

中国母基金实践指引白皮书

(2017年版)

中国股权投资基金协会 编著
北京股权投资基金协会

CHINA
FOFS
PRACTICE
GUIDELINES
2017

中国母基金实践指引白皮书

(2017年版)

中国股权投资基金协会 编著
北京股权投资基金协会



 首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

· 北 京 ·

图书在版编目(CIP)数据

中国母基金实践指引白皮书. 2017 年版/中国股权投资基金协会,
北京股权投资基金协会编著. -- 北京:首都经济贸易大学出版社,
2017. 11

ISBN 978 - 7 - 5638 - 2730 - 5

I. ①中… II. ①中… ②北… III. ①基金业—研究报告—
中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 281414 号

中国母基金实践指引白皮书(2017 年版)

中国股权投资基金协会 北京股权投资基金协会 编著

Zhongguo Mujijin Shijianzhixin Baipishu

责任编辑 薛晓红 彭伽佳

封面设计



砚祥志远·激光照排

TEL: 010-65976003

出版发行 首都经济贸易大学出版社

地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)

电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)

网 址 <http://www.sjmcbs.com>

E-mail publish@cueb.edu.cn

经 销 全国新华书店

照 排 北京砚祥志远激光照排技术有限公司

印 刷 北京市泰锐印刷有限责任公司

开 本 787 毫米×1092 毫米 1/16

字 数 350 千字

印 张 18.25

版 次 2017 年 11 月第 1 版 2017 年 11 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 2730 - 5/F · 1523

定 价 60.00 元

图书印装若有质量问题,本社负责调换

版权所有 侵权必究

联合发布机构

中国股权投资基金协会

北京股权投资基金协会

投中研究院

中股智库

合作机构

中华有限合伙人联合会(LPACN)

特别支持母基金(按拼音序)

北咨基金

北航长鹰母基金

北京高精尖产业发展基金

北京金融街资本运营中心

步长家族办公室

昌发展

城发应元母基金

国投创合

硅谷银行金融集团

前海母基金

盛景嘉成

盛世投资

上汽母基金

上海科创投

通盛时富

小村资本

宜信财富母基金

亦庄国投

元禾辰坤

中关村协同创新基金

中关村并购母基金

紫荆资本

特别支持机构

广州市城发投资基金管理有限公司

特别支持中介机构(按拼音序)

毕马威会计师事务所

方达律师事务所

序

从2015年以来,政府引导母基金和市场化母基金在国内迎来了井喷式增长。根据投中研究院《2016年私募股权投资基金LP研究报告》的数据,截至2017年9月,全国共设有302只市场化母基金,已披露市场化母基金总规模16 092.98亿元。截至2016年12月,新成立政府引导基金442家,目标募集资金共36 001亿元,与2015年的15 090亿元相比,增长138%。母基金在国内可以说是“遍地开花”。

母基金的蓬勃发展很大程度上是因为政府政策的引导和推动。在经济新常态的宏观战略指导下,政府推出“去产能、去库存、去杠杆”“大众创业、万众创新”“供给侧改革”等系列政策。“大众创业、万众创新”的制度红利,移动互联网技术变革的浪潮,创业成功案例的示范,激发了创业热情,大大提高了可投资项目的供给;政府的财政资金大规模进入股权投资领域,直接或者通过带动作用,大大增加了股权投资领域的资本供给。2007年以后,大量创投机构成立,包括知名投资机构里面很多人纷纷出来创业,直投资基金数量直线上升,为母基金提供了丰富的可投对象。这些要素的提升为母基金的发展提供了坚实的基础。

然而,总体上来讲,国内母基金发展时间还比较短,在国内还属于新鲜事物。为了促进中国母基金的相互交流,提升中国母基金的专业管理能力,中国股权投资基金协会联合国内知名母基金(政府引导基金)以及专业研究力量,共同编写《中国母基金实践指引白皮书》,第一次大规模组织访谈了北京、上海、深圳等全国各地22家母基金的掌舵人和高管,深入实务操作,揭示了他们

管理母基金的核心思路和实践经验。

本书详细梳理了市场化母基金和政府引导基金的投资实践和管理之道。在投资部分,包括构建投资组合、投资决策流程、筛选基金管理人、尽职调查、合伙协议的重要条款,还涉及跟投策略、二手份额转让等热点问题;在管理部分,包括管理体系、风险控制体系、投后管理、增值服务、退出管理等,覆盖母基金投资与管理的几乎所有重大方面。这些来自行业内一线翘楚公司的宝贵经验,必将为大家带来新的启发和借鉴。

