

整理 | 张楠

来源 | 投中网

周期之下，DPI成了横亘在LP和GP之间最深的鸿沟。

毕竟还是真金白银最实在，以前LP关注GP

投得怎么样，现在更关心退得好不好，那么IPO之后就万事大吉了吗？投中网在不久前曾发文章指出过港股

“丐版IPO”的现象，这能在多大程度上解决GP和LP的退出焦虑？

除了IPO，目前真实可行的退出方式还有哪些？退出究竟需不需要作为投资决策的必要前提？VC机构FA化“卖项目”，在GP眼中是贬义词，还是赋能和解决退出问题的终极形式？

在“第16届中国投资

年会·年度峰会”上，力合创投总经理汪姜维的主持下，华控基金合伙人、董事总经理李远烽

、博琮资本管理合

伙人刘佳伟、锦天城律所高级合伙人

马茜芝、同创伟业管理合伙人唐忠诚、德同资本

创始管理合伙人、总裁田立新、众为资本合伙人姚安民、华睿投资董事长宗佩民等8位VC/PE行业的资深从业者，围绕上述话题展开了深入探讨。

力合创投汪姜维认为，“港股IPO只是一个开始，而不是真正的退出，未来还需要持续培育，形成流动性以后，投资人才有好的退出。”

华控基金李远烽认为，“IPO固然是退出非常重要的方式，但不管什么退出，核心都是资产价值，只有保持资产的成长性才会有好的退出时机；同时投资机构需要对所有被投企业的基本面有足够的了解，对于市场面和资金面的情况也保持时刻关注，市场也一定会回馈比较好的时机和卖点。”

博琮资本刘佳伟认为，“通过股权的二级市场（S基金），进行相应的资产处置，是解决资产流动性问题并较好体现当期价值的一种方式。”

锦天城律所马茜芝认为，“将私募基金持有的股票直接分配到LP的手上，通过这种方式调和两者之间的矛盾，是非常有温度的规定。”

同创伟业唐忠诚认为，“目前，行业中关于VC的FA化似乎带有贬义的解读，但FA的本质是投后赋能，这是专业机构必备的工作内容和专项技能。作为专业投资机构，FA工作做好不仅有利于推动企业成长，甚至可以兼顾到地方招商引资以及机构自身募资等多方利益。”

德同资本田立新认为，“市场好了肯定IPO，又有名又有利，市场不好要什么名？要利。怎样把公司（卖）到资本市场上，这都是我们的“能力”。”

众为资本合伙人姚安民认为，“退出是和人性的博弈，好不容易等到收果子的时节，谁都希望果子长得更大，也都认为明天会长得更大，但是可能你永远踩不在高点，这个过程中，是需要对人性的把握。”

华睿投资宗佩民认为，“一定要投实实在在的、赚钱的IPO，一定要以赚钱为目的，而非数量和名，否则忙了一辈子，名气很大，赚钱很少，很好笑。投资是看天的，牛市的时候要狠狠出，全部出掉，熊市时可以先放放。”

以下是现场探讨实录，由投中网进行整理：

汪姜维：感谢投中的邀请，我是来自于力合创投的汪姜维，力合创投的大股东是一个上市公司——力合科创。与大众化的投资机构不同的是，从1999年成立到现在

，一直专注于早期科技成果转化领域相关的投资。

力合

除了基金的投资，我们的直投比例比较高，这不同于一般投资机构，同时整个力合科创，打造的是一个完整的科技创新服务生态和体系，为早期科学家团队的创新和创业，提供全方位的投资孵化、科技成果转化各方面的支持和深度服务。

李远烽：华控基金成立于1997年，源自清华大学

，专注于硬科技领域投资，包括先进制造和新一代信息技术。在投资过程中，华控比较专注也比较负责任，我们不仅仅是只做早期的投资，事实上我们会做“轮投资”，在很多项目上会继续跟投甚至领投，A轮、B轮、C轮持续加码，这样的策略也会让新入的投资机构更加放心，华控的背书能够让企业在新一轮融资中更容易得到新投资人的认可。

投资周期

有多久，退出时的价值以及过程中为企业做哪些增值服务去推动企业更好的成长。

刘佳伟：大家好，我是博琮资本管理合伙人刘佳伟。博琮资本是一家由成熟母基金团队成立的新平台。2018年开始，我们团队就已经系统和批量开展S基金的交易业务。现在S基金交易逐步变成一级市场资产重要和有效的退出方式，很高兴今天和各位优秀的基金公司，一起探讨IPO退出以外其他的创新退出。

马茜芝：我是来自上海锦天城律所高级合伙人马茜芝，我们最重要的一块业务就是IPO。IPO一直是国内市场投资退出的主流方式，IPO目前和未来发展的趋势，还是最主流和最好的方式吗？这个话题非常有意义，一会儿我会从我实践经验的角度给大家作一下分享。

