



资本市场融资操作实务丛书



私募股权 投资基金实务 操作指引

SIMUGUQUAN TOUZIJIJIN SHIWU CAOZUO ZHIYIN

窦醒亚 王胜兵 / 编著

系统揭示私募股权投资的流程细节
全面剖析私募股权投资的操作方法



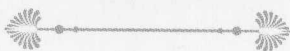
法律出版社
LAW PRESS · CHINA

014032691



F832.51
398

资本市场融资操作实务丛书



私募股权 投资基金实务 操作指引

SIMUGUQUAN TOUZIJIJIN SHIWU CAOZUO ZHINYIN

窦醒亚 王胜兵 / 编著

藏书

图书馆



北航

C1720989

F832.51
398



法律出版社
LAW PRESS·CHINA

图书在版编目(CIP)数据

私募股权投资基金实务操作指引 / 窦醒亚, 王胜兵编
著. —北京: 法律出版社, 2014. 3
ISBN 978 - 7 - 5118 - 5921 - 1

I. ①私… II. ①窦… ②王… III. ①股权—投资基金—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 009138 号

私募股权投资基金实务操作指引

窦醒亚 编著
王胜兵

责任编辑 郑 导
装帧设计 汪奇峰

© 法律出版社·中国

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16
版本 2014 年 3 月第 1 版
出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
印刷 北京嘉恒彩色印刷有限责任公司

印张 22 字数 325 千
印次 2014 年 3 月第 1 次印刷
编辑统筹 独立项目策划部
经销 新华书店
责任印制 张建伟

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 - 5921 - 1
(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

定价: 58.00 元

▶ 窦醒亚

男，1958年11月出生，西安市人。1981年毕业于西安财经学院，1995年获西安交通大学法学硕士学位，2012年中国政法大学法学博士班毕业。曾任西安市中级人民法院审判员和审判长，现在陕西丰瑞律师事务所从事律师工作，担任律师事务所主任、陕西省律师协会副会长、中共陕西省委政法委法律专家库成员、陕西省人大立法专家咨询员和西安仲裁委员会仲裁员。为百余家企事业单位担任常年法律顾问，在公司、证券、金融和房地产等法律服务领域有较为丰富的实践经验。在国家核心期刊和较有影响的法学期刊上已发表的论文有《司法改革条件下的陪审团制度探讨》、《社会转型期合同风险管理》、《社会管理立法的权利本位时代》、《大遗址保护与国际化大都市建设》、《土地一级开发法律浅析》、《试论法律移植背景下律师功能的发挥》等。2011年，荣获司法部授予的全国司法行政系统劳动模范称号。



► **王胜兵**

男，西安交通大学法学学士、科学技术哲学硕士，1982年生，甘肃甘谷县人。陕西丰瑞律师事务所高级合伙人律师，陕西省政协委员顾问律师。

主要从事公司并购、企业发债、公司境内外上市、国有企业改制、区域经济发展与制度革新的研究与实践。先后为西安曲江新区管理委员会、大明宫遗址保护区保护改造办公室、西安曲江新区土地储备中心、西安曲江文化产业投资（集团）有限公司、陕西文化产业投资控股（集团）有限公司等企事业单位及其下属分、子公司提供常年、专项法律服务，成功操作了相关顾问单位资产并购、股权并购、国有企业改制重组、私募股权基金募集和运作、资产证券化、保理融资、新三板上市融资、短期融资券、中期票据、非公开定向债务融资工具、企业债券、区域经济园区管理体制构建等业务。王律师实务与理论并重，出版著作多部，在核心学术期刊上发表《中国赴美上市公司应对美国监管规制研究》等多篇高水平学术论文。



