



基金会参与PE投资的捷径

——基金的基金 >>P2

投资界独家

P5 手机支付投资机会东隅已逝

投资界数据

P7 2010 年共 476 家中国企业在境内外资本市场上市，
创历史新高

业界动态

P12 江西赛维获国开金融建银国际等 2.4 亿美元投资

P12 网秦科技获 MTK 旗下创投公司 220 万美元投资

P12 京沪 QFLP 方案破局 外资 PE 业绩水平成入选主要标准

P12 原汇丰直投董事梁英杰加盟凯鹏华盈任合伙人

P13 乐淘网完成第三轮 2 亿元融资 老虎基金领投

P13 盘石获上海联创 2000 万美元融资 称暂不上市

京沪 QFLP 方案破局

外资 PE 业绩水平成入选主要标准 >>P12



基金会参与 PE 投资的捷径——基金的基金

清科集团 钱洋

国内基金会注册资本量近百亿

中国现代意义上的基金会成立于上世纪八十年代。当时无论在资金来源、财产管理、项目运作还是自身建设上都极大地依赖于政府的支持。进入二十一世纪以来,社会经济快速发展,政府管辖的公共领域逐渐放开,同时社会财富充沛,民间资源介入公共领域的积极性高涨。尤其是2004年《基金会管理条例》的出台,点燃了更多人投身公益事业的愿望。

严格意义上讲,基金会是指利用自然人、法人或者其它组织捐赠的财产,以从事公益事业为目的,按照《基金会管理条例》规定成立的非营利性法人。按募捐方式的不同,基金会可分为面向公众募捐的公募基金会和不得面向公众募捐的非公募基金会。

民政部数据显示,截止到2009年底,

国内基金会总数达到了1837家,其中非公募基金会846家,公募基金会991家。如果按最低注册资本要求计算,基金会行业整体规模已接近百亿。

PEFOF 能使投资组合多样化,降低投资的风险

基金的基金 (Private Equity Fund of Funds, 简称 PEFOF) 是私募股权 (Private Equity, 简称 PE¹) 领域中一种重要的投资产品。通过将募集到的资金投放到不同种类的 PE 基金中, PEFOF 具备了降低准入门槛、分散投资风险和降低对投资人专业技能要求等优势。

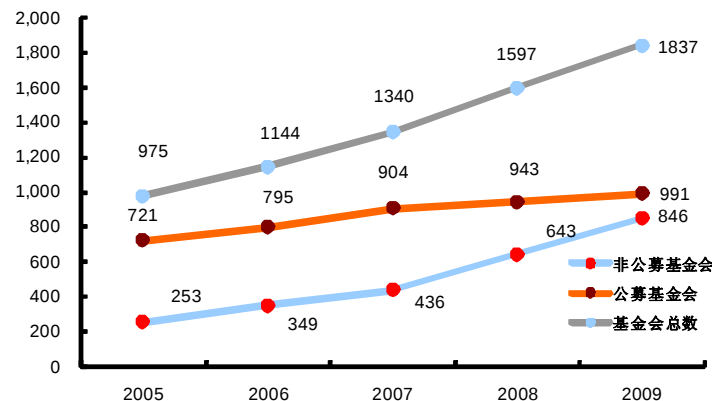
在整个投资价值链中, PEFOF 同时扮演了普通合伙人 (General Partner, 简称 GP²) 和有限合伙人 (Limited Partner, 简称 LP³) 的双重角色: 面对企业、富裕家族、基金会和社保基金等投资者时,

¹ 私募股权基金 (Private Equity Fund), 是指以非公开的方式向少数机构投资者或个人募集资金, 主要向未上市企业进行的权益投资, 最终通过被投资企业上市、并购或管理层回购等方式退出而获利的一类投资基金。本专题中使用的是广义上的私募股权基金, 指对所有 IPO 之前及之后 (指 PIPE 投资) 企业进行的股权或准股权直接投资, 包括处于种子期、初创期、扩张期、成熟期阶段的企业。

² 普通合伙人, 又称一般合伙人, 是指在有限合伙制企业中, 负责对合伙企业的经营管理, 对合伙企业债务承担无限连带责任的合伙人。一般合伙人可以以很小的投资比例参与投资。

