

编号: WR2018-001

私募股权母基金发展研究

杨晶晶

清华大学全球私募股权研究院

研究部

2018 年 2 月

私募股权母基金发展研究

清华大学私募股权研究院研究部

摘要

本文介绍了私募股权母基金基本概念和主要组织形式，考察了海外私募股权母基金发展历程及最新发展趋势，并分析我国当前私募股权母基金发展的现状及存在的主要问题，针对 PE 母基金所面临的机遇和挑战进行了阐述，最后对我国私募股权母基金发展提出了若干政策建议。

目录

1、私募股权母基金概述.....	4
1.1 私募股权投资母基金定义.....	4
1.2 私募股权投资母基金的主要业务.....	4
1.3 私募股权母基金的主要组织形式.....	5
1.3.1 公司型私募基金.....	6
1.3.2 合伙型基金.....	6
1.3.3 契约型基金.....	6
1.4 股权母基金的优势及存在问题.....	6
1.4.1 股权母基金的优势.....	7
1.4.2 目前国内私募股权母基金主要存在问题.....	8
2、海外私募股权母基金发展与现状.....	9
2.1 美国母基金发展历程.....	9
2.1.1 母基金投资目标分析.....	11
2.1.2 母基金投资者分析.....	12
2.1.3 美国母基金的费用与管理.....	14
2.2 海外股权母基金行业发展趋势.....	14
2.2.1 海外母基金融资难度上升.....	15
2.2.2 投资者逐渐成熟，要求复杂化.....	16
2.2.3 兼并重组盛行，行业集中度增加.....	18
2.2.4 基金管理机构盈利模式转变.....	19
2.2.5 瞄准新基金.....	19
3、国内私募股权母基金发展历程及现状.....	20
3.1 国内私募股权母基金市场发展历程.....	20
3.2 国内私募股权母基金市场发展现状.....	21
3.2.1 LP 群体结构优化.....	22
3.2.2 本土民营资本市场化私募股权母基金发展迅速.....	22
3.3 私募股权母基金在中国的发展机遇.....	23
3.4 私募股权母基金在中国的发展困境.....	24
4、国内私募股权母基金相关问题讨论.....	25
4.1 私募股权母基金相关法律问题.....	25
4.2 不同组织形式母基金税收制度比较.....	26
4.2.1 增值税.....	27
4.2.2 所得税.....	28
5、对我国私募股权母基金未来发展的建议.....	29
5.1 拓展私募股权母基金资金来源，加快合规 LP 的发展.....	29
5.2 培育优秀的本土母基金管理团队.....	29
5.3 提高政府引导基金市场化程度，促使政府引导基金专业化、规范化运作.....	30
5.4 完善母基金税收优惠等配套优惠措施.....	30

1、私募股权母基金概述

母基金(FOF)是指以普通基金作为主要投资对象,投资于基金组合的基金,又称为“基金中的基金”。私募股权母基金是母基金的一个类别,是一种以私募股权投资基金(含PE基金、VC基金、天使基金等主要以未上市公司股权为投资标的的基金)。FOF通过对私募股权投资基金(即“子基金”)进行组合投资而实现间接投资于企业。私募股权母基金因其投资范围广、投资风险分散的优势最近几年在我国发展迅猛。近来,我国以具有中国特色的政府引导基金为主,各种市场化母基金数量不断增加,管理规模迅速扩大。

1.1 私募股权投资母基金定义

母基金,又称基金的基金(Fund of Funds,简称FOFs),是指专门投资基金的基金,并不直接投资于企业,而是通过投资基金间接投资企业。私募股权母基金是专门投资私募股权投资基金的基金,通过将募集到的资金投放到不同风格、不同存续期间以及不同风险收益组合的私募股权投资基金中实现私募股权投资领域的资产组合多样化。

按照母基金的投资对象来分,可以将其分为共同基金的基金、信托投资基金的基金、对冲基金的基金以及私募股权投资母基金(Private Equity Fund of Funds,简称私募股权母基金)。

私募股权母基金和私募基金扮演的角色最大的不同在于,同时扮演了普通合伙人(GP)和有限合伙人(LP)的双重角色:面对投资者时,FOFs充当GP角色,为投资者管理资金并选择PE基金进行投资;而当面对创投基金、并购基金和成长基金等PE基金时,FOFs又充当了LP的角色,成为各类PE基金的投资人。

1.2 私募股权投资母基金的主要业务

私募股权母基金的业务主要有三块:一级投资、二级投资和直接投资。

一级投资(primary investment)是指FOF在PE基金募集的时候对PE基金进行的投资。FOF发展初期,主要就是从事PE的一级投资业务,一级投资业务是FOF的本源业务。

在一级投资时，由于 PE 基金是新设立的，因此，无法从 PE 基金本身的资产组合、历史业绩等方面来进行考察，因此，FOF 主要考察的是 PE 基金管理人。一般来说，FOF 在选择 PE 基金时，重点考察以下方面：团队、策略、风格、市场、历史业绩、项目、投资过程、增值服务、独立性、条款与条件、报告、税务与法律。

二级投资（secondary investment）是指 FOF 在 PE 二级市场进行投资，主要有两种形式：购买存续 PE 基金的基金份额和（或）后续出资额；购买 PE 基金持有的所投组合公司的股权。

近年来，FOF 二级投资业务的比例不断增加，主要基于以下原因：

第一，价格折扣。由于 PE 市场的私募性质，缺乏流动性，因此，二级市场的交易一般都有价格折扣，这使得 FOF 往往能够获得比一级投资业务更高的收益。Preqin 的研究发现，2000~2005 年，PE 二级市场投资的平均内部收益率（IRR）大约比一级市场投资高 20~30%。

第二，加速投资回收。因为 FOF 在 PE 基金的存续期内投资，避免了前期投资的等待期，能够更快地从投资中回收投资。假设一只 PE 基金达到盈亏平衡点需要大约 7 年时间，实现收益需要 8~12 年时间，那么 FOF 购买存续 5 年的 PE 基金可以将盈亏平衡点缩短至 2 年，将实现收益的时间缩短至 3~7 年。

第三，投资于已知的资产组合。在一级投资业务中，FOF 进行投资时，PE 基金尚未进行投资，因此还不知道 PE 基金的投资资产组合，只是基于对 PE 基金管理人的信任而投资。但是在二级投资业务中，FOF 投资的是存续基金，PE 基金已经进行了投资，因此 FOF 能够知道 PE 基金的投资资产组合，并且可以更加合理地估计它的价值。

直接投资（direct investment）是指 FOF 直接对公司股权进行投资。在实际操作中，FOF 通常和它所投资的 PE 基金联合投资，而且 FOF 扮演消极角色，而让第一投资人，即 PE 基金来管理这项投资。

在直接投资业务中，由于 FOF 能够挑选最具吸引力、与其现有投资组合最佳匹配的项目，因此，直接投资也自然成为 FOF 的一项业务类型。

1.3 私募股权母基金的主要组织形式

根据 2014 年 8 月 21 日证监会发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》，目前我国私募股权母基金按组织形式可划分为公司型私募基金、合伙型私募基金、契约型私募基金。

1.3.1 公司型私募基金

公司型基金是私募股权投资基金的一种形式，公司由具有共同投资目标的投资者通过购买公司的基金份额成为股东，基金设有最高权力机关股东大会、执行机关董事会和监督机关监事会，公司股东享有《公司法》所规定的参与管理权、决策权、收益分配权及剩余资产的分配权等。主要特点包括具有资合性，股权转让及人员变动不会给基金带来直接的影响，稳定性高；法律制度完善、组织架构完备。

