



新坐标金融系列精品教材
上海财经大学公司金融系列教材

风险投资与私募股权教程

李曜 主编

张子炜 副主编



清华大学出版社

Venture capital and private equity



新坐标金融系列精品教材

风险投资与私募股权教程

李 曜 主 编
张子炜 副主编

Venture capital and private equity



清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

本书是上海财经大学金融学院“公司金融系列”教材之一。它以西方发达国家的风险投资和私募股权(VC/PE)的长期理论积淀为基础,结合中国近年来迅速发展的实践经验(如创业板开市,众多VC/PE基金成立、投资及退出的成功案例等),界定了私募股权的概念和范围、风险投资与私募股权的关系、私募股权机构和基金的关系等。在具体内容上,包含了风险投资基金的运作机制、资金来源、组织形式、被投资企业选择与投资条款、退出机制等;私募股权基金的运作机制、价值增值方式、基金收益等。本书还介绍了西方VC/PE领域的重要研究问题、经典文献及前沿进展。

本书体系完善,结构合理,具有鲜明的时代特征,是国内创业金融和私募股权领域较为领先的教材。在当前国内风险投资和私募股权如火如荼发展的时期,它既适合高等院校学生用作教材,学习掌握这一新事物,也适合创业投资企业、私募股权机构等VC/PE管理人和保险公司、工商企业等VC/PE出资人用作参考书。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

风险投资与私募股权教程/李曜主编. —北京:清华大学出版社, 2013. 1

(新坐标金融系列精品教材)

ISBN 978-7-302-30116-5

I. ①风… II. ①李… III. ①风险投资—高等学校—教材 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第217783号

责任编辑:刘志彬

封面设计:李尘工作室

责任校对:王荣静

责任印制:李红英

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦A座 邮 编:100084

社 总 机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 刷 者:北京富博印刷有限公司

装 订 者:北京市密云县京文制本装订厂

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm 印 张:18.5 插 页:1 字 数:432千字

版 次:2013年1月第1版

印 次:2013年1月第1次印刷

印 数:1~4000

定 价:38.00元

产品编号:045801-01

前 言

“风险投资与私募股权”属于创业金融(entrepreneurial finance)的范畴,是公司金融学的重要分支,也和管理学中创业学等学科有密切关联。这门课程是金融学的一个分支,是因为 VC/PE 在金融市场上发挥了金融中介的作用,沟通了特定的资金供给者和特定的资金需求者,完成了金融配置功能,提高了社会资源的配置效率。

风险投资侧重于对科技创新型中小企业的投资,狭义的私募股权主要从事传统行业、成熟企业的买断并购投资,这两类投资的共同特征是:投资的资金是面向少数特定投资者私募形成的;投资的对象是非上市公司的股权(或者将上市公司买断后成为下市的企业);在投资过程中给予价值增值,基金管理人并非仅仅提供资金,而是一种积极主动参与被投资企业的治理和管理;在一段持有期后(一般 5 年以内),基金必须退出企业。正是由于存在这些共性,从广义上说,私募股权是涵盖风险投资的。在金融投资产品的分类中,与上市股票、债券、衍生工具等相对应,风险投资和私募股权被划入“另类投资”(alternative investment)类型中。

作为一门古老而年轻的课程,“风险投资与私募股权”在西方发达国家的商学院中占据着重要的地位。

追溯其历史,十分悠久。当今世界商学院中开设“风险投资与私募股权”这门课程的,最著名、最成功的要数美国哈佛大学商学院,哈佛商学院甚至将此课程作为奠定学院基石的课程之一(参见《完美的竞赛——乔治·多里奥特传记》)。自 20 世纪四五十年代被誉为“风险投资之父”的乔治·多里奥特(Georges Doriot)将军执教于哈佛商学院,开设了这门课程之后,随着实践的发展该课程不断演变,在乔希·勒拿(Josh Lerner)教授手中正式变成了“风险投资与私募股权”,如今它已成为最受哈佛学生欢迎的课程之一。其他诸如美国的芝加哥大学、宾夕法尼亚大学、耶鲁大学、新罕布什尔大学,加拿大约克大学,英国的伦敦帝国理工学院、牛津大学以及欧洲的很多著名大学中,均开设了这门课程,并各自拥有着或多或少的该领域内的国际大牌学者。同时,开设这门课程的院校还在不断增多。

另外,西方风险投资与私募股权领域的学术文献十分丰富,高质量的论文层出不穷。在 JF、JFE、RFS、JEP、JBV、JCF 等著名刊物上,风险投资和私募股权领域的论文近年来不断涌现。之所以出现这种教学和科研的繁荣鼎盛之景象,最主要的原因还是西方该领域的实践发展很快,风险投资和私募股权在金融体系中的地位越来越重要,理论的发展终究源自于现实的需要。

