



高等院校经济管理类规划教材

私募股权 投资与管理

SIMU GUQUAN TOUZI YU GUANLI

主 编 房 燕
副主编 邢秀芹 张 峰



北京邮电大学出版社
www.buptpress.com



高等院校经济管理类规划教材

私募股权投资与管理

主 编 房 燕

副主编 邢秀芹 张 峰



北京邮电大学出版社
www.buptpress.com

内 容 简 介

本书是北京联合大学规划教材立项支持的研究成果。本书紧扣私募股权投资行业的理论知识和核心环节,全面介绍了私募股权基金的基础知识与发展趋势、资金募集与组织设立、尽职调查与项目评估、风险管理与投资运作、估值、投后管理与退出方式等内容。本书结构安排合理,由浅入深地介绍了私募股权基金的整个运作机制,并辅以文献阅读和案例分析,对于私募股权投资实业界人士具有重要的参考价值。本书可作为高等院校金融学、金融工程、投资学等专业的本科生教材,也可作为金融专业硕士和 MBA(工商管理硕士)的参考书。

图书在版编目(CIP)数据

私募股权投资与管理 / 房燕主编. -- 北京 : 北京邮电大学出版社, 2020. 9

ISBN 978-7-5635-6207-7

I. ①私… II. ①房… III. ①股权—投资基金—基金管理 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2020)第 177952 号

策划编辑: 马晓仟 责任编辑: 马晓仟 封面设计: 七星博纳

出版发行: 北京邮电大学出版社

社 址: 北京市海淀区西土城路 10 号

邮政编码: 100876

发 行 部: 电话: 010-62282185 传真: 010-62283578

E-mail: publish@bupt.edu.cn

经 销: 各地新华书店

印 刷:

开 本: 787 mm×1 092 mm 1/16

印 张: 12.75

字 数: 327 千字

版 次: 2020 年 9 月第 1 版

印 次: 2020 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5635-6207-7

定价: 35.00 元

· 如有印装质量问题,请与北京邮电大学出版社发行部联系 ·

前 言

“私募股权”一词的英文缩写为 PE(private equity),指非上市公司的股权,也被用来指投资非上市公司的股权,并以策略投资者的角色积极参与投资标的的经营与改造。现在人们在使用“私募股权”一词时,已经扩大了其原来的含义,该词多用来指私募股权基金或者私募股权投资。在国外,私募股权投资自第二次世界大战后开始基金化运作。

私募股权投资起源于 20 世纪 40 年代的美国。20 世纪 70 年代,以 KKR 集团为代表的并购基金诞生。在经历了从繁荣到萧条的周期后,20 世纪末期,股市的回暖以及创业热潮的兴起使私募股权基金行业再次蓬勃发展。私募股权基金作为典型的直接投融资工具,具有投资期限长、投后管理投入资源多、专业要求高、收益波动性高等特点。其中,并购基金更侧重于通过投资价值被低估的企业股权,获取被投资企业的控制权,进而对被投资企业进行重整,以此提升被投资企业的价值而实现投资收益。我国私募股权基金行业的历史最早可追溯至 1986 年中国高新技术创业投资公司的成立,随后我国私募股权基金行业的发展经历了探索与起步阶段(1986—2004 年)、快速发展阶段(2005—2012 年)和统一监管下的规范化发展阶段(2013 年至今),并购基金的发展基本与此同步。经过 30 多年的探索与发展,我国私募股权投资呈现规模不断壮大、质量不断提升、监管与自律不断规范的发展态势。私募股权基金的运作模式和发展方向与创新驱动的内在要求高度一致,在当前我国新旧动能转换、迈向高质量发展的历史进程中,私募股权基金发挥着支持企业重组、促进科技创新和新兴产业发展、推动经济转型升级等重要作用。私募股权基金堪称 20 世纪经济领域的一项伟大发明,它有力地推动了科技企业乃至世界经济的发展。

