



中华股权投资协会
China Venture Capital and
Private Equity Association

CVCA 行业动态季刊

2024年6月

目 录

CONTENTS

3-6 月协会活动4

2024 CVCA LP/GP 圆桌会议及交流晚宴 4

CVCA 研讨会——EY 系列：困境企业重组 -

大型企业整体风险化解并购、剥离业务中财务尽调关注重点 5

CVCA 专题研讨会：安迈 – 并购交易定价机制详解 6

CVCA 理事分享系列：选择与机遇——私募投资的成败案例 7

CVCA 研讨会——EY 系列：当前市场下私募股权基金投后估值管理考量 9

会员机构动态10

中信资本董事长张懿宸：未来香港应该成为帮助中国企业出海的桥头堡 10

启明创投宣布晋升周志峰为主管合伙人 10

汉领资本宣布第六期全球 S 基金完成募集，募资总规模达 56 亿美元 10

从联合国到华尔街，从翻译官到私募大佬，孙强做对了什么？ 11

春华助力锦欣福星康养携手北森控股，聚才引智共绘康养新篇章 11

鼎科医疗完成数亿元 E 轮融资，君联资本启明创投联合领投 11

持续深化合作，华平被投企业取得多项业务突破和行业认可 12

2024 年全球最大的投资公司：KKR、黑石等排名上升 12

福布斯发布：2024 全球最佳创投人，协会多位理事上榜 12

政策动态与指引13

中国证监会关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施..... 13

高锐洞察：美国拟立法广泛限制中美数据传输..... 16

行业调研与报告26

CVCA 支持并推动 2024 年度睿勤私募资本业绩基准项目数据收集工作开展..... 26

汉坤律师事务所发布《汉坤 2023 年度 VC/PE 项目数据分析报告》 32

意见领袖35

孙强：时间是投资回报天敌，投资人往往低估退出难度..... 35

春华资本胡祖六：创业者要记住，唯一的不变是变化本身..... 39

1/3-6 月协会活动

2024 CVCA LP/GP 圆桌会议及交流晚宴

5月29日·北京

中华股权投资协会（CVCA）于5月29日（星期三）在北京·嘉里大酒店举办“2024年 CVCA LP/GP 圆桌会议及交流晚宴”。

LP/GP 圆桌会议为高端闭门会议，受邀及参会人员均为协会理事、LP/GP 会员机构及特邀海内外知名投资机构高管。本次会议共有近90人参会，与会人员共同探讨当前的经济形势状况，以及LP/GP 当下面临的焦点问题。受邀人员会后共同参加了LP/GP 交流晚宴，加深交流沟通。

活动议程：

15:30-16:00	签到
16:00-18:00	LP/GP 圆桌会议 主题研讨：当前经济形势与行业发展趋势
18:00-20:00	LP/GP 交流晚宴
20:00	结束

CVCA 研讨会——EY 系列：困境企业重组 - 大型企业整体风险化解并购、剥离业务中财务尽调关注重点

5月31日·北京



EY 安永
Building a better
working world



中华股权投资协会
China Venture Capital and
Private Equity Association



安永专家说

困境企业重组——大型企业整体风险化解 并购、剥离业务中财务尽调关注重点

主题简介：困境企业重组是一个复杂的过程，旨在帮助企业卸下历史包袱和恢复正常运营。在大型企业整体风险化解过程中，对重点领域的尽职调查可以帮助相关方做出明智的投资决策，同时为困境企业的重组和风险化解提供坚实的基础。



袁晓龙
安永（中国）企业咨询有限公司
战略与交易咨询 合伙人

时间 2024年5月31日 14:00-16:30

地点 线下：北京市西城区武定侯街6号卓著大厦2层安永创新中心
线上：参会链接将在会议前通过短信及邮件的形式发送

主要议程 14:00-14:30 签到
14:30-16:30 研讨会



如您有兴趣参加此次活动，请点击扫描左侧二维码进行注册报名。
如对研讨会有任何疑问，请联系 grace.y.bai@cn.ey.com 或 zoe.sy.gu@cn.ey.com

© 2024 安永，中国。版权所有。APAC no. 03020134 ED None

CVCA 专题研讨会：安迈 – 并购交易定价机制详解

6月5日·上海

时间：2024年6月5日（星期三）14:30-16:00（14:15-14:30 签到）

地点：上海市南京西路1168号中信泰富广场4003-04室

语言：普通话

报名：请发送姓名、机构、职位、邮件地址和手机号码至

孙宁：ning@cvca.org.cn

新“国九条”发布，严监管信号持续释放，在IPO节奏相对放缓、证监会及交易所等监管部门相继出台优化并购重组监管机制的大背景下，并购或将成为疏通退出渠道、盘活存量资产的重要手段，并购交易变得愈发活跃起来。

而作为并购交易中的重要一环，并购交易的价格要如何确定呢？不同交易背景下的定价机制应如何选择，主要交易价格调节项目及调解时点应如何确定呢？

讲座内容

- 并购交易流程
- 并购交易下通用定价机制及主要价格调整项目
- 并购交易主要交割股权价格确定方式 - 锁箱机制及交割日报表机制的主要区别
- 并购交易定价中的主要税务考虑

演讲嘉宾

李思文 安迈企业顾问交易咨询董事总经理

张嵩 安迈企业顾问税务咨询高级董事

CVCA 理事分享系列：选择与机遇——私募投资的成败案例

6月14日·北京



时间：2024年6月14日 14:00

地点：清华大学五道口金融学院 1-100

费用：免费

议程：14:00-14:05 开场

14:05-15:30 主题演讲：选择与机遇 - 私募投资的成败案例

参会：报名成功人员，凭手机“确认短信”准时参加。

活动简介

孙强先生作为中国私募股权投资行业开拓者之一，以国际化的投资理念在私募股权行业深耕三十余年，建树颇丰，投资众多经典案例，曾主导对国美、亚信、富力、哈药、58同城等知名企业投资，并开创中国“对赌协议”第一案，行业影响深远。我们诚邀孙强先生分享他的投资实践、解析投资案例，既纵论成功之道，亦分享失败经验。分享将立足于给金融从业者以行业指引，为活跃于投资行业的后来者提供参考和借鉴。

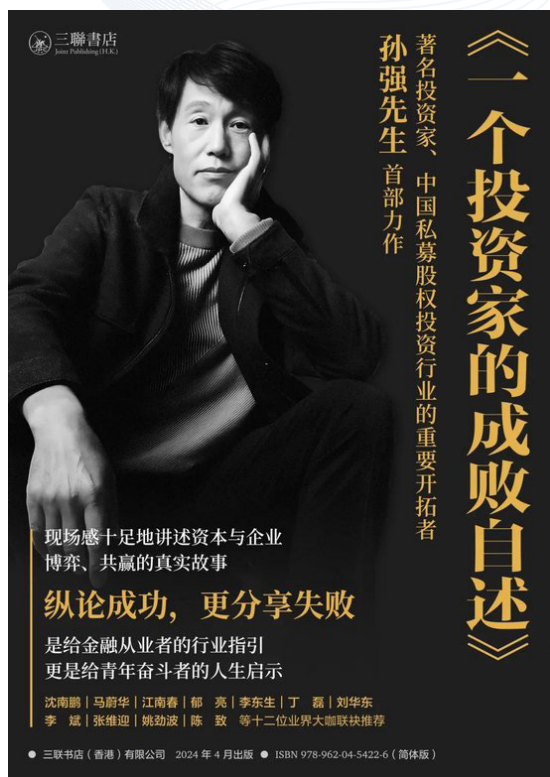
嘉宾简介

孙强 中华股权投资协会（CVCA）创始人、名誉理事长，TPG 集团中国区董事长，原华平投资集团亚太区主席，中华地产开发投资商会（CREDIA）创始人和常务副会长，美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院劳德研究院董事会校董，以及中国企业家俱乐部理事。

持有北京外国语大学学士学位、联合国译员训练班研究生证书、美国沃顿商学院劳德研究院工商管理硕士及国际问题研究硕士双学位。曾任高盛集团投资银行部执行董事、美国乐柏克公司投资经理、联合国总部翻译。