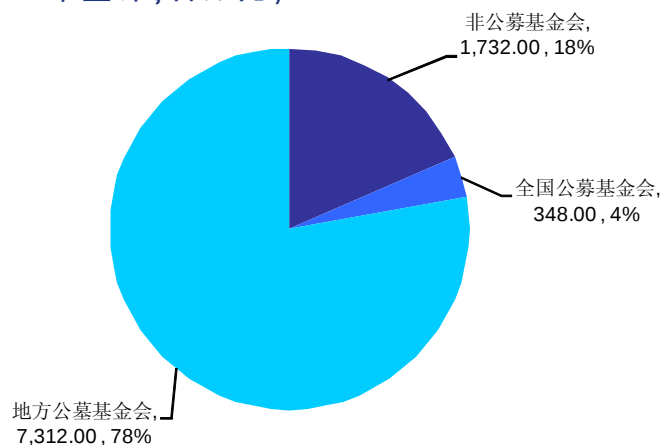
³ 有限合伙人, 又称基本合伙人, 是指在有限合伙制企业中, 仅负责出资, 不参与公司日常管理, 并以出资额为限对合伙企业债务承担有限责任的合伙人。有限合伙人参与基金的经营管理, 不具有公司股东所拥有的一些决策权。但在合伙协议的修改、基金提前解散、基金延续、资产估值等重大事务方面, 有限合伙人通常拥有表决权。

图 1 2005-2009 各年度基金会数量情况比较



来源:清科研究中心

图 2 2009 年全国基金会资本量 (按最低注册资本量计, 百万元)



来源:民政部 2010.10

PEFOF 充当普通合伙人的角色，为投资者管理资金并选择 PE 基金进行投资。而当面对创投基金、并购基金和成长基金等 PE 基金时，PEFOF 又充当了有限合伙人的角色，成为各类 PE 基金的投资人。

与 LP 直接投资 PE 基金不同，PEFOF 先从 LP 获取资金，然后向不同类型的 PE 基金投资。就资金流动方向来说，图 3 显示出两条主要资金链，一条是由 LP 流向 PEFOF，再通过 PEFOF 流向 PE 基金的“投资资本和管理费”。另一条则是由 PE 基金流向 PEFOF，再通过 PEFOF 流入 LP 的“资本返还和利润偿付”。

PEFOF 可代表基金会筛选投资对象，确保投资的安全性

据了解，目前参与长期或短期投资的基金会多以大型基金会为主，具体方式包括：1. 委托给投资公司理财；2. 设立专门的投资机构进行管理。例如友成基金会设立了北京友成资产管理有限公司；3. 内部人员自行投资。但无论以何种方式，基金会最看重的还是资金的安全性，这就导致基金会较为保守的投资风格。目前，绝大部分基金会投资收益总体占比很小，尚无法抵消全年的运营开支。

民政部数据显示，在全国性非公募基金会当中，高

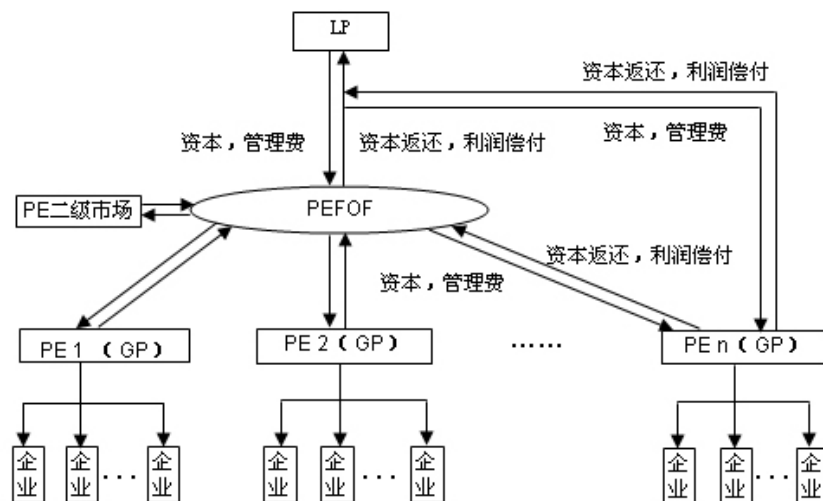
校捐赠基金会在资产管理方面做得最好，其投资收益总额在 2008 年达到了 1.03 亿元，占 39 家全国性非公募基金会投资收益总额的 97.4%。整体来看，国内基金会的资产管理还处于欧美上世纪八十年代的水平，投资门类主要集中在证券和债券产品，资产配置单一。