目 录

Contents

第一章 概述	1
第一节 私募股权基金的概念	1
一、私募股权基金的概念	1
二、私募投资的业务种类	2
三、私募股权基金的盈利模式	4
第二节 私募股权基金的分类	6
一、功能性分类	6
二、结构性分类	8
三、组织形式的比较	20
第三节 基金的运作机理	27
一、投资领域	27
二、投资程序概述	28
第四节 中国私募股权投资基金行业现状与问题	33
一、行业现状	33
二、现存问题	36
第二章 基金的募集设立(完成)	40
第一节 基金设立基本流程	40
一、基金募集的资金来源与协议要点	40
二、基金设立流程	45
三、基金与基金管理企业的设立流程时间表	47
第二节 基金管理机构的备案监管	49

一、基金管理机构备案监管制度	49
二、基金管理机构备案标准文本	54
第三节 基金募集核心文件	77
一、基金管理公司设立协议书	77
二、基金管理公司章程	81
三、基金募集说明书	90
四、基金有限合伙协议书	109
第三章 基金管理(完成)	122
第一节 基金管理公司内部管理	122
一、权力安排	122
二、董事会议事规则	125
三、内部风险控制	130
第二节 基金的风险与防范	133
一、私募股权投资基金在运营中可能面对的风险	133
二、基金管理人风险控制体系	135
三、私募股权投融资的法律风险	138
第四章 基金投资项目选择	142
第一节 寻找优质投资项目	142
一、投资目标的设定	142
二、发掘投资良机	145
三、处理投资机会	148
第二节 商业计划书	149
一、商业计划书的作用	149
二、商业计划书中应给出的信息	150
三、商业计划书范本(简版)	155
第五章 投资前尽职调查与项目估值	158
第一节 尽职调查概述	158
一、尽职调查引论	158

二、尽职调查流程图	160
三、尽职调查参考提纲	161
第二节 项目估值	171
一、项目估值概述	171
二、基于资产的估值方法	173
三、基于收益的估值方法	176
四、EBITDA 倍数法	178
第六章 项目投资	180
第一节 项目投资流程与模式	180
一、投资流程	180
二、投资模式	182
三、项目投资价值分析报告	184
第二节 投资协议	189
一、增资扩股	189
二、股权转让	191
三、Pre-IPO 项目投资协议的特别条款	206
四、Pre-IPO 项目中《增资协议》参考范本	214
五、定向增发股份认购合同	240
第七章 投资项目管理	245
第一节 投资后管理概述	245
一、作为股东参与企业管理	246
二、管理层参与管理	247
第二节 对投资项目经营的持续关注	248
一、对项目经营的持续关注	248
二、监督的技巧	252
三、预警信号	254
第八章 投资退出(完成)	263
第一节 上市退出	263

一、概述	263
二、上市的基本流程概述	265
三、上市的基本要求	270
四、上市的法律标准解析	278
五、上市的财务标准解析	290
第二节 兼并收购	297
一、并购的种类	298
二、股权收购和资产收购	299
三、并购的一般程序	300
第三节 管理层收购(MBO)	305
一、MBO 概述	305
二、MBO 主体资格	306
三、MBO 主要步骤	307
第四节 “新三板”上市退出	309
一、新三板简介	309
二、对企业和投资者的作用 and 影响	313
三、挂牌操作流程	316
第五节 PE 二级市场转让退出	334
一、PE 二级市场简介	334
二、北金所 PE 二级市场	336
三、实际案例	336

第一章 概述

第一节 私募股权基金的概念

一、私募股权基金的概念

所谓私募股权投资基金(Private Equity Fund),可以从资金募集的角度和投资的角度来解说。其中,所谓私募,是指专门面向少数机构投资者或者个人投资者提出要约,通过“私下”即非公开的形式所募集的基金;从法律上来说,它是私下集资的一种证券发行方式,而其不再需要经过证券监管部门审批或者备案。按照现行的法律规定,私募是指面对不超过200人的资金募集活动。从投资获取收益的角度来说,其获得投资收益的途径就是通过选择那些具有发展潜力的企业或者资产进行投资,等到该企业或者资产自身价值提升后,通过管理层回购(MBO)、上市转让股票(IPO)、并购转让(buy-out)等方式退出该投资企业或资产来获得收益回报。私募基金是“私下”地向有限的机构或特定个人投资者募集资金,不会采取公开的媒体广告、宣传材料、研习会等方式来进行宣传来向社会大众公开募集资金。而这些机构或者个人投资者通常由专门投资这类基金的专家构成,他们往往具备着丰富的行业和投资经验。私募既可以弥补单个的投资者进行某项投资项目的资金能力不足、单打独斗的情况,又能够实现风险分担的效果。需要强调的是,当今金融市场瞬息万变,各种金融创新层出不穷,上述私募股权投资基金的概念并非绝对的。