反观国内,目前我国大学的商学院/金融学院中开设这门课程的并不多见(特别是从金融学角度),仅有清华大学、上海交通大学、中国人民大学、南开大学、中欧工商管理学院、长江商学院等院校近年来有师资从事相关课程教学,不过主要是偏向风险投资(VC)的教学。在教学资料方面,国内称为“风险投资学”或“创业投资学”的教材相对比较多,主要有刘曼红(中国人民大学,2011)、司春林(复旦大学,2004)等主编的该类教材。称为“私募股权”的教材尚无,不过相关著述开始逐渐增长,如凌涛(2009)、周炜(2009)等编写的相关教材。另外就是国内近年开始出现风险投资和私募股权领域的一些高质量文献。

从 2009 年开始,我们进入了该领域。2009 年 8 月到 2010 年 1 月,我作为国家留学基

风险投资与私募股权教程

金访问学者,在英国诺丁汉大学商学院“管理层收购与私募股权研究中心”(CMBOR)(现该研究中心已经整体迁入伦敦帝国理工学院)进行访问研究,潜心研读了英国和西方对管理层收购和私募股权的经典文献,并指导博士生张子炜进入该领域的研究,子炜同学后来选择了私募股权作为博士论文选题,他的博士论文《私募股权资本对创业板企业的投资行为分析:逆向选择、价值增值、策略性盈余管理》于2012年6月通过,并入选学校优秀博士论文。

在2009—2012年期间,我和子炜一起完成了私募股权与风险投资领域的一系列论文,参加了国内外的一些学术会议并获得了一些奖项。在这些知识积累的基础上,我们开始准备这本书。编写本书的目的是让该书成为一本学习、研究VC/PE领域的权威入门教材,同时又具备一定的理论衍生性。站在本书的基础上,学习者可以登堂入室,为进一步深入研究该学科的具体领域做好准备。

在书中,我们以西方发达国家的风险投资和私募股权(VC/PE)的长期理论积淀为基础,结合国内近年来迅速发展的实践(如创业板开市,众多VC/PE基金成立、投资及退出的成功案例等),界定了私募股权的概念和范围、风险投资与私募股权的关系、私募股权机构和私募股权基金的关系等。在具体内容上,包含了风险投资基金的运作机制、资金来源、组织形式、目标企业选择与投资条款设计、退出机制等;私募股权基金的运作机制、价值增值方式、基金收益等。本书还介绍了西方VC/PE领域的重要研究问题、经典文献及前沿研究进展。

另外,本书设有案例19个、专栏28个,每章附有“复习思考题”。特别是每章末附“扩展阅读文献”,对每一章内容所涉及重要的国内外经典文献做了提纲挈领式的总结和介绍,以便读者进一步提高。

我们认为,本书的主要贡献是:

- (1) 体系完整、资料比较新颖,对经典文献做了概要介绍;
- (2) 对于当前国内经济热点的创业投资、创业板、私募股权等领域的研究做了比较完善的总结,致力于教会学生风险投资和私募股权运作的主要知识;
- (3) 完善公司金融学科体系,填补国内金融学教材在这一领域的空白。

全书由李曜担任主编,负责牵头并对全书进行总增补和修订;张子炜任副主编,负责起草提纲和后续的修订工作,并进行了第一章和第十章的初稿写作;其他参加编写人员负责了各章节的初稿写作,具体分工如下:刘长俊(第二章)、朱哲(第三章、第四章)、徐莉(第五章)、彭耀民(第六章)、吴文斌(第七章、第八章)、石阳(第九章)。

我们感谢伦敦帝国理工学院的Mike Wright、英国诺丁汉大学的Louise Scholes、中国香港科技大学的刘晓蕾、美国波士顿学院的钱军、清华大学的杨之曙等。感谢上海财经大学金融学院、商学院的领导和有关同事。感谢所有对本书写作给予各种帮助和支持的人员。真诚地感谢你们!

当前国内VC/PE的发展一日千里。据投中集团提供的2002—2011年我国创业投资市场的募资情况数据,除2009年外,新募基金数和募资总额整体上一路攀升。尤其是近两年,增长幅度呈跃进式上升。2011年中外创投机构在中国内地市场共新募基金382只,募集规模282.02亿美元,均为2010年的两倍以上。另据清科研究中心统计显示,2011年完成募集的可投资于中国内地的私募股权投资基金共有235只,披露募集金额达到388.58

亿美元,刷新了历史最高纪录。

2012年以来,欧债危机悬而未决,发达国家经济停滞不前,众多中小企业面临资金链趋紧和业绩增长乏力的困境,中国企业出境并购迎来新契机。未来数年中,国内企业将增加海外并购,从资源导向型逐渐向技术、渠道、品牌导向型延伸,民营企业在其中将逐渐占据重要地位。各行业的“十二五”规划出台后,国内钢铁、水泥、煤炭、运输等行业的产业集中度也将通过更为活跃的并购活动实现提升。