作为基金会潜在的投资产品，私募股权基金具有以下益处：1. 私募股权基金属于价值投资，它可以满足基金会长期性投资的需求。2. 私募股权基金拥有成熟的运作机制，可以保障基金会资金的安全性。3. 私募股权基金具有良好的收益性，尤其对于尚未建立稳定捐

赠渠道，资金来源得不到保障的基金会来说，投资私募股权基金不乏是一种增强资金延续性的选择。但是，目前市场上基金会投资私募股权基金的案例还屈指可数。

导致这种现状的主要原因是：1. 缺乏专业人才。基金会缺乏了解私募股权投资的

图 3 PEFOF 运作模式



来源：清科研究中心

表 1 国内基金会参与私募股权投资案例

投资人	基金会性质	注册地点	成立年份	总资产规模 (RMB ¥ 百万)	投资金额 (RMB ¥ 百万)	投资年份	被投资基金 管理人	基金组织 形式
基金会1	非公募	北京	1994	1123.09	100	2007	启迪创投	公司制
基金会2	非公募	上海	2004	96.98	20	2009	鼎晖投资	有限合伙制
基金会3	非公募	上海	1993	42.6	10	2009	鼎晖投资	有限合伙制
基金会4	非公募	北京	2007	106.42	25	2010	红杉资本	有限合伙制

来源：清科研究中心

专业人才。由于投资决策一般由理事会决定,所以基金会的投资行为在很大程度上取决于理事会对于投资的态度和认知。2. 资产规模较小。大部分基金会总资产不超过 3 千万元,其中可用于投资的部分就更少,而资产规模较小会导致资产配置的受限。以私募股权投资为例,业绩好的基金一般投资门槛都设在 1 千万元以上。

面对基金会群体的需求,PEFOF 提出了一整套解决方案:弥补基金会专业人才的欠缺,代其筛选优秀的私募股权基金进行投资;集多家基金会资金于一体,分摊投资成本,降低投资门槛,使资产规模较小的基金会有机会参与私募股权投资;同时投资到多只基金当中,最大限度的分散投资,降低潜在投资风险。

据悉,社保基金理事长戴相龙于近期表示:社保基金现已投资了八支私募股权基金,投资额达 65 亿元。未来,社保基金还将选择数家投资风险较低、收益稳定的 PEFOF 进行投资。在某种意义上,这则消息对于基金会投资 PEFOF 起到了风向标的作用。

PEFOF 可以帮助基金会普及行业知识并代为完成投资工作

现行的《基金会管理条例》规定基金会保值增值须遵循“合法、安全、有效”的原则,但未就具体投资方式做出详细限定,即基金会参与私募股权投资并未受到政府监管部门的限制。但这并不意味着所有基金会都适合参与私募股权投资,只有那些认同长期价值投资理念,资产流动性较低、具有一定扛风险能力的

基金会才适合参与进来。

当基金会准备参与私募股权投资的时候,基金会可先参加一些行业培训,宏观的了解一下私募股权投资行业的发展历程及现状,明确其投资益处与潜在风险。然后,基金会可以考虑聘请专业咨询顾问,针对其自身特点,筛选出符合基金会投资策略的优秀基金。最后,基金会可直接接洽所筛选出的基金。但如果基金会选择投资 PEFOF,那么以上工作 PEFOF 都可以代为完成。■

表 1 国内基金会参与私募股权投资的案例

扛风险	-对潜在投资风险有承受能力
低流动	-对资金流动性要求不高
长期性	-认同长期价值投资的理念
具规模	-要求投资人具有一定的资金规模
求回报	-对潜在投资回报有所期望
缺人才	-缺乏专业基金资产管理人才

