

MF

MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

—— 实务类 ——

国际私募股权

INTERNATIONAL PRIVATE EQUITY

伊莱·泰莫尔 (Eli Talmor) / 著
弗洛伦·瓦斯瓦瑞 (Florin Vasvari)

郑礼生 孔维莎 丁振辉 等 / 译

本书从宏观层面全面分析了私募股权的概念作用、业绩衡量、机制渠道等内容，也从微观层面详细分析了私募股权的尽职调查、会计核算、估值方法等内容，理论与实践相结合，深入浅出地对私募股权进行了描述，是对私募股权的一次高度概括，有助于初学者掌握私募股权的基本情况，也有助于私募股权从业者、相关研究专家和其他金融行业的从业者深入研究私募股权的运作。

WILEY

 中国金融出版社



MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

—— 实务类 ——

国际私募股权

INTERNATIONAL PRIVATE EQUITY

伊莱·泰莫尔 (Eli Talmor)
弗洛伦·瓦斯瓦瑞 (Florin Vasvari) / 著

郑礼生 孔维莎 丁振辉 等 / 译



中国金融出版社

责任编辑：张翠华 崔梦婷 刘 戈

责任校对：孙 蕊

责任印制：丁淮宾

Title: International Private Equity by Eli Talmor and Florin Vasvari, ISBN: 978-0-470-97170-3

Copyright © 2011 Eli Talmor and Florin Vasvari

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

北京版权合同登记图字01-2011-6181

《国际私募股权》中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

国际私募股权 (Guójí Sīmù Chǔquán) / 泰莫尔等著; 郑礼生等译. —北京: 中国金融出版社, 2015.7.
ISBN 978-7-5049-8027-4

I. ①国… II. ①泰… III. ①私募股权—投资基金—研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 150058 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 42.75

字数 793 千

版次 2015 年 7 月第 1 版

印次 2015 年 7 月第 1 次印刷

定价 98.00 元

ISBN 978-7-5049-8027-4/F.7587

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

作者简介

Eli Talmor, 伦敦商学院教授, Collier 私募基金学会创会主席。他曾经在加利福尼亚大学(洛杉矶分校和欧文分校)、特拉维夫大学和宾夕法尼亚大学沃顿商学院担任金融学教授。Talmor 教授是一位私募股权投资领域的资深从业者,并担任多家美国和欧洲公司的董事。他还曾是非洲风险投资委员会咨询委员会委员,伦敦商学院理事会成员。他经常被邀请在世界各地的企业经理人活动中做主题演讲,就最新的私募股权事件接受国际媒体的采访。近些年来,他被英国议会邀请,为重大的私募股权投资听证会提供主要证词,同时成为英国首相办公室的咨询顾问。Talmor 教授在以色列理工大学获得学士学位,美国北卡罗来纳大学教堂山分校获得博士学位。

Florin Vasvari, 伦敦商学院会计学助理教授, Collier 私募基金学会成员。他同 Talmor 教授一起,在伦敦商学院共同讲授私募股权投资和风险投资的选修课程,同时为众多组织提供咨询。Vasvari 教授对私募股权投资和债权市场进行了大量的研究,在国际顶尖的学术杂志,如《会计研究》和《会计研究评论》上发表了多篇论文,并被国际顶级的商学院邀请进行学术交流,如芝加哥大学商学院,哥伦比亚大学商学院,沃顿商学院,麻省理工斯隆商学院,哈佛大学商学院,欧洲工商管理学院等。他是《当代会计研究》杂志的编辑,会计研究和教育中心咨询委员会委员。Vasvari 教授在多伦多大学罗特曼管理学院获得博士学位,在多伦多大学经济学院获得硕士学位。

序 言

我们曾经对私募股权这一话题所覆盖的内容之广泛而感到惊讶。几乎商业的各个方面都涉及这一核心问题——估价、会计和控制、战略、经营、融资结构、财产分配、企业家精神、监管和政府政策等。它恰好处在学术和实践的十字路口，目前这方面的文献更多的是概念性的，而且缺乏时效性。这为我们带来了挑战——同时，在理解这一主题方面也很有趣。特别是当我们在试图打破那些已被证明有效的、吸引人的、可能令人上瘾的观念时。

