

崭新的一幕正在悄悄发生——

“今年募集人民币基金，我们跟LP商量着将基金的存续期拉长。”年底，华南一家知名的本土创投机构募资负责人向投资界透露，计划将这支专注投资硬科技的新基金周期由原来的7年拉长至10年。

无独有偶，最近一位创投大佬最近也向投资界感叹：

“现在大家募集到的钱都很短。”他认为，在“投早投小投科技”的战略主题下，一个真正好的技术成果转化和科技企业发展壮大，平均年限一定是超过15年的，“那么创投基金7—8年的期限如何来长久地支持创业呢？”

“存续期长短成为人民币基金发展的最大掣肘，并且较短的投资期限实际上从一开始就已经牵制了基金DPI的可持续增长。”北京某投资合伙人客观地分析，在DPI数字尤为重要的今天，“5+2”的人民币基金模式是时候改变了，“因为存续期的前4—5年谈DPI没有任何意义，DPI指标只有放在长期的存续期内才可能比较好看”。

在TMT为主流的那些年，即便是以3+2或5+2的短周期模式，VC基金也能缔造一些不错回报。如今那段创投神话岁月已经远去，科技投资走向时代的舞台中央，投早、投小、投硬科技几乎已经成为行业共识。时代更迭间，“人民币基金存续期过短”的问题被摆到了台面上。

人民币VC头疼的事：

基金期限过短

先从美元基金的模式说起。一般而言，美元基金多以7+2+2的基金结构，即7年投资期，2年回报期，如果退出情况不佳，还可以再延长2年，差不多11年左右。这源于美元LP对于股权投资具有更多的耐心和更高的成熟度。

因此，美元基金多年来都持有着一层深厚的滤镜，美元LP的钱也被广泛认为是“长钱”。“美元LP比较纯粹，且一般选择支持某家GP，只要没有重大变动都会长期持续出资，他们主要以财务回报为目的、不插手、也愿意等。”在上海一家双币基金负责募资的IR赵萌透露。

但是，相比于美元基金存续期普遍10年以上的运行模式，人民币基金不会设置这么长的期限，多采用“5+2”的存续期，即5年投资期、2年退出期，必要时需管委

会同意才可适当延长。并且，人民币LP相对有更多个性化诉求，财务回报之外往往还会看重如：政府/国资LP的招商引资、跟投机会、产业协同，甚至子女培养等等。另外，人民币LP对基金的存续期的容忍度也更短。

“如果跟美元LP说基金做10年期限，他们并不会讶异，因为在他们看来做股权投资就是长周期的。但这在国内尚难实现，我接触的绝大部分人民币LP巴不得基金都是5年或7年的。如果是头部机构，能争取到8年期都算是LP很给面子了。”赵萌说。

过去在移动互联网的时代，中国VC在模式创新和流量红利中创造了不少投资神话，投一家初创企业3、5年就实现IPO的并不在少数。但在硬科技时代，科技企业相比传统互联网企业而言成长周期更长了——一家硬科技企业从成立到科技成果转化，再到符合上市要求最起码需要6-10年时间，这也意味着大部分人民币基金无法长期持有优秀企业。

当美元基金在募、投、退上光环不再，今天的中国股权投资行业轮到了人民币基金为主导的时代。于是，人民币基金期限过短的话题开始被常常谈起。

“无论是硬科技还是软科技，人民币基金都面临着出资期限太短的问题，这种存续期也很难长期去支持一个科技类的项目。

我们投的项目，即便是到了IPO，它的估值其实都不在最高点，需要上市之后再持有2—3年。但说实话，LP等不了。”北京一家创投机构的管理合伙人认为，要投技术类的项目，基金存续期足够长也尤为关键，因为以技术为核心的创业是一个需要时间和耐心的历程。

主投硬科技的北极光创投合伙人黄河也在一次分享中举例提到，对于大部分技术和制造业企业来说，海外上市退出的占少数，大部分会选择国内上市。而国内市场在没有科创板之前，从成立到上市的平均周期是12年，科创板之后，最快有5—6年上市的案例，但大部分仍然是在8—10年的范围。

而在一支基金十年的存续期内，如果是从事早期投资的，意味着哪怕是在基金成立的第一天投资一家技术企业，到企业上市、锁定期解除，大概率已经在10年以上了，更不用说在基金投资后期投资的企业。“大部分人民币基金都只有6—8年的存续时间，真正留给VC等待企业成长的时间太短了。”黄河如是说。

如诸多投资人所反馈的那样，当下，人民币基金存续期长短成为机构持续运营的掣肘之一。中国早期投资基金按“5+2”的模式很难做到成本覆盖（DPI=1），这也意味着基金给LP的回报就会受到影响，从而影响投资机构后续基金的募集等一连串效应。

人民币LP松动：

开始接受10年基金期限

那么，LP们是什么态度呢？

说起募集人民币基金，现在政府引导基金、国企和央企出资最为活跃，如今没有哪家GP不去地方引导基金“拜码头”。我们也看到一个显著的变化——政府出资比例已从过去的20%、30%上升到近80%。

但经过梳理多地的引导基金管理办法，大多数政府LP会直接指明“子基金存续期原则上不超过8年”等，允许GP期限超过10年的人民币LP堪称凤毛麟角。

“现在经常会出现一个矛盾，就是到期的基金，政府LP不愿意展期/延期，即便基金里有好项目或者甚至要IPO了也不愿意。国资LP往往希望尽快实现DPI到1，同时实现他们的其他诉求。”任职于深圳一家人民币基金的刘令向投资界表示。

