

多地探索国资创投容错机制 解决耐心资本后顾之忧

证券时报记者 李明珠 张淑贤

解决国资创投的后顾之忧,让他们敢做、能做“耐心资本”“大胆资本”。

近年来,在中国经济转型和创新驱动发展战略的大背景下,国资创投作为推动科技创新和产业升级的重要抓手,取得了长足的发展,国资创投也成为“耐心资本”的重要力量。如何让“耐心资本”敢做“大胆资本”?相应的容错机制是重要前提。值得欣慰的是,2024年以来,各地

纷纷出台制度,为国资创投提供了更加宽松的政策环境。

近日,上海发布的国资创投容错新政,引发行业高度关注。而在此前,四川、湖北、广东等地也出台相关措施,在行政体制与市场机制怎样磨合、合规与效率该如何兼顾、具体执行可能会面临哪些困难等方面,纷纷破题。对此,证券时报记者采访相关业内人士,希望了解国资在成为“耐心资本”“大胆资本”方面,还面临哪些问题,有何解决之道。

1 上海为国资创投“松绑”

近日,上海市国资委联合上海市委金融办共同发布《市国资委监管企业私募股权投资基金考核评价及尽职免责暂行办法》(以下简称《暂行办法》),《暂行办法》规定,上海市国资委监管企业对股权基金进行整体评价,不以单一项目亏损或未达标作为基金或基金管理人负面评价的依据,同时综合考虑直投基金、母基金、专项基金等特点,对战略投资基金、产业投资基金、财务投资基金分别设定不同的评价标准。

据悉,该《暂行办法》与去年8月上海市国资委公布的《市国资委监管企业私募股权投资基金业务管理办法》紧密衔接,在整体框架和原则上保持一致,进一步细化和补充了考核评价及尽职免责相关内容,使监管企业在基金业务管理方面的制度体系更加系统完善,为基金业务的规范、有序开展提供了更具操作性的指导。

上海虽不是最早发布国资股权投资尽职免责政策的地方政府,但此次《暂行办法》的发布获得了业内人士的高度评价:“具有明确可操作性、可执行的细则”,体现出上海在国资股权投资领域的深刻理解和专业性,标志着上海在国企改革和金融创新方面迈出重要一步,也为其他省份提供了重要参考。

上海国有资本运营研究院资本服务中心主任、国资基金50人论坛秘书长谢招煌在接受证券时报记者采访时表示,目前出台的“免责”机制效果更多会聚焦在如何正确且客观地认识私募股权基金的制度优势,让更多监管部门认清私募股权基金应“按周期考核而不是单一项目考核”,让更多国资基金管理人回归到专业的投资行业,树立正确的投资观,从长远看,是解决“不敢投、不愿投”的必由之路。

谢招煌认为,上海市国资委的分层分类、长周期考核评价体系更契合当前产业发展需要

“耐心陪伴”的基本逻辑。在分层分类、长周期考核评价体系下,对于主要投资阶段为天使、风险投资(VC)的国资基金管理人,应该设置更大幅度、更长周期的评价标准。对于投资阶段为战略配售、定增和Pre-IPO等国资基金管理人,则更应该强调“保值增值”。

在上海科创集团引导基金部总经理鞠铭看来,此次《暂行办法》发布是上海市国资委加大对科技创新支持力度的政策体现,也是国资国企改革的一项重要举措,其中的很多做法也是国企各个层面多年来一直探讨的,部分考核评价维度和指标已经有过尝试。

鞠铭表示:“《暂行办法》彰显了对尽职免责和容错机制体系化和整体性的考虑,有很强的指导性和可操作性。”以鞠铭所在的上海科创集团为例,从创立之初就具有风险投资的“基因”,基本遵循着风险投资行业的惯例从事投资操作。“追责和容错在集团风险管控方面一直备受关注,风险投资,失败是多数。”鞠铭表示。

LP投顾创始人国立波认为,上海发布的《暂行办法》跳出了“容错”“容亏”的思维定式,回归尽职免责的核心原则,率先提出明确职责清单与免责标准,在可操作性方面具有显著优势,为上海市国资委监管企业基金业务的健康持续发展提供了有力的制度支持。国资和政府投资基金在相关部门推动机制创新的背景下,有望从源头改善行业生态,进一步促进创投行业良性循环。

资深创投行业人士闫萌表示,上海市国资委制定了统一的股权基金考核评价和尽职免责规定,并要求所管辖国企遵照执行,同时允许辖内国有企业在此基础上制定符合自己的制度,给予其一定调整空间,既有强制性,又有灵活性,是一个很好的顶层设计,解决了国资成为耐心资本“最后一公里”的问题。

2 多地推出国资创投容错机制

除了上海以外,2024年以来,各地国资纷纷开启“容错”之门,放宽国有资本考核指标,多个部门和不同地区发布政策文件,为激励机制和容错免责机制的完善奠定了基础。

2024年6月,国务院常务会议首次提出“处理好政府性基金与市场的关系”,随后发布的“创投十七条”明确提出“改革完善基金考核、容错免责机制,健全绩效评价制度”,进一步明确国资创投要有针对性地建立容错机制。2024年9月召开的国务院常务会议也指出,要推动国资出资成为更有担当的长期资本、耐心资本,完善国有资金出资、考核、容错、退出相关政策措施。