因此,展望未来中国的风险投资与私募股权行业,将迎来重要的发展机遇,同时也将步入转型期——暴利时代结束、行业回归理性发展。VC/PE的投资策略、竞争格局都将面临改变,私募股权市场自身的重组将加速。

我们深信,在未来的这一过程中,社会各界(不限于高等院校师生)将有大量对风险投资和私募股权运作机制和知识的需求,本书的出版正合时宜。当然我们欢迎读者在阅读、教学使用中关于对本书的任何疑问、批评、指正意见发送给我,邮箱为:liyao@shufe.edu.cn,以为再版做准备。

李 曜

2012年8月1日

目 录

第一章 私募股权基金概述	1
第一节 私募股权基金的定义	1
第二节 私募股权基金的分类	4
第三节 私募股权基金与证券投资基金、对冲基金	32
本章小结	37
基本概念	38
复习思考题	38
扩展阅读文献	38
第二章 风险投资概述	40
第一节 风险投资的含义	40
第二节 风险投资的特征	45
第三节 风险投资的产生与发展	49
本章小结	59
基本概念	60
复习思考题	60
扩展阅读文献	60
第三章 风险投资机构及其组织形式	62
第一节 风险投资机构在 VC 体系中的重要性	62
第二节 风险投资机构的主要类型	64
第三节 风险投资机构的组织形式	71
第四节 有限合伙协议的主要特征	77
第五节 有限合伙制在我国风险投资业中的发展	84
本章小结	86
基本概念	86
复习思考题	86
扩展阅读文献	87
第四章 风险投资的资金来源及其影响因素	88
第一节 风险投资的主要资金来源	88
第二节 影响风险资本供给的因素	98
本章小结	105
基本概念	105

风险投资与私募股权教程

复习思考题	105
扩展阅读文献	105
第五章 风险投资的项目选择、交易设计和管理监控	107
第一节 商业计划书	107
第二节 企业估值	114
第三节 双向选择标准	120
第四节 风险投资交易合同的主要条款内容	127
第五节 管理监控	137
本章小结	141
基本概念	141
复习思考题	141
扩展阅读文献	141
第六章 风险投资的退出	143
第一节 风险投资退出机制	143
第二节 创业板市场	154
本章小结	163
基本概念	163
复习思考题	163
扩展阅读文献	164
第七章 私募股权基金	166
第一节 私募股权基金的概念与业务特征	166
第二节 私募股权基金的组织结构	171
第三节 西方私募股权基金的历史	175
本章小结	191
基本概念	192
复习思考题	192
扩展阅读文献	192
第八章 私募股权基金的运作机制	194
第一节 PE 基金的资金来源	194
第二节 PE 基金的组织形式	194
第三节 PE 基金的投资决策和交易安排	196
第四节 PE 基金的退出	212
本章小结	217
基本概念	217

复习思考题	218
扩展阅读文献	218
第九章 私募股权基金的价值增值方法与基金业绩	220
第一节 PE 对企业价值的影响	220
第二节 PE 基金的业绩	230
本章小结	244
基本概念	244
复习思考题	244
扩展阅读文献	245
第十章 中国风险投资与私募股权的现状与未来	247
第一节 中国风险投资与私募股权的发展历史	247
第二节 当前我国风险投资与私募股权的特征	253
第三节 我国关于风险投资与私募股权的法律政策	261
第四节 中国风险投资与私募股权经典投资案例	269
本章小结	282
基本概念	283
复习思考题	283
扩展阅读文献	283

第一章 私募股权基金概述

第一节 私募股权基金的定义

目前,国内学术界对于私募股权基金(private equity fund, PE)的定义甚至翻译^①存在着争议,这主要是由于国内外理论文献存在着模糊交叉的地方。为了明晰概念,本书首先对私募股权(private equity, PE)的概念和含义进行剖析。

一、私募股权

由于私募股权、私募股权资本、私募股权投资是一个过程的三个方面,三者常常均被简称为“PE”,对于“PE”的定义,国内理论界和实务界并没有给出一个统一的界定。

维基百科(Wikipedia)的定义是:“私募股权”指由未上市公司的权益证券组成的一类资产。“私募股权投资”指私募股权机构、风险投资机构、天使投资者等根据各自不同的战略定位、偏好及投资策略投资于特定的目标公司,进行开发新产品、促进公司扩张成长或者重组业务、调整管理层或资本结构等。私募股权最常见的类型包括:杠杆收购资本、风险投资、成长资本、天使投资以及夹层投资等。在典型的杠杆收购交易中,私募股权机构买断一个已存在多年的成熟公司的控制权,这不同于风险资本或成长资本的投资。风险资本往往投资于年轻的新兴公司,并且很少会取得公司控制权。

