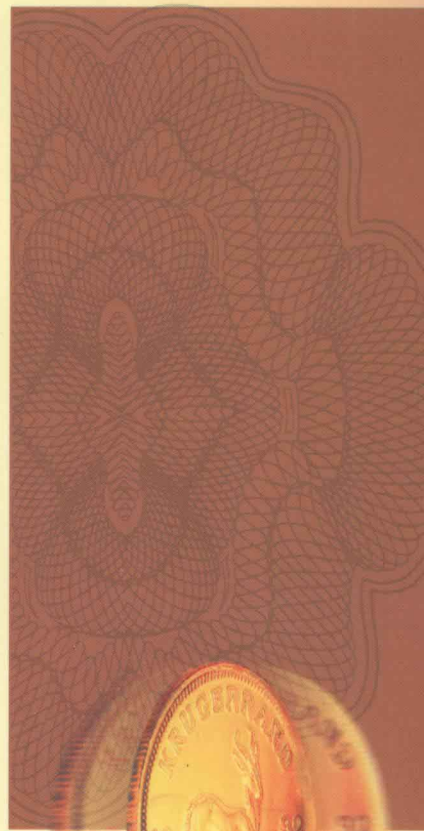


# 企业私募股权融资 实务指南

QIYE SIMU GUOQUAN RONGZI  
SHIWU ZHINAN

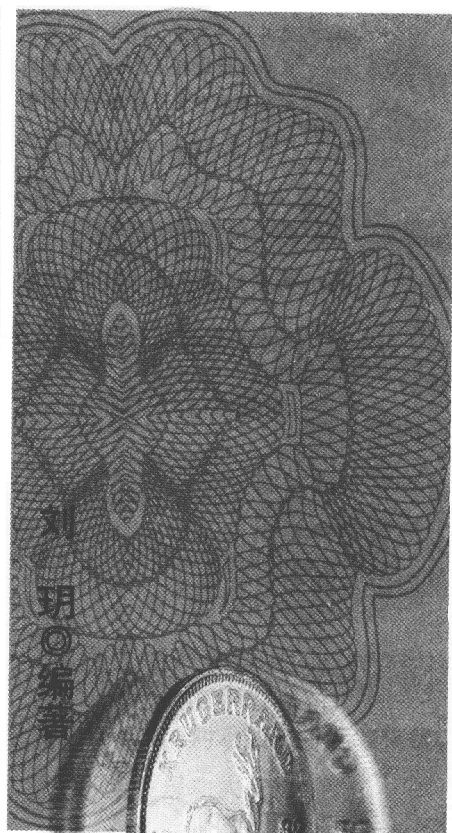
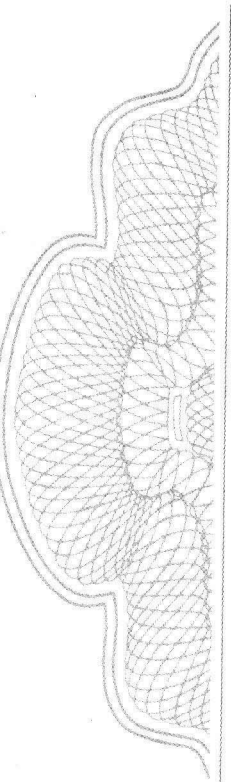
刘 玥◎编著



全国百佳图书  
知识产权

# 企业私募股权融资 实务指南

QIYE SIMU GUOQUAN RONGZI  
SHIWU ZHINAN



刘明◎编著



知识产权出版社  
全国百佳图书出版单位



## 内容提要

本书区别于传统的私募股权投资类著作，不是从私募股权基金的角度来阐述那些枯燥无味的术语或法律适用，而是用通俗易懂的语言从拟融资企业的角度对私募股权投资进行详细具体的介绍，尤其从实务操作的角度，对企业在融资过程中应当注意的风险、谈判的技巧、商业计划书制作的要点等方面进行了系统、全面的阐述，详尽地介绍了企业进行私募股权融资时的运作过程，为企业在向私募股权投资基金进行融资时提供可供借鉴的操作指引，是一本对企业运营非常有帮助的实用工具书。

