

尽管私募股权基金(PE)在中国还面临一些障碍,但这不妨碍“淘金者们”对中国市场的信心。

一位曾亲自参与和推动了无锡尚德上市,一位曾主导了对携程的前期投资并帮助上市,两位青年才俊的手笔堪称国际PE在中国的成功典范。

在他们看来,如果国内A股的退出渠道能够打通,那么,无论是国际PE还是本土PE都将“鸿图大展”。

□本报记者 朱周良

种种迹象表明,中国私募股权基金(Private Equity,简称“PE”)行业即将迎来一个新的高速发展期。

网络科技泡沫的破灭,一度冷却了包括风险投资在内的国际私募股权基金投资中国的热情。而去年9月出台的《关于外国投资者并购境内企业的规定》,更被认为是堵上了私募股权基金从中国退出的主要通道。

但即便如此,中国经济连续保持两位数的强劲增长,A股市场重新焕发活力,加上包括新合伙企业法等一系列有利于私募股权基金行业发展的法律法规陆续出台,还是令海外私募股权基金难以压抑进入中国的冲动。据清科集团统计,截至去年年底,外资PE在中国内地的整体投资规模达129.73亿美元,这还不包括17.78亿美元的创业投资。

邵俊、杨瑞荣,即是这场私募股权基金大潮中的弄潮儿。邵俊,因亲自参与和推动了无锡尚德太阳能的上市,一时名震江湖,福布斯第一次评选出的“中国最佳创业投资人榜”中,邵俊名列前十佳。而杨瑞荣则主导了对携程旅游网的前期投资并帮助携程在纳斯达克成功上市。

1月31日,“2007中国私募股权投资论坛”在上海召开,邵俊和杨瑞荣无疑是这个圈子的佼佼者,明星身份引来诸多同行以及项目方的主动攀谈与名片交换。而在会议间隙接受本报记者专访时,两人也是心情不错。这种好心情不仅缘于过往的优秀成绩,更是缘于对未来中国市场的长期看好。

## 本土PE发展迎来最佳机会

“现在A股的退出渠道被打通,那么,我用个比较生动的词,就是本土PE“复仇”的好时机到了。已经忍了好几年了。所以,我觉得对本土PE的能量千万不能低估。”

上海证券报:您对中国内地PE行业总的看法如何?本土PE的发展如何?

杨瑞荣:从私募基金、风险投资的整体行业来看,现在国外进来得很多,国内的这些“天使基金”或者叫“种子基金”也陆续兴起,整个产业都在快速增长过程中。

很多人讲这是一个泡沫,但我并不这么认为,因为中国经济已经发展到一个需要PE的阶段了。以前中国的所有融资渠道就一个,那就是银行贷款,除此之外,别的地方都拿不到钱。其实在任何地方,股权融资都是必不可少的一环。而这种趋势在中国开始逐渐体现出来了。

从政策方面来看,国内的政策在明朗化、规范化,这对我们来说是非常好的一个消息。尽管有些方面对私募基金行业来说可能会带来限制,但总体来看,有法可依对我们来讲应该是好消息。

邵俊:我觉得,现在对于本土PE其实是最好的发展机会。本土PE寻找项目的能力要外投资强。从类型来讲,本土PE不外乎两种:一种是政府背景的,一种是券商背景。真正的民营企业做PE的比较少。

无论是政府背景还是券商背景,他们都有些天然的优势。政府背景的当然不用说,有政府的支持。至于券商,中国的券商有多少人,多少网点?而在国外,一个10亿美元的PE也就只有5、6个人在管,网络是不可同日而语的。只是在过去,本土的基金没有好的退出渠道,所以在这些年出来尽风头的公司,像盛大、百度、携程,无一不是由外资PE支持的,主要是通过海外上市的退出渠道。

现在A股的退出渠道被打通,那么,我用个比较生动的词,就是本土PE“复仇”的好时机到了。已经忍了好几年了。所以,我觉得对本土PE的能量千万不能低估。

当然,就经验而言,本土PE跟海外的PE还有一定的差距。所以我觉得,如果双方可以合作的话,利用本土PE的网络、渠道和政府资源,加上国际的行业经验和技巧,配合起来做不妨是一种可以尝试的模式。

以前,由于退出方面的限制,我们很难去做这样的尝试。但现在我们是在认真地寻找合适的本土伙伴。

上海证券报:是不是由政府出资的基金就不能算是真正的私募股权基金?

