

2010

中国LP市场现状剖析及投资渠道 专题研究报告

中国LP市场现状剖析及投资渠道专题研究报告

目 录

专题研究

	中国LP市场现状剖析及投资渠道专题研究
1	1.1 海外LP市场及投资渠道分析
1	1.1.1 海外LP市场发展历程
2	1.1.2 海外LP市场现状及投资渠道分析
4	1.2 中国LP市场剖析
4	1.2.1 中国LP市场概述
6	1.2.2 中国LP市场政策环境分析
7	1.2.3 中国LP架构剖析
16	1.3 人民币基金募集渠道解析
16	1.3.1 人民币基金募投退现状
18	1.3.2 主要渠道分析
26	1.4 案例分析
26	1.4.1 典型渠道一- Asia Alternatives Management LLC融资案例分析
27	1.4.2 典型渠道二-民生银行融资案例分析
30	1.4.3 典型渠道三-诺亚财富融资案例分析
32	1.5 问题及建议
32	1.5.1 问题
33	1.5.2 建议

发行人

创办人暨首席执行官 倪正东

报告撰写

分析师 段宁宁 林婉婷

版面设计

美术编辑 赵妍

研究联系

86-10-84580476 转 8073
xinghuafu@zero2ipo.com.cn

销售联系

86-10-84580478 转 8070
zhangjiayuan@zero2ipo.com.cn



图 目 录

图1.1.2.1	2009年不同类型另类投资占机构投资者资产比重	2
图1.1.2.2	2010年美国太平洋沿岸地区LP类型分布	3
图1.3.1.1	2007-2010Q2中国VC/PE市场人民币和外币基金募集情况对比	17
图1.3.1.2	2007-2010Q2中国VC/PE市场人民币和外币投资情况对比	17
图1.3.1.3	2007-2010Q2中国VC/PE市场境内和境外IPO退出情况对比	18
图1.3.2.1	VC/PE基金募集渠道	19
图1.3.2.1.1	VC/PE基金募集流程图	19
图1.3.3.2.1	PEFOF运作模式及利益分成	21
图1.3.2.3.1.1	信托型PE运作流程	22
图1.3.2.3.2.1	“银信结合”理财产品模式	24
图1.3.2.3.2.2	私人银行部“代销”模式	25
图1.4.2.1	民生银行私人银行部与VC/PE合作流程图	28
图1.4.3.1	诺亚与达晨创投合作流程图	31

表 目 录

表1.2.1.1	中国部分/潜在本土LP现状及发展趋势分析	4
表1.2.3.1	中国部分/潜在本土LP参与人民币私募股权基金投资相关政策	6
表1.2.3.1.1	社保基金与VC/PE合作情况	7
表1.2.3.2.1	部分进入中国市场的外资PEFOF	8
表1.2.3.3.1	我国典型政府引导基金运作情况一览	10
表1.2.3.4.1	沪深上市公司（部分）参股创投机构情况	12
表1.2.3.5.3.1	券商直投子公司（部分）名单和注册资本金	15
表1.3.2.3.1.2	部分信托型PE产品一览表	23
表1.3.2.3.2.1	银信类PE产品一览表	24

中国LP市场现状剖析及投资渠道专题研究报告

目前我国创投及私募股权行业正迎来新的发展契机，从京津沪等地争相优化私募股权投资政策环境、2009年10月创业板开板，到国内LP群体迅速扩军、本土品牌GP相继涌现，诸多因素都成为创投及私募股权在中国快速发展的催化剂。人民币基金的蓬勃发展成为这一阶段的亮点，“本土募集、本土投资、本土退出”的便捷投资循环机制有望成为我国VC/PE市场的主导模式。值此之际，一方面，众多VC/PE投资机构希望设立人民币基金，资金短缺成为发展瓶颈；另一方面，海外大型机构投资者、国内银行保险机构、高净值人群等潜在人民币基金投资人群体手握巨资，但缺乏合适的投资渠道。投融资渠道的对接不畅问题成为当前中国VC/PE市场发展的重要制约因素。因此，有效搭建GP与LP之间的沟通渠道是提高VC/PE机构的基金募集效率、实现投融资各方共赢的必要途径。

创投及私募股权基金的资金来源对整个基金的募集至关重要。新设立的基金能否得到LP的认可并承诺向其注资，直接影响到该支基金募集工作的成败。故分析中国LP市场的现状以及发展趋势、解读我国人民币基金募集现状非常必要。从当前VC/PE市场发展情况来看，外资LP投资人民币基金仍受到我国相关部门的严格管控，现阶段尚不能进行规模化投资，本土LP虽然尚未发展成熟但已处于快速成长中。

