



“我在国内读到的对私募股权基金行业分析最系统、最完整的一本书。” ——吴尚志 鼎晖董事长

解读 基金、私募、风险投资、PE……

私募股权 基金

轻松走入纷繁复杂的资本市场
系统解析PE的操作和本土借鉴

周炜 著

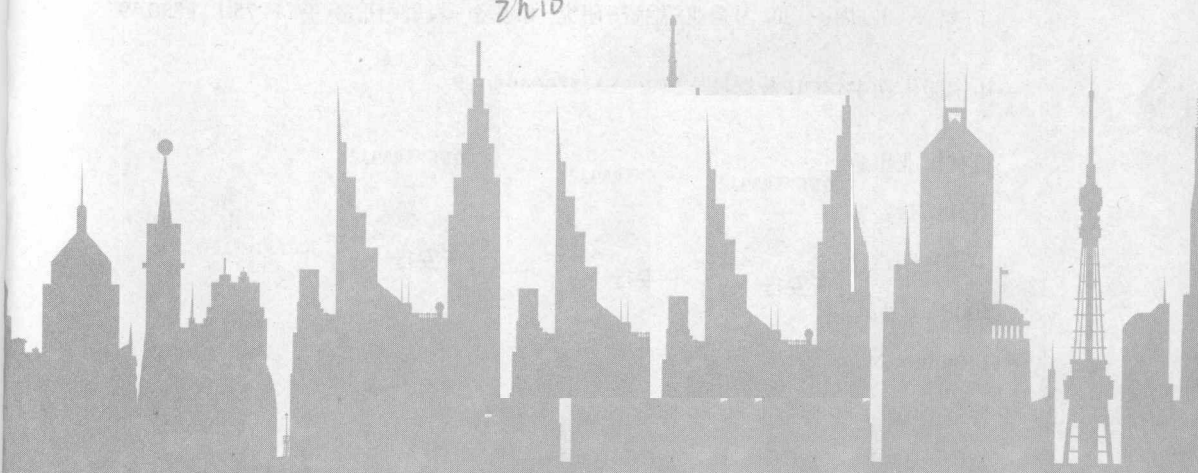


机械工业出版社
China Machine Press

解读 私募股权 基金

周炜 著

F 275.1
zh10



机械工业出版社
China Machine Press

本书系统介绍了从私募股权基金的起源、发展，到法律结构、融资过程及有关问题与障碍、筛选项目和进行投资的有关流程、投资收益来源、投资退出及收益衡量等内容，在研究私募股权基金在欧美发达国家发展的同时，也关注了其在在中国的发展情况。本书是基金经理、各类投资机构以及广大中小投资者不可多得的了解私募股权基金的工具。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

图书在版编目 (CIP) 数据

解读私募股权基金/周炜著. —北京: 机械工业出版社, 2008.5

ISBN 978-7-111-24088-4

I. 解… II. 周… 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064056号

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: 胡智辉 版式设计: 刘永青

三河市明辉印装有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2008年6月第1版第1次印刷

170mm×242mm·14.5印张

标准书号: ISBN 978-7-111-24088-4

定价: 35.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

本社购书热线: (010) 68326294

投稿热线: (010) 88379007



推荐序

Preface

周炜先生的《解读私募股权基金》是我在国内读到的对私募股权基金(Private Equity Fund, PE)行业分析最系统、最完整的一本书。

过去几年中,中国的PE行业有了很大的发展,许多非常成功的中国企业在其成长的过程中都有PE基金支持的身影。这其中包括不少家喻户晓的优秀企业,蒙牛、百度、腾讯、百丽、新浪、分众、阿里巴巴、李宁、双汇,仅是其中最闪光的几例。可以客观地说,PE基金为中国向创新社会转型,为促进中国企业改善公司治理,加速行业整合都起到了积极的作用。

