让中国创投行业和年轻的创投机构遭遇前所未有的挑战。

### “月盈则亏” 财富神话褪色

创投行业的财富神话吸引了大量短期的非理性资金进场,5011家——这是清科统计的2012年上半年国内有活跃投资记录机构的数量,该数据在2010年为100家。创投机构数量的增加使得投资项目的争夺白热化,部分缺少核心竞争力的机构以牺牲安全边际为代价争夺项目,市场出现“高价格、低标准、弱约束”的情况,破坏了行业的健康发展。同时,由于竞争的存在,二级市场估值水平的下调远未传递到一级市场,长此以往,一二级市场价格或许出现倒挂,这对行业内所有机构都是一个极大挑战。这也意味着创投机构依赖一二级市场估值溢价盈利模式的终结,对企业成长性的判断成为衡量投资机构水平的重要指标。同时,我们也需要承认,创投基金产品长周期的特性(一般为5~12年)决定了基金绩效短期内无法评估,虽然短期内对募资有不利影响,但是行业的洗牌尚未开始。

创投行业一度是个披着神秘面纱的行业,放大的光环效应难免使得业内机构飘飘然,随着行业的普及和成熟,越来越多的人用理性、质疑的眼光打量我们,终会发现我们也不是完美无缺。“月盈则亏”,在光环褪去后,行业内的负面因素同样被成倍放大,对行业造成伤害。

例如在经济下行周期中,投资机构与企业的对赌条款被频繁触发,矛盾激化后见诸报端。一个很有意思的现象是,在所有类似的纠纷中,媒体几乎一边倒的给投资机构赋予“坏人”的形象——即使是被冤枉的。

另外一种负面因素源于创投机构内部。创投行业内的浮躁心态极易让从业人员突破道德底线,从业人员与被投资人合谋“骗投”的情况并非没有,类似事件见诸报端将对行业造成极大伤害。例如复星创投陈水清的案例。投资机构中的管理人(GP)也要面对同样的考验,GP突破道德底线对行业的伤害远大于个别从业人员的不良行为。还有一种情况是中国创投行业内的出资人(LP)以个人居多,对投资的期限、回报率都有很高的期望,再加上GP在募资时的不当宣传和引导,不排除LP与GP之间矛盾激化,甚至对簿公堂。

### “挣快钱”模式终结 逆境探索新模式

“危机相伴、福祸相随”,在看到中国创投机构面临挑战的同时,我们也应该看到其中存在的机遇。

2012年的经济危机是中国企业和创投机构的大考之年,是挤掉水分的好时机。过去几年良好的外部环境使得不少投资机构都取得了不错的投资回报,“英雄主义”盛行,每家机构都自认为“眼光独到”,殊不知这是外部环境给予的红利,而非自身核心竞争力的体现,机构之间的差异并不明显。在2012年经济增速下滑的背景下,多个行业出现负增长,比如工程机械、水泥、商贸等,在恶劣经济环境下企业的表现是企业证明自身实力的良机,而创投机构旗下企业的表现也是证明创投机构实力和水平的良机。

优秀的企业可以在逆境下实现增长,并且经受经济周期的洗礼,创投机构的使命则是寻找这样的企

业。因此,在经济危机的背景下,优秀的企业和创投机构得以凸显,建立更大的品牌优势。

受益于中国资本市场的制度特征,上市前项目(PRE-IPO)成为中国特有的投资品种,赚取一二级市场价差一度成为创投机构的主要盈利模式,这虽然会带来一时的快感和短期的回报,但会使投资机构变得简单和庸俗,因而有了“煤老板、房老板和股老板”之说。作为中国特色的PRE-IPO模式在资本市场低迷和发行节奏放缓的背景下难以以为继,同时也是一次难得的让创投机构反思的机会:“拉关系、拼价格、搏上市”长期内能否成为创投机构的核心竞争力?

外部环境的改变和市场竞争宣告了创投机构“挣快钱”模式的终结,这要求创投机构在逆境下摸索新的盈利模式,把焦点集中于企业的成长性,并通过提供各种增值服务让企业价值快速提升。2012年将会成为创投机构分化的分水岭。

### 对发展路径的三点思考

在机遇和挑战面前,创投机构该如何应对?

