

12TH
The 12th China Venture Investment Conference LP/CP Summit
中国投资年会有限合伙人峰会

投资转折

INVESTMENT TURNING POINT

2018母基金白皮书

投中信息/投中研究院

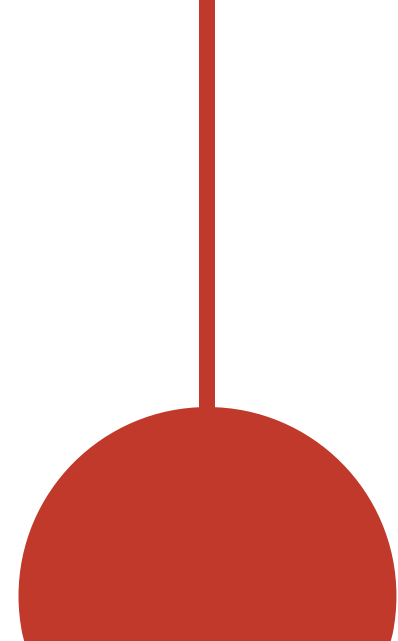
- 01 关于PE-FOFs

- 02 国外PE-FOFs的发展现状

- 03 国内PE-FOFs的发展现状

- 04 国内PE-FOFs发展建议

- 05 国内外PE-FOFs典型案例介绍



CONTENT

报告核心观点

国外PE-FOFs

01

募资

受小型投资者亲睐，长期资本常因地域、管理需要配置PE-FOFs

02

投资

投资策略多元化，以P（子基金）+S（二手份额交易）+D（直投）为主，其中S+D合计不超过基金规模的40%

03

管理

专业化管理，有丰富的具备直投经验的股权投资人才，投后管理系统完善

04

退出

退出收益稳健，IRR在10%左右

国内PE-FOFs

01

募资

国有资本是国内母基金最大LP，受资管新规影响，国内母基金也出现募资难现象

02

投资

投资策略以跟投为主，比例高达50%，主要布局VC/PE基金，跟投集中在热门行业

03

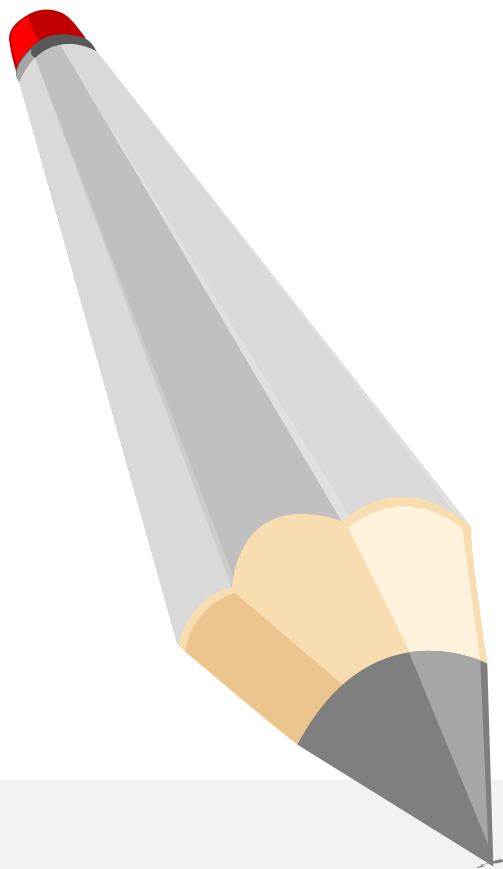
管理

专业化管理有待提升，缺乏具有直投经验的股权投资人才，投后管理系统不完善

04

退出

受子基金退出难影响，母基金退出受到间接影响



关于PE-FOFs



什么是PE-FOFs

PE-FOFs是指市场化运营、投资私募股权基金为主的基金。在一级市场扮演筛选投资GP的LP角色。

PE-FOFs定义

- 市场化募集
- 无投资地域限制
- 无反投比例要求
- 专业管理

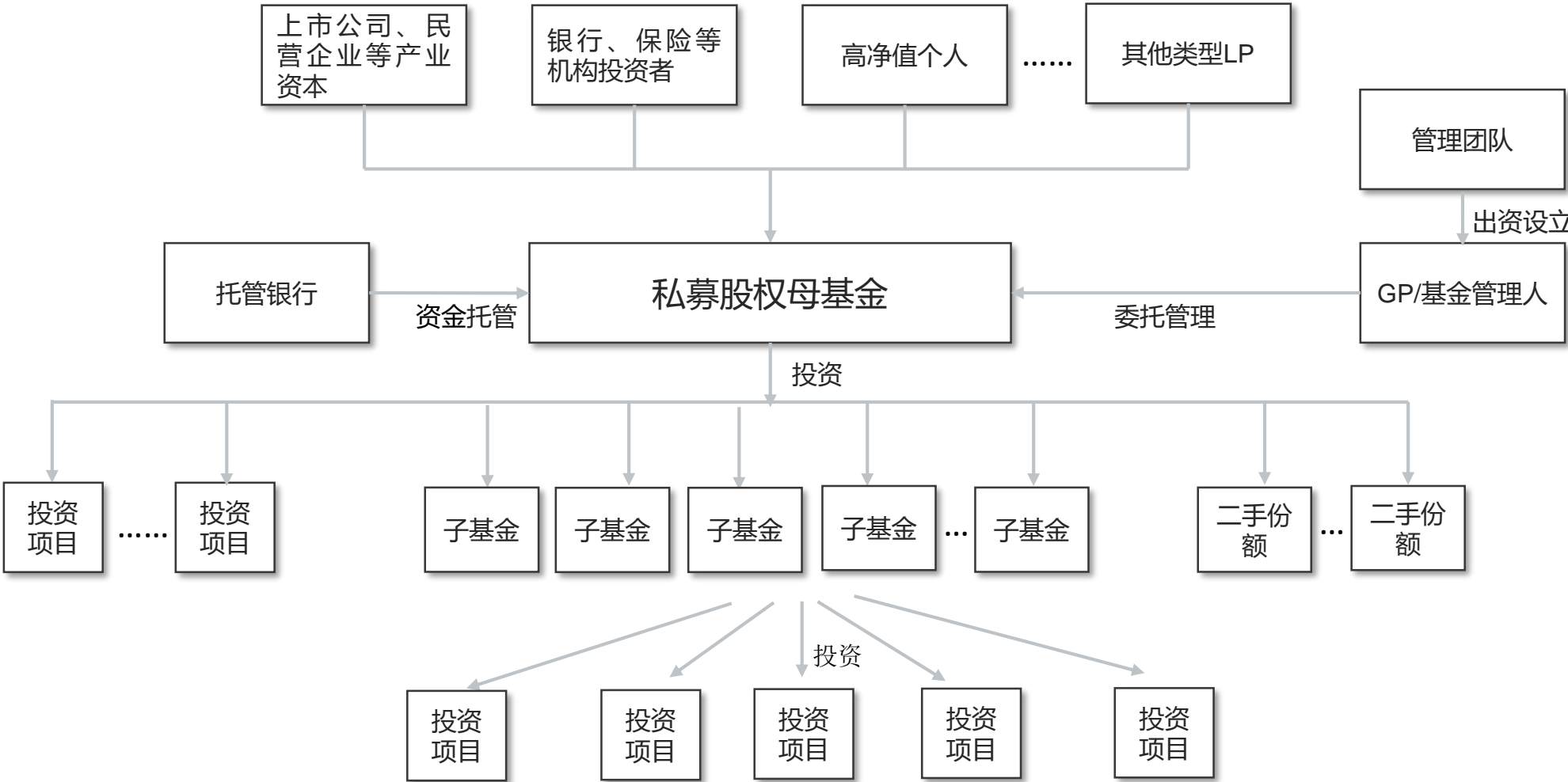
PE-FOFs特点

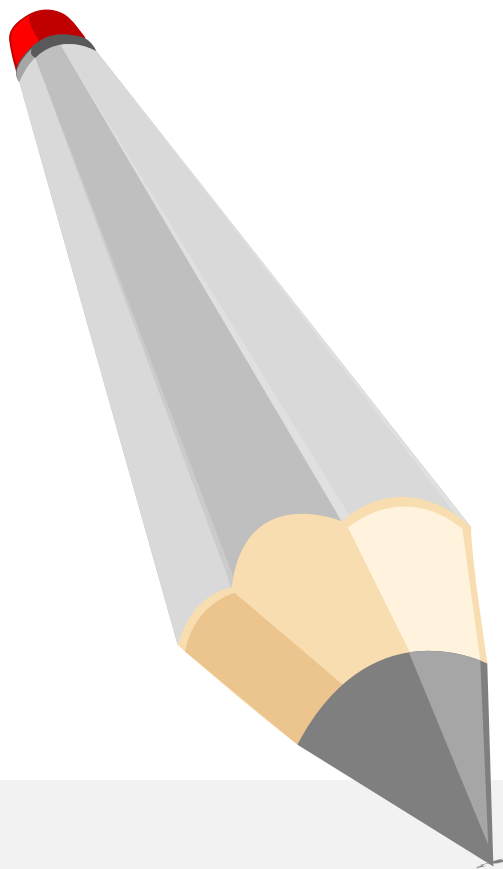
- 资产双重筛选
- 分散风险
- 均衡配置
- 收益稳健

PE-FOFs优势