责任编辑：纪萍萍

## 图书在版编目 (CIP) 数据

企业私募股权融资实务指南/刘玥编著. —北京：  
知识产权出版社，2012.4  
ISBN 978-7-5130-1114-3

I. ①企… II. ①刘… III. ①企业融资-指南  
IV. ①F275.1-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 028182 号

## 企业私募股权融资实务指南

刘玥 编著

出版发行：知识产权出版社

社址：北京市海淀区马甸南村1号

网 址：<http://www.ipph.cn>

发行电话：010-82000860 转 8101/8102

责任编辑：010-82000860 转 8130

印刷：北京富生印刷厂

开 本：720mm×960mm 1/16

版 次：2012年4月第1版

字 数：267千字

邮 编：100088

邮 箱：[bjb@cnipr.com](mailto:bjb@cnipr.com)

传 真：010-82000860 转 8240

责任编辑：[jpp99@126.com](mailto:jpp99@126.com)

经 销：新华书店及相关销售网点

印 张：17

印 次：2012年4月第1次印刷

定 价：48.00元

ISBN 978-7-5130-1114-3/F·504 (3995)

出版者专有 侵权必究

如有印装质量问题，本社负责调换。

# 序

刘玥律师的《企业私募股权融资实务指南》应当是目前国内少有的对企业私募股权融资方面进行系统、完整分析和阐述的佳作。

尤其值得推荐的是，该书的视角区别于传统私募股权投资融资方面的著作，其主要是从企业的角度来介绍私募股权投资，详尽地介绍了企业在进行融资时应当注意的合同条款风险、谈判技巧以及在商业计划书制作过程中需要注意的问题，等等。

从国际资本市场来看，20世纪开始的私募股权投资，经过几十年的快速发展，目前已经成为世界各国高科技企业成长的有效手段，是企业仅次于银行贷款和IPO的重要融资手段。私募股权投资进入中国以来，对中国的经济建设起到了重大的促进作用，尤其在新科技、新经济领域，可以说，如果没有私募股权投资的进入，我们今天的生活就绝不会这样便捷和多姿多彩。

自中国开始改革开放以来，中国已成为世界上经济增长最快、经济发展最为活跃市场之一，受到了私募股权投资的广泛关注。因此从理论上对私募股权投资进行归纳总结，从实务上探讨其本地化的要义，凡是种种，相予结合，积极有效地促进中国企业快速做大做强，促进企业进行公司治理结构的调整和改善，加速行业整合，应是国家之幸，民众之福。

刘玥律师是在公司运营和治理，尤其是在公司投资融资、并购重组、股份制改造、企业知识产权战略及架构设计与保护等业务领域的资深律师，有过很多精彩的案例及著作、论述。本著作以刘玥律师丰富的理论基础及执业经验为依托，结合企业的实际需要深入浅出，相信一定会对拟进行私募股权融资的企业起到照明灯似的帮助。是以为序，予以推荐！



2012年3月30日

# 目 录

## 第一编 了解私募股权投资

<b>第一章 私募股权投资概述</b> .....	(3)
第一节 私募股权投资的概念 .....	(3)
第二节 私募股权投资的种类 .....	(4)
第三节 私募股权投资的主要特点 .....	(8)
<b>第二章 国内外私募股权投资发展历史及现况</b> .....	(9)
第一节 国外私募股权投资的发展历史 .....	(9)
一、美国私募股权投资简述 .....	(9)
二、欧洲私募股权投资简述 .....	(15)
三、日本私募股权投资简述 .....	(18)
第二节 国内私募股权投资基金发展现状 .....	(19)
<b>第三章 私募股权投资基金的组织形式与管理</b> .....	(25)
第一节 契约制私募股权投资基金 .....	(25)
一、契约制私募股权投资基金概述 .....	(25)
二、信托制私募股权投资基金 .....	(26)
第二节 公司制私募股权投资基金 .....	(31)
一、公司制私募股权投资基金的概念 .....	(31)
二、公司制私募股权投资基金的优势与劣势 .....	(31)
三、国内外公司制私募股权投资基金比较 .....	(32)
四、基金管理公司和基金公司的区别 .....	(32)
第三节 合伙制私募股权投资基金 .....	(32)
一、合伙制私募股权投资基金的概念 .....	(32)
二、有限合伙制的优势与劣势 .....	(34)

