

“私募2.0时代”系列丛书

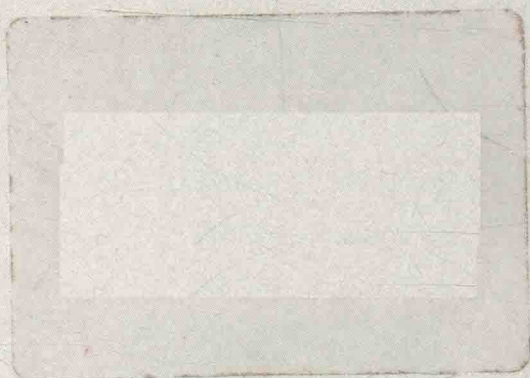
LP智库 倾力之作

私募股权LP

配置策略、投资实践与管理之道

路跃兵 杨幸鑫 著

PRIVATE EQUITY LP
STRATEGY, PRACTICE AND OPERATION



中信出版集团

LP智库 倾力之作

私募股权LP

配置策略、投资实践与管理之道

路跃兵 杨幸鑫 著

PRIVATE EQUITY LP
STRATEGY, PRACTICE AND OPERATION

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权 LP: 配置策略、投资实践与管理之道 / 路

跃兵, 杨幸鑫著. -- 北京: 中信出版社, 2016.12

ISBN 978-7-5086-7005-8

I. ①私… II. ①路… ②杨… III. ①股权-投资基金-研究-中国 IV. ① F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 274352 号

私募股权 LP: 配置策略、投资实践与管理之道

著 者: 路跃兵 杨幸鑫

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 20.75 字 数: 300 千字

版 次: 2016 年 12 月第 1 版

印 次: 2016 年 12 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-7005-8

定 价: 63.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

推荐序

中国经济目前无疑处在一个重大转型时期。过去近 30 年，中国经济在大部分时间都保持两位数的增长率，这主要是依靠大量的资本投入，推动了基础设施建设、城镇化和工业化进程，人口红利带来的劳动力增长推动了较低层次的制造业和出口业务发展，通过市场换技术的战略引入了大量国外资本并消化吸收了大量国外技术。但由于以上发展模式消耗了中国过多的能源、资源和环境容量，如果继续实行此发展战略，中国经济在近期的高速增长必然不可持续。为此，中国经济转型、产业升级和企业竞争力提升成为未来中国经济发展的必修课。

为了改善当前中国的经济结构、产业结构、产品结构和技術结构，什么力量是最主要的？什么机制是能够发挥作用的？答案正是私募股权、风险投资和其他一级市场的参与者。从 VC（风险投资）端到 PE（私募股权）端的这股力量可以纠正今天的产业结构和产品结构的偏差，是去库存、去产能、调结构的主体力量。私募股权作为升级中国产业、带动企业创新的金融利器，必将在未来中国的金融生态体系中发挥重要作用。私募股权投资作为金融工具，不仅要服务于实体经济，更要创造实体经济，其创造出的实体经济是以创新的方法、改革的路径创造出有生命力和崭新未来的实体经济。中国要想在战略新兴产业中有突出的表现，并且能够真正按照市场化的逻辑把握住战略新兴产业的脉搏，必须依靠私募股权投资的促进。从最初的天使投资开始到 VC、收益、PE 再到并购，直到最后可以按照市值来交易，每一个环节每一天都在不断地用新的交易结构、新的交易方式来展现战略新兴产业的成长和发展。

作为整个私募股权投资生态系统的顶层，私募股权基金背后的投资人——有限合伙人（Limited Partners, LP），更是起到了引导私募股权市场良好发展和资本优化配置的重要作用。LP 在资产配置、投资实践和管理运营等方面需要有长远的战略规划和有效的战术方针。LP 不仅要掌握本土私募股权投资逻辑这棵“树木”，更要充分认识整个中国金融系统这片“森林”以及私募股权在推动中国经济转型、产业升级和企业创新的重要作用。在中国市场上的 LP 应仔细思考如何将私募股权投资运用得更加完善。考虑到私募股权投资本身就是市场性行为，私募股权投资通常只是涉及普通合伙人（General Partners, GP）、LP 关系，在中国不仅民营 LP 之间可以产生相互关系，国有的 LP 也可以加入其中，持续注入基金份额，同时负责投后管理、确定回报收益并对退出的有效性进行分析，通过结构化基金投资实现互利共赢。