“但一个基金从成立到清盘，没有10年时间很难的。过去的6+2实际上最后完成要8+2，甚至要10年以上。”他认为，一个完整的基金在中国要10—12年。

多数受访的投资人表示，人民币LP要接受10年以上的存续期限可能还有一段路要走。赵萌也认为，美元LP见惯了互联网企业多年不盈利，对风险偏好较高，这样的思维逻辑是建立在多年经验和教训的基础之上的。这点人民币LP比较难在短期内实现“质”的变化。

不过，也有一批人民币LP已经做出了改变。今年8月在清科主办的第十六届中国基金合伙人峰会

上，红杉中国合伙人浦晓燕

特别提到了她的一个观察：

人民币基金变得更加具有创新性，在产品形态上与美元基金更加接近，例如基金的存续期限变得更长。

“特别是险资、教育基金会以及成熟的母基金等相对长线的LP是可以逐步接受10年以上期限的。”深圳一家头部创投机构合伙人告诉投资界，他近期在与上海一家大LP沟通时发现，这家LP原本就只喜欢投那种3+1+1固定收益产品，但现在他们也逐步接受了7+1+1，且逐步靠向10年靠拢。

眼前创投环境正在发生变化，中国股权投资行业赚快钱越来越难了，大家逐步接受了长期资本所带来的稳定的、安全的收益回报。这也是一个商业化的选择。上述合伙人补充说，“行业虽然流动性弱，但选好了GP，稳定性、收益性基本上是有保障的。”

中科创星可能是最早一批尝试10年以上周期的人民币基金之一。起源于中科院西安光机所，中科创星2013年成立的第一支人民币基金，存续期就是9+2。这在当时全民PE的年代尤为罕见，彼时市面上大部分人民币基金主要投中后阶段，存续期多为3+2，最多到5+2。

“我们在选择LP时，最重要的是志同道合，对方要认可硬科技投资。对硬科技投资的逻辑和产业规律的尊重。我们也一直在呼吁LP和各地政府，坚持长期主义投资。”今年早些时候，中科创星合伙人郭星在媒体采访中表示。

与此
同时，多
家人民币VC基金不
约而同地向我们表达了一个相似的问题

中国创投行业还没有形成一个长期资本的形成机制，VC/PE都在等待长线资金的入场。

当前，私募股权市场上的金融机构主要有三大来源——银行理财金、保险资金以及养老金，由于这些大金融资本期限较长、资金体量大，适合做长期股权的配置。以险资来说，一直以来以配置固收债权类产品为主，但目前长期利率下行对险资获取长期回报有比较大的挑战。因此，它们需要重点配置一个长期的、能稳定回报的资产品类，这与私募股权投资的属性相吻合。

这几年东方富海董事长陈玮也一直在强调中国创投行业缺少长钱，“全球主流创投市场，LP都以长线资金为主，养老金、保险资金、退休基金、慈善基金等，而我国是以引导基金为主的LP结构。”可以说，所有VC/PE都在翘首以盼以险资、社保基金等为代表的长线资金进一步开闸。

“归根结底，GP要为LP赚到钱”

“业绩是不会骗人的，业绩足够优秀的基金，即便投资周期10年以上，终归会有人愿意买单的。”与一位LP朋友聊起这一话题时，他如实表达了自己的态度。

说到底，GP与LP谈判的筹码和底气还是——业绩。

长久以来，人们总将LP与GP之间的关系形容为“夫妻过日子”——LP给予资金支持，为前线沙场上征战的GP不断输送粮草和弹药，双方共享果实。随着时间的推移，现在大批人民币基金正在面临巨大的退出压力，此时人民币LP对于现金回报预期也达到了顶峰，等待着分红。

原本是给LP交答卷的时候，但VC/PE存续基金的退出问题却有些棘手——大多数GP无法给出一个满意的DPI，甚至LP连本金都收不回来。

“过去十年，人民币基金和从业人员数量暴涨，但能够让一个LP在存续期内将全部本金收回，还能得到不错的回报，并且持续做下来的GP凤毛麟角，尤其是在退出难的当下。”上海一位人民币LP如是说，

“几乎没有几家敢说，TA的多支基金能真真实实地关闭，能够把现金还给投资人。”

作为一个投资人，为LP赚钱是GP的天职。但当GP为LP赚钱这件事成为概率性问题，矛盾开始逐渐显现，如LP盘算着提前退出，甚至有LP开始把压缩管理费一事搬到台面上，“现在一些LP都按项目到资，管理费也快按天数计算了。”赵萌说起行业这一越来越频繁发生的现象。

我们也观察到，越来越多LP选择按实缴、实投规模付管理费，使得VC/PE靠管理费养团队的模式受到了很大的挑战。

从LP的角度来看，GP眼光不应只局限于管理费，归根结底还是要为LP赚到钱。“现在95%的GP都不赚钱，即便一支VC基金亏掉了这期LP所有的钱，但他们每年依然可以坐享基金规模百分之二到三的管理费，可以说旱涝保收。而且基金从业人员浪费的情况尤为严重，LP的钱也不是大风刮来的。”一位母基金合伙人吐槽说。

也正如我们所见，现在大多数LP不再甘心出钱做个“甩手掌柜”，他们开始冲到前面做起了直投。

“市场可能会有一时的泡沫，无论是制度性的红利也好，还是救灾时的放水，但总归会回到企业价值。不能拿LP的钱去赌未来的不可预测的泡沫。”

作为一个投资人，为LP赚钱是GP的天职，是财务性投资的第一性原理。

当下，伴随美元基金受阻，时代的聚光灯终于又一次照射在人民币基金群体之上，今年以来不管是募还是投，人民币投资都占据着主导地位。

潮起潮落，沿袭20年之久的人民币基金模式是时候要变了，而第一步，是否会从延长基金期限开始？无数从业者也翘首以盼着——真正属于人民币基金的春天，希望正在赶来。

(*文中赵萌、刘令为化名)