

Pre—IPO: 暴利新机会?

Pre-IPO: New Opportunity to Gain Huge Profits

Pre—IPO指以私募公司为代表的投资机构在企业上市前入股, 然后等待企业上市, 股份锁定期结束后在二级市场出售获利, 它是私募股权投资的一种, 具有投资风险小, 回收快的优点。

文/李磊



中国火爆的股市给予投资者巨大的暴利空间, 包括私募基金公司在内的众多投资机构也因此获得不菲的回报。随着中国A股指数点位越来越高, 梦想在牛市中分一杯羹的人越来越多, “全民皆股”现象由此产生。

然而, 在看到利润空间的同时, 一些投资机构也开始担心其中的风险系数不断攀升。于是, 他们开始把眼光投向上市前私募股权投资(Pre—IPO)领域, 并收获了十倍以上的利润。对许多股民而言, Pre—IPO也许还是一个陌生的概念, 这个暴利神话一再上演的领域, 难道真的是投资者新的掘金之地?

财富效应

2006年以来, 罕见的大牛市犹如一个巨大的磁场, 投入股市、基市的金钱数量令人惊讶。但是, 对大多数私募基金公司而言, 由于资金规模的限制, 一直难以在一级市场拥有充足的发展空间。同时, 随着中国A股市场的高位运行, 由此带来的风险也逐渐引起各方重视。事实上, 最近半年, 股市大幅调整的故事不断重复上演。一些私募基金公司认识到, 与其在“挤破头”的A股市场争夺不多的利润空间, 还不如自行寻找新的市场洼地。于是, 一部分私募基金选择了在一级市场打新股, 而另一部分则转战存在

10倍暴利空间的Pre—IPO。

Pre—IPO是指以私募公司为代表的投资机构在企业上市前入股, 然后等待企业上市, 股份锁定期结束后在二级市场出售获利, 是私募股权投资的一种。同投资于种子期、初创期的风险投资不同, Pre—IPO基金的投资时点在企业规模与盈收已达可上市水平时, 甚至企业已经站在股市门口。因此, Pre—IPO基金的投资具有风险小, 回收快的优点, 并且在企业股票受到投资者追崇的情况下, 可以获得较高的投资回报。特别是近几年, Pre—IPO基金发展很快。在美国、欧洲、香港等资本市场上, 已经有基金管理公司专注投资于上市前期企业。规模较大的投资基金, 如高盛、摩根士丹利等, 在其投资组合中, Pre—IPO投资也是重要的组成部分。

事实上, 在私募基金公司开始把重心向Pre—IPO倾斜之时, 一些眼光独到的企业早已在该领域获得了丰厚的回报, 以服装制造为主业的雅戈尔就是一个典型例子。1999年, 雅戈尔以每股1.6元现金认购了尚未上市的中信证券约2亿股股份。随着中信证券成功IPO, 雅戈尔的身价也在短时间内实现了高速增长。2007年11月9日, 中信证券股价已至94.41元, 按市值计算, 雅戈尔的回报高达59倍。另外, 雅戈尔与杉杉股份各持有已经上市的宁波银

Pre-IPO

行1.79亿的股份，其入股的成本约为每股1元钱。按2007年11月9日收市价18.80元计算，两家公司的投资回报约在19倍左右。由于Pre—IPO模式盈利空间巨大，因此雅戈尔、杉杉等上市企业已成立专门的投资公司，对那些有潜质的未上市企业进行投资；电广传媒则除了公司自身的部分资金，还接受了一笔委托资金，均进行私募股权投资；新奥集团在考虑用自有资金进行相关投资；远东控股等几家民营企业将资金托管给中科招商，让其代为投资……

作为投资老手，近年来高盛、美林等外资投行已在我国投资了许多Pre—IPO项目。其中，高盛将自有资金和客户资金联合投资工商银行上市前的股权；摩根入主蒙牛、花旗涉足广发银行，均是经典案例。