举例来说，全国社保基金作为中国本土最大的 LP，始终是业内公认的高质量机构 LP。一方面，对于基金管理人本身来说，若能获得社保基金的投资，不仅可以获得长期、大量的资金，而且可以有力地提升基金管理人的影响力，对其以后的募资和投资带来积极影响。另一方面，社保基金通过把握市场机遇，与基金管理人一起获得私募股权投资资格，不仅推动了私募市场的发展，也给社保基金自身带来了可观的回报。未来，随着行政审批进一步下放或取消、负面清单制度建立，各个行业的创新发展速度将进一步提升。无论从基本养老保险制度还是从其他社会保障制度来看，基金化投资将来都会在其中发挥重要的作用。同时，基金化投资还会改变居民分散理财的方式，并改变市场散户较多的现状。而政府引导基金或政府部分出资，以混合方式建立新的基金进行投资，可以完善政府过去直接投资或补贴投资，使基金化投资获得更大空间。

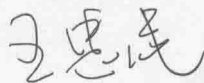
在当前的投资环境下，有很多投资概念在中国的私募股权市场上应运而生，LP 应该把握这些核心要素并助力实体经济的发展。例如，最近国家大力推出的“PPP 模式”（Public-Private-Partnership），即公私合作模式，鼓励民营企业、民营资本与政府进行合作，参与公共基础设施的建设。这不仅需要每一个投资实体把握 PPP 模式的脉搏，更需要大型的 LP 投资机构（尤其是政府投资机构）掌握 PPP 模式核心理念。对于 PPP 模式而言，前两个 P 主要说明了社会资本的属性和来源，真正的核心是第三个 P，即合伙思想、合伙制度和

合伙架构，这当中最能体现合伙性质的恰好是私募股权投资。GP 必须承担无限责任，这样才可以把 LP 的资金放在一起作为双层架构。另外，在 PPP 模式层面，如果合伙的性质可以带来无限责任承担，那么 LP 就必须识别出那些尽力尽责把无限责任发挥到最大限度的 GP。这样一来，中国全社会的所有其他资本就会愿意在不同的交易结构中采纳 PPP 模式。

从国外成熟的 LP 发展来看，目前其传统的资产类别只占较小的比重，而另类资产的总占比已达 75% 以上。而在各种另类资产类别中，私募股权基金的投资方式占到了 20% 左右。其中很重要的原因是，另类资产投资的方法可以规避风险以实现多元化投资。反观国内，中国本土 LP 对于另类资产投资尤其是私募股权投资的比重依旧还较小，但在最近几年开始逐步提升。以社保基金为例，我国社会保障基金规模大约为 1.2 万亿元，相对于以全国养老基金方式积累和未来需求，这还远远不够。目前养老保险基金累计结余规模已达 3 万多亿元，如果其中可投资部分能够进行基金化管理和投资，而不只是投资于银行储蓄和国债，将给市场资金流和基金投资带来巨大的变化。目前，社保基金可以投资到私募股权的比例不超过总资本的 20%，而已经投资仅约 300 亿元，占比约为 2%。未来，全国委托的社保基金规模将再增加 2 万亿元，可以投资私募股权基金的规模将达到约 5 700 亿元。

路跃兵先生和杨幸鑫先生所著的《私募股权 LP》一书，开创性地系统研究了 LP，详细地阐述了 LP 的“配置策略、投资实践和管理之道”3 个主题。不仅专业地分析了 LP 的战略性资产配置、基金管理人团队的筛选和基金业绩的驱动因素，还全面介绍了国内外 LP 的投资经验，结合 LP 的团队建设和运营管理对中国 LP 未来的机会和策略提出了建议，并辅以大量专题研究和投资案例。相信本书能让广大读者全面了解并前瞻性地思考中国 LP 的未来，并对那些致力于成为私募股权行业的专业机构投资者有所帮助。是为序。

