

清科独家

P4 国内基金会参与私募股权投资浅谈

业界动态

P7 普凯投资基金 1500 万美元投资植物保护公司龙灯

P7 聚成公司获近亿元投资 联想投资领投

P7 闽中食品 IPO 融资 1.7 亿美元 曾获 GIC 等投资

P7 “国字号”创投密集亮相上海 管理团队闹用工荒

P8 凯雷设立首支金融服务基金 投资银行及资产管理公司

P8 金地集团与瑞银发起房地产基金首次募集完成

P8 摩卡世界获日本风投机构 200 万美元风险投资

P9 厚朴投资触角伸向自然资源 6000 万美元注资永晖焦煤

P9 西安航天基地新设立两支创投基金 总规模 51 亿元



聚成公司获近亿元投资

联想投资领投

< P7

“试点方案”讨论火热 QFLP 机制迅速升温

文 / 清科研究中心 林婉婷

作

为近期热点话题之一，一份关于外资参与人民币股权投资试点方案（简称“试点方案”）的文件目前已经过上海市政府相关部门与国家外汇管理局的多次讨论，有望率先“落户”上海浦东新区。在中国私募股权投资市场快速发展，人民币基金火热升温的背景之下，本土 LP 匮乏问题亟待解决，因此“试点方案”对于我国私募股权事业的发展具有深远意义。

人民币基金后发制人，LP 匮乏为发展瓶颈

在中国私募股权市场上，人民币基金募、投活跃，正走出一轮后发制人的市场行情。根据清科研究中心统计数据显示，在基金募资方面，2009 年共有 105 支人民币基金成功募集 122.95 亿美元，新募基金数和募资金额分别占总量的 84.7% 和 65.4%，首次在新募基金资本总量上占据市场主导地位；在投资方面，人民币基金共发生 328 起投资案例，涉及投资金额为 29.24 亿美元，活跃度首次超越外币基金。

但人民币基金募、投规模偏小仍是不争的事实。从新募基金平均募资金额

来看，2009 年人民币基金仅为外币基金的三分之一；从投资金额来看，人民币基金投资金额为 29.24 亿美元，同样仅有外币基金投资总额的三分之一。其中困扰人民币基金发展的主要原因就是资金来源单一，结构有待优化。现阶段，我国人民币基金 LP 主要是政府财政（政府引导基金）、全国社会保障基金和民营资本（民营企业 / 富有个人）。其中，政府资金往往行政色彩浓重，民营资本资金规模较小、持续性不足，而我国地方养老金、企业年金、商业银行、保险公司等拥有庞大资金存量和投资能力的大型机构投资者由于国家现行政策的制约尚未能参与到我国人民币基金的募集之中。由此可见，LP 匮乏是制约人民币基金发展的主要瓶颈，问题亟待解决。此次试点方案的出台，海外大型机构投资者的准入将是人民币基金下一轮发展大潮的助推器。

外资 PE 两大困扰或将“破冰”

由于我国外汇管制严格，因此造成外资 PE 在境内设立并募集人民币基金一直存在困扰，而试点方案的推出或有实质性突破。首先是美元汇兑问题，即 QFLP 投资境内人民币基金以及所投

基金本金及收益的汇出。由于此前受“142 号文”的限制，规定“外商投资企业资本金结汇所得人民币资金，应当在政府审批部门批准的经营范围范围内使用，除另有规定外，结汇所得人民币资金不得用于境内股权投资”。为此，当前境外资本参与人民币基金进行境内股权投资时存在颇多考虑。而目前来看，新试点方案在这一问题上有较大突破，并在境内投资收益与本金购汇成外汇并返还给境外投资人时，QFLP 制度将提供自由结汇的绿色通道。

其次是 QFLP 所投人民币基金的“国民待遇”问题，即所投人民币基金投资限制以及审批问题。按照商务部颁布的《外商投资创业投资企业管理办法》规定：“外资创投是指外国投资者或外国投资者与根据中国法律注册成立的公司、企业或者其他经济组织，在中国境内设立的以创业投资为经营活动的外商投资企业”。也就是说，基金资金来源中只要有来自外国投资者

本文章中涉及的私募股权基金（Private Equity Fund），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。

的资本，就可以认定为外资创投，将受外商投资审批程序和要求限制。关于外资 PE “国民待遇”问题，新试点方案有望明确获批 QFLP 设立人民币基金可享受本土基金待遇，仅对投资项目所处行业有所限制。然而，这一问题能否有实质性突破，目前还有待最终方案的证实。