1.3.2 合伙型基金

合伙型基金是根据合伙协议而设立的基金，国际上多采用有限合伙制，其属于非法人。有限合伙企业中，有限合伙人为主要的基金份额持有人，其出资额一般占到全部出资的八成以上，有限合伙人以其认缴的出资额为限对基金债务承担有限责任；普通合伙人由基金管理人担任，对外代表基金开展经营活动，对债务承担无限连带责任。

1.3.3 契约型基金

契约型基金，又称单位信托基金，它是指将管理人、托管人以及投资人三方主体，通过契约型基金这一纽带连结起来，多个当事人之间通过签订基金契约，依此发行受益凭证而设立的一种基金。因此，契约型基金不具备独立的法律资格。契约型基金主要特点包括无需注册专门组织实体，运营成本低廉；信托财产具有相对独立性，基金的投资管理和运行不受委托人和受益人的干预。

1.4 股权母基金的优势及存在问题

1.4.1 股权母基金的优势

第一，分散风险。FOF 可以在更广阔的地域、行业、投资策略、投资阶段、管理者等方面进行风险分散。PE-FOF 可以经营多元化私募股权组合，涵盖不同私募股权领域和区域，从而有限地降低 IRR 的波动。

第二，资金投资门槛要求更低。FOF 能够使投资者在投资多个直投资基金的同时避免高额资金门槛。

第三，投资回报更稳定。FOF 的管理人长期活跃于该领域，同优秀的基金及其管理人保持着良好关系，从而提供了投资渠道。

第四，接近目标市场渠道。通过 FOF 进入比直接进入节省时间和成本，能够抓住稍纵即逝的市场机会。PE-FOF 的 GP 一般是领先的金融机构且长期活跃于该领域，同优秀的基金及其管理人保持着良好关系，从而提供了投资渠道。能够与业内领先的 PE 基金普通合伙人及其项目流进行有效合作。

第五，专业度凸显。FOF 不仅能够通过资产再组合选择不同 PE 基金和项目，选择不同的行业、地域和投资团队，达到帮助中小投资人有效分散投资风险的目的；而且还可以随时代表投资人和 PE 基金经理保持沟通，为其提供资本支持，管理未投资出去的现金。

第六，PE-FOFs 的资产可以通过落实二级市场和直接投资阶段建仓的策略，为投资人节约大量交易费用（认购费用、部分基金业绩费等等），有效降低建仓成本。

第七，由于 PE-FOFs 的 GP 是通过募集的第三方（LP）的资金进行投资并获取管理费，无需消耗太多 GP 自身的资本金，所以 GP 的资本收益率（ROE）更高。同时，出于风险资本限额管理的需要，作为 GP 的金融机构也更乐于开展这类业务。

第八，促进我国产业创新、结构调整。政府引导基金 FOF 可以通过引导资金的子基金的投资方向，对符合国家发展方向的产业和企业进行资金上的支持，进而起到促进我国产业创新、结构调整的作用。

1.4.2 目前国内私募股权母基金主要存在问题

1、信息不透明

销售方在给投资者的宣传材料中会强化“曾经成功投资过某项目，并获得过多少倍的收益”的概念，弱化失败风险，很少会透露投资的总体业绩和成功比例。投资者获取的信息有限，且为数不多的信息还是投资机构筛选后主动让你知道的。很多时候只能顺着有名气的投资机构或者管理人去投，但这些投资机构会用什么策略，实质上的管理人又是哪位，扣除费用之后能获得多少回报，极少有投资者能搞清楚。

2、专业能力有待考量

参与母基金的投资机构泛滥，专业能力和操作能力也是参差不齐。比如有些管理人对行业风向没有足够研究，一味随着概念投、热点投，或者是没有实现不同风格基金之间的优劣互补，平滑收益波动的能力，一心只想着赚管理费就行。

好的基金和坏的基金回报差异非常大，母基金最大的卖点在于母基金管理人通过投资组合，分散风险，从而获取稳健收益。所以如果管理人不够专业，母基金就没有任何优势。

3、双重收费

股权投资的投资成本本身就较高，而一只母基金可以投向多只子基金，这就决定了投资者将会为此付出更高的费用。因为除子基金产品收取的认购费、管理费、业绩提成外，母基金管理人还要提取一定的管理费和业绩提成，有些母基金还要加收申购费和赎回费。

尽管很多投资机构一直强调母基金层面管理费和后端的业绩报酬提成收的比较少，而且还有日益降低的趋势。但现阶段，也只有部分规模较大、而且业绩良好的机构会在该方面稍微有些让利。而客户不是面向机构的小规模母基金，还是更倾向于采用双重收费的模式来激励基金管理人。

此外，业内还有一种模式，母基金本身不收费，但是向标的基金去分管理费。如果这样，就变成了关联性交易，会直接影响投资决策，受损的还是投资者。扣除这些费用之后，投资者能得到的投资回报并不一定理想。

4、退出时间长

母基金的投资期需要 3 年、5 年、7 年或者更长，在这期间，投资者的钱实质上是被锁定，丧失了流动性的。如果投资者有其他更紧急的需要，也很难把投出去的钱在项目到期之前赎回。

而这中间的机会成本和收益不确定性也是风险因素。满足基金打款预留出的闲置资金不能拿来作其他的投资，实际收益要等到退出时才有明确的数额。

此外，由于母基金在我国还处于发展的初级阶段，很多投资机构的母基金还没有到退出阶段，经验和数据都是借鉴的国外。参考价值有多少，是否符合我国国情和行业发展状况等都是未知的。

2、海外私募股权母基金发展与现状

2.1 美国母基金发展历程

作为私募股权投资行业的“鼻祖”，美国拥有全球最成熟、最发达的私募股权投资市场。私募股权投资基金起源于美国上世纪 40 年代，时至今日已经经历了七十多年的变迁，在美国已经形成了一个产品丰富、市场结构完备的产业，引领着国际投资的潮流，涌现了众多知名的投资机构。

与此同时，美国 FOF 发展迅猛，截至 2014 年，美国市场上共有 FOF 基金 1377 只，资产规模为 1.72 万亿美元。在同样发达的欧洲，截至 2015 年共有 3746 只 FOF，规模达到 5620 亿美元。全球范围来看，截至 2013 年末，全球基金 FOF 总规模 2.76 万亿美元，到 2016 年末，全球基金 FOF 总规模则达到约 3.73 万亿美元。在这其中，美国作为全球基金业最发达的国家，2013 年末 FOF 总规模达 1.6 万亿美元，占到全球 FOF 的 57.79%。而全球私募股权投资数据库 Preqin 的统计，2016 年全球私募股权投资基金资产总额的 38% 由 FOFs 管理，

这一比例是第二大资金来源公共养老金的 2 倍。可以说，伴随着私募股权市场的发展，母基金也蓬勃兴盛起来。¹



图 1 美国 FOFs 募集数量与规模
数据来源：全球私募股权投资数据库 Preqin

根据来自 Preqin 的统计数据可以看出，美国 FOFs 的发展历程与美国的经济状况、二级市场是息息相关的。主要分为三个阶段。

(1) 1996-2001 年：在 1996 年的起步阶段，FOFs 募集金额大约只有 10 亿美元。此后募集规模随着互联网泡沫的膨胀进入到第一个飞速上升的周期，随着互联网泡沫的破灭迅速下降。2000 年的互联网泡沫破裂使大量互联网创业企业宣告破产，一些创投基金损失惨重，私募股权行业暂时陷入低谷。但是危机过后，美国经济强劲复苏，私募股权投资重新焕发光彩，直到 2007 年金融危机之前，整个行业迎来了高速发展的阶段。并购基金开始成为并购活动的重要力量，2006 年由并购基金主导的并购活动涉及规模达 7374 亿美元，占当年并购总额的 18%。2007 年，美国共有 3766 支私募股权投资基金完成募集，总规模达到 16200 亿美元。

