

投中观点：私募股权投资基金 LPA 关键条款解读

有限合伙协议（Limited Partnership Agreement, LPA）是私募股权投资基金重要的法律文书，它直接确定了 GP 与 LP 的权利与义务，以及 LP 如何保护自己的权益，GP 如何承担自己的责任。对于 LP 来说，一些条款如“GP 出资比例、管理费收取、收益分成、LP 权益保护、关键人条款”等都是涉及到 LP 与 GP 利益分配及约束的关键条款，细微的差异将会给双方利益与权利带来较大出入，投中研究院对以往服务过的百余支基金有限合伙协议关键条款进行梳理，阐述关键条款的变化对 LP 所带来的影响，以供 LP 参考。

1. LPA 中关键条款解读之一：GP 出资比例

一般而言，在私募股权投资基金中，GP 主要承担寻找并锁定投资机会、管理与服务被投企业、设计与实施退出方案等职能，LP 则主要是进行出资、对基金事务拥有建议和投票表决权、对基金经营情况有知情权、获得投资收益和转让合伙利益的权利。通常情况下，GP 出资比例在 1%—2%之间，LP 出资比例在 98%—99%之间。

GP 在有限合伙制基金中的承诺出资是确保 GP 与 LP 利益一致性的重要手段。主要因素包括：

（1）GP 认缴出资额体现了 GP 的各方面能力，如资金实力、偿债能力以及募集成立基金的诚意；

（2）私募股权投资是一种风险比较高的投资活动，GP 投入一定资金可以起到一定锚制作用，一旦基金投资失败导致 LP 的出资无法收回时，GP 的出资同样也受到损失。根据《中华人民共和国合伙企业法》第一章第二条规定“有限合伙企业由普通合伙人（GP）和有限合伙人（LP）组成，普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任”，通过出资可以使 GP 利益与责任紧密结合。

投中研究院根据过往尽调过的 150 支基金统计，GP 出资在 1%-2%之间的占比 71.7%左右，出资小于 1%的占比 10.9%左右，出资大于 2%的占比 17.4%左右。由于国内信用体系不完善，人民币基金的 LP（尤其是政府背景的 LP）通常会希望 GP 有更多的出资。归根结底，GP 承诺出资是保持 GP 与 LP 利益一致性。投中研究院认为，LP 在选择 GP 合作时，既要衡量 GP 出资的实际金额，也要考察 GP 的出资占基金总额的比例，以及 GP 中股东的持股情况。若 GP 在出资中占的份额比较大，说明 GP 对基金的运转很有信心，承担风险能力强。

2. LPA 中关键条款解读之二：管理费

基金管理费是指在整个基金的存续期间，LP 因委托 GP 帮助其管理基金而付给 GP 的费用，通常为认缴出资额的 2% 每年提取，也有按照实际到位资金或者具体投资金额为准，小规模 VC 多使用承诺投资金额，否则管理费太少无法维持基金基本开支，而大规模 PE 多按照实际到位资金或具体投资金额。在实际运作过程中也会因具体情况而在 2% 的基础上上下浮动 0.5%，即 1.5%-2.5% 之间，这种情况多出现于直投类型的 VC/PE 机构，而 FOFs 的管理费大多在 6%—1% 不等。多数情况下管理费无需单独支付，GP 在 LP 的投资份额中通常以出资额为基数相应扣除，也有单独支付管理费的，但是情况比较少见。

以下列举 3 个关于基金管理费收取的特殊案例：

案例一：管理费按照投资期和退出期不同比例收取，收取基数按照基金实缴出资总额

收取标准：某人民币基金 LPA 规定“资金到位当年至第 3 年每年按基金实缴出资总额的 2% 计算基准管理费，第 4 年至第 7 年每年按尚未清算项目的总资本投入金额的 1% 计算基准管理费，延长期内不计提管理费”。

收取方式：管理费与基金的投资进度挂钩，按比例进行收取。

投中研究院认为：案例一的管理费收取方式，很大程度上会激励 GP 更好地完成基金投资，对 LP 有利。另外递减式基金管理费收取方式，如今被越来越多的 LP 采用，这种相对合理的“按劳分配”机制被证明也是促进实现 LP 与 GP 利益一致的有效方法。

案例二：管理费投资期和退出期收取比例一样，且收取基数按照基金认缴出资总额

收取标准：某基金 LPA 规定“投资期（不含延长投资期）内，合伙企业每年应支付的管理费为总认缴出资额的 2.5%；自投资期（不含延长投资期）结束之日起，合伙企业每年应支付的管理费为截至相应管理费支付日之前一日合伙企业尚未回收或核销的投资成本的 2.5%”。