近几年来,随着国内企业融资需求和投资者投资需求的快速增长,私募股权基金的规模也得到快速扩张。中国私募股权经历了史无前例的爆发式增长,私募股权行业的急剧扩大带来了许多新问题,而这些问题我们往往很难在国际同行那里找到答案。清科研究中心的数据显示,2019 年前三季度中国股权投资市场新募基金总规模约为 8 310 亿元人民币,共发生 5 461 起投资案例,投资金额为 4 314.10 亿元人民币,退出案例数为 1 532 笔。仅 2019 年第三季度中国 PE 投资机构新募集 541 只基金,共募得 2 119.36 亿元;投资方面,共发生 810 起 PE 投资案例,披露金额约为 1 373.54 亿元;退出方面,共发生 426 笔退出案例;从基金类型分布来看,成长型基金在新募集基金只数上占比 67.7%,金额上占比 63.6%,领先各类基金。科创板目前已经落地,作为资本市场改革“试验田”,科创板对促进中小科创企业发展、推进高新技术产业发展具有重大作用。科创板正式开市后,首批 25 家科创板上市公司中有 23 家获得过私募基金的投資,PE/VC 高渗透率标志着科创板将

会改变一级市场的退出路径选择和市场定价逻辑,并将长期对PE/VC行业机构产生一定影响。总之,近年来,中国私募股权市场整体监管趋严,基金成立难度也随之加大,募资整体呈下行趋势;从地域分布来看,广东和浙江优势突出,新成立基金数占全国总数的36.4%。投资市场仍处“低温期”,机构出手日渐谨慎,较为活跃的机构为腾讯投资、金石投资等,整个私募股权市场投资金额同比下降超40%;投资热点集中在互联网、生物医药等领域,案例数占行业总量的1/2。另外,科创板为退出市场注入新活力,退出案例数同比、环比均有上升,其中被投资企业IPO(首次公开募股)退出占比77.7%,依旧是主流的退出方式。

纵观国内外私募股权发展的历史,我们会问,为什么私募股权投资会如此繁荣?私募股权基金是如何通过运作获得几十倍到上百倍的收益的?私募股权基金在运作过程中如何规避风险?基于私募股权交易固有的复杂性及其内在的成功机制,有必要让更多的人了解PE的运行机制。针对这些问题,本书向读者介绍了私募股权基金的组织形式、私募股权基金的优势、私募股权投资风险防范优势与价值创造优势、私募股权基金的募集渠道、私募股权投资估值方法、私募股权投资的风险管理以及私募股权基金的退出方式等内容。这些内容能够帮助读者更好地从理论和实践两个方面进行探讨和研究,帮助读者掌握行业的基础知识和从业者应当具备的职业素养,了解私募股权投资的变化和私募股权基金的行业发展趋势。

本书以严谨的逻辑和结构,全面系统地阐述了私募股权投资的理论基础,内容紧密结合行业最新发展趋势。编写团队精选了一批有代表性的应用案例,案例深入浅出、鲜活生动,引领读者从理论表面深入PE基金的投资实践中,使读者以第一当事人的视角感受和理解核心PE概念及其在现实中的应用。所选案例突出强调了PE投资在执行中的诸多因素,并在此基础上解释了如何将完善的理论模型转化为成功的投资。本书的内容要点、特色及创新点如下。

1. 内容要点

在“大资管”环境下,按照《中华人民共和国证券投资基金法》(2015年修订)和《私募投资基金监督管理暂行办法》的要求,编者对本书的内容进行了优化。例如,与其他同类教材相比,本书增加了私募股权投资风险管理、交易风险管理的案例讨论等。本书的主要内容包括私募股权投资概述、私募股权基金的组织形式、私募股权投资运作流程、私募股权投资风险管理、私募股权投资估值、私募股权投资退出、私募股权投资委托-代理关系和私募股权投资案例分析。在结构体例上,本书共分8章,第1~7章中的每一章均有“案例阅读与分析”;第8章为专门的案例分析。本书力图使读者既能掌握私募股权投资的理论知识,又能对私募股权投资领域的经典案例加深了解,提升理论和操作的双重能力。本书具有科学性、前沿性和实用性。本书在结构上设计独特,不但保持完整的PE知识体系,而且具有较强的理论深度,案例丰富,读者阅读本书不会觉得枯燥。

2. 特色及创新点

① 本书根据市场和行业的最新发展情况组织相关内容,主要体现在增加了行业的新

业务、新的行业规则、新的相关统计数据等方面。在介绍私募股权投资基本原理、基本知识和基本方法的基础上,力求反映当前私募股权投资市场的理论信息和实际变化,紧跟时代步伐,增强教学内容的时效性。

