



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

CVCA 行业动态季刊

2024 年 12 月

目录

CONTENTS

10-12月协会活动.....4

CVCA 专题研讨会：私募股权基金投后风险控制 4

CVCA 协办活动：2024 年睿勤线上专题交流会暨
大中华区业绩基准报告解读..... 6

中华股权投资协会理事会及会员高管代表团拜访中央部委..... 8

2024 CVCA 年会暨 PE/VC 高峰论坛 9

CVCA 专题研讨会：私募股权基金投后风险控制 12

会员机构动态.....15

「hohem 浩瀚」完成超亿元 B 轮融资，君联资本联合领投..... 15

美国国防部将 IDG 资本从 1260H 清单中移除..... 15

启明创投陈侃：全球化竞争环境下中国医药创新和投资展望..... 16

信宸资本信跃升：战略整合型并购，资本市场的新引擎..... 16

松下集团投资愉悦资本基金 双方举办战略研讨会..... 16

创锐光谱获近亿元 Pre-A 轮融资，光速光合领投..... 17

Green Voltis 完成千万美元天使轮融资，创世伙伴创投领投..... 17

IDG 资本领投，隐功科技完成亿元级 Pre-A 轮融资..... 18

创新工场被投资企业「中力股份」上交所主板上市，电动叉车市场迎新机遇..... 18

政策动态与指引19

李强主持召开国务院常务会议..... 19

全国社保基金会：坚持长期投资、价值投资、责任投资理念..... 21

国资委：
《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》 22

会员研究.....26

高锐洞察：美国对华投资限制规则正式出台..... 26

意见领袖.....38

2024 CVCA 年会暨 PE/VC 高峰论坛成功召开 38

邝子平：面向 2025，创业者要做的关键抉择是什么..... 47

10-12 月协会活动

CVCA 专题研讨会：私募股权基金投后风险控制

10月15日·北京



私募股权基金对投后管理工作的重视日益增强，同时各渠道退出市场对被投企业的运营质量提出了更高要求。深入理解和有效掌握被投企业的运营风险，特别是潜在的舞弊风险，成为确保投资安全和维护股东利益的关键所在。被投企业的舞弊行为不仅可能导致投资损失，还可能对投资人的声誉和投资组合产生长期的负面影响。因此，了解并有效识别被投企业的舞弊风险至关重要。

德勤中国私募股权行业和中华股权投资协会（CVCA）将于2024年10月15日在北京联合主办“私募股权基金投后风险控制研讨会”。届时，我们将邀请各领域行业专家就私募股权基金应关注的投后风险控制相关热点话题进行深入交流与分享，为提升私募股权基金的投后管理工作效率提供专业洞见。

研讨会详情

日期：2024年10月15日（星期二）

时间：14:00 - 16:40

地点：北京市朝阳区针织路23号中国人寿金融中心12层

研讨会议程

时间	议程	分享嘉宾
14:00-14:20	嘉宾签到	
14:20-14:30	欢迎致辞	
14:30-15:10	被投资企业舞弊风险概况及调查	章诗嘉 德勤中国法证与金融犯罪防范 合伙人
15:10-15:35	近期资本市场审核财务关注重点	陈文龙 德勤中国资本市场部华北区A股 上市业务主管合伙人
15:35-16:35	被投资企业舞弊的法律责任和对上市的影响	李胜 汉坤律师事务所合伙人
	近期资本市场的热点法律问题	
16:35-16:40	结语致辞	

CVCA 协办活动：2024 年睿勤线上专题交流会暨 大中华区业绩基准报告解读

10 月 16 日

尽管宏观经济环境波动不定，我们预计到 2028 年另类投资市场的规模将攀升至 24.5 万亿美元。在上述背景下，业内人士无疑需要依赖及时准确的业绩表现，以应对市场变化、捕捉投资机会、优化投资策略并提升投资回报。

也正因意识到业绩表现的重要性，睿勤自 2022 年起便在大中华区积极推进业绩基准项目（[点击查看](#)），旨在构建更加完善的业绩基准以提高行业透明度。虽然大中华区的募资规模自 2021 年高峰后有所回落，但我们希望从净内部收益率（Net IRR）、净倍数和 DPI 等关键业绩指标出发、挖掘更多深层次的解读。

今年我们于 2024 年 10 月 16 日（星期三）举办本年度的线上专题研讨会，解读大中华区业绩基准报告 * 中的关键数据指标。与此同时，我们有幸邀请来自珩昱投资（Nephrite Capital）、汉领资本（Hamilton Lane）以及鲲行资本（Asia Alternatives）的专家，从全球投资者的视角出发，剖析大中华区私募资本市场所面临的挑战以及潜在的机遇。

* 大中华区市场覆盖中国大陆、香港、澳门及台湾。本年度的业绩基准报告已于 9 月中旬发布。

研讨会详情

日期：2024年10月16日（星期三）
时间：2:00pm（北京时间）
协办单位：中华股权投资协会（CVCA）
支持单位：北京基金业协会（BPEA）
会议平台：Zoom
语言：普通话

- 日期：2024年10月16日（星期三）
- 时间：2:00pm（北京时间）
- 协办单位：中华股权投资协会（CVCA）
- 支持单位：北京基金业协会（BPEA）
- 会议平台：Zoom
- 语言：普通话

研讨会议程

- 2:00 PM
研讨会开幕及欢迎致辞
- 2:05 PM
主旨演讲：2024睿勤业绩基准报告解读
- 2:25 PM
围炉对话：全球视角下的大中华区市场
曹龙 合伙人 - 珩昱投资（主持人）
夏明晨 亚太投资联席主管、董事总经理 - 汉领资本
徐红江 创始合伙人兼董事总经理 - 鲲行资本
- 2:55 PM
问答环节
- 3:10 PM
研讨会闭幕

中华股权投资协会理事会及会员高管代表团拜访中央部委

12月3日·北京

12月3日，中华股权投资协会（CVCA）组织理事会成员及部分会员高管代表举行为期一天的中央部委拜访活动。通过此次拜访，协会进一步加强了与政策主管部门的沟通和联络，了解最新的政策动态，反映业内的声音，并就未来协会参与行业政策意见与建议搭建了良好的反馈渠道。

本次高层拜访团由我协会理事长、启明创投创始合伙人邝子平带队，分别与外管局、基金业协会以及商务部3个部门的相关领导进行了座谈，就今年以来PE/VC行业发展现状、政策法规环境、以及未来政策趋势进行了深入的交流，并提出来了具体的建议。

此次拜访团成员由中华股权投资协会理事会成员、理事机构高管以及特邀会员高管和行业资深人士组成，他们分别来自启明创投、中信资本、方源资本、EQT、KKR、PAG、凯雷、高盛、春华资本、古玉资本、汉领资本、艾瑞思和玉资本共13家国内外知名的投资机构。

通过今年和历年的拜会，CVCA搭建了PE/VC业界与中央部委沟通和交流的平台，扩大了PE/VC行业和CVCA在政府机构中的声音和影响力，为推动PE/VC行业的可持续、健康发展做出了积极贡献。

2024 CVCA 年会暨 PE/VC 高峰论坛

12月4日·北京

2024年，中国经济延续恢复态势，新质生产力加快形成、高质量发展深入推进。世界经济增长动能不足，地区热点问题频发，全球经济延续高通胀、高利率、高债务、低增长、低贸易的“三高两低”态势。回顾过去一年，中国私募股权和创业投资（PE/VC）行业经历了严峻考验。募资、投资节奏全面放缓，但随着国内宏观政策加力增效、改革红利加快释放、开放红利加速显效等利好因素，亦为PE/VC行业未来的高质量发展打开全新局面。

如何面对当前国内外宏观趋势并制定有效的投资策略？怎样应对更多的挑战与不确定性？在投资和退出均面临压力的背景下，主流LP如何衡量、评估GP的投资管理能力？面对地缘政治挑战，中国企业的国际化之路在哪里？随着科技的飞速发展和全球经济的不断变化，投资过程中应考虑什么核心因素？

2024中华股权投资协会（CVCA）年会暨私募股权/创业投资高峰论坛于12月4日在北京举办。中国最顶级的投资人、业界专家将齐聚一堂，分享投资思路、解读投资策略、交流投资心得。在五个主题分论坛中，分别从PE、VC、LP等角度深入讨论，在当前复杂多变的时代周期中探索市场应对策略、前瞻发展机遇。

2024 CVCA

中华股权投资协会年会
暨 PE/VC 高峰论坛

12月4日(星期三)

北京柏悦酒店·三层宴会厅

8:30-9:00	签到
9:00-9:10	理事长致欢迎辞 邝子平 CVCA 理事长 / 启明创投 创始主管合伙人
9:10-9:40	主旨演讲：实现 AI 普惠 - 释放生成式 AI 潜能与打造健康生态的蓝图 李开复 创新工场 董事长兼首席执行官
9:40-10:50	论坛一：PE 看宏观趋势和行业策略 主持人： 刘二飞 亚投资本 创始合伙人、董事长、CEO 嘉宾： 孙铮 KKR 投资集团 合伙人 唐葵 方源资本 董事长及首席执行官 信跃升 信宸资本 管理合伙人 杨志中 艾瑞思 合伙人 张宁 美国摩根路易斯律师事务所 北京办公室主管合伙人
10:50-11:00	茶歇
11:00-12:10	论坛二：VC 看宏观趋势和行业策略 主持人： 邵俊 德同资本 董事长、创始主管合伙人 嘉宾： 陈浩 君联资本 副董事长 邝子平 启明创投 创始主管合伙人 刘二海 愉悦资本 创始及执行合伙人 刘真 高锐律师事务所 中国主管合伙人
12:10-13:50	午餐

2024 CVCA

 中华股权投资协会年会
 暨 PE/VC 高峰论坛

13:50-14:00	CVCA 会员大会
14:00-15:10	<p>论坛三：LP 如何看待融资策略及如何衡量 GP</p> <p>主持人： 蔡 俐 TPG Capital 董事总经理</p> <p>嘉 宾： 顾业池 国寿投资 总裁助理兼股权投资事业部总经理 夏明晨 汉领资本 董事总经理及亚太投资联席主管 徐 清 元禾辰坤 主管合伙人 陈 瑛 方达律师事务所 合伙人</p>
15:10-16:20	<p>论坛四：中国企业的国际化之路</p> <p>主持人： 焦 焱 EQT 合伙人、亚太医疗行业负责人</p> <p>嘉 宾： 李 丰 峰瑞资本 创始合伙人 林哲莹 古玉资本 创始人 潘瑞婷 集富亚洲 管理合伙人 张睿元 高锐律师事务所 合伙人</p>
16:20-17:30	<p>论坛五：新领域新趋势</p> <p>主持人： 梁 宇 创世伙伴创投 合伙人</p> <p>嘉 宾： 蔡 伟 光速光合 合伙人 马春娥 数坤科技 创始人、CEO 浦晓燕 红杉中国 合伙人 孙晓臻 德勤中国 咨询业务云服务全球合伙人</p>
17:30	结 束

