

PRIVATE EQUITY  
INVESTING IN  
EMERGING MARKETS

Opportunities for Value Creation

# 私募崛起

价值创造的另一片蓝海

[美] 罗杰·利兹 (Roger Leeds) 著  
纳迪亚·萨特莫西 (Nadiya Satyamurthy)  
韩复龄 译



机械工业出版社  
China Machine Press

PRIVATE EQUITY  
INVESTING IN  
EMERGING MARKETS

Opportunities for Value Creation

# 私募崛起

价值创造的另一片蓝海

[美] 罗杰·利兹 (Roger Leeds) 著  
纳迪亚·萨特莫西 (Nadiya Satyamurthy)  
韩复龄 译



机械工业出版社  
China Machine Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

私募崛起: 价值创造的另一片蓝海 / (美) 罗杰·利兹 (Roger Leeds), (美) 纳迪亚·萨特莫西 (Nadiya Satyamurthy) 著; 韩复龄译. —北京: 机械工业出版社, 2017.10

书名原文: Private Equity Investing in Emerging Markets: Opportunities for Value Creation

ISBN 978-7-111-58043-0

I. 私… II. ①罗… ②纳… ③韩… III. 股权-投资基金-研究 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 227846 号

本书版权登记号: 图字 01-2017-2494

Private Equity Investing in Emerging Markets: Opportunities for Value Creation.

Copyright © 2015 by Roger Leeds with Nadiya Satyamurthy.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2017 by China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 Palgrave Macmillan 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内 (不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区) 独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

## 私募崛起: 价值创造的另一片蓝海

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 施琳琳

责任校对: 殷虹

印刷: 北京瑞德印刷有限公司

版次: 2017 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 15.5

书号: ISBN 978-7-111-58043-0

定价: 59.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

新兴市场的私募行业在过去 10 年当中得到了快速的发展。私募是新兴的行业，其历史虽然只有 50 年，但却取得了令人振奋的发展。尽管目前新兴市场经济出现了各种问题，发展有所放缓，但从长期来看，新兴市场在未来将会继续保持较快的增长态势，其中印度 GDP 增速达到 8% 左右，中国 GDP 增速在 6.5% 左右，整个新兴市场区域的国家年增长率平均基本都在 4% 左右。但是发达经济体，像欧元区和美国经济增速基本在 2% 左右。虽然美国经济回暖，但其经济增速也大概保持在 3% 左右。此外，新兴市场经济总量在全球经济总量中已经占了很大比重，2015 年占全球经济的 60% 左右，并且全球 2/3 的人口都是新兴市场的人口。但是目前新兴市场私募投资的募资额和投资额在全球占的比重却很小，其中募资额在 2016 年仅占总份额的 8%，投资额仅占 6%，也就是说全球约 2/3 的人口市场实际上带来了私募融资额和投资额的不超过 8%，所以说这个份额着实太少，这是我们目前面临并需要解决的一个问题。但差距也往往意味着机遇，这说明新兴市场的私募市场存在巨大的发展空间。

中国是世界上最大的发展中国家，也是新兴市场国家的重要一员，在

过去 30 多年中经济发展取得了举世瞩目的成就，目前经济总量位居世界第二位。私募在中国的发展历史不长，但是也取得了比较大的进步。近来随着中国经济发展进入“新常态”，增速有所放缓，预计未来增速为 6% 左右。虽然增速有所放缓，但需要注意的是中国的经济体量已经是非常巨大了，目前 GDP 总量为 13 万亿美元，也就是说每年的 GDP 增量就相当于 1995 年的 GDP 总量。但是相比发达国家而言，相对于如此大的经济总量，中国的私募市场发展是明显不足的，还有很长的路要走，因此在这种背景下，有必要加强对私募业务的了解和认识。此外，中国是国际投资者比较青睐的市场之一，随着中国金融市场的发展和相关法律法规的完善，会有越来越多的投资者进入中国市场，这不仅有利于促进私募市场的发展，还能改善中国的融资结构，提高资本市场的广度和深度，从而对我国促进资本市场改革，保持资本市场的健康发展具有重要意义。

