

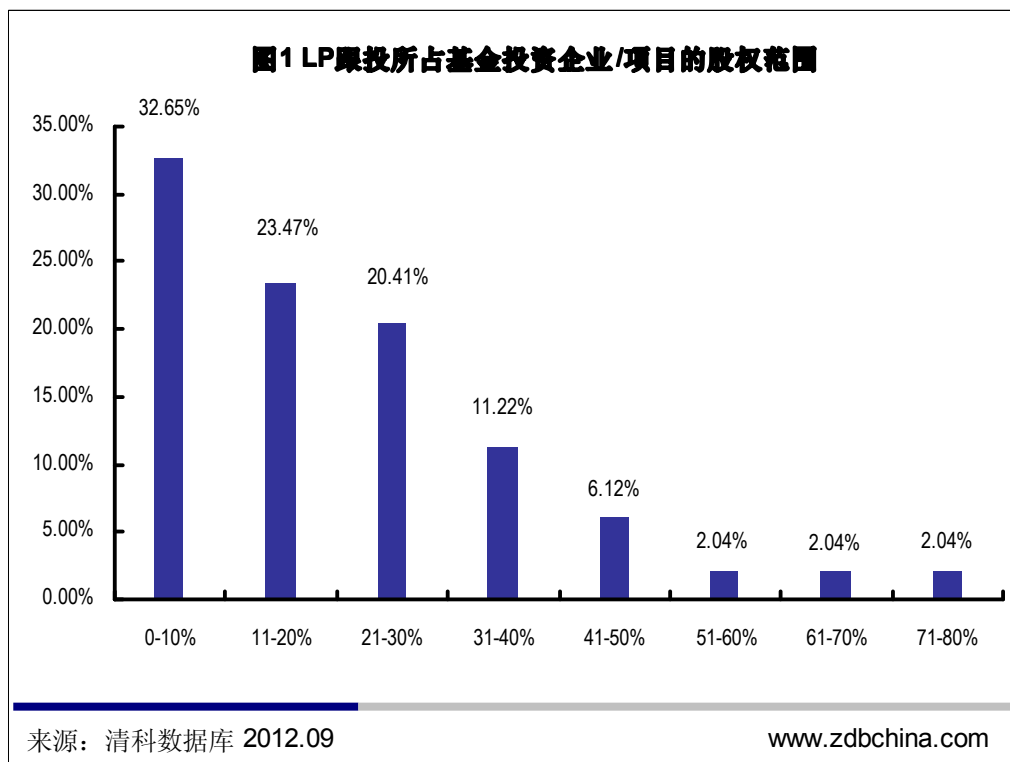
清科观察：近八成 LP 曾参与跟投 部分 GP 曾遭遇“断供”

2012-09-19 清科研究中心 李聪

根据清科数据库统计，截止 2012 年上半年，中国创业投资暨私募股权市场 LP 数量增至 5,887 家，其中披露投资金额的 LP 共 4,514 家，可投中国资本量共 7,830.23 亿美元，但行业整体活跃度并不高，市场延续了 2011 年下半年以来的低迷。为追踪和分析 LP 在这种情况下投资决策方面的最新变化，清科研究中心对行业内数百家投资机构发起了本次 LP 跟投业务调研。