CVCA 专题研讨会：私募股权基金投后风险控制

12月5日、11日·深圳场与上海场

私募股权基金对投后管理工作的重视日益增强，同时各渠道退出市场对被投企业的运营质量提出了更高要求。深入理解和有效掌握被投企业的运营风险，特别是潜在的舞弊风险，成为确保投资安全和维护股东利益的关键所在。被投企业的舞弊行为不但可能导致投资损失，还可能对投资人的声誉和投资组合产生长期的负面影响。因此，了解并有效识别被投企业的舞弊风险至关重要。

德勤中国私募股权行业和中华股权投资协会（CVCA）继2024年10月15日在北京联合主办“私募股权基金投后风险控制研讨会”之后，应未能莅临北京会场的诸多私募股权基金嘉宾的热烈要求，我们将于近期在深圳及上海继续举办该主题研讨会，邀请各领域行业专家就私募股权基金应关注的投后风险控制相关热点话题进行深入交流与分享，为提升私募股权基金的投后管理工作效率提供专业洞见。

深圳场

日期：2024年12月5日（星期四）

时间：14:00 - 17:00

地点：深圳市罗湖区深南东路 5001 华润大厦 9 层

研讨会议程

时间	议程	分享嘉宾
14:00-14:30	嘉宾签到	
14:30-14:40	欢迎致辞	
14:40-15:10	被投资企业舞弊风险近期的关注及应对方法	谈蔚南 德勤中国法证与金融犯罪防范合伙人
15:10-15:35	近期资本市场审核财务关注重点	施安迪 德勤中国资本市场服务部华南区上市业务合伙人
15:35-15:55	税务环境变化和上市关注事项	姜妍 德勤中国税务和商务咨询合伙人
15:55-16:55	被投资企业舞弊的法律责任和对上市的影响	李胜 汉坤律师事务所合伙人
	近期资本市场的热点法律问题	
16:55-17:00	结语致辞	

上海场

日期：2024年12月11日（星期三）

时间：14:00 - 17:00

地点：上海市黄浦区延安东路222号金光外滩中心30层

研讨会议程

时间	议程	分享嘉宾
14:00-14:30	嘉宾签到	
14:30-14:40	欢迎致辞	
14:40-15:10	被投资企业舞弊风险概况及调查	周辰 德勤中国法证与金融犯罪防范 合伙人
15:10-15:45	近期资本市场审核财务关注重点	赵海舟 德勤中国资本市场部华东区A股 上市业务主管合伙人
15:45-16:45	被投资企业舞弊的法律责任 和对上市的影响 近期资本市场的热点法律 问题	李胜 汉坤律师事务所合伙人
16:45-16:50	结语致辞	

2 会员机构动态

「hohem 浩瀚」完成超亿元 B 轮融资，君联资本联合领投

近日，智能影像先锋品牌「hohem 浩瀚」完成超亿元 B 轮融资，君联资本联合领投。本轮资金将用于公司产品技术研发、市场推广及渠道布局。深圳市浩瀚卓越科技有限公司（以下简称「hohem 浩瀚」）创立于 2014 年，专注 AI 智能影像设备领域。作为 AI 跟拍稳定器首创者，「hohem 浩瀚」以用户思维为导向，通过将智能科技融入影像拍摄，致力于为用户带来更多轻松、高效的智能拍摄体验。君联资本执行董事纪海泉表示：AI 正在不断改变人们的生活，「hohem 浩瀚」通过 AI 智能影像方面的技术投入，帮助用户更好地记录分享生活。更重要的，我们看好公司年轻有拼劲的团队和国际化能力，相信他们未来会在广阔市场中竞得一席之地，带给用户更惊艳的智能拍摄交互体验。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/zDfanxCXp7TXmVnI8OSZCA>

美国国防部将 IDG 资本从 1260H 清单中移除

近日 IDG 资本法律顾问正式收到美国国防部通知，明确美国国防部决定将“IDG Capital Partners Co. Ltd.”从 1260H 清单中移除。“我们对相关部门这项重要的更正和澄清表示欢迎，”IDG 资本在一份声明中表示。“IDG 资本是一家起源于美国的国际投资机构，面向中国和全球其他市场进行投资。我们将继续专注于为投资者创造卓越回报的使命，肩负作为全球性基金家族的责任。”此前公开信息显示，美国国防部清单于今年一月更新时纳入 IDG 资本，该清单并不附带制裁或直接处罚。IDG 资本回应表示其不应出现在这份清单上。

全文链接：<https://news.pedaily.cn/202412/544485.shtml>

启明创投陈侃：全球化竞争环境下中国医药创新和投资展望

日前，第九届中国医药创新与投资大会在广州举办，全球医药产业顶尖专家与投资人齐聚一堂。在此次大会上，启明创投合伙人、医疗健康行业共同负责人陈侃发表了题为《全球化竞争环境下中国医药创新和投资展望》的主题演讲。陈侃深入剖析了中国医药创新在全球化进程中的深刻变革，中国创新药全球化的各种模式，创新药企在全球化过程中面临的挑战，以及如何抓住全球开发的良机。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/ZWFTwVZt5UD451TUoNsJ-g>

信宸资本信跃升：战略整合型并购，资本市场的新引擎

信跃升将资本比作经济体系中的血液，强调血液循环不畅会形成堵点。在当前的经济环境下，国家重点关注的科创等领域也面临此类堵点，他指出，并购活动能够打通这些堵点，畅通资本市场和经济活动，促进国家科创战略和经济发展。政府和监管层面对于并购基金的支持，可谓恰逢其时。信跃升建议，并购应与公司发展战略密切结合，避免单纯的资本运作。“真正的并购应该是基于战略进行的，并在并购后开展有效的整合。这类并购能够创造更大价值，助力企业成长。”

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/6oHHaMv1tFQdUgLraxx_cA

松下集团投资愉悦资本基金 双方举办战略研讨会

2024年12月3日，松下集团与愉悦资本在松下杭州产业园举行战略研讨会。这是继松下集团出资愉悦资本旗下基金后，双方围绕出行科技、创新消费等主题，进一步推进投资与产业战略协同的举措。松下中国东北亚公司总裁木下步、松下中国东北亚公司副总裁谈跃文、松下控股智能移动生态投资室室长曾嘉佳，愉悦资本创始及执行合伙人刘二海、愉悦资本创始合伙人李潇及松下集团各事业部、多家愉悦资本成员企业出席研讨会，并分享了各自在创新、创业领域的收获与思考。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/Q9mjexc6dt6zZBEu54kJGQ>

创锐光谱获近亿元 Pre-A 轮融资，光速光合领投

12月23日消息，创锐光谱宣布完成近亿元 PreA 轮融资，由光速光合领投，老股东君联资本跟投。本轮融资资金将主要用于技术研发和产能扩容。光速光合执行董事郭斌表示，创锐光谱集结了中科院、浙江大学、埃默里大学等多家世界顶级学府及科研院所的专家团队，深耕工业界极为稀缺的瞬态光谱检测技术。公司以科研市场为依托，开创性地开发出具有生产指导价值的新型高端检测设备，同时突破现有光学检测手段的能力边界，有效延伸到碳化硅功率器件、钙钛矿光伏组件、MicroLED 显示面板等高端制造领域，显著促进了几大新兴领域的商业化进程。尤其在碳化硅领域，已成功向国内外龙头企业交付了全球范围内首台套该类型的高端检测设备，树立了行业标杆。此外，经过多年技术积淀，公司成功实现在激光器、探测器等关键零部件完全自主化生产，打破了国外巨头的供应链垄断，构建了极深的行业护城河。

全文链接：<https://news.pedaily.cn/202412/544642.shtml>

Green Voltis 完成千万美元天使轮融资，创世伙伴创投领投

近期，欧洲虚拟电厂企业 Green Voltis 宣布成功完成天使轮融资，金额近千万美元。本轮融资由创世伙伴领投，云启资本、九合创投共同参与。此次融资将主要用于 AI Native 虚拟电厂的技术创新和市场拓展。本轮领投资方创世伙伴创投创始主管合伙人周炜表示：“我们始终关注智能化、绿色化和全球化方向的前沿创新。Green Voltis 在全球能源结构转型的背景下，凭借其深厚的能源交易专业知识和自研的 AI Native 虚拟电厂解决方案，不仅在提升能源管理效率方面表现卓越，还在辅助服务市场和电力交易市场等关键领域引领了数字化转型。我们坚信，Green Voltis 的核心技术和前瞻性洞察赋予其推动行业全面变革的强大潜力。创世伙伴期待与 Green Voltis 携手，共同推动欧洲能源行业的数字化变革和可持续增长，迎接由技术创新驱动的全新机遇，创造更加智能化、绿色化的未来。”

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/Nf-sbt881gBejaFY5Zlalq>

IDG 资本领投，隐功科技完成亿元级 Pre-A 轮融资

12月24日，钠电池技术研发商隐功科技宣布完成近亿元级 Pre-A 轮融资，本轮融资由 IDG 资本领投，襄禾资本及地方国有资本联合跟投，老股东光速光合持续加码。此次融资为隐功科技在新周期下的持续创新和规模扩产提供了坚实的资金支持，标志着公司正式迈入新一代钠电池产业化的新征程。隐功科技创立于 2023 年 12 月，致力于打造更具性价比的新型电池，以满足市场对高性能、高安全、长寿命电池的迫切需求。凭借领先的“无负极”电池技术，已在钠电领域迅速崭露头角。今年年初，隐功科技获得光速光合和软银中国的种子轮融资。

全文链接：<https://www.163.com/dy/article/JK5P7O0705118HJE.html>

创新工场被投企业「中力股份」上交所主板上市，电动叉车市场迎新机遇

浙江中力机械股份有限公司（股票简称：中力股份）在上交所主板上市，标志着中力股份在电动叉车及机动工业车辆领域的卓越成就得到了资本市场的认可。本次募集的资金将主要用于扩大产能和提升研发能力。创新工场合伙人熊昊博士表示，随着生产效能、技术创新和产品研发的突飞猛进，国内外销售渠道不断拓展，中力股份已经发展成中国电动叉车领域的龙头企业，并且顺利 IPO。希望在何金辉董事长带领下，中力股份以上市为契机，在做大做强主业的基础上适时适度进行产业链延伸，进一步提升核心竞争力，成长为全球工业物流领域“Made in China”的领军企业。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/d9axMtMaSpR5zhpr3lNGcA>

