



漢坤律師事務所

汉坤法律评述

融贯中西·务实创新

2018年10月18日

私募基金法律

私募基金管理费之前世今生

王勇 | 杨李 | 王正一

作为 PE/VC 基金条款的核心要点，管理费如何安排是 PE/VC 基金募集过程中基金管理人和投资者之间谈判讨论最多的事项之一。本文中，我们将与各位读者一起回顾 PE/VC 基金管理费的前世今生，分享我们对管理费收费模式的一些观察和总结。

一、 私募基金“2+20”收费模式

当被问及与 PE/VC 基金管理费相关最广为人知的市场惯例，相信大多数 PE/VC 圈内人士会脱口而出“2+20”（two and twenty）。“2”和“20”这看似随机的两个数字，放在一起便组成了 PE/VC 行业几乎人人皆知的暗语，指的是 PE/VC 机构收取基金管理报酬的一种模式。“2+20”的“2”指基金管理人每年度收取基金规模 2% 的管理费（management fee），“20”则代表基金管理人提取基金收益的 20% 作为绩效收益（carried interest）/ 业绩报酬（performance fee）。实际上，“2+20”不仅是在 PE/VC 基金领域被众多 PE/VC 圈内人士广泛遵循的传统，在私募基金的另外一个重要分支——对冲基金领域也是较为常见的收费方式¹。

“2+20”这一收费模式起源于私募行业最为发达的美国，自 20 世纪 80-90 年代起在美国成为被众多私募机构（包括对冲基金及 PE/VC 基金管理机构）所广泛遵循的惯例和传统，并随美国私募机构的全球活跃推广到包括中国在内的新兴私募市场。在“2+20”收费模式的起源地美国，虽然关于“2+20”收费模式的合理性不乏争议，但绝大多数业内人士均认可这一收费模式是 20 世纪 90

¹ “2+20”收费模式在 PE/VC 基金与对冲基金领域均为公认传统和主流收费模式，但鉴于两类基金的资本结构不同（很多对冲基金中，管理人团队出资的比例远远大于 PE/VC 基金中 GP 的 1%-5% 的出资，一些顶级基金中团队自有资金的比例甚至可能超过 50%），运作模式亦存在差异，偏离“2+20”收费模式的对冲基金远较 PE/VC 基金常见。另外，在这两类基金中具体适用的“2+20”收费模式内涵也存在一些区别。例如，对冲基金通常要求投资者投资时一次性缴付认购款，而绝大多数 PE/VC 基金投资者通常是分期缴纳出资或在基金实际对外投资或支付费用时才被要求将实缴到基金账户。这种出资安排上的差异导致了对冲基金和 PE/VC 基金在计算管理费时适用基数的选择上发生分歧：对冲基金通常是以基金净值（net asset value 或 NAV）作为管理费计提基数，而 PE/VC 基金以认缴金额（committed capital）作为计提基数的情况更为普遍。

年代以来美国私募行业广泛遵循的惯例和传统²。

按照一种较为可信的说法，“2+20”收费模式的起源可追溯到 1949 年现代对冲基金之父阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）发起的全球首支对冲基金。在阿尔弗雷德为该对冲基金设计的收费模式下，基金管理人向投资人收取 20% 的收益作为业绩提成，而这一比例据说是受到了腓尼基商人的启发，因腓尼基商人总是将自己成功航海所得收益的五分之四分给航海资助入而自己留下剩下的五分之一。不过，此种说法同时指出，在阿尔弗雷德为其首支对冲基金设计的收费模式下，基金管理人并不另行收取管理费，管理费实际是由阿尔弗雷德对冲基金模式的效仿者与追随者从 20 世纪 80 年代起开始收取，且年费率逐步从最初的 1% 上升到 20 世纪 90 年代初的 2%，并最终形成被广泛遵循的行业惯例。这个比例最终为何确定为 2% 难以考证，可能唯有解释是市场这只无形的手发挥作用的结果。

美国 PE/VC 行业在 20 世纪 80 年代至 90 年代经历了第一个高速发展时期，PE/VC 基金领域“2+20”收费模式的盛行也始于这一时期。这一时期养老基金（pension fund）等机构投资者开始大举对 PE/VC 基金投资，“2+20”收费模式据说是 PE/VC 机构与养老基金等机构投资者谈判的结果。此等谈判结果的达成与该模式已在对冲基金领域风行可能亦有关系。

