

# 政府引导基金遍地开花 不解PE募资近渴

专业人士称,引导基金是新型“招商引资”思路,在实践中遇到不少尴尬

投中集团分析师冯坡表示,政府引导基金目前面临的首要问题就是资金来源不稳定。

不少创投界人士认为,在创投行业整体募资量下降,出资人心态谨慎的背景下,即便是有政府引导基金的支持,也难改目前创投行业募资困难的局面。

证券时报记者 胡学文 陈中

前些年,创投界最热的词是“全民PE”;如今,遍布各地的各种创投引导基金似有取而代之的趋势。

在国内,政府引导基金又被称为创业投资引导基金,是指由政府出资,并吸引地方政府、金融和投资机构及社会资本,不以营利为目的,以股权投资或债权等方式投资于创业风险投资基金或新设创业风险投资基金,以支持创业企业发展的专项资金。

近年来,各地的政府引导基金如雨后春笋般出现,但由于发展时间并不长,除部分经济发达地区外,全国大多数地区创投引导基金的运作模式仍不成熟;加之其与生俱来的“政府干预”基因,以及基金本身的非营利性特征,政府引导基金未来的发展路径仍存诸多变数。

但一个不争的事实是,在风险投资/私募股权投资(VC/PE)行业募资规模整体萎缩之时,通常以母基金形式出现的创投引导基金已越发受到创投机构的重视,不过业内人士认为,创投引导基金仍难根本解决目前VC/PE募资的困境。另一方面,在创投机构越来越多地将目光和精力转向争夺政府引导基金之时,也期待政府引导基金的运作更加市场化。创投引导基金如何在一头是发挥引导性、另一头是市场化转型这座天平上找到各方认可的平衡,也将是一个考验。

## 政府引导基金发展迅速

我们正在募集的2只基金全都争取到了政府引导基金的支持。”东方赛富董事长刘俊宏最近正为新基金募集和签约的事忙得不可开交。在成立后的两年半时间里,这家创投公司发展迅速,目前已经管理着7只VC/PE基金,其中5只都获得了政府引导基金的支持,加上最新签约的2只政府引导基金和一只石油专项基金,管理基金数量将达到10只。

东方赛富与政府引导基金的合作是目前中国创投机构与政府引导基金合作的一个缩影。根据ChinaVenture投中集团统计数据,截至今年7月份,全国各级地方政府共设立引导基金89只,总规模超过450亿元(以基金首期出资规模为准),参股股份数量超过200只。其中,2009年成立的北京股权投资发展基金规模最大,达50亿元,2011年成立的杭州市产业发展投资基金规模达40亿元。多数引导基金规模均在10亿元以下,其中首期出资额在2亿元以下的引导基金超过25只。

不过,该统计数据并不包括创投机构联合地方政府成立的创投引导基金,例如深创投联合地方政府成立的基金就不在统计范围内。

据深创投总裁李万寿介绍,深创投已设立的政府引导基金有51只,基金总规模达94.27亿元。其中,合资公司管理权和全资子公司管理的占绝大多数。

事实上,政府引导基金在国内的

业或需要政府重点扶持和鼓励的高新技术等产业领域的创业企业。引导基金应当监督所扶持创业投资企业按照规定的投资方向进行投资运作,但不干预所扶持创业投资企业的日常管理。

有的规定50%,有的是60%,最后外地的份额全部投完了,但要求投资本地的基金缺少可供投资的项目,整个基金的投资进度就卡住了。”这是一位管理着多只政府引导基金支持的基金管理人的无奈。他表示,政府引导基金支持的基金经常出现非本地份额已经早早投完了,在本地却找不到可投资项目的情况。

现阶段,多数政府引导基金对于参股基金的投资策

发展时间并不长,但是目前发展迅速。据深创投的一份材料显示,我国政府创业投资引导基金起源于1999年,彼时以政府出资设立创投公司的模式为主,例如深圳市创新投资集团有限公司、上海创业投资有限公司;由于资本市场发展缓慢,1999~2005年间政府引导的基金发展滞缓。直至2006~2007年,全国各地开始纷纷设立引导基金,“从武汉点火,次以苏州点燃”,随后北京、重庆、成都、湖北等都设立了政府引导基金,地方的政府引导基金进入恢复性发展阶段。

