

F 基母 | FUND MOTHER
中国LP权益保护开创者

A PRACTICAL
GUIDE TO
CHINA
PRIVATE EQUITY
SECONDARY
MARKET

石育斌◎著

中国第一本
私募股权二级市场
专著

中国私募股权 二级市场实务操作指南

赠 基母VIP金卡
免费尊享专业咨询

 法律出版社
LAW PRESS · CHINA



A PRACTICAL GUIDE TO
CHINA PRIVATE EQUITY SECONDARY MARKET

中国私募股权 二级市场实务操作指南

石育斌◎著

图书在版编目(CIP)数据

中国私募股权二级市场实务操作指南 / 石育斌著.
—北京:法律出版社,2011.8
ISBN 978-7-5118-2398-4

I. ①中… II. ①石… III. ①企业融资—中国—指南
②私人投资—基金—中国—指南 IV. ①
F279.23-62②F832.51-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 162469 号

中国私募股权二级市场实务操作指南
石育斌 著

编辑统筹 法律应用出版分社
策划编辑 聂颖 孙慧
责任编辑 聂颖
装帧设计 李瞻

© 法律出版社·中国

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 北京中科印刷有限公司
责任印制 陶松

开本 720 毫米×960 毫米 1/16
印张 21.25
字数 275 千
版本 2011 年 9 月第 1 版
印次 2011 年 9 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-2398-4

定价:58.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

前言

增强 PE 资产流动性是我国 PE 产业健康发展必须解决的难题

私募股权(Private Equity, PE)作为一国金融体系中的一个分支,肇始于西方资本市场发达国家,当前美国和英国是全球 PE 产业当之无愧的最具代表性的国家。以美国为例,私募股权产生于 20 世纪 70 年代中期,经过近三十年的发展,这一金融工具和资产类别已经进入相对成熟的发展阶段。

对于我国而言,目前私募股权整体上还处于早期发展阶段。虽然我国在 20 世纪 90 年代初期就出现了风险投资的基本理念与实践运作,但是私募股权体系的真正发展则肇始于 2000 年之后,尤其在我国 2004 年推出中小企业板、2006 年完成股权分置改革、2007 年修改《合伙企业法》以及 2009 年在“十年磨一剑”之后正式推出创业板市场等一系列利好政策的推动下,私募股权近年来在我国呈现出井喷式的增长态势。

在欧美等私募股权市场发展相对成熟的国家,在整个私募股权体系发展和壮大到一定阶段时,私募股权二级市场(PE Secondary Market)便开始逐步进入私募股权这个金融体系,并且在这一体系中发挥着越来越重要的作用。简而言之,对于私募股权而言,所谓的一级市场就是私募股权基金的募集与设立的市场,所谓的二级市场就是私募股权基金投资人以及基金本身转让所持权益的市场。截至目前,私募股权二级市场在欧美等资本市场发达国家已经初具规模,在整个私募股权产业中具有不可或缺的作用和地位。当然,由于我国私募股权体系诞生与发展的时间尚短,当前在我国私募股权产业中尚未出现真正意义上的二级市场。

与其他资产类别中的二级市场相类似,私募股权二级市场诞生的原因与目的也是解决流动性这一根本性问题。只是作为一种另类资产(Alternative Asset)的私募股权,其突出的制度性特征就是缺乏流动性(Illiquidity),其运作的机理是资产在相对不流动的情况下实现资产增值,即在很大程度上不流动正是该类资产得以增值的前提与基础。然而,私募股权体系的这一制度性特征同时也造成了该类资产的一个制度性缺陷,即严重缺乏流动性,它使得此类资产的所有者一般都难以将手中持有的 PE 资产予以变现。

私募股权的这种制度性缺陷催生了私募股权二级市场。私募股权二级市场的根本性价值就在于解决私募股权资产流动性差这一制度性难题,为 LP(Limited Partner,私募股权基金投资人)与 GP(General Partner,私募股权基金管理人)提供一个将手中的 PE 资产得以变现的渠道、途径及平台。在 PE 资产得以流动之后,对于转让这些资产的主体而言,不仅可以解决临时的资产流动性难题,而且还可以借此获得捕捉其他市场机会的可能。

