

未来三年人民币 PEFOF 迈入黄金发展期 外资先天不足难参与

清科集团 钱洋

在欧美私募股权（Private Equity，简称 PE^①）市场，基金的基金（Private Equity Fund of Funds，简称 PEFOF）是 PE 基金投资人群体的重要组成部分，约占资金来源的 30%至 40%。而在以企业和政府引导基金为主要投资人的国内人民币基金市场亟待专业化人民币 PEFOF 的加入。2009 年以来，伴随着人民币基金的大量增加，人民币 PEFOF 产业链逐渐完善，市场参与者明显增多。在外资 PEFOF 尚无法设立人民币 PEFOF 的今天，凡是在 PE 行业浸染多年的机构都将有可能抢占未来人民币 PEFOF 市场的先机，而留给他们的时间就在未来三年，但争朝夕。

多方政策支持参与私募股权行业

近年来，为了拓宽我国产业升级所需的资金来源，中国政府意在大力推动 PE 行业的发展。2008 年 4 月，财政部、人力资源和社会保障部同意全国社保基金投资 PE 基金，这则消息的传出标志着中国 PE 行业跨入了崭新的一页。此前中国 PE 行业缺乏专业的机构投资者，全国社保基金此举对于其它各类投资人起到了很好的示范性作用。

目前除了企业年金和商业银行尚未获得批准，其它各类投资人都已先后参与到 PE 行业当中。有消息称：2004 年起实施的《企业年金基金管理试行办法》将在不久的将来被重新修订。而在 2003 年修订的《商业银行法》虽然没有改变商业银行在中国境内不得向非银行金融机构和企业投资的现状，但多家商业银行却早已借道境外投资平台间接参与到国内 PE 市场当中。例如中国建设银行在香港注册的建银国际（控股）有限公司，其在以自有资金直接参与股权投资的同时，还搭建了募集人民币基金的平台，并负责旗下基金的管理运作。

表 1 各类投资人参与 PE 投资的情况

LP 类别	LP 子类别	相关法规	法规颁布年份	可否参与 PE 投资
养老金	全国社会保障基金	《全国社会保障基金投资管理暂行办法》	2001	是
	企业年金	《企业年金基金管理试行办法》	2004	否
金融机构	商业银行（大型、股份制、城市）	《商业银行法》（修订）	2003	否
	证券公司	《证券公司直接投资业务试点指引》	2009	是
	保险公司	《保险资金运用管理暂行办法》、《保险资金投资股权暂行办法》	2010	是

^①私募股权基金（Private Equity Fund），是指以非公开的方式向少数机构投资者或个人募集资金，主要向未上市企业进行的权益投资，最终通过被投资企业上市、并购或管理层回购等方式退出而获利的一类投资基金。本专题中使用的是广义上的私募股权基金，指对所有 IPO 之前及之后（指 PIPE 投资）企业进行的股权或准股权直接投资，包括处于种子期、初创期、扩张期、成熟期阶段的企业。

	信托公司	《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》	2008	是
政府	政府引导基金	《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》	2008	是
企业	\	《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	2010	是
基金会	\	《基金会管理办法》	2004	是
高净值收入个人	私人银行/独立理财机构/信托计划	《关于进一步加强商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》、《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》	2008 、 2009	 是
来源：清科研究中心			www.zdbchina.com	

潜在 PE 投资规模扩容迅速

在 PE 投资方面，养老金和各类金融机构都明确规定了其可参与投资的资产比例，其中保险公司的潜在资金规模最大，约为 2,448.05 亿元。而政府、企业和高净值收入个人虽然无法明确其投资比例，但由于这些投资人背后的资金量庞大，其参与 PE 投资的潜力也非常可观。

表 2 各类投资人潜在 PE 投资规模

LP 类别	LP 子类别	参与 PE 投资获批年	资产规模（亿元）*	PE 投资比例	潜在 PE 投资规模（亿元）*
养老金	全国社会保障基金	2008	7,766.21	10%	776.62
	企业年金	\	2,800.00	\	\
金融机构	商业银行（大型、股份制、城市）	\	662,613.30	\	\
	证券公司	2007	4,554.81	15%	683.22
	保险公司	2010	48,961.00	5%	2,448.05
	信托公司	2007	1,142.20	20%	228.44
政府	政府引导基金	2005	\	\	1,000.00
企业	\	\	\	\	1,000.00
基金会	\	\	93.92	\	9.00
高净值收入个人	私人银行/独立理财机构/信托计划	\	416,000.00	\	6,000.00
总额					12,145.33

来源：清科研究中心
*根据最新公开数据整理和预测

人民币 PEFOF 必须抓准投资人的需求

PEFOF 是 PE 领域中一种重要的投资类别。通过将募集到的资金投放到不同种类的 PE 基金中，PEFOF 具备了降低准入门槛、分散投资风险和降低对投资人专业技能要求等优势。换言之，那些资产规模较小、风险承受能力较低、缺乏专业团队的投资人较适合投资 PEFOF。