② 本书在介绍理论知识的基础上注重材料阅读和案例分析。阅读材料可以满足相关职业领域对学生知识、能力与素质的培养要求;案例分析可以教会学生如何将知识应用到实际工作中去。在案例的选择上,本书做到经典性、时效性和实用性相结合,与私募股权投资实践相结合,以便让学生掌握和接触更多真实的案例,强化培养其应用意识和实践能力。

③ 本书融合了课程思政建设内容,作者以立德树人和提高教育质量为核心,以大学内涵建设为主线优化教材内容,将私募股权投资行业的发展特色与我国经济建设紧密结合。

目 录

第 1 章 私募股权投资概述	1
1.1 私募股权投资的概念与特征	1
1.2 私募股权投资的基本运作模式	2
1.3 私募基金和私募股权基金概念、相关概念辨析.....	3
1.4 私募股权投资的类型	7
1.5 国内外私募股权投资的发展历程	9
1.5.1 国际私募的发展历史	9
1.5.2 美国私募股权基金的发展.....	11
1.5.3 中国私募股权投资的发展历程与趋势.....	13
第 2 章 私募股权基金的组织形式	34
2.1 私募股权投资的主要参与主体.....	34
2.2 私募股权基金的组织形式.....	35
2.2.1 公司型私募股权基金.....	35
2.2.2 信托型私募股权基金.....	37
2.2.3 合伙型私募股权基金.....	39
2.3 私募股权基金管理人的价值创造.....	42
第 3 章 私募股权投资运作流程	54
3.1 私募股权投资运作流程概述.....	54
3.2 私募股权基金募集与成立阶段.....	56
3.2.1 以金融机构为主的传统募资渠道.....	56
3.2.2 新型募资渠道.....	60
3.3 投资项目选择阶段.....	60
3.3.1 寻找项目.....	60

3.3.2 初步筛选·····	61
3.4 尽职调查·····	62
3.5 形成投资方案·····	66
3.6 投资委员会批准·····	67
3.7 资本进入阶段·····	67
3.7.1 正式谈判签约·····	67
3.7.2 股权变更登记·····	67
3.8 项目退出·····	67
第4章 私募股权投资风险管理 ·····	73
4.1 私募股权投资风险的分类·····	73
4.1.1 系统性风险·····	73
4.1.2 非系统性风险·····	73
4.2 私募股权投资风险的控制措施·····	76
4.2.1 直接风险控制措施·····	76
4.2.2 间接风险控制措施·····	78
4.2.3 退出风险控制措施·····	79
第5章 私募股权投资估值 ·····	86
5.1 私募股权基金估值概述·····	86
5.1.1 私募股权基金估值的概念·····	86
5.1.2 影响私募股权投资中的企业估值的各种因素·····	87
5.1.3 经济性资产负债表·····	88
5.1.4 公司价值构成·····	89
5.2 私募股权基金估值方法·····	93
5.2.1 市场法·····	93
5.2.2 收益法·····	95
5.2.3 成本法·····	97
5.3 应用期权定价法进行投资项目估值·····	98
5.3.1 期权·····	98
5.3.2 期权定价法模型应用·····	99
第6章 私募股权投资退出 ·····	108
6.1 PE退出的含义及退出阶段·····	108

6.1.1 PE 退出的含义	108
6.1.2 PE 退出阶段	108
6.2 PE 退出渠道	110
6.2.1 PE 退出渠道的主要种类	110
6.2.2 PE 退出渠道选择	115
6.3 PE 退出时机	122
6.3.1 PE 退出时机选择的影响因素	122
6.3.2 退出时间选择异象	123
6.4 PE 退出的外部效应	124
第 7 章 私募股权投资委托-代理关系	131
7.1 委托代理理论	131
7.1.1 委托代理理论的基本内容	131
7.1.2 委托代理理论分析框架	132
7.1.3 委托代理理论的模型	132
7.2 私募股权基金中的委托代理关系与问题	134
7.2.1 私募股权基金中的双重委托代理关系	134
7.2.2 私募股权基金中的委托代理问题	137
7.3 私募股权基金中双重委托代理问题的治理机制	139
7.3.1 基金投资者与基金管理人问委托代理问题的治理机制	140
7.3.2 基金管理人与目标企业问委托代理问题的治理机制	141
7.4 私募股权基金 GP 和 LP 的收益与分配	144
7.4.1 私募股权基金 GP 和 LP 的收入来源	144
7.4.2 收益分配相关名词解释	144
7.4.3 可分配收益	145
7.4.4 收益分配相关法律规定	145
7.4.5 收益分配模式	145
7.4.6 追补与回拨	150
7.4.7 收益分配的结构化安排	151
第 8 章 私募股权投资案例分析	158
参考文献	190

