

本期目录 contents

一. 本期头条

- ★ 新三板：不应被忽略的企业融资孵化器

二. 业界聚焦

- ★ PE 监管酝酿升级
- ★ 诺基亚与西门子证实与私募机构洽谈 NSN 投资
- ★ 中国移动入驻难解资本之渴 浦发银行拟再融资三百亿
- ★ 创业板“期中考”击散神话光芒 成长性远逊于中小板
- ★ 银监会召集银行座谈 PE 业务 拟调研银行与 PE 机构合作

三. 专业评述

- ★ 社保基金进军 PE——独享尊荣
- ★ 新三板：市场的井喷式发展和系统的滞后性的协调

四. 视野与观察

- ★ 企业年金，PE 市场的下一个生力军？
- ★ 新三板扩容，全国统一性与地域差异性应统筹安排
- ★ 巨额险资输血 PE 大中型保险公司或成直投试点

—道可特电子刊物—

2010 年 9 月 1 日 第 9 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：赵爽、高清湫、王涛、钟全亮
电话：(010) 8586-2880
传真：(010) 8586-2900
Email: email@docvit.com
网 址：www.dtlawyers.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

曾与一个企业家无意间谈起新三板，他直觉中的新三板是个比较边缘的事物，以为它是地方政府为了搞活经济做的某些尝试和努力，而因为地方行为，持续性发展的可能性也堪忧。我想，这可以代表普通民众对新三板普遍认识吧。

一直觉得在全民炒股的时代，民众对资本市场整体缺乏一个基本的理论认识，对资本市场根基的场外市场知之甚少，是国民的悲哀。这贫乏的知识储备与欠缺理智投资行为，仿佛是一面铜镜，照耀出股市繁荣背后的真实影绰。

金融资本与实体产业的合理结合能催生出巨大的生产力，从而满足人们日益增长的物质文化需求。新三板作为一个新的金融资本市场，科技创新型企业作为此市场培育的实体产业，二者的结合优化了资源的利用，做到了“有钱出钱，有力出力”的资源配置，必将产生 $1+1>2$ 的效果。

新三板是一个出发点，以中关村科技园区为原点，向全国扩散，最终让全国的科技创新型企业在此能孵化成才。带着美好的愿景，每个先行者都在贡献自己的力量。《直击新三板》也在这个出发点上，发挥着光热。

希望能有更多的高新技术企业了解新三板，希望更多的投资者进入新三板，希望新三板逐渐完善自身的制度建设，希望新三板能为民族自强、国家中兴发挥应有的作用。

于是当我偶得《直击新三板》一书时，便爱不释手。作者敏锐的市场感受力是让我拿起它的第一动因，而“能讲明白么？”“有用么？”一系列的试探，是我读完这本书的动力。而结果是，我多虑了。

基础读本？是的，你可以当它是关于场外市场，尤其是新三板的基础读本，对市场概况、市场定位、法律环境等都有非常全面的交代。

实务指南？当然，关于新三板挂牌的流程，每一步需要处理的文件，需要协调的行政机关，需要借助的中介机构力量，全部在书中一一列明，足够读者拿来就用，实务操作性极强。

法律解读？好吧，因为是律师主笔，你会发现大多数对制度和环境的评价都是从合法性角度展开的，而对法律规范的解读更是深入浅出，专业，可见一斑。而以法律分析为核心展开的市场分析、经济环境分析等，也无不透漏着法律人特有的逻辑与理性。

理论研究？确实，书中对新三板制度的现状解读外，还对立法应该在哪些方面作以调整，如何满足挂牌企业需求，推动制度革新进步进行讨论，这种视角将这本书从一个实务读物提升为理论研究书籍。

没有浪费“市场第一”这一机缘，值得一读，这是我的感受。法律、经济多重交错的视野，数据、现象、理论三位一体的分析，现状、未来二维空间的解构，成就了这本书的分量。希望更多的人通过这本书了解新三板。（证券日报） [《《《返回](#)

二、业界聚焦

● PE 监管酝酿升级

《财经国家周刊》记者获悉，国家发改委对 PE（私募股权投资基金）的监管即将升级，对于 5 亿元人民币以上的 PE 基金有望实行强制备案，对于拒不备案的相关基金将公布其名单。但根据创投管理办法进行备案的 VC（风险投资基金）不在此列。（财经国家周刊）[《《《返回](#)

● 诺基亚与西门子证实与私募机构洽谈 NSN 投资

透伦敦 8 月 29 日电 据金融时报网站周日报导，诺基亚与西门子已证实，其正与一些私募股权机构进行关于对诺基亚西门子通信技术有限公司（NSN）的投资谈判。（路透中国）[《《《返回](#)