注：本文所指母基金不包含政府引导基金

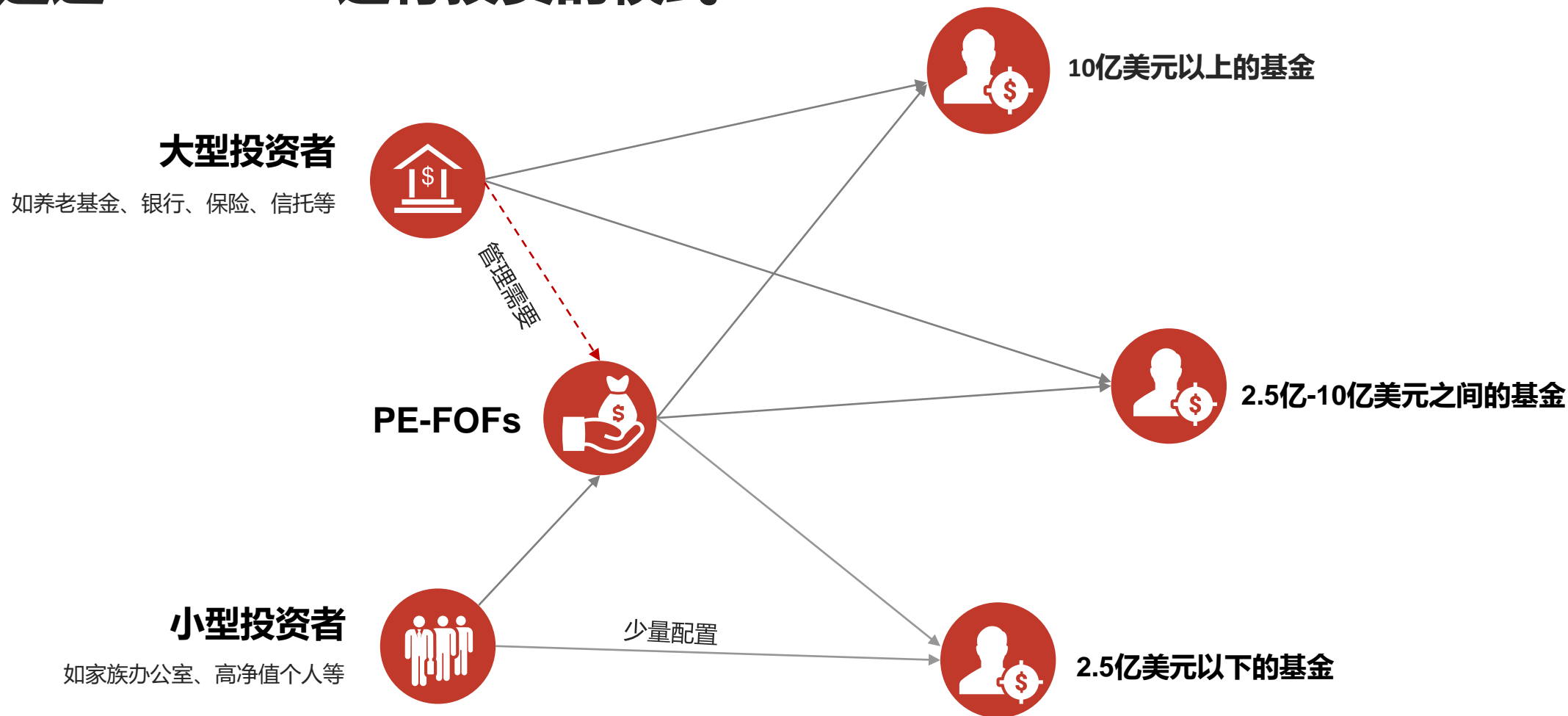
PE-FOFs运行方式





国外PE-FOFs发展现状

国外通过PE-FOFs进行投资的模式

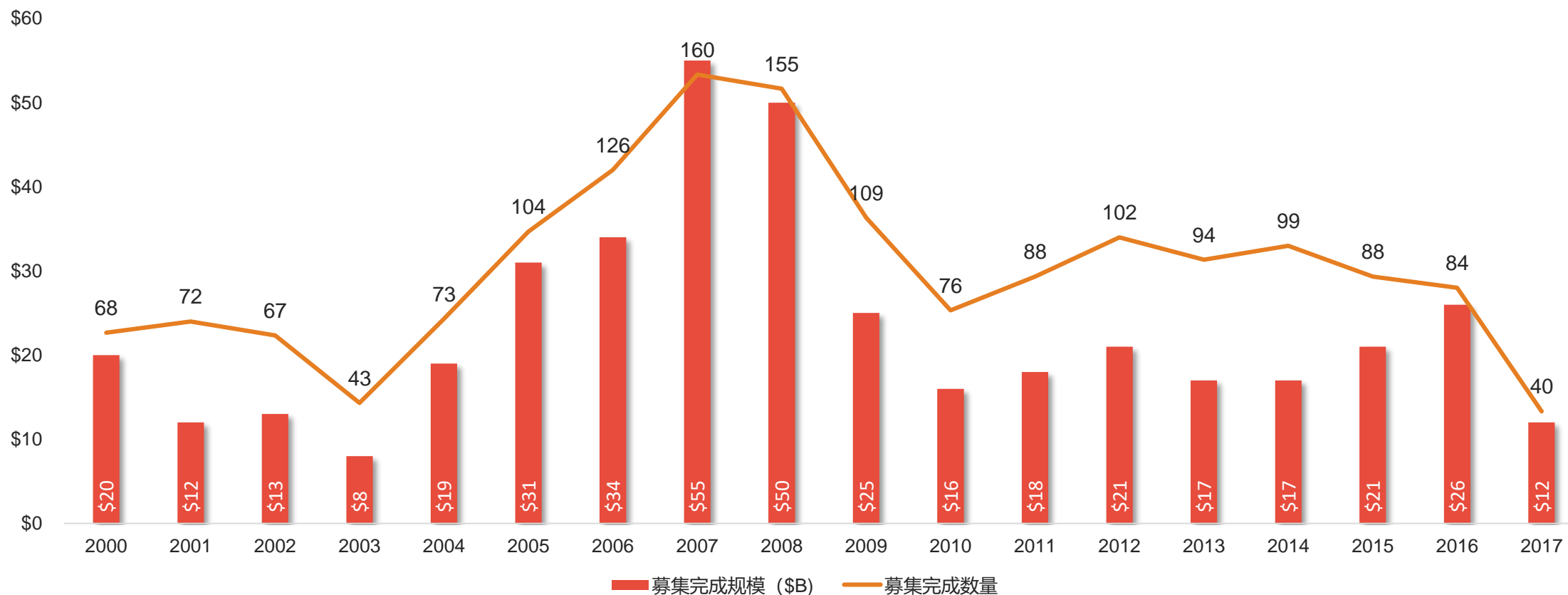


大型投资者以直接投资为主，会因地域、管理成本等需要通过PE-FOFs进行配置；
小型投资者可直接投资规模小的基金，但主要通过PE-FOFs聚合分散资金，配置头部大规模GP。

国外PE-FOFs自2008年后发展趋于稳定，波动不大

国外PE-FOFs自2008年之后发展趋于稳定，资金体量变化不大，PE-FOFs头部效应显现，数量有所降低。

2000-2017年PE-FOFs的募集总量



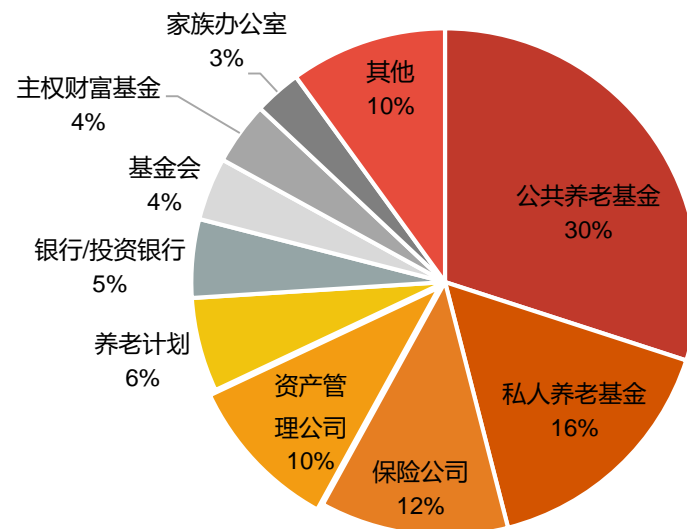
养老基金在国外机构投资者中头部效应明显

截至2018年5月目前配置于私募股权的最大机构投资者

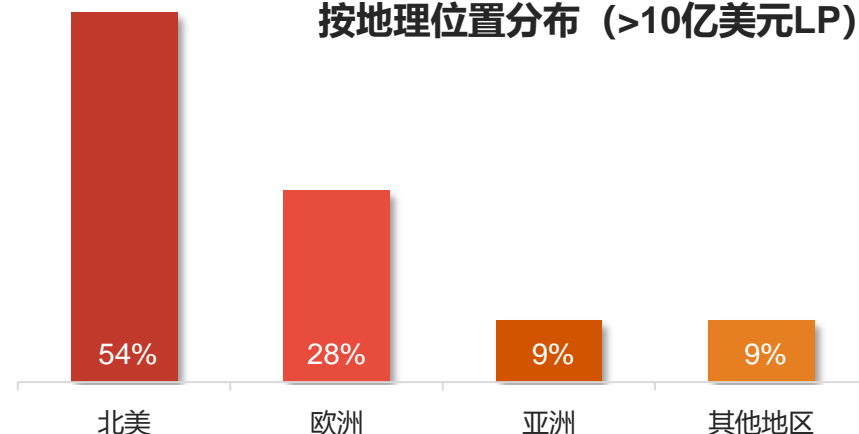
序号	投资者	目前分配给私募股权的金额 (\$B)	类型	地理位置
1	加拿大养老基金 (CPPIB)	54.8	公共养老基金	加拿大
2	科威特投资局	52.4	主权财富基金	科威特
3	阿布扎比投资局	41.3	主权财富基金	阿联酋
4	新加坡政府投资公司 (GIC)	39.5	主权财富基金	新加坡
5	魁北克储蓄投资集团 (CDPQ)	29.1	公共养老基金	加拿大
6	APG-ALL Pensions Group	28.0	资产管理公司	荷兰
7	加州公务员退休基金 (CalPERS)	26.9	公共养老基金	美国
8	安大略省教师养老金计划	26.1	公共养老基金	加拿大
9	中国投资公司	22.1	主权财富基金	中国
10	国家退休基金	21.3	公共养老基金	韩国

在国外私募股权市场里养老基金是重要的机构投资者，占比高达46%，是**头部GP**的主要出资者。

按类型分布 (>10亿美元LP)

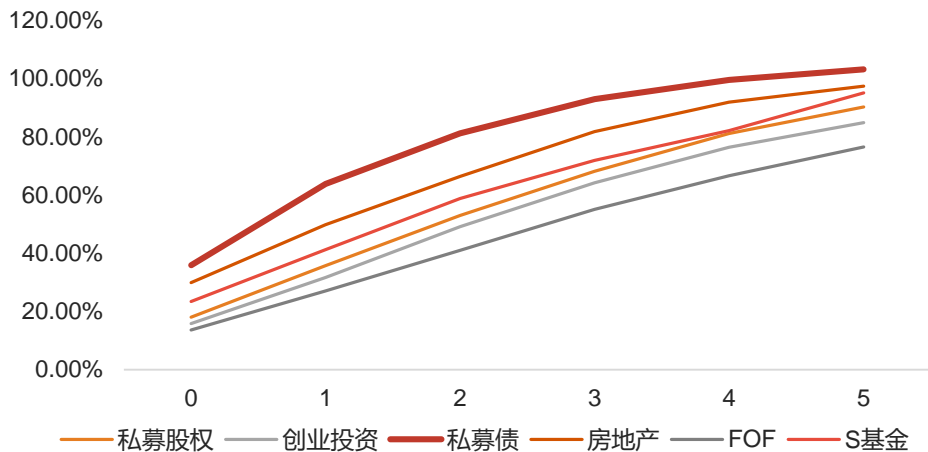


按地理位置分布 (>10亿美元LP)