投中研究院认为：案例二的管理费收取方式，属于比较高的，而且在投资期内是按认缴出资收取，对于 LP 来说，如果 GP 过往投资业绩不突出、品牌效应不强，收取如此高的管理费对 LP 是不利的，GP 获得丰厚管理费会促使其没有足够动力挖掘新项目，从而使 LP 的后续收益大打折扣。

案例三：管理费收取不分投资期和退出期，收取比例偏低

收取标准：某 VC 基金规模 9.01 亿元，LPA 中规定“管理费标准为按照基金全体有限合伙人实缴货币出资额计提 0.5%/年，在管理人管理合伙事务期间，管理人有权于本企业

设立并且有限合伙人实缴出资后，于管理费计提日从本企业收取当期管理费”。

投中研究院认为：案例三收取较低的管理费存在一定弊端，即 GP 有可能无法维持日常运营费用，会采取加快投资进度或不停募新基金方式来获取新的管理费，或谋取其他方面收入来覆盖成本，最终会影响基金业绩及 LP 的利益。

3. LPA 中关键条款解读之三：收益分成

基金的超额收益是指在整支基金获得收益或单个项目获得收益情况下，对收益的一种分配方式，超额收益的分配较基金管理费在实际运作中更能促进 GP 与 LP 实现共赢。投中研究院从 4 个方面解读收益分配过程中 LP 需要关注的关键点。

（一）门槛收益率

投中研究院根据过往的经验总结发现，不同 LPA 的门槛收益率大致在 5%~10%之间，其中 FOFs 的门槛收益率在 9%左右。基金的实际收益率低于门槛收益率时，GP 无权提取业绩提成，当基金取得并实现了超过门槛收益率的投资收益，GP 才可分配业绩提成。投中研究院认为，门槛收益率是 LPA 中的重要条款，可以更好提高 GP 的投资动力，保证 LP 的投资收益。门槛收益率具体在多少比例合适没有定论，行业通则门槛收益率是 8%。通常门槛收益率高于 8%，从侧面可评价出 GP 的投资实力。

（二）业绩提成的比例

超过门槛收益率，基金若有盈余部分，一般 GP 与 LP 会按照经典的 20%/80%模式，也有 GP 与 LP 会按照 10%/90%模式进行分配（市场化 FOFs 会按照这种方式分配），具体比例完全取决于 GP 和 LP 的意愿和协商结果。对于一些投资能力较强的机构，会不考虑设门槛收益率，而是采取一种激励方式，例如某基金 LPA 中规定在回收完成成本二八分成后，定了业绩回报里程碑，达到业绩回报里程碑后若有余额会给予 GP 一定比例的追补，而且会追补两次，这样 GP 获得的业绩提成会比较高。投中研究院认为，这种条款签订方式说明 GP 对自己的投资能力非常自信，LP 对 GP 的投资能力非常认可和了解，但是对于未合作过的 GP，LP 还需提高谨慎，多方面核实 GP 的投资能力。

（三）分配的时点

一般 LPA 中都会定义 GP 与 LP 分配收益的时点，经过总结归纳有以下三种：

序号	分配的时点	描述	优劣势
1	按照单个项目的退出收益进行分配	每个项目之间独立核算，若某个项目实现退出获得收益，则 GP 与 LP 按照协商好的比例进行收益分配	现在很多基金都会采用这种分配方式，优势是投资收益回转比较快。 弊端：GP 会参与每个有收益项目的超额

			收益分配，LP 的利益没有得到充分保障，很可能存在项目实际退出获得收益极少而使 LP 的本金都收不回
2	按照基金整体退出后进行分配	把基金当做一个整体来看，待基金清算时，将产生的投资回报按照“先回本后分利”原则进行收益分配	这种分配方式可以保证最终的分配比例按照 LPA 上约定进行，但因 GP 投出的项目退出时点不同，不及时分配可能造成资金的闲置和浪费，影响 LP 的投资回报，同时 LP 获得收益的时间成本较高
3	按照周期进行分配	GP 与 LP 按照 LPA 中约定的时间进行收益分配，一般会是一个标准年	这种分配方式就会出现 GP 投的项目可能前期是亏损，后期是盈利，但是 GP 可以获取业绩提成，最终有可能 GP 业绩提成超过约定的比例，还需要退还给 LP，就需要 LP 与 GP 在 LPA 中商定“回拨条款（Clawback provision、Giveback obligation）”

投中研究院整理，2017.03

表 1：GP 与 LP 分配收益时点总结

从以上三种分配时点的比较来看各有利弊，投中研究院认为，LPA 是 GP 与 LP 之间互相博弈产生的法律载体，上述三种方式没有好坏，LP 需根据当下实际情况以及 GP 的综合能力来选择两方能够达成共识的方式。

