

本期目录 contents

一. 本期头条

- ★ 证券公司直投 PE——试验进行中

二. 业界聚焦

- ★ 通用汽车 IPO 规模将降至 80 亿至 100 亿美元
- ★ 新三板扩容年底筹备完成 散户可参与
- ★ 欧洲最大私募投资基金投资搜房网成主要股东
- ★ 首批创业板解禁市值高达 333 亿
- ★ 凯雷等多家私募机构为收购本田(印度)激烈竞争

三. 专业评述

- ★ 中国 PE 市场将持续快速发展
- ★ 新三板: 报价的简单化和交易的复杂化之间的逐步整合

四. 视野与观察

- ★ PE 成信托公司业务创新之共同选择
- ★ 新三板应适当扩大自然人投资范围
- ★ 外资 PE 热捧人民币

—道可特电子刊物—

2010 年 10 月 1 日 第 10 期

北京市道可特律师事务所  
道可特投资管理(北京)有限公司  
总编: 熊文芳  
责任编辑: 钟全亮、高清湫  
电话: (010) 8586-2880  
传真: (010) 8586-2900  
Email: email@docvit.com  
网址: www.dtlawyers.com.cn  
www.docvit.com.cn  
地址: 北京市朝阳区八里庄西里  
100 号住邦 2000 商务中心 1  
号楼西区 16 层  
邮编: 100025

2007 年初以来，面对证券行业要求放开直接投资业务的要求，证监会在坚持试点先行、循序渐进、稳步推进的原则下，于 2007 年 9 月允许中信证券股份有限公司、中国国际金融有限公司开展直接投资业务试点。根据证监会规定，开展直投业务试点的证券公司净资本原则上不低于 20 亿元，具有完善的内部控制和 risk 管理制度，具有较强的投资银行业务能力，最近 3 个会计年度担任股票、可转债主承销的项目在 10 个以上，或者主承销金额在 150 亿元以上。

根据试点方案，中信证券、中金公司以不超过净资本 15% 的自有资金设立了直接投资专业子公司，将母子公司以法人制度分离，让专业的子公司以自有资金进行直接投资。在中国，如果券商要参与直接投资业务的话，专业的子公司模式比较适合中国国情，因为这种模式能够将券商母子公司在风险上分离，从而有效防止并隔离了直投业务与券商其他业务之间的利益冲突、内幕交易和道德风险。

先行试点的成功让证监会找到了管理此类投资的模式，接下来的两年内，证监会又批准了其他几家券商进行直投业务，到目前为止，共有 11 家证券公司获得批准设立子公司开展直投业务试点。2009 年 4 月 30 日，证监会出台了《证券公司直接投资业务试点指引》，规定证券公司开展直接投资业务试点必须获得证监会的同意，取得允许试点开展直接投资业务的无异议函，并且应当设立从事直接投资业务的子公司，由子公司进行直接投资。上述《指引》规定，符合以下条件的证券公司可以申请开展直接投资业务试点：（一）最近一次分类评价获得 B 类 B 级以上分类级别；（二）最近 12 个月净资本不低于 15 亿元，各项风险控制指标持续符合规定；设立直投子公司后，各项风险控制指标符合规定；（三）具有较强的投资银行业务能力，最近 3 个会计年度担任股票，可转债主承销的项目在 5 个以上；或者股票、可转债主承销金额在 100 亿元；（四）具有完善的内部控制制度和良好的风险控制机制，能够有效控制投资风险；（五）对直接投资业务有充分的研究和准备，有适当数量从事过投资

银行、资产管理业务的专业人员从事直接投资业务。

证券公司开展直接投资业务试点，应当符合下列监管要求：（一）以自有资金对直投子公司投资、金额不超过证券公司净资本的 15%；（二）建立健全内部控制机制，加强风险管理和合规管理，防范与直投子公司发生利益冲突、利益输送风险、“暗箱”操作和道德风险；（三）与直投子公司在人员、机构、财务、资产、经营管理、业务运作等方面相互独立。

经证监会同意，直投子公司可以从事下列业务：（一）使用自有资金对境内企业进行股权投资；（二）为客户提供股权投资的财务顾问服务；（三）在有效控制风险、保持流动性的前提下，以现金管理为目的，将闲置资本金投资于依法公开发行的国债、投资级公司债、货币市场基金、央行票据等风险较低、流动性较强的证券，以及证券公司经批准设立的集合资产管理计划，专项资产管理计划；（四）证监会同意的其他业务。

目前获得通过试点资格的证券公司已达 15 家，分别是中信证券、中金公司、华泰证券、国信证券、海通证券、平安证券、国泰君安、光大证券、中银国际、广发证券、申银万国、国元证券、长江证券、银河证券和招商证券。