Pre—IPO不但能给投资者带来丰厚的回报，而且也有利于融资企业的长远发展。第一，Pre—IPO有助于企业扩大规模。借助Pre—IPO，具有高成长性的企业能省去行政层层审批和繁杂的手续，融资效率可以大大提高，融资成本也会相对减小，还大大减少管理层所投入的精力。第二，Pre—IPO私募融资为企业的产品研发和技术改造提供资金支持。对于尚无法满足银行贷款条件和上市要求的企业来说，要想提高产品研发能力和对企业进行技术改造，融资难是一个重要的制约因素。Pre—IPO则能够突破企业的信用、规模、赢利可能性和担保等方面的限制，吸引投资人投资。此外，一些实力较强的投资基金或战略型的投资基金，还会为企业引入管理、客户、技术和上市服务等资源，为保护自身利益，也会要求企业建立规范的法人治理结构，如投资无锡尚德的高盛可以为其提供高质量投资银行服务，投资于李宁公司的SGIC帮助李宁公司实现家族式管理向规范化管理的过渡，这些也有助于提高企业的盈利能力与资本市场运作能力。

总而言之，由于Pre—IPO融资能够帮助企业突破资金瓶颈，并建立有利于上市的法人治理结构、监管体系和财务制

度，因此，越来越多的民营企业开始绕过政策和法律障碍，通过Pre—IPO方式先为上市创造基础条件。

私募基金新战场

当上证指数突破5000点之后，A股平均市盈率已经接近60倍，市盈率之高位居全球首位，在市场上寻找低于20倍市盈率的股票几乎不可能。但是，在A股估值不断被推高之时，低市盈率的股票仍存在于准备上市的公司之中。

在目前A股价值高估的情况下，私募基金投资二级市场要获利一倍已属不易，相比之下，在Pre—IPO市场上只需以10倍左右的市盈率，就可以轻松完成对一个项目的投资。而随着上市的完成，并进入流通过程，投资的股票有可能在未来以30倍以上的市盈率退出。因此，通过Pre—IPO来实现公司的利益最大化和个人投资者的丰厚回报，成为不少私募基金公司发展的新思路。

由前君安证券总经理杨骏担任董事长的深圳晓扬投资公司已经把投资重点放在Pre—IPO领域。杨骏表示：“现在二级市场赚钱越来越难，主要以保全胜利果实为主，上市前的项目投进去可能赚几倍，资金进行分流追逐高利润是很正常的事情。”据透露，该公司操作的资金至少有3亿元以上，估计未来三年的收益应能达到五倍。而另一家私募基金——深圳同威资产管理公司也已经把2/3的资金分配到了Pre—IPO股权投资中，该公司董事总经理廖梓君认为，目前二级市场不是说没有机会，但是存在许多不确定性，因此他们比较早就将重心放在Pre—IPO领域。随着股指不断攀高，去年获得超过5倍回报的北京一家私募基金，借着合伙企业法的实施，说服原来的客户，将一部分钱转而成立有限合伙公司，该公司主要是与地方一些园区合作，目标是盯准上市前的项目。

“在牛市背景下，投资Pre—IPO的利润也大大增加，后期项目争夺非常激烈。”招商局科技集团有限公司总经理卢振威感叹。从2006年下半年A股市场IPO开闸后，中小企业板块

Pre-IPO

在目前A股价值高估的情况下，私募基金投资二级市场要获利一倍已属不易，相比之下，通过Pre—IPO来实现公司的利益最大化和个人投资者的丰厚回报，成为不少私募基金公司发展的新思路。

上市公司热潮迭起，半年时间就涌现了52家新上市公司。在庞大的套利热潮中，资金蜂拥而入Pre—IPO市场。

“2005年，VC投资的成本价格大约为5倍市盈率，2006年上涨到8倍，2007年的水平应该不会低于10倍。预计2008年，好的项目价格会涨到12倍市盈率以上。”中科招商投资基金管理公司董事总裁单祥双说，这样的水平只是VC的平均进入成本，而在Pre—IPO领域，这个成本还要高出一截儿。

但是，相对于60倍以上的二级市场市盈率，10多倍的市盈率已是相当低廉。一般的Pre—IPO项目投资时间是在公司上市前一年内，退出时间要看双方约定，一般也是在一年之内，有些会在3个月、6个月左右有一定比例的退出，基本上企业一上市，投资就已经可以翻几倍回收。

刀锋上的投资游戏？

私募基金的踊跃参与，让个人投资者得到了分享Pre—IPO的机会。越来越多的私募基金以各种方式，招徕投资者参与投资Pre—IPO。越来越多的投资者也通过直接参与对私募基金的认购，或是通过信托的模式来投资Pre—IPO。