同时,本书揭示了在市场化母基金和政府引导基金的发展中凸显出的诸多尚待解决的问题。市场化母基金存在募资难度比较高、投资者人数穿透审查限制、二级市场不健全/资本缺乏流动性等问题;而政府引导基金存在政策性与市场化的协调问题,及限制条件偏多、社会募资压力较大、激励机制不到位、退出形势不容乐观、政策的稳定性和常态化等问题。这些问题的提出,能够促进政策制定者以及行业内人员的交流和讨论,当我们直面问题的时候,也为问题的解决开启了大门。本书的一大特色,是文中推荐的一些优秀实践,为解决上述问题给予了很多好的启发。

展望我国母基金未来的发展前景,用一句话总结:成就与挑战并存。随着政府引导基金加速落地、国资背景母基金运作的逐步市场化以及民营母基金市场规模的扩大,中国母基金市场即将进入一个新的发展阶段。本书采撷众长,汇聚精华,我们相信,会有许多行业人士能从这部《中国母基金实践指引白皮书》中受益。同时希望本书能够促进行业内的关注和深度交流,共同促进行业良性发展。

邵秉仁 中国股权投资基金协会会长

衣锡群 中国股权投资基金协会常务副会长

方风雷 中国股权投资基金协会副会长

2017年10月

目 录

第一篇 全球及中国母基金发展历史和现状

第一章 绪论 / 3

第一节 母基金的定义 / 3

第二节 母基金如何创造价值 / 4

第三节 国内母基金的发展环境 / 7

第二章 全球母基金发展历史和现状 / 13

第三章 中国市场化母基金发展历史和现状 / 16

第四章 中国政府引导基金发展历史和现状 / 19

第一节 政府引导基金的内涵 / 19

第二节 政府引导基金的发展历程 / 20

第三节 政府引导基金的发展现状 / 26

第二篇 中国市场化母基金的实践

第五章 投资实践 / 33

第一节 战略决策:构建投资组合 / 33

第二节 战术决策:筛选及投资基金 / 45

第三节 筛选管理人的考察要素 / 59

第四节 如何开展尽职调查 / 85

第五节 合伙协议的重要条款	/ 101
第六节 跟投策略	/ 108
第七节 二手份额转让	/ 113
第六章 管理之道	/ 116
第一节 管理体系	/ 116
第二节 风险控制体系	/ 123
第三节 投后管理	/ 126
第四节 增值服务	/ 139
第五节 退出管理	/ 144
第七章 市场化母基金发展中的问题	/ 155

第三篇 中国政府引导基金的实践

第八章 政府引导基金运作模式概览	/ 167
第一节 政府引导基金的设立目的	/ 167
第二节 政府引导基金的运作模式	/ 169
第九章 投资及管理实践	/ 180
第一节 与市场化母基金的差异	/ 180
第二节 投资实践的差异	/ 181
第三节 管理实践的差异	/ 198
第十章 政府引导基金发展中的问题	/ 207

第四篇 附录

附录 1 ILPA《私募股权投资原则》(第二版)	/ 215
附录 2 联合发布机构介绍	/ 233

中国股权投资基金协会简介 / 233

北京股权投资基金协会简介 / 235

投中研究院简介 / 237

中股智库简介 / 238

附录3 合作机构介绍 / 239

中华有限合伙人联合会简介 / 239

附录4 特别支持母基金介绍 / 240

北咨基金简介 / 240

北航长鹰母基金简介 / 241

北京高精尖产业发展基金简介 / 243

北京金融街资本运营中心简介 / 245

昌发展简介 / 247

城发应元母基金简介 / 248

国投创合简介 / 249

硅谷银行金融集团简介 / 250

前海母基金简介 / 251

盛景嘉成简介 / 252

盛世投资简介 / 253

上汽母基金简介 / 255

上海科创投简介 / 256

通盛时富简介 / 257

小村资本简介 / 258

宜信财富母基金简介 / 258

亦庄国投简介 / 260

元禾辰坤简介 / 261

中关村协同创新基金简介 / 262

中关村并购母基金简介 / 264

紫荆资本简介 / 266

附录 5 特别支持机构介绍 / 268

广州市城发投资基金管理有限公司简介 / 268

附录 6 特别支持中介机构介绍 / 269

毕马威会计师事务所简介 / 269

方达律师事务所简介 / 270

参考文献 / 274

致谢 / 277

第一篇

全球及中国母基金发展历史和现状

第一章 绪论

第一节 母基金的定义

私募股权母基金是指以私募股权投资基金作为主要投资标的投资基金。私募股权母基金通过两级来配置资金,即通过对私募股权基金进行投资,从而对私募股权基金投资的项目公司进行间接投资的基金。国际上,母基金主要是指基金中的基金(FOFs),但是国内实践中拓展了母基金的内涵,将政府引导基金也包括在内。本书所指母基金,采用这种广义的定义,即包括私募股权母基金和政府引导基金。

