

WILEY FINANCE



[英] 托马斯·梅耶尔
[英] 皮埃尔·依维斯·马森内特 / 著
程凤朝 / 等译

超越J曲线

私募股权基金投资组合管理

BEYOND THE J CURVE

Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds

THOMAS MEYER
PIERRE-YVES MATHONET



经济科学出版社
Economic Science Press

超越 J 曲线

——私募股权基金投资组合管理

〔英〕托马斯·梅耶尔 / 著
〔英〕皮埃尔·依维斯·马森内特
程凤朝/等译

经济科学出版社

Beyond the J curve

Managing a portfolio of venture capital and private equity funds

Thomas Meyer, Pierre-yves Mathonet

Copyright© 2005 John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex PO19 8SQ, England

All Rights Reserved. This translation published under license.

© 2008 中文简体字版专有版权属经济科学出版社 版权所有 不得翻印
图字 01-2008-3153

图书在版编目 (CIP) 数据

超越 J 曲线：私募股权基金投资组合管理 / (英) 梅耶尔, (英) 马森内特著; 程凤朝等译. —北京: 经济科学出版社, 2008. 7

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7327 - 8

I. 超… II. ①梅…②马…③程… III. ①企业 - 融资 - 研究②基金 - 投资 - 研究 IV. F275.1 F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 098861 号

责任编辑：韩 玲

责任校对：杨 海

技术编辑：董永亭

超越J曲线

——私募股权基金投资组合管理

〔英〕托马斯·梅耶尔

〔英〕皮埃尔·依维斯·马森内特 / 著

程凤朝/等译

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京中科印刷有限公司印装

787×1092 16 开 25.25 印张 500000 字

2008 年 7 月第 1 版 2008 年 7 月第 1 次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 978-7-5058-7327-8/F·6578 定价：98.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

译者前言

私募一词，在欧美国家几乎是家喻户晓的事情，而在我国真正理解其含义的人确是为数不多。为此，我一直想找一本最权威的英文版著作认真解读一下，并把它译成中文版本，以满足中国投资者和管理者以及资金使用者的需要。2007年2月，我在美国费城书店发现了这本名为 *Beyond the Jcurve—Managing portfolio Capital and Private Equity Funds*（超越J曲线——私募股权基金投资组合管理）的著作，拿到手后，我粗略地翻了翻，精彩的内容一下子就把我吸引住了，这本书共分5部分：第一部分阐述的是私募股权基金的环境，回答了什么是私募和私募股权，如何进入私募股权领域，私募股权市场的繁荣与萧条，私募股权基金结构，并购资本和风险资本的区别，基金之基金等基本概念；第二部分阐述的是私募股权基金的投资过程，主要回答了基金投资程序、投资风险、投资组合设计、流动性管理等一系列投资过程中遇到的问题；第三部分阐述了基金投资工具和方法，比如基金评估方法，基金标准内部评级系统，私募股权基金的折现率确定问题，最为重要的是阐述了如何挑选优秀的基金管理团队；第四部分阐述了基金公司的管理工具，比如监控手段、二次交易等；第五部分阐述了基金在投资过程中遇到的一些不确定性，如实物期权等。对这些问题系统、完整、严谨的阐述，对正在建立和发展的中国私募股权市场来说绝对是有帮助的。使命和责任驱使我必须下功夫认真解读此书，力争以最快的速度，把通俗易懂的中文版著作呈现给中国读者。

决心归决心，真正译起来才感到问题不是那样简单，因为此书太专业、太前沿了，不少专业术语和模型需要深入讨论和研究，才能理解其深刻含义，才能以较为准确的语言表达清楚，且不是一个人所能及的。为此，我诚邀了赵宝凤、翁京、张炯、汪子文、单晶晶、王珩、王佳娜等同志一起共译此稿。与其说是译，倒不如说是讨论，为了一个词、一个公式、一句话，大家要一起反复讨论几次，意见不统一时，我们就去请教国外专家。可以说，此书的出版，是集体智慧、心血、汗水的结晶，为了尽早出版此书，近一年来，我们几乎没有休息过节假日，甚至一起吃饭讨论的话题也是私募。在此，我要向这些同志说一声：辛苦啦！向这些同志的家属、朋友表示衷心的感谢。需要说明，我家有88岁高龄的母亲，为

