



清科观察：盘点 2012 年中国 VC/PE 市场十大事件

2012-12-14 清科研究中心 郑知行 罗玉

2012 年全球经济依旧深陷泥潭复苏乏力，中国经济则遭遇了近年来首次增速放缓。随着出口下滑、投资放缓、A 股跌破 2000 点大关，国家宏观调控重心转移至“稳增长”上。在中国经济开始回落触底调整的同时，与宏观市场环境关联紧密的中国创业投资和私募股权投资市场也步入了深度盘整期。

今年，VC/PE 机构在募资、投资、退出等方面均承受巨大压力。2012 年前 11 个月 VC/PE 市场共完成新募基金 534 支，新增资本量 306.37 亿美元，同比降幅明显，平均单支基金规模更是滑落至历史低位；投资方面，与去年相比，整个市场投资数量和投资金额也出现了不同程度的缩水；而退出方面，作为 VC/PE 退出重要渠道的 IPO 今年行情惨淡，新股发行审核几近停滞，境外 IPO 受阻，加之二级市场的低迷使众多机构的退出回报水平大打折扣。这些缩影代表着 2012 年中国创业投资暨私募股权投资市场的成长之路，艰难困局中同样孕育了发展变革之光。

著名创业投资与私募股权研究机构清科研究中心回顾承压状态下的 2012 年中国 VCPE 市场发展情况，总结出以下具有代表性的十大事件：

一、VC/PE 税收规范调整 理清地方混乱税收优惠

2012 年 4 月，国家税务总局研究起草《合伙企业合伙人所得税管理暂行办法》，以与 2008 年财政部和税总联合发布《关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》（以下简称“159 号文”）形成相配套的实施办法，引起了市场较大关注。

《合伙企业合伙人所得税管理暂行办法》可能是对合伙制 VC/PE 相应合伙人使用税率的重申和细化，也意在从根本上厘清相应税率，进而从根本上治理地方混乱的 VC/PE 税收优惠。研究制订全国统一的合伙企业合伙人所得税政策实施办法，有利于解决目前各地方税收政策不统一和基金管理公司无所适从的问题，对于实施好已经出台的合伙企业合伙人所得税政策具有积极意义。在未来，VC/PE 行业税收将更趋规范发展，现存优惠政策混乱局面有待改善，为市场健康发展提供制度保障。

二、QFLP “国民待遇”突遭变局 鼓励投向战略性新兴产业

2012 年 4 月下旬，国家发改委向上海发改委发送《国家发展改革委办公厅关于外资股权投资企业有关问题的复函》（下称“复函”），针对上海 QFLP 试点中黑石人民币基金是否适用《外商投资产业指导目录》的问题进行回复。“复函”明确指出对于上海黑石股权投资合伙企业（有限合伙）及此类普通合伙人是外资、有限合伙人是内资的有限合伙制股权投资企业，应按照外资政策法规进行管理，其投资项目适用《外商投资产业指导目录》。



此消息一出，关于 QFLP 投资享受的“国民待遇”徒增变数，也进一步明确了 QFLP 政策依然“指定投向”的原则，即希望外商投资股权投资试点企业参与战略性新兴产业投资。QFLP 的宗旨主要为引进境外成熟股权投资企业及其管理机构先进的管理、运作经验，目前上海、北京、天津、重庆四个直辖市均已颁布出台当地的 QFLP 政策，从政策上来看，四地皆遵循了“限定额度、指定投向、流程监控、联合监管”的原则进行政策的设计和实施，而并非全面放开，鼓励外商大举参与众多行业的直接投资。“复函”进一步明确了 QFLP 的政策导向，即借鉴外商投资股权投资试点企业的管理经验，疏导外汇投向战略性新兴产业，促进国家产业结构调整。

三、天津清退 PE 事件折射监管从严大趋势

2012 年 6 月，关于“天津市工商局要求凡在滨海新区注册的股权投资类企业全部注销或迁出”的微博引起轩然大波，关于天津清退股权投资类企业的传言纷起，直至天津滨海新区政府做出正面回应，近期天津市进行的打击非法集资活动，旨在“规范”当地 PE 基金发展，而非“清退”，传言才偃旗息鼓。

自曝出多宗非法集资案件以来，天津政府对辖区内的注册基金加大整顿力度。不但提高了基金注册门槛，对不合规的股权投资基金也予以撤销处理。监管部门判断机构是否合规时，首要考虑基金投资人的背景，单个投资人是否达到最低出资额，LP 人数是否超员；其次查明基金是否有实缴金额到账，有无实际投资案例；最后考虑基金管理团队有无专业背景，能否胜任。管理部门监管从严对市场参与者是一种短期阵痛，一些资质合格的机构也会受到些许干扰。但长期来看，经历过去劣存优的过程后，市场环境将更健康，会更有利于合规机构的长远发展。

四、券商系增添新生力军 并购基金扬帆起航

随着 Pre-IPO 投资竞争加剧，收益空间日趋收窄，追求业务创新的券商直投也将触角向产业链的其他方向延伸。2012 年 6 月 19 日，中信证券发布公告称收到证监会机构监管部下发的《关于金石投资有限公司设立中信并购基金的无异议函》，直投子公司金石投资有限公司被批准设立中信并购基金管理有限公司。由该基金管理公司发起设立并管理中信并购基金——这是中国证监会同意设立的第一支并购基金，筹集资金对象为机构投资者。

随着 Pre-IPO 投资竞争加剧，收益空间日趋收窄，追求业务创新的券商直投也将触角向产业链的其他方向延伸。券商系并购基金是 2012 年以来监管层力推的券商创新内容之一，其打通了券商多元化发展渠道，令券商的多方业务共同受益。券商系凭借其独特的优势，必将成为并购基金的中坚力量。对于 PE 市场而言，在退出不畅的背景下，券商系并购基金的出现对 PE 通过并购退出将起到重要推动作用。

