

2015 年私募股权投资基金 LP 研究报告



引言

近 10 年来，随着国内政策环境和资本市场的逐步完善，中国私募股权投资市场蓬勃发展，机构投资人也随之兴起。除了海外主权基金、养老金、捐赠基金、家族基金以及保险、FOFs 等大型机构 LP 继续成为美元 VC/PE 重要出资人外，国内的全国社保基金、上市公司、引导基金以及保险等随着政策的放开，也快速崛起，正在逐渐成为人民币 VC/PE 的重要机构投资者。

从 VC/PE 的整体募资情况来看，虽然企业投资者和高净值个人依然为基金的重要出资人，但是 VC/PE 的募资正在快速向机构投资者倾斜。我们相信国内机构投资人在经过政策放开和前期的摸索试行之后，会随着市场的蓬勃发展而在 VC/PE 领域快速出资布局。而对海外机构投资者来说，面对新兴市场尤其是中国市场的崛起，需要思考如何更好地进行多元化全球资产配置。

“前景是美好的，道路是曲折的。”投中研究院在对 VC/PE 市场保持长期紧密关注中发现，在中国私募股权投资行业发展的过程中，信息不对称成为制约基金募集和发展的重要瓶颈。鉴于此，投中研究院秉承专业严谨的研究风格，拟对私募股权投资基金 LP 的历史沿革、发展现状、面临的问题以及投资逻辑进行探究，并出相应的研究报告，为 GP 募集资金和 LP 投资 GP 提供支持。

投中研究院
2015 年 10 月

目录

第一部分 中国 LP 调查统计分析	5
1. 2015 年中国本土 LP 市场综述	5
2. 2015 年中国本土 LP 调查发现	7
2.1 LP 投资态度	7
2.2 LP 投资理念	8
2.3 LP 投资回报	14
2.4 LP 群体发展	16
第二部分 中国本土 LP 分类解析	19
1. 全国社保基金	19
1.1 全国社保基金概述	19
1.2 社保基金的资产配置体系	20
1.3 社保基金投资 PE 概况	21
1.4 社保基金投资 PE 的特点	22
2. 保险资金	24
2.1 保险资金资产配置概述	24
2.2 险资投资 PE 政策不断放开	27
2.3 险资投资 PE 现状：小步慢行	29
2.4 险资投资 PE 趋势：前景美好，尝试中前行	32
3. 政府引导基金	33
3.1 政府引导基金概述	33
3.2 政府引导基金的投资方式	35
3.3 政府引导基金作为 LP 的优劣势分析	36
3.4 政府引导基金的发展判断	37
4. 上市公司	38
4.1 企业投资者投资策略的演变	38
4.2 “上市公司+PE”式产业基金的定义和分类	38
4.3 “上市公司+PE”式产业基金的发展概况	39
4.4 “上市公司+PE”式产业基金的发展判断	41

5. FOFs	43
5.1 FOFs 概述	43
5.2 FOFs 的特点	43
5.3 我国 FOFs 发展现状与未来发展趋势	44
6. 高校教育基金会	45
7. 通道业务（高净值个人）	46
7.1 高净值个人	46
7.2 通道业务迎来“大资管时代”	47
8. 新三板——募资中的新变量	48
第三部分 海外机构 LP 分类解析	50
1. 大学捐赠基金	50
1.1 耶鲁捐赠基金	51
1.2 哈佛捐赠基金	52
2. 养老金	55
2.1 加州公务员退休基金（CalPERS）	57
2.2 加州教师退休基金（CalSTRS）	59
3. 家族基金	61
3.1 迪特里希基金会	63
4. FOFs	64
4.1 Axiom Asia	65
4.2 鲲行投资（Asia Alternative）	66

第一部分 中国 LP 调查统计分析

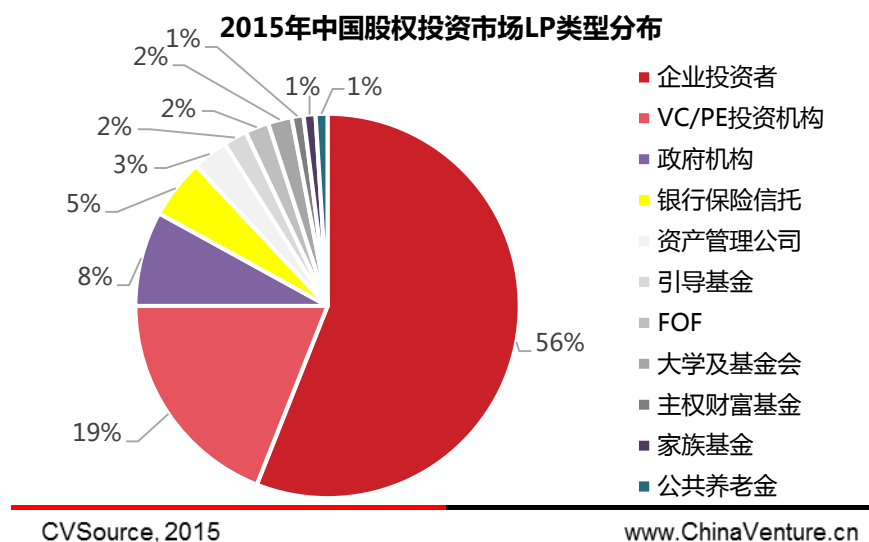
调查研究方法

在投中集团旗下金融数据产品 CVSource 掌握的大量 LP 信息资料基础上，本报告编写团队进行了大量问卷调研，调研对象是活跃于中国大陆市场、有投资记录的 LP。调研历时一个月，有效问卷回收率为 65% 左右。

1. 2015 年中国 LP 市场综述

截至 2015 年 6 月，投中集团旗下数据库 CVSource 共收录 7286 家 LP 数据，根据数据组成统计分析，企业投资者依然是目前创业投资及私募股权投资基金募资的主要来源（见图 1）。VC/PE 投资机构列第二位，政府机构为第三位。与 2014 年相比，2015 年中国 LP 市场企业投资者所占比例基本持平，由 55% 升至 56%。此外，VC/PE 投资机构、政府机构以及银行保险信托机构的占比也与 2014 年基本持平。

图 1：2015 年中国股权投资市场 LP 类型分布



在境内 LP 群体中，企业投资者占比达 62%，高于境外 LP 群体中企业投资者占比；排名第二的是 VC/PE 投资机构，占比达 19%；其后为政府机构，占比达 10%。境内 LP 类型分布情况与 2014 年相比，VC/PE 机构占比下降 3 个百分点，政府机构占比上升 1 个百分点，企业投资者依旧占据了大半的比例，而养老金、家族基金、保险、捐助基金等欧美市场成熟的机构投资者，在本土 LP 市场中占比依然较低，难成主流。

而在境外 LP 群体中，尽管企业投资者同样为数量最多的 LP 类型，但其占比仅有

26%，相比本土 LP 群体类型分布，该占比低 36 个百分点；相比之下，银行保险信托、FOF、公共养老金、资产管理公司等机构占比明显高于本土 LP，体现出了境外 LP 市场中机构投资者较为成熟的状态（见图 2、图 3）。

整体来看，通过对比 2014 年及 2015 年 LP 分布数据，中国 LP 市场不同类型参与主体数量占比基本趋于稳定，但其中显现出的中、外资 LP 类型差异明显。尽管在过去的几年间政府机构占比增加迅速并且市场上涌现出了一些新的合格机构投资者，但是从数量与占比来看，企业投资者依旧独占鳌头。

图 2：2015 年中国股权投资市场境内 LP 类型分布

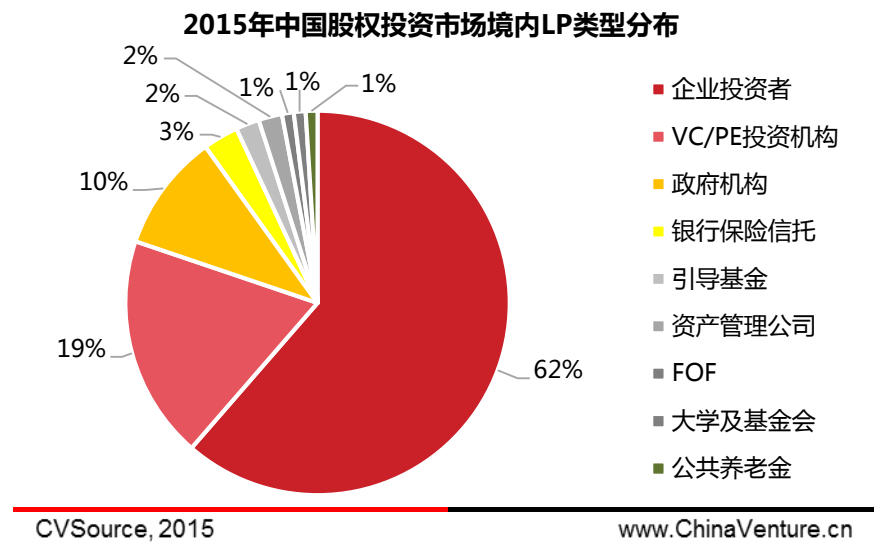
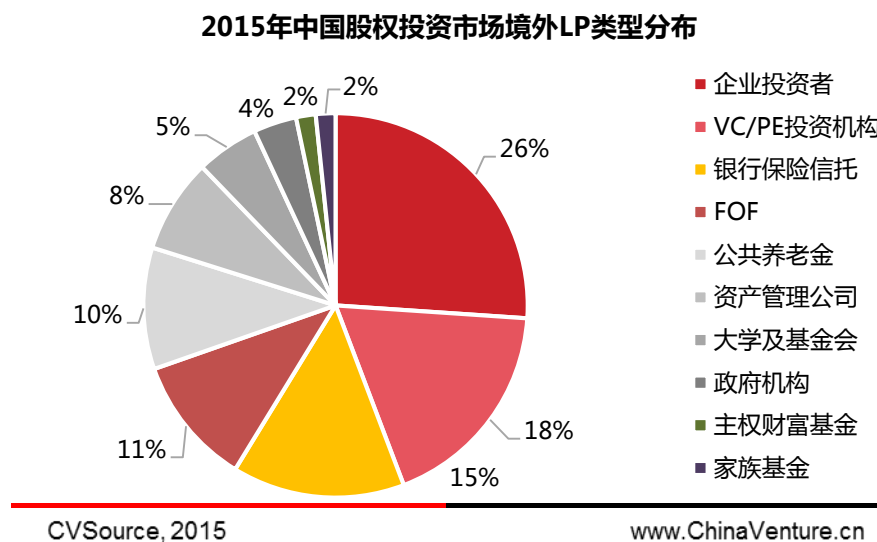


图 3：2015 年中国股权投资市场境外 LP 类型分布



2. 2015 年中国 LP 调查发现

2.1 LP 投资态度

2.1.1 私募股权投资比重调整意向

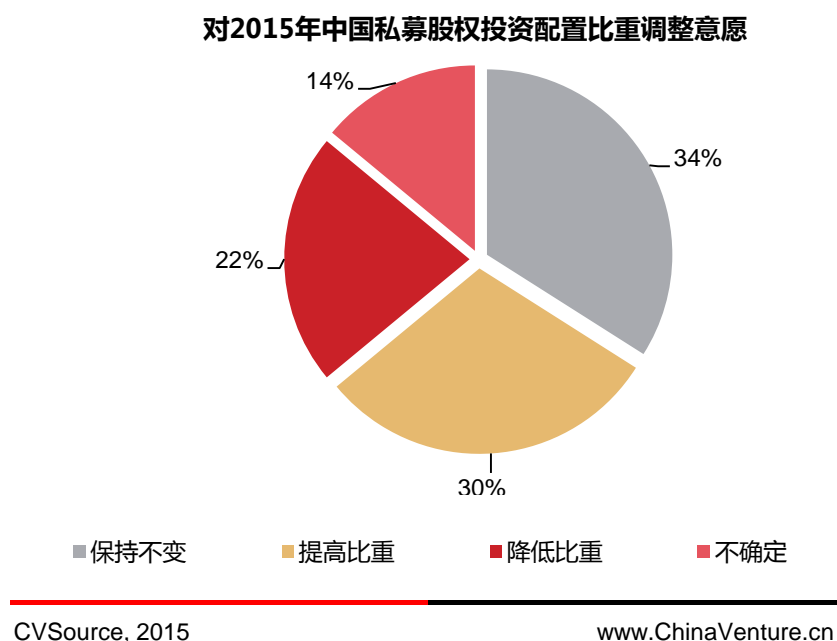
我国私募股权投资市场走出了以往低迷状态，目前发展前景良好，多数 LP 机构有在 2015 年增大其在投资组合中所占比重的意愿。从调研数据来看，过半的被调查对象均表明了会提高或者至少要保持原来私募股权投资配置比重。据投中研究院分析，造成国内股权投资市场的持续升温现象原因大致如下：

一，我国多层次资本市场体质建设的发展，伴随着注册制、新三板、战略新兴板等稳步推进，行业发展出现新常态。

二，移动互联网化速度加快。过去一年间此领域的创业气氛和投资热情明显高涨，“互联网+资讯/金融/旅游/教育/医疗”等主题投资模式倍受市场青睐。

三，新三板的建设推进与发展成熟化。在过去的一年间，新三板市场交易日趋活跃，大量拟 A 股 IPO 企业纷纷转投新三板，很多拟登陆美股的创业企业也陆续考虑拆解 VIE 构架，快速回归新三板市场。

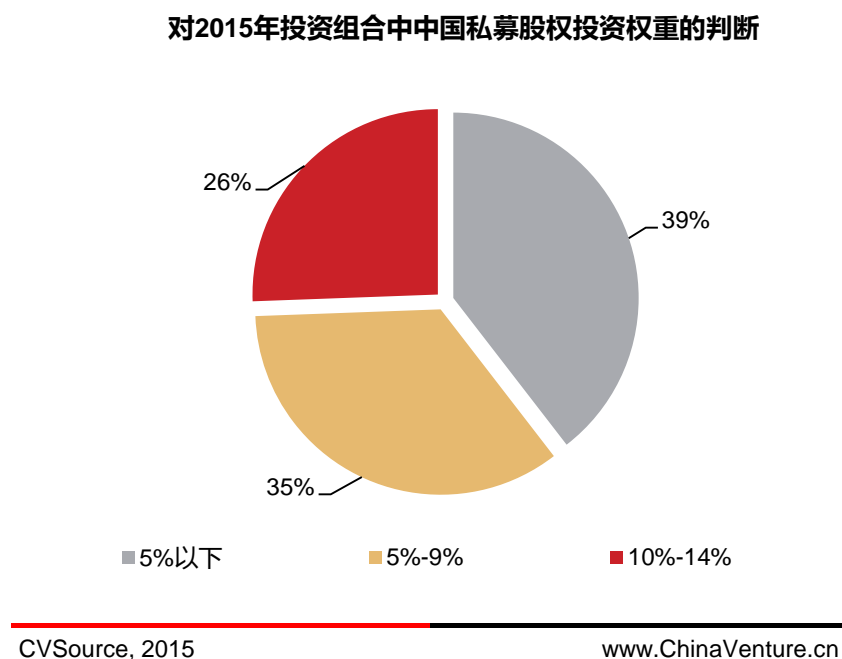
图 4：对 2015 年中国私募股权投资配置比重调整意愿



2.1.2 私募股权投资权重

对于私募股权投资在其投资组合中所占权重，有 39%的受访者倾向于这一比例在 5%以下；35%的受访者认为这一比例应为 5%-9%；而 26%的受访者认为这一比例应为 10%-14%。投中研究院认为，股权投资市场发展正日益完善，行业发展出现新格局，多数 LP 看到了股权投资的丰厚回报和使其分散与降低总投资风险的能力，从而使股权投资在 LP 的投资组合中日愈占据重要地位。

图 5：对 2015 年投资组合中中国私募股权投资权重的判断

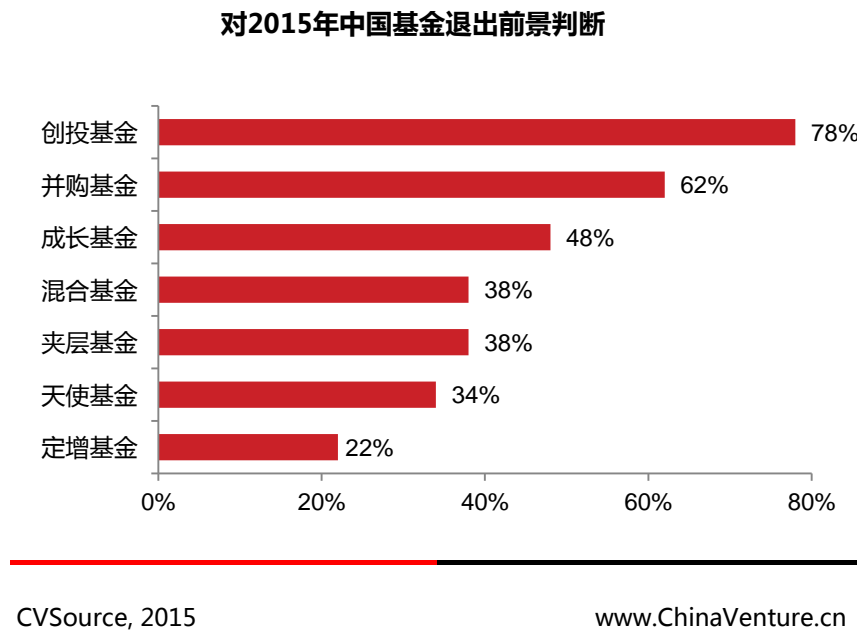


2.2 LP 投资理念

2.2.1 中国市场投资基金意向

调研结果预测，创业投资基金、成长基金仍是 2015 年中国最具退出前景的基金。投中研究院认为，传统 Pre-IPO 投资模式面临退出困难的重压导致投资阶段的前移，市场投资机构普遍倾向于将资金投向早期与发展期基金从而提前揽入优质项目来取得丰厚的回报。另外，并购市场异军突起，投中研究院认为造成并购市场的火热升温原因有两个方面：一，传统行业通过并购实现转型升级，新兴行业则通过并购掌握最新的技术、产业动态、实现产业链的完整布局。二，近年来二级市场的繁荣发展使得上市公司估值处于高位，通过并购可享一二级市场估值差套利。

图 6：对 2015 年中国基金退出前景判断

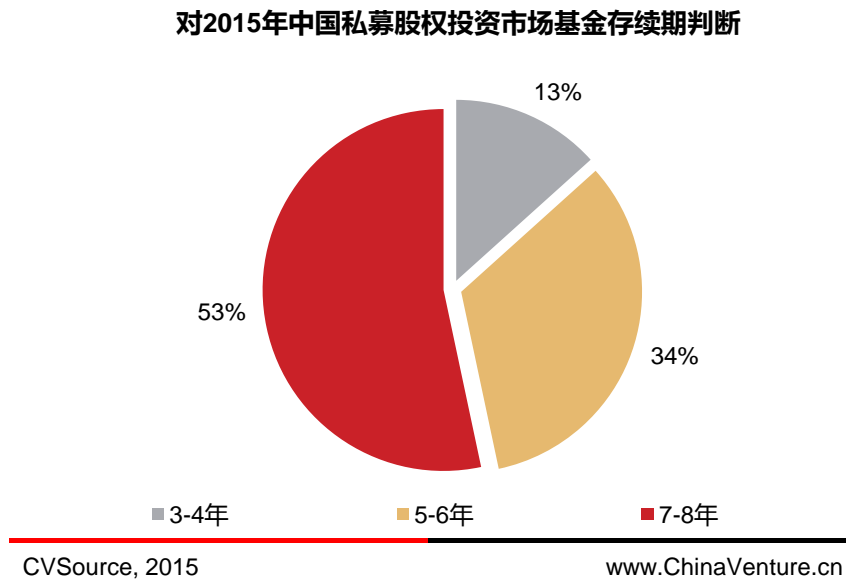


2.2.2 中国市场基金的存续期

据调研数据推测，2015 年约一半以上的机构在私募股权投资市场计划募集基金的存续期为 7-8 年；约小于半数的基金募集期为 6 年以下。投中研究院认为，LP 对于基金运作周期要求明显放宽，显示出 LP 正摆脱过往投机心态，开始追求长期稳定的价值投资。据投中研究院观察发现，目前 5+2 的 PE 基金、7+2 的 VC 基金正在逐渐得到市场的认可，LP 希望能够借机参与到周期更长、投资回报率更加稳健、规模更加庞大的长期投资中。

另一方面，新募基金出现了低龄化的特征，投中研究院认为这与基金的投资策略密不可分。“新三板主题基金”、“定增基金”往往采取 1+2 或 2+1 的周期模式挖掘“价值投资+阶段性制度红利”的机会；“上市公司+PE”这一模式从去年开始达到了井喷，这些倾向于“短平快”的运作模式受市场欢迎程度较高。

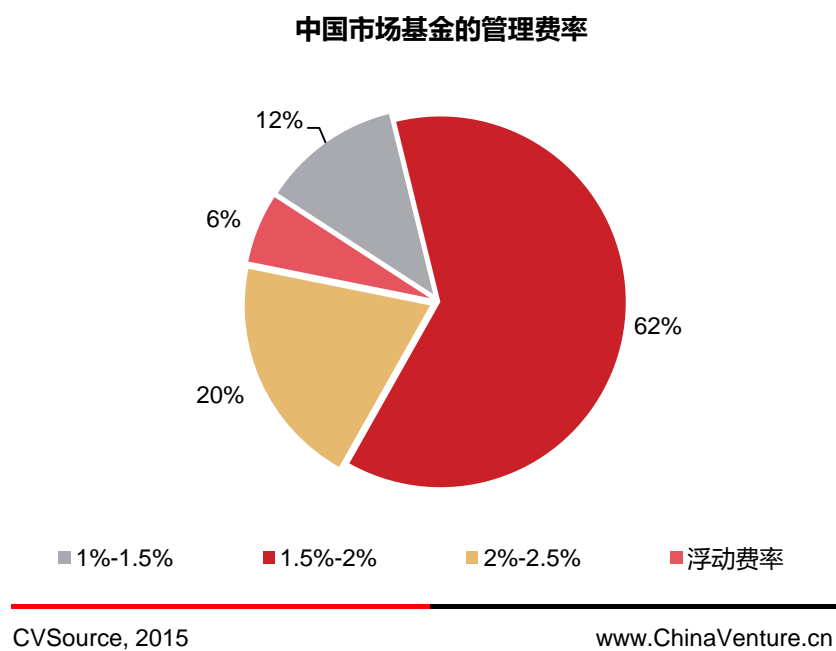
图 7：对 2015 年中国私募股权投资市场基金存续期判断



2.2.3 中国市场基金的管理费率

对于未来中国市场基金的管理费率方面，半数以上的受访者所倾向的是 1.5%-2% 的费率。这一数据和去年基本持平。投中研究院认为，随着 GP 团队的素质以及投资策略的日益成熟化，LP 对于 GP 团队的管理以及决策能力担忧程度逐渐下降，比较认可与稳定于正常的费率区间。