本专题将首先简要分析海外LP市场发展历程情况，然后着重对人民币基金LP市场的现状及发展趋势展开分析，并在此基础之上，对人民币基金的募集渠道进行详细剖析。

1.1 海外LP市场及投资渠道分析

近两年，我国本土LP市场发展迅速，但仍处于发展初期，存在相关政策法规缺位、资金来源过于单一、自身运营理念不成熟以及相关专业人才储备匮乏等诸多问题。相比之下，国外LP市场历经了30余年的不断发展，已经进入“成年期”，因此，研究国外LP市场的起源与发展沿革及其投资渠道对于我国日后发展壮大本土LP群体具有重要的借鉴意义。

1.1.1 海外LP市场发展历程

美国早在上世纪40年代就已经出现了LP的雏形，但真正意义上的LP市场从兴起走向成熟还是在70年代后期。1974年，《员工退休所得保障法》（ERISA法案）得以通过，这个具有里程碑意义的事件使得大型机构投资者获得了更加广阔的投资自由度，从而促使更多的社会闲置资金能够进入私募股权投资市场。从1976年到1979年，仅私募股权基金从养老基金募集到的资本总量就从5百万美元增至5千万美元。在此期间，政府为了进一步促进私募股权投资市场的发展，除了对大型机构投资者投资私募股权基金开闸之外，在税收政策上也进行了有利于私募股权行业发展的调整，例如：资本利得税封顶由49.5%降到1981年的20.0%。

早期，股权投资活动一般是由富裕家族、企业财团和金融机构直接进行。但进入80年代以后，市场上的投资方式逐渐演变成由专业私募股权基金管理人（General Partner，简称“GP”）进行投资。这个转变得以实现的契机是有限合伙制（Limited Partnership）得到了投资人的广泛接受，这次组织形式上的创新应用对日后私募股权投资行业飞速发展起到了重要作用。

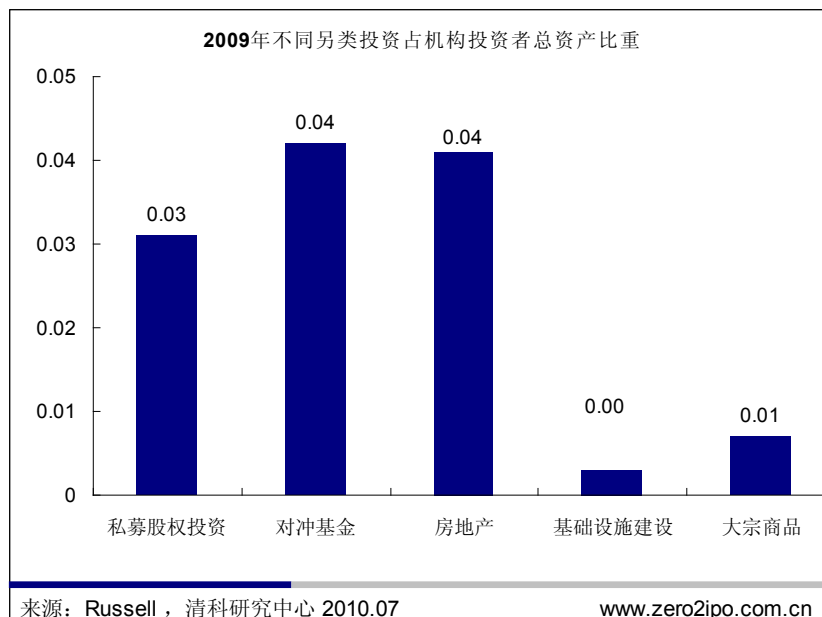
从20世纪末期开始，美国私募股权基金进入高速发展阶段，许多案例证明其可为投资者带来高额回报，因而私募股权基金受到了越来越多投资者的青睐，逐步成为广大投资者特别是大型机构投资者投资组合中重要的金融投资产品之一。

1.1.2 海外LP市场现状及投资渠道分析

私募股权投资属于另类投资（Alternative investment）的范畴。另类投资是指除了股票、债券、现金等传统投资之外的投资工具，主要包括私募股权投资基金、对冲基金、房地产、基础设施投资、大宗商品等。根据Russell另类投资调查报告（Russell Survey on Alternative Investing）的分类，另类投资LP主要包括：企业年金（Corporate pension）/固定供款计划(DC plan)、公共养老金(Public pension)、捐赠基金(Endowment & foundation)以及保险公司等(Insurance/other)。