唐忠诚：大家好，我来自于同创伟业。同创伟业是国内最早的一批投资机构，主要方向是在科技、生物医药，都是比较硬的科技领域。

今天的话题是IPO，同创伟业在这方面的收获比较多，科创领域超过20家，累计上市超过100家，同时在会的企业也有几十家，每年大概都有10—15家过会和上市的企业，今年明年可能更多一点，这个话题等一下和大家交流。

田立新：我是德同资本的创始管理合伙人田立新，和团队合作二十多年，也是中国最早的一批做风险投资的，从12年前我们开始有人民币基金，目前管理的人民币基

金100多亿，三大方向：高端制造、医疗健康和大消费。

这些年，我们投了很多上市公司，海外、美国、香港的，但是最多的是在国内，上星期就有一个上市的，过两天可能还有一个，所以IPO是不是最好和唯一的退出渠道，会有一些感受和经验，和大家一会儿分享。

姚安民：我是众为资本的姚安民，目前双币基金管理规模超过百亿，主要关注三个方向：第一是数字经济，第二是硬科技和高端制造，第三个是中国的出海与消费，这三个方向耕耘了快八年。

有幸去年和今年有两个好的IPO，可能也是美元基金比较大的IPO，一个是BOSS直聘，大概是100亿美金的公司。另外一个GoTo，东南亚的阿里巴巴，300亿美金的公司，是我们比较好的收获。

宗佩民：我来自于华睿投资，成立于2000年，今年20年（历史），是浙江省最早的创投机构，我们致力于科技实业的投资，在互联网消费比较红火的时候默默无闻，从来没有参加过投中的会议，也感谢投中的邀请，让我退休前有这样一个机会。

汪姜维：感谢各位，第一个问题是“丐版IPO”，最近是香港市场，可能释放2%、3%股权就IPO了，比如微创底下的一个公司上市了，到现在为止交易量也不是很大。

我想第一个问题和第三个问题，涉及到二次、三次上市是否值得借鉴，这和在美国和港股市场上市相关，我们请原来以美元基金为主的众为姚总来谈。

姚安民：这是很重要的话题。作为美元基金的衣食父母，IPO退出涉及到的港交所和纳斯达克交易所，都是全球主流基金的交易场所。它们会关注企业股票的市值和流动性，关注中国企业在世界中的格局和竞争优势，不太可能为了小盘子和低流动性的股票而花费大量精力，对他们来说没有规模经济的。

这也和板块也相关，原来中国VC所投资的公司，在港股和美股绝大多数都是新经济的企业，这类资产是否能持续获得关注和国际资本的配置，在现在的时间点来看是有

待讨论的。

反而在国内A股市场

，板块更为多样和丰富，海外资金其实对这些板块理解和配置是相对有限的。我们希望未来有更多形态，全球竞争力的中国公司在港股上市，这会带来板块聚集效应，引导海外投资人关注中国企业竞争力的多样性，比如新能源、动力电池和人工智能等方面的公司。

在现在这个时间点，资产配置会面临新板块没有上来，老板块动力不足的问题，再加宏观因素和地缘政治等问题，所以不管“丐版IPO”，或者最近众多中国公司二次、三次上市，其实都是这些综合因素推导出来的结果。

马茜芝：这是香港市场和国内市场的区别，国内IPO要求是发行25%，最低10%。香港交易所没有硬性规定，发1%、2%都可以，“丐版”IPO就是这样催生出来的，我只发1%、2%，我募一点点的资金，目的是为了维持发行价的平稳，因为港股破发率非常高，一二级市场倒挂现象也非常多，以募集规模和牺牲流动性为代价，将股价维持在平稳的状态，乍一看还是成功的IPO，但细看是问题。

以降低募集规模和牺牲流动性为代价，将股价维持在平稳的状态，乍看之下还是成功的IPO，但细看是问题。在二级市场募一点点资金，远不及一级市场的募资规模，是另一种形式的一二级市场倒挂，对于投资人来说，非常低的流动性对他们退出也没有好处，“丐版”IPO是企业在高破发率状态下不得已的选择，肯定不能成为主流和大家追求的事情。

