

2017

中国私募股权投资母基金 行业发展报告



中国证券投资基金业协会
母基金专业委员会



目 · 录

前 言	1
摘 要	2
第一章 私募股权投资母基金行业概述	5
1.1 私募股权投资母基金的内涵	5
1.1.1 私募股权投资母基金的定义	5
1.1.2 私募股权投资母基金的分类	5
1.1.3 私募股权投资母基金的功能优势	6
1.2 私募股权投资母基金的发展历程	7
1.2.1 海外私募股权投资母基金发展历程	7
1.2.2 国内私募股权投资母基金发展历程	11
1.2.3 私募股权投资母基金监管体系	13
第二章 2017 年私募股权投资母基金行业发展分析	14
2.1 2017 年行业发展外部环境	14
2.1.1 经济金融环境	14
2.1.2 政策环境	14
2.1.3 私募股权投资基金市场环境	15
2.1.4 私募股权、创业投资基金退出情况	15
2.2 登记备案情况分析	17
2.2.1 累计和新增登记管理人	17
2.2.2 累计和新增备案产品	18
2.2.3 累计和新增基金管理规模	19
2.2.4 投资者结构	20
2.2.5 产品存续时间及期限	21
2.2.6 产品管理费率	22
2.2.7 基金托管及服务	22
2.2.8 政府引导基金	24
2.3 投资情况分析	24
2.3.1 投资地域分布	24
2.3.2 投资行业分布	25
2.3.3 获得备投基金信息的方式	26
2.3.4 筛选备投基金的方式	26
2.3.5 投资子基金比例和数量的限制	27
2.4 投后管理	28
2.4.1 基金监控	30
2.4.2 增值服务	31
2.5 收益及退出	34
2.5.1 收益计算	34



目·录

2.5.2 退出方式	34
2.6 高管团队与激励机制	35
2.6.1 高管人员	35
2.6.2 激励措施	36
2.7 合规风控情况	37
2.7.1 合规人员情况	37
2.7.2 合规培训	39
2.7.3 投资风控手段	39
2.8 私募股权投资母基金与实体经济	41
2.8.1 撬动社会资本，促进金融资源高效配置	41
2.8.2 扶持中小微企业，激发企业创新创业	41
2.8.3 聚焦战略性新兴产业，优化产业布局	42
2.8.4 借助资本力量，推动高新技术产业做大做强	42
2.8.5 聚合社会资源，带动区域转型发展	43
第三章 私募股权投资母基金行业发展趋势	44
3.1 行业发展面临的问题	44
3.1.1 基金募集：募资难度加大	44
3.1.2 基金投资：数据系统和专业人才缺失	44
3.1.3 投后管理：投后管理有待提升	45
3.1.4 基金退出：退出渠道仍需丰富	46
3.2 行业发展趋势	46
3.2.1 基金募集：拓宽融资渠道，资金来源多样化	46
3.2.2 基金投资：聚焦细分领域投资，优化基金管理模式	47
3.2.3 投后管理：提高增值服务能力，助力子基金和企业成长	48
3.2.4 基金退出：创新型企业 IPO 加速，改善私募股权投资母基金退出环境	48
附录 1：私募股权投资母基金行业大事记	49
附录 2：2017 年私募股权投资母基金行业大事记	50
附录 3：私募股权投资母基金常用的四种收益率计算方法	51
附录 4：调查问卷	52
后记	58



前言

私募股权投资母基金是以其他私募股权投资基金为主要投资对象的基金，是私募股权投资基金发展到一定阶段后、专业化分工进一步发展的必然产物；其具有分散投资风险、专业化管理、争取更多投资机会、带来更大规模投资效应等明显优势。私募股权投资母基金萌芽于20世纪70年代，但直到20世纪90年代，真正意义上的私募股权投资母基金才开始发展起来，并成为私募股权投资基金最主要的投资者之一。私募股权投资母基金在我国的发展尚处于初期阶段，市场格局还没有完全形成，是随着近年来经济转型升级、大众创业万众创新带来的投资项目、投资资本、投资管理人的不断增加而兴起的，并形成了政府引导基金这一特色的私募股权投资母基金。

中国证券投资基金业协会（简称协会¹）高度重视私募股权投资基金发展的新趋势，积极支持母基金创新发展，已于2017年11月正式组建母基金专业委员会；同时，在协会资产管理综合信息报送平台（AMBERS 系统）中，新增了私募股权投资类 FOF、创业投资类 FOF 的信息报送渠道和字段，并按照产品类型将 FOF 分为私募股权投资母基金和投向单一资管计划基金两类。随着实践的发展，符合母基金个性化特点的行业监管和自律管理规则必将逐步建立并完善起来。

为了总结私募股权投资母基金的发展状况，了解其发展的阶段性规律和特点，协会母基金专业委员会组织力量，于今年初启动并探索性编撰形成了《中国私募股权投资母基金行业发展报告（2017）》。

本报告基本素材主要源自协会私募股权投资类 FOF、创业投资类 FOF 管理人登记和产品备案数据、商业数据库数据、行业案例等资料；同时，报告还采用了协会对481家母基金管理人的问卷调查结果，涉及合规、风控、未来发展趋势等多个维度，力求从定性和定量角度对行业进行较为全面的剖析。当然，在报告撰写的工作中，可以看到目前的数据结构仍有许多不足之处，比如数据细化程度不够、统计口径变化带来的数据不连贯问题，以及没有考量类型不同的母基金在某类数据上可能存在较大差异等；由于经验不足，问卷设计存在部分问题指向较为模糊、未区分母基金类型等问题。在今后的工作中，我们会逐步积累经验、创造条件，针对性地逐步解决这些问题。