缓解外资 PE 与美元 LP 的矛盾

随着人民币基金的快速发展，外资 PE 纷纷试水人民币基金。同时管理美元和人民币基金的 PE 机构有如“双栖动物”，若是红筹架构，人民币不能去海外投资的情况下用美元基金投资；若是在限制性的行业，只允许人民币投资的情况下，用人民币基金操作，操作较为灵活。但在出现被投公司不要美金只

愿要人民币的情况时，GP 则要多方权衡，考虑美元 LP 的利益需求。

尽管目前 GP 的有相应的处理方法，如将投资分析记录如实呈献给美元 LP，或将人民币基金部分收益补偿美元 LP 等，但个中矛盾依然存在。若试点方案能够顺利实施，QFLP 制度将为外资 LP 打通绿色通道，为其参与境内人民币基金提供极大便利，也将有效缓解 GP 与美元 LP 之间的矛盾。

上海率先打造外资 PE 天堂

在发展外资 PE 方面，上海一直走在全国前列。在建设“国际金融中心”发展战略确定以后，鼓励股权投资在沪发展的推动工作也逐步进入正轨。为吸引股权投资机构落户，上海比照国际金融机构奖励政策而出台了一系列的税收、补贴、现金奖励、人才吸引等办法，同时，黄浦、杨浦、徐汇等区也纷纷出台了区域性的激励措施，筑巢引凤。此外，上海也十分注重结合地区特点，在吸引外资投资机构发展上大做文章，有针对性地出台了鼓励外国投资者在浦东新区设立外商投资股权投资管理企业的相关办法，在吸引海外投资机构落户上形成自己的特色。

早在 2009 年 8 月份，上海市金融办就曾建议采取 QFII 的模式解决外资 PE 入股人民币基金的方式，上海市和国家

外管局等有关部门也多次商讨，外资基金管理公司结汇后的资本金可以用于自己发起的人民币基金。而此次出台的试点办法中不仅解决了外资 GP 入股人民币股权投资基金的问题，还将解决其他外资 LP 参与人民币股权投资基金设立的问题，这意味着上海浦东新区将成为吸引外资 PE 参与设立人民币基金的热土。

同享“国民待遇”本土外资 PE 同台竞技

对于本土外资 PE 的竞争格局，据清科研究中心数据显示：在管理资本量上，截止到 2009 年末，外资 PE 仍较本土 PE 有较大优势；在新募基金情况上，2009 年本土 PE 较外资 PE 在新募基金数和新募资本量上均领先，这一现象的出现一定程度上源于外资 PE 募集人民币基金的尴尬局面；在投资方面，2009 年，本土 PE 在投资案例数上领先，而在投资总额方面略逊于外资 PE。

以上情况显示，尽管本土 PE 发展迅速，但外资 PE 仍占据境内私募股权投资市场的主要地位，而在 QFLP 试点方案推出后，对于外资 PE 无疑是重大利好，对于本土 PE 也会造成竞争压力。本土 PE 近年来在品牌、专业性等方面也有较大提升，凭借其对国内环境的熟悉仍占据一定优势。对于日后本土和外资 PE 的竞争，将更多的取决于各自的业绩、口碑以及专业性等因素。■