本书旨在为研究相关项目的学生、投资者，以及其他试图更多了解私募股权各方面的专业人士，在私募股权的主要话题方面提供一个综合性的概览。同时，也为想要得到更完整的资产类别分析的私募股权从业者提供参考。

本书是从我们在伦敦商学院的进修课程“私募股权和风险投资”发展而来的。多年来，这门课程的聚焦点向着国际化扩展，主题既反映了书本章节，也反映了案例教学。我们与伦敦专业的私募股权组织一起亲密工作，通过章节的合著获取第一手材料和直接贡献，这对本书的写作极有价值。本书的大部分是通过科勒（Collier）私募股权机构以及它的顾问团队完成的。其他贡献来自我们的学生，他们在课堂内外都提供了见解。

Dwight Poler，贝恩资本在欧洲的总裁，是我们私募股权课程的教师之一，也是我们坚定的支持者。Dwight 对本书和伦敦商学院私募股权教育的贡献是不可估量的。

我们要感谢那些与我们密切合作的私募股权合作伙伴及企业高管，他们慷慨地与我们分享宝贵的时间，并提供详细的案例材料，如交易数据、内部备忘录等，在这一过程中，他们的公司也接受我们更为严格的审查。我们要特别感谢 Yoram Amiga（Sun Power），Ted Berk（Bain Capital），Philippe Costeletos（TPG），Chris Freund（Mekong Capital），Anne Glover（Amadeus），Mounir Guen（MVision），Francesco Santinon（Aberdeen），以及在 Denham Capital, Investindustrial, Realza Capital, Swicorp 工作的合作伙伴。我们的学术同僚 Josh Lerner（哈佛商学院）也在案例收集方面作出许多贡献。在案例研究的撰写方面，我们在很大程度上依赖于那些主动承担冗杂数据收集重担的学生。他们是 Jo Coles, Benjamin Dimson, Michael Geary, Edward Gera, Richard Harvey, Enrique Ho - Fernandez, Oriol Juncosa, Ashish Kumar, Norman Lee, Geoff Leffek, Charmian Long, Al-

berto Pons, Vishal Radhakrishnan, Vijay Sachidanand, Tamara Sakovska, Thibaud Simphal, Andrew Strachan, Richard Turner, Matthias Vandepitte, Lode Van Laere, Adolfo Vinatea, Ananth Vyas Bhimavarapu。

本书主要分为三部分：基金层面、交易层面及早期投资阶段层面。每一层面又涉及许多不同主题，一些业界的领头人参与了每一个主题的讨论。他们是 Jim Strang (Jardine Capital), Anthony Cecil (KPMG), Kay Nemoto 和 John Maloney (Alix Partners), Brenlen Jinkens (Cogent Partners), Thomas Meyer (EVCA)。对于部分主题，我们同其他学者合作，他们是：Oliver Gottschalg (HEC Paris), Christoph Kaserer (Technical University Munich), Henry Lahr (University of Cambridge)。对于其他主题，现在和过去的学生给予了我们很多帮助：Mike Glossop, Sonia Katyal, Anya Kleymenova, Bjoern Koertner, William Lamain, Fardeen Nariman, Rebercca Zimmerman。Natalie Brawn (Bowmark Capital) 对本书的早期草稿提出了许多宝贵的修改意见。

私募股权 Collier 研究所从专业知识方面对本书的管理及索引提供支持。当然，同事们也不断提供好的建议，如提出编写这本教材的 Francesca Cornelli, Hans Holmen, Ann Iveson。

本书的完成得益于以高效著称的 Wiley 团队的指导。Jenny McCall 从成立之初就兴奋地加入进来，并指导了整个过程。与 Gemma Valler 和 Amy Webster 的合作也是一段令人愉快的经历。Neil Shuttlewood 专业、高效地完成了整个书稿的统筹编辑。我们欠所有参与者一声感谢。