1 本报告中，除非有特别说明，协会简称专指中国证券投资基金业协会。



摘要

本报告主要内容如下：

一、私募股权投资母基金行业概述

随着我国资本市场的不断深化，私募股权投资母基金逐渐进入了发展的加速期。与其他母基金一样，私募股权投资母基金需要具备的要素主要包括：（1）产品性质为基金型产品；（2）产品投向以投资其他私募股权投资基金为主；（3）所投子基金数量在2只以上。基本特征有：（1）投资方式可能涉及一级投资、二级投资和直接投资；（2）投资策略根据资金端需求的不同呈现差异；（3）基金投资以财务回报或产业导入为目标；（4）承担管理人和投资者的“双重身份”。

私募股权投资母基金起源于上世纪70年代，1976年全球第一只私募股权投资母基金于美国发行。金融危机爆发后，美国私募股权投资母基金行业整体的发展受到了较大影响，管理规模及新增募资规模增长放缓，费率结构呈下降趋势，且行业收购兼并事件频出。截至2016年末，美国私募股权投资母基金行业管理的资产规模约3 800亿美元。

在我国，私募股权投资母基金行业还处于发展的初期。2001年中关村科技园区创业投资引导基金启动，标志着我国私募股权投资母基金行业的正式开启。随后，关于设立创业投资引导基金的相关管理办法陆续出台，私募股权投资母基金的参与机构也由政府、国有企业逐步拓展到民营资本。2008年和2010年，全国社会保障基金和保险资金投向相继放宽至股权投资市场，进一步丰富了私募股权投资母基金的形式和资金来源。在2016年国务院印发的《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》中，更是特别指出要鼓励多种形式私募股权投资母基金的发展，为私募股权投资母基金的设立及募资创造了更好的条件。截至2017年末，中国私募股权投资母基金的管理规模约6 320.27亿元。

二、2017年私募股权投资母基金行业发展分析

在宏观经济与金融环境层面，2017年供给侧改革持续推进，十九大与中央经济工作会议均指出，要从经济的高速增长转向经济的高质量增长。政策层面，2017年第五次全国金融会议召开，强调金融服务实体经济，防控金融风险，深化金融改革三项任务；同时，《私募投资基金管理暂行条例》（征求意见稿）和《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）相继发布，行业监管趋严。



在私募股权投资基金市场层面，2017年私募股权投资基金规模攀上新高。截至2017年末，已登记私募股权、创业投资基金管理人12 953家，已备案私募股权、创业投资基金26 199只，基金管理规模6.90万亿元，管理人主要注册地在环渤海、珠三角以及长三角地区。在退出层面，2017年当年私募股权投资基金新增退出案例3 003个，退出本金1 949.09亿元，实际退出金额2 430.57亿元，平均投资期限29.27个月；2017年当年创业投资基金退出案例1 316个，退出本金136.64亿元，实际退出金额286.59亿元，平均投资期限35.48个月。

2014至2017年，我国私募股权投资母基金管理人及基金产品的数量不断增多。截至2017年末，已经完成登记的管理人达681家，备案的产品数量为1 871只，募集规模为6 320.27亿元。另外，在协会备案的政府引导基金数量893只，管理规模4 863.07亿元。私募股权投资母基金通过投资子基金最终投向的项目，其项目所在地按照子基金投资项目金额计算，明显集中在上海、广东、浙江、北京以及江苏，五个辖区的占比合计达80.27%；其项目行业分布集中在计算机运用、医疗器械与服务和生物医药等领域。为了更好地实现对子基金的评价，私募股权投资母基金管理人需要从子基金所投行业、轮次、团队背景、过往业绩、风控制度、交易条款的设置、基金规模等角度全方位考察。完成投资后，投后管理同样十分重要，私募股权投资母基金的投后管理主要涉及基金监控和增值服务，基金监控体现在定期提供基金运营的季报、半年报与年报，让投资人能够及时穿透了解私募股权投资母基金、子基金以及项目的实际运营状况。增值服务则是私募股权投资母基金服务子基金和企业的方式，包括退出指引、企业架构搭建等。对于基金的退出，现阶段很少有私募股权投资母基金实现了完全退出，因此很难对其投资收益进行量化，而子基金所投项目的退出方式以境内 IPO、并购、大股东回购为主，子基金层面通过私募股权二级市场转让、清算退出等为主。

三、私募股权投资母基金行业下一步发展趋势

结合调研以及问卷的结果可以发现，我国私募股权投资母基金行业发展所面临的问题主要包括：（1）资管新规下，募资难度持续增大；（2）基金投资缺乏完善的数据体系和专业化人才；（3）投后管理尚未建立成熟的信息管理系统；（4）退出渠道有待丰富，私募股权二级市场发展尚在发展初期阶段。

我国私募股权投资母基金未来的发展趋势包括：（1）在募资压力下，基金管理人寻求拓宽融资渠道，资金来源更加多样化；（2）私募股权投资母基金更加聚焦细分行业及领域，优化基金管理模式；（3）基金管理人进一步提高增值服务能力，助力子基金和企业成长；（4）创新型企业 IPO 加速，改善私募股权投资母基金退出环境。