本书作者罗杰·利兹（Roger Leeds）博士是约翰·霍普金斯大学的教授，是研究新兴市场私募基金的著名学者，在世界上享有盛誉，其创立了新兴市场私募股权投资协会（EMPEA），并任第一任主席。由于工作原因，我在平常工作科研中对于中国私募业发展也有一定研究，在拜读了罗杰·利兹博士的大作后，获益匪浅。我接到出版社的翻译邀请之后，思忖再三决定将本书翻译成中文，以便让更多读者了解和学习私募业务。在本书的翻译过程中，我的硕士生孙国通、贾童书、刘晓琳、刘芷菡、黄珏也参与了翻译，做了很多工作，付出了很多心血。此外机械工业出版社华章公司也给予了大力支持，在此一并感谢。由于水平有限，难免会有些许瑕疵，欢迎读者批评指正。

韩复龄

2017 年 7 月

## 致 谢

纳迪亚·萨特莫西——新兴市场私募基金协会的高级主管，是我在写这本书的最后一年中，不可或缺的、非常得力的伙伴。她在调查、编辑和创作等方面扮演着一个非常重要的角色，并且最难能可贵的是，她始终为确保我们在正确的轨道上提供指引。她的辛勤付出、坚持不懈、坚定的领导力和才能，让我对她的感谢与感激超过了所有在本书上付出了努力的人们。

我还要感谢三个在不同时期做出了重大贡献，并且无比勤奋和聪明的研究助手：迪尔德丽·戴利、莎拉·奥罗克、迈克尔·凯西。我很自豪地说，这三个人曾是约翰·霍普金斯大学高级国际研究学院（SAIS）的学生。另外，作为 SAIS 的一员，谢里·拉索也是我非常得力的一名助手，即使在最困难的时期，她也一直用她的勤奋努力和幽默态度鼓舞着我们。

许多最初关于本书的想法是我在 21 世纪初刚刚加入 SAIS 团队时组织的一个生动的月度研讨会上萌生的。该研讨会出席者中有新兴市场私募基金投资者的鼻祖和思想领袖，之后他们很多人一直保持着亲密的同事和朋友关系，其中包括托马斯·巴里（西风管理公司）、斯科特·麦克劳德（全球环境基金）、特蕾莎·巴杰（卡尔缇卡资本）、唐纳德·罗思（EMP 全球）、

萨姆·桑托斯（达比私募基金）、罗伯特·斯蒂尔曼（小型企业援助基金）。我对他们的深刻见解表示十分感谢，很多人在后面还会继续被提到。

SAIS 研讨会的意外收获就是 2004 年 EMPEA 的创立。EMPEA 中的很多专业人士投入大量的时间和知识储备在他们的研究上，在这里特别提到他们，是因为作为新兴市场私营部门发展的引领者，他们真正了解私募基金的重要性。

毫不夸张地说，在研究过程中我采访了十几个国家的上百个人，他们都提供了宝贵的现实阐释和见解。很多人都是早前以及稍近一些时期，塑造这个行业的先锋者和经验丰富的从业者。在这些贡献自己的时间和学识的人中，我要特别感谢杰弗里·伦纳德和琼 M. 拉雷亚（全球环境基金）、保罗·弗莱彻（英联投资）、戴安娜·诺贝尔和马克 K. 戴维斯（CDC 集团）、安德烈·鲁（Ethos 私募基金）、迈克尔·卡尔维（Baring Vostok）、戴维·斯诺（Privcap）、阿里夫·纳克维、弗雷德里克·西克雷、塞夫·韦蒂韦特普莱和汤姆·斯皮奇利（Abraaj 集团）、阿尔瓦罗·贡萨尔维斯（Stratus 集团）、戴维·威尔顿（国际金融公司）、徐红江（鲲行投资）、埃利泽·马诺尔（Shirat 企业）以及奥克楚克乌·埃内拉玛（非洲资本联盟）。

