

PE：挤走泡沫 呼唤专业化

□□ 本报记者 郑洁

近期，众多私募界大佬、明星投资人扎堆全国基金从业人员资格考试（以下简称“基金资格考试”），再次将社会关注焦点吸引到私募股权投资（PE）行业上。此次基金从业资格考试，在某种程度上可能说明了包括PE在内的国内基金业扩容过快、基金从业人员鱼龙混杂的乱象。

众所周知，PE行业是众多创业公司、中小企业眼中的“天使”。那么，如今的PE行业是否存在着严重的泡沫和乱象，PE行业处于什么样的风口？近年来风生水起的文化PE潮，又有着什么样的变化和趋势？本报记者近日专访了中国股权投资基金协会（以下简称“中国PE协会”）秘书长李伟群博士。

“PE时代”泡沫加剧

李伟群先与记者分享了一组数据：2013年之前，国内PE行业规模不到1万亿元，短短3年已经发展至10万亿元以上。这是在近年来我国高度重视和大力支持股权投资行业、推动创新驱动战略和产业转型升级战略等大背景下产生的自然产物。

李伟群说，1985年中共中央在《关于科学技术体制改革的决定》中首次引入了“创业投资”的提法，但彼时无论是政策法律环境还是投资公司的专业程度都还远远不够。1992年起，IDG资本等一批美元基金进入中国并担当了国内PE行业的主要角色。2004年才开始有一批人民币私募股权投资基金出现，其中绝大多数高管人员都是从中国境内的美元基金中培养历练出来的。此后，中国PE行业呈现出人民币基金和美元基金“共舞”的状态。2009年深交所创业板开市曾一度引发了全民PE热，但那时还不能算是真正意义上的PE，绝大多数没有完整规范的业务流程，主要是在企业IPO之前快速抢抓最后一次投资机会，追求的是快进快退。直至2012年以后，国内才开始真正崛起了一批专业的PE机构，也才真正进入以人民币基金为主的PE行业的快速发展阶段。

“股权投资行业的最大特点是‘融

资、融智、融资源’，能够帮助被投企业一起发现问题、解决问题，帮助企业持续健康成长。与以银行信贷为主的债权融资相比，股权融资更适合初创期项目和中小企业。PE行业对支持国家‘双创’战略，具有直接、高效、稳定的比较优势。”李伟群预测，未来3至5年，中国PE行业的规模还会高速甚至翻倍增长。

据相关统计，2005年中国活跃的PE机构仅500家左右，而至2014年底中国活跃的PE机构已超8000家。尤其2014年新三板全面扩容，受益于资本市场的放开、行业监管政策的逐渐完善，中国市场已逐步迈入“PE时代”。

如此多的资金涌入股权投资基金行业，是否会带来严重的PE泡沫？李伟群表示，如果说股权投资基金的供给端已经过剩还为时尚早。但近年来PE行业的增长速度确实很快，2015年中国PE行业的增长速度跃居全球第一，带来的明显短板是人才短缺，目前很多新成立的股权投资基金中从管理人（GP）到投资人（LP）都缺乏足够的专业性。其中出现一个明显的趋势就是LP管理合伙人化。以往在股权投资基金的操作流程中，LP只负责投钱，现在很多新进入这一行业的LP还经常要求参与决策，不仅降低了投资效率，还可能带来判断错误。

另一类现象就是LP与GP在价值判断和专业背景上完全不一致。好的GP看中的是企业未来三五年甚至10年以上的中长期发展，而绝大多数LP都要求或希望三五个月就决策投资、一两年就获得高额回报。一个项目的退出周期也许要10年，但LP要求短期见利，这在GP的期限管理方面也带来了很大的挑战和压力。PE界另一突出现象是同一投资标的可能有很多人去抢，PE是市场化程度最高的行业，应最大程度地交由市场去配置资源，但良好的市场纪律也是必要的。

