

成功投资私募股权基金后的监督

由于私募股权基金是一项高风险的投资方式，且不能像公募基金那样可每天查询市场价格，灵活交易，所以对私募股权基金的管理与监督显得尤为重要。

文/王景烨、滕勇、卜曦云



当投资人对基金公司完成注资后，对私募股权基金的投后监督工作正式开始。有限合伙人需要保持对基金全生命周期的监督，即使普通合伙人有义务密切监控投资项目的进展情况，有限合伙人依然需要主动参与并监督这些项目及整个基金的推

进情况。

一般情况，有限合伙人可以在每年的投资人年会上看到公司基金的投资项目组合及各个项目的当前状况。在投资人年会上，普通合伙人会向有限合伙人汇报过往一年的投资项目、投资策略及阶段性成果。此外，有限合伙人还可以跟普

通合伙人开展非正式沟通，了解基金接下来的招款、提款、收益分配与清算优先权等。

针对基金的投后监督工作主要目的是增强基金风险管控，降低基金受损的概率。有些潜在风险，如利益冲突，可以在早期检测出来；但有些风险，如投资项目的行业政

策背离、基金管理团队核心人物离职等，则只能在基金投后监督过程中慢慢识别。

收益分配

私募股权基金的普通合伙人和有限合伙人如何分配收益是股权基

分配给普通合伙人管理分红，这种分配方式也称“先回本再分利”。这种收益分配方式倾向于保护有限合伙人的利益，普通合伙人的盈利周期会相应推迟。

按单个项目分配，预留保证金。按单个投资项目分配，同时普

缴的出资额为限承担有限责任。协调二者关系，合理配置二者权利义务，有利于提高普通合伙人管理基金的运作效率和积极性，保护有限合伙人利益，提高有限合伙人的投资热情，增强基金信誉和未来融通资金的能力，促进基金行业的发展



有些潜在风险，如利益冲突，可以在早期检测出来；但有些风险，如投资项目的行业政策背离、基金管理团队核心人物离职等，则只能在基金投后监督过程中慢慢识别。

金协议中的核心内容。平均来看，私募股权基金需要5-7年才能将基金收益分配给各个有限合伙人，通常的约定是有限合伙人支付给普通合伙人2-3%的年度管理费和盈利20%的管理分红。但即便是这些常见的约定，其实相差甚远。有的以实缴出资额作为计算基数，有的按认缴出资额计算，有的直接安排了各个年度的管理费点数，也有的更为复杂。

目前常见的私募股权基金收益分配方式如下：

- 整体分配，先回本再分利；
- 按单个项目分配，预留保证金；
- 按单个项目，并核算单个项目成本。

整体分配，先回本再分利。为了确保分配给普通合伙人的投资收益为净盈利，许多基金约定投资本金必须先回收，确实有了盈利才能

通合伙人将其取得的管理分红部分预留在股权基金中作为保证金，在其他项目亏损时用于回拨补亏，也是股权基金中一种比较常见的分配方式。预留作保证金的金额一般占管理分红的40%-50%。

按单个项目，并核算单个项目成本。目前也存在个别基金按单个项目分配收益，但同时核算并扣除单个项目的投资本金、管理成本和之前亏损项目确认的本金亏损部分。

利益平衡

在规范的合伙制股权基金中，普通合伙人与有限合伙人的关系应该是：作为发起人的普通合伙人负责PE的经营管理和运作，包括寻找投资机会、管理被投资企业以及设计与实施退出方案等，对合伙企业的债务承担无限连带责任。而有限合伙人作为出资人，负责监督、建议以及选择普通合伙人，以其认

