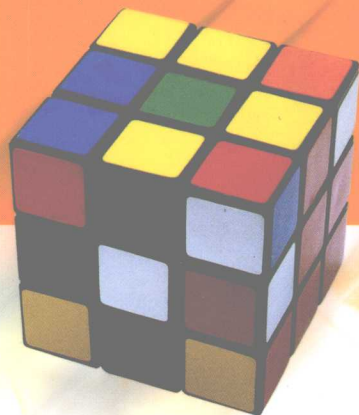


肖金泉 / 著

国际私募

—— 企业通往国际资本市场的桥梁与跳板

International Private
Equity in China



59



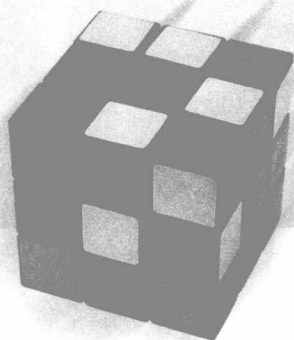
中信出版社
CHINA CITIC PRESS

肖金泉 / 著

国际私募

—— 企业通往国际资本市场的桥梁与跳板

| International Private
| Equity in China



中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

国际私募/肖金泉著. —北京: 中信出版社, 2008.6

ISBN 978-7-5086-1157-0

I. 国… II. 肖… III. 私人投资-基金-基本知识 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 046270 号

Copyright © LexisNexis 律商联讯 2008

本书版权为律商联讯所有, 侵权必究。

未经书面许可, 不得以任何形式影印或复制本书的任何部分。

国际私募

GUOJI SIMU

著 者: 肖金泉

策 划 者: 中信出版社策划中心

出 版 者: 中信出版社 (北京市朝阳区和平里十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

经 销 者: 中信联合发行有限责任公司

承 印 者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 13.5 字 数: 188 千字

版 次: 2008 年 6 月第 1 版 印 次: 2008 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-1157-0/F · 1335

定 价: 58.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。 服务热线: 010-84264000

E-mail: sales@citicpub.com

服务传真: 010-84264377

author@citicpub.com

序

进入 21 世纪以来，国际化和全球化的速度明显加快，资本的流动更是如此。资本的逐利性使它比任何时候都更容易突破国家和文化的差异，一切经济的、意识形态的纷争都不重要，获得高额回报才是资本追求的最高原则。正是在这一原则下，最近十年来国际私募资本纷纷涌入中国市场，蒙牛、百度、携程、盛大等中国企业获得的巨额私募投资让国内的企业家们羡慕不已，而这些企业创造的巨大投资回报也让全球资本市场震惊。

与这种高速发展不相匹配的是国内对私募和私募基金的研究与分析的缺乏。对很多企业 and 企业家而言，“私募”和“国际私募”始终蒙着一层神秘的面纱。作为一名多年来从事投资并购法律业务的律师，我参与了很多企业的私募融资过程，亲身体会了私募基金和企业的激烈博弈和艰难谈判后成功融资的欢欣，看到了常人难以看到的掩盖在面纱之下的私募基金的性格和脸孔，看到国内企业家们对私募基金的盲目追捧或不恰当的拒绝，也看到了急需资金的企业由于看不到自己的价值，把自己的黄金股权卖成了铁价钱。尽管我常被邀请到企业进行关于私募的讲座，但是这并不足以将我的全部知识和感受表达出来，也不足以让企业家们完全掌握私募基金的特性和国际私募的游戏规则；另一方面，当我在国外讲学之时，我发现国外资金对于进入中国市场抱有热情和踌躇的矛盾情绪。因此，与更多的读者分享我对

私募基金的认识、交流我参与私募融资交易的经验、让更多的国外基金了解中国的投资市场现状，成为我撰写本书的最初动力。

当国际私募基金刚刚进入中国的时候，资本的稀缺性让他们成为企业热烈追捧的对象。当时，能够获得私募基金的投资是企业头上耀眼的光环。经过十年的发展，无论是中国市场还是中国企业、企业家都日趋成熟和理性。在市场风云变幻的今天，人们逐渐认识到具有发展潜力的好企业和好项目比资本更加稀缺。从最初受宠若惊的欣喜中冷静下来，企业家们对于私募融资和企业长远发展有了更加深刻的思考。鉴于此，本书的另一个出发点是为企业家提供选择私募基金和进行私募融资交易的指南，推动中国企业和国际资本之间更好地整合。

在本书交付出版社之前，美国的次贷危机正在进一步扩散和恶化。美国第五大投资银行贝尔斯登公司极有可能被摩根大通以极低的惨烈价格收购，华尔街的电话几乎快被贝尔斯登员工的求职电话打爆。毋庸置疑，中国市场的“风景这边独好”将吸引更多的国际私募基金，新一轮的投资热潮即将到来。在这个你方唱罢我登场的国际资本舞台上，我真心希望本书能够为中国企业和中国企业家的成功起到哪怕是微薄的启示作用。

