

PRIVATE EQUITY

私募股权

融资工具与投资方式

〔德〕马提亚斯·君德尔 布庸·卡佐克◎著

吕巧平◎译



中信出版社·CHINACITICPRESS

私募股权

融资工具与投资方式

〔德〕马提亚斯·君德尔 布席·卡佐克◎著

吕巧平◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权——融资工具与投资方式 / (德) 君德尔, (德) 卡佐克著; 吕巧平译. —北京: 中信出版社, 2011. 3

书名原文: Private Equity: Finanzierungsinstrument und Anlagemöglichkeit

ISBN 978-7-5086-2666-6

I. 私… II. ①君… ②卡… ③吕… III. 企业-融资-研究 IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 021037 号

Private Equity by Gündel/Katzorke

Copyright © 2007 by Gündel/Katzorke; Bank-Verlag_Medien GmbH

German translation copyright © 2007 by Bank-Verlag_Medien GmbH

Simplified Chinese Translation Copyright © 2011 by CITIC Publishing House

ALL RIGHTS RESERVED

本书仅限于中国大陆地区发行销售

私募股权——融资工具与投资方式

SIMU GUQUAN

著 者: [德] 马提亚斯·君德尔 布庸·卡佐克

译 者: 吕巧平

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

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)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 14.25 字 数: 210 千字

京权图字: 01-2010-8214

版 次: 2011 年 3 月第 1 版 印 次: 2011 年 8 月第 2 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-2666-6/F·2250

定 价: 45.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849283

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84849000

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

前言

自从《巴塞尔新资本协议》（Basel II）实施以来，该协议对德国中小型企业融资所带来的影响引起了业界的热议。到 2007 年，业界已经达成基本共识：企业自有资本率在评价企业信誉及争取银行信贷方面起着决定性作用。

由于许多企业的自有资本率过低，德国与奥地利的企业尤其如此，所以增强企业自有资本基础已经成为企业面临的最大挑战之一，同时也成为企业成功发展的战略性因素之一。但只有在极少数情况下，企业能够仅仅凭借内部融资来实现高水平增长，能够通过股票交易所获得大众集资的中小型企业也是有限的。因此，很长时间以来，中小型企业开始重视私募股权融资。所谓私募股权，就是证券交易所之外的投资人所提供的私募股权资本，或者类似自有资本的、风险共担的资本。私募股权公司与私募股权基金是一种现代化的融资中介，它们分别在企业不同发展时期参与企业的融资，并作为自有资本投资人承担与其投资份额相匹配的经营风险。因为投资人承担了企业经营风险，所以他们期望在企业升值后能够获得相应回报，而获得回报的方式之一，就是在数年之后，企业升值，他们出让自己的股权并全身而退。

“高仪公司”（Fall Grohe）事件在德国金融界引起了轩然大波，热议不

断。由于受到这类恶意资金操纵事件的牵连，当然也由于一边倒的政治舆论，私募股权行业的公众形象受到严重损害。但有一点是无可争议的，私募股权对年轻的、技术革新型中小企业的发展起着积极作用。大量研究证明，与其他企业相比，利用私募股权融资的企业增长更快，提供的就业机会更多，国际化倾向更强，并能够创造可观的国民经济价值。

负责任的私募股权投资人是企业可信赖的融资伙伴，他们与企业一起利用机会，共同承担风险。因此，他们在提供关键知识和商业网络的同时，也为企业的成功做出了贡献。例如：今天的德国银行自动提款机生产厂商利多福公司（Wincor Nixdorf AG），原为西门子公司的一个部门，自从美国私募股权投资公司 KKR 集团（Kohlberg Kravis Roberts & Co.）加入之后，如今已经创立了 3 000 多个工作岗位。此外，利多福公司也是 2004 年度成功上市的公司之一。汽车维修连锁公司（A. T. U）的经验证明，企业员工能够通过私募股权投资获得利润。该公司自 2002 年获得私募股权投资之后，已经创立了约 2 500 多个工作岗位。