¹ 引自“人民网-人民创投”《美国股权母基金面面观》

(2) 2004–2008 年：母基金募集规模迅速上升，到 2007 年达到高峰。此后因为次贷危机，投资者风险偏好下滑，募资数量和规模在 2009 年出现断崖式下滑。

(3) 2009—2016 年：从募集数量看，2009 年以来 FOFs 的数量波动上升。2016 年 1–8 月，共募集母基金 69 只，同比上升 56.8%。但募集规模持续在低位波动，距离巅峰时期的规模还非常遥远，且今年已经年过大半，母基金的募集规模仍未达到去年规模的 50%。与这一期间相对应的是，母基金的市场结构出现了明显分化。一是母基金的活动地域向欧美市场之外的中国等新兴经济体扩展。2009 年，活跃在亚洲及其它地区的母基金占母基金总数的 11%，到 2010 年这一数据上升到 13%。²

2.1.1 母基金投资目标分析

作为美国市场占比最大的单类 LP，母基金投资经理所掌控的母基金的投资偏好也是需要研究的方向，因为这决定了母基金更可能投向哪些子基金，从而为私募股权基金更有针对性的募集资金提供了参考。



图 2 美国前七大私募股权投资投资者占比
数据来源：《美国私募基金统计报告 2014》

² 数据来源：<http://capital.people.com.cn/n1/2017/0904/c405954-29513863.html>

根据 preqin 在 2012 年 10 月和 2014 年 1 月针对数十家 FOF 经理人的调查，从投资基金类型角度，美国经理人最看好的投资类型是中小型并购基金，其占比从 74% 上升到了 83%。接下来从第二到第四位依次是增长型基金、风险投资资金以及私募股权资金。私募债券机构是近几年新兴起的投资热点，在 2014 年的投资意向排名中，占比达到了 19%，排名第五。针对大型并购基金的投资意向也是增长迅速，从 2012 年的 9% 上升到了 17%。



图 3 美国 FOF 经理人最看好的目标基金类型
数据来源 : preqin

从目标投资的地域角度，北美地区依旧是美国母基金管理者最看好的投资地域。由于 2011 年的欧洲债务危机，针对欧洲地区的投资热情在 2014 年有所下降。亚洲地区受益于中国印度等新型经济体私募股权市场的快速发展，获得了美国母基金管理者的看好，也获得了 27% 的投资关注度。除此之外，有 10% 的母基金经理表达了对非洲、拉丁美洲的投资意向。

2.1.2 母基金投资者分析

从投资者类型和投资者投资理由方面，对母基金的投资者来源进行分析如下：

首先，根据 Priqin 针对全球私募股权母基金的统计数据，公共养老金是母基金的第一大资金来源，占比超过 25%。主要的原因在于公共养老金体量大、

同时其低风险、收益稳定的需求与私募股权母基金的优势契合。私人部门养老金、政府基金也因同样的诉求，而成为了私募股权母基金的重要投资人。同时，在前七大的私募股权母基金投资人中，基金会和家族办公室这种代表高净值人群的 LP 也占有一席之地，这表明母基金这种同时具有较高投资收益和风险分散化特点的产品得到了需要维持家族传承的高净值人士的看重。

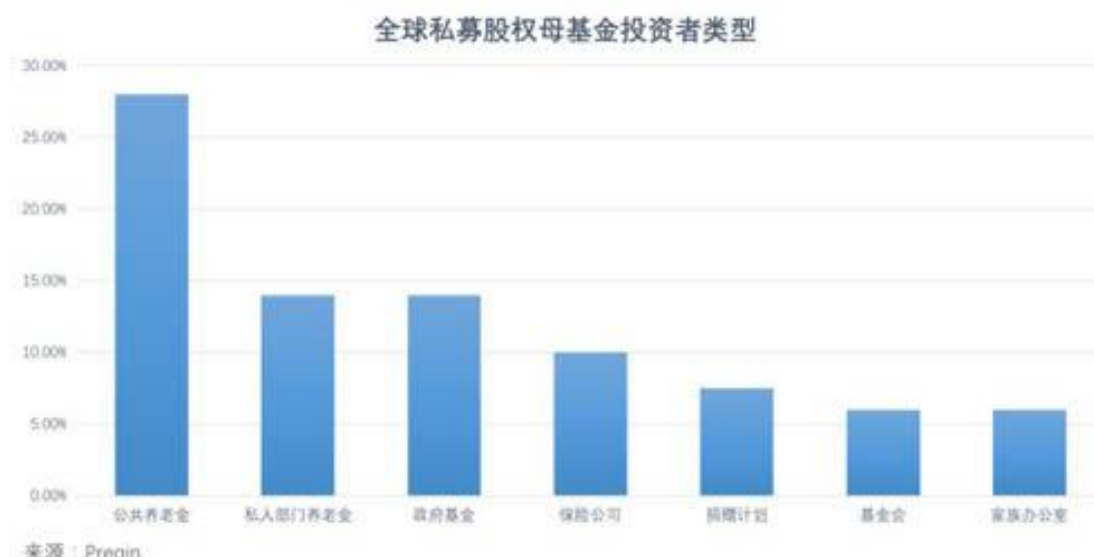


图 4 权私募股权母基金投资者类型

数据来源：Preqin

根据全球私募股权投资数据平台 Preqin 对美国私募股权投资者所做的调查，投资者选择母基金的原因主要由以下几条构成。首先是分散化投资的需求。在进行的调查中，59%的母基金投资者选择了这一原因，这说明投资者最看重的依然是母基金相对于私募股权基金风险更加分散的特性。其次，由于母基金可以通过将中小投资者的资金汇集，以满足某些私募股权基金较高的出资要求，实现了中小投资者对与某些投资基金的投资需要。同样，也有一些投资者因为政治或法律的原因，无法直接进行海外投资或者无法进入某些市场，母基金就为这些投资人提供了一条很好的投资渠道。通过母基金广泛的投资能力，实现了投资在各种资产类别和各种基金中的分散化。除此之外，母基金管理者作为筛选基金的经理人，通常本身就具有丰富的基金管理经验，而母基金又可以通过直投或这联合投资等方式充分参与一级市场融资上来，这种多样化的工具就为基金管理者提供了更广的舞台，从而也吸引了更多投资者选择投资母基金。

2.1.3 美国母基金的费用与管理

与普通私募股权基金相比，目前 FOF 产品的一大问题是双重收费。FOF 管理人向投资者收取管理费，在 FOF 运作过程中同时还会对基础基金支付一定费用，形成了双重收费，相比其他产品费用较高。为解决此问题产生了内部 FOF。内部 FOF 通过费率优惠等手段缓解了高费率的情况。

美国 FOF 的总体费率约为 1.19%，略高于同期共同基金平均水平 0.25 个百分点。其中，产品运作管理费率方面，内部型 FOF 有近四成不收取管理费，其余内部 FOF 的平均费率仅为 0.14%，而同期外部 FOF 管理费率平均水平为 0.57%。

