

《孟杨投资访谈》||| Taka Investment Consultant ||| TIC

官方网站及订阅地址: [www.20070101.com](http://www.20070101.com)

本期编号: TIC100501

所属系列: 投资机构 / 创业企业 / 其他

推荐级别: ★★☆☆☆ / 未评级

出稿时间: 2010年5月

采访编辑: 孟杨

## 蓝山投资投资总监梁刚(下)

### --趋于公司制基金的有限合伙制基金

访谈题记:



蓝山投资(蓝山投资有限公司)成立于2007年8月,由房地产和金融行业的资深人士发起创立。目前共管理两只基金,一个为成立之初的公司制基金,成立时注册资金为1亿元人民币;另一个为2010年2月募集成立的有限合伙制基金,规模为2亿元人民币。

蓝山投资公司制基金成功投资的项目有银江电子、杭州银行、杭州联合银行、财通证券等共计6个项目。其中,银江电子是浙江省第一家创业板上市企业。蓝山投资第I期有限合伙制基金近期也将有项目落单。本期

《孟杨投资访谈》来客为蓝山投资投资总监梁刚先生,下面就结合蓝山投资的两个不同性质的基金,为你揭示公司制基金和有限合伙制基金的相通与不同。

**TIC:** 恭喜蓝山投资第I期有限合伙制基金正式成立,给我们介绍一下这期基金的情况,以及与原来做公司制基金有什么不同的感觉?

**梁刚:** 谢谢。新一期的有限合伙制基金是2010年2月份成立的,总的基金规模是2亿元人民币。蓝山投资以前都是管理自己的钱,现在开始我们也要尝试管理别人的钱了。新一期基金都是定向募集的(在特定的关系圈内募集),主要是基于这几个方面的考虑吧:1)一方面我们希望蓝山投资一步一个脚印的,渐渐的向一个规范的基金管理公司的方向运作。2)我们不想把基金的规模做得太大,而是更看重给投资者的回报,回报高了,在这个行业自然就有口碑了。

我们前面3年管理的都是自己的钱,所以投资的压力并不是很大。但从现在开始就不同

了，因为要在一定的期限内给投资者以回报，所以投资的步伐要加快。新基金针对的投资方向和策略基本上和原来的公司制基金相同，定位还是做 PE 投资（私募股权投资）。

**TIC:** 先前公司制基金的规模是多少，主要投资在那几个项目里？新的有限合伙制基金的实到资金规模是多少呢？

**梁刚:** 先前成立时的公司制基金是 1 亿元人民币。目前已经全部投资完毕，共计投资了 6 个项目。其中包括 3 个金融股权类项目，分别为杭州银行、杭州联合银行和财通证券，这 3 家都是总部设在杭州的金融企业。银江电子（全称：浙江银江电子股份有限公司||股票简称：银江股份||证券代码：300020||交易市场：深圳创业板）已经创业板上市，还有一个是和和瑞控股一起投资的一家医药类电子商务公司，最后一个是在珠海和达晨创投一起投资的一家 IT 公司。

新一期的有限合伙制基金的操作比较灵活，这也是有限合伙制基金的优势所在。有限合伙制企业没有注册资金这一概念，在工商核发的营业执照上也没有注册资金这一项。针对的蓝山投资第一期有限合伙制基金采用的是承诺出资的方式，承诺出资额是 2 亿人民币，也就是说等具体项目需要进行投资的时候，各合伙人（包括法人和自然人）按照合伙协议承诺的出资比例进行出资。如果没有具体的项目，各合伙人的资金是不需要全部躺在合伙企业账户里的。