了翻译此书这一年我经常在单位加班，没有尽到照料老人的责任；我爱人和孩子住在北京，这一年我也很少和家人团聚。然而，无论是母亲还是爱人、儿子、女儿对我都没有丝毫抱怨之意，我得到的是鼓励和支持，对此，我要向他（她）们表示道歉和感激。

尽管我们竭尽全力要把此书翻译好，希望呈现给读者一本高质量的译著，但是，由于我们水平和能力所限，不准确，甚至错误在所难免，敬请读者见谅和指正。

程凤朝

2008年3月28日于天津

书 评

这是我见到的第一本全面描述私募股权基金的价值、评估及业绩衡量等方面的著作。过去曾有很多针对其中某一方面的文章发表在期刊杂志上，但写作角度并不专业。此书第一次采用了一个整体的、完整的、严谨的框架结构，得出了一些十分有用的结论，包括投资周期中私募股权基金决定公允价值的方法、投资组合设计及基准方法、基金评级系统及评分体系。可以说这本书是投资者的必备读物，是私募股权基金管理者的良师益友。

克里斯托弗·K. B. 博洛奇 (Christopher K. B. Brochie)，前任百灵私募股权集团首席执行官、ING 管理委员会成员

此书填补了私募股权基金研究的空白。它为投资过程中的各个方面提供了框架与规则，是关于有限合伙制企业最有价值的参考文献。最重要的是它能帮助投资者更好地理解资产种类的发展，并对基金投资者扮演的角色提出了更多的挑战。

克里斯·戴维森 (Chris Davison)，艾尔梅达资本集团合伙董事

私募股权及风险投资的交易过程、募集规模、投资实例都是当今许多新闻出版物的关注焦点。由于学术出版物和技术出版物涉及领域并不一定相同，依然存在很多亟待研究并公开发表的观点。本书作者旨在分析基金投资评估过程中的难点问题和有争议的领域，希望通过创新且完整的方法为投资者搭建一个用于实际评估的框架，并提供可选择的评估方法。对现阶段投资者、私募股权及风险投资参与者来说，这是一个积极的角度，并能鞭策该主题产生实质性的讨论及其他技术类的出版物的出版。本书绝对是解决这些问题的先行倡导者。

贾维尔·艾克里 (Javier Echarri)，欧洲私募股权及风险资本协会秘书长

祝贺托马斯·梅耶尔与皮埃尔·依维斯·马森内特的著作《超越J曲线》出版。他们值得褒扬，因为他们解决了一个长期以来的难题——私募股权投资现在也能模型化了。《超越J曲线》这本书不仅介绍了评估私募股权基金公允价值的

理论方法，而且为投资人建立一个全面有效的私募股权投资程序提供了一个完整的方法。我个人认为，我们的行业应该更多的采用这种方法，以便更好地解读私募股权投资权益。

皮埃尔·海威（Pierre Hervé），奈特希斯私募股权基金秘书长，新巴塞尔协议与国际财务报告准则工作组主席，欧洲财务报告咨询小组风险投资工作组成员

《超越J曲线》对私募股权投资者来说是一本及时的指南，是理论分析与实践指导的完美结合。该书在监控与积极投资组合管理上不惜笔墨，未来必将促进对私募股权资产更有效地管理。