美国前三大 FOF 均采用纯内部管理人模式。由于公司产品较为丰富，因此可以将费用降到最低。较为普遍的是 FOF 零收费，只收取基础基金管理费用。

美国大部分基金是提取 2%到 4%的管理费，收益按 20%，80%分成。同时独立董事制度更能保护基金持有人权益。共同治理结构由在董事控制下的投资公司自行管理，避免了董事会和管理者间的利益关联，形成了较完善的利益制衡机制。董事由于自身持有较多的市场份额因此真正作为所有人的代表进行监督。这种模式最大限度地协调了出资人和管理者的利益，也在眼界、能力和人脉资源等方面提高了对基金管理人的要求，在美国成为基金经理人的平均年龄在五十岁左右，其管理经验相当丰富。美国基金公司的主要任务是选择合适的经理及投研团队，基金经理的任务主要是构建资产组合、买卖和风险管控。

从 FOF 基金销售来讲，美国 FOF 拥有较多的销售渠道。目前通过经纪商、财务顾问、保险公司，商业银行等代理销售占据主导地位。客户可以在基金公司的零售点或通过互联网进行购买。

2.2 海外股权母基金行业发展趋势

从全球的范围来看，私募股权母基金行业在过去的十年内发生了明显的变化。尽管全球私募基金市场发展迅猛，但是在母基金领域却面临着很大的挑战。从母金融资的角度来看，当前海外私募股权母基金的融资规模依然明显低于 2007-2008 年的发展高峰，即虽然已过去十年，但海外母基金行业仍未从金融危机的泥潭中完全恢复。

随着私募股权行业的快速变革以及投资者经验的丰富，股权母基金的具体投资方式正在受到投资者的越来越多的审查和重视，这也促使股权母基金逐渐从粗放式向精细化发展。FOF 的管理人也需要按照投资人的需求进行投资方向和逻辑的调整。

比如在国际范围内，行业内的兼并重组、投资策略的转移、或者是利用直投、跟投或分立账户的方式，主要的股权母基金正在努力通过扩大规模或者转向专业化领域，来使自己在母基金行业激烈的竞争中脱颖而出。

2.2.1 海外母基金融资难度上升

根据全球最知名的私募股权调查机构 preqin 的数据，在 2016 年当年，共有 260 亿美元的市场化私募股权母基金完成融资，创造了金融危机之后的新高。其平均规模达到 3.57 亿美元，而总体私募股权母基金行业规模达到了 3800 亿美元。

但是从时间趋势上来看，美国 FOFs 的发展历程与美国的经济状况、二级市场是息息相关的。主要分为三个阶段：

（1）1996-2001 年：在 1996 年的起步阶段，FOFs 募集金额大约只有 10 亿美元。此后募集规模随着互联网泡沫的膨胀进入到第一个飞速上升的周期，随着互联网泡沫的破灭迅速下降。2000 年的互联网泡沫破裂使大量互联网创业企业宣告破产，一些创投基金损失惨重，私募股权行业暂时陷入低谷。但是危机过后，美国经济强劲复苏，私募股权投资重新焕发光彩，直到 2007 年金融危机之前，整个行业迎来了高速发展的阶段。并购基金开始成为并购活动的重要力量，2006 年由并购基金主导的并购活动涉及规模达 7374 亿美元，占当年并购总额的 18%。2007 年，美国共有 3766 支私募股权投资基金完成募集，总规模达到 16200 亿美元。

（2）2004-2008 年：母基金募集规模迅速上升，到 2007 年达到高峰。此后因为次贷危机，投资者风险偏好下滑，募资数量和规模在 2009 年出现断崖式下滑。

（3）2009—至今：从募集数量看，2009 年以来 FOFs 的数量波动上升。在 2016 年，peqin 调查的全球性的私募股权母基金共有 84 支完成融资，其总融资额达到了 260 亿美元，这虽然达到了危机后的最高水平，但是依然比不上

2007 年最高峰时年融资 160 只基金，总融资额 550 亿美元的一半。但是于此同时，全球的私募股权行业却在全球金融危机后发展迅速，这种发展速度的不平衡导致私募股权母基金的募资数额在总体私募股权基金的比例出现了明显的下降。³

2.2.2 投资者逐渐成熟，要求复杂化

当前私募股权母基金面临的问题很重要的原因是投资者的复杂化。

传统意义上，母基金由于可以实现对中小投资者资金的聚集，使其满足私募股权基金的投资者规模要求，因此其为普通投资者提供了进入高收益率的股权投资领域的渠道。同时，母基金通过分散投资于多支股权基金，实现了投资标的的分散，也间接实现了风险的分散，保证了投资收益率的相对稳定。第三，投资者投资母基金也十分看重基金管理人的投资经验和能力。由于母基金的投资成本是在传统私募基金的费率上增加 1% 的管理费以及平均 5% 以上的盈利分成，这种相对高的管理费用是否与基金管理者更高的投资能力和经验相匹配就是需要投资者权衡的。

随着投资者对私募股权投资的认知度上升，私募股权投资已经从相对小众的投资成为了全市场广泛关注的投资类型。投资者对私募股权基金以及私募股权母基金也有了更深入更广泛的了解。在全球范围来看，管理费用已经成为机构投资者投资另类资产着重考虑的问题，这也在 Preqin2017 年 6 月对私募股权投资投资者关注私募股权投资相关的问题列表中排名第四。

以上的现象从两个渠道引发了母基金当前面对的问题。一方面，由于投资者对与投资管理费用的关注程度逐渐增强，母基金这一双重收费的投资管理模式收到了很大的冲击。而随着机构投资者经营模式趋向混合化，很多的机构投资者更偏向于在外部投资咨询公司的辅助下，自建内部投资部门。而更多的投资者也开始在传统私募股权投资方式之外寻求多种多样的投资渠道，比如跟投、直投、兼并或分立账户。而在国际市场上，母基金整体表现的相对平庸也进一步导致了投资者的投资意愿不高。

如图 5 所示，在截至 2016 年 12 月的时间段内，在 1-5 年的时间维度上，母基金的投资内在收益率比私募股权机构的平均收益率要低，只有在 10 年阶段

³ 数据来源：母基金研究中心网站 www.china-fof.com

上相对收益会略高。因此在危机后经济复苏的大环境下，很多专业化私募股权基金获得了相对更胜一筹的收益率，同时大环境的总体稳定令私募股权投资风险相对较少，这压缩了母基金的相对优势空间，进一步压缩了母基金的生存空间。



图 5 不同时间维度上各类私募股权投资 IRR（截至 2016 年 12 月）

数据来源：Preqin

虽然当前海外市场上的股权母基金遇到了以上所描述的一些问题，但是母基金依然具有其他私募股权投资方式不具有的优势。

首先，对于资金实力不足又想要进入私募股权投资领域的投资者，母基金依然是实现投资分散化的最佳方式。同时，通过母基金投资顶级基金管理人也是更加便捷的方式。当前海外表现比较好的母基金主要也是通过服务类似需求的投资者实现发展。并且竞争更加激烈的环境为业界巨头抱团合作创造了空间。

在海外 PE FOF 领域，由于金融危机后经济复苏乏力，融资相对困难，母基金行业竞争十分激烈。因此最近几年私募股权母基金行业出现了兼并重组加速的新动向，这使行业集中度不断上升。同时，母基金管理机构也开始调整自己的收费水平，以应对管理费竞争压力。并且也有越来越多的母基金开始将投资目标转移到首期基金上，通过投资于优秀的基金经理来获得更广阔的成长机会。

2.2.3 兼并重组盛行，行业集中度增加

所谓分久必合，根据全球最知名的私募股权调查机构 preqin 的数据，2016 年以来，基金管理机构开始通过多种手段增强自身的行业竞争力，其中最主要的趋势就是行业内开始出现大量的并购和重组。