最后同样重要的是我要感谢我们的家人，正是他们在本书辛苦的编写过程中给予我们极大的耐心和理解，才使此书得以最终出版。这本书是献给他们的。

缩 写

- ABS Asset Backed Security 资产支持证券
- ACA Angel Capital Association 天使资本协会
- ADB Asian Development Bank 亚洲开发银行
- ADIA Abu Dhabi Investment Authority 〈阿联酋〉阿布扎比投资局
- AICPA American Institute of Certified Public Accountants 美国会计师协会
- AIFM Alternative Investment Fund Manager 另类投资基金经理
- AIM Alternative Investment Market 另类投资市场
- ARPU Average Revenue Per User 每户平均收入
- ASB Accounting Standards Board 会计准则委员会
- ASCRI Asociacion Española de Entidades de Capital Riesgo (Spanish Venture Capital Association) 风险资本协会 (西班牙语)
- ASEAN Association of Southeast Asian Nations 东南亚国家联盟 (东盟)
- ATN Access Technology Now 介入技术 (意大利语)
- BBAA British Business Angels Association 英国商业天使协会
- BCC Blank Check Company 空白支票公司
- BDC Business Development Company 商业发展公司
- BEE Black Economic Empowerment 黑人经济授权
- BIMBO Buy - In Management Buy - Out 管理层收购
- BIS Business Innovation and Skills 业务创新和技能
- BRIC Brazil, Russia, India, and China 金砖四国
- BVCA British Private Equity and Venture Capital Association 英国私募股权和风险资本协会
- CAGR Compound Annual Growth Rate 复合年增长率
- CalPERS California Public Employees' Retirement System 加州公共雇员退休系统
- 统
- CAPM Capital Asset Pricing Model 资本资产定价模型
- CalSTRS California State Teachers' Retirement System 加州州立教师退休系统
- CDIF China Direct Investment Fund 中国直接投资基金
- CDO Collateralized Debt Obligation 债权抵押证券

- CEE Central and Eastern Europe 中东欧
CfE UK Capital for Enterprise UK 英国创业资本
CFO Collateralized Fund Obligation 担保基金义务
CIC China Investment Corporation 中国投资公司
CIP Carried Interest Partner 附带利益合伙人
CIS Commonwealth of Independent States 独立国家联合体, 独联体
CLO Collateralized Loan Obligation 抵押贷款契约
CNMV Comision Nacional del Mercado de Valores 全国证券市场委员会 (西班牙语)
COC Cash - On - Cash return 现金回报
COGS Cost of Goods Sold 产品销售成本
CPA Certified Public Accountant 注册会计师
CVC Corporate Venture Capital 风险资本公司
DCF Discounted Cash Flow 贴现现金流
DD Due Diligence 尽职调查
DFI Development Finance Institution 发展金融机构
DSCR Debt Service Coverage Ratio 偿债覆盖率
DVPI Distributed Value to Paid - In ratio 分布式价值支付比率
EBAN European Business Angel Network 欧洲商业天使网络
EBIT Earnings Before Interest and Taxes 息税前利润
EBITDA Earnings Before Interest, Taxes, and Amortization 调整后息税折旧摊销前利润
ECB European Central Bank 欧洲央行
ECF Enterprise Capital Fund 企业资本基金
EGFP Early Growth Funding Program 早期成长基金计划
EIB European Investment Bank 欧洲投资银行
EIS European Investment Scheme 欧洲企业投资计划
EMPEA Emerging Markets Private Equity Association 新兴市场私募股权协会
EPC Engineering Procurement and Construction 工程采购和施工
ERISA Employee Retirement Income Security Act 雇员退休收入保障法案
ESOP Employee Stock Ownership Plan 员工持股计划
ETF Exchange - Traded Funds 交易所交易基金
EIRIBOR Euro Interbank Offered Rate 欧元银行同业拆借利率
EV Enterprise Value 公司价值
EVCA European Private Equity and Venture Capital Association 欧洲私募股权

