

# 中国创投行业概念、趋势与展望

投中研究院院长 国立波



# PART. **ONE** 创投概念解析

创业投资基金 VS.

风险投资基金 股权投资基金 私募股权投资基金 私人股权投资基金 并购基金

VC

PE

**LBO** 



创投基金

来自于台湾对VC的翻译

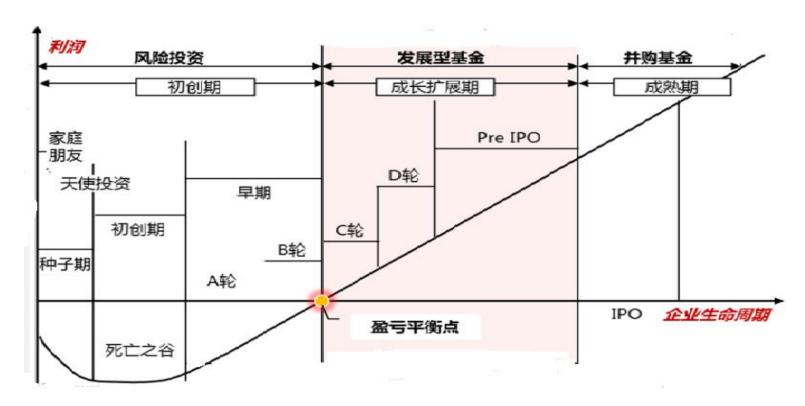
中国特定内涵

2005年《创业投资企业管理暂行办法》和2017年《私募投资基金管理暂行条例》:未上市成长性企业进行股权投资,通过股权转让获得资本增值收益。

创投基金=美国VC+Growth capital =中国VC+中国PE



美国划分: VC(风险投资基金) +Growth capital (成长基金) +buyout或PE (并购基金)





中美概念相同点

风险投资基金=VC 投资于企业初创期,A轮或B轮,企业利润盈亏平衡点之前

中美概念不同点

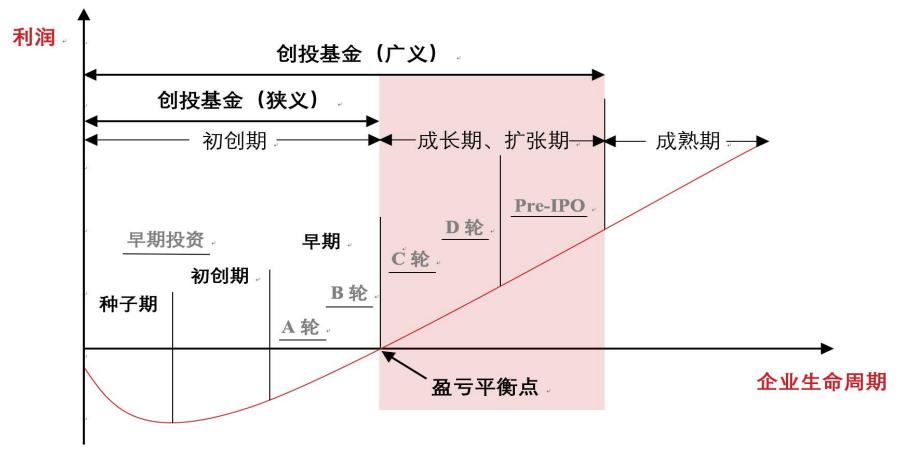
美国PE仅仅指采用杠杆的控制性并购基金

中国PE对应:股权投资基金、私募股权投资基金、私人股权投资基金,投资C轮、D轮或者Pre-IPO阶段。

中国PE=美国的Growth capital



# 我国创业投资的定义与内涵 ——狭义



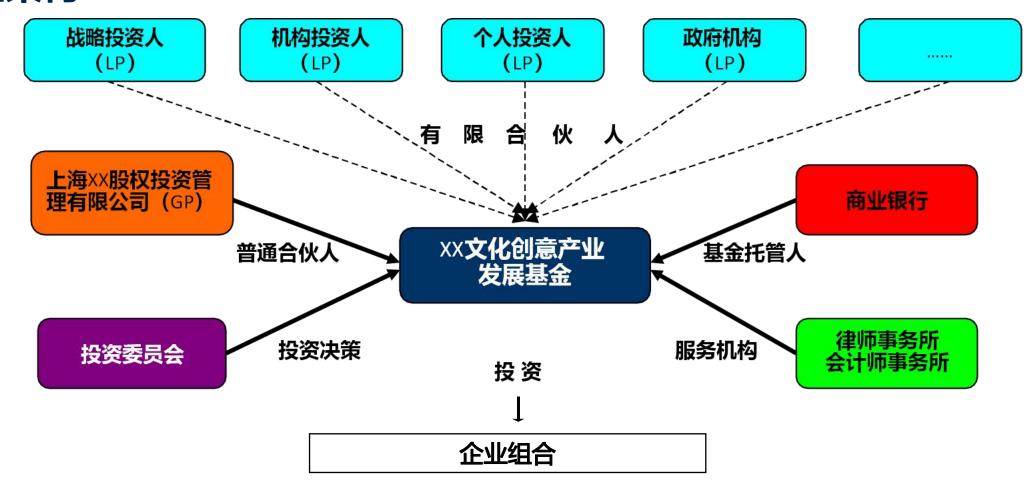
■ **业界内通行的狭义观点**,即把投资企业生命周期中盈亏平衡点之前的投资行为视作创业投资。