作为一种投资基金,私募股权投资基金由三部分组成:基金的投资者、基金管理人、投资标的企业或项目。基金的“资金”来源于基金投资者,而

基金的投资和管理则由基金管理人负责。基金管理人运用从基金投资者那里募集来的资金,进行投资的对象即投资标的企业或项目。

二、私募投资的业务种类

私募的投资业务种类繁多,大致可作如下几种分类:

(一) 并购融资基金

一直以来,并购业务都是私募的主要业务之一,如凯雷、KKR、黑石、华平这些著名基金的代表性业务都是收购基金。看起来并购业务似乎很复杂,其实质却很简单。通常私募股权基金会先挑选一个“有潜力”的企业,然后跟企业的所有者进行沟通谈判,对其进行调查和估值后,以一个合适的价格购买该企业的股权。在获得该企业的控制权之后,私募基金会监督运营企业一段时间,并为企业的发展提供一些资源或者剥离某些亏损的业务或资产,从而逐步提升企业的经营业绩和企业的价值。当企业的价值得到大幅提升以后,私募基金就会在资本市场上给企业找一个买主或者公开上市来退出该项投资,从中获取巨额回报。

一般来说,企业是并购交易的目标。私募股权基金需要对企业进行估值、调查、管理,以完成并购交易。在入资项目企业以后,通常会对原有企业进行重组,优化企业的资产质量,卖掉一些用不着的资产或者业务,并买入一些对企业增值发展需要的生产资料,提升企业的活性。通过这些操作,如果能够成功地提高企业的价值,在卖出企业时就可能会获得可观的回报。然而,要顺利实现并购业务的收益,还需要攻克企业整合这一难关。有资料显示,在私募股权在投资过程中,至少有八成的失败都是收购后资产重组处理不当导致的。如果要对企业进行资产重组,首先必须获得企业的控制权。因此,通常私募股权基金在并购业务中是以获取一个企业的控制权为目标的。要获得一家企业的控制权,不一定需要很高比例的份额。当某一个公司的股份较为分散的时候,可能用比较少的份额就足以控制该公司。当然,获得控制权的风险也会因该股份较为分散的公司而相应增大。

通常私募股权基金希望以企业邀请的方式和平地实现并购。有的时候则可能是私募股权基金主动发起对某个企业的敌意收购(Hostile Takeover)。敌意收购的成本较普通收购来说更大一些。当然,不管是两

种方式的哪一种,只要私募股权基金凭借自己对经济前景和行业的正确判断,以及丰富的管理经验与社会资源,就很可能创造出丰厚的投资回报。

(二) 创业投资业务

私募股权基金最传统的业务形式是创业投资业务。这主要是因为最初的私募股权基金在规模上都比较小,所以主要从事创业投资业务,对一些有潜力的公司进行投资。虽然投资的额度不大,但是如果投到一家成长性很好的公司,则容易获得很高的利润。经营这种业务的私募基金通常也被称作风险资本(Venture Capital, VC)或者风投。种子期的企业是创业投资业务的主要投资对象。种子期的企业通常只有一个很好的创意和一只优秀的团队。也就是说,这些企业的启动资金或发展资金是缺乏的。但是,如果打算从银行贷款的话,除非申请贷款者能够提供有价值的抵押担保,否则银行根本不会考虑向这样的企业提供足够的信贷支持。然而,根据私募股权投资基金的投资特点,其投资是属于股权融资,因此根本不需要抵押。所以进行创始投资的投资风险也会非常大,创业投资业务成功的概率也非常低,能赚钱的项目据统计还不到所有投资项目的10%。在进行创业投资业务的时候,私募基金有时候通过可转换债券的方式向企业注入资金,从而保证投出去的钱能够收回来。这样,即便最后投资失败,私募基金仍能够以债权人的身份从项目企业那里以破产清算的方式获得的补偿。