来源:清科研究中心



手机支付投资机会东隅已逝

文 / 清科研究中心

互 联网商务时代的到来,培养并提升了网民对电子商务的认知,为移动电子商务的兴起孕育了成熟的目标用户群体,手机支付作为移动电子商务发展的关键环节,必将先行。

手机支付渐行渐近,市场增长潜力巨大

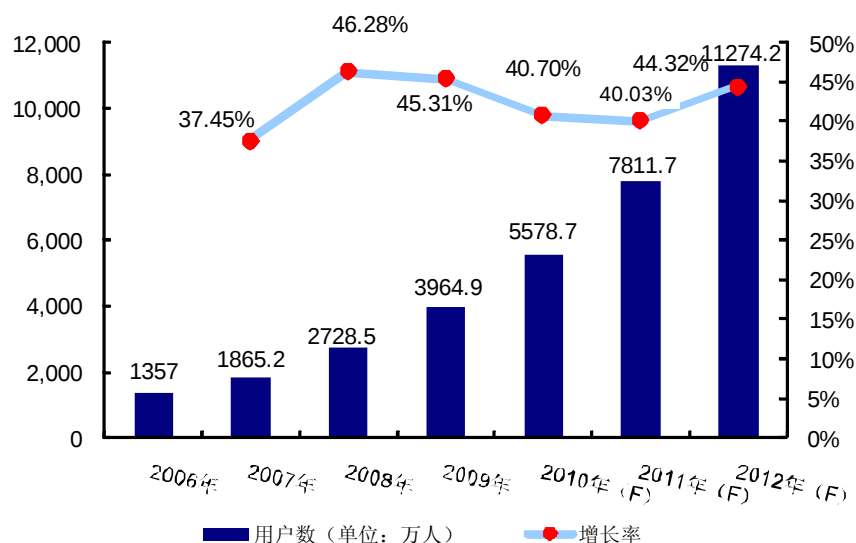
据清科研究中心《2010年中国移动互联投资研究报告》显示,2009年,中国

移动支付市场用户数量达3964.9万人,相比于2008年2728.5万人,增幅达45.31%,预计2010年,中国移动支付市场的用户数量将达到5578.7万人。从移动支付的交易规模情况来看,2009年,中国移动支付市场交易规模达507.2亿元人民币,较2008年增幅达41.68%,预计2010年,中国移动支付市场的交易规模将达到710.6亿元人民币。从两个关键数据情况来看,中国移动支付市场增长潜力较大。

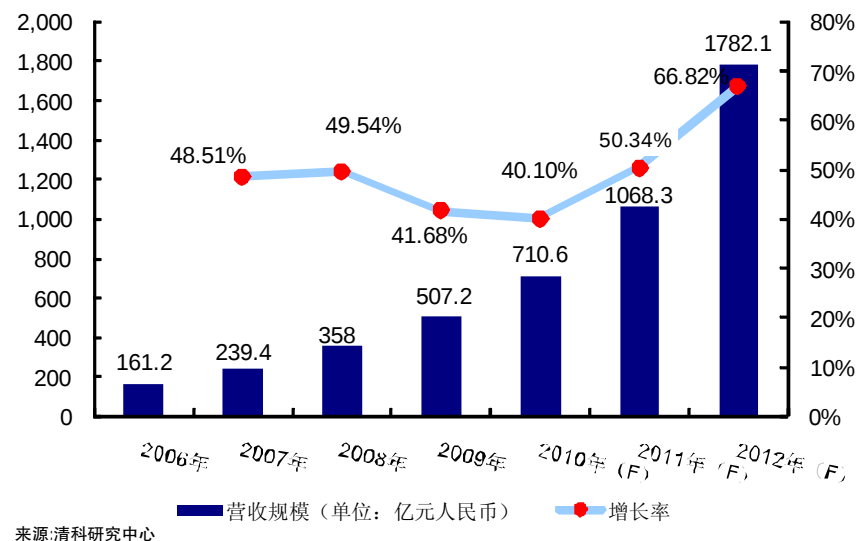
透析2010年中国移动支付市场四大特征

(一) 国家进一步加强对移动支付政策监管,第三方支付企业面临的政策风险较大。长久以来,移动支付在原则上属于金融服务,我国的监管体制明确禁止非银行机构单独在开放支付平台上发行银行卡,如果非接触式移动支付卡需要进入开放式领域,必须由银行卡或与银行联合发卡。不过,移动支付在某种程度上是电子

