

揭秘 LP 联姻 GP 之道——“管理团队”全面考察是关键

2011-12-20 清科研究中心 刘碧薇

随着私募股权投资基金在国内发展势头正猛，越来越多的投资人将私募股权投资基金作为资产配置中的一部分，在数量庞大的投资机构中，如何携手同自身风险匹配、收益稳健的 GP，无疑是 LP 要面对的首要问题。为此，清科研究中心推出《2011 年 LP 投资中国私募股权投资基金指引》，对 LP 如何考察合格 GP 进行揭秘。清科研究中心认为，GP 最重要的资产不仅包括旗下管理的资金量，也包括一个能力、资源和默契并重的稳定团队。“人才投资”的理论不仅适用于被投企业的考察，同样是 LP 考察 GP 的首要因素。机构创始人及核心管理团队的相关从业经验、对经济及行业的准确把握与预见、丰富的投融资领域资源与人脉等因素决定了该私募股权投资基金的发展方向及业绩表现。因此，在尽职调查过程中，对 GP 管理团队的考察应是重中之重。LP 应该着重考察投资团队是否在阅历、专业背景、市场、网络等各个重要因素之间实现均衡。

无论本土机构还是外资机构，对管理团队的考察指标都包括对管理团队个人基本情况的考察以及对投资能力的分析。首先，LP 需要对管理团队进行整体考察，需要了解管理团队构成以及分工与合作情况，管理团队尤其是核心管理团队中，每个人专注的行业、关注的投资阶段、专注的地域以及主要负责的职责。

同时，对管理团队中的个体成员也应进行详细了解，了解内容主要包括每个管理团队成员的在公司任职年限、职位、从业经验、教育背景、相关从业经验年限等基本信息，LP 从个人基本信息中可大致了解个人的职业经历以及投资经验，并对团队中个体性格或偏好有所了解，观察团队是否能够相辅相成、取长补短。

投资能力的考察为管理团队考察中最为重要的考察环节。清科研究中心建议从管理团队的专业性、独立性、稳定性以及专注性四个方面去考察。

首先，专业性是体现管理团队的核心竞争力，LP 应从管理团队的历史业绩和核心人物业绩进行考察。从团队整体业绩来看，管理团队的管理资本量、融资金额、投资案例个数及金额、退出案例数量以及回报水平成为全面反映和决定该管理团队行业地位的重要佐证。国外研究显示，只有行业排名前四分之一甚至十分之一的私募股权投资基金才能为投资者带来满意的超额回报。

对于 LP 而言，核心管理团队即合伙人的投资业绩同样是考察工作的重心。合伙人在任职期间成绩斐然的明星案例能充分证明其目前在行业内的地位以及未来的投资潜力，同时也充分反映了在核心合伙人的投资思路和策略偏颇与否。清科研究中心对第一梯队基金中



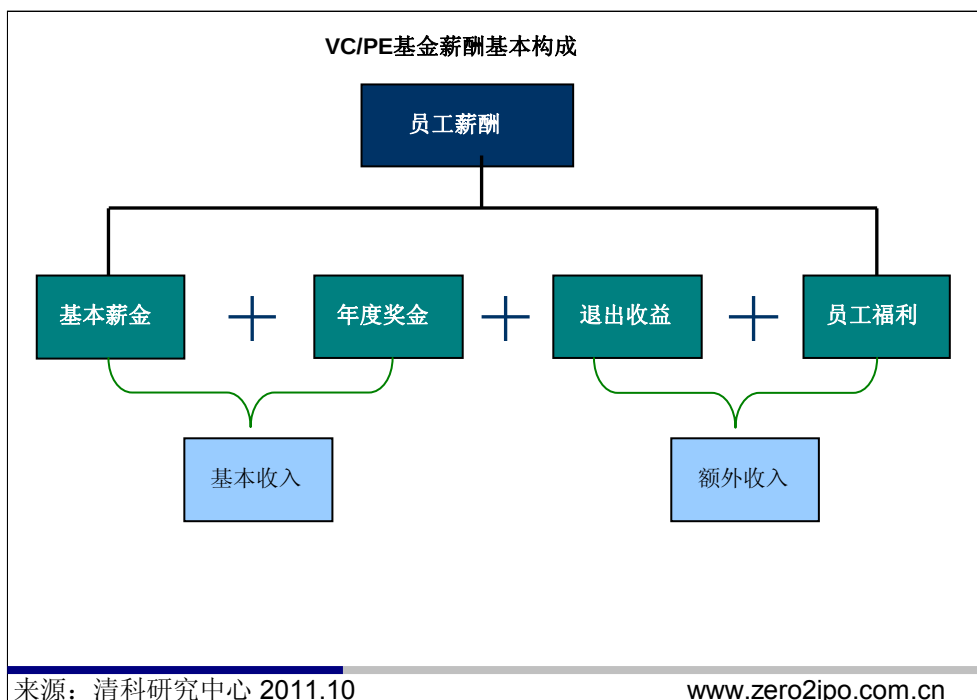
部分业内知名投资人的投资案例和退出案例进行整理，可见第一梯队的机构中核心合伙人主导的案例中，多数为业内耳熟能详并且获得不俗回报的明星案例，并且能够随着整体市场环境的波动，投资领域与投资阶段有所调整。对于部分投资历史较短的合伙人考察，应偏重考察是否具备敏锐的洞察力和果断的执行力。

