

本期目录 contents

一. 本期头条

- ★ 世纪瑞尔登陆创业板

二. 业界聚焦

- ★ 证监会加紧推动国际板建设
- ★ 通用 IPO 受追捧 承销商行使超额配股权
- ★ 神州租车斥资六亿购车 成国内规模最大汽车租赁公司
- ★ 港交所拟在 2011 年年初推出波幅指数
- ★ 中国 MI 能源 IPO 拟筹资高至 1.84 亿美元

三. 专业评述

- ★ PE 投资高速发展 监管部门仍未明确
- ★ 创业板首批限售股解禁

四. 视野与观察

- ★ 冲击 IPO 首先弃“对赌”
- ★ 监管放行并购认购 PE 迎来好时代
- ★ 新三板扩容成定局 相关配套机制需调整

—道可特电子刊物—

2010 年 12 月 1 日 第 12 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

一、本期头条

世纪瑞尔登陆创业板

2010年11月8日，北京世纪瑞尔技术股份有限公司（以下简称“世纪瑞尔”）在证监会发审委成功过会，登陆创业板。世纪瑞尔成立于1999年，2006年1月成为中国新三板市场第一家挂牌上市的企业。此次世纪瑞尔登陆创业板，是继新三板挂牌企业“久其软件”、“北陆药业”登陆中小板、创业板后，新三板企业转板的又一案例。

对于世纪瑞尔而言，从2006年1月新三板挂牌，到2010年11月上创业板，历经五载。经过新三板的培育，世纪瑞尔从公司治理结构的完善、战略投资者的引入、管理体制的理顺、业务的扩张、财务指标等方面均达到了创业板的上市条件，并且根据新三板的要求在持续的信息披露、接受监管等方面已具备操作经验。所以，在世纪瑞尔挂牌新三板的阶段，新三板成为其登陆创业板的“孵化器”。

目前已有三家企业在新三板实现了转板。据证券业协会公布的进入代办系统企业的统计数据来看，“截至2010年8月31日，……新三板共有37家股份报价公司符合创业板上市财务要求。其中，13家股份报价公司就发行股票并申请在创业板上市事宜召开了董事会和股东大会并通过了申请创业板上市的议案，8家公司的申请材料已获证监会正式受理。这8家企业是：世纪瑞尔、紫光华宇、星昊医药、合纵科技、海鑫科金、佳讯飞鸿、东土科技、双杰电气。”所以，从今后的发展趋势来看，随着我国多层次资本市场的建设、新三板的扩容以及各项制度的完善，新三板将成为上市企业的“蓄水池”。

现在我国多层次资本市场的架构尚未基本完善，虽然主板、中小板、创业板、新三板层次齐备，但是各层次之间的升降机制没有，不能视为一个多层次资本市场的有机整体。中国证券监督管理委员会曾一直强调要建立适当的转板机制，遵循“升板自愿、降板强制”各层次之间需要有一定的相互联系。但是目前新三板毕竟还只是一个试点，真正的场外市场框架更待进一步的加以明确，在现有的条件下，企业直接由新

三板转往创业板、中小板还很不现实。所以到目前为止，出现新三板上市的案例并不多见。

新三板挂牌企业承继着老三板企业及其他场外市场企业的期望，在转板之路上不懈努力，然始终未有结果。新三板企业仍只能通过 IPO 的方式首次公开发行并在场内市场上市，且其 IPO 的条件与其他企业无异。此种方式与其说是转板，不如说是“升板”，因为其欠缺“转”字所要求的质变、直接蜕变的本质。

转板制度融通各层级资本市场，有两方面的益处：第一，从企业的角度看，当发展到一定阶段，符合进入高层次市场的条件时选择转板，可以扩大投资者的基础，并吸引对投资标的的质地和所处的市场有限制规定的大机构投资者购买公司股份。这对于企业提高股票流通量，吸引机构投资资金，方便银行借款，引入合适的战略合作伙伴，进一步提高企业知名度和优化股权结构等都将有很大的帮助。并且降级退市制度则有利于保护市场信誉，培育市场竞争机制，帮助提高投资者的投资效率；第二，从资本市场建设的角度看，通过转板机制可以使多层次资本市场成为有机整体，有助于调整产业布局，优化增量资产的投向和结构，扶植优质企业，淘汰落后企业，从而提高整个社会的资源配置效率。