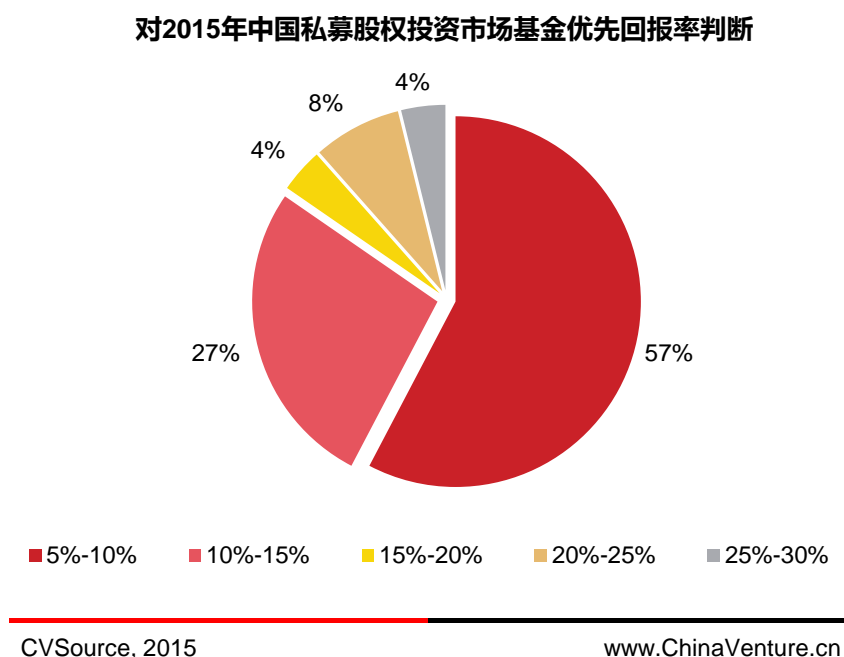
图 8：中国市场基金的管理费率



2.2.4 中国市场基金的优先回报率

对于 2015 年中国私募股权投资市场基金优先回报率，各 LP 均持有不同观点，呈多元趋势。倾向回报率为 5%-10% 的 LP 占总数一半以上（57%）；倾向 10%-15% 回报率的 LP 占总约 27%。对于基金的优先回报率的倾向不同体现出了 LP 对于股权投资市场收益预期的不同，以及投资于债券类或股权类标的的偏好不同。

图 9：对 2015 年中国私募股权投资市场基金优先回报率判断

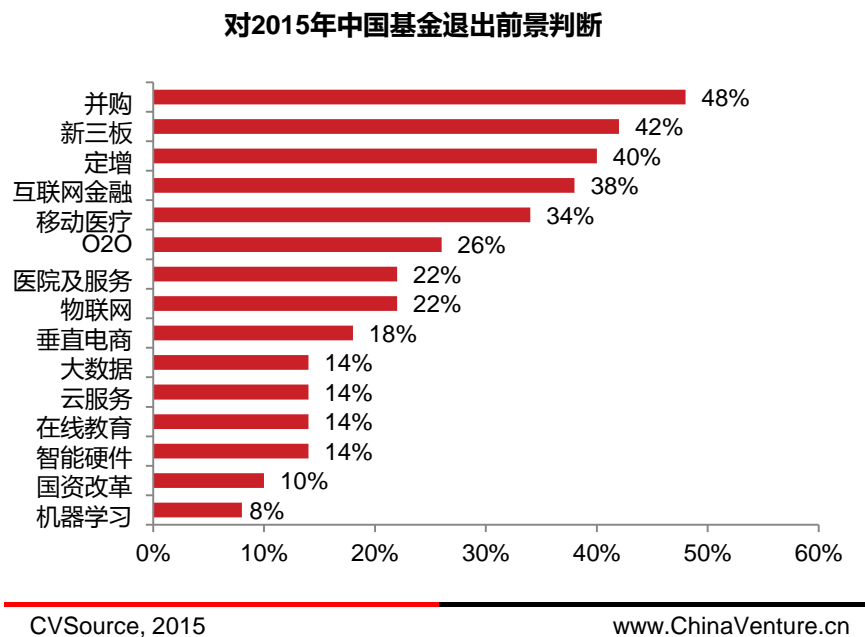


2.2.5 中国市场基金投资主题偏好

据数据分析可得出，并购、新三板、定增三个投资主题对受访机构来说在 2015 年最具有退出前景，均获得大多数 LP 的青睐。投中研究院认为这是因为私募股权投资基金在进行投资时，往往偏好投向未来退出时稳定、获利大的项目，挖掘“价值投资+阶段性制度红利”的投资机会。

近几年，随着国内私募股权投资市场的逐步发展，众多机构逐渐由“泛行业投资”的传统投资策略转变为了“泛行业投资——大领域覆盖（TMT、医疗健康等）——细分领域聚焦”新型投资策略。

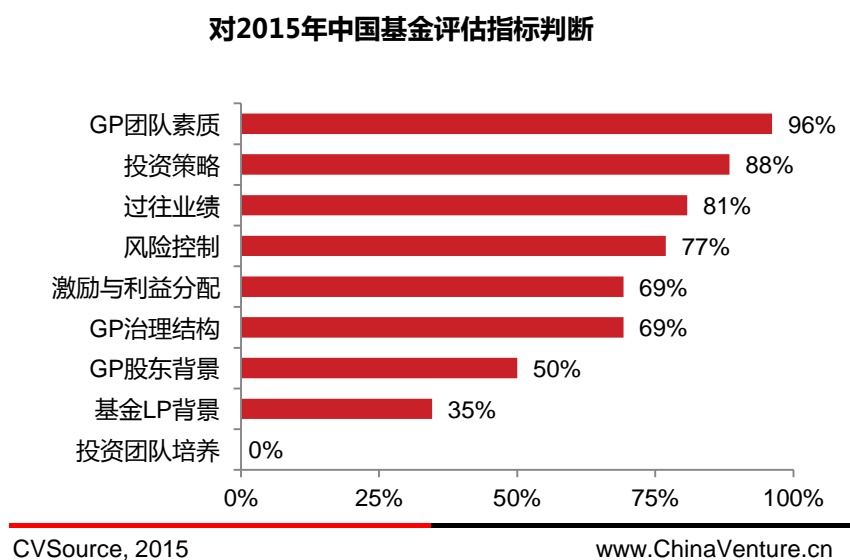
图 10：对 2015 年中国基金退出前景判断



2.2.6 评估基金指标

据投中研究院调研数据显示，团队的素质对于一个基金的发展至关重要，这也是一个投资机构决定是否投资该基金的主要原因，其次是团队持久的投资策略与持续的投资业绩。往往这三个因素是投资机构考察一个投资团队的重中之重。

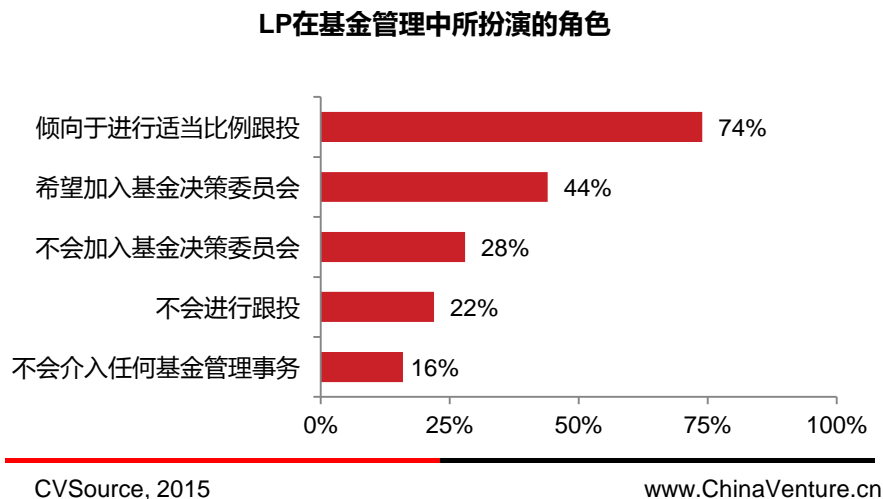
图 11：对 2015 年中国基金评估指标判断



2.2.7 LP 在基金管理中扮演角色

对于 LP 在基金中所扮演的角色，据调研数据进行推测，74%的投资人倾向于进行适当比例的跟投，这一比例与 2014 年（71%）相比略有上升，其跟投的积极性增加。说明 LP 在作为出资人的同时，希望 GP 提供更多的跟投机会，直接参与到投资当中。

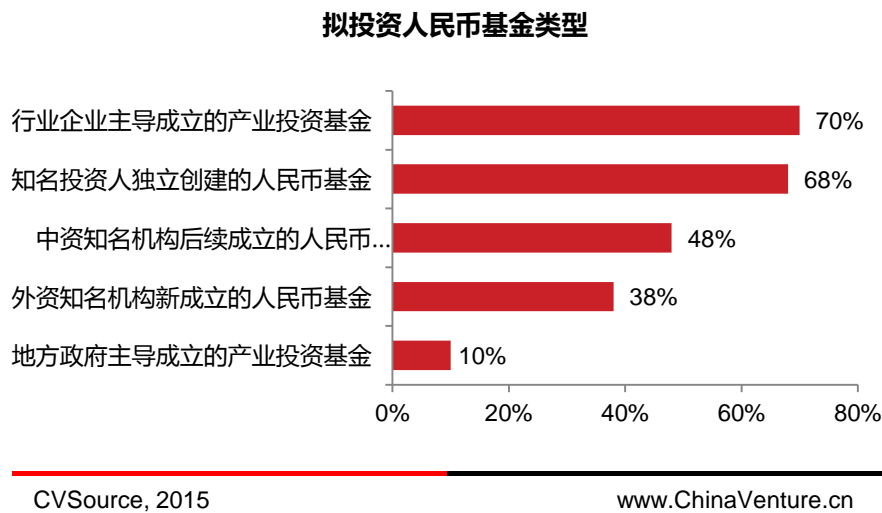
图 12: LP 在基金管理中所扮演的角色



2.2.8 拟投资人民币基金类型

据投中数据分析得出，对于拟投资的人民币基金类型，70%的受访者倾向于投资“行业企业主导成立的产业投资基金”，这一比例较去年基本持平。这是因为对于行业企业主导成立的产业投资基金来说，其股东具有更多的资源优势、更加优质的投资项目、更多退出机会，使这一投资类型具有更大的投资价值。另外，据投中研究院分析，LP 投资者注重“品牌”效应，由知名投资人或机构创立的基金比较受到青睐，同时投资人也注重“本土化”效应，相比外资，LP 会更加注重内资背景的基金。

图 13: 拟投资人民币基金类型

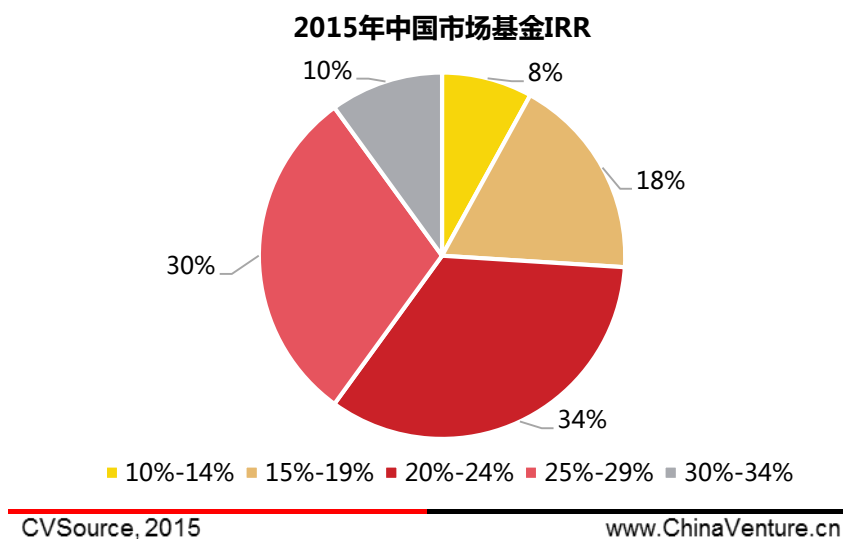


2.3 LP 投资回报

2.3.1 2015 年中国市场基金 IRR

与 2014 年相比，2015 年预期内部收益率普遍有所提升。投中研究院认为，一，中国基金市场的投资者经过了又一年的探索，投资经验相对更加成熟；二，私募股权投资基金的业绩有所提升以及投资的规模与布局的扩大化使整个行业得到了良好的发展。

图 14: 2015 年中国市场基金 IRR



2.3.2 中国市场基金退出前景判断

较去年相比，今年 LP 对未来退出前景保持较为乐观态度。投中研究院认为其原因如下：

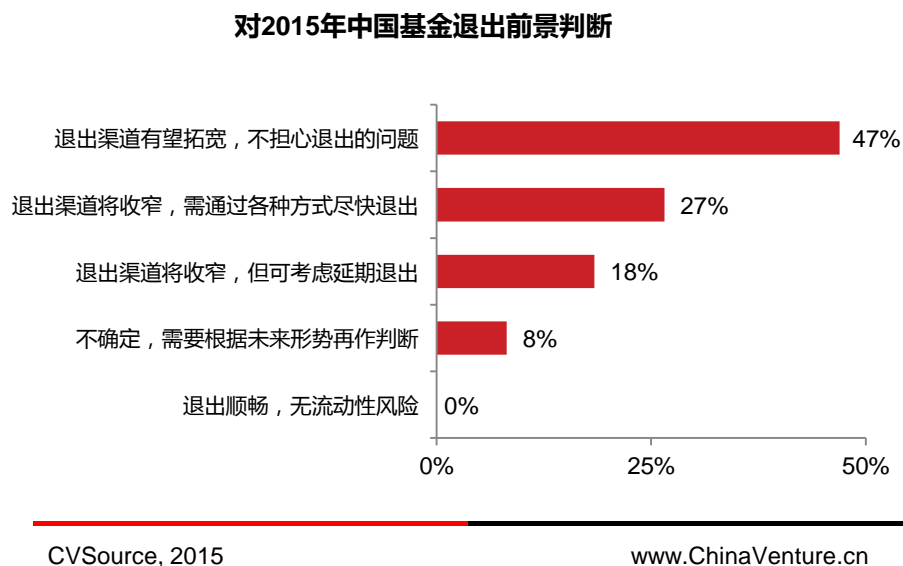
一，新三板市场发展迅猛，大量 A 股 IPO 企业纷纷转投新三板、很多拟登陆美股的企业也陆续考虑拆解 VIE 架构，回归新三板市场。

二，并购步伐的提升，BAT 为首的产业并购连连追高，整体退出市场热度明显改善。

三，“上市公司+PE”这一新兴模式的推出，同时解决了上市公司通过并购实现产业整合的意愿和 PE 投资项目退出的困境，拓宽了退出渠道，优化了退出质量。

另一方面，虽然全年退出市场同比数据有良好表现，但目前 A 股正面临股市震荡、IPO 暂停以及注册制的筹备阶段等因素，在一定程度上影响了这一退出渠道的发展。投中研究院分析，我国资本市场改革总趋势不会改变，“A 股 IPO+A 股并购+新三板”的三驾马车模式仍将是未来几年中国市场基金退出的主流渠道。

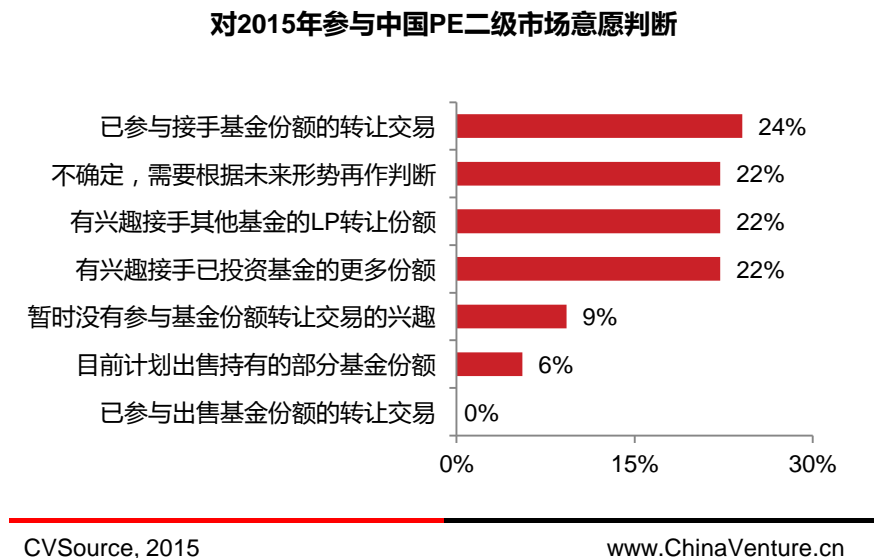
图 15：对 2015 年中国基金退出前景判断



2.3.3 中国 PE 二级市场参与意愿

据调研数据可看出，约两成的受访 LP 有兴趣接手已投资基金或其他基金的 LP 转让的更多份额，并且没有任何受访 LP“已参与出售基金份额的转让交易”。投中研究院分析认为，目前实际参与 PE 基金二级市场交易的 LP 仍占少数。由于基金份额估值定价困难、市场信息流通不顺、GP 积极性不高等因素，导致了 PE 基金二级市场参与意愿普遍偏低这一现象。

图 16: 对 2015 年参与中国 PE 二级市场意愿判断



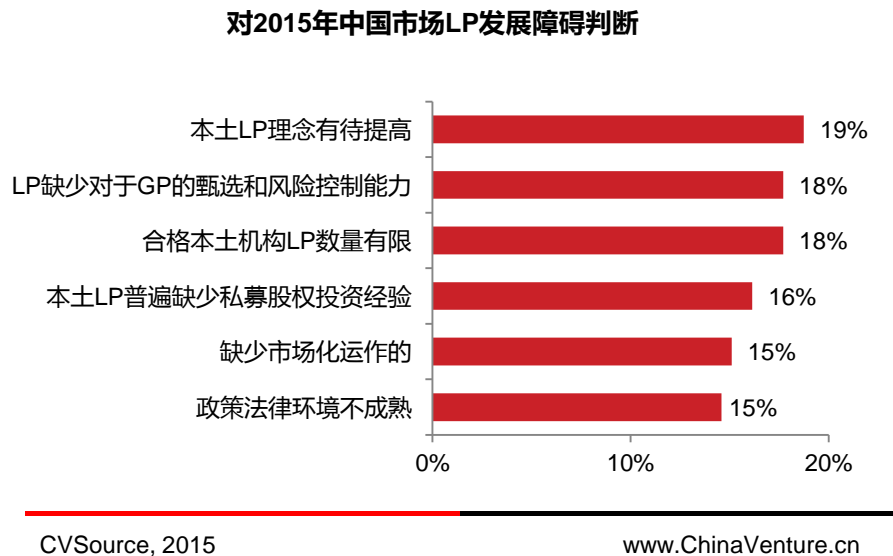
2.4 LP 群体发展

2.4.1 中国市场 LP 发展障碍

据调研数据显示，中国市场 LP 发展所面临的障碍是“本土 LP 理念有待提高”，相较去年的最大障碍“本土 LP 普遍缺少私募股权投资经验”，经过一年时间，我国 LP 市场得到进一步发展，私募股权投资日愈成熟。但是对于本土 LP 投资更多以短期收益为导向，价值投资、资产配置的理念仍有待提高。

其次，LP 对于 GP 的甄选和风险控制能力、合格本土 LP 机构的数量也是 LP 倍加关注的地方。不过随着市场化运作的 FOF 的涌现以及政策法律环境的成熟，上述因素所产生的阻碍正在一点点缩小。

图 17: 对 2015 年中国市场 LP 发展障碍判断



2.4.2 中国市场 LP 群体哪些获得更好发展

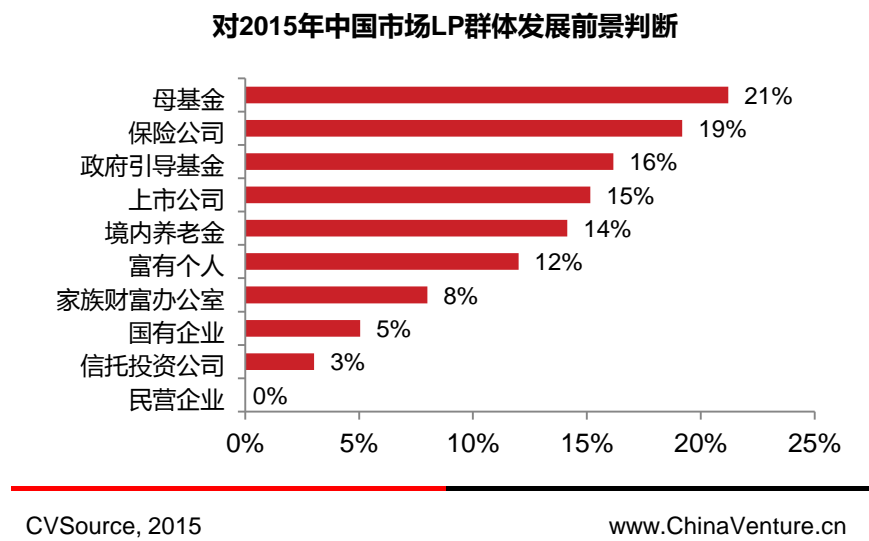
根据调研数据，母基金成为 2015 年最被看好的投资机构，投中研究院认为主要有两个原因。一，母基金有着分散投资、降低风险的自身特质，在私募股权投资市场持续升温的背景下，越来越多的机构愿意与母基金进行合作；二，母基金和地方政府合作密切，进行市场化的运作，发挥资金的引导作用，随着政府引导基金的发展，这一需求正逐渐增加。