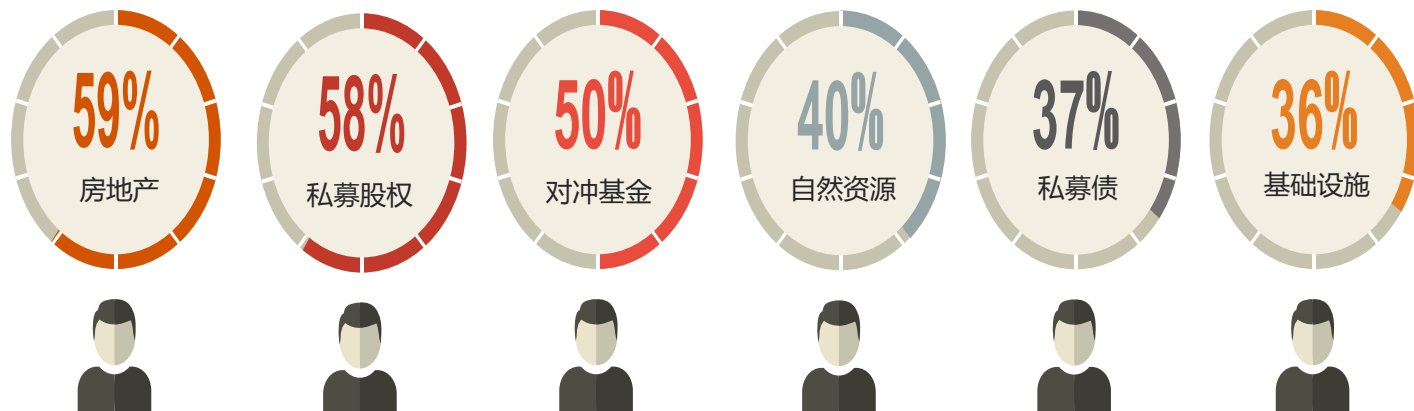


国外机构投资者资产配置方式多样，选择PE-FOFs通常因管理需要

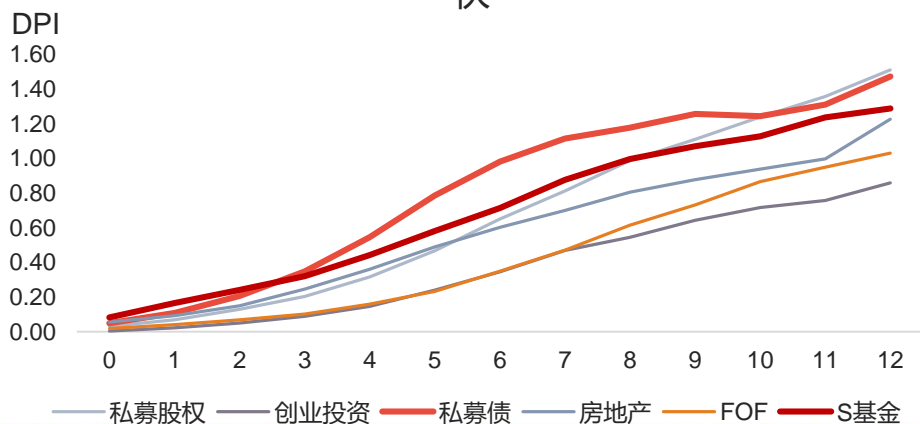
各类型基金收回成本的速度



机构投资者分配给每个另类资产类别的比例



自基金成立之日起私募债和S基金资金分配更快

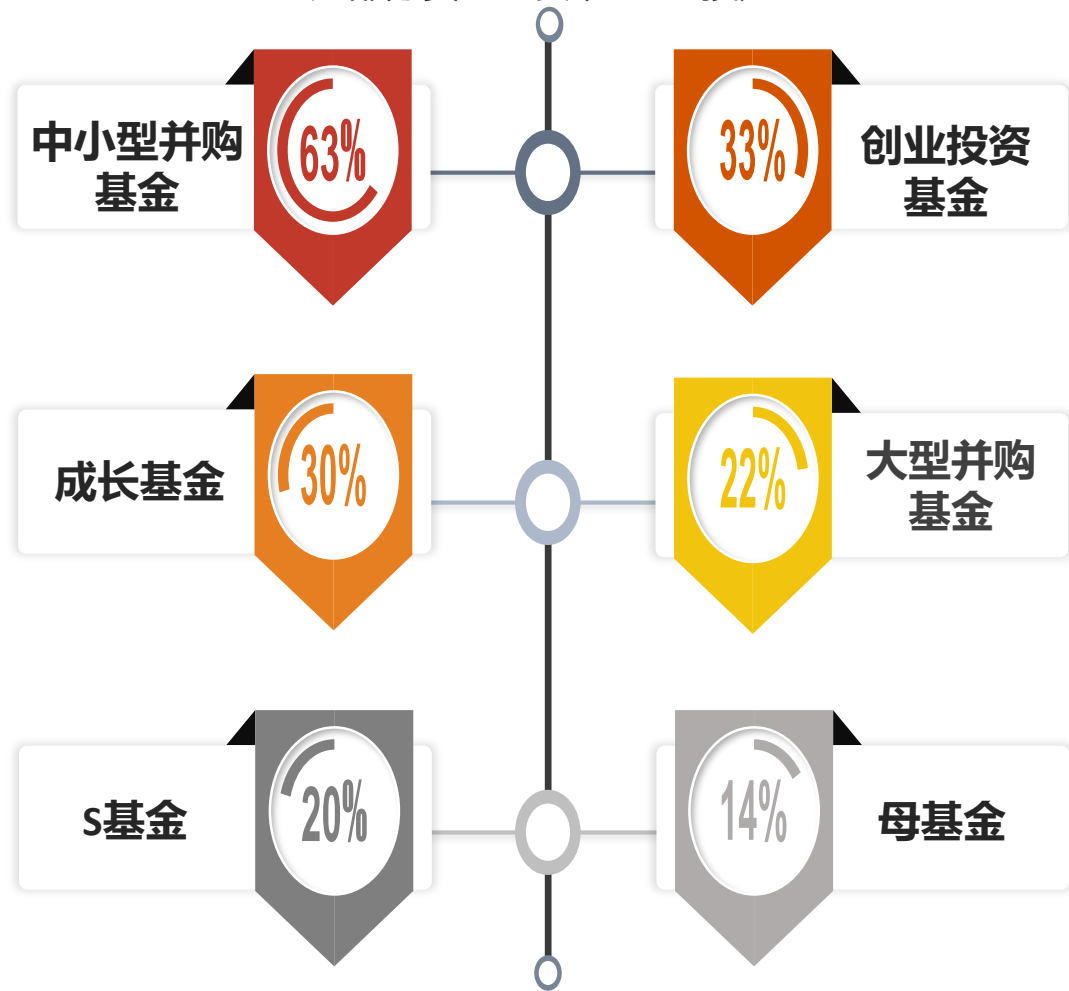


海外机构投资者有庞大的出资规模，单一一级市场策略很难接受所有的资金，他们对多元化的配置和现金回流的匹配度有很高的要求。

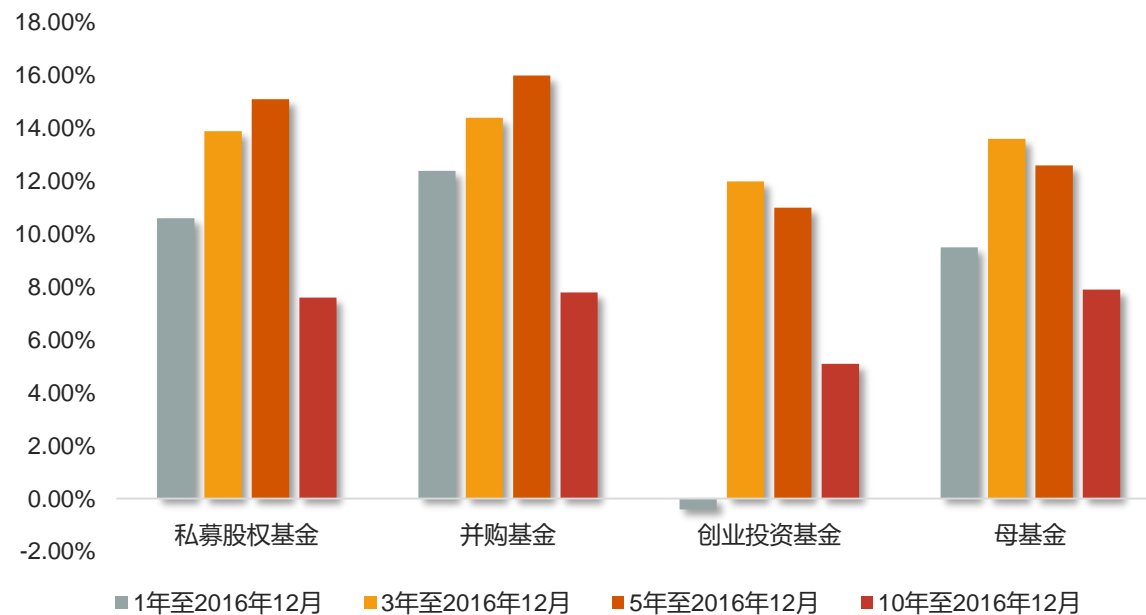
- **多元化配置**：减少相关性
- **现金流匹配**：每个养老金有不同的资金成本和兑付情况

国外机构投资者投资时更看重成本和现金周转周期

大部分资金主要以GP直投为主

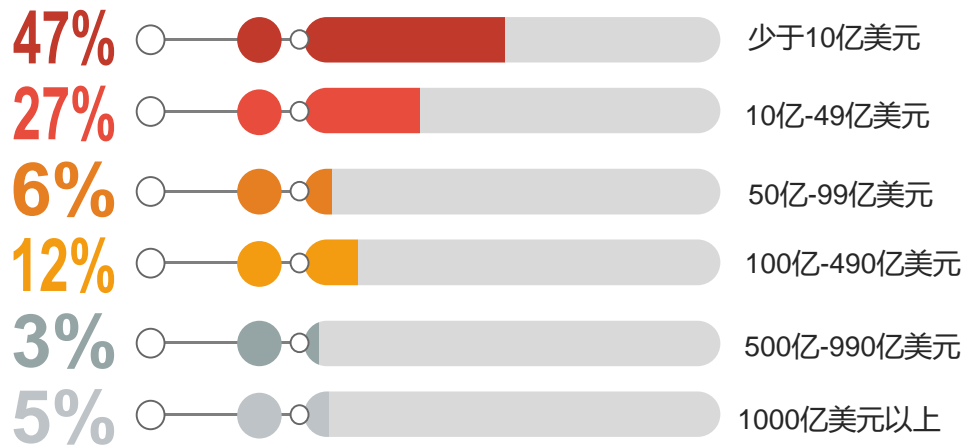


PE-FOFs业绩相对稳定

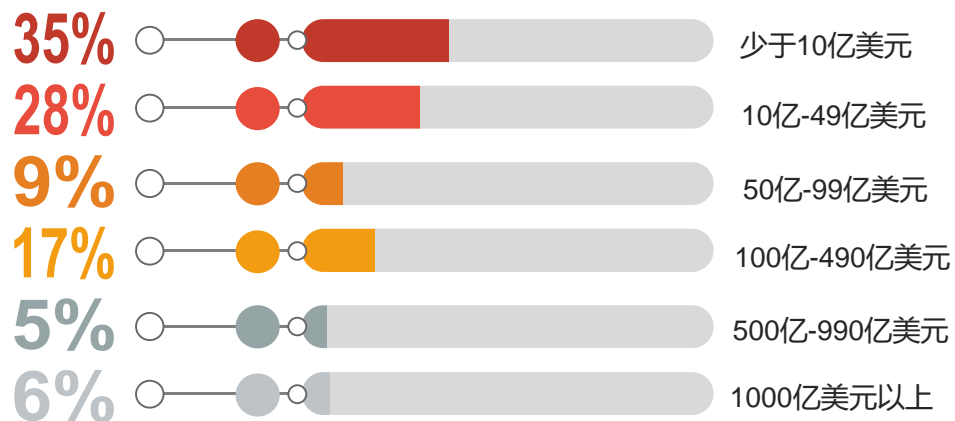


国外投资者因本身**资金充足**，**管理规模大**，在投资时会考虑很多因素（如管理成本和市场特点），一般是在特定策略和区域可投金额较小时选择PE-FOFs，减少GP筛选和管理成本。