任职华平期间，曾主导对国美、亚信、富力、哈药、58 同城等知名企业的投资，在对亚信的投资实践中，更是开创中国「对赌协议」第一案，行业影响深远。

2024 年 5 月孙强先生力作《一个投资家的成败自述》出版上市，敬请参阅。



CVCA 研讨会——EY 系列：当前市场下私募股权基金投后估值管理考量

6月28日·线上

EY 安永
Building a better
working world

CVCA 中华股权投资协会
China Venture Capital and
Private Equity Association

安永专家说

当前市场下私募股权基金投后估值管理考量

主题简介：当前市场下中国市场私募股权基金投后合规估值框架；选择合理的评估方法和参数进行投后估值，对私募股权基金在当下环境的投后管理和预期退出管理尤为重要。

刘颖
安永（中国）企业咨询有限公司
战略与交易咨询 合伙人

时间 2024年6月28日 15:00-16:00

地点 参会链接将在会议前通过短信及邮件的形式发送

主要议程 15:00-16:00 研讨会

如有兴趣参加此次活动，请点击扫描左侧二维码进行注册报名。
如对研讨会有任何疑问，请联系 grace.y.bai@cn.ey.com 或 zoe.sy.gu@cn.ey.com

© 2024 安永，中国。版权所有。APAC no. 03020338 ED None

2 会员机构动态

中信资本董事长张懿宸：未来香港应该成为帮助中国企业出海的桥头堡

5月30-31日，2024财新夏季峰会在香港举行，中信资本董事长兼首席执行官张懿宸受邀出席大会，主持“亚洲经济与金融”主题对话，与麦朴斯新兴市场基金主席马克·麦朴思（Mark Mobius）围绕投资如何穿越周期、如何看待香港角色和定位等话题展开对话。张懿宸董事长还应邀出席首场主题讨论“推进开放 链接世界：经济潜能再释放”，与国际货币基金组织驻华首席代表史蒂文·巴奈特、香港金融发展局主席李律仁、中美绿色基金董事长徐林、浙商研究院执行院长杨轶清等嘉宾一道，从“一带一路”倡议、粤港澳大湾区“软联通”、香港的角色与作用等方面展开探讨。

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/y5nzc6YUnsd_Mh4YiDfwkQ

启明创投宣布晋升周志峰为主管合伙人

启明创投近日宣布，晋升合伙人周志峰为主管合伙人。周志峰于2014年加入启明创投，作为启明创投培养的主管合伙人，其已经成为前沿科技领域特别是人工智能领域最活跃的投资人之一。周志峰将与启明创投另外三位主管合伙人邝子平、梁颖宇、胡旭波一起共同管理启明创投的业务。

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/PzTcDHDvGQvvYcJiZ_DLOA

汉领资本宣布第六期全球S基金完成募集，募资总规模达56亿美元

汉领资本日前宣布旗下第六期全球S基金最终关账，总规模56亿美元，为公司历来最大的单支基金募资金额。得益于现有LP及新增LP的大力支持，本基金超募原定的50亿美元基金规模；LP构成主要包括企业、养老金、工会、主权基金、捐赠基金、基金会、私人财富平台及其他金融机构等来自超过30个国家的投资者。

全文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/SYZIkrNvIwjIANnGrrRYhg>

从联合国到华尔街,从翻译官到私募大佬,孙强做对了什么?

孙强在职业选择上的每一次转型,都不是简单的为了薪资的提升,而是出于对个人成长和职业发展的深思熟虑。在乐泊克的三年,他积累了宝贵的行业经验;在高盛的三年,他锻炼了自己的金融分析能力;而在华平投资,他找到了真正适合自己的舞台,在投资界崭露头角。

全文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/jENIYVOXsg0y7Yjhw_w9Jg

春华助力锦欣福星康养携手北森控股,聚才引智共绘康养新篇章

6月21日,春华被投企业锦欣福星康养与北森控股的合作签约仪式隆重举行。此次签约以“聚才引智,携手共赢”为主题,不仅象征着两家公司在人力资源领域内的深度合作与交流,更标志着康养行业智能化、专业化发展的新时代即将到来。春华分别于2023年、2021年投资锦欣福星康养和北森控股,此后持续探索利用丰富的投资生态为被投资企业创造协同价值,实现共赢发展。

全文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/rr9Y0Q3IXEIUFjC_i935Nw

鼎科医疗完成数亿元E轮融资,君联资本启明创投联合领投

近日,鼎科医疗技术(苏州)有限公司(以下简称“鼎科医疗”)完成E轮数亿元融资,本轮融资由君联资本和启明创投共同领投。本轮融资资金将用于加强制造中心和商业化建设,进一步提升鼎科医疗在技术和产品创新上的领先优势,并同步规划海外市场投资与拓展。

全文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/bgx1CqFv9f4NznHegUj1Cg>

持续深化合作，华平被投企业取得多项业务突破和行业认可

作为企业家成长伙伴，华平投资在中国长期致力于支持和培养新经济龙头企业。自 1994 年进入中国市场以来，华平已对国内多个行业的近 170 家企业累计投资超过 165 亿美元，是在中国投资规模最大、最活跃的国际私募股权投资机构之一。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/urBfxIErSB3849AdrNVlxA>

2024 年全球最大的投资公司：KKR、黑石等排名上升

由于另类投资在富裕的散户投资者中大受欢迎，加上美国利率“打算长期保持较高水平”，私募市场正在蓬勃发展。曾经令人畏惧的收购公司如 KKR、阿波罗和黑石集团已经成为主流，并且它们在福布斯全球企业 2000 强榜单（Global 2000）上的名次也在不断攀升。对于全球最大的收购公司和资产管理公司来说，眼下是一段繁荣时期。

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/-_d_B3wdX3Ddr5urAHw2vA

福布斯发布：2024 全球最佳创投人，协会多位理事上榜

今年一共有 15 位中国投资人加入 Midas，比去年增加了一位，其中包括协会理事——红杉中国沈南鹏以及纪源资本符绩勋。而今年来自中国的新上榜者一共有 3 位，其中协会理事——BAI 资本的龙宇新晋上榜。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/xm9wY11d3PL6P0g10ubnAg>

3 政策动态与指引

中国证监会关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施

中国证监会各派出机构，各交易所，各下属单位，各协会，会内各司局：

在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，是习近平总书记亲自宣布、亲自部署、亲自推动的重大改革。经过五年多的努力，上交所科创板和注册制的效应不断放大，在支持高水平科技自立自强、促进完善资本市场基础制度等方面发挥着日益重要的作用。为深入贯彻中央金融工作会议精神 and 《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10号）部署，完善资本市场“1+N”政策体系，进一步全面深化资本市场改革，推动股票发行注册制走深走实，积极发挥科创板“试验田”作用，促进新质生产力发展，支持上海加快“五个中心”建设等国家战略，服务中国式现代化大局，现提出如下措施。

一、强化科创板“硬科技”定位。严把入口关，坚决执行科创属性评价标准，优先支持新产业新业态新技术领域突破关键核心技术的“硬科技”企业在科创板上市。进一步完善科技型企业精准识别机制，发挥好市场机制作用。适应新质生产力相关企业投入大、周期长、研发及商业化不确定性高等特点，支持具有关键核心技术、市场潜力大、科创属性突出的优质未盈利科技型企业科创板上市，提升制度包容性。

二、开展深化发行承销制度试点。优化新股发行定价机制，在科创板试点调整适用新股定价高价剔除比例。完善科创板新股市值配售安排，增加网下投资者持有科创板股票市值要求。在科创板试点对未盈利企业公开发行股票锁定比例更高、锁定期限更长的网下投资机构，相应提高其配售比例。加强询价行为监管，研究建立网下专业投资者“白名单”制度，对频繁高报价机构从严采取资格限制等措施。

三、优化科创板上市公司股债融资制度。建立健全开展关键核心技术攻关的“硬科技”企业股债融资、并购重组“绿色通道”。严格再融资审核把关，提高科创企业再融资审核效率。探索建立“轻资产、高研发投入”认定标准，支持再融资募集资金用于研发投入。推动再融资储架发行试点案例率先在科创板落地。

四、更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力，收购优质未盈利“硬科技”企业。丰富支付工具，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究。支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并。鼓励证券公司积极开展并购重组业务，提升专业服务能力。

五、完善股权激励制度。健全激励约束机制，鼓励科创板上市公司积极使用股权激励，与投资者更好实现利益绑定。强化对股权激励定价、考核条件及对象的约束，提高对核心团队、业务骨干等的激励精准性。完善科创板上市公司股权激励实施程序，对股权激励的授予及归属优化适用短线交易、窗口期等规定，研究优化股权激励预留权益的安排。

六、完善交易机制，防范市场风险。加强交易监管，促进科创板平稳运行。研究优化做市商机制、盘后交易机制。将科创板ETF纳入基金通平台转让。完善指定交易机制，提高交易便利性。持续丰富科创板指数品种，完善指数编制方法，健全“上海指数”体系。丰富科创板ETF品类及ETF期权产品，研究适时推出科创50指数期货期权。优化科创板宽基指数产品常态化注册机制。