勃朗林·金肯斯（Brenlen Jinkens），欧洲某合伙企业主管

如果你是一个风险投资或私募股权投资者，你会发现已经有许多人写过关于如何成为一名企业家、或者如何投资于公司的题目。而对如何从机构投资人的角度去审视私募股权基金却处于空白。《超越J曲线》这本书正好以此为目标，在如何将私募股权纳入现代多元化投资组合方面，给私募股权投资经理许多需要的指导。该书既作为初级指南、又作为高级指导，既提供理论指导，又提供实践指导，为贯穿风险投资和私募股权投资的模糊的高风险领域提供实用的、综合的指导与建议。从初级的尽职调查到投资组合监控，该书为管理投资组合的投资者提供了一个细致而先进的私募股权投资引导。它应该成为所有当前的或潜在的私募股权投资人的必备参考读物。

杰西·E·雷伊斯（Jesse E. Reyes），雷伊斯分析公司执行董事

过去20多年来私募股权已经成为投资领域的一个重要部分，现在它已经成为机构投资者不可忽略的一种资产类别。虽然近年来私募股权已经引起了人们极大的兴趣，但是仍然很少有关于创立与管理私募股权投资组合的关键要素分析的权威研究。托马斯·梅耶尔与皮埃尔·依维斯·马森内特在研究基金经理在处理这种奇妙资产时面临的问题中运用了严密的知识体系。大体看起来好像是直接指导如何雇用处理私募股权投资机会的经理。然而，对于试图驰骋私募股权基金市场的基金经理们来说，毋庸置疑《超越J曲线》是一个理想的伙伴。

雷伊·麦克赛尔（Ray Maxwell），INVESCO 私募资本普通合伙人

《超越J曲线》是第一本综合解释多元化私募股权投资组合管理的书。在这本开创性的书中，梅耶尔与马森内特为建立成功的私募股权投资组合提供了理论支持。在今天不断变化的复杂环境中，该书对于任何正在创建或管理私募股权/风险资本投资组合的机构投资者来说是一个无价之宝。

马克·D·韦斯曼（Mark D. Wiseman），投资机构有限合伙人协会（ILPA）主席

关于作者

托马斯·梅耶尔博士

完成特里尔大学的博士学位后在慕尼黑联邦德国国防军大学研究计算机科学。他还拥有伦敦商业学院的 MBA 学位。在德国航空任职了 12 年后，他在德国保险集团 Allianz AG 的公司财务部工作，专注于日本地区的并购业务，并在新加坡担任 Allianz 亚太区财务总监。

近年来托马斯负责创立欧洲投资基金风险管理部。其工作重点为研发价值与风险管理模型及风险投资基金之基金的投资战略。

邮箱: tmeyer.mba33@london.edu

皮埃尔·依维斯·马森内特

拥有伦敦商学院的金融学硕士学位以及布鲁塞尔索尔韦商学院的管理学硕士学位。他还是欧洲注册财务分析师。他是美国投资银行 DLJ 公司（Donaldson, Lufkin 和 Jenrette）与瑞士信贷第一波士顿（CSFB）的投资银行家。在此之前就职于普华永道的审计和咨询部。现在他在欧洲投资基金的风险管理与监控部领导风险投资活动。

邮箱: pmathonet.miff2000@london.edu

作为风险管理经理，两位作者共同负责将近 200 家私募股权基金的投资组合，承诺投资金额超过 25 亿欧元，管理着约 50 亿欧元的资产。

声 明

本书的目标读者为已经在管理或考虑设立私募股权基金的机构。我们的目的不是提供一个理想的程序，而是要讨论不同的方法和交易。在此背景下，我们研究了私募股权市场的规则，与行业从业者讨论了不同的方法。

本书中提出的各种概念在我们与欧洲投资基金的合作中得以研究与发展。然而，本书中的观点不代表欧洲投资基金或其代表人物的观点，而且本书中的任何文字都不可被认为代表欧洲投资基金的政策或商业管理。

