

打破耐心资本“梗阻” 创投新生态亟待建立

□本报记者 杨皖玉



视觉中国图片

发展股权投资、创业投资,需要壮大耐心资本。近日,母基金承诺出资额越来越难以到位,对赌协议到期触发的企业回购风波同样愈演愈烈。种种现象,对当前私募股权创投市场最大出资来源——政府引导基金、国资基金的“耐心”备受拷问。

中国证券报记者调研了解到,鼓励长期投资、壮大耐心资本,引导基金等母基金是至关重要的“源头”。业内人士认为,发展耐心资本一定要构建耐心生态,建设完善相关的容错机制、灵活的退出机制至关重要。

目前,已有部分地方在基金期限、风险容错机制上做出探索。业内人士认为,接下来,针对政府和市场不同投资方利益的协同问题,需加强顶层设计,强化调整利益分配和激励机制,提升控制效率,实现多方共赢,方能切实壮大耐心资本。

万亿母基金“耐心”受阻

日前,在国务院新闻办公室举行的“推动高质量发展”系列主题新闻发布会上,财政部副部长王东伟表示,下一步,财政部将更好发挥政府投资基金的撬动作用,支持加快培育新产业、新模式、新动能。

“近年来,国资基金或地方引导基金越来越难把募资时承诺的资金转化为实际到位资金投向项目。”某母基金人士对中国证券报记者表示。

所谓母基金,一般来说并不直接投资企业股权,则通过出资子基金的形式,间接参与股权投资,因此母基金常被看作私募股权创投市场上重要的LP(出资人),母基金也是政府引导基金、国资基金的主要投资形式。

截至6月30日,母基金研究中心统计的全国433只母基金总管理规模达到了5.54万亿元,较2023年底增长了6.5%。其中,政府引导基金318只,总管理规模达到4.52万亿元,占总规模的81.59%,较2023年底增长了7.8%;市场化母基金106只,总管理规模为1.02万亿元,较2023年底增长了2.8%。

一般来说,地方在设立引导基金时对外公布的基金规模,多为计划规模或目标规模,这一目标金额会结合基金的投资、管理等情况陆续到位。母基金研究中心数据显示,截至6月底,母基金计划管理总规模为6.8万亿元,与实际管理规模相比多1.26万亿元;其中政府引导基金计划管理规模为5.67万亿元,与实际管理规模相比多1.15万亿元。

母基金研究中心数据显示,国内母基金管理规模自2023年突破5万亿元之后,今年上半年虽实现持续增长,但在投资规模上出现大幅下降,2024年上半年总投资规模仅有2940亿元,相比于2023年上半年的3705亿元与下半年的5588亿元,降幅分别达到20.6%与47.4%。

投资端资金压力愈发凸显的同时,近年来,来自退出端的“回购风波”同样愈演愈烈。

“现在,很多国资LP为退出‘批量’起诉GP(管理人),而LP压力传导至GP,创投机构密集向被投资企业发起回购诉讼。这种到期刚性退出的政策,对基金持续运营、对被投科技企业持续经营都已经构成了显著的负面影响。”中国国际科技促进会母基金分会会长、母基金研究中

心创始人、水木资本董事长唐劲草表示。

某母基金人士认为,逼迫管理人及被投资企业由政府引导基金进行回购,其中被投资企业多是高新技术企业,前期正是需要大量资金进行研发投入,被迫回购极有可能造成企业因现金流断裂而被迫倒闭。

“我国的母基金的确具有自身特色,在规模上大概是美国的五倍,这和母基金出资结构不同有很大的关系。”中金资本董事长单俊葆日前在2024中国母基金峰会上表示,海外母基金资金多来源于养老金捐赠基金和高净值人群,国内则主要是政府平台公司、产业集团、上市公司,这其中又以国有企业为主。

唐劲草认为,LP出资、GP专业管理、创业者创新创业的三位一体架构和运行模式是科技创新领域的重大机制创新。其中,出资人是享受投资收益、承担投资风险的主体,才是真正意义的“投资人”。

唐劲草表示,鼓励长期投资、壮大耐心资本,母基金是至关重要的源头。

构建“耐心”生态

近年来,决策层多次提出,要发展股权投资、创业投资,壮大耐心资本。

日前,《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出,鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资,更好发挥政府投资基金作用,发展耐心资本。

“从定义来看,耐心资本能够跨越短期风险,追逐长期的回报。”合肥产投总经济师方炜表示,在发展耐心资本的过程中,解决国家战略性新兴产业需求的国有资金在其中发挥了主导作用。

他举例说,合肥产投从2016年开始投资长鑫存储并陪伴至今,长鑫存储目前仍然在融资、建厂扩产能,处于国际芯片企业一线地位。这个过程中,不可或缺的是耐心资本的陪伴,类似于芯片等“卡脖子”产业想在短期内实现资本回报概率很小,一定是大资本、长周期,甚至跨越几个周期最终才能实现价值投资,实现投资回报。