随着我国近年来私募股权产业的爆发性增长,LP 与 GP 对于私募股权二级市场的内在需求日益显现。如果我国可以逐步建立一个多样化与多层次的私募股权二级市场,让各类私募股权基金的投资人与管理人获得一个“中途退出游戏”的途径与通道,则必然会在较大程度上缓解我国当前私募股权基金流动性差这一突出的制度性难题。这对于鼓励各类资本进入私募股权体系,从而解决当前我国私募股权基金募资难问题;对于增加私募股权基金退出途径,从而缓解当前我国 IPO 市场极端供过于求状态而导致的高市盈率问题,甚至,对于提高我国私募股权产业的整体资本利用率,从而促进我国宏观经济的健康快速发展,都具有极为重要的价值与意义。

本书共为八章,分别为第一章“概述”、第二章“参与主体”、第三章“交易类型、结构及方式”、第四章“交易文件之转让有限合伙人权益(LP Sale)”、第五章“交易文件之转让投资组合公司(Direct Sale)”、第六章“定价评估”、第七章“代表性私募股权二级市场基金”以及第八章“中国私募股权二级市场”。全书较为全面而深入地阐述和分析了私募股权二级市场的基本理念、

制度价值、运作方式、交易定价、代表性市场主体等核心内容,而且对于我国私募股权二级市场的现状、趋势以及未来发展提出了自己的初步观点与若干建议。

感谢法律出版社对于本书的重视与支持,感谢法律应用出版分社戴伟社长和聂颖编辑的宝贵意见和高效工作。

本书是我国第一本关于私募股权二级市场的书籍,书中恐难免有疏漏、不当或谬误之处,恳请广大读者不吝批评与教诲。同时,笔者将在我国私募股权基金投资人权益保护的实践操作与理论研究中,不断积累与探索私募股权二级市场的运作规律与操作方法,努力为我国私募股权二级市场的建立与运行,为我国私募股权投资人权益保护体系的形成与完善,以及我国私募股权产业整体的健康发展,出一份力,尽一份心。

石育斌
二〇一一年八月

Contents 目录

第 1 章 概述	1
第一节 基本概念	1
一、私募股权 (Private Equity, PE)	1
二、一级市场 (Primary Market)	10
三、二级市场 (Secondary Market)	11
四、基金的基金 (Fund of Funds, FoF)	13
第二节 制度价值	18
一、根本性价值——更多流动性,更多机会 (More Liquidity, More opportunity)	18
二、对于卖方而言的价值	19
三、对于买方而言的价值	24
第三节 历史发展	28
一、孕育与初创期 (1982 ~ 2000 年)	30
二、互联网泡沫与第一轮成长期 (2000 ~ 2003 年)	32
三、第二轮成长期 (2004 ~ 2007 年)	34
四、第三轮成长期 (2008 年至今)	37
五、大事记	40
第 2 章 参与主体	45
第一节 卖方	45

一、私募股权基金投资人 (LP)	46
二、私募股权基金管理人或/和普通合伙人 (GP)	52
第二节 买方	53
一、主体类别	53
二、行为方式	55
第三节 中介机构	56
一、顾问	56
二、会计师	59
三、律师	60

第 3 章 交易类型、结构及方式

第一节 交易类型	61
一、转让有限合伙人权益 (LP Sale)	61
二、转让投资组合公司 (Direct Sale)	62
第二节 交易结构	64
一、非结构化的交易结构 (Non-structured Sale Structures)	65
二、简单结构化交易结构 (Simple Structured Sale Structures)	70
三、复杂结构化交易结构 (Complex Structured Sale Structures)	74
第三节 交易方式	88
一、交易渠道	88
二、交易流程	92

第 4 章 交易文件之转让有限合伙人权益 (LP Sale)

第一节 有限合伙制组织形式	94
一、治理结构	95
二、制度优势	97

三、分红模式	100
第二节 有限合伙协议(LPA)	101
一、范本	102
二、条款解析	136
三、PE 二级市场交易中应注意的主要问题	186
第三节 其他协议	190
一、出资份额转让协议	190
二、补充协议	193
三、其他	194

第 5 章 交易文件之转让投资组合公司(Direct Sale)

第一节 股权购买协议(SPA)	195
一、范本	195
二、主要附件	221
三、条款解析	224
第二节 尽职调查清单	250
一、意义	250
二、范本	251
第三节 股权转让协议	260
一、范本	260
二、交易中应注意的主要问题	276

第 6 章 定价评估

第一节 概述	279
一、PE 二级市场定价评估的三个层次	279
二、基础性问题	280

三、美国市场和欧洲市场的 PE 定价评估指南	282
第二节 主要评估方法	285
一、最近一轮融资成本 (Cost / Latest Round of Financing)	285
二、可比较性公司交易 (Comparable Company Transactions)	287
三、业绩财务比率 (Performance Multiple)	288
四、其他评估方法	289
第三节 其他需要注意的问题	290
一、评估方法的选择	290
二、评估方法使用时的稳定性	290
三、其他评估因素的考虑	290
四、二级市场交易价格的参考意义	291