监管层面关于政府引导基金的文件最早则见于2005年,中央十部委发布《创业投资企业管理暂行办法》中明确规定,国家和地方政府可以设立创业投资引导基金,引导民间资金进入创投业。随后在2008年10月,国家发改委会同财政部、商务部颁布《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》),正式提出促进创业投资引导基金的规范设立与运作,扶持创业投资企业发展。

清科研究中心分析师罗玉认为,该指导意见的出台对政府引导基金各方面的问题做出规范性意见,确立了政府引导基金组织和设立的法律基础,从而解决了引导基金实际运行过程中出现的诸多操作性问题,使得中国引导基金步入规范设立与运作的轨道。

上述深创投的材料也评价,在2008年后至今政府引导基金进入跨越发展阶段。其一,由地方政府设立引导基金的热潮逐步席卷全国;其二,中央级政府引导基金正式出笼。

2009年10月底,发改委、财政部与北京、上海、深圳、重庆、安徽、湖南、吉林七省市人民政府联合设立创业投资基金,推出首批19只创投基金进行试点,总募集资金90亿元。

政府引导基金的效果也在逐步显现。据国务院发展研究中心企业所所长赵昌文介绍,截至2011年底,全国获得政府创业风险投资引导基金支持的创业风险投资机构数量达到188家,政府创业风险投资引导基金累计出资260亿元,引导带动的创业风险投资管理资金规模超过1000亿元。

科技部条财司科技金融处处长沈文京近日在深创投主办的“2012政府、资本、产业对接发展论坛”上透露,

科技部将会同有关部门,共同研究和制定一批新的支持创业投资发展的政策措施,并陆续参股13只创投基金。

## 限制条款遭遇现实尴尬

对于地方政府而言,政府引导基金是新型的“招商引资”思路,但这些举措在实践中依然遇到了尴尬。

根据《指导意见》,引导基金所扶持的创业投资企业,应当在其公司章程或有限合伙协议等法律文件中,规定以一定比例资金投资于创业早期企

略方面都有诸多规定,例如在投资区域上,多数引导基金要求参股基金主要投资于本地辖区,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额的50%。

创东方董事长肖水龙对记者表示,一方面,创投机构作为发现优质企业的专业机构,如果当地有优质项目,即使条款中没有关于投资本地企业方面的限制,创投机构也会加大投资;另一方面,如果当地缺少可供投资的项目,过大比例投于本地的限制可能会由此带来“投不出去”的不利效应。

除了在投资区域方面的限定,政府引导基金亦会在投资阶段方面对参股基金作出限定,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%。

与投资区域方面的限定类似,这种投资阶段方面的限定也遇到尴尬。

PE阶段的都投完了,现在就等着VC的,钱都投不出去,干着急。”一位获得政府引导基金支持的创投基金负责人告诉记者,现在不少地方政府引导基金的管理者和获得政府引导基金支持的创投界人士都意识到上述规定难以实行。此外,对于PE项目和VC项目的界定目前还没有统一的标准,这也导致了上述规定在实际操作中遇到困境。

沈文京也谈到,政府支持创业投资的发展主要应做到:深入认识创业投资发展的规律,为创投业发展营造有利、宽松的法律和政策环境,支持、引导其发展,鼓励优先;以重引导、少插手为支持创业投资发展的思路;按照科技体制改革的要求,积聚资源,



IC/供图 翟超/制图

支持创业投资发展。

根据ChinaVenture投中集团分析师冯坡的观察,随着政府引导基金的实践探索,一些政府引导基金已经在向市场化方向转型,限制条款正在放松。比如苏州工业园区引导基金在最初发布管理办法中要求参股基金对园区企业的投资总额不低于引导基金出资额的2倍,实际上该引导基金目前已基本实现市场化运作,参股基金并未受限于这一规定。

冯坡表示,政府引导基金伴随着政府鼓励创业投资和科技企业发展的政策举措而出现,在特定历史时期有其合理性,未来数年将继续活跃于国内创投市场。但同时,随着地方创投行业发展及产业布局的成熟,政府意志将逐渐淡出,在此情况下,引导基金历史使命也将走向终结,面临退出或者转型。考虑到本土有限合伙人(LP)市场仍处于发展早期、资产配置理念仍待培养的现实状况,转型为母基金(FOFs)或是更符合市场需求的一种选择。

## 难解创投募资困境

眼下,募资困难已成为创投行业共同面对的难题,政府引导基金成为创投机构们争相追捧的出资主体,然而政府引导基金能否成为解决创投行业募资难题的救命稻草?

