

有限合伙私募股权基金协议重点条款分析

有限合伙私募股权基金协议条款详解之一：GP 出资比例

VC/PE 业界常说的有限合伙制的私募股权基金“标准的、通常的”GP 出资比例是 1%，是来自于美国早期的合伙企业法中的一个规定，要求 GP 的承诺出资额占基金总额的 1%甚至更多。

在一份标准的有限合伙协议（LPA）中，通常会有关于认缴出资的条款，约定普通合伙人（GP）认缴有限合伙基金总认缴出资额的百分比。在美元等外资有限合伙制基金协议中，GP 出资比例通常为 1%。

1、GP 出资的原因

VC/PE 业界常说的有限合伙制的私募股权基金“标准的、通常的”GP 出资比例是 1%，是来自于美国早期的合伙企业法中的一个规定，要求 GP 的承诺出资额占基金总额的 1%甚至更多。但现在，美国各州合伙企业法已经对 GP 的最低出资比例没有强制性要求了。GP 的承诺出资仅在现行美国税法下有一定的要求，即 GP 在基金中有“一定的”出资，其收益分成才能获得长期资本利得的税收待遇。

GP 在有限合伙制基金中的承诺出资是确保 GP 与 LP 之间利益一致性的重要手段。主要考虑因素包括：

（1）GP 的承诺出资额体现了 GP 的资金实力（间接体现 GP 的赚钱能力、基金运营能力）、偿债能力甚至是募集基金的诚意。

（2）私募股权投资是高风险的投资活动，整个基金运作都由 GP 来操作，为防止 GP 损害 LP 的权益，从事轻率的投资，GP 投入 1%的资金，可以从某种程度上起到一定钳制作用。只有在 GP 出资后，一旦因基金投资失败导致 LP 的出资无法收回时，GP 的出资也同样遭受损失，甚至损失更大。另外，根据有限合伙的特性，GP 还要对基金的债务承担无限责任。通过出资和无限责任，使得 GP 的利益与他们的责任紧密结合。尽管从比例上看，1%是很小的比例，但 GP

要管理的资金通常比较庞大，因此对应的金额也会很可观。GP 努力工作的热情会被这个机制有效地激发出来，同时也会兼顾审慎经营、控制风险。GP 在最大化自身收益的同时，最大化 LP 的利益也得以实现，委托人（LP）和代理人（GP）之间的道德风险问题得到了有效防范。

对于新成立的基金，或者是实力和资历较弱的 GP，有时因出资比较困难，会放弃收取部分或全部管理费，以此来充抵 GP 的出资。但通常 LP 对完全以管理费充抵 GP 出资的方式比较抵制，因为这种情况下，GP 或 GP 中的关键人物并未将其自身财产投入到基金中，而且用管理费充抵 GP 出资也可能与 LP 的出资不同步，影响 GP 与 LP 利益的一致性。

2、人民币基金的 GP 出资

对于有限合伙制的人民币基金来说，国际通行的 GP 出资承诺的理由同样适用于人民币基金的 GP，但国际惯例中并没有一个固定的比例标准，而且即便有固定的标准，也未必完全适用于人民币基金的情况。尽管 1% 这个比例是个行业“标准”，但也有一些业绩很好的 GP 愿意承担更高的出资比例。由于国内的信用体系尚不完善，人民币基金的 LP（尤其是政府背景的 LP）通常希望 GP 有更多的出资。全国社保基金有关负责人就曾表示，他们希望与其合作的 GP，能够兑现一个高于 1% 的出资比例。在人民币基金的实际募集过程中，有部分 GP 的出资比例高于 1%，比如 2%、5% 甚至 10%。

人民币基金 GP 出资比例的提高，蕴含了至少两层含义：其一，表明 GP 负责任的态度，自己愿意多出资，与 LP 共同分担可能的风险；其二，表明 GP 对自己投资能力的信心，如果将来基金获得收益，自己可以获得更多收益（GP 出资额超过 1% 时，利润分成比例可能超过 20%）。

总结

GP 的承诺出资，归根结底是保持 GP/LP 的利益一致性，是降低风险的手段。国内 LP 可以在实践中探索比较合适的 GP 出资比例，在对 GP 的业绩记录、投资管理能力等各方面综合衡量后作出审慎判断。在判断 GP 出资的多寡时，既要衡量 GP 出资的绝对值，也要考察 GP 的出资占基金总额的比例，以及 GP 中关

键人物个人财产的出资情况。同时，还应当配合使用管理费、投资人顾问委员会等其他关键条款。

有限合伙私募股权基金协议条款详解之二：管理费

管理费是 GP 收入的一项重要组成部分，由 GP 按照 LP 对基金承诺资本的比例向后者收取，用来支付 GP 在基金的运营中产生的费用和成本。

管理费是 GP 收入的一项重要组成部分，由 GP 按照 LP 对基金承诺资本的比例向后者收取，用来支付 GP 在基金的运营中产生的费用和成本。

GP 与 LP 在确定管理费的收费标准时，主要的考虑因素包括：GP 的既往业绩、基金规模、计算基金管理费的基数、是否约定在基金存续期的不同阶段返还基金管理费、给予 LP 优先回报的标准、给予 GP 业绩奖励的标准等。