第 7 章 代表性私募股权二级市场基金

第一节 科勒资本 (Coller Capital)	292
一、基本信息	292
二、创始人	293
三、主要案例	293
四、业务领域	295
第二节 列克星敦投资 (Lexington Partners)	296
一、基本信息	296
二、历史发展	297
三、业务领域	299
四、创始人	300
五、其他内容	301
第三节 VCFA 集团 (VCFA Group)	302
一、基本信息	302
二、业务领域	302

三、创始人	304
第四节 高山投资(AlpInvest Partners)	305
一、基本信息	305
二、历史发展	305
三、业务领域	306
四、关键人员	308
五、企业社会责任	308
第五节 海湾投资(HarbourVest Partners)	309
一、基本信息	309
二、历史发展	309
三、投资领域	311
四、主要创始人	312
 第 8 章 中国私募股权二级市场	314
第一节 中国私募股权产业概述	314
一、2000 年之前	314
二、2000 年至今	316
第二节 中国私募股权二级市场现状与问题	320
一、现状	320
二、问题	321
第三节 我国私募股权二级市场发展建议	322
一、大力发展我国私募股权一级市场	322
二、重视我国私募股权二级市场理论研究	324
三、积极鼓励各类市场主体进入我国私募股权二级市场	324
 参考文献	326

第 1 章

概述

私募股权是金融产业的一个分支,它对于一国金融产业的健康发展以及一国实体经济的良性增长都具有举足轻重的影响与作用。私募股权二级市场是私募股权产业发展到一定阶段的必然产物,它存在的价值在于弥补私募股权体制的内在缺陷以及满足私募股权参与主体的利益诉求。当然,二级市场永远附属于一级市场,没有私募股权一级市场的存在,也就不可能诞生二级市场,没有私募股权一级市场的蓬勃发展,也就没有二级市场发展和壮大的根基与理由。

第一节 基本概念

一、私募股权(Private Equity, PE)

从投资(Investment)的角度而言,私募股权是一种金融工具,是投资者通过私募方式汇集资本,以占有被投资企业的股权作为投资的对价,在被投资企业获得一定程度的成长之后,通过退出被投资企业而获得资本增值的投资过程。从融资(Financing)的角度而言,私募股权是一种融资途径,是融资企业以自己股权作为对价换取投资人的资本,在融资企业获得一定程度的成长之后,投资人通过退出融资企业而获得投资收益,同时融资企业在为投资者创造资本增值的过程中,也利用了投资者投入企业的资金发展和壮大了融资企业,本质上也使融资企业原有股东所占有的股权的价值得到了增值。简言之,私募股权是使用投资者的资本,通过企业的运作平台,使投资者和企业原有股东所占有的股权都得到资本增值的一种企业融资与投资

者投资各取所需、互助共赢、共同创富的资本运作过程。

(一) 从企业融资的视角分析

为了掌握私募股权在企业融资过程中的地位和价值,我们有必要对企业融资的基本方式有所了解。一般而言,企业融资途径可以进行以下分类:首先,融资可以分为内源融资(Internal Financing)与外源融资(External Financing)两个类别;其次,内源融资主要包括留存盈利、折旧以及定额负债,而外源融资整体上可以划分为直接融资与间接融资两类,其中直接融资(Direct Financing)是指资金融通不需要金融中介机构作为媒介的融资类型,而间接融资(Indirect Financing)是指资金融通需要通过金融中介机构来进行的融资类别;再次,直接融资可以划分为债权融资与股权融资两类,这里的债权融资一般包括公司债与企业债、可转债以及短期融资券,这里的股权融资一般包括PE(私募股权融资)、IPO(首次公开发行)以及上市公司的增资与配股;最后,间接融资一般包括银行贷款以及其他各类由银行、信托、保险、基金以及其他金融机构提供的融资服务。^①

此外,我们还可以直接将企业融资方式划分为债权融资与股权融资两个大的类别,同时以公募与私募将债权融资与股权融资再加以划分,从而形成四个子融资类别,即公募股权融资、公募债权融资、私募股权融资以及私募债权融资。所谓公募融资,是指向社会公众不特定主体进行的融资,由于这种融资具有社会性与公开性特征,为此,国家法律、法规一般对此都规定了相应条件与程序,以保护社会公众的利益;所谓私募融资,是指向特定出资主体所进行的融资,由于这种融资具有契约性与私法性,为此,国家法律、法规一般都不会进行过多干涉。

