

别让烧钱成为 创投腐败的温床

证券时报记者 胡南

日前，复星创投原总裁陈水清涉嫌犯罪被捕一事在业内引起广泛关注，甚至被称为“创投界首个涉嫌犯罪案例”。由此也引发出创投界的一个沉重话题，即当下正以各种方式在不少投资项目中发生的创投腐败问题。

据媒体披露，陈水清被捕的部分原因可能与他从事创投业务的过程中与被投资方串通联合抬高投资价格，并以此谋取私利有关。作为一个活跃在创投界的资深人士，陈水清为什么要这么做？直接原因，不外乎利益。但是，他为什么能这么做？这就涉及行业内更深层次的问题。笔者以为，陈水清涉案事件的发生至少包括以下原因：

首先，职业道德缺失。在企业投资中违背道德准则的行为有多种。对照陈水清一事来看，为了个人的利益，串通标的企业抬高价格，不惜伤害 PE 基金及其背后投资人的利益，有背于投资人的职业道德。

其次，行业监管力度不够。资本市场的诱惑甚多多，身处其中除了自身较强的职业道德素养外，在行业发展不成熟不规范的时期，尤其需要监管机制加以约束。尽管目前不少 PE 机构加强了风险控制的力度，但上述事件的发生还是暴露出 PE 机构在监管方面的脆弱。同时，这也对有关监管部门将 PE 行业纳入监管，并加强监管力度提出了更高的要求。

第三，PE 烧钱催生腐败可能。当前，部分 PE 机构由于手握重金，多了几分浮躁，少了一些沉淀，争相烧钱，宁投错过错过，一味追求投资的速度快、数量多、规模大。这就难免会让那些想钻行业空子的人有机可乘。从某种程度上说，上述案件的发生与当下 PE 疯狂烧钱的大环境也不无关系。没有疯狂烧钱的大背景，投资市场上就不会泡沫泛滥，联合串通抬高价格的行为也不会不会出现，类似的 PE 腐败也就少了一个滋生的温床。

在这样的背景下，近日网络流传的有企业将融资当收入的说法也就不足为奇了。该说法称，有企业将赚风险投资（VC）/PE 的钱当作盈利模式，甚至在公司账面资金紧张的时候，仍然投入巨资做广告，将资金打到自己相关联的广告公司进行广告投放。如此一来，虽然 VC/PE 投资的企业仍然亏损，但关联广告公司的钱却进了企业老板的腰包。有市场人士表示，以电商行业为例，广告支出的确存在漏洞，一些企业一旦完成融资就巨资做广告，不排除存在这种可能。这也提醒 VC/PE 要多一分清醒多一分谨慎，烧钱不怕，怕就怕烧得太冤。

风投爱“健康” 无创超声技术受追捧

证券时报记者 胡南

深圳市普罗惠仁医学科技有限公司董事长丁星最近比较忙，经过“八年抗战”，国内唯一专业用于子宫肌瘤治疗的无创超声治疗设备终于研发成功，并于今年初获得国家食品药品监督管理局颁发的《中华人民共和国医疗器械注册证》。

有了准生证，我们现在的任务就是小批量生产和建立若干示范治疗中心，明年将实现批量生产和规模化销售，计划在 2015 年申报上市。”丁星告诉记者，一些嗅到商机的风险投资已经开始追着要洽谈投资入股。

对于市场前景，丁星十分乐观。从病源市场看，有统计表明，子宫肌瘤病人在育龄妇女中占到 30% 左右，中国潜在患者在 5000 万左右。按此预测，假设 10% 的患者接受超声治疗，按每台机器年治疗患者 800 人计，就需装备超声无创治疗设备 6250 台，这还不包括国际市场的需求。此外，如前列腺增生等适应症患者，也将对超声聚焦设备产生巨大的需求。