PE-FOFs受资产少于10亿美元投资者的青睐

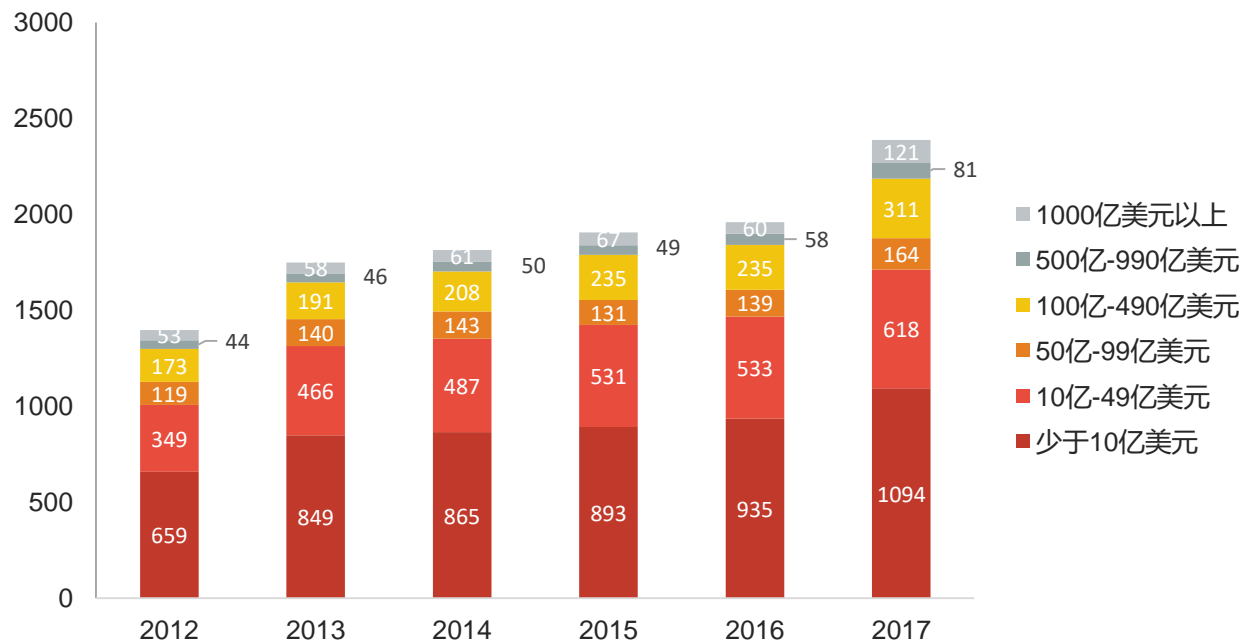


PE-FOFs投资者金额分布



一级市场投资者金额分布

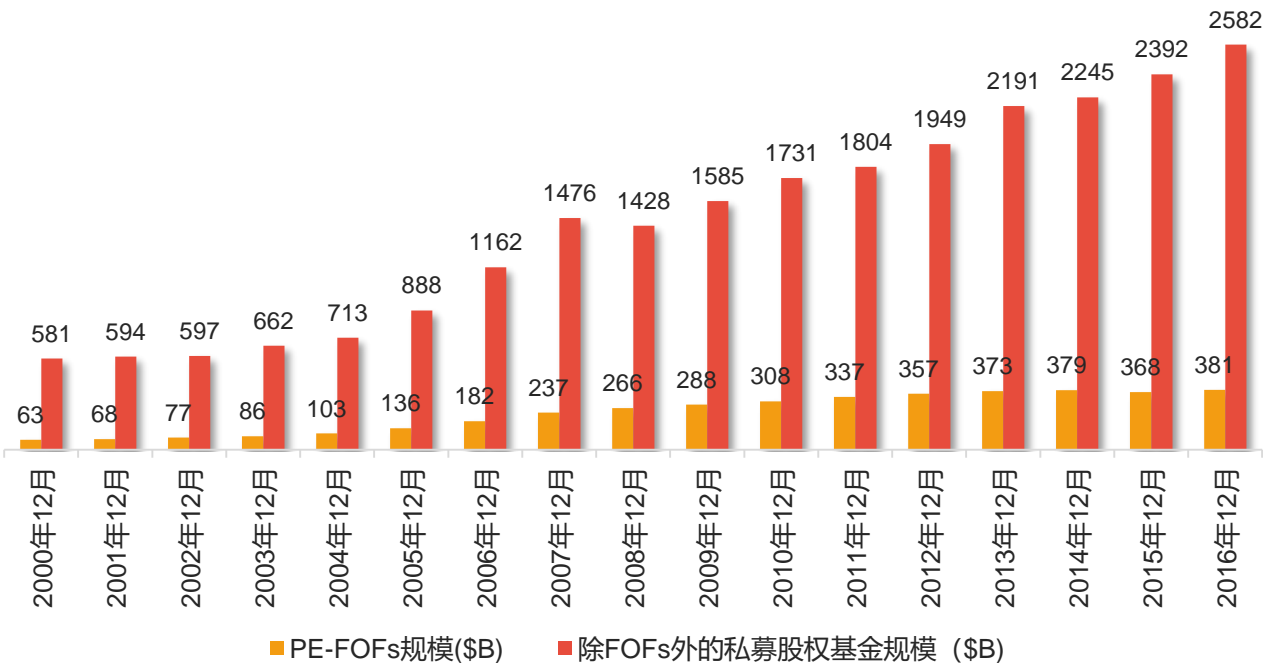
2012-2017年9月不同资产类别下PE-FOFs投资者数量分布



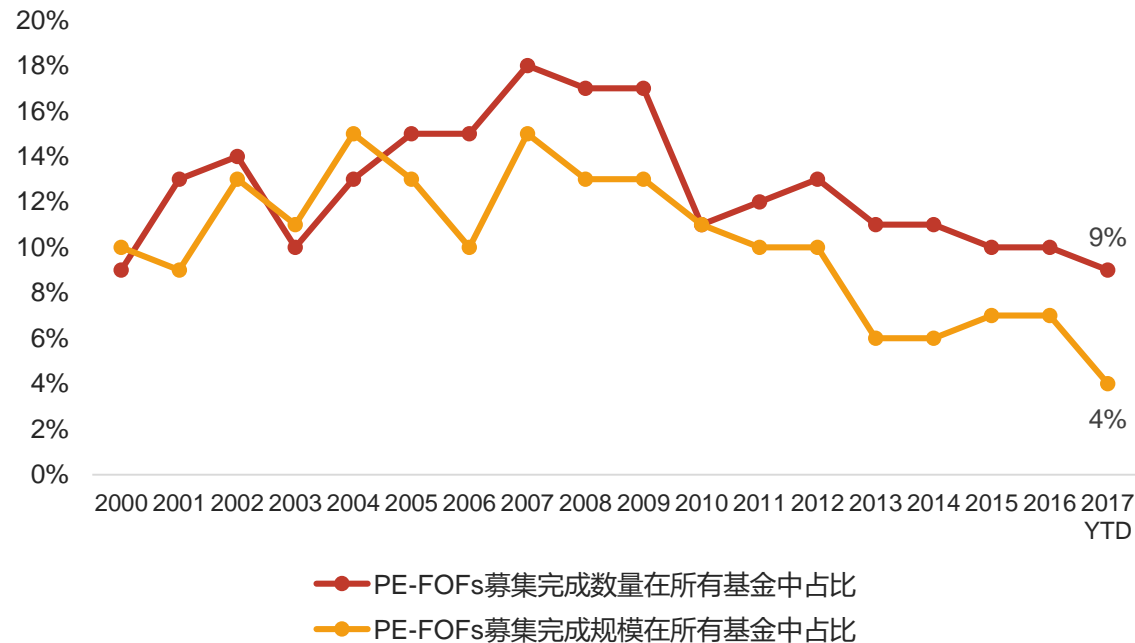
PE-FOFs是小规模资金投资者的理想选择，因为他们**缺乏**议价能力，信息也**不对称**，PE-FOFs可以**降低**他们进入**头部GP**的门槛。

国外PE-FOFs头部效应明显，第三方机构分流了部分投资者

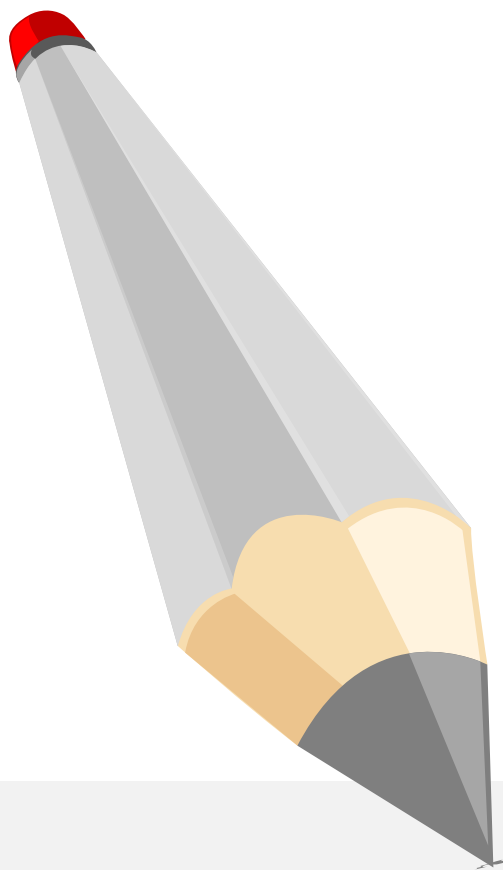
2000-2016年管理人管理的PE-FOFs规模



2000-2017年9月PE-FOFs在所有私募股权基金中的占比
(募集数量和规模)



研究表明，国外PE-FOFs**头部效应明显**，但增量不如总体市场发展，原因在于一些如**第三方机构**（Campbell Lutyens、Stepstone、Hamilton Lane）向机构投资者提供定制化服务，解决信息不对称和GP筛选等问题，分流了部分可投资于PE-FOFs的市场。

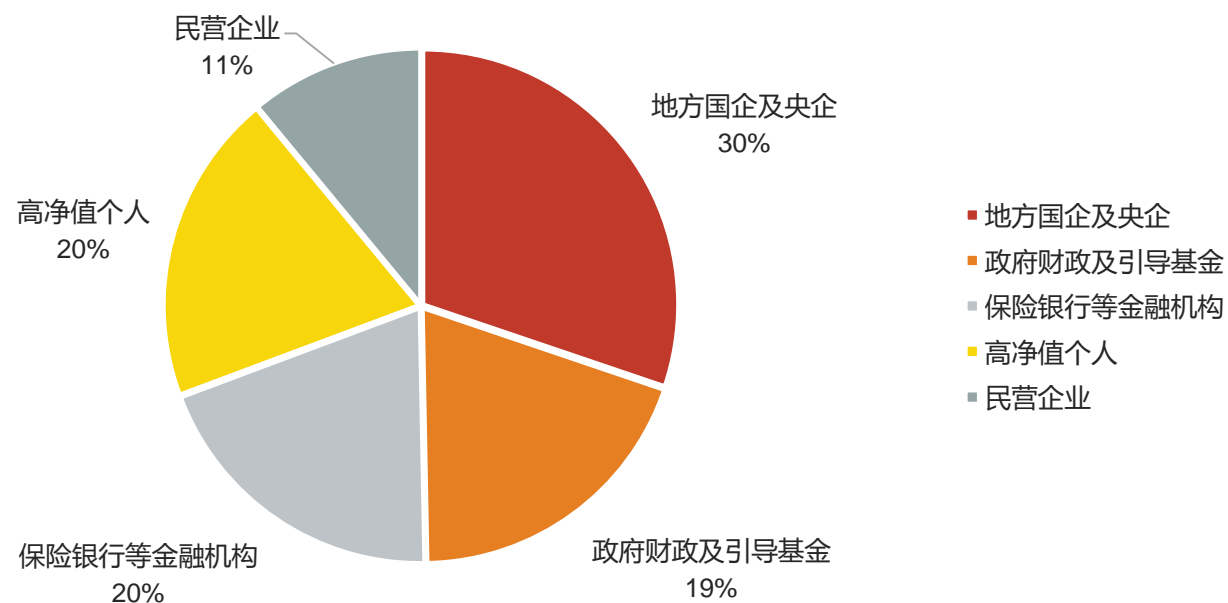


国内PE-FOFs发展现状

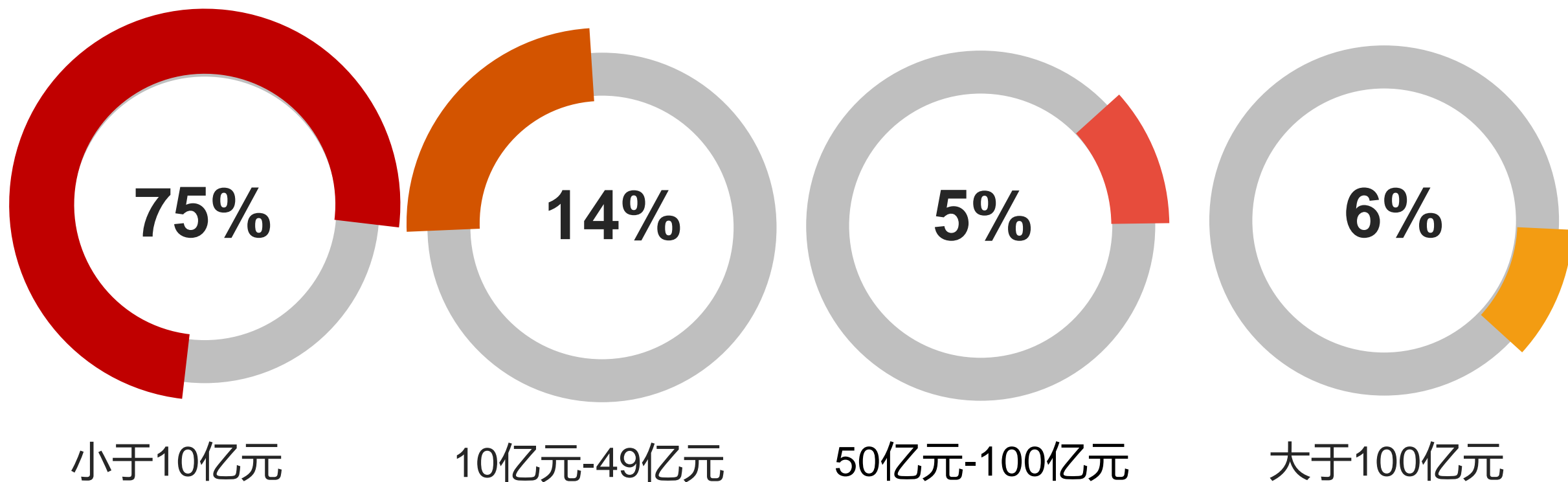
国有资本是国内PE-FOFs最大LP

- 国内PE-FOFs主要LP包括：国有企业，政府财政及政府引导基金，保险、银行等金融机构，高净值个人及民营企业
- 统计发现：地方国企+央企+政府财政+政府引导基金出资占到PE-FOFs规模近一半
- 未来国有资本在PE-FOFs仍旧发挥重要作用，但需改善投资决策流程长、出资慢等问题

国内PE-FOFs主要LP出资人



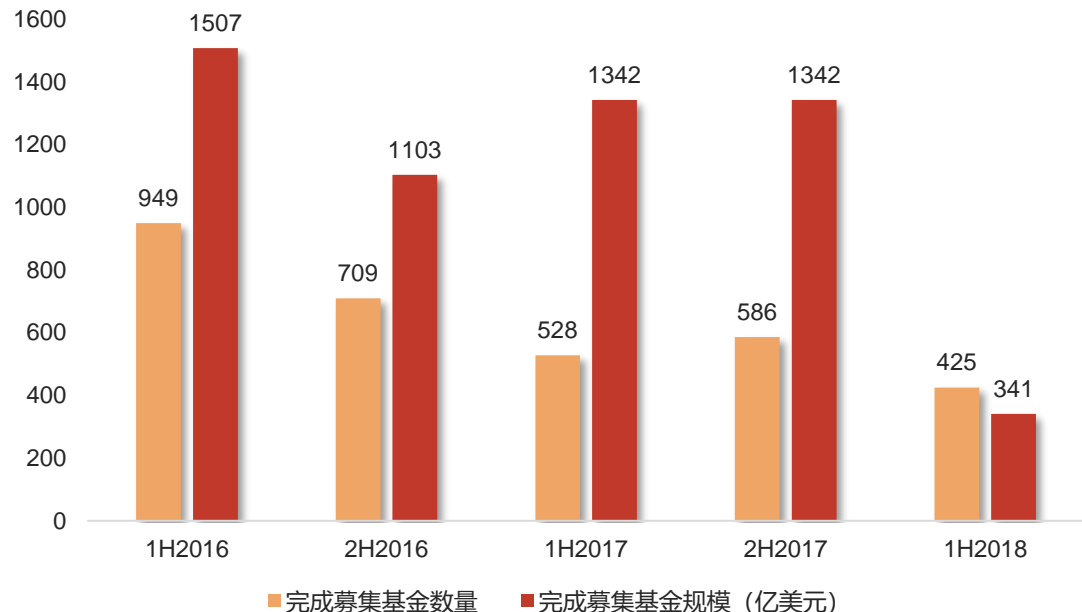
国内PE-FOFs在管规模集中于10亿元以下



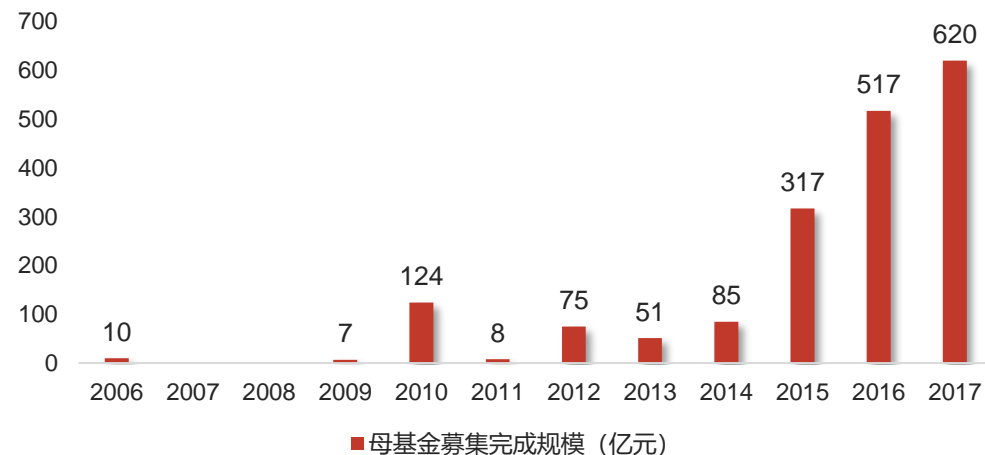
除少数几支超过百亿的母基金（如前海母基金、星界母基金、国创开元母基金），国内母基金普遍规模小，可持续出资能力弱，难与GP达成长期稳定的合作关系。

