

“试点方案”讨论火热 QFLP 机制迅速升温

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将有实质性突破。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。

本文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。

关于清科研究中心

清科研究中心于 2001 年创立，致力于为大中华区的创业投资及私募股权基金、政府机关、中介机构、创业企业提供专业的研究报告和各种行业定制研究。研究范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购以及 TMT、传统行业、清洁科技、生技健康等行业市场研究。目前，清科研究中心已成为中国最专业权威的研究机构。

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_16650