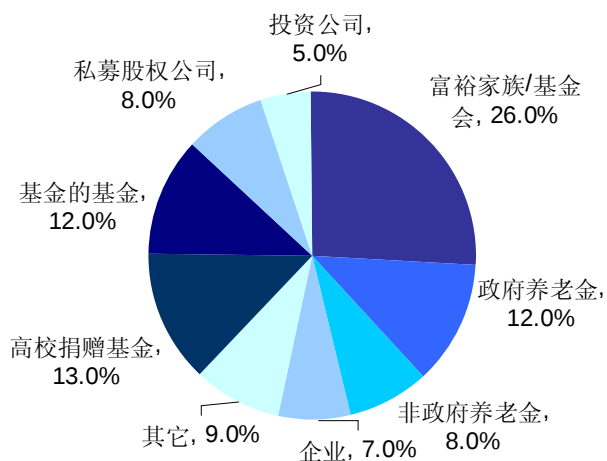


国内基金会参与私募股权投资浅谈

文 / 清科研究中心 钱洋

国外有限合伙人 (LP) 历经了半个多世纪的发展, 已经进入成熟期, 对于我国发展壮大本土 LP 具有重要的借鉴意义。参照国际标准 LP 主要包括以下几大类别: ① 养老基金: 包括公共养老基金、公司养老基金、工会养老基金 ② 国家主权财富基金 ③ 银行和金融服务机构 ④ 保险公司 ⑤ 资产管理公司 / 组合基金 ⑥ 高校捐赠基金 ⑦ 富裕家族 ⑧ 基金会等; 而根据研究机构 Prequin 调研数据显示, 2009 年美国太平洋地区的近 300 家 LP 当中富裕家族 / 基金会占比最大。

图 1 2009 年美国太平洋地区 LP 种类分布



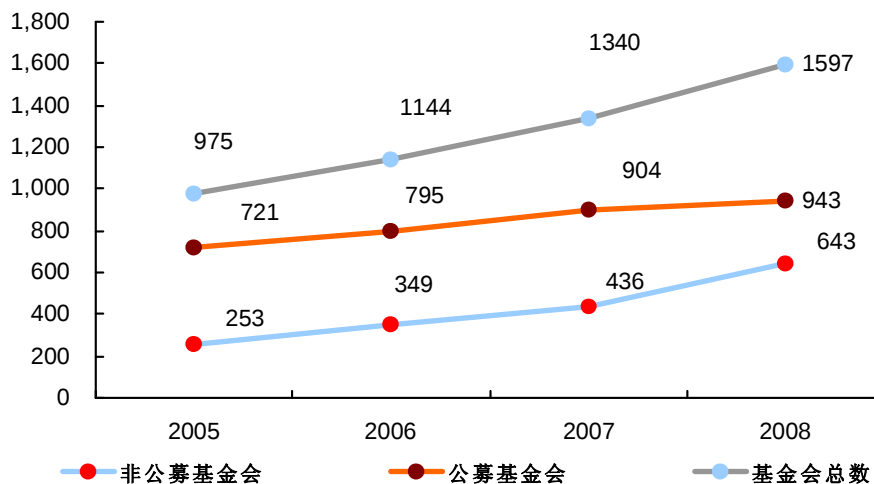
资料来源: Prequin

相比之下, 国内基金会参与私募股权投资的事件却鲜有发生。随着我国多层次资本市场的不断建设与完善, 越来越多的社会资本已逐步获得参与直接股权投资的许可。例如, 国家社保基金、商业银行、证券公司、信托公司和民营企业等都已积极地投身于私募股权投资的尝试之中。所以未来基金会将如何参与私募股权投资自然成为了业内较为关注的话题。

非公募基金会比公募基金会更适合私募股权投资

中国现代意义上的基金会成立于上世纪八十年代。当时无论在资金来源、财产管理、项目运作还是自身建设上都极大地依赖于政府的支持。进入二十一世纪以来, 社会经济快速发展, 政府管辖的公共领域逐渐放开, 同时社会财富充沛, 民间资源介入公共领域的积极性高涨。尤其是 2004 年《基金会

图 2 2005-2008 各年度基金会数量情况比较

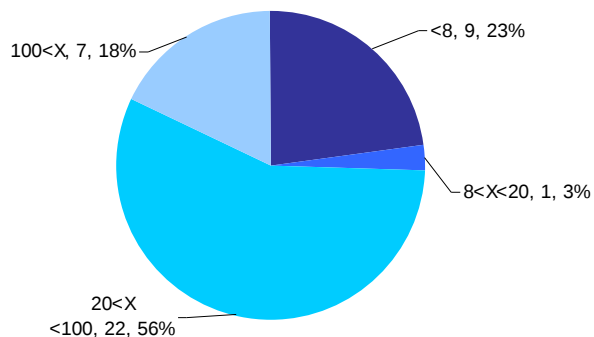


资料来源: 民政部

管理条例》的出台, 点燃了更多人投身慈善事业的愿望。新《条例》鼓励私人成立基金会, 引导公民自愿把部分财产用于扶贫、支教、环保、社区建设、艾滋病防治、弱势群体保护等公益事业, 参与公共服务领域。

严格意义上讲, 基金会是指利用自然人、法人或者其他组织捐赠的财产, 以从事公益事业为目的, 按照《条例》规定成立的非营利性法人。如果按募捐方式的不同, 基金会分为面向公众募捐的公募基金会和不得面向公众募捐的非公募基金会。