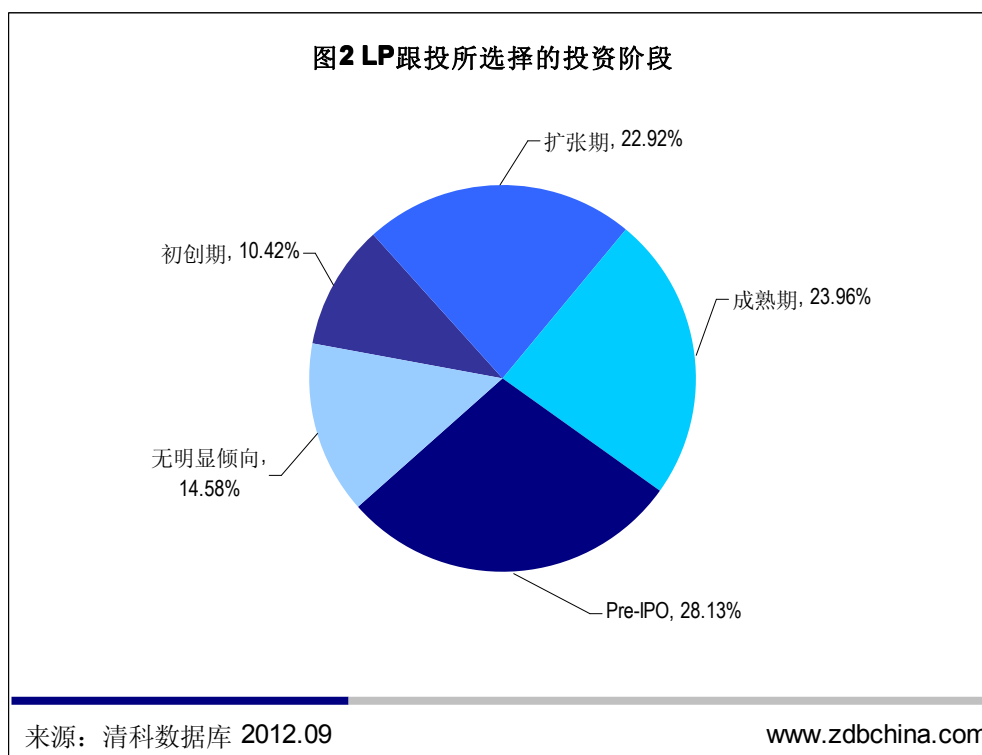
本次调研中所指 LP 跟投，是指 VC/PE 机构所管理基金背后的 LP，与基金在同一轮或后继轮次直接对企业/项目进行投资的行为。调研结果显示，70%以上的 LP 表示开展过跟投业务，70%以上的 VC/PE 机构表示会给 LP 提供这种跟投机会。在已开展跟投业务的 LP 中有 82.14%表示其跟投业务占总投资业务的 30%以下，GP 方对 LP 跟投所占基金投资企业/项目的股权范围大多限定在 30%以内（图 1）。这表明，尽管 LP 跟投行为很普遍，但在 LP 总投资业务中，跟投仍是辅助行为。

在现在最为普遍的有限合伙制基金中，GP 提供专业化管理、LP 提供资金，通过管理权和资金权的分离，以最大化双方优势，实现资金最大收益。标准海外模式中 LP 作为出资方并不参与管理，但有限合伙制基金的模式本土化后，国内 LP 倾向于掌握自己资金的投资情况，参与到管理中。因此，若 LP 直接投资企业/项目占股过多后，GP 便可能失去对企业/项目进行管理的主导能力，为了保障自己利益，GP 一般会限制 LP 对企业/项目直接投资的占比。



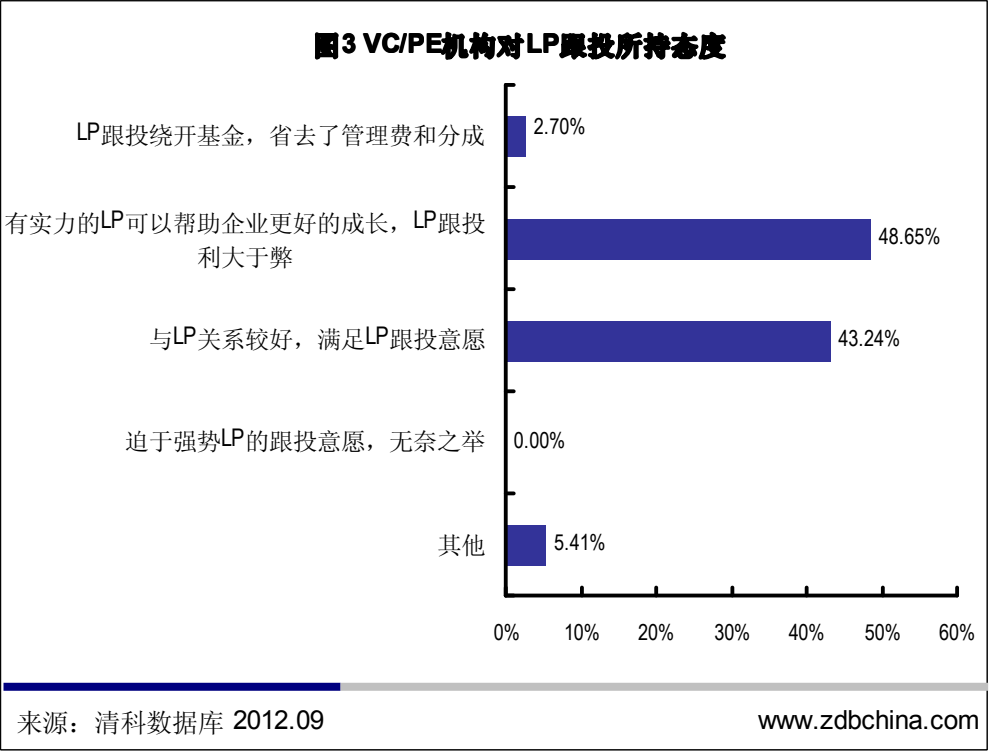
对于 LP 跟投所选择投资阶段的倾向性上，调研结果显示，后继轮次跟投的 LP 占到了 2/3，LP 跟投主要集中在扩张期，成熟期和 Pre-IPO 三个阶段，占比分别为 22.92%、23.96%、28.13%（图 2）。理论