三、合伙制私募股权基金与其他类型的私募股权基金比较 .....	(37)
第四节 境外资金在境内设立的人民币私募股权投资基金 .....	(39)
一、设立模式 .....	(39)
二、境外私募股权投资基金 .....	(42)
三、人民币股权投资基金——优势分析 .....	(42)
四、人民币股权投资基金——法律上的不确定性和实际操作中的 难点 .....	(43)
五、人民币股权投资基金——其他需考虑的重要事项 .....	(44)
第五节 普通合伙人与有限合伙人 .....	(44)
一、普通合伙人和有限合伙人的概念及区别 .....	(44)
二、普通合伙人的权利和义务 .....	(46)
三、中国 PE 中 LP 的异化倾向 .....	(48)
第六节 其他类型的投资基金 .....	(49)
一、产业投资基金 .....	(49)
二、政府引导基金 .....	(51)
<b>第四章 私募股权投资基金的退出方式</b> .....	(53)
第一节 私募股权投资基金的退出形式选择 .....	(53)
一、首次公开发行上市 .....	(53)
二、兼并和收购 .....	(54)
三、股份回购 .....	(55)
四、股份转让 .....	(56)
五、产权交易市场退出 .....	(56)
六、清算 .....	(57)
第二节 我国私募退出的现状及问题 .....	(57)
一、我国私募股权投资基金退出的现状 .....	(57)
二、当前私募股权投资基金退出存在的问题 .....	(58)
<b>第五章 私募股权投资关注的重点行业</b> .....	(60)
第一节 现代服务业 .....	(60)
一、餐饮连锁业 .....	(63)
二、商业零售连锁业 .....	(64)

三、家电销售连锁业 .....	(64)
四、医药零售连锁业 .....	(65)
第二节 互联网 .....	(66)
一、互联网发展简介 .....	(66)
二、互联网在我国的发展 .....	(68)
三、互联网领域的投资机会 .....	(68)
第三节 医药(生命健康科技) .....	(71)
一、影响医药产品需求的因素 .....	(71)
二、医药行业目前的发展状况 .....	(74)
三、医药行业与资本市场 .....	(77)
第四节 软件 .....	(78)
一、发展软件产业的重要意义 .....	(78)
二、软件行业在我国的发展现状 .....	(80)
三、我国软件行业的发展前景 .....	(81)
第五节 新能源 .....	(83)
一、我国的新能源发展状况 .....	(84)
二、创业板关注的新能源重点类型 .....	(86)
三、新能源企业上市的重点和难点 .....	(89)
第六节 文化创意产业 .....	(91)
一、世界各国“文化创意产业”的发展状况 .....	(93)
二、我国的文化创意产业状况 .....	(94)
第七节 现代农业 .....	(96)
一、现代农业的政策机会 .....	(97)
二、利用资本力量推动现代农业发展 .....	(98)

## 第二编 企业接受私募股权投资的流程

第六章 对投资对象的选择 .....	(103)
第一节 对融资团队的选择 .....	(103)
第二节 对项目的选择 .....	(111)
一、私募股权投资的项目来源 .....	(112)

二、项目初步筛选 .....	(113)
<b>第三节 融资过程中的注意事项</b> .....	(118)
一、谈判过程中的注意事项 .....	(118)
二、融资过程中的风险 .....	(121)
<b>第七章 商业计划书</b> .....	(123)
一、商业计划书的概念 .....	(123)
二、商业计划书的内容 .....	(124)
三、商业计划书的作用 .....	(125)
四、商业计划书的主要编写格式 .....	(126)
五、撰写商业计划书应注意的问题 .....	(133)
<b>第八章 投资流程</b> .....	(135)
一、投资者选择与接洽 .....	(136)
二、签署保密协议 .....	(136)
三、初步接触与商谈 .....	(137)
四、签署投资意向书 .....	(138)
五、尽职调查 .....	(138)
六、交易结构设计、投资条款要约谈判 .....	(145)
七、签约，交割，交易完成 .....	(149)
八、投资退出 .....	(149)
<b>第九章 目标企业的投资价值</b> .....	(151)
<b>第一节 估值的方法</b> .....	(152)
一、市盈率估值法 .....	(153)
二、市净率估值法 .....	(156)
三、市销率估值法 .....	(156)
四、可比交易法 .....	(156)
五、分析表估值法 .....	(157)
六、现金流量贴现估值法 .....	(157)
七、资产估值法 .....	(158)
八、企业价值倍数估值法 .....	(161)
九、其他估值方法 .....	(162)