# PART. **TWO** 基金架构及收益分配

# 基金架构





# 基金核心条款

· 基金名称: XX资本工业4.0股权基金

· 基金规模: 2亿元人民币

• 基金类型:有限合伙

• 管理人: XX资本

• 存续期限: "2+3+2"年(2年投资期,3年回收期,2年可延长期但不收管理费)

• 管理费: 2%/年

・ 基金认购: 人民币500万元/份

· 业绩分配:年回报超出10%才进行分配,基金管理人收基金管理人收取投资收益的20%,其余80%由全体有限 合伙人按照出资比例分配

・ 投资方向: 工业4.0、智能制造等



# 基金核心条款

- **优先回报率Hurdle rate**: GP向LP承诺的基金/项目回报水平,项目的实际回报率是否超过优先回报率,决定了GP能否在管理费之外获得更高收益
- 超额收益分成Carry: 项目实际回报超过GP承诺回报时,GP分得超额部分的20%
- **钩回条款Clawback**: 项目实际回报未超过GP承诺回报时,GP以超额收益分成和自有资金,对LP进行补偿
- LP收益构成: 固定收益(投资本金+投资收益)+浮动收益(超额回报分成的80%)
- Keyman条款:关键人条款,锁定关键人

# 基金核心条款两极化严重





弱势GP

#### 基金结构化设计

将LP分为优先及劣后两个级别,劣后级LP和基金的GP为优先级LP提供了"安全垫",且晚于优先LP参与投资收益分配,故这两类出资人所承担风险加剧。



# 基金收益分配

某基金优先回报率10%,超额收益分成比例20%,不考虑管理费与项目周期影响:

**实例1**: GP共向LP招款2000万元,投资某企业,退出后共获本金加收益2100万元。LP预期收益=2000\*(1+10%)=2200万元>2100万元,项目回报未达预期,故GP无超额收益。

**实例2**: GP共向LP招款2000万元,投资某企业,退出后共获得本金加收益3600万元。LP预期收益=2000\*(1+10%)=2200万元<3600万元,项目回报超出预期。故超出部分(3600-2200)=1400万元的20%,即280万元作为分成归GP所有。LP共分得2200+1400\*80%=3320万元,或3600-280=3320万元



# 基金业绩 (IRR, TVPI, DPI) Benchmark 样例

US Venture Capital: Since Inception IRR & Multiples by Fund Vintage Year Net to Limited Partners

Vintage Year	Pooled Return (%)	Arithmetic Mean (%)	Median (%)	Equal-Weighted Pooled Return (%)	Upper Quartile (%)	Lower Quartile (%)	Standard Deviation (%)	DPI	RVPI	TVPI	Ny mber r Funds
1981	8.47	9.01	7.87	9.03	13.24	5.94	5.59	1.76	0.00	1.76	9
1982	7.38	7.20	7.90	7.36	9.11	4.87	3.29	1.79	0.00	1.79	11
1983	10.23	9.55	8.72	10.13	12.46	7.10	5.73	2.01	0.00	2.01	28
1984	8.65	7.76	6.27	8.11	12.92	3.78	8.82	1.77	0.00	1.77	32
1985	12.91	11.70	12.86	12.88	17.35	5.49	8.21	2.69	0.00	2.69	26
1986	14.52	8.81	9.43	9.09	12.90	5.27	5.13	2.90	0.00	2.90	30
1987	18.26	14.53	15.65	15.80	22.18	8.70	10.63	2.72	0.00	2.72	34
1988	18.89	14.29	11.87	14.69	21.65	6.61	13.78	2.42	0.07	2.49	26
1989	19.16	17.05	13.31	18.86	28.80	7.75	14.46	2.59	0.00	2.59	37
1990	33.11	24.07	21.54	26.25	31.19	14.28	19.60	3.15	0.00	3.15	17
1991	27.89	24.02	18.56	25.67	27.86	11.64	20.33	3.17	0.00	3.17	17
1992	32.60	28.23	19.65	38.01	35.86	10.85	30.55	3.09	0.00	3.09	22
1993	46.71	30.43	18.83	41.08	46.49	12.13	31.10	4.13	0.00	4.13	36
1994	59.26	34.26	26.45	43.29	46.45	6.83	47.14	5.40	0.00	5.40	42
1995	88.48	56.60	41.65	77.99	80.62	21.54	58.50	6.07	0.00	6.07	35
1996	100.73	60.63	37.06	88.04	81.50	7.18	77.84	4.90	0.01	4.91	42
1997	91.80	55.25	11.56	73.33	63.73	-1.60	101.95	3.09	0.01	3.10	71
1998	11.89	16.82	-0.26	14.30	15.19	-6.05	71.43	1.48	0.02	1.50	81
1999	-0.65	-3.44	-3.16	-1.29	3.10	-11.26	18.08	0.92	0.04	0.96	112
2000	0.75	-2.33	-1.38	0.28	5.08	-6.70	12.48	0.94	0.12	1.05	157
2001	2.72	0.26	2.08	4.16	7.40	-3.70	18.72	1.04	0.14	1.18	56
2002	-0.11	0.35	0.62	2.63	5.87	-5.22	8.84	0.84	0.15	0.99	34
2003	9.26	0.15	1.59	5.61	8.34	-6.52	19.71	1.47	0.26	1.73	40
2004	7.96	2.33	1.79	7.83	8.71	-4.50	21.16	1.19	0.40	1.59	67
2005	7.20	3.23	4.26	7.24	10.24	-0.05	16.92	0.90	0.62	1.52	65
2006	8.91	4.34	6.14	7.09	12.51	-3.10	11.67	0.95	0.68	1.63	83
2007	15.80	14.58	12.66	16.25	20.64	6.89	15.32	1.16	0.89	2.05	69
2008	13.22	10.43	8.46	12.20	18.65	1.51	12.51	0.76	0.95	1.71	65
2009	15.00	13.45	12.00	13.81	18.64	7.73	12.28	0.71	1.05	1.76	22
2010	29.52	20.34	17.38	25.43	26.88	7.76	19.06	0.80	1.89	2.69	48
2011	19.79	12.70	13.05	16.13	22.17	2.89	17.35	0.43	1.37	1.80	45
2012	19.67	12.63	10.87	14.79	18.12	6.98	15.22	0.18	1.47	1.65	56
2013	18.22	18.56	10.35	14.93	16.51	2.52	60.25	0.15	1.22	1.37	57
2014	11.80	10.12	7.12	10.34	14.78	0.37	27.57	0.07	1.11	1.18	71
2015	7.84	3.88	-2.96	3.49	10.73	-14.15	46.51	0.03	1.05	1.08	50