其次，独立性是项目投资运作的重要保障，团队的独立性主要体现在管理团队是否能够做出独立投资判断、投资决策机制如何设置。投资决策委员会通常囊括大部分的管理团队成员，LP 应着重考察投资决策委员会中的表决通过比例如何设置，并评估投决会中设置一票否决权或一票通过权之类特权对投资决策的影响，应避免团队投资决策过程中个人独断或团队中某些势力一支独大的情况出现，从而保证项目评估、投资方案设计等所有投资活动的决定具备独立性。

成熟、稳定的管理层是执行投资活动的根基，清科研究中心认为，五个方面的因素左右团队主要成员合作的稳定性和持续性。其一，团队的文化氛围和背景一定程度上对团队的稳定性起促进作用。例如，“学院派”和“公司派”等典型的团队文化对长青团队的树立起巩固作用。红杉资本中国基金是“学院派”文化的代表之一，校友圈或校友会不仅凝聚一种身份的认同，同时有利于团队拓展广泛的关系网络。另一种团队文化为“公司派”，联想投资是联想控股旗下专事风险投资业务的子公司，“近亲提拔”是联想投资最明显的特色，即无论是合伙人，还是投资经理，主要的投资团队均来自于联想集团的各个事业部，形成“联想系”的经营模式。

其二，员工薪酬及激励机制应具有竞争力并落实到位。员工薪酬一般包括员工基本薪金、年度奖金、项目退出收益、福利津贴等。除了基本薪金以及年度奖金等基本收入，还包括重要的额外收益，即：项目退出收益（Carried Interest）。项目退出收益（Carried Interest）类似于期权，将员工利益和基金的效益进行有效捆绑。

图 1: VC/PE 基金薪金基本构成



其三，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，基金协议中通常会包含“关键人条款”，界定管理团队中关键人的范围，约定出现关键人离开、更换等情况时的处理方法等。关于衡量和挑选关键人的指标，我们将在《2011 年 LP 投资中国私募股权投资基金指引》中进行阐述。

其四，LP 应着重考察团队自成立以来的成员变动情况，包括调查团队离职情况，离职原因，离职人员所负责项目现阶段的进展情况、新招聘情况以及团队的离职约束机制如何设置。清科研究中心观察到，目前市场上管理团队变动的主要原因包括以下几点：

- 1) 个人因素导致离职，譬如：家庭、个人职业规划、计划自身设立基金等原因；
- 2) 团队内部激励不足，利益分配不均；
- 3) 投资项目业绩不佳或出现重大问题导致离职；
- 4) 团队成员出现投资思路分歧或决策权利失衡，考虑团队声誉以及协作而离职。

私募股权行业人员流动性较高，悉数业内历年来团队人事变动情况，可见自 2005 年以来，VC/PE 基金管理团队中的高管跳槽现象频现。LP 应着重考察离职的原因，考察是否因为团队内部机制失衡或目前团队中是否存在深层次矛盾导致内耗，同时也应着重考察离职人之前所投项目的进展情况，是否存在投资风险。

其五，管理团队应对基金付出大部分个人精力及时间。LP 有必要了解基金管理团队和



成员同时管理的基金数目和投资项目数量，以判断其能否有足够的时间和精力专注于本基金的投资管理活动。此外，现阶段团队成员对管理规模的胜任和承受能力也应该是考察重点，也应在 LPA 中进行约束条款的设置。目前市场上出现两种团队规模的发展趋势，一种是延续以往小而精干的团队模式，随着基金管理规模的不断扩大，根据自身基金特点针对团队进行稳健的人才筛选和补充，例如：红杉资本、赛富亚洲等基金。另一种团队模式规模则迅速壮大，以九鼎投资为例，目前已拥有员工超过百人，类似迅速扩张的团队还包括深创投、中科招商等。LP 在考察团队成员对管理规模是否胜任时，对于规模较小的团队，需注意目前团队人员配置是否能承受目前管理资金量；对于规模较大的团队来说，需注意团队内部是否存在派系以及争抢项目的行为，同时也应着重考察是否流动过大导致项目存在后续投资风险。

关于清科

[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、投资银行服务及直接投资。

服务介绍：

[清科研究中心](#)于 2001 年创立，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。目前，清科研究中心已成为中国最专业权威的研究机构之一。清科研究中心旗下产品[清科数据库](#)（Zdatabase）是一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的数据库，为众多有限合伙人、VC/PE投资机构、政府机构等提供专业的信息服务。

[清科互动](#)平台是目前国内影响力最大的投资人及企业家交流平台，每年参会人数总和逾万人次，拥有国内最强的投资人关系网络。旗下会议论坛品牌包括中国创业投资暨私募股权投资论坛、中国有限合伙人峰会、中国高成长企业家峰会及创业投资俱乐部。

[清科资本](#)是清科集团旗下的投资银行业务，为中国高成长企业提供全方位融资、并购和重组方案，每年协助 20 多家企业完成资金募集和并购，交易金额超过 2 亿美元。行业涵盖互联

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_16096