不仅如此，国家政策的扶持力度不断加大，比如国家卫生部计划将超声无创治疗纳入医保治疗体系，计划将超声无创纳入医院基本设备配置等。无论是市场基础、发展规模还是政策层面，都对无创超声医疗设备的发展提供了看多理由。”他表示，目前公司正在进行增资扩股，已有不少机构向公司伸出了橄榄枝。

应该说，丁星的案例只是国内医疗器械行业大发展的一个缩影。事实上，一些嗅觉灵敏的风险基金已经早早潜伏其中。清科数据库的统计数据 displays，2011 年创业投资和私募股权投资（VC/PE）掘金医疗健康市场的投资金额和案例数双双达到历史新高。

随着募资难题浮出水面，创投机构不断挖掘多样化募资渠道

从遍地撒钱到四处找钱 创投募资瞄准 FOF

证券时报记者 陈中

去年以来，创投的募资难现象逐渐浮出水面，选择用何种方式募资成为创投机构纠结的问题。虽然自行募资仍然是目前主流的募资方式，但业内人士认为，第三方机构将成为未来创投机构的主流募资渠道。而在募资渠道的多样化方面，私募股权基金中的基金（PE FOF）有望成为创投机构拓展融资渠道的主要目标。

融资难： 难题还是伪问题？

清科研究中心日前发布的报告显示，2012 年第一季度，中国创业投资市场募资一落千丈，新募基金 29 只，新增可投资于中国大陆的资本量 9.58 亿美元，同比下降 83.8%。新募基金总额再次滑落到 10 亿美元以下，创下 2009 年以来单季度募资最低。

清科分析原因称，首先，全球经济面临二次探底风险，使得出资人（LP）投资更加慎重；其次，风险投资（VC）投资环节竞争日益激烈，行业洗牌在即，使市场整体生态环境不确定性增加；第三，由于新股发行（IPO）节奏放缓，VC 退出渠道明显收窄，同时境内市场上市企业平均发行市盈率整体下滑使得 VC 收益水平面临考验，从而严重影响了投资者信心。

事实上，募资困难早在去年就被预见。清科研究中心去年末发布的报告显示，近八成创投机构认为 2012 年的募资难度将加大，其中 66.2% 的受访机构认为 2012 年募资难度将会略微加大，11.7% 的机构认为募资难度将严重加大；13.0% 的机构认为募资情况不会发生变化；只有 9.1% 的机构认为募资难度将有所减小。

不过，在近日深圳的一个创投座谈会上，创投业内人士对募资难有不同看法。招商局科技集团有限公司董事长杨百千认为，创投目前遭遇的融资难、投资难、退出难本身就是伪命题，是前两年的日子过得太好了，现在只是回到本来面目。

深圳创新投资集团投资决策委员会副秘书长李夏也认为，创投行业募资难、投资难等情况是一个自然结果，

前些年，创投都是拿着一杆枪到处找猎物，现在，随着猎人越来越多，猎物越来越少，募资难、投资难，这都是一个结果而不是原因，要说原

“前些年，创投都是拿着一杆枪到处找猎物，现在，随着猎人越来越多，猎物越来越少，募资难、投资难，这都是一个结果而不是原因，要说原因，那是现在的供求关系发生了根本变化。”