内部收益率(IRR: Internal Rate Of Return) IRR是目前业界普遍采用的指标,因为他考虑 了资本的时间价值(Time Value),这在金融领域是非常重要的概念。IRR是指在一定时期内 使各笔现金流的现值之和等于零,即净现值 为零(NPV=0)。净现值等于零时的折现率

投入资本分红率(DPI: Distribution over Paid-In)

在基金生命周期的前期,因为没有项目退出,来自项目的收入多半是分红。可用DPI来衡量基金绩效,DPI指项目的分红和已缴资本之间的比例,该指标是一个比较好的现金回报率指标。

投入资本总值倍数(TVPI: Total Value to Paid-In)

TVPI表示所有已缴资本预计可以得到多少回报,值为总的预期价值(Total Value)和已缴资本(Paid-In)之间的比值。



# 基金退出方式

- 回购
- 并购
- IPO
- 清算

### 科创板上市门槛要求

市值及财 务指标

序号	市值及财务指标
1	预计市值不低于人民币 10 亿元,最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币5000万元,或者预计市值不低于人民币 10 亿元,最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元;
2	预计市值不低于人民币 15 亿元,最近一年营业 收入不低于人民币 2 亿元,且最近三年累计研发投入 占最近 三年累计营业收入的比例不低于 15%
3	预计市值不低于人民币 20 亿元,最近一年营业收入不低于人民币3亿元,且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元;
4	预计市值不低于人民币 30 亿元,且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元;
5	预计市值不低于人民币 40 亿元,主要业务或产品需经国家有关部门批准,市场空间大,目前已取得阶 段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验,其他符合科创板定位的需具 备明显的技术优势并满足相应条件。