现在的新三板就像绿色通道，提前给中小高新技术企业进入资本市场的机会，规范发展，加快做大做强，早日符合中小板、创业板的上市条件。目前新三板的培育功能已经体现，久其软件、北陆药业、世纪瑞尔登陆主板均十分顺利，另有一批企业在新三板也呈现出了加速发展的趋势，已经基本符合主板的上市条件，可以说新三板存在绿色通道的效应，但是还不是上市的绿色通道。[《《《返回](#)

二、业界聚焦

● 证监会加紧推动国际板建设

中国证监会副主席姚刚 27 日在“2010 第二届北京律师论坛”上表示，证监会正在加紧研究推动国际板建设，着力解决相关法律问题。

姚刚表示，国际板建设是中国资本市场国际化的重要步骤。让境外的公司，也包括像中国移动这样业务在境内，但注册地在香港、上市在香港的公司，到中国的交易所发行以人民币计价的股票，目前证监会正在加紧研究推动。（搜狐证券）[《《《返回](#)

● 通用 IPO 受追捧 承销商行使超额配股权

据彭博社报道，通用称此次 IPO 的承销商行使了超额配股权，多购买了 23.7 亿美元普通股。政府在通用的占股因此进一步下降。

通用在声明中称，承销的银行此次购买了 7170 万美元普通股和 1300 万美元优先股。银行此举让通用包括优先股在内发行的总值达到 231 亿美元。通用 CEO Dan Akerson 曾立志归还通用去年在纳税人救助中得到的 495 亿美元，银行的超额配股也让 Akerson 离目标更近了一步。（网易新闻）[《《《返回](#)

● 神州租车斥资六亿购车 成国内规模最大汽车租赁公司

日前，北京神州汽车租赁有限公司（以下称神州租车）宣布，斥资 6 亿元人民币在年底前采购 6000 台运营车辆。这是神州租车继联想控股 12 亿控股、2550 万收购华东租赁后的又一次重大举措。其 6 亿元人民币的一次性巨额投入，在中国租车行业前所未有。（南方日报）[《《《返回](#)

● 港交所拟在 2011 年年初推出波幅指数

据香港媒体 11 月 29 日报道指出，香港将在 2011 年年初推出波幅指数（Volatility Index, VIX），届时市场除了多一个参考指标外，利

用波幅指数构成的衍生产品，将成为市场重要的对冲工具。(一财网) [《《《返回](#)

● 中国 MI 能源 IPO 拟筹资高至 1.84 亿美元

据路透周一获得的销售文件，中国 MI 能源 (MIE.N: 行情) 计划在香港首次公开发行 (IPO)，集资高至 1.84 亿美元 (约 14.3 亿港元)。

据文件，MI 能源设定招股价区间为每股 1.7-2.16 港元，发行 6.62 亿股股份，集资介乎 1.45-1.84 亿美元 (未计行使超额配股权)。公司发售的股份，其中三分二为新股，三分一为旧股。公司并有 15% 的超额配股权。

MI 能源将展开路演。摩根大通、德银和中银国际负责此次 IPO。(搜狐网) [《《《返回](#)

三、专业评述

● PE 投资高速发展 监管部门仍未明确

来源：中国经济网

股权投资基金业直接服务于实体经济，由于 PE 基金的私募性质，PE 基金直接服务于 LP (有限合伙人)，投资风险性较低，此外，直接投资股权的模式有效的避免了二级证券资本市场泡沫。

巨大的消费市场空间和经济发展潜力使得中国成为世界上最重要、最具活力的新兴市场，股权投资基金业直接服务于实体经济，在国民经济发展进程中的地位和作用越来越突出。

PE 发展比较成熟的地区有北京、上海、深圳、福州、重庆、天津，这些地区集中了全国主要的 PE 机构。据统计，目前在北京聚集的国内

外各类股权投资机构近 600 家，管理人民币基金 1866 亿元，管理美元基金 4826 亿美元，股权投资基金业的蓬勃发展，为首都带来了良好的社会效益。在北京市备案的创投企业所投资企业的研发投入年增长率为 12%，上缴税金年增长率为 53%，就业岗位年增长率达到 19%。在北京市 22 家创业板上市公司中 17 家得到过股权投资机构资金的支持。

从目前来看，尽管有大量的资金在从事 PE，但是并没有大量的泡沫存在，由于他们属于私募基金，因此自我约束能力较强，PE 需要帮助投资人获得投资收益，因此，在选择项目的时候，如果有拿不准的时候，一般不会去投资，此外，PE 投资是投资在股权市场，资金并不会流入到二级市场当中。