一支典型的私募股权母基金运行的基本结构如图 1-1 所示。

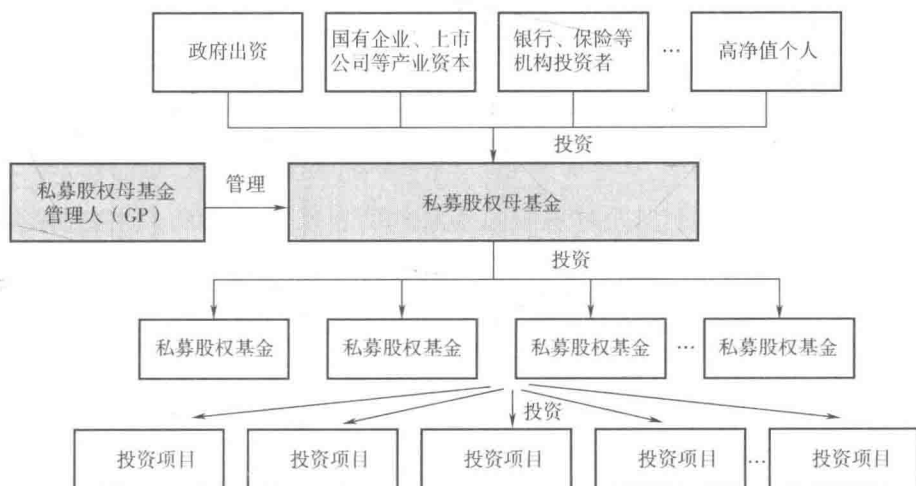


图 1-1 私募股权投资母基金运行基本结构

根据投资策略的不同,FOFs 既可以分为主要投资于风险投资的 FOFs 和并购领

域的 FOFs,又可以分为一级 FOFs 和二级 FOFs。前者是购买新成立基金份额的母基金,后者是购买已成立且在二级市场转让的基金份额或后续出资份额的母基金。随着 FOFs 的多样发展,部分 FOFs 还会将一定比例的资金直接投资于企业。

在私募基金行业的产业链中,FOFs 的位置介于普通合伙人(GP)与有限合伙人(LP)之间,FOFs 和普通直投基金扮演的角色的最大不同在于,前者同时扮演了 GP 和 LP 的双重角色:一方面,FOFs 为投资者选择私募股权投资基金,充当管理人的角色;另一方面,FOFs 直接投资于私募股权投资基金,充当标的基金的 LP。

第二节 母基金如何创造价值

一、私募股权投资收益率波动大

私募股权投资(PE)是一种高收益且风险较高的资产类别,与其他资产类别相比,私募股权投资具有诱人的绝对和相对回报水平。但是,PE 基金受时间、项目、地域和基金经理能力等诸多因素影响,表现参差不齐,好的 PE 和差的 PE 回报率的差距特别大。从全球范围内的投资数据来看,私募股权投资的平均回报并不具有吸引力,只有前 25% 的私募股权基金能够长期显著地创造高于公开股票市场的收益。因此,投资者必须经过慎重、严谨地筛选,成功投资到业绩排名前 25% 的私募股权基金。

根据投中研究院的统计,全球股权投资平均回报水平在 11% 左右,前四分位是 18% 左右,这一水平也是大型的 PE 机构所期望的;而后四分位的创业投资和私募股权投资的基金平均回报在 5% 左右,差异非常大(见图 1-2)。对投资人来讲,能投到表现最好的 25% 的基金里面,这个收益实际上是比较可观的。因此,具备选择优秀基金的能力就显得非常重要的了。