以下,我们通过图表对这四种融资方式的特征进行对比^②:

^① 石育斌著:《中国私募股权融资与创业板上市实务操作指南》,法律出版社2009年版,第5页。

^② 周春浩、盛立军、蓝骏著:《成长企业股权融资操作与案例》,中华工商联合出版社2007年版,第12页。

对比项目	公募股权融资 (IPO)	公募债权融资 (公开发行 债券)	私募股权融资 (PE)	私募债权融资 (银行贷款)
主要融资人	拟上市企业	上市公司 或大型企业	中小企业	所有企业
一次融资平均规模	较大	较大	较小	较小
对企业资格限制	较高	最高	最低	较低
表面会计成本	最低	较高	较低	最高
实际经济成本	较高	最低	最高	较低
投资人承担风险	较高	最低	最高	较低
投资人是否分担企业 最终风险	平等分担	不分担	部分分担	不分担
投资人是否分享企业 最终利益	平等分享	不分享	部分分享	不分享
融资对公司治理的影 响	较强	最弱	最强	较弱
投资人对融资人经营 管理的渗透程度	较低	最低	最强	较强

需要指出的是,上表对四种融资方式的对比只是一般情况下的结果,我们不能将之绝对化。此外,公募股权融资除了 IPO 之外,还包括上市公司的配股与增发,这里为了便于对比,仅考虑 IPO 情况;广义的私募股权融资除了投资于中小企业外,还可以对拟上市公司甚至上市公司^①等大型企业进行投资,这里我们仅考虑对非上市企业的私募股权融资;私募债权融资除了银行贷款之外,还包括向私人以及其他金融机构获得的债权性融资,这里同样为了便于对比,仅考虑银行贷款情况。