这种现象的产生有很多原因。首先，管理机构有扩大规模的动机，简单来看，因为扩大规模从可以获得和规模同等比例增加的管理费收入。其次，经理人也有希望通过收购，扩大资产配置的范围，将原本没有覆盖到的领域纳入到投资范围内，这样可以进一步的分散投资，实现风险分散。同时，在基金管理业竞争日渐激烈的大环境下，由于母基金出资人对于管理价格的要求越来越高，母基金开始出现融资困难的情况，这导致了一些不具有市场化竞争力的机构丧失竞争机会，并最终被其他机构所收购。

从并购的案例可以看出来，最近几年，越来越多的大型资产管理机构表现出了对于母基金管理行业的热情。这些资产管理机构向资金上游的发展，虽然需要面对十分激烈的竞争压力，但由于进入母基金行业一方面可以与这些机构本身在其他领域的投资形成互动，另一方面也实现了私募股权投资领域的分散化，从而为他们带来了更丰厚也更稳定的收益。这些大型的集团性资产管理公司由于具有丰富的资产管理经验、巨大的客户资源以及在市场营销领域的巨大实力，从而可以与当前的业内竞争，并快速形成巨大的规模。

伴随着海外母基金行业内并购重组的增加，主要母基金管理机构的资产负债表迅速扩大，行业集中度不断增强。从全球范围来看，2010 年总资产规模超过 200 亿美元的基金管理机构数量只占 6%，但是在 2017 年，这个数字增加到了 9%。而资产管理规模在 10 亿美元以下的机构数量从 2010 年的 50% 下降到了 45%。可以预见，如果并购重组频繁的趋势继续，那整个母基金行业集中度也会越来越高，大型机构的行业话语权也就逐渐增加。⁴

⁴ 数据来源：www.china-fof.com 《2017 海外 PEFOF 行业新观察》

2.2.4 基金管理机构盈利模式转变

在竞争激烈的海外母基金市场上，除了积极进行并购重组，私募股权母基金管理者也从盈利模式上求新求变，积极转变费用收取方式，寻求获取更大的竞争优势。

由于母基金是以子基金为投资目标，在收费上，子基金本身收取的管理费会叠加母基金的费用，这种双层费用造成了对于母基金投资者而言相对更高的投资成本。在这样的情况下，很多私募股权母基金管理机构开始改变向投资者收取费用的制度。对于海外母基金行业，私募股权母基金的管理费用从投资开始期的时间维度来看正在逐年下降。其中 2016 年到期的基金平均管理费用是 0.66%，中位数是 0.75%。2017 年新募集的基金的管理费用略有上升平均管理费率为 0.80%，在退出收益分成上，大多数的母基金都设定在 5%或 10%，其中在 2016/2017 年开始投资的母基金中有 17%将退出收益分成费率设定在了 5%以下。

2.2.5 瞄准新基金

除了在费用收取上寻求竞争优势，大量的基金管理机构开始通过开拓新市场和新领域来增加投资价值。其中一个方式是利用其在行业的人际关系网络，结识了解新的基金管理者，从而扩大投资范围。同时发挥自身在某些细分领域的专业知识优势，拓展新的投资方向。由于母基金缺乏评价新兴子基金管理者的能力，母基金管理者之间的网络就发挥了很重要的作用。一方面，通过多只母基金投资于一只新基金可以更好的分散风险，既减轻了子基金的退出压力，也解决了一支母基金的投资分散化压力。另一方面，通过投资于同一家子基金，母基金之间也加强了联系，从而可以获得更多的投资机会。从统计来看，相比其他的私募投资机构，母基金管理机构更有可能投资于一支新基金。

在以上的基础上，一些母基金管理机构更进一步，推出了专门面向新基金的投资分支机构，即完全用来支持首期基金。这样的机构一方面可以推动整个私募股权基金行业的发展，增强机构的影响力和实力，同时也通过支持新基金获得了同基金管理者之间的长期信任关系。

比如来自纽约的 Gatewood Capital Partners 在首期基金于 2017 年 5 月到期之后，计划通过为新基金经理提供募资支持的方式，支持他们建立自己的子

基金。Capria Ventures 推出的针对新基金经理的 Capria Emerging Manager Fund 计划向目标为亚洲非洲拉美等新兴市场的股权和债券投资基金投资 1 亿美元。这只专项基金也为基金经理提供资金后续保障，允许基金经理在新基金募资之前通过在基金内部构建投资组合的方式，将投资计划落地。

3、国内私募股权母基金发展历程及现状

3.1 国内私募股权母基金市场发展历程

中国的母基金历史并不久远，我国投资于一级市场的母基金最早可以追溯到 16 年前。一级市场的母基金，通过对投资私募股权基金来对项目公司进行间接投资。目前，母基金主要分了三大类：政府引导基金、国有企业参与设立的市场化母基金和民营资本的市场化母基金。如果按照上述三类基金的出现时间，那么母基金的发展可以分为从 2001 年-2005 年、2006 年-2010 年，以及 2010 年以后三个时期。

第一阶段：2001 年政府引导基金成立

2001 年，“中关村创业投资引导基金”正式设立，是为国内最早成立的创业投资引导基金，当时总规模不过 5 亿元，并成立了中关村创业引导发展中心作为实体运作部门进行专业化管理。当时中关村创业投资引导基金首先采用的模式是，与经过认定的风险投资基金合作（例如启迪、联想、北极光等知名机构均与中关村创投有合作），用跟进投资的模式直接投资企业，中关村方面的出资规模一般是共同投资规模的 10%~30%，单笔投资最高不超过 300 万元人民币。

跟投模式为中关村实行参股模式提供了基础。2005 年，《中关村创业投资引导基金参股创业投资企业的暂行管理办法》开始研究制订。经过不断尝试和摸索，与创投企业合作，改变了政府主导的创投企业原有投资机制和投资模式，充分发挥了政府资金的杠杆作用。

2005 年 11 月，国家发改委等十部委发布的《创业投资企业管理暂行办法》明确规定，“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。”首次为以母基金形式运作的基金提供依据。至此，全国各地陆续成了各类创业投资引导基金。

第二、第三阶段：国企参与设立母基金和民资主导母基金相继出现

母基金的第二个发展阶段，从 2006 年开始。这一时期，以国有企业参与设立市场化母基金出现为特点。

国有企业参与设立母基金沿用了海外成熟市场采用的运作模式，母基金先从 LP 获取资金，然后由专业团队负责管理运作资金，投向不同类型的 PE 子基金。总体来说，与政府引导基金相比，国有企业参与设立的市场化母基金资金使用效率较高。

2006 年 9 月，中新创投(元禾控股前身)与国家开发银行共同发起设立了全国首只市场化运作的创业投资母基金，开创了国有企业参与设立市场化母基金先河。

2010 年 12 月，中国首只国家级大型人民币母基金——总规模达 600 亿元的“国创母基金”，由国开行全资子公司国开金融和苏州元禾共同发起成立。此外，以亦庄国投、成都银科、粤科金融为代表的一批国有母基金也相继设立，且母基金业务日益成熟、规模不断扩大。

到了 2010 年，诺亚财富旗下的歌斐资产发起设立首个民营资本主导的市场化母基金，母基金阵容进一步壮大。目前民营资本主导的市场化母基金，比较典型的代表，还包括恒通基金及恒裕基金、盛世母基金等。这些市场化母基金随着私募股权市场的发展，投资额不断增加，管理水平也在提高。⁵