英国私募股权和风险资本协会(british private equity and venture capital association, BVCA^②)的定义是:私募股权指为换取在具有高增长潜力的非挂牌交易公司的股权权益而提供的中期到长期的融资。并进一步解释为:在欧洲,有人用风险资本涵盖所有未上市股权阶段的投资,即风险资本等同于私募股权;而在美国,风险资本仅指对处在早期和扩张期企业的投资。

欧洲私募股权和风险资本协会(european private equity and venture capital associa-

^① 目前为止,国内学者对于“Private Equity”的翻译仍存在争议:如盛立军(2003)从创业企业家选择战略投资者的角度看待 Private Equity,认为私募(private placement)是相对于公募(public offering)而言的,私募的对象是机构投资者(主要包括保险公司、资产管理公司等财务投资者),因而应当翻译为“私募股权”。但王燕辉(2009)认为这实际上混淆了看问题的角度,国外机构和学者是从投资者的角度来定义,Private Equity 对应的应该是 Public Equity,因此翻译成“私人股权”从意思上更加准确。然而随着 Private Equity 的发展,Private Equity Fund 越来越多地投资于公众公司股权,甚至出现了专门投资上市公司股权的 PIPE 投资(Private Investment in Public Equity)。所以,无论哪种翻译,都未能仅从字面上涵盖 Private Equity 的实际内容。本书按照国内目前采用较为广泛的“私募股权”来指称 Private Equity (如吴晓灵,2007;黄亚玲,2009;李曜,2010等)。

^② BVCA 以及下文中提到的 EVCA 及 NVCA 均为世界著名的风险投资协会组织,详细介绍请参见本书第三章专栏内容。关于这里提到的各组织的定义,读者可以参阅各组织网站。

风险投资与私募股权教程

tion, EVCA)的定义是:私募股权包括所有非上市交易的权益资本,它可以用于研发新产品和新科技、增加运营资本、进行收购或是改善企业的财务状况,它还能够解决所有权继承与管理层激励等方面的问题,如家族企业的股权传承、管理层收购。

美国风险投资协会(national venture capital association, NVCA)并未给出私募股权的定义,但明确指出,私募股权资本划分为风险资本、收购基金和夹层投资三种,风险资本是广义私募股权概念的一个子类。风险投资专注于投资年轻的、快速成长的私人企业,收购基金和夹层投资则投资于更加成熟的企业。作为该领域的权威学者之一,美国哈佛大学商学院教授 Lerner(2002)^①认为:如果将经济系统中投资于企业的权益资本按是否可以在公开市场上自由交易这个标准来划分,存在可公开交易和不可公开交易的权益资本两种类型,后者就是私募股权。它是指不必经过证券交易监管机构审批登记的、在私人及各金融或非金融机构之间交易的权益资本。这部分权益资本包括非上市公司的权益资本、上市公司非公开交易的权益资本、未在证券交易所登记或因其他规定不能公开上市交易的股票等。

本书试图从适合教学的角度给出若干相对明确的定义,但正如著名的风险投资与私募股权研究领域专家、瑞典隆德大学教授 Landstrom(2009)在其《风险投资研究工具书》一书中所称,“这个领域如此贴近现实并如此迅速发展,以至于‘风险投资(私募股权)’领域的特征就是定义不明确以及围绕核心概念的混淆”。因此,我们的定义只是一种努力尝试。本书的具体定义如下:

私募股权(private equity)指不在公开证券市场发行或交易的公司股权,对应于公众股权(public equity)。

私募股权投资(private equity investments)指对不在公开市场发行交易的股权或其他资产进行投资。由于私募股权通常没有交易市场,投资者需要私下寻找买家和卖家,而且法律上还存在诸多关于私募股权交易的限制,从投资私募股权到变现退出、获得回报需要更长的时间,也意味着更大的不确定性。因此私募股权投资者通常期望获得比公募股权(股票)或其他公开交易证券等更高的回报。私募股权投资形式包括风险资本(venture capital, VC)、杠杆收购(leveraged buyout, LBO)等。

二、私募股权基金

维基百科对“私募股权基金”的定义为:是一种集合投资计划,根据私募股权的投资策略投资于各种股权(和少许债权)的有价证券。私募股权基金通常采用有限合伙制,有固定期限,一般为10年(通常可以延展)。基金由专门的私募股权公司的投资专家筹集并管理。通常情况下,一个私募股权公司将管理一系列不同的私募股权投资基金,并且会每隔3~5年(当前期基金投资完毕后)尝试募集新基金。

欧洲私募股权和风险资本协会的定义是:“私募股权基金”是投资者投资于未上市公司股权或与股权相关证券的集合投资工具,基金的组织形式可以是公司,也可以是非法人的有限合作制企业。

^① Lerner, J., “When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective ‘public venture capital’ programmes”, *The Economic Journal*, 2002, pp. 112, 73~84.