目 录

第一部分 私募股权基金环境

第一章 导言	3
1.1 进入私募股权的途径	3
1.2 有限合伙人的观点	4
1.3 风险投资基金评估面临的挑战	4
1.4 依靠主观判断还是依靠科学决策?	4
1.5 对模糊数字的管理	5
1.6 划分级别	5
1.7 概要	6
第二章 私募股权基金市场	9
2.1 作为中介的基金	10
2.2 预测成功的问题	15
2.2.1 成功能够复制吗?	15
2.2.2 何谓成功?	17
2.2.3 对失败的容忍度	18
2.3 投资领域内主要的环节	18
2.3.1 品质优质的基金	18
2.3.2 新进入者	21
2.4 私募股权市场的动态学	22
2.4.1 繁荣与萧条周期	22
2.4.2 有限合伙人和普通合伙人之间的关系	23
2.4.3 有限合伙人与普通合伙人关系的生命周期	24
2.5 小结	26

第三章 私募股权基金结构	27
3.1 主要特点	28
3.1.1 合作监管	30
3.1.2 投资目标、基金期限及规模	31
3.1.3 管理费和开支	31
3.1.4 附带收益	32
3.1.5 优先收益（最低资本收益率）	32
3.1.6 普通合伙人的贡献	33
3.1.7 主要人员条款	35
3.1.8 终止及退出	35
3.1.9 分配框架（Waterfall）	35
3.2 利益冲突	36
3.3 寻找平衡	37
第四章 并购资本基金与风险资本基金的区别	39
4.1 价值评估	41
4.2 商业模式	42
4.3 交易结构	42
4.4 普通合伙人的作用	43
第五章 基金的基金（fund of fund）	45
5.1 结构	45
5.2 附加价值	46
5.2.1 多样化	46
5.2.2 资源	47
5.2.3 挑选技术	47
5.2.4 激励	48
5.3 成本	49
5.4 私募股权投资项目	50
5.4.1 募集基金	51
5.4.2 管理费用和利益分配	51
5.4.3 投资行为	52
附录 5A	52

第二部分 基金投资程序

第六章 投资程序	57
6.1 业绩的核心驱动力	57
6.1.1 基金经理的选择	57
6.1.2 多元化管理	58
6.1.3 对承诺资金的管理	58
6.2 程序描述	59
6.2.1 投资组合的目标	60
6.2.2 投资组合的设计	60
6.2.3 流动性的管理和评估	60
6.2.4 监管	61
6.2.5 行动和执行	62
6.3 风险管理	62
6.3.1 风险度量的框架	62
6.3.2 风险控制	63
6.3.3 风险缓释	64
6.4 处理不确定性	65
6.4.1 降低不确定性	67
6.4.2 在不确定性下的策略	67
第七章 风险框架	71
7.1 市场价值	73
7.2 市场风险还是信用风险?	75
7.2.1 市场风险	75
7.2.2 信用风险	75
7.3 总结	76
附录 7A: 把私募股权融合到传统的风险价值 (VaR) 框架中	76
7A.1 财务报告数据基础上的风险价值的计算	77
7A.2 以模型定价	77
第八章 投资组合设计	79
8.1 投资组合设计框架	79

8.1.1 现代投资组合理论	79
8.1.2 “单纯”的配置	81
8.2 投资组合的构造技巧	81
8.2.1 自下而上的方法	82
8.2.2 自上而下的方法	82
8.2.3 混合方法	83
8.2.4 投资组合的监管	85
8.3 风险——收益管理方法	85
8.3.1 核心——卫星（Core-Satellite）方法	85
8.3.2 多样化	87
第九章 案例研究：长期观点——建立私募股权投资项目的战略方法	93
9.1 寻找最理想的项目规模	93
9.1.1 数据	94
9.1.2 模型	95
9.1.3 结果	96
9.1.4 扩展	100
9.1.5 结论	102
9.2 跨越进入障碍：长期策略	103
9.2.1 数据	103
9.2.2 建立模型	103
9.2.3 结果	105
9.2.4 结论	106
附录9A：偏度和峰值	108
附录9B：偏度和峰度	109
附录9C：预期的效用	110
第十章 流动性管理	111
10.1 流动性管理问题	111
10.1.1 模型	112
10.1.2 流动性回报的影响	113
10.1.3 超承诺	115
10.1.4 结论	117
10.2 流动性管理方法	117