3 政策动态与指引

李强主持召开国务院常务会议

对贯彻落实中央经济工作会议决策部署作出安排等

国务院总理李强 12 月 16 日主持召开国务院常务会议，学习贯彻习近平总书记在中央经济工作会议上的重要讲话精神，对贯彻落实中央经济工作会议决策部署作出安排。会议强调，要把思想和行动统一到党中央关于经济形势的科学判断和对明年经济工作的决策部署上来，切实增强抓落实的责任感、紧迫感和主动性。国务院各部门要按照党中央确定的各项部署，全面对标对表，主动认领任务，制定落实方案，形成具体的任务书、时间表、路线图，确保各项工作有力有序推进。要靠前抓好落实，能早则早、宁早勿晚，齐心协力、积极作为，以扎实有效的工作为全局多作贡献。

会议对优化完善地方政府专项债券管理机制作出部署，指出要实行地方政府专项债券投向领域“负面清单”管理，允许用于土地储备、支持收购存量商品房用作保障性住房，扩大用作项目资本金范围。要优化项目审核和管理机制，适度增加地方政府自主权和灵活性，提高债券发行使用效率。要强化专项债券全流程管理，完善资金监管机制和偿还机制。要做好明年专项债券发行使用，尽早形成实物工作量，为推动经济持续回升向好提供有力支撑。

会议研究促进政府投资基金高质量发展政策举措，指出要构建科学高效的管理体系，突出政府引导和政策性定位，按照市场化、法治化、专业化原则规范运作政府投资基金，更好服务国家发展大局。要发展壮大长期资本、耐心资本，完善不同类型基金差异化管理机制，防止对社会资本产生挤出效应。要健全权责一致、激励约束相容的责任机制，营造鼓励创新、宽容失败的良好氛围。

会议听取安全生产治本攻坚三年行动进展情况汇报，指出要压实安全监管责任，持续深查彻改本行业本系统重大风险隐患，全链条堵塞漏洞、

监管到位，构建安全生产长效机制。要强化标准引领保障作用，进一步健全标准体系、提高标准要求、强化标准实施。要做好岁末年初安全防范，强化重点时段、重点场所、薄弱环节隐患排查和安全管控，确保人民群众生命财产安全和社会大局稳定。

会议研究推进足球振兴发展相关工作，指出振兴足球是建设体育强国的重点工作，要加大力度落实各项政策举措，推动足球工作不断迈上新台阶。

会议审议通过《公共安全视频图像信息系统管理条例（草案）》，指出要规范公共安全视频系统建设和使用，更好维护公共安全、保护个人隐私。

会议还研究了其他事项。

全国社保基金会：坚持长期投资、价值投资、责任投资理念

12月13日，社保基金会党组书记丁学东主持召开党组会议，传达学习习近平总书记在中央经济工作会议上的重要讲话和中央经济工作会议精神，研究部署贯彻落实工作。理事长刘伟，副理事长王文灵、武建力、金萃出席会议，驻财政部纪检监察组相关负责同志列席。

会议认为，2024年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。面对复杂严峻形势，以习近平同志为核心的党中央沉着应变、综合施策，我国经济运行总体平稳、稳中有进，特别是9月26日中央政治局会议果断部署一揽子增量政策，使社会信心有效提振，经济回升向好势头更加明显，成绩来之不易、弥足珍贵。这些成绩的取得，根本在于习近平总书记作为党中央的核心、全党的核心总揽全局、把舵定向，在于习近平新时代中国特色社会主义思想科学指引。

会议指出，习近平总书记在中央经济工作会议上的重要讲话，站在党和国家事业发展全局的战略高度，全面总结2024年经济工作，科学研判国际国内大势，谋划部署2025年经济工作，深刻总结做好经济工作的规律性认识，具有很强的政治性、思想性、指导性，为做好当前和今后一个时期的经济工作指明了前进方向、提供了根本遵循。李强总理对贯彻落实习近平总书记的重要讲话精神、做好明年经济工作提出要求。社保基金会全体党员干部要坚定拥护“两个确立”、坚决做到“两个维护”，切实把思想和行动统一到习近平总书记重要讲话精神上来，统一到党中央关于经济形势的科学判断和对经济工作的决策部署上来，坚决抓好贯彻落实。

会议强调，下一步一是要持续深入学习习近平总书记重要讲话和中央经济工作会议精神，深刻把握精神实质和实践要义，进一步坚定信心、凝聚共识，确保党中央决策部署不折不扣落实到位。二是要审慎、稳健开展基金投资运营，坚持长期投资、价值投资、责任投资理念，做好养老金融和科技金融相结合的大文章，确保基金安全和保值增值，积极应对人口老龄化，有力支撑社会保障体系建设。三是要强化激励约束，充分调动干事创业的内生动力，努力形成求真务实、担当尽责、协同配合、真抓实干的良好氛围，不断增强履职尽责的责任感使命感，凝心聚力推动基金事业高质量发展。

国资委：《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》

为全面贯彻党的二十大和二十届三中全会精神，深入落实党中央、国务院重大部署，推动中央企业高度重视控股上市公司市场价值表现，切实维护投资者权益，促进资本市场健康稳定发展，规范开展市值管理工作，现提出如下意见。

一、着力提高上市公司发展质量

中央企业控股上市公司是中央企业开展生产经营、参与市场竞争的主要载体，也是稳定资本市场的重要力量。中央企业要指导控股上市公司积极贯彻落实党中央、国务院关于深化国资国企改革的重大部署，围绕国有经济布局优化和结构调整主动作为，增强核心功能、提升核心竞争力，切实发挥在建设现代化产业体系、构建新发展格局中的科技创新、产业控制、安全支撑作用。要以高质量发展为基本前提，稳步提升经营效率和盈利能力，着力打造一批经营业绩佳、创新能力强、治理体系优、市场认可度高的一流上市公司，夯实市值管理工作基础。

二、积极开展有利于提高投资价值的并购重组

中央企业要把握资本市场发展规律，深刻理解市场估值逻辑转变，推动企业内部优质资源进一步向控股上市公司汇聚，支持控股上市公司围绕提高主业竞争优势、增强科技创新能力、促进产业升级实施并购重组。引导控股上市公司深耕主责主业，密切关注行业周期变化和竞争态势演进，聚焦产业链供应链关键环节加快整合行业优质资产，打造行业龙头企业。鼓励业务多元化的控股上市公司进一步突出专业化发展特色，探索将内部业务独立、质地优良、成长性好、具有行业差异化竞争优势的资产，规范稳妥实施分拆上市，进一步挖掘公司在细分行业领域的市场价值。推动控股上市公司把科技创新摆到更加突出位置，紧盯核心科技资源积极开展投资并购，为中小企业科技创新成果应用与扩散赋能，加强与高校、科研院所等科研机构在科技成果转化上的股权合作，打造科技领军企业。支持控股上市公司根据自身产业基础和主业发展规划，通过并购重组加快布局战略性新兴产业和未来产业，培育新质生产力，打造产业领先企业。严控控

股上市公司盲目扩张、增加过剩产能、破坏财务健康、降低经营效率的对外并购行为。

三、加大市场化改革力度

中央企业要指导控股上市公司全面贯彻“两个一以贯之”，持续在完善公司治理中加强党的领导，加快完善中国特色现代企业制度，不断完善权责法定、权责透明、协调运转、有效制衡的公司治理机制，强化公司章程基础性作用，厘清治理相关方权责，明晰控股股东对上市公司的管理边界，切实维护上市公司独立性。进一步完善经营自主灵活、内部管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的市场化经营机制。落实上市公司独立董事制度改革要求，支持独立董事履职，充分发挥独立董事参与决策、监督制衡、专业咨询作用。为机构投资者、中小投资者参与公司治理创造有利条件，切实保护中小股东合法权益。积极引入长期资本、耐心资本、战略资本改善公司治理结构。优先支持科技创新型上市公司规范实施股权激励，进一步激发核心骨干提升上市公司投资价值的主动性和积极性。

四、全面提高信息披露质量

中央企业要督促控股上市公司进一步健全以投资者需求为导向的信息披露制度，增加必要的主动自愿披露，提升上市公司透明度，积极回应市场关切，持续优化披露内容，确保信息披露真实、准确、完整、及时、公平。完善环境、社会责任和公司治理（ESG）管理体系，高水平编制并披露 ESG 相关报告，在资本市场中发挥示范作用。加强舆情信息收集和研判，对于可能影响投资者决策或上市公司股票交易的舆情及时响应、主动发声，防范虚假信息误读误解风险，维护中小投资者知情权，切实维护企业形象和品牌声誉。

五、主动加强投资者关系管理

中央企业负责人要积极出席控股上市公司集中路演、业绩披露等活动，向投资者阐明控股上市公司的战略定位、功能使命、愿景目标等，并对公司发展方向的持续性和稳定性进行重点说明。督促控股上市公司的董事长、总经理等人员积极组织参与业绩说明会、投资者沟通会等各类投资者关系活动，实事求是介绍企业生产经营情况和成果，充分展示企业的竞争优势

和发展前景，吸引更多长期投资、价值投资、理性投资。广泛邀请投资者、行业分析师、媒体等走进企业、了解企业，增进市场认同。

六、稳定投资者回报预期

中央企业要引导和推动控股上市公司牢固树立投资者回报意识，保证各类投资者共享公司发展成果，提高投资者尤其是中小股东获得感。指导控股上市公司综合考虑行业特点、盈利水平、资金流转等因素，制定合理可持续的利润分配政策，增强现金分红稳定性、持续性和可预期性，增加现金分红频次，优化现金分红节奏，提高现金分红比例。为中小投资者、机构投资者主动参与利润分配事项决策创造便利环境，鼓励就利润分配预案征集投资者意见，进一步提升利润分配政策透明度。

七、完善增强投资者信心的制度安排

中央企业和控股上市公司要将股票回购增持作为一项长期性基础性工作，建立常态化股票回购增持机制。持续提升应对资本市场复杂情况的能力水平，指导控股上市公司提前谋划股价短期连续或大幅下跌时的应对预案，提高反应速度、决策效率和执行效率，稳定市场情绪，有效维护上市公司市值。严格遵守控股股东、实际控制人减持规定，严禁违规减持、绕道减持，鼓励中央企业通过自愿延长股票锁定期、自愿终止减持计划以及承诺不减持股票等方式，提振投资者信心。高度重视控股上市公司破净问题，将解决长期破净问题纳入年度重点工作，指导长期破净上市公司制定披露估值提升计划并监督执行；对业务协同度弱、股票流动性差、基本失去功能作用的破净上市公司，鼓励通过吸收合并、资产重组等方式加以处置。