和风险资本协会

- FCF Free Cash Flow 自由现金流
- FFT Fund for Technological Fund 技术基金资金
- FMCG Fast – Moving Consumer Goods 快速消费品
- FPCR Fonds de Promotion le Capital Risque 风险投资基金推进（法语）
- FPP Full Potential Program 全能计划
- FRSSE Financial Reporting Standards for Smaller Entities 小企业财务报告准则
- FSA Financial Services Authority 金融服务局
- G&A General and Administrative 一般事务及行政
- G7 Group of Seven 七国集团
- GAAP Generally Accepted Accounting Principles 公认会计准则
- GCC Gulf Cooperation Council 海湾合作委员会
- GDP Gross Domestic Product 国内生产总值
- GLPEI Global Listed Private Equity Index 全球上市私募股权索引
- GP, General Partner 普通合伙人
- GPS, General Partner's Share 普通合伙人份额
- HCMG, Ho Chi Minh City（越南）胡志明市
- HNWI, High – Net – Worth Individul 高净值个人
- HoSE, Ho Chi Minb City Stock Exchange 胡志明市股票交易所
- HPSU, High – Potential Start Up 高潜力企业
- HR, Human Resources 人力资源
- IASB, International Accounting Standards Board 国际会计准则委员会
- ICB, Industry Classification Benchmark 行业分类基准
- ICFC, Industry and Commercial Finance Corporation 工商金融集团
- ICP, International Consumer Products 国际消费者产品
- IF, Internally Flawless 内部无瑕级（钻石纯度级别，用来形容一颗钻石在 10 倍放大镜下，内部没有瑕疵）
- IFRS, International Financial Accounting Standards 国际财务会计准则
- ILPA, International Limited Partners Association 国际有限合伙人协会
- ILPEI, International Listed Private Equity Index 国际上市私募股权指数
- IP, Intellectual Property 知识产权
- IPEV, International Private Equity and Venture 国际私募股权及风险
- IPO, Initial Public Offering 首次公开募股
- IRR, Internal Rate of Return 内部收益率
- ISCR, Interest Service Coverage Ratio 利息服务覆盖率

- JSE, Johannesburg Securities Exchange 约翰内斯堡证券交易所
- KPI, Key Performance Indicator 关键业绩指标
- LBO, Leveraged buyout 杠杆并购
- LCC, Low – Cost Country 低成本国家
- LIBOR, London Interbank Offered Rate 伦敦同业拆借利率
- LP, Limited Partner 有限合伙人
- LPA, Limited Partnership Agreement 有限合伙协议
- LPE, Listed Private Equity 上市私募股权
- LPEI, Listed Private Equity Index 上市私募股权指数
- LSIF, Labor – Sponsored Invest Fund 劳动担保投资基金
- LSVCC, Labor – Sponsored Venture Capital Corporation 劳动担保风险投资公司
- M&A, Mergers and Acquisitions 并购
- MBI, Management Buy – In 管理层购入
- MBO, Management Buy – Out 管理层收购
- MENA, Middle East and North Africa 中东和北非
- MFO, Manufacturing Footprint Optimization 制造业足迹优化
- MIRR, Modified Internal Rate of Return 修正内部收益率
- MMP, Minimum Monthly Payment 最低每月偿还债务
- MPDF, Mekong Private Sector Development Facicity 湄公河私人部门发展能力
- MSCI, Morgan Stanley Capital International 摩根士丹利国际资本
- NAV, Net Asset Value 财产净值
- NPV, Net Present Value 净现值
- NVCA, National Venture Capital Association 全国风险投资协会
- NWC, Net Working Capital 运营资本净额
- OECD, Organization for Economic Cooperation and Development, 经济合作与发展组织
- OFEX Off Exchange 自由交易所
- OTECF Oxford Technology Enterprise Capital Fund 牛津科技企业资本基金
- P/E Price to Earnings 市盈率
- PBT Profit Before Tax 税前利润
- PDI Personal Disposable Income 个人可支配收入
- PE Private Equity 私募股权
- PIK Payment In Kind 实物付款
- PIPE Private Investments in Public Equity 私募股权投资
- PME Public Market Equivalent 公开市场等价