第一章 私募股权投资母基金行业概述

1.1 私募股权投资母基金的内涵

1.1.1 私募股权投资母基金的定义

协会2017年9月组编出版的《股权投资基金》中对股权投资母基金进行了定义，即以股权投资基金为主要投资对象的基金。本报告聚焦于私募股权投资母基金，指在协会备案为私募股权投资类 FOF、创业投资类 FOF（不含单一资管计划基金），且主要投资于私募股权投资基金或创业投资基金的基金。在我国，近年来发展迅速的政府引导基金多数是私募股权投资母基金。特别地，为方便阐述，本报告除特殊说明外，下文提及的母基金均指私募股权投资母基金。

母基金通过两级投资来配置所募资金，即首先通过对私募股权基金进行直接投资，其次对私募股权基金投资的标的企业进行间接投资。母基金一般具备的基本要素有：（1）产品性质为基金型产品；（2）产品投向以投资其他私募股权投资基金为主；（3）所投子基金数量在2只以上。基本特征有：（1）投资方式可能涉及一级投资、二级投资和直接投资；（2）投资策略根据资金端需求的不同呈现差异；（3）基金投资以财务回报或产业导入为目标；（4）承担管理人和投资者的“双重身份”。

1.1.2 私募股权投资母基金的分类

根据不同的分类标准，母基金可以划分出不同的类别。本报告从投资方式和投资目的上对其进行了划分。

按照投资方式不同，母基金主要有一级投资、二级投资和直接投资¹三种形式。一级投资指其在私募股权投资基金募集时对基金进行投资，成为私募股权投资基金的投资者，这是母基金发展初期主要的本源业务，需要管理人具备基金筛选、综合配置等能力；二级投资指的是购买已经设立的私募股权投资基金的份额或基金持有的投资组合公司股权。近几年来，私募股权投资基金市场蓬勃发展，存量基金数量已经达到一定规模，为私募股权二级市场基金的发展提供了契机。在此背景下，部分母基金管理

¹ 一级投资、二级投资和直接投资的定义引用中国证券投资基金业协会《股权投资基金》教材。



人开始发起设立私募股权二级市场基金（PE Secondary Fund）。直接投资指的是母基金将一定比例的资金用于投资子基金投向的优质项目，通过这种方式可以获取优质的项目来源，同时降低全部投向子基金产生的费用，进一步优化现金流和提高基金收益。部分母基金会采用一级投资和直接投资相结合的方式，在投向子基金的同时也跟投优质项目。协会调查数据显示，约有40%的子基金会向母基金推荐跟投项目。

按照投资目的，母基金可以分为产业导向型和财务投资型。产业导向型母基金以改善地区经济、扶持产业发展、促进创新创业为目的而设立，希望通过母基金布局产业的上下游，实现产业的联动。这类母基金在获取的收益上会进行一定程度的让渡。财务投资型母基金则更注重最终所能赚取的财务回报，在投资时以收益为导向对子基金进行筛选，以期获得较高的收益水平。

1.1.3 私募股权投资母基金的功能优势

（一）分散投资风险

母基金可以分散和降低投资风险。一般来说，投资单只基金的风险要低于投资单个项目的风险，而投资母基金的风险要低于投资单只基金的风险。许多私募基金管理人具有自身所擅长的赛道，或专注于某一产业、或专注于某个阶段，一旦某个行业的风险集中爆发，或者某个管理人内部出现问题，投资者所承担的风险会明显增大，甚至利益受到损害。而母基金在配置时，能够从区域、阶段、策略、基金运作方式等方面进行选择与分散，投资多个私募股权投资基金避免过于依赖某一子基金，或者在不同起始年份的私募股权投资避免集中投资于市场高点的情形。

（二）专业化投资管理

母基金的专业化管理体现在筛选子基金、获取投资机会、尽职调查和谈判能力以及投后管理服务等多个方面。一般来说，市场上优质的私募股权投资基金与优质项目往往是稀缺的，非专业机构投资者很难有精力和能力进行甄别、并获得投资机会和话语权。而母基金管理人通过组建专业化的管理团队，挖掘不同细分领域的优秀私募股权投资基金，结合经济发展周期和行业趋势，科学设置资产配置类别和比例，有效进行组合投资，为投资者进入高风险的私募股权投资市场提供最佳路径。在完成投资后，母基金管理人还能实现对所投基金组合的动态管理。一方面，母基金代表投资人，与所投的子基金保持定期沟通，获取子基金最新的投资运作情况；另一方面，在很多时候，母基金还为子基金提供必要的资源协同、优化投资者结构、加强子基金与项目的互动监督、促进子基金的项目退出等。



（三）获得投资机会和稳健投资回报

母基金具备强大的资金募集和管理能力，可以募集一般投资者资金，并以机构投资者的身份，获得投资于最顶尖且具有长期较高回报的私募股权投资基金的机会。业内优秀的基金往往相对封闭募集，对投资者的出资门槛要求高，新、小投资者很难成功投资。而母基金作为重要资金来源的机构投资者，长期活跃于该领域，与优秀的基金及其管理人合作关系良好，所以可以提供投资渠道。更重要的是，母基金常常在子基金的顾问委员会或者咨询委员会中占有席位，监督管理子基金的日常投资运作，有利于获得更为稳定的投资回报。

1.2 私募股权投资母基金的发展历程

1.2.1 海外私募股权投资母基金发展历程

母基金起源于上世纪70年代。1976年，美国的雅登投资（Adams Street Partners）发行了全球第一只母基金 Institutional Venture Capital Fund，自此拉开了行业发展的序幕。母基金的出现源自投资者对股权投资基金的筛选需求，对私募股权投资基金进行尽职调查至最终决定是否投资的流程相当复杂，且当时私募股权投资基金公开披露的信息十分有限，一般的投资人很难有相应的能力实现基金的有效选择。相较于当前多元化的母基金投资者结构，在行业发展初期，母基金更多的是以独立账户（Separate Accounts）¹的形式提供给大型的机构投资者。自行业起步至20世纪90年代初，不论是管理人数量、发行的基金数量还是募资的规模，母基金均未能取得实质性进展。