目前我国 PE 投资的风险性并不高，PE 现在的声势很大，机构很多，但实质上投资的项目并不多，由于 PE 直接投资到股权中，资金直接参与实体经济的发展，有效的规避了证券二级市场的泡沫，因此，PE 市场并不存在泡沫问题。

有数据表示，PE 资金中的人民币有超过外资的趋势，投资 IPO 资金超过了 VC，这是中国经济发展的必然趋势，我国 PE 发展处于初级阶段，外资占有主导地位，外资投资的项目获得收益较多，但是随着我国投资者对 PE 投资印象的加深，以及资金总量的宽裕，人民币基金的增多也是必然的。

关于 PE 投资期限，国外 PE 投资的收益期一般是 5-7 年，作为投资者都希望尽快回收投资，取得汇报，这也是可以理解的。但是，PE 投资作为中长期投资收益品种，不应该急功近利，也要避免急功近利，想要投进去就马上上市退出，这种可能性并不大，一方面上市资源非常有限，另外这种短期的行为也与 PE 的本质要求不相符合。

中国股权投资基金协会将协助政府搭建政府于企业之间的桥梁，推动监管不断完善，协会将在行业自律方面发挥重要作用，比如说，提高投资人的水平，建议政府完善某些法律法规，反应业界呼声。目前 PE 行业的法律法规不健全，究竟是哪个部门监管还没有明确，这里面还有

许多问题需要探讨。

(注：本文截选自中国股权投资基金协会会长邵秉仁在 2010 全球 PE 北京论坛上的演讲文章。) [《《《返回](#)

● 创业板首批限售股解禁

来源：北京市道可特律师事务所

2010 年 11 月 1 日，是创业板首批限售股解禁的日子，也注定是一个万众瞩目的日子。在这一日到来之前，创业板由于其“疯狂”表现成为名副其实的创富板，创业板的造富神话也一夜之间尽人皆知。一时间，对创业板的口诛笔伐满天飞，悲观阴郁笼罩整个创业板。于是，各媒体纷纷预测：即将到来的首批限售股解禁将引发创业板“地震”。焦虑惊慌弥漫整个市场，甚至证监会都难以安坐出台措施应对不测。

解禁潮还是来了。11 月 1 日，首批登陆创业板的 28 家企业，除宝德股份外共有约 12 亿股限售股解禁，按照 10 月 22 日价格计算，解禁规模约为 327 亿元人民币，约占整个创业板市场流通市值的 26%。正如媒体先前预料，解禁引来了“地震”（先不管震级如何），“套现潮”如同海啸紧跟而来。

通过近四周的观察，减持“套现”有以下特点：

减持“套现”的主体是创投和公司的高管、股东。这是因为“创投”一般做短线投资，选择的投资项目也多是 Pre-IPO 项目，退出套现是其一贯做法，而在当前超高市盈率的情况下继续持有股票的价值已不是很大，反而可能面临更大风险；而个人股东与高管也很难不利用高估值减持股票迅速实现个人财富的积累，回避公司经营的长期风险。

减持“套现”的方式既有解禁后立即抛售的，也有采用蚂蚁搬家式，一点点抛售的；还有解禁后不抛售，而是通过企业规模扩大后不断地增发配股，通过这种形式来抛售的。总之，在主板中小板市场中常用的方式有，就连“解禁后立即抛售”这种不常用的方式也出现了。但是在

具体操作中截止到 23 日共有 107 笔通过大宗交易平台实现“套现”，这是因为通过大宗交易平台不仅可以规避公司股份总数 1%的减持限制还能够促成成交避免市场波动；当然也有借竞价交易实现“套现”的，但多为持股较少的股东及公司董事、监事、高管。

减持“套现”的股东持股规模小、股本较为分散。一方面，是由于公司在改制上市时自然人股东所占比重较大而导致股权过于分散；另一方面是因为小规模减持“套现”达不到法律要求进行转让信息披露的股权标准，行为更为自由。这也是先前业内人士普遍认为限售股解禁会对创业板二级市场造成冲击的主要原因之一。

虽然减持“套现”的声音仍不绝于耳，但是创业板市场行情却不像先前预期。震是震了一下，不过好像是微震，不但没有出现“跳楼”似的暴跌，反而是全线飘红，首日愣是大涨 4.04%。虽然在过去的三周“套现”仍在继续，并且套现的数额也越来越大，市场行情却在一直攀升，甚至出现了“越减越涨”的现象。解禁之前的悲观阴郁早已被牛市的兴奋所替代。现在，投资者更多的是想趁机捞一把，对解禁“套现”也渐渐的习以为常。