但我也注意到,公众对PE行业还很不了解,对凯雷收购徐工在审批中遇到的问题,对中投由于次贷危机影响在黑石投资中的短期账面亏损,对渤海产业基金的设立,媒体有不少正面的或负责的评论。确实感到需要有本书系统地讲一讲PE。周炜先生的《解读私募股权基金》可以说是很及时。

周炜先生对美国PE行业在30年中逐步发展起来的历程做了很好的概述。其中对其早期以创投为主的成功,到杠杆收购商业模式的建立,一直到1978年以养老基金为代表的机构投资者的进入逐步把PE行业发展推向高峰。这一过程对刚刚起步的中国PE行业,揭示了不少有益的参照。

我建议行业的参与者和规则的制定者读读“枯燥”的第2章。作者对有限合伙这一国际惯用的PE法律形式、商业细节和税务问题做了非常详细的论述。

我认同周炜先生在著作结尾时对中国PE行业光明前景的判断,希望他5年或10年后再写一本中国PE的书,一定更为精彩。

吴尚志

2008年4月5日

前 言

Preface

我对私募股权基金的关注，源于对风险投资的好奇。经常被称为VC的风险投资机构，甚至可以在你只有想法的时候便提供资金，这不仅激发了很多人的创业梦想，更创造了一个个财富神话。这种完全在国外的法律和金融环境中成长起来的机构，对于习惯于从银行贷款的中国企业来说，显然属于金融体系中的另类。严格地说，风险投资机构也属于私募股权基金的一个类别，因为从法律结构到资金来源，这类机构都有共同的特征。然而，关注成熟企业，高于风投数倍甚至数十倍的交易额度，采取与风险投资迥然不同的投资和退出手法，都使得我们所要讨论的私募股权基金显得比风险投资基金更加神秘、更为另类。

其实，如果对私募股权基金的来龙去脉、组织结构、投资方法、回报机制有了系统的了解之后，一定不会觉得这类机构有多么的玄妙，它仅仅是金融体系当中的一个与银行、保险和投行等不太一样的金融机构罢了。然而，在国内外的金融界和学术界，越来越多的人开始关心、分析和研究这类看似不寻常的机构。我想，其吸引力可能主要有以下三点：

在金融资源配置中，成为一个特别的渠道，发挥着越来越大的作用

除了部分资金被风投机构投资于初创企业和成长企业之外，更多的机构投资者资金，通过私募股权基金，收购了很多拥有成熟稳定业务的公众公司。私募股权基金所主导的交易已经成为全球收购兼并市场的重要组成部分。

价值成长之谜

这也是理论界激烈争论的一个焦点。在争论初期，对于私募股权基金

的投资是否带来持续的价值成长，大家有不同的意见，但经过20世纪80年代末期和最近几年的讨论，持续性价值提升的观点似乎占据了主流。之后，大家争论的核心转向价值成长来源于什么。有些学者认为，高额的负债带来的税收优惠是其主要的来源，而更多的学者倾向于认为私募股权基金的“积极投资者”的角色，改善了公司的治理结构，从而使得公司价值提升。不断深入的研究，可能会出现更让人信服的观点。

要 私募股权基金的演化与未来发展

自风险投资开始发展以来，私募股权基金的模式演变就没有停止过。收购基金显然是目前的主流，但同时也有很多类型的基金出现。随着经济的发展，新的模式也一定会出现和参与对资金和项目的竞争当中。其未来的变化，尤其是涉及在中国的发展，都是众多业内人士关注的问题。

以上这些研究内容，离不开对私募股权基金运作细节的全面把握，更需要对多方面的信息进行系统归纳和整理。这样的工作，不仅是开展研究的必要基础，更会为正在实践我国私募股权基金的人士和关注这一领域发展的专家学者提供一定的参考。