杨瑞荣:不是这样。所谓私募股权基金并不是说一定是私人出钱成立的基金,而是说你投的股权是私人的股权,而不是公众公司的股权。这不像是国内的私募证券投资基金。

在国外,私募股权基金并不在于投资是来自公家还是私人的,PE的投资者也可以是政府,比如新加坡的淡马锡。中国很多地方的政府



杨瑞荣(Ray Yang)先生现任兰馨亚洲(资金规模约1.8亿美元)投资集团投资总监。他从1994年起在中国对外贸易及经济合作部(现商务部)任职,负责中国驻外国经济商务机构的管理工作,四年后被外派中国驻伦敦领事馆任经济商务副领事,负责中国与英国东南部地区投资与贸易促进工作,任职三年。此后,杨瑞荣到哈佛商学院攻读MBA。在获得哈佛的MBA学位后,他加盟全球最大的农产品贸易公司之一路易达孚公司(Louis Dreyfus)任主管一职。凭借其兼备丰富国内工作经验和西方教育背景,杨瑞荣在2004年加入刚刚成立第三期基金的兰馨亚洲。

杨瑞荣先生出生于中国,拥有上海对外贸易学院经济学学士学位和哈佛大学MBA学位。

兰馨亚洲主导了对携程旅游网的前期投资并帮助携程于2003年12月在纳斯达克成功上市。兰馨亚洲还是中国最大的网上拍卖公司——易趣网的第一轮投资者。该公司在2003年6月以2.25亿美元的企业价格卖给了美国电子海湾公司(eBay)。兰馨亚洲同时还是中国最大的网上招聘公司之一智联招聘的前两轮主投资方。

也在采取这种体制进行操作,比如江苏就提出要打造中国的淡马锡。说到底,淡马锡模式就是政府只是作为投资人的身份出现,而不去干涉实际的投资项目。

从1994年开始,内地也出现了不少由政府主导的一些创投基金,比如深圳创投等,但由于体制和激励机制上的原因,有的业绩并不是很令人满意。前不久成立的渤海产业投资基金也可以算是政府主导的PE范畴,但由于是政府的背景,渤海基金投资的项目可能更多是跟国家政策扶持的一些公司。能不能成为真正意义上的像淡马锡或是国际上的LP(有限合伙人),还讲不清楚。感觉上,由于政府主导的意味太强,内地的基金在激励措施和投资决策程序等方面还需要加强。

## 内需消费业与传统行业成新宠

“从我们的判断来看,中国国内的内需消费日益成为经济增长的驱动力,所以,相关行业公司的增长潜力很大。有了这样的投资机会,自然会有越来越多国内国外的私募基金进入这个市场。”

上海证券报:您觉得现在中国私募股权投资行业有些什么新趋势?

邵俊:主要有两点。第一,投资热点不再局限于海外资本市场过往比较青睐的行业,如TMT(电信、科技和媒体)。现在大家清楚地认识到,在发展中市场,增长的机会其实很广泛,很多在国外是夕阳行业的,在这里可能是高速增长行业。举例说,连锁型经济酒店,这个在成熟市场是最枯燥乏味的一个行业,别说经济酒店,就是四季酒店的市盈率不到20倍。但是中国的如家快捷酒店在海外上市,市盈率达到60多倍。这说明什么?说明国际投资人已经充分意识到中国投资机会跟国际成熟市场的差异性,而且开始欣赏这样的机会。可以明显看到,跟2000年的时候相比,海外投资基金对中国行业的选择已经非常多元化,不再只是看中互联网。而是催生了很多“冷门”的行业,或者说美国没有的行业,在中国却能创造高增长的奇迹,而且照样在美国上市,照样受到美国股民的追捧。这是一个

# 本土私募股权基金发展良机已到

专访知名国际私募股权基金经理人邵俊、杨瑞荣



邵俊(Roman Shaw)先生是德同中国投资基金(资金规模约1.3亿美元)主管合伙人,曾在2000年创建了龙科(DragonTech)风险投资集团,并亲自参与和推动了无锡尚德太阳能的上市。此外,他还曾作为投资方代表担任ChinaPay、Harbour Networks以及无锡尚德的董事。

此前,他在上海实业集团工作六年,担任多个高层管理职务,包括:企业及项目融资负责人,上海实业集团资产管理执行总监和战略规划部高级经理。1998年,他参与创建了上实集团与所罗门兄弟公司的合资公司的组建。邵俊的职业生涯开始于美国最大券商之一的美林(亚太)有限公司工作。

邵俊是上海人,分别在上海复旦大学和夏威夷大学获得有关学位。

在前不久福布斯第一次评选出的“中国最佳创业投资人榜”中,邵俊与赛慧投资的吴家驹以及软银赛富投资的阎焱等一同名列前十佳。

□本报记者 徐汇 摄影

进来并购中国的公司,外资私募基金进来对中国应该是一件好事,应该接着扶持的。首先,我们从来不会去参与企业的经营管理,我们只给企业带来资金上的支持。说白了,我们图的是“利”,我们进来扶持了这个企业发展,但它还是民族企业,还是国内的管理团队和国内的产业。第二,从民族性来讲,我们进来是要退出的,不会一直控制或是把持这个行业,进而使得相关产业被外资“吃掉”。所以,不管从监管层还是国内企业出发,都应该欢迎外资的私募基金进来,用别人的钱来把自己的企业做好。

