

资本

名家谈PE

002

珍惜和维护我国PE发展的势头 / 戴相龙

从证券投资基金修法看一些理论认识问题 / 吴晓灵

当前PE发展的问题及PE应发挥的作用 / 邵秉仁

关于保险资金参与股权投资的想法 / 陈文辉

资产配置中的PE趋势 / 王忠民

中国私募股权投资行业的回顾和展望 / 刘乐飞

股权投资母基金：PE的专业投资者 / 何小锋

新形势下的PE发展 / 方风雷等

中国股权投资行业的发展环境与立法展望 / 霍学文等

多层次资本市场下的PE发展机遇 / 刘乐飞等

人民币基金与外币基金的融合与发展 / 熊晓鸽等

境内外LP交流 / 方风雷等

国内外GP管理经验分享 / 赵令欢等



主 编 何小锋
执行主编 黄 嵩

资 本

名家谈PE

002



中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本：名家谈 PE/何小锋主编. — 北京：中国发展出版社，2011.9

ISBN 978-7-80234-718-2

I. ①资… II. ①何… III. ①企业—融资—研究—中国
②基金—投资—研究—中国 IV. ①F279.23 ②F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 183666 号

书 名：资本：名家谈 PE

著作责任者：何小锋

出版发行：中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号：ISBN 978-7-80234-718-2

经 销 者：各地新华书店

印 刷 者：北京科信印刷有限公司

开 本：700 × 1000mm 1/16

印 张：8.5

字 数：110 千字

版 次：2011 年 9 月第 1 版

印 次：2011 年 9 月第 1 次印刷

定 价：29.00 元

联系电话：(010) 68990630 68990692

购书热线：(010) 68990682 68990686

网 址：<http://www.developress.com.cn>

电子邮箱：bianjibul6@vip.sohu.com

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

卷首语

P R E A M B L E

“中国股权投资基金发展论坛”和“全球 PE 北京论坛”，是中国 PE 行业一年两度的盛事。这两个论坛邀请国内外 PE 名家纵谈中国和全球的 PE 发展，是中国 PE 行业层次最高、影响力最大的论坛。

我们选取了“2011 年中国股权投资基金发展论坛”和“第三届全球 PE 北京论坛”部分嘉宾的主题演讲和论坛发言，作为《资本》002 期的内容。

全国社会保障基金理事会是中国最有影响力的 PE 机构投资者，其管理资金的 10% 可用于 PE 投资。以 2010 年为例，全国社会保障基金理事会管理的资产总额为 8566.90 亿元，也就是说可用于 PE 投资的金额超过 850 亿元。目前，全国社会保障基金理事会已经投资了鼎晖、弘毅、中信产业基金、IDG 资本等一批优秀的 PE，但尚有 10 倍的投资空间。全国社会保障基金理事会戴相龙理事长的《珍惜和维护我国 PE 发展的好势头》一文，值得所有关心 PE 发展的人士认真一读。

PE 的立法和监管一直是各界人士关心的问题，目前的思路是修订《证券投资基金法》，将 PE 也纳入其调整范围。吴晓灵女士赴任全国人民代表大会财政经济委员会副主任委员后，就一直致力于《证券投资基金法》的修订工作，她的《从证券投资基金修法看一些理论认识问题》从理论的高度为我们阐述了《证券投资基金法》修改的相关问题。

中国股权投资基金协会是中国 PE 的全国行业协会，自创建以

来，一直致力于推动和促进股权投资行业的健康发展与监管环境的完善，搭建和政府沟通的平台，帮助协会会员及时了解宏观形势，找准投资方向，共享投资经验和行业信息。中国股权投资基金协会邵秉仁会长从整个PE行业的高度为我们分析了《当前PE发展的问题及PE应发挥的作用》。

目前，从全球保险业配置未上市股权资产比例来看，日本为30%，德国为10%，美国为5%，我国保险资金投资股权暂行办法规定，保险公司投资未上市股权的账面余额不得高于本公司上季度末总资产的5%。整体上，我们还处于一个探索阶段。保险资金如何进一步参与PE的投资，中国保险监督管理委员会主席助理陈文辉提出了其《关于保险资金参与股权投资的想法》。

另外，全国社会保障基金理事会王忠民副理事长为我们分析了《资产配置中的PE趋势》。北京股权投资基金协会第三届轮值主席、中信产业投资基金管理有限公司董事长兼CEO刘乐飞先生作了《中国私募股权投资行业的回顾和展望》。北京大学的何小锋教授介绍了《股权投资母基金：PE的专业投资者》。