而保险公司则为继母基金之外另一受期待的投资群体，这是因为近几年来保监会相继出台了一系列的政策鼓励保险金加快 PE 投资并且逐渐放宽了对其投资 PE 的监管比例，伴随着一系列利好政策，保险公司得到了越来越多的投资者的关注。

紧跟其次的另一将会获得更好发展的群体为引导基金。近年来，国家接连出台相应政策，大力扶植地方性经济发展、人才输送、科技捕获，积极培养政府引导性基金的发展，引导基金势必将成为日后 GP 寻找优质机构投资者的重要目标之一。

相比之下，国有企业由于在投资政策、项目方面的限制，以及家族办公室缺少专业的投资团队与投资经验，恐难在未来作为机构投资者有更好的发展。

图 18: 对 2015 年中国市场 LP 群体发展前景判断



第二部分 中国本土 LP 分类解析

1. 全国社保基金

对于 PE 基金来说，养老金、保险资金是理想的机构投资者。因为这二者可投资的资金量大、且资金期限长，更适合进行长期性的投资。这与 PE 基金的资金需求特性不谋而合。而全国社保基金更是业内公认的高质量、合格的机构 LP。获得全国社保基金的投资对于 PE 来说，不仅可以获得长期、大量的资金，而且可以有力地提升 PE 机构的影响力，对其以后的募资和投资带来积极的作用。

1.1 全国社保基金概述

2000 年 8 月，为筹集和积累社会保障资金，进一步完善社会保障体系，经党中央批准，国务院决定建立“全国社会保障基金”，并设立“全国社会保障基金理事会”，负责管理运营全国社会保障基金。

表 1：社保基金概述

分类	具体介绍
性质和用途	属于社会保障储备基金，专门用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂
资金来源	中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和国务院批准的其他方式
直接投资方式	由社保基金会直接管理运作，主要包括银行存款、信托贷款、股权投资、股权投资基金、转持国有股和指数化股票投资等
委托投资方式	委托投资管理人管理运作，主要包括境内外股票、债券、证券投资基金，以及境外用于风险管理的掉期、远期等衍生金融工具等
投资理念	长期投资、价值投资和责任投资

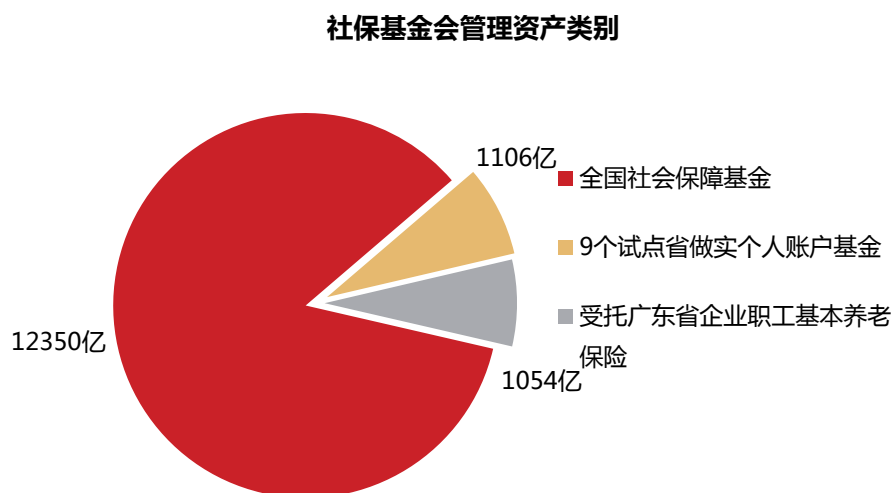
资料来源：全国社保基金官网

投中研究院整理,2015.08

截至 2014 年末，全国社保基金会管理的资产总额 15290 亿元。自成立至 2014 年末，基金累计投资收益额 5580 亿元，年均投资收益率 8.36%。

在全国社保基金会管理的资产总额中，包括全国社会保障基金 12350.04 亿元，受托管理的 9 个试点省（区、市）做实个人账户资金 1105.55 亿元，以及受托管理的广东省部分企业职工基本养老保险基金 1053.98 亿元。

图 19：社保基金会管理资产类别



资料来源：全国社保基金官网

投中研究院整理,2015.08

2015 年初，经国务院批准，山东省政府与社保基金会签订了 1000 亿元基本养老保险基金结余的委托投资管理合同。7 月 21 日，据新华社消息，经国务院批准，山东省确定将 1000 亿元职工养老保险结余基金委托全国社会保障基金理事会投资运作，分批划转，目前第一批 100 亿元已划转到位，其余基金正在归集。

投中研究院认为，待养老金委托投资办法出台后，养老金将开启多元化委托投资渠道。而在广东、山东省份的示范作用下，未来委托全国社保基金理事会投资运营养老金结余资金的省份将会快速增加。

1.2 社保基金的资产配置体系

社保基金的投资理念为：坚持长期投资、价值投资和责任投资的理念，按照审慎投资、安全至上、控制风险、提高收益的方针进行投资运营管理，确保基金安全，实现保值增值。

在此投资理念的指导下，社保基金确立了自己的资产配置体系，主要分为三个层次：战略资产配置、战术资产配置和资产配置的执行。

表 2：社保基金资产配置体系

分类	战略资产配置	战术资产配置	资产配置的执行
指导时间	滚动 5 年	未来 1 年及以上	无
核心内容	长期资产的分配政策	监测各类资产风险收益特征，确定各类资产最优投资比例	资产配置，控制风险，调整偏离项
审视时点	每年初经投决会审议后，报理事大会审定	每年须经理事大会审定	每季初须经投决会审议

资料来源：全国社保基金官网

投中研究院整理,2015.08

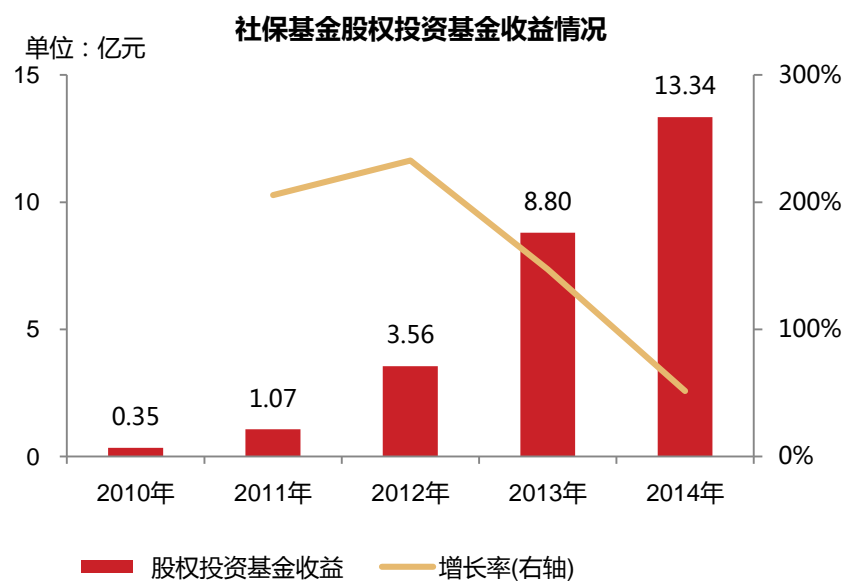
概括起来，战略资产配置是资产的配置基准，具有预设性；战术资产配置是资产组合的优化，具有指导性；资产配置的执行是实现优化的重要手段，具有操作性。

1.3 社保基金投资 PE 概况

社保基金从 2004 年开始投资股权投资基金。2008 年 4 月，国务院批准全国社保基金投资经发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金，总体投资比例不超过全国社保基金总资产（按成本计）的 10%。此后，社保基金加快了配置股权投资基金的步伐。而对股权投资基金的资产配置，也为社保基金带来了较为客观的收益。

根据社保基金官方网站披露的信息，社保基金于 2010 年开始在年度报告中披露股权投资基金的收益情况，当年该值仅为 3494 万元。2014 年，社保基金股权投资基金收益为 13.34 亿元，年均复合增长率为 248%；同期社保基金的总收入年均复合增长率为 145%。

图 20：社保基金股权投资基金收益情况



资料来源：全国社保基金官网

投中研究院整理, 2015.08

截至 2014 年底，全国社保基金会管理的资产总额为 15,290 亿元。因此，理论上社保基金可以拿出 1529 亿元来投资股权投资基金。事实上，虽然社保基金在 2008 年后加大了对股权投资基金的配置力度，然而从目前来看社保基金对 PE 机构投资的金额远小于理论可投资金额。

根据社保基金官方网站于 2013 年 6 月 18 日披露的数据，社保基金已投资 14 家 PE 机构管理的 19 支股权投资基金。据投中研究院调研所获得的信息，社保基金共向这 19 支基金投资 350 亿元。

表 3：社保基金 PE 投资列表

投资时间	PE 机构	基金名称
2004 年	海富投资	中国-比利时直接股权投资基金
2006 年	渤海产业基金	渤海产业投资基金
2008 年	弘毅投资	天津弘毅投资产业一期基金
2008 年	鼎晖投资	天津鼎晖股权投资一期基金
2009 年	中信产业基金	绵阳科技城产业投资基金
2010 年	联想投资	北京君联睿智创业投资中心
2010 年	IDG 资本	北京和谐成长投资中心
2010 年	弘毅投资	北京弘毅贰零壹零股权投资中心
2011 年	鼎晖投资	天津鼎晖嘉尚股权投资合伙企业（有限合伙）
2011 年	宽带资本	天津诚柏股权投资合伙企业（有限合伙）
2011 年	联想投资	天津君睿祺股权投资合伙企业（有限合伙）
2011 年	中信资本	中信资本（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）
2011 年	金浦投资	上海金融发展投资基金（有限合伙）
2012 年	新天域资本	天津新远景优盛股权投资合伙企业（有限合伙）
2012 年	赛富基金	北京赛富创业投资中心（有限合伙）
2012 年	赛富基金	北京赛富弘元投资中心（有限合伙）
2012 年	中信产业基金	北京中信投资中心（有限合伙）
2013 年	复星创富	上海复星惟实一期股权投资基金合伙企业（有限合伙）
2013 年	中金佳成	中金佳泰（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）

资料来源：全国社保基金官网及其他公开资料

投中研究院整理,2015.08

1.4 社保基金投资 PE 的特点

2008 年 4 月，国务院批准全国社保基金投资经发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金。而在 2013 年 6 月，国务院与中央编制委员会将私募股权基金监

督管理权划归证监会。2014 年 1 月 17 日，中国证券投资基金业协会发布了《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》，规定基金业协会办理私募基金管理人登记及私募基金备案，对私募基金业务活动进行自律管理。这意味着“国家发改委备案”这一 PE 机构获得社保基金投资的先决条件已不符合现在的监管政策。

据投中研究院了解到的情况，目前社保基金对“国家发改委备案”这一硬性指标已经进行更改，新的规则已改为以完成基金业协会备案为准。

如果现在“完成基金业协会备案”为社保基金投资 PE 的硬性指标，则据投中研究院所获得的信息，其他软性指标主要包括：策略、团队、项目、业绩。出于坚持审慎投资、安全至上、控制风险、提高收益的投资方针，社保基金一般会聘请专业的第三方如咨询公司、审计公司等对拟投资的私募股权基金进行专业、细致地尽职调查。尽职调查主要围绕的点即为策略、团队、项目、业绩。例如，据相关媒体报道，在决定向弘毅投资第二期人民币基金出资 30 亿元前，社保基金委派专业人士历时近半年，分别对弘毅投资的江苏凤凰新华书业股份有限公司、中联重工科技发展股份有限公司等企业开展尽职调查，调查内容主要包括上述企业近年业绩增长速度是否符合预期、弘毅投资后续投资管理成效及投资企业获利退出的进展等。

而细数社保基金所投资的 PE 机构，投中研究院发现，这些 PE 机构大致有 4 个共同点：行业排名靠前、产业背景深厚、明星投资案例、明星投资人。选择行业最优秀的 PE 机构，并围绕策略、团队、项目、业绩四个核心点进行专业、细致地尽职调查，在确保安全的前提下博取较大弹性的收益率，对社保基金来说，无论从担责还是成绩的角度来考虑，也许是一个不错的投资策略。

表 4：社保基金投资所投 PE 的共同点解析

投资时间	PE 机构	行业排名	背景	典型案例	领军人
2008 年	弘毅投资	CVAAwards 2007 年度中国最佳私募股权投资机构 Top10	联想集团	中国玻璃、中联重科	赵令欢
2008 年	鼎晖投资	CVAAwards 2007 年度中国最佳私募股权投资机构 Top10	中金公司直投部	蒙牛乳业、双汇集团	吴尚志
2009 年	中信产业基金	CVAAwards 2009 年度中国最佳私募股权投资机构 Top20	中信集团	首支基金，暂无评估	吴亦兵
2010 年	联想投资	CVAAwards 2009 年度中国最佳创业投资机构 Top3	联想集团	科大讯飞、匹克体育	朱立南
2010 年	IDG 资本	CVAAwards 2009 年度中国最佳创业投资机构 Top10	IDG	A8 音乐、波司登、如家	周全
2010 年	弘毅投资	CVAAwards 2010 年度中国最佳私募股权投资机构 Top10	联想集团	凤凰传媒、石药集团	赵令欢

2011 年	鼎晖投资	CVAwards 2009 年度中国最佳私募股权投资机构 Top3	中金公司直投部	现代牧业、德邦物流	吴尚志
2011 年	宽带资本	空缺	空缺	世纪互联、久邦数码	田溯宁
2011 年	联想投资	CVAwards 2010 年度中国最佳创业投资机构 TOP5	联想集团	易车网、高德	朱立南
2011 年	中信资本	CVAwards 2010 年度中国最佳私募股权投资机构 Top30	中信集团	冠生园、哈药集团	张懿宸
2011 年	金浦投资	空缺	上海国际集团	首支基金，暂无评估	吕厚军
2012 年	新天域资本	CVAwards 2011 年度中国最佳私募股权投资机构 TOP3	空缺	重庆百货、华致酒行	于剑鸣
2012 年	赛富基金	CVAwards 2009 年度中国最佳创业投资机构 Top10	软银	58 同城、汇源果汁	阎焱
2012 年	赛富基金	CVAwards 2009 年度中国最佳创业投资机构 Top11	软银	58 同城、汇源果汁	阎焱
2012 年	中信产业基金	CVAwards 2011 年度中国最佳私募股权投资机构 TOP5	中信集团	盛运股份、快乐购	吴亦兵
2013 年	复星创富	CVAwards 2012 年度中国最佳私募股权投资机构 TOP5	复星集团	利亚德、陕鼓动力	梁信军
2013 年	中金佳成	CVAwards 2011 年度中国最佳私募股权投资机构 TOP5	中金	开立科技、温氏食品	陈十游

资料来源：CVSource, 2015

投中研究院整理, 2015.08

2. 保险资金

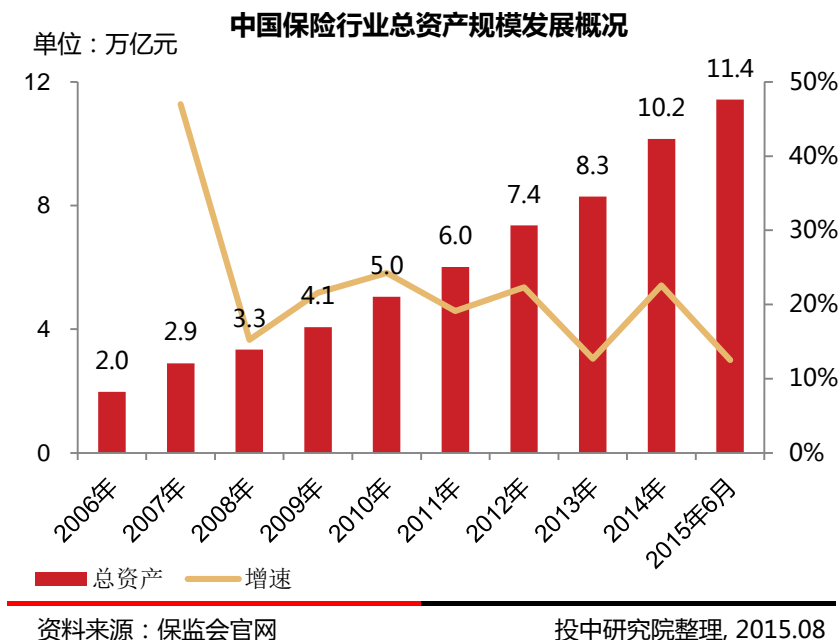
与社保基金相同，保险资金以其资金量大、期限长、流动性较低的特点，是私募股权基金理想的机构投资者。但相比社保而言，险资成为私募股权基金的 LP 起步较晚。纵观近几年险资投资 PE 的历程，可以说是一个监管政策不断放开、保险资金运用深入市场化的过程。

2.1 保险资金资产配置概述

作为资本市场的重要组成部分，近十年，得益于中国宏观经济的快速发展以及保险业制度的一系列创新，中国保险业获得快速地发展。根据保监会披露的《2015 年 1-5 月保险统计数据报告》，截至 2015 年 5 月末，保险公司总资产 11.31 万亿元，较年初增 11.33%。其中，产险公司总资产 1.65 万亿元，寿险公司总资产 9.12 万亿元，再保险公司总资产

0.42 万亿元，资产管理公司总资产 0.03 万亿元。

图 21：中国保险行业总资产规模发展概况



保险的核心是利用大数定律等保险原理来实现风险转移和资产配置，这种特性使得保险资金具有长期性、利率敏感性和最低收益要求三个特点。保险投资的核心是基于保险资金的特点来进行资产负债管理。

我国保险行业的资产配置基本是以 2012 年为分水岭。在 2012 年以前，由于受到监管政策的限制，保险投资渠道狭窄，保险投资品种非常有限，导致保险资产配置比较单一。保险资产配置集中于银行存款和传统公开市场债券，在有些年份占比甚至超过 80%。单一的资产配置带来的是保险资金运用收益率低。剔除 2007 年大牛市对业绩数据的扰动因素，2001-2012 保险行业平均投资收益率 3.86%，同期 5 年定期存款利率的均值为 4%。

低投资收益率难以覆盖保险负债成本，给保险行业的发展带来很大的困境。因此，放宽保险资金的投资范围，提高保险资金的市场化运用比例，成为整个保险行业的核心诉求。

表 5：保险投资范围演进

时间	投资范围
1995-1999	银行存款、国债、金融债券
1999-2004	银行存款、国债、金融债券、基金
2004-2006	银行存款、国债、金融债券、基金、股票
2006-2010	银行存款、国债、金融债券、基金、股票、间接投资国家基础设施项目、不动产

2010-2012.3 银行存款、国债、金融债券、基金、股票、间接投资国家基础实施项目、不动产、PE

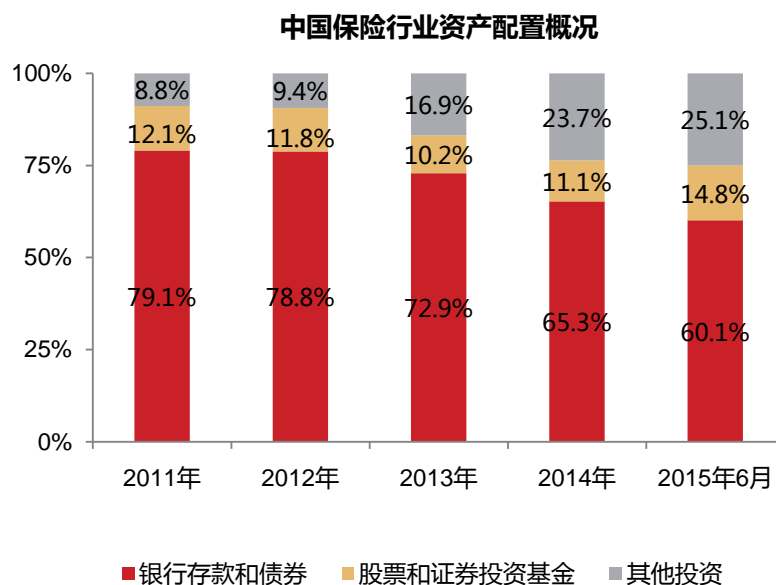
2012.3 以后 银行存款、国债、金融债、企业（公司）债、基金、股票、直接或间接投资国家基础建设项目、不动产、PE、股指期货、金融衍生产品、海外投资、商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础实施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等金融产品

资料来源：兴业证券研究所

投中研究院整理,2015.08

2012 年以来，监管部门持续推进保险资金运用的市场化改革，颁布了一系列新的政策，不仅放宽了保险资金的投资范围，同时亦赋予保险公司更多的投资自主权。在政策频现利好的契机下，保险公司也加快了对创新产品和新渠道的投资力度，集合资金信托计划、基础设施债权投资计划、股权投资计划、投资性房地产等非标产品在保险资金的配置比例快速提升。投资品种、投资渠道的增加以及近两年股市的走牛也使得保险资金运用收益率得到显著提升。

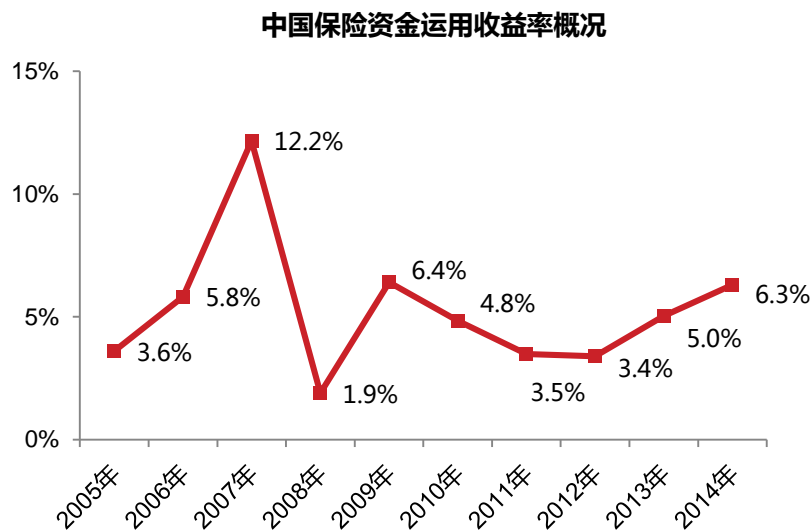
图 22：中国保险行业资产配置概况



资料来源：保监会官网

投中研究院整理, 2015.08

图 23: 中国保险资金运用收益率概况



资料来源：保监会官网

投中研究院整理, 2015.08

保险资金的市场化改革使得保险资金的运用进入了全面资产配置的时代。基于资金量大、期限长、流动性较低的特点，保险资金在基础设施、非上市股权、不动产等另类投资领域的资产配置具有较大的竞争优势。