图 3 2008 年全国性非公募基金会注册资金规模(百万元)

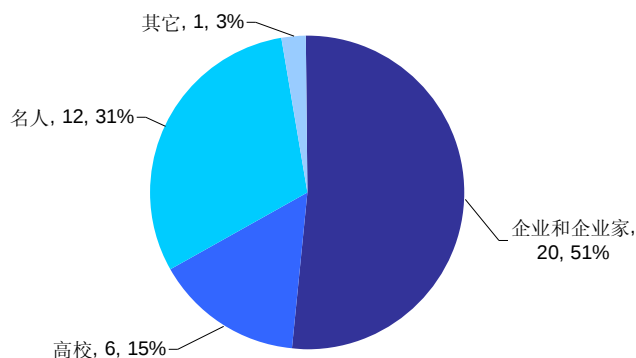


资料来源:民政部

与公募基金相比,非公募基金更适合参与私募股权投资。原因有三:①非公募基金会是独立法人,在人事、财务、决策等方面不依附任何个人和组织,所以在资产管理方面自主性较高,运作灵活;②公募基金会每年要确保支出不低于上一年总收入的 **70.0%**,很少有剩余资金能用来增值,而非公募基金压力则较小,每年支出不低于上一年基金余额的 **8.0%**即可,在投资管理方面更具优势。③非公募基金会的创办者很多是商业机构的成功人士,相对容易接受采取私募股权投资进行资产配置的投资理念。

民政部数据显示,截止到 **2008** 年底,中国基金会总数达到了 **1597** 家,其中非公募基金会 **643** 家,而这 **643** 家当中有 **39** 家属于全国性非公募基金会。在这些全国性非公募基金会当中,原始资金规模在两千万元以上的占比 **82.0%**。在非公募基金会发起单位当

图 4 2008 年全国性非公募基金会创办者分类



资料来源:民政部

中,企业或者企业家逐年增加,已成为数量最多的基金会设立群体。

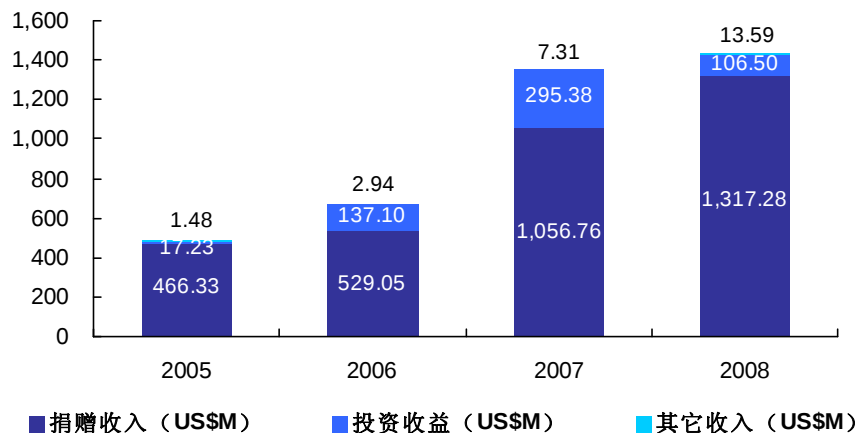
非公募基金会保值增值方式单一,参与私募股权投资未受限制

近年来,参与投资已成为众多基金会保值增值的普遍做法。现行的《条例》规定基金会保值增值须遵循“合法、安全、有效”的原则,但未就具体投资方式做出详细限定,即基金会参与私募股权投资并未受到政府监管部门的限制。

但是,资金的安全性是基金会正常运营的首要前提。据了解,目前参与长期或短期投资的非公募基金会多以大型基金会为主,有一些是委托给投资公司理财,也有少量是自己设立专门的投资部门进行管理。例如友成基金会于成立之后设立了北京友成资产管理有限公司。但无论投资方式如何,可以肯定的是目前基金会的投资收益总体占比很小,尚无法抵消全年运营开支。

民政部数据还显示,在全国性非公募基金会当中,高校捐赠基金会在资产管理方面做得最好,其投资收益总额在 **2008** 年达到了 **1.03** 亿元,占 **39** 家全国性非公募基金会投资收益总额的 **97.4%**。而企业或企业家设立的基金会在投资收益上不及高校教育基金会,但优于名人参与设立的基金会。