1990年开始，私募股权投资基金的数量大规模增加，为母基金发展创造了条件。不同类型的投资者对挑选基金的需求提升，母基金服务的对象也由曾经较为单一的大型机构投资者转向更丰富的投资者类型，市场上面向多种类型投资者的母基金数量得到提升。相比服务单一大型机构投资者的模式，通过汇集越来越多中小投资者的资源，母基金收取费率的溢价能力显著增强。进入九十年代中期，随着信息时代的开启和创业投资的推动，母基金开启了快速增长的时代。然而，由于股权投资基金的存续期普遍较长，在一定程度上使得母基金整体的流动性偏差。随着股权投资市场规模的持续

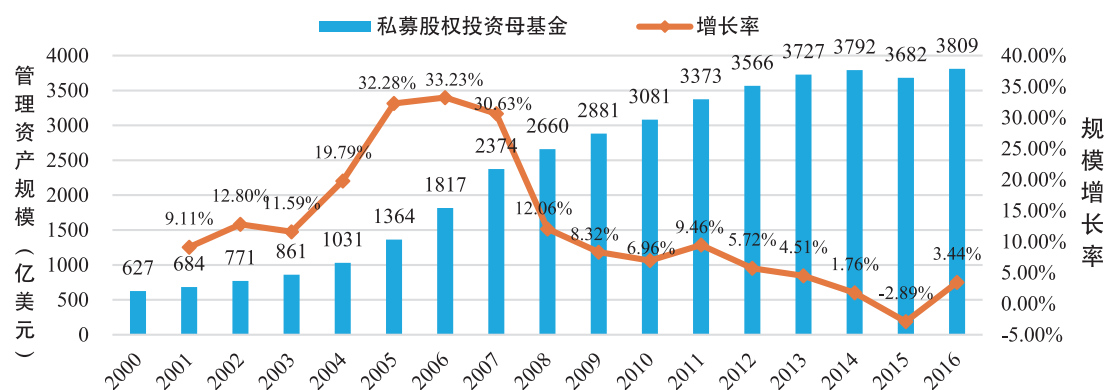
¹ 独立账户指的是基金管理人为单一机构投资者根据其偏好和风险收益目标所建立的投资账户。相比面向多个投资者的基金，独立账户的合同当事人只涉及基金管理人和一名机构投资者，对存续期限、投向、投资比例等条款的设置更为灵活。同时，由于相关的保密规定，独立账户对外披露的信息较为有限。



增加，1984年，VCFA 集团（原美国风险资本）发行了第一只私募股权二级市场基金，即以交易私募股权投资基金份额以及基金所持有的投资组合公司股权为主要业务的基金。随后，私募股权二级市场基金获得了迅速的发展，根据 Preqin 数据显示，2017年全球的交易量高达580亿美元，给母基金提供了更高的流动性。

2001年，互联网泡沫全面消退，为了在众多的母基金管理人中脱颖而出，各大机构开始通过其独有的私募股权投资基金管理人资源和在某一细分领域的深耕经验展现自身的独特性。例如着重投向早期项目、新兴市场、中小市场的创业投资基金，或是集中投资于企业重组、产业整合的并购基金等，以满足不同投资者的特殊需求。在这一阶段，许多母基金管理人形成了其特有的“标签”，如提供全球多元分散化投资工具的雅登投资（Adams Street）和磐石基金（Panthéon），提供不同行业细分基金的汉柏巍（HarbourVest）和霍斯利·布里奇（Horsley Bridge Partners）等。直至2007年，全球母基金的数量与规模呈阶梯式增长。图1-2-1是2000-2016年全球母基金的资产管理规模及其增速，截至2016年末，母基金管理规模达到3 809亿美元，比2015年末增长了3.44%。整体来说，2000-2007年，母基金管理规模迅速增长，2007-2016年，母基金管理规模增长放缓，2012-2016年增长率回落不足5%，2015年甚至负增长。