八、健全市值管理工作制度机制

中央企业要将市值管理作为一项长期战略管理行为，明确市值管理工作的组织领导机制和责任落实机制，推动控股上市公司制定全面务实的市值管理制度并依法合规披露制度制定情况。指导控股上市公司“一企一策”细化年度实施方案和具体举措，依法依规开展市值管理工作，持续提升工作成效。国务院国资委将加强对中央企业市值管理工作的跟踪指导，将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，强化正向激励。

九、严守依法合规底线

中央企业要督促控股上市公司树立科学市值管理理念，强化合规管理，完善内控体系，坚持规范运作，严格遵守国资监管、证券监管等各项有关政策规定。严禁以市值管理为名操控上市公司信息披露、严禁操纵股价、严禁内幕交易。对违反规定、未履行或未正确履行职责造成国有资产损失、损害投资者合法权益或其他严重不良后果的，依法依规严肃追究责任。

4 会员研究

高锐洞察：美国对华投资限制规则正式出台

2024年10月28日，美国财政部公布了此前备受关注的“反向CFIUS制度”的最终规则，规则将于2025年1月2日正式生效（“新规”）。就此，美国对华投资限制的具体范围和在本次美国大选前尘埃落定。

新规基本遵循了美国财政部2023年8月9日公布的《拟议规则预先通知》以及2024年6月21日公布的《拟议规则》中设置的机制和原则，即投资限制适用于美国人在三个关键领域的对华投资：半导体和微电子，量子信息技术和人工智能系统；根据被投资对象的细分业务领域，该等投资进一步被分为“需申报的交易”或“禁止的交易”。

根据高锐中美团队对新规及其配套的近250页“背景解释”的联合研究和分析，我们认为新规在以下方面与草案有显著不同：

- 对新规的不可追溯性作了时间上的明确区分；
- 对美国人证明自己是否“知情”的尽调义务作了更细致严格的约束；
- 对美国有限合伙人（LP）的豁免标准作了明确；
- 对AI领域被禁止类别交易作了明确，而需申报类别交易范围作了扩充。

美国财政部的“背景解释”显示其立法期间收到了许多非常专业、细致的公众反馈意见，其毫不掩饰虽然不希望“误伤”正常的两国商业往来，但将申报机制视作美国财政部实时掌握中国在相关敏感行业发展进度和规模的一个有效方式。同时，美国政府认为在这些领域投资的人士对于什么交易会危及美国国家安全和利益比美国财政部有更专业的判断，因而承担较严格的前置调查、研究和判断义务。

我们认为，在面对一桩具体交易时，如果相关事实复杂，而根据新规的具体条款似乎不能清晰判断其是否受限制时，美国财政部可能更倾向于从立法本意——即该交易是否会直接或间接导致资金或其它无形资产资源注入中国敏感行业、助其壮大继而最终威胁到美国国土安全，来决定是否要求相关美国人提供交易信息甚至放弃交易。在新规所处的地缘政治下，和美国财政部就条款文字进行纯技术辩论恐怕很难达到理想效果。

和高锐之前就草案发出的分析文章类似，本文集结了新规出台以来我们收到的来自基金普通合伙人（GP）、美国有限合伙人（LP）和在中及在美创业者的问题。虽然从性质上不是一份穷尽的问题清单，但基本可以代表投融资行业人士对新规的核心关注点。

问题一：在新规下，哪个时间点发生的交易可以不受新规影响？

高锐：新规将“不溯及既往”原则更清晰明确了：新规于 2025 年 1 月 2 日正式生效，任何于 2025 年 1 月 2 日前已完成的交易将不受新规影响。

此前美国财政部在规则草案中曾提到，对于在 2023 年 8 月 9 日行政令发布之后至新规出台前达成的交易，财政部可能会要求美国投资人提供相关交易信息。

正式新规中，过渡阶段发生的交易可能需要向美国财政部递交相关信息的要求已被删除。

问题二：我们是一家历史上投资了一些敏感行业中国公司的美元基金，我们的美国有限合伙人（LP）很关注新规对他们的影响。新规下面，什么样的 LP 可以被豁免而不担心被影响，这点明确了吗？

高锐：根据您的问题，我们推测贵基金是一家非“美国人”的美元基金（如果基金是“美国人”，则基金的整体投资都受到限制）。新规明确了在以下两种情形下，即便美国 LP 知道或有理由知道该基金可能会进行受限制交易，该等美国 LP 对基金的投资本身也依然不会受限制（即“安全港”）：

(1) 该美国 LP 在该支基金（包括跟投基金实体）的累计投资额未超过 200 万美元；或

(2) 基金 GP 向该美国 LP 以有约束力的合同形式承诺该 LP 的出资不会被用于进行受限交易。但以上“安全港”适用需满足以下两个前提：

A. 该被投资基金应当是一个集合投资基金（pooled investment fund），而不能是一个投资受限交易项目的专项基金；且

B. 就上述情形（2）而言，美国 LP 需要在其向基金完成投资前取得 GP 的该等书面承诺。

虽然相较此前草案，新规将投资额安全港的适用金额上限从此前提议的 100 万美元提升到了 200 万美元，但在美元基金投资中，该上限依然很低。大部分美国 LP 将需要依赖 GP 出具相关承诺函来取得豁免。

如我们此前文章提醒，若基金本身计划投资受限制交易，而其募集的资金中有一部分可用于相关投资而有一部分不行，这样的情况对于基金的财会管理、后续跟投能力、投资收益的记录和分配等都会带来一系列挑战。因此我们预测，在实操中，一方面美国 LP 会要求基金 GP 在募资过程中出具安全港承诺为其作风险兜底，另一方面基金 GP 可能会对不同来源、不同受监管程度的美元资金进行基金实体区分处理，比如将受限制资金放入在一个单独的资金池，且不用该资金池进行任何受限制领域的投资。

无论何种处理方式，美国 LP 都不会希望被投资基金在媒体和美国政府眼里以助力中国敏感行业而知名，因而相关项目的公开披露方式和程度可能也是 GP 和 LP 之间需要达成共识的。

问题三：我们基金目前已经投资了被禁止的项目。新规生效后，我的美国 LP 有理由拒绝回应注资通知（capital call）而不再入资吗？

高锐：没有理由拒绝出资。新规此次明确，对于美国 LP 根据 2025 年 1 月 2 日之前向基金或者类似投资实体所作的有约束力而未履行的出资承诺（binding, uncalled capital commitment），其后续出资不属于受限交易范围。换言之，如果美国 LP 与基金在 2025 年 1 月 2 日之前就已经签订了有限合伙协议（LPA），则该等美国 LP 于 2025 年 1 月 2 日后收到 capital call 时并没有理由因为新规的原因而拒绝出资。

值得注意的是，上述豁免并不适用专注投资敏感领域或项目的专项基金的情况，即对于美国主体在 2025 年 1 月 2 日前向该类专项基金做出的出资承诺，该等出资若发生在 2025 年 1 月 2 日或之后，则仍会受到新规的限制。

问题四：我们是一家美元基金，在判断潜在被投公司是不是被新规限制企业的时候，有什么比较好的方式吗？比如，我们可以请对方管理层填写一份比较详尽的问卷？

高锐：新规下，交易是否受限的重要要素就是相关美国人在交易时间点是否“知晓”存在受限制的情形。衡量是否“知晓”时，美国财政部将整体考虑美国人当时获得了，或，经过合理、勤勉的调查本可获得哪些信息。在新规中，美国财政部进一步详细列举了其考量的相关因素，除了常规可想象的内容外，还特别包括：

- 基金是否努力获取了一些相关非公开信息；
- 基金是否刻意不作为，以避免获取可能证明标的被限制的相关信息；
- 标的公司对相关问题是否存在刻意回避、躲闪、沉默不提供信息等警示信号的行为；
- 基金是否合理利用公开信息及可利用的商业数据库等资源来核实标的的情况。

从上述列举可以看到，虽然调查问卷能较好的帮助基金满足勤勉调查这一要求，但未必是充分的。换个角度说，如果美国财政部通过媒体、智库等途径获得关于标的公司从事被限制业务的信息，基金要表达自己投资时对其一无所知，也是站不住脚的。

问题五：我们是一家美元基金，属于美国机构，近期投很多在美华人的 AI 创业项目，如果创始人还是中国国籍，是不是我们就不能继续投了？

高锐：如果一家美国创业公司的创始人是中国籍且无美国绿卡，只要这位创始人持有美国公司超过 50% 的股东投票权、董事投票权或股权，则这家创业公司虽然设立在美国，仍然是新规下的“敏感国家实体（a person of country of concern）”，意味着但凡它从事的业务内容涉及受限制领域，

无论是不是在中国境内展开业务，贵基金对其的投资都可能被禁止或需要进行申报。

问题六：接着上面问题五，如果这些美国公司的创始人已经拿到了美国绿卡，根据新规，我们投资这些公司是不是就没有问题了？

高锐：创始人持有美国绿卡，甚至是美国公民，都不代表投资该等公司就不受新规限制。

如果该美国公司的业务是纯美国或完全不涉及中国的，该投资不受新规管辖。

但是，如果该美国公司在中国（直接或间接）设有从事敏感业务的子公司（包括美国公司持有股权、董事席位、投票权或协议管理权的 VIE 等实体），且这类符合一定财务指标（指的是年度支出或收入等超过 5 万美元）的中国敏感业务实体合计贡献或占据了该美国公司超过 50% 的年收入、利润、资本支出或运营支出，则这家美国公司自身也变成了受限实体，根据其具体业务类型，美国人投资它就可能被禁止或需要申报。

问题七：根据高锐上一次分析文章指出，规则草案似乎只禁止美国人投资涉及军用的 AI 项目及算力到达一定门槛的大模型项目，这与新规限制的范围一致吗？对于大模型的算力标准，新规是怎么规定的？

高锐：与此前的征求意见稿相比，新规中关于人工智能（AI）领域的规定是调整最为显著、影响力最大的方面之一。

根据新规，禁止美国投资人投资的 AI 业务被明确为以下两个类别：

(1) 训练算力达到 10^{25} 门槛的，或，训练算力达到 10^{24} 门槛且主要使用生物序列数据进行训练的 AI 系统；以及

(2) 被专门设计用于或被计划用于军事、政府情报或大规模监控而开发的 AI 系统。

而对于需事后申报的 AI 业务类别，新规扩充涵盖了以下类别：(1) 不属于被禁止类别，但是 (a) 被设计用于军事、政府情报或大规模监控用途，或者 (b) 被计划用于网络安全应用、数字取证工具、渗透测试工具，或机