**TIC:** 这样，合伙人的资金使用效率可以得到提高，基金管理公司的增值压力也会减少一些。跟我们说说这个基金募集过程吧，我们特别想了解下公司制的基金和有限合伙制的基金有哪些不同？

**梁刚:** 蓝山投资新一期基金是采用有限合伙制的形式募集的。募集之初我们比较了公司制基金和有限合伙制基金的区别，包括两种形式的利弊。公司制毕竟是比较成熟的治理体系，对应的法律制度都比较健全。公司制创投机构可以享受优惠政策。合伙制基金可以解决双重征税的问题。有限合伙制基金可以采用刚才提到的承诺出资的形式，资金不用立即到位，这个对基金募集是很有利的，所以说针对基金募集，合伙制基金比公司制基金来的更有灵活性。

采取哪种形式取决于公司的战略规划，综合各方面的因素考虑，我们采用了有限合伙制。目前有限合伙制企业已经可以开立证券账户，证券登记不存在障碍。关于税收方面，如果有限合伙人是法人，投资收益按照企业所得税缴纳，如果有限合伙人是自然人，投资收益按照个体工商户经营所得进行征收。个体工商的税收征收标准是超过 5 万的，按照 35% 进行征收，实际上有限合伙制的基金收益很容易就超过 5 万，所以基本上就是 35% 的征收力度了。

我们还了解到，针对有限合伙制的基金，一些地方会有一些税收方面的优惠，比如上海和天津都是按照 20% 的税收向合伙人征收的。但浙江没有这样的优惠政策，至少目前没有，我们有限合伙制基金的收益分配还需要几年以后，也许那个时候就有了，但目前确实没有。

**TIC:** 有限合伙制基金和公司制基金在存续期的概念上会有很大的不同，这点会不会影响基金实际的投资组合形式？

**梁刚:** 会！一般有限合伙制基金更偏向于 Pre-IPO 的企业，主要是因为他有比较严格的存续期，国内合伙制人民币基金一般为 5-7 年左右（常规美元基金为 7-10 年），所以希望能尽量在短期内为投资人获得回报。针对相对早期企业的投资，既 VC 阶段的投资，还是公司制基金好点，因为可以长期持有，而不受存续期的限制。也正是因为存续期的原因，有限合伙制基金和公司制基金的管理团队比较，还是有限合伙制基金团队的压力来的大，他们要按既定的投资步伐完成投资，然后按既定的计划完成退出。

比如我们的公司制基金，在经济形势不好的时候，可以不投资，时间放长点也没关系。但是管理别人的钱就不同了，因为要在一定期限内给投资者对应的回报，这就有压力了，不能时间太长。虽然有限合伙制基金的存续期是 5-7 年，但最起码 5 年后就要陆续给投资者回报了。所以投资的项目不能是太早期的项目，得往后期的项目来靠，这样也更容易募集到资金。如果是做早期项目投资的，就很难募集到资金。毕竟大家对 VC 投资还不是很擅长。其实，真正做 VC 投资的并不多。

**TIC:** 如果大家都做后期项目投资，势必会造成竞争。针对 PE 投资，你觉得目前的市场竞争是怎样的状态？

**梁刚:** 这个行业竞争也是蛮激烈，私募股权投资基金有的是，但是项目是稀缺的，特别是好的项目。这些年我们也深切感受到，要募个基金并不是很困难的事情，关键是要找到那些好的项目并且投下去。基本上我们接触的 Pre-IPO 企业，他们是不缺资金的。他们引进投资者目的原因是因为上市股权结构的需要或者是上市进程中需要对应的资源辅助，这就要求投资机构能为其提供对应的增值服务。

**TIC:** 蓝山投资的有限合伙制基金为什么是定向募集（在特定的关系圈内募集）的？

**梁刚:** 这主要是依据我们对市场现状的了解和我们自身的定位决定的。浙江的民间资本很充裕，也就是说准 LP（有限合伙人）很多，但真正好的 GP（普通合伙人，一般为基金的管理合伙人）是蛮缺的，而且 LP 和 GP 之前还缺乏信任机制。根据现在的私募股权投资市