“美国硅谷的发展过程中也曾多次因投资机构扎堆而出现价值高估的阶段，他们的行业大佬可能形成共识并发声提示，也就是所谓的集体理性。国内PE界目前尚缺乏这样‘发声’的角色。有人评价当下的PE界‘钱多人傻’有一定道理，确实存在野蛮生长现象。”李伟



私募股权投资迅速发展

群说。这些现象对创业者来说将带来双重影响：好处是融资相对容易了，估值高、融资多；弊端是初创企业最缺的其实不止是钱，还有相关资源和管理经验，绝大多数的PE机构无法提供这些增值服务。此外，这类情况持续下去，对PE机构的明显危害是估值高、风险大、收益低，将会加剧行业乱象，加速行业分化。

私募监管呼唤专业性

对于最近如火如荼的全国基金从业人员资格考试，李伟群认为，股权投

资基金从业人员的素质能力高低无法从这样的考试中全面准确地予以确定。“我们做过一些调研，与几十个国家和地区的PE行业协会进行了交流研讨，包括已有百年以上PE历史的英美在内，去了解他们如何培养从业人员和行业自律，他们都从未听过股权投资行业从业人员资格考试。”李伟群说，PE可以投资不同国家、众多行业，覆盖企业成长的全生命周期；一个投资人要经常面对千差万别的大量融资项目，如何捕捉投资机会、发现投资价值以及可能复杂的投后管理，都需要依据不同行业的个人经验和资源储备而快速判断，这是非标准化的；针对投资不同的行

业、阶段、国家地区、技术优势、商业模式、投资策略的PE从业人员，其综合素质能力很难用一组单选题考题来准确判断。“PE管理者今年投资农业、明年投资文化，难道还要继续考取不同行业的资格证吗？”他说，这显然是与国务院一直努力清理取消执业资格证书许可和认定事项的改革方向是相悖的。

另外，用约占比90%的证券投资基金内容去考核PE从业人员显然是不妥的。近来很多PE机构反映，参加此次考试的大多数PE高管都没通过，反而一些公司的前台、司机等都通过了。根据现行“PE和VC的法人和合规风控负责人须获得资格证”的要求，如果将来很多外行人占据PE高层，无疑对整个PE行业是致命的打击。而且，一批年轻持证者可能成为机构“保壳”的工具，也可能被误作他用。

中国PE协会还向有关部门提出了收回已经发出的股权投资基金管理人备案的“金融机构”登记证书、备案法律意见书等建议。李伟群解释，中国PE协会2015年下半年在全国多个省市集中调研后发现，从2014年以来，已有一大批备案机构利用私募基金管理人登记身份、纸质证书或电子证明等，故意夸大歪曲宣传，严重误导投资者。

此前全国已有约2.6万家私募机构在中国证券投资基金业协会备案并获得纸质或电子证书，如果这些证书不尽快收回、不公开宣布作废的话，就代表前面备案的2.6万家机构是有证的，后面备案的机构都是没证的，在投资人面前和市场化竞争中必然导致不公平，如果将来有人继续利用这些证书做文章，也会带来不正当经营甚至非法集资的可能性。

“细分化”文化梯队崛起

李伟群介绍，据统计，2015年全国成立的地方政府产业引导基金规模已高达1.5万亿元，且增长速度非常快，很多省市都在规划酝酿包括文化在内的专项产业基金。近几年我国高度重视和大力支持股权投资行业，先后出台了一系列支持性政策，国务院常务会议也多次研究批准设立多只产业引导基

金，规模已超过5000亿元（包括600亿元国家中小企业发展基金、400亿元国家科技创新引导基金等）。国家希望通过支持股权投资行业发展，运用产业引导基金的形式、放大股权投资的资金规模，来拉动更多社会资本进入实体经济中，用“智慧的资本”和资本推动的方式，加速完成国家战略层面的产业升级和创新驱动。