创业投资业务之所以能持续下去,其内在的动力在于能赚钱的10%的项目能够给私募股权基金带来丰厚的利润回报,甚至远远高于其他90%不盈利项目所带来的损失。优秀的私募股权基金在这种业务上往往可以获得30%以上的年收益率。在金融投资圈子里,一些成功率非常高的创业投资基金往往是凭借自己丰富的行业经验和审慎的投资前调查来降低投资风险的。

(三) 提供发展资金(Pre-IPO)

发展资金是专门针对那些已经脱离创业初期的企业而言的。在某些项目中,私募股权投资基金也会通过股东注资的形式为企业的发展提供资金支持。一般而言,从事这种业务的私募股权投资基金所投资的对象都是已经具有一定规模和影响力的企业。这样的企业并不一定是非常地缺乏资金,而更多的是在经营方面因为某种资源匮乏而陷入了“瓶颈”,或者

因为决策的失误,以及环境的改变而致使公司缺乏足够的流动资金。此时,私募投资基金不仅会给企业带来发展所需要的资金,也给企业带来了有效的管理机制和丰富的人脉资源。有些时候,这些资源对于企业的重要性远大过资金。更多的私募基金热衷于投资于那些准备上市的企业,通过注入资金和有效的改制整合帮助企业上市。在上市之后,企业价值在资本市场上被放大;此时,私募基金就可以通过在二级市场售出股票套现的方式退出,这样可以较为轻松地赚取丰厚的利润。

(四)其他业务

私募股权投资基金的业务没有严格的范围限定,它还可能从事其他的金融投资业务。从利益最大化的角度考虑,什么投资赚钱,就投资什么。从私募的历史发展的角度来说,业务范围是不断发展革新的:随着时间的推移,新的投资机会不断出现,新的业务也在不断诞生。比如说,某些私募股权基金就专门投资其他私募股权基金,成为我们常说的“基金中的基金”(Fund of Fund)。例如,有的基金以对冲基金作为投资目标。

三、私募股权基金的盈利模式

私募股权投资基金以获得投资收益为其最终目标。私募股权基金的盈利模式,可以从两个方面进行理解:一是“基金”本身如何盈利,二是“基金管理人”如何盈利。

(一)私募股权基金的盈利模式

从理论上来说,私募股权基金的任何投资的盈利模式都会通过两种渠道,即“资本利得”和“资本评价”。所谓资本利得,就是资本本身获得的收益减去支出后获得的利润。而资本评价,就是股票市场等资本市场对资本价值的评价。如果资本市场对资本的评价价值高于资本的实有价值,那么这高出的部分就是资本的评价增值。对于私募股权基金的盈利来说,其盈利主要是来自资本的评价增值。市场对资本的评价是以“货币”作为尺度的,资本利得可能会在资本市场上进一步转化为资本评价。所以,“资本增值”可以分成“利得增值”和“评价增值”两个方面。

此外,“资本增值”还可以分为“内源增值”和“外源增值”;其中,资本利得属于资本的内源增值,而资本评价则属于外源增值。对于私募股权投资基金来说,资本评价增值这样的外源增值更为被看重的。当然,因为资

本评价的唯一标准是资本的盈利能力,资本利得是资本评价的基础,所以如果资本利得不好,市场对资本的评价也就不好。

任何产业性的投资都是由“项目、产品、企业”三者之间构成五种组合:“买项目,卖项目”、“买项目,卖产品”、“买企业,卖产品”、“买项目,卖企业”、“买企业,卖企业”。在这里,所谓“买项目”、“买企业”,分别是指对项目或企业进行投资。

1. 买项目,卖项目

这种方式是指,私募股权的投资者先投资于某项目,然后将其进一步完善;待项目价值大幅提升之后,将该项目卖给其他的投资人,或与其他投资人以项目入股。将项目卖给其他的投资人,获得的是资本评价,而项目入股则属于资本利得。