五、保监会再度松绑 保险资金入市额度翻倍



2012 年 7 月，保监会下发《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（以下简称“通知”），继 2010 年《保险资金投资股权暂行办法》后再次降低了险资投资股权的门槛。其中，保监会在偿付能力充足率、盈利、净资产等方面做出较大让步，使符合条件的险企扩充至数十家，更多的险企有望跨入股权投资领域。在投资范围上，《通知》做了较为详细的说明，较之前扩充了可投企业类型与基金类型。在投资额度上，《通知》将险企投资未上市企业股权或股权基金的上限由总资产的 5.0%上调至 10.0%。2012 年 10 月，保监会再次下发《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》，将保险资金可投资范围扩大到了美元基金。

此次《通知》是保监会对险资进入股权投资领域的进一步松绑，有效拓宽了险资投资渠道，降低其对资本市场的依赖，有利于提高保险资产的盈利能力。提高险企投资上限使得可进入股权投资市场的保险资金最大上限翻倍，最高可达 6,000.00 亿元的保险资金由此解禁，对当前募资困难的股权投资市场无疑是一剂强心剂。

六、境外上市企业频遭做空机构打击 海外融资之路艰辛

2012 年 8 月，做空机构香椽（CITRION）发布研究报告《奇虎进军搜索，将搜狐推上舞台》，文中概念混淆有故意误导投资者之嫌，引来李开复发文质疑及 60 余位商业精英的联名谴责。自 2010 年经历了火爆的中概股集中上市大潮后，中国企业在美上市情形急转直下，2011 年仅有 15 家企业在美 IPO，不足 2010 年的一半，而 2012 年截止目前为止，仅有唯品会及多玩 YY 两家企业分别在纽交所及纳斯达克上市。

海外上市之路受阻，对拟上市公司背后的创投资本也是重创。对很多创新型公司来说，上市条件较宽松的美国市场不但是他们首选的融资渠道，也是其背后 VC/PE 机构重要的退出渠道。若美国 IPO 和中概股长期萎靡不振，势必会打击 LP 的信心，甚至影响国内的创业热情，这种连锁反应对整个创投行业都有益无害。此外，美国上市也是很多美元基金的主要退出渠道，退出上的受阻无疑会多方面影响美元基金的募资与投资。因此不少创投界大佬此次站出来力挺奇虎。

七、中概股热衷私有化退市 或成 PE 新投资点

2012 年 8 月，分众传媒发布公告，称已收到包括董事会主席江南春在内的联合体发起的无约束性私有化邀约，继阿里巴巴、盛大网络之后再创境外上市公司最大规模私有化退市。而分众传媒的私有化退市只是一个引子，在此之后，7 天连锁酒店、思念食品等数家境外上市中国企业表示了私有化退市的意向。

究其境外上市公司选择私有化退市的原因，从外部环境上看，很多企业在海外水土不服，具有本土特色的经营模式不被境外投资者理解和认可，股票市值长期处于被低估的状态，融资能力受限。与此同时，部分公司会计丑闻频传、境外上市公司遭遇整体信誉危机，一些做空机构趁机恶意围剿，使不少无辜企业受到牵连，股票市值大面积蒸发。从公司内部因素上看，上市公司多受制于短期的业绩压力，在公司需要整合结构或制定新战略规划时往往容易受到掣肘，这也是上市公司考虑私有化退市的原因之一。



由于企业是在市值较低时退市，便于 PE 以较低成本介入。方源资本、中信资本、鼎晖投资、光大控股等国内知名 PE 机构均以联合出资方成员的名义参与分众传媒私有化退市。而在企业私有化退市成功之后可能会选择境内再融资上市，对于 PE 机构来说无疑会成为新的施展拳脚的舞台。

八、自律监管主辅相依 共促股权投资业健康发展

2012 年 8 月 3 日，中国投资协会股权和创业投资专业委员会发布了《中国投资协会股权和创业投资专业委员会自律规则》，规则共 108 条，从基金的设立、资金募集、投资、投后管理及投资退出、诚信信息管理、惩戒措施、行业发展与社会责任等方面为基金发展提供了行为规范和准则。

从新发布的自律规则来看，其更多的是从基金管理人的层面对 VC/PE 进行约束，包括涉及利益冲突的处理、公平竞争的约定，以及诚信系统的建立等。规则对于创业投资及股权投资企业在募、投、管、退等各个环节的行为均提出了详细的行为规范，对于 VC/PE 规范发展提供了良好的参照。同时该自律规范尝试了制度创新，提出要建立诚信管理系统，对于会员的基本信息、奖励信息、警示信息、处罚处分信息进行汇总和管理，并审慎制定了惩戒规则，使自律规则落到实处。

九、新三板扩容 VC/PE 分享扩容利好

2012 年 9 月 7 日，“新三板”正式扩容，新增上海张江、武汉东湖、天津滨海三个园区，自此，主办券商可在中关村园区及以上三个园区范围内挑选企业推介挂牌。据清科研究中心数据统计，截至 2012 年三季度末，通过定向增发、股权转让或是系统买入方式投资“新三板”已挂牌企业的 VC/PE 机构已达 42 家，涉及企业 30 家，投资总额约为 4.97 亿。其中，天一投资、凤博投资、启迪创投、中关村发展集团表现均较为活跃。另外，VC/PE 机构投资已挂牌“新三板”企业时间段也多集中在 2011-2012 年，意在分享扩容利好。

“新三板扩容”为手握重金、目光敏锐的 VC/PE 机构带来新的投资机遇。对于 VC/PE 机构而言，畅通

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15735