（注：此文节选自北京市道可特律师事务所、道可特投资管理（北京）有限公司所著《中国 PE 的法律解读》）[《《《返回](#)

## 二、业界聚焦

### ● 通用汽车 IPO 规模将降至 80 亿至 100 亿美元

消息人士透露，通用汽车计划通过 11 月份的 IPO 融资 80 亿美元至 100 亿美元，而这一数字将低于该公司此前制定的目标。相比于通过减持大量股权来收回对通用汽车的投资，美国财政部更希望通用汽车的 IPO 能够获得更高的定价，从而有助于其逐步收回总计 495 亿美元的投资。

目前，美国财政部持有通用汽车 61%的股权。(网易新闻) [《《《返回](#)

## ● 新三板扩容年底筹备完成 散户可参与

9月14日中国证券业协会（下称“协会”）下发的149号文、150号文通知，2010年12月31日，是尚未完成股份报价业务网络委托交易系统开发和上线运行的主办、预备券商完成该项工作的最后时限。中证协发[2010]149号文中指出，代办系统试点范围即将扩大，做市商业业务即将推出，符合一定条件的自然人投资者也可能参与报价转让，报价系统的股份转让需求将随之大幅增加。(网易财经) [《《《返回](#)

## ● 欧洲最大私募投资基金投资搜房网成主要股东

9月17日，欧洲最大的私募股权投资基金安佰深私募股权投资基金集团宣布，已联同泛大西洋[17.73 -1.06%]资本集团在搜房控股有限公司(即搜房网)首次公开招股(NYSE 股票代码: SFUN)的同时，分别投资搜房网成为其主要少数股东。搜房网在美国纽约证券交易所上市，创下中国企业赴美上市多项纪录，挂牌首日股价大涨73%，收于73.5美元。(腾讯财经) [《《《返回](#)

## ● 首批创业板解禁市值高达 333 亿

创业板即将迎来一周岁生日，将迎来首次解禁洪峰。据统计，首批创业板解禁数量为11.94亿股，是现有流通股数量的1.17倍，而解禁

市值高达 333.18 亿元。(凤凰财经)《《《返回

## ● 凯雷等多家私募机构为收购本田(印度)激烈竞争

据彭博社 9 月 17 日报道,全球多家实力雄厚的私募股权投资机构 KKR 集团(全球历史最悠久、经验最丰富的私募股权投资机构之一)、TPG 资本(亚洲最大的私人股权投资机构之一)、凯雷投资集团(The Carlyle Group 全球最大的私人股权投资基金之一)和贝恩资本(Bain Capital LLC)目前都在激烈竞争,想要收购本田汽车(印度)摩托车制造厂的股份。这其中的两家基金可能会联合购买约 15%的股权,价值在 11 亿美元左右。

(中国经济网)《《《返回

## 三、专业评述

### ● 中国 PE 市场将持续快速发展

来源:和讯网

基于美国经济衰弱人民币升值中国经济高速增长现状,我们说一下中国人民币私募股权基金市场发展的情况,首支由本土发起人民币基金出现在 2000 年,中国 PE 市场已经生机勃勃,人民币私募股权基金最初是有别于房地产等新兴投资发展而来,对经济发展有一定推动作用,中国创业板推出对人民币股权基金投资提供了退出机制,政府优惠政策地方引导基金更进一步协调基金市场,中国 PE 市场已经超过三千亿元人民币,以美元为单位的 PE 基金仅 60 亿元,人民币私募基金以后超过美元,这个 2010 年将继续持续,人民币私募市场在 5 年内即将翻两到三倍

达到7千亿元，中国现有超过3千家私募股权基金大多数是小额企业，普通合伙人来自于本土，像凯雷基金等也可以以普通合伙人身份参与投资，大多数从投资者角度，大多数投资基金重点在风险投资和成长性投资阶段，美国比较完善的PE投资包括管理层收购，能源投资等，有限合伙制个人，企业投资者部分比较发达地区引导基金只有两家真正意义的机构存在，是国家开发银行和国家社保基金，保险公司批准投资私募股权基金，由于份额比较低，保险公司要成为积极PE投资者还需要一定的时间。

人民币PE基金市场存在问题有政府股票市场有一个周期性，有大起大落大量资金涌入中国有一个泡沫存在，接着会出现一些低谷，跟股票市场一样，具体讲我们认为中国人民币私募基金市场投资者缺乏投资支持和经验，现在投资者普遍比较像一些零售商投资者更多提供一些投资建议，比较专业投资分析，项目寻找净值调查比较少，大多数投资者只能基金管理，只能投一两支基金，比较局限化，没有分散性，中国PE市场发展非常迅猛，不少私募缺乏经验可能面临一些困难，由于缺乏分散投资失败基金可能会将基金经理清理出局，失利投资者或许在市场上导致一些负面影响，导致这个私募市场不利发展。