从各地实践来看,目前已有四川、广东、湖北、上海等地“交卷”。2024年7月,成都高新区提出将差异化对种子、天使、创投、产投、并购基金等政策性基金进行容亏率考核,对各类投资基金明确亏损容忍的尺度,各类政策性基金的容亏率按30%到80%进行设置,市场化基金的容亏率设置为20%,轰动一时;武汉市也发布了《武汉市人民政府关于推进产业基金高质量发展加快现代化产业体系建设的实施意见》,其中明确提出,只要投资决策程序完善,在投向武汉市种子期和初创期企业的项目中,亏损容忍率可以高达60%。

去年8月,广东省发布《广东省科技创新条例》,明确国有天使投资基金、创业投资基金考核,首提国资创投“不以国有资本保值增值作为主要考核指标”,创投重镇的行动凸显引领作用,并于2024年10月1日正式执行;去年9月,湖北省委也出台了《湖北省国有企业容错免责事项清单(2024年版)》,规定包括政策调整和市场波动、初创企业风险控制、科研成果转化损失等10种情形可予以免责,其中种子基金和风险投资基金在如实报告已知风险的前提下,因不确定性导致的损失可被视为尽职免责,在业内引起广泛关注。

去年9月,广东佛山市南海区科技局发布了《佛山市南海区蓝海科创天使投资基金管理办法(第六次征求意见稿)》,其中明确了天使投资基金的风险容忍机制,允许最高80%的亏损,容亏率“天花板”再创新高。此后,湖南成立金芙蓉投资基金,特别强调建立和完善容亏容错机

制,容忍正常的投资风险。尤其是在科技创新类项目中,亏损容忍率最高可以达到50%。去年10月,深圳发布的《深圳市促进创业投资高质量发展行动方案(2024-2026)》(公开征求意见稿)中,首次提出“大胆资本”,呼吁支持国资基金大胆试错。

北京、西安、合肥,以及苏州、扬州、南通等地也纷纷出台类似的政策,优化国有资本考核与评价机制,并在不同投资阶段和类别的基金设置容亏率,推动地方国资创投的长期投资导向。

深圳某国有创投分管投资的业务负责人表示,过去国资创投的亏损容忍度普遍仅为20%~30%,而如今最高容亏率已攀升至80%,足见政策“松绑”力度之大。而且可以观察到,各地会根据地方的资源禀赋,为产业基金探索更加灵活和宽松的容错机制。

鞠铭也表达了同样的观点,各地出台的措施都是鼓励最大限度地发挥资本对产业的推动作用,均是给资本“松绑”,都具有一样的尽职免责本质,“各地出台的措施之所以有差异,是结合当地资本的属性和实际情况,有侧重和针对性”。

以上海为例,上海要建设具有全球影响力科创中心,重点在于投早投小投硬科技,重视科创策源、原创技术和原始创新,这就需要时间,因此要建立长周期考核评价体系,以落实重大战略、促进科技创新、推动产业发展等功能的作用。

鞠铭表示,随着各地容错机制出台,对整个国资基金生态带来的机遇还将体现在审计机构和监管部门身上,他们对风险投资行业理解更多了,对科技创新的风险认识更高了,更能用风险投资的专业眼光审视创投类基金的运作和业绩,自上而下形成共识,避免片面坚持国资保值增值,投资生态就会更趋和谐,决策更加科学。

谢招煌认为,“各地的政策让大家看到,全系统普及私募股权基金对产业发展的积极作用已经显现,值得欣喜。”但他同时建议,应避免冤枉过正,为“寻租”留下空间,建议量化“尽职免责”操作细则,在全面、客观地认识国资基金的功能、使命、定位后,才能更科学地建立对基金管理人的“容错机制”。

2014年~2024年第三季度国资出资人出资基金数量及规模



2014年~2024年第三季度国资出资人出资占整体市场投资规模比重



2014年~2024年第三季度已登记国资管理人数量



在市场募资环境较好的年份,如2016年~2018年,国资出资人出资基金规模占比在60%上下

2020年以来,在多重因素影响导致募资遇冷后,该比例上升至70%以上

过去
国资创投的亏损容忍度普遍仅为20%~30%

如今
最高容亏率已攀升至80%

图由创意/供图
数据来源:CVSource投中

3 完善细则和落地执行仍是业界所盼

国资已成为当下一级市场最核心的力量,数据显示,VC/PE(风险投资和私募股权投资)募资构成中,超过七成的资金来自国资,这样的格局正深刻地影响着中国创投生态。虽然各地在构建容错机制方面已取得一定进展,但在细则的完善和落地方面,仍面临诸多挑战,业内人士也呼吁细则能够更加完善,实操中能够可执行、可落地。