● 中国移动入驻难解资本之渴 浦发银行拟再融资三百亿

浦发银行公布的半年显示，上半年实现净利润 90.81 亿元，同比增长 34%，由于受制于资本充足率等指标，浦发银行的业绩在同业中并不靠前。

发审委通过、高管入驻董事会，联姻中国移动已经进入到了实质性阶段，其所带来的 400 亿资金虽然能够缓解其对资本的渴求，但依旧不能完全满足未来的发展。因此，在未来两年该行决定再在银行间债券市场发债融资 300 亿。（证券日报）[《《《返回](#)

● 创业板“期中考”击散神话光芒 成长性远逊于中小板

在创业板 109 家公司中报披露完毕之后，记者通过统计发现可比的 105 家创业板公司上半年净利较之上年同期增幅仅约 30%，这一增幅仅仅和已经公布中报的约 1100 家主板公司增幅接近，但却远远落后已经公布中报的 430 家中小板公司上半年净利约 45% 的同比增幅。（21 世纪经济报道）[《《《返回](#)

● 银监会召集银行座谈 PE 业务 拟调研银行与 PE 机构合作

银信合作新政出台后，银行与 PE 的合作又进入监管部门的视野。《第一财经日报》获悉，银监会上周召集银行举行 PE 业务座谈会，并计划于近期对国内银行与 PE 机构的合作情况展开一次调研。（第一财经日报）[《《《返回](#)

三、专业评述

● 新三板：市场的井喷式发展和系统的滞后性的协调

来源：北京市道可特律师事务所

随着新三板扩容，更多的高新技术开发区被纳入新三板，更多的企业将挂牌并转让交易，这无疑将会对新三板现行规则系统提出尖锐的挑战。现有的新三板交易系统仅容纳了 60 多家挂牌公司，规则系统运转较为顺畅，但是如果新三板挂牌企业增加到 1 倍或者 2 倍，新三板现行交易系统是否还能运转正常？是否可以满足新三板正常报价、交易、结算、交割的需求？这是新三板扩容后所不得不考虑的问题。总体而言，

这种市场的井喷式发展与系统滞后性之间的矛盾主要体现在以下几方面：

第一，在新三板扩容后，新三板挂牌企业数量的急剧扩大与系统容量的矛盾。原有系统的容量相对应于 60 多家挂牌公司，并且现在 60 多家挂牌公司规模是经历 4 年多才发展起来的，如果在短时间内新三板挂牌公司激增，这将有可能出现与现有系统之间的矛盾。

第二，现有系统工作机制、工作流程等与激增新三板挂牌公司的矛盾。挂牌公司涉及方方面面的工作机制和工作流程，涉及不同的政府机构和部门，这些部门共同的工作保证了新三板系统的正常运转，但是经过扩容后，将会有数倍于中关村科技园的政府机构、部门参与其中，如何协调这些政府机构、部门之间关系，是一个现实存在的问题。

第三，对于新三板挂牌公司而言，挂牌的主要目的是希望能够充分利用这一场外交易市场，在资金融资、市场开拓、品牌建设、规范内部管理等方面得到发展和提升，原有的新三板在这些方面发挥了一定的作用，但由于配套制度的不完善，导致其流动性不足，也制约了新三板在促进企业发展方面的作用。在新三板扩容后，现行制度的不完善与企业的发展要求之间存在较为明显的矛盾。而在新三板扩容后，这些需要和原有系统的不足之间无疑还继续存在矛盾，并且有可能会进一步激化。

第四，新三板井喷式的发展，其规则系统也很可能会做一些变化，诸如引入作市商交易制度、扩大自然人投资者的范围，这些变化如何与原有系统衔接？是将原有系统的相关规定和操作全部废弃，重起炉灶，还是在原有系统平台上加以利用改造？这也是需要解决的问题。

综上所述，新三板扩容后井喷式的发展，会对原有系统提出更高的要求，原有系统也需有针对性地改造和优化，从而满足进一步发展的需要。

（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》》》](#)

● 社保基金进军PE——独享尊荣

来源：北京市道可特律师事务所

2001年12月13日发布的《全国社会保障基金投资管理暂行办法》中规定的社保基金，是指全国社会保障基金理事会负责管理的，由国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的，由中央政府集中的社会保障基金。我国的社会保障基金一般按不同的项目分别建立，如社会保险基金、社会救济基金、社会福利基金等。其中社会保险基金是社会保障基金中最重要的组成部分。目前，我国社会保险基金分为养老保险基金、失业保险基金、医疗保险基金、工伤保险基金和生育保险基金等。

正是由于社会保障基金具有保障人民基本生活的作用，所以《全国社会保障基金投资管理暂行办法》规定社保基金投资运作的基本原则是：在保证基金资产安全性、流动性的前提下，实现基金资金的增值。国家允许社保基金投资的初衷是为了社保基金的增值，为了更好地保障人民的基本生活，所以才允许社保基金进行一定范围内的投资，但是投资不能危及基金的资产安全性、流动性，这就是社保基金投资运用的总体原则。