七、加强科创板上市公司全链条监管。落实监管要“长牙带刺”、有棱有角，从严打击科创板欺诈发行、财务造假等市场乱象，进一步压实发行人及中介机构责任，更加有效保护中小投资者合法权益。完善信息披露豁免制度，支持科创板上市公司依法依规豁免披露商业秘密等敏感信息。强化监管政策正向激励，引导创始团队、核心技术骨干等自愿延长股份锁

定期限。优化私募股权创投基金退出“反向挂钩”制度，对合理减持诉求予以支持。严格执行退市制度，坚决防止“害群之马”“僵尸空壳”在科创板出现。

八、积极营造良好市场生态。推动优化科创板司法保障制度机制，支持上海金融法院在涉科创板相关金融案件中创新金融审判体制机制，支持上海金融仲裁院在科创板开展仲裁试点。加强与地方政府、相关部委的协作，常态化开展科创板上市公司走访，帮助科创企业解决实际困难，共同推动提升科创板上市公司质量。深入实施“提质增效重回报”行动，加强投资者教育服务，积极倡导理性投资、价值投资、长期投资理念，促进形成科创板良好的市场文化和投资文化。

中国证监会
2024年6月19日

高锐洞察：美国拟立法广泛限制中美数据传输

近期，美国政府出台了一系列数据监管方面的立法提案和政策，旨在加强对美国个人数据的保护，以防止中国等国家获取重要的个人数据，进而对美国国家安全构成威胁。尽管近年来，美国一直在逐步加强对华数据传输的限制，比如2018年出台的《外国投资风险审查现代化法案》和2022年美国商务部发布的ICTS规则都对特定情况或场景下的对华数据传输进行了限制，但此前的监管机制仅限于在某类投资或交易场景下对特定领域中的数据传输进行限制。最新的数据监管立法提案和相关规则的出台，标志着美国政府开始寻求建立一套全面的、以国家安全为出发点的数据监管法律体系，以弥补现行联邦法律体系在数据流动方面的监管空缺。

继经济制裁、CFIUS审查、出口管制规则出台之后，美国新数据监管立法将进一步限制中国企业在美投资、交易和运营，并将对中国企业更广泛的出海投资、跨境交易、海外研发、电子商务、娱乐和社交媒体等活动产生普遍而深远的影响。由于这些立法提案和规则目前都尚未形成最终立法和规则或尚未生效，它们对数据跨境流动和全球经贸活动的具体限制范围和影响还有待进一步考量。随着人工智能等新兴科技的不断发展和进步，我们预计美国政府还将继续出台更多新的数据监管法规和实施细则，进一步扩大或调整对中美数据流通的限制范围。

- 2024年3月20日，美国国会众议院全体一致通过了《2024年保护美国人数据免受外国对手侵害法案》（Protecting Americans' Data from Foreign Adversaries Act of 2024，以下简称“法案”），旨在防止“外国对手”通过数据经纪人获取美国公民敏感数据。该法案主要针对数据经纪交易，禁止数据经纪人将美国人的敏感数据转移给“外国对手”或用于其他目的。该法案将授权美国联邦贸易委员会对这些数据经纪行为进行处罚。下一步，该法案将被提交到参议院。

- 2024年2月28日，美国总统拜登签署了《关于防止“受关注国家”访问美国公民大规模敏感个人数据和美国政府相关数据的行政命令》（Executive Order on Preventing Access to Americans' Bulk Sensitive

Personal Data and United States Government-Related Data by Countries of Concern, 以下简称“行政命令”), 要求美国司法部(以下简称“司法部”)制定法规, 以防止将大规模的敏感个人数据和美国政府相关数据转移到“受关注国家”。与此同时, 美国司法部发布了一份长达 90 页的《拟议规则制定预先通知》(Advance Notice of Proposed Rulemaking, 以下简称“ANPRM”), 详细说明了拟实施法规的内容, 并征求公众意见。提交意见的截止日期为 2024 年 4 月 19 日。

本文旨在简要概括和分析上述两项近期美国数据监管方面的立法动态。

1. 美国总统拜登签署《关于防止“受关注国家”访问美国公民大规模敏感个人数据和美国政府相关数据的行政命令》

背景概览

这项行政命令的颁布旨在弥补美国现行法规的空缺, 避免“受关注国家”访问美国公民敏感个人数据和政府相关数据对美国国家安全构成的不可接受的风险。行政命令指出, 访问美国的大规模敏感个人数据或与美国政府相关的数据会增加“受关注国家”参与各种恶意活动的的能力, 比如“受关注国家”可以依靠包括人工智能在内的先进技术来分析和操纵大规模敏感个人数据, 以从事间谍活动、影响、动力学或网络行动, 从而威胁美国国家安全。因此, 行政命令授权司法部阻止将美国公民的敏感个人数据大规模转移到“受关注国家”, 并且指示其他政府部门和机构采取行动, 包括制定新法规和细则, 以遏制“受关注国家”对“敏感个人数据”的访问。

通过与国土安全部协调, 并征求相关机构的意见, 美国司法部公布了 ANPRM。ANPRM 建议使用行政命令提供的权力建立明确的规则, 防止“受关注国家”获取美国公民的敏感个人数据和政府相关数据, 从而减轻这些数据可能被利用或用于损害美国国家安全的风险, 包括 (1) 确定禁止和受限制的交易类别; (2) 确定“受关注国家”和“受控人员”类别; (3) 确定“大规模敏感个人数据”和“美国政府相关数据”的范围; (4) 建立适当的许可证发行机制和程序, 来豁免某些被禁止或限制的交易类型; (5) 明确与其他政府部门之间的职责分工; 以及 (6) 确定合规和执法制度等。

“敏感个人数据”在行政命令中被广泛定义。根据行政命令，“敏感个人数据”包括个人识别符、地理位置和相关传感器数据、生物识别符、人类“组学”数据（即由人类产生的，表征或量化人类生物分子或代谢数据的数据）、个人健康数据、个人财务数据，或其任何组合。匿名化或假名化的数据也会被涵盖在监管范围之内。尽管 ANPRM 目前考虑对人类“组学”数据的监管限制于人类基因组数据的范围内，但 ANPRM 对于是否应当将其他类型的人类“组学”数据也纳入到监管范畴内，进行公开征求意见。随着人工智能等新兴技术的发展，这些数据监管定义所涵盖的范围可能会随时间进一步扩大。

根据 ANPRM，司法部考虑禁止对于国家安全构成威胁的某些类别的数据交易，而其他类别的交易将受到限制，并且可能在符合某些预先定义的“安全要求”（“security requirements”）的条件下继续进行。具体而言，司法部考虑确定两类被“禁止”的数据交易：（1）数据经纪交易，以及（2）涉及大规模人类基因组数据或从中可以得出人类基因组数据的人类生物标识数据转移的交易。此外，司法部还在考虑确定三类“受限制”的数据交易：（1）供应商协议（包括技术服务协议和云服务协议）；（2）雇佣协议；以及（3）投资协议。这些受限制交易适用的“安全要求”将由国土安全部的网络安全和基础设施安全局制定。

虽然行政命令强调，美国继续支持跨境数据的开放、交互操作、可靠和安全流动，以及与其他国家之间的重要消费、经济、科学和贸易关系的维护，但它将不可避免地对中国、俄罗斯和其他“受关注国家”有关的各种行业的交易产生广泛影响，尤其是依靠数据服务的行业。**这些行业包括医疗和生命科学、科技、电子商务、娱乐和社交媒体**，等等。值得注意的是，ANPRM 为相关行业提供了一个机会，让相关行业主体评估相关规定并提供反馈意见，供拜登政府在推进最终规则制定程序时考虑。

重点内容摘要

“受关注国家”和“受控人员”。该行政命令的限制侧重于国家安全，并旨在将敏感个人数据转移到“受关注国家”。司法部目前考虑“受关注

国家”为中国（包括香港和澳门）、俄罗斯、古巴、伊朗、委内瑞拉和朝鲜。然而，行政命令不仅防止“受关注国家”直接获得大规模敏感个人数据或美国政府相关数据，还旨在阻止“受关注国家”通过“受控人员”间接访问这些数据。根据 ANPRM，司法部考虑对“受控人员”进行广泛定义，包括“受关注国家”所有、控制和管辖或指令的个人和实体与这些个人或实体的外国雇员和承包商，以及被认定为受“关注国家”所有、控制和管辖或指令的任何其他个人和实体。ANPRM 计划将构成“受控人员”的直接或间接所有权阈值设置为 50% 或更高，并且提出创建一个与财政部外国资产控制办公室 (OFAC) 设立的制裁名单类似的“受控人员”的公开名单。此外，为了解决将敏感数据“再出口”给“受关注国家”的风险，司法部考虑要求非“受控人员”的外国人承诺不将禁止或受限制的数据重新销售或提供给“受关注国家”或“受控人员”。