2.2 险资投资 PE 政策不断放开

2010 年 9 月，保监会发布《保险资金投资股权暂行办法》，允许保险公司投资股权投资管理机构发起设立的股权投资基金等相关金融产品。保险资金投资 PE 首度开闸。

与保险资金运用整体的监管政策类似，保险投资 PE 的监管也是一个逐步放开、不断市场化的过程。

表6: 保险投资私募股权基金政策概览

发布时间	发布机构	政策名称	投资 PE 相关要点
2010.9	保监会	《保险资金投资股权暂行办法》	允许保险公司投资股权投资管理机构发起设立的股权投资基金等相关金融产品，险资投资 PE 开闸
2012.7	保监会	《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》	明确了险资投资 PE，包括成长基金、并购基金、新兴战略产业基金和相应母基金；将投资未上市企业股权、股权投资基金账面余额由两项合计不高于本公司上季末总资产的 5% 调整为 10%
2014.8	国务院	《国务院关于加强发展现代保险服务业的若干意见》	允许专业保险资产管理机构设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金
2014.12	保监会	《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》	保险资金可以投资创业投资基金
2015.9	保监会	《关于设立保险私募基金有关事项的通知》	支持保险资金设立成长基金、并购基金、新兴战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创投基金及相关母基金

资料来源：保监会官网

投中研究院整理,2015.08

根据《保险资金投资股权暂行办法》和《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》，保险资金在投资股权投资基金时，保险资金投资股权投资基金的投资规模不高于该基金资产余额的 20%。对基金管理机构资格的规定，主要包括如下几点：

- (1) 注册资本或者认缴资本不低于 1 亿元人民币；
- (2) 管理资产余额不低于 30 亿元；
- (3) 拥有不少于 10 名具有股权投资和相关经验的专业人员，已完成退出项目不少于 3 个；
- (4) 募集或者认缴资金规模不低于 5 亿元；
- (5) 保险资金投资的股权投资基金，非保险类金融机构及其子公司不得实际控制该基金的管理运营，或者不得持有该基金的普通合伙权益。

根据《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》，VC 母基金首次被纳入险资可投资范畴。与保险资金投资股权投资基金类似，保险资金投资单只创业投资基金的余额也不超过基金募集规模的 20%。其他对基金管理机构资格的规定，主要包括：

- (1) 具有 5 年以上创业投资管理经验，累计管理创业投资资产规模不低于 10 亿元；
- (2) 拥有不少于 5 名专业投资人员，成功退出的创业投资项目合计不少于 10 个；
- (3) 保险资金投资的创业投资基金，应当不是基金管理机构管理的首只创业投资基

金；

- (4) 单只基金募集规模不超过 5 亿元；
- (5) 单只基金投资单一创业企业股权的余额不超过基金募集规模的 10%；

2.3 险资投资 PE 现状：小步慢行

保险资金资金量大、期限长、流动性较低的特点使其一直是 PE 争先募资的理想对象。而随着保险资金运用监管政策的不断放开，市场对保险资金投资 PE 充满期待。根据保监会 2012 年 7 月发布的《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》，保险机构 10% 的总资产可用于投资未上市企业股权、股权投资基金等相关金融产品。截至 2015 年 6 月末，保险总资产为 11.43 万亿元。按照监管政策，保险机构可将 1.14 万亿的险资配置于未上市企业股权、股权投资基金类资产。

然而，“理想很丰满，现实很骨感”。PE 机构对险资作为 LP 充满期待，险资投资 PE 的步伐却依然是小步慢行。根据保监会披露的数据，截至 2015 年 6 月末，保险业资金运用余额为 10.37 万亿元。其中以集合资金信托计划、基础设施债权投资计划、股权投资计划、投资性房地产等非标产品为代表的另类投资资金为 2.6 万亿元，占比 25.05%。然而，据投中研究院调研所获得信息，截至 2015 年 6 月末，保险共向 PE 机构投资仅为 650 亿元，在 1.14 万亿险资可配股权资产中占比仅为 5.7%！

表 7：保险投资 PE 列表

编号	保险公司名称	所投资基金名称	基金 GP	募集完成时间	基金规模（亿元）	出资额（亿元）
1	中国人寿保险（集团）公司	国寿（苏州）城市发展产业投资企业（有限合伙）	苏州国发创投	2013/4/15	100	5
		国寿（上海嘉定）城市发展产业投资企业（有限合伙）	上海嘉定创投	2013/12/27	50	12.5
		渤海产业投资基金	渤海产业基金	2006/12/10	60.8	5
		苏州工业园区元禾顺风股权投资企业（有限合伙）	元禾重元	2013/9/24	25.52	N/A
		TPG		2014.8	N/A	2.5 亿美元
2	中国人寿保险股份有限公司	国寿（苏州）城市发展产业投资企业（有限合伙）	苏州国发创投	2013/4/15	100	50

	有限公司	国寿（上海嘉定）城市发展产业投资企业（有限合伙）	上海嘉定创投	2013/12/27	50	10
		渤海产业投资基金	渤海产业基金	2006/12/10	60.8	5
		中信股权投资三期基金	中信产业基金	N/A	100	6
		弘毅投资产业二期基金	弘毅投资	2012/1/12	100	16
3	中国人寿财产保险股份有限公司	国寿（苏州）城市发展产业投资企业（有限合伙）	苏州国发创投	2013/4/15	100	5
		国寿（上海嘉定）城市发展产业投资企业（有限合伙）	上海嘉定创投	2013/12/27	50	2.5
		苏州工业园区元禾顺风股权投资企业（有限合伙）	元禾重元	2013/9/24	25.52	N/A
4	泰康人寿	诚柏基金		N/A	2.9	2.9
		同创伟业		2015/6/24		0.5
		航天产业投资基金		N/A	40	5
5	平安人寿	春华秋实（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）		2013/12/31	N/A	0.94
6	和谐健康保险	春华秋实（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）		2013/12/31	N/A	0.19
7	安邦人寿	融源成长（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）		N/A	N/A	0.04
8	中国船东互保协会	中诚腾龙旅游文化产业投资基金		N/A	150	N/A
		绵阳科技城产业投资基金	中信产业基金	2010/1/28	93.63	2
9	生命人寿保险股份有限公司	深圳市中恒泰华瑞丰投资基金企业（有限合伙）	佳兆业集团	N/A	N/A	28
		重庆水木庆华股权投资基金合伙企业(有限合伙)	厚德前海基金	N/A	N/A	50
10	中国再保险（集团）股份有限公司	嘉兴九鼎策略一期投资合伙企业（有限合伙）	昆吾九鼎	2013/11/7	10.04	0.8
		杭州南海成长投资合伙企业（有限合伙）	同创伟业	2014.7	N/A	1
		济宁先锋基石基金	基石资本	2014.9	10	N/A
		KKR		N/A	N/A	N/A
		红杉		N/A	N/A	N/A
11	中煤联合保险	苏州工业园区嘉鸿九鼎投资中心（有限合伙）	昆吾九鼎	2013/12/31	0.86	0.4
12	百年人寿	同创伟业		2015/6/24	N/A	0.5

		杭州南海成长投资合伙企业（有限合伙）	同创伟业	2014.7	N/A	1
		九鼎		N/A	N/A	N/A
		鼎晖夹层		N/A	N/A	N/A
		红杉		N/A	N/A	N/A
13	安邦集团	黑石		N/A	N/A	N/A
		KKR		N/A	N/A	N/A
		凯雷		N/A	N/A	N/A
		TPG		N/A	N/A	N/A
14	阳光保险	KKR		N/A	N/A	N/A
15	光大永明资管	中小企业私募股权投资基金	合源资本	2015/1/4	1	0.3
			合源资本	2015/1/4	5	0.6
16	安华农业保险	中小企业私募股权投资基金	合源资本	2015/1/4	1	0.1
			合源资本	2015/1/4	5	0.6
17	长安责任保险	中小企业私募股权投资基金	合源资本	2015/1/4	1	0.1
			合源资本	2015/1/4	5	0.6
18	东吴人寿保险	中小企业私募股权投资基金	合源资本	2015/1/4		0.1
			合源资本	2015/1/4	5	0.6
19	昆仑健康保险	中小企业私募股权投资基金	合源资本	2015/1/4	1	0.1
			合源资本	2015/1/4	5	0.6
20	泰山财产保险	中小企业私募股权投资基金	合源资本	2015/1/4	1	0.1
			合源资本	2015/1/4	5	0.6
21	阳光保险	阳光融汇医疗健康产业成长基金	阳光资管	2015/1/30	30	N/A
		宁波国寿信达投资合伙企业（有限合伙）	信达金誉	2014/12/5	75	12
22	幸福人寿	宁波鑫凤投资合伙企业（有限合伙）	N/A	2014/12/30	N/A	2.61
		宁波信泰开元股权投资合伙企业（有限合伙）	N/A	2015/2/25	N/A	10
		上海基信投资中心（有限合伙）	信达汉石	2015/4/2	N/A	17.99

资料来源：公开资料

投中研究院整理,2015.08

2012 年，中国人寿出资 16 亿元认购弘毅投资的二期人民币基金，成为国家放开险资投资私募基金后，保险公司投资 PE 基金的首单。之后，险资在对私募股权的投资上可以说是小步慢行，远低于市场预期。投中研究院在调研多家保险机构后，认为出现这种情况

原因主要有以下 3 点：

(1) 之前的政策对保险资金的运用设置了较高的门槛。这一点随着监管政策的不断放开，可以说现在保险资金运用处在政策宽松期。或者说政策已经够宽松，保险投资 PE 的步子还没大幅甩开。

(2) 保险机构尤其是大型保险机构自身在资金、渠道、资源以及投资能力上具有很强的优势，更倾向于进行大型基础设施、不动产类、养老等直接股权投资，希望通过直接投资、主动管理获得更高的投资收益。或者说，保险机构的资源优势和专业能力往往并不比主流 PE 机构差；

(3) 保险机构内部的一些非市场化因素对险资投 PE 形成干扰。比较典型的是激励考核机制，由于 PE 的投资周期长，一般为 7~8 年，有的甚至达到 12 年才能退出，这就与机构领导的任期以及上市公司的当期业绩形成“长期与短期”之间的利益冲突，容易造成“前人栽树，后人乘凉”。这一点在国企里更加突出，常常出现下面业务人员热情高涨，但上面领导无动于衷的情况。

2.4 险资投资 PE 趋势：前景美好，尝试中前行

据投中研究院的调研显示，不同规模的保险机构在对 PE 进行投资时呈现出不同的偏好。

大型保险机构基于自身资金、渠道、资源、人员配置以及投资能力的优势，更倾向于进行直接股权投资。尤其是在 2012 年 7 月，保险会发布《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》，将保险资金直接股权的投资范围，从以前的“保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务”扩大到“能源企业、资源企业和与保险业务相关的现代农业企业、新型商贸流通企业的股权”。实际上，由于保监会的行业划分并不属于标准的行业划分，很多行业都可以归结为能源、资源、现代农业、金融、汽车、医疗等，因此上述行业基本覆盖了大多数行业。投资范围的放开使得大型保险机构更加倾向于利用自身资源进行直接股权投资。

中小型的保险机构由于自身资源以及投资能力有限，更加倾向于对股权基金进行配置。其中，有些保险机构在投资股权基金时会要求 PE 机构提供一些较好的项目跟投机会，把“股权基金+跟投”作为一种配置策略。

此外，投中研究院在对保险机构进行调研时发现，险资投资在对股权基金进行资产配置时呈现出两个新的趋势：

(1) 保险资金将增加对 VC 的配置需求。随着 2014 年 12 月，保监会对险资投资创投基金的放开，以及 VC/PE 投资阶段的前移，保险机构将会增加对 VC 的配置需求，从而实现股权投资产业链的基本覆盖。基于创投基金的规模普遍较小，且政策规定拟投资基金规模不超过 5 亿元，拟投规模不超过 20%，这意味着单次投资最多 1 亿元，因此对 VC 的配置在中小型保险机构上会体现地更明显一些。此外，投中研究院认为，基于险资资金量

大的特点，VC 母基金在险资的配置上会迎来较好的机会。

(2) 保险资金在加快对海外股权投资基金的配置。同样在对海外进行资产配置时，不同的保险机构策略是不同的。有资源、实力强的大型保险机构在海外进行股权投资时既有直接股权投资又有与海外知名 PE 机构合作或者直接投资海外知名 PE 机构。而规模较小的保险机构出于对海外市场、政治、法律风险的考虑，更加倾向于对海外的股权投资基金进行投资，包括从海外成熟的 PE 二级市场上接盘一些基金。

总体来看，基于各种限制因素，险资对股权投资基金的配置目前是低于市场预期的。但是，“罗马不是一天建成的”。比较可喜的变化是，目前一些保险机构加大了对债基金、夹层基金的投资，从而可以在确保安全的情况下，缩短投资期限。投资研究院认为，随着保险机构对股权投资基金更加深入的了解，以及找到合适的评估险资配置 PE 业绩方法和考核机制，险资对股权投资基金的配置比例也会增加。

3. 政府引导基金

自 2002 年我国第一支政府引导基金——中关村创业投资引导资金成立，政府引导基金在我国已经迈进第 13 个年头，历经 2007 年的懵懂增长，在 2008 年国家发改委联合财政部、商务部共同出台《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》（下称《指导意见》）后，开始步入规范发展阶段。

今天来讲，毫无疑问，政府引导基金已经成为国内人民币基金的重要 LP，不但成为主打国资旗号的基金出资人，市场化募资的机构也开始不断争取与引导基金的合作，凸显出我国政府引导基金在同类出资人中竞争优势。

3.1 政府引导基金概述

2008 年由国家发改委、财政部和商务部联合发布的《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》（以下简称《指导意见》）中指出：“创业投资引导基金（以下简称“引导基金”）是指由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要通过扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域。引导基金本身不直接从事创业投资业务。”

从广义上来说，引导基金是由政府设立的政策性基金，政府产业引导基金、创业投资引导基金以及科技型中小企业创新基金等都属于引导基金。狭义上的引导基金主要是指政府创业投资引导基金。

根据《指导意见》的要求，引导基金应具备以下三个特点：

第一，非营利性。引导基金是不以营利为目的的政策性基金，并非商业性基金；

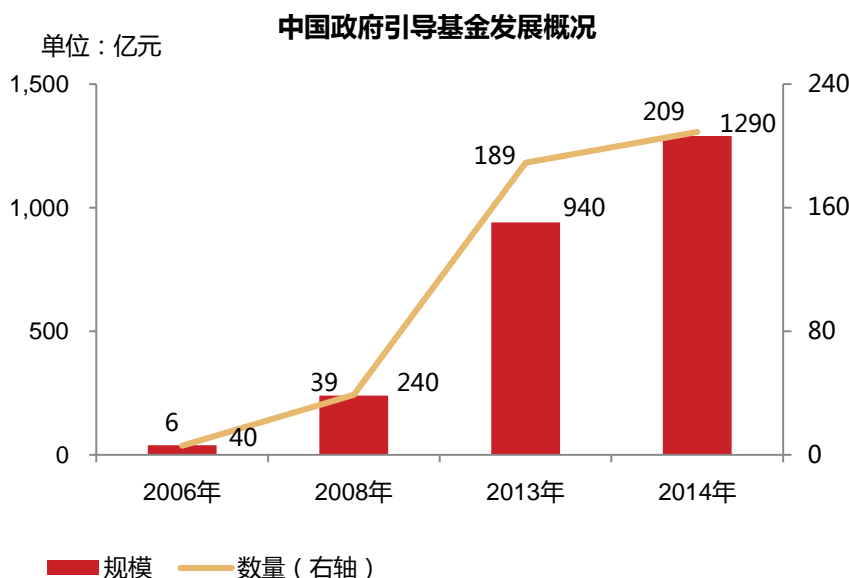
第二，不直接参与创业投资。引导基金“主要通过扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域”，其本身并不直接参与创业投资；

第三，市场化、有偿方式运作。引导基金应按照市场化的有偿方式运作，而不是通过政府拨款、贴息等无偿方式运作。

从发展历程来看，中国创业投资引导基金的发展经历了探索起步(2002 年-2006 年)、快速发展(2007 年-2008 年)，以及规范化设立与运作(2009 年至今)的三个历史阶段。

2008 年-2011 年，我国先后发布《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》《科技型中小企业创业投资引导基金股权投资收入收缴暂行办法》和《新兴产业创投计划参股创业投资基金管理暂行办法》。这三个文件的颁布，为引导基金的设立和运行提供了实质性的法律指导。全国各地政府迅速的做出了反应和对策，不但很快设立了一批地方引导基金，还相应地制定了一系列地方实施办法，引导基金进入一个繁荣时期。

图 24：中国政府引导基金发展概况

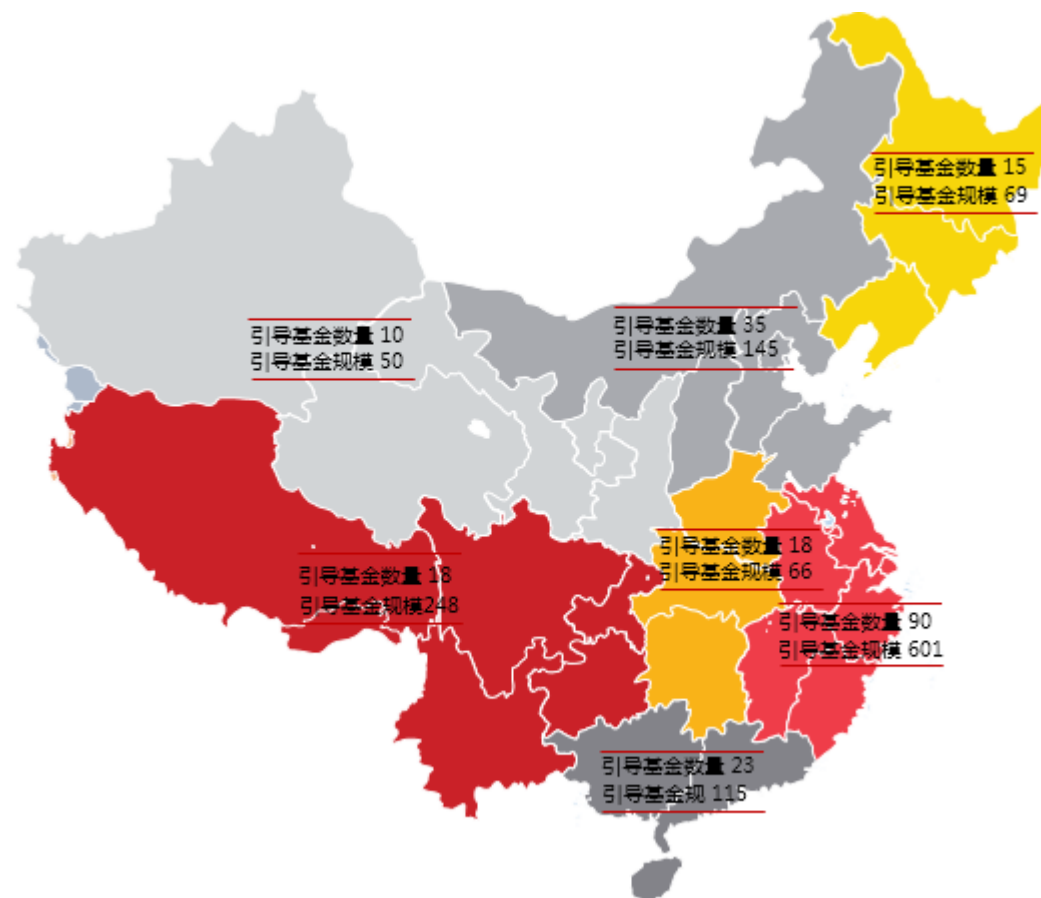


资料来源：CVSource, 2015

投中研究院整理, 2015.08

根据投中集团旗下金融数据产品 CVSource 统计显示，截至 2014 年底，国内共成立 209 支政府引导基金，目标设立规模达 1293.39 亿元，平均单支基金规模为 6.19 亿元。

图 25: 截至 2014 年底全国政府引导基金成立情况



资料来源: CVSource, 2015

投中研究院整理, 2015.08

3.2 政府引导基金的投资方式

目前来说, 我国引导基金的主要运作模式有参股、跟进投资、风险补助、融资担保及投资保障等。

阶段参股: 是引导基金目前的主要运作模式, 是指引导基金向创业投资企业进行股权投资, 并在约定的期限内退出, 主要支持发起设立新的创业投资企业。在该模式下, 引导基金按照创投母基金(FOFs)的方式运作, 与创业投资机构合作成立子基金, 然后子基金投向创业企业, 在此过程中, 引导基金不参与子基金的日常管理, 仅仅充当出资占股角色。子基金中引导基金的认购比例一般不超过 25%, 且不能成为第一大股东。该运作方式能够通过发起设立创业投资基金引导民间资本投资初创期企业, 从而起到政府资金的杠杆放大作用。

跟进投资: 是指对创业投资机构选定投资的初创期科技型中小企业, 引导基金与创业投资机构共同投资。一般来说, 创业投资机构在选定投资项目后或实际完成投资一年内, 可以申请跟进投资。引导基金应按创业投资机构实际投资额 50% 以下的比例跟进投资, 且每个项目投资额不超过 300 万元人民币。引导基金跟进投资形成的股权委托共同投资的创