**思考之一:打铁还要自身硬,不能自己灯下黑。**投资机构常以“专家”和“创业导师”的身份示人,分析评判企业也是非常重要的工作内容。我们经常批评某些企业团队能力弱、研发能力差、生产管理混乱、战略不清晰,却往往忽视了我们自身正在重复这些企业犯下的错误,有过之而无不及,因为我们这个行业发展的时间更短,企业经历的波折更少,很容易犯“个人英雄主义”的错误。创投机构更需要以谦虚的心态反思自身,向行业内外的优秀企业学习,摸索符合行业特点和自身的管理模式和组织架构,建立投资风险控制体系,培养组织规模化经营的能力,建立有效的激励和约束机制,塑造引以为傲的企业文化和价值观。

**思考之二:拓展投资方向,确定新的盈利模式。**创投行业把PRE-IPO作为主要的投资阶段在国外并不多见,算是中国特色产品,但是随着市场成熟,该模式已经不可持续,中国创投行业会逐步与国外趋同,因此,国外创投行业的发展可以作为中国创投行业发展的参考。以美国为例,美国创投行业可以分为两个大的构成:风险投资(VC)基金和并购基金,前者依托美国硅谷的发展崛起,专注于早期的技术类投资,后者依托美国80年代多元化的回归得以发展,专注于传统行业的重整。未来中国的创投机构会逐步向两端分化,部分成长为专业的VC基金,部分成长为专业的并购基金,PRE-IPO则退化为非主流市场模式。

对于创投机构来说,需要考虑的是企业未来向哪个方向发展。想两者兼顾并非容易,因为VC基金和并购基金的盈利模式不尽相同,需要的专业能力也不同,前者专注于前期的技术类投资,依靠新市场、新技术爆发性的增长获利,重点在创造性和成长性;后者发展的背景是美国企业界60~70年代的多元化浪潮中出现大批消化不良的企业,在80年代并购分拆成为并购基金的盈利手段,推动一大批并购巨头的发展。其盈利模式主要包括利用经济周期的波动性低买高卖、财务杠杆和改善运营提升价值。创投机构首先确定未来的发展方向,而后构建盈利模式并发展相应的能力。

**思考之三:研究创造价值,走专业化发展的道路。**统计数据显示,美国20%的私募股权投资公司攫取了行业80%的利润,这与公募基金的利润分布形成鲜明对比,其根本原因在于私募股权投资行业存在更大程度的信息不对称,对信息的掌控程度决定了投资的收益水平。

“研究创造价值”的理念要求公司必须走专业化发展的道路,一是公司整体的投资策略专业化,改变机会主义导向的投资思路,形成自上而下的投资能力,另外在投资选择上也坚持专业化,“有所为有所不为”,逐步打造在特定行业内的“品牌”。

(作者系基石资本董事长)

# PE对赌遭遇执行困局 法律规范亟待出台



证券时报记者 陈中 胡学文

进入2013年,私募股权投资(PE)机构摊上的事儿可真不少,其中最闹心的,恐怕莫过于对赌协议引发的纠纷。

去年以来,由于经济增速放缓,加之新股发行(IPO)停摆,不少PE机构和被投资企业都开始面临一个棘手的问题:投资协议中的对赌条款一旦触发,投资机构和被投资企业应该如何处理?某机构2011年投资的企业去年未能逃脱业绩下滑的命运,在短期上市无望的情况下,该机构开始督促被投资企业执行对赌协议,为达目的该公司动用各种力量向企业施压,对赌执行面临拉锯战。”一家PE机构人士爆料将PE对赌问题再次推向了风口浪尖。

不久前,最高法院对国内首例PE对赌案件作出判决,肯定了该案中对赌条款的合法性,PE机构看似“维权成功”,但随着私募对赌协议引发的纠纷不断出现,其中牵涉的问题也引发了争议和反思,不少业内人士呼吁相关法律法规应进一步完善明确。

### 首例PE对赌案 一波三折

许多PE机构签订投资协议时都会列上对赌条款,这在行业内早已不是秘密。然而,对于对赌协议的合法性问题,业内却一直存在着疑问和争议。最高法院对“首例PE对赌案”的判决结果,让不少手头握有大量项目的PE机构松了一口气。