“文化是经济社会的重要组成部分，有人说改革开放背景下的市场经济时代忽略了文化产业发展，其实物质生活积累到一定程度必然会拉动文化消费。当下，影视、体育和演出等很多文化艺术形式都成为股权投资的热点，旅游业的快速发展也促进了文化消费，大批项目实现了较好回报。”李伟群说，国务院非常重视文化产业发展，大力支持文化创意、文化消费、文化贸易等，这也引起了国际上的注意，文化交流和合作的国际投资机会大量涌现。

“2015年，细分行业基金的出现是一个亮点，大量以文化主题命名的基金涌现。中国PE协会正在积极组织广大文化类PE机构在文化产业投资专业委员会的框架下探讨行业发展趋势、研判投资热点、分析投资价值、交流投资经验。”李伟群说，我国PE行业已经快速走过粗放式发展阶段，开始进入专业性、细分化方向，中国PE协会也会积极引导广大会员机构朝着相对专业的方向长期积累经验和发现资源。

李伟群表示，中国PE协会自成立起，就以培养相关专业人员、促进境内外PE机构合作交流、建设完善行业自律机制、推动中国股权投资行业健康发展等为已任，先后发起成立了“GPEA全球PE联盟”“AVCPEC亚太股权投资基金协会理事会”等国际性组织，每年在国内主办和联合主办约10个全球性股权投资行业相关大型活动，数次与欧洲、美洲和亚洲多个国家和地区进行互访交流、项目考察等活动，就是希望让国内的PE机构和企业家更快捷地对接国际、加速学习，积极引导行业往专业化方向发展，也为国内猛增的股权投资基金尽快“落地”实体经济提供助力。

海外艺术品质押的专业融资流程

□□ 子萱

近日，上海银行文化支行成功发放了一笔书画艺术品质押贷款。该笔业务的办理是上海银行文化支行在2015年开展艺术品质押融资业务后，在书画艺术品领域的又一突破。

近年来，艺术品金融服务已成为高净资产人群财富管理的重要组成部分。从客户的角度，它能把热情转化为金融资产，从而让客户获得更高的流动性，而从商业的角度，金融机构可以借此增值服务，改善客户关系管理。作为艺术品金融服务的一个重要组成部分，艺术品抵押贷款是指借款人以艺术品为质押物，按照一定利率从商业银行或其他机构获得货币资金的信用活动形式。据统计，2009年，国内部分机构开始试水艺术品质押，随后艺术品抵押贷款的普及化也被提上日程。但由于鉴定、估值方面的相应问题和难度，银行一直对艺术品抵押贷款业务非常谨慎。

2010年，深圳某公司以一批苏绣珍品作为担保，获得建设银行深圳分行的3000万元贷款。此后，民生银行、招商银行、农业银行等也“试水”艺术品抵押贷款业务，不过规模都较小。相比海外，艺术品质押发展时间较长，

经营艺术品质押贷款业务的机构主要是拍卖公司和商业银行。

拍卖行的艺术品质押贷款

世界著名的拍卖公司苏富比就为客户提供艺术品抵押贷款服务。苏富比的金融服务部门是艺术品抵押贷款市场较大的机构之一，贷款业务涉及范围广泛，包括绘画、素描、雕塑、家具等许多种类。

苏富比提供的贷款利率通常比银行优惠贷款利率高2%至3%，所提供的质押贷款额度从50万美元至1亿美元不等，对于一些重要拍品，苏富比拍卖行会预付估价下限的50%至60%给委托方。贷款期限从6个月至20年不等。

苏富比的金融服务包括两种不同形式的艺术品抵押贷款。一是贷款人和苏富比约定短期内将通过苏富比的渠道将其抵押品拍卖，二是与之相对的、没有任何约定的单纯定期贷款。在第一种形式下，委托人的拍品将在未来一年内通过公开或私人拍卖的方式转手，他们所收到的预付款通常享受免息待遇，到期时间为半年。而第二种形式下，定期贷款的到期时间一般可长至两年，但需按市场利率还款。