机器人系统控制用途的 AI 系统；以及

(2) 训练算力达到 10^{23} 门槛的 AI 系统。

如我们在此前文章中介绍和推断，财政部选择了使用 10^{25} 这一目前《欧盟人工智能法案（EU AI ACT）》亦用来判断大模型是否具有“系统性风险”的标准。目前大部分全球顶尖模型（如 GPT-4 和 Gemini）已经能够达到甚至超过 10^{25} 这个标准。换言之，国内目前的头部大模型公司基本都会落入被禁止美国投资人投资的范围。

值得特别关注的是，本次新规增加了 10^{23} 算力以上需要事后申报这一标准，根据我们和行业技术专家的访谈，这个算力标准很低，基本可以囊括目前绝大多数主流 AI 大模型。也意味着，未来美国投资人要继续投资中国优秀 AI 大模型企业，基本会至少触发申报要求。

美国财政部进一步指出，他们理解这个赛道的技术水平是不断发展的，因而会联合商务部等各部门的相关专家在必要时更新上述算力门槛。

问题八：如果投资中国大模型企业基本被禁止，作为美国投资人，我们可以自由投资仅开发 AI 应用的中国企业吗？

高锐：通常认为新规下投资大模型公司的红线很清晰，而投资 AI 应用是基本安全的。

但值得指出的是，美国财政部并不是以“LLM”和“非 LLM”来划分公司类型的。相反，新规里“开发 AI 系统”的“开发”（develop），囊括产品量产前的任何阶段的活动，也包括“实质性修改（substantive modification）”产品使用的第三方大模型。美国财政部进一步举例，比如移除 AI 模型的安全措施或防护就会被视作“实质性修改”，哪怕公司主营业务看起来并不是研发大模型本身。这也意味着，通过例如 API 接口的方式将第三方 AI 大模型整合到自身产品当中的应用型 AI 公司，并不一定完全不受新规限制。

根据我们和行业技术专家的探讨，AI 应用的开发往往不仅仅局限在应用层本身。若要在同类产品中获得竞争优势，应用产品在开发过程中不可避免的会对底层 AI 模型做较大程度的调整，包括在运行过程中利用新增

数据反复迭代底层算法加强其准确性。但这种修改调整是否足够达到或到什么程度会被视作达到美国财政部立法意图中的“实质性修改 (substantive modification)”，是美国投资机构需要在业务和技术尽职调查中作出判断的。

问题九：高锐此前的文章特别指出，规则的草案中，对于投资人在新规生效前已经取得的可转债 (convertible bond) 在日后的转股安排有不合理的约束，新规在这方面有所改善吗？

高锐：是的，根据公众提的意见，新规目前已对之前的不合理约定作了纠正，明确于新规生效日（2025年1月2日）当日或之后取得的可转债的未来转股才受新规监管。因此，投资人在2025年1月2日前已经拿在手里的可转债，无论其于何时转换成股权，转股这一动作均不受新规影响。

问题十：我们是一家美元基金，我们的被投企业中有新规下禁止类和需申报类项目，如果它们在新规生效后融资，我们基金还能继续参投 (pro-rata) 吗？

高锐：新规没有就被投资公司后续融资的跟投作进一步阐释。如我们在此前文章中提到，美国财政部的“不溯及以往”原则，表达的是对新规颁发之前的“有强制约束力的出资承诺”的尊重。但是，我们认为，在公司后续融资中等比参投的这个 pro-rata 权利，是一个可以选择行使或不行使的选择权，并不属于立法本意要保护的不行使即违约的有强制约束力的出资承诺 (binding capital commitment)；此外，作为一个发生在新规生效后的新的独立的决策，也很难说服美国财政部其不受新规管辖。我们的建议是，对于这类后续跟投决策，严格遵从新规对需申报和禁止投资的规定推进。

问题十一：对于申报类交易，是否我们只要按要求申报即可满足合规要求？

高锐：是的。根据新规，相关美国人在交易完成后30天完成申报即可。

需要指出的是，需要提交的信息范围较广，且美国财政部有权要求申报人补充信息和文件，其中和交易相关的信息包括：

- 交易金额、定价逻辑、对价形式；
- 标的公司的主营业务、设立地、最终受益人、高管和董事名单、交易后架构图；
- 对于所涉及受限制行为的描述，包括相关受限制技术产品的终端使用者；
- 标的公司属于被限制主体的原因描述；
- 对投资人的投前尽调的描述。

尤其需要留意的是，新规并没有关于遵守外国法律法规的豁免条款。也就是说，严格按新规向美国政府提供所有项目信息也有可能同时违反中国法律下适用的信息保密义务。无论是出于业务保密性还是中国法律下的合规性的考虑，标的项目公司都可能在选择投资机构时将相关问题纳入考量因素。

问题十二：新规下，这三个受限或被禁止投资的领域内的中国公司是否仍然可以赴美国上市？

高锐：新规并不直接禁止敏感行业中国公司赴美上市。

新规明确豁免了一些投资类型，包括在公开市场通过交易所或场外交易（OTC）购买上市公司“已公开交易”的股份。

值得注意的是，美国财政部明确，美国投行在承销一家敏感行业中国公司 IPO 过程中，因为提供服务而获得公司股份的动作也被视为受限交易，而可能被禁止或要求申报，理由是这个交易本质是帮助敏感行业中国公司扩大声誉，增强融资能力和市场影响力，间接对美国国土安全构成威胁。

从这个角度看，虽然美国财政部的新规暂未直接限制常规的业务合作和正常上市等商业行为，但对相关活动还是会产生一定间接影响。

除了上述 12 个根据新规正式出台而整理准备的问答以外，下方 4 个问题来自于高锐上一篇针对草案发布的分析文章，其中的内容因为新规没有草案基础上作重大修改而仍然适用。

01 根据已出台的行政令、预通知和通知，潜在受影响的主体主要包括哪些？

高锐：首先，这些投资限制适用于“美国人”。需要注意的是，新规对“美国人”的定义比通俗意义中的美国人或美国主体的范围更宽泛。

具体而言，“美国人”包括以下主体：

- 美国公民和美国合法永久居民（无论身处何地）：这意味着，如果一家中国初创公司的创始人拥有美国国籍或者是绿卡持有者，那么这位创始人将构成“美国人”，因而需要遵守新规下的投资限制。

- 在美国设立的实体及其外国分支机构：中国公民在美国设立的公司及其海外分支机构都构成“美国人”，因而需要遵守新规下的投资限制。

- 在美国境内的任何个人或实体（无论国籍）：该定义在行政令和《拟议规则》期间就存在较大争议。许多中国投资机构尤其担心这种规定会限制投资人员的相关活动，比如出差至美国、在当地了解美国创业项目和做出相关决策等，但美国财政部认为这种情形不会频繁发生，因而仍坚持保留此种情况。

其次，对于美国人所“控制”的“受控外国实体”（主要指美国人控制的海外子公司或其担任普通合伙人的外国基金），美国人也需要应采取一切合理步骤，禁止这些“受控外国实体”从事禁止类交易，并且必须报告这些海外实体进行的任何需申报的交易。

具体而言，“受控外国实体”是指

- 美国人直接或间接持有超过 50% 表决权或董事会投票权的海外实体；
- 担任海外实体的普通合伙人或管理成员；或
- 对于任何集合投资基金实体来说，美国人担任“投资顾问”的情形。

而根据新规所援引的定义，“投资顾问”的覆盖范围颇广，有可能覆盖相当多基金从业人员，包括：

- o 任何为获取报酬而从事业务，直接或通过出版物或书面资料，向他人提供证券价值或投资、购买或出售证券的建议的人；
- o 任何为获取报酬并作为经常性业务的一部分发布或推广关于证券的分析或报告的人；
- o 但不包括律师、会计师、经纪人或交易商、出版商和评级机构等。

进一步地在特定情况下，投资禁令也会影响“美国人”在非美国背景机构或企业中担任高管董事或高管、或参与投资决策的情形。新规规定，“美国人”不能“在知情情况下指示”（knowingly direct）这些实体进行任何被禁止的交易，例如代表做出或实质性参与决策，并行使该权力指导、命令、决定或批准交易。

02 我们是一个美元投资机构，我们的基金有数名普通合伙人（GPs），其中仅有一名普通合伙人是美籍人士，我们的基金受新规下的投资限制约束吗？

高锐：是的。您的基金由于有美籍普通合伙人的缘故，根据新规规定，无论有其他几个普通合伙人，该基金都构成新规语境下的“受控外国实体（controlled foreign entity）”。这意味着，该基金的美国普通合伙人在基金进行对外投资时需要履行相应的申报义务，并且必须阻止基金进行被禁止的交易。

03 我们是一家美元投资机构，已成立了多期基金，其中二期和三期基金投资过被视为禁止类别的交易。在我们即将进行的四期基金的募资过程中，美国有限合伙人（LPs）会被禁止参与投资我们的四期基金吗？

高锐：美国有限合伙人不会被直接禁止投资您的四期基金，但是这些LP将需要证明自己在投资您的四期基金时，并不知道或有理由知道它将会向受限制的领域进行投资。

换言之，虽然由同一个普通合伙人设立，二期、三期基金在新规生效

之前开展过的投资项目不会直接影响新设立的基金的新的有限合伙人。但是，新的美国有限合伙人必须对普通合伙人和基金做“合理且勤勉的尽调”以了解其投资习惯、常规投资方向、新基金拟投资方向等。普通合伙人管理的其他基金在禁止类领域的投资历史，的确是一个重要的信息。

但是，如果有限合伙人从普通合伙人处获得了有约束力的合同承诺（例如普通合伙人承诺四期基金不会开展禁止类投资或须申报类投资），那么美国有限合伙人也许可以向四期基金进行注资。相反，如果普通合伙人没有做出类似承诺，且其过往基金的投资明显侧重于敏感行业，美国有限合伙人可能会被视为达到了“知悉”标准，且其对基金的投资可能会构成对投资禁令的违反。

04 如果违反规定会有什么后果呢？

高锐：根据新规，违规将面临的民事处罚最高可达约 368,136 美元或交易价值的两倍（孰高者为准）。在故意违规的情况下，刑事处罚可达最高 20 年监禁和最高 100 万美元罚款。财政部还有权取消任何被禁止的交易，强制要求撤资。