- ・ 预计市值不低于人民币100亿元;
  - 预计市值不低于人民币50亿元,且最近一年营业收入不低于人民币5亿元。

尚未在境 外上市红 筹企业

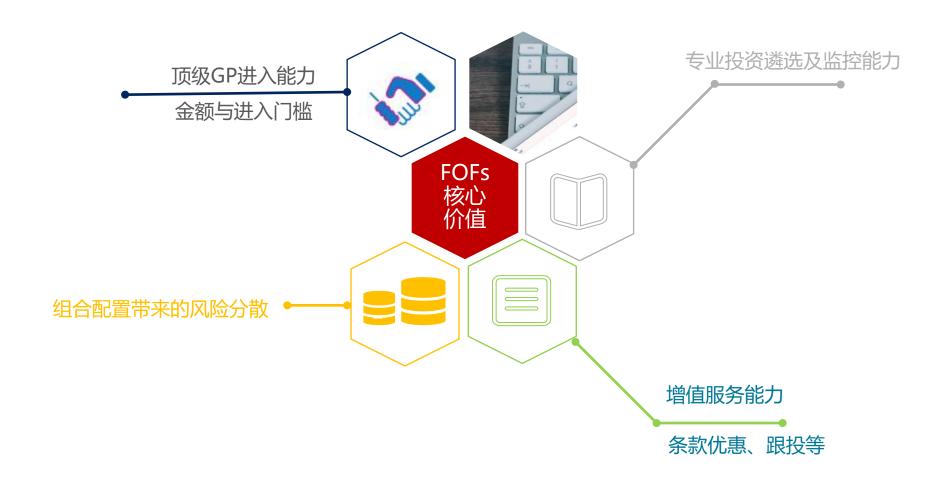
存在表 决权差 异企业

- · 预计市值不低于人民币100亿元;
- ・ 预计市值不低于人民币50亿元,且最近一年营业收入不低于人民币5亿元。



# PART. Three 母基金、政府引导基金及S基金

# 母基金

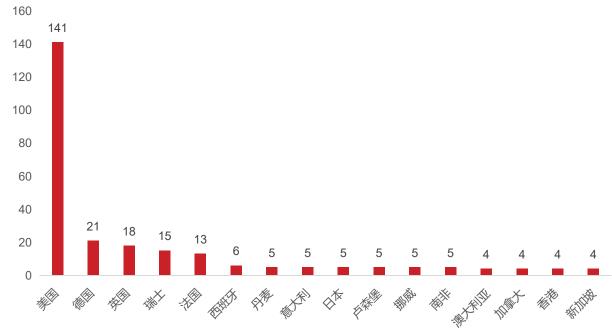




## 美元FOF基金募集规模和数量徘徊不前,市场趋于成熟与饱和









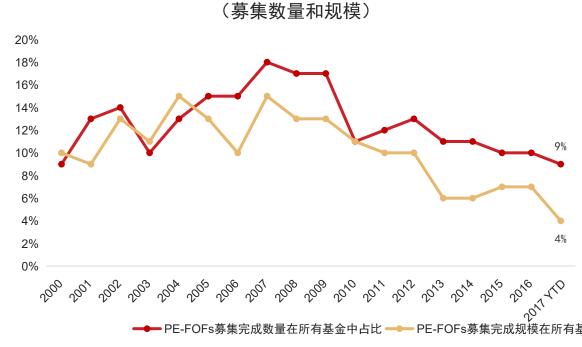
### 美元FOF基金在整个私募股权基金中的渗透率呈现下降趋势

#### 2000-2016年管理人管理的PE-FOFs规模



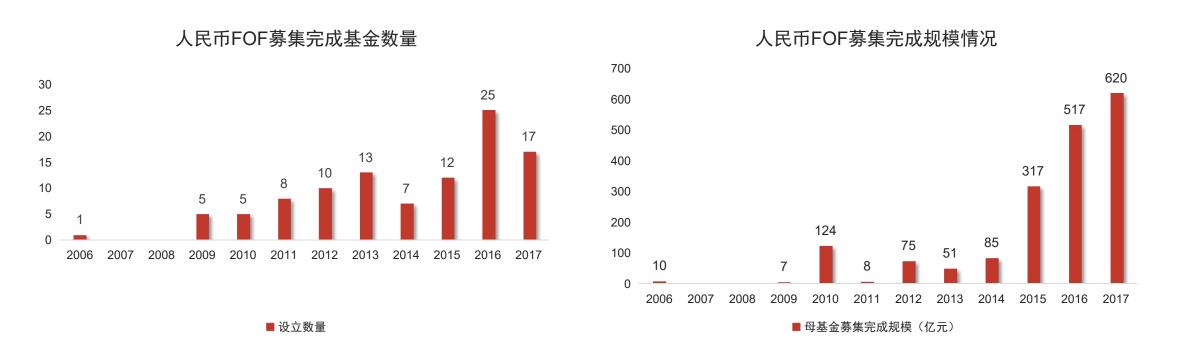


# 2000-2017年9月PE-FOFs在所有私募股权基金中的占比





### 人民币FOF基金方兴未艾,已成立103支基金,总规模1814亿元人民币



投中研究院对一级市场的母基金数据核实发现,截至2017年,国内母基金整体规模预计**1814**亿元,数量103支。 大部分开始募集的母基金都未能募集完成。行业体量不及国外一家大型FOF机构管理的FOF基金规模。

数据统计显示:人民币FOF可投资金规模为800亿人民币左右。去掉项目跟投部分,可投子基金规模为500-600亿人民币,占目前整个VC/PE行业可投资金的6%-7%。

