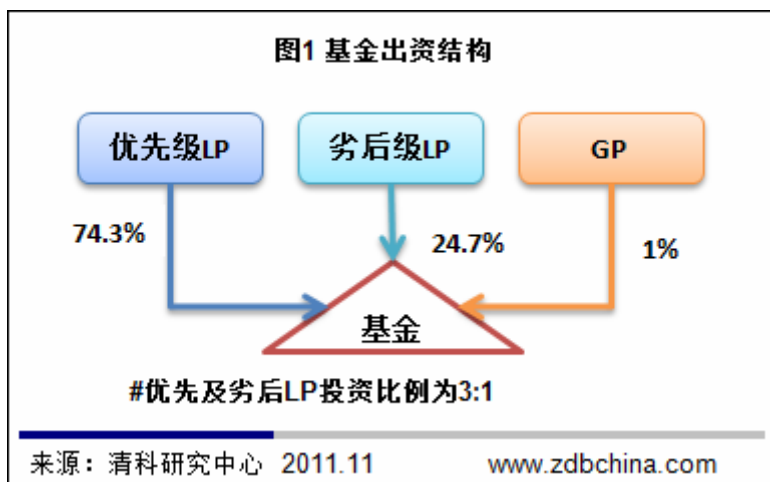


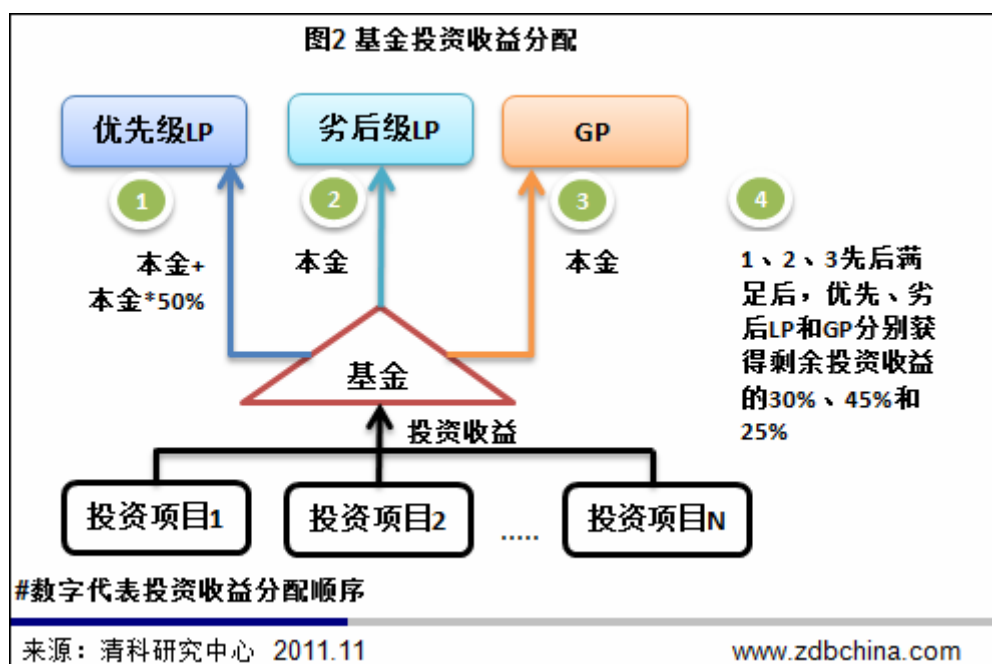
当 PE 基金遇到“结构化概念”

2011-11-11 清科研究中心 傅喆

2011 年以来，为了适应中国 VC/PE 市场环境的不断转变以及不同的投资人诉求，我国本土 VC/PE 投资机构的募资模式及投资风格开始发生快速的改变，逐渐形成了具有“中国特色”的 VC/PE 发展路径。近期，清科研究中心观测到，一些 PE 基金开始在基金投资收益模式上进行创新，出现参考信托产品普遍采用的“结构化概念”，将 LP 分为优先及劣后两个级别。举例说明，有限合伙制 PE 基金借鉴结构化模式，设置优先、劣后两种级别的 LP，出资比例 3:1，GP 在基金中出资 1.0%，每年收取管理费 2.2%。投资项目开始退出后，投资收益分配顺序为：

- 1) 先返还优先 LP 本金，优先 LP 本金收回后，继续对该类 LP 分配出资额 50.0% 的投资收益；
- 2) 返还劣后 LP 本金；
- 3) 返还 GP 本金；
- 4) 上述分配完毕后，如还有剩余投资收益，优先、劣后 LP 和 GP 分别按 30.0%，45.0%，25.0% 分配。





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”，使其可以先行收回投入的本金，并获得出资额 50.0% 的投资回报。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 则将以 1.0% 的出资在剩余投资收益分配时获得其中 25.0% 的份额。

假设基金规模为 5.00 亿元人民币，采用上述三类出资人出资结构，清科研究中心通过计算，分析优先 LP、劣后 LP 和 GP 在不同的基金回报情况下各自的投资收益。计算过程涉及以下四类财务指标：

- 1) 基金整体投资回报倍数：即随着所投项目退出，基金获取的投资回报倍数，不受出资人投资收益分配机制影响；
- 2) 优先 LP 投资回报倍数：即随着所投项目退出，基金在不同回报水平下，优先 LP 将获得的投资回报倍数；
- 3) 劣后 LP 投资回报倍数：即随着所投项目退出，基金在不同回报水平下，劣后 LP 将获得的投资回报倍数；
- 4) GP 投资回报倍数：即随着所投项目退出，基金在不同回报水平下，基金 GP 将获得的投资回报倍数；

我们注意到，各类出资人回报水平随着基金回报倍数的增长而增长，但增速均逐步放缓：

1) 优先 LP:

在基金整体回报倍数达到 1.11 倍时，优先级 LP 即可收回本金并获得 50.0% 的投资收益，另外可在劣后 LP 和基金 GP 取回本金后参与分配剩余投资收益。与其他两类出资人比较，优先 LP 获得投资收益较早，但随着基金投资收益的增长，其回报水平明显低于其他两类出资人；与基金回报倍数比较，计算结果显示，此类 LP 自身的投资回报倍数不可能超过基金整体水平。

2) 劣后 LP:

在基金整体回报倍数达到 1.11 倍时，劣后 LP 可以开始在日后的项目退出时逐步取回自己的本金，并在基金回报达到 1.36 倍时收回所有本金；在基金回报倍数接近 1.90 倍的时候，此类 LP 自身回报倍数将开始超越优先 LP 以及基金整体水平，但将不会超过 GP 回报水平。

3) GP:

当基金整体回报达到 1.36 倍时，GP 可以开始收回投入的本金。由于出资比例较小，从开始参与分配剩余投资收益起（即基金回报达到 1.37 倍左右时），GP 自身获得的回报倍数即高于优先及劣后 LP，甚至高于基金整体水平。此外，随着基金整体回报的增长，GP 投资回报倍数增速是三类出资人中放缓最慢的一类。

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。对比这一创新模式和传统的 80/20 投资收益分配模式（本文中所指的 80/20 模式投资收益模式为先返还 LP 本金，再将其他投资收益按 80.0% 和 20.0% 分配于 LP 和 GP 的分配模式。），创新模式下，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。

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_16133