汪姜维：我们知道香港的市场和A股

相比，流动性有限，可能IPO只是一个开始，而不是真正的退出，未来还需要持续培育，形成流动性以后，投资

人才有好的退出。比如新东方在线，俞敏洪

老师做东方优选直播

，股价有很好的表现，流动性就非常好，腾讯在这期间非常精准地完成了减持。

所以时机的选择我相信也很重要，IPO可能不是退出的结束，而是开始。下面第二个话题，除了IPO，目前真实可行的退出有哪些，这个问题请咱们S基金博琮资本的刘总谈谈。

刘佳伟：国内传统的项目端退出，主流还是IPO，今年并购退出也逐渐成为可选的退出方式。在海外，其实资产退出还有另外一种重要的方式，即在基金已经快到期，或者是LP有相关的退出需求的情况下，GP将持有期限较长、但仍具有很好成长性和投资价值的资产组合，进行多资产打包的形式出售给S基金，实现一部分资产

的流动性和一定价值的实现。

国内目前出现了GP把旗下资产打包卖给S基金的案例，我们目前也在推进此类交易。对于GP过往Portfolio的项目，我们会挑选出一些上市（意愿）强烈的，且成长良好、但上市又需一段时间的项目，做成新的资产包。然后作为买方将资产包进行合理评估，以一个买方和卖方相对接受的价格，把这个资产包受让过来。

汪姜维：退得出是投资的必要前提吗？这和刚才的问题有关联，华控的李总是做投后的，以退为进，退得出是不是投资决策的必要前提？

李远烽：我既管投资又做投后。投资是有周期的，一个基金不考虑周期的退出，说得不好听是耍流氓的行为。任何一个机构——在华控更是——退出是投资决策的前提，我们会提一个报告，什么周期内进行退出，以什么样的方式去做，包括对未来退出估值的期望，这是非常重要的环节，也是投委会非常看重的意见。

说到刘总的话题，2019年我们也做过资产包，这应该是中国未来（退出）非常重要的方式，中国目前还是比较难，价格是一个核心问题，但目前有一点比较好的是，不同的基金专注于不同的阶段性上，所以单项目是阶段性的，原来我们叫接盘，现在不是的。

单项目基于投资周期不同，产生不同轮次的“短老虎”现象是增加的，尤其是好的项目，有些基金投得比较早，一定程度上考虑风险也好，回收成本也好，选择一定退出。有些基金是中后期的，是要大规模、大体量，同时它对成长性和收益性要求没那么高，但是对未来IPO的要求高，这也是不错的选择。

当然还有并购和回购，其实本质上，IPO退出是非常重要的方式，但是其他核心的退出方式，核心还是资产价值，资产价值好，保持成长性。虽然你投资会考虑退出的决策、方式和方法，但是资产的成长一定帮助你找到退出的好时点。

汪姜维：不以退出为目标的投资是耍流氓。巴菲特

说过一句话，最好的投资是永远不退出的，因为他是保险的钱，可以永远不退出，但是咱们国内管的是基金，不退出不行，我不浙江本地的宗总怎么看，退得出是投资决策的前提吗？

宗佩民：这个肯定是的，退不出肯定不投，每个项目认证的时候肯定是要有退出的方向，项目的价位和退出渠道联系在一起，有的项目为了IPO去投资，估值可以高一点，有些为了并购可以低一点，有些可能只是为了分红，为了长期投资，那就只能净资产交易。

田立新：对，我们最重要的是为LP挣钱，退出最重要，也是最必须的，德同曾经还拿过国内最佳IPO退出奖励，其实IPO不是真正的退出，A股（解禁期）1年，海外6个月，所以这个不叫退出。

我们所有的项目都是一颗红心多种准备，理想的是IPO，然后看时间，还有并购，还有拆开并购，还有加加减减，这个很有意思。因为我原来在华尔街做投行，专门做并购，并购非常有意思。还有其他的创新方法，所以退出非常重要，IPO只是其中之一。

第二个讲IRR

，因为你是拿LP的钱包，要都奔IPO，IRR好像很好看，但是DPI很难看。所以既要有IRR，又要有DPI。三年前我们投了数据中心的案子，反正各种原因不让上了，一倒手卖了，疫情最艰难的时候卖了几十亿现金，现金给大家分了，尤其是在疫情期间，LP就觉得非常好，要什么IPO？IPO上去，实控人要锁3年的，我们基金都到期了。

最重要给LP挣钱，最好也要把DPI做好。

汪姜维：说到根本上，为LP服务是最核心的一条。实际上在座的GP都是用心良苦，费尽心思把退出工作做好，大家都是为了衣食父母，要做好所有退出的工作，资金的性质决定了我们怎样退出的方式和追求。

投中给了一个话题，VC机构FA化，能在多大程度上解决退出的话题，同创伟业的唐总比较有经验，请他谈谈。

唐忠诚：VC的FA化，目前行业中对于这一现象似乎带有贬义的解读，大致认为VC是募不到钱了，然后去做FA，实际上FA作为专业机构来讲是一项必备工作内容和专项技能，FA化本质上是赋能工作，是投后管理的要求。狭义来看，FA单指的是融资，但广义上来看，还包括帮助企业梳理商业计划，规范企业成长，帮助企业退出管理。尤其募资较难的当下，专业机构的FA工作是要结合募资以及各地招商引资的大环境，将被投企业和各地优势结合起来，引导企业落地，帮助企业对接有利的条件和较好的政策。因此整体来看，FA工作做好不仅有利于推动企业成长，甚至可以兼顾到地方招商引资以及机构自身募资等多方利益。