2. 买项目,卖产品

私募股权投资基金投资者首先投资于某项目,然后设立企业并经营该企业,最后从经营该企业中获利。这种盈利模式属于资本利得。

3. 买企业,卖产品

通常私募股权投资者投资某企业,经营该企业,从经营该企业中获利。这是资本利得。

4. 买项目,卖企业

这种方式是私募股权的投资者最常见的做法,即私募股权的投资者首先买来项目,设立企业,对该企业进行运营管理;待其价值大幅提升之后,再在产权市场将企业出售。这种盈利模式是资本评价。

5. 买企业,卖企业

这种方式也是私募股权投资者常用的,即所谓并购的投资手法。私募股权基金的投资者首先投资某企业,然后对该企业进行运营管理;待其价值大幅提升之后,再拿到产权市场将企业出售。这是资本评价。

(二) 私募股权基金管理人的盈利模式

对基金的“管理费”和基金运营的“收益奖励”两部分构成基金管理人的收入来源。

所谓管理费,是指基金管理人会在每年按照基金资产净值,提取一定比例的管理费,以作为基金管理人日常运营费用和人员支出费用。管理费通常为基金数额的1%~2.5%。

所谓收益奖励,是指如果基金的净资产收益率和现金分红回报率超过一个约定标准的时候,就从基金现金分红总额中提取一定比例,奖励给基金管理人。通常的私募投资基金是约定某一数额后,按 20% 和 80% 的比例进行分配。这样更有利于激励基金管理人进行业务创收。

第二节 私募股权基金的分类

一、功能性分类

私募股权基金从功能的角度考量,可以具体划分为创业投资基金、过桥基金、并购投资基金等。

创业投资的英文是 Venture Capital,经常被人们简称为 VC,在国内通常又被称为“风险投资”或者“风投”。国际上的定义为,风险投资是指由专业人士投资到新兴的,迅速发展的,具有强大发展潜力的企业中的权益性资本形式。所以,创投基金一般会投资于那些处于种子期和成长期的企业。但是与天使投资人相比,投资期稍晚一点,其模糊的区别可能在于项目的雏形已经具备与否。在风险投资的概念刚刚开始出现的时候,业内对其理解为“创投”还是“风投”有过一些争论。其实国际上的 VC 既有创业投资的特点,又有风险投资的特点。要认识这个问题,还是得对具体的投资行为进行分析才能下结论。这样才能更好地定义其功能。所以本书对于其概念的精确定义不进行具体探究。

创投的投资运作方式是,首先投资于创新型企业或者是那些高成长型企业,从而持有被投资企业的股份;然后待企业发展成熟后,选择在恰当的时机退出套现,从而于投资中获利。有人认为,风险投资只会对那些以高科技与知识为基础、生产与经营技术密集的创新产品或服务感兴趣。这种观点更强调了企业的创新性。而从实际运作中看,高新技术企业的高风险和高收益主要是存在于企业高速发展的创业阶段。而其收益率会随着这些企业进入成熟期后相应地逐渐下降。鉴于此,创业投资基金一般会在企业即将进入成熟期时将投资套现撤出。尽管退出方式多种多样,但其基本上都能从中获得很高的投资回报。在完成投资退出后,再另外继续进行其他项目的投资。就目前的实际情况来看,公开上市、股权第三方转售、由创业企业家回购,或者是干脆清算解散企业都可以是创业投资基金的退出的

方式。

尽管这么赚钱,但事实上,创业期在整个私募股权基金投资阶段中所占的比例并不是很大,创业投资业务通常也只是私募股权基金投资业务范围中的一部分。对于私募投资基金方来说,其所投资的并不是产品或产业,而是一个能够给他带来资本增值收益的企业;他所经营的也不是某一个具体的产品,而是把企业作为一个整体,从产品设计、市场营销模式、组织管理体系等多个方面对其进行全面的考虑。因此,私募投资基金方必须根据企业的创业阶段来寻求创业投资的最佳时机,并且要对处于不同创业阶段的项目企业采取不同的投资方案。