中国私募股权基金已经起步，多路人马驰骋于中国经济主战场，未来演进受到多方面的关注。在欣喜于其快速发展的同时，作为一直关注私募股权基金在我国发展的一员，我感受到了一丝隐忧。虽然大多数人津津乐道于巨大规模的上市公司的收购，羡慕基金几十倍于项目初始投资的回报，但对于基金的法律结构、资金来源、投资策略、收购方法以及如何获得回报，往往一知半解，对于国外为何形成这样的结构和状态更缺乏了解，甚至形成不少误区或错误的认识。其中一个原因，可能是因为我国缺乏系统剖析私募股权基金的资料，使得大多数关注者缺乏对此行业系统、全面的认识和了解。毕竟，私募股权基金起源于美国，植根于欧美经济土壤之中，如果我们照搬国外的做法，难免出现“南橘北枳”的笑话。但系统地学习和研究后，我们也许能看到政府、金融监管、法律、税收、债券市场等因素对其起到的重要影响，这对于完善我国相关的法规和设计适合我国国情的私募股权基金有很大的参考价值。

为了能对中国私募股权基金的发展尽微薄之力，能够将我对私募股权

基金的学习和研究与广大读者分享，在机械工业出版社华章分社的支持下，我决定撰写这样一本书。我将此书的撰写列为在康奈尔大学进行访问的重要任务之一。康奈尔大学的约翰逊商学院，也开设了相关的课程，我在参加课程的同时，参考了其他大量的文献。这些文献除了一部分学术研究资料外，更多的是业界的分析与报告，这样做是为了尽可能使全书内容紧密联系实际。

全书内容总共7章。第1章希望能为读者提供关于私募股权基金的概要性知识，包括私募股权基金在收购方面的最新进展，高额杠杆的应用、发展演变的历史以及当前所形成的纷繁的基金类别。虽然这一章的内容无法充分展示私募股权基金的全貌，但至少可以体现出私募股权基金有别于传统的金融机构的一些特点。

第2章~第6章，作为本书的核心部分，按照私募股权基金的完整运作流程安排章节，分别为设立、融资、项目筛选、投资管理和退出。

基金设立的核心就是要解决法律结构问题。第2章把私募股权基金的法律结构作为核心内容，并涉及有关税收问题。法律缺失曾经是困扰我国私募股权基金发展的核心障碍。在不同国家的法律框架下，私募股权基金在寻找监管和税收方面的合适途径，形成了成熟的法律结构体系。这些体系不仅可使投资者和管理者在很大程度上规避监管的要求，更重要的是带来了一系列税收优惠。本章所讨论的法律结构，都是在我国的法律环境中未曾出现的。

第3章主要阐述了私募股权基金的融资过程及有关问题与障碍。作为基金的普通合伙人，在开展投资前，甚至在进行投资期间，最重要的一项工作就是募集资金。我们一般会关注基金在投资时如何对项目要求严格甚至苛刻，但往往忽略在基金融资的时候，如何痛苦地应对作为基金投资者的有限合伙人的要求。而融资的成功，是私募股权基金得以生存和获得高额收益的前提。

第4章涉及筛选项目和进行投资的有关流程。读者可能会对筛选项目方面的内容更熟悉一些，因为大多数投资类书籍都会涉及这些内容。但私募股权基金对项目的要求往往有其自身的特点，且在最终投资时，投资条

款也大有文章。选定项目后的投资决策和执行具有很多操作方面的方法和技巧，并且进一步的债务融资也是重要的工作。这些都会在这一章涉及。

第5章讨论私募股权基金的收益从何而来，这是当前这一领域的学者普遍关注的问题。虽然理论界对私募股权基金回报的研究确认了其持续获得高于市场平均水平的回报，但这一持续高额回报的来源成为大家争论的一个焦点。处于主流地位的理论认为“积极的投资者”是私募股权基金获得高额回报的核心原因，因此，作为“积极的投资者”，私募股权基金在项目中如何发挥作用便成为本章重点内容。