### 政府引导基金发展历程









#### 2002-2007年 探索起步阶段

2002年,我国<mark>第一家</mark>政府引导基金"中 关村创业投资引导资金"成立

#### 2008-2015年 规范运作阶段

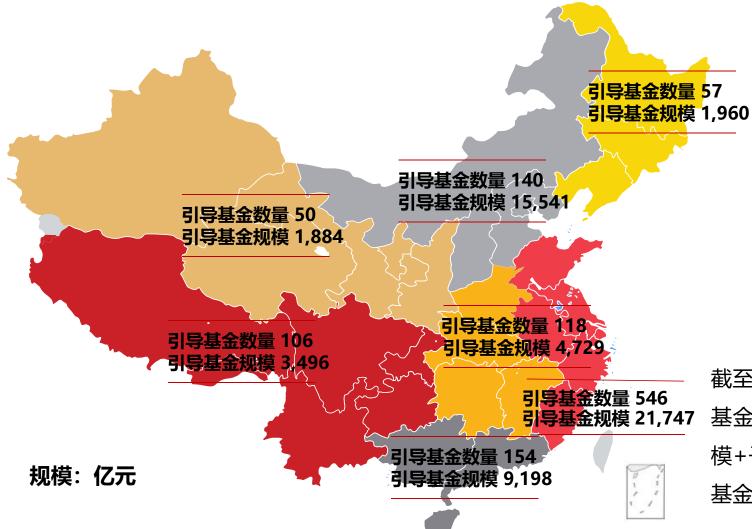
2008年10月,国内<mark>首个</mark>引导基金规范运作规范《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》发布

#### 2016年至今 快速发展阶段

2016年,全国政府引导基金在设立数量和披露的总目标规模上超过2013-2015年全国引导基金的总和



# 政府引导基金数据



地区	引导基金数量 (支)	目标规模 (亿元)
华东	546	21,747
华北	140	15,541
华南	154	9,189
华中	118	4,729
西南	106	3,496
东北	57	1,960
西北	50	1,884
合计	1,171	58,546

数据来源: CVSource 投中研究院整理, 2018.06

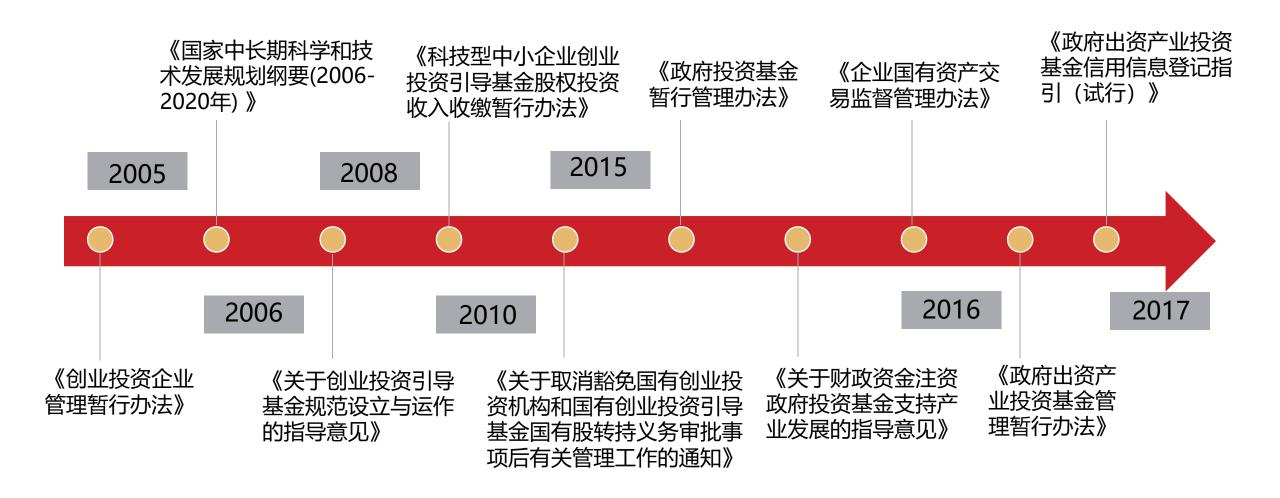
截至2018年6月底,国内共成立**1,171**支政府引导基金,总目标规模达**58,546**亿元(含引导基金规模+子基金规模)。据投中研究院统计,政府引导基金本身总规模约为14,636-17,564亿元。

### 政府引导基金数据

- ▶从时间上看,2012-2017年期间,引导基金数量增加987支,复合年均增长率为45.47%;设立总目标规模增加51,364亿元, 复合年均增长率为97.64%
- ▶与2015年、2016年的高速增长相比,2017年政府引导基金的数量和目标规模增速相对放缓,数量和目标规模同比增长率 分别为9.79%和20.65%



# 政府引导基金政策指引





### 备案/登记流程-信息披露要求

#### 季报



私募基金运行期间, 信息披露义务人应当在每季度

结束之日起10个工作日以内 向投资者披露基金净值、

主要财务指标以及投资组合情况等信息

# 基金业协会

#### 年报

私募基金运行期间, 信息披露 义务人应当在每年结束之日起4 个月以内向投资者披露以下信 息(一)报告期末基金净值和 基金份额总额; (二)基金 的财务情况; (三)基金投 资运作情况和运用杠杆情况;

(四) 投资者账户信息, 包括实缴出资额、未缴出资额以及报告期末所持有基金份额总额等; (五) 投资收益分配和损失承担情况; (六)基金管理人取得的管理费和业绩报酬, 包括计提基准、计提方式和支付方式; (七)基金合同约定的其他信息。