通常基金管理人会发起私募股权投资基金中的创业投资基金,其一般会作为普通合伙人(GP)出资1%,其余的99%则进行私募,吸收企业或金融保险机构等机构投资者和个人投资人来入伙——这些人只承担有限责任,因此,被称为有限合伙人(LP)。至于作为普通合伙人的基金管理人在基金合伙中的权利与义务,一般会在合伙协议加以规定:一是由其全权负责基金的投资、经营和管理;二是每年从基金经营收入中提取相当于基金总额2%左右的管理费;三是投资基金期满解散时,作为普通合伙人的基金管理人可以从收益中分得20%,其余出资者分得80%。

作为过桥基金的私募股权基金,主要是投资处于过渡期的企业或即将上市的企业。过桥基金作为私募基金的一种,基金方一般没有兴趣对所投资企业进行控股。一般情况下,基金方占有的公司股份不会超过30%。他们只需要在董事会占有一席具有一票否决权的位置就可以了。也就是说,他们并没有兴趣参与企业的日常经营管理,但却需要能够把握住企业的发展方向的控制权。对于过桥私募股权投资基金来说,他们的最终目的是通过企业上市、股权转让或并购的方式在资本市场中退出套现。

私募股权基金中的并购投资基金,主要是投资于那些处于扩展期的企业以及参与管理层收购(MBO)。他们是专门从事于对目标企业进行并购的基金。其投资操作手法主要是通过收购目标企业的股权,从而获得对目标企业的控制权,然后对其进行一定的改造重组,优化企业资产机构。在对项目企业采取的运营管理机制改造,待其大幅升值后再出售。私募并购基金与其他类型投资的区别表现在:风险投资主要投资于创业型企业,并购基金投资的对象是成熟企业;其他私募股权投资并不一定需要掌握企业

控制权,而并购基金则需要获得所投资企业的控制权。并购基金经常出现在内部管理层收购和外部管理层收购中。

二、结构性分类

(一)公司型基金

1946年在马萨诸塞州成立的美国研究与发展公司(American Research & Development Corp.)是世界上第一个正规的创业投资企业。我国现行《公司法》和2005年11月15日由国家发展改革委员会、科技部、财政部、商务部、中国人民银行、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国银监会、中国证监会、国家外汇管理局联合发布,2006年3月1日起正式实施的《创业投资企业管理暂行办法》规定:创业投资企业可以通过有限责任公司、股份有限公司或法律规定的其他企业组织形式设立。在公司型私募股权投资基金中,基金份额持有人实际上就是一家投资公司,它是以公司股东的形式出现的。因此,按照我国公司法的相关规定,他们依法享有股东权利,并以其出资额为限对公司债务承担有限责任。

就一般基金管理人的存在形式而言,主要包括以下两种:第一,以公司董事的身份,作为公司高级管理人员直接参与公司投资管理;第二,以外部管理公司的身份,接受公司型私募股权投资基金的管理委托,对其进行投资管理。基金管理人只是基金的代理人,并不会承担公司型私募股权投资基金的债务责任。在公司制下,入资基金的基金份额持有人对于他们的投资拥有较为全面的公司股东权利。股东可以通过董事会委任权来监督基金管理人。股东会还可以直接任命私募股权投资基金的外部审计机构,并具有审议批准会计报表的权利。虽然作为股东的基金份额持有人不能直接干预基金的具体的投资与运营管理,但部分基金份额持有人仍能够通过基金管理人的投资委员会参与投资决策。

依照我国现行《公司法》,公司注册成立时,所有股东需要至少缴纳注册资本的20%。所以,公司制私募基金在成立初期会握有相对较大的闲置现金头寸,而这必然会影响基金的投资收益率。当然,通过《公司法》的其他规定,公司型基金可以规避这一规定的影响。一般的做法是,在基金登记注册时仅仅登记较少的注册资本,而在选定需要投资的项目后,作为股东的基金份额持有人以股东贷款的形式实现股东出资;或者是在成立