第二节 压低估值的手段 .....	(162)
一、期权设置 .....	(163)
二、对赌条款 .....	(164)

### 第三编 投融资协议及条款

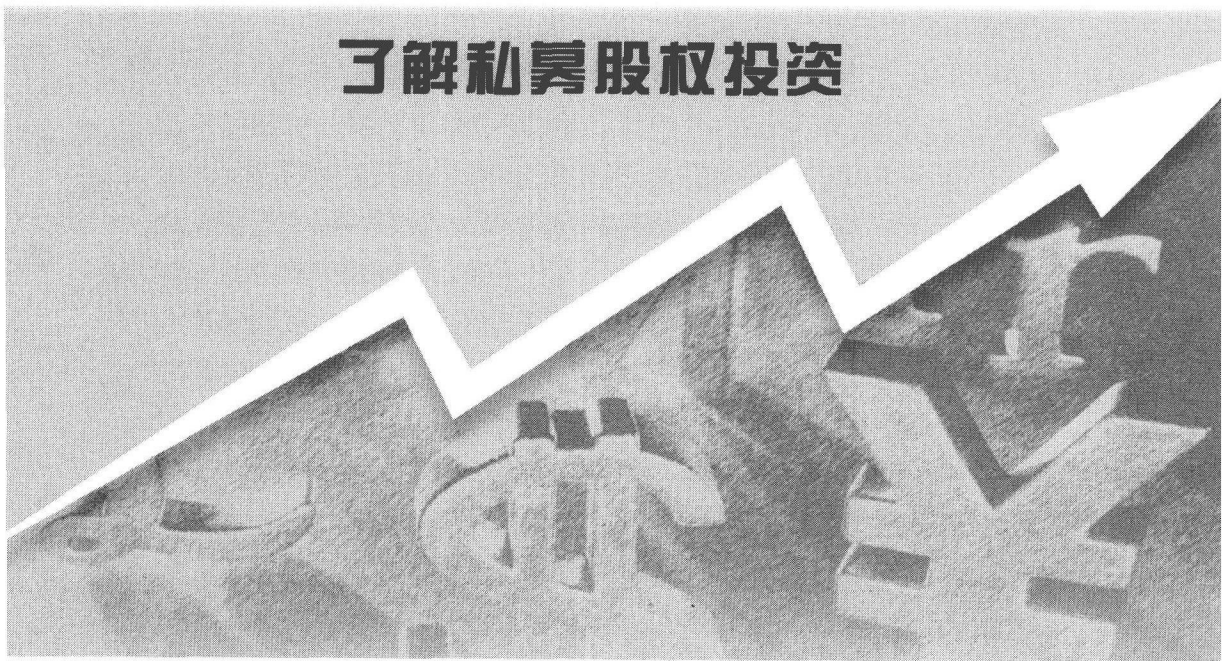
第十章 投融资过程中的重要法律文书 .....	(169)
一、保密协议 .....	(169)
二、投资意向书 .....	(172)
三、投资条款清单 .....	(174)
四、正式投资协议 .....	(179)
五、其他交易文件 .....	(180)
第十一章 投融资法律文书中的重要条款 .....	(181)
一、投资金额和交易的总体估值 .....	(181)
二、股份架构安排 .....	(181)
三、清算优先权 .....	(182)
四、价值调整条款 .....	(188)
五、股息 .....	(188)
六、反向特别保护权 .....	(189)
七、拖带权 .....	(189)
八、防稀释条款 .....	(189)
九、其他较为重要的条款 .....	(196)

### 第四编 范 本

第十二章 范本 .....	(203)
一、保密协议范本 .....	(203)
二、投资意向书 .....	(210)
三、投资条款清单范本 .....	(220)
四、投资协议范本（增资） .....	(227)
后记 .....	(261)

## 第一编

# 了解私募股权投资





# 第一章 私募股权投资概述

## 第一节 私募股权投资的概念

私募股权投资（Private Equity Investment, PE<sup>①</sup>）是指私募股权投资基金（包括私募投资公司等）通过非公开发行方式募集资金，并将募集的资金通过股权投资的方式，投资到非上市企业的形式（一般被称为私募股权基金）。私募股权投资发展到今天，也出现了部分私募股权投资基金（包括私募投资公司等）投资到已上市公司的股权等形式（一般被称为私募股票基金）。但是万变不离其宗，私募股权投资核心要素就是私募和股权投资。