第1章

私募股权投资概述

1.1 私募股权投资的概念与特征

1. 私募股权投资的概念

私募股权投资是指私募股权投资机构对非上市企业的一种权益性投资。在初始投资阶段,私募股权投资就会考虑将来的退出策略,即选择不同的退出方式,获利退出,主要的退出方式包括首次公开募股(IPO)、兼并与收购(M&A)或管理层收购(MBO)等。通俗来说,私募股权投资,即私募股权投资者发现目标企业的潜在价值,投入私募资本,以此获得被投资企业部分比例的股份,然后通过提高被投资企业价值,通过企业价值增值的转让来获取收益。私募股权投资通常采用非公开募集的形式筹集资金,不能在公开市场上进行交易,流动性较差。尽管人们使用私募“股权”一词,但此类投资既包含股权,也包含债权。相较于股权投资,私募债权投资在市场上较少见。

国内外对私募股权投资的含义界定不一,概括而言,主要有广义和狭义之分,广义的私募股权投资泛指通过非公开募集资金,并对非公开市场交易的资产进行的投资。这种股权投资涵盖企业首次公开发行股票前各个阶段的权益投资,以及上市后的私募股权投资等,包含种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和 Pre-IPO 期等。投资者一般将资金投向私募股权基金,也就是以基金方式作为资金募集的载体,该基金由专门的基金管理公司负责投向目标企业,私募股权投资主要包括风险投资、成长投资、杠杆收购、夹层投资及其他,私募股权基金一般会对投资公司进行控制和管理,同时也会为所投资的公司带去先进的管理理念以帮助其提升竞争力。狭义的私募股权投资主要指对已经形成一定规模的,并产生现金流的成熟企业的私募股权投资部分,主要指创业投资后期的私募股权投资部分,在这个阶段成长资本、并购资本、夹层资本占据着很大比例。本书将围绕广义的私募股权投资理论及案例进行分析与阐述。

2. 私募股权投资的特征

(1) 投资期限长、流动性差

由于私募股权基金主要在未上市企业股权或上市企业的非公开交易股权进行投资,通常需要 3~7 年才能完成投资的全部流程实现退出,股权投资因此被称为“耐心的资本”,私募股权基金因而也具有较长封闭期。私募股权基金的基金份额流动性差,在基金清算前,基金份额转让或投资者退出均有难度。

(2) 投资后管理人资源较多

股权投资是“价值增值型”投资。基金管理人在投资后的管理阶段投入大量资源,一方面是为被投资企业提供各种商业资源和管理支持,帮助被投资企业更好发展;另一方面也通过参

加被投资企业股东会、董事会等形式,对被投资企业进行监管,以应对被投资企业的信息不对称和企业管理层的道德风险。

(3) 专业性较强

私募股权投资涉及投资决策与管理设计多个方面(如企业管理、资本市场、财务、行业、法律等),其高收益与高期望风险的特征也要求基金管理人必须具备很高的专业水准(尤其是要有善于发现具有潜在投资价值的独到眼光,具备帮助被投资企业创立、发展、壮大的经验和能力)。私募股权投资专业性强,需要更多的投资经验积累、团队培育和建设,体现出较明显的智力密集型特征,人力资本对于私募股权基金的成功运作发挥决定作用。

由于私募股权基金管理对于专业性的高要求,因此市场上的私募股权基金委托基金管理机构进行管理,并在利益分配环节对基金管理人的价值给予更多的认可;还有就是在基金管理机构内部,也需要建立有效和充分地针对投资管理团队成员的激励约束机制。