第6章讨论基金的投资退出及收益衡量问题。对投资退出的一般理解，无非包括上市和出售两种。系统研究后，读者会发现投资退出被私募股权基金的主流机构演绎得淋漓尽致，远比原来想象的要复杂得多。

通过以上几章把私募股权基金的整个业务流程梳理之后，本书在第7章，也是最后一章重点关注中国私募股权基金的发展。这一章划分了中国私募股权基金领域的五方面力量，提出当前面临的问题并对未来发展进行展望。我相信，中国的私募股权基金势必按照中国经济环境的特殊要求在中国经济发展史中画出特别的曲线，让我们拭目以待。

完成书稿并撰写前言之际，正值美国债券市场和股票市场因次贷危机而一片凌乱。以高杠杆融资开展收购作为主流操作模式的私募股权基金亦受到很大的考验。收购基金于2006年和2007年高涨的融资规模存量，要求基金管理机构为这大笔的资金寻求出路。了解了私募股权基金的历史，我们会知道，这种局面对于基金的普通合伙人来说并不陌生。这一行业在其30余年的风雨历程中，在每一次的市场波动中，虽有所起伏，但都会在风雨之后，更上一层楼。这次恐怕也不会例外。大潮退却之时，更可以寻到漂亮的贝壳。历史证明，股票市场发生大幅下滑的时候，恰恰给私募股权基金带来了难得的投资机会。在本书出版之际，也顺祝中国的私募股权基金行业不断克服困难，奔向光明前程。

本书得以出版，与机械工业出版社华章分社的领导和编辑的认可与支持是分不开的。在本书撰写期间，我也得到了家人、同事及朋友的关心和帮助。在此，对在写作期间为我提供便利、协助的所有同事及朋友表示诚

挚的感谢。

还要感谢我的父母和岳父、岳母大人的鼎立支持，虽远隔万里，亦不忘通过越洋电话关心与询问，他们的殷切希望是我不断完善书稿的重要动力。最后，还要向我可爱的妻子致以特别的感谢。因写作书稿，占用了大量与她共处的家庭时光，她对我的理解、帮助和关爱让我感动，并都已渗透在本书的字里行间了。

周 炜

2008年2月28日

Contents

目 录

推荐序 前 言

第1章 另类金融

- 1.1 大举收购
- 1.2 资金潮涌进入
- 1.3 高额负债
- 1.4 鸟瞰基金发展史
- 1.5 艰难的孕育
- 1.6 风险投资的神话与现实
- 1.7 收购基金：私募股权基金的主流商业模式
- 1.8 私募与公募
- 1.9 对冲基金
- 1.10 形形色色的PE

第2章 枯燥的法律结构

- 2.1 有限合伙制是必须的吗
- 2.2 系统理解有限合伙
- 2.3 合伙契约：细节中的魔鬼
- 2.4 至关重要的税收问题
- 2.5 设立基金的主体结构

投资建议与策略 章4 第

1.1 1

1.2 3

1.3 8

1.4 10

1.5 13

1.6 16

1.7 20

1.8 22

1.9 29

1.10 34

1.11 41

1.12 51

1.13 51

1.14 55

1.15 60

1.16 65

1.17 72

第3章 为基金融资	78
3.1 起点	78
3.2 融资成功的要素	82
3.3 资金来源	84
3.4 了解LP的趋势与动态	94
3.5 融资进程	99
3.6 融资代理的作用	100
3.7 艰难的第一次	102
3.8 PPM: 最重要的融资文件	106
第4章 项目的筛选和投资	110
4.1 投资流程	110
4.2 投资目标的类别	116
4.3 筛选项目	123
4.4 组织工作团队	134
4.5 敲定交易	137
4.6 交易达成后的融资	144
4.7 集合投资	148
4.8 如果交易不幸流产	151
第5章 价值创造	154
5.1 重组和改造	154
5.2 改善管理层激励机制	160
5.3 积极的投资人	162
5.4 是否创造价值	167
第6章 获得收益	173
6.1 股息资本重构	174