至此，政府引导基金、国有企业参与设立的市场化母基金和民营资本的市场化母基金，三足鼎立局面正式出现。

不过目前看来，各类母基金在具体的使命目标上还各有侧重。政府引导基金主要着眼于地方经济发展，对于地区的投资产业和投资强度有一定要求；国有企业参与设立的母基金，往往还有提升国有企业资本运作能力的使命，加快推进国有企业创新转型升级发展的战略意图；民营资本主导的母基金主要以获得稳定财务回报为主要目标，对于繁荣当地金融环境，促进资金有效供给也能起到间接的作用。

3.2 国内私募股权母基金市场发展现状

⁵ 数据来源：<http://www.nbd.com.cn/articles/2017-11-20/1162951.html>《从无到有 16 年：中国母基金发展历程回顾》

中国私募股权人民币 FOFs 也随着私募股权行业的发展悄然生长，经过发展，本土市场上逐渐形成了以 FOFs 形式运作的三大基金阵营：政府引导基金、国有企业参与设立的市场化 FOFs、民营资本运作的市场化人民币 FOFs。截至 2017 年 10 月底，在协会备案的私募 FOF 类产品达到 8229 只，合计管理规模为 1.44 万亿元，占私募基金管理总规模的 13.4%。⁶

市场化私募股权母基金中比较典型的代表机构是歌斐资产、紫马基金、盛世投资、景天控股、金鼎硕业等。另外，外资的人民币 FOFs 也在摩拳擦掌不过由于受到相关政策等因素的制约，还未成气候。

3.2.1 LP 群体结构优化

基于国内未来几年宏观经济的发展规划，境内外投资者对未来经济形势平稳发展充满期望，募资规模方面出现大幅增长。新三板的诞生、注册制的即将到来，均为多层次资本退出提供更多元的渠道，进一步激发了 LP 的投资意向。

在 PE-FOF 不断高速发展的背景下，LP 群体也在悄悄发生着变化。本土投资 PE-FOF 的潜在 LP 中，全国社保基金、保险、大学基金会等最有潜力在接下去的时间里扮演 PE-FOF 投资的重要角色。

所有 LP 类别中，养老资金一直被认为是与私募股权在投资期限上最为匹配的资金，也是私募股权基金管理人最为青睐的资金来源之一。而在我国，社保基金更是早于保险资金成为了私募股权的投资者。同时，保险资金具有资本量庞大、投资周期长等特性，与 PE 基金 5-7 年的投资周期以及相对较低流动性的特点相适应，是仅次于养老基金的最合适投资于 PE 的机构投资者。从国际上看，优质企业股权也是保险资金的重要投资领域，保险资金投资未上市企业股权是国际通行做法。在西方成熟的市场国家，保险资金往往占据着私募股权投资的前三位。

3.2.2 本土民营资本市场化私募股权母基金发展迅速

本土民营化的私募股权母基金在中国的发展仍处于发展初期。由 LP 和 GP 同时对私募股权母基金进行注资，并通过私募股权母基金投资给不同私募股权

⁶ 数据来源：中国证券投资基金业协会统计数据

基金。值得注意的是，由于大多数的民营资本更加倾向于短期投资，10-15 年的海外私募股权母基金运作模式不能满足投资人短期利润的需要。对于 LP 与 GP 之间利益的分成，一般采取按照指定的时间、或者按所投项目进行分配。具体通过以下几种方式：

（1）整体分配，先收回本金再分配盈利

为了确保分配非 GP 的投资收益为净盈利，许多基金约定投资本金必须先收回，确定盈利之后再分配给 GP 管理分红。也就是说，退出资金先按比例分配给全体合伙人直至覆盖全体合伙人的本金。再扣除基金费用确定出基金的收益之后，按照基金收益的不同水平在全体合伙人之间进行分配。通常，对业绩的分成部分，则会根据基金的收益水平而定。一般来说，基金的收益越高，GP 享受的业绩分成占收益超额部分的比例就会越高。显然，这种分配方式更倾向于保护 LP 的利益。

（2）按单个项目分配，预留保证金

按单个项目分配，同时 GP 将其所取得的管理分红的部分预留在股权基金中作为保证金，在其他项目亏损时用于回拨补亏。而预留金，通常占管理分红的 40.0-50.0%。也就是说，当某个所投基金退出，GP 会将业绩分成的 50.0-60.0% 的部分予以分配，其余的部分则作为风险准备基金留存，并在续存期满时用于业绩奖励清算的差额补偿。

（3）按单个项目，并核算单个项目成本

与前两种分配方式不同，有些基金的利益分成是按单个项目进行核算的。对于基金可分配资金中的项目投资收入，会按出资比例计算由该 LP 承担的份额，并扣除其投资本金、和分摊到该项目的管理成本等之后，在 GP 和 LP 之间分配。

通过以上几种 LP 与 GP 之间利益分成的方式，既照顾到资金的安全性以及国内出资人对短期回报的青睐，又能化解出资人与基金管理人在股权投资基金运作过程的分歧。

3.3 私募股权母基金在中国的发展机遇

2009-2011 年，“全民 PE”的时代将 PE 直投资基金的募集数量与规模推向高峰。到了 2012 年，随着整个经济增速放缓，A 股 IPO 关停，造成 PE 基金估值出现的系统性回落，为增量基金募集带来困难，小体量与高成本资金的参与者被清退离场。进入 2014 年，IPO 渠道回报率出现了爆炸性的反弹，接近 2009 年创业板推出时期的高点，结合大量产业基金与政府引导基金设立的大背景，基金募集在 2015 年得到验证。2015 年截至 9 月底共有 794 只私募股权基金完成募集，比 2014 年全年增长 86%，这主要得益于 2015 年 4-6 月的募集热潮。PE 基金募集数量的上升，为 PE-FOF 提供了丰富的投资对象，为 PE-FOF 的发展带来机遇。⁷

在全球市场中，养老金、政府基金和保险公司是 PE 基金的主要 LP。而国内市场尚不成熟，因此在很长的一段时间里，私募股权投资的 LP 以高净值客户为主。2015 年上半年，富有家庭及个人 LP 增速有所放缓，随着私募股权投资自我创新式的发展，越来越多优质的机构投资者也参与进来，LP 机构化、多样化成为一种趋势。

3.4 私募股权母基金在中国的发展困境

近几年，人民币基金的良好表现以及充裕的民间资本和逐渐成熟的资本市场，为中国 FOF 创造了生长环境。但目前在国内称得上 FOF 的本土母基金中，90%以上是政府引导基金。中国 FOF 还处于发展初期，主要是作为一种集合式 LP 独立存在，通过选择 GP 进行一级投资，依赖 GP 退出收益获得回报。在中国，FOF 的前景面临两大质疑：一是有没有必要。FOF 最重要的是可接入性，比如鼎晖投资的准入门槛是 3000 万元人民币，那么只有 1000 万元人民币的投资人就无法投资，这时市场可以设立一个基金，以基金的形式投资。二是双层管理费的问题。与 LP 直接投资 PE 基金不同，FOF 先从 LP 获取资金，然后向不同类型的 PE 基金投资。就资金流向来说，一条是由 LP 流向 FOF，再通过 FOF 流向 PE 基金的“投资资本和管理费”；另一条是由 PE 基金流向 FOF，再通过 PE FOF 流入 LP 的“资本返还和利润偿付”。

目前中国的 FOF 市场还处于起步阶段，还没有出现大规模调整。在经历过市场大起大落、投资者对投资预期回报变得更理性后，才会更青睐 FOF。本土

⁷ 数据来源：http://www.360doc.com/content/16/0419/20/22551567_552106798.shtmlPE-FOF《私募大时代：解析全球母基金行业发展现状》