图1-2-1 全球私募股权投资母基金资产管理规模和规模增长率（2000-2016年）

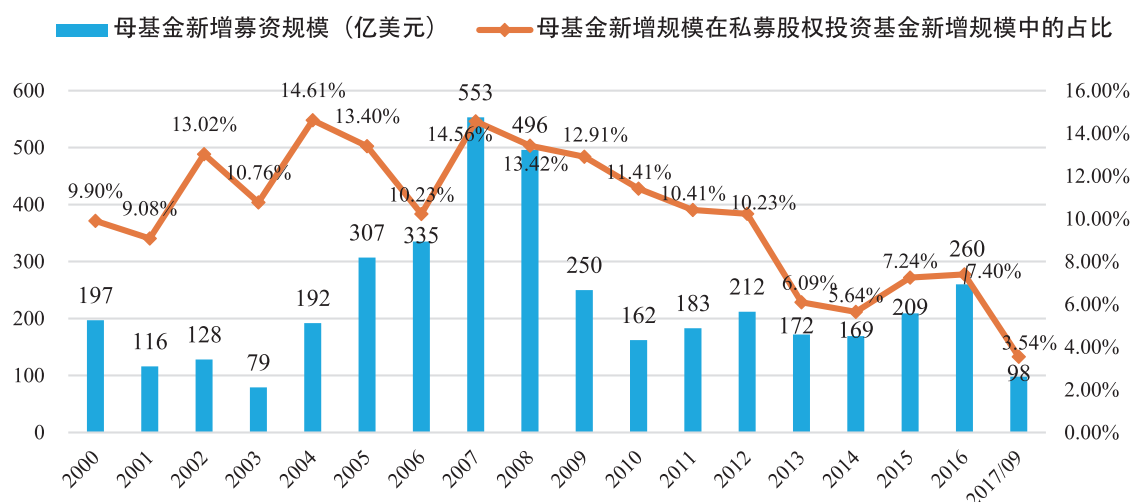


数据来源：Preqin。

金融危机以来，受到双层费率结构、基金收益率下行和存续期时间较长等因素的影响，母基金发展面临困境。从图1-2-2能够发现，2007年以前，母基金新增的募资规模整体呈现波动上升，2007年新增的募资规模达到近年最高为553亿美元。而在金融危机爆发后，这一趋势发生了转变，母基金新增募资规模整体走低，2016年的募资规模仅有260亿美元。相对于整个私募股权投资市场，母基金新募集的资金在其中所占比例

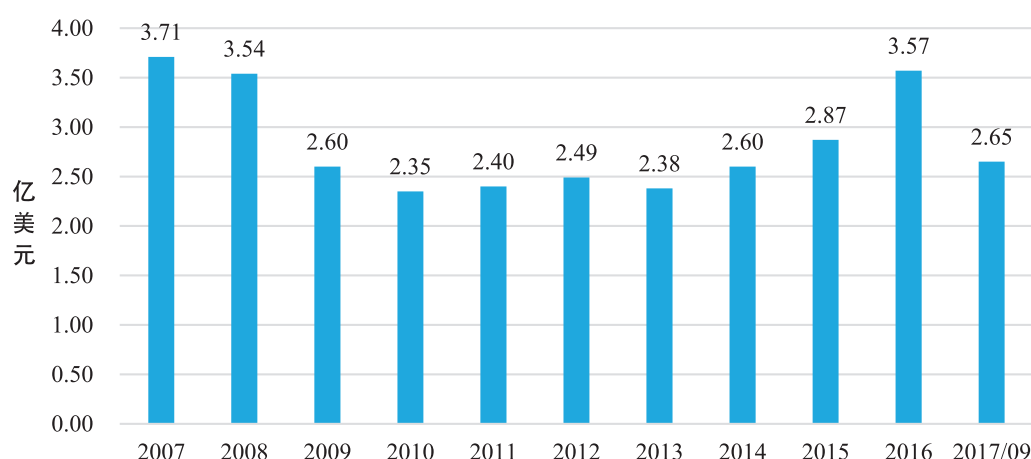
持续下降，在2000-2007年，大多数年份里母基金新增募资规模能占据股权投资行业新增募资的10%以上，而2007年之后一度下降至不足7%。同样地，在2007年后，单只母基金平均规模也有所减少，如图1-2-3所示，金融危机后，单只母基金平均规模多在2.5亿美元上下徘徊，而在2007及2008年，单只母基金平均规模分别达到3.71亿美元和3.54亿美元。