目前看来自行募集仍然是创投机构的主流募资渠道，但未来第三方机构将逐渐替代自行募集成为创投机构募资的主要渠道。

因，那是现在的供求关系发生了根本变化”。

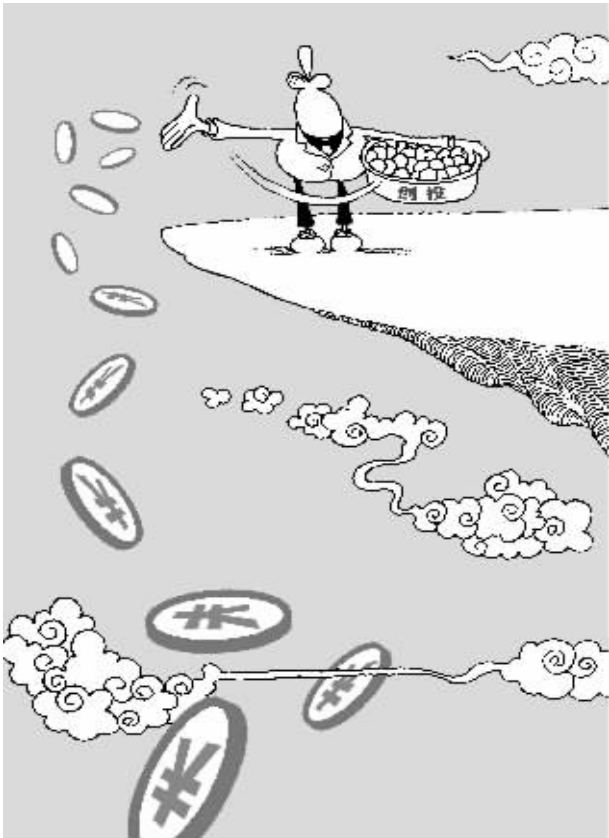
深圳市基石创业投资管理有限公司合伙人、总裁王启文对证券时报记者表示，募资能力本身即是考验创投机构能力的重要方面，而在目前的市场条件下，具备专业能力的创投机构更能获得市场认可，脱颖而出。

选择题：自行募资还是第三方中介

面对募资难题，君盛投资董事长廖梓君有点纠结：新成立基金究竟是选择走直销（自行募集）渠道，还是依赖银行的销售渠道？这一点在我们公司内部也比较纠结，有些人主张依托银行，但银行今年也紧缩。如果走自主发行，养一个销售团队，又需要另外投入成本。”

据了解，从目前创投机构成立的人民币基金看，自行募集仍然是资金主要来源，第三方募资渠道则主要包括银行、信托以及第三方理财机构，占比不大但增长迅速。

王启文告诉记者，自行募集仍是国内创投机构主要仰仗的渠



道。以基石资本为例，其超过 80% 的资金来源于自行募集渠道，而基金此前投资过的一些企业也会参与新基金认购。

此外，管理层出资比例高也是部分创投机构的特色之一。目前，国内一些创投机构的管理层出资比例已经达到 10%，基石资本近年来管理层的出资比例超过 20%，而近期正在募集的 VC 基金，管理层出资比例甚至超过 30%。

另一方面，银行的私人银行部以及诺亚财富等机构掌握着中国众多高净值个人客户和中小企业客户的资源，而这些资源无疑是创投机构所垂涎的。

然而，通过第三方机构募资，创投机构的代价不仅是支付发行费、管理费，还要与第三方机构分享未来的投资收益。这也是导致目前通过第三方机构募资的比例仍然偏小的原因之一。

即便如此，业内人士还是普遍看好这一募资渠道。

杨百千认为，创投机构现阶段之所以需要第三方机构搭建平台，原因在于行业内对基金管理人（GP）地位的认识还没有形成，说白了，

现在 GP 找不到 LP，或者 LP 找不到真正的 GP，所以要通过中介的渠道，银行、诺亚等第三方机构都找你。这个行业需要通过这两年的洗牌，使得市场认识到哪些 GP 有长期的管理能力，能坚持长期的专业化投资”。

投中集团高级分析师冯坡告诉证券时报记者，目前看来自行募集仍然是创投机构的主流募资渠道，但未来第三方机构将逐渐替代自行募集成为创投机构募资的主要渠道，原因在于，经过这些年的发展，通过自行募集渠道挖掘到的高净值投资者已经不多，继续挖掘下去成本也会很高。

而银行方面与创投机构的联系也越来越密切。上月，深圳创新投和深发展签署战略合作协议，创新投董事长靳海涛即表示，这将是一个互补的关系。这并非创投与银行战略合作的首例。