### 政府投资基金备案/登记流程-信息披露要求

#### 中央



各部门及其直属机构出资设立 的产业投资基金的基金管理人 应当于每个会计年度结束后四 个月内,向国家发展改革委提 交基金及基金管理人的年度业 务报告、 经有资质的会计师 事务所审计的年度财务报告和 托管报告, 并及时报告投资 运作过程中的重大事项

发改部门

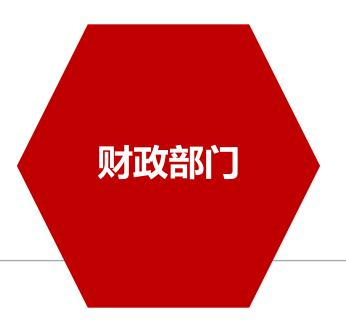
#### 地方

地方政府或所属部门、 直属机构出资设立的产业投资基金的基金管理人应当于每个会计年度结束后四个月内, 向本级发展改革部门提交基金及基金管理人的年度业务报告、 经有资质的会计师事务所审计的年度财务报告和托管报告, 并及时报告投资运作过程中的重大事。





# 政府投资基金备案/登记流程-信息披露要求



《政府投资基金暂行管理办法》 第二十八条规定政府投资基金应当定期向财政部门报告基金运行情况、 资产负债情况、 投资损益情况及其他可能影响投资者权益的其他重大情况。 按季编制并向财政部门报送资产负债表、 损益表及现金流量表等报表

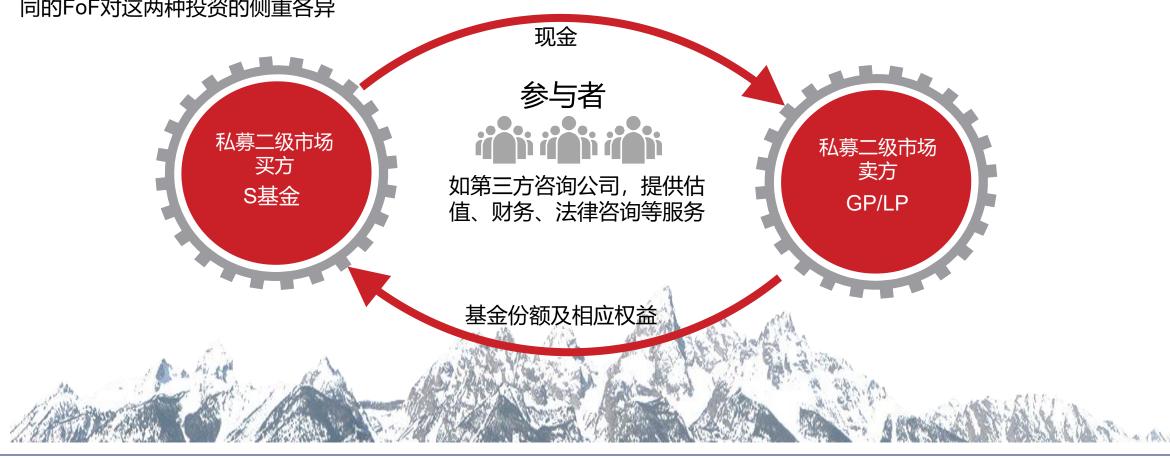


### PE二级市场与S基金

• PE二级市场 (PE Secondary Market) 主要指从已经存在的LP手中购买相应的私募股权权益,也包括从GP手中购买私 募股权基金中部分或所有的投资组合。二级市场出现的意义在于满足现有投资人获得流动性的需求,是PE基金的一项 新的退出渠道