^① 即所谓的“PIPE”, Private Investment in Public Equity。

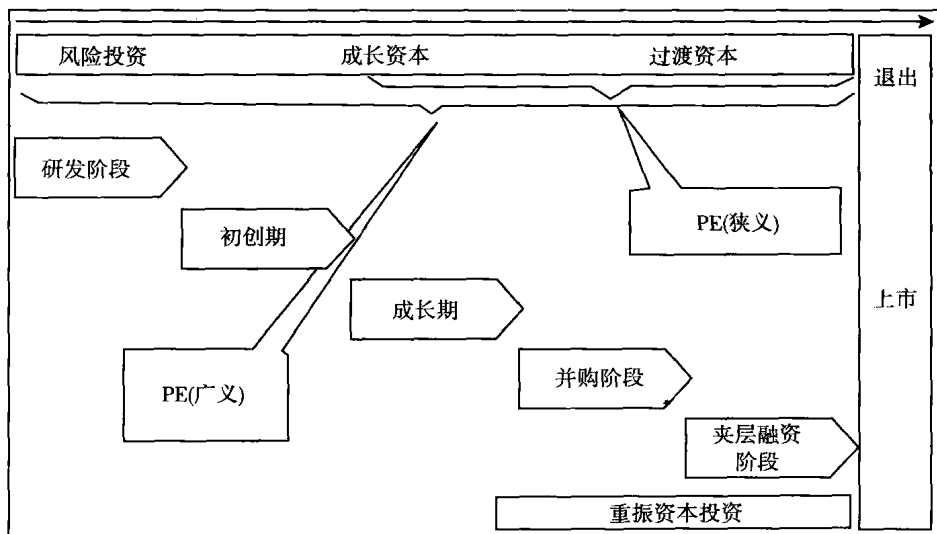
(二)从投资工具的视角分析

在以美国为代表的国际主流资本市场中,PE 直译为私募股权或私有权益,是指由非上市公司的权益组成的一个资产类别。在实践运作中,私募股权具有多种类别以及表现形式,同时私募股权概念在各个国家又存在不同的内涵与外延。^①一般地,按照投资阶段划分,私募股权可以包括以下类别:其一,风险投资(Venture Capital, VC),根据美国风险投资协会的定义,^②风险投资是指由专业人士投入新兴的、迅速发展的、具有巨大发展潜力企业中的一种权益性资本,风险投资关注的企业一般是处于种子期和初创期的早期发展企业;其二,成长资本(Growth Capital),是指投资于中后期发展阶段的企业,投入的资本主要用于增加产量、销量以及研发新产品,从而提升企业的利润空间;其三,杠杆并购资本(Leveraged Buyouts, LBO),是以被收购企业的资产和将来的收益能力作为抵押,筹集部分或大部分资金用于收购特定企业的一种财务管理活动;其四,不良资产投资(distressed investments),是指投资于无法履行债务而导致破产或者濒临破产的企业的一种投资类型;其五,夹层资本(mezzanine capital),是一种介于股权投资和债权投资之间,可以灵活组合二者各自优势的投资类型,一般投资在成长型公司两轮融资之间或者上市之前最后冲刺的阶段,其投资工具通常为次级债、可转换债权和可转换优先股等金融工具的组合。综上,如果我们把 PE 这个词汇作为一个投资类别来对待,那么国际资本市场的一般概念上的私募股权是指各类针对非上市企业^③权益性资本所进行的投资方式。

① See http://en.wikipedia.org/wiki/Private_equity#cite_note-0, 浏览日期为 2011 年 3 月 5 日。

② See www.nvca.org, 浏览日期为 2011 年 3 月 6 日。

③ 当然,如前所述,这里不能绝对化。一些私募股权也投资上市公司,即 Private investment in public equity, PIPE。这是在更大概念范围上理解私募股权,这时私募股权的定义可以是所有针对企业权益性资本所进行的各类投资的总和。

图 1-1 私募股权投资概念说明图^①

可见，一般地，我们可以认为，私募股权投资存在广义与狭义的区别。广义的私募股权投资，是指所有针对企业权益性资本所进行的各类投资的总和，包括针对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期以及上市前（Pre-IPO）各个企业阶段所进行的投资，甚至包括对上市公司的权益性投资。而狭义的私募股权投资则是指针对已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分，即除了风险投资阶段之外的针对企业上市之前各个阶段的权益性投资。本书采取广义的私募股权投资概念，在下文论述中不再讨论私募股权与风险投资的区别。而且，为了行文方便，在其他章节中出现私募股权、风险投资、私募、私募股权投资、私募投资等类似词汇时，除非特别说明，均具有相同含义。

根据目前我国资本市场的普通共识，本书认为，在我国目前资本市场环境下，所谓“私募股权”是指投资于具有高成长性的非上市企业的权益性资本，同时为被投资企业提供创业管理以及其他增值服务，以期在被投资企业

^① See <http://wiki.mbalib.com/wiki/%E7%A7%81%E5%8B%9F%E8%82%A1%E6%9D%83>, 浏览日期为 2011 年 3 月 7 日。

相对成熟后通过退出被投资企业而实现资本增值的资本运作过程。可见,本书认为的中国化的私募股权概念偏重于私募股权投资中的风险投资和成长资本概念,而与并购资本和夹层资本之间存在较为明显的区别。

(三) 主要特征

基于上述中国化的私募股权概念,私募股权投资主要具有以下特征:

1. 风险承担性高。虽然私募股权投资也担心和惧怕风险,但是他们却敢于管理风险和驾驭风险,努力追逐高风险背后可能蕴藏的高收益。

2. 资本流动性差。由于私募股权投资是中长期持有被投资企业的股权,所以私募股权投资以资本流动性差为特征,他们追求在资本相对不流动中实现资本增值。

3. 关注企业未来发展。与银行贷款关注企业的现状、企业目前的资金周转和偿还能力不同,私募股权投资关注企业的未来发展,尤其是企业的高成长性以及利润增长空间。

4. 关注企业管理团队。私募股权投资特别重视企业创始人以及管理团队的经验与能力。尤其对于高科技企业而言,由于企业管理团队几乎是企业的全部核心价值所在,这时私募股权投资的对象就是管理团队本身,即“投的是人”。

5. 权益性投资。私募股权是一种权益性资本(Equity)投资,而不是信贷资本(Debt)投资,即私募股权投资的对价是被投资企业的股权,其所获得的收益是所持有的被投资企业股权所实现的资本利得。为此,一般地,私募股权投资不需要被投资企业提供抵押或其他类型的担保。

6. 不谋求控股权。私募股权投资一般只占有企业30%以下的股权,不寻求控股地位,不要求实质性地参与企业的管理和经营。

7. 投资对象相对固定,即一般投资于处于成长期或扩张期的中小企业,尤其是高新技术企业。

8. 中长期投资。投资期限一般是5年左右,少则3年,多则7年。具体的投资期限一般由退出方式而定。