

## 投中观点：GP 与 LP 如何实现利益一致

从国内外私募股权基金的组织形式来看，绝大多数基金都采取有限合伙制，一方面有限合伙制形式可以有效的避免双重征税，另外它可以通过有效的激励措施，在保障基金的所有权和经营权分离的情况下，促进 LP 与 GP 的合理分工与协作，灵活分配两者之间的利益，从而使双方达到共赢。而在实际的运作过程中，双方的利益一致主要体现在以下几个方面：

### 基金管理费

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，通常为承诺投资额的 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，这笔费用无需单独支付，GP 在 LP 的投资份额中相应扣除即可。

从管理费的分类上来看，主要分为两类：一是固定管理费，即在整个基金存续期间 LP 只需按照全部承诺出资额的一定比例（通常为 2%）支付给 GP 的管理费用，但在基金的实际运作过程中，这种模式已经越来越少见，一方面考虑到一成不变的基金管理费将对 GP 无法形成有效的激励，尤其是较大规模的美元基金，GP 获得的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；另外从整个基金的存续期来看，GP 往往在基金成立初期对项目挖掘、投资事宜倾注较多精力，而在后期的项目退出期投入工作量较少，这样使用同样基准的基金管理费率就显得不合时宜。

因此另外一种递减式基金管理费便随之产生，并且为越来越多的 LP 采用，这种方式即在基金的投资期结束或基金进入延长期后，基金管理费比例下调，并且逐年递减直到实现所有退出；与此同时，基金管理费的提取比例也不再以 LP 的承诺金额（或到位资金或项目投资金额）为基准，改为当前实际管理资本的金额或尚未退出的项目的成本。递减式基金管理费因其相对合理的“按劳分配”机制而为大多数 LP 所采用。实践证明，这种方式也是促进 LP 与 GP 实现利益一致的有效方法（见图 1）。

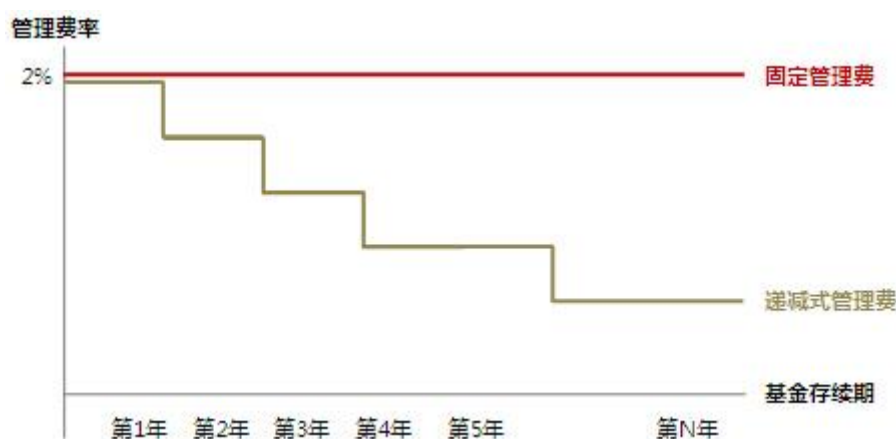


图 1 基金管理费两种分配模式

## 超额收益分配

基金的超额收益是指在整只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，主要分为以下两种方式：

一是按照基金已投资的单个项目分配，每个项目之间独立核算，即若某个项目实现退出获得收益，那么 LP 与 GP 之间便遵循 80%：20%的收益分配原则，美国的并购基金，因基金下面的每个交易都有独立的团队来操作，所以多为他们所采用，是一种相对适合独立团队交易运作的激励方式。这种情况下也会存在弊端，即 GP 会参与每个有收益项目的超额收益分配，但 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的极少而使 LP 的本金都不能够收回。

如果出现上文提到的情况，因 GP 只参与单个盈利项目的超额收益分配却不承担项目亏损，使得 GP 与 LP 获得的收益比例大于 20%：80%，因此部分 LPA（Limited Partnership Agreement）中就会涉及“钩回”，即 GP 将超出的部分返还给 LP；或者在单个项目分配时 GP 的 20%收益不在当次分完，而是预留部分（通常约 40%-50%）在基金中作为保证金，以作其他项目亏损时补足；还有的 LPA 中基金会将该项目的投资成本、基金管理费以及此前其它亏损项目补足后，再按照 LP 与 GP 之间 80%：20%的比例进行分配，这种情况下 LP 至少可以收回全部或部分投资成本。