2006-2012年中国移动支付用户规模变化情况



2006-2012年中国移动支付交易规模变化情况



支付的一种，而政府政策对这方面的监管属于初始阶段，但是处于不断完善之中。2009年，国家监管机构加大对电子支付牌照开放，但是牌照的获取需要层层审批，第三方支付企业面临巨大的政策不确定性风险。2010年中期，中国人民银行颁布《非金融机构支付服务管理办法》指出，中国人民银行对《支付业务许可证》不做数量限制，鼓励所有具有资质的非金融机构在支付服务市场中平等竞争，促进支付服务市场资源优化配置。不过，总体来说，面对这一新兴的市场，政策的制定远落后于市场的发展，独立第三方支付企业面临的政策风险不可小觑。

（二）电信运营商及银行体系介入市场，第三方支付企业面临竞争压力较大。移动支付产业链参与者主要包括金融机构、移动运营商、移动支付平台、第三方支付企业、设备及解决方案提供商。2009年，随着用户对于移动支付需求程度的不断提升，掌握手机支付渠道的电信运营商、掌握金融支付通路的各类银行企业也相继接入移动支付市场，凭借双方在人力、资质、财力、用户基础等方面的多年积累，第三方支付企业面临的竞争压力不断增加。虽然移动支付应该是全产业链参与的共同推进的一项业务，但是较具实力的参与者力图纵贯整条产业链。如2009年，中国移动参股浦发银行，打通金融环节；而银联利用已经积累的庞大的、便携的支付渠道，通过自有制式的制定，加大与电信运营商之间的竞争。在双方的争夺中，第三方支

付企业一定意义上处于“夹缝”求生存的状态，市场进退都不自如。

（三）主流运营商与金融机构直接合作机制尚未建立，行业尚未统一标准。移动支付应用的发展需要产业链参与主体之间的精诚合作，特别对于电信运营商与金融机构之间应利用资源的互补展开合作，但是目前，电信运营商与金融机构均从自身利益最大化的角度考虑，为了实现控制产业链的目的，利用资金优势双向渗透，并建立了各自的行业标准。这种行业的多标准化，一方面，不利于用户的使用；另一方面，不利于行业的规模发展。

（四）移动支付的安全性体验尚需提升，用户对安全问题的担心较大。从用户层面来看，移动支付是一种对安全性、可靠性要求极高的应用之一，用户的使用习惯与对此类业务的使用信心尚未建立，一方面是需要行业参与者在完善支付安全技术，建立行业规范，另一方面需要加强对用户长期进行教育，此外，需要解决行业诚信问题，培养用户的认同感与可信度，这样才能有效的引导用户的消费习惯。

手机支付市场 --VC/PE 想说爱你不容易

从手机支付市场投资情况来看，2001-2010年12月中旬，中国手机支付市场已披露的投资案例共8起，且均披露投资金额，总投资额为8958万美元，平均投资

额为1120万美元。其中，Series A投资案例数量为4起，占据主要份额，如意锐创新、上海联付电子科技有限公司等分别获得戈壁、东方富海单独投资；连连科技已经获得三轮投资，共获得7300万美元投资。

清科研究中心分析认为，目前，中国手机支付主体运营商投资机会有限，VC/PE可侧重关注移动支付产业链设备/解决方案提供商。从中国移动支付产业链来看，中国移动支付产业链参与者，尤其是移动支付运营商环节是对资本市场的吸引力较强，但是目前，电信运营商、银行企业及第三方支付企业是中国移动支付市场的主要参与者，而其中只有第三方支付企业具有一定的投资机会，尤其是具有技术实力及平台运营能力的第三方支付企业。不过，一方面，由于具有第三方支付资质认证的企业数量较少，且较具发展潜力的已经进行多轮融资；另一方面，由于独立第三方支付企业面对的政策性风险较大，尤其是世界金融危机之后，政府对此类市场的管制将进一步增强。为此，建议资本方可侧重关注移动支付设备/解决方案提供商环节，如握奇数据，此类企业的前向拓展能力较强，可能会成为移动支付的平台运营商。■