在PE/VC募集时投资的称为Primary Investment,在募集完成后通过购买现有LP股权的称为Secondary Investment,不

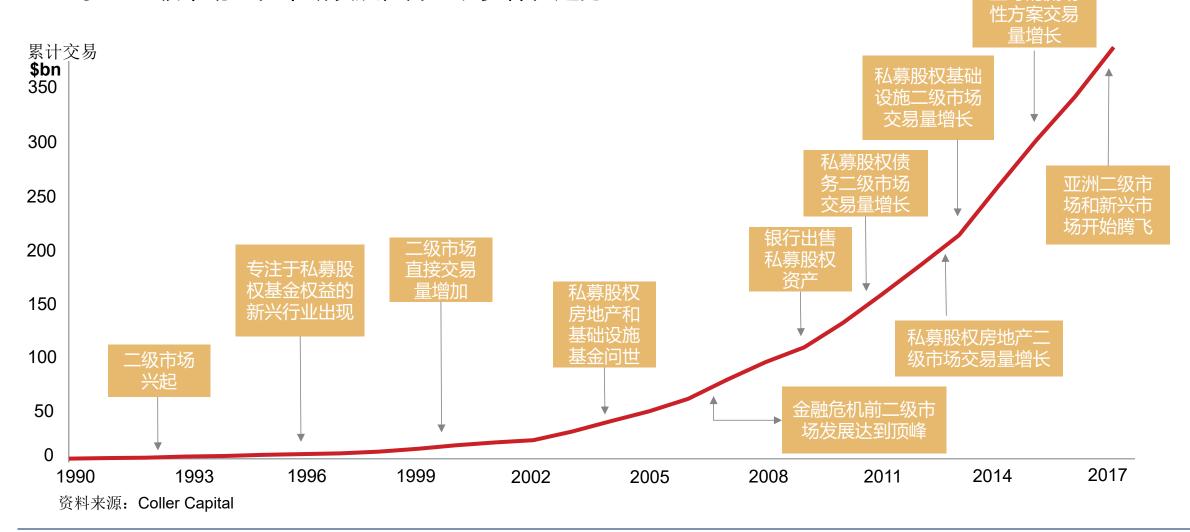
同的FoF对这两种投资的侧重各异





# 全球PE二级市场发展现状

全球PE二级市场正在不断发展,并呈现多样化趋势





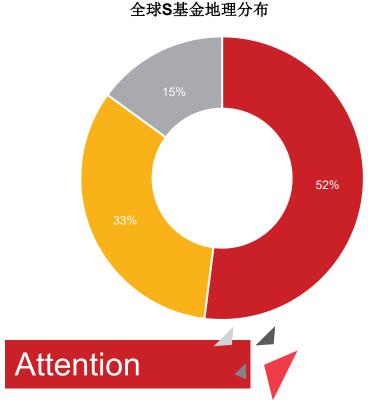
普通合伙人

# 全球S基金发展呈上涨趋势,北美表现活跃

#### 2008-2017年全球S基金发展趋势



图中数据来源: Preqin 投中研究院整理

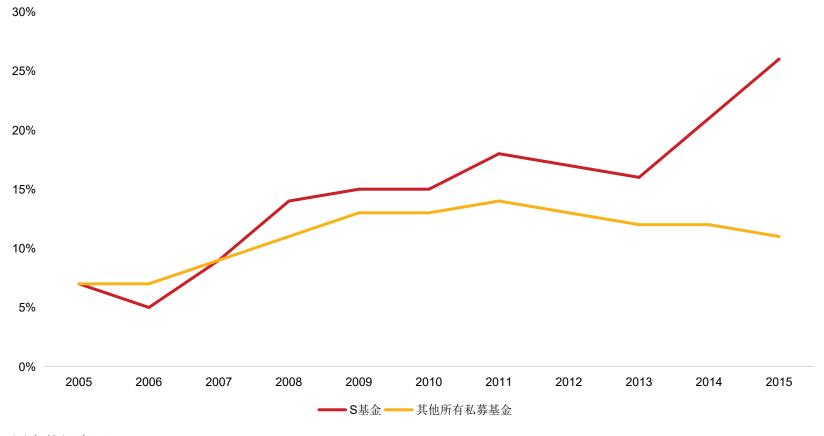


不论从募集完成规模还是从募集完成数量来看,全球范围的S基金除2015年有小幅下挫外,其他时间都是呈上涨趋势,且交易活跃地区集中在北美,亚洲表现较为平淡



# 全球S基金发展现状







2008年之后,S基金净IRR中位数也明显高于其他私募基金。不论是从回报倍数,还是IRR,S基金与其他私募基金相比均表现优越

图中数据来源: Preqin

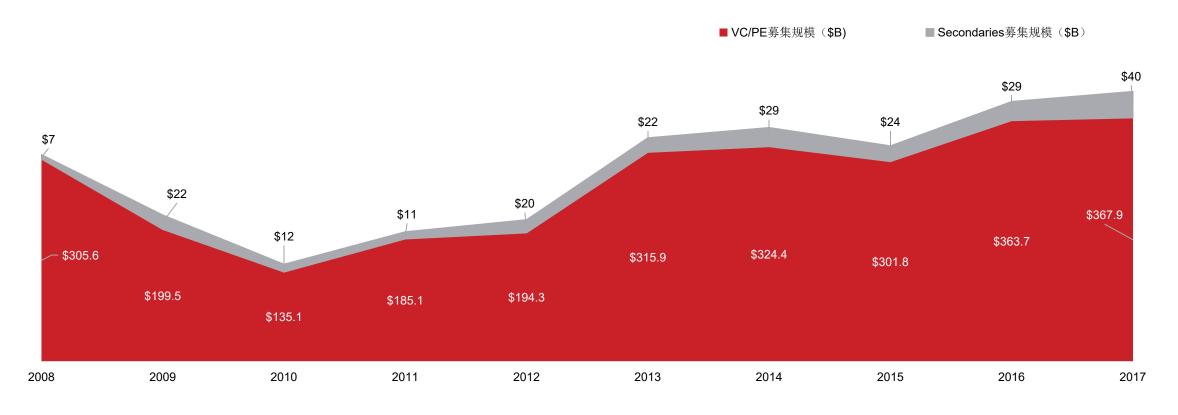
投中研究院整理



# 全球S基金总募集规模占VC/PE基金总募集规模的8%

从全球VC/PE发展情况来看,S基金是继2008年金融危机之后开始逐渐发展起来,规模也逐渐增加。从募集总量上看,2008-2017年全球S基金募集完成规模2160亿美元