LP 往往存在两个投资误区：首先是一定要自己管钱，并且决定如何花钱，对专业的 GP 缺乏信任；其次，许多 LP 是成功的企业家，由于自身的成功从而想当然地认为自己可以在资本市场得心应手，忽略了管理、咨询等相关服务的价值。

根据诺亚财富调查的情况显示，配置过 FOF 的高净值客户选择 FOF 的主要原因，是 FOF 能够投资到比较优秀的 PE 基金、能够投资更多项目分散风险以及降低投资门槛等。没有配置 FOF 的客户主要是因为收费、资金、项目等多方面原因。相关调查数据显示，23.4% 的客户表示还不太了解 FOF，17% 的客户表示 FOF 投资期限太长，14.9% 的客户表示因为资金周转问题而未购买，12.8% 的客户认为 FOF 的收益不够高、自身投资条件不够成熟，此外，还有客户因为 FOF 双重收费、项目风险等原因而未投资 FOF。

在中国这个特殊市场，未来 FOF 的发展可能遇到三个瓶颈：一是中国的 GP 还不成熟。虽然数量多，但优秀的 GP 屈指可数，许多 GP 都达不到机构投资者的标准。LP 选择几个优秀子基金比较容易，但如果有一笔较大的资金，需要建立一个大型的投资组合就比较难。二是市场对 FOF 的认识还不够，需要做好对投资者的教育。要获得投资者对 FOF 的认可，可能需要经过市场的起落和考验，FOF 才会更成熟、更专业，这需要经过一个较长的过程。FOF 的缺点是流动性差，回报时间长，一般需要 5 年时间，而且封闭期内的权益很难转让。目前，中国 80% 以上的投资人都倾向于投资融资性产品，而 PE 则是投资管理性产品。三是人才短缺。FOF 是一个新兴行业，市场上急缺有资深投资经验的投资管理人。目前，政策上没有给予明确表示 FOF 是否应该作为投资者，但要求 PE 的股东不超过 200 人。

4、国内私募股权母基金相关问题讨论

4.1 私募股权母基金相关法律问题

针对母基金在直接或间接投资新三板挂牌公司股东人数超 200 人及含有三类股东企业能否成功 IPO 一直是业内普遍关注的两大难题。

上海证券交易所官方微信公众号“上交所企业上市服务”于 2017 年发布题为《新三板挂牌企业 IPO 需要注意什么问题？》，针对新三板挂牌企业股东人数超 200 人，含有三类股东以及国有股东证券公司的企业如何 IPO 作出答复。

对于股东人数超过 200 人问题，上交所指出，股东人数超过 200 人的新三板公司在挂牌后，如通过公开转让导致股东人数超过 200 人的，并不违反相关禁止性规定，可以直接申请 IPO；如通过非公开发行导致股东人数超过 200 人，根据《非上市公众公司监督管理办法》，在进行非公开发行时应先获得证监会核准，其合规性已在非公开发行时经过审核，可以直接申请 IPO。

上交所发布的《新三板挂牌企业 IPO 需要注意什么问题？》一文：《企业改制上市 30 问》之二十三第二条和第三条原文如下：

（2）对于信托计划、契约型基金和资产管理计划等持股平台为拟上市公司股东的，在 IPO 审核过程中，可能会因存续期到期而造成股权变动，影响股权稳定性。因此拟上市公司引入该类平台股东时应在考虑股权清晰和稳定性的基础上审慎决策。

（3）股东人数超过 200 人的新三板公司在挂牌后，如通过公开转让导致股东人数超过 200 人的，并不违反相关禁止性规定，可以直接申请 IPO；如通过非公开发行导致股东人数超过 200 人，根据《非上市公众公司监督管理办法》，在进行非公开发行时应先获得证监会核准，其合规性已在非公开发行时经过审核，可以直接申请 IPO。

对于“股东人数超过 200 人”和三类股东清理问题，虽然监管层曾经对于这个问题有过多次表态和政策松动，然而在实践过程中，带有“股东人数超过 200 人”和“三类股东清理”问题的新三板企业申报 IPO 通过企业仍是凤毛麟角。该类问题的彻底解决仍有待于政策面的进一步明朗。

4.2 不同组织形式母基金税收制度比较

私募股权母基金的组织形式不同，其税收制度亦存在很大差异。综合来看，自 2016 年 5 月 1 日起全国全面推行“营改增”后，私募股权母基金的税收制度主要涉及增值税和所得税（企业所得税与个人所得税）两大税种。

4.2.1 增值税

目前，关于私募股权母基金增值税税制方面主要依据为《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号，以下简称“36号文”）。从增值税纳税主体来讲，公司型私募股权母基金的和合伙型私募股权母基金二者在增值税税制上是不存在差异的，即基金公司、管理人、投资者可能会发生增值税的应税行为而成为增值税纳税人。

而契约型基金由于其特殊的组织结构，其本身不具有征税主体资格，在财税[2017]56号文件出台之前，法规尚不清晰，要求契约型基金缴纳营业税或增值税存在困难。财税[2017]56号文件出台以后，新规明确了契约型基金的管理人作为纳税人征收增值税，但是，在具体操作过程中，基金运作过程中产生的增值 税由基金管理人承担税负也是不合理的，更可能的情况是由基金管理人代表契约型基金缴纳基金运作过程中产生的增值税。

（1）基金公司

根据 36 号文的规定：“金融商品转让，是指转让外汇、有价证券、非货物期货和其他金融商品所有权的业务活动。其他金融商品转让包括基金、信托、理财产品等各类资产管理产品和各种金融衍生品的转让”，若基金的主要业务为投资有价证券、债券等金融商品，则应差额征收增值税；若基金主要业务为股权投资，针对投资非上市企业未公开发行的股票，其股权不属于有价证券，转让非上市公司股权不属于增值税征税范围；而转让上市公司股权则应按照金融商品转让税目征收增值税。在契约型私募股权母基金中，合同暂不作为纳税主体。

（2）管理人

对基金管理人来说，主要收入是管理费。管理人收取的管理费一般分为固定收益和分红收益两个部分。固定部分，大概为募集总额的 1-2%，应按“现代服务业”征收增值税。但对于分红收益却存在争议，这个收益大概为基金增值部分的 20%，目前存在两种看法，一是认为是投资收益，不征税；一是认为不属于投资收益，因不是基金自身资金产生的收益，而是服务报酬，应征增值税。

（3）投资者

投资者取得收益，按照 36 号文的规定“以货币资金投资收取的固定利润或者保底利润，按照贷款服务缴纳增值税”，针对不同交易结构设计的基金投资者应区别分析。在结构化基金中，优先级投资者收到的是固定收益，符合征收增值税的条件，对于承担投资风险而收益不确定的劣后级投资者，不属于增值税征税范围。而非结构化基金中，基金的所有投资者均承担风险，取得的是非固定收益，不属于增值税征税范围。

4.2.2 所得税

私募股权母基金的主要不足是双重纳税。假设母基金所投子基金为有限合伙型，不仅子基金层面 FOF 作为机构 LP 需要缴纳企业所得税，母基金层面投资者还须就分红收益缴纳个人所得税或企业所得税。这在一定程度上既抑制了投资者的投资积极性，又限制了基金规模。