业投资机构管理。

风险补助：是指引导基金对已投资于初创期科技型中小企业的创业投资机构予以一定的补助。《引导基金管理暂行办法》规定，引导基金按照最高不超过创业投资机构实际投资额的 5% 给予风险补助，补助金额最高不超过 500 万人民币。风险补助资金主要用于弥补创业投资损失。

投资保障：是指创业投资机构将正在进行高新技术研发、有投资潜力的初创期科技型中小企业确定为“辅导企业”后，引导基金对“辅导企业”给予奖励。《引导基金管理暂行办法》规定，引导基金可以给予“辅导企业”投资前资助，资助金额最高不超过 100 万元人民币，资助资金主要用于补助“辅导企业”高新技术研发的费用支出。

3.3 政府引导基金作为 LP 的优劣势分析

从 2002 年我国第一支政府引导基金成立，到今天成为国内人民币基金的重要 LP。投中研究院认为，政府基金的快速发展核心在于政府对科技企业的扶持向市场化方向转变。在这一理念的推动下，政府参与创业风险投资的角色正在逐渐转变——由直接投资者转变为间接投资者，通过设立创业投资引导基金，引导更多的民间资本进入创业投资领域，充分发挥政府财政资金的杠杆放大作用。

除了政府管理理念的转变推动外，政府引导基金的快速发展的另一大原因在于其本身作为出资人具有的竞争优势。这种竞争优势主要体现在两大方面：

一是不以盈利为目的。这对于基金管理机构和其社会 LP 具有较大的激励作用。目前，国内绝大多数引导基金都将“不以营利为目的”作为其运作的根本原则，即相对来讲政府引导基金作为 LP 成本低。如山东省省级股权投资引导基金在管理办法中提到：“子基金的年平均收益率不低于子基金出资时中国人民银行公布的一年期贷款基准利率的，引导基金可将其应享有子基金增值收益的 20% 奖励子基金管理机构。”

二是 VC/PE 机构可以借助政府引导基金拓展更多的资源。这些资源包括政府引导基金的信誉背书、地方政府的支持、借助政府获得金融机构的资金支持、政府掌握的项目资源、以及借助政府拓展 VC/PE 机构在当地企业的影响力等。

当然，“硬币总有正反面”。政府引导基金作为非完全市场化的 LP，在对 VC/PE 进行投资时也具有一些限制条件。这些限制条件主要包括：

(1) 参股基金的注册地与投资策略限制。出于“政府引导”目的，引导基金对于参股基金的注册及投资策略有诸多规定。多数引导基金要求参股基金在本地注册，部分地市级引导基金仅要求基金注册于本省。如上海市创投引导基金甚至要求新参股设立的创投基金规模不少于 2 亿元(种子期基金规模原则上不少于 1 亿元)。

(2) 参股基金的投资范围限制。首先在投资区域上，多数基金要求参股基金主要投资于本地辖区，要求投资比例不尽相同。如北京市中小企业引导基金要求投资于北京区域内创业期中小企业的资金额度不低于引导基金出资额的 2 倍；安徽省引导基金要求参股基金投向

安徽省早期创新型企业的投资比例不得少于年投资总额的 50%。

(3) 参股基金的投资阶段限制。投资阶段方面，引导基金作为政府服务功能的一个载体，其服务中小企业发展的政策导向十分明显，因此，多数引导基金对于其参股基金投资中小企业的比例有明确要求，比如江苏省新兴产业创投引导基金、浙江省创投引导基金等要求投资初创期创业企业的投资额比例不得低于全部投资额的 30%；湖北创投引导基金要求子基金投资于种子期、初创期、早中期投资对象的资金规模不得少于注册资本的 60%。

3.4 政府引导基金的发展判断

经过 13 年的快速发展，我国政府引导基金在制度建设和基金运作方面日益规范和完善。投中研究院认为，在全面深化改革和深入市场化的大背景下，政府引导基金也会向市场化方向发展，最终形成“政府服务+市场化”的运作理念。

所谓“政府服务”是指对于政府引导基金，尤其是地方政府引导基金，由于其反映了地方政府引导地方产业发展的意图，因此引导基金的地域投向和行业投向依然会受到一定的限制。但是，投中研究院预计，随着改革的深入，地方政府在政府引导基金中不再仅仅充当出资人的角色，而是会围绕所投的子基金提供全方位的服务。

例如哈尔滨市创业投资引导基金在多个层面协助子基金开展运作：如募资层面，依赖哈尔滨创投的背景将引进的子基金 GP 与哈尔滨市、大庆市、鸡西市上市公司及高净值个人对接，帮助子基金募资；投资层面，将哈尔滨市的特色优势产业如生物医药、生命健康、高端装备制造、绿色食品等领域的项目向子基金推荐，在股权融资达成的同时对接银行实现投贷联动。另外，引导基金还成立专门的服务平台，为子基金管理团队提供优质的本地化增值服务。

“市场化”是指政府引导基金将会在自身管理、基金筛选、激励机制甚至募资渠道等方面充分市场化。从而将基金交给专业团队管理，摆脱行政干预，用制度保障引导基金运作的公正、公开和透明。其主要包括三点：（1）产品化：包括募资多元化以及结合大资管趋势并利用多元金融工具，实现产品结构设计灵活化；（2）专业化：包括投资团队独立化，投资流程、运行体系制度化以及激励机制市场化；（3）产业化：结合优势重点产业投资，强化产业布局能力与项目跟投能力。

例如在募资多元化方面，元禾已成功引入国开行作为其管理的国创元禾母基金(50 亿元)、国创开元母基金(100 亿元)的出资人，这两支基金中主要出资结构为国开金融 50 亿、社保基金 50 亿、华为集团 5 亿元；另外如规模 5 亿元上海闵行区创业投资引导基金，其出资人也是由财政资金和社会资本共同构成。

4. 上市公司

4.1 企业投资者投资策略的演变

企业投资者是中国本土 LP 的主要组成部分，也是最活跃的参与者。截至 2015 年 6 月，投中集团下数据库 CVSource 共收录 7286 家 LP 数据，根据数据组成统计分析，企业投资者在境内 LP 群体中占比达 62%，依然是目前创业投资及私募股权投资基金募资的主要来源。

投中研究院认为，早期的企业投资者作为 LP 发起或者投资股权投资基金主要基于两点：一是基于自身主营业务战略考虑和产业链整合需要。如大型央企通过发起或投资较大规模的产业基金来作为自己的战略投资工具和资本运作平台。这方面的案例有航空工业集团发起设立的航空产业基金、大唐电信发起的物联网产业投资基金等。也有一些民营企业借助投资产业基金来获得政府的支持以及间接进入国家禁止或者限制民营资本进入的行业；二是在创业板推出带来的财富效应下，企业投资者尤其是民营企业投资者投资 VC/PE 来分享 Pre-IPO 策略带来的巨大收益。

2011 年硅谷天堂与大康牧业合伙成立产业基金开创“上市公司+PE”先河，这一模式迅速被上市公司和 PE 联手复制。2013 年至今，在国内 A 股 IPO 一度暂停或者发行缓慢的情形下，国内并购市场迎来新的发展阶段，并购数量和并购金额大幅攀升。伴随着中国并购市场的风起云涌，“上市公司+PE”式产业基金在并购的大潮中也进入井喷行情。与此相对应的是，企业投资者发起或投资股权投资基金也进入了一个新的阶段，“上市公司+PE”式产业基金成为企业投资者作为 LP 的主要形式。

4.2 “上市公司+PE”式产业基金的定义和分类

“上市公司+PE”式产业基金，是指 A 股上市公司与 PE 共同成立基金（基金形式主要为有限合伙企业，同时还有部分有限责任公司或者资产管理计划），用于对新兴行业或者固定项目进行股权投资，基金退出方式主要包括上市公司收购、IPO、股权转让、股权回购等多种方式。

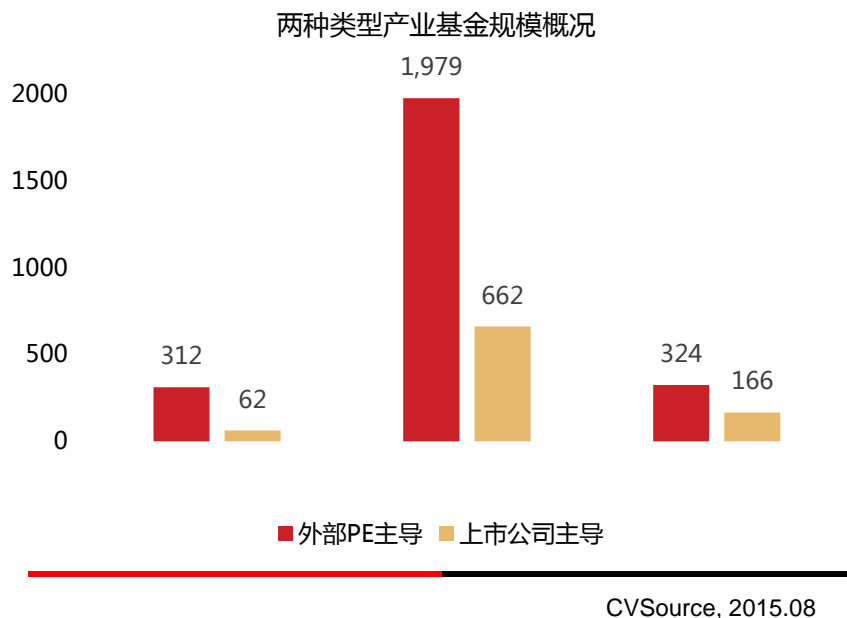
“上市公司+PE”式产业基金的投资主题包括创业投资、成长投资、并购、项目、房地产基金以及其他类别等。其中，“上市公司+PE”式产业并购基金最受市场关注。其简化的运作流程是：①上市公司与 PE 共同出资成立并购基金，PE 担任普通合伙人，上市公司为有限合伙人；②并购基金所需其余资金由 PE 负责向外部融资；③由 PE 主要负责并购基金的项目筛选调查、投资等资本运作；④待所投项目成熟时由并购基金转让给上市公司，从而完成获利退出。

投中研究院把上市公司参与产业基金分为两种，一种为上市公司主导，指所成立产业基金的基金管理人或者普通合伙人为上市公司或其旗下企业。在这种类型的“上市公司+PE”

的合作中，外部 PE 更多的是作为简单的融资方；另一种为外部 PE 主导，指所成立产业基金的基金管理人或者普通合伙人为与上市公司无关联的 PE 机构。在这种类型的合作中，外部 PE 作为产业基金的主导方，起到资源的整合作用。

据投中研究院统计：2014 年 1 月 1 日至 2015 年 6 月 30 日，共有 260 家上市公司与 PE 机构合作成立产业基金；从数量上看，占全部 2802 家 A 股上市公司的比例为 9.3%。期间，上市公司与 PE 机构宣布成立合作产业基金共计 374 支，基金目标规模 2640.16 亿元，上市公司拟出资金额 490.27 亿元。其中，外部 PE 主导的产业基金共计 312 支，基金目标规模 1978.50 亿元，上市公司拟出资金额 324.06 亿元。由此可见，外部 PE 主导的产业基金为“上市公司+PE”合作中的主体类型。

图 26：上市公司参与产业基金合作主导类型

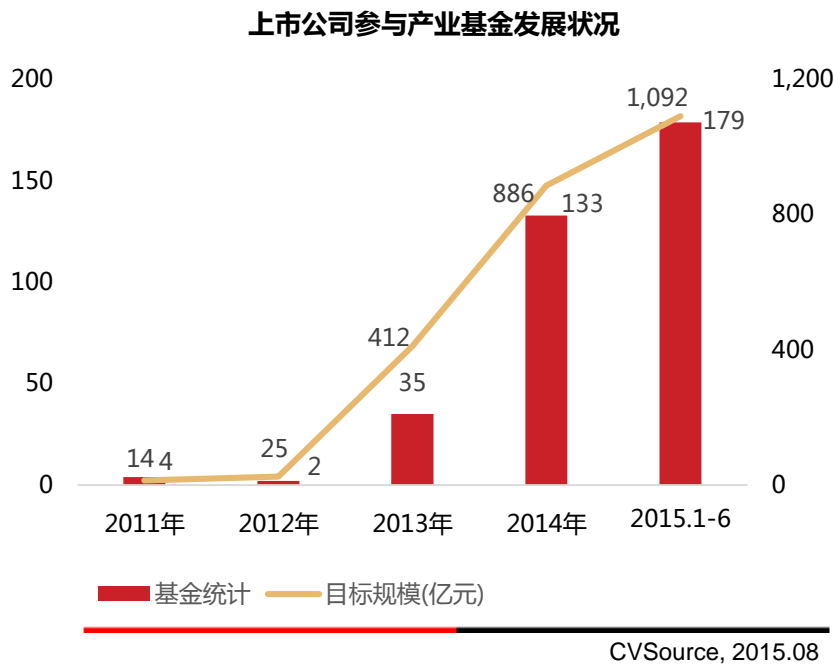


外部 PE 主导的产业基金为本报告的重点研究方向，本报告后续部分如无特别说明，所指皆为外部 PE 主导的产业基金。

4.3 “上市公司+PE”式产业基金的发展概况

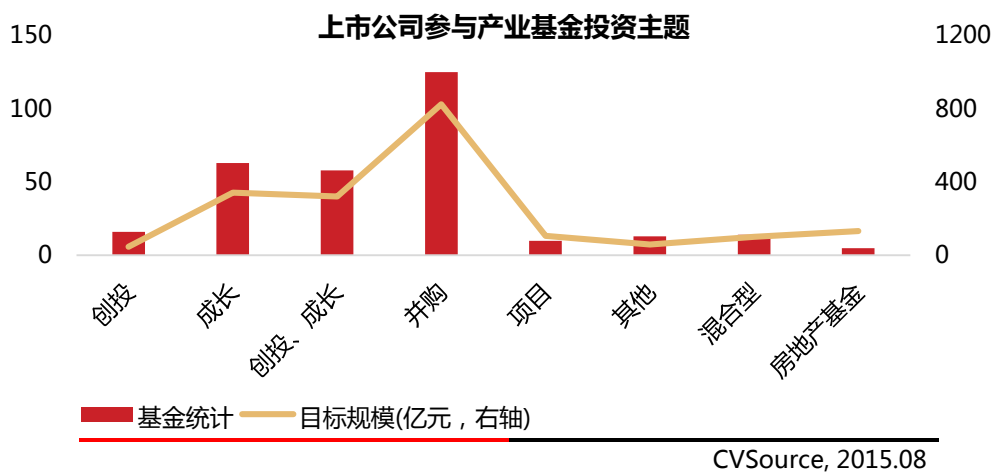
“上市公司+PE”模式的首次运用是 2011 年 9 月硅谷天堂在与大康牧业的合作中。之后，越来越多的上市公司开始与 PE 合作成立产业基金。自 2013 年起，开始进入“上市公司+PE”式产业基金的密集成立期，2014 年这一趋势更是达到井喷，2015 年已经成为了爆发之势。

图 27: 上市公司参与产业基金发展状况



从投资主题来看，在“上市公司+PE”这一模式中，无论基金宣布其定位是并购基金还是创投、成长基金，事实上，基金的首要目标都是围绕上市公司的收购战略，区分主要在于投资标的的发展阶段不同。此外，投中研究院认为还有两个亮点值得引起注意：一个是有部分基金将引入引导基金作为 LP，体现出上市公司、地方政府以及 PE 三者之间的共赢点。另一个亮点是有 7 支基金为新三板股权投资基金，专注于新三板的投资并购机会。

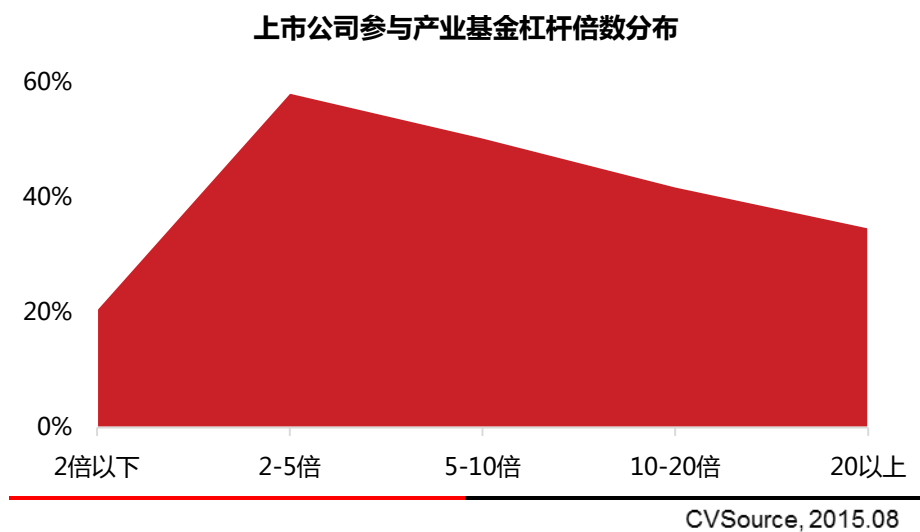
图 28: 上市公司参与产业基金投资主题



此外，在“上市公司+PE”模式中，上市公司主要以有限合伙人的身份进行出资，其余

资金一般由 PE 机构对外募集。换言之，“上市公司+PE”这一模式可以使得上市公司获得一定的资金杠杆用于产业并购。投中研究院根据“上市公司+PE”式产业基金的“总体目标基金规模与上市公司拟出资额的比例分布”和“上市公司参与产业基金的杠杆倍数分布”估算，“上市公司+PE”式产业基金的杠杆倍数在 5.5 倍上下。

图 29：上市公司参与产业基金杠杆倍数分布



4.4 “上市公司+PE”式产业基金的发展判断

投中研究院认为，“上市公司+PE”合作模式的爆发主要有两方面原因：

从上市公司层面看：

(1) 传统行业希望通过并购实现转型升级，新兴行业则希望通过并购掌握最新的技术、产业动态，实现产业链的完整布局；

(2) 2013、2014 年二级市场尤其是创业板和中小板的大牛市行情使得该板块上市公司的估值处在高位，从而推动上市公司通过并购享受一二级市场的估值差套利；

(3) 上市公司通过 IPO 或者定增等具有一定的资金储备，为并购提供支持。

从 VC/PE 层面看：

(1) IPO 发行率低，VC/PE 先期投资的大量项目面临基金到期、项目退出的压力，寄希望将项目出售给上市公司实现退出；

(2) 传统 PRE-IPO 投资失落，VC/PE 投资被迫转型，寻找新的投资方法；

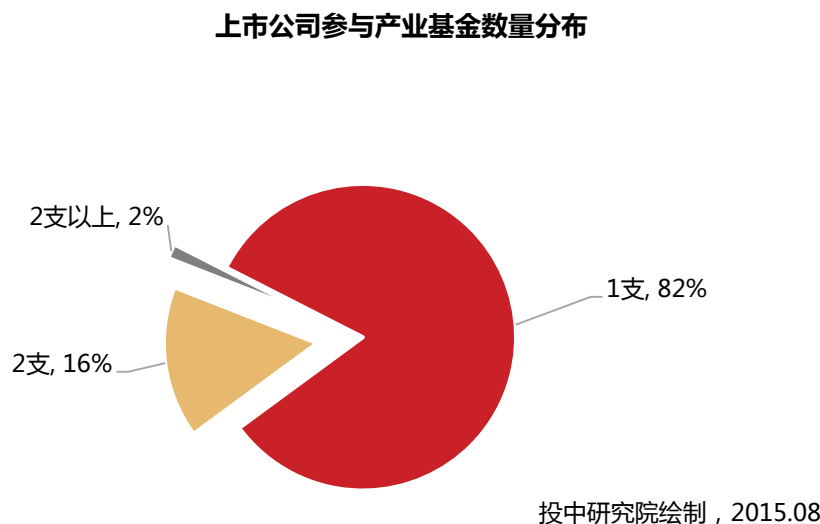
(3) VC/PE 募资困难，“上市公司+PE”这一模式由于有上市公司作为隐性背书，对外募资相对容易。

当然，在“上市公司+PE”这一模式的发展过程中也引来不少的质疑，如市场操纵、内幕

交易、利益输送等问题。同时，市场上也有声音认为随着注册制的实施，“上市公司+PE”这一模式也将逐渐冷却。

而根据投中集团旗下金融数据终端 CV Source 数据显示，2014 年 1 月 1 日至 2015 年 6 月 30 日，在上市公司与 PE 合作成立的产业基金中，有 82% 的上市公司仅成立了 1 支基金。对此，投中研究院认为，“上市公司+PE”作为一种新兴的合作模式，虽然在 2014-2015 年十分火热，但是对于参与成立产业基金的上市公司来讲，依然还处于学习尝试阶段，相关的操作运营尚未成熟，有的甚至只是炒作相关概念。

图 30：上市公司参与产业基金数量分布



对于“上市公司+PE”这一模式未来的发展，投中研究院认为，对于市场质疑的市场操纵、内幕交易、利益输送等问题，上市公司与 PE 机构在合作过程中将会强化信息披露。同时，随着注册制的推行以及 A 股市场对并购交易的估值趋于理性，“上市公司+PE”这一模式将会从火热甚至部分炒作阶段逐步过渡到健康发展阶段。在这一过渡的过程中，会有一部分基金仅仅只是宣布成立或签订合作协议而没有后续动作；会有一部分基金在投资后没有后续的并购动作；还会有一部分基金在并购投资项目后出现“消化不良”的现象。

所谓“健康发展阶段”是指，由于“上市公司+PE”这一模式可以同时解决上市公司通过并购实现产业整合的意愿和 PE 投资项目退出的困境，这一模式虽然会比现在的火热有所冷却但是前景依然值得期待。只不过上市公司与 PE 将真正围绕上市公司产业链整合、产业升级的核心诉求，通过“上市公司+PE”这一模式为上市公司创造价值，从而使得双方获得价值改变、价值提升以及价值创造带来的效益。

5. FOFs

5.1 FOFs 概述

母基金（Fund of Funds, FOFs），是一种以投资基金为标的的基金。FOFs 通过对私募股权基金进行组合投资而实现间接投资于企业。在私募基金行业的产业链中，FOFs 的位置介于 GP 与 LP 之间，对于产业链上游的 LP 来说，FOFs 是 GP，管理 LP 的资金、对 LP 负责；对于管理私募基金的 GP 来说，FOFs 是 LP，是基金的出资方、受益人。