自行销售毕竟是一个概率事件，并不是说有了一定投入就有等量回报。”君盛投资董事长廖梓君对记者表示，通过第三方机构募资将成为未来创投募资的主要渠道。

拓宽渠道：PE FOF 受青睐

在今年两会期间，针对私募股权

基金（PE）募资面临的问题，全国人大代表、复星集团董事长郭广昌在提案中建议，拓宽私募股权投资资金来源，逐步建立起一个包含政府、金融机构、境外资本、保险资金、社保基金、企业年金、企业资金、富裕个人及社会闲余资金在内的多元化资金来源体系。

王启文告诉记者，包括基石资本在内的许多创投机构也越来越重视拓宽募资渠道，接下来，基金中的基金（FOF）、社保基金、保险资金、校园基金等将成为重点拓展的融资渠道。

事实上，FOF 本身即具备参与创投机构募资的多种优势，不仅在基金选择上可以做多样化配置，帮助投资人分散风险，还可以降低投资门槛，相比一些大型基金认购起点动辄上千万量级，通过 FOF 基金的认购起点可降至百万级别，这样就更容易吸引投资者参与。

冯坡也预计，在成熟 LP 越来越少的背景下，潜在的投资人更加注重的是风险控制，而 FOF 恰好“投其所好”，一只 FOF 可以投资多家 PE 基金，可以有效避免单个基金业绩波动的风险，未来 FOF 或将成为创投机构拓展融资渠道的主要目标。

林凌：弄潮文化投资 就敢孤注一掷

在现在文化企业投资一哄而上的环境下，奉行长期积累沉淀的林凌多少有些像苦行僧。同时，他又是一个真正喜欢风险的风险投资家，有时候甚至像一个聪明的赌徒。他有着精确的思考和定位，喜欢琢磨精算，只要选准商业模式和团队就会去投。

孤注一掷的结果不是乐得疯狂就是死得凄惨。“人家是分散投资，我们是命悬一线。如果成功，就能大赚一把；要是出错，那就麻烦大了。”林凌笑言。

证券时报记者 杨丽花

投资文化产业那可是货真价实的市场竞争，容不得半点马虎。在白热化的竞争中，创投比拼的不仅是实力、名气、背景、价格，有时候投资人演讲的台风甚至都能影响竞争的结果。有人戏称，文化产业投资的竞争舞台上就差才艺展示了。话虽调侃，但也不算太过夸张。而这样的场面，林凌去年就碰上一次。

文化企业考创投 10家机构闭门PK

当时，一家文化类公司有意引入战略投资者，尽管林凌已经跟踪了这家公司几年时间，但也没有拿到“特别入场券”。该公司前前后后共计接触了 60 余家创投机构，从中遴选出了 10 家，要在这 10 家里面再搞终极 PK。

林凌回忆说，当时这 10 家创投被召集在一起专门开了一场见面会，

要求每家机构做 30 分钟的投资报告。林凌说：“先那份投资报告我们差不多就准备了半年时间。”因为事先有着较多的接触和了解，报告准备得相当充分，主要涉及创投机构本身对文化行业的理解、对企业的看法以及认识、创投机构自身的投资情况和过往业绩及发行上市的若干建议等。

但即使如此，报告会当天，林凌仍不免有些忐忑。对于当天的表现，林凌说，“在演讲过程中，我特别注意了演讲气氛、时间掌握等细节问题。虽然当时我从各位考官的面部表情感觉我们表现挺不错，但是心里一点底儿也没有，人家当场根本不公布面试结果”。这次胜出，更坚定了林凌对文化企业长期跟踪潜伏的信心。

独具慧眼 投资磨铁图书

一个风险爱好者，必有一双慧眼。否则林凌也不会把 5000 万元

一次性砸向一个只有几十人的小公司。当然，这家小公司确实不简单，《明朝那些事儿》、《盗墓笔记》、《历史是个什么玩意儿》以及《后宫甄嬛传》都是其力作。就是当年的这家小公司，今天规模已达 6 亿元，它就是磨铁图书。