虽“2+20”收费模式至今仍被广泛认可为私募行业长期以来的惯例和传统，但这一收费模式也受到了一些质疑。在“2+20”收费模式下，基金管理人每年度收取“基金规模 2%”的管理费，管理费以“基金规模”为基数收取，且管理费的计收不受基金业绩的影响。随着近年来美国私募机构发起设立的单支私募基金的基金规模不断增大，出现了许多规模超过几十亿甚至上百亿美元的巨型基金（mega fund），使得一些美国主流机构投资者开始对按照“基金规模 2%”这一原则计收管理费的方式的合理性提出疑问。2008 年全球金融危机以后，鉴于美国等发达市场中私募基金整体回报率水平欠佳，“2+20”收费模式的批评者进一步批评私募基金的回报表现无法证明该模式收费标准明显高于共同基金（mutual fund）、指数基金（index fund）及 ETF 基金等基金产品收费标准的合理性。

关于“2+20”收费模式合理性的讨论和批判在对冲基金领域最为集中与激烈，许多知名对冲基金管理机构迫于投资者压力已开始对管理费收费模式作出调整。就 PE/VC 基金而言，对“2+20”收费模式的质疑主要集中在这一收费模式对于主要从事并购投资（buyout investment）的 PE 基金及大规模 VC 基金中的适用（传统上 VC 基金规模相对于 PE 基金要小得多，但一些观察指出美国市场中 VC 基金的平均规模近年来不断增大，出现了许多十亿美元级别的 VC 基金）。批评者指出，鉴于这些 PE/VC 基金的巨大规模，按照“基金规模 2%”计算的管理费将会大大超出基金运营所需成本和费用，使得 PE/VC 基金管理机构在未创造任何价值甚至投资者蒙受了巨额亏损情况下也可获得大额的收入。面对投资者的质疑和要求调减管理费的呼声，包括黑石（Blackstone）、KKR 等知名 PE 机构在募集巨型基金时均对管理费费率作了一些下调，包括采用梯级收费模式（即在某个金额以下的基金规模适用某个费率，超出该规模金额的部分适用更低的一个费率）。不过，如英国金融时报（Financial Times）一篇分析文章指出，大多数的 PE/VC 机构仍坚持“2+20”行业惯例而不愿改变³。

² Financial Times、New York Times、CNBC 及 Bloomberg 等境外主流媒体刊载了许多关于对冲基金或 PE/VC 管理费模式的采访和分析文章。每篇文章的观点不尽相同，但大多数文章中都提到了“2+20”收费模式长期以来在对冲基金或 PE/VC 领域的主流地位和盛行事实。

³ 参见：<https://www.ft.com/content/f7dc242c-58a9-11e6-9f70-badea1b336d4>。

二、 PE/VC 基金管理费收费模式

“2+20”收费模式是 PE/VC 基金领域长期以来被广泛认可和遵循的惯例和传统，就管理费而言，“2+20”的“2”即指基金管理人每年度收取基金规模 2%的管理费。不过，惯例和传统毕竟并非绝对明确清晰并可强行适用的法律或规范。在 PE/VC 基金的募集实践中，PE/VC 基金管理费收费模式在传统“2+20”收费模式基础上产生了一些新的发展⁴。

（一）管理费的计提基数

“2+20”的“2”指基金管理人每年度收取基金规模 2%的管理费，对于 PE/VC 基金而言，至少在投资期内，通常理解是管理费以 PE/VC 基金认缴规模（committed capital）（即投资者承诺对基金出资金额，无论是否已实际缴纳至基金）为基数进行计提。以认缴规模为计提基数的安排与 PE/VC 基金运作模式相适应，大多数 PE/VC 基金采取认缴制，意味着投资者分期缴纳出资或在基金实际对外投资或支付费用时方才实缴，而在投资者实缴前基金管理人实际上便已开始投资管理的工作。

在中国境内，PE/VC 行业普遍遵循的惯例也是以认缴规模为基数来计收 PE/VC 基金管理费，但就某些存在特殊背景的 PE/VC 基金，例如就某些单项目专项基金、一次性缴资的基金、国资背景基金或其他特定情况下因投资者特殊要求而采取特殊安排的基金，我们注意到也存在以基金实缴金额（contributed capital）或已投资金额（invested capital）为基数计收管理费的安排。