2010 年共 476 家中国企业在境内外资本市场上市，创历史新高

文 / 清科研究中心

大 中华区著名创业投资与私募股权研究机构清科研究中心近日发布数据显示：随着世界经济企稳复苏，中国经济继续保持平稳而繁荣的增长态势，境内外投资者对市场前景进一步看好，2010 年全年中国企业掀起上市狂潮，融资额与上市数量均刷新 2007 年记录，创造了历史新高。

在清科研究中心关注的海外 13 个市场和境内 3 个市场上，2010 年共有 476 家中国企业在境内外资本市场上市，其中包括 4 家有 OTCBB 转板到 NASDAQ 的企业，合计融资 1,053.54 亿美元，平均每家企业融资 2.21 亿美元，与 2009 年同期相比，上市数量增加 1.70 倍，融资额则增加了 92.8%。其中 129 家企业在境外 13 个资本市场上市，融资 332.95 亿美元；境内资本市场则共吸引 347 家企业上市，融资 720.59 亿美元。2010 年上市的 476 家中国企业中，221 家企业具有创投或私募股权投资机构支持，融资总计 395.12 亿美元，分

别占总量的 46.4% 和 37.5%。其中海外资本市场上市 72 家，融资 128.60 亿美元；境内市场 149 家上市，融资 266.52 亿美元。

海外上市数量和融资额持续增加，融资市场分布较为集中

2010 年中国企业海外上市步伐明显加快。尽管上半年欧洲债务危机对全球资本市场有所影响，但随着欧洲各国采取的相应措施，以及美国市场发出的经济利好数据，海外各资本市场依然走强，各国新股发行有序进行。受此影响，中国企业海外上市日渐活跃，共有 129 家中国企业在海外六个市场上市，合计融资 332.95 亿美元。与 2009 年同期相比，上市数量增加 52 家，融资额则增加了 22.7%。

尤其是 2010 年第四季度的中国企业赴美上市尤为活跃，仅 12 月 6 日至 11 日一周之内，便有 5 家中国企业挂牌美国市场。

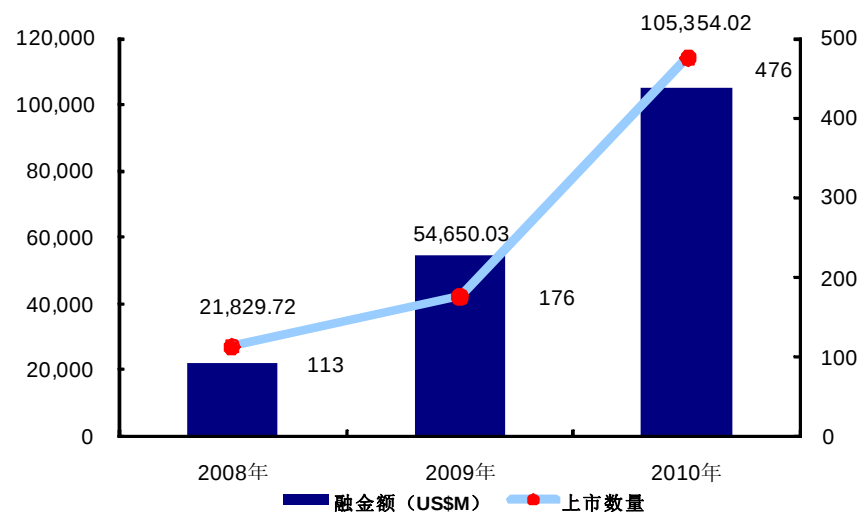
市场分布方面，2010 年中国企业海外上市地点相对集中。129 家中国企业分别在香港主板、NASDAQ、纽约证券交易所等 6 个市场上市，与 2009 年相比，减少了韩国交易所主板、凯利板、香港创业板 3 个市场。具体来看，香港主板依然是海外上市的首选之地，共有 71 家企业选择在香港主板上市，合

表 1 2010 年中国企业境内外 IPO 统计

上市地点	融资额 (US\$M)	比例	上市数量	比例	平均融资额 (US\$M)
海外市场	33,294.75	31.6%	129	26.8%	258.10
境内市场	72,059.27	68.4%	347	73.2%	207.66
合计	105,354.02	100.0%	476	100.0%	221.33