合伙型子基金作为税收透明体依据“先分后税”的原则，合伙人分别缴税，其中 FOF 作为法人合伙人一般按 25% 缴税（低税率和免税主体除外）。

而母基金层面，按照母基金三种不同组织形式具体介绍如下：

1. 公司型股权母基金所得税税收制度

公司型股权母基金能够享受各类企业所得税优惠政策，从而可部分抵消双重征税的影响。在基金层面，根据企业所得税法，基金获得的符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益免税；创投基金可以按照其对中小高新技术企业投资额的 70%，在股权持有满 2 年的当年抵扣应纳税所得额。在投资者层面，投资者收到基金分配的股息、红利等权益性收益符合免税政策。因而针对企业法人投资者而言，在不考虑其他税收优惠政策下，其投资公司型私募股权母基金和投资合伙型股权母基金的税负是一样的，所得税率均为 25%。因此从税收政策方面考虑，以创业投资为主的基金可以选用设立公司型私募股权母基金进行适当税务筹划。

2. 合伙型股权母基金所得税税收制度

合伙型股权母基金相较公司型股权母基金具有较明显的税收优势。合伙型股权母基金作为税收透明体依据“先分后税”的原则，在税收上的优势集中体现在基金层面不用缴纳所得税，而只由合伙人分别缴税，其中自然人合伙人一

般按 5%—35%超额累进税率缴税，法人合伙人一般按 25% 缴税（低税率和免税主体除外）。同时，合伙型股权母基金在北京、上海、天津、深圳等地区还享有税收优惠政策，对于投资者可以达到避免双重征税、降低税收成本的目的进而获得更高的投资回报。

3. 契约型股权母基金所得税税收制度

契约型股权母基金无需设立公司或合伙企业，因而没有公司或合伙企业实体的约束，在募资等条款设计上最为灵活，可多次筹集资金。根据《关于企业所得税若干优惠政策的通知》（财税〔2008〕1 号）提出的“关于鼓励证券投资基金发展的优惠政策”，契约型股权母基金本身不是所得的实质享有人，其不属于所得税纳税主体，因而现有的信托、券商资管等契约制私募在基金层面无需缴纳所得税，而由投资者缴纳所得税，从而避免了双重征税的问题。

在投资者层面，自然人投资者按 20% 的税率缴税，法人投资者按 25% 的税率缴税，由基金管理人履行代扣代缴义务。

5、对我国私募股权母基金未来发展的建议

基于前述分析，对我国私募股权母基金未来发展建议如下：

5.1 拓展私募股权母基金资金来源，加快合规 LP 的发展

要想获得长期发展，母基金的投资者结构必须转向长期可投资资金，但是以私募股权基金和创投基金为主要投向的 FOF 产品资产规模仅占到私募基金管理总规模的很少的比例，私募 FOF 尤其是创投类 FOF 缺少真正长期的可投资资金。而且，在私募股权和创投类 FOF 产品的出资人结构中，真正的专业机构投资者资金占比极低，如养老资金占比仅为 0.27%，慈善捐赠等公益资金占比仅为 0.04%。而在境外成熟市场中，母基金的主要资金来源是养老金和慈善、捐赠类公益基金。

在相关法律和风险控制体系逐步健全后，应放开地方养老金、企业年金、商业银行、保险公司、证券公司、信托公司等金融机构投资 PE 的限制，可以鼓励非专业投资人通过 FoF 投资 PE，从而加快合规 LP 的发展。

5.2 培育优秀的本土母基金管理团队

在我国，母基金发展时间还较短，相关专业的基金管理团队还较少，优秀者更少之又少。创新基金管理方式发展人民币私募股权母基金运作模式，应引进国外专业基金管理人，加大力度培养本土基金管理人，采用管理中的管理 (GP-OF-GP)，加强管理团队的建设，让专业的投资家成为 GP。管理方式上授权管理人制定基金的运营机制、利润分配规则。管理中投资决策机制、激励约束机制、收益分配机制都应当市场化。此外，国家和地方对他们的培养可提供补贴，对个人税收给予优惠。

5.3 提高政府引导基金市场化程度，促使政府引导基金专业化、规范化运作

伴随各地政府引导基金的遍地开花，同时，在运营中也面临着一些挑战。部分政府引导基金存在专业化程度不高、粗放式运作、资金利用效率不高、风险管控不到位等问题。针对这些不足，有必要进一步提高政府引导基金的市场化程度，建立科学合理的政府引导基金运作机制。一是要促进管理体制的改变，明确主管部门、基金公司和基金管理人的各自职责，处理好政府与市场的关系。政府引导基金的市场化运作就是以母基金为杠杆，不仅是引入创投机构资本，放大政府引导基金规模，更需引入市场机构的开发投资项目、专业调查、市场化运作、投后管理与监督，实现政策目标与经济效益的双赢。二是树立“担风险、重引导、尽职尽责”理念。在政府引导基金子基金管理人的筛选、评价、以及基金的合规运作层面，执行行业既有执行标准和行为准则，回归风险投资本源，有利于培育市场的自我净化、自我更新的良好环境。

5.4 完善母基金税收优惠等配套优惠措施

母基金在运作过程中遇到的一个重要问题就是基金投资者多重税收问题，即投资者在子基金、母基金以及母基金投资者层面都要缴纳税收，影响投资收益。母基金和子基金层面在穿透底层资产的情况下均需要对投资收入缴纳增值税，但实际上应税行为只发生了一次。在所得税方面，也存在母子基金双重征税的问题。

当前母基金正在成为基金业的实际诉求，最根本的诉求是税收体系。在强烈的市场需求和近年来的高速发展之后，母基金的四梁八柱已经形成。但同时，行业的一些诉求和痛点也表现得更为明显，例如如何传达母基金业的专业诉求、打造这个领域的信用生态等。在这其中，重点是母基金交易费用的问题。当前母基金的架构注定了它很长的投资链条，要么引起了交易费用，要么

引起管理成本的增大，所以从成本、收益、费用的角度会提出一些自己的诉求，其中一项最根本的诉求是基金税制。

2016 年 9 月, 国务院在《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》中四次提到支持母基金, 基本上都是从前端的角度支持母基金的, 这对母基金行业而言是历史性的突破。如果国家层面能够再从后端, 在税收方面支持母基金, 完全有理由相信, 中国的母基金行业会更蓬勃发展, 也会更快更好地推动中国的双创和供给侧改革。

参考文献:

- [1] 何小锋、胡渊, “金融机构投资私募股权‘基金的基金’——基于案例的研究”; 《改革与战略》, 2008 年第 12 期
- [2] 杜迎辉, “FOF(基金)发展及应用研究”, 《证券市场》, 2008 年 9 月
- [3] 郑强、陈工孟, “私募基金的基金的结构与典型条款设计”, 《中国流通经济》, 2010 年 6 月
- [4] 肖星池、冉博文、吕斓琪、齐宇馨、高上, “中美 FOF 发展对比分析及对中国的启示”, 《现代经济信息》, 2016 年第 7 期, 第 141-143 页
- [5] 王彭, “利用 FOF 进行有效的全球资产配置”, 《上海证券报》, 2013 年 12 月 2 日
- [6] 中国财政部、国家税务总局, 《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》, 2016 年 3 月 23 日
- [7] 殷秀梅, “契约型基金所得课税法律问题研究”, 中南大学, 2014 年
- [8] 朱沁之, “有限合伙制私募股权基金税收制度研究”, 华东政法大学, 2015 年
- [9] 畅言, “F O F 一中国 L P 市场主流业态”, 《资本市场》2011 年 11 月, 第 90-91 页
- [10] 宋军, 《PE FoF, 国内 LP 投资配置中的明日之星》, 2010 年
- [11] 金融街 PE 网站, 《中国私募股权 FoF 启程》, 2010 年
- [12] 清科集团网站, <http://www.zero2ipogroup.com/>
- [13] 投中集团网站, <http://www.chinaventure.com.cn/>