FOFs 的作用主要有两个方面：一是帮助大的投资者投资小规模基金，从而达到节约成本和分散投资的效果；二是帮助小的投资者投资大规模的基金，从而达到投资知名 VC/PE 的门槛。

此外，除了直接投资于基金组合外，为了获得更好的收益，有些 FOFs 也会针对一些优质的项目进行适当跟投。

5.2 FOFs 的特点

FOFs 发源于上世纪 70、80 年代的西方，而大型的 FOFs 发展大致始于上世纪 90 年代。作为私募股权投资行业向专业化细分的产物，FOFs 是具有丰富经验的行业精英站在行业资源整合的最高端对行业资源进行资源优化配置的过程，其在基金的筛选、投资组合的分配与风险管理以及基金的监控等方面具有较高的专业化水平。

FOFs 的市场观测和基金筛选能力往往是其确立竞争地位的核心能力。这种专业能力依靠常年的积累以及系统化的工作积淀而成，因此其行业信息知识库和行业标杆数据库资源极少向外界透露。对行业一流基金的筛选能力是 FOFs 分界的基础，由于不受投资策略与行业的限制，FOFs 可以进入全部行业、全部区域和全部阶段的投资标的，借此 FOFs 享有可观的投资机会。

表 8：FOFs 要素介绍

要素种类		要素介绍
基金理念	机构目的	以投资收益最大化和风险最小化为目的
	设立方式和募资	商业机构设立 市场化募资
基金投资	基金筛选能力	对行业内所有基金的观测和跟踪，具有筛选出最优秀基金的能力
	投资行业	对于符合投资策略的基金和行业没有限制
	投资限制	一般仅受投资策略的限制，不受任何行业限制
	团队管理制度	市场化机制、市场化的治理结构
	投资方式	享有多样的市场化投资手段

	决策制度	市场化的决策体系
	激励机制	完全市场化激励
基金退出	退出机制	以收益最大化和业绩要求约束下的退出收益目标
	收益保底	基于市场的利益共赢和风险共担

资料来源：公开资料

投中研究院整理,2015.08

5.3 我国 FOFs 发展现状与未来发展趋势

我国 FOFs 自上世纪 90 年代的探索起步，后来经历快速发展阶段。如今，伴随着人民币私募股权基金的快速发展，我国 FOFs 产业链也日益完善，行业参与者明显增多，已经步入规范运作的阶段。目前，我国涌现出了一批出色的 FOFs，如歌斐资产、国创开元、盛世投资等。

表 9：中国部分活跃 FOFs 及其管理与投资情况

机构(FOFs)名称	管理基金	投资项目/投资方向
歌斐资产	歌斐诺亚景林 PE 三期一号投资基金、歌斐诺亚景林 PE 三期二号投资基金、歌斐阳光城海坤七号投资基金、歌斐阳光城海坤六号投资基金、歌斐阳光城海坤五号投资基金	红杉资本、鼎晖、达晨创投等；卧龙墨水湖
国创开元母基金	国创开元、国创元禾	国家重点支持的战略性新兴产业
江苏悦达善达	悦达集团、上海善达、清华控股	优先投资在盐注册的子基金和优质项目，关注节能环保、医药医疗、消费升级、现代农业及高科技行业等
金晟硕业	苏州金晟硕嘉创业投资中心、苏州金晟硕德创业投资中心、深圳金晟硕恒创业投资中心	中国石化销售有限公司 Pre-IPO 股权增资项目、新潮中宝（600208）定增项目
盛景嘉成母基金	盛景嘉成新三板母基金	启迪创投、赛富基金、东方富海、德同资本、创业工场、清控科创
盛世投资	多支盛世系母基金	新天域资本、联想投资、松禾资本、同创伟业、九鼎投资、青云创投、德同资本、君丰资本、启明创投、达晨创投、天图创投、长江国泓、达泰资本、钟鼎创投等
元禾辰坤	国创元禾母基金	软银中国、纪源资本、启明创投、方广资本等
紫荆资本	清华控股	发展能源环保、人居环境、医疗健康、先进制造等战略性新兴产业

资料来源：公开资料

投中研究院整理,2015.08

投中研究院认为，随着人民币基金管理团队的不断壮大，国内 LP 队伍不断增多，FOFs 也势必将更加活跃。目前来看，我国 FOFs 的发展已初具规模，形成了以下五点发展特征：一，低资金要求，高回报率；二，投资更加灵活化，募资更加畅通；三，风险进一步被分散；四，更加接近目标市场渠道；五，管理更加专业化。

以国内规模第一的市场化方式运作私募股权母基金机构——盛世投资为例，其管理资产规模 160 亿元，目前管理着多支盛世系母基金，成功完成了对联想投资、松禾资本、达晨创投等机构 70 多支子基金的投资，间接持有 1000 多家公司股权，在证监会排队系统等待上市企业中占有 8% 左右的市场份额。截至 2015 年初，已有 67 个项目实现退出，其中 10 家企业上市、2 家企业过会、12 家企业新三板挂牌，34 家企业已报会。

6. 高校教育基金会

高校教育基金会是由高校成立的依法盈利组织，属于非公募性质的基金。它通过资金募资和增值，为高校的发展提供资金支持。高校教育基金会的资金主要来源于社会捐赠、政府拨款，主要用于高等教育支出，包括学生奖学金、兴建实验室和教学大楼、科研经费等。

在欧美国家，高校教育基金会已成为大学获取资金的重要渠道，其投资运营模式已日趋成熟，资产配置体系也较为完善。如美国高校教育基金会的投资组合一般包括国内股票、国际股票、固定收益产品、另类投资、短期证券与现金资产等几种类型。

我国高等教育基金会起步较晚，1994 年清华大学教育基金会成立，之后高校教育基金会逐步发展起来。2004 年，国务院常务会议通过《基金会管理条例》，为高校建立教育基金会提供了法律依据。之后我国高校教育基金会进入迅速成长期。据基金会中心网数据统计，截至 2013 年 12 月，全国已有 405 所高校成立基金会，净资产总量达到 158 亿元。其中清华大学教育基金会、北京大学教育基金会、浙江大学教育基金会分别以 22.9 亿元、16.8 亿元、9.7 亿元的净资产位于高校教育基金会规模前三名。

由于高等教育基金会属于非公募基金，所以在投资上较少受到政策限制，可以投资股票、债券、股权基金等。但是由于我国高校教育基金会普遍规模较小，且基金会管理模式以行政管理为主、运作及组织机制不健全，也没有专业的投资团队，导致基金会的资产配置偏于保守，在基金的资产配置中偏向于传统的银行存款和国债，使得基金投资收益率低，资产保值增值能力差。因此，将基金交给专业的投资人来打理，获得长期较高的收益率，从而使基金可以长期持续运营下去，对高校教育基金会来说是一个较好的选择。

目前，我国已有高校教育基金会在尝试投资 VC/PE。如复旦大学教育基金会向鼎晖一期投资 2000 万元；清华大学教育基金会向南华创业投资基金投资 2000 万元。2009 年 11 月，启迪创投与清华大学教育基金会签约，成为国内首家获得大学捐赠基金注资的创投机构，启迪创投也顺势成为首个国内大学基金会控股的创投。

表 10：高校教育基金会投资 VC/PE 列表

基金会名称	时间	投资基金名称	基金管理人	基金规模 (亿元)	承诺投资额 (亿元)
复旦大学教育基金会	2008 年	鼎晖一期	鼎晖投资	31.9	0.2
	2009 年	南华创业投资基金	海南南华汇金创投	10	0.2
清华大学教育基金会	2009 年	启迪创投			N/A
	2014 年	江苏人才创新创业基金	毅达资本	1.5	N/A
北京大学教育基金会	2013 年	北京润信鼎泰投资中心（有限合伙）	中信建投资本	3.9	0.8

资料来源：公开资料

投中研究院整理,2015.08

总体来看，我国高校教育基金会规模普遍偏小。从 2013 年末的净资产规模来看，教育基金会规模超过 5 亿元的仅有清华、北大、浙大、南京大学和上海交大 5 家机构。因此，减去基金会正常的支出，以及保障基金安全而投资的银行存款、国债外，可用于另类投资或者 VC/PE 的可投资金额非常小，有些甚至达不到机构投资人的最低承诺要求。因此，目前来看，为数不多的大型高校教育基金会出于自身资产配置的需求，可以成为 VC/PE 考虑的潜在机构投资人。

7. 通道业务（高净值个人）

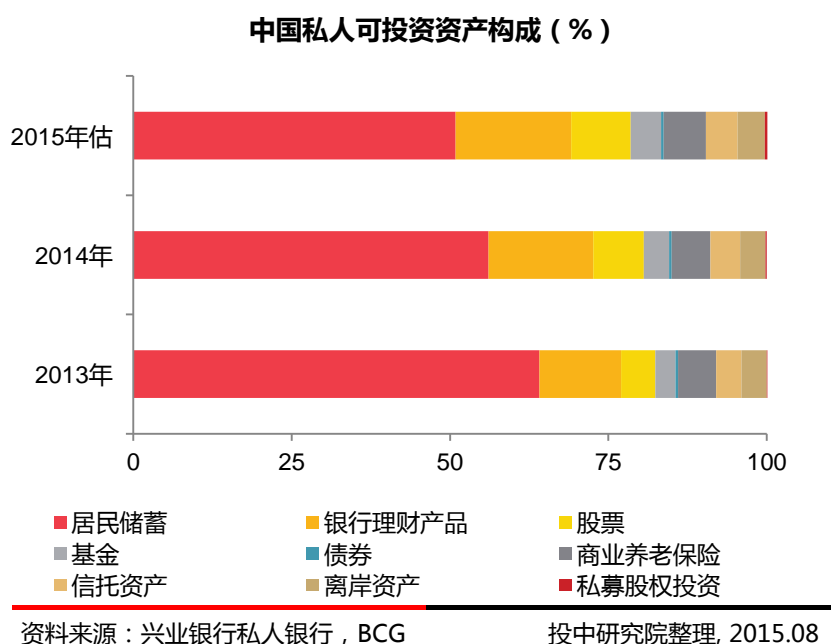
7.1 高净值个人

机构投资者是私募股权基金管理人募资时的重要发展对象，尤其对于社保、保险这种长期、稳定、大体量的资金，更是基金管理人倍加青睐的募资对象。但是，好资金总是“狼多肉少”，除了少数的基金能够获得社保、保险的注资外，基金总会存在较大的募资缺口。而随着私募股权投资机构管理基金规模越来越大以及拓展并购基金、收购牌照业务等新业务的拓展，这个资金缺口会更大。此时，高净值个人成为填补这个缺口的重要力量。尤其对于一些中小型基金或者新设立基金来说，由于较难争取到机构投资者，高净值个人甚至成为基金募资的主体。

投资 VC/PE 的高净值个人主要为企业家、中小企业主、企业高管以及一些富裕家庭等。这类群体有些是在创业过程中获得过 VC/PE 的投资，因此对私募股权基金比较了解；有些则是出于资产配置的需求，希望通过另类投资来博取一定的高收益。当然，A 股二级市场的走牛和 IPO 的重启会增大高净值人群对于 VC/PE 的投资力度，以此来分享股权造富的时代。

根据兴业银行私人银行与 BCG 联合发布的《中国私人银行 2015》报告，2015 年估计中国私人可投资资产总额达 108 万亿元，其中高净值家庭占比为 41%。在可投资资产的资产构成方面，该报告预计 2015 年私募股权投资的占比将由 2013 年的 0.1% 提升为 0.4%。鉴于高风险、高门槛和长周期等特点，私募股权投资主要限于超高净值人群的投资品种。

图 31：中国私人可投资资产构成（%）



由于高净值个人作为 LP 的弱点是单体资金量小且资金稳定性差，对于 VC/PE 来说如果自己开发渠道来拓展高净值客户则具有较高的成本。而对高净值客户群体来讲，由于单体对 VC/PE 的认知有限，对 VC/PE 的募资信息也较为缺乏，因此也需要有特定的渠道或平台来与 VC/PE 对接。在这样的背景下，高净值个人与 VC/PE 的对接平台或者通道业务应运而生。

7.2 通道业务迎来“大资管时代”

高净值个人与 VC/PE 早期的对接平台主要有 VC/PE 自建的一些理财中心、商业银行理财中心、私人银行以及第三方理财结构等。这些通道业务主要承担的是融资中介的功能，有些如商业银行理财中心、私人银行会承担一部分 FOFs 的功能，包括前期对基金进行尽职调查等。

2012 年以来，随着监管部门针对资产管理市场出台一系列“新政”，券商、基金、保险等金融机构纷纷进入资产管理市场，中国资本市场也迎来“大资管时代”。在“大资管时代”，由于各类金融实体开展的资管业务基本趋同，因此所有金融行业包括银行、信托公司、第

三方理财、券商资管、保险资管、基金专业子公司等各金融机构在同一平台上、在跨资产管理领域展开了激烈的竞争。

投中研究院认为，通道业务向“大资管时代”的转变对私募股权基金来说带来更多的机会与挑战。

从机会层面来看：

(1) VC/PE 的募资来源将会多元化，资管将会成为重要募资来源。作为两大难题，募资和退出一直是困扰 VC/PE 发展的瓶颈。在新的环境下，VC/PE 除了将积极拓展社保、保险等大型机构投资者外，资管业务由于覆盖客户群体多、可引入社会资金量大，将成为 VC/PE 的重要合作对象和募资来源，募资成本也将相应地降低。

(2) 产品设计将会更具创新性。针对不同客户个性化的财富管理需求，利用资管平台在募资阶段和投资阶段进行创新性的基金结构设计以及募资、投资甚至退出方案。通过各种资管平台的合作，将会使 VC/PE 在投资的阶段不再局限于传统的方法，而更具有开创性和选择性。

从挑战层面来看：

在“大资管时代”的背景下，传统的私募股权基金也在向大资管平台转型。典型的如九鼎投资，在短时间内迅速拿下公募基金、证券公司的牌照，并逐步拓展到个人风险投资、互联网金融、国际基金以及将要拓展的保险、民营银行领域。必然的，向大资管平台的转化将引起 VC/PE 与其他资管平台的竞争。投中研究院认为，在这种大时代的浪潮下，传统的通道业务或牌照业务已失去优势，谁能紧紧把握客户在资产配置方面的个性化核心需求，为客户提供更优的价值创造和价值增值能力，谁将会激烈的竞争潮流中脱颖而出！

8. 新三板——募资中的新变量

在传统的私募股权基金中，“募、投、管、退”可以说是 VC/PE 资本运作的标准流程，LP 是私募股权基金的资金来源。然而，这一经典的业务模式将被新的重要变量打破。这是变量便是——新三板！

2014 年 4 月九鼎投资挂牌新三板，成为首家新三板挂牌 PE 机构。此后，九鼎投资借助新三板展开一系列资本运作，一再刷新市场对 PE 机构的重新认知。在此强烈的示范效应下，包括中科招商、硅谷天堂、同创伟业等国内 PE 机构也开始纷纷挂牌新三板。

投中研究院认为，新三板解决了 PE 机构融资和退出的核心诉求，借助新三板资本市场打造大资管平台是 PE 机构挂牌的核心动力。以九鼎投资为例，2014 年 2 月，九鼎投资通过定增募集 35.37 亿元；2014 年 6 月，通过定增募集 22.5 亿元。2015 年 5 月 19 日，九鼎投资发布公告，拟增发股票 5 亿股，募集 75-125 亿元。正是由于通过新三板募资到充沛的资金，才有后面九鼎投资围绕大资管平台的一系列资本运作。

那么问题来了，随着新三板挂牌 PE 的日益增多，新三板将会对私募股权基金以及 LP 产生怎样的影响？或者说在新的形式下，VC/PE 还有向 LP 募资的必要吗？

对此，投中研究院判断，在新的形势下，VC/PE 的募资将呈现多元化的趋势，其中资本市场融资、机构投资者将成为主力资金来源。

由于新三板解决了私募股权投资机构融资和退出的核心功能，可以说挂牌新三板的 VC/PE 机构更换了新的操作系统，已不再仅限于单纯的股权投资范畴，而是快速打造大资管平台。在九鼎投资的示范效应下，国内 VC/PE 机构将跑步挂牌新三板。从博弈的角度看，越是挂牌晚的 PE 机构在投融资上越将处于不利的位置。

同时，投中研究院认为，在新三板这个大变量的影响下，我们对于 PE 机构的认知需要摒弃旧思维，采用新视野。VC/PE 机构不再是单纯的股权投资机构，而是一个像正常上市公司一样具备在资本市场融资、退出功能的金融平台。在此模式下，股权投资只是其众多业务的一部分，其他如证券、基金、保险、互联网金融等都将是具有潜力的拓展方向，而金融综合服务能力将成为其决胜的关键！

第三部分 海外机构 LP 分类解析

据韬睿惠悦和《金融时报》联合发布的《全球另类资产调查》显示，2014 年，全球 100 强另类投资管理公司管理的资产总额已经达到了 3.5 万亿美元（2013 年为 3.3 万亿美元）。其中，养老金资产在前 100 项另类管理公司资产中占有三分之一（33%），然后是财富管理公司（19%），保险公司（8%），主权财富基金（5%），银行（4%），母基金（3%），捐赠和基金会（2%）。

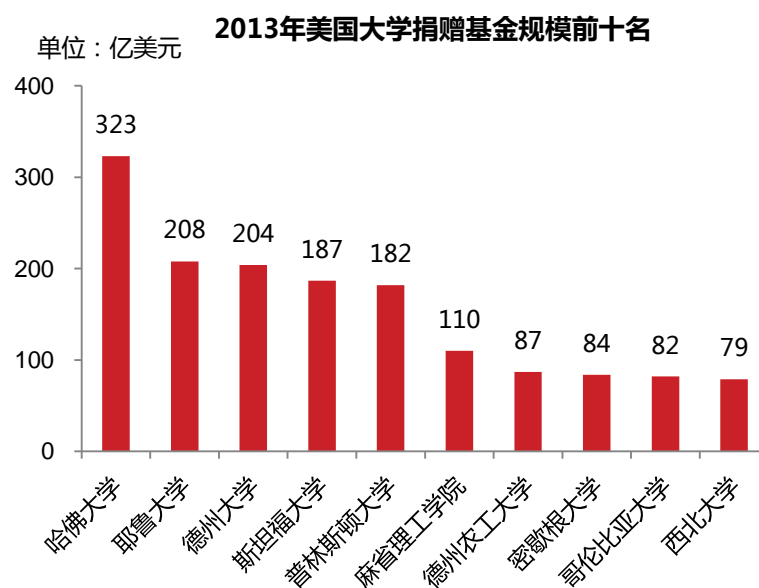
与中国本土 LP 相比，海外机构 LP 由于已经历长时间的发展和多个经济周期，在基金的管理上更具有经验和系统化、科学化，更看重所投基金的稳定和合规。与之相对应，中国本土 LP 由于发展时间短，在操作上更加灵活，对回报更加看重。

了解海外机构 LP 的投资模式，不仅可以学习其系统地资产配置策略，且有利于国内基金在募资时更好地与海外机构 LP 对接。本部分重点介绍海外机构 LP 中的大学捐赠基金、养老金、家族基金和 FOFs。

1. 大学捐赠基金

对于海外尤其是美国的高校来说，捐赠基金是大学赖以生存和发展所必备的条件。根据 NACUBO（National Association of College and University Business Officers）对美国 835 所高校的调查统计显示，截至到 2013 年，美国高校的捐赠基金资产总额为 4480 亿美元。

图 32：美国大学捐赠基金规模前十名



资料来源：公开资料

投中研究院整理, 2015.08

对于大学捐赠基金来说，David F. Swensen 和他创建的“耶鲁模式”可以说改变了整个捐赠基金的资产配置策略。

1.1 耶鲁捐赠基金

1.1.1 耶鲁捐赠基金资产配置策略

1970 年至 1982 年，耶鲁捐赠基金年均净收益率仅为 6.5%。1985 年，在导师托宾和当时耶鲁大学教务主任的大力举荐下 David F. Swensen 放弃薪资优厚的华尔街工作返回母校并担任耶鲁投资办公室（YIO）的首席投资官至今。自此，耶鲁大学捐赠基金依靠非传统的投资方式取得了卓越的投资业绩。

耶鲁捐赠基金 2014 年度报告显示，截至 2014 年 6 月 30 日，耶鲁捐赠基金规模为 239 亿美元。在 2014 财年，耶鲁捐赠基金为整个耶鲁大学提供了 10 亿美元的营收，占其总营收比例为 33%。2014 财年，耶鲁捐赠基金的收益率为 20.2%，过去 20 年的年均收益率为 13.9%。耶鲁捐赠基金将这优异的长期业绩归因为遵守纪律的差异化资产配置策略和卓越积极的管理成果。

耶鲁捐赠基金利用均值方差分析和主观的市场判断来确定资产构成比例。其目标长期收益率为 6.3%(扣除通胀后)，风险(收益率的标准差)为 15.0%。耶鲁捐赠基金七大类资产以其对如经济增长、物价上涨或利率变化等经济条件的预期应变的差异而被区分定义，并且通过对其风险调整后的收益与相关性在投资组合上进行加权。耶鲁捐赠基金结合了资产类别这样一种方式，依据基础的多样性与流动性限制为一定风险水平提供更高的预期收益。2014 财年，耶鲁捐赠基金的实际资产组合的预期长期收益率为 6.2%，风险为 14.8%。

表 11：耶鲁捐赠基金的资产配置类别

资产类别	2014 年实际权重	2014 年目标权重	2004-2014 年均收益率
绝对收益策略	17.4%	20.0%	9.0%
国内股票	3.9%	6.0%	12.0%
固定收益	4.9%	5.0%	3.6%
国际股票	11.5%	13.0%	18.0%
自然资源	8.2%	8.0%	16.5%
私募股权	33.0%	31.0%	15.4%
不动产	17.6%	17.0%	6.6%
现金	3.5%	0.0%	N/A