在调查研究特定国家的章节部分，以下这些人付出了很多时间，给予了大量的帮助。

在肯尼亚有：迈克尔·特纳（英联投资）、罗迪·麦基恩（Anjarwalla & Khanna）、沙基尔·梅拉利和达温德·西坎德（Abraaj 集团）、乔治·奥多（Africinvest Capital 东非合作伙伴）、保罗·卡乌马（Catalyst 主要合作伙伴）、阿依斯·玛卡琴尼（Fanisi 资本）、埃利纳·布劳博尔（TBL 镜子基金）、亚历山大·奥温诺和娜米塔·沙阿（新兴资本合作伙伴）、库姆·卡瑟瑞玛（肯尼亚退休福利机构）、保罗 M. 穆萨乌拉（资本市场管理局）、肯尼

思·卡尼乌（肯尼亚 Stanlib）、米歇尔 K. 埃索梅（非洲私募基金和风险投资协会）、农尼·万吉希亚（东非风险投资协会），凯文·恩吉耐尼（国际金融公司）以及格雷厄姆·斯托科和安东尼·穆图西（EY 公司）。

在巴西有：安东尼奥·邦克里斯蒂安诺（GP 投资）、阿尔贝托·卡蒙伊斯（Stratus 集团）、卡约·拉马略、克劳迪奥 V. 富尔塔多（热图柳瓦加斯大学）、里昂纳多·佩雷拉和爱德华多·萨（巴西发展银行 -BNDES）、卡洛斯·塔德乌（FAPES 养老基金）、毛里西奥·万德莱（瓦利亚养老基金）、帕特里夏·弗雷塔斯、安德烈·博格和埃托雷·比亚乔尼（Alothon 集团）、尼克·沃拉克（Axxon 集团）、邓肯·利特尔约翰（达石）、克里斯蒂安娜·佩雷拉（圣保罗证券交易所 -BOVESPA）、伯纳多·戈梅斯（高级解决方案公司）、路易斯·弗朗西斯科 N. 维亚纳和爱德华多 B. 阿尔梅达（TMG 资本）、马库斯·雷盖拉（FIR 资本）、悉尼·沙迈赫（DGF 投资）、法维奥·马泽奥（Metrus 养老基金）、克洛维斯·莫伊雷尔（CRP 投资）、皮耶罗·米纳尔迪（Gavea 投资）、费尔南多·博格斯（凯雷集团）、小伊里尔·卡瓦略、安德烈·博格和亚历山大·萨伊格（Patria 投资）。

在中国有：赵令欢和邓喜红（弘毅投资）、奥利维亚·欧阳（中国投资有限责任公司）、张懿宸（中信资本）、方风雷（厚朴投资）、张莹（高伟绅律师事务所）、花醒鸿（博龙资产管理有限公司）、肖冰（全国社会保障基金理事会）、谢学军（赛富创业投资基金）、刘健钧（中国证监会）、倪正东（清科集团）、弗朗西斯·黄（华平投资集团）、王维航和汤进喜（中国证券投资基金业协会）、吴元芳（亚洲直接投资评论）、乔纳森·卡尔（小型企业援助基金管理公司 - 成都）、利昂·曼和约翰尼斯·舍特（中国新企创业投资企业）。

（为了最大化被调查者的坦率度，每次采访都是在严格保密的条件下进



行的，所以没有书面许可我们不会公开被调查者的姓名。)

值得特别提到和感激的是史密斯·理查森基金会，他们慷慨提供的科研补助金极大地促进了我的研究和写作，当然还有提供给我出版本书特权的帕尔格雷夫·麦克米伦。

我也从一代又一代热情聪颖的研究生身上获得了灵感和鼓舞，这些学生参加过我在哥伦比亚商学院、沃顿商学院，特别是约翰·霍普斯金大学SAIS开展的“发展中国家私募基金投资”课程，他们热情的态度、敏锐的才智和无止境的问题常常使我想起当初为什么选择做现在做的事情。另外，看着他们逐步成为新兴市场私募基金从业者也是我引以为豪的事情。谢谢你们所有人！