本书的撰写得到了多家知名企业和私募基金的大力支持，感谢他们提供的一手资料。特别感谢我的助理龚海燕，她为本书的出版做出了决定性的贡献。同时，我还要感谢律商联讯的李丹和王娟女士，正是她们的坚持和努力使本书得以迅速面世。

如同以往，我非常珍视读者对于本书的建议和看法，并期待着与读者的交流。

肖金泉

2008年5月

目 录

理论篇

第一章 走进国际私募

第一节 走进国际私募 003

- 一、从名字说起 003
- 二、私募股权投资的主要特点 011
- 三、私募股权投资和其他相关概念的区别 015

第二节 组织形态面面观 022

- 一、公司形式的私募基金 022
- 二、有限合伙形式的私募基金 024
- 三、信托形式的私募基金 026
- 四、我国私募基金的主要形式 030



第三节 生存之道路路通 032

- 一、天使投资 032
- 二、创业资本 033
- 三、并购资本 034
- 四、夹层资本 035
- 五、重振资本 037
- 六、过桥贷款 038
- 七、私人投资公开股票 039
- 八、基金的基金 041

第二章 全球私募浪潮

第一节 私募基金的全球崛起 043

第二节 私募基金在美国 047

- 一、美国私募基金发展的历史沿革 047
- 二、美国私募基金的投资主体 051
- 三、美国私募基金的运作特点 054
- 四、美国私募基金的上市潮流 055

第三节 私募基金在欧洲 058

- 一、私募基金在欧洲的整体发展 058
- 二、私募基金在英国的发展 061
- 三、私募基金在德国的发展 063

第四节 私募基金在日本 064

第五节 私募基金在台湾地区 065



第三章

世界经济舞台上的明星

- 第一节 融资新渠道的“开拓者” 067
- 一、融资对于企业发展的重要性 067
 - 二、国际资本市场的融资种类和融资渠道 069
 - 三、借鉴国外企业的融资经验 071
 - 四、一个更好的选择——国际私募 073
- 第二节 产业整合的“有利推手” 075
- 一、私募促进产业整合 076
 - 二、中国产业整合需要“借力” 079
 - 三、实战经验 080
- 第三节 资源优化配置的“高效利器” 082
- 一、私募促进资源优化配置 082
 - 二、实战经验 083
- 第四节 企业驶向国际领域的“新航线” 085

实战篇

第四章

熟悉“游戏”程序和规则

- 第一节 国际私募基金的投资程序 091
- 一、国际私募基金“几步走” 091
 - 二、国际私募基金的投资条件 095



三、私募投资的投资和治理结构 096

四、国际私募的退出方式 098

第二节 私募股权融资的重要文本 103

一、商业计划书 103

二、条款清单 106

三、投资合同中的特殊条款 110

第三节 国际私募基金的投资手段和策略 114

一、投资工具 114

二、分阶段投资的投资策略 118

三、联合投资和投资辛迪加 119

第五章

国际私募在中国

第一节 “利好”的中国大背景 120

一、改革开放以来我国经济持续发展，企业融资需求巨大 121

二、现有金融体系无法满足企业融资需求 122

三、私募基金成为企业融资的更优选择 124

四、中国投资环境日益完善 125

第二节 国际私募在我国发展的现状 127

一、国际私募在华投资额增长迅速 127

二、国际私募在我国发展的特点 130

三、私募基金在各地的发展情况 132

四、本土私募基金展开与国际私募基金的竞争 133

第三节 国际私募在中国的实战案例 135



- 一、高盛基金等投资双汇——中国企业迈向国际舞台的桥梁 135
- 二、PAG 收购好孩子——杠杆收购的典型案例 141
- 三、凯雷收购徐工——国企改制的新路径 144
- 四、联想利用私募收购 IBM——雾里看花：并购还是私募？ 150
- 五、摩根士丹利、鼎晖、英联投资蒙牛——私募促成国内行业领袖 155
- 六、英联、高盛、摩根士丹利投资太子奶——私募高手出招速战速决 160