国内PE-FOFs预计可用资金量不足1000亿元

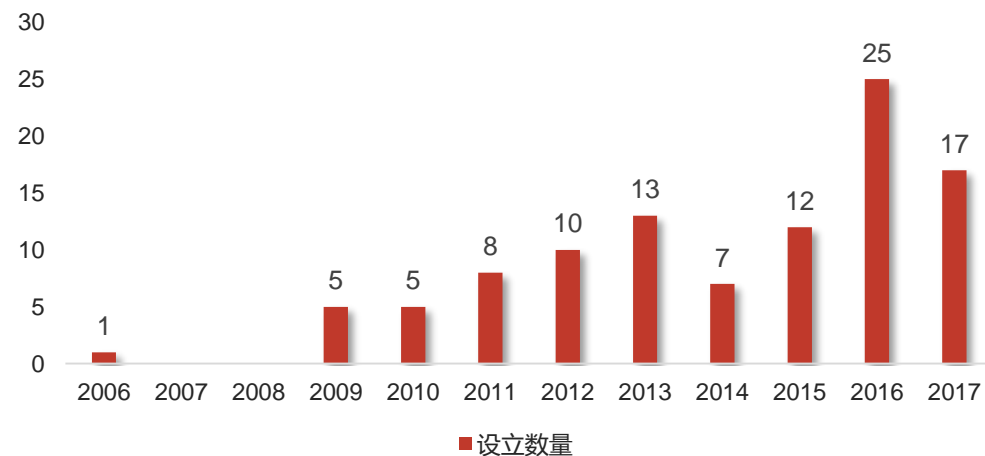
中国VC/PE市场募集完成规模和数量



国内PE-FOFs募集完成情况



国内PE-FOFs募集完成数量

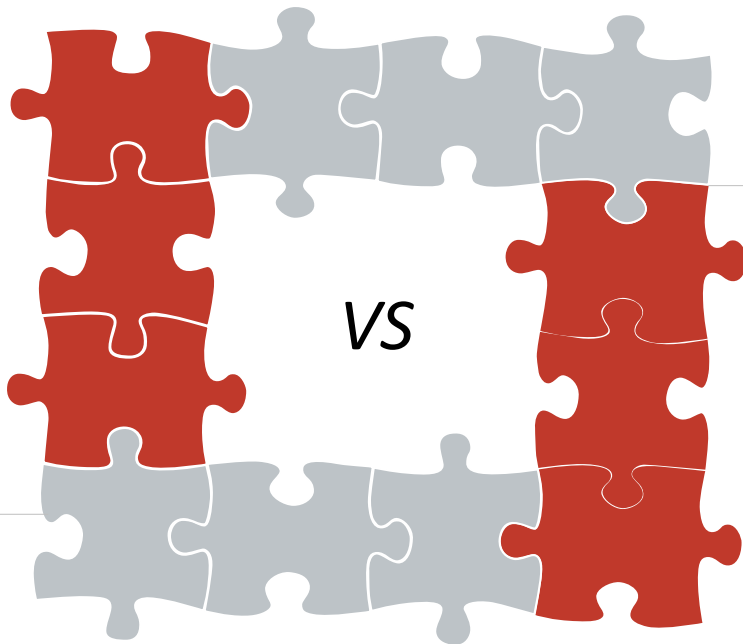


投中研究院对一级市场的母基金数据进行核实校验发现，截至2017年，国内母基金整体规模预计1814亿元，数量103支，大部分开始募集的母基金都未能募集完成。随着资本市场募资难现象出现，母基金也受到影响，预计国内母基金可用资金量**不足1000亿元**。

国内PE-FOFs的投资策略以跟投为主

国内PE-FOFs

- 国内PE-FOFs投资策略主要以投资基金和直投（即项目跟投）为主，通常比例为6：4或是7：3
- 但近几年一些头部母基金**直投比例高达50%**
- 原因在于国内PE-FOFs存续期最高不超过10年，**投资者对资金流动性要求高**

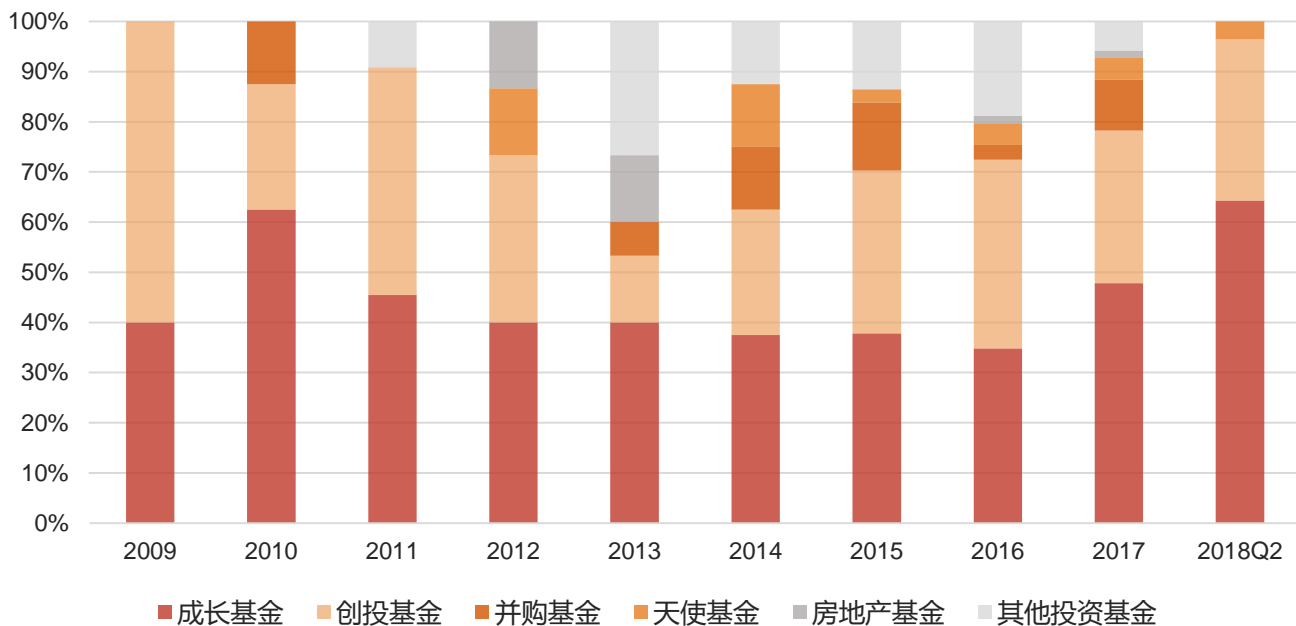


国外PE-FOFs

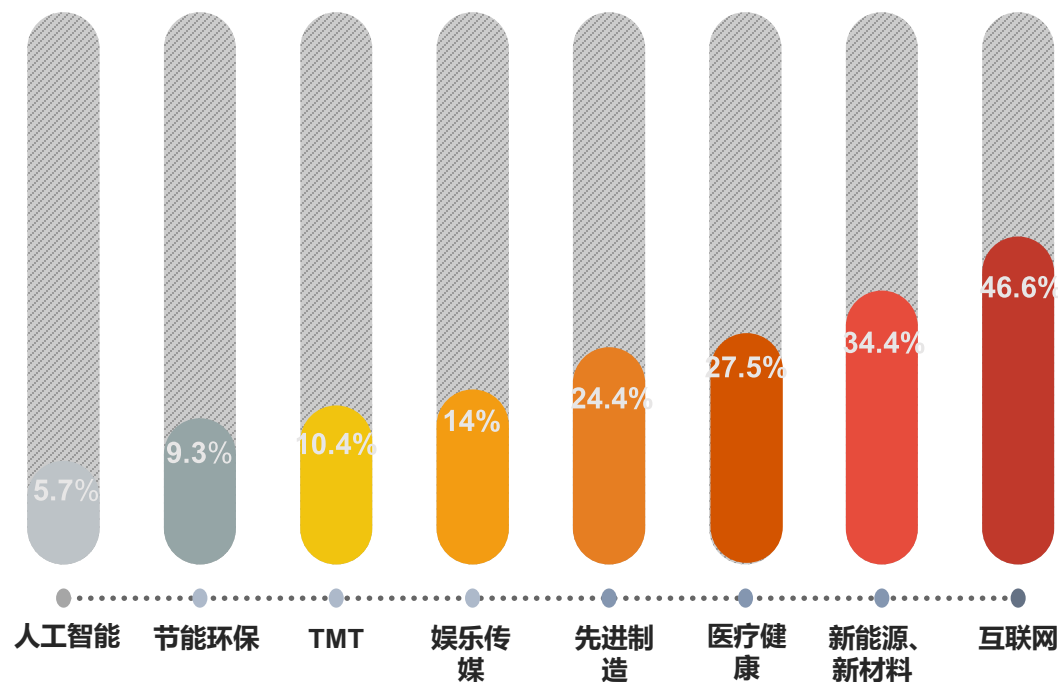
- 国外PE-FOFs投资策略以子基金投资为主，很多美国养老金没有主动直投部门
- 只有少数专业主权/养老金如加拿大养老基金、淡马锡会涉足直投和二手份额投资
- 原因在于国外长期资本是**常青基金**，**投资者追求稳健的投资收益**