《新形势下的PE发展》、《中国股权投资行业的发展环境与立法展望》、《多层次资本市场下的PE发展机遇》、《人民币基金与外币基金的融合与发展》，是当前中国PE行业最关心的问题。方风雷、赵令欢、吴尚志、衣锡群、刘乐飞、熊晓鸽、靳海涛、唐葵、何小锋、杨向东、林向红、李新中、周逵等PE界知名人士、专家学者，就上述问题分别论述了他们的精彩观点。

PE的主流模式是有限合伙企业，有限合伙企业的本质是有限合伙人（Limited Partner，LP）与普通合伙人（General Partner，GP）之间的契约。中国投资有限责任公司监事长金立群、中国人寿资产管理有限公司董事长缪建民、厚朴投资董事长方风雷、弘毅投资总裁赵令欢、鼎晖投资董事长吴尚志、淡马锡控股首席投资官兼高级董事总经理苏庆赞、KKR全球合伙人兼大中华区总裁刘海峰、黑石投资大中华区主

席梁锦松、TPG 中国区董事总经理兼合伙人马雪征、曼达林基金管理公司创始人 Alberto G. Forchielli 等 PE 界知名人士，在《境内外 LP 交流》与《国内外 GP 管理经验分享》中，与我们分享了 LP 和 GP 优秀代表机构的宝贵经验。

最后，我们感谢“中国股权投资基金发展论坛”和“全球 PE 北京论坛”的主办单位中国股权投资基金协会和北京股权投资基金协会对《资本》的大力支持，感谢中国股权投资基金协会邵秉仁会长和北京股权投资基金协会方风雷会长，感谢中国股权投资基金协会会长助理郭薇女士。本书全部论坛内容由北京股权投资基金协会根据现场速记稿整理，未经本人确认。

目 录

CONTENTS

专 题 >>>

3	珍惜和维护我国 PE 发展的势头	◎戴相龙
7	从证券投资基金修法看一些理论认识问题	◎吴晓灵
12	当前 PE 发展的问题及 PE 应发挥的作用	◎邵秉仁
18	关于保险资金参与股权投资的想法	◎陈文辉
22	资产配置中的 PE 趋势	◎王忠民
26	中国私募股权投资行业的回顾和展望	◎刘乐飞
33	股权投资母基金：PE 的专业投资者	◎何小锋

讲 座 >>>

51 新形势下的 PE 发展

.....◎方风雷等

63 中国股权投资行业的发展环境与立法展望

.....◎霍学文等

78 多层次资本市场下的 PE 发展机遇

.....◎刘乐飞等

93 人民币基金与外币基金的融合与发展

.....◎熊晓鸽等

100 境内外 LP 交流

.....◎方风雷等

114 国内外 GP 管理经验分享

.....◎赵令欢等



Capital

专 题

珍惜和维护

我国PE发展的势头

◎戴相龙

股权投资基金（PE）的发展对我国调整金融结构、经济结构，为人民增加财富具有重要的意义。1997年，中共中央国务院关于金融改革的通知中有一句话：要研究制订产业投资基金管理办法。请注意是1997年，当然后来在人民银行，我们曾经制定过《产业基金管理办法》，后来这个项目由国家发改委完成，他们做了大量的工作。但是由于诸多原因，可能条件不具备，在当时主要是在防范银行的风险。所以基金出来，有新的风险。后来到了天津以后，我们逐渐建立产业基金，总的是200亿，第一期60多亿。现在全国社保资金的10%可以投资PE，到现在投资了五家，我们觉得这个问题不是一件小事，是一个非常大的大事。

目前，中国PE的发展势头是很好的。

第一，由于国务院高度重视，所以全社会对于发展PE的重要性认识普遍提高。去年12月份，国务院决定制定股权投资基金管理办法，目前发改委还在继续按照原来的授权不断地批一些新的基金投资管理办法。现在看来，不但是国务院和发改委，而且我们四个直辖市政府都出了很多管理办法，现在已经到了沿海城市都开始批一些基金，所以它的形势是很好的，首先大家认识PE了。

第二，基金的资金来源更宽广了，基金的管理队伍更壮大了。现在看来不但我们机构投资者的钱、社保基金的钱，包括养老基金，都在拿一部分进去，大家知道去年底有 18000 亿的养老金的进入。但是如果投资达到 10%，那就是 1 万多亿。与此同时，商业保险的钱也开始一部分用于股权投资基金。最近国务院下发的 2010 年 13 号文讲到要推进民间投资，我认为民间投资的发展将会对 PE 资金的来源产生新的意义。来源扩大了，我们本土的经营管理队伍也就扩大了，有了经营管理，本土的资金管理队伍。另外，注册在香港的中华创业投资基金协会，众多会员，已经从香港到了内地，从原来搞美元基金，到现在搞人民币基金，这是非常大的变化。同时，我们批外国 PE 管理公司到中国来合资或者是独资，来管理人民币基金，所以三路大军都发展得非常好。