#### 2008-2017年全球Secondary Funds发展趋势

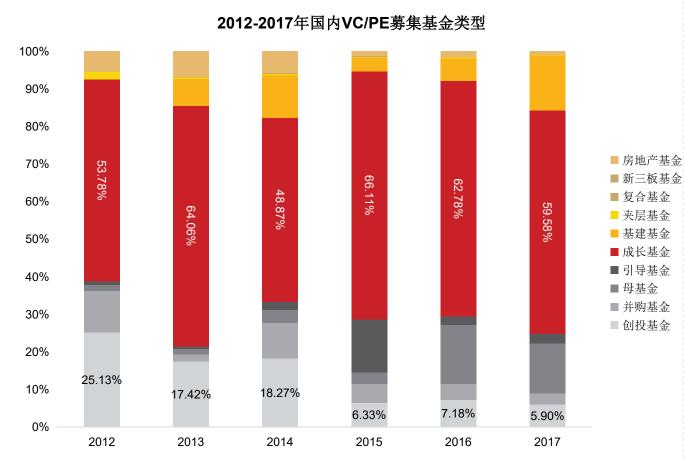


数据来源: Pitchbook & Preqin

投中研究院整理



### 中国S基金发展现状—S基金在国内仅200亿左右



图中数据来源: CVSource 投中研究院整理

#### Attention

- 2017年募集数量和募集规模较2016年有所下降,原因是由于募集难度在逐渐上涨,但总体VC/PE发展态势呈上升趋势
- 募集类型以Growth和Venture为主,国内显少见S基金, 当前国内S基金规模大约在200亿左右

2012-2017年VC/PE募集完成规模和数量





### S基金对其LP的价值

作为投资者,投资回报、风险与资金回收时间是考量投资方式的三大要素 S基金对其LP的价值,相比于VC/PE基金有着三大优势:







注:数据来源于欧洲知名母基金Capital Dynamics,采用全球1993到2011年的平均数据。虽然数据及时性不足,但是可以作为整体历史变动的比较参考

# 三大主要因素刺激中国PE二级市场的发展

### 三大主要因素分别是:

- · PE二级市场买方逐渐 增加
- · 2011年之前设立的基 金已到退出节点
- · 更加严格的IPO审查



#### PE二级市场买方逐渐增加

- 财富管理公司的母基金逐渐采用P+S+D形式
- 大型金融机构开始设立S基金
- 外资领先的S基金开始进入中国



#### 2011年之前设立的基金已到退出节点

 中国的私募股权基金存续期大多数是7年,加上一定的延长期, 2011年之前设立的基金已处于必须要退出的时间点。GP和LP 都需寻求退出路径,而S基金将会是一种重要的方式



### 更加严格的IPO审查

• IPO是当前GP最主要的退出方式。当IPO的审查趋严后,企业 IPO将更加困难。在此背景下,S基金的作用越发凸显,将有 机会成为主流退出方式





# PART. FOUR 创投行业趋势与展望

# 中国VC/PE 进入2.0时代



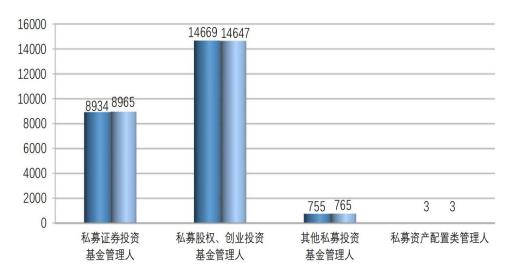


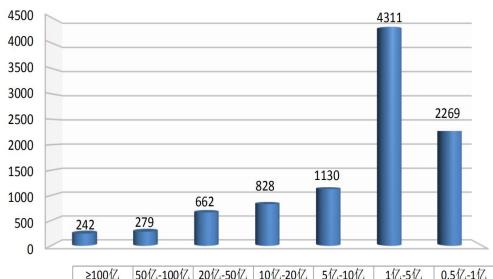
### 股权投资市场阶段性调整,不会改变长期增长潜力





# 基金业协会数据





U							
	≥100亿	50亿-100亿	20亿-50亿	10亿-20亿	5亿-10亿	1亿-5亿	0.5亿-1亿
■管理人家数	242	279	662	828	1130	4311	2269

表 1 不同基金类型私募基金备案情况

基金类型	基金数量 (只)	较上月变化 (只)	基金规模 (亿元)	较上月变化 (亿元)
私募证券投资基金	36235	376	21107	<b>-</b> 45
私募股权投资基金	27468	-13	79206	446
创业投资基金	6831	73	9420	73
其他私募投资基金	4814	-310	18209	-263
合计	75348	126	127942	210

表 2 私募基金管理人按注册地分布情况(36辖区)

序号	辖区名称	私募基金管理 人数量(家)	管理基金数量 (只)	管理基金规模 (亿元)
1	上海	4752	20624	26890
2	深圳	4583	13558	18032
3	北京	4351	13557	30051
4	浙江(不含宁波)	2065	6146	7469
5	广东(不含深圳)	1671	4474	5809
6	江苏	1105	2984	6335
7	宁波	830	2241	3102