“敏感个人数据”。ANPRM 明确指出，敏感个人数据包括六大类别：（1）特定的美国公民的个人识别符；（2）个人财务数据；（3）个人健康数据；（4）精准的地理位置数据；（5）生物识别符；以及（6）人类基因组数据。这些广泛的敏感个人数据类别在 ANPRM 中的定义比较宽泛，还需进一步细化。值得注意的是，这些敏感个人数据类别，不包括在其他联邦和州法律下被视为敏感信息的许多个人数据类型。这加剧了美国已有的复杂数据保护框架，增加了相关主体的合规难度和成本。

“美国政府相关数据”。根据 ANPRM，美国政府相关数据包括：（1）关于特定的军事基地、政府和其他敏感设施相关的特定的地理围栏区域中地理位置数据，以及（2）作为与美国政府（包括军方和情报机构）现任或最近离职的员工或承包商，或前高级官员相关联或可关联的敏感个人数据。值得注意的是，涉及政府相关数据的交易，无论数据的体量如何，都将被认为对国家安全构成威胁，从而受到禁止和限制。

“禁止和受限制”的交易。行政命令明确要求禁止或以其他方式限制美国人从事任何涉及外国国家或其国民利益的财产的收购、持有、使用、转让、运输或出口，或处理（统称为“交易”），若交易涉及大规模美国敏感个人数据或美国政府相关数据，并且这些交易发生在美国人和“受关

注国家”或“受控人员”之间，被认为对美国国家安全构成“不可接受的”风险。

o 根据 ANPRM，司法部考虑确定两类“禁止”的数据交易：（1）数据经纪交易；和（2）任何提供大规模人类基因组数据或可提取出人类基因组数据的人类生物样本的交易。

o 此外，ANPRM 考虑确定三类“受限制”的数据交易：（1）供应商协议（包括技术服务协议和云服务协议等其他类型），（2）雇佣协议，和（3）投资协议。这些受限交易类别代表了“受关注国家”可以获取大规模美国敏感个人数据或政府相关数据的重要手段。

o 通过实施符合由国土安全部通过网络安全与基础设施安全局指定的“安全要求”，或可减轻与上述交易相关的国家安全风险。这些“安全要求”可能包括：（1）组织要求（例如，基本的组织网络安全态势），（2）交易要求（例如，数据最小化和屏蔽，使用保护隐私技术，要求信息技术系统防止未经授权的披露，以及逻辑和物理访问控制），和（3）合规性要求（例如，审计）。

关于“大规模”敏感个人数据的标准，ANPRM 目前设定了以下阈值：

风险	人类基因组数据	生物识别标识符	精确地理位置数据	个人健康数据	个人财务数据	特定个人标识符
低	100-1000 名美国人	100-10,000 名美国人或美国设备		1,000 名 -100 万名美国人		超过 1 万名美国人
高	超过 1,000 名美国人	超过 10,000 名美国人或美国设备		超过 100 万名美国人		超过 100 万名美国人

豁免和许可。根据 ANPRM，最终法规将不会建立一个对于所有数据交易进行逐案审查的机制，而将创设一套综合且透明的规则体系，以针对性适用于各类特定数据交易。而对于被规则所禁止或限制的某一交易，相关方可以向司法部等联邦机构提出豁免申请，并在取得许可后再合法实施交易。司法部将确定豁免数据交易的类别，并将设立发布通用和具体许可

证的机制和程序。ANPRM 指出，司法部考虑豁免以下类型的数据交易：（1）涉及某些特定数据的数据交易；（2）政务相关交易；（3）银行、资本市场与金融服务，支付服务和与监管合规相关的交易；（4）日常业务相关的集团内交易；以及（5）联邦法律或国际条约要求或授权的交易。

回溯力。行政命令框架下的数据交易限制不具有追溯效力，不会适用于最终法规生效之前的数据交易。但需要注意的是，在最终法规生效后，司法部可以要求有关美国人提供行政命令发布之后完成或达成协议的数据交易的有关信息，以便为该法规的制定和实施提供信息。

对网络基础设施的日益关注。行政命令将潜水电缆和海外数据中心确定为大规模敏感个人数据或美国政府相关数据风险的焦点。预计美国政府将针对这类基础设施进一步制定新的法规。

对数据经纪的新限制。行政命令鼓励消费者金融保护局（CFPB）考虑采取措施，解决由数据经纪交易引起的国家安全风险，并增强对联邦消费者保护法的遵守。CFPB 主任 Rohit Chopra 在行政命令发布后发布了一份声明，表示 CFPB 将在今年提出新规定，限制数据经纪人将“大规模敏感数据”出售给外国购买者。值得注意的是，近年来，美国国内非常关注数据经纪对国家安全潜在风险。美国国会众议院刚刚通过的《2024 年保护美国人数据不受外国对手侵害法案》就针对数据经纪交易中的敏感数据对华传输提出了限制要求（详情见下文）。广泛的“数据经纪”定义可能将更多类型的数据交易纳入到限制范畴中。

回顾与建议

在司法部发布最终法规之前，公众将有两次反馈意见的机会。最终法规如何定义数据交易监管中的具体术语和范畴，将极大地影响对数据交易的限制范围。受影响的行业主体，包括数据经纪人和云服务提供商，可以就 ANPRM 中的具体问题向司法部提出反馈意见。司法部将在最终规则中考虑公众意见，因此参与公众意见过程可以帮助塑造最终结果。

拜登总统颁布的这项最新的行政命令、ARNPRM 和最终生效的法规，将对中国投资者和众多行业中的中国企业产生广泛的潜在影响，包括对海外投资、市场准入、技术发展、商业合作、国际关系和运营模式等方面的影响。中国投资者和公司应该做好准备，应对最终法规对中国在美国投资和经营的重大影响。比如，除非美国企业在投资之前有一个合规的数据安全计划或已获得许可，否则中国投资者对美国数据密集型企业进行任何规模的直接投资都将是不可能的，而对持有美国基因组数据的企业投资可能会被禁止。这可能会对交易可行性和时间安排产生重大影响。中国投资者和企业应开始将敏感数据考虑纳入其尽职调查和合规流程，包括评估数据库和安全控制的步骤。

2. 美国国会众议院通过《2024 年保护美国人数据不受外国对手侵害法案》

背景概述

2024 年 3 月 20 日，美国国会众议院以 414 票对 0 票的结果，全体一致通过了《2024 年保护美国人数据不受外国对手侵害法案》（以下简称“法案”）。众议院两党对该法案的通过表现出了高度一致的支持态度，足见美国社会已经围绕该法案的宗旨，即防止“外国对手”国家通过数据经纪人获取美国人敏感数据以及由此而造成的国家安全隐患，形成了很强的共识。

一旦最终通过，该法案将授权美国联邦贸易委员会（Federal Trade Commission，又称“FTC”）按照《美国联邦贸易委员会法》第 18 条 (a)(1)(B) 的规定，对把美国个人敏感数据传输给外国对手国家或被其控制实体的数据经纪人进行处罚。该法案对于“被外国对手国家控制实体”、“数据经纪”、“传输”和“敏感数据”的定义都非常宽泛，若最终通过，将对大量的对华数据流通产生限制和影响。

重点内容摘要

“外国对手”国家。该法案定义的“外国对手”国家包括 4 个国家，

即中国、俄罗斯、伊朗和朝鲜。该定义比上文描述的行政命令中涉及的“受关注国家”的范围要小，排除了古巴和委内瑞拉，但动因不详。值得注意的是，该法案未明确说明，通过第三国向中国传输美国敏感个人数据的数据经纪是否也被禁止。

“被外国对手国家控制的实体”。根据该法案的定义，包括(A)居住在、总部设立于、主要经营场所位于外国对手国家，或根据外国对手国家的法律而设立的外国实体或个人；(B)由前述(A)中的外国实体或其组合直接或间接拥有20%或以上权益的实体或个人；以及(C)受到前述(A)和(B)中的外国实体或个人的指示或控制的实体或个人。该定义所涵盖的潜在范围可能包括任何被认定为受“外国对手”国家所指示和控制的实体和个人，包括中国公司在海外的分支机构，甚至可能包括被认定为与“外国对手”国家或被其控制的实体之间具有协议控制、实际控制、直接或间接控制关系的美国实体或个人。