回顾此案,从一审到二审再到三审,可谓一波三折。

2007年,海富投资有限公司作为投资方,与甘肃世恒及其股东香港迪亚签订的《增资协议书》中约定“对赌条款”:如2008年甘肃世恒净利润低于3000万元,海富投资有权要求甘肃世恒予以补偿;如果甘肃世恒未履行补偿,海富投资有权要求香港迪亚履行补偿义务。结果甘肃世恒未实现业绩要求,但也不愿履行对赌条款中的赔偿协议,于是双方诉诸法庭。

一审法院判定,该对赌条款不符合《中外合资经营企业法》第八条关于企业利润根据合营各方注册资本的比例进行分配的规定,同时该条款损害公司利益及公司债权人利益,不符合《公司法》第二十条第一款的规定,驳回了海富投资的全部请求。二审法院则认定,海富投资作为联营一方方向联营体(指甘肃世恒)投资,但不参加共同经营,也不承担风险责任,不论盈亏均按期收回本息,是为“联营,实为借贷”,应当确认合同无效;并同时判定世恒公司向海富公司偿还本息。近日,最高人民法院对该案作出终审判决,认为在《

增资协议书》中,迪亚公司对于海富公司的补偿承诺并不损害公司及公司债权人的利益,不违反法律法规的禁止性规定,是当事人的真实意思表示,是有效的”,并裁定迪亚公司向海富公司支付协议补偿款约1998万元。

对此,北京大学金融与产业发展研究中心秘书长黄嵩认为,一审、二审、终审的判决结果和依据各不相同,说明对赌协议的合法性在中国依然处于模糊状态。尽管目前此案尘埃落定,最终判决结果承认对赌条款有效,但这并不意味着今后所有的PE对赌协议都具备法律效力。北京德和衡律师事务所丁旭、刘章印撰文指出,分析对赌条款的效力,必须根据每个具体条款涉及的内容寻找相应的法律法规来分析认定,只要对赌条款不违反法律的强制性规定,一般情况下就是有效的;反之,就很有可能被认定为无效。

不过,总体上专家们对该案予以了积极评价。黄嵩认为,最高法院对此案的判决明确表明了法律立场,为对赌协议合法有效提供了判例依据,这既符合当前各方之需,也将有利于PE行业的发展,具有标杆意义。他指出,尽管我国并非判例法系国家,但最高法院在同类案件的判决结果对各级法院具有参照效应。

丁旭也表示,最高法院的判决,对利润对赌条款的效力进行了明确的认定,一定程度上厘清了业界对此存在的各种争议,这将对日益发展的私募投融资领域产生积极影响,也将大大促进创新型企业的融资和发展。

### 争议PE对赌:不平等 条约还是君子之约

在股权投资交易中,投资者往往会与目标公司及其股东,以合同的形式约定一系列特殊条款以保障投资安全。这些条款主要包括对赌协议、反稀释条款、赎回权条款等,其中以对赌协议最引人注意。

对赌协议,即VAR(Valuation Adjusted Mechanism),本是舶来品,直译为“估值调整机制”,简单来说,是基于公司业绩对投融资双方进行股权调整的约定。常见的业绩指标包括年度利润、利润增长率和市场占有率等。从更深层次看,是为了解决投资方对被投资企业信息掌握不全面而开发设计出来的一种调整工具。

事实上,在PE界广泛使用对赌协议之前,国内已经有很多知名对赌协议的案例。如蒙牛与摩根士丹利、动向中国和永乐电器、凯雷对徐工的收购等案例中,双方都签署了对赌协议。从这些案例来看,

对赌协议既是投资方利益的保护伞,又对融资方起着一定的激励和约束作用,也因此,对赌协议似乎就成了偏向于投资机构的“不平等条约”。

弘毅投资总裁赵令欢曾说:“通常我不大喜欢用对赌协议。对赌协议有时会掩盖一个真相,就是不做认真的估值,而是依赖于这个协议,这实际上是自己骗自己的做法。对赌协议是一种比较浮躁的表现。”南丰资本黄庆伟则对证券时报记者表示,现实中不乏仅仅基于对赌协议来做投资的PE机构,但这种对赌执行率估计不会太高。

丁旭也认为,境内投资机构过于迷信“对赌协议”的效力,弱化了尽职调查的功能,不区分具体情况地将各种复杂的对赌条款强加于一家企业身上,使企业被十多种或明或暗的对赌条款“紧箍咒”束缚着,企业家的创新精神和执行力无法发挥,可能会将许多本来可以发展得很好的企业给赌垮了,最终,投资机构虽然赢得了对赌协议,却可能失掉了企业价值,甚至失掉了投资收益,落得一个双输的局面。