美国新总统上任后，虽然理论上新总统有权发布新的行政令要求美国财政部复审新规，或者两院在达成共识且新总统签字的情况下也可以废除新规，但是，在目前两党就中国问题上立场基本一致的情况下，几乎没有政治法律界人员会认为上述任一路径可能被触发。此外，美国国会在过去几年也一直在关注美国对中国等国家的直接投资问题。若目前尚处草案阶段的《出境投资透明度法案》（Outbound Investment Transparency Act）最终得到通过并生效，需申报的投资领域范围可能将会进一步扩大至超音速、卫星通信和具有军民双重用途的网络化激光扫描系统等领域。不过即便是在今年 9 月的所谓美国国会“中国周”期间，也还没有任何相关法案被正式通过。因此，相关立法在未来将何时及以何种形态正式出台还有待进一步观察。

本新规的出台时间虽然略早于行业专家的推测，但整个市场很早以前已经作好了和其共存的准备。整体而言，新规明确了很多此前红线模糊的问题，对实操是有相当正面指导作用的。除此之外，美国财政部在立法中

显示的“兜底”意图意味着对新规内容进行狭义解释会存在一定风险。我们强烈建议各基金在制定应对方案时及时寻求真正对新规有专业解读能力的律师协助。

文章来源：高锐律师事务所 Gunderson Dettmer 微信公众号

5 意见领袖

2024 CVCA 年会暨 PE/VC 高峰论坛成功召开



12月4日，2024中华股权投资协会（CVCA）年会暨PE/VC高峰论坛在北京举办。在此次高峰论坛上，数十名中国顶级投资人及专业人士齐聚一堂，分享投资思路、解读投资策略、交流投资心得。在五个主题分论坛中，分别从PE、VC、LP等角度深入讨论，在当前复杂多变的时代周期中探索市场应对策略、前瞻发展机遇。

中华股权投资协会理事长、启明创投创始主管合伙人邝子平在论坛现场致开幕词时表示，“CVCA是中国最早的创业投资和私募股权投资行业协会，成立至今已有20多年的历史。协会致力于搭建行业交流沟通的平台，推动中国私募股权投资市场的繁荣和行业发展。过去的一年行业整体在募、投、管、退过程中经历了较多的障碍与压力，大家都希望能在今天的交流中共同探讨未来投资的新思路。我们相信行业未来一定会迎来更好、更暖的投资大环境。”

创新工场董事长、零一万物CEO李开复博士在“实现AI普惠-释放生成式AI潜能与打造健康生态的蓝图”主旨演讲中表示：AI2.0是人类历

史上最伟大的科技革命和平台革命。此前，人类已经历由 PC、移动互联网所主导的两次平台革命，而由生成式 AI 所掀起的 AI 2.0 科技革命将会创造比移动互联网大十倍的市场机会。

回顾 PC 及移动互联网时代的发展历程，在健康良性的创业创新生态中，应用端会创造最大的经济价值。AI 2.0 应用预计将按以下阶段演进。

第一阶段是以大语言模型为基座的生产力工具；第二阶段将是以多模态理解为基础的 AI 搜索；下一个阶段可能会是基于多模态生成的“多模态社交/娱乐”；第四阶段，基于全模态+ AI-Agent（智能体）的“本地生活 & 电商”等应用迎来爆发期。

现阶段，大模型性能不断攀升而推理成本极速下降，给 AI 2.0 应用爆发打下了深厚的基础，可以预见颠覆式的 AI First 应用会相继在不同领域出现，很快迎来井喷式增长。

分论坛一：PE 看宏观趋势和行业策略

今年以来，随着全球地缘政治紧张局势的不断加深，地区热点问题频发，世界经济增长动能不足。中国经济延续恢复态势，新质生产力加快形成、高质量发展深入推进，国内外宏观经济形势呈现出高度复杂性和不确定性。在当今错综复杂的宏观环境中，中国优秀投资人如何能正确预判国内外宏观趋势并制定有效的投资及应对策略？**亚投资本** 联合创始人 / 董事长 / CEO **刘二飞**、**KKR 投资集团** 合伙人 **孙铮**、**方源资本** 董事长及首席执行官 **唐葵**、**信宸资本** 管理合伙人 **信跃升**、**艾瑞思** 合伙人 **杨志中**、**美国摩根路易斯** 律师事务所北京办公室主管合伙人 **张宁**，进行了主题为《PE 看宏观趋势和行业策略》的深入探讨。

刘二飞：中国在 2010 年以后，所有的 PE 做控股收购的都可以做少数股权，在今天这个环境下，PE 和 VC 大概又要回归他们原来的基本面了，PE 做控购收购比较多一些，VC 是看下一个风口，投资周期可能会比较长一点。

孙铮：KKR 作为一家外资 PE 机构，坚守在中国正常开展业务。在目前的宏观经济背景下，我们把相当大的精力放在投后管理和投资项目的

退出上，给被投资企业创造更大的价值，同时给投资人（LP）创造更多的 DPI。在新投资方面，KKR 聚焦在并购和控股项目。投资逻辑也从成长导向逐渐转向以持续稳定的盈利能力和现金流以及管理提升机会为导向，并组建高质量的职业经理人团队管理被投资企业。KKR 也把同样的投资逻辑引入其人民币策略，与以险资为代表的国内 LP 展开合作。

唐葵：虽然当下中国私募股权行业出现了融资难、投资难的情况，但长期还是非常看好的。好的 PE 不应该去追风口，而应该坚持做价值投资者，测试出更多能继续存活且经营能力非常强的公司，并找到合适的估值范围。PE 要做好有价值的中间人角色，通过专业的投后管理，帮助企业制定好的发展战略及组织优秀的管理人才，最终让企业实现长期优质的可持续发展。

信跃升：信宸资本始终将控股型并购作为核心业务。今年以来人民币融资领域取得了显著进展。在国内，融资渠道主要集中于四个方面：首先是政府的耐心资本，其次是保险公司，第三是银行，最后是非金融类的 A 股上市公司。随着国内并购市场的逐步成熟，加之经济增长的放缓，很多行业整合需求增多，并购活动逐渐趋于活跃。目前，我们看到一个比较大的并购机遇是跨国公司的分拆，这些分拆出来的大都是非常优质的资产。

杨志中：虽然投资机构在募、投、管、退的各个环节都面临挑战，但我对未来仍然抱有积极乐观的态度。私人资本这个行业在中国还很年轻，还有很大的发展潜力。中国经济数十年高歌猛进，需要经历一场痛苦的转型。作为专业的投资机构，我们的应对策略是关注能够得益于中国经济转型的行业，把握新的市场需求，为合作伙伴提供有针对性的资金解决方案。我们要在新的经济环境中，继续寻找优秀的企业和企业经营者，寻找优质的资产。作为专注于特殊机会与私募信用的投资基金，我们致力于寻找与私募股权基金具有高度互补性的投资机会。我们在风险可控的前提下，追求平稳的回报，而不是单纯的高额回报。

张宁：中国的私募股权投资行业，我们看到在过去这几年已经越来越趋同于发达国家，出现了很明显的分化，PE 与 VC 分别专注于自己最擅长的事情，PE 在并购投资这一块，不管是作为一个投资策略，还是作为退出策略，都是特别重要的。作为既有完善国际网络又有相当规模中国本地专业团队的国际大型律师事务所，我们很看好也很荣幸能参与中国私募股权

行业的专业化发展，协助 PE 投资机构和华人企业家完成各类复杂交易。

分论坛二：VC 看宏观趋势和行业策略

2024 年前三季度，中国股权投资市场降幅收窄，VC 行业经历了严峻考验，募资、投资节奏全面放缓，面临多重挑战的头部 VC 机构如何理解当下新变局？随着国内宏观经济政策加力增效，近期财政策略调整，众多市场信号释放，中国经济到了什么阶段？VC 行业的大咖们对未来三年最看好的行业及理由是什么？地缘政治背景下，结合最新的美国选举结果，VC 投资人如何预判下一阶段中美贸易摩擦及科技博弈？生成式 AI 时代，各个行业将面临怎样的挑战和机遇？**德同资本董事长 / 创始主管合伙人邵俊、君联资本副董事长陈浩、启明创投创始主管合伙人邝子平、愉悦资本创始及执行合伙人刘二海、高锐律师事务所中国主管合伙人刘真**，在主题为《VC 看宏观趋势和行业策略》的讨论中，表达了各自独到的见解。

邵俊：PE 善于赚市场悲观情绪的钱，VC 善于赚市场乐观预期的钱。当今的全球经济和地缘政治一半是海水一半是火焰，对有能力 and 定力的 PE/VC 机构来讲都是有机会。AI for All 和中国能力出海未来会对各行各业带来深远影响，因而也会改变投资的思维和模式。

陈浩：创业投资作为推动科技创新的重要力量，其稳健发展离不开成熟的资本市场，需要更开放的上市和并购的资本市场政策环境。今年，国家发布了一系列资本市场利好政策，市场也迎来了一波向上行情，给行业带来一定的温暖也给了我们一些信心，期望在未来的几年，资本市场的上市窗口能保持稳定性和持续性。同时，并购业务的发展对我们的行业也至关重要，更畅通的退出渠道有利于募投管退的良性循环。

邝子平：作为 VC 行业的从业者，怎么去处理宏观和微观的关系？对于宏观我们会花很多时间去研究，而在投项目的时候，我们是看微观。今年 9 月国家推出了组合政策，鼓励资本市场发展，推进资本市场对外开放等，对我们正在管理、退出 Portfolio(投资组合)，以及慢慢退出的基金的回报期待是有极大帮助的，但对我们如何去投资某个具体的项目影响并不大。过去几年地缘政治的挑战很大，但只要美国的法律允许，绝大部分的美元 LP 还是会继续投资中国，但投资的金额会大幅度减少。具体到投资端，目

前在一些前沿科技领域里，例如 AI 领域，并不是每一个项目都会踩到美国或美元的红线，很多 AI 的应用、AI 的工具等，都是能够用美元来继续投资的，这些都是非常好的投资方向。

刘二海：工业革命要等待金融革命的到来才会发生。这是诺奖获得者希克斯研究工业革命时所阐释的理论。同样，今天高科技产业的发展，离不开强大的金融体系。9 月份以来，一系列利好资本市场政策出台，以及政府对 VC 行业的关注和支持，对于整个市场信心的恢复，都起到非常积极的作用。从投资主题看，“生而全球化”为代表的出海发展迅猛；移动出行与新能源体量巨大，快速增长；AI 成为最具吸引力的新兴技术；创新消费领域被严重忽视。

刘真：对于中国经济我是持乐观态度的，国人的智慧、勤奋和韧性决定了国家的强大竞争力，他国的制裁也是对这个竞争力的侧面印证。美元基金 LP 在中国创投的上一个黄金周期获得了其它市场无法比拟的高回报率，即便在地缘政经法环境紧张的大背景下，他们对中国市场仍然保持着关注和好奇，而像 reverse-CFIUS 这样意在限制美国资金对中国敏感行业的投资的规则的落地，反而给这些 LP 提供了合法继续参与包括 AI 应用在内的高潜质中国项目的路径背书。事实上在过去的几个月里，我们看到数支国内头部美元基金低调开启全球范围募资，而且这个过程是一直持续的，说明得到的是响应的信号。