全国社会保障基金理事会 副理事长



CONTENTS

| 目录 |

推荐序 // V

第一篇 LP：私募股权基金背后的投资人 1

第一章 绪论 // 3

第二章 私募股权投资生态系统 // 9

第一节 GP：私募股权基金管理人 // 10

第二节 LP：私募股权基金投资人 // 12

第三节 私募股权基金 // 15

第四节 顾问机构 // 23

专题研究 GP 与 LP 的利益对接和相处之道 // 25

第三章 LP 的私募股权投资要点 // 35

第一节 LP 投资成功的要素 // 35

第二节 LP 的投资流程 // 38

第三节 LP 私募股权投资组合的构建 // 43

专题研究 LP 投资的风险敞口 // 53

第二篇 LP 的配置策略：选好“赛道、骑手和马” // 57

第四章 私募股权基金的战略性资产配置 // 59

第一节 私募股权基金类型 // 59

第二节 地域覆盖的选择 // 64

第三节 特定行业的专注 // 71

专题研究 赛道之争：中国 LP 私募股权资产配置策略 // 75

第五章 基金管理人和单只基金的挑选 // 82

第一节 基金管理人团队的考察 // 82

第二节 基金投资业绩评估方法 // 88

第三节 基金尽职调查 // 104

专题研究 骑手、马匹选拔：GP 能力归因和基金投资决策 // 115

第六章 私募股权投资二级市场交易 // 131

第一节 二级市场交易的参与者 // 133

第二节 二级市场交易类型和流程 // 141

第三节 二级市场交易定价 // 146

专题研究 中国私募股权二级市场发展的机遇和挑战 // 151

第三篇 LP 的投资实践：揭秘全球顶尖 LP 的投资逻辑 157

第七章 海外成熟 LP 的私募股权投资实践 // 159

第一节 养老基金 // 159

第二节 大学捐赠基金 // 168

第三节 母基金 // 176

第四节 家族办公室 // 186

专题研究 海外 LP 的长期投资组合管理理念 // 191

第八章 中国本土 LP 私募股权投资实践 // 195

第一节 社保基金 // 196

第二节 政府引导基金 // 202

第三节 保险公司 // 209

第四节 上市公司 // 220

第五节 其他机构 // 224

专题研究 中国 LP 海外资产配置的路径和方法 // 232

第四篇 LP 的管理之道：探索中国 LP 的发展路径 239

第九章 LP 的团队建设和运营管理 // 241

第一节 积极管理型投资 // 241

第二节 投资团队建设 // 243

第三节 外部中介机构 // 247

第四节 投资决策流程 // 252

第五节 内部控制 // 255

专题研究 母基金：协助 LP 投资的重要中介力量 // 255

第十章 LP 的投后管理和增值服务 // 264

第一节 投后管理的关注要素 // 264

第二节 投后管理的方法和步骤 // 271

第三节 LP 的投后增值服务 // 280

专题研究 LP 投后管理中激励约束机制的学术探究 // 282

第十一章 LP 未来在中国市场的机会和策略 // 290

第一节 中国产业和金融大生态视角下的私募股权 // 290

第二节 私募股权：推动中国产业转型升级的利器 // 294

第三节 LP 捕捉未来投资机会的策略 // 298

专题研究 中国非专业 LP 投资私募股权的困境和出路 // 301

关键术语注释 // 308

参考文献 // 314

致 谢 // 319

01

第一篇

LP：私募股权基金背后的投资人

PRIVATE EQUITY LP • STRATEGY, PRACTICE AND OPERATION • ••

第一章 绪 论

私募股权投资，是对未上市公司进行股权投资，通过所投企业上市或转让退出，获得高额资本回报的一种投资方式。从全球范围来看，私募股权投资起源于 20 世纪 50 年代，迅速崛起于 70 年代，并在 90 年代末开始兴起风险投资，而从 21 世纪初起至今以并购基金为主的私募股权投资逐渐发展成熟。在过去几十年里，私募股权已经发展成为具有规模的资产类别，并在全球并购交易总量中占 1/4。全球的投资实践证明，私募股权投资的发展，对经济的增长起到了显著的推动作用。