图1-2-2 全球私募股权投资母基金新增募资规模和占比（2000-2017/09）



数据来源：Preqin。

图1-2-3 全球私募股权投资母基金的平均规模（2007-2017/09）



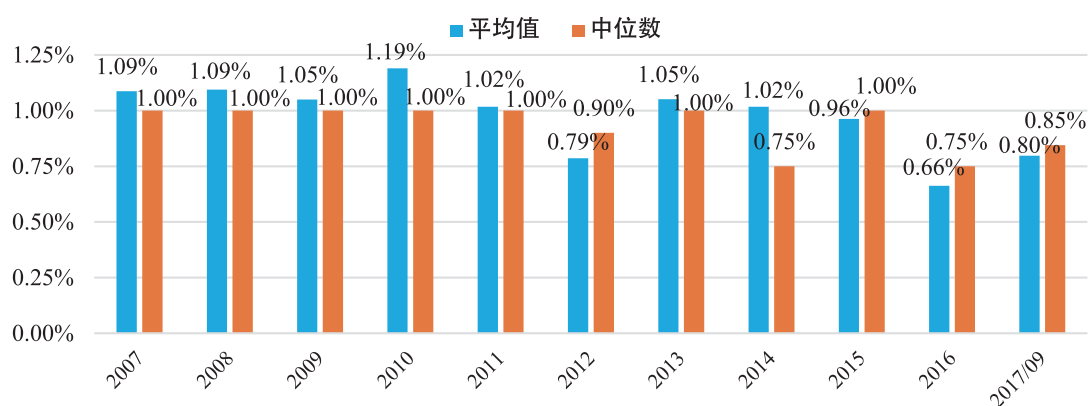
数据来源：Preqin。

在行业内，不少母基金管理人在战略层面进行了调整，以应对竞争愈发激烈的市



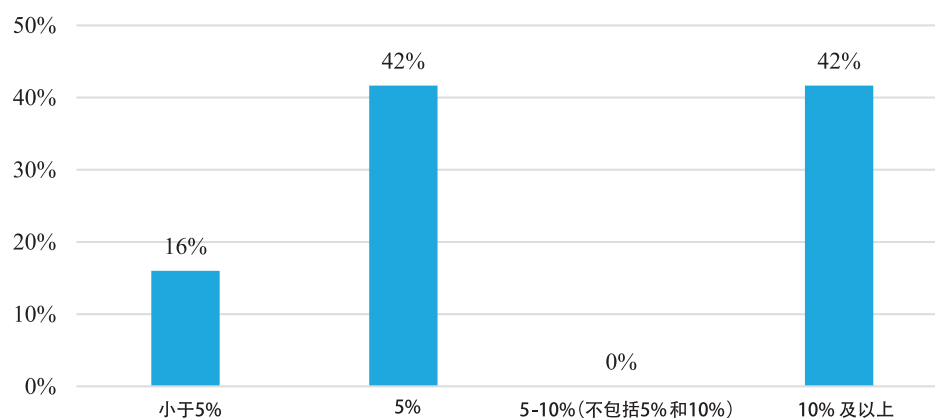
市场环境。这一转变首先体现在费率层面，根据 Preqin 的数据，2011年以前，母基金管理费率的平均数和中位数均不少于1%，而在2016年，平均管理费率降至近10年来的最低点，仅有0.66%，管理费的中位数为0.75%。2017年这一数据稍有提升，管理费率的平均值和中位数分别为0.80%和0.85%。在业绩报酬方面，一部分管理人也做出让步，2016-2017年成立的基金中有58%将业绩报酬的比例降至5%甚至5%以下，42%基金的业绩报酬比例为10%或以上，而这一比例在2007年前通常为20%。

图1-2-4 全球私募股权投资母基金的管理费率（2007-2017/09）



数据来源：Preqin。

图1-2-5 全球私募股权投资母基金业绩报酬（2016-2017年成立的基金）



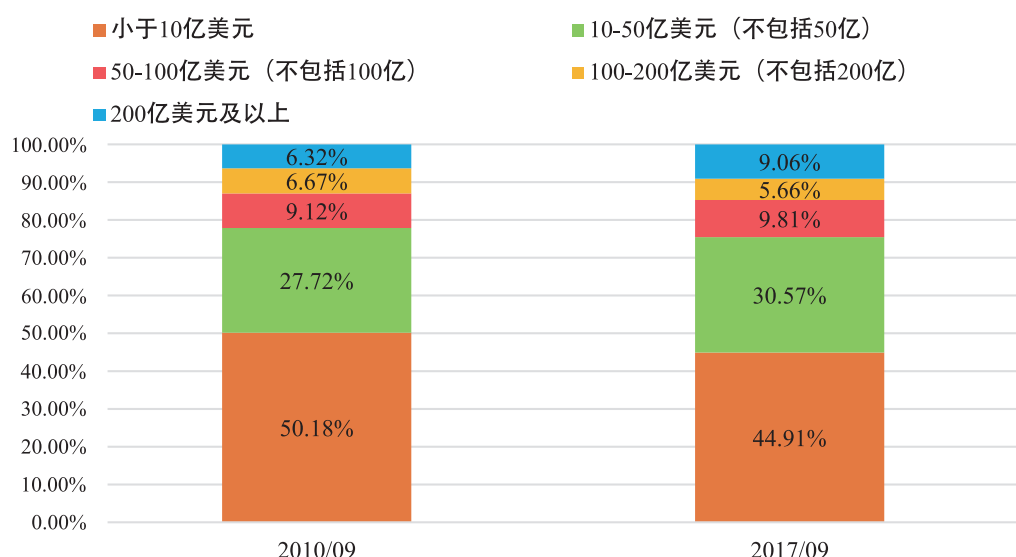
数据来源：Preqin。

此外，母基金行业内部还出现了管理人收购与兼并的趋势，如列克星敦投资（Lexington Partners）在2010年完成对花旗集团（Citigroup）母基金业务的收购，ICG集团（Intermediate Capital Group）于2015年收购石墨资本（Graphite Capital



Management) 的母基金业务等。图1-2-6显示, 相较2010年, 2017年全球母基金管理人管理的资产规模整体有所提高, 规模小于10亿美元的母基金占比减少了5.27%, 而规模在200亿美元以上的母基金占比增加了2.74%。通过合并, 一方面, 母基金管理人能够获得更大的规模优势, 有更多的资源和技术向原先没有覆盖的市场拓展; 另一方面, 大型资产管理公司等机构对业务线条实现扩充, 有利于满足现有客户更为丰富的投资需求。尽管母基金在近几年来面临着愈发激烈的外部 and 内部竞争压力, 但管理人也在跟随不断变化的市场环境采取应对的措施。凭借专业遴选基金的能力、合理的策略配置、多元化分散风险以及优质的 GP 资源, 在未来的全球资本市场, 母基金仍旧能够稳稳占据一席之地。

图1-2-6 全球私募股权投资母基金管理人资产管理规模分布变化



数据来源: Preqin。

1.2.2 国内私募股权投资母基金发展历程

相比海外母基金已经走过了四十多年的发展历程, 我国母基金行业还处于发展初期, 大多数已经发行的基金还未走过一个完整的生命周期。整体来看, 我国母基金起步于政府引导基金, 并逐步向更多元化的资本结构、管理人结构的方向发展。

2001年, 中关村科技园区创业投资引导基金正式启动, 初始成立时与评审认定的32家创业投资机构合作, 采用跟进投资的方式投向中关村园区认定的种子期和初创期的高新技术企业以及新设的子基金。中关村科技园区创业投资引导基金的成立标志着我国母基金行业的开启。为了使财政资金的效用最大化, 2005年颁布的《创业投资企



业管理暂行办法》指出“国家与地方政府可以设立创业投资引导基金，通过参股和提供融资担保等方式扶持创业投资企业的设立与发展”，第一次引入了引导基金的概念，并为政府引导基金的设立提供了依据。很快，上海浦东新区创业风险投资引导基金、天津滨海新区创业风险投资引导基金等政府引导基金相继在全国各地成立。