虽然Pre—IPO股权投资的回报十分丰厚，但有分析指出，对于个人而言则是行走在刀锋上的投资游戏。作为一种有限合伙制的基金，私募Pre—IPO基金封闭型、委托制和投资非上市公司的特点，隐藏了巨大的风险。就目前来说，法律的不明确性、操作风险和市场风险是悬挂在投资者身上的三把刀。

首先是法律的风险，尽管《创业投资企业管理暂行办法》的颁布，《合伙企业法》的修订以及相关部门规章的出台，为私募基金的设立打开了一扇门，但私募基金的设立现在只能是游走在法

律的边缘，投资人的保护还需要更细化的法规来规范。

其次是道德风险产生的概率也较大。在私募股权基金设立与投资过程中，存在着基金投资人、基金管理者和被投资对象之间的利益链条。基金管理人如何才能更有效的管理资金、被投资企业怎样才能把投资人的钱用在该用的地方等问题一旦发生分歧，就会在投资人与管理人之间引发矛盾。

最后是市场风险。作为一种投资时限相对较短的基金，Pre—IPO基金主要投资于即将上市的企业，除了不能成功上市的风险之外，上市后有一个锁定期，这导致套现的周期相对较长。

一家业内知名的私募基金经理表示，私募股权的投资需要很多的时间与精力，一家未上市企业能否成功上市是很难预测的，其信息披露也没有上市公司那么透明，投资风险其实蛮大的。因此，对于个人投资者而言，在通过pre—IPO投资时应该注意以下几点：核实拟上市公司的真实情况，如主营业务、产品、成立时间、经营业绩和财务状况等，有可能则直接到企业考察；直接向上市辅导投行咨询，了解拟上市公司的准确状态，上市的具体方向，是否符合上市的标准，上市的进程，海外不同层次市场的优劣；对私募基金公司进行分析、比较和研究。

一般而言，如果有知名投资机构牵头投资，投资者就可放心参与跟随投资的私募基金。像高盛和摩根士丹利这样的机构，特别看重自己的信誉，为了控制自己的投资风险，在投资之前，他们也会对企业的业务、法律、财务、管理团队和上市的可能性进行详尽的尽职调查。与此同时，声誉良好的基金会提升企业的资本市场形象，如摩根士丹利对于蒙牛乳业，这些均有助于提升公开市场上投资者的信心，为上市后卖个好价钱奠定了基础。

美欧富翁的人生百态

文/杜英琪

美国富人的法制观念、社会意识以及对国家税收的认知较强。他们宁愿去投资公益和慈善事业，以不违法的方式巧妙地避税，也不愿意绞尽脑汁偷税而坏了自己的名声。



Different Life Styles of European And American Millionaire

从世界500强可以看出，美国的大多数富人中，一部分是用传统的开店方式起家，并不断再投资，扩大经营规模，最后在全美乃至全世界开许多家连锁店。他们是靠多年来每家连锁店稳定盈利的叠加，逐渐积累起自己的巨大财富，像麦当劳、沃尔玛百货连锁等。另一部分是靠技术起家，经过多年的技术革新、适时推出新产品以及良好的营销策略，逐渐成为富翁，像微软、英特尔和宝洁公司等。总之，在美国，大多数的富翁都是靠搞实业起家致富的，他们很注重自己的名誉以及企业的信誉，也因此受到尊敬。

同美国的“创业型富翁”相比，欧洲的“继承型富翁”居多，其财产大部分都来自祖辈和父辈等家族成员。据统计，在欧洲最富有的400人中，大部分靠继承遗产起家。在各行各业的“继承型富翁”中，最具代表性的是那些王室成员。例如，荷兰女王贝娅特丽克丝“天生”就拥有3.4亿欧元的财产，英国女王伊丽莎白二世则有3.1亿欧元。欧洲富翁中不乏女性，在入选欧洲富豪榜的400人中有42名妇女。以法国首富、世界第二女富翁利雅娜·贝当古为例，当她从去世的父亲手中接下欧莱雅集团的帅印时，其家族资产已达200亿欧元。希腊船王亚里士多德·奥纳西斯的孙女今年仅14岁，却拥有12.75亿欧元的资产。已故米兰时装大师范思哲的侄女阿莱格拉刚满13岁，已拥有18.5亿欧元的身价。