同创伟业成立22年，投后管理的部门尤其是2007年以来一直是很核心的部门，我长期作为投后管理者，还是很重视这部分工作。比如我们投一个企业，三轮独家投资。今年他估值有很大的增长和跳跃，2018年我们主导这家企业进入新能源汽车领域，最近两年公司业绩得到快速爆发，我们帮助它梳理好商业计划继续做好融资

。

所以，我认为FA狭义的理解就是融资，但是专业的理解就是专业机构必备的工作内容和专项技能。

汪姜维：VC机构里面有一些投资银行的部门或者是服务的团队，我们更多的是叫VC/PE机构项目化，提供强大的增值服务，无论是项目退出还是转型，还是并购，都有非常重要的作用，相信在座的很多投资机构都深有体会，田总是否如此？

田立新：非常有体会，早投资的企业，除了给钱，给的就是资源的赋能。刚才说FA，就是使命必达，干活。德同资本投了200多家企业，市场好了肯定IPO，又有名又有利，市场不好要什么名，要利。

然后还有DPI，怎样把公司（卖）到资本市场上，这都是我们的“能力”。所以一些好企业引入我们的钱，真的不光是钱，还有我们FA的能力。

所以这个不能说FA化，是FA的职能。IPO以后，能够把握准卖点吗？这个话题是请每位投资人谈一谈，因为IPO后，到底怎么卖，有什么原则？比如说基金有期限，那即使是上市以后能卖的时候，时间不好也很难卖，同时又有很多项目上市涨了很多倍，这个钱是不是该你赚的。

宗佩民：做了10年的CVC，20年的创投，我的年纪是最大的，做了30年的投资，一定是以退出和赚钱为目的，第二个退出一定以IPO为目标，其他的是赚不到钱的，真正赚钱的一定是靠IPO。现在IPO还不错，是我们的好机会，大家要珍惜。

但现在我们的牌子都是靠IPO排名，我觉得是不科学的。因为要投IPO很容易，很简单的，但是一千万赚10个亿回来很难的，很多（投资人）年纪轻的时候为了多几个IPO，为了行业地位高一点，这可能是个错误。真正的投资大家，应该以投出高回报的项目为最高境界。

所以一定要投实实在在的、赚钱的IPO。这个时候我们还是适当往前走，一定要以赚钱为目的，而非数量和名，否则忙了一辈子，名气很大，赚钱很少，很好笑。

我们投资是看天的，牛市的时候一个都不要留，全部出掉，熊市来了不要轻易跑。

姚安民：IPO的退出是极其专业的事，因为绝对金额比较大，IPO后退出的好坏往往会对整体基金的回报带来很大影响。



最好有公开市场团队的帮助，因为这牵涉到公开市场各种不同的退出方式和时间节奏的把控。另外，退出是和人性的博弈，好不容易等到收果子的时节，谁都希望果子长得更大，也都认为明天会长得更大，但是可能你永远踩不在高点，这个过程中，是需要对人性的把握。

田立新：我们一直是在退出方面有创新的，比如说我们有一个民营企业，账面最后一轮的估值是第一轮的100倍，第一轮我们投了，（收益）几十倍也好，我拼命卖，有人愿意接我就打折卖。

所以所有的IPO和名气我们根本不在乎，当然刚才宗总说有些排名老是按照这个排，我们也排过一次，对我们LP来说根本不在乎，你要名气，我们就要DPI，我们就拼命卖，以后IPO我就不赚，给大家赚，挺好的。

汪姜维：接下来我们请美女律师站在独立的角度，给GP和S基金提一点建议。

马茜芝：IPO不是最终目的，目的是赚到钱。在实务中，我们也碰到过LP和GP打架的情况，上市以后LP急着退出，GP可能还想再持有一段时间，因为觉得这不是非常好的卖出时点，这个情况非常常见。

前段时间7月8号的时候，证监会颁布了一个最新的规定，就是关于私募基金退出，以股票的形式兑付，将私募基金持有的股票直接分配到LP的手上，通过这种方式调和两者之间的矛盾，你想什么时候卖自己做决定。我觉得这个是非常有温度的规定

。

汪姜维：马律师给的建议非常好，既不得罪GP，也不得罪LP，大家都满意这个答案，感谢各位参与讨论，感谢投中邀请我们参加今天的活动。