所谓私募是相对于公募而言的。公募又称公开发行，是指发行人通过中介机构向不特定的社会公众广泛地发售证券，通过公开营销等方式向没有特定限制的对象募集资金的业务模式。为适应更广大投资者的需求，公募没有合同份数和金额起点的限制。在公募发行的情况下，所有合法的社会投资者都可以参加认购。为了保障广大投资者的利益，各国对公募发行都有严格的要求，如发行人要有较高的信用，符合证券主管部门规定的各项发行条件，经有关主管部门批准后方可发行。公募的载体包括股票、债券、基金等多种形式，因为涉及众多中小投资人的利益，监管当局对公募资金的使用方向、信息披露内容、风险防范等要求非常高。而私募则不通过公开发行，仅在私下里对特定对象进行资金募集。是面向少量的、特定的投资者募集资金的方式。参加人一般应具有一定的经济实力及识别风险和承担风险的能力。

所谓股权投资是指通过货币资金、知识产权、无形资产（权益）以及其

---

① 也有学者及实务人士认为“PE”应当是 Private Equity Funds 的简称，中文译成“股权投资基金”。

他有价值的实物等投资购买企业股权的交易方式。股权投资是通过购买股权，获得与股权相关的权益，本质上属于权益性的投资方式，而不是直接取得目标企业的产品，更不是直接通过股权交易方式去消费目标企业的产品。私募股权投资的对象一般都是高成长、高科技企业，且一般都为非上市企业。私募股权基金的投资者按照其出资份额分享投资收益，承担投资风险。在退出机制上，私募股权基金一般通过上市、并购、管理层回购或破产、清算等方式最终收回投资。

## 第二节 私募股权投资的种类

私募股权投资按照所投资企业的发展时期的不同，一般可划分为风险投资、成长型投资以及并购/转型投资三类。其中风险投资通常是我们所指的创业投资（Venture Capital, VC），其代表私募基金有IDGVC、赛富、红杉、TDF、DFJ等。成长型投资是我们通常所称的发展资本（Development Capital），其代表私募基金有高盛、摩根、鼎晖、华平、GIC、3i。并购/转型投资是我们通常所称的并购基金（Buyout Fund），其代表私募基金有凯雷、华平、新桥、淡马锡、摩根、高盛、鼎晖、CCMP等。此外，按照私募基金的业务形态或投资类型及领域的不同，可将私募股权投资分为夹层资本（Mezzanine Capital）、重振资本（Turnaround Financing）、Pre-IPO资本（如Bridge Finance），以及私人投资公开股票（Private Investment in Public Equity）、不良债权（Distressed Debt）和不动产投资（Real Estate）等。

### 1. 创业投资

创业投资也就是我们通常所称的“创投”，主要是指面向初创企业提供资金支持并取得该公司股份的一种融资方式。美国风险投资协会对风险投资的定义是：Venture capital is money provided by professionals who invest alongside management in young, rapidly growing companies that have the potential to develop into significant economic contributors（风险投资是由职业投资家投入到新兴的、迅速发展的、具有巨大经济发展潜力的企业中一种权益资本）。从这个概念我们可以得知，风险投资包含三个关键点：第一个关键点是“资本”。风险投资是一种股权投资，一般不以贷款等债权投资形

式体现；第二个关键点是“职业风险投资家”，就是风险投资的整个投资过程是由专业的风险投资家负责，包括作投资决定、管理投资等；第三个关键点是“初创企业”，就是那些现在还很年轻，正在快速发展着，未来可能成为拥有巨大经济力量的公司。这些初创企业可以是高科技公司，也可以处于传统行业。例如，1998年的百度和2000年的蒙牛。

创业投资是私募股权投资的一种重要形式。创业投资一般由具有科技及财务相关知识与经验的人进行，其投资对象是那些不具备上市资格的处于起步和发展阶段的企业，甚至是仅仅处在构思之中的企业，且其并不以经营被投资公司为目的，仅是为初创企业提供资金及专业上的知识与经验，以协助初创企业获取更大的发展，待初创企业成熟或相对成熟后通过股权退出机制，如上市或并购等方式退出初创企业，从而获得资本增值收益。不过，创业投资无论是上市前溢价出售，还是上市后在二级市场转让，风险投资的增值和盈利主要还是依赖于首次公开发行并上市，这是缘于企业上市所带来的流动性溢价，使得企业的整体估值上升。