欧洲的富翁们并非都是生下来就腰缠万贯，也有人属于

“创业型富翁”，尤其是俄罗斯富翁。在美国财经杂志《福布斯》今年年初公布的全世界亿万富豪的最新名单中，俄罗斯的富翁人数排在欧洲国家中的第二位。据报道，俄罗斯富豪中的大部分靠石油起家，他们在俄罗斯政府将石油业私有化时，以极低的价格购买到石油资产，并以此发财。以俄罗斯首富、尤科斯石油公司首席执行官霍多尔科夫斯基为例，他从上世纪90年代倒卖假酒、牛仔服和计算机开始，到经营投资银行和石油公司，在短短十几年间聚敛资产200亿美元，从一个无名小卒一跃成为富可敌国的大款。

欧美税政：贫富差距两重天

美国采取的是低税收和低福利的政策。欧洲各国采取的是高税收和高福利的政策，尤以挪威、芬兰和丹麦最为突出。在税率的起点上，欧美的基本税率(最低税率)起点差别还不太大，但在高收入时，两者的差别却很大。在法国、英国和北欧国家，最高税率可达80%，也就是说，你的高收入可能正拿到手的只有20%而已，其余的80%则以税金的形式都交给了国家。而在美国，年薪10万美元的大约交25%的税款；年薪30万美元以上的，先交上9万美元的一笔税款，超过30万以上的部分，也只交39%。因此，在富人越多越富的同时，穷人也相对的越多越穷了。

有别于美国严重的贫富不均现象，欧洲各国纷纷拿富人开刀，推行并实施其高税收政策，用富人的钱去营造高福利的社



一般民众有他们自己引以为豪的生活方式，富人则有富人的生活方式，两者互不干涉。并不能说，富人的就一定更好，因为富人也有他们自己的许多问题，“美满生活”的定义就是见仁见智，只要自得其乐即可！

会，因而导致社会财富的趋向平均化。因此，欧洲社会中间大，两头小，欧洲的富人较难大富特富。一方面，富人和他们拥有的财富较少，另一方面，在贫穷线以下的穷人的比例较美国来得小。

散财有道：对公益不怕高调

美国富人的法制观念、社会意识以及对国家税收的认知较强。他们宁愿去投资公益和慈善事业，以不违法的方式巧妙地避税，也不愿意绞尽脑汁偷税而坏了自己的名声，甚至坐牢。

同美国的富翁相比，欧洲的有钱人处事比较低调，不爱抛头露面。“轮胎大王”米其林公司的前总裁弗朗索瓦·米其林喜欢居住在平静、单调的法国外省，他不仅很少参加社交活动，甚至还拒绝接受法国元首授予他的荣誉勋位和勋章。欧洲最大的电脑配件商、德国媒迪翁公司老板盖尔德·布拉赫曼除了参加股东大会外，根本不抛头露面，记者们甚至难以找到他的照片。至于欧莱雅的利利雅娜，她自1995年起就退居幕后，只担任公司董事会的成员，公司的很多人从未见过她，媒体想跟她约一次采访更是没戏。

欧洲富翁比较勤俭，不讲奢华，视财富为身外之物。据了解俄罗斯首富霍多尔科夫斯基的人称，霍氏生活朴素，穿西装从不打领带，佩戴一块塑料表带的普通手表，完全没有俄罗斯首富的派头。

对于富可敌国的有钱人而言，数十亿甚至上百亿欧元的财产是自己无法独自享用的。许多人除了将自己的财富传给子孙外，也在社会公益事业上投资不菲。法国皮诺春天集团总裁弗朗索瓦·皮诺拥有资产45亿欧元，他在安排这笔资产时仅将一半留给后代，另一半则用于投资青年培训计划等社

会事业。为了促进天主教和不列颠文化的传播，酷爱艺术的皮诺投资20亿欧元，在塞甘岛建立了一个现代艺术室。用他自己的话讲，这是“将他从社会得到的回报给社会”。

利利雅娜虽然是欧莱雅的掌门人，但她把绝大部分时间和精力都花在以其父亲名字命名的“贝当古——舒埃勒”基金会。这个基金会每年都会向公益事业捐赠300万至600万欧元，主要用在人道主义、医学研究、文化领域及历史遗产保护等方面，是法国获得捐助最多的基金会之一。