中国的私募股权投资最早开始于 1992 年，并且在 2008 年以后得到迅速发展，尤其是 2009 年创业板推出之后，中国私募股权基金的数量，行业的募集规模、投资规模和退出规模都有了大幅提高。但在行业快速发展的背后，由于行业发展时间短，制度还不够完善，不规范的现象时有发生，同时行业的快速发展导致大量来自其他行业的非专业人员也纷纷设立私募股权投资机构，虽然很多基金管理人都取得了不错的投资回报，但在很大程度上是基于行业发展的投机性机会和中国资本市场过去几年的短暂性走高。未来，随着市场竞争的日趋激烈和资本市场的理性回归以及投机性机会逐渐减少，将越来越考验基金管理人的投资能力。

在这样的背景下，作为私募股权基金出资人的 LP，选择什么样的私募股权基金来配置资产和进行投资决策就变得至关重要。如何配置 LP 自身在私募

股权投资的资产、如何评价私募股权基金的投资能力并判断未来的投资业绩以及如何完善 LP 内部的决策机制和外部中介机构的使用并结合中国经济和产业的实际情况进行优化管理，成为 LP 最需迫切了解、也最为头痛的问题，这也正是本书接下来将一一探讨的问题，希望通过本书的分析能够帮助 LP 更好地优化资产配置、提高投资决策效率、提升识别优秀基金的能力、增强内部管理和外包能力并促进中国私募股权市场的长期良好发展。

具体而言，本书共分为四篇十一章，主要围绕 LP “配置策略、投资实践和管理之道” 3 个主题进行阐述。本书在每个章节都会列举大量投资案例和数据并以“扩展阅读”和“专题研究”的形式呈现给读者。

在本篇中，本书将介绍有关私募股权的基本概念，包括中国私募股权市场的发展历程、未来趋势和 LP 的发展现状，并详细分析私募股权投资生态系统中的各类角色（GP、LP、基金和顾问机构），同时以专题研究形式探讨 GP 与 LP 的利益对接和相处之道。此外，本篇还会介绍 LP 的投资成功要素和投资流程。

在第二篇中，本书将围绕 LP 的“配置策略”来分析，对比“赛道、骑手和马”的赛马成功三要素来逐一介绍 LP 在私募股权基金的战略性资产配置（包括基金类型、地域覆盖和行业配置）、基金管理人团队考察和单只基金业绩驱动因素识别等。与此同时，还会针对私募股权二级市场交易进行详细解析，介绍二级市场中的参与者、交易类型和流程以及买卖双方的定价方式。在该篇的专题研究中将结合相应数据，开创性地在 LP 视角下对中国私募股权基金资产配置和投资决策进行实证研究。

第三篇所讨论的主题是 LP 的“投资实践”，揭秘国内外 LP 的独特投资逻辑。该篇第七章将针对海外 LP，探讨其私募股权投资的实践经验，分别阐述大学捐赠基金、养老基金、家族办公室和母基金等主体的投资特点和实践经验。第八章将讨论中国本土 LP 的私募股权投资实践，分别从全国社保基金、保险公司、政府引导基金、上市公司、高校基金会以及母基金等投资主体的视角探讨当前中国本土机构投资者的实践和未来发展方向。

第四篇将对 LP 的“管理之道”展开论述，期望探索中国 LP 的未来发展路径。首先，第九章将考察 LP 的团队建设和运营管理，并针对协助 LP 投资

的重要中介力量——母基金进行专题研究。第十章将对 LP 的投后管理和增值服务进行讨论。第十一章将结合中国当前的经济形势、产业结构和企业创新状况，探究 LP 未来在中国私募股权市场的机会和适用策略。

一、中国私募股权市场的发展历程

私募股权基金起源于美国，最早的杠杆并购项目是发生在 1955 年的麦克莱因工业公司（McLean Industries, LNC）收购泛大西洋汽船公司（Pan-Atlantic Steamship Company）。自 1992 年起，中国私募股权市场在一股以中外合资为主要形式的投资浪潮中蹒跚起步，在几轮的宏观经济跌宕起伏中快速崛起，2016 年之前的 5 年更是呈现出爆发式的增长（如图 1-1 所示）。这主要表现在私募股权基金管理人的数量快速增加、募集的资金币种为双币并行、基金的组织形式转为合伙制、退出渠道转变为国内外上市、退出的案例每年递增等方面。