6.2	交易费	177
6.3	监管费	179
6.4	上市	180
6.5	迅速脱手	185
6.6	整体出售	188
6.7	业内转手	189
6.8	基金业绩的评价指标	192
6.9	全球PE的收益状况	195
第7章	中国PE之路	198
7.1	摸索前行	198
7.2	中国PE的五路人马	200
7.3	发展中的问题	207
7.4	现实选择	214
7.5	演进路径猜想	216

第1章 Chapter 1

另类金融

国际财经领域从来不乏经济热点。从2006到2007年，在次贷危机的血雨腥风占据财经媒体头条之前，经常印入眼帘的是大规模收购的消息。中国读者可能对德州公用设施（TXU）、加拿大贝尔（BCE）、HCA、第一数据（First Data）等企业并不是很熟悉，但这些被收购的企业的交易金额却高达数百亿美元。我们熟悉的一些公司，也成为这一热潮当中的收购目标，比如克莱斯勒汽车公司、希尔顿酒店以及赫兹汽车租赁等。当中国的企业绞尽脑汁进行公开募集股份成为公众公司的时候，这些企业却因为被收购而从一家上市公司转变为私有公司，告别了股票市场。这一被称为私有化（privatization）的过程，往往耗资巨大。

想象一下，如果有一家企业站出来对所有的股民说“我将按照25元一股的价格收购长江电力全部94亿股份（2月底长江电力的收盘价约17元，溢价47%），并且在完成交易后从上海证券交易所退市。”你会有怎样的反应？而这样一个假想交易的总价，换算成美元（汇率以1：7.2计），约为320亿美元左右。而德州公用设施（TXU）的交易金额比我们假想中收购中国市场的著名大盘股长江电力的交易还要高得多，达到了438亿美元。从这样的对比当中，也许我们可以更容易地感受这样的收购对市场带来的震撼。更让大家吃惊的也许不仅仅是其总的交易金额，KKR作为收购机构需要向市场借款的金额达到360亿美元。这样的借款规模，换算成人民币

为2 592亿元，基本上相当于招商银行、民生银行、中信银行、浦发银行在2007年上半年新增贷款余额的总和。^①

主导这些大额交易的机构，正是我们本书要关注的私募股权基金，也就是在财经媒体上经常被称为PE (Private Equity Fund) 的机构。^② 虽然收购长江电力这样的脑力激荡型虚构交易在短期内不可能出现在中国的资本市场上，但这并未削减私募股权基金探水中国这块蓬勃发展的新兴经济沃土的兴趣。

在当今中国这个人潮涌动、喧嚣震天的经济舞台上，刚刚上台的国际成熟PE与国内本土PE的一举一动，很少会被市场忽略。从风险投资基金通过海外上市所创造的一个个财富奇迹，到哈药集团被整体收购和徐工收购案的沸沸扬扬，以至于有国家背景的产业基金的建立和本土PE机构的兴起，这一行业的发展不仅吸引了众多的眼球，更承载了各界对其发展的厚望。

虽然PE在中国的征途刚刚起步，在中国经济中的分量还不够大，但在全球主流经济体中，经过30余年的发展，国际上的成熟大型PE机构，已经从边缘地带走到了历史舞台的中心。不论其领导人如何低调行事，也无法避开人们的目光。虽然大多数人并不了解他们如何筹集到天文数字般额度的资金，也不清楚为何他们敢于承担近70%甚至90%的负债率来收购上百亿美元市值的上市公司，但他们在欧美这样的成熟金融体系中的地位已经如日中天，PE已经成为配置金融资源的一股不可忽视的另类金融势力。

① 笔者根据四家银行公布的2007年半年报计算，招商银行、民生银行、中信银行、浦发银行四家银行在2007年1~6月的贷款总额的增加值分别为638.51亿元、697.97亿元、723.52亿元、633.79亿元，总计为2 693.79亿元。