2006年开始，国有企业主导设立的市场化母基金陆续出现。2006年9月，国家开发银行与中新苏州工业园区创业投资有限公司共同出资设立了苏州工业园区国创创业投资有限公司，由专业化的母基金管理团队进行管理。2008年发改委、财政部、商务部制定的《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》（国办发〔2008〕116号）中，对引导基金的资金来源、运作方式、管理制度以及风险控制机制等方面进行了约束，加大扶持创业投资企业发展的力度。2010年，中国首只国家级股权投资母基金——国创母基金成立，基金总规模达600亿元。

在此阶段，私募股权投资基金市场迎来了两种“重量级”的投资者——全国社会保障基金（简称社保基金）和保险机构资金。2008年6月，经国务院批准，财政部、人力资源和社会保障部同意，社保基金允许投向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，投资比例不超过社保基金总资产的10%。社保基金经过对私募股权投资基金管理人的遴选，筛选出符合要求的管理人并投向其设立的基金，这也是母基金形式的一种。2010年，保监会发布的《保险资金投资股权暂行办法》指出，保险资金可以直接投资企业股权或者间接投资企业股权，其中间接投资企业股权即为投向私募股权投资基金管理人发起设立的股权投资基金等相关金融产品。2012年，《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》将保险资金的投资范围做了进一步的扩大，包括成长基金、并购基金、新兴战略产业基金和以上述股权投资基金为投资标的的母基金，明确将母基金纳入保险资金的投资范畴。除直接投资到私募股权投资基金以外，许多保险机构愿意支付一定比例的费率，通过具有专业的私募股权投资基金管理人筛选能力的母基金配置股权类资产。

2010年开始，私募股权投资基金的数量快速增长，民营资本发起设立的母基金开始出现，各母基金管理人逐渐形成了鲜明的特色。民营资本参与到母基金的行业中，进一步丰富了母基金的形式。通常来说，民营资本设立的母基金以收益最大化为目标，区别于扶持特定产业、投资特定地区的政府引导基金，更能够满足高净值个人、上市公司等多元化投资人的诉求。

近几年，中央到地方纷纷出台了多项鼓励创业投资发展的政策。值得注意的是，在2016年国务院印发的《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（国发〔2016〕53号），特别指出鼓励和规范发展专业化管理的创业投资母基金、国有企业设立或参股



创业投资母基金、创业投资引导基金注资市场化母基金、中央和地方企业、保险公司、大学基金等机构投资创业投资母基金，为创业投资母基金的设立以及募资创造了良好的条件。在我国私募股权行业快速发展、基金数量大幅增加的情况下，母基金专业化资产配置和筛选管理人的能力也显得愈发重要。

1.2.3 私募股权投资母基金监管体系

第一只母基金诞生于美国。作为业内“鼻祖”，美国对于私募基金的监管立法较为成熟，不过监管规则中少有特别针对母基金而设计的法律法规，更多的是在私募基金的监管框架下进行管理。在我国，母基金行业也未区分出独立的监管组织体系，其监管架构与整个私募基金的监管组织体系保持一致。



第二章 2017 年私募股权投资母基金行业发展分析

2.1 2017 年行业发展外部环境

2.1.1 经济金融环境

2017年我国宏观经济稳中向好，GDP 实现了6.9% 的增长，较2016年增长了0.2%。金融行业在从严监管的态势下，对 GDP 的贡献有所降低，贡献率为5.4%，与2016年相比减少了0.2%。党的十九大重点提出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”，因此积极促进金融行业健康发展以及与实体经济间的良性循环是2017年以及下个阶段金融工作的重心，在此指导下地方政府纷纷采取各种手段扩大直接投资，促进私募股权市场发展、优化投资结构。此外，根据新旧动能转换、供给侧结构性改革要求，2017年新技术、新产业、新业态、新模式经济得以进一步发展。10月，党的十九大报告指出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，结合12月中央经济工作会议精神，可以预见，推动经济的高质量发展和切实发挥金融服务实体经济功能将会是今后我国经济发展战略中的重要一环。

2.1.2 政策环境

2017年7月14日至15日，第五次全国金融会议在北京召开。会议强调金融服务实体经济，防控金融风险，深化金融改革三项任务，并要求落实金融监管部门监管职责，强化综合监管，突出功能监管和行为监管。为贯彻金融会议精神，国务院于11月成立金融稳定发展委员会，表明未来资管行业的监管格局将不再是“混业经营+分业监管”。《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）（简称资管新规征求意见稿）的发布，进一步明确了严控风险、服务实体经济、宏观审慎管理与微观审慎监管相结合、机构监管与功能监管相结合等原则，并对资产管理业务设置统一监管的标准限制。资管新规征求意见稿对资金池业务的限制、对合格投资者门槛的提升以及对多层嵌套的规范，有可能对母基金募资与合规性要求产生影响。

此外，2017年8月30日，由国务院法制办、证监会起草的《私募投资基金管理暂行条例》（征求意见稿）发布，意味着整个基金行业的顶层监管条例正在推进研究中。《私



募投资基金管理暂行条例》（征求意见稿）对私募基金管理人、托管人、资金募集、投资运作等方面，进行了更详尽地规范，对规范私募基金的投资活动、促进整个私募基金行业的健康发展有着积极作用。同时，证监会也在积极推动创业投资的发展，2017年7月7日证监会发布“私募基金监管问答——关于享受税收试点政策的创业投资基金标准及申请流程”，积极落实财政部此前《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收试点政策的通知》（财税〔2018〕55号）中的相关要求。该通知对创业投资企业和天使投资个人有关税收试点施行税收优惠政策，试点地区包括京津冀、上海、广东、安徽、四川、武汉、西安、沈阳8个全面改革创新试验区域和苏州工业园区。这些税收优惠促使创业投资基金能够更好的支持与服务实体经济，对母基金行业来说同样有所利好。