“数据经纪人”。该法案界定的“数据经纪人”包括通过出售、许可、租赁、交易、转让、发布、披露、提供或帮助其他实体（服务提供商除外）获取美国公民的个人数据来换取对价的实体或个人，且该实体或个人并不直接从个人数据的来源方直接收集这些个人数据。该定义潜在地排除了直接从来源处收集个人数据的实体（如互联网平台），或不以获取经济利益而提供个人数据的实体和个人；购买或接受个人数据的实体不是“服务提供商”，因而可能排除向云服务提供商出售或授权访问数据的实体。此外，该法案还列举了几类不属于“数据经纪人”的实体或个人，包括：(1)经美国人要求或指示而传输该美国人的个人数据（如通信活动）的实体或个人；(2)新闻媒体、电视、广播、互联网、网站等对公众开放和发布信息或新闻（色情信息除外）的实体或个人；(3)作为服务提供商的实体或个人。

“敏感个人数据”。该法案列举了以下15种敏感个人数据：

- (A) 政府颁发的标识符，如社会安全号码、护照号码或驾驶执照号码；
- (B) 描述或揭示个人过去、现在或未来的身体健康、精神健康、残疾、诊断或保健状况或治疗的任何信息；

(C) 财务账号、借记卡号、信用卡号或描述或揭示个人收入水平或银行账户余额的信息；

(D) 生物特征信息；

(E) 遗传信息；

(F) 精确的地理位置信息；

(G) 个人的私人通信，如语音邮件、电子邮件、文本、直接信息、邮件、语音通信和视频通信，或识别该等通信双方或与该等通信的传输有关的信息，包括所拨打的电话号码、拨打电话的电话号码、拨打电话的时间、通话时长和通话双方的位置信息；

(H) 帐户或设备登录凭据，或帐户或设备的安全码或访问码；

(I) 识别个人性别的信息；

(J) 为个人私人使用而保留的日历信息、地址簿信息、电话或文本日志、照片、录音或视频，无论这些信息是否存储在个人设备上，或可从该设备访问并备份在单独的位置；

(K) 照片、影片、录像或其他类似媒介，暴露个人私密部位；

(L) 披露个人要求或选择的视频内容的信息；

(M) 17 岁以下个人的信息；

(N) 个人的种族、肤色、民族或宗教信息；

(O) 识别个人随时间和跨网站或在线服务的在线活动的信息；

(P) 显示个人作为武装部队成员身份的资料；以及

(Q) 数据经纪人为识别 (A) 至 (P) 所列数据类型的目的而出售、许可、出租、交易、转让、发布、披露、提供访问或以其他方式提供给外国对手国家或由外国对手控制的实体的任何其他数据。

回顾与建议

鉴于该法案已在众议院获得通过，下一步将被提交到美国参议院，并由美国参议院交给常设委员会来审议。虽然该法案是否最终被批准成为法律尚不确定，但该法案在众议院获得两党全体一致的通过说明在美国数据监管立法已经成为了大势所趋。该法案与上述行政命令的共同关切在于防止中国等国家获取美国敏感个人数据。若其最终被批准通过，中国实体获得美国敏感个人数据的渠道会受到广泛的限制，而美国政府针对对华数据

传输的管制力度也会空前增强。任何依赖数据服务和数据载体的中国企业或投资者，都应该提前评估该法案对自身业务和投资的潜在影响。

如果您或您的团队对文中的任何内容感兴趣，或需要任何协助，请与高锐律师事务所的律师联系。

4 行业调研与报告

CVCA 支持并推动 2024 年度睿勤私募资本业绩基准项目数据收集工作开展

鉴于目前中国私募股权市场日趋成熟的大背景，Preqin（睿勤）自 2022 年起便积极推进业绩基准项目，旨在构建更加有力的业绩基准以提高行业透明度。过往两年里，睿勤联合多家地方协会，依托其的强大自有数据及协会的高度支持，在报告中呈现了募资趋势、业绩基准、市场排行榜等丰富的市场资讯。许多市场参与者均表示，报告中的数据及洞察帮助他们快速且精准地寻找相匹配的机构投资者、高效地对比市场业绩，从而作出更明智的投资决策。

中华股权投资协会（CVCA）支持并积极推动今年睿勤的业绩基准项目数据收集工作开展，希望会员机构积极参与，进一步丰富样本数量，从而给市场提供更具参考价值的信息。

提交流程

简化提交方式

- 本次数据收集截止日期为 2024 年 8 月 16 日。
- 即日起，有兴趣参与本次项目的基金管理人可以通过扫描下方二维码、下载如图所示的**数据贡献表格**和《**另类资产业绩数据指南**》。

为方便各位基金管理人理解睿勤数据维度的定义、计算方法等，睿勤准备了《**另类资产业绩数据指南**》供参考。

PREQIN 睿勤

数据贡献模板

请在表格中填写，并将填写好的表格发送至 info.private@preqin.com，感谢您的配合！
如需任何协助，请随时与我们联系，了解我们的方法以及提供数据支持。

公司详情:

姓名	
地址	
电话	
手机号码	
电子邮箱	
公司网址	
公司名称	

联系人详情:

姓名	
职位	
手机号码	
邮箱地址	

基金详情:

请在下列表格中填写您希望提供数据的基金详情。

截止日期 (日/月/年)	基金名称	基金类型	初始投资年份	币种	基金类型	总基金规模	LP承诺出资总额 (1)	LP实收出资总额 (1)	LP已分配收益总额 (1)	LP实收未实现价值 (1)	净IRR (2)	承诺出资期限 (3)

(1) GP承诺、LP承诺及LP实收等。
(2) 总回报、净IRR、GP承诺等，按LP的承诺（如没有提供则按LP）。

现金流历史:

缴纳与分配:

请在此填写您的每支基金的历史现金流...

基金名称	日期 (日/月/年)	现金催缴额	分配收益额	未实现价值



查看上图或扫码下载表格

- 表格填写完成后，您可以通过如下链接，简单一步上传文件。



扫码上传填写完成的文件

- 在此期间，您可以通过添加睿勤小助理微信（ID：Minty_M）或微信后台留言，进一步咨询项目详情。

流程优化升级

- 开展专题 workshop：为帮助基金管理人纵览当下的市场业绩情况，并更直观地了解我们的业绩基准项目，我们于5月份开展了**专题交流会**。



扫码查看专题交流会

- 升级奖励机制：为进一步鼓励基金管理人积极参与，提供数据的管理人在睿勤验证核实后，可以获得一份**定制化的业绩基准报告**，从而有利管理人进行业绩比对并与同业进行比较、了解自身定位及差异化优势。与此同时，我们将额外分享睿勤的**独家付费报告《投资者展望报告：2024年上半年》**。该报告为 Preqin Insights+ 订阅用户的专享内容，基于睿勤夯实的数

据库及业内专家资源，解析了当下投资者的偏好及管理人应采取的最佳应对举措。

郑重承诺：睿勤承诺将不向任何个人及机构透露本次项目所收集的任何数据，全部数据将仅用于编制基金业绩基准。对于有意愿参与业绩基准机构，睿勤可签署保密协议（NDA）以确保双方权益。

其他补充

1. 本次业绩基准项目将涵盖三大组成部分：

业绩基准数据：即为市场提供一系列全景式的数据指标，包括内部收益率 (IRR)、LP 已缴纳资金额 (Call 款)、已实现收益倍数 (DPI)、未实现收益倍数 (RVPI)、净倍数 (Net Multiple) 以及净内部收益率 (Net IRR)，并将按照按照美元与人民币基金、私募股权与创业投资等维度进行更加详尽的划分。

市场排行榜：即对业绩最佳的管理人和基金进行排名，提高市场透明度。今年我们目标收录更多的基金表现，进一步提升本年度基准的市场代表性。此类数据既能够帮助投资者进行投资组合分析和开展尽调，也能为管理人进行业绩基准比较和业绩汇报提供有力工具。