黄庆伟告诉记者,对赌协议一般都有商量的余地,“如果对方想上市,一般都可以协商解决,除非在执行中遇到问题,就只有打官司来解决。”而且,在实际操作中,即便对赌条款本身签署不当,有些当事人也可能按照条款履行。比如,某些企业经营不当对赌失败之后,基于契约精神,会主动让渡公司的股权或者交出公司控制权。因此,虽然名称中带有略显贬义的“赌”字,但在实际运用里,对赌协议更像是一份君子之约。

鼎晖投资董事长吴尚志认为,对赌协议是获得企业家对企业发展前景真实想法的一个重要途径。在他看来,对赌协议是价格谈判体系中的一部分,是一种沟通手段,也是一种事前的君子约定。

目前在国内,双方放弃执行对赌协议还有一种特殊情况,“一旦项目进入上市通道,即便触发了对赌协议,一般PE机构都会延后执行或者放弃执行。”黄庆伟说。

业内分析其中最重要的原因就在于,证监会曾明确表达了对“对赌条款”的态度:曾签订过对赌条款并不影响企业上市,但企业在其报送相关材料之前必须清理掉所有的对赌条款,否则其上市申请便可能会遇到障碍。分析人士称,证监会的这一态度主要基于对赌可能会造成发行人股权的不稳定或盈利能力的确定,从而影响证监会及中介机构对发行人的判断。

### 对赌已成风 法律未成形

虽然国内首例PE对赌协议案件

终审生效,但历经五年,一波三折,让业内颇有谈“对赌”而色变之感。鉴于对赌条款已然在PE投资协议中司空见惯,业界已开始呼吁国家应制定相关法律法规尽早规范。

据达晨创投总裁肖冰介绍,签订对赌协议的投资公司如果达不到约定,往往会要求被投资公司赔偿,如果被投资公司执行不了,再由大股东承担,大股东承担连带责任。另据投行人士总结,上市前(PRE-IPO)项目中的对赌协议主要有四种类型,即:条件成熟时大股东向投资机构无偿转让股份;公司及其股东赎回投资机构的股权;股东向投资机构进行现金补偿;另有一种综合性对赌协议,即签署前三种类型对赌协议的综合模式。

据黄庆伟介绍,目前业内签署的对赌协议,尤其以无偿转让股份和股东向投资机构现金补偿这两种方式运用最多。至于回购条款,也是业内比较常用的方式,一般的做法为本金加利息回购,利率水平从普通商业贷款利率上浮至20%,其中以12%~15%最为常见。

在接受记者采访时,有业内人士称,当前国内中小企业的成熟度还不够高,签订对赌协议有一定的督促约束作用,对于PE机构和出资人(LP)也可以求个心安。事实上,多数机构最理想的结果还是希望被投资企业项目业绩向好,最终上市退出实现投资收益最大化。某种意义上,对赌只是一种督促手段,并不是真正目的。”该人士说。

也有业内人士认为,在当前整体经济状况和投资环境下,PE机构还是应当尽量签署对赌协议,但还是应该对企业前景进行独立判断,不是依赖于一纸对赌协议的保障,对赌只是价格保护条款,一定不能作为投资依据;对被投资企业来说,则要避免盲目,即便签署对赌协议也应该建立在现实的基础上,另外还要注意避免控制权争夺的问题。”

有PE界人士表示,在国外,对赌协议原本是为了规避投资风险,但在国内却出现了一定的异化。比如,有些公司在需要融资的情况下,对PE提出的任何条件都满口答应;而有些PE为了获得更多的利益,一味对被投资公司提高要求,甚至超出了后者的承受能力,而不是去做完善的尽职调查,从而导致被投资公司无法满足PE提出的业绩或上市要求。

黄嵩认为,如果对赌协议是否合法有效存在很大的不确定性,PE的合法权益无法保障,那么可能会导致PE放弃一些原本值得投资的好项目。

北京德恒律师事务所律师李贺也表示,有关对赌协议以及其他私募相关的纠纷还会不断出现,为了维护私募投资市场的稳定、保护当事各方的合法权益,有关主管机关及立法机构应当从实际出发,尽早制定相关法律法规及统一的规范。