国内PE-FOFs配置子基金以VC/PE为主，跟投聚焦于热门行业

2008-2018Q2国内PE-FOFs资产配置情况



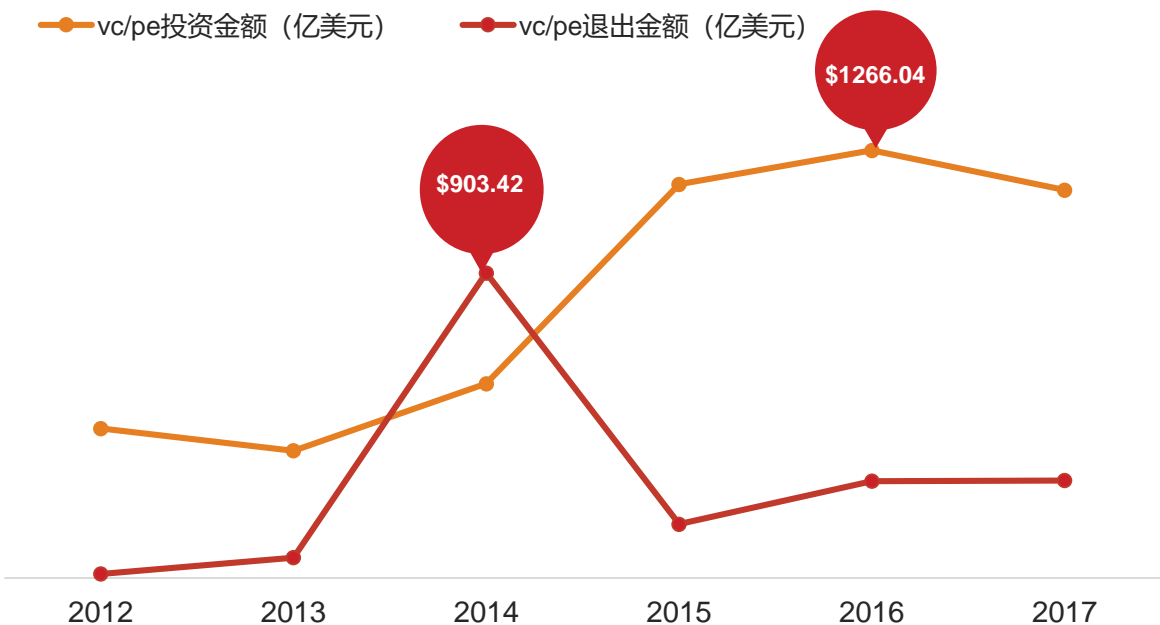
国内PE-FOFs最受关注行业分布情况



国内PE-FOFs投资策略较为集中，主要投向**VC/PE基金**，且投向PE基金比例逐年上涨，行业布局上以一级市场**热门行业**为主。

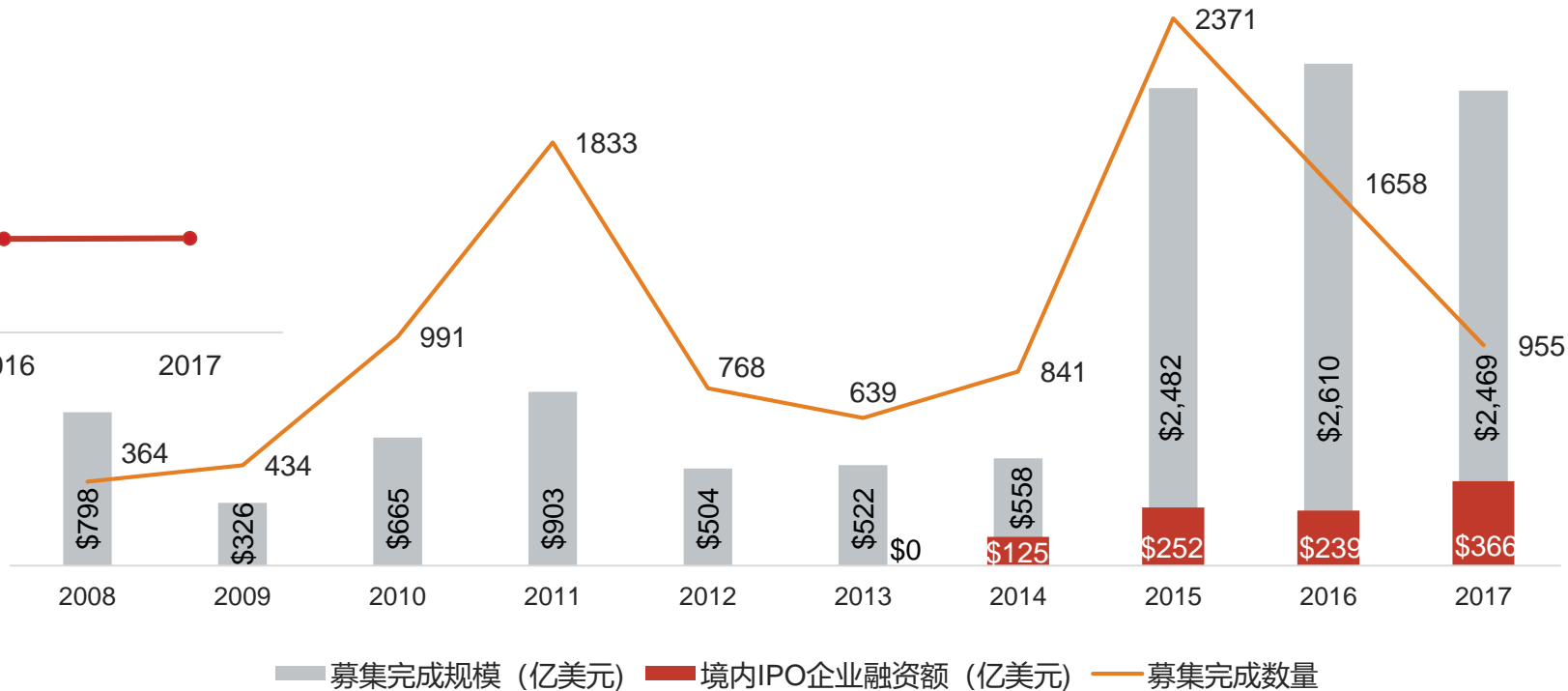
私募股权市场退出难，对PE-FOFs投资退出也带来很大影响

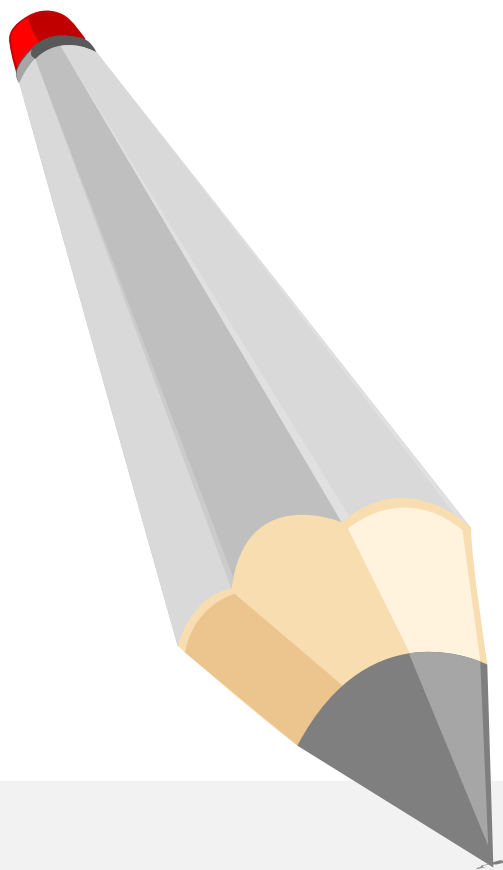
2012-2017年VC/PE投资和退出金额趋势图



国内VC/PE投资较多，退出很少，退出方式首选IPO。2013年-2017年，国内IPO总规模982亿美元，IPO退出规模和基金募集规模严重不匹配，加上国内A股受政策影响存在一定的不确定性，对PE-FOFs投资退出也间接带来很大影响。

2008-2017年中国股权投资市场募集规模



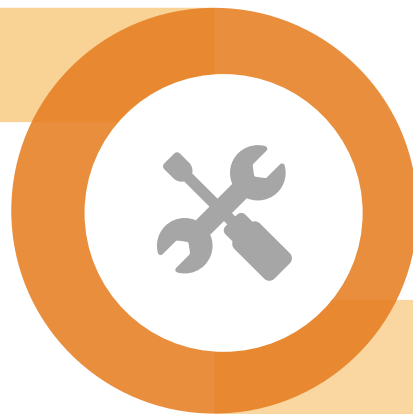


国内PE-FOFs发展建议

鼓励更多长期资本配置PE-FOFs，投资策略应多元化

建议一

- 鉴于PE-FOFs的优势是具备专业投资遴选与监控能力、组合投资带来的分散风险能力、顶级GP的进入能力等，应鼓励一些长期资本投资，增强PE-FOFs资金来源的稳定性



- PE-FOFs投资策略目前太过于依赖IPO退出，需应考虑配置二手份额交易、以及差异化优势比较明显的GP

建议二

建议三：鼓励GP和LP之间信息披露规范透明化，统一披露标准

对标分析

05

依从标准

04

数据分析

03

接受标准

02

制定标准

01

信息披露标准

- 资产负债表
- 投资明细表
- 经营情况表
- 现金流量表
- 合伙人资本账户报表
- 报表附注
- 执行摘要（公司和基金数据）
- 投资组合数据
- 投资补充表
- 管理费用
- 投资收益

Best Practices Fund & L.P.		Q3		Q3		Q3		Q3	
		2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015
		Jan-15	Feb-15	Jan-15	Feb-15	Jan-15	Feb-15	Jan-15	Feb-15
Capital Account Statement for LP #5									
NAV Reconciliation and Summary of Fees, Expenses & Incentive Allocation									
Beginning NAV - Net of Incentive Allocation		\$0	\$0	\$1,495,541,197	\$1,143,941,508	\$0	\$128,194,217	\$19,154,599	\$0
Contributions - Cash & Non-Cash		19,900,000	19,900,000	200,273,000	1,733,225,000	0	0	75,000	2,425,000
Total Cash / Non-Cash Flows (contributions, less distributions)		19,900,000	19,900,000	200,273,000	1,733,225,000	0	0	75,000	2,425,000
Total Operating Income (Expense)		-19,900,000	-42,893,799	0	399,450,000	-2,893,799	-11,800,000	-74,880,000	
Management Fee Rebate		-6,225,000	-6,225,000	-37,500,000	-31,250,000	0	0	0	0
Partnership Expenses - Total		148,429	3,328,799	-4,983,000	25,072,000	0	0	0	0
Partnership Expenses - Assuring, Administration & IT		17,000	18,000	-150,000	1,500,000	0	0	0	0
Partnership Expenses - Audit & Tax Preparatory		18,000	-18,000	-100,000	-3,000,000	0	0	0	0
Partnership Expenses - Bank Fees		0	0	0	0	0	0	0	0
Partnership Expenses - Custody Fees		0	0	0	0	0	0	0	0
Partnership Expenses - Due Diligence		0	0	0	0	0	0	0	0
Partnership Expenses - Legal		0	0	0	0	0	0	0	0
Partnership Expenses - Organization Costs		0	0	0	0	0	0	0	0
Partnership Expenses - Other Travel & Entertainment		0	0	0	0	0	0	0	0
Partnership Expenses - Other		12,444	-12,000	-147,000	-399,000	0	0	0	0
Total Offsets to Fees & Expenses (applied during period)		1,538,521	4,140,000	18,227,400	82,424,249	0	0	0	0
Offset Categories									
Advisory Fee Offset		100%	100%	100%	100%	0	0	0	0
Broken Deal Fee Offset		100%	100%	100%	100%	0	0	0	0
Transaction & Deal Fee Offset		100%	100%	100%	100%	0	0	0	0
Directors Fee Offset		100%	100%	100%	100%	0	0	0	0
Monitoring Fee Offset		100%	100%	100%	100%	0	0	0	0
Capital Markets Fee Offset		100%	100%	100%	100%	0	0	0	0
Organization Cost Offset		100%	100%	100%	100%	0	0	0	0
Placement Fee Offset		100%	100%	100%	100%	0	0	0	0
Other Offset*		100%	100%	100%	100%	0	0	0	0
Unapplied Offset Balance (Roll-Forward) - Beginning Balance		1,500	3,000	500,000	2,500,000	0	0	0	0
Plus: Total Offsets to Fees & Expenses (recognized during period)		1,538,521	4,140,000	18,227,400	82,424,249	0	0	0	0
Less: Total Offsets to Fees & Expenses (applied during period)		1,538,521	4,140,000	18,227,400	82,424,249	0	0	0	0
Unapplied Offset Balance (Roll-Forward) - Ending Balance		0	0	0	0	0	0	0	0
(Total Management Fees & Partnership Expenses, Net of Offsets & Rebates, Gross of Fee Waivers)		-6,624,900	-7,963,100	-23,257,600	-273,887,800	0	0	0	0
Fee Waiver		11,500	25,000	375,000	1,250,000	0	0	0	0
Interest Income		10,000	25,000	32,500	100,750	10	75	750	
Dividend Income		313,000	600,750	3,100,750	11,700,000	750	1,750	30,000	
Interest Expense		-40,000	-100,750	-400,000	-1,500,000	-100	-400	-3,000	
Other Income/Expense*		10,000	10,000	100,000	1,000,000	75	325	1,500	
Total Net Operating Income / (Expense)		-6,186,400	-7,987,650	-20,079,650	-269,118,050	3,875	1,875	28,500	

ILPA（机构有限合伙人协会）已于2017年发布了GP信息披露标准和模板，投中研究院会依据国内实际情况制作国内版本，供投资人采纳。

建议四：提升国内第三方服务能力，实现效率提升和降低信息不对称



02.专业程度

提升专业能力，包括但不限于1) 投资者关系；2) LP的资产配置解决方案；3) 数字化投后管理的搭建；4) 二手份额交易



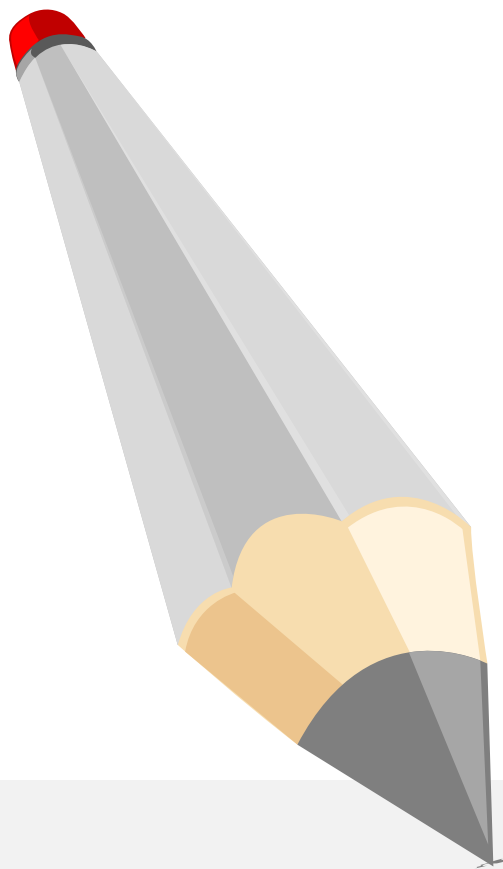
01.职业操守

- 端正态度、遵守职业道德
- 对保密信息进行严格管理
- 对关联交易和利益冲突严格披露



03.国际视野

- 做跨周期的布局和投资管理建设
- 引入海外金融产品创新
- 开拓多元化投资策略（私募债、控股并购、资产重组等）



国内外PE-FOFs典型案例介绍



国外PE-FOFs典型案例分析-HarbourVest Global Private Equity



HVPE为HarbourVest Partners旗下上市母基金，专注于HarbourVest Partners旗下基金投资。它于2007年12月成立，募集资金8.3亿美元，截至2018年1月31日，HVPE拥有近17亿美元的资产及10亿英镑的市值。