2.1.3 私募股权投资基金市场环境

近几年，我国股权投资市场的发展愈加迅速。协会统计数据显示，在所有已登记私募基金管理人中，2017年私募股权、创业投资基金管理人在机构数量、管理基金数量及规模等各个方面的增长情况均表现最为亮眼。截至2017年末，协会已登记私募股权、创业投资基金管理人12 953家，较2016年末增长35.78%，管理各类型私募基金27 975只，较2016年末增长59.58%；管理基金规模7.24万亿元，较2016年末增长48.99%。2017年新登记私募股权、创业投资基金管理人4 093家，占当年新登记私募基金管理人总数量的比例达71.36%。

在资本市场服务实体经济发展的环境下，2017年私募股权投资基金、创业投资基金数量和规模继续保持高速增长趋势。截至2017年末，协会已备案私募股权、创业投资基金26 199只，基金管理规模6.90万亿元。其中，已备案私募股权投资基金21 827只，较2016年末增长55.10%；基金规模6.29万亿元，较2016年末增长67.30%；已备案创业投资基金4 372只，较去年末增长98.19%；基金规模6 076.68亿元，较去年末增长68.22%。2017年新增备案的私募股权、创业投资投资基金11 167只，基金规模2.41万亿元。

从基金管理人的注册地域分布来看，目前我国股权投资机构注册地依然相对集中在环渤海、珠三角以及长三角地区，而西藏和新疆地区由于享受特殊政策扶持也成为基金管理人注册热门地区。

2.1.4 私募股权、创业投资基金退出情况

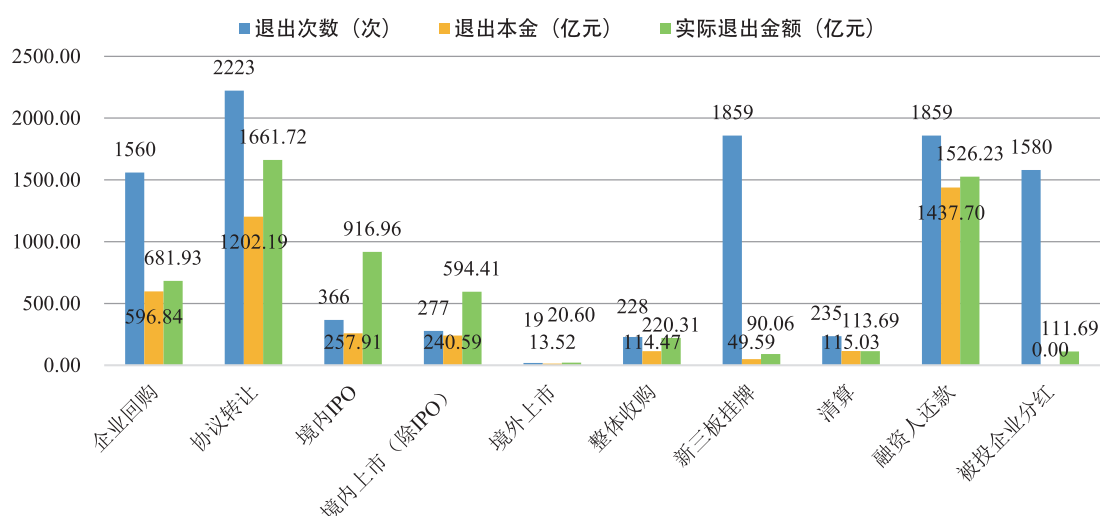
（一）私募股权投资基金退出情况

截至2017年末，协会数据显示，已进行季度更新、完成运行监测表填报且正在



运作的私募股权投资基金投资案例共退出5 825个，发生退出行为10 206次，退出本金4 027.83亿元，实际退出金额5 937.61亿元，平均投资期限37.41个月；详细退出方式及对应的投资本金、退出金额见图2-1-1。其中，私募股权投资基金完全退出的投资案例3 932个，发生退出行为6 289次，退出本金3 280.60亿元，实际退出金额4 662.05亿元，平均投资期限36.65个月。

图2-1-1 2017年私募股权投资基金投资案例退出方式情况



数据来源：中国证券投资基金业协会。

2017年当年私募股权投资基金新增退出案例3 003个，发生退出行为4 547次，退出本金1 949.09亿元，实际退出金额2 430.57亿元，平均投资期限29.27个月。其中，完全退出的案例1 569个，发生退出行为1 970次，退出本金1 307.32亿元，实际退出金额1 605.17亿元，平均投资期限29.74个月。2017年当年新增退出案例通过“协议转让”发生的退出行为1 077次，退出本金640.01亿元，实际退出金额788.74亿元；通过“融资人还款”发生的退出行为980次，退出本金725.23亿元，实际退出金额745.99亿元。

（二）创业投资基金退出情况

截至2017年末，协会数据显示，已进行季度更新、完成运行监测表填报且正在运作的创业投资基金投资案例退出共3 057个，发生退出行为4 221次，退出本金352.25亿元，实际退出金额885.76亿元，平均投资期限42.06个月；详细退出方式及对应的投资本金、退出金额见图2-1-2。其中，完全退出案例1 932个，退出本金274.25亿元，实际退出金额623.94亿元，平均投资期限40.93个月。