在私募股权公司参与企业活动的同时，私募股权也为中小型企业提高自有资本率创造了机会。在过去的很长一段时间里，夹层资本市场以独立资金运转和自我安排发行为主，现在，夹层资本以 PREPS、equiNotes、gelmit 等项目的名义进入了证券市场，为欧洲，特别是德国和奥地利的中小型企业获得国际投资开辟了道路。最近，夹层资本股权的自行安排发行也有明显增长，比如：德国最大的汽车租赁公司 Sixt 股份公司发行了享益券，向投资人提供新股认购权；科隆第一足球俱乐部合资有限责任两合公司（1. FC Köln GmbH & Co. KGaA）自行安排发行了享益券。中小型企业也开始利用这种夹层资本证券发行作为私募股权融资的手段。

但私募股权不仅仅是企业融资工具，从私募股权投资人或者出资人的角度来看，私募股权也是一种投资方式，或者说是一种投资类别，其风险收益特性很有吸引力，与其他投资类别几乎毫不关联。鉴于其特殊的风险收益格局，私募股权基金如今已经成为一种资产类别，构成银行、保险公司、企业和养老基金等资产配置的重要组成部分。通过银行等融资中介，私人投资者也从私募股权投资经营中获利。而大量私人投资者则通过资产

组合公司，被直接纳入私募股权投资循环中。

无论是作为企业融资工具，还是作为一种投资类别，私募股权将来在金融市场上都会发挥更大的作用。它既非祸也非福，而是一种颇有魅力的企业融资途径，当然这也要根据各种具体情况而定。对于机构投资人与私人投资者而言，它又是可能带来巨大利润的投资类别。在政治与经济形势发生巨大变化的今天，德国工业正面临着挑战，作为出口型工业国，德国必须特别重视技术的不断革新和中小型企业经济实力的提高，以保持或者提高德国在国际竞争中的地位。而私募股权正是技术革新、经济发展和财富增长的推动力。

本书作者分别是经济与税务律师和中小型企业咨询专家，他们从自身工作实践出发撰写了本书，以便读者了解私募股权及其在资本市场中的运行规律。这里特别感谢法学硕士马里奥·赫尔德斯（Dipl. -jur. Mario Hirdes），他提供了所有的参考资料，并为本书的出版做了大量协调工作。

马提亚斯·君德尔博士 布庸·卡佐克

2007年5月于哥廷根

内容简介

目前已经有大量关于“私募股权”的书，但大部分是学术性的，或者内容涉及范围太广。本书则与此不同。作者撰写此书的目的在于，使读者初步了解“私募股权”，同时大致掌握“私募股权”的基本结构。本书侧重介绍“私募股权”的核心特点，即“私募股权”对企业而言是一种融资工具，对投资人而言是一种投资类别。为此，作者有意避免阐述理论和法律条款，仅仅在论及私募股权运行规则时，为便于读者理解，才谈到了一些法律规定。

本书第一章为“私募股权导论”，首先介绍私募股权的概念，并介绍企业融资基本常识，以便读者能够更好地理解私募股权的运作方式、机会和风险。然后将讨论私募股权的内容和特殊含义，讨论私募股权与“风险投资”（Venture Capital）、“对冲基金”（Hedge Funds）的区别以及私募股权的特点。紧接着，将介绍私募股权这种投资方式的运作流程，即资本最初由投资人出资—经过融资—到达企业—返回投资人的整个过程；并以私募股权诞生地美国为例，简述私募股权的历史与发展，重点阐述私募股权在德国和奥地利的发展状况。

第二章以“私募股权市场”为题，主要介绍德国私募股权行业的现状，私募股权在奥地利的发展和形势，以及世界私募股权行业的发展情况。

通过阅读本章，读者可以初步了解私募股权的概况：私募股权的资金从哪里来？哪些人在管理这些资金？私募股权基金向哪些国家投资？这类资金如何分配到各个投资领域？美国与欧洲的私募股权市场有何区别？私募股权在亚洲的作用如何？等等。以上问题读者均可在本章中找到答案。

第三章题为“企业融资中的私募股权”。本章首先阐述德国企业融资的历史发展与现状，然后简述私募股权运作过程中典型的融资机构与关键的法律基础，以及企业的潜在投资伙伴。最后将阐明利用私募股权进行融资给需要资本的企业所带来的风险和机会。