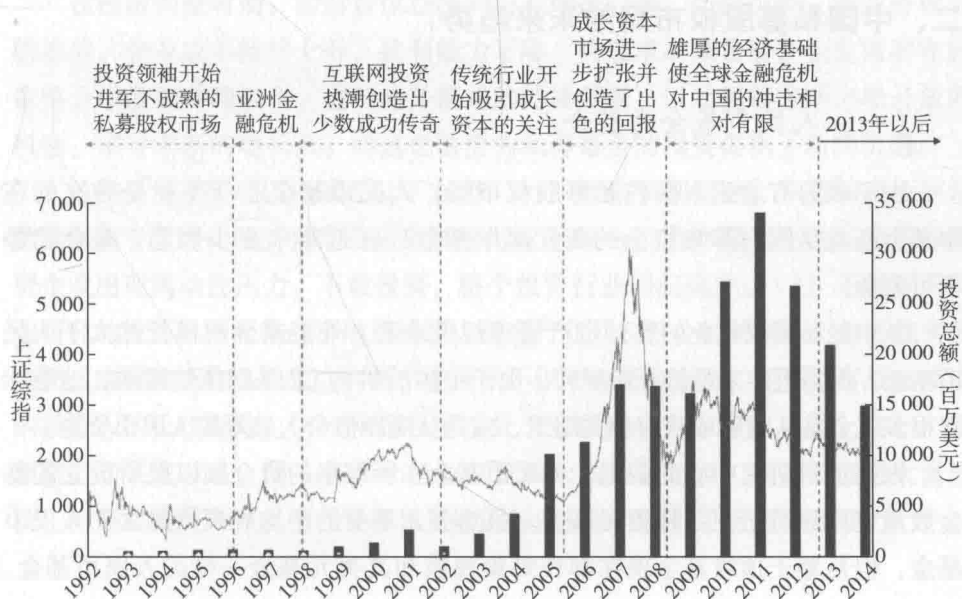


图 1-1 自 1992 年以来中国私募股权投资规模和上证综指走势

具体而言，2007 年以前，中国的私募股权投资开始出现萌芽，基金管理人针对特定行业的龙头企业（如百丽、蒙牛和双汇等）进行投资并开始接触高收益项目（如完美世界）。此时，企业家并没有完全理解资本市场的运作，购买的价格相对较低。

2007 ~ 2010 年，成长型基金开始快速发展，规模达 10 亿美元甚至以上（如赛富基金、弘毅投资、鼎辉投资、中信资本等）。在此期间，成长型基金改变了策略投资大型和晚期的生产型企业，带来人民币私募股权基金的飞速发展。A 股在这个时间段剧烈波动，但是美股市场如纳斯达克指数的增长势头依然强劲。

2011 年至今，随着资本市场的复苏，私募股权投融资额达到新高。在 2007 ~ 2010 年融资的大型基金因为股票市场在 2011 ~ 2012 年的下挫而受到了重大影响。未来，私募股权基金的发展将向被投公司的战略发展和运营增值服务倾斜。

二、中国私募股权市场的未来趋势

（一）人民币基金的整合

由于政府有意建立国内私募股权市场，人民币基金业（不论是独立的在岸基金还是从国内筹集资金的美元离岸基金）在近年来逐步兴起，整合趋势不可避免。

从中国私募股权业的整体资产管理规模来看，外汇基金规模依然大于人民币基金，但是近年来趋势开始逆转。由于中国的机构 LP 基础依然薄弱，这意味着很多基金是从政府或政府相关组织，或是从高净值个人处筹集人民币资金。

根据清科研究中心的数据，人民币基金在所筹集的资金额以及所设立的基金数量方面显然正在赶超美元基金。虽然美元基金的平均规模依然大于人民币基金，但是鉴于顶级基金现在都在筹集规模和其美元基金一样的人民币基金，这种情况可能会改变。