“成为耐心资本需要资本的来源足够耐心。”诚通通盈基金副总经理宋庆表示,首先,如果资金的来源要求每年考核KPI指标,每年考核利润,资金的耐心也会大打折扣;其次,政府引导基金每年面对的审计、巡视、检查,对耐心资本来说也是一个挑战;第三,长期投资资金是

否有稳定的来源很重要,目前央企、保险资金需要每年考核,每届地方政府有三到五年的任期考核,这些都会降低资金的稳定出资。

对于资金来源的稳定,中国证券报记者注意到,当前,已有部分地区的引导基金进行了构建耐心资本的积极探索。6月7日,张江高科发布公告,为更好地发挥国有资本引领放大作用,高效提升国有资金使用效率,宣布公司参与出资的股权投资基金——浦东科创母基金,其合伙协议经LP协商后拟基金存续期限进行修订,由此前的十年修订为十二年,同时,基金投资期由此前的基金成立之日起五年内改为七年内。

除主动延长原定的存续期限外,新设母基金的存续期限也在向长期化目标迈进。2023年底,广东省半导体及集成电路产业股权投资基金二期合伙企业(有限合伙)正式成立,存续期长达17年,基金在投资退出后可向被投资企业让利60%。

南京创新投总经理万舜认为,发展耐心资本一定要构建耐心生态。对此,他总结为三点,第一是政策鼓励,如能否对基金的整体收益进行统筹征税,能否制定鼓励长期投资的税收政策;第二是提供耐心资本的标准,确立资金的来源、考核评价、纪检监察等标准,可以考虑对国有资本、政府基金的考核评价采用全周期方法计算;第三是创业者需要有耐心,将自身重心放在价值创造、管理提升、市场拓展上,而非单方面抬升企业估值。

探索国有资金容错机制

目前,业内人士认为,作为私募股权创投行业的主要出资方,政府引导基金、国资基金等母基金的容错机制,已成为壮大耐心资本的焦点话题。

“在某种意义上,在构建耐心资本方向上,政府引导基金、国资在基金到期后的刚性退出政策并未体现为耐心资本的表率作用。因此,建设完善相关的容错机制、灵活的退出机制至关重要。”唐劲草表示。

日前,国务院办公厅关于印发《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》(简称“创投十七条”)中提到,优化政府出资的创业投资基金管理,改革完善基金考核、容错免责机制,健全绩效评价制度。健全符合创业投资行业特点和发展规律的国资创业投资管理体制和尽职免责豁免机制,探索对国资创业投资机构按

照整个基金生命周期进行考核。

“天使母基金的投资固有风险肯定特别高,因此我们在设立这只基金之初就建立了容错机制,从基金机制的层面上鼓励大家投早、投小,解决大家后顾之忧。”苏州天使母基金副总经理杨林表示。他具体介绍,比如在基金管理办法中,基金管理人要做到勤勉尽责,在先行先试的情况下允许容错。

创投十七条发布后,7月4日,山东省相关部门发布《山东省创业投资发展奖补资金管理实施细则》,其中,关于投资风险补贴部分,提出对满足条件的创业投资机构,省财政按实际投资损失金额的20%给予风险补贴。同一机构管理的单只或多只创投基金共同投资单个或多个项目,单个或多个项目发生实际损失后,仅统计所有亏损项目的实际损失,盈利项目不冲抵亏损项目,单个亏损项目最高补贴300万元,每家机构每年累计补贴金额最高600万元。

唐劲草表示,政府引导基金必须具有相应的包容性。创投行业具有天然的风险,再优秀的基金管理人,也无法保证基金绝对的成功和绝对的回报,基金出资人和基金管理人高度利益一致化的制度设计,已经给基金管理人提供了足够的动力,而基金管理人队伍高度的信誉积累和追求,在信息充分公开的情况下,表现不佳的基金管理人,无法完成后续基金的募集,就是对基金管理人最大的惩罚。基金行业本身,具有很好的优胜劣汰的淘汰机制。政府引导基金,对表现不佳的参股子基金和基金管理人,应该具有充分的包容性,在引导基金引导带动放大作用得到了充分落实的情况下,政府出资部分引导社会出资共同对国家创新战略给予支持,具有十分重要的贡献和作用。

深创投集团党委副书记、总裁刘苏华认为,引导基金高质量发展面临诸多挑战和机遇,更好发挥政府投资基金作用,首先要完善运作机制,加快资金循环,建立健全已有份额退出机制,推动二级市场经济发展,优化私募基金份额转让流程,建立重点企业并购退出绿色通道;其次,针对不同投资利益的协同问题,要加强顶层设计,更加遵循市场化机制,强化调整利益分配和激励机制,提升控制效率。政府引导基金和财务投资的目标不同,引导基金重点推动产业升级,而财务投资者追求投资收益最大化。为协调双方利益诉求,要探索完善超额收益分配机制,实现多方共赢。