最后，还有一些对私募基金不是很了解但是给予了我无价的动力和鼓励的特别的人。我一辈子的好朋友迈克尔·克雷庞，他坚决不能容忍一丝关于本书能否完成的质疑；我的女儿乔安娜——我生命中闪烁的光辉，她从不问我本书进行得怎样，因为聪明敏锐的她非常了解我；还有我的妻子艾伦，要是没有她低调却不离不弃的支持，完成本书是难以想象的。就像她的一贯作风——说得很少，却默默地、始终不懈地、深情地帮助我走上正轨，从未流露出一丝怀疑，坚信本书会有问世的这一天。

**百天计划：**由私募基金与投资公司的高级管理层一起制订的大约在投资 100 天后实施的行动计划。在管理层被认为是最容易接受做重要变化的情况下，这项计划旨在概述出哪些增值举措应该在最初几个月的私募基金合伙中被执行。

**天使投资者：**一个高净值个人，通常有广泛的行业专业知识，并将自有资本投入创业起步阶段的公司。

**资产类别：**一个基于资产风险、回报和流动性特征相似度假设的金融资产分类。私募基金被单独划作一类，本书主张有一系列独特特征的新兴市场私募基金也应该被单独划为一类资产。

**信息不对称：**这是在几乎所有交易中都会出现的现象：一方（例如一个公司所有者）比另一方（例如投资者）拥有更多有关交易的信息。在私募基金中，公司管理层比投资者知道更多企业的基础操作，并可能导致投资者根据不完整或不准确的信息做出决策。

**附带权益：**从私募基金投资中获得的分配给普通合伙人的利润，通常是在有限合伙人收到他们的原始投资和协商一致的优先收益（最低预期回

报率)之后。在私募基金里标准的做法是分给普通合伙人 20% 的附带权益(也被称作业绩费)。

**投入资本：**有限合伙人和普通合伙人分配给一个特定基金的资本总量。这个词也指有限合伙合同承诺的私人股权基金资金的具体数额。

**对比分析：**一种在同行业与类似公司对比公司的历史业绩的估值方法，通常使用财务比率。

**可转换证券：**是指持有者可以在一定条件下根据公司业绩将其转换成另一种证券(通常是普通股)。可转换证券有很多种类，每种都有自己明确的权利和转换条款。

**交易流程：**资产管理者(如风险投资基金和私募基金)使用的术语，指新的投资机会的可获得性。在私募基金中，它指有可能达到基金管理人投资标准的公司。

**开发性金融机构 (DFI)：**由政府担保，为发展中国家的项目提供金融和技术支持的机构，旨在带动经济增长和发展。众所周知的重点关注私人部门的多边 DFI 有世界银行的国际金融公司 (IFC) 和欧洲复兴开发银行 (EBRD)。

**现金流贴现分析 (DCF)：**通过预测公司一段时间内的潜在现金流并将这些资金流贴现到初始投资时间来计算现值的估值方法，用来衡量未来投资的盈利能力。根据这个方法，如果贴现后现金流的现值大于最初预期的投资额，那么这个潜在的投资通常被认为是具有吸引力的。

**分配瀑布：**一种通过建立私募基金的资金分配顺序来实现投资的方法。举例而言，分配瀑布通常指定普通合伙人只能在有限合伙人收到原始投资和指定的优先回报后，从退出投资中获得收益。

**尽职调查：**对潜在投资的评估。在私募基金中，尽职调查指基金管理

人评估预期资产组合公司在运营、财务、管理方面优缺点的过程，以此来决定该公司是否满足投资标准。

**EBITDA (税息折旧及摊销前利润):** 衡量一个公司调整利息支出和税项前净收入的一般指标。

**ERISA :** 1974 年颁布的美国《雇员退休收入保障法案》对养老金计划投资活动设立了最低限度的规定，以及指出了这种投资的所得税影响。与 ERISA 关系紧密的是私募基金，因为它包含了所谓的谨慎人规则，由于其风险特征，禁止养老基金经理投资如私募基金一样的另类资产。当这条规则在 1979 年废除后，养老金基金迅速成为私募基金的主要来源，同时该行业开始了爆炸式增长。