 合作机构











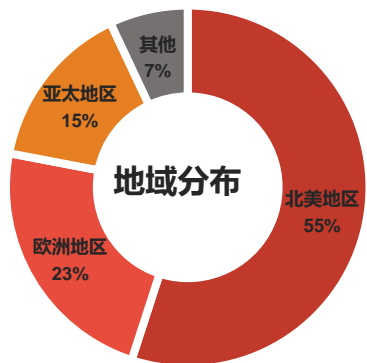






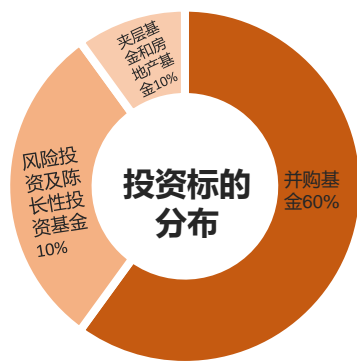


国外PE-FOFs典型案例分析-HarbourVest Global Private Equity



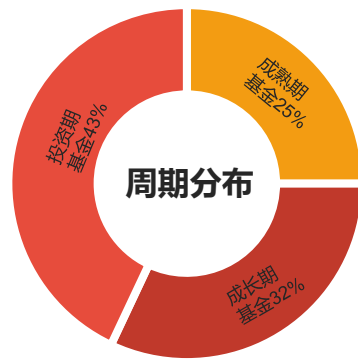
广泛性

间接投资的7732家公司分布于全球，覆盖信息技术、消费、医疗及生物健康等多个领域



灵活性

资产配置以并购基金为主，PE/VC基金、夹层基金和房地产基金等均有涉及

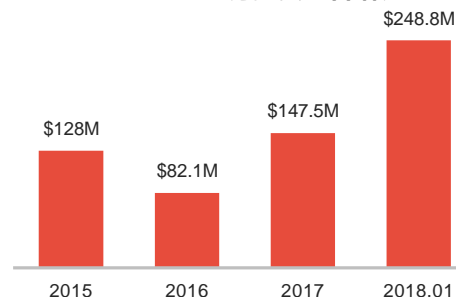


综合性

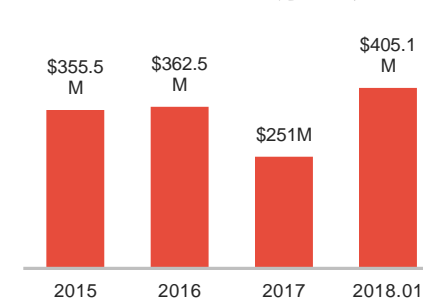
贯穿整个投资周期，包括成熟期、成长期及投资期基金

HVPE资产配置结构主要包括一级市场基金认购、二级市场基金投资和跟投等直接投资，比例为5:3:2。

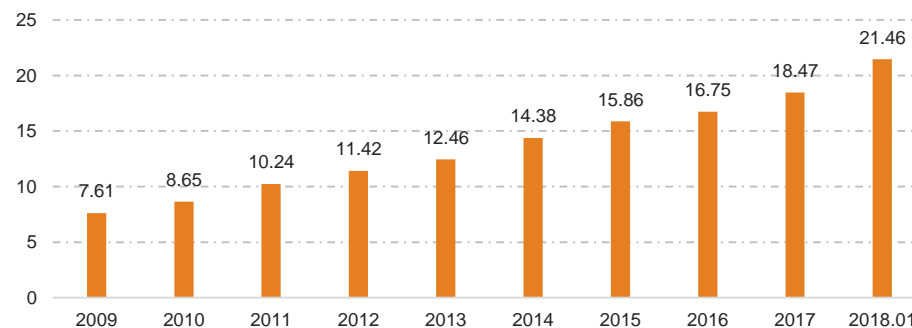
2015年-2018年1月投资组合增长



2015年-2018年1月收益分配



2009-2018年1月NAV每股增长图 (\$)



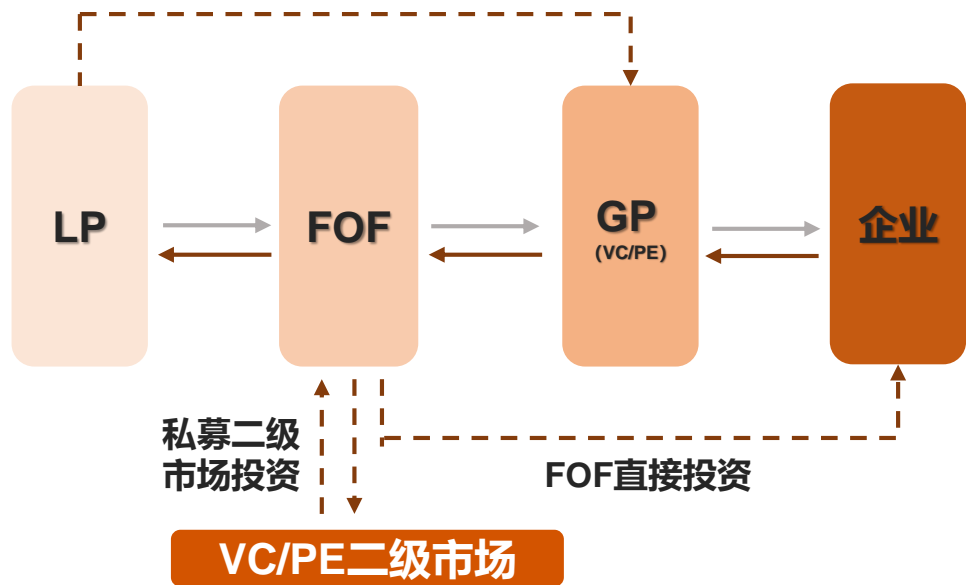
国内PE-FOFs典型案例分析-前海母基金°1

前海母基金是根据《国务院关于支持深圳前海深港现代服务业合作区开发开放有关政策的批复》中“支持设立前海股权投资母基金”的精神，顺应国内股权投资母基金行业即将迎来发展春天的大趋势而设立的大型商业化母基金。前海股权投资母基金于2016年1月正式成立，目前募集规模**285亿**，是目前中国规模最大的商业化募集母基金，也是中国本土**最大**的单只商业化私募股权投资基金。



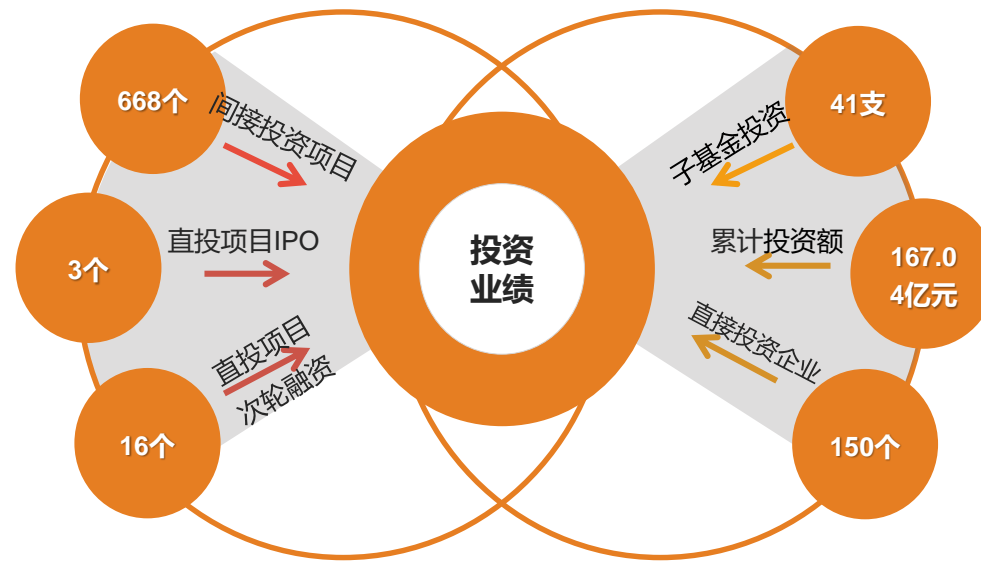
前海母基金出资结构为混合所有制，并聚集了当前国内有实力、有影响力、有互动资源的投资人，主要包括：地方政府、大型金融机构、央企、上市公司、大型民营企业和有社会影响力的个人投资者。

国内PE-FOFs典型案例分析-前海母基金°2



前海母基金提出子基金投资与项目直接投资相结合、收益率与流动性兼顾、不双重征费的业务模式。

2017年10月，前海母基金对投资人进行首次现金分配，兼顾了投资人对于流动性的需求。



国内PE-FOFs典型案例分析-远海母基金^{°1}



远海母基金介绍

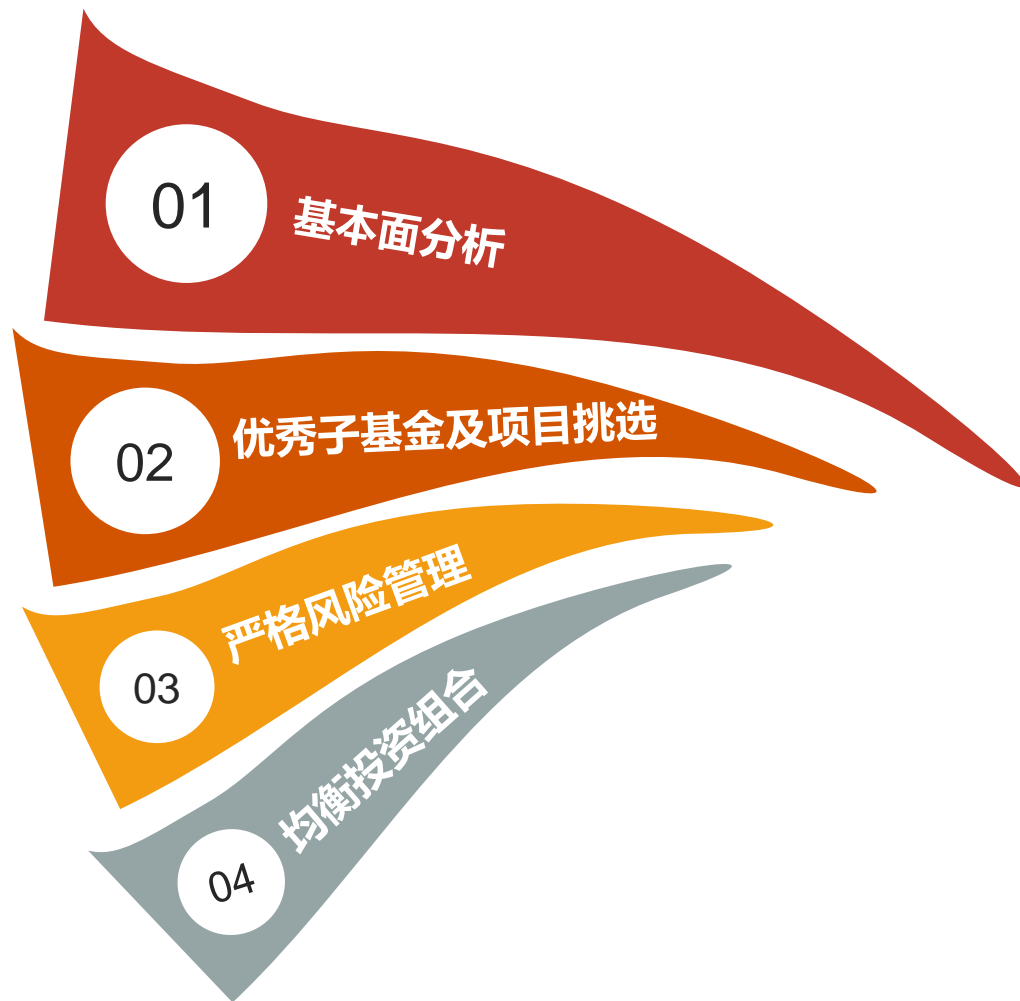
远海母基金由中远海发联合河北港口集团等知名央企、国企、苏州高新区引导基金联合发起设立，基金总规模为50亿元，管理人为远海明华资产管理有限公司。远海母基金主要围绕大科技、大消费、大健康进行投资，助力产业资源与新技术、新业态的融合。