财富心态：只要你自得其乐

美国的大多数民众心态很正。他们觉得每个人的生活经历不一样，从而导致生活方式也会不一样。一般民众有他们自己引以为豪的生活方式，富人则有富人的生活方式，两者互不干涉。并不能说，富人的就一定更好，因为富人也有他们自己的许多问题，“美满生活”的定义就是见仁见智，只要自得其乐即可！

面对有钱人的富甲天下，欧洲百姓的态度同样平静。法国的一家社会调查公司几年前在因特网上就相关问题进行了一次调查，42%的被调查者对富翁的财产表示认可和尊重，近一半的人则表示事不关己，无所谓。法国社会学家布利斯库认为，同美国人相比，欧洲人对待财富心态更为平衡，其原因主要有两个方面：首先，欧洲的“暴发户”较少，许多富翁的财产都是家族中几代人的累积，这比那些钻社会空子而一夜致富的人显得诚信许多。另一方面，欧洲的社会福利制度完善，收入越多缴税越多，偷税漏税现象不很严重。从某种意义上讲，由于富人的纳税是穷人的社会保障来源，大家也就逐渐形成了“只要自己过得好，不管别人如何风光”的想法。

养鱼与投资

文/吴西平

投资其实就是一种生活，等你熟悉了它，经常呵护它，你会爱上它，因为它有无穷的魅力，它会给你带来长久的幸福。

The
Relationship
Between
Feeding
Fish
And
Investment



不知你发现了没有，生活中有好多方面蕴含着投资的策略，比如说养观赏鱼。

刚开始进鱼时，由于你不懂，所以要少进。初次养的鱼，大部分会死掉的，这是因为你不了解如何消毒、杀菌、喂食、换水、调温等。花点小钱学个经验，就算鱼死掉了，还可以买新的。如果一开始就卖很贵重的鱼，养不好会打击你的信心，也损失了钱。

刚开始学投资时，也要少投入，因为你不了解，所以亏损的可能性较大，没关系的，花点小钱学个生财之道，值得。切不可一开始就全部投入，那很可能让你损失了金钱，丧失了信心。

慢慢地你懂了些养鱼之道，你可以买点好鱼养，但一定要多买几种，每样都买些。鱼很容易生病，某个品种病了，往往会死掉。如果你只养一个品种，它们一旦得了病，会全部死掉的。

投资时，你要多选几个股票，万一有进错了，其它的还会涨，切不可全部都投入到一支股票上。

大鱼的抗病能力更强些。我刚开始进的鱼，小的全死掉了，只剩下几条大的，所以我只需买几条小的就行了。

大型企业的股票也往往比小企业抗风险强些，在你的组合中也一定要有大型企业的股票，不要贪图便宜只买小型股票。

你如果怕麻烦，可以让专门养鱼的人来替你打点，这样尽管要多花点钱，但由于他们是专业人士，你的鱼会养的很好，你只管每天投食就行了，他们会定期为你保养，消毒。

你如果怕自己投资不顺，你可以请专业的投资顾问来为你理财，这样风险较小，你可以得到稳定的收益。你也不必为每天股票的涨跌发愁，你只须关注一下你的资金就行了。

鱼如果变得不活泼了，那就是生病了。

你的股票总是死气沉沉的，那也是病了。

鱼如果生了病长期不死，说明它慢慢恢复好了。因为鱼得了病，一般半个月就会死去，如果过了一个月还没死，说明它病好了。

你投资的股票下跌了很大一块后慢慢地走势变平稳了，说明它的病变好了，你得注意不要再抛掉它了，因为它已变好了。

要每天按时喂它，要经常换水，死鱼要及时取出，这样你的鱼才会健康。

你要经常关注你的股票池，一旦有病的，要及时取出。对好股票要精心呵护，不要轻易扔掉，这样你的财富才会平稳增长。

如果你喜欢投资，看看身边是否也有很多东西和投资相似呢？投资其实就是一种生活，等你熟悉了它，经常呵护它，你会爱上它，因为它有无穷的魅力，它会给你带来长久的幸福。