**退出:** 指投资公司中私募基金的全部或部分股份出售，通常是通过首次公开募股、上市交易，或者出售给其他财务投资者实现。

**母基金:** 一种从机构投资者中募集资金、行使有限合伙人职能、专门投资于一定数量私募基金的投资基金。母基金通过持有包含多个有差异化战略的普通合伙人资产组合，为其投资者提供更加多样化的选择，从而使其直接投资于公司。

**普通合伙人 (GP 或基金管理人):** 一个或多个以有限合伙形式负责资本池 (基金) 日常运作的个体。在私募基金中，普通合伙人主要负责从机构投资者 (有限合伙人) 中筹集资金，辨别潜在的可投资公司，并积极监视投资组合内的公司直到退出。

**增长资本:** 用来描述少数投资于某类公司的私募基金投资术语。这类公司相对完善，寻求在营运内提高并最大化经营效率来扩大增长和盈利能力，同时拓展新产品、行业和市场。

**对冲基金:** 一个合并的投资基金，与私募基金的不同点是它着眼于证

券流动性资产的投资，而不是如私人公司等的非流动性资产。

**最低预期回报率（优先回报）：**在普通合伙人可能分享产生的利润前，有限合伙人从私募基金投资中得到的可接受的最低回报。

**首次公开募股（IPO）：**不在证券交易所名单上的公司首次向社会公众投资者出售股份。IPO 通常是私募投资基金退出的优先方案，因为它能为所有公司保留的股份提供流动性，并且一般来说，产生的财务回报最高。

**内部回报率（IRR）：**使得投资中所有未来的现金流净现值等于 0 的贴现率。一般来说，投资的内部回报率越高越具有吸引力。因此，IRR 通常被私募基金投资者用来排列他们中意的投资项目。IRR 也是投资退出时用来衡量实际财务回报的有效工具。

**机构有限合伙人协会（ILPA）：**一个在全球私募基金行业中代表有限合伙投资者利益的全球性成员驱动型非营利组织。它为参与私募基金投资的有限合伙人指导调查，从事宣传和教育活动，创造关系和协作的机会。

**机构有限合伙人协会私募基金原则：**一份由 ILPA 出版的关于指导建议和最佳实践的详细列表，以此来说明私募基金中，制约着普通合伙人和有限合伙人关系的术语和条件。这些原则着眼于普通合伙人和有限合伙人的利益调整、私募基金的治理、信息披露和透明度等关键事宜。

**杠杆收购（LBO）：**以债务融资为主的私募基金控股投资（通常占到 80% ~ 90% 的比例）。债务由收购公司产生的现金流来偿还。这种收购形式在发达市场私募基金中是很常见的，特别是在美国，但是因为难以获得这种形式的债务融资，在发展中国家中很少见。

**有限责任合伙（LLP）：**有限合伙人只需承担有限责任的一种商业合伙关系。有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任，无须承担无限连带责任。大多数私募基金采用有限合伙的形式，由基金管理人

承担无限责任。

**有限合伙人 (LP)：**有限责任合伙关系中的合伙人。在私募基金中，有限合伙人是被动投资者，同时普通合伙人负责每日基金管理。私募基金的有限合伙人大多是主要机构投资者，例如养老基金、大学捐赠、家族办公室、金融发展机构和保险公司。

**有限合伙协议 (LPA)：**一份规定了私募基金中涉及有限合伙人和普通合伙人关系和条件的法律文件，包括收费结构、最低预期回报率、附带权益、衡量投资公司退出前价值的方法和披露要求。

**管理费：**私募基金的有限合伙人给有限合伙人积极管理基金的年度补偿。管理费通常计算为基金承诺资本的百分比，由每位有限合伙人按照投资比例来支付。

**承销商：**在筹款阶段专门从事于协助普通合伙人（基金管理人）向机构投资者筹集资金的公司。

**投资组合公司：**私募基金公司投资的公司。

**谨慎人规则：**1974 年美国《雇员退休收入保障法案》的一部分，禁止养老基金管理人投资于另类和其他风险更高的资产，如私募基金。1979 年，劳动部门另做说明，称法案允许养老基金投资一部分资金给私募基金和其他相对高风险类别的资产。政府的这一举措很大程度上归功于 1980 年左右开始的私募基金大规模筹资爆炸式增长。