投中研究院分析认为，以上三种方式是在超额收益按照项目分配时对 LP 较为有效的保障方式，如不能让出资人的投资全部收回，但至少可以使其损失降到更低；若整只基金投资的项目大量亏损，出资人很可能损失不可估量，因此这种项目方式除无法保障出资人的原始投资全部收回，更无法在 GP 与 LP 之间形成有效的激励。

第二种分配方式是将基金当做一个整体来看，当产生投资回报时开始返还 LP 的初始投资金额，直至将 LP 的全部投资归还完毕，剩余部分才开始在 LP 和 GP 之间按照既定比例分成，通常两者之间的分成比例为（80%：20%），欧洲基金多采用此方法。

投中研究院分析认为，每只基金的盈利状况不可预测，因此这种超额收益分配方式最大程度的保障了 LP 的利益，把 LP 的损失降到最低，但从 GP 的角度来看，其获得收益的时间将大大延长，一定程度上降低了 GP 投资的积极性。换个视角来看，如果 GP 将基金整体业绩做的十分优异，自然后续获得收益的 20%也能够促使其与 LP 达成很好的共赢，因此这是一种相对有效的激励机制，这种分配方式也为国内大多数的 LP 和 GP 所采纳。

另外，无论是基金整体分配法还是项目分配法，很多 LPA 中都会设置门槛收益，也称作优先收益，即 GP 在获得超额收益之前必须先满足出资人的最低收益率（通常设置为 8%），然后再与 LP 遵循 20%：80%的收益分配原则，据了解，国内 90%以上的 LPA 中都会有此条款设计，与此对等的是，LP 设置门槛收益后，GP 也将获得相应的 20%的业绩激励，以此保障出资人所出资金的全部资金代价，因此这也是对出资人的一种较为有效的权益保障。

与此同时，通常 GP 会在基金中认缴一定比例以增强 LP 信心，国外因具备比较完善的信用体系 GP 的认缴比例约在 1%，而在国内这个认缴比例却相差较大，往往根据 GP 在行业内的影响力及过往业绩而在 10%-20% 浮动，个别新成立基金甚至出现过 30% 这样的高比例。在国内 GP 与 LP 信任程度不对等的现状下，高比例的基金额度认购也是实现 GP 与 LP 共赢的保证。

假设基金规模为 100 元，其中 GP 认购 2 元，LP 认购其余 98 元，4 年退出，退出现金 400 元，收益分配计算如下（见图 2）：

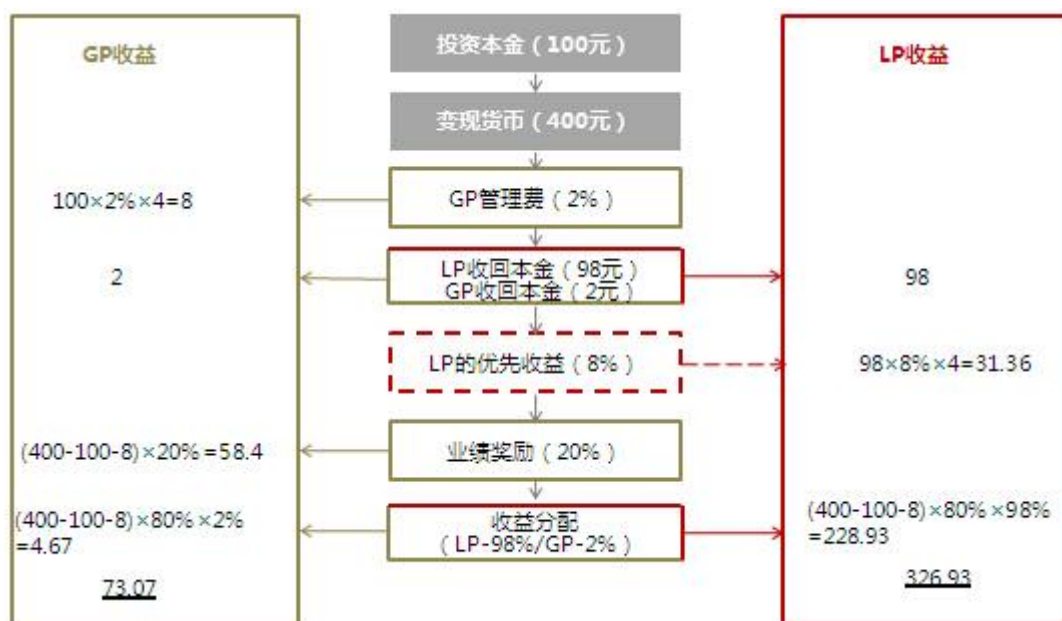


图2 基金收益分配示例

## 人民币基金&美元基金

受限于中国的外汇管制问题，人民币与美元之间不能够自由兑换，因此如果该 GP 背后的 LP 为境外上市公司或本身有国际贸易运作，有外汇储备则直接以美元投资到基金中，否则金额较大的外汇兑换需经过发改委、商务部、外管局等批准，往往因时间周期较长影响项目投资进度，所以多为境外 LP 投资美元基金，境内 LP 投资人民币基金，避免掉了外汇兑换的流程，提高投资效率。

