

清科观察：经济危机下海外 GP “收入结构”的新策略

2012-6-20 清科研究中心 郑知行

在通行标准中，PE 基金管理机构按“2/20”原则获取收入，即 2.0%的基金管理费收入和 20.0%的退出收益分成收入。但在经济危机中，全球募资环境恶化，国外 GP 机构为吸引 LP 投资，在传统的收入结构上做出了新的应变策略，以此来提高自身竞争力。

给予 LP 优惠，基金管理费收入减少

基金管理费是 GP 最基本也是最确定的收入来源，用于支付员工薪酬以及其他开支等。通常管理费被认定为基金承诺投资额的 2.0%，但在实际情形中管理费率会因基金规模不一而呈现阶梯状。一般情况下，管理费收取比例与基金规模成反比，欧美超大型基金的管理费收取比例通常只有 1.0%-1.25%。相反，规模小的基金为维持日常运营通常会采用相对较高的管理费率。此外，如果基金存续期过长，基金管理费率不会维持不变，通常在 5 年后以一定比例逐年递减，或者以当年净投资额代替此前的承诺资本，作为管理费的提取基数。

清科研究中心观察发现，在经济危机中，GP 募资难度加大，因此会在管理费上给予 LP 不同程度的折扣，使管理费收入降低。一般来说中大型基金在管理费的收支平衡上压力相对较小，最容易采取打折的方法。而小型基金受限于基金规模，即便维持原有管理费率，在维护日常开支及招聘专业人才时也更容易捉襟见肘，因此小型基金甚少采用管理费打折方法。

“交易费用”收入由 GP 流向 LP

GP 在投资项目过程中会产生大量交易费用，如并购咨询费、融资咨询费、律师费、会计师费等。在国外，这些费用通常由被投资公司支付给 GP，成为 GP 另一个收入来源，如 KKR 收购 RJR Nabisco 时就获得了一笔不菲的交易费用收入。除此之外，在每笔投资完成之后，一些 GP 还能收到被投资公司所支付的监管费用、董事报酬等。

由于全球金融危机，为争取大型 LP 的投资，越来越多的 GP 愿意把来自被投资公司的附加收入以抵扣管理费的形式归还给 LP。据国外机构统计，目前同意将 100.0%附加收入抵扣 LP 管理费的境外基金管理机构已达到五成以上。

项目退出收益占 GP 收入比重减少

项目退出收益一般遵从 80/20 原则，细分起来主要有欧式分配和美式分配两种。

欧式分配指的是在整个基金到期后结算分配收益，当前这种分配模式在市场上占了绝大多数。美式分配则是按照项目形式分配，在一个项目退出后按照约定分配原则分配。由于单个项目退出时，基金尚在存



续期，在基金的后期里很有可能因为运作不佳导致其他项目亏损，LP 总体收益得不到保障。为此，美式分配里有一种追回机制，即在 LP 不能保证本金收回或约定收益的情况下，追回先前分配给 GP 的超额收益用以补偿。此外还有一些小众分配方式，譬如从每个投资项目的投资年份开始按年份分配收益。

为保证 LP 的权益，有时候 GP 和 LP 会协议一个门槛收益率，门槛收益率一般为 6.0%-8.0%。当基金结算收益时，要先返还 LP 的本金，再按门槛收益率分配给 LP 一个基础回报，余下若还有收益才会按照 80/20 分配。而为补偿 GP 的牺牲，有些基金会在门槛收益率的基础上补签一个“追赶条款（Catch up Clause）”，允许 GP 在 LP 已经得到基础回报的情况下，按约定比例优先获得接下来的投资收益。

以欧式分配举例说明，一个基金规模是 1.00 亿美元，门槛收益率 8.0%，采取 80/20 原则，当第一笔退出收益为 1.08 亿美元时，除了还付 1.00 亿美元的本金外，800.00 万美元的额外收入将作为基础回报全部付给 LP，GP 的收益为 0。假设之后基金又获得了 200.00 万美元的退出收益，如果没有追赶条款，这 200.00 万美元的退出收益会按照 LP80.0%、GP20.0%的比例分配。如果有追赶条款，则会按照追赶条款将这 200.00 万全部分配 GP，使 GP 与 LP 的收益比追赶成 20: 80。在此之后的退出收益再按照约定的 80/20 的比例分成。

《PE MANAGER》杂志研究调查了 1995-2004 年间全球成立的 240 支 PE 基金，用 2004 年作为基金成立截止点是为了给 GP 预留几年运营、退出时间。每支基金的现金流至 2010 年下半年。这里假设使用传统费用结构，研究表明平均每支基金的管理费收入为承诺资本的 8.4%，而基金的退出收益平均只有承诺资本的 2.5%。研究样本中，规模小于 2.50 亿美元和规模在 6.00 亿美元至 15.00 亿美元之间的基金退出收益相对于承诺资本的比重会稍微大一些。

清科研究中心分析认为，由于管理费与基金投资表现无关，所以相比于退出收益，部分 GP 可能更愿意在没什么风险的管理费上做文章。在最大化当前投资收益与募集一支新基金上，GP 可能更愿意选择后者，所以在投资期结束前，或基金的投资额达到一定的比例（一般为 70.0%）之前，很多 LP 不允许 GP 设立新基金。

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。行业涵盖互联网、通信、教育、健康医疗、消费、零售及服务业等方面。

清科创投是清科集团于 2006 年募集成立的创业投资基金，专注于投资具有高增长潜质的中国企业，主要采取联合投资的方式和国内外著名创投机构投资于中后期企业，以领投或联合领投的方式投资于早期的创业企业。

清科投资是清科集团旗下专注于母基金(FoF)的管理平台，是一支专注投资中国市场上优秀的创业投资（VC）和私募股权基金（PE）基金的母基金。于 2011 年成立，首期募集目标 20 亿元，总募集规模为 50 亿元。

投资界是清科集团旗下领先的中国私募股权投资行业门户网站。以强大的投资人关系网络为基础，致力于为业界人士提供最及时、准确、深入的市场报道，并整合清科集团十余年的行业研究资源，倾力打造具备丰富数据及深入分析的专业化网站。

更多详情请咨询 400-600-9460

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_15930