创业投资的目的是在高风险中追求高回报，特别强调初创企业的高成长性，所以一般情况下，创业投资往往把高新技术企业作为主要投资对象。在美国，70%以上的创业资本投资于高新技术领域，从而对高新技术产业化起到了极大的推动作用。

在国际市场，风险投资正在渗入人们生活或工作的各个领域。2010年，电影《阿凡达》在全球热映，赚大钱的并非出品方20世纪福克斯，而是两家默默无闻的风险投资公司Dune Entertainment和Ingenious Media。风险投资的加入无疑增强了电影公司的财务能力，促进了电影产业的发展。可以说，没有詹姆斯·卡梅隆，绝对不会有《阿凡达》，但是如果没有背后的那些私募投资公司，仅仅依赖传统的所谓六大制片公司，人们或许也不会这么快享受到这样的视听盛宴。

## 2. 并购基金

并购基金是专注于对目标企业进行并购的基金，其投资手法是：通过收购目标企业股权，获得对目标企业的控制权，然后对其进行一定的重组改造，持有一定时期后再出售。并购基金是私募基金最常见的一种业务形态，通常这些从事并购业务的基金，会与产业资本结成同盟，共同完成一些耗资

巨大的并购交易。如在钢铁、航空、电信、煤炭、医药等行业所进行的整合，动辄需要几十亿甚至上百亿元的并购资金量，然而在此过程中，并购项目很难得到常规的金融支持。而私募股权并购基金，往往可以帮助企业拓宽融资渠道，解决企业亟须的资金缺口。

并购基金与创业投资及其他私募股权投资的区别在于，创业投资主要投资于初创型企业，并购基金选择的对象是成熟企业；其他私募股权投资对企业控制权无兴趣，而并购基金意在获得目标企业的控制权。并购基金经常出现在管理层收购<sup>①</sup>和管理层换购<sup>②</sup>中。

并购基金在国内的发展非常曲折，2008年形成了一个小高潮，但受金融危机影响，2009年中国只有3只并购基金完成募资，合计仅募得资金22.99亿美元。为促进并购基金的发展，从2011年年初开始就有消息称，证监会正与有关部门研究设立并购基金管理办法，以进一步支持企业并购重组活动。这一消息在2011年6月终出成果，作为券商直投公司的首个PE试点，中金公司首个募集的“中金佳泰产业整合基金”，监管部门批复的规模为50亿元，日前已完成首期募集，一期资金达15亿元人民币。中金佳泰以消费、医疗、金融以及先进制造业为重点关注行业，侧重于从事与产业整合相关的兼并收购，是目前具有代表意义的并购基金。

### 3. 发展资本

发展资本（发展基金）是指专门投资处于发展期或扩张期企业的私募股权基金。扩张型基金（Expansion Fund）或增长导向型基金（Growth-oriented Fund）也是如此。

从目标企业生命周期来看，风险投资一般投资早期阶段，并购基金投资于晚期阶段，而发展型基金一般投资中期阶段。在少数情况下，风险投资基金也可能投资处于晚期阶段的企业，而并购基金的目标企业也可能处于早期阶段。

---

① 管理层收购（Management-Buy-out, MBO），是指公司的管理者或经理层利用杠杆收购的方式，利用借贷融资买断或控制公司的股份，旨在改变公司的所有者结构、控制权结构和资产结构，使企业原经营者变成企业所有者的一种收购行为。

② 管理层换购（Management-Buy-in, MBI）。管理层换购是一个管理团队从外部收购并运营一家公司的情况。通常外部管理团队收购要比管理层收购多担一点风险，因为新的管理团队对公司的运作方式不熟悉。

#### 4. 夹层资本

夹层资本是指在风险和回报方面，介于优先债权投资（如债券和贷款）和股权投资之间的一种投资资本形式。对于公司和股票推荐人而言，夹层投资通常提供形式非常灵活的较长期融资，这种融资的稀释程度要小于股市，并能根据特殊需求作出调整。而夹层融资的付款事宜也可以根据公司的现金流状况确定。夹层资本一般偏向于采用可转换公司债券和可转换优先股之类的金融工具。

