



清科观察：基金募集四大渠道生变 提防“非法集资”红线

2013-02-21 清科研究中心 张国兴

进入 2012 年以来，“募资难”成为了 VC/PE 机构不得不面临的现实。一方面 GP“求资若渴”，另一方面手握重金的 LP 却日趋谨慎，因此在这种背景下，如何建立起一个有效地募资渠道便成为了 GP、LP 共同关心的话题。目前，我国 GP 进行募资的渠道主要有通过 FOFs 募集、通过私人银行募集、通过第三方理财机构募集以及通过信托渠道募集四种。一直以来，私人银行渠道一家独大，但是随着监管当局的政策出台，渠道格局也相应地发生了巨大变化。此外，由于 VC/PE 基金属于私募性质，因此在募集过程中须警惕“非法集资”问题。渠道变化将会给基金募集带来什么样的变化，基金应如何调整募集策略，典型的基金募集策略究竟如何，我们将在《2013 年中国创业投资暨私募股权市场人民币基金募资策略研究秘笈》中进行详细分析。

FOFs：资金募集的理想渠道

随着单个投资者出资门槛的不断提升，FOFs 便成为了富有家族及个人 LP 参与 VC/PE 投资的新方式，同时对于 VC/PE 投资不熟悉或者希望分散风险的机构 LP 来说，FOFs 是一个不错的选择。

具体来说，FOFs 投资方向主要有三种，最主要的投资方式是选择 VC/PE 基金组合进行投资，然后通过退出所投资基金实现盈利；不过随着 FOFs 的不断发展，在投资 VC/PE 基金之外，不少 FOFs 也开始涉及直接投资和二级市场投资。同直接投资 VC/PE 基金比起来，FOFs 主要有以下几点优势：

- （1）分散风险：FOFs 会把所募集的资金分散投资到由若干个 VC/PE 基金所构成的组合中，避免了中把风险押在某一基金管理人身上的风险。
- （2）更为专业的管理：FOFs 通常拥有 VC/PE 投资方面全面的知识、人脉和资源来现实对这些领域的投资。在对 VC/PE 基金进行投资时，FOFs 要比其他投资者更有可能做出正确的投资决策。
- （3）更好的投资机会：一般的投资者难以获得出色 VC/PE 的投资机会，而 FOFs 是 VC/PE 基金的专业投资者，通常与基金管理者都保持了良好的长期关系，因此有更多机会投资出色的 VC/PE 基金。
- （4）更强的议价能力：作为机构投资者，FOFs 具有更强的谈价议价能力，因此可以进入一些具备门槛的投资领域，进而也可以获取更有利的投资条款。

然而，作为基金的管理者，FOFs 对于投资者来说也有一定的劣势，即投资者需要向 FOFs 的管理者缴纳一定的管理费用；同时，投资者还需要向 FOFs 所投资的 VC/PE 基金管理人缴纳管理费用，导致双重收费。

商业银行私人银行部门：渠道突遭监管当局限制



银行中的私人银行部门由于先天优势，掌握着位数众多的高净值客户和中小企业客户资源，是在中国境内募集人民币基金的重要 LP 群体之一。2009 年 7 月，银监会发布《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》，其中明确规定“银行理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的证券投资基金，也不得投资于未上市企业股权和上市公司非公开发行或交易的股份”，但银监会对商业银行通过“私人银行部”向其高净值客户提供此类产品并没有限制。因此目前 VC/PE 基金在和银行合作方面多通过私人银行部门来实现募集。

一般来说，我国私人银行帮 VC/PE 机构募集资金，只对 VC/PE 机构收费，不对客户收取任何费用。对 VC/PE 机构有几项：募资费、管理费、托管费等服务费用，以及后期参与收益分成。普遍情况下，银行前端费用总计会收取募资金额的 2%-3%，后端收益成分有的银行会收一部分。前端费用收取多少、后端是否有收益分成与银行自身的情况以及 PE 情况有关。如招商银行私人银行为 VC/PE 机构募资一般收取管理费和收益分成。管理费收取一般不会超过 1%，通常在 0.5%-1%；收益分成的比例一般不会超过 20%。