《全国社会保障基金投资管理暂行办法》第二十五条规定：“社保基金投资的范围限于银行存款、买卖国债和其他具有良好流动性的金融工具，包括上市流通的证券投资基金、股票、信用等级在投资级以上的企业债、金融债等有价证券。”全国社会保障基金理事会直接运作的社保基金的投资范围更窄，仅限于银行存款、在一级市场购买国债，其他投资需委托社保基金投资管理人管理和运作，并委托社保基金托管人托管。

另外，在《全国社会保障基金境外投资管理暂行规定》第十五条中规定：“全国社保基金境外投资限于下列投资品种或者工具：（一）银行存款；（二）外国政府债券、国际金融组织债券、外国机构债券和外国公司债券；（三）中国政府或者企业在境外发行的债券；（四）银行票据、大额可转让存单等货币市场产品；（五）股票；（六）基金；（七）掉期、远期等衍生金融工具；（八）财政部会同劳动保障部批准的其他投资品

种或工具。”

从上述规定，我们可以看出社保基金被允许从事二级市场的股票投资。就风险程度而言，私募股权基金的股权投资风险低于二级市场的股票交易风险。如果社保基金的投资规则中安全性是重要原则，那么上述《暂行办法》允许社保基金进行股票交易，而不允许社保基金进行私募股权基金投资是不合理的。

2008年4月这种不合理得到改变，财政部、人力资源与社会保障部在国务院的批准下同意全国社保基金投资经发展改革委批准的产业基金和在发展改革委备案的市场化的股权投资基金，但总体投资比例不超过全国社保基金总资产（按成本计算）的10%。尽管有投资目标和投资比例的限制，但是作为私募股权投资机构投资者的身份，社保基金得到了确认。全国社保基金2004年投资了中比基金，2006年向渤海产业基金投资10亿元，2008年向鼎辉和弘毅两家股权投资基金各投资20亿元，共计投资40亿元。社保基金投资PE的放开对本土PE来说是天大的好消息，因为社保基金无疑将成为本土PE资金来源的大户。但是，我国对社保基金对PE投资的放开与国际做法依然不同步，我们期待政策进一步放开对社保基金投资PE的限制。

实际上，社保基金投资的放开只是针对全国性的社保基金，地方各级政府管理的养老基金目前仍未允许直接投资于股权领域。

最后，值得注意的还有，经国务院批准，2009年6月19日财政部、国资委、证监会和社保基金会联合发布的《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》规定，股权分置改革新老划断后，凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司，除国务院另有规定的，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10%，将股份有限公司部分国有股转由社保基金会持有，国有股东持股数量少于应转持股份数量的，按实际持股数量转持。由此可见，随着该办法的实施，全国社保基金的资金实力无疑是如虎添翼，这对于私募股权投资市场而言，也是一重大利好消息。

（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》》》](#)

四、视野与观察

★ 企业年金，PE市场的下一个生力军？

来源：信息时报

5日保监会发布了《保险资金运用管理暂行办法》，其中明确规定保险资金可以投资于未上市企业股权，PE市场终于迎来保险公司这一重要机构投资者。目前，国家对银行、证券公司、企业年金等机构投资者进入PE市场在法律及政策上设定了一些资格限制。

据记者近日获悉，企业年金主管部门正在修订《企业年金基金管理试行办法》，并有望在年内出台。PE市场是否会迎来企业年金的进入？

目前，《企业年金管理试行办法》（劳动保障部令第23号）是我国规范企业年金投资行为的主要规范性文件，北京市律师协会理事、北京市道可特律师事务所主任刘光超律师告诉记者，根据《办法》中对企业年金财产的投资范围和第四十七条的有关规定，目前，我国企业年金还不能直接进行股权投资，但是可以将基金净资产的30%用于权益类的资产。

据有关人士透露，修订中的《办法》第四十七条中“投资股票的比例不得高于基金净资产的20%”被删除，而“投资股票等权益类产品及投资性保险产品、股票基金的比例，不高于基金净资产的30%”得到保留。而对于PE投资，一位熟悉讨论稿的人士表示，企业年金则暂无进入计划。

刘光超律师认为，随着私募股权投资市场的逐步成熟及机构投资者私募股权投资经验的逐步丰富，限制企业年金进入私募股权投资市场是否还有必要，抑或依然落后以至于限制了私募股权投资市场的发展还是值得研究的。