但是创业板被高估已是不争的事实，74.68 倍的市盈率也远高于主板和中小板的估值水平，限售股解禁以后没有出现事先前预期的结果只能说明一个问题，那就是还没到暴跌的时候。我们可以想一下，谁最不愿意看到解禁后股价暴跌出现？不外乎公司的原始股东和创投。公司原始股东和创投之所以不愿意看到解禁后股价暴跌是因为他们需要时间把期权转变为实际收益；相反，如果继续拉升不仅可以顺势套现，而且可以在更高的股价上套现，一举两得。所以，当前的牛市不排除是公司原始股东和创投为最终实现套现而人为拉升股价造成的，然而时隔近四周，继续拉升的原动力还能坚持多久呢？从这个意义上说现在根本就是一个“伪”牛市创业板市场，还能让我们兴奋多久？

所以，作为创业板二级市场的投资者，不管是机构投资者还是普通投资者，在充分利用好这一“牛市”契机挣钱的同时，千万不要忘记限售股解禁带来的压力终要释放，解禁后“套现”的预期不会改变，人为操纵市场终必失败，高估的价值终要回到合理区间；尤其要警惕以下三

类公司：一是解禁比例大、市场成交又不活跃的公司；二是业绩增长不稳定，产品线并无特长，乃至业绩存疑的公司；三市盈率过高的公司。

《《《返回

四、视野与观察

★ 冲击 IPO 首先弃“对赌”

来源：中证网

11月5日，常州天晟新材闯关创业板。值得关注的是，在IPO项目中斩获颇丰的中科招商创投，携旗下中科系的三只基金合力出击，废除曾与该公司签过的对赌协议，弃“对赌”全力冲击IPO。

虽然“对赌”用的好能造就一个传奇的企业，高盛、IDG、红杉等投资案例中，“对赌”身影不绝，蒙牛无疑就是一个鲜活的例子，但不是每一个企业都可以像蒙牛一样在对赌中胜出，毕竟蒙牛只有一个。在我国，上市时间对赌、股权对赌协议、业绩对赌协议、董事会一票否决权安排、企业清算优先受偿权协议等五类私募（PE）对赌协议已经成为IPO审核的禁区。

有业界人士称：“即便常州天晟没有能够过会，或者发行上市过程中出现问题，那么此前已经宣布解除的对赌协议不排除再次执行的可能性。”如此看来，中科系“三军”废除对赌协议完全是为了IPO这个终极目标。

小小“对赌”为何引起业界如此风浪？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刘光超主任解答到：“对赌协议，是一种基于公司业绩而在PE和初始股东之间进行股权调整的约定。即如果达到了事先预定的财务指标，如净利润指标等，则私募（PE）需要向股东无偿转让一部分股份，如果达不到预先设定的财务指标，则由初始股东向PE无偿转让一部分股份。”

我们了解到，对赌条款是舶来品，境外投行设计的繁杂对赌条款被业界戏称为“只有上帝能读得懂”。目前，五种对赌协议已经成为IPO

审核的禁区，虽然“对赌”成为业界圈内不言而喻的“秘密”，对赌阳光化的事宜也被提上证监会的议事日程，但最终还是未通过。

从法理而言，“一方面，对赌协议有显失公平的嫌疑，大多数企业在与 PE 对赌中丧尽家财；另一方面，一旦允许上市公司保留对赌协议，公司的股权结构和正常经营的稳定性都将受到波及，而最终受害的无疑是广大股民。”刘光超律师如是说。

在上市前，企业一般都会尽力将对赌条款清楚干净，毕竟成功冲击 IPO 是硬道理。虽然还是会有不少企业将对赌条款变成君子协定，虽不在公开材料中披露，但协议在 PE 和企业间依旧有效，在创业板上市领域有着丰富经验的刘光超律师提醒企业“飞蛾扑火”的行为需三思而后行。[《《《返回](#)

★ 监管放行并购认购 PE 迎来好时代

来源：中国产业经济新闻网

近日爆料，证监会有可能会放松监管，非关联方也可以在重大资产重组时，以现金参与并购认购，但认购比例不超过 25%。

对于我国并购基金来说，这无疑是一个激动人心的消息。

创业板的开闸，让资本市场的私募（PE）守望者赚的不亦乐乎，在企业重组并购过程中，PE 身影不断。*ST 光华、重庆百货等重组并购案例中，监管层的态度表明，政策的天平开始向鼓励私募（PE）并购倾斜。