邵俊:影响肯定有的,特别是涉及到那些国内比较成熟或者是行业龙头的企业,以前的那种操作模式会受到影响。

据我所知,去年9月8日之后完成的项目也有,主要是两种情况:一是公司在9月8日前已经重组好的,要不不可能这么快。一是比较早期的项目完成的比较多,因为这里边不用涉及到购并和收购。对所谓成熟企业,大多还是处于等待观望的阶段,或者就是按照新流程报批,但是正式被批的项目好像还没有多少。另外一种情况就是,企业等不及了,急需用钱。那么就采取最传统的方式——成立中外合资企业。但这种模式对于投资基金来讲,其实风险很大,因为PE通常占的是小股,根据中国的相关法律,中外合资企业中所有的外资股权都不能享用,因为大家是对等的。所以很多国外基金还是采取了观望态度,只有一些胆大的抱着“以后再慢慢重组”的心态冲了进来。

但是也不是毫无出路,还是有很多办法的,看你朝哪条路走。其中的一条是我们比较关心的,其实也是与内地股市旺盛密切相关的,就是能否考虑不用那么麻烦把企业翻到海外去上市,而是直接利用内地资本市场作为一个退出渠道。

上海证券报:你们有些什么对策呢?从A股退出是不是一个新的方向?

邵俊:我本人是中华创投协会的理事,我们协会前两周与深交所开了一个圆桌会议探讨这个事情,深交所的态度是非常支持。今天(1月31日)中午,我跟德勤的合伙人吃饭,我们就在商量,一起牵头在上海上证所再召开这样一个圆桌会议,把风险投资机构、券商以及中介机构等召集到一起,探讨一下这样一条路

## 相关链接

### 私募股权投资基金

Private Equity(简称“PE”)在中国通常称为私募股权投资。从投资方式看,依国外相关研究机构定义,是指通过私募形式对私有企业,即非上市企业进行的权益性投资,在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制,即通过上市、并购或管理层回购等方式,出售持股获利。

在杨瑞荣看来,除国有企业以外,公司无非分为私人公司和公众公司,公众公司指的就是上市公司,你买公众公司的股票,属于在公开市场的投资,所有在公开市场之外的投资,都属于私人股权(Private Equity)投资,也就是说,你投资的股权不是公众股权(Public Equity),而是私人的股权,这是最大的区别。

而在PE之中,可以按照不同阶段分为创业投资(Venture Capital)、发展资本(development capital)、并购基金(buyout/buyin fund)以及PIPE(上市后私募投资,private investment in public equity)等等。

一般意义上的PE比较偏向于已形成一定规模和产生稳定现金流的成形企业,这一点与VC有明显区别。

国际PE基金的投资源基本都来自美欧的机构投资者,包括基金中的基金(FOF)、大学基金、养老基金,还有个人基金,主要是家族基金,譬如德同中国投资基金最大的投资人就是创建沃尔玛的美国沃顿家族。

中国大陆第一起典型的PE案例,是2004年6月美国著名的新桥资本(Newbridge Capital),以12.53亿元人民币,从深圳市政府手中收购深圳发展银行的17.89%的控股权,这也是国际并购基金在中国的第一起重大案例,同时也藉此产生了第一家被国际并购基金控制的中国商业银行。由此发端,很多相似的PE案例接踵而来,PE投资市场渐趋活跃。

到底走不走得通,还有什么问题,这样的话我们可以共同跟监管部门,跟交易所去沟通,把障碍扫除。因为从国家的政策大方向来看,其实也是非常希望看到更多优质企业留在内地上市,这样也能优化中国市场的结构。所以如果中间有一些障碍的话,我个人觉得还是能够解决的。

至于可能会有哪些障碍,我举几个例子。一是对国外投资人来说是资金汇出的问题,因为这不像一般公司盈利的汇出,对于如此大规模的资本运作的资金汇出,至少目前还没有很明确的先例;再比如税收,对于这样一个外资投资企业在国内上市,对税务部门来讲可能也是新的课题,能否避免重复征税等问题也是要考虑的。

大的方向是好的,但具体的问题也需要得到很好解决。包括审批的过程,比如对于外资参与的内地企业在A股上市,证监会在审批方面的要求会不会有所不同,这方面的一些流程也还没有得到很好的检验。

杨瑞荣:现在已经有外资创投从内地市场退出的成功案例。(编者按:2006年8月23日,由IDGVC投资的广东远光软件公司在深圳中小板挂牌上市,成为外资创投从中国内地资本市场退出的第一例)

我所认识的国际私募基金或是风险投资基金,大部分都有过这样的想法。内地证券市场如果保持健康,我们在退出上能够有保障,在法律上没有障碍,那么为什么不在于内地退出呢?因为我们要的只是回报,以任何方式拿到回报,对我们都无所谓。只是这样的渠道要通畅。

而且我觉得,10号令也是有证监会参与颁发的一个法案,可能会隐含着某种意向,即希望把好的企业留在内地,让内地的投资者有更多投资方向。

但我认为,仅仅这样不足以解决问题,根本在于自身的监管体系、公司治理以及投资者保护。内地市场从来都不缺钱,国民储蓄中的三到四成,随时随地都可以拿出来投到股市,只要市场够健康。

如果能在一年内完成红筹海外上市,我们当然还是先考虑到海外退出。但现在所有操作的框架,也都保留了一个从内地市场退出的选择。当然前提是,内地股市必须保持持续健康的发展。