

清科观察：GP加紧破解募资难题 新型基金架构频出

2013-02-25 清科研究中心 张国兴

随着中国 VC/PE 市场募资难度不断加大以及投资人诉求不断变化，清科研究中心注意到，目前越来越多的 GP 开始对基金的架构进行创新，或用来满足不同风险需求的投资者，或用来获取额外收益以弥补投资收益的不足。基于此，我们推出了《2013 年中国创业投资暨私募股权市场人民币基金募资策略研究秘笈》，针对基金架构做了详细分析。简单来说，基金架构的创新主要有结构化模式、“双 GP”模式以及团队跟投模式，其中前两种创新是为了迎合 LP 需求，而团队跟投则是为了照顾基金管理层的利益，以达到增强 GP 收益、稳定团队成员的目的。

结构化基金模式

这一募资方式将 LP 分为优先及劣后两个级别。一般来说，在结构化出资过程中，优先 LP 与劣后 LP 按事先约定比例出资，当投资退出时，优先 LP 享有优先受偿权，而劣后 LP 则在本金全部偿付之后得到较高的收益。从该结构来看，劣后级 LP 和基金的 GP 为优先级 LP 提供了“安全垫”，即劣后 LP 及 GP 用本金来作为保证，使优先 LP 可以先行收回投入的本金，并获得一定比例的固定投资回报。然而，也正是因为提供了“安全垫”，且晚于优先 LP 参与投资收益分配，这两类出资人所承担风险加剧，对于投资收益预期也更高，劣后 LP 在剩余投资收益分配时将获得最大比重，而 GP 也较传统的 82/20 分配方式获得更高收益。

清科研究中心认为，出现此类创新型的投资收益分配模式主要归因于不同情况下的 LP、GP 风险、收益诉求，主要针对有意愿参与 VC/PE 投资但风险偏好较低的投资人。当然，在所承担风险相对降低的同时，其获得回报也相应减少。对比传统的 80/20 投资收益分配模式，优先 LP 可以尽快收回本金并获得一定比例的投资收益，然而在基金整体回报达到某一水平后，此类 LP 的回报将低于其在 80/20 模式下可能获得的投资收益。GP 方面，在创新模式下推迟参与基金投资收益分配，但一旦其开始参与，所获得投资收益将显著高于 80/20 模式下获得的回报。

“双 GP”模式

随着 VC/PE 市场全线遇冷，目前有越来越多的 LP 要求介入基金管理，尤其是人民币基金领域，LP 除了参与投资、募资外，同时参与项目的投资、管理，即“双 GP”模式。此外，甚至有极少 LP 较为强势，直接取代 GP。

如 2007 年 7 月成立的东海创投即是此例。早在东海创投成立之初，LP 就与 GP 相互协商，在基金内部成立了联席会议作为最高决策机构。其中 LP 与 GP 均为联席会议成员，共同管理基金投资决策和运营事务。每一个投资决策都需要得到联席会议成员 2/3 以上的赞成方可执行。

清科研究中心认为，由于 LP 相对于 GP 来说缺乏投资经验，因此过度介入基金管理对于 LP 自身利益



也并不是一件好事，同时每支基金都存在有不同背景的 LP，每位 LP 对基金的投资领域也存在不同态度，因此盲目介入管理反而会对基金的投资产生负面影响。

团队跟投模式

近年来 VC/PE 行业的暴利诱发不少 VC/PE 机构的高管直接“跟投”相关项目，以分享项目 IPO 之后的投资盛宴，2011 年以来，随着 IPO 热潮逐渐减退，“跟投”现象略有减退。所谓“跟投”是指 PE 机构的管理团队在利用 LP 资金进行投资时，自身也拿出一部分资金对一些比较有成长潜力的企业进行投资。如鼎晖在投资慈铭健康体检管理集团股份有限公司时，即在主基金投资之外，由鼎晖投资核心团队成员单独成立了一支基金进行跟投。

清科研究中心认为，管理团队进行“跟投”，一方面可以将投资机构与项目团队利益进行有效捆绑，实现员工与机构风险共担、利益共享，且一定程度上控制、降低了人员流动风险，是行之有效的激励机制。但是如果因此导致投资管理团队对某些项目倾注过多注意力，影响投资客观性，就会不可避免的损害 LP 利益。

数据研究咨询：

400-600-9460（客服热线）

关于清科研究中心

清科研究中心于 2001 年创立，是目前中国私募股权投资领域最专业权威的研究机构之一。研究范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购以及 TMT、传统行业、清洁技术、生技健康等行业市场研究。清科研究中心旗下产品品牌包括：研究报告、数据库、私募通、排名榜单，并为客户提供定制咨询服务。

关于清科集团

清科集团成立于 1999 年，是中国领先的创业投资与私募股权投资领域综合服务及投资机构，主要业务涉及：领域内的信息资讯、研究咨询、会议论坛、投资银行服务、直接投资及母基金管理。欲了解更多内容请访问 <http://www.zero2ipogroup.com/>。

引用说明

本文由清科集团公开对媒体发布，如蒙引用，请注明来源：清科研究中心，并将样报两份寄至：

北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 12 层 1203 室（邮编：100125）

联系人：孟妮（Nicole Meng）

电话：+86 10 84580476 8102

电子邮件：nicolemeng@zero2ipo.com.cn

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15679