- PPE Property Plant and Equipment 物业厂房及设备
- PPM Private Placement Memorandum 私人配置备忘录
- PPS Priority Profit Share 优先利润分配
- PSERS Public School Employees' Retirement System 公共学校雇员的退休系统
- RIC Regulated Investment Company 被监管的投资公司
- RMB Renminbi 人民币
- RVCF Regional Venture Capital Fund 区域创业投资基金
- RVPI Residual Value to Pail - In ratio 剩余价值
- SA Sociedad Anonima
- SAMA Saudi Arabian Monetary Agency 沙特阿拉伯货币机构
- SBIC Small Business Investment Company 小型商业投资公司
- SBLG Small Business Loan Guarantee 中小企业贷款担保
- SBS Small Business Service 小企业服务
- SEC Securities and Exchange Commission 证券交易管理委员会
- SG&A Selling, General and Administrative 销售, 普通员工和行政
- SGEGR Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo 社会风险资本实体的管理
- SME Small and Medium - sized Enterprise 小型和中型企业
- SOE State - Owned Enterprise 国有企业
- SPA Stock Purchase Agreement 股票认购协议
- STAC Structured Trust Acquisition Company 结构化信托收购公司
- SUIR Societe Unipersonnelle d'Investissements Risque
- SWF Sovereign Wealth Fund 主权财富基金
- TCCA Taxation of Chargeable Gains Act 1992 应税利得的税收法案 1992
- TMT Telecommunications, Media and Technology 电信, 媒体和技术
- TVPI Total Value to Paid - In ratio 总价值支付比例
- UNAIDS Joint United Nations Program on HIV AIDS 艾滋病毒联合国计划
- VAF Vietnam Azalea Fund 越南杜鹃花基金
- VAR Value Added Reseller 增值分销商
- VaR Value - at Risk 在险价值
- VC Venture Capital 风险资本
- VCT Venture Capital Trust 风险投资信托
- WHO World Health Organization 世界卫生组织
- WTO World Trade Organization 世界贸易组织

目 录

第一部分 概况和基金层面的分析

1. 引言和概述	3
2. 私募股权基金经济学	22
3. 私募股权业绩衡量	40
4. 新兴市场的股权投资	56
5. 基金尽职调查	80
6. 私募股权基金会计	109
7. 看门人（投资顾问公司）	138
8. 上市私募股权	161
9. 私募股权投资二级市场交易	177

第二部分 交易层面的分析

10. 私募股权公司的估值	195
11. 交易分析和尽职调查	223
12. 杠杆收购	242
13. 杠杆收购模型：EXCEL 的应用	268
14. 交易后的运营提升	311
15. 私募股权公司投资收获	323

第三部分 早期投资

16. 天使投资	343
17. 风险投资	361

第四部分 案例研究

18. Realza 资本	385
---------------------	-----

19. Swicorp: 2009 年在中东和北非地区的私募股权	406
20. Mekong Capital: 新兴市场私募股权中企业文化的重要性	432
21. Bloomsbury 资本: 2007 年 6 月	457
22. Edcon: 去南非购物	464
23. FiberNet 通信	484
24. Seat SpA 集团	502
25. Ducati 和 Investindustrial: 赛车出站, 冲过终点线	521
26. Styles & Wood: 零售背后的故事	540
27. 绿色太阳能: 私募股权的阳光投资	557
28. Debenhams	579
29. Optos: 值得关注	601
30. 英国企业资本: 填补中小型企业的融资缺口	620
术语表	654

第一部分

概况和基金层面的分析

1. 引言和概述^①

1.1 引言

近年来，私募股权投资增长显著。几十年间，私募股权投资活跃，所投资的公司涉及广泛的行业领域。21 世纪初以收购为主的私募股权基金的精准投资，适逢 2004—2007 年信贷市场极其充足的流动性，促成了后来一批投资的成功退出；同样地，以风险资本投资为主的私募股权基金在 90 年代末也非常成功地实现了退出。这些都极大地推动了私募投资业的发展。

在过去 20 年左右的时间里，私募股权已经发展成为具有一定规模的资产类型，在全球兼并与重组交易总量中占四分之一，在资本市场杠杆融资总额中占到一半。在上一轮经济周期时，私募股权基金发现公共资产收购项目会给投资人和管理人带来非同寻常的回报。这种私募股权的“体制化”推动了私募股权行业的实质性增长，作为“新”的投资领域，私募股权行业成为许多评论员议论的焦点。