意见领袖观点：我们将邀请业内资深的意见领袖，以问答形式分享他们对于市场的前沿洞察，以期针对部分市场热点话题进行答疑解惑。

2. 部分数据维度释义：

数据维度	释义	计算方式
Capital called (已缴资本)	投资者累计已缴资本。Capital called 以已缴资本 (Contribution) 和认缴资本 (Commitment) 之间的百分比显示。	$\text{Capital called}(\%) = \frac{\text{已缴资本 (Contribution)}}{\text{认缴资本 (Contribution)}} \times 100\%$
DPI (Distribution over Paid-In 现金回报倍数)	为基金投资者获得的回报，投资减去费用和负债后实现的收入和资本。该金额应扣除管理人赚取的任何业绩报酬费用。DPI 以分配总金额 (Distribution) 和已缴资本 (Contribution) 之间的百分比显示。	$\text{DPI}(\%) = \frac{\text{分配总金额 (Distribution)}}{\text{已缴资本 (Contribution)}} \times 100\%$
RVPI (Residual Value to Paid-in-Capital 实缴资本的剩余价值)	为一种估值，表示在交易中可以获取或出售资产的金额。该金额应扣除管理人赚取的任何业绩报酬费用。RVPI 以基金未实现价值 (Unrealized Value of Fund) 和已缴资本 (Contribution) 之间的百分比显示。	$\text{RVPI}(\%) = \frac{\text{基金未实现价值 (Unrealized Value of Fund)}}{\text{已缴资本 (Contribution)}} \times 100\%$
Net Multiple (净倍数)	投资者已经或可能收回他们的资金并从中获利的倍数。Net multiple 以倍数显示分配总金额 (Distribution) 和实缴资本的剩余价值 (RVPI) 总和。	$\text{Multiple}(X) = \{\text{DPI}(\%) + \text{RVPI}(\%)\} / 100$
Net IRR (Net Internal Rate of Return 净内部收益率)	以百分比表示的内部收益率。该收益率应扣除管理人赚取的任何业绩报酬费用。	-

如您有任何问题，可以通过扫码添加睿勤小助理进行咨询。后续我们将通过微信公众号及邮件持续更新本年度业绩基准项目的进度，敬请期待！



汉坤律师事务所发布《汉坤 2023 年度 VC/PE 项目数据分析报告》



2024 年 6 月 27 日，汉坤律师事务所（以下简称“汉坤”）正式发布《汉坤 2023 年度 VC/PE 项目数据分析报告》（中文版）（以下简称“报告”）。

报告中，汉坤针对 2023 年度协助客户完成的近 400 个 VC/PE 投融资项目进行了数据总结，并对该类项目涉及的投融资架构以及多个关键法律条款逐一做了统计和分析。同时，汉坤结合对最近七年收集的近 3,900 个 VC/PE 项目的横向对比，从一个侧面展现了 2023 年度 VC/PE 项目的特点以及此类项目从投融资架构到关键法律条款在我国的变化趋势。

第一部分

报告第一部分总结了 2023 年度汉坤参与的 VC/PE 项目呈现的几个趋势和特点：

- 项目数量和投资金额同步下滑，且更多投融资集中在早期阶段。
- 采用境内架构的项目比例持续上升，同时境外架构中采用 VIE 模式的项目比例大幅下降。
- 被投公司的主要业务运营地，排名前五的中国城市为上海、北京、深圳、杭州和苏州。

- 被投公司所从事的行业, 排名前五的分别是生物医疗、新材料、半导体、智能硬件和汽车交通。
- 财务投资项目的比例略微升高。
- 签订 Term Sheet 的项目比例达到近七年最低。

第二部分

报告第二部分重点对 VC/PE 项目中多个关键法律条款进行了梳理和解析, 归纳总结近几年的变化趋势。这些条款包括: 优先认购权、优先购买权和共同出售权、回购权、反稀释权、领售权、优先分红权、控制权、员工股权激励计划、清算优先权、创始股东的限制条款、创始股东的老股转让、信息权和检查权、陈述与保证的追索期限、赔偿条款和创始股东的个人赔偿责任、投资人的限制条款、最优惠待遇、对赌机制, 及争议解决方式。

目前, 汉坤已连续八年发布 VC/PE 项目数据分析报告。基于自身对行业的经验和观察, 通过专业的数据总结和分析, 汉坤希望这份《2023 年度 VC/PE 项目数据分析报告》能对 VC/PE 市场的发展提供有价值的参考。



识别二维码在线阅读或下载本报告完整 PDF 版本

* 《汉坤 2023 年度 VC/PE 项目数据分析报告》(英文版) 将于近期推出, 敬请关注。

关于汉坤律师事务所

汉坤律师事务所是中国领先的综合性律师事务所，专注于国内、国际间复杂的商业交易和争议的解决，是中国律师行业的领军律所之一。在具体业务领域里，汉坤尤其以私募股权、兼并和收购、境内外证券发行与上市、投资基金/资产管理、反垄断/竞争法、银行金融、飞机融资、外商直接投资、公司合规、数据保护、私人财富管理、知识产权、破产与重组、争议解决等板块的法律服务著称，连年被国际权威法律媒体评为亚太区顶级中国律所。汉坤拥有 800 余名专业人员，分布在北京、上海、深圳、香港、海口、武汉、新加坡和纽约市。汉坤的律师拥有优秀的学历背景，具有长期服务境内外客户和参与复杂跨境交易及争议解决的丰富经验。

欲了解更多详情，请访问汉坤律师事务所官网：www.hankunlaw.com

汉坤律师事务所官方微信账号：汉坤律师事务所（WeChat ID: hankunlaw）

5 意见领袖

孙强：时间是投资回报天敌，投资人往往低估退出难度

2024年5月，TPG中国区董事长孙强出版了他首本自传——《一个投资家的成败自述》，这本书写了10年，堪称十年磨一剑。作为中国第一代私募股权投资家，这本书记录了他作为职业投资人参与中国改革开放中起伏的中国公司与企业家们。在这本书中，孙强既见证了企业家们的快速发展与衰败，也直面他投资生涯中的那些教训——选错行业、看错创始人、贻误退出时机、走错棋，对其进行复盘与思考、总结。对于每一个从事股权投资的从业者和LP都具有非常宝贵的参考学习价值。



孙强这些惊心动魄的从业经历，极易引发创投与私募股权行业从业者们当下的强烈共鸣——在每轮经济周期不管你抓住了哪些独角兽，投资里有些坑是没法避免的。退出始终是比较投资更难的事；在二级市场退得出、退得好，有一些方法论可参考。

近日，孙强做客“清华五道口金融家大讲堂”，对书中他个人的传奇经历、投资生涯中的投资经历作了更深入的分享。他对“投资教训”的总结归为：选错行业、看错创始人、贻误退出时机、走错棋。

尤其对“贻误退出时机”——IPO 减持的时机。孙强投 YX 项目的时候，投资成本 1 美元左右，最高峰涨到 100 多美元，但彼时谁没看出来这是互联网泡沫，最后退出来以 5 美元成交。从浮盈几十倍到最终 3.3 倍，耗时 10 年时间。这里面的贻误，既有孙强对创始人团队的信任影响了自身的判断，也有他没有跳出企业本身而忽视了互联网行业泡沫趋势，再次他低估了退出的难度。诸如此类的例子还有 LC、APM 等。

孙强谈到，如果在退出时机，宏观层面如果拿不准的时候，可以先卖一半，等等看再卖另一半。而微观层面有退出的几个信号是不容置疑的：其一是创始人离开团队（YX 项目）；其二是创始人无法接纳、包容新的公司治理理念与团队（HY）。“这时候不带感情色彩地去客观看一家公司，如果今天你不卖，那么你就是在买。”



做投资 20 多年，孙强对创业者、企业家多了一份敬重，同时对退出给与高度重视。他在 TPG 中国设立了退出委员会，系统研究如何退出。孙强认为，时间实际上是投资回报的天敌，拿同样的钱进来或出去，等 5 年和等 3 年 IRR 完全不一样，而且错过了一个时机，可能就出不来了。因此对于投资回报而言，做时间的朋友其实很难。

与此同时，他对私募股权投资的选择也作了如下分享：

1、宏观趋势：政局、监管、经济、股市

2、周期和时机：泡沫、熊市、结构性变化

很多人看到投资事件都是在泡沫时期引起，比如元宇宙、比特币交易所。在泡沫时期投的企业，出来会非常难；还有些项目在牛市的时候是一枝花，但一旦错过了投资窗口期，就是错过了。孙强曾错过了对 APM 的投资，彼时项目已在 Pre-IPO 阶段估值 30 亿美金，差半年，否则可以赚 5 倍。而现在进入熊市，几乎奢侈消费品牌估值都在下跌。这种在牛熊市切换下的结构性变化值得投资这高度注意。