作为金融监管机构的代表性观点,美国《联邦银行监管条例》对私募股权基金是这样界定的:业务方向限于投资金融或非金融公司的股权、资产或者其他所有者权益,并确定将在未来出售或以其他方式处置;不直接经营任何工业或商业业务;任何一位股东(金融控股公司、董事、经理、雇员或者其他股东)所持有的股份都不超过25%;最长持续期限不超过15年;并非出于规避金融控股监管条例或其他商业银行投资条例目的而设立。

作为学者和实务界人士的观点,我们罗列了部分定义如下:

托马斯·梅耶尔(2005)强调了私募股权基金的中介作用,认为私募股权基金是未注册的投资中介,通过该投资中介,投资者(有限合伙人)投资于非上市公司。投资专家比如风险投资家或并购投资家(作为普通合伙人或基金管理者)管理这些基金。

李斌、冯兵(2007)^①认为,私募股权基金指成立专门的基金管理公司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活动中,待所投资企业发育成熟后通过股权转让实现资本增值。广义的PE是指涵盖企业在首次公开发行股票(IPO)前各阶段的权益投资,即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和IPO前期等各个阶段的企业所进行的投资。狭义的PE主要指对已经形成一定规模的并产生稳定现金流的成熟企业的投资,该类私募股权投资主要是收购基金和夹层资本。

吴晓灵(2007)^②把私募股权基金定义为:以非上市企业为主要投资对象各类创业投资基金或产业投资基金。她认为,私募股权基金实际上是主要投资于未上市的企业股权,它将伴随企业成长阶段和发展过程而培育公开上市的企业资源。私募股权对企业早期、成长期和扩展期都发挥着比较大的作用。

王燕辉(2009)^③认为,私募股权基金是指专门从事私人企业(非上市公司)或可能进行私有化的上市公司股权或与股权相关的债权投资的封闭型私募集合投资工具。这个概念实际上关注了私募股权交易结构中使用可转换债券和其他次级债、收购上市公司并将其私有化^④等私募股权投资范畴的投资形式。

黄亚玲(2009)^④认为,私募股权基金指对非上市企业采取权益类方式投资的私募基金,在投资决策前会谨慎筛选并在投资后通过退出实现权益价值增值。

从上述观点中可以看出PE基金至少具备以下3个特点:一是投资标的是未上市权益资本或上市公司非公开交易的权益资本;二是通过参与并影响公司的治理结构、企业战略、人力资源、经营活动、营销等诸多方面从而提升公司价值;三是最终目的是通过退出获得财务增值收益。因此,本书对PE基金的定义如下:

“私募股权基金”(private equity funds)指由专业管理者发起的、以非上市公司或上市公司的私募股权为对象进行组合投资,意图影响目标公司的治理结构和经营活动,实现目标公司价值的创造与提升,并最终通过退出实现财务增值的封闭型集合投资工具。根据投资阶段的不同,可以分为风险投资基金、收购基金等。因为风险投资在起源、运作手

① 李斌,冯兵. 私募股权基金:中国机会. 北京:中国经济出版社,2007.

② 吴晓灵. 发展私募股权基金需要研究的几个问题. 中国企业家,2007(3).

③ 上市公司私有化(privatization)又被称为PTP交易(public to private),是将一个公众持股的上市公司经私募股权机构收购后,变为由私募股权机构一家或少数几家投资者(例如,该企业管理层)持股的私人公司。

④ 黄亚玲. 论私募股权基金杠杆收购与债券市场的发展. 国际金融研究,2009(8).