壮大。但合伙制股权基金在实践中也暴露出了一些问题，导致普通合伙人与有限合伙人关系失衡：

道德风险和逆向选择

普通合伙人存在道德风险和逆向选择，有限合伙人利益难以保障。有限合伙人作为委托方，将资金委托于作为代理方的普通合伙人进行运作管理，且有限合伙人不参与基金的日常运营。这样，普通合伙人与有限合伙人之间也就存在着委托代理关系及信息不对称问题。普通合伙人掌握更多关于基金经营状况和发展前景的信息，其工作的努力程度不能被有限合伙人精确观测。在其占有信息优势的情况下，普通合伙人很可能基于自身利益，采取对有限合伙人不利的投资决策，将企业资金和收入投资于能给自己带来最大利益的项目上，利用信息优势和资金优势进行内幕操作，将利益内部化，风险外部化，

从而损害有限合伙人的利益。

激励约束不足及监督缺位

由于委托代理关系的存在，普通合伙人本身存在着道德风险和逆向选择，需要有效的激励约束及监督机制对其基金经营运作行为进行激励约束。但是，我国合伙制PE发展尚不成熟，缺乏有效的基金治理机制来激励约束普通合伙人，双方的权利义务得不到合理配置及规范。此外，在出资上，普通合伙人的出资比例较低，难以促使普通合伙人承担基金运作带来的风险。

过度干预

有限合伙人对普通合伙人过度干预，影响了基金运作的独立性和积极性。我国合伙制私募股权投资基金存在着有限合伙人不断介入普通合伙人正常运营，使普通合伙人不得不抽出大量时间应对有限合伙人的咨询和干预，甚至要协调不同有限合伙人之间的矛盾；在实际运作过程中，有限合伙人过度干预普通合伙人的经营运作，有的有限合伙人要求普通合伙人承诺一定的最低保障收益；部分有限合伙人甚至取代了普通合伙人，通过控制资金来全面控制PE运作。这都制约了PE经营运作的独立性和积极

性，降低了基金收益。

如何平衡好有限合伙人与普通合伙人的利益？

为了更好地平衡有限合伙人与普通合伙人之间的利益，监督股权基金投资的顺利推进，有限合伙人与普通合伙人可以从以下方面做改进：

- 优化分配模式的选择及分红机制设计；
- 建立普通合伙人的风险承担机制；
- 建立信息披露制度，缓解信息不对称风险；
- 强化普通合伙人的约束机制。

优化分配模式的选择及分红机制设计，是指有效地激励约束普通合伙人，可以通过分配模式的选择和薪酬机制的设计来进行，这里主要通过设计分配模式和分红机制来实现激励约束普通合伙人的目的。

建立普通合伙人的风险承担机制。为提高有限合伙人与普通合伙人的利益相关程度，可以考虑适当增加普通合伙人的出资份额和现金所占比例，且不允许其用管理费代替在本金中的出资，增强其对风险的管理能力。

建立信息披露制度，缓解信息不对称风险。应建立健全信息披露制度，普通合伙人信息披露的方式和范围由法律进行强制性规定；在披露程度上，普通合伙人与有限合伙人之间可通过协议约定信息披露标准，至少应不低于上市公司及公募基金向公众披露信息的标准，可以使有限合伙人及时掌握基金运营情况，保障投资人的知情权；普通合伙人需明确资金的投资方向。若要改变投资方向时，应提前向有限合伙人披露信息，确保有限合伙人有充足时间考虑是否抽回资金。若普通合伙人未遵守披露义务，普通合伙人应承担造成的损失。

强化普通合伙人的约束机制主要包括建立声誉机制、失信惩戒制度以及对普通合伙人的行为约束等。以声誉约束普通合伙人行为，建立普通合伙人信用档案，记录其从业年限、资金筹集、投资业务表现及收益状况等；建立普通合伙人失信惩戒机制，加大对普通合伙人失信行为的成本约束，使失信普通合伙人付出经济和名誉代价；加强对普通合伙人行为约束，对其经营管理权、单个投资项目投资总额以及债务使用做出限制。

延伸阅读

为便于有限合伙人跟踪基金的发展、项目组合情况，普通合伙人一般会定期提供基金监督报告。具体而言，私募股权基金每年会出具一份年度审计报告及三份季度非审计报告，供投资人审阅。有些机构如美国国际