资料来源：耶鲁捐赠基金年报

投中研究院整理,2015.08

David F. Swensen 在其著作《机构投资的创新之路》一书中论述了“耶鲁模式”的投资策略，主要包括三个部分：equity-orientation、well-diversification、active-management。耶鲁大学对通胀的脆弱性进一步引导其投资份额偏近股权性远离固定收益性。耶鲁捐赠基金认为，另类资产由于其本身的特质往往比传统有价证券更低效定价，通过主动管理为市场低效性的利用提供了机会。耶鲁捐赠基金的长期时间跨度很适合应用流动性差、低效的市场如风险投资、杠杆收购、石油天然气、木材与房地产。因此，耶鲁捐赠基金 95% 的投资份额是针对投资在通过增持国内外证券、绝对回报策略、房地产、自然资源和私募股权而预计产生股权偏好回报的资产。

1.1.2 耶鲁捐赠基金对 PE 的资产配置策略

PE 投资业务是耶鲁捐赠基金所有资产中收益率最高的资产，也是目前七大资产业务中所占权重最高的资产类别。在过去 20 年，耶鲁捐赠基金的 PE 投资业务年化收益率高达 36.1%。

耶鲁捐赠基金的 PE 投资业务包括 VC、PE 以及 LBO。耶鲁大学 31.0% 的私募股权投资分配目标远远超过了 10.0% 的平均教育机构的实际分配。对于 PE 投资业务的高比例资产配置，耶鲁投资办公室认为 PE 投资提供了非常有吸引力的长期风险调整后的回报。这种回报主要源于两点：（1）PE 资产会系统性地因为流动性差而被打折出售。耶鲁捐赠基金作为永久性的基金，其对非流动性的承受能力要高于大部分投资者，可以享受这一“流动性溢价”。（2）PE 市场由于流动性差导致资产定价往往并不有效，这就为管理者通过积极管理获得更高的收益率提供了空间。尤其对于 LBO 投资业务来说，与其他机构倾向于通过改善企业资本结构不同，David F. Swensen 更倾向于在更低的杠杆下通过管理人积极改善企业的运营情况来获得可观的投资收益。因此，耶鲁投资办公室更偏好能够进行积极管理的中小型 LBO 公司。

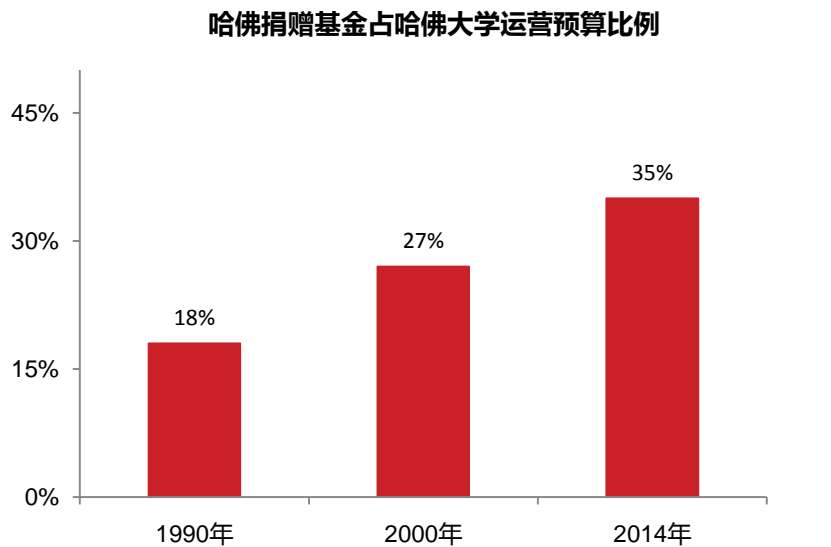
耶鲁投资办公室只是确定具体的资产配置比例，具体的投资策略的制定和执行，是由投资办公室甄选出来的 PE 基金管理人来操作。由于信奉在定价有效性越差的市场中越是积极管理，越能获得更高收益，因此耶鲁投资办公室在选择 PE 基金管理人时将所投资企业创造价值视为一个重要标准。同时，耶鲁投资办公室偏好由雇员拥有的公司作为基金管理人。其他选择标准包括：拥有完整而健全的投资哲学；优秀的投资记录；一流的组织管理，可持续的竞争优势；严格的投资程序；出众的自下而上研究能力。

1.2 哈佛捐赠基金

根据 2014 财年报，截至 2014 年 6 月 30 日，哈佛大学捐赠基金资产规模总计 364 亿美元，收益率为 15.4%，超出了策略投资组合基准 82 个基点。在过去五年中，哈佛管理公司（HMC）为哈佛大学贡献了总额 116 亿美元的现金，为哈佛大学的学术、财政、研

究提供了有力的财务支持。在过去四十年中，HMC 为哈佛大学贡献了 232 亿美元。哈佛大学通过哈佛捐赠基金而募集的资金在年度运营预算的占比逐年增加，现在已达约 35%。

图 33：哈佛捐赠基金占哈佛大学运营预算比例



资料来源：哈佛捐赠基金年报

投中研究院整理, 2015.08

策略投资组合是一个由哈佛管理公司与董事会为符合哈佛大学需求而制定的由不同资产组成的长期目标投资组合。哈佛管理公司董事会与管理层协同合作使得策略投资组合的资产分配实现三个目标：投资组合增长、充足流动性和适度地风险管理。2015 财年与往年策略投资组合数据如下表所示：

表 12：2015 财年与往年策略投资组合

资产类型	2015 年策略组合	2014 年策略组合	2008 年策略组合
国内股权	11%	11%	12%
外国股权	11%	11%	12%
新兴市场股权	11%	11%	10%
PE	18%	16%	11%
股权合计	51%	49%	45%
公共品	0%	2%	8%
自然资源	11%	13%	9%
房地产	12%	10%	9%
不动产合计	23%	25%	26%
绝对回报策略	16%	15%	18%

固定收益	10%	11%	16%
现金	0%	0%	-5%
合计	100%	100%	100%
预期长期收益	7.4%	7.2%	6.9%

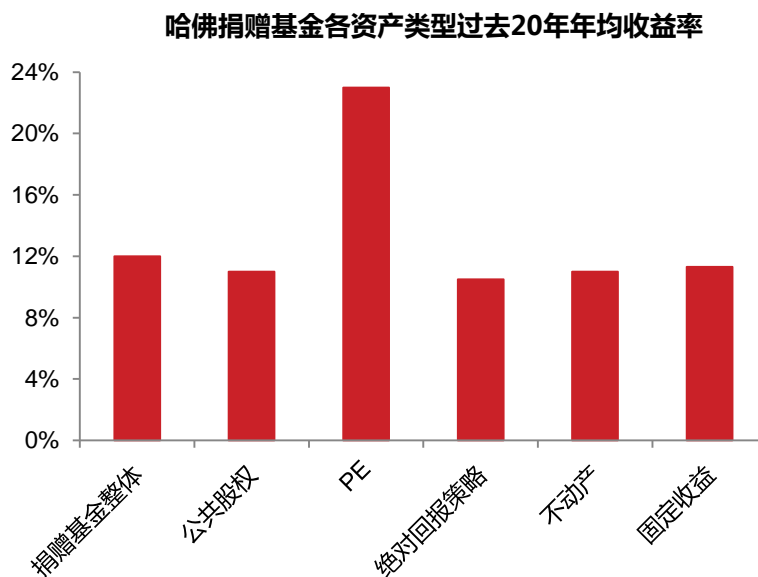
资料来源：哈佛捐赠基金年报

投中研究院整理,2015.08

2015 年 PE 投资在策略投资组合中增加主要是出于两方面原因：（1）哈佛管理公司认为对这一类资产有针对性和明智的敞口能够获得更高的收益。（2）在过去五六年里哈佛捐赠基金的投资组合受到流动性制约，而现在捐赠基金的流动性得到提升，允许其策略性地提高非流动性资产的投资比例。由于 PE 投资市场现今的行情有些火热，因此 HMC 将会根据时间来进行这一资产配置。也许，近期内对 PE 的投资在它份额增加前减少对这一类资产的配置。

由于投资组合的演变，哈佛捐赠基金的投资业绩驱动也得到了发展。在过去二十年时间里，PE 投资成为哈佛捐赠基金投资组合回报的主要贡献类别，而在过去的十年时间里捐赠基金的业绩驱动则分布较均匀。

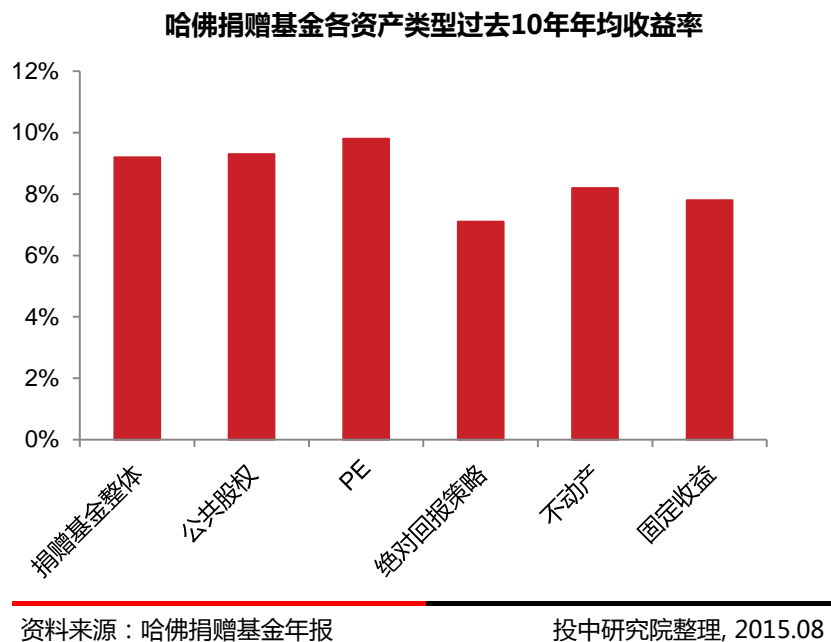
图 34：哈佛捐赠基金各资产类型过去 20 年年均收益率



资料来源：哈佛捐赠基金年报

投中研究院整理, 2015.08

图 35: 哈佛捐赠基金各资产类型过去 10 年年均收益率

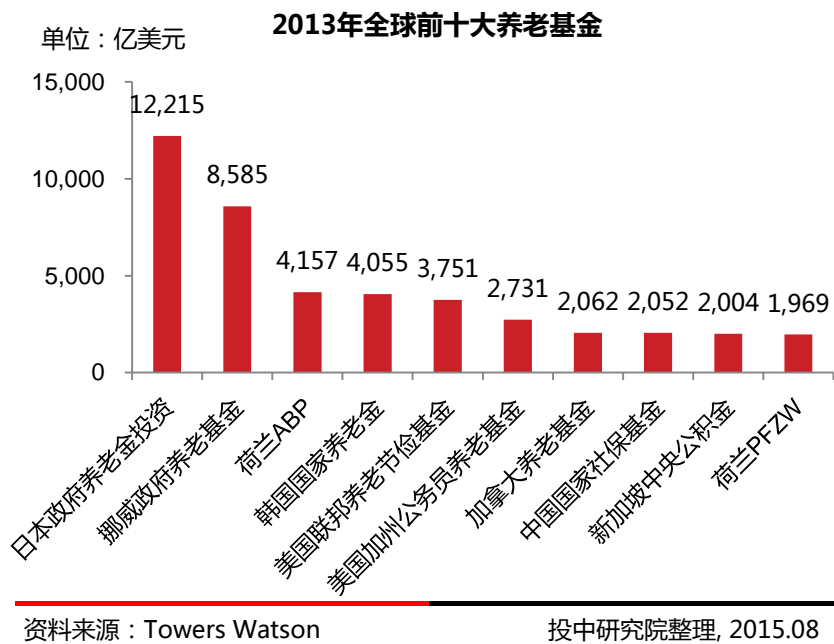


2014 财年，哈佛捐赠基金的 PE 投资业务总收益率为 20.3%，低于目标组合基准 130 个基点。其中，VC 投资业务（大约占捐赠基金 PE 投资整体的 1/3）在 2014 财年表现优异，达到了 32.8% 的总收益，超过目标组合基准 1030 个基点。哈佛大学捐赠基金将会继续专注于把投资组合建立在与顶级基金管理公司的一系列关系上。

2. 养老金

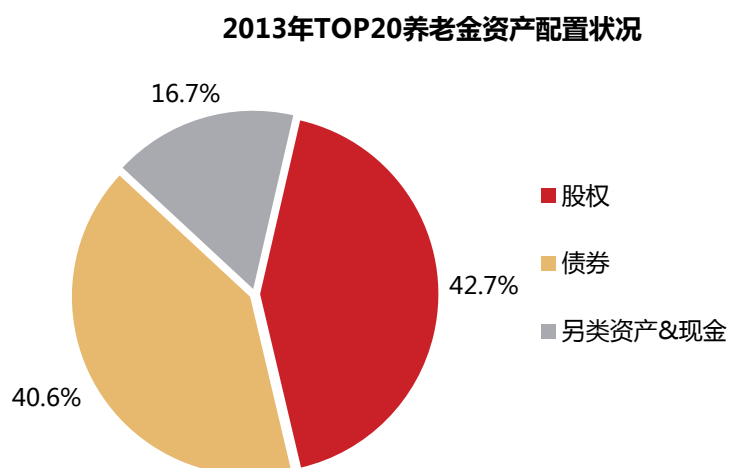
根据韬睿惠悦与 Pensions & Investments 的调查显示，2013 年，世界最大的 300 个养老基金总资产额增长了 6%，创下 14.9 万亿美元的新高。在 300 支基金中，美国以 36% 的占比排在首位；日本以 14 支基金、13% 的市场份额位列第二。其主要得益于日本政府养老投资基金，该基金连续十年在基金排名中高居榜首，2013 年资产规模达 1.2 万亿美元。

图 36: 2013 年全球前十大养老基金



在资产配置方面，在 300 强养老金中，TOP20 的资产配置简单平均值为：42.7%配置股权、40.6%配置债券、16.7%配置另类资产以及现金。

图 37: 2013 年 TOP20 养老金资产配置状况



2.1 加州公务员退休基金 (CalPERS)

2.1.1 CalPERS 概况

加州公务员退休基金 (CalPERS) 是美国最大的公共养老金。CalPERS 总部设立在 Sacramento, 为超过 170 万的群众以及 3093 所学校以及员工提供退休以及健康福利服务。根据 2014 财年报告, 截至 2014 年 6 月 30 日, 其管理的公共退休金资产价值已超过 3000 亿美金, 投资回报率水平为 18.4%。总体来看, 基金规模由在 2009 年全球金融危机时的 1640 亿美金增长了将近 83 个百分点。CalPERS 过去 20 年的年均投资收益率为 8.5%。

CalPERS 管理的基金主要包括两类: 受托基金和自营基金。受托基金包括: 公务员退休基金 (PERF)、立法委退休基金 (LRF)、法官退休基金 (JRF)、法官退休基金 II (JRF II), 国家和平行政人员和消防员贡献基金 (SPOFF)、公共机构延期补偿基金 (DCF)、补充捐赠计划基金 (SCPF)、加州雇主退休福利信托基金 (CERBTf) 和福利替换基金 (RBF); 自营基金包括: 合并后的公务员健康护理基金 (HCF)、公务员应急储备基金 (CRF) 和公务员长期保障基金 (LTCF)。

在 CalPERS 管理的基金中, 资产规模最大的为公务员退休基金 (PERF)。PERF 为加州公务员、学校和公共机构工作者退休人员提供福利保障。其募资来源于雇主和员工的贡献和投资收益。截至 2014 年 6 月 30 日, PERF 净资产为 3017.6 亿元。2014 财年, 得益于全球股票市场和不动产市场的强大收益, PERF 取得了 18.4% 的收益率。

2.1.2 PERF 的资产配置策略

CalPERS 管理委员会为 PERF 设定的基金长期预期收益率为 7.5%, 以满足现期和长远的支出需求。从 2012 年起, CalPERS 管理委员会将资产负债管理 (ALM) 作为基金管理的重要策略。CalPERS 投资办公室、精算办公室、和金融办公室协力做出一个资产与负债的综合性观点使基金系统的财务风险能够更加容易的被理解、传送和管理。

资产负债管理 (ALM) 理念发轫于 2012 年, 在 2013 年 11 月投资决策委员会讨论 CalPERS 的投资信条时达到高潮。这些投资信条包括“负债必须影响资产结构”、“战略性资产分配是考虑风险与回报后投资组合的主要决定因素”、“CalPERS 只有在有强烈的回报预期的情况下才可以承担风险”、“CalPERS 所面临的风险是多方面的, 通过跟踪错误并不能够完全将其规避”等。通过平衡资产和负债从而实现风险控制, 资产负债管理 (ALM) 专注于投资、精算政策以及关键决策因素从而在稳定雇主比率和其波动率的前提下达到最佳的资产配置。

资产负债管理这一策略力求平衡资产与负债从而达到未来基金风险水平的均衡。首期资产负债管理结束于 2014 年 2 月, CalPERS 管理委员会在保持 7.5% 的长期预期收益率的基础上, 通过适度的改变资产分配组合来降低投资风险。

基于资产负债管理（ALM）的过程，2014 年 2 月资产管理委员会通过了战略性资产配置目标，于 2014 年 7 月 1 日生效。2014 年 5 月，委员会通过了向战略性资产配置目标过渡的 2 年期目标，如下表所示：

表 13: PERF 目标资产配置变化状况

资产类别	过渡期目标配置比例	新的战略性配置比例	当前配置比例	变动
全球股票	51%	47%	50%	-3%
全球固定收益	19%	19%	17%	2%
通胀敏感类资产	6%	6%	4%	2%
PE	10%	12%	14%	-2%
不动产	10%	11%	9%	2%
基础设施&林业	2%	3%	2%	1%
流动性资产	2%	2%	4%	-2%

资料来源：CalPERS 年报

投中研究院整理,2015.08

CalPERS 投资项目的总目标是给成员和受益者提供法律所规定的福利保障。CalPERS 已经设立了相应的投资政策来保障其获得一个长期的总回报。为了符合长期投资目标，CalPERS 通过广泛地多样化资产配置来谨慎承担风险，同时最大程度地降低一些投资项目中短期损失的影响。具体的投资收益率，如下表所示：

表 14: PERF 资产收益率概况

资产类别	1 年期 年均收益率	3 年期 年均收益率	5 年期 年均收益率	10 年期 年均收益率
基金总收益	18.4%	10.4%	12.5%	7.2%
公开市场股票	24.8%	11.3%	15.6%	7.6%
PE	20.0%	12.8%	18.7%	13.3%
全球固定收益	8.3%	6.3%	9.2%	7.0%
不动产	13.4%	12.4%	0.8%	3.7%
流动性资产	0.6%	1.5%	1.0%	2.3%
通胀类资产	8.3%	2.8%	6.2%	-
绝对收益策略	7.1%	3.9%	5.6%	4.8%

资料来源：CalPERS 年报

投中研究院整理,2015.08

2.2 加州教师退休基金 (CalSTRS)

2.2.1 CalSTRS 概况

加州教师退休基金 (CalSTRS) 成立于 1913 年, 是世界上最大的教育者养老基金, 截止 2014 年 6 月 30 日共有净资产 1905 亿美元。加州教师退休基金负责管理加州 879329 名从幼儿园、学前班到社区大学的公立学校教育工作者的退休、残障、遗属福利与抚恤金。作为加州教育法的一部分, 《教师退休法案》是加州教师退休基金为了其管理而设立的方案。这一法案设立了会员人数、雇主和州的缴纳率。截止 2014 年 6 月 30 日, 加州教师退休基金成员包含了来自大约 1700 个学区、社区大学区域、县教育局和地区的教育工作者。会员的跨度从新晋的教育工作者到退休教师, 都享受几十年来教育的成果。

在成立的 102 年的时间里, 加州教师退休基金经历了一系列金融市场的大风大浪。在资金上的不足往往超过固定福利保障计划。直到 1972 年, 加州教师退休基金在即收即付的原则上展开运营。

根据加州法律, 固定福利保障计划 (DB Program) 的来源除了国家普通基金和其它资源的贡献外, 还有成员以及雇主收入按比例缴纳的一部分。加州教师退休基金的投资收益能够冲抵掉基金项目管理费和福利保障募集的额度。不像加州大多数其它的养老金计划, 董事会并不具有提高缴纳率的权力。因为缴纳率是由法律成文规定的, 所以只有州长或者立法机关才有对其调整的权力。

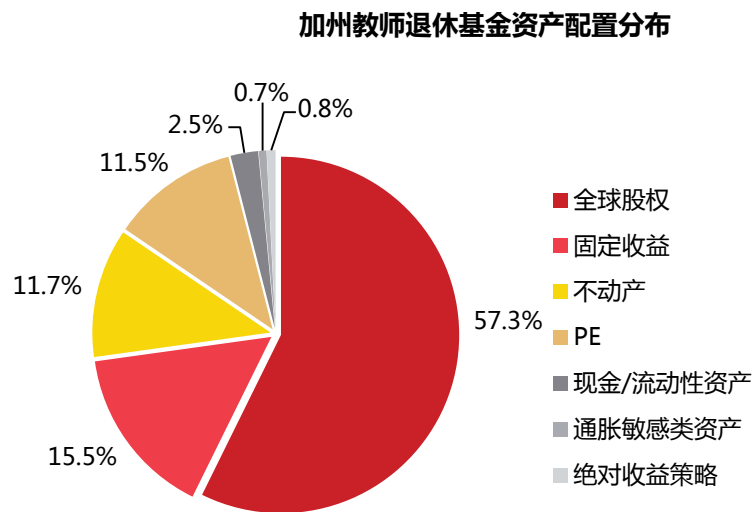
自 1984-85 年以来, 投资回报将近贡献了 62% 的退休福利保障。加州教师退休基金使用时间加权的方法来计算投资组合的收益。在 2013-14 财年加州教师退休基金获得了大约 18.7% 的年收益。

虽然加州教师退休基金的资产在过去的十年间一直处于高位, 甚至完成未来的目标也绰绰有余, 但是发生在 2001 年的互联网泡沫和 2008 年的金融危机时间却导致其预期回报大幅降低。在 2009 财年, 加州教师退休基金损失达 25%, 对于基金来说是一种灾难。基于这场灾难, 加州教师退休基金第一次开始设想, 即使投资组合项目能够持续性的获取投资回报, 以及无论缴纳率与负债如何变化, 基金的资产需要能够保证能够项目运营 30 年时间。