场来看，这很正常。中国的私募股权投资市场刚刚兴起，真正开始活跃的股权投资也就这两三年时间，往往基金管理公司没有很好的过往的业绩来说服投资者。据我们了解，在浙江，除了那些知名度很高的 GP 以外，绝大部分基金管理公司募集资金都是在特定的圈子里进行募集的，包括我们这次也是。



图为 蓝山投资投资总监 梁刚 先生

**TIC:** 从法律层面考虑，公司制基金对投资人的保护更系统。那么，有限合伙制基金会不会出现一些法律漏洞？

**梁刚:** 有限合伙制企业在中国还是一种新兴的组织架构，我们也是因为需要做这样的基金才开始了解有限合伙制的一些情况。但我们知道，在国际上有限合伙制的组织架构是很普遍的，针对投资人的权益保护也是很系统的，操作上同样很灵活，包括出资入股事宜和对应的激励机制，而且原则上普通合伙人承担无限责任的。长期来说，我们也要和国际接轨，治理结构也会越来越规范，我想在法律层面上不会有太大的问题，而且现在有限合伙相关的法律也出来了，应该来说已经越来越规范了。

**TIC:** 你们采用的有限合伙制企业的治理结构是怎样的？

**梁刚:** 有限合伙制企业的股东分为有限合伙人 (LP) 和普通合伙人(GP)两种类型的投资者，一般基金管理公司会普遍成为公司的普通合伙人，理所当然的进行基金投资，投资额度一般不少于一定的比例。在有限合伙制企业需要选定代表公司执行日常事务的执行合伙人，他就相当于公司制里法人代表的概念，执行合伙人都是在普通合伙人中间产生，一般就是基金管理公司自己。但相关的文件并没有说明执行合伙人只能有一个，所以我们的有限合伙制基金的执行合伙人实际上是有两个的。

依据国际上成熟的做法，GP 享有公司的决策控制权并承担无限责任，而 LP 只有有限的经营权，不构成实际意义的管理行为，就像公司制中的董事会和管理层的分离原理相类似。但针对中国目前的情况，很难做到，因为双方还缺乏信任机制。本身行业也不是很成熟，大家都处在摸索前进的阶段。LP 对 GP 的管理运作可能不是特别了解，所以他可能也不放心，毕竟钱是由 GP 来管的。所以开始的时候 LP 可能要求参与。但如果投资理念不同就会出现很多问题，浙江已经出现过这样的案例，所以理想的状态是 LP 有建议权但没有决策权。

**TIC:** 我的感觉是这样：针对 LP 和 GP 的合作关系，开始的时候大家会比较谨慎，毕竟是涉及到投资行为，而且往往有限合伙制基金的投资额度比较大。开始的时候 LP 会经常来问问，讨论讨论。如果每一期基金投资管理公司都可以为投资者带来稳定丰厚的回报，对应的基金管理和治理机制都很规范，投资者才不要来管你，有时间他们更愿意出去度个假，或者陪陪家人。

**梁刚:** 当然最理想的状态就是这样，刚才我也讲到了，毕竟专业的事情要交给专业的人来做。我建议是 LP 不要过多的干预投资管理公司的投资决策，这点还蛮关键的。

**TIC:** 公司制基金和有限合伙制基金都是针对私募股权投资类型的基金。除了基金的名称和组织构架不同，其实也有很多相通的地方，更确切的说有限合伙制基金的建立往往更靠近公司制基金的治理结构。原因有以下两点：1) 虽然有限合伙制基金原则上投资人可以很多，但从实际的运作来看，实际的投资人并不多，而且很多都有定向的关系圈。2) 往往有限合伙制基金的合伙人会向公司制企业股东一样“关心”企业的运营情况，并希望像股东一样参与公司的投资决策，似乎这样才能够心安理得。而实际上只要是合伙人大家的利益关系是绑定的，利益诉求就是相同的。