有限合伙人协会（ILPA）会要求季度报告也必须审计，但很少机构会这么做。

一般情况下，在有限合伙人确定投资一支新基金之前，就需要跟普通合伙人协商好监督报告事宜。主要包

私募股权基金监督报告

括报告频次、报告包含内容、报告展现形式（邮件、网页、文本等）、报告估值基准等。而这些报告内容涵盖投资组合中各成员企业的业绩表现情况、最新投资及退出信息和基金财务状况等。投资人在监督报告中看到的

投资表现及估值，由于私募股权基金非公开交易的缘故，有效性存在较大限制。

此外，监督报告频次相对较低，因为多次集中报告并不能够帮助投资企业增加价值。另外，由于监督报告包括年度审计报告都存在一定程度的滞后性，所以有限合伙人应该主动与普通合伙人接触了解基金的最新进展。

私募股权基金监督报告的编制由于一些相互关联因素的影响具有一定挑战性。首先，在投资退出之前，为一个投资项目估值存在较大的主观臆断性及市场波动影响，更不用说针对整个投资组合的估值；其次，针对最初承诺投资、估值调减、收益分配、管理费用及项目提成的会计审计流程比较复杂；第三，实际现金流与未实现资本损益之间的混淆也在一定程度上影响私募股权基金监督报告的准确性。

普通合伙人应当提供与基金投资有关的财务、风险管理、运营、投资组合、交易等详细信息，以保证普通合伙人能有效的履行信义义务并根据更新的信息而行事。有限合伙人对其知悉的信息应承担相应的保密义务。

管理费及其他费用

普通合伙人应当定期分次披露其在管理费项目列支的全部费用（即交易费用、财务费用、监管费用、管理费用、赎回费用等），并在每一期经审计的财务报告中体现各分类信息，并随附每一期的出资通知书和分配通知书。由普通合伙人的附属机构向基金或基金的“投资机构”收取的费用

也应当在每一期经审计的财务报告中分类进行披露。

出资通知书和分配通知书

出资通知书和分配通知书上提供的信息应符合“机构有限合伙人协会”制定的报告格式标准。还应每季度提供下一次出资和分配的预估金额。

有关普通合伙人事项披露

出现下列情形之一的，应当立即向有限合伙人披露：

- 受管辖的法律或监管机关提出质询；
- 基金存续期间发生任何重大意外事件；
- 违反有限合伙协议或其他义务。

普通合伙人的表决控制权发生变化的，或者基金文件的签署主体发生转让或变更的，应当向有限合伙人进行书面披露。这些情形包括但不限于：

- 设立上市主体；
- 向他人出售管理公司的股权；管理公司的股份进行公开发行；
- 设立其他投资机构。

风险管理

普通合伙人的年度报告中应包括基金及基金投资机构的重大风险及风险管理的信息，例如：

- 基金投资的集中度风险；
- 基金的外汇风险；
- 基金及其投资机构的杠杆风险；

● 基金及其投资机构的退出风险，即退出环境的变化；

● 基金的投资机构的战略风险，即改变或违背投资战略；

● 基金的投资机构的声誉风险；

● 基金及其投资机构的非财务风险，包括环境的、社会的和公司治理的风险；

● 可要求提供重大事件的即时报告。

财务信息

年报。基金应当在每一财务年度结束后90日内，按照国际有限合伙人协会的报告标准，向投资者提供基金及其投资机构的有关信息。

季报。基金应当每季度结束后45日内，按照国际有限合伙人协会的报告标准，向投资者提供基金及其投资机构的有关信息。

关于有限合伙人的信息

有限合伙人名录。包括联系信息，但特别要求不列入名录的有限合伙人的信息则不应提供。

基金募集完毕的文件。包括最终版的合伙协议和附加协议。

有限合伙人必须对所接受的敏感信息保密。合伙协议应明确约定允许有限合伙人内部讨论基金及相关活动事宜。有限合伙人应当支持普通合伙人按规定惩戒违反保密义务的有限合伙人。●

本文选自《运筹帷幄，把握先机——中国企业携手私募股权基金对外投资指南》，由艾意凯咨询受上海市商务委员会委托编制。