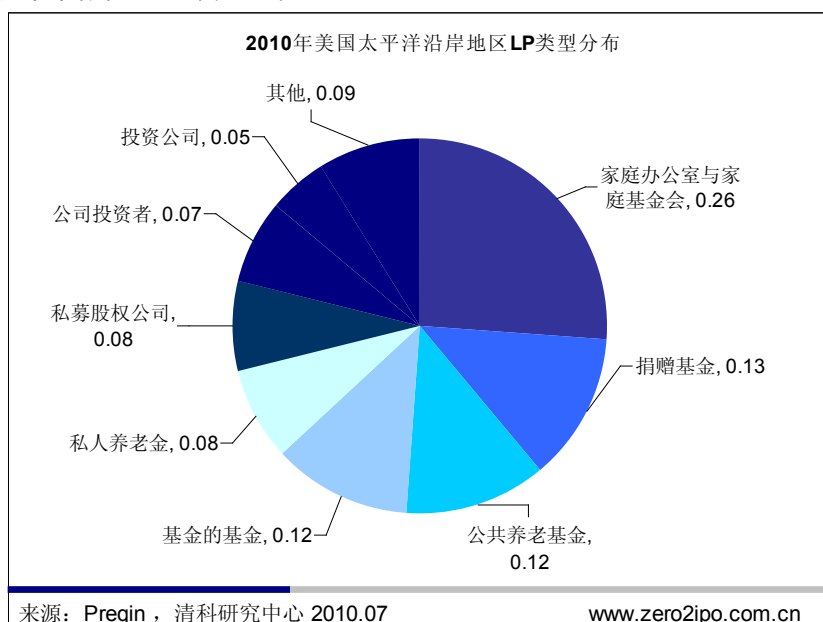
根据Russell数据，在金融危机影响下，2009年机构投资者另类投资占其总资产比例为14%，较之于2007年底24%的比重有较大幅度的降低。对另类投资内部进行细分，私募股权投资、对冲基金、房地产依然是LP最为青睐的三种类型，分别占另类投资比重的22%、32%、32%；大宗商品与房地产投资比重有所上升，分别占比5%及2%。总体而言，2009年PE占另类投资LP总资产的比重为3.1%。

图1.1.2.1 2009年不同类型另类投资占机构投资者资产比重



报告同样显示，北美地区一直是PE最为活跃的地区，自2001-2007年平均占被调查LP资产的6-8%。尽管2009年受危机影响该比例下降至4.3%，但依然远领先于欧洲、日本/亚洲、澳大利亚/新西兰等地区。Preqin 2010年对美国私募股权活动最为活跃的太平洋沿岸地区的LP情况进行的调查表明：家庭办公室^①与家庭基金会(Family Offices / Foundations)是该地区支持PE的主要LP群体，占到PE募资总额的26%；捐赠基金(Endowments)次之，占比13%；再次是公共养老基金(Public Pension Funds)和基金的基金(Fund of Fund Managers)，各自占12%的比重。

图1.1.2.2 2010年美国太平洋沿岸地区LP类型分布



不同类型的LP投资私募股权基金的方式各异，主要包括三种：一是直接投资于私募股权基金管理机构，这种方式适用于资源丰富的投资公司、商业银行等大型机构投资者；二是通过设立FOF进行间接投资，这种方式一般被教育机构、非金融类公司等追求平均收益的中小资产规模机构投资者所青睐；三是富裕个人通过家庭办公室与家庭基金会等方式投资于私募股权基金。

大型LP直接投资方式与中小LP通过FOF间接投资方式的优缺点恰好相互对立。直接投资于GP，可以发挥大型LP资金实力雄厚、金融资源丰富的优势，通过对优秀GP的挖掘获得超出行业平均水平的回报率，同时避免间接投资双重利润分配与管理费计提的高成本；但缺点是难以通过分散化投资规避风险，而且对LP的专业能力要求很高。通过投资FOF的间接投资方式一方面可以降低准入门槛，给予中小LP对资金规模要求高的PE进行投资的机会，而且对投资者的专业能力要求相对较低，另一方面可以对不同投资阶段、地区和策略的PE基金进行投资从而降低风险；缺点是往往只能获得平庸的回报，而且必须负担双倍的管理成本和利润分成。

注：^①家庭办公室是为富裕家庭其提供全面的家族资产管理综合服务的私人公司，公司的金融资本是富裕家庭的自有资产，通常经过代代积累。根据凯捷顾问公司和美林银行发布的《2008年全球财富报告》，富裕人士（家族）是指拥有100万美元以上金融资产之人士。

私募股权投资是家庭办公室代表富裕家庭资产管理的重要投资工具，沃顿商学院进行的调查显示，2007年美洲和欧洲的单一家族办公室在PE领域的资产配置比例分别为9%和12%。家庭办公室参与私募股权投资的方式分为直接投资创业企业和通过投资私募股权基金间接开展PE投资两种，并以后者为主。家庭办公室投资PE的方式一方面为富裕家庭拓展了投资渠道，另一方面为PE的LP群体扩容起到重要推动作用。通过投资GP进行间接投资作为家庭办公室投资PE的主要方式，在运作方式上与FOF比较类似，只不过投资者由富裕家庭组成。这一方式对投资者的专业要求相对较低，也能够比较好地分散风险。