第四章“私募股权运作流程”，分别从企业和投资人角度出发，形象地描述了私募股权典型的、完整的交易过程，并根据企业不同的融资目标 and 需求，阐述私募股权资金的申请（从企业角度）、投资人的遴选过程（从投资人角度）、投资基本过程以及资金的退出。

第五章以“私募股权投资”为题，概括介绍私募股权的投资类别和方式，并了解这种投资方式。为此，本章将向读者介绍各种投资方式，阐明直接投资与间接投资的区别。重点介绍市场上常见的最重要的投资方式“私募股权基金”。本章还进一步阐述了私募股权投资的前提条件、典型特点及其运行方式，也涉及私募股权作为一种投资类别所蕴藏的机会和风险。

第六章是结论和展望。

目录

Contents

前言 / IX

内容简介 / XIII

第一章 私募股权导论

一、企业融资入门 / 1

(一) 内部融资与外部融资 / 1

(二) 自筹资金与借贷融资 / 1

二、私募股权定义 / 8

(一) 风险资本与私募股权的区分 / 9

(二) 对冲基金公司与私募股权公司的区别 / 11

(三) 私募股权是股市外用于融资的自有资本 / 14

三、私募股权融资的特点 / 14

(一) 私募股权融资要素 / 14

(二) 私募股权的管理因素 / 17

四、私募股权周期 / 18

五、私募股权的起源与历史 / 20

(一) 私募股权的国际源头 / 21

(二) 德国私募股权的发展史 / 21

(三) 德国市场的发展 / 27

第二章 私募股权市场

一、德国当前的私募股权市场状况 / 37

(一) 管理资本总量 / 37

(二) 投资 / 38

(三) 募资 / 40

(四) 退出渠道 / 42

二、奥地利私募股权市场的发展与现状 / 44

三、国际私募股权市场 / 47

(一) 2004 年的国际私募股权市场 / 47

(二) 北美的私募股权 / 48

(三) 欧洲私募股权市场 / 49

(四) 亚太地区——增长中的私募股权市场 / 57

第三章 企业融资中的私募股权

一、企业融资变迁 / 59

(一) 金融业的结构改革 / 60

(二) 德国中小企业的自有资本结构 / 61

(三) 提高自有资本率的方法 / 63

二、融资原因和融资阶段 / 64

(一) 早期融资 / 64

(二) 扩张阶段融资 / 66

(三) 后期融资 / 68

(四) 上市后的证券交易 / 72

三、融资伙伴 / 73

(一) 机构性私募股权 / 73

(二) 非正式私募股权 / 88

四、融资工具 / 100

(一) 自有资本 / 101

- (二) 夹层资本 / 112
- (三) 借入资本 / 133
- 五、从企业角度对私募股权投资的评价 / 134
- (一) 优点和机会 / 134
- (二) 缺点和风险 / 136

第四章 私募股权运作流程

- 一、企业的准备 / 138
- (一) 确立目标 / 138
- (二) 预审计 / 139
- (三) 《商业计划书》 / 139
- (四) 对私募股权投资人的选择 / 141
- (五) 与投资人建立联系 / 142
- 二、私募股权投资流程 / 143
- (一) 确定合适的资产组合公司 / 144
- (二) 预选 / 144
- (三) 私募股权投资人的尽职调查 / 149
- (四) 《投资备忘录》 / 151
- (五) 企业估值和定价 / 152
- (六) 交易结构 / 154
- (七) 文件制定、协议签署和融资过程的结束 / 159
- 三、监督和控制 / 159
- 四、私募股权的退出 / 161
- (一) 股权上市 (IPO) / 162
- (二) 同业并购 / 162
- (三) 次级转让 / 163
- (四) 回购 / 164
- (五) 连续融资 / 164
- (六) 全部折价 / 165