应该承认,政府引导基金的方式,的确为不少机构的资金来源出了大力。以深创投为例,目前其管理的创投资金逾200亿元人民币,其中政府引导基金规模就已接近100亿元人民币;近年来迅速崛起的中科招商,称其凭借其与地方政府的紧密合作与资源共享,管理资产规模号称已经超过500亿元。

但深创投、中科招商这些创投机构是特例,并非每个创投机构都具备深创投这样的资质和能力。”一位创投界资深人士认为,大多数创投机构想要获得政府引导基金的支持,还是要通过引导基金作为母基金向创业投资基金(子基金)或创业投资企业进行股权投资的方式。

然而,即便是一般的创投机构参与

发起政府引导基金,一般地方政府20%左右的出资比例在现如今的市场情况下,也显得尤其难得。

由政府引导基金出资20%,再凭借着政府引导基金的招牌去募集剩下的部分,相比由自己完全募集一个基金,尤其是在当地募集还是有一定的优势。”一位参与发起设立多只政府引导基金的人士直言,如果同等条件,有机会发起设立政府引导基金,他们的兴趣还是很大。

罗玉也表示,总体而言政府引导基金本身为市场提供了一个资金来源渠道,此外通过政府信用,可以吸引民间资本、国外资本进入创业投资领域,同时也可以通过在引导基金运作机制中设计相应的“让利机制”,吸引保险资金、社保资金等机构投资者的资金进入投资领域,降低其资本风险。

对于创投机构而言,政府引导基金是一个无法忽视的参与主体,但是这个主体也无法对市场产生决定性的影响。”冯坡认为,政府引导基金的发展是一个正面作用,但无法从根本上解决创投行业募资困境。

另有PE机构人士也用自己曾经筹划发起政府引导基金最终受挫的例子告诉证券时报记者,眼下市场环境还是有些艰难,即便有政府引导基金保底,但剩下的那部分社会资金募集难度还是很大,很大程度上取决于PE机构的品牌以及基金制度设计创新等因素。”

冯坡对记者表示,政府引导基金目前面临的首要问题就是资金来源不稳定。目前各地引导基金资金来源主要是政府财政,但创投行业本身并不具有公益性质,政府并无义务及动力给予持续支持,因此财政拨款并不能成为稳定的资金来源;而在现有引导基金非营利导向下,也很难依靠基金收益实现滚动发展。

不少创投界人士同样认为,在创投行业整体募资量下降,出资人心态谨慎的背景下,即便是有政府引导基金的支持,也难改目前创投行业募资困难的局面。

## 引导性与市场化平衡之惑

证券时报记者 胡学文

政府引导基金设立的首要目的就是支持当地经济发展,会限制投资阶段和比例,不符合我们市场化的投资策略,商业化的母基金才是我们的首选。”从深圳一家大型PE机构负责人的话语中,不难看出当前不少地方引导基金市场化基因不够的意味,同时也道出机构对政府引导基金未来发展道路的思考。

深圳一家参与多只地方政府引导基金的机构负责人表示,尽管在当前PE募资日渐艰难的背景下,能够获得机会参与发起设立政府引导基金对于解决机构资金来源、项目源都有很大帮助。但是在政府引导基金市场化基因不够的前提下,参与的PE机构同时也面临着不同程度的无奈,比如在投资行业、地区、项目和比例的安排上,都可能会有一定要求,而这些限制甚至可能影响到其他社会资本LP的利益。

政府引导基金最理想的状态,就是在引导性和市场化之间取得平衡。”该人士表示。

通常,判断政府引导基金是否市场化,可以从管理团队是否市场化、投资比例和范围的限制性、投资策略的限制性三个因素来判断。

在管理团队上,目前在引导基金通用的做法是,地方政府成立引导基金理事会(或称管理委员会)作为基金最高决策机构,行使引导基金决策和管理职责。各地发改委、国资委、科技主管部门、金融办等职能部门在不同的引导基金中会扮演不同角色,并对引导基金的决策流程、投资导向、管理模式等产生影响。政府完全不插手基金的运营管理,全部委托给外部专业投资机构管理这种理想状态很难达到。