合作机构



国内PE-FOFs典型案例分析-远海母基金°2

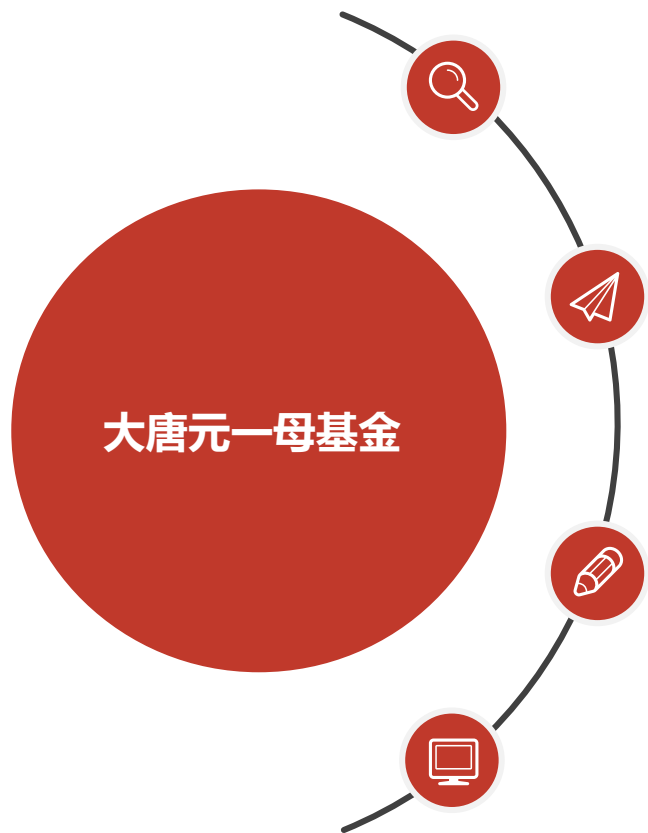
投资策略



远海母基金会从基金管理人（管理公司）、投资管理团队、公司投资组合、历史投资业绩、基金投资策略、产品核心要素等六大维度数十个子维度对子基金进行全方位评估，筛选出符合母基金投资对象的子基金，进而构建子基金投资组合。

执行标准

国内PE-FOFs典型案例分析-大唐元一母基金¹



大唐元一

大唐元一为大唐财富旗下母基金，于2017年4月成立，目前已设立2支综合性母基金和多支定制化母基金，管理规模近13亿元，是少数实现总管理规模中机构投资者出资占比超过52%的财富管理行业股权母基金。

合作机构

THE CARLYLE GROUP

GLOBAL ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT

Greenwoods

景林



matrix
PARTNERS CHINA
经纬中国

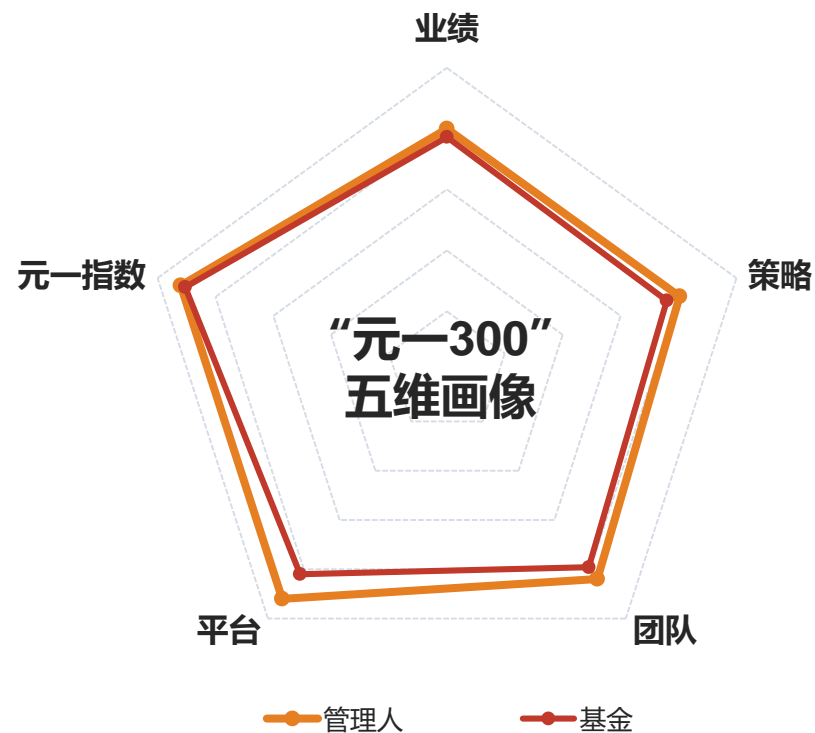
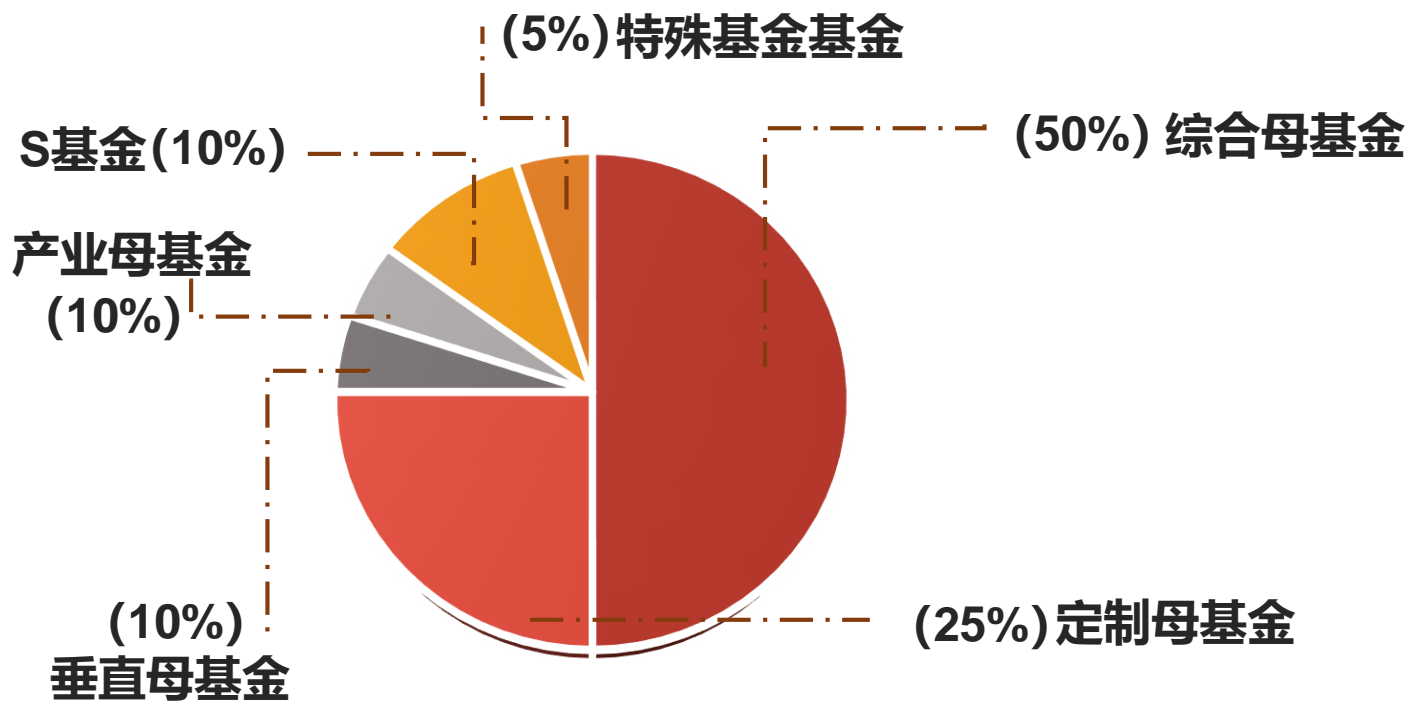
EB 钟鼎创投
EASTERN BELL VENTURE CAPITAL
闻钟而聚 | 铸鼎为诺

SBCVC
软银中国资本

SK
金信资本
SinoKing Capital

国内PE-FOFs典型案例分析-大唐元一母基金°2

大唐元一母基金投资标的主要分为一级市场基金认购和直投两种方式，比例为9:1。此外，大唐元一母基金还对管理人、基金和项目形成系统筛选方法，并用大数据进行长期跟踪管理。



报告撰写人



国立波
院长
投中研究院
vincent.guo@chinaventure.com.cn



姜岩
高级分析师
投中研究院
joey.jiang@chinaventure.com.cn



翟兆瑞
分析师
投中研究院
iris.zhai@chinaventure.com.cn

海外技术支持



廖一帆 CFA
合伙人
复航资本
liaoyf@fuhang-capital.cn

投中信息——总有梦想可以投中

投中信息
CVINFO



媒体平台

投中网



研究咨询

投中研究院



产品、数据

CapSys 锴思投资管理系统
CVSource 投中数据



会议活动

中国投资年会
合作会议、定制会议

12th China Venture Investment Conference (CVIC) Summit
中国投资年会有限合伙人峰会
投资转折
- INVESTMENT TURNING POINT -

投中信息——总有梦想可以投中

投中信息
CVINFO

投中信息大事记

2005.03

投中信息业务启动

2005.05

中国股权投资行业
主流信息门户—投中网上线

2006.12

定期发布中国投资市场
研究分析报告
成立投中研究院

2007.04

举办第一届中国投资年会

2008.01

正式发布中国
创业投资与私
募股权投资市
场信息产品
CVSource投中数据

2009.06

举办第一届
ChinaVenture有限合伙人峰会

2013.06

投中信息
正式开启咨询
及尽调业务

2016.07

CapSys睿思
投资管理系统上线

2016.12

CVSource投中数据
股权投资事件累计
超过12万条

2017.04

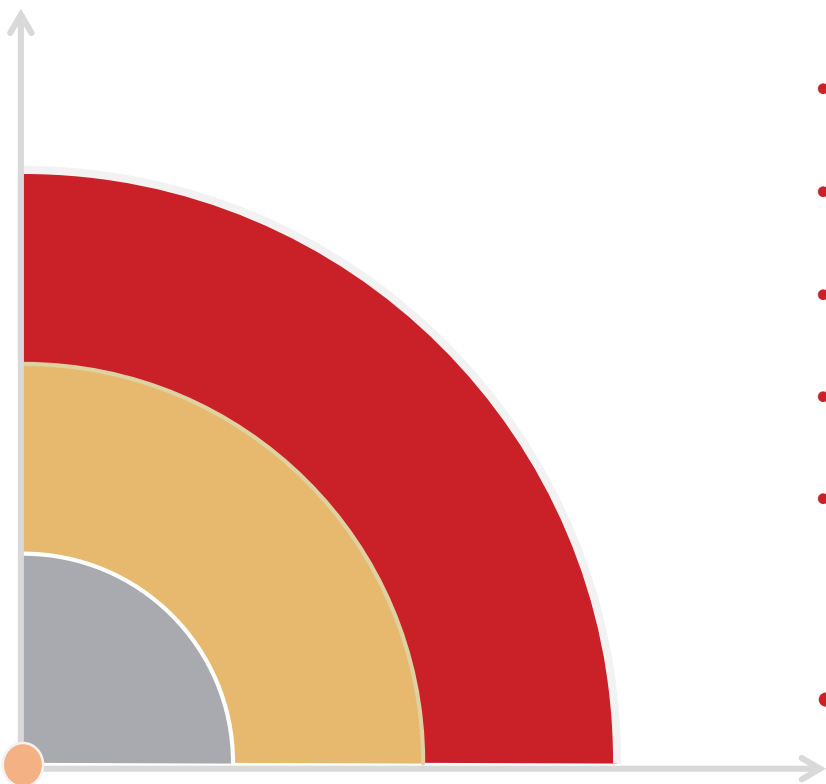
研究院已累计
尽调200余只基金

12th China Venture Investment Conference (CVIF Summit)
中国投资年会有限合伙人峰会
投资转折
—INVESTMENT TURNING POINT—

致力于成为一级市场领域最专业研究机构

VC/PE行业研究第一品牌

- 与优质GP、LP、政府、协会建立**长期**合作关系
- 每年发布中国股权投资领域VC/PE机构**榜单**，积累中国VC/PE行业最权威**一手**数据
- 业内**第一个**发布中国政府引导基金研究报告、母基金白皮书、PE二级基金白皮书
- 发布年度、季度、月度私募股权投资领域募资、投资、退出报告**200+**篇
- 政策快评、年度股权投资市场及资本市盘点、新经济行业专题研究报告**60+**篇
- 为**40+**支政府政府引导基金和母基金提供专业服务，尽调子基金数量超过**300+**支，累计帮助LP出资超过**400+**亿元
- **为20+**政府引导基金和产业基金开展基金绩效评级与制度建设



12TH
The 12th China Venture Investment Conference LP/CP Summit
中国投资年会有限合伙人峰会

— 投资转折 —

— INVESTMENT TURNING POINT —

THANKS