分论坛三：主流 LP 如何看待融资策略及如何衡量 GP

面对全球地缘政治的不确定性，以及中国宏观政策和行业政策的持续调整，LP 对私募股权投资环境的认知及策略发生了什么样的变化？在目前募资、投资、退出均全面放缓的大环境下，LP 如何甄选出具有超强抗周期能力的 GP，关键考核因素是什么？在 IPO 市场面临低迷挑战的当下，LP 对于 GP 的投资期限与回报有着怎样的预期？TPG Capital 董事总经理蔡俐、国寿投资总裁助理兼股权投资事业部总经理顾业池、汉领资本董事总经理 / 亚太投资联席主席夏明晨、元禾辰坤主管合伙人徐清、方达律师事务所合伙人陈瑛，在《主流 LP 如何看待融资策略及如何衡量 GP》主题论坛中，深入探析未来投融资发展新方向。

顾业池：今年很多保险公司积极配置长期国债等产品，对现有的股权投资组合强调退出。但考虑到固收市场收益率持续下行，已经不能有效覆盖保险公司成本，股权类投资仍将是保险公司配置的重要方向。在当前的环境下，保险公司对股权类产品的要求也发生了改变，更多强调有期间收益和明确的退出安排，因此并购交易和 S 交易逐步受到重视。市场上有一些不错的交易，比如麦当劳、盈德气体这样的资产，经营和现金流情况也很好，受到了一些保险公司的欢迎。股权资管机构想要加强和保险公司合作，应当研究保险公司的实际需求，加强产品力以追求共赢。

夏明晨：汉领资本是专注于全球私募市场的一个投资管理公司，投资于私募股权、房地产、基建等私募市场资产类别，在境内人民币市场的投资策略主要是 S 基金。虽然现阶段投资策略受国际政治、地缘政治、宏观等因素会有一定影响，但我们还是有相当一部分的 LP 在中国继续投资、继续配置。在 PE 这个领域，我们会聚焦于一些并购投资和 S 基金的投资。

徐清：中国市场的增量是清晰的，未来如何投还是可以看得到该如何配置的。今天压力的核心是存量，如何通过时间和大家的努力，来消化这么多年来狂欢积累下来的这一大堆资产，可能是挑战今天运作的一个核心的点。但好在不管是 S（通过接续）还是 D（重组和并购），都能够在现有资产上择优做出选择。当下，投资机会与挑战是并存的！

陈瑛：回顾股权投资这十几年来的发展历程，同质化的竞争，赚快钱的机会非常多。可能有部分在境外是做并购基金为主的，但进入中国后，在那种高速增长的市场环境下，自然选择了成长资本。单纯从并购的技能上来说，之前的市场环境很难培育真正有做并购专业能力的 GP，但那种粗放型增长的环境已经过去，现在市场环境倒逼的情况下，只有那些非常专业、经历过周期的优秀投资人才能获得更多的发展机会。

分论坛四：中国企业的国际化之路

随着国内改革的深入发展及国际市场竞争的日趋加剧，企业国际化问题越来越得到业内人士的普遍关注和重视，经济全球化和地区经济一体化也迫切要求中国企业实施国际化发展战略。然而，国际化进程中的地缘政治、法律风险、文化差异和融资问题也需要企业慎重应对！未来，中国企

业国际化的主要挑战是什么？ PE/VC 如何整合资源及行业专识为中国企业国际化赋能？ EQT 合伙人 / 亚太医疗行业负责人焦焱、峰瑞资本创始合伙人李丰、古玉资本创始人林哲莹、集富亚洲管理合伙人潘瑞婷、高锐律师事务所合伙人张睿元，就《中国企业的国际化之路》分享了各自的经验。

焦焱：近年来的地缘政治、逆全球化的思潮，为全球企业国际化增加了一些挑战和不确定性。但是中国企业国际化是一个主要的趋势，过去也经历了几波发展，从 90 年代的产品出口，到 2000 年后的电商崛起，还有几年前海外并购热潮，有一些成功的案例，但众所周知这个路程并非一帆风顺。

李丰：中国公司的出海或者说全球化，需要结合自身所处阶段与行业特性来制定策略。从结果来看，出海企业大致可以分为三类。第一类是偏快消品，这类公司在中等发达国家或者发展中国家市场成绩不错。第二类是由前沿科技加持的消费品，或者叫科技消费品，如无人机、数字化健身器械、新能源车等等，他们在中等发达程度及以上国家和地区极具竞争力。第三类则是硬科技类企业，比如芯片与新材料等相关方向的科技创新公司，他们在欧洲市场表现不俗。总体来讲，不论企业如何选择出海的目标市场，都会面临一定的机会和挑战。

林哲莹：出海不同阶段有不同的特征，比如早期出海主要是帮客户做收购。近些年来，我们投资也好，投资的企业走出去也好，主要面对的最大影响是地缘政治冲突，会因为某些国家地缘政治的影响和牵连，不得不在我们所投资的项目上不断地减持股份，原本是财务投资人最后变成产业投资的角色。

潘瑞婷：早期投资者做的是前瞻性投资，主要关注的还是 5-10 年后的事情。回想我 2008 年我刚加入中国 VC 行业时，原来是想把美国模式引进来，（也就是 Copy to China），随后国内电商崛起，供应链越发成熟。我当时就在思考，中国供应链原来就是通过海外伙伴卖到全球，电商作为一个新渠道，国内是否有国际化企业的投资机会，顺着这个思路，大约在 2013 年，我发现并投了 SHEIN，我们机构是 SHEIN 最早的投资人。SHEIN 的创始人当时的想法很直接，就是要把中国纺织业供应链的性价比提供给全世界，它后来做的得很成功，它做到了不仅是把中国供应链卖全球（China

to Global)，而且是全球供应链卖全球（Global to Global）。我认为中国企业在国际化阶段，在达到一定规模后，自然会从“全球卖”向“全球造”方向发展，SHEIN 从 2022 年下半年起开始往“全球造”模式发展，在巴西、墨西哥等地引入当地的合作伙伴，或者扶持当地供应链。这个从“全球卖”往向“全球造”的探索，也是中国企业国际化成长到一定规模后可能的必经之路。

张睿元：中国企业在出海或者国际化的过程中面临不同的挑战。早期，很多中国企业有一个很简单的想法，出海就是出口，或是简单的把中国的一些做法搬到当地，并没有正视当地的文化差异及法律监管带来的冲击和影响。现在越来越多的出海公司和投资人改变了这样的想法，他们在公司很早期的时候，就对企业走出去有非常具体的规划。要挑对合适的区域或国家、搭建合适的公司架构、对当地的市场有深入了解、对当地的文化差异有所敬畏、如何管理当地的员工、如何跟当地的政府打交道、是不是对当地的法规与监管都有认识，这些都是中国企业走出去的成功要素。

分论坛五：新领域新趋势

大国之间的博弈，基础与核心就是产业科技领域的竞争！今年以来，我国对 AI 领域发展的支持力度不断加大，出台了一系列政策措施，推动 AI 技术的研发和应用。例如，加大对 AI 基础研究的投入，鼓励企业创新，推动 AI 与实体经济深度融合。未来，AI 如何助力中国各产业发展？会给哪些新领域带来新的发展机会？哪些未被充分开发的 AI 应用将有可能成为下一个投资热点？**创世伙伴创投合伙人梁宇、光速光合合伙人蔡伟、数坤科技创始人/CEO 马春娥、红杉中国合伙人浦晓燕、德勤中国咨询业务云服务全国主管合伙人孙晓臻**，全面解读了新领域、新趋势和新机遇。

梁宇：我们这个论坛主要集中在新领域的一些话题，当然逃不开人工智能的大浪潮，我们也看到了一些新技术带来了一些新变化。对于人工智能新的技术及科技发展，中、美之间的博弈一直以来都是在加剧的。纵观人工智能整个系统，中国的硬件是全球领先的，这一块不可或缺，而且大量的中国企业正在突起，这里面充满了机会。

蔡伟：可以把 AI 看作是一个系统，它并不仅仅只是软件，它是由软

件和硬件共同组成，比如光通信模块，电源等组成的。AI 整体发展是未来几年里， β （贝塔）属性非常强的领域。国内现在智算中心投入在加码，对 AI 硬件包括电源、液冷解决方案等需求增涨很快。另外在应用端，我们发现有很多场景出现机会，比如 AI 搜索产品给大家带来更快更好的体验，像这样的应用场景都有着长期发展的需求。

马春娥：近期，三部委发布了医疗行业 AI 落地场景的定义，标志着中国 AI+ 医疗进入全新发展阶段，给行业带来了丰富的新机会。首先，随着 AI 应用软件的普及，“人工智能医生”被广泛应用，显著提升了诊断准确性和医疗效率。其次，AI 赋能推动了“软件定义硬件”，大型硬件如 CT、核磁，小型硬件如可穿戴设备、超声，都将迎来智慧化升级和创新，释放出巨大的市场潜力。最后，随着大模型技术的应用，AI 在临床诊疗、专科建设和区域管理等领域迅速发展，并逐步向 C 端服务扩展，推动了以患者为中心、更专业且更可达的全生命周期健康管理，大幅放大了医疗产能，有效提高了医疗资源的利用效率，更充分展现了 AI 作为新质生产力的重要作用。

浦晓燕：中国企业拥有大量的骨干层的工程师，和最活跃最勤奋的产品经理，他们的工程能力、算法能力、软硬件产品一体的设计能力这些都是巨大的优势。国内的硬件供应链也为具身智能等的发展提供了良好的锚点与契机，AIGC 结合硬件，融合供应链优势，我们可以期待更多创新的出现。

孙晓臻：从 AI 行业发展角度，中国跟美国没有显著差异，各行各业都面临人工智能的转型，都会有非常多的前景和机会。目前来看 TMT 软件行业是速度最快的领先的行业应用，尤其是生成式 AI 的应用，当然这跟它的行业属性紧密相关。紧随其后的是金融行业，然后是生命医疗科学行业，其他的各个行业，目前进展的速度差不多。

邝子平：面向 2025，创业者要做的关键抉择是什么

文 | 《中国企业家》记者 孔月昕

12月13日~15日，由《中国企业家》杂志社主办的“2024（第二十二届）中国企业领袖年会”在北京举行。12月14日，在主题为“抉择”的创投论坛环节，启明创投创始主管合伙人邝子平，创业黑马集团创始人、董事长牛文文两位对话嘉宾，围绕创业环境变化、并购、退出、创业者如何更好地自我认知等话题，做了精彩分享。