（二）管理费费率的变化

道琼斯（Dow Jones）于 2007 年发布的一份关于 PE/VC 基金条款和条件的总结分析报告中提到，20 世纪 80 年代至 90 年代期间，美国 PE/VC 基金适用的管理费年费率通常为 2%-3%，其中规模较大的基金通常按下限收取，而规模较小的基金则通常按照上限收取。在该报告中，道琼斯对美国 2004-2006 年募集的 PE/VC 基金条款进行了总结分析，结果显示，适用的初始管理费费率低于 2%、等于 2%、高于 2%的 PE 基金的比例分别为 33.9%、56.9%、9.2%，而针对 VC 基金相同统计的结果则为 5.7%、28.3%、66%。

道琼斯的上述报告发布于 2008 年全球金融危机以前，距今已较为久远。近期，资产管理顾问机构 MJ Hudson 也发布了一项 PE/VC 基金条款调查报告（选取标本含注册于美国、开曼、英国、苏格兰、海峡群岛及卢森堡等热门基金设立地的 PE/VC 基金，标本总体募集规模超过 1540 亿英镑），结果显示，无论是以基金数量还是以基金募集规模作为衡量标准，2018 年 2% 仍然是 PE/VC 基金领域中最普遍适用的管理费费率，42.4% 被调查的 PE/VC 基金适用的年度管理费费率在 1.76%-2% 区间（其中绝大部分为 2%），另外适用管理费年费率低于 1.75% 的基金比例为 45.7%、高于 2% 的基金比例为 11.9%。

根据我们的观察和了解，虽然整体而言 2% 仍然是 PE/VC 基金中最常见的管理费费率，但亦有较多 PE/VC 基金实际适用低于或高于 2% 的管理费率。其中，一些知名 VC 机构发起的集中早期投资或规模相对较小的 VC 基金适用 2.5% 这一档费率的情况比较常见，而大规模 PE 基金适用低于 2% 的费率的情况也越来越普遍，例如黑石、KKR 等知名 PE 机构在其发起设立

⁴ 就“2+20”的“20”部分，本文将不展开讨论。

的规模达数十亿美元的巨型基金中就曾适用 1.5% 的费率。

（三）投资期后管理费的调减

PE/VC 基金的基本运作模式为募、投、管、退，基金募集成立后的存续期限通常进一步划分为投资期和管理及退出期。投资期内，PE/VC 基金管理人通常需投入较多人力和资源着手进行项目挖掘、尽职调查和投资执行，投资期结束后原则上基金不再进行新的项目投资，此时基金管理人的主要工作是对已投资项目投后管理并寻找项目退出机会，且除非循环投资被明确允许，项目退出后获得收益将向投资者进行分配而不再重复使用。很多 PE/VC 基金投资者据此提出主张，认为投资期结束后管理人的工作量减小，收取的管理费也应相应下调。美国机构有限合伙协会（ILPA）也曾建议 PE/VC 基金管理人和投资者在讨论确定管理费收费模式时，应考虑投资期终止后基金运营费用水平通常情况下将显著降低的事实。

虽然很多 PE/VC 基金管理人也指出“投资期结束后 PE/VC 基金管理人的工作量将减小”这一结论并非在所有情况下均成立，但大多数的 PE/VC 基金管理人还是在投资期结束后管理费调减这一问题上作出了让步。投资期结束后与投资期内适用不同的管理费计提规则的作法在 PE/VC 行业已逐渐成为主流。根据上文中提到的 MJ Hudson 在 2018 年发布的调查报告显示，其所调研的大约 87% 的 PE/VC 基金的管理费在投资期结束后会下调。

投资期结束后管理费下调最常见的方式包括以下两种：

1. 费率不变而基数下调。鉴于投资期后已投资的项目开始陆续退出，管理人管理的规模不再是全部的认缴金额。为更准确的反映这一变化，一些基金选择将已退出以及已经在会计上核销了的项目对应的投资成本从管理费基数中扣除。
2. 基数不变而费率下调。鉴于在上一种管理费下调的方式中，管理费基数处于变动中，管理人对其预期可收取的管理费金额不能较好的进行预估，因此也有一些基金选择保持管理费基数不变，对管理费费率进行下调的方式。具体操作上，可统一适用一个较低的费率，或者将管理费费率逐年下调一定比例。