3、估值和条款：估值方法、未来预测、风险防范

估值是很大的学问，再好的企业估值估贵了也会出问题，很久都缓不过来。孙强投资时候，和亚信团队在估值谈判上做业绩对赌，团队最终未完成业绩对赌，估值下调。估值是对项目未来业绩预测的判断，对投资人来说就是零和博弈。

4、创始人和团队：人品、能力、胸怀

创始人是否正直，是否有海纳百川的胸怀。创始人的能力则分两种，营销能力和执行力。尤其是后者，能否让投行、股民都信服的能力。

孙强作为中国第一代私募股权投资，其自传敢于披露失败与教训，真诚而宝贵。投资行业是周期性强的行业，他所经历的一些失败与教训或许正在每个从业者身上重复，有些坑得自己亲历，才知创投和股权投资的艰难。而选择则是最大挑战。既是人生的最大挑战，也是投资的最大挑战：

- 选择固然重要，时机更为关键

- 抓住机遇的前提是提前做好准备
- 选择没有对错，只有是否适合本人
- 座右铭：把选择留给自己，命运交给上天

文章来源：LP 投顾

春华资本胡祖六：创业者要记住，唯一的不变是变化本身

胡祖六如此判断中国经济的基本面：“客观来看，中国经济还有很多潜力没有充分释放，有的投资者对中国经济存在过度，甚至非理性的悲观。”胡祖六说，今年以来，中国宏观经济持续趋于稳定，近期增长势头也并不疲弱。“实现今年 5% 左右的 GDP 增速预期目标没有悬念。”

胡祖六是“局中人”。他是国内知名投资机构“春华资本”创始人和董事长，阿里巴巴、百胜中国、字节跳动、远景、小鹏汽车等知名龙头企业，都有其投资身影。过去 30 余年间，他和千千万万的一线投资人一起，经历着资本市场的波澜起伏，是最能触碰到市场水温和环境变化的那批人。

胡祖六又是“旁观者”。作为著名经济学家和金融专家，他拥有清华大学工学硕士、美国哈佛大学经济学博士学位，研究领域包括宏观经济学、公共财政、国际贸易与金融理论。国内国际、市场各方的关键动向，一直在他的紧密射程中。市场喧嚣之外，他仍保持一位学者的理性和警醒。

公众视野中的胡祖六是犀利的，又是温和的。

面对热点问题，他从不回避，有时甚至“语出惊人”：“很多中国金融机构投资人和企业找钱，会去中东，这需要引起人们的正视和思考。”对于中国创新创业者的成长，他则给予最大程度的耐心。“春华资本投一家企业至少等待十年，甚至更长。这十年可以跨越多个经济周期。”

如其所言，“本质上，我们做的就是耐心资本。”



近日，著名经济学家、春华资本集团创始人、董事长兼 CEO 胡祖六接受了《中国企业家》独家专访，就“宏观经济”“耐心资本”“创新创业”等话题发表观点。此外，对于当下热议的“企业下场做 CVC”“创新环境”和“AI 革命”话题，胡祖六也给出了自己的看法和建议。

以下为《中国企业家》与胡祖六的访谈实录（有删减）：

1. 谈宏观经济及展望：转型是要把内需和创新作为一个持久动力

《中国企业家》：近期，中国宏观政策持续发力，中国经济回升向好。对于中国经济当前阶段的基本面，您有何判断？您最关注的一个经济领域的变化是什么？今年总体展望如何？

胡祖六：近几年由于多方面不确定性，给中国经济带来一定影响。对于中国经济，我一直抱有积极、健康的心态。客观来看，中国经济还有很多潜力没有充分释放，有的投资者对中国经济存在过度，甚至非理性的悲观。今年以来，中国宏观经济持续趋于稳定，近期增长势头也并不疲弱，

实现今年 5% 左右的 GDP 增速预期目标没有悬念。

我更关注的是，尽管增长势头不错，跟我们的潜力还是不匹配的，另外还有一些因素需要注意。

第一，我们的信心。信心包括所有参与者的信心，消费者的信心、投资人的信心，各方面是否在显著改善；**第二，我们的增长模式和结构。**如果一直寄希望于外需拉动中国这么庞大的经济体，并不现实。关键是如何发挥消费和内需潜力。

我们看到，现在很多政策都在关注供应链，需求层面还有待提升。比如房地产，如何提升中国老百姓买房的意愿？拉动内需的关键，是老百姓有信心、愿意花钱，这不仅仅是发多少消费券，而是要创造更多就业，让居民收入稳定上升，创造更多财富和收益。

所以这就涉及经济领域的许多变化，要从过去靠固定资产拉动变为消费拉动，根本在于中国能否蜕变成一个创新大国。

对于今年中国经济的整体展望，我持审慎乐观态度。我相信，只要我们能继续提升、稳固中国消费者信心，中国经济今年的表现应该会至少符合，甚至胜于预期。

我认为的转型是要把内需和创新作为一个持久动力，当然这并非一蹴而就。经济结构变化能否持续，决定了未来中长期中国经济发展潜力能否充分释放，这方面还要多下功夫。

2. 谈市场压力和耐心资本：信心是必要条件，不是充分条件

《中国企业家》：近年来，很多投资人也很关注 LP 的履约能力和投后的退出问题。在您看来，当前阶段，一级市场面临的主要压力和挑战是什么？您焦虑吗？

胡祖六：从一个冷静的经济学家或投资家视角来看，我不焦虑。

一级市场募资很难，创业者获得资本支持也很不易，这是很奇怪的。为什么？在世界大的经济体中，中国国民储蓄率最高，远高于美日韩和一些欧洲国家。如果你去非洲、拉美甚至一些欧洲发达国家，他们会说，你

需要钱应该找中国。但现在，很多中国金融机构投资人和企业找钱，会去中东。

这需要引起人们的正视和思考。我认为并不是中国没钱，而是整体金融体系的适配问题，包括银行、保险等各方面。金融机构的核心功能是把国民储蓄动员、收集起来，高效配置到有需求、有潜力的企业生产者和机构手中，要做好中介角色。

从大局来看，以前中国最早一批互联网明星公司都有赖于境外投资者拉动，无论是百度、新浪还是腾讯、阿里，他们拿到的第一笔钱都有境外VC/PE的身影。现在地缘政治环境急剧变化，投资中国创新企业受到了限制。

我们知道，创新要承担巨大的不确定性和风险，很容易失败，所以要更多靠市场化专业投资机构。目前，中国市场上合规的头部VC和PE，许多背后的LP是国际化机构。

《**中国企业家**》：可否结合您的观察和实践谈谈，您如何理解、定义“耐心资本”这一概念？当下，这一概念的提出有何信号意义？

胡祖六：我很欣慰，也备受鼓舞。强调要因地制宜发展新质生产力，积极发展风险投资，壮大耐心资本，非常及时和重要。因为风险投资具有高度风险和不确定性，很可能10个投资项目中只有一两个活下来，即便成功的企业，也要等个五年十年，看看成功是否可持续。

如果要去扶持这些创新企业，专业的资本机构就需要很长线的眼光。本质上，这就是耐心资本。耐心资本不是说在现有风险投资机构之外，重新找一个资本，耐心只是一个属性。当然，一些高频交易在成熟市场中，能够增加流动性和效率，但显然不是一个愿意扶持科技创新企业的资本所向。

所以，投资一个企业，一定需要非常长线的资本，比如春华资本，投一家企业至少等待十年，甚至更长。这十年可以跨越多个经济周期，本质上我们做的就是耐心资本。

第二，在中国，到底怎么才能发行更多的耐心资本。我们也确实非常关注。我们有很好的基础，在国际市场，中国是净债权人，拥有很多资产。

中国老百姓也很节俭，储蓄率较高。同时，我们也有很多企业储蓄。

《中国企业家》：有观点认为，成为耐心资本，接受“由奢入俭”，才是当代中国风险投资的正确态度。您如何看待？耐心资本如何养成？

胡祖六：我们缺的不是耐心，是信心，之后才能立足长远。有记载以来，瘟疫、战争总是跟人类历史的发展伴随的。但后来大家担心的是，人口没有减少，而是增多了。所以，科学的发展和人类的人性会战胜困难。

所以，不管身处什么环境，只要大家有一种坚定的信念，就一定能立足长远。如果总怀疑自己明天是不是还活着，还怎么去做一个长达 10 年的投资？所以，核心还是大环境，信心是必要条件，不是充分条件。耐心资本如何养成，不是做瑜伽（这么简单），而要有非常稳定的环境基础。