投中研究院根据过往经验发现，也有出现循环投资的情况，即基金投资项目退出的资金在投资期内再次循环投资，这种方式需要 GP 对市场做出预判并承担相应风险，LP 对市场的预期也与 GP 保持一致，否则收益无法保障，前期获得的收益也会受损失。

（四）分配的顺序

一般 LP 的“理想”分配顺序是：先返还本金、然后支付 LP 的优先收益，最后是向 GP 支付投资本金，如有剩余，再向 GP 支付业绩提成（按照约定比例）。GP 的“理想”分配顺序是按单个项目退出即实现分配，扣除本金后有剩余即按照约定的比例进行分配。这两种方式是 LP 和 GP 追求的极致情况，往往现实中并非如此。投中研究院通过总结发现，一部分 LPA 会将 LP 分为优先级和劣后级，通过结构化设计，再结合门槛收益率，最大程度保障 LP 收益。一部分 LPA 会在各方回收完本金、二八分后，用业绩追补方式激励 GP。无论采用哪种方式，双方都会选择一个兼顾各方利益的方案。

4. LPA 中关键条款解读之四：LP 权益保护条款

投中研究院通过过往经验积累，总结发现各 LPA 中 LP 权益保护条款基本类似，需提醒的是，对于 LP 而言，应当增强自我保护意识，积极行使 LPA 所赋予的权利，而不是把资金交给 GP 后就坐等分成，对于 GP 的投资情况和运营情况不管不问，或者碍于情面，只是做表面了解，长此以往会助长 GP 的不规范操作行为，最终侵犯 LP 的合法权益。

过往也曾出现过特殊案例，如峰瑞资本的李峰大胆与 LP 对赌：若投资回报低于 3 倍，峰瑞资本将退回 2% 的管理费，只收 20% 的绩效分成。与之对应，若投资业绩达到 3-5 倍投资回报，则收 2% 的管理费+25% 的绩效分成；若回报超出 5 倍，则收 2% 的管理费+30% 的绩效分成，并且峰瑞资本还计划拿出 GP 所获项目绩效分成中的 10% 作为投后服务的激励，用以增加 LP 们主动提供帮助的动力。投中研究院认为，这种大胆创新条款，表明 GP 对自己的投资能力很有信心，能够为 LP 获取更多的投资收益。

5. LPA 中关键条款解读之五：关键人条款

关键人条款是指当指定的基金管理团队的核心成员身故或离开基金时，基金将暂停投资或解散并清算。

关键人物的退出、离开或者更换，可能对基金运作产生重大影响。关键人一般是指在基金募集、项目获取、投资决策、增值服务、投资退出等重要环节发挥关键性作用的团队核心成员。因此，关键人条款通常是私募股权基金有限合伙协议的必备条款。不同协议对关键人条款的规定有所不同，一般而言是指关键人在整个基金存续期间不得离开，否则 LP 有权要求中止对基金的出资承诺和进行后续投资，若未能在规定期限内就替代人选达成协议，基金将解散并进行清算。关键人士可以有一名或多名，人数不同也会影响协议的具体规定；若有多名关键人，即便其中一人离职，也不一定会对基金运作产生很大影响。然而也有例外的情况，投中研究院多次为政府出资人做出资顾问，曾遇到同一人在多支、多地基金申报的同时作为基金关键人的现象，这样就会出现关键人精力分散问题，对基金的运营带来一定风险。

研究垂询

姜岩 Joey Jiang 分析师

Email: Joey.jiang@chinaventure.com.cn

媒体垂询

李晓雅 Amy Li 媒介主管

Mob: +86-13261024737

Email: Amy.li@chinaventure.com.cn

关于投中研究院

投中研究院隶属于投中信息，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

关于投中信息

投中信息【证券代码：835562】业务始于 2005 年，正式成立于 2008 年，是中国领先的股权投资市场专业服务机构。通过十余年专业领域的深入研究与广泛合作，投中信息积累了深厚的技术基础和人才优势，并凭借优秀的专业能力赢得了中国私募股权基金管理人的长期信任，在行业内拥有大量的数据存量和客户资源。

投中信息旗下涵盖投 In、投 Way、投 Win、投 Wow 四大解决方案。通过全面的产品体系，传递及时、准确的股权交易数据与情报；为企业提供专业的股权投资行业研究与业务实践咨询服务；并为机构出资人提供全面的投资咨询顾问业务，有效进行资产配置；帮助投资机构进行深度品牌管理与营销传播工作。

引用说明

本文由投中信息公开对媒体发布，如蒙引用，请注明：投中信息。并将样刊两份寄至：

地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 A 座 7 层

邮编：100007

收件人：李晓雅