管理费的比例

就管理费的比例来说，国际上一般在每年 1.5%至 2.0%之间(在每季度或每年开始时提前支取)。通常新设立基金的收取比例会相对低一些，而一些既往业绩较好的基金则会高一些，可达 2.5%。自从金融危机以来，许多 LP 认为支付 GP 管理费的成本太高，要求降低管理费比例，如美国新成立并购基金的平均管理费比例从 2008 年的 1.91% 下降到 2010 年的 1.59%。(数据来源：2010 Preqin Fund Terms Advisor)

管理费的收取方式

就管理费的收取方式来说，目前国际上比较常用的有三种方式：

a.收取固定比例管理费。即在 VC/PE 基金的整个生命周期，每年/季按 LP 承诺或者实际出资额收取固定比例的费用。如果按照实际出资额收取固定比例的费用，则在初期资金尚未完全到位时，GP 收取的管理费偏少；而在投资期之后，GP 收取的管理费则偏高。如果按照承诺出资额收取固定比例管理费的话，则 GP 收取的管理费总体数额偏高，因此它是 LP 最为不满的管理费支付方式，采用该种方式的基金越来越少。

b.管理费比例随基金生命周期递减。在基金存续期间，随着 LP 最初的承诺

资本逐渐以投资回报的方式收回，GP 管理的资本量也随之减少；此外，与基金投资阶段相比，在基金收益分配和管理期阶段中 GP 的工作量是不同的，因此 GP 收取的管理费按比例减少，但在降低到某个比例后即不再减少。在某个实例中，从基金存续的第 5 年后，管理费按原始收取比例逐年递减 0.2%，但在降低到 1.0% 后则不再减少。也就是说，如果管理费的原始收取比例是每年 2.0%，那么自第 5 年后每年递减 0.2%，到第 10 年后降低到总承诺资本的 1.0%，之后将不再减少。如果 GP 在募集新基金，他们也可能在现有基金存续期的最后几年免收管理费。

c. 在基金的不同阶段收取不同比例的管理费。基金的生命周期大致可分为两个阶段：投资期和管理期。投资期通常为 3-5 年，之后即为管理期（一般会在协议条款中注明）。在投资期内，GP 按承诺出资额收取固定比例的管理费；投资期结束后，GP 按未退出项目的投资额收取固定比例的管理费。这种方式根据基金管理人管理和运作基金的效率，计算相应的管理费，可提高 GP 的投资效率。

人民币基金的管理费

总体来看，人民币基金的管理费情况与国际惯例差别不大。管理费的收取一般以基金承诺总额为基数，比例通常为 2% 或 2.5%，收取方式主要有三种：a. 收取固定管理费；b. 管理费比例随基金生命周期递减；c. 在基金的不同阶段收取不同比例的管理费。

有限合伙私募股权基金协议条款详解之三：收益分成

GP 的报酬主要由两部分构成：一部分是上期介绍的管理费 (Management Fees)；另外一部分是收益分成 (Carried Interest)，即 GP 可以获得基金收益一定比例的业绩报酬。

收益分成比例

国际上，GP 享有的收益分成比例通常为基金净收益的 20%。顶级 GP 可能获得更高的分成比例，最高可达 30%。这种与业绩挂钩的机制能够有效激励 GP 争取基金收益的最大化。

通常，只有当基金达到事先约定的优先回报率（通常为 8% 的年收益率）时，

GP 才能参与收益分成。

收益分配方式

收益分配方式上，VC 基金和 PE 基金存在着差别，主要有两种分配方式：

1、按基金整体收益分配

VC 基金更倾向于这种分配方式。VC 基金的规模相对较小，一般向高风险、高回报的企业进行投资，并且投资项目也较多。这种方式不但可以平衡各个投资项目的业绩，而且也便于管理。

采用这种分配方式的基金一般约定，投资本金必须先回收，产生净盈利且基金业绩达到优先回报率的情况下，GP 才能参与收益分成。

2、按单个投资项目收益分配

与 VC 基金相比，PE 基金的投资规模大，投资项目数量却少得多，更倾向于按单个投资项目的收益进行分成的方式。采用这种分配方式，管理团队在基金结束之前就能够获得项目的收益分成。

但这种分配方式也存在着基金管理上的不便之处。一是虽然这种方式按单个项目进行收益分成，通常还是要扣除基金运营本身的成本，如管理费和其他费用等。如果基金整体亏损的话，也同样要从收益分成中进行相应的扣除，以补偿给 LP；二是仍然要根据全部投资项目情况计算基金整体业绩，有时候甚至会触发回钩（Claw back）机制。

因此，在设计分配结构时，一些基金会采用预留保证金的方式。即，按单个投资项目分配收益分成，同时 GP 将预留部分收益分成作为保证金，在其他项目亏损时用于补亏。这是一种比较常见的分配结构，预留的保证金一般占项目收益分成的 40-50%。

此外，某些有限合伙协议会对收益分成做一些特殊规定，以确保 LP 的利益，如：

a. 要求 GP 先返回 LP 的原始出资和之前收取的管理费后，才能参与收益分成；

b.要求 GP 先返回 LP 的原始出资、管理费，并且达到优先回报率后，才能参与收益分成；

c.要求 GP 先返回 LP 的原始出资和管理费并且扣除优先回报后，才计算收益分成。

人民币基金的收益分成

在收益分成比例上，人民币基金大多沿袭了国际通用的做法，即 GP 获得基金收益的 20%。一般当基金达到 8 或 10%的年收益率时，GP 才能参与收益分成。由于国内 VC 基金大多也定位于成长期之后的投资，与 PE 基金的差别不大，且国内投资人普遍希望尽快取得收益，因而人民币基金大多采取了按项目分配收益的方式。