人民币PE市场长期发展需要一些什么呢，首先我认为需要更多训练有素和经验丰富的基金经理，中国在未来几年整个金融市场对金融人才需求会源源不断，第二点很多私募基金经理需要更多的经验，之前说到项目搜寻，净值调查，完整退出这些需要更多时间，或者通过犯一些错误来最后学习到，一个成熟普通合伙制至少经历一个完整投资周期，并且经历过多个经济周期，在经济繁荣和箫条时期都有一些经历这样才能有成熟经验，这些经验需要一些从业时间，具有这样专业技能投资者是我们这个行业大大需要的。

第二点市场需要更多机构投资者，尤其是像基金这样产品，为缺少经验和资金调查投资者提供额外投资机会，中国还没有母基金，可以分散投资从而降低风险，提供比单一投资更高回报率，可以投资全国范围内最好的基金，有专业投资管理团队，它的流动性很高，它可以回购合伙制股份，我们认为中国母基金还需要一些时间发展，但是深信母基金将成为PE中国市场的重要组成部分。

我们以人民币 PE 基金未来展望作为结束，我们预测中国 PE 市场将持续快速发展，如 1980 年代的美国，由于很多人民币 PE 基金经理缺乏经验行业洗牌有可能上演我们需要更多经验丰富基金经理可以整合更多资源做出优势投资，更多机构投资者，以年轻公司在 PE 市场更加活跃与美国不同，美国 PE 法规非常严谨中国政府则大力支持，我们对中国 PE 市场整体展望有更多主力法规，更多投资机会，更多机构投资者，以及投资创新所以说我们认为在中国经济持续快速增长的趋势、有利政策支持下中国 PE 市场将长期发展。

(注：本文截选自卡贝基金创办人大卫·卡贝于 2010 年 9 月 25 日在北京大学的第二届中美金融人才论坛上的演讲)《《《返回

## ● 新三板：报价的简单化和交易的复杂化之间的逐步整合

来源：北京市道可特律师事务所

新三板目前采用的是报价驱动的被动交易制度，报价转让仅有三种委托形式，意向委托、定价委托和成交确认委托。意向委托不具有成交功能，是投资者委托主办券商按其指定价格和数量买卖股份的意向指令。成交确认委托是在投资者买卖双方达成成交协议，或投资者拟以定价委托成交，委托主办券商以指定价格和数量与指定对手确认成交。定价委托是 09 年新三板交易规则调整中新增加的报价委托方式，是投资者委托主办券商按其指定的价格买卖不超过其指定数量股份的指令。其他投资者可根据定价委托揭示的信息，输入与其匹配的成交确认委托，直接与定价委托成交。总体而言，新三板交易规则未引入国际上较为通行的做市商制度，整个报价体系较为简单、单一。

作为场外市场的新三板，其挂牌企业多为暂时无法达到主板、中小板、创业板上市要求的中小企业，对于新三板挂牌企业的股权交易而言，相对来讲是资本市场中较原始、较松散的一种类型，较之证券交易所的上市公司的股票的交易，其在性质、类型和内容上具有多样性和复杂性，而现行新三板的交易制度实行的是委托报价转让制度，委托报价转让制度较为简单，其仅仅突出了交易双方的各自的交易意向，缺乏对于交易双方的衔接，或者进一步挖掘交易意向的渠道和空间，导致往往一方的有交易意向，但是长时间无法进行交易或者一方的交易意向长期无法被

激发，没有被挖掘和启发，出现交易双方的时间、内容、要求等无法进行匹配的问题。在加入了定价委托的报价制度后，在出现多个交易者的情况下，也缺乏完善的处理机制。

在我国新三板由中关村高新技术园区扩容至全国其他高新技术园区后，容纳全国各地的高新非上市企业挂牌，实现全国统一联网运行，将会使整个交易规则和操作系统面临更大的挑战，上述问题的解决则更显得急迫和紧要。新三板现有的较为简单的报价体系与各类不同类型的、复杂的交易需求的逐步融合，是需要考虑和解决的现实问题。

（注：此文节选自北京市道可特律师事务所、道可特投资管理（北京）有限公司所著《直击新三板》）[《《《返回》》》](#)

## 四、视野与观察

### ★ PE成信托公司业务创新之共同选择

来源：环球财经网

在当前传统业务受到一系列限制的严峻情形下，信托公司纷纷开始寻求业务模式的创新，试图在深入挖掘信托公司优势和资源优势的基础上，重新构建资金管理方式和投资运用模式。而近几年私募股权投资基金的兴起，对于信托公司来说，无疑是个巨大的商机。