如果一个基金管理公司向准合伙人募集资金。这位合伙人经营企业本身就很成功，手里也有大量的可投资金。但他会反问基金管理公司：“把钱交给你投资和我直接进行投资有什

么不同？”。如果你遇到这样的问题，你会怎么回答？

**梁刚：**还是那句专业的事情要交给专业的人来做。的确很多 LP 在事业上都很很有成就，经营的企业也很大。但往往他们只是在某个特定的行业领域有优势，或者是在当地的资源有优势。实际上做 PE 投资是一项非常复杂的工作，需要专业的团队通过协作的形式才能够完成。首先我们有这样的专业化团队，而且我们已经有过往的业绩和比较成功的案例。最关键是我们通过这几年的投资运作，整合了各方面的资源，包括中介机构、政府部门，各个行业的顾问伙伴，所以我们是相对比较全面协调的思路和步调来做 PE 投资这件事情，也可以顺利的进行投资及投后管理的工作。其实，和 LP 之间的沟通就和找对象道理是一样的，投资理念要吻合，不然有可能形成投资分歧，比如 LP 需要的是短期套现，而我们却做了一个长期的配置，这样就会很麻烦，也很难走到一起进行长期合作。

**TIC：**那么，投资者怎么挑选合适投资管理公司？

**梁刚：**投资管理公司是名副其实的轻资产公司。挑选投资管理公司实际就是挑人，挑他这个团队。投资者可以从团队及团队里的人的过往从业经验、过往的经营业绩等方面进行考量。其实这是一件很难的事情，因为这几年针对私募股权投资的管理团队都是“新人”，由于年限的问题，大家都很难找到针对的过往业绩。另外，就是投资机构的品牌也是很重要的考虑因素。

**TIC：**你觉得投资管理公司的品牌怎么考量？现在也有很多的评选机构陆续出了很多投资机构的相关排名，你对这些排名怎么看？

**梁刚：**品牌的考量是一个综合的因素，从单点上来看都很难客观的予以评估。针对私募股权投资类的投资管理公司而言，投资回报无疑是第一考核因素。现在也有很多榜单排名，更多的是从媒体知名度、基金规模来进行考量，我觉得这其实是个误区。不应该是造势造得好、知名度高、基金盘子大就一定好的投资管理公司。更多的还是应该从投资案例着手，考核投资回报、投资理念，其次才应该是知名度和基金规模等其他方面。因为前两点都关乎到投资者的利益和投资机构的可持续发展等等。当然，这个工作有一定的难度，因为很多投资的企业并没有上市，也就没有所谓的公允价值。但即使是没上市的公司也是可以进行评估的，况且，并不是所有的退出都必须上市，或者以上市为唯一成功标准。

**TIC：**这样一来，《孟杨投资访谈》为创业者介绍不同投资机构的投资特点似乎就变得更有意义。我们也希望通过这个平台为大家介绍更多像蓝山投资这么优秀的投资机构。当然，

你们因为银江电子的投资案例，实际上已经是名声在外了。

**梁刚：**的确，很多人因为银江电子而知道蓝山投资。银江电子还是浙江省第一家创业板上市的企业，所以它的示范效应意义更大。这也是一个比较典型的投资案例，我们 07 年底投资，09 年银江电子成功上市，对于我们来说算是一个很好的过往业绩，有利于我们以后的资金管理工作。

**TIC：**在蓝山投资已经投资的 6 个项目中，从投资回报来看，最成功的是不是银江电子？

**梁刚：**我觉得是银江电子。我们是 2007 年 12 月进行投资的，当时进入的价格是 4 元/股，共计投了 500 万股，也就是 2000 万人民币。银江股份 4 月 9 日的收盘价 56.88 元，以此来计算，我们的账面收益回报是 14 倍左右。当然实际的回报并不能这么计算，因为我们至少要到今年（2010 年）10 月份才能够解禁，那个时候的股市行情也很难判断，即使解禁，我们是不是退出还要视情况而定。为了更有效率的使用资金，我们将旗下银江电子的所有股权质押给了中投信托，从而完成了资金的合理配置。