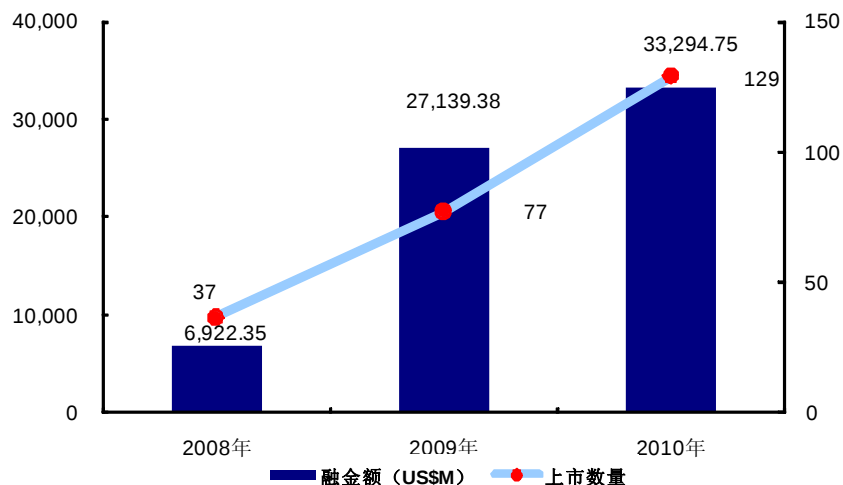
来源:清科研究中心

图 1 2010 年中国企业境内外 IPO 同比统计



来源:清科研究中心

图 2 2010 年中国企业海外 IPO 同比统计



来源:清科研究中心

计融资 288.29 亿美元,分别占全年中国企业海外上市总数的 55.0%和融资总额的 86.6%,并且海外融资额十强无一例外,均选择在香港主板上市;纽约证券交易所和 NASDAQ 分别吸引了 22 家和 23 家中国企业上市,分别占上市总数的 17.1%和 17.8%,两市场的融资额分别为 26.28 亿美元和 12.58 亿美元,分别占融资总额的 7.9%和 3.8%;新加坡主板则有 8 家中国企业上市,融资 2.80 亿美元;韩国创业板和法兰克福交易所虽上市数量和融资额均较少,但较 2009 年同期水平仍有较大提高。

行业分布方面,由于中国农业银行于三季度在香港主板上市,使得金融行业遥遥领先,3 家上市

家和 12 家企业海外上市,融资分别为 41.05 亿美元、25.70 亿美元、20.39 亿美元和 17.98 亿美元。连锁及零售、食品 & 饮料两个行业的融资额均超过 10.00 亿美元,分别为 13.79 亿美元、13.60 亿美元。半导体行业的融资额较小,不足 1.00 亿美元。

境内 IPO 激增,创业板、中小板引领企业融资高潮

2010 年国内经济持续稳健发展,由创业板开闸引起的企业上市浪潮仍在持续,境内企业上市突破 2007 年的历史记录。全年共有 347 家企业在境内三个资本市场上市,融资额为 720.59 亿美元,平均每家上市企业融

表 2 2010 年中国企业海外 IPO 市场统计

上市地点	融资额(US\$M)	比例	上市数量	比例	平均融资额(US\$M)
香港主板	28,829.08	86.6%	71	55.0%	406.04
纽约证券交易所	2,628.16	7.9%	22	17.1%	119.46
NASDAQ	1,257.72	3.8%	23	17.8%	54.68
新加坡主板	279.68	0.8%	8	6.2%	34.96
韩国创业板	178.77	0.5%	4	3.1%	44.69
法兰克福交易所	121.33	0.4%	1	0.8%	121.33
合计	33,294.75	100.0%	129	100.0%	258.10

来源:清科研究中心

表 3 2010 年中国企业海外各市场 IPO 情况同比统计

上市地点	2010			2009		
	融资额(US\$M)	上市数量	平均融资额(US\$M)	融资额(US\$M)	上市数量	平均融资额(US\$M)
香港主板	28,829.08	71	406.04	24,835.21	52	477.60
纽约证券交易所	2,628.16	22	119.46	458.76	5	91.75
NASDAQ	1,257.72	23	54.68	1,479.43	8	184.93
新加坡主板	279.68	8	34.96	147.15	5	29.43
韩国创业板	178.77	4	44.69	95.99	3	32.00
法兰克福交易所	121.33	1	121.33	72.56	1	72.56

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