在过去十年接近尾声的时候，私募股权行业和其他投资行业一样，也遭遇了金融危机的寒流。危机期间，尽管投资人做出的承诺投资额从历史上看还是比较高的，但是新发生的实际投资大幅下降。当时，由于经济形势不稳定，交易者可以获得的杠杆融资额明显减少，导致交易量极大萎缩。全球性的金融危机及其导致的经济萧条也使得筹资活动明显变缓。

虽然面临不少挑战，但是只有一小部分私募股权投资项目失败，这无疑令人称奇。一些私募股权所有人积极、直接地参与了公司治理，许多被投资公司因此而受益。从治理结果看，通过采取收入保护，生产提效，成本缩减，以及缩减营运资本管理等多种方法，被投资公司成功地经受住了经济下滑带来的不利影响。此外，由于商品价格较低，债权人愿意进行债务重组，加上债券市场的较高收益率等原因，又为债务再融资带来了新的机会，被投资公司的财务压力得到缓解。

的确，发展到今天，私募股权行业有可能已经成为自身成功的牺牲品。私

① 本章与就职于 Jardine Capital 的 Jim Strang 合作完成。

募股权投资在前十年最初一段时间的突出业绩必会吸引更多的资金流入，而其中一些资金用于收购资产规模大且有一定市场知名度的公司。因此，私募股权首次被带入了公共视线，并会继续受到大众的关注。在可预见的未来，私募业不但必须更要有效地与不同股东进行沟通，而且还将面临更为严格的外部审查和监管。由于市场认为私募行业进一步恶化信贷危机，加强对私募股权投资管理的呼声与日俱增。《另类投资基金管理人（AIFM）法》的出台，有可能是逐步加强管制迈出的第一步。

但是，即便私募行业面临诸多挑战（经济困境仍有可能在中期内继续困扰许多西方国家），很多业内人士仍然对私募行业的未来发展抱有很高的期望。

背景

私募股权，是资产管理行业的一个分支，主要投资于不在公开市场挂牌发行和交易的证券。私募股权投资一般通过具有有限投资期和特殊目的的基金结构来实现的，每种基金结构都根据其特定的投资策略而设立。资金投向处于不同发展阶段的各类公司，从刚起步的小公司到较为成熟的大公司。私募业参与此类投资的原因之一是，在很多情况下，一些公司虽然资金短缺，但出于各种原因，又无法从公开市场上满足其资金需求。对于向私募基金提供资金的投资人，这类投资风险较高，资产流动性较差，而且市场对其监管也很少。

大体上看，私募股权投资可以分为收购和风险资本基金。就管理费结构和存续期而言，二者组织结构相似。但是，二者的投资策略却大相径庭。收购通常投资于已经成立并且发展较为成熟的公司，而不投资于成立时间较短的小公司；在融资方式上既采取债权融资，也采取股权融资；投资规模多大于风险资本基金。风险资本基金主要投资于处于起步阶段、成立时间短以及具备高增长潜力的公司；投资中不采取债权融资。在这两种情况下，普通合伙人（或基金的管理人）一般在其所投资公司的经营管理中发挥着积极作用。他们常常在被投资公司的管理层中拥有一定的席位，监督实施共同拟定的公司治理战略规划。一般情况下，一项成功的私募投资，必须要实现其战略规划，而私募基金所有人也会在3~7年后实现退出。

私募股权基金与公开市场发行基金的主要区别是，私募股权基金的投资者对基金的所有权较为集中，并拥有更大的控制权。从本质上看，私募股权基金管理人力求对投资公司的经营管理产生一定的影响；在采取收购的投资方式下，管理人会选择最优的资本结构。投资前，他们会先进行全面的尽职调查，充分了解关于公司管理的各种观点。简单地说，与其他基金（如投资于上市股权的共同基金）相比，私募股权基金掌握的信息量更大，对投资公司的控制力更强。

从世界范围看，私募股权基金管理着大约2.5万亿美元的资产和已承诺资本，其中大部分属于收购基金（CityUK，2010）。最大的投资者是一些养老基金