2007 年，林凌偶然听说有一家出版公司叫磨铁，就想办法要到了创始人之一沈浩波的电话。简单一通电话后，他提出要见对方一面。2007 年夏末的一天，下午两三点钟天气正热的时候，我直接就去敲沈浩波的门了。”林凌说。当天下午两人就一拍即合，林凌想投资，而沈浩波想做大经营规模。两三个小时的交流，可以说是相谈甚欢，最后沈浩波把另一个合伙人漆俊泓叫上，三个人一起共进晚餐。

林凌回忆说，两个合伙人，一个懂内容，一个懂市场，可称绝配。更主要的是他们对于行业的研究和理解非常深刻、思虑长远，完全出乎我的想象”。半年后，基石资本终于携手华商传媒投下这家公司。2010 年 8 月，又和鼎晖资本对其进行了第二轮投资，投资超过 1 亿元人民币。不过，虽然慧眼识珠发现了磨铁，但投资并不是一锤子买卖的事情。其后，这家企业在爆发式的增长过程中也遇到了不少问题。说到这个话题，林凌感触颇深。让人印象最深刻的是，作为一个投资人，他说：“我的心和他们在一起。”

正是无数次和沈浩波、漆俊泓长谈之后，林凌俨然已有图书行业

专家的派头。而对于出版行业，他也有着自己独特的看法。对于市场追捧的教科书教辅类出版企业，林凌说，“2006 年我们就意识到这些企业虽然很稳定，但同质化现象严重，持续增长的能力也有限，相比之下，我更倾向于投资社科文艺类作品的企业”。

不慕分散投资 敢于命悬一线

创投竞争的激烈特别是文化投资竞争的激烈，让投资家痛并快乐着。

作为职业投资人，林凌可以说是现在中国风险投资市场最早专注文化产业的弄潮儿之一。目前投资的领域已经涉及到报纸、图书、杂志、互联网，以及动漫制作、动漫图书等，演艺类企业也在跟进。他较为密集的一轮投资出现在 2005 年~2006 年，其中三六五网等已经成功上市，去年以及今年是第二轮较为密集的投资期。

在对文化产业的投资上，基石资本自 2004 年就开始跟进，相比于眼下对文化投资的蜂拥而上，算是先知先觉。林凌说，“在文化投资领域，我们肯定是最早的一拨儿。当时，除了预计到国家在文化产业政策方面可能会有所动作，我们更意识到文化企业普遍做得不错，财务上没有风险，现金流好，竞争力强，有的还有制度上的准入门槛。此外，当人均 GDP 上了 3000 美元以后，消费就会上一个台阶，除了吃喝玩乐，中国人还是要消费文化产品。对于这样一个行

业，先下手肯定是没错的”。

先下手并不意味着可以快下手和下得了手。虽然现在已经投资了不少文化企业，但是有的文化企业，林凌已经跟踪了 5~6 年还没有投进去，有的最终甚至谈崩了。在现在文化企业投资一哄而上的环境下，奉行长期积累沉淀的林凌多少有些像苦行僧。

不过，这还不是林凌的文化投资最与众不同的地方。他还是一个真正喜欢风险的风险投资家，有时候甚至像一个聪明的赌徒。

作为文化投资者，不少人愿意在整个产业链条上下功夫，投就投整个产业链条。假如里面有一两个成功的，就可以平摊掉整个投资的成本并最终获益。而林凌则有更精确的思考和定位，喜欢琢磨精算，只要选准商业模式和团队就会去投。

孤注一掷的结果不是乐得疯狂就是死得凄惨。“人家是分散投资，我们是命悬一线。如果成功，就能大赚一把；要是出错，那就麻烦大了。”林凌笑言。

面临如今迎面袭来的文化投资大潮，林凌肯定会更忙碌。对于未来的投资方向，林凌说，一方面我们希望投资已经形成一定规模的企业，有自己的经营模式，有市场竞争力，最好和原来的垄断体制沾点边；另一方面，也希望可以发掘一些新兴企业，比如说互联网平台和内容二合一的企业，在商业模式或者细分市场方面具有较强的竞争优势，或者说正在迅速发展发展的企业。