10.2.1 流动性来源	118
10.2.2 外汇风险	119
10.2.3 非现金派发	122
10.2.4 绩效衡量的结果	124
10.3 未提取资本投资策略	124
10.3.1 公开报价的私募股权	125
10.3.2 其他可替代资产	126
10.4 现金流预测	126
10.4.1 评价	128
10.4.2 中期预测	131
10.4.3 长期预测	134
10.4.4 控制框架	135
10.5 结论	136
附录 10A: 现金流评估技巧	137
10A.1 现金流评估——案例 1	137
10A.2 现金流评估——案例 2	137
10A.3 现金流评估——案例 3	139
附录 10B: 计算净现金流统计表	139
附录 10C: 流动性管理测试	140
10C.1 主要测试	140
10C.2 流动性测试	140
10C.3 表现测试	141
10C.4 匹配测试	141
10C.5 假设有效性测试	141

第三部分 基金投资工具

第十一章 基金评估的现有方法	145
11.1 估值用“自下而上”的方法对私募股权基金进行评估	145
11.2 评估的矛盾	148
11.3 资产净值不能说明一切	148
11.4 被投资组合企业不能被单独评估	149
11.5 结论	152

第十二章 基准评价	153
12.1 特殊问题	153
12.2 单只基金	154
12.2.1 绩效测量	154
12.2.2 经典相关基础	155
12.2.3 其他相关基准	156
12.2.4 绝对基准	157
12.3 基金的投资组合	158
12.3.1 绩效衡量	158
12.3.2 基准	158
第十三章 标准内部评级系统	161
13.1 私募股权基金的分级	161
13.2 NAV 的不足	162
13.3 现有方法	164
13.3.1 外部信用评级机构的基金评级	164
13.3.2 风险投资基金内部评价方法	166
13.3.3 方法比较	167
13.4 内部基金评级系统的新方法	168
13.4.1 评级形式化	168
13.4.2 期望的绩效等级	168
13.5 概要——净资产和基于评估的评级	175
附录 13A	175
第十四章 基金管理者挑选项目过程	177
14.1 基金管理者挑选的相关性	177
14.2 为什么要做尽职调查?	178
14.2.1 作为谨慎投资者需求的尽职调查	178
14.2.2 作为好的投资决策基础的尽职调查	178
14.3 尽职调查过程	179
14.3.1 限制	179
14.3.2 尽职调查问卷	180
14.4 基金管理者的挑选过程	180

14.4.1 “愿望列表”的决定	181
14.4.2 项目资源	181
14.4.3 筛选	182
14.4.4 与团队会面	182
14.4.5 评估	183
14.4.6 深入的尽职调查	184
14.5 决策和委托	185
附录 14A 例证尽职调查问卷——风险投资基金	185
第十五章 基金定性评分	201
15.1 评分方法	201
15.2 评分维度	202
15.2.1 管理团队技能	203
15.2.2 管理团队稳定性	205
15.2.3 管理团队动机	207
15.2.4 基金战略	209
15.2.5 基金结构	211
15.2.6 外部认同	212
15.2.7 整体适配度	213
第十六章 基于评级的经济模型	215
16.1 方法	215
16.2 内在年龄调整	218
16.3 私募股权基金内部回报率曲线	219
16.4 期望投资组合回报	220
16.5 讨论	222
16.5.1 方法验证	222
16.5.2 假设的重要性	222
16.6 结论	223
附件 16A	223
16A.1 识别低级基金	223
16A.2 识别顶级基金	224
附件 16B	225
附件 16C: 私募股权基金的价值评级——究竟我的估值有多公平?	228