以下为核心要点：

1. 产生巨大机会的领域肯定有风险，有风险就会有失败，如果没有一个足够的容错区间，就很难去做。
2. 有些企业不是长期、耐心能熬出来的，越熬越差的也有，必须要能容忍失败。
3. 风险投资的本质是概率，是对不确定性的尽量把握。100个投下去有5个或者10个达成就可以了，能允许剩下的八九十个失败，这是风险投资的底层逻辑。
4. 创投市场需要一个常态化、有比较大可预知性的退出环境。
5. 20年来，创投和创业创新市场领域主流的退出方式还是并购，不是IPO，也不是失败。两头都是小概率，中间是大概率。
6. 创业者不用太担心控制权的问题，你可以在更大的平台上，用创业精神帮助激活并购你的公司。
7. 创业者的自我认知在2025年非常非常重要，要非常清晰地认知自己企业的状况，以及认清自己所在行业的未来发展情况。



以下为现场对话整理（有删减）：

01 谈行业：2024 年创投生态的变与不变

邝子平：我觉得 2024 年创投行业没有什么变革，但有很多风浪。有一部分可能是周期性的挑战和变化，但也有结构性的长期挑战，由这两点引申到上游融资的数量、总量的变化。

其中比较多的还是周期性的变化。美国和中国国内在 2021 年时投资的板块都是非常亢奋热闹的。但是美国在 2021 年之后非常迅速地“校正”，整个投资幅度下来了，很多经营不太顺畅的企业该倒的就倒，该关的就关。

但在中国，2020、2021 年时，不论是出口的形势，还是半导体、企业软件、新消费的投资还是挺热闹的，只是到了 2022 年后情况有点改变。但中国的企业家韧性特别强，一直在扛。到 2024 年融资面临非常大挑战的时候，当年热热闹闹的一些新消费品牌才真的出现危机了。某些领域的出清是可以接受的，且不一定不健康。

2024 年其实也有部分投资领域有新亮点。如人工智能领域，2024 年

虽然比 2023 年有一定回落，但仍然还是比较受欢迎，很多投资机构还是在投入。生物医药领域，尤其是面向国际市场的创新药研发，在 2024 年的投资情况还是不错的。但在融资、募资方面，有一些结构性的重大变化，可能造成未来 3 年里中国整个创新生态出现根本性的变化。

牛文文：2024 年创投市场在创业侧，有两件事发生。

第一件事情，过去十几年以来创投双方的融洽关系，第一次碰到了挑战，一批优秀创业公司碰到了对赌回购的危机。

这次危机，第一次向世人展现了创业者和投资者作为一体两面，一起创业创新背后可能有利益上的不一致。当创业者的 IPO 没有如期完成，早期融资融进来的钱，到一定时间会处罚你，需要加利息、加本金回购，这就把股权融资的事变成了债权债务的事。

第二件事是耐心资本和长期资本的提出，二级市场的并购启动。

这两件事叠加在一起，感觉 2024 年的创投界是重启和复苏。

02 谈回购：不能用债权思维做股权投资

邝子平：风险投资这个领域能够长期健康发展下去，要靠承担一定的风险去造就的，或是去投资、物色到未来能够创造非常巨大的商业模式，或是捕捉到新兴市场的机会。而产生巨大机会的领域肯定有风险，有风险就会有失败，如果我们没有一个足够的容错区间，就很难去做。现在已经出来一些朝这个方向鼓励的声音。



启明创投创始主管合伙人邝子平

过去一直在说长期、耐心，但实际上有些企业不是长期、耐心能熬出来的，越熬越差的也有，“越差的”就是失败，必须要能容忍失败。做成的时候，各方面也要鼓励，否则无法覆盖失败的那个部分。

牛文文：股权融资是投 100 个，中间博几个大的成功，能够把其他失败项目的风险算回来，即在不确定中博取未来，“富贵险中求”。风险投资的本质是概率，是对不确定性的尽量把握。100 个投下去有 5 个或者 10 个达成就可以了，能允许剩下的八九十个失败，这是风险投资的底层逻辑。

如果希望每一个项目都成功，不能有失败，允许成功小一点，比如两三倍（回报），比银行利息高一点点就可以，那么就回到债权思维了。**不能容忍个体的失败，也放弃对高回报的追求，这是债权思维。**如果用债权思维做股权，就把中国股权投资市场彻底改型了，这是将来最大的隐忧。

邝子平：我们在企业端、创业端和投资端都必须要有有一个共识，就是企业家、创业者用他们的青春、创造力去打造一个企业，创投是一个很好的通道，投资人（GP）把 LP 希望投到创新领域的钱，寻找到非常优秀的

企业进行投资。创投、企业家双方必须是在同一个频道上面，不能把双方拉扯到一个对抗的方向，这对谁都没有好处；LP 必须有足够的容错度。

牛文文：我觉得不要把风险投资变成：如果最终创业者输了，还得多还投资人的钱。大部分创业者还不起这个钱的。我认为更文明的办法是，按照美元基金早期的规则：如果创业者输了，调整他的股权给 VC，从创业者是大股东变成 VC 是大股东，而不是从股权融资变成债务危机。

03 谈并购：创业者要主动，被并购不代表失败

邝子平：这么多年全球的风险投资能够健康发展，并不是所有的被投资企业，都只有获得非常风光的 100 倍回报的 IPO 或者“挂掉”两条路，中间有一个非常宽广的区间，就是收购兼并。我在中国从业了 20 多年，一直在呼吁收购兼并能够得到健康的发展。

“并购六条”等新举措的发布，对整个一级市场有非常大的鼓舞，也促使我们 VC/PE 去思考、布局已投企业未来继续发展的方向。

我最近也在呼吁两点，第一，收购兼并的政策措施需要落地。目前风向已经往收购兼并那边刮了，我们也注意到，“并购六条”发布之后，上市公司并购的意向其实是很多的，但确实时间还不长，所以真正已经买单的还没有看到太多，希望后面能落地实施。

第二，收购兼并要长期做好，需要具备两个条件：一个是市场的容忍度、市场的期望值；二是收购方能够让被收购方体面融入到新的大家庭里面。在一级市场比较热闹的时候，有一段时间内，几家打车公司和 O2O 的企业，它们的合并并不是说有我无你，而是大家认为走到一起能把事情做得更好。我最近用的比较多的一个讲法是“体面的收购兼并”，希望这样的做法，在 2025 年能够给创投行业带来一些春色。

牛文文：20 年来，创投和创业创新市场领域主流的退出方式还是并购，并不是 IPO，也并不是失败，两头都是小概率，中间是大概率。

但现在国内需要重新认知这件事。一批融过资的创业公司背后都有 VC 的支持，他的退出通路和成功方式可能是大家合在一起并购退出。这件事现在也是政策鼓励的，我们看到很多政策在逐步出台，创业者也要做

好各方面的心理准备。过去高歌猛进的时代里，我们习惯 IPO 得轰轰烈烈，我们能接受一些项目失败再出发，但现在中间状态可能是中国创业者最难突破的。如果被并购了，老感觉自己好像打败了、投降了。

对于创业公司来讲，**我觉得 2025 年肯定是并购的好机会、好年份，但是只有准备好的人才能抓住这个机会。**这里面有两个大问题，一级市场的估值是高的，因为一级市场是少数股权，所以估值很高，但二级市场要求 PE，有审核标准，定价太高会导致商誉问题。这是最大的认知变化——从一级市场的高估值到二级市场的中位估值，估值差的变化是很多创业者不能接受的。

邝子平：这个障碍可能在很多情况下比起控制权的障碍还略大一些。

牛文文：我觉得第一个大难关是创业者和他背后的投资人能否接受二级市场的估值逻辑，一级和二级倒挂是普遍现象。



创业黑马集团创始人、董事长牛文文

第二，好多创业者是被动地等着别人来找他，本质上创业公司数量多，有并购能力的上市公司是不够的。

我认为创业者的心态要变得主动，要像融资一样去主动看（并购机会）。因为 A 股要求上市公司并购的是同一主业下的项目。

这种情况下，创业者要更主动，因为 A 股就 5000 家上市公司，能做并购的估计也就不到 2000 家，这些上市公司的主业是什么，你的主业是什么，要主动算一算。不要等人家来找自己，要自己主动去找。当年融资都能主动，为什么现在并购不主动了？

邝子平：我特别同意主动这个说法，在一二级估值倒挂的时候，得有这个抉择，要下决心去做调整。我最近一直在呼吁，我们不是特别需要一个大开闸门的 IPO 市场，更需要的是一个常态化、有比较大可预知性的退出环境。

牛文文：一些创业者想独立上市、独立存在，就是考虑控制权的问题，

并购往往会失去控制权，因此大家不愿意放弃自己的创业果实。

但阿里巴巴现在的电商负责人蒋凡，是阿里巴巴当年并购进来的项目负责人。理论上讲，蒋凡就是一个员工，但是他变成阿里最需要的“少帅”。我认为创业者不用太担心控制权的问题，你可以在更大的平台上，用创业精神帮助激活并购你的公司。这会是大概率事件——被并购的公司进去的人变成了人家的总经理。我大胆地预测，3~5年后可能新一代的A股总经理就是这一批人，老同志都作为董事长在后面。

04 面向 2025，对创业者的建议

邝子平：2025年，我对企业家的建议就是要非常清晰地认知自己企业的状况，以及认清自己所在行业的未来发展情况。并不是说非得做到现金流为正，如果是在一个市场潜力、未来融资能力都很一般的行业，那肯定要做到现金流为正，但如果是处在一个朝阳行业，那就需要更进取一些。

所以企业家自我的认知在2025年非常非常重要。你别看着隔壁的现金流为正，你也现金流为正；你看到隔壁在高歌猛进，你也天天去增加员工。自我认知对我们VC/PE行业也同样重要，2025年需要坚持、坚持，再坚持。

牛文文：2025年对创业者来讲是复苏的一年。我对创业者的建议是，以自己独立自主的健康发展为第一要务。如果你没抓住并购的风口、AI的风口等，都不要紧。本质上，我个人觉得中国可能已经没有烧钱快闪的行业了，连大模型我听说2026年拐点也到了。

对于90%的创业者来讲，我认为2025年最重要的还是现金流打平，靠自己独立自主、自我造血能活下来。活下来才有新机会。别以为春天来了，就猛冲一把，倒在黎明前是最麻烦的。

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、IDG、启明创投、春华资本、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