二、私募股权母基金的价值

截至 2017 年 9 月,根据中国证券投资基金业协会公布的最新数据,国内股权投

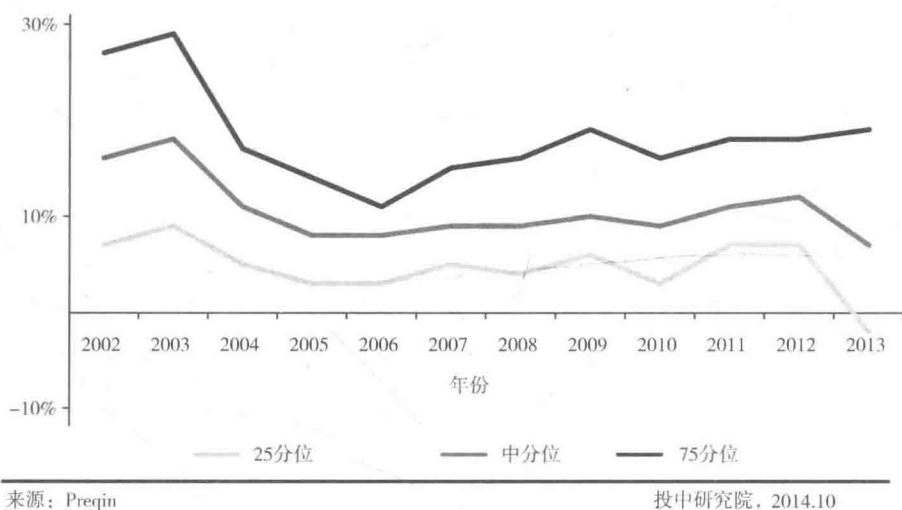


图 1-2 全球 PE IRR 区间分位业绩表现

资机构超过 1.2 万家,中国涌现出了一批做 VC 和 PE 股权投资的机构。因为过去基金数量少,所以投资一个基金所获收益基本差别不是很大。但现在基金数量多了,真正能创造出高额回报的项目其实很少,市场上前 20% 的管理人分享了 80% 的利润,也就是说大部分基金的收益趋于中庸。因此选择基金的难度就更大。

不仅股权投资机构的数量在增加,基金也越来越细化。比如,专做医疗的基金,在医疗领域可能有的专注于投资医疗服务,有的专注于投资药物,有的专注于投资医疗器械,这种情况越来越多地出现,投资判断需要越来越专业的能力。另外,股权投资行业透明度不高,变化又频繁,门槛比较高,因此,挑选优秀的团队需要有很强的选择能力。

私募股权母基金(PE FOFs)的核心价值在于其专业投资遴选与监控能力,组合投资带来的分散风险能力,顶级 GP 的进入能力和增值服务能力。

(一) 专业投资遴选与监控能力

股权投资行业公开信息较少,不同基金的投资业绩差异很大,因此,选择优秀的 PE 基金进行投资需要较强的专业知识。例如,前期调研、尽职调查和投资管理等工

作都需要专业人才来执行。FOFs 依靠广泛的关系网络、专业的投资团队和强大的谈判能力,可以获得较强的议价能力,能有效跟踪各 PE 基金的投资情况,对投资的 PE 基金进行监督。

(二)分散投资风险

FOFs 可以成为降低风险的有效投资工具。在一个高风险、高回报的行业当中,FOFs 通过对不同投资阶段、地区和策略的 PE 基金进行投资,逐渐降低新技术、新团队、新市场和经济周期等诸多因素的负面影响,使投资组合多样化,从而达到降低非系统性风险的目的,实现低风险却相对高收益的稳健回报。根据英国权威咨询机构 Preqin 对全球母基金的长期跟踪研究,与投资单只基金相比,私募股权母基金收益回报特征如图 1-3 所示。

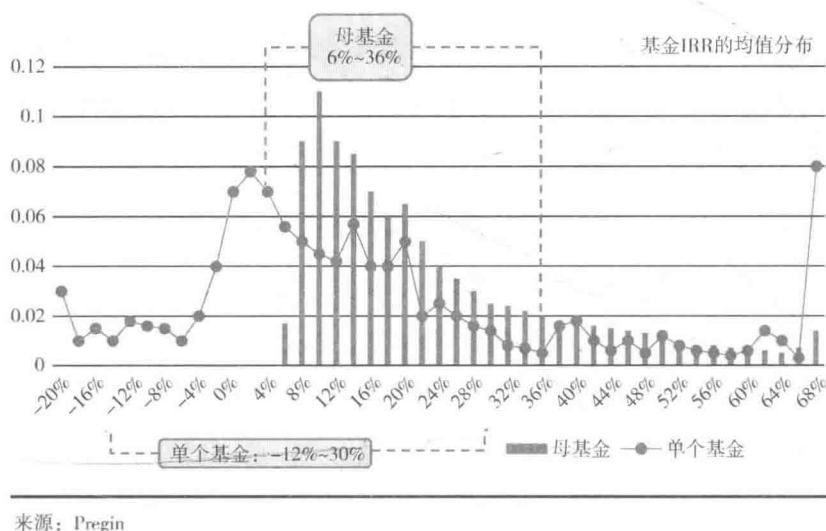


图 1-3 私募股权母基金收益回报特征

从图 1-3 中可以看到,单只基金回报概率较大的区间为 $-12\% \sim 30\%$,并且波动性很大,存在很大的亏损可能性。但是母基金回报概率较大的区间集中在 $8\% \sim 32\%$ 之间,并且几乎没有亏损的可能性。根据国内外的成熟经验,优秀的母基金能够