图 5 2005-2008 各年度全国性非公募基金会收入情况比较



资料来源:民政部

基金会参与投资私募股权基金的益处良多

私募股权基金，是指以非公开的方式向少数机构投资者或个人募集资金，从而向未上市企业（包括处于种子期、初创期、扩张期、成熟期阶段的企业）进行权益投资，最终通过被投资企业上市、并购或管理层回购等方式退出获利的一类投资基金。作为私募股权基金的机构投资者，基金会得到的益处主要体现在以下三个方面：

首先，私募股权基金可以满足基金会长期性投资的需求。基金会的资金是一种长期性资金，需要保持稳定的现金流，保值增值和反通货膨胀的压力较大。而私募股权基金就是一种长期性投资产品，通常需要 **7** 到 **10** 年的锁定期。

其次，私募股权基金有成熟的安全性保障。资金安全是基金会投资的最基本原则。投资的亏损将会影响基金会正常的运作。因此，在基金会投资时，必须采取严格的监管措施，保证投资的安全性。私募股权基金的一大优势在于其明确了基金的约束和激励机制，基金管理人与投资者利益一致，最大限度地激发了基金管理人的积极性和责任感，提高了投资的安全性。

最后，私募股权基金具有良好的收益性，尤其对于尚未建立稳定捐赠渠道，资金来源得不到保障的基金会来说，投资私募股权基金不乏是一种增强资金延续性的选择。在欧美市场当中，基金管理人除了获得管理费之外，还会获

得投资分红。在这种激励机制下，基金管理人有很强的动力去追求最大利润。从美国私募股权基金的历史表现可以看出，私募股权基金在过去 **20** 年中的年度平均收益率均高于纳斯达克指数和标准普尔 **500** 指数，也高于债券工具的收益率，符合基金会增值的要求。

非公募基金会参与私募股权投资面临多重阻碍

就非公募基金会来说，其内部治理仍存在着诸多问题，自身发展能力还非常欠缺。很多非公募基金会的管理者对非公募基金会的具体运作方式了解得都不够深入。例如，不少非公募基金会并没有按照相关规定来遵守理事会议事规则，理事会随意在限定范围之外行使权利，导致基金会内部投资委员会的权限范围模糊，为资产管理埋下隐患。

其次，非公募基金会管理资本量规模甚小，很多都不满足作为机构投资人的最低承诺金要求。尤其对于市场上优秀的私募股权基金来说，小规模的投资很难参与其中。根据民政部 **2008** 年的数据，按照 **200.00** 万人民币注册资金的要求，我们保守推算 **643** 家非公募基金会的资本量大致为 **19.88** 亿元人民币。根据国际惯例 **10.0%** 的私募股权资产配置比例计算，非公募基金会的可用投资额仅有 **1.99** 亿元人民币。相较于清科研究中心公布的 **2009** 年中国私募股权市场 **188.14** 亿美元的募资额来说，这实在相差甚远。

另外，非公募基金在投资收益上得不到税

收优惠。去年年末，财政部和国家税务总局发布了《关于非营利组织企业所得税免税收入问题的通知》。《通知》不仅对非营利组织从事包括投资在内的营利活动取得的收入不可以获得免税待遇做出了规定，还对非营利组织的其他收入进行了限制性规定。这对于那些依靠投资增值来填补支出的非公募基金会来说，无疑是严重的打击。

最后，专业化程度较低同样限制了非公募基金会参与私募股权投资的发展，专业的基金会管理机制和运营人才的培养仍需要提高。目前市场上不但很少看到拥有独立投资管理委员会的非公募基金会，更难找到对基金会运作和投资管理两个领域都有深入了解的团队。内部队伍的整体素质发展不够均衡，尤其缺乏对金融产业有深入了解的人才。■



2010 第五届中国创业投资暨私募股权投资 硅谷论坛

The 5th China Venture Capital
& Private Equity Forum @ Silicon Valley 2010

时间：2010年5月4日 地点：美国硅谷皇冠大酒店

主要演讲嘉宾：



Michael Moritz
红杉资本
合伙人



Jim Breyer
Accel Partner
执行合伙人



Tim Draper
德丰杰基金
董事总经理



熊晓鸽
IDG资本
创始合伙人



Dixon Doll
DCM
联合创始人
董事合伙人



倪正东
清科集团
创始人、CEO兼总裁

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