② 其实PE的翻译一直在变化，最开始甚至有人直接译成产业基金，后又有人译成私人股权基金，最近大多数人都倾向于将PE翻译为私募股权基金。其实将equity翻译为股权，我感觉有些偏颇，因为在PE当中有很多更细的分类，比如“房地产”、“基础设施”等，这些基金的投资与股票和股权关系较远，而是获得土地、物业、公路、桥梁等资产的所有权益，所以PE的准确翻译实际上应为“私募权益基金”，“权益”与“债务”相对，并涵盖了股票、股权和其他权益性资产的更广范围，应该能更完整表述其含义。不过本书为方便读者查阅，仍沿用了“私募股权基金”这一约定俗成的译法。

1.1 大举收购

《福布斯》杂志在2007年2月份的一篇文章中，这样问它的读者：“你一天的旅行生活是否从Dunkin’Donuts的一杯咖啡开始？然后在汉堡王（Burger King）解决午餐？到J.Crew、Toys “R” Us及Neiman Marcus逛街购物？在赫兹租辆车，去Loews影院看电影，也许去Harrah赌一把更过瘾，要不就回Fairmont酒店就寝？”这篇文章的作者告诉他的读者，所有这些，加上其他一些更不易注意到的服务，比如供气供暖、有线电视系统、医疗机构等，很多都已经被PE控制了。虽然中国读者并不一定熟悉这些美国人身边的服务，但大部分读者应该知道希尔顿酒店、克莱斯勒汽车公司这样进入中国市场多年的大型跨国公司。所有上述的这些公司都已经被私募股权基金收购了，甚至在收购后又被卖出了。

收购基金（Buyout Fund）虽然并非是私募股权基金（下简称PE）行业的起源，比私募股权基金的另一重要分支风险投资要晚10多年，但收购基金是目前PE行业的绝对主流，基金额度占整个PE行业各类基金总额的一半以上，同时也是媒体、大众和理论界最为关注的部分。在欧美市场，PE公司对上市公司的收购所带来的影响，一直在业界和学术界争论不休，但争论并未影响PE不断膨胀的收购上市公司的胃口。

PE收购的第一次浪潮出现在20世纪80年代。收购基金行业的创始者KKR在1981年完成了6笔生意，成为这次浪潮的起点。在同一年，美国出现了近100起杠杆交易。1982年美国的经济严重衰退，股票市场大幅下跌，为收购公司提供了很好的环境，杠杆收购交易量上升到164起。1983年，美国又完成了230起收购，总融资达45亿美元，从那时开始直至第一次大收购浪潮于1990年结束，年平均杠杆收购数量为300多起。在20世纪80年代，今天已经如日中天的一些PE机构相继成立，标志着这一行业进入了繁荣发展的轨道。

在PE的第一个黄金时代，最高潮的时刻便是KKR对RJR Nabisco的收购。当时的收购额度达到创纪录313亿美元，使杠杆收购（Leveraged Buy-out, LBO）业务达到前所未有的规模。当时整个PE行业刚刚开始发展，

收购技术和公司管理模式还处于摸索阶段，往往要在收购后对被收购公司采取分拆出售或大规模裁员这样的动作。因此，类似KKR这样的公司往往被人们视为贪婪的化身，在美国的公众形象很差。

整个20世纪90年代是PE发展的一个调整和低潮期，而股票市场迎来了10年的大牛市，上市公司之间的并购如火如荼，给PE的收购留下了很少的空间。2000年的股市暴跌，又为PE带来了新的并购机会，同时利率达到历史低点，使得LBO业务可以十分容易地获得低成本收购资金。2000~2005年，可以说是收购基金的恢复期。从2005年到2007年，我们看到了收购基金的爆发性增长，大量巨额交易频繁出现，屡创纪录。见表1-1。