（四）基金规模到达预设规模后下调管理费

“2+20”收费模式的质疑者最常用的论据之一是近年来单支 PE/VC 基金的基金规模不断增大的事实，从而认为按照“基金规模 2%”计算的管理费将会大大超出基金运营所需成本和费用。面对这些质疑，部分 PE/VC 基金管理人选择坚持传统，部分 PE/VC 基金管理人选择直接适用更低的管理费率，也有一些 PE/VC 基金管理人采取了一种更为折中的做法，即在基金文件中明确约定如基金规模达到一定的预设规模则下调管理费率。

比较常见的具体操作模式有以下两种：（i）如基金整体认缴总额达到预设规模，则对全部认缴规模均适用较低的管理费率；（ii）如基金整体认缴数额达到预设规模，则对超出该等规模的部分适用较低的管理费率，而未超出的部分仍适用原先设定的通常费率。

（五）对不同类别投资者适用不同费率

考虑到一些投资者的特殊身份或其对基金起到的或可能起到的作用等，一些 PE/VC 基金会对满足不同条件的投资者适用较为优惠的管理费率。管理人可以选择事先明确适用不同管

理费所需满足的条件，并对所有满足条件的投资者适用不同的费率，也可以选择通过与单个投资者协商的方式，通过签署附属协议或其他单独协议对个别投资者适用较低的费率（但需注意基金文件及与其他投资人双边协议中可能包含的最惠国待遇条款下的影响⁵）。

通常而言，存在以下各种情形的情况下，PE/VC 基金管理人可能会考虑给予相应的基金投资者更低管理费费率待遇：(i) 认缴出资额较高的投资者可节省管理人募资的时间和金钱成本，并提高管理的便利性；(ii) 在基金募资过程的早期阶段即确定投资意向的投资者对基金的募资工作起到了基石的作用，为后面募资的顺利开展奠定基础；(iii) 一些市场上知名度较高声誉较好的投资机构或政府引导基金的加盟往往会增加基金的知名度和可靠度，从而为基金吸引更多的投资者，并有利于基金的投资运作；(iv) 可通过投资者自身的渠道和资源为基金的募资、项目寻找、项目投资、投后管理带来帮助。

（六）基于预算的管理费安排

尽管并不常见，但市场上亦存在少数以成本预算作为管理费基础的 PE/VC 基金，该类基金通常是以管理人的年度预算为基础并设置一个费用上限。这种管理费收取模式与传统的“2+20”收费模式下管理费收取模式有较大差异，拥趸者认为这种方式可以确保 GP 更多地通过绩效收益获利，以便更好地达成 GP 和 LP 的利益一致（alignment of interests）。不过，这种模式会给管理人带来额外的行政负担（包括内部需要进行定期的财务预算以及在超出预算后可能需要与投资人沟通调整带来的 micro-management 问题），可能会牵扯管理人投入于募投管退的精力，亦使得管理人较难对团队和业务的扩展进行合理布局。另外，目前中国市场上的人民币基金仍较多地采用先返还全部成本再提取绩效收益的模式（即所谓的欧洲分配瀑布或 European waterfall），在这种情况下，团队在基金的前四、五年很难真正提取到绩效收益，从而也会影响团队的招聘和稳定性（尤其是尚未实现财务自由的年轻合伙人和中低层团队成员），所以目前基于预算模式的管理费安排较为少见。

三、 结语

业界有观点认为，在 PE/VC 基金管理费这个问题上管理人与投资者的立场是二元对立的，投资者希望管理费越低越好，而管理费越高对于管理人更有利。但其实投资管理服务本质是一种金融服务，高品质的金融服务提供者收取与其服务水平相符的报酬无可厚非，投资者也并非不愿为高品质的投资管理服务支付合理对价。管理人及投资者之间关于管理费收费模式的讨论，核心目的在于找到一个可以最好地平衡与统一两方利益的机制。“2+20”收费模式长期以来在行业中被广泛认可，一定程度上说明其长期以来经受住了市场的检验，作为一项平衡双方诉求的机制具有一定的合理性。但另一方面，市场也都是在不断发展演进的，新的市场环境也可能在特定时点要求市场参与方在传统惯例的基础上发展创新，与时俱进。

⁵ 有关附属协议的相关法律问题分析请参阅汉坤法律评述：《那些年，我们一起写过的 Side Letters》（2018/10/11）。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤投资基金组王勇先生（+86-10-8525 5553/185 1188 0418; james.wang@hankunlaw.com）联系。