北京市朝阳区人民政府法律顾问、北京市道可特律师事务所主任刘光超律师告诉记者，私募股权投资业务将成为众多信托公司业务创新的共同选择。

对于信托投资 PE，刘光超律师认为，信托公司可以充当基金管理人，可径自直接发起设立私募股权基金，作为 GP 运作一个基金，这种方式适用于那些本已在实业投资领域拥有较为丰富投资经验和项目资源的信托公司。而信托公司还可以作为 LP 出资于 PE，即发起基金的基金。

通过这种方式，信托公司可以不直接进行实业投资，而是将基金投资到不同的私募股权基金。“在现有的政策下，信托资金投资于实业受到限制，设立基金的基金无疑是信托公司信托资金运用的最优选择。”刘光超律师说。

刘光超律师同时告诉记者，信托还可以作为 PE 基金募集顾问，起到中介机构的作用。此外，根据《信托法》，信托机构还可以委托他人——各类专业风险投资机构，包括 PE，代为进行风险投资业务，以分散风险，保护委托人和受益人利益。这样，PE 基金本身成为信托公司的投资人，或者出资人，通过获取佣金或商定的收益比例获利。

创投机构与信托公司的 PE 信托合作才刚刚起步，但合作方式已呈现多元化趋势，目前已有湖南信托模式、深国投模式等等。在湖南信托模式中，信托公司主要负责信托资金募集，而创投管理机构主要负责信托财产的管理运用和变现退出。在深国投模式中，信托公司负责信托资金募集，其中创投机构以部分资金参与信托计划，实现两者利益一致化。信托公司还负责信托财产的管理运用。在这当中，创投机构主要扮演投资顾问的角色——负责投资项目初期筛选、中后期管理和变现退出等智力支持。在此过程中，信托公司都拥有最终的否决权。《《《返回

## ★ 新三板应适当扩大自然人投资范围

来源：腾讯财经

近日来，业界有关新三板交易制度改革的话题频频显现，在减少交易风险的前提下，如何提高新三板交易的活跃性和新三板股份的流动性成为业内人士热议的话题。

日前，在上海张江高科技园区举行的第三期投资沙龙上，上海申银万国证券股份报价转让总部总经理张云峰则表示，为了加强新三板交易的活跃性，或将再度向个人投资者开放。

新三板向个人投资者开放，无疑可以增加新三板交易的活跃性和股份流动性，但是也有业内人士表示新三板市场尚不成熟，存在风险较大，不建议个人投资者参与。

北京市朝阳区人民政府法律顾问、北京市道可特律师事务所主任刘光超律师认为，在现今的市场及制度环境下，将广大个人投资者拒之于新三板交易大门之外，对于新三板的发展无疑存在影响。

刘光超律师指出，虽然机构投资者的资金能力都较自然人要强，但是其作为机构毕竟在进行投资决策时需要履行内部繁琐复杂的决策流程，在决策上较之个人投资者会更加迟缓，而限制个人投资者投资新三板，也使得新三板投资源头上缺少十分重要的一部分，因为毕竟自然人投资在主板和中小板以及创业板中占据了不容忽视的地位。

2010年是否会成为新三板改革突破之年令人期待，在新三板进一步改革之时，如果能在满足一定条件的基础上，让个人投资者更多的参与新三板的交易，或许可以在一定程度上加大新三板的流动性。[《《《返回](#)

## ★ 外资PE热捧人民币基金

来源：中国经济新闻网

美国私募股权投资公司德州太平洋集团（TPG）近日宣布设立人民币基金，计划在上海和重庆两地分别筹集50亿元资金。

而其他国外私募巨头也已进入中国。黑石集团与上海市浦东区政府在上海浦东设立了百仕通中华发展投资基金，募集约50亿元人民币。今年2月，凯雷集团也与总部在上海的复星集团成立了一家合资企业。

与当初高傲地带着大把美元来中国挑战项目的情景不同，如今外资私募股权基金开始放下架子与本土机构合作，越来越重视人民币基金。

北京市人民政府特邀建议人、北京市道可特律师事务所主任刘光超律师表示，从 2009 年起，人民币基金在新募基金数和募资额双双超过美元，首次主导市场。有业内人士认为，这是我国向外资 PE 抛出的“红球”，欢迎外资 PE 在中国以合作形式进行筹资。有分析师表示，这些举措反映出人民币日益突出的重要性，但同时也显示出，全球基金都渴望投资于经济高速增长的中国。刘光超律师认为，TPG 和黑石与上海以及重庆政府部门的合作，表明了政府部门重视 PE 对企业发展和社会经济的拉动作用。

国际 PE 齐聚中国的预言正在渐渐实现。《《《返回