1.2 中国LP市场剖析

1.2.1 中国LP市场概述

创投及私募股权投资是个“舶来品”，2005年前，外资VC/PE牢牢占据市场的主导地位。如今，进入后金融危机时代，中国成为当之无愧的投资热土。与欧美各国经济延续低速增长相比，中国经济始终保持平稳较快发展，2010年第一季度GDP同比增幅更高达11.9%。加之中国企业的较高成长性以及中国市场高市盈率退出的回报，无不吸引着全球LP的眼球。特别是近期中央及各级政府新政频出，逐步打开外资在境内投资领域、方式、币种、退出机制等各方面，表明中国政府对待外资投资基金的态度正在逐步放开，势必吸引更对外资LP进入中国VC/PE市场。

与国外LP相比，中国本土LP市场发展还处于初级阶段，在过去的几年中，很多机构都在“摸着石头”往前走。中国曾用10年时间建立起了初具规模的创投及私募股权投资市场。近年来，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。目前，社保基金已向6家VC/PE抛出橄榄枝；政府引导基金遍地开花，运作逐渐成熟；商业银行、证券公司、信托公司和商业保险公司等金融机构都已经积极地投身于直接股权投资的试点工作之中；民间资本蠢蠢欲动，跻身本土LP重要行列；相信随着国内股权投资环境的不断改善，像地方养老金和企业年金等社会资本今后总会有一部分可用于直接股权投资。

以上提及的诸多大型机构投资者都是中国本土LP梯队重要的潜在群体。依据我国创投及私募股权投资领域的发展现状，参照国际LP投资于私募股权基金的平均比例，现将我国部分/潜在本土LP的发展现状以及特点总结归纳如下。（见表1.2.1.1）

表1.2.1.1 中国部分/潜在本土LP现状及发展趋势分析

主体名称	投资目的	管理资产总额	可/潜在投入PE基金资本量	部分投资案例	未来发展
全国社会保障基金	盈利，但遵循审慎投资原则	7765亿元	1000亿元	·2004年投资中比基金。	已获得投资PE基金的许可，将成为人民币PE基金主要资金来源。
				·2006年向渤海产业基金投资10亿元。	
				·2008年分别对鼎晖、弘毅人民币基金投资20亿元。	
				·2010年共对中信产业基金、IDG资本人民币基金投资32亿元。	

续下页表

接上页表

主体名称	投资目的	管理资产总额	可/潜在投入PE基金资本量	部分投资案例	未来发展
FOF	盈利	上千亿元	上千亿元	磐石基金已投中国市场上的VC/PE机构包括KKR亚洲、霸菱亚洲投资基金、弘毅投资、TPG新桥、德同资本、兰馨亚洲等	本土市场化FOF有望快速崛起
政府引导基金	政策性目标：促进高科技产业发展	上千亿元	上千亿元	·截止到2009年1月上海浦东新区创业投资引导基金已经与德丰杰龙脉、戈壁、百奥维达等十一家知名创投机构达成合作协议，引导基金出资6.25亿元人民币，带动设立了总规模超过109亿人民币的创投基金。	逐步淡化或者转变为类似美国SBA模式。
商业银行	盈利	57.6万亿元	·将来政策一旦放开，参照国际机构投资者平均投入比例4%计算，我国商业银行潜在投资于PE基金的资本存量约2.5万亿元。	·国开行2004年投资中比基金。 ·国开行2006年向渤海产业基金投资10亿元。 ·国开行亦参与对中瑞基金、中国东盟基金、中意曼达林基金等国际合作基金的投资。 ·2009年4月，中国银行、国开行和中国建银投资有限责任公司等机构签署协议，成为广核产业基金一期的投资股东。首期募集金额为70亿人民币。	商业银行参与私募股权投资是大势所趋，并将在私募股权市场中扮演重要角色。
商业保险公司	盈利	4.4万亿	·将来政策一旦放开，参照国际机构投资者平均投入比例4%计算，我国商业保险公司潜在投资于PE基金的资本存量达3千多亿元。	暂无	同上
券商公司	盈利	1.7万亿元	·将来政策一旦放开，参照国际机构投资者平均投入比例4%计算，我国证券公司潜在投资于PE基金的资本存量达600多亿元。	截至2010年7月，已有29家券商获得券商直投业务试点资格，另外还有10家正在审批过程中。	已获准进行直接股权投资，但目前尚不能直接投资于PE基金。积极参与该领域投资，将为其带来新的利润增长点。
信托公司	盈利	2万亿元	·将来政策一旦放开，参照国际机构投资者平均投入比例4%计算，我国信托公	暂无	同上

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_16528