由于私募股权基金的运作最早起源于国外，因此国内最早的私募股权机构也多是以外资背景为主，伴随着国内 TMT 行业的兴起，外资机构成立的美元基金为此搭建了一批 VIE 架构，助其海外上市，然而随着 2009 年国内创业板开板，人民币基金开始陆续成立，至今已反超美元基金。因此在过度期间，GP 在人民币基金与美元基金之间如何权衡便成为 LP 比较关注的问题。

在国外，LP 与 GP 之间的关系很简单，LP 负责出资，GP 负责管理基金，而在国内因同时管理人民币基金和美元基金，就会存在美元 LP 关注这个项目为什么不用美元投资、人

民币 LP 关注这个项目为什么不用人民币投的争论。GP 为平衡二者之间矛盾往往采取以下几种做法：

首先，政策层面，根据国务院每隔几年就会更新发布的《外商投资产业指导目录》作为指导，文件中提到的限制类及禁止类行业不用美元基金去投，搭建赴美上市的架构的用美元基金来投资；其次便是采用双币平行基金的投资运作方式，美元基金与人民币基金按照约定比例同时投资某一企业既定股权；第三是与被投企业和 LP 层面沟通，看企业更愿意接受哪种币种的融资；最后 GP 也会考虑与人民币 LP 和美元 LP 合作时间情况，比如君联最早期接受的美元 LP 的出资额度较高、并且和美元 LP 已经有很多年的合作经验，则会优先考虑美元 LP 的意愿。

除此之外，还可通过设立非法人型中外合作基金的合作模式，即美元出资人承诺一定比例的出资金额，当基金执行实际投资时，美元出资人将美元结汇成人民币进行投资，待企业 IPO 或并购退出获得投资回报时，再将投资回报兑换成美元汇出境外。但这类基金的运作的缺点显而易见，每个项目的投资和退出都涉及到美元和人民币兑换，其流程繁复影响投资效率，所以境外风投在人民币基金大行其道的背景下更愿意直接在国内募集成立人民币基金。

而近几年，随着国内私募股权市场的成熟，一方面 GP 在多年的经验积累过程中已经能够成功说服 LP 在两种币种之间的平衡，另外人民币基金的绝对优势已十分明显，这两种币种之间的投资衡量已变得不再那么重要。

## 小结

根据投中研究院过往在股权基金领域的经验积累，GP 与 LP 实现共赢除需要考虑到上文中提到的基金管理费、基金超额收益分配、基金币种平衡的综合考量，LP 在选择 GP 时必须进行全面深入的基金尽调工作，伴随着国内机构 LP 股权投资准入条件放宽，新进入的 LP 对股权投资市场基金运作了解不够深入，基金尽调工作就显得尤为关键。

投中研究院认为，通过对 GP 过往的基金投资策略、背景与资源的独特性、团队专业能力、关键人物以及其精力分配情况、激励机制、过往财务业绩、投资及退出情况、项目挖掘能力、项目储备、投后管理能力等多维度综合分析，才能更加深入的了解到 GP 的真实运作情况，尤其是 GP 的项目储备尽职调查，是评价 GP 如何协调基金与单个项目之间、基金与整体项目组合之间关系的关键，可以最大幅度降低 LP 与 GP 因信息不对称造成的利益冲突。

研究垂询

万格 Fiona Wan（分析师）

Email: [Fionawan@chinaventure.com.cn](mailto:Fionawan@chinaventure.com.cn)

媒体垂询

于晓姣 Caroline（媒介专员）

Tel: +86-10-59799690-681

Fax: +86-10-85893650

Email: [Caroline@chinaventure.com.cn](mailto:Caroline@chinaventure.com.cn)

### 关于投中研究院

投中研究院隶属于投中集团，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。

### 关于投中集团

投中集团是一家领先的中国市场金融数据及商业信息服务提供商。通过旗下数据产品 CVSource，为活跃于中国市场的投资机构、投资银行、战略投资者、资产管理公司等各类金融客户提供专业的数据、资讯及分析工具，同时运营中国 PE/VC 行业第一门户网站 [www.ChinaVenture.com.cn](http://www.ChinaVenture.com.cn)，并举办各类投资会议。投中集团成立于 2005 年，在北京、上海和深圳设有办公室。