第三，有了一大批的基金在运行。

第四，PE 投资已经开始在调整经济结构、促进中小企业发展、提高中小企业的管理素质等方面发挥作用了。

所以我总的认为，当前是我们国家股权投资基金发展最好的时期。我们要运用好这个时期，珍惜好这个时期，发展好这个时期。

我谈几点意见。

第一，要坚持股权投资基金的基本功能，不要走样。什么叫股权投资基金？有很多说法，但是产业投资基金、股权投资基金是差不多的。第一，它是选择成长型的，特别是中小企业。第二，倒过来讲，是具有管理水平，实践证明有管理能力的人来管理这些企业。向谁投资？向中小企业、成长型的中小企业。第三，有比较深入、有效的增值服务。第四，在柜台交易中心进行股权对接。

所以我认为一定要坚持股权投资基金这个基本的功能。如果把股权投资基金变成搞几个大项目，那个就叫做投资公司了。另外一般的基础设施、投融资的，不排除我们有一些基金可以选择，但最重要的是基金的功能，还要具备专业性、增值性。所以我们围绕这样一个功能来进行。

第二，要依法推进。这个依法推进，最重要的是什么？规定投资人、管理人的权益、责任以及分配等等。我个人有一个建议，如果是国务院

去年说的，要制定股权投资基金管理办法，很快地出来，那就最好了。它的属性提高了，而且我们也实践了 10 多年。条例也好，办法也好，我感觉除了管理人、托管人，要扩大基金的资金来源，现在我们机构投资者或者是国有控股公司的市场是非常广的。

还有一个办法，在 PE 发展形势很好的时候，抢钱，抢管理人。管理人最宝贵。也抢登记，牌子要大一点。我看到有一些地方，随着地方命名一个基金，如果变成哪个地方的基金肯定就不好管理了。我不知道这个名字是怎么来的。再就是协会也是很重要的，一定要成立自己的协会，但是我认为中华创业投资基金协会管理做得不错，最重要的一条，要让管理公司建立起来，这是最重要的。要坚持依法来管理。

第三，要坚持中小基金投资，在当前要坚持中小基金投资，当然也可以探索建立大型基金的路子。最近很多人向我们提出了募集资金，我们一般来说还是要支持 50 亿以下，实际的募集资金在 50 亿以下的中小型基金。为什么这么做？第一，我们的管理人可能有一个想法，要让这些管理人员直接来管理基金，所以说我们要充分运用国内有管理经验的管理人才，让他们管理中小基金。这是基金发展的必然趋势。当然从中国的发展来看，还刚刚开始。所以，第一还是人才。如果是基金的数额比较大，它直接去投资了，它为什么非要把钱放在里面，而不是自己去选择？所以基金事业的发展，一定要重视，但是发展到大型有一个过程。对大型基金的运作，权益关系，包括怎么收费等等，要深入研究，我们也要创造条件来推进。

第四，要坚持对历史负责的态度。基金跟银行有很大不同。银行的制度比较严格，基金也不能像银行那么建，它本身不是金融货币，它有钱，它维度大。所以我认为我们要对历史负责。外国基金行业出问题，我们要吸收它的教训，要创建符合我们国家特点，当然也符合这个行业惯例的制度。无论是基金的审核者，还是投资人、管理人，还是管理人，都要对历史负责。因为这个问题非常重要，投资一般七八年才回来，七八年在中国，管理公司发生什么变化，管理人发生什么变化都很难说。因此我们所有的相关人员，刚才我说的包括审核人、投资人、管理人，以及所有有关的部

门人员都要尽其职责，承担历史责任。这个不是分到钱，是分到了责任，实际上是领取了一个考试卷，要经过七八年以后才交卷，到那个时候才能说明你是不是合格的。所以我们要承担这样的责任，珍惜这样的机会，创造我们的品牌，我们一定要对历史负责。我搞基金投资七八年下来，现在在我做的事一笔一笔都记录下来了，是怎么选的，你们怎么管的，一定要有历史责任，要去除杂念，去除浮躁，要对投资人负责，对我们国家负责。

因此，我主张一定要从现在起创建基金管理文化，要树立基金管理人的道德标准，让人家感觉到你是基金管理公司，很有水平。我通报一下，我们社保基金会，去年自己的基金是700亿，我们还有委托别人的，10%可以用于PE。现在我们选了五个基金，有的基金马上要第二次投资了，表面上看慢，但是我们探索了制度，探索了途径，形成了规章，所以我们完善制度，加强专业管理，推动这项工作。我们投资并不是在一两年内马上达到，而是要根据市场，根据条件逐步推进，有好项目就快点出来，没有好项目就等一等。我们的投资范围是国家发改委备案的基金管理公司，但我希望对我们的投资适当放宽，包括直辖市批的那种基金，我看也很好。另外，我们对基金管理人的选择有一个条件，一定要有专业性，还要有有效性，还有就是专注性。我们还要有投资程序，一旦国家发改委备案了，我们高层人员将和你们进行一次深层次的交谈，首先我们谈，谈完以后如果差不多，你就给我们交一个募集资金的文书，募集资金的文书拿到手，我们会做尽职调查，然后还会搞一个商务谈判，最后达成意向，决策委员会批准。