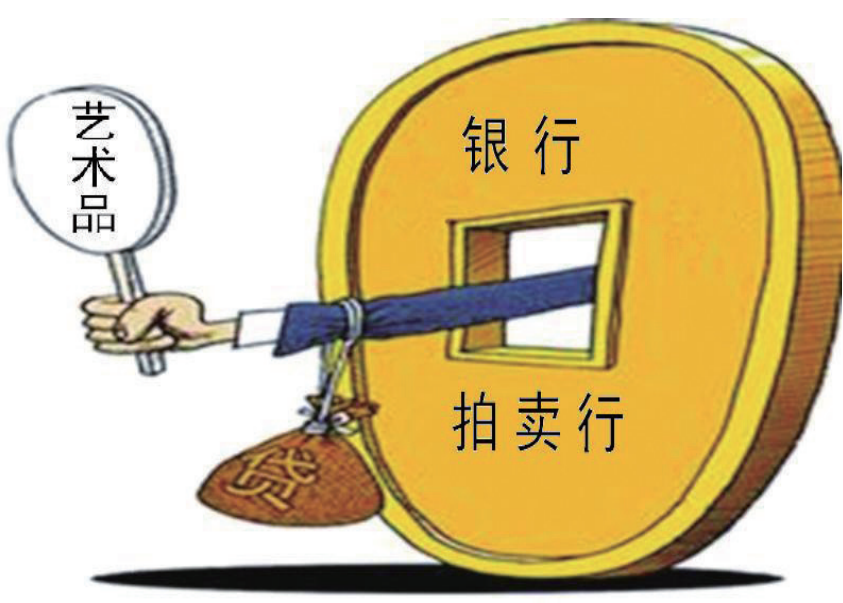
但是，不管以何种形式，苏富比的贷款价值比例基本都不会高于50%，除非是担保物的估值出现明显下滑。苏富比专家每年会对担保物重新估值，如果有需要的话，也会依情况提高估值频率。

与其他市场参与者相比，苏富比的最大优势在于垂直一体化的架构——既拥有专业评估团队又自备流出渠道。对它而言，艺术品抵押贷款的作用不仅仅在于带来直接收入。苏富比财

报显示，2009年至2013年，苏富比艺术品金融服务收入从907万美元攀升至2127万美元，且受经济周期的干扰较小。不仅如此，委托预付款的模式为拍卖行带来了潜在的卖家，提升了自身核心业务的佣金收入。

商业银行的艺术品质押

国外商业银行的艺术品质押融



海外艺术品质押业务在拍卖公司和商业银行均有涉及

点。根据独立艺术品投资顾问公司的估算，美国艺术品融资市场的规模在2012年就已超过70亿美元，且仍在不断增长。这意味着，在制度安排完善、流程管理严格的情况下，艺术品质押贷款风险是可以得到有效控制的。

据了解，目前国内有一些银行提供与拍卖公司或艺术品经营机构合作的艺术品拍买成交付款的贷款业务。由于艺术品专业门槛较高和国内诚信缺失，银行无从判别艺术品的价值，所以除了要求将艺术品质押并按照估值发放一定折扣的贷款外，一般还要求拍卖公司为贷款提供担保。而欧美国家针对私人银行客户的艺术品质押贷款只需根据专业机构对艺术品的估值，就可发放一定折扣的贷款。总体来说，欧美银行涉足艺术品市场的程度更深，服务也更为专业。

此外，为了降低发生纠纷和欺诈的可能性，融资机构除了要求申请人提供来自受认可的评估师或拍卖行的评估报告外，还要求贷款人提供美国统一商法融资申明书以维护抵押标的物的合法交易，切实保证对抵押标的物的融资不会产生利益冲突和交易风险。