在投资限制方面,投中集团的研究报告称,全国多数引导基金都对投资区域和投资阶段进行了限制。比如,政府引导基金签订的同时,双方一般约定合作基金的多少比例必须指定投向哪个地区,之外的部分才可以在周边及更远的区域进行投资。但是,这个地方的某些限定行业不一定有足够的项目资源,这就很容易出现外地的资金早早就投完了,而要求落地本地的资金迟迟出不了手,不仅政府引导基金的引导性没能有效体现,基金的市场性也可能受到影响。

在投资策略上,政府引导基金也很少做到真正的市场化。深圳东方富海董事长陈玮曾直言,政府引导基金都有支持当地经济发展的要求,在政府指导与市场化投资取舍面前,有可能会不符合基金市场化的投资策略,所以除了政府引导基金以商业化的母基金形式参与,一般的政府引导基金他们不大参与。

政府引导基金应该走母基金的模式。”陈玮认为,只有这样才是政府引导基金市场化的方向和出路。

# 政府引导基金深创投样本解密

证券时报记者 胡学文 陈中

想要成立政府引导基金,政府财政一般出多少钱?一次拿不出太多钱怎么办?合作成立的引导基金谁来管理……出于产业转型升级和招商引资考虑,越来越多的地方政府有了设立政府引导基金的需求和想法,与此同时,越来越多的创投机构也想争取政府引导基金的支持。为此,证券时报记者选取业内管理政府引导基金数量最多、网络最为广泛的深圳创新投资集团为样本,详解其政府引导基金的运作之道。

首先是各方的出资问题。成立政

府引导基金,政府财政当然会有一定的出资比例。据深创投总裁李万寿介绍,一般分为以下方式:如果是政府与深创投设立,政府出资比例一般低于50%;如果是政府、深创投引导其他商业机构共同出资设立,政府出资比例一般为30%至40%。至于政府一次拿不出足够的资金的问题,由于引导基金的资金一般分步到位,一般只要求首期到位资金不小于基金总规模的20%即可。另外,在基金的存续期限安排方面,深创投按照合作基金的规模不同而要求不同,一般7至10年不等。

引导基金按层级分为中央级、省级、地市级、县级。目前在深圳

还是承担GP的角色。”李万寿称。

管理的具体运作上,深创投设立的政府引导基金一般采取公司制,具体的管理方式较为灵活,双方一般通过委托管理协议加以约定,主要包括委托管理制、全权委托管理制,以及较为灵活的跟进投资制。以深创投推荐的全权委托管理制为例,一般不单独成立区域基金管理公司,基金的管理者为深创投集团总部,这一模式的优点就是决策流程相对简单。

在基金收益分配环节,政府引导基金一般会对社会资本让出全部或部分利益;同时许诺在一定时期会退出,让民间资本能够以较小的代价收回政府股份,以此吸引民间资本的积极性。对于政府出资部分的收益分配问题,深创投

给政府的建议是:不算小账,算大账,要算放大效应。

具体来说,根据不同的合作模式,收益分配方式则是不同的。委托管理制和全权委托管理制的收益分配方式较为类似:如果采取“保本+固定收益”这种相对安全的模式,在基金净资产低于注册资本50%情况下,政府方可以要求对基金清算,并享有有限受偿权,但在基金盈利时,政府方仅享有固定收益;如果是特殊奖励合作模式的,政府出资部分与其他股东出资共担、同股同权,当有盈利时,除按基金净利润的20%向管理方支付业绩奖励以外,政府方按出资比例从基金公司获得的净收益中提取部分收

益(不低于20%)用于奖励管理方及其他出资方。在跟进投资制下的收益分配方式则较为特殊:基金没有管理费用,也不需要支付给管理公司相应的奖励额度,但在发生投资收益后,跟进投资方按比例所获得的投资收益中的50%将支付给管理公司。

此外,针对早期阶段项目投资的特殊分配模式,深创投也特别做了设计。比如,特殊分成制的模式是政府承诺部分让渡其出资份额应享有的投资收益;跟进投资的模式里,政府与创投机构共担风险,高比例分享投资收益;阶段参股模式,政府5年内可按原始投资加固定回报收购股权;选择认购模式里,政府2至4年后可按原始投资加固定回报收购股权。