上来讲，GP 在经过前期对企业/项目全面尽职调查后，愿意对企业/项目追加投资，一般都是选择有实力的优质企业/项目，这时 LP 跟投，便可期望在一个相对短的时期内获得退出回报，另外，也可以提高 LP 所投资金的总体收益，利于 GP 和 LP 维护良好合作关系。



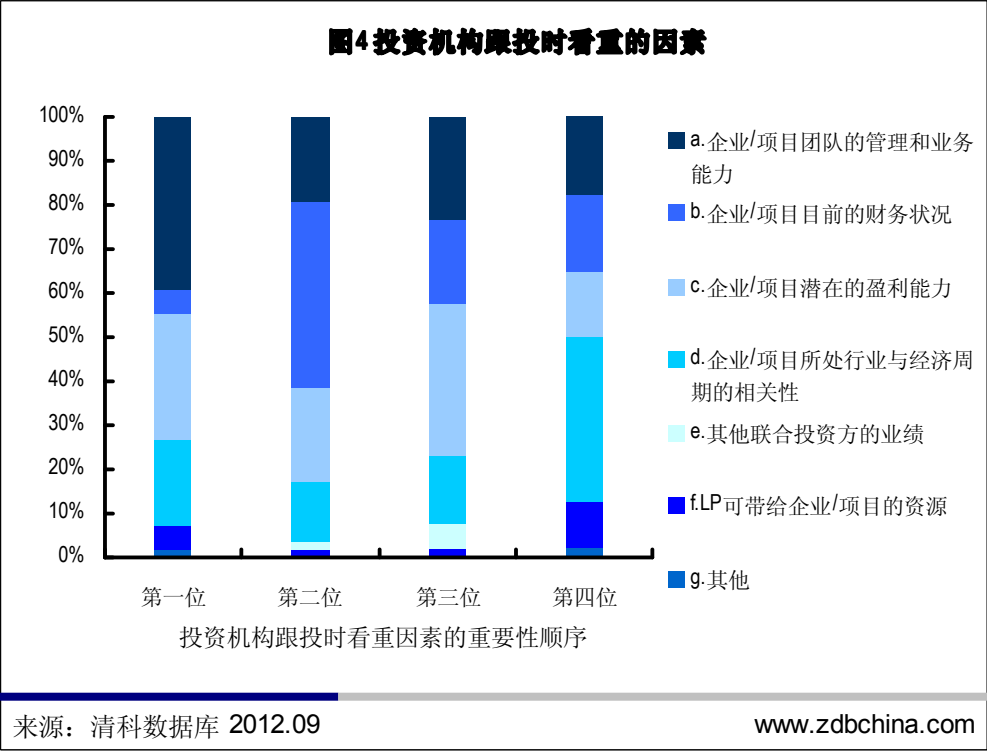
针对 VC/PE 机构对 LP 跟投所持的态度，我们进行了深入探究，其中，48.65%的 VC/PE 机构认为有实力的 LP 可以帮助企业更好的成长、LP 跟投利大于弊，43.24%的 VC/PE 机构表示与 LP 关系较好、满足 LP 跟投意愿。LP 跟投可以绕开基金、省去管理费和分成的观点在这次调研中并未得到支持。（图 3）

清科研究中心分析认为有以下原因：一、尽管跟投使得 GP 所能获得的管理费和利润分成减少，但是当企业融资出现缺口时，LP 跟投可以在一定程度上缓解该情况，帮助企业更加迅速成长；二、LP 若跟投自己同行业上下游或有关联业务的企业/项目，虽不一定会参与企业经营管理和影响企业运营决策，但却可能带给企业/项目进一步发展所需要的资源；三、跟投业务可以提高 LP 资金的总体收益，与 LP 关系较好的 GP 在满足 LP 跟投意愿后，LP 会更倾向于在以后募资中继续和该 GP 合作。