第六章 参与各方间的博弈

第一节 企业与私募基金 164

第二节 律师在私募中的作用 165

- 一、尽职调查 165
- 二、参与商业谈判与设计交易程序 176
- 三、完成相关法律文本，协助交割 176

第三节 会计师事务所所在私募中的作用 178

附录一 国际知名私募基金及其在中国的运作

附录二 我国有关私募的法律法规

理论篇

第一章 走进国际私募

第一节 走进国际私募

一、从名字说起

“私募”在最近几年成为了炙手可热的词汇，国际私募基金大举进入我国，创造了一个又一个投资传奇，从盛大网络、无锡尚德、百度、蒙牛的上市传奇，到徐工、哈药的并购重组，国际私募基金无处不在。中国已经成为国际私募基金最活跃、最有吸引力的市场之一。根据亚洲私人股本研究中心（Centre for Asia Private Equity Research）的数据显示，2005年，外国企业在华共达成120笔私募股权投资，交易总额超过33亿美元，到2006年，外国企业在华的交易量增长至141笔，交易总额达到69亿美元。2007年6月，全球70家私募股权投资基金齐聚天津滨海新区，共带来500亿美元到中国私募股权投资市场进行深度投资。据权威机构统计，2007年一季度，17只可投资于中国的亚洲私募股权基金共实现募集资金75.64亿美元，比上年同期上涨329.5%。2007年国内的私募股权投资额保持在100亿美元以上。私募股权基金不仅投资规模越来越大，而且投资的范围越来越广、行业跨度越来越大，跨越了包括房地产、金融服务业、制造、IT、医药、电信、视频、服装在内的诸多行业。随着中国私募股权投



资的法律环境、经济环境、社会环境和人力资源环境的逐渐完善，相信会有更多的国际私募资本进入我国，从而推进我国经济更快更好的发展。另一方面，我国资本市场目前的发展水平还远远不能适应中国经济和中国企业发展的需求，要改变这种状况，我们必须积极研究和发 展私募股权基金，并将其纳入到我国要建立的多层次资本市场的体系中去，有效发挥私募股权这一高级金融投资工具的作用。这些工作的基础就是要对国际私募进行充分的研究，熟悉国际私募的操作规则，从而更加有效地引进国际私募资本，发展本土经济。

（一）私募的含义

尽管“私募”已经成为最热门的经济词汇，但是真正了解的人并不多。在人们习惯的金融监管体系下，似乎和“私”字联系在一起就有非法之嫌，就是违反法制经济原则的，因此界定私募的定义并消除人们对私募的疑虑是非常必要的。首先，私募的本质是一种融资方式，是和公募相对的概念。公募是公开向社会募集资金，通过媒体广告、发宣传材料、宣传以往业绩等方法公开向社会上的不特定人募集资金。可见，“公开”是公募的最明显特征。一般而言，公司首次公开发行上市（IPO）就是典型的利用公募的手段筹集资金。公募对于投资者没有特定的范围要求和资金实力要求，对于投资金额的要求也不高，并且都是公开进行。所以在公募的时候，筹集资金的人需要做大量的宣传，吸引广大投资者的注意力，尽量争取更多的投资者参与到公募中。私募与此正相反。通俗地说，私募就是私下秘密地向不特定人筹集资金，即私募不在公开市场上进行，也不能对社会上不特定的人进行资金筹集。有人误认为，公募是融资的最主要的甚至唯一的合法方式。事实上，我国资本市场上公开运作的上市公司不过是冰山一角，绝大部分企业都是在非公开的场合筹集资金、完成资本交易。因此，私募的重要性绝对不亚于公募，而且具有很多公募不具备的优点。

私募的具体含义有两层。第一，由于私募是非公开的募集资金，因此对投资者有范围、数量和资格上的要求。利用私募的方式筹集资



金，必须将潜在投资者确定在比较小的范围内。美国最早设定一个私募股权基金，投资者人数不能超过 100 个人，并且对投资者提出了资金实力的要求，个人投资者的年收入要求在 20 万美元以上，如果以家庭资产投资也要求达到一定的水平，机构投资者的净资产应该在 100 万美元以上。1996 年以后这个标准有所调整，对投资者的人数要求调整为 500 人以下，个人投资者的资产，特别是金融资产规模应该在 500 万美元以上。当投资者具有一定的资金实力时，他们就被推定为具有比较强的抗风险能力，并对投资风险有一定的认识，可以在投资中进行自我保护。这样一来政府对于公司信息披露的要求以及其他监管就相对弱一些。更少的政府监管和信息披露是私募受到青睐的主要原因之一。

私募的另外一个含义是在募集资金时不能借助传媒、广告等任何公开宣传的方式，而主要通过私人关系、券商、投行咨询公司的介绍获得资金。如果利用了公告传媒筹集资金，就违反了私募的法定原则。美国 1982 年的《D 条例》502 条规定，在私募发行过程中，禁止以下且不限于以下形式的广告：