2.2.2 CalSTRS 的资产配置策略

加州教师退休基金的主要目标是维持退休基金的财政稳健。加州教师退休基金的投资理念是长期的耐心资本——在合理价格内投资长期净现金流与资本。2014 财年, 加州教师退休基金投资组合 收益率为 18.7%, 过去三年年均收益率为 11.2%, 过去 20 年年均收益率为 8.4%, 过去 25 年年均收益率为 8.5%。下图为截至 2014 年 6 月 30 日, 加州教师退休基金的资产配置概况:

图 38: 加州教师退休基金资产配置分布



资料来源：CalSTRS 年报

投中研究院整理, 2015.08

其中，PE 投资组合包括有限合伙和联合投资，专注于本国与非美国的 PE 投资政策中规定的承诺。投资策略的种类包括杠杆收购、风险投资、资本扩张、不良债务和夹层投资。PE 投资拥有大量的与每笔投资有关的费用和成本，因此谈判和管理每个有限合伙投资的直接与间接成本成为重中之重。

加州教师退休基金每三年进行一次资产配置的研究或者根据资产、负债是否有显著变化更频繁。资产配置研究涉及计划的财务的综合概况，包括计划的精算需求（如未来福利保障支付和缴纳的预期现金流）。为了与长期战略目标相结合，加州教师退休基金建立起每种资产类别的范围从而降低再平衡成本和适应市场条件的灵活多变。各资产类别的分配比例如表所示：

表 15: 加州教师退休基金的目标资产配置

资产类别	2013 财年 目标配置	2014 财年 目标配置	政策允许 浮动范围	2014 财年 实际配置
全球股权	53.0%	55.0%	+/-6%	57.3%
固定收益	20.0%	17.0%	+/-3%	15.5%
不动产	12.0%	13.0%	+/-3%	11.7%
PE	12.0%	13.0%	+/-3%	11.5%
现金/流动性资产	1.0%	1.0%	+/-3%	2.5%
通胀敏感类资产	2.0%	1.0%	+/-3%	0.7%
绝对收益策略	-	-	+/-3%	0.8%

资料来源：CalSTRS 年报

投中研究院整理, 2015.08

在 2014 财年，加州教师退休基金投资组合的绝对回报为 18.7%，在大型公共养老金同业中排名前四。在过去三年中，加州教师退休基金投资组合年均收益率为 11.2%，同样排名前四。

表 16：加州退休基金各资产类别收益率概况

资产类别	1 年期 年均收益率	3 年期 年均收益率	5 年期 年均收益率	10 年期 年均收益率
基金总收益率	18.66%	11.21%	13.69%	7.65%
全球股权	24.73%	12.96%	16.83%	8.28%
美国股权	25.97%	16.42%	19.40%	8.19%
外国股权	22.27%	6.21%	11.73%	8.24%
固定收益	5.79%	4.64%	6.29%	5.53%
不动产	14.52%	12.58%	7.98%	7.40%
PE	19.61%	13.02%	16.56%	13.84%
通胀敏感类资产	10.54%	5.82%	-	-
绝对收益策略	0.13%	0.25%	0.02%	-
现金/流动性资产	0.57%	2.40%	5.55%	2.04%

资料来源：CalSTRS 年报

投中研究院整理,2015.08

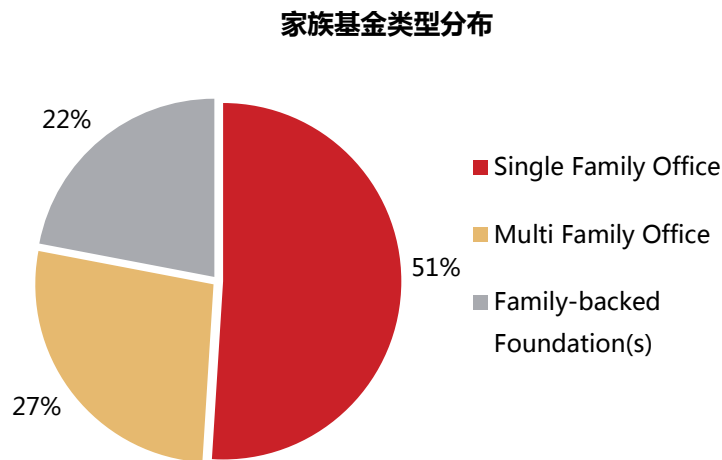
截至 2014 年 6 月 30 日，PE 投资组合市值 218 亿美元，相当于基金总额的 11.5%。其中，94%为有限合伙投资类，剩余投资组合份额为联合投资（co-investments）。作为一种长期投资资产，PE 投资的业绩表现会受多方面因素影响。截至 2014 年 6 月 30 日，PE 投资在一年期、三年期、五年期、十年期均产生了两位数的年均回报。该投资计划的表现现在一年期、三年期、五年期不敌行业基准，但是在十年期表现超过基准。这种表现主要由以下三个原因构成：（1）公共市场的行业基准是易变的；（2）在金融危机前（2006-2008 年）加州教师退休基金投资了很多有限合伙型基金；（3）全球大部分地区经济增长缓慢。

3. 家族基金

2015 年 1 月，英国《金融时报》发布了《Investing for Global Impact 2015》。该报告包含 180 个 Single Family Offices、Multi Family Offices 和 Family-backed Foundations 样本。这些调查样本的总部分布在 34 个国家，所持资产广泛分布在 46 个国家。

从所调查的样本类型来看，51%属于 Single Family Office；27%属于 Multi Family Office；另外的 22%属于 Family-backed Foundation(s)。

图 39: 家族基金类型分布

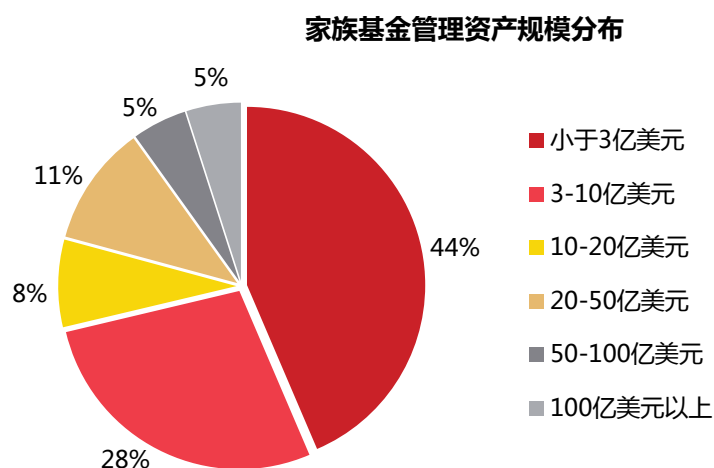


资料来源：英国《金融时报》

投中研究院整理, 2015.08

从管理基金的规模来看，在所调查的 180 个家族基金样本中，有 79% 的管理资产规模在一定的范围内浮动。其中，72% 的家族基金管理资产规模小于 10 亿美元；24% 位于 10-100 亿美元之间；剩下的 5% 管理资产规模超过 100 亿美元。

图 40: 家族基金管理资产规模分布

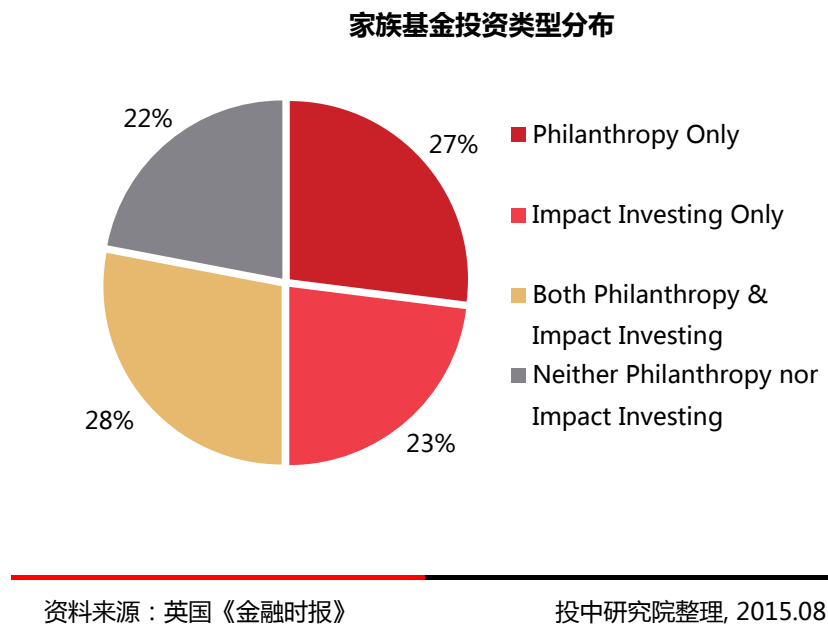


资料来源：英国《金融时报》

投中研究院整理, 2015.08

从投资类型分布来看，27%的家族基金 Philanthropy Only；23% Impact Investing Only；28%的家族基金既有 Both Philanthropy 又有 Impact Investing；剩下的 22%在投资中既没有 Philanthropy，也没有 Impact Investing。

图 41：家族基金的投资类型分布



3.1 迪特里希基金会

Dietrich 基金会在 2011 年 10 月 William (Bill) S. Dietrich II 去世之后随之成立，总部设立在美国宾夕法尼亚匹兹堡，旨在传承 Bill 支持西宾夕法尼亚高等院校和其它文化/民间组织的慈善精神。1996 年，Bill 以 1.9 亿美元做为慈善计划的开始。如今，Dietrich 基金的投资资产已增至 6.5 亿美元，这些资产重点配置在全球的创投、成长型股权和并购基金，包括在新兴市场进行的具有重大意义的资产配置。

Dietrich 基金会在 Dietrich 先生去世后成立，继承了 Dietrich Charitable Trusts 和一部分 Dietrich 先生的遗产。Dietrich Charitable Trusts 是于 1996 年由 Dietrich 先生创建，信托资金来源于其出售 Dietrich Industries, Inc.（美国最大的轻金属结构架制造商）所获得的资产。

Dietrich 基金会在投资时尽量会专注于核心主题以及长期的投资机会。因此 Dietrich 基金会的投资计划每年变化不大。在过去的 15 年间里，Dietrich 基金会（和其前任信托基金）保持了固定的承诺将大量资产配置于之前投资过的全球范围内的 PE 基金。

Bill Dietrich 曾反复表示：“欧洲已是过去，美国现是当下，亚洲（尤其是中国）才是未来。”在这个主题的影响下，Dietrich 基金会在过去的几十年一直在大力投资亚洲的 PE，尤

其是在中国的投资。自 2006 年以来，在亚洲 Dietrich 基金会已经投资了 30 多个基金。Dietrich 基金会倾向在亚洲的回报率不小于美国，然而亚洲的投资溢价回报却没有达到其最初的预期。尽管如此，Dietrich 基金会仍将致力于亚洲 PE 投资，并将基金管理人的选择作为成功 PE 投资的关键。从某些方面来说，中国和东南亚对于 Dietrich 基金会历史性的吸引源于根植的信念，即新兴经济体中的儒家文化——其强烈的个人职业道德和对于学习以及家庭的奉献精神——将对 PE 呈现出具有吸引力的、长期的机会。

在过去五年中，除了将资产投资于更少的基金管理人外，Dietrich 基金会在亚洲做的最大的改变是将成长型股权投资策略小幅转向 VC 策略方面。这一做法有以下几个原因：第一，Dietrich 基金会认为成长型基金管理人所追求的“pre-IPO”策略失落。第二，在中国人民币基金的爆发使得许多成长型股权投资机会出现持续性的价格扭曲。然而由于这些人民币基金对早期风险投资缺乏兴趣，也没有这方面的投资技能加上基金架构不允许做早期投资，从而使得早期投资由于竞争少而出现了机会。第三，Dietrich 基金会判断早期投资机会已经到位，尤其在大中华区，越来越多的早期投资机会将会出现。

4. FOFs

在海外的 VC/PE 中，FOFs 是重要的机构出资人。FOFs 由于可以进行成熟、专业地全球化、多元化资产配置，从而成为基金会、养老金等重要投资对象。为了分散地域和政治风险，FOFs 一般会在全球范围内进行广泛地资产配置，针对亚太的新兴市场地区，则除中国市场外，投资区域也会涵盖东南亚等新兴市场以及日本、韩国和澳大利亚等资本市场发达的地区。

自 2005 年起，随着中国私募股权投资市场的快速崛起，海外 FOFs 也开始关注中国市场的投资机会。一些大型的全球多元化资产配置的海外 FOFs 开始陆续投资中国市场，或者在中国设立代表处，成为中国早期美元 VC/PE 的重要机构出资人。2006 年，璞玉投资设立了全球第一家专注于中国大陆的私募股权 FOFs。

表 17：部分投资中国的海外 FOFs

FOFs 基金管理人	成立时间	国别	在国内投资的部分基金
Adams Street Partners	1972	美国	鼎晖、华平
AlpInvest Partners	1999	荷兰	鼎晖、德同、赛富、软银中国、纪源
Asia Alternatives	2006	香港	金沙江、鼎晖、弘毅、今日资本、赛富
Axiom Asia	2006	新加坡	鼎晖、新天域
CDC	1948	英国	挚信资本、今日资本、中信资本、鼎晖、联想投资、启明、方源资本
GSA	1998	美国	纪源、红点投资、光速创投、赛富、高原资本、德同

Invesco Private Capital	1982	美国	纪源
LGT Capital Partners	1997	瑞士	赛富、鼎晖、弘毅
Morgan Creek	2004	美国	新天域
Partners Group	1996	瑞士	光速创投、鼎晖、今日资本、弘毅、软银中国
Siguler Guff	1991	美国	启明、软银中国、中信资本、德同、新天域、智基创投
翠山基金	2005	香港	启明、锴明投资
磐石基金	1982	英国	光速创投、鼎晖、纪源、启明、德同、潍坊市地方产业基金

资料来源：CVSource, 2015

投中研究院整理, 2015.08

4.1 Axiom Asia

Axiom Asia Private Capital（简称“Axiom Asia”）成立于 2006 年 4 月，是专注于泛亚太地区投资的 FOFs。Axiom Asia 目前管理 3 支 FOFs 基金，总规模超过 25 亿美元。首期基金于 2006 年开始募集，规模 4.4 亿美元；第二支基金于 2008-2009 年募集，规模 9.5 亿美元；第三支基金于 2012 年结束募集，规模 11.5 亿美元。Axiom Asia 的 LP 主要包括来自美洲、欧洲、中东和亚洲的捐赠基金、基金会、家族基金、退休基金和金融机构。Axiom Asia 的主要管理成员来自于新加坡政府投资公司（简称“GIC”）。

Axiom Asia 偏好于投资于 10 亿美元以下的中小型基金。Axiom Asia 认为中小型基金更专注于获得 carry，而不是靠规模赢取管理费。Axiom Asia 投资的很大一部分基金规模小于 5 亿美元，承诺金额一般在 3000-7500 万美元。Axiom Asia 倾向于在所投资的基金中作为其中一支最大的 LP，这样可以发回更大的影响力。在 VC、PE 的类型分布上，目前 Axiom Asia 的投资比例为各自 50%。

在投资的地域分布上，Axiom Asia 的一半资金投向中国，其余的主要分布在日本、韩国、东南亚、印度和澳大利亚。随着 Axiom Asia 管理基金规模的增大，其投资的基金管理人的数量并没有增加。Axiom Asia 管理的每支基金一般会投资包括 VC、PE 在内的 20 个基金管理人。除中国外，Axiom Asia 在其他市场并没有投资很多基金管理人。基本上在增加一个新的基金管理人时，Axiom Asia 会减少一个旧的基金管理人。目前 Axiom Asia 在中国投资了十三四个不同的基金管理人。

在对基金管理人的筛选上，Axiom Asia 主要会看基金管理人过去的投资业绩、投资风格、投资策略、对未来市场的看法、风险控制和团队的驱动力。其中，在风险控制上，Axiom Asia 会着重于基金管理人对项目价格的把控力以及项目尽调的深度。

目前，除传统的 VC/PE 外，中国市场出现了一些主题型基金，如新三板基金、拆 VIE 基金等。但对 Axiom Asia 来说，其对主题基金的看法比较保守。Axiom Asia 依然倾向于投资管理层优秀、长期具有稳定竞争优势的“好”公司，或者说 Axiom Asia 在选择基金时更倾向于基金能够提供长期的稳定回报，而不是追逐热点和短期回报的基金。不过，随着中国

市场出现一定的泡沫成分以及 co-investment 和 buy-out 机会较少, Axiom Asia 在未来几年会稍微较少对中国市场的投资。

除 primary pool 外, 在 secondary 市场, Axiom Asia 向 NewQuest Capital 的首支基金投资了 4 亿美元。NewQuest Capital 是 2011 年从美林亚洲的 PE 部独立出来的专注于 PE 二级市场专业投资的基金管理人。此外, Axiom Asia 一直在寻找好的 co-investment 投资机会。为了控制 co-investment 的投资质量, Axiom Asia 首先看中的是基金管理人提供的项目的质量以及 GP 和 LP 利益的一致性。

4.2 鯨行投资 (Asia Alternative)

Asia Alternatives 成立于 2005 年, 创始人为马显丽 (Melissa Ma)、徐红江 (Rebecca Xu)、王乐怡 (Laure L. Wang), 是一家致力于为机构投资者在亚洲进行私募股权投资提供解决方案的平台。

公司目前管理四期基金, 分别为 AACP I (2007 年完成募集, 总额 5.15 亿美元)、AACP II (2008 年完成募集, 总额 9.50 亿美元)、AACP III (2012 年完成募集, 总额 9.08 亿美元)、AACP IV 和 AACP IV Ex-Japan Investors, LP (2015 年完成募集, 总额共计 10 亿美元), 以及多只并行基金, 均为针对亚洲市场的私募股权综合基金。公司可自主支配的资产总值超过 65 亿美元。

Asia Alternatives 第四期基金 AACP IV 以及多只基金于 2015 年 4 月 15 日宣布募集完成, 总金额超过 18 亿美元。AACP IV 的投资方大约有 80% 是前三期基金的现有投资人。第四期基金的机构投资者包括国泰人寿保险公司、Comprehensive Financial Management、佛罗里达州管理委员会、Jasper Ridge Partners, 美国万通人寿保险公司、纽约州公共退休基金、旧金山市县雇员退休金计划、伊利诺伊州教师退休金计划、密苏里州立大学基金、佛蒙特州立大学基金以及弗吉尼亚州雇员退休金计划。

Asia Alternatives 的投资集中在大中华区、日本、韩国、东南亚、印度以及澳大利亚。投资方向涵盖并购基金、成长型基金、风险投资以及特别类型基金。自成立以来, 公司已投资于超过四十家基金经理。

Asia Alternatives 的投资策略是采用严谨的风险调整收益分析方法。Asia Alternatives 将投资分散于其密切关注的不同地区、战略和基金经理, 并推行投资的本土化。这种本土化包括投资于当地的公司, 将自己进行本土化并与投资于当地的基金管理人成为合作伙伴。为此, Asia Alternatives 是第一家在中国大陆设立办公机构的综合基金。目前, Asia Alternatives 在香港、北京、上海和旧金山均设立了办事处。同时, 2011 年, Asia Alternatives 成为全球首家根据“外商投资私募股权投资企业试点”项目取得上海市政府颁发的“合格境外有限合伙人”(“QFLP”)执照的综合基金暨有限合伙人。

Asia Alternatives 的资产大部分配置于现有的基金管理人，有一部分会投向新的管理人。为了保持投资组合的多元化，Asia Alternatives 所投基金的规模存在很大的差异。Asia Alternatives 投资阶段包括非常早期的 VC 中的 A 轮第一家机构，一致延伸到并购基金。

Asia Alternatives 在选择基金管理人时，最关键的一点是需要保持 Asia Alternatives 与 GPs 利益的一致性。Asia Alternatives 通过投资一系列的基金管理人来保持这种利益的一致性，而不是将投资限定在某一个管理人。同时，Asia Alternatives 会关注费用结构以及容易隐藏风险的方案设计（waterfall mechanics）。

研究垂询

杜善友 Nick(分析师)

Email: nick@chinaventure.com.cn

杨恒 Harry (管培生)

Email: harry@chinaventure.com.cn

媒体垂询

刘美廷 Fionaliu (市场部助理)

Tel: +86-10-59799690-1011

Fax: +86-10-85893650

Email: fionaliu@chinaventure.com.cn

关于投中研究院

投中研究院隶属于投中集团，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

关于投中集团

投中集团是一家领先的中国市场金融数据及商业信息服务提供商。通过旗下数据产品 CVSource，为活跃于中国市场的投资机构、投资银行、战略投资者、资产管理公司等各类金融客户提供专业的数据、资讯及分析工具，同时运营中国 PE/VC 行业第一门户网站 www.ChinaVenture.com.cn，并举办各类投资会议。投中集团成立于 2005 年，在北京、上海和深圳设有办公室。



投中研究院隶属于投中集团，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

投中集团是一家专注于中国投资市场的领先信息咨询机构。投中集团为致力于中国市场的投资机构、投资银行与企业等客户提供专业的第三方信息产品及研究咨询服务。投中集团成立于 2005 年，在北京、上海和深圳设有办公室。

法律声明

本报告为上海投中信息咨询有限公司（以下简称投中集团）制作，数据部分来源于公开资料。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本报告只作为投资参考资料，报告中信息及所表达观点并不作为投资决策依据。

本报告包含的所有内容（包括但不限于文本、数据、图片、图标、LOGO 等）的所有权归属投中集团，受中国及国际版权法的保护。本报告及其任何组成部分（包括但不限于文本、数据、图片等）在用于再造、复制、传播时（无论是否用于商业、盈利、广告等目的），必须保留投中集团 LOGO，并注明出处为“投中研究院”。如果用于商业、盈利、广告等目的，需征得投中集团同意并有书面特别授权，同时需注明出处“投中研究院”。

上海投中信息咨询有限公司
China Venture Investment Consulting., Ltd.

北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 A 座 7 层, 100007
电话: +86-10-59799690 传真: +86-10-57636090

上海市南京西路 1266 号恒隆广场 1 座 1201 室 200040
Tel: +86-21-61919966 传真: +86-21-61919967

深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 3302 室 518048
电话: +86-755-33067695

媒体支持：投资中国网数据支持：CVSource 投中数据终端