LP投顾最新发布的《2024年国有投资机构激励与尽职免责(容错)调研报告》显示,在133家受访机构中,63%的受访机构已建立尽职免责(容错)机制,其中49%将其纳入绩效考核体系,更加宽松友好的风险包容氛围正在营造建立。然而,当前的尽职免责(容错)机制普遍面临认同不足、多重监管冲突等难题。受访机构中,77%认为政府相关部门对该机制认同度较低,64%认为纪检监察等部门缺乏共识,46%反映免责申报程序复杂,难以实际发挥作用。

国立波表示,在中央及地方各级政府的积极探索和努力推动下,“有没有”已不再是国资基金尽职免责机制面临的首要问题,更大障碍在于落地执行环节,问题包括:主管监管部门之间认知不一、缺乏跨部门协调沟通机制、实施细则可操作性不强等。如何将机制的“有形”转化为“有效”,需要国家层面统筹规划,区分不同应用场景、不同定位导向,设定不同

考核重心,差异化构建国资机构市场化转型新路径。

谢招煌表示,容错机制本身存在瑕疵,要让尽职免责机制得到真正的落实,更应该强调投资过程中的“定量”留痕,从“三个区分开来”判断国资基金管理人投资行为的“容忍度”而非“容错度”。“三个区分开来”具体表现为:要把基金管理人在投资过程中因被投企业科技创新、先行先试出现的技术路线失误和管理错误,同违背有限合伙人意愿随意配置资源投资无明显竞争力的企业导致投资亏损区分开来;把基金管理人基于基金整体投资回报进行战略性资产配置中的失误和错误,同有限合伙协议约定禁止事项进行投资导致的亏损区分开来;把为推动基金整体发展的市场过失,同为谋取私利的违纪违法行为区分开来。

“要鼓励国资敢投、愿投、大胆支持创新,除了建立完善基金考核评价及尽职免责制度体系,还要进一步遵循市场和行业规律。”鞠铭称,国资创投在项目投资中遇到的“不敢投”“不愿投”还面临专业度不够、判断力不够等问题。“如果技术趋势说不清楚,市场前景分析不到位,问题说不透,则都上不了投决会。”他非常同意《暂行办法》中要求建立与投资业绩挂钩的薪酬激励体系,这有利于打造高水平、更专业化的投资团队。

要让国资创投敢于“大胆”、坚持“耐心”

证券时报记者 蔡江伟

谈及当下的创投环境,国资是一个绕不过去的话题。一方面,国资创投的势头正猛,近些年各地的引导基金如雨后春笋般涌现,涵盖省、市,乃至区县一级;至于规模,千亿元不罕见,百亿常有,十亿甚至只能算“起步价”;从增量上看,有机统计显示,目前市场的新增募资中,国资占比已经达到八成甚至更高。国资在整个行业中的“分量”不断提升,话语权也随之上涨,以至于很多股权投资基金的管理人,都把“服务好国资,当作工作的重点。但另一方面,业内对这种现象也不乏争论,毕竟创业投资的本质,还是风险投资,当需要保值增值的国资大举进入创业投资领域,如何尽量减少二者在“基因”上的冲突,已成为业内关注的焦点。

这些年来,由于国内外宏观环境的变化,社会资本投资于创投的积极性有所下滑,整个行业在募资环节都感受到阵阵寒意。这种

情况下,国有资本的进入,对整个行业来说,的确起到了雪中送炭的作用。而且,国资以其资金来源的特殊性,天然适合充当耐心资本的角色。但毋庸讳言的客观情况是,一些地方国资在其投资运作中,并没有充分理解风险投资的原始内涵,设置了诸如返投、保底、回购等条款,将股权投资变成实质上的招商投资、债权投资,其中后者犹以其“对赌”特性,备受舆论关注。然而客观效果是,出资人看似可以将风险转移、早涝保收,但基金管理人基于风险顾虑,要么畏首畏尾不敢投资,造成资金闲置浪费,要么真有潜力的项目却无法得到支持;要么,项目失败,基金管理人或被投资企业难以履行保底或回购责任,所谓早涝保收实为镜花水月。

那么,国资的保值增值要求,与风险投资的不确定性之间,天然就是水火不容、不可调和吗?并不尽然。让国资大规模从事风险投资,本身就是一条前人未曾走过的道路。从这个意义上说,这俨然就是一项“风险投

资”。既然如此,实际运作中的种种做法,既是试错,更是探索。国内外的宏观环境,决定了此时此刻国资必须挺身而出,做好稳住行业基本盘的压舱石;而创业投资的基本逻辑,则决定了不管是哪种身份或背景的资金,都必须遵守风险投资的运行规律。合理的风险收益回报是敢于“大胆”、坚持“耐心”的动力,而这一切,都有赖于基金管理人专业的投资能力。

值得欣慰的是,放宽对国资创投的约束,解决其后顾之忧,已渐成多方共识,并在各地逐步铺开。从上海、广东、四川、安徽、湖北等地的政策实践可以看到,不管是设置最高亏损幅度,还是差异化考核等,都在针对国资创投的容错进行制度创新和尝试。通过科学的制度设计,让国资在创投领域展现更大作为,真正成为创新驱动发展战略的坚实后盾,这既是对创新精神的尊重,也是发挥国资引领作用、为中国经济高质量发展注入澎湃动能的应有之义。