此外，银行还可以为 VC/PE 机构提供募资以外的附加服务。如银行可以利用自身网络资源，通过与各地项目企业的业务往来建立一个“股权投资项目库”，在为 VC/PE 机构募资的同时，也提供托管、项目推荐等综合服务，与 VC/PE 机构形成良好的业务互补。

然而，2013 年 1 月 14 日，银监会召开年度工作会议，会议明确禁止银行销售 VC/PE 基金产品。这一消息对于 VC/PE 机构来说，将会严重影响本来就已经处于困境的募资市场。据清科研究中心数据显示，尽管 LP 市场机构化趋势日渐明显，但是散户 LP 仍然是 LP 市场的重要组成部分，散户 LP 数量占 LP 市场总数量的五成。大部分 VC/PE 基金均通过银行渠道来发掘 LP 资源，如德同、九鼎、赛富、普凯等都与银行渠道有着密切的合作关系，一旦银行渠道关闭，那么视散户 LP 资金为重要资金来源的 VC/PE 机构将考虑建立自身的销售渠道进行募资，目前九鼎、鼎晖等机构均已开设第三方理财机构进行募资。

第三方理财机构：尚处于发展的初级阶段

第三方理财是指那些独立的中介理财机构，它们不代表银行、保险等金融机构，却能够独立地分析客户的财务状况和理财需求，判断所需投资工具，提供综合性的理财规划服务。独立的第三方理财机构，通常会先对客户的基本情况有所了解，包括的资产状况，投资偏好和财富目标，然后根据具体情况为客户定制财富管理策略，提供理财产品，实现客户的财富目标。

第三方理财公司帮助 VC/PE 基金募资，并不涉及发行产品，而是以第三方的角度独立于 LP 和 GP 之间，利用自身的专业优势和对 LP 自身情况的了解，有针对性的向 LP 推荐适合投资的 VC/PE 基金。第三方理财公司收费模式不尽相同，以诺亚财富为例，发行 VC/PE 基金采取“1+1”的收费模式，即募集开始时按募集额度收取 1% 的募集费，在基金存续期内，分享 GP 管理费的一半，即基金募集额度的 1%。

随着银行募资渠道的封闭，清科研究中心预计，第三方理财机构将成为 VC/PE 基金重点关注的合作伙伴，特别是一些大型第三方理财机构。如诺亚财富，参与 VC/PE 基金募集时间较长，投资者认可度也较



高。但是第三方理财机构缺乏相关监管，而且其对 VC/PE 产品的风险识别能力也低于银行，存在一定的风险隐患。

信托公司：股东法律地位尚待确认

随着人民币基金在中国的快速发展，以信托平台作为VC/PE基金融资的途径越来越受到市场关注。早在 2007 年中国银监会下发的《信托公司管理办法》中就明确指出优先支持信托公司开展私人股权投资信托、资产证券化等创新类业务。2008 年 6 月，中国银监会颁布了《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》，对信托公司私人股权投资业务进一步规范。2009 年 1 月，中国银监会出台的《关于调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》在信托投资业务方面，对集合信托贷款、私人股权投资、房地产信托等多个方面均有所放宽；根据相关原则，积极推动信托公司开展如房地产信托投资基金、资产支持信托等直接融资型创新业务。

VC/PE 基金通过信托渠道募集方式较为简单，即信托公司成立信托计划，吸引信托客户投资，随后将整个信托计划作为 LP 加入到委托信托公司募资的 VC/PE 基金中，由 GP 统一管理。

然而，2011 年，发改委发布了《关于促进股权投资企业规范发展的通知》，《通知》中明确指出：“投资者为集合资金信托、合伙企业等非法人机构的，应打通核查最终的自然人和法人机构是否为合格投资者，并打通计算投资者总数”。因此通过信托渠道进行募集资金时要注意此项规定。例如春华资本就于 2011 年通过平安信托开展了伞状信托募资，利用平安信托母信托下设 7 个子信托的方式成功募集了 30 亿元人民币，一度引起了相关监管部门的注意。