表 3 各类投资人参与私募股权投资的主要形式

LP 类别	LP 子类别	目前参与 PE 投资的主要形式	可否参与投资 PEFOF
养老金	全国社会保障基金	投资 PE 基金	是
	企业年金	\	否
金融机构	商业银行（大型、股份制、城市）	\	否
	证券公司	自主设立 PE 基金	未限定
	保险公司	自主设立或投资 PE 基金	是
	信托公司	自主设立 PE 基金	未限定
政府	政府引导基金	投资 PEFOF	是
企业	\	自主设立或投资 PE 基金	是
基金会	\	投资 PE 基金	是
高净值收入个人	私人银行/独立理财机构/信托计划	自主设立或投资 PE 基金	是
来源：清科研究中心		www.zdbchina.com	

由于对参与 PE 投资的各种方式缺乏了解，且不愿意放弃控制权和追求回报最大化，目前投资人往往希望以自主设立 PE 基金的方式参与 PE 行业，而选择投资 PEFOF 的非常少。当然，PEFOF 较新的投资理念和可供选择的 PEFOF 较少也都是导致以上现象的原因。在经过几年的实践后，投资人会重新评估其参与 PE 投资的方式，那时将有一部分投资人加入到投资 PEFOF 的行列，其中可能性较大的包括非金融背景的企业、基金会和高净值收入个人。

相较于自主设立 PE 基金和投资 PE 基金，投资人投资 PEFOF 主要有两大原因：1. 平衡资产配置。某些投资人，例如社保基金或保险公司，在获得高回报的同时又非常看重资产的安全性，所以会考虑选择投资风险相对较低的 PEFOF 来平衡其资产配置；2. 看重 PEFOF 的附加价值。另外一些投资人，例如民营企业希望通过 PEFOF 投资多家基金从而建立一张投资人脉与信息网，间接学习 PE 基金如何进行产业布局，为自己开展产业投资铺路，并获得一些潜在的跟投机会。所以，人民币 PEFOF 在进行募资的时候需要抓准投资人的需求，否则将事倍功半。

图 1 人民币 PEFOF 投资人需求分析

人民币PEFOF投资人需求分析							
	PEFOF投资人的需求						总计
	资产配置需求	专业 团队管理	投资 GP渠道	降低准入门槛	联合投资机会	投资人脉和信息网	
社保基金	●	●	○	○	○	○	2
金融机构	●	○	○	○	○	○	1
政府	○	●	○	○	○	○	1
企业	○	○	●	●	●	●	4
基金会	●	●	●	●	○	○	4
富裕个人	○	●	●	●	●	●	5
● 较强 ○ 较弱							
来源：清科集团 2011.02				www.pedaily.cn			

二

人民币 PEFOF 市场参与者蠢蠢欲动，竞争力将受考验

目前，国内 PEFOF 市场参与者主要由政府引导基金和外资 PEFOF 构成。伴随着人民币基金的大量增加，人民币 PEFOF 产业链逐渐完善，市场参与者明显增多，其中一股重要力量当属国有企业。这些国有企业先是投资 PE 基金并从中获利，继而考虑成立独立实体向 PEFOF 过度，这样做一来能改善国企内部激励机制和决策机制落后的现状，又能向社会募集资金从而解决资金来源单一的问题。去年底国开金融成立了第一只国家级 PEFOF，计划募资规模达 600 亿元，主要投资于中国市场上优秀的人民币基金。对于人民币 PEFOF 行业来说，此事件具有重大意义。

与此同时，市场上还出现了不少民间机构发起设立人民币 PEFOF，其中包括独立理财机构、帮助企业融资的中介机构、PE 行业信息服务提供商，以及一些民营企业。这些机构的实力还非常有限，面对局面尚未打开的人民币 PEFOF 市场，这些参与者的竞争力必然受到严峻的考验。

图 2 人民币 PEFOF 市场参与者竞争力分析

人民币PEFOF市场参与者竞争力分析							
	优秀PEFOF管理团队的竞争力						总计
	人民币LP融资渠道	专业FOF管理团队	过往基金运作经验	人民币GP投资渠道	联合投资灵活度	VC/PE行业品牌	
政府引导基金	●	○	○	●	○	○	2
外资FOF	○	●	●	●	○	●	4
国企	●	○	○	●	○	○	2
理财公司	●	○	○	○	○	○	1
中介机构	○	○	○	●	●	○	2
● 较强 ○ 较弱							
来源：清科集团 2011.02				www.pedaily.cn			