这是一个最好的时代，这是私募（PE）的时代。

PE 业界人士满心喜悦地迎接着这个时代的到来。“受杠杆效应的影响，市场的大多数中小型 PE 对重组并购处于观望状态。”一位投资人认为随着 PE 不断壮大及并购市场环境日渐成熟，PE 对中国并购市场的影响会不断加深。券商也在这次的“盛宴”中分得一杯羹，中信证券全资的金石投资就两次出现在重组项目中。虽然目前券商多是短线 Pre-IPO 投资，但随着市场竞争逐渐暴烈化，券商也会考虑长线投资。

如此次爆料属实，这样的政策杠杆将会给私募（PE）江湖带来什么样的风雨呢？北京市朝阳区政府法律顾问人、北京市道可特律师事务所刘光超主任对此做出了解答。

“如果前述消息属实，日后 PE 将可以在参与重组并购的过程，不用进入被并购企业成为其股东，而可以直接以现金与被并购企业一起进入并购方，这无疑会加快 PE 突击进入借壳上市公司的速度，缩短其投资周期。这必将有利于鼓励更多 PE 参与并购项目，有利于我国并购基金的进一步发展。”

在企业并购认购、私募投融资有着多年的经验的刘光超律师告诉我们，传统 PE 的运作模式为对企业进行股权投资，通过被投资企业上市或并购获得股权溢价的收益，进而退出获利。而近年来 PE 运作的手段日益丰富，从向企业直接提供过桥贷款、进行债权投资，到与企业联合经营展开直接合作，方式日益多样。PE 如能直接以现金参与认购并购，相信未来的并购市场一定 PE 活跃，如火如荼。[《《《返回](#)

★ 新三板扩容成定局 相关配套机制需调整

来源：千龙网

据悉，新三板扩容方案已于 9 月杀青，预计明年将正式推出新三板扩容方案。在“新三板”发展道路上，其区域性场外市场身份是其障碍之一，所以扩容成为“新三板”继续征战资本市场的必经之路。

独领风骚的“新三板”一直是场外交易市场的“宠儿”，业界人士普遍看好其未来走势。我们了解到，新三板的直接监管主体是中国证券业协会，所以证监会一直对新三板关爱有加。这次新三板的扩容也得到了证监会、科技部和商务部三大部门的支持。作为新三板的“娘家”的证监会当然力挺“新三板”，而新三板瞄准高新技术产业，这和科技部的宗旨又不谋而合的，同样，商务部也表示出对“新三板”的“青睐”，

有意将其扩展到各地的经济开发区。三大部委的鼎力支持，使得新三板获得长久发展的动力。

有了强大的“后台”，“新三板”自身的准备也十分重要。“新三板”的资源后备库——国家高新技术区已增至 70 个，这为其扩容提供源源不断的企业资源。同时，中介机构——券商扩容同步进行着。业界人士称：“主板券商审批速度加快，意味着新三板扩容也将提速，改革速度也将加快。”截至目前，“新三板”主办券商数量包括 9 月新增的一共有 37 家。

“后台”的撑腰加上高新技术区、券商的准备，如此看来“新三板”扩容成定局。

虽有投行人士称，“新三板”最大的优势在于不需要严格审核，就能挂牌交易，方便了企业融资，但新三板存在的个人投资者无法参与、流动性不足和转板机制尚未建立的问题是扩容后必须面对的问题，也考验着“新三板”的实力。所以，伴随扩容相应的配套机制的改革和调整显得越发重要。

“伴随着新三板扩容而来的是相关配套机制、工作的改革和调整，这点显得尤为重要。”北京市人民政府特邀建议人、北京市道可特律师事务所律师刘光超律师谈到了一些设想和建议：“在监管机制上，扩容后的新三板的监管权可以统一收归证监会；在备案制度上，未来拟采取注册制，即由地方政府对拟挂牌企业进行资格审查，备案机构将变更为证监会的某个部门；在具体制度上，无论是试点资格确认函以及挂牌后的持续监管，还是投资者的规则设定都需与时俱进，不断完善。”

在新三板扩容之际，我们需要未雨绸缪，切实做好扩容后相关配套工作，这也是“新三板”长远、稳定发展的有力保障。“新三板”能否抓住扩容这个历史机遇，华丽转身，我们将拭目以待。[《《《返回](#)