**二级市场：**有限合伙人对私募基金的责任市场。二级市场基金通常折价购买不需要的有限合伙人责任，并卖给其他投资者。

**战略买家：**同种行业的投资组合公司中私募基金股份的收购人，并且对公司有长期的战略利益。

**绝对多数投票权 (保护性条款或肯定的条件)：**投资意向书中对私募基

金提供特定权利的条款，规定即使私募基金是少数投资者，仍然可以支持投资组合公司管理层做出的重大决策。

**投资意向书：**一个初步无法律效益的约束力文件，勾勒出公司私募基金拟投资的条款及条件。

**贸易销售：**一种把投资组合公司中基金股份出售给战略买家的私募基金退出方式，与此相反的是首次公开募股或者回售给公司管理层（如管理层收购）。

**风险投资：**私募基金的一个子集，涉及有迅猛增长、高盈利和高回报潜能的新兴公司基金的股权投资。传统的风险投资与有前途的新公司相关联，比如像科学技术和生物技术等快速发展的部门，但是在新兴市场中，这些投资发生在广泛的领域。

## 目 录

译者序

致 谢

快速参考指南

引言 | 1

第 1 章 私募基金入门 | 15

第 2 章 私募生态：发达国家和发展中国家的鲜明对比 | 38

第 3 章 私募基金优势：可操作的价值创造 | 63

第 4 章 全球金融危机之前私募基金的业绩表现 | 91

第 5 章 后危机时代评估：新的挑战 and 机遇 | 112

第 6 章 中国：中国特色的私募股权 | 128

第 7 章 巴西：未来的国家 | 153

第 8 章 肯尼亚：前沿市场的挑战和机遇 | 178

第 9 章 透过一个朦胧的水晶球看去 | 197

注释 | 207

参考文献 | 223



## 引言

### 探索私募基金——一场私人的奥德赛之旅

可能是下意识的，自从 40 年前作为一个天真的和平组织志愿者登陆巴西时，我一直在构思本书。大学刚毕业时，我以乡下农业推广代理的身份被派往最贫穷和最遥远的一个国家工作。我这个草根最初沉浸在不发达的问题上，研究生毕业后走上了曲折的职业道路，从华尔街投资银行到世界银行的国际金融公司，又来到私募基金范围界定的私人金融部门，最终到了学术界，很荣幸可以用我几十年来不断的实践给研究生授课。

虽然乍一看这条职业道路似乎相互脱节，但有一个共同点贯穿于我几十年在公共和私人领域的工作及学术：首要关注于商业惯例、金融工具和旨在加强私人部门在发展中国家扮演促进经济增长和缓解贫困的建设性贡献者角色的公共政策。随着职业生涯的进一步深化，我的兴趣范围也越来越窄。为什么会这样？我问自己，是因为相对于发达国家，在几乎所有我走过、工作过和观察过的 100 多个新兴市场<sup>①</sup>的私人部门实施一切措施后仍然表现欠佳？

① 在本书中，“发展中国家”这一术语与“新兴市场”互换使用，“新兴市场”是由安托万·范·阿格特梅尔在 20 世纪 80 年代初提出的，之后国际金融公司（IFC）定义了一小部分相对繁荣的发展中国家（因为其公共股票市场规模而吸引国际投资者兴趣）。范·阿格特梅尔先生后来承认，他的意图是给这一特殊类别的国家附加某种威望因素。“我……想出一个听起来更积极和更振奋的词。‘第三世界’暗含停滞；‘新兴市场’暗含进步，向上有活力。”从这个温和的开始，这一术语逐渐获得了国际投资者和媒体的更广泛的接受，几乎成为所有（而不是几个具有相对发达的国内股票市场的）发展中国家的标签。对于本书，发展中国家或新兴市场是指除了西欧、美国、加拿大、以色列、澳大利亚和新西兰以外的所有市场。