企业年金是我们中国的叫法，在美国称之为养老基金。美国的养老基金在私募股权投资基金中占了相当的比例，是私募股权投资基金的重要来源之一。

有关业内人士表示，有些发达国家因为发展比较成熟，企业年金会涉及投资 PE，但在我国还不成熟。

《办法》中规定的企业年金财产的投资范围，限于银行存款、国债和其他具有良好流通性的金融产品，包括短期债券、信用等级在投资等级以上的金融债和企业债、可转换债、投资性保险产品、证券投资基金、股票等。一位养老险公司人士认为，相对于股票投资，他们更重视债券等固定收益类投资比例的提高。

企业年金是多层次养老保险系统的组成部分，受到国家宏观指导，在投资管理上遵循安全性和流动性的原则。有关分析人士认为，虽然企业年金近年来发展速度很快，但整体规模仍然较小。

和险资进军 PE 的热情相比，企业年金进入 PE 市场还有待突破。《《《返回

★ 新三板扩容，全国统一性与地域差异性应统筹安排

来源：中国经济新闻网

近日来，随着新三板扩容进程的逐步提速，众多高新区纷纷摩拳擦掌，力争入围“新三板”试点园区。

据了解，上海张江、洛阳、大庆等几家高新技术园区纷纷开始筹备进入新三板扩容试点范围，而全国 50 多个高新区也都寄希望进入扩容名单。

从现有资料来看，武汉东湖、上海张江、西安、天津滨海、成都、深圳等高新区比较有希望成功入围扩容名单，这些地区既有沿海发达地区，也有内地诸如西安、成都等新兴地区，不同的地区之间经济发展水平不一，科研水平也不一，发展的侧重点不同，种种因素，决定了各个园区、各个高新技术企业之间存在明显的地域差异。

有业内人士分析，如果用统一的标准衡量，很容易出现个别园区有很多符合标准的企业，而个别园区则会出现寥寥无几的情况。

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认为，新三板最终发展目标是要建立全国性的统一场外交易市场，这就决定了新三板必然要像主板、中小板及创业板一样实行统一的挂牌标准，而不会考虑到地区差异而采取差异化的标准。由此，全国统一性的新三板市场与地域差异性有可能出现一定的矛盾需要加以统筹安排。

从本质上来看，各园区地区发展不均衡在资本市场上的客观必然的存在，也是市场手段进行资源配置的客观要求，即资源永远流向最能发挥其作用的地方，从而实现资源整合的最优化。刘光超律师指出，从一个时期来看，虽然新三板扩容已是不可逆转之潮流，但在这一潮流中，必然是优秀而又有所准备的园区或者企业才能成为市场的第一批弄潮儿，他们将会引领新三板的新一轮发展。

当然，我们也应该清晰地认识到地域差异性问题的暂时的。发达地区、先进企业需要资本市场的支撑，欠发达地区更需要资本市场的支持，我们在维护新三板市场统一性的同时，不要忽视积极推进新三板的完善与优化。[《《《返回](#)

★ 巨额险资输血PE 大中型保险公司或成直投试点

来源：千龙网

日前，中国保监会公布了《保险资金运用管理暂行办法》（以下简称“办法”），其中明确规定了保险资金可以投资于未上市企业股权。据有关机构测算，保守估计或将有 2260 亿险资涌入中国 PE 市场，如此巨额之险资将会成为本土 LP 市场上的一支新兴主力军，对于“求金若渴”的 PE 市场来说，无疑是一巨大输血库。

清科研究中心分析师林婉婷认为，保险资金具有资本量庞大、投资周期长等特性，与 PE 一般 5-7 年的投资周期以及相对较低流动性的特点

相适应，是仅次于养老基金的最适合投资于 PE 的机构投资者。

北京市朝阳区人民政府法律顾问、北京道可特律师事务所主任刘光超律师认为，PE 与保险公司最主要的合作，体现在保险公司可以作为出资人进入私募股权投资基金，而保险基金一直被认为是 PE 在投资期限上最为匹配的资金，也是 VC 和 PE 基金管理人最为青睐的资金来源之一。

有业内人士分析，保险直投的试点可能锁定在大中型的保险公司。有消息透露，鉴于保险公司对股权投资经验的匮乏，为防范潜在风险，除基本门槛外，保监会还将设置一系列考核指标——如偿付能力、公司利润、保费增长等关键指标挂钩，只有每一项指标均符合的公司才可申办该业务。由此可以预见，中小型保险公司或将被拒之于 PE 大门之外。

据了解，中国人寿、中国平安已递交成立 PE 公司的申请。而此前的中国平安早已通过平安信托设立了 PE 平台——平安创新资本。平安创新资本其本身就是一家 PE 公司，只是具体负责开拓 PE 项目的是平安信托的直接投资部。而平安创新资本与平安资产管理公司在 PE 投资业务上进行集中操作，储备和投资了大量项目。[《《《返回](#)