第五章 私募股权投资

一、投资形式 / 167

(一) 直接参股 / 167

(二) 间接投资 / 168

二、向私募股权基金的投资 / 169

(一) 初级基金 / 169

(二) 组合基金 / 172

三、私募股权基金的法律与税收政策 / 174

(一) 私募股权基金 / 175

(二) 私募股权组合基金 / 184

(三) 经营性资合公司作为基金公司 / 188

四、私募股权基金的生命周期 / 189

(一) 创立基金 / 190

(二) 投资 / 198

(三) 管理和发展 / 198

(四) 退出和清算 / 199

五、私募股权投资的特殊性 / 199

六、投资私募股权的决策准则 / 201

(一) 投资板块 / 202

(二) 地区 / 202

(三) 行业 / 203

(四) 投资年份 / 203

(五) 资产组合的时间构成 / 203

(六) 基金选择 / 203

(七) 纳税结构 / 204

(八) 小结 / 204

七、投资人对私募股权的评价 / 204

(一) 私募股权投资的优点和机会 / 204

(二) 缺点和风险 / 207

(三) 小结 / 208

第六章 结语

一、新形势呼唤新战略 / 210

二、私募股权市场机遇和增长动力 / 211

三、从初创企业到后继管理——私募股权融资 / 211

四、夹层资本融资 / 212

五、私募股权投资 / 213

六、财富动力 / 214

一、企业融资入门

企业或者公司的自有资本数量通常是有限的，仅在极少数情况下，自有资本足以保证企业经营活动的顺利进行，能够满足企业发展对资金的需要或者应付特殊情况。所以，企业的资金缺口必须通过从企业外部筹措资金来解决，以便企业能够开始其价值生产过程，或者使企业日常业务正常运转。所有以保证企业运营为目的而进行的筹集、提供资本的过程，均可以称为融资。

（一）内部融资与外部融资

所谓内部融资，就是企业从内部开辟资金来源，通过生产经营与销售利润，或者通过一次性资产转换实现融资的一种筹资渠道。

外部融资与此相反，是指企业从外部开辟资金来源，使外部资本注入企业的一种筹资渠道。外部资本包括所有不通过企业自身利润，而是在特别资本转换框架下，从企业外部筹集来的资金。

（二）自筹资金与借贷融资

根据所筹集的资金，融资可以划分为自筹资金与借贷融资两种方式，

这种划分方法有助于分清出资人的法律地位或者所筹集资本的责任等级。

1. 自筹资金

自筹资金即企业将自有资本用于投资，自有资本也称股权资本。这里的自有资本包括企业所有者的投资或者企业利润留转而用于投资的资本。

(1) 自筹资金的种类。

在创立一家人合公司^①时，企业主或股东通过将自己资产中的私人资产作为企业注册资金，使人合公司获得自有资本，他们从而成为企业所有者或公司合伙人。当资合公司^②发起人出资认购公司普通股股份时，比如股份公司的证券、有限责任公司的股份，资合公司便获得自有资本。

对于一家正在运营的企业而言，自筹资金最常用的渠道是内部融资，融资方式是将自有资本用于再投资，比如企业将内部留存收益作为投资资本。对于中小型企业而言，外部自筹资金的主要形式就是所谓的直接投资，即企业现有股东出资认缴更多的公司股份，从而使企业增加新鲜的自有资本。

自筹资金也可以通过从外部接纳新股东实现，新股东必须以出资认购股份作为交换条件来获得企业的股东地位。这种类型的自筹资金也叫做参股融资。

有一种融资方式一直没有得到足够重视，这就是企业利用所谓的“夹层资本”融资方式，从企业外部获得资本，在企业资产负债表中以自有资本形式出现，而同时并不必出售公司股份。这里尤其值得一提的是，隐名投资和享益券就属于这类融资工具。

在金融实践中，通常将企业通过在股票交易所上市发行股票而获得的自有资本称做“公募股权”资本，英语称之为“Public Equity”；那些不通过股票交易所而注入企业的参股资本，则统称为“私募股权”资本，英语称之为“Private Equity”，简称“PE”。

① 德国公司可以分为人合公司与资合公司两种，人合公司的法律形式可以是合伙、无限公司和两合公司，但不包括典型隐名合伙。详见：杜景林，德汉公司法词典[M]．北京：法律出版社，1995：396。——译者注