总之，VC/PE 基金通过不同渠道进行募资都需要面临不同的问题，如通过 FOFs 渠道募资，虽然 FOFs 作为机构投资者，无论是其投资理念还是投资周期都相对符合 VC/PE 基金要求，但是目前国内 FOFs 尚处于发展初期，有待于进一步发展，而通过第三方渠道等虽然更节约时间，但是渠道费用较高。

表 1 不同融资渠道特点总结

募资渠道	渠道优势	渠道劣势
FOFs	1. 降低 LP 特别是中小型投资者投资优质 VC/PE 准入门槛； 2. 投资组合多样化，有效降低投资风险； 3. 专业化团队管理。	1.LP 需同时向 FOFs 及 VC/PE 机构支付管理费用及利润分成，降低了投资回报； 2. 中国市场中的 FOFs 以外资为主，人民币 FOFs 仍处于起步初期，通过 FOFs 投资于人民币基金尚处于探索阶段。
商业银行 私人银行部	1. 有效集合高净值客户资金，降低 LP 投资 VC/PE 准入门槛； 2. 除提供募资渠道外，商业银行可同时提供基金托管、项目推荐、投贷联动等一条龙服务； 3. 具有严格的监管体系； 4.募集速度很快，通常一到三个月即可募集结束。	1.LP 和 VC/PE 投资机构均需向私人银行支付一定比例的募集费用，该渠道起步较晚，收费机制尚未成熟； 2. 收费相对较高，甚至有的部分私人银行提出要分享基金的投资收益。



第三方理财机构	1. 有效、快速集合民间资本； 2. VC/PE 机构节省人员及时间成本。	1. LP 和 VC/PE 投资机构均需向第三方理财机构支付一定比例的募集费用； 2. 收费相对较高，甚至部分第三方理财机构提出要分享基金的投资收益。
信托机构	1. 有效、快速集合民间资本； 2. VC/PE 机构节省人员及时间成本； 3. 具有严格的监管体系。	1. LP 需向信托公司和 VC/PE 机构支付管理费用和利润分成，降低了投资回报； 2. 信托计划作为上市公司股东法律地位尚未建立，IPO 上市渠道仍不畅通。

资料来源：清科研究中心 2013.02

www.zdbchina.com

募资过程需合规 警惕“非法集资”红线

在募资过程中，GP 还需要避免陷入非法集资。非法集资是指单位或者个人未依照法定的程序经有关部门批准，以发行股票、债券、彩票、投资基金证券或者其他债权凭证的方式向社会公众筹集资金，并承诺在一定期限内以货币、实物及其他利益等方式向出资人还本付息给予回报的行为。

目前，随着创业投资暨私募股权市场的整体趋冷，不少中小型 VC/PE 基金募资面临着越来越大的困境。其中部分基金为了尽快实现募资或其他非法目的，在募资过程中承诺向投资者保证一定的投资收益，以吸引投资者的资金，如高额返利、回报期短、不限投资额等诱人政策都是常用的手法。除了上述较为明显的非法集资方式，目前部分正规基金在募资过程中也存在一些争议性的行为，比如有基金通过群发短信的方式向潜在 LP 进行募资宣传，还有通过投资者见面会或沟通会进行募资宣传也属于较为普遍的存在，这些行为都会或多或少的触碰到非法集资的红线。

根据《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》的规定，非法集资的构成条件主要有以下四条，违反其中之一的話，就会被认为踩了非法集资的红线：

- （一）未经有关部门依法批准或者借用合法经营的形式吸收资金；
- （二）通过媒体、推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣传；
- （三）承诺在一定期限内以货币、实物、股权等方式还本付息或者给付回报；
- （四）向社会公众即社会不特定对象筹集资金。

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_15683