比如，更健康、稳定的宏观经济环境，让大家看到，尽管目前有阶段性困难，三五年后我们会更好；更清晰、稳定、友善的监管环境，适于企业去做长期规划。此外还有个充分条件，就是金融体系问题，要跟整个中国的发展节奏适配。要通过金融改革，培育更多的机构投资者。

3. 谈创新扶持：创业者问我最频繁的问题是人才

《中国企业家》：今天的投资人和创业者之间，不只是“给钱”的关系这么简单，还涉及创新创业多层面的扶持。在您看来，投资人可以发挥哪些作用？创业者问过您最多的问题是什么？

胡祖六：我们是伙伴关系，相互依存，但投资人的作用确实不只是提供钱，还要增添价值，给被投资企业创造价值。每个投资人的情况不同，但大体上有四点：

一是战略支持。很多创业者一开始有着宏大理想，但创业过程步履维艰，这时候就需要投资人帮助优化、更新战略。

二是人才引进。创始人的背景可能是技术向或商业向。就算两者兼备，企业大了之后，他也可能需要 CFO，需要好的销售总监，好的团队。投资人可以给到更广的人才网络。

三是当企业变大后，可能考虑上市。上市地点、融资路径、结构怎么

考虑，投资人拥有的丰富的资本市场知识和经验可以帮助创业者。

四是中国科技型企业不能闭门造车，要打开视野。比如生成式 AI，美国企业领先，可以参照他们。国际化业务欠缺的经验，投资人可以支持和辅导。

其中，创业者问我最频繁的问题是人才。

《**中国企业家**》：很多企业直接下场，进行创业投资（CVC）。您如何看待这种现象？

胡祖六：相比美国，CVC 在中国比较普遍。很多大公司在做 CVC，我说你们有钱怎么不去分红，或回购股票。因为 CVC 投资的不确定性风险同样也很大。一些高科技企业科技做得好，投资不一定。毕竟你有企业属性，当然也可以找专门的人来建团队，但要明白你这个企业的意义是什么。

所以，企业不是不可以做 CVC，但要跟战略生态有关。美国也有一些案例，但非常稀少，他们在看准某项技术引领整个技术潮流的时候，才会做准备。相比而言，很多中国企业都有庞大的投资团队，投资企业甚至几百上千家，目的就是攻城略地，一家通吃，但企业能力总是有边界的。

4. 谈创新环境：整体来看，创业的机会要比之前多很多

《**中国企业家**》：相比你，今天的创业者面临的创新创业环境是否更艰难、更复杂？令他们恐惧，给他们力量的分别是什么？当发展进入新常态，什么样的创业者、创业公司会活得更久？

胡祖六：尽管现在我们面临着很多变化，比如地缘政治问题就是十年前没有的，但也不是说，他们这代创业者吃亏了，似乎时运不济，而是从整体来看，中国创业的机会要比之前多很多。

首先，中国 GDP 增长比以前大很多，市场规模也比以前大很多了，如果你有一个非常好的创业思想、灵感，你有技术、有模式、有执行力，那你就会有很大的机会，去创造非常伟大的公司。当然，每一代都有每一代的艰难。创业者要记住，唯一的不变是变化本身。

作为创业者要有想象力和创意，有雄心壮志和激情，但你的适应能力、

调整能力、驾驭风险的能力也很重要。当然，你也要找到融资。如果你要做一家长远存续的公司，最大的一个课程就是，要有韧性。这一代创业者，很多人的成长环境可能比较顺遂，又赶上了中国改革开放持续高速发展的环境，可能没碰到过其他大的困难，或者各种意想不到的变化。

《中国企业家》：AI、具身智能等前沿科技领域，不乏很多年轻的创业者或“学院派”。您接触过很多创业者，他们身上有没有什么共性、代际特点或气质，最打动您的地方是什么？

胡祖六：第一，相比十年前、二十年前的老一代企业家，现在这一代创业者大都受过更好的教育，不少人还有留学经历。第二，这代人眼界非常开阔，起点很高。不管是外国留学还是通过互联网，他们对硅谷的最新变化了如指掌。而作为老师的马云1999年跑到美国时，还对互联网一窍不通。

所以，起点不同，他的见识广度、信息质量都比以前那代人好很多。如果说有担忧，就是要看他们是否像柳传志、马云等老一辈企业家那样，拥有韧性和坚持不懈、锲而不舍的精神。我相信很多中国企业家和创业者身上拥有这种精神，只是现在的环境又给他们带来了新考验。

一代一代优秀的创业者不断涌现，是否真的能够做到“长江前浪推后浪”，还需要时间验证。

《中国企业家》：眼下，大模型热潮正在退烧，近期不少海外AI独角兽传出“卖身”消息。目前看来，商业化和融资仍是这些创新公司的最大挑战。您如何看待这一轮技术浪潮的演变趋势和产业影响？

胡祖六：对于一个可持续发展的公司，商业化和融资肯定是挑战，但应用技术的能力也很重要。比如，现在AI技术还未定型，如何在前沿持续创新？如果只是做一个点的创新，可能你就会被淘汰了。你要技术上持续创新，但永久烧钱不可持续，这与耐心资本的初衷不矛盾。

耐心资本要持续支持创新研发，因为企业需要有足够的钱去成长壮大、盈利、上市。但这并不是说，耐心资本一定支持企业大手大脚，或是一直烧钱。如果企业拥有真正可持续的商业化模式，有非常好的团队和研发能力，融资自然也相对容易一点。

当然，这波技术浪潮背后也有很多挑战，比如，数据安全和隐私问题，在 AI 时代也是不容忽视的。企业进行技术创新，要让你的用户和合作伙伴放心。

尽管目前大模型热在退烧，但不能否认 AI 革命的价值。上世纪 90 年代互联网热潮，成百上千的公司诞生，后来到了 2000 年 3 月，纳斯达克崩盘，倒闭的企业成百上千，还有很多大企业。但这并不意味着互联网就寿终正寝了，恰恰相反，这是新历史的开始。

我们要更多从国家大的战略角度来看待这场 AI 革命。

21 世纪的中国要成为全球持续创新的竞争高地，就要在 AI 革命中成为浪潮者、领军者。目前有很多因素，包括地缘政治对中国的 AI 革命影响很大，希望国内支持创新的宏观环境和耐心资本的支持能够做得更好。这样，中国就有条件能够奋起直追，在这场 AI 革命中与世界实现共赢。

《中国企业家》：对于中国创新创业的整体环境，你有何观察？

胡祖六：中国整体创新创业的环境，取决于三个大的因素。

第一，宏观经济，中国经济整体表现是否健康、强劲、可持续。一个比较高速的经济增长环境，能给创新创业企业提供很多的发展机遇，这个条件必不可少。第二，一个非常清晰、非常稳定、非常友善的监管环境。第三，国际环境的稳定，一些地域政策给中国创新创业者带来特殊挑战。

在今天的环境下，我们说要鼓励扶持创新创业，这三个方面的改善都是有必要的。尤其是前两条，我们能够完全自主控制。现在我也听到有些人谈“卡脖子”，这肯定是其中一个因素，不可否认。但我们还是要把自己的事情做好。一些干扰和负面影响不可能从根本上来决定我们。

《中国企业家》：“未来之星”今年的主题是“先声与后劲”。您如何理解？

胡祖六：立足长远，不被当前的不确定所困扰，恒忍持久。

来源：《中国企业家》杂志 记者 李艳艳

协会/简介

中华股权投资协会（CVCA）成立于2002年，是大中华区成立最早的创业投资和私募股权投资行业协会组织。协会依托国际化的背景，秉持独立性、专业性的理念，通过市场化运作，致力于推动创业投资和私募股权投资在大中华地区的健康、可持续发展。CVCA现有逾百家会员公司，囊括了一大批国际国内最知名最具影响力的机构，包括凯雷、KKR、华平、TPG、鼎晖、贝恩、弘毅、高盛、红杉、高瓴、IDG、启明创投、中信资本等等。截止目前，CVCA会员机构管理的大中华地区美元基金约390支，总额约为六千多亿美元；人民币基金约1,290支，总额超一万亿人民币。他们拥有世界一流的投资经验和金融人才，经过全球不同地区和不同经济周期的历练，回归深耕中国市场，并成功投资于大中华地区的众多行业领域；他们致力于在中国大陆推动中国私募股权市场的繁荣和行业发展，同时也为众多最具创新性和成长潜力的公司带来快速发展机会。



地址：北京市建国门外大街1号国贸写字楼1座31层3108室
电话：86 10 6505 0850
邮箱：info@cvca.org.cn
网址：www.cvca.com.cn