② 资合公司包括股份公司和有限责任公司。——译者注

（2）自有资本的功能。

从根本上说，自有资本具有以下特点：长期或者无限期的，负完全责任，无利息，不必偿还，不必担保，（从理论上讲）可以随时使用。自有资本在企业运营中具有不同的功能。

①融资功能。从根本上说，自有资本可以无限期供企业使用，且没有利息负担。因此，自有资本是最理想的融资资本。借入资本有偿付要求，而自有资本则要求分享企业清算收益，即自有资本出资人没有特别的清偿权。任何一种投资都可以通过自有资本来实现，并且出资与投资时间可以完全一致。对于那些高风险的投资尤其如此。对于借贷融资而言，自有资本也很重要，因为一般情况下，只有当企业证明自己具有一定的投资担保时，债权人才会向企业提供借入资本。

②责任功能和担保功能。投资于企业的资本承担一定的企业风险。企业一旦出现亏损，就会首先减少自有资本。只有当自有资本全部消耗完毕之后，才会考虑借入资本。当企业亏损消耗企业资产时，自有资本实际上起着亏损“缓冲带”的作用。因此，自有资本出资人将比借入资本出资人承担更大的风险。由于与借入资本相比，自有资本首先承担责任，具有“责任功能”，因此，自有资本也被称为责任资本、担保资本或者风险资本。自有资本作为“责任资本”的这一特点，提高了企业的支付能力，并扩大了企业获得借入资本的活动余地。

③收益分配功能。通过自筹资金而融资时，企业没有支付贷款利息和清偿债务的负担。出资人提供自有资本的回报全部通过获得分配企业盈利来实现。除了可以分享企业清算收益，或从企业升值中获益（比如通过转让企业股份）之外，出资人向企业提供自有资本时，只能获得一种纯粹依企业效益而定的支付请求权。对于企业而言，采取自筹资金方法，可以使企业在收益不佳时，降低企业流动资金的压力。这是自有资本作为一种“风险资本”的经典特点，正因为如此，自有资本出资人期待其投资能够获得很高收益。

④支配功能和管理功能。传统的自有资本出资人是企业股东，也是企业的所有者，或者企业共有者，在这个法律地位基础上又衍生出一系列权

利。根据企业的法律形式不同，自有资本出资人具有相应的资产权、管理权、信息权和控制权，并多多少少可以对企业的经营管理政策施加影响。由于自有资本出资人对企业的支配管理功能，中小型企业原则上不愿接受外部自有资本出资人的投资。

2. 借贷融资

所有利用借入资本进行融资的方式统称为借贷融资。典型的借入资本包括企业总资产中那些非企业所有者、企业债权人所提供的资本，或者必须要偿付给他们的资本。

外部借贷融资包括传统的银行借贷融资，或者通过发行债券所进行的融资。企业日常经营中必须支付的约束性资本没有什么特殊形式，而且比较优惠。比如，应付商品账款也属于外部借入资本，但这种资本对于企业融资意义不大，本书对这种资本类型不予详解。

(1) 资本基础的扩大。

借入资本主要用于支配企业资产运转，并扩大企业经营的资本基础。最理想且最典型的借入资本仅在一定的期限内供企业使用，企业要根据双方签订的借贷合同偿付贷款利息，并在一定期限内还款付息。与自有资本不同的是，传统的借入资本具有以下特点：它的回报要求并不取决于企业的经营成果。在获得借入资本的同时，企业必须还本付息，因此给企业流动资金带来压力。在企业经营效益不佳时，这会限制企业投资经营自由，并导致流动资金困难。

企业债权人一般不会享有对企业的经营权和支配权。仅在个别情况下，债权人可以根据合同规定与实际情况（比如，企业依赖于债权人），对企业的经营管理施加有限的影响。

大多数情况下，提供贷款主要建立在信贷安全基础上。与自有资本出资人不同，借入资本出资人所承担的企业风险较低，对投资回报的要求也较低。企业为获得借入资本而支付的费用可以免于纳税，与传统的自筹资金融资方式相比，这是采用借贷融资方式最大的优点之一。

根据信贷提供期限，可以将贷款分为短期贷款、中期贷款和长期贷款。在并购融资或者企业接管融资时，长期贷款（即所提供资金的最短贷款期