风险投资与私募股权教程

法、投资规模等方面存在较为显著的不同,一般狭义的私募股权基金概念不包括风险投资基金。

私募股权基金的投资阶段分类如图 1-1 所示。

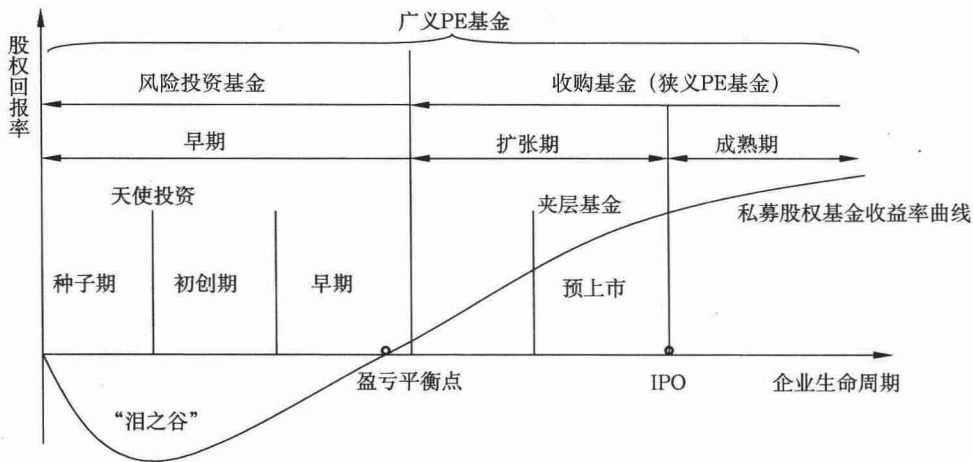


图 1-1 私募股权基金的投资阶段分类

注:该图表示私募股权基金的投资收益率随着被投资企业生命周期的变化规律。

第二节 私募股权基金的分类

广义的私募股权基金包括收购基金(buyout fund)和风险投资(venture capital)两部分,本书将从各个方面对这两种不同类型的基金进行介绍。尽管在现实中,很多机构同时涉足于这两种业务,但有必要从概念上对两者进行区分。详见表 1-1。

表 1-1 收购基金和风险投资的划分

	风 险 投 资	收 购 基 金
基金价值	低	高,有时可达数十亿美元
杠杆	从不或较少向银行举债	总是向银行举债
投资组合中的目标公司	新公司甚至是处于组建中的公司;目标公司很少盈利;处于发展成长状态;一般属于新科技行业	通常是已成立的成熟公司;目标公司的盈利水平至关重要;可以与高科技行业毫不相干
投资方式	只取得少量股权,只有在触发对赌协议或重新募集资本时才会有公司控制权问题	通常会实现控股或联合控股
估值方法	评估很大程度上取决于风险投资家的技能和经验	依据财务金融理论中的资本预算规则评估(例如,IRR)
管理人	风险投资家通常是曾经成功的企业家或者拥有特定行业技能的专家	基金管理者通常具有财务、投资银行或企业管理背景

资料来源:John Wiley & Sons Ltd.,"Private Equity as an Asset Class",Guy Fraser-Sampson,2007 C107567.

一、私募股权基金^①

(一) 私募股权基金的组织结构

私募股权基金可以采取契约型(信托型)、公司型、合伙型等多种组织形式。

契约型基金是基于一定的契约原理、通过书面合同组织起来的基金。其缺点是契约各方的权利义务可能存在法律调整的空白之处,容易产生纠纷,并导致契约关系的不稳定。信托型基金是一种具体的契约型基金,通常引入专业的私募股权投资公司作为受托人,受投资者委托进行股权投资并行使投资者权利。投资人和受托人的权利义务关系受《信托法》和《合同法》等法律、法规约束。契约型基金的一个主要缺点是可能由于委托人和受托人之间的代理成本而产生受托人的道德风险。

公司型基金是投资人出资,按照《公司法》组成法人实体进行投资的基金。公司型基金的主要缺点有两个:一是可能产生双重税收,即在公司层面发生营业税和公司所得税以及在投资者层面发生个人所得税等双重税收;二是公司制企业的股东人数受限制。

合伙型基金是由投资人和管理人共同出资组建的基金。在私募股权投资发达的欧美国家,合伙型组织形式被大多数私募股权基金所采用,逐渐发展成目前占主导地位的“有限合伙制”。

与普通合伙制不同的是,有限合伙制运用激励约束机制,严格区分了普通合伙人(General Partner, GP)与有限合伙人(Limited Partner, LP)的权利和义务。有限合伙人(投资人)包括公共和私人养老基金、捐赠基金、基金的基金、保险公司、富有的个人等,负责基金绝大部分的出资并获得大部分的投资收益,但只对自身投资负有限责任。普通合伙人(管理人)即私募股权投资机构,一般认购1%的基金份额并对合伙企业或基金的债务承担无限责任;另外,管理人负责基金投资的日常运作,在运营过程中享有充分的经营自主权,并且可以根据合伙协议获得大大超过其投资份额的投资收益。普通合伙人的收益一般分为以下三个部分:

(1) 获取年度管理费(management fee),为基金资产的一个固定百分比,如年度管理费率为2%。

(2) 获取基金利润回报的一部分,一般为20%,这被称为“分享收益”(carried interest)。一般是按整个基金的收益来收取的,只有在基金的项目结束、实现利润时才能分享。^②

(3) 有些普通合伙人还要求被投资企业支付监督费用(monitoring fee),一般这种费用由普通合伙人和有限合伙人对半均分。

一般情况下,有限合伙制私募股权基金的合伙合约(covenants)具有以下四个特征:

(1) 基金必须有一个明确的结束期限。也即基金有一个固定的封闭期,一般为10年,

^① 为了使读者能够区分两组概念,同时使我们的描述符合习惯,本书除了在第一章节中采用私募股权基金的广义概念外,其他章节所提到私募股权(或PE)均采用狭义概念。

^② 在当前私募股权行业的主流做法是按照整个基金收益来提取分享收益(carried interest),一般还会设置一个“门槛收益率”(hurdle rate),基金的收益率只有超过门槛收益率,管理人才能提取分享收益。以往私募股权行业曾按照基金的每个投资项目提取分享收益,但目前这种做法已经逐渐被替代。

风险投资与私募股权投资教程

但可以最多延长 2~3 年。基金管理人一般用 5 年的时间进行投资,然后用 5~8 年的时间进行回收投资。

(2) 所有合伙人的出资份额不能转让和买卖。有限合伙人有一个承诺出资总额,按时间分段出资到位。在基金成立的时候,一般出资 25%~33%,其余资金按事先约定的时间或由管理人通知逐步到位。若有限合伙人违反约定,则会遭受处罚。

(3) 在基金期限到期之前,各方合伙人不得撤出。

(4) 有限合伙人承诺出资后,对普通合伙人的投资管理不过问,只以出资额为限承担有限责任。普通合伙人进行基金管理,并承担无限责任。

(二) 私募股权基金的操作流程

1. 基金的策划

(1) 分析市场机会:主要看是否存在足够多的潜在投资对象、是否存在通畅的退出渠道。

(2) 构建管理团队:PE 基金是人的事业,能否充分发现和利用市场机会,关键取决于有没有能够驾驭市场机会、实现投资目标的人才。

(3) 制定投资战略。

(4) 储备投资项目:通常最好的做法是在基金策划时,管理团队已经有备选的投资项目。这些项目符合基金的投资战略,并且所需资金与拟设基金的规模相匹配。

(5) 商业计划书:将策划的主要内容体现在商业计划书上面,这是基金募集时的主要法律文件——基金私募合同或有限合伙协议的基础,因此要能体现团队最大的优势和亮点。

2. 资金的募集和设立

(1) 基金私募备忘录:基金私募备忘录是为向潜在投资者介绍拟成立的有限合伙制基金的具体细节而准备的正式文件。备忘录一般会包括一个条款执行摘要,便于潜在投资者了解基金的拟投资情况,同时亦提供了对该基金主要条款的介绍。当然备忘录将进一步受到基金合伙协议条款的约束。

备忘录的主要条款摘要一般会包括:基金的目的、基金的存续时间和规模、每个投资者最低出资承诺和出资期限、普通合伙人的出资承诺、投资理念和投资战略、管理费、税负分配、利润和损益分配、潜在风险、适用的法律、法规等。

(2) 市场环境与时:市场环境好时,即使不具备投资经验和能力的基金也能得到融资;而市场环境变差时,即使拥有优良历史业绩的团队募集资金也不容易。

(3) 营销途径:主要是机构投资者,包括公共和私人养老基金、捐赠基金、基金的基金、保险公司等,当然也包括富有的个人。

(4) 基金合同或有限合伙协议或公司章程:主要是安排管理者和投资者签订基金成立的正式法律文件。基金合同(信托模式下)、有限合伙协议(合伙模式下)、公司章程(公司制模式下)由基金参与各方——基金投资者、管理人、托管机构等签订,成为正式的法律文件,其主要内容为基金私募备忘录的正式版本。

3. 项目筛选

由于私募股权投资期限长、流动性低,投资者为了控制风险通常对投资对象设定以下

要求:

(1) 优质的管理。优质的管理对不参与企业管理的私募股权投资者来说尤其重要。

(2) 至少有2~3年良好的经营记录、有潜在的成长性和巨大的潜在市场、有令人信服的发展战略规划,核心是能提供稳定的现金流。

(3) 行业和企业规模的要求。不同的私募股权投资者对行业和规模的侧重各有不同,一般会从投资组合分散风险的角度来考察某项投资对其投资组合的意义。

(4) 估值和预期投资回报的要求。由于投资标的股权不像在公开市场那么容易退出,私募股权投资者对预期投资回报的要求比较高,至少要高于投资同行业上市公司的回报率。

(5) 若干年后上市的可能性,一般私募股权投资者在进入之时就必须考虑退出,而上市是首先考虑的退出形式。

4. 尽职调查

尽职调查(due diligence),也称谨慎性调查,是指私募股权投资者在与目标企业达成初步合作意向后,经协商一致,投资者对目标企业一切与本次投资有关的事项进行现场调查、资料分析的一系列活动,主要包括财务尽职调查和法律尽职调查。