1. 在任何报纸、杂志及类似媒体和通过电视、广播、计算机的传播进行任何形式的广告性宣传。

2. 通过一般性召集而召开的研讨会或其他会议。

共同基金和退休金基金等公募基金一般通过公开媒体做广告来招徕客户，而私募基金则不得利用任何传播媒体做广告宣传，其参加者主要通过获得的所谓“投资可靠消息”，或者直接认识基金管理者的形式加入，所以很多人将私募活动称为“私募基金圈子”内部的活动。这也是很多企业获得私募基金的投資都是靠熟人之间推介的原因。

英国对私募基金的传播方式也做出了明文规定和限制。在英国的《2001 年集合投资发起（豁免）条例》中，将以下人员作为可对其进行私募基金传播的对象：

1. 海外人士；
2. 以前的海外顾客（邀请加入的必须是一个海外投资计划）；
3. 曾经（12 个月之内）加入不受监管计划者；



4. 投资专家；
5. 不受监管计划的现有参与者；
6. 富有的个人；
7. 拥有高额资产的公司、非法人公司组织；
8. 熟练投资者；
9. 富有的投资者或熟练投资者的联合会；
10. 信托的发起人、受托人或其他代表；
11. 信托、遗嘱等的受益人；
12. 其他由于工作关系而能阅读此传播内容的人。

除了以上人士以外，其他人不能成为私募基金传播的对象。

纵览各国关于私募的规定，无一例外不对私募的宣传方式和宣传对象做出了严格的限制。

私募作为一种融资方式，尽管受到很多的限制，但是在我国的合法地位是毋庸置疑的。中国人民银行和中国银行业监督管理委员会多次发出通知，同意商业银行以私募的方式发行债券等。我国自 2006 年 1 月 1 日开始实施的新《证券法》规定：“非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式”。这里的“非公开发行证券”实质就是指以私募的方式发行证券。随着国际私募基金大举进入我国，私募这种融资方式一定能够在我国得到更加长足的发展。

（二）私募股权投资和私募基金

根据投资对象的不同，私募可以分为两种类型。一种私募是指私募证券投资，即向特定的投资者私下筹募资金、认购证券的私募投资。另一种私募是指私募股权投资，即向特定的投资者私下筹集资金认购公司股权（尤其是未上市公司股权）的私募投资。前者重在控制证券的市场收益，而后者重在控制企业经营的收益。PE（Private Equity）一词指的是非上市公司的股权，也被用来指投资非上市公司的股权，并以策略投资者（strategic investor）的角色积极参与投资标的的经营与改造。现在大家在使用 PE 一词时，已经扩大了其原来的含义，多数用来指私募基金或者私募股权投资。狭义的私募股权投资主



要指对已经形成一定规模并产生稳定现金流的成熟企业的投资，即将私募股权投资的投资阶段限定在公司发展成熟这个阶段。广义的私募股权投资涵盖企业首次公开发行股票之前各阶段的权益投资，包括对处于种子期、发展期或者成熟期的企业进行的投资。本书所研究的对私募股权投资是广义上的私募股权投资。

在了解完私募股权投资的基本含义后，需要了解什么是私募股权投资基金。在此之前，有必要先理清一下基金的含义。基金是一种专家管理的集合投资制度。根据组织形式的不同，可划分为契约型基金、公司型基金；根据设立方式的不同，可划分为封闭式基金、开放式基金或半开放式基金；根据投资对象划分，可划分为股票基金、货币市场基金、期权基金、房地产基金等。基金一词在我国有多种含义。作为一种大众化的信托投资工具，基金是指由基金管理公司或其他发起人发起，通过向投资者发行受益凭证，将大众手中的零散资金集中起来，委托具有专业知识和投资经验的专家进行管理和运作，由信誉良好的金融机构充当所募集资金的信托人或托管人。这种基金是与股票相对应的一种投资工具，也是基金一词最通俗的含义。现在市场上通常说的“基民”，指的就是投资这种基金的购买者。这种基金并不会对投资者做出限定性的要求，不是我们所说的严格意义上的私募股权基金。我国金融市场中常说的“地下基金”的投资本质也不是私募股权基金，而是类似于私募证券投资基金。它是私下向特定投资人募集资金进行的一种集合投资，属于我国法律监管的灰色地带。人们容易将这种基金与私募股权投资基金相混淆，实际上，二者大相径庭。

私募股权投资基金（Private Equity Fund）作为一种基金，其本质是资金的汇集，其含义与证券投资基金相去甚远。私募股权投资基金，一般是指专门成立的向具有高增长潜力的未上市企业进行股权或者准股权投资，甚至参与到被投资企业的经营管理活动的基金管理公司，这种公司在所投资企业发展成熟并上市以后通过股权转让实现资本增值。

“私募股权投资基金”这一名称通常被理解为是从事私募股权投资的主体。一方面私募股权投资基金从不特定的机构投资者和富有的个人投资者手中筹集资金（但是这并非绝对的，私募基金也有可能从