在考察 LP 跟投的总体状况以及 VC/PE 机构对待跟投的态度之后，我们对 LP 在选择跟投时会看重的因素也进行了研究。调研结果统计显示，受访对象认为跟投时看重因素排名前四位的分别是企业/项目团队的管理和业务能力、企业/项目目前的财务状况、企业/项目潜在的盈利能力和企业/项目所处行业与经济周期的相关性，而对于其它联合投资方的业绩和 LP 可带给企业/项目的资源，受访者表示会参考，但不是选择跟投的决定因素（图 4）。由此可以看出，不论是基金投资还是 LP 跟投，企业/项目的管理团队和自身的价值都是 VC/PE 机构和 LP 衡量的主要内容。





本次调研在分析 LP 跟投现状的同时，对近期 LP 在投资基金过程中出现后期无法出资或将后期要出资的基金份额转让给其他出资人的情况，也进行了大致了解。其中，58.33%的机构认为出现这种情况的首要原因是经济下行、LP 对资金的流动性变高。调研对象认为比较重要的另两个原因分别是企业/项目盈利状况低于 LP 预期、一级市场估值过高的同时 LP 对 VC/PE 市场投资热度降低（图 5）。在我们的调研结果中，有 16.67%的机构表示遇到过上述情况，但 58.33%的机构都表示并没有相应的积极应对措施。

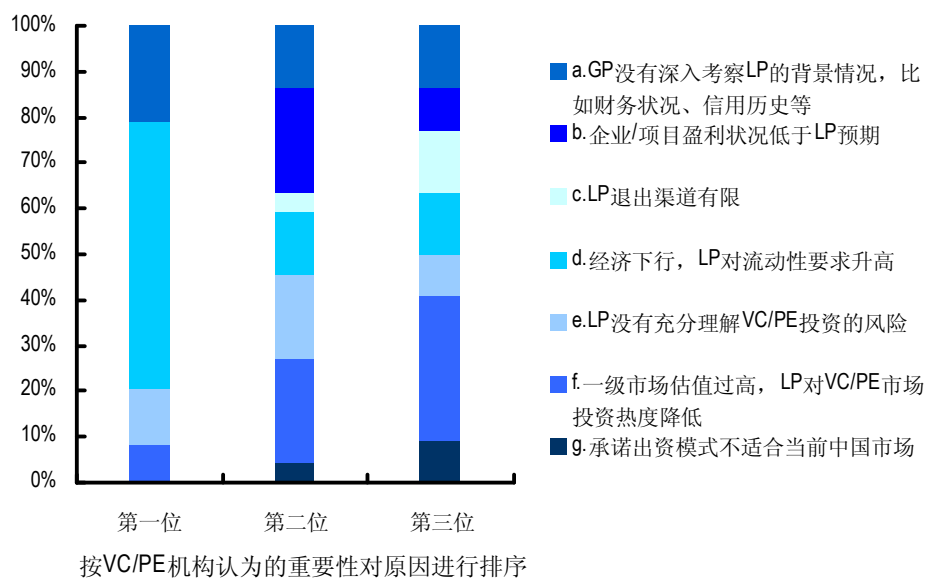
清科研究中心认为有以下两个主要原因造成现在的局面：

一是，大多 LP 进入 VC/PE 市场的目的是期望获得丰厚的资金回报，而在市场变冷、预期回报下降的情况下，资本的逐利性使得热钱急于抽身。另外，一些企业和上市公司身份的 LP 在市场处于收缩期时自身发展也需要大量的现金流，迫使 LP 对资金的流动性要求变高。

二是，在市场总体态势良好时，资金热情高涨，对于一些企业/项目给出了高于其自身价值的估值，使得行业内产生了泡沫。市场转冷后，估值虚高的企业/项目在需要后继融资时，基金不愿介入；且中概股危机海外上市变难、国内二级市场惨淡，使得基金的退出渠道更加有限。LP 不能从已投企业/项目中如期获得回报，资金难以周转，加之一级市场前景尚不明朗，部分 LP 也倾向于持币待观。



图5 VC/PE机构认为 LP在投资基金后期转让出资份额的原因



来源：清科数据库 2012.09

www.zdbchina.com

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_15831