(1) 财务尽职调查

财务尽职调查指由财务专业人员针对目标企业中与投资有关的财务状况的审阅及分析等,具体而言包括被投资企业会计主体的基本情况、财务组织、薪酬制度、会计政策以及税费政策等方面。在调查过程中,财务专业人员一般会用到以下一些基本方法:

① 审阅。通过对财务报表及其他财务资料审阅,发现关键及重大财务因素。

② 分析性程序。通过对各种渠道获得的资料进行趋势分析、结构分析等,发现异常及重大问题。

③ 访谈。与企业内部各层级管理人员和各职能人员以及中介机构(会计师事务所等)进行充分沟通。

④ 小组内部沟通。私募股权的调查小组成员来自不同背景及专业,其相互沟通也是达成调查目的的方法。

由于财务尽职调查与一般审计的目的不同,因此财务尽职调查一般不采用函证、实物盘点、数据复算等财务审计方法,而更多使用趋势分析、结构分析等分析工具。财务尽职调查可以充分揭示企业的财务风险或危机;分析企业盈利能力、现金流量,预测企业的未来前景。私募股权机构了解预备投资企业的资产负债、内部控制、经营管理的真实情况,是下一步投资及整合方案设计、交易谈判、投资决策不可或缺的基础。

(2) 法律尽职调查

法律尽职调查主要包括下列几点:

① 被投资企业章程中的各项条款。尤其对重要的决定(如增资、合并或资产出售须经持有多少比例以上股权的股东同意才能进行的规定)要予以充分的注意,以避免收购过程中受到阻碍;应注意章程中是否有特别投票权的规定和限制(如规定了某位股东在某项事项上的一票否决权等);应对股东大会及董事会的会议记录加以审查。

② 被投资企业主要财产情况。了解其所有权归属、对外投资情况及公司财产投保范围。该公司若有租赁资产则应注意租赁对收购后的运营是否有利。

风险投资与私募股权教程

③ 被投资企业全部的对外书面合同。包括知识产权许可或转让、租赁、代理、借贷、技术授权等重要合同。特别注意在控制权改变后合同是否能够继续有效。在债务方面,审查被投资企业的一切债务关系,注意其偿还期限、利率及债权人对收购行为是否有限制。其他问题如公司与供应商或代理销售商之间的权利义务、公司与员工之间的雇佣合同及有关工资福利待遇的规定等也须予以注意。

④ 被投资企业过去所涉及的以及将来可能涉及的诉讼案件。弄清这些诉讼案件是否会影响到目前和将来的利益。

在收购前,私募股权基金通过商业计划书及项目初审可以获得一些信息,但缺少被投资企业的详细资料。通过实施尽职调查可以弥补私募股权基金与企业家在信息上的不对称,并使得私募股权机构了解拟投资企业存在哪些风险,承担这些风险将成为未来双方在谈判收购价格时的重要内容。若发现企业的风险难以承担时,私募股权基金可能会主动放弃投资行为。

5. 目标企业价值评估

企业价值评估的目标是通过合理的评估方法确定企业的内在价值(intrinsic value)或称公允价值(fair market value)^①。这是基金投资中最重要的环节之一,企业估值是决定交易价格的基础,并对投资收益有着决定性的影响。估值的一般方法有:

(1) 收益法(income approach)

收益法是通过将企业预期收益资本化或折现以确定企业价值的估值方法,也是最常用的资产定价方法之一。

(2) 市场法(market approach)

市场法是将估值对象与可作参考的同类企业在市场上已有的相似交易案例等进行比较,以确定估值对象价值的方法。

(3) 资产基础法或成本法(asset-based approach or cost approach)

资产基础法或成本法是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上,将企业的全部资产和负债进行加总,从而确定估值对象价值的方法。

(4) 实物期权法(real options approach)

实物期权是指以金融期权为参照,为企业管理者提供了如何在不确定性环境下进行战略投资决策的思路和方法。企业投资项目的价值来自于目前企业所拥有资产的使用,再加上一个对未来投资机会的选择权价值。

6. 交易设计

经过投资决策确定要对目标企业投资之后,即着手安排投资方案。方案设计包括估值定价、确定合同条款清单、进入企业后的董事会席位、否决权和其他公司治理问题、税收安排、退出策略、提交投资委员会审批等步骤。由于投资方和引资方的出发点和利益不同,双方经常在估值和合同条款清单的谈判中产生分歧。解决这些分歧的技术要求高,所以不仅需要谈判技巧,还需要会计师和律师等中介机构的协助。另外,PE投资者一般不会一次性注入所有投资,而是采取分期投入的方式,每次投资以企业达到事先设定的目标(如财务指

^① 内在价值与公允价值这两个概念并无实质区别,前者主要是从经济学意义上所指,后者主要是会计学上的一个概念。