**TIC：**因为先前的项目都是由蓝山投资公司制基金进行投资的，所以不存在基金存续期因素，退出安排可以很灵活。那么，针对银江电子，你们具体的退出计划是怎么安排的？

**梁刚：**现在都还没有定，到时候要看具体情况。就目前创业板的估值来看，我们觉得创业板的泡沫是比较高的。但银江电子的发展前景我们还是比较看好的，它的交通智能化这块业务已经非常成熟，并走在全国前列，目前这种模式正逐渐在全国其他城市大力推行。而数字医疗业务因为有英特尔的技术支持确保其行业处于领先地位，而且这个领域属于新兴行业，市场前景非常大。因为自有资金的回报周期配比灵活，所以如果预期行情好，我们可能会继续持有，但可能不会增持。至于退出计划现在都不好说，因为毕竟还早呢。

**TIC：**蓝山投资的第一期合伙制基金目前有没有已经完成投资的项目？

**梁刚：**截止到现在还没有，但是马上就会有。已经有项目进入了签约阶段，近期将正式投资，可能还不止一个。

**TIC 妙语遗珠：**

梁刚/Gang Liang

- 投资管理公司的品牌也很重要
- 针对早期项目，要投资那些可以很快大规模产业化又有较高技术壁垒的项目公司。
- 投资工作就是体力和脑力结合
- 民营资本进入私募股权投资领域，最好还是委托专业的投资管理团队合作。

(把整理出稿过程中删掉的嘉宾妙语做个摘录，以飨读者!)

**TIC:** 感觉你们也是储备了一些项目，募集这一期新基金也是有备而来的。

**梁刚:** 是的，我们也是已经有项目储备才开始募集资金的，而不是先募集资金再去找项目。

**TIC:** 好像有很多投资机构都是先把拟定投资的项目装在这个基金里，再根据项目进行资金募集？

**梁刚:** 对，以项目来募集资金也是一种很好的方式，这样对 LP 也更有吸引力。

**TIC:** 可不可以给我们透入下拟定投资的项目情况？

**梁刚:** 我只能说新项目针对的行业是国家新兴战略产业里的，包括节能环保，医疗以及文化传媒等产业相关的企业。

**TIC:** 《孟杨投资访谈》感谢来客梁刚先生，希望你们的新基金可以为创业者和投资者带来更多的价值，也希望可以看到你们更多的成功案例。

蓝山投资 主要投资案例一览表					
序号	案例名称	所属行业	投资时间	持股数量	备注
1	银江电子	IT	2007	500 万股	已上市未解禁
2	杭州联合银行	银行	2002	600 万股	-
3	财通证券	证券	2008	1500 万股	-
4	杭州银行	银行	2002	-	-
填表人：蓝山投资				持股数量仅供参考	-
《孟杨投资访谈》TIC				<a href="http://www.20070101.com">www.20070101.com</a>	

申明：《孟杨投资访谈》保留本栏目所有版权，包括文字、图表、声音资料。如需转载请与《孟杨投资访谈》TIC 栏目组联系，并在授权范围内注明来源，保证作品的完整性。违反上述申明，TIC 将追究其相关法律责任。

特别鸣谢：**阿里巴巴 多方网**

TIC同步发行声音稿！欢迎致信：[TIC@TICview.com](mailto:TIC@TICview.com)

近期人物：浙江宅易购物有限公司 郎庆龙

《孟杨投资访谈》Taka Investment Consultant /TIC

倾听投资风格，挖掘投资价值。TIC! [www.20070101.com](http://www.20070101.com)

\*\*\*\*\*

**TIC 资讯：**

@ 敬请关注 蓝山投资投资总监梁刚（上）--投资与生活

@ 生活语录：有工作，更要有生活。

\*\*\*\*\*