#### 5. 重振资本

重振资本是指向业绩不佳的企业投资，用以改善企业的经营状况。这类企业一般处于传统行业，出现财务危机或者处于重组当中，但仍具有长期的市场生存能力。

#### 6. Pre-IPO 基金

Pre-IPO 基金，顾名思义，是指投资于企业上市之前，或预期企业可近期上市时，其退出方式是在企业上市后从公开资本市场出售股票退出。同投资于种子期、初创期的风险投资不同，Pre-IPO 基金的投资时点是在企业规模与盈收已达可上市水平时，甚至企业已经站在股市门口。因此，Pre-IPO 基金的投资具有风险小，回收快的优点，并且在企业股票受到投资者追捧的情况下，可以获得较高的投资回报。在近几年，Pre-IPO 基金发展得很快，在美国、欧洲、中国香港等资本市场上，已经有基金管理公司专注投资于上市前期企业。规模较大的投资基金，如高盛、摩根士丹利等，在其投资组合中，Pre-IPO 投资也是重要的组成部分。

#### 7. 私人投资公开股票

私人投资公开股票也称为上市后私募投资，是指私人投资或共同基金以低于当时市场价格的价格买入一家公司的普通股。

私人投资公开股票（PIPEs）为上市公司提供了一种全新的成长型资本融资方式。根据交易结构，投资者从私人投资公开股票的交易中得到一些让利或者可以得到比市面价格更低的股票。因为股票的出售过程没有预先在美国证券交易委员会（SEC）登记，所以股票是受限制的并且不能马上被再次出售。通常情况下，上市公司会把其私人投资公开股票交易中的股票在美国证券交易委员会登记为受限制股票。一般而言，私人投资公开股票可以给



公司提供一种高效率、可预见的融资<sup>①</sup>。

### 第三节 私募股权投资的主要特点

私募股权投资主要有如下几个特点。

(1) 在资金募集上,主要通过非公开方式面向少数机构投资者或个人募集,它的销售和赎回都是基金管理人通过私下与投资者协商进行的。另外,在投资方式上也是以私募形式进行,极少涉及公开市场的操作,一般无需披露交易细节。

(2) 多采取权益型投资方式,极少涉及债权投资。PE 投资机构也因此对被投资企业的决策管理享有一定的表决权。在投资工具上,多采用可转让优先股或者普通股,以及可转债的工具形式。

(3) 一般投资于私有公司即非上市企业,极少投资已公开发行公司,不会涉及要约收购义务。

(4) 比较偏向于已形成一定规模和产生稳定现金流的成型企业。

(5) 投资期限较长,一般可达 3~5 年或更长,属于中长期投资。

(6) 流动性差,没有现成的市场供非上市公司的股权出让方与购买方直接达成交易。

(7) 资金来源广泛,如富有的个人、风险基金、杠杆并购基金、战略投资者、养老基金、保险公司等。

(8) 私募股权投资机构多采取有限合伙制,这种企业组织形式有很好的投资管理效率,避免了双重征税的弊端。

(9) 投资退出渠道多样化,有 IPO、出售(Trade Sale)、兼并收购(M&A)、标的公司管理层回购,等等<sup>②</sup>。

---

<sup>①</sup> 参见智库网, <http://wiki.mbalib.com/wiki/%E5%85%AC%E5%8B%9F>、<http://wiki.mbalib.com/wiki/%E7%A7%81%E5%8B%9F%E8%82%A1%E6%9D%83%E6%8A%95%E8%B5%84>、<http://wiki.mbalib.com/wiki/Pre-IPO%E8%B5%84%E6%9C%AC>、<http://wiki.mbalib.com/wiki/%E7%A7%81%E4%BA%BA%E6%8A%95%E8%B5%84%E5%85%AC%E5%BC%80%E8%82%A1%E7%A5%A8>, 2011 年 6 月 17 日访问。

<sup>②</sup> 罗长德:“私募股权投资基金的组织形式的选择与法律实务”, <http://wq.zfwlxt.com/Blog/BlogShow.aspx?itemid=6fac90b9-b381-4b1d-b21b-9d8300ca07f0&user=128960>, 2011 年 3 月 24 日访问。