长期来看，人民币基金与美元基金之间的差异问题不再重要。一旦人民币成为同美元自由兑换程度相当的货币，关键的因素不再是币种，而是私募股权

公司是否能够建立起完善的流程，并聘用必要的人才，以便在一个持续取得高于市场回报率将十分困难的行业里竞争。

（二）私募股权的“2.0 时代”

近年来，中国私募股权基金行业蓬勃发展，已步入规范化、制度化发展的新时代。与此同时，随着监管的适度放宽，投资者机构化程度增强且投资策略越发多元化，中国的私募股权行业，尤其是风险投资领域的“2.0 时代”逐渐到来。特别是在风险投资基金管理人中，近年来越来越多的在老牌基金（如红杉资本、IDG 资本、纪源资本等）担任合伙人或高管并且取得了优秀投资业绩的投资人，申请了离职。凭借他们自有的项目搜寻能力和独特的投资策略，建立了新的团队，创设了新兴基金。对于 LP 来说，需要特别关注该类基金管理人。

（三）当前经济环境下私募股权投资的机会

在经济调整时期，面对整体经济和行业增速放缓、产能过剩，新业务模式的挑战，企业成本持续上升，盈利能力下降。为谋求继续发展，企业需要在行业整合中发掘并购机会，进行业务模式的持续创新，以及把握垄断市场开放的机会，来寻求新的增长点。而这也恰恰为私募基金的投资提供了新的机遇。

这些机遇主要可以体现在以下方面：（1）股市长期低迷，私募的企业家估值预期趋于合理；（2）前期盲目追求热门行业和一/二级市场套利的私募股权投资企业出现流动性压力，不敢投资，整个投资行业回归理性；（3）不做深入行业研究的投资机构面临经济增长放缓，诸多行业处在整合的转折点，是否能实现阶梯式跨越缺乏自己的独立判断，企业家不仅需要资金支持，更需要有战略高度的投资人的长线支持；（4）中国目前正处于互联网和实体经济（线上线下）全面融汇的关键时点；（5）在多个行业监管放松的关键时点，投资机会将大量涌现，但需要投资人在之前已经积累足够的行业知识与跨行业分析判断能力。

三、中国私募股权市场的 LP 投资现状

从全球来看，私募股权 GP 的资金大多来源于养老金（Pension Fund）、

大学捐赠基金（Endowment Fund）、家族信托（Family Trust）和母基金（Fund of Funds）等。而随着中国私募股权投资市场监管制度体系的逐渐明确，越来越多元化的 LP，如全国社保基金、保险公司、券商资管公司和基金公司等大型机构也加入到私募股权投资市场。

根据清科研究中心的数据，2014 年中国私募股权投资市场 LP 的可投资本量为 8 849.91 亿美元。具体而言，一方面，从 LP 的类型来看，在 13 215 家 LP 中 90.1% 为国内本土的，9.3% 为外资的，还有 0.6% 为合资的。由此可以发现，国内 LP 数量仍然占据绝大部分且增长迅速。另一方面，从可投资本量角度来看，中国私募股权市场 LP 可投资本量共计 8 849.91 亿美元，其中国内本土 LP 可投资占比为 26.5%，外资 LP 占比为 72.9%，还有 0.6% 为合资的。从这一个维度可以看出，虽然本土 LP 在可投资本量上与外资 LP 还存在着较大差距，但随着市场的逐步开放，同时本土 LP 的快速增长，两者之间的差距会逐渐缩小。

LP 在机构化逐渐成熟的过程中，拥有正确的资产配置方式、投资实践经验和恰当的管理运营模式十分重要。这一方面体现在 LP 要求低风险的分散化投资，不同的私募股权投资策略所构建的投资组合对最优化的资产配置方式要求很高。另一方面也体现在对优秀基金管理人及其所管理基金的识别能力上。目前，中国私募股权市场 LP 的投资决策更多还是停留在经验判断层面，缺乏相应的量化投资标准和投资实践工具。这些问题将在本书的各类专题研究中给出解决方案。