所以我们也对历史负责，对大家负责。别把我们只看成投资人，我们也是管理机构。现在地方政府，一些养老金都开始委托我们。我们愿意向国内外的管理公司或者合伙人学习，把我们的投资共同做好。我们注意对投资对象的选择，我们不在乎管理公司的股份，我很超脱，我们就是站在外面，高标准的选择，用我们定义的办法来选择，我认为对我们是保值，对管理公司也是一个促进。

从证券投资基金修法 看一些理论认识问题

◎吴晓灵

一、证券的定义

金融法律的制定是为了规范各类金融行为，对证券的定义确定着哪些行为需要用哪些规则加以规范。说文解字，证券是一种证明的凭证。证明什么？证明出证人与持有人之间涉及金钱行为的关系，因而证券有股票、股权凭证、债券、债务凭证等等。1934年美国证券交易法对“证券”采取了列举的方式予以说明，这是为了避免过于简单的定义造成实践中的歧义。

美国1934年证券交易法：“证券”一词系指任何票据、股票、库存股票、债券、公司信用债券、债务凭证、盈利分享协议下的权益证书或参与证书、以证券作抵押的信用证书，组建前证书或认购书、可转让股票、投资契约、股权信托证，证券存款单、石油、煤气或其他矿产小额利息滚存权，或一般来说被普遍认为是“证券”的任何权益和票据，或上述任一种证券的权益或参与证书、暂时或临时证书、收据、担保证书、或认股证书或订购权或购买权。

我国在立法工作中也采取了类似的技术，没有给出明确的定义，而是采取了指明每部法律中所规范的证券种类。

《证券法》第二条规定：“在中华人民共和国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法；本法未规定的，适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易，适用本法；其他法律、行政法规另有规定的，适用其规定。证券衍生品种发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定。”

证券法规范股票、公司债券、政府债券、证券投资基金份额的上市交易，但不意味着证券没有其他形式，该法中就明确了“国务院依法认定的其他证券”，其他证券是什么？起码说明还有本法未列举的证券。

证券投资基金法是一部法律，它也有权力规定它所调整的证券范围。股权凭证应该是证券，股权凭证是证明公司股东享有相应权利的凭证。根据《公司法》第126条的规定，股份是股份有限公司股权份额化的形式，股票是公司签发的证明股东所持股份的凭证，是股份有限公司股份凭证化的专属名词，是一种标准化的股权凭证，因此，股权凭证包括已上市或未上市的股票。同时，股权凭证也包括有限责任公司向其股东签发的出资证明。

《证券法》第十条规定，公开发行证券要经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准，这就证明还有未公开发行的证券，因而不能认为未公开发行和上市交易的股权凭证不属于证券范畴。如果有了这种共识，在证券投资基金法中把“买卖已上市或未上市的股票等股权凭证、债券、其他证券及其衍生品种”纳入证券投资范围则是顺理成章的。

证券投资基金法调整的范围也包括投资于未上市股权的基金，这是本次修法的一个重大调整。

二、金融活动的行为准则与监管边界

金融立法是为了规范某类金融行为，相同法律关系的金融活动应遵循同样的行为准则。至于这种行为准则的实施是靠行业自律还是靠代表公权力的监管机构来强制推行，则应从成本效益的角度加以区分。

金融活动是一种货币财产权的运用，国家应保证这种产权的交易自由，财产所有人应承担自己行为的收益与风险。而当某一金融活动涉及众多小投资人的利益时，搭便车现象就会严重，为维护市场秩序和保护小投资人利益，需要公权力的介入。

证券投资基金有四个共同的要素：①筹集资金；②专业机构受托管理；③受托人按合同以自身的名义进行投资；④投资人（委托人）承担风险获取收益，管理人（受托人）收取管理费。这是标准的资金信托关系。

信托的定义。《信托法》第二条规定：“本法所称信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。”核心是第三方受托管理，建立信托契约。

所有的证券投资基金在忠诚守信、合规交易等方面应遵守同样的行为规则。但由于有些基金只向少数合格投资人募集资金，行为的外部性较小，监管可以少介入，主要靠行业自律。法律应将这类基金纳入行为调整范围，实行有区别的监管。

按法律关系和行为准则立法、按行为的社会效应进行有区别的监管是本次修法的理念体现。