表1-1 PE主导的最大的收购

被收购企业	出价 ^①	日期	收购者
加拿大贝尔 (BCE)	485	2007年6月	Teachers Private Equity, Providence, Madison Dearborn
德州公用设施公司 (TXU)	438	2007年2月	KKR、TPG、高盛
Equity Office Properties (EOP)	389	2006年11月	黑石
HCA	327	2006年7月	贝恩资本、KKR、美林
RJR纳贝斯克	311	1988年10月	KKR
Clear Channel	275	2006年11月	贝恩资本、Thomas H Lee
Harrah's Entertainment	274	2006年10月	Apollo、TPG
第一数据 (FirstData)	270	2007年4月	KKR
希尔顿	260	2007年7月	黑石
Kinder Morgan	216	2006年5月	高盛、AIG、凯雷、Riverstone
Freescale Semiconductor	176	2006年9月	黑石、凯雷、Permira、TPG
Albertson's	174	2006年1月	SuperValu、CVS、Cerberus Capital、Kimco Realty
赫兹 (Hertz)	150	2005年9月	凯雷、Clayton Dubilier & Rice、美林

① 亿美元，包括承担的债务。

资料来源：根据相关报道整理。

从2006年开始，PE公司主导下的收购基金在欧美资本市场上的动作格外突出，频频出手，投资金额不断刷新记录。2006年，PE全年的交易价值升至创纪录的4 000亿美元，较2005年的2 370亿美元高出68.7%，相比1996年则增长了20倍。其中，单笔超过100亿美元的交易达到9笔，当年最

大的一笔交易是连锁医院HCA Inc收购案，价值327亿美元，突破自1989年KKR吞并RJR Nabisco食品公司以来创下的313亿美元的纪录。2006年，全美收购与合并交易的总值达到15 600亿美元，其中PE的收购占了25%，而在2005年，这一比例是10%。

2007年，PE的收购行为成为收购兼并市场的主要推动力。这类收购在2007年的上半年比2006年同比增长了95%，并购价值在全球收购兼并市场占27%，在美国占40%，在欧洲占18%，在亚洲占9%，见图1-1。^①

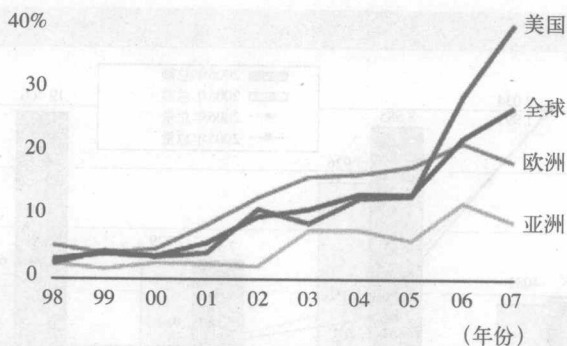


图1-1 PE主导的收购在全部并购中的比例

注：2007年数据截至7月18日。亚洲包括澳大利亚、日本和印度。

资料来源：Thomson Financial。^②

在这一年，PE主导的并购交易又一次次地刷新纪录。黑石2007年2月以395亿美元收购全球最大的房地产信托基金EOP，成为当时全球有史以来最大的一宗杠杆收购交易；2007年7月，刚刚公开上市不到2个月的黑石，再次大手笔出手，以260亿美元巨资收购了拥有2 800家酒店的希尔顿集团。而几乎与此同时，以安大略省教师退休基金为首的一个私募股权基金财团宣布以485亿美元收购加拿大最大的电信企业——加拿大贝尔电信集团(BCE)，将PE并购金额的纪录推向了新的高点，成为历史上规模最大的杠杆收购案例。

① 转引自贝恩公司(Bain&Company)内部刊物“Merger & Acquisition”，1H2007，Bain & Company。

② Thomson Financial是汤姆逊集团下属的金融信息服务机构，一般在国内被称为汤姆逊金融。汤姆逊集团在2007年收购了路透。