外资 PEFOF 先天不足，尚无法设立人民币 PEFOF

人民币 PEFOF 面临的重大考验当属募资能力。在这一点上，外资 PEFOF 毫无优势并被挡在了人民币 PEFOF 设立的大门之外。这主要是因为外资 PEFOF 的身份会改变其管理的人民币基金的内资法律属性。所以外资 PEFOF 的专业管理团队和过往基金运作经验都暂时无法服务于人民币投资人。对于竞争对手来说，这却是绝好的机会。他们可以利用外资 PEFOF 尚无法进入人民币 PEFOF 市场的时间差，抢占市场并迅速建立自己的市场地位。

不过上海最近出台的新政给外资 PEFOF 带来了些许希望。2011 年 1 月上海颁布了《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》，《办法》指出：当管理企业是一家外资管理企业，其管理的基金是一家纯内资人民币基金的时候，如外资管理企业通过试点，其可以在基金总募集金额的 5% 范围内结汇投资于该内资基金，并且不影响内资人民币基金的法律属性。虽然《办法》并没有明确说明 PEFOF 是否属于其试点范畴，但如果是的话，这对于外资 PEFOF 无疑是一条振奋人心的消息。

与此同时，国内 PEFOF 市场上另一股重要力量政府引导基金在以往的运作当中也暴露出一些明显的问题，其中包括：基金管理机构能力不足、受限于政策性和导向性的约束、基金资金来源缺少持续性等。但近年来我们看到一些政府引导基金经过不断摸索，正努力向市场化运作转变，未来甚至会退民进，逐步向独立于政府管制的运作方式转型。

以中介机构为代表发起设立人民币 PEFOF 的民间机构也不是毫无优势。他们运作通常非常灵活，不拘泥于依靠有限合伙制的方式来界定投资人与基金管理人的权责，愿意与一家

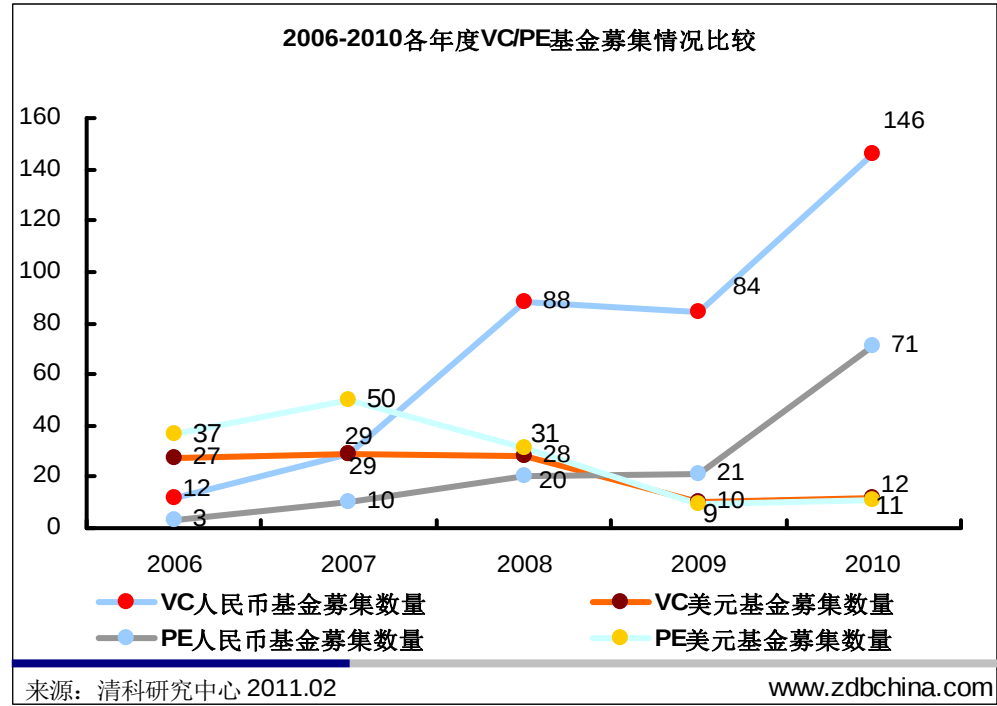
或少量投资人单独设立人民币 PEFOF。这样的合作不但解决了人民币 PEFOF 初期融资难的问题，还可以满足投资人对于深度参与管理人民币 PEFOF 的意愿。

三

外资基金管理人募集人民币基金成趋势，人民币 PEFOF 投资目标大增

2008 年以来，人民币基金募资逐渐活跃，新设立的基金数量大大超出美元基金。与此同时，经过近 10 年的不断发展，本土 PE 行业慢慢涌现出一批出色的人民币基金管理人，例如深创投、达晨、江苏高科技、同创伟业等等。虽然如此，业绩出色的人民币基金还是远远不够。

图 3 2006-2010 各年度 VC/PE 基金募集情况比较



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16306