(4) 投资收益波动性较大

私募股权基金在整个金融资产类别中,属于高风险、高期望收益的资产类别。高风险主要在不同投资项目的收益呈现较大的差异性方面体现。创业投资基金投资于处于早中期的成长性企业,投资项目有较大的收益波动性(有的投资项目会发生本金亏损,有的投资项目则可能带来巨大收益),并购基金投资于价值被低估但相对成熟的企业,投资项目的收益波动性相对要小一些。高期望收益主要体现在正常的市场环境中,私募股权基金作为一个整体,其能为投资者总体上实现较高水平的投资回报率。从不同国家的平均和长期水平看,私募股权基金的期望回报率高于股东收益证券和证券投资基金等资产类别。

1.2 私募股权投资的基本运作模式

私募股权基金的运作流程是其实现资本增值的全过程。在资本流动方面,资本首先从投资者流向私募股权基金,经过基金管理人投资决策之后,流入被投资企业。在投资之后的阶段,基金管理人以各种方式参与被投资企业的管理,待企业经过一定时期的发展后,选择合适时机再从被投资企业退出,进行下一轮资本流动循环。与资本流动相对应的私募股权基金运作的4个阶段是募资、投资、管理和退出。按照上述流程和阶段,私募股权投资模式主要有以下几种。

(1) 增资扩股

一般而言,对于股份有限公司来说,增资扩股指企业向社会募集股份、发行股票、新股东投资入股或原股东增加投资扩大股权,从而增加企业的资本金。对于有限责任公司来说,增资扩股一般指企业增加注册资本,增加的部分由新股东认购或新股东与老股东共同认购。私募股权投资的增资扩股指对拟投资企业进行资产评估,利用企业现有的资产和私募股权基金的出资资本成立一个新的公司,私募股权基金在新公司依照出资额占有一定的股权。企业原来的注册资金和增资扩股没有关系。

增资扩股的程序和内容主要有:达成初步合作意向、取得企业同意增资扩股的决议、开展清产核资、审计和资产评估、合作各方签订增资扩股协议、缴纳资本并验资、变更公司章程以及履行相应的变更登记手续等。

(2) 股权转让

股权转让是指公司股东将自己的股份让渡给他人,使他人成为公司股东的民事法律行为。

《中华人民共和国公司法》已明确私募股权基金可以参与股权转让活动,以达到投资的目的。

股权转让的程序和内容主要有:通过召开股东大会研究,双方协商和谈判;出让方若为国有企业或集体企业,应请示上级批准;评估与验资;出让方召开职工或股东大会;国有股权转让的公示;签署转让合同;变更登记等。

在股权转让中易发生的法律风险有:转让方授权瑕疵的法律风险,如法律限制中的法律风险、公司章程限制中的法律风险;受让方授权瑕疵的法律风险,如法律限制中的法律风险、公司章程限制中的法律风险等。

股权转让应注意的问题包括主体身份问题,转让价款及付费方式,股权转让的生效条件,股东会决议,公司原有债权债务的问题,纠纷的解决问题,主管机关的审批和备案等。

(3) 增资扩股和股权转让结合

增资扩股和股权转让结合即购买企业原有股东的股份,形成新的股东构成,再按照新的股东构成进行增资扩股,增加企业的股本,改变企业股东持股比例,形成新的股权结构。通俗说,就是企业原有股东让渡一些股权,然后再由新老股东追加投资,改变并形成新的股东结构和股权结构。这种模式操作复杂,案例较少。

1.3 私募基金和私募股权基金概念、相关概念辨析

1. 私募基金

基金根据募集方式的不同,分为公募基金和私募基金两种。公募基金是指向不特定的社会公众投资者公开募集的基金;私募基金则是指以非公开方式发行的,面向少数特定的投资者募集资金而设立的基金。私募基金只能向少数特定的合格投资人以非公开宣传的方式进行募集。它不能像公募基金那样通过媒体宣传、研讨会等方式向社会公众募集资金。

按投资方向的不同,私募基金大致可分为私募股权基金,私募证券投资基金和其他类型的私募基金,如图 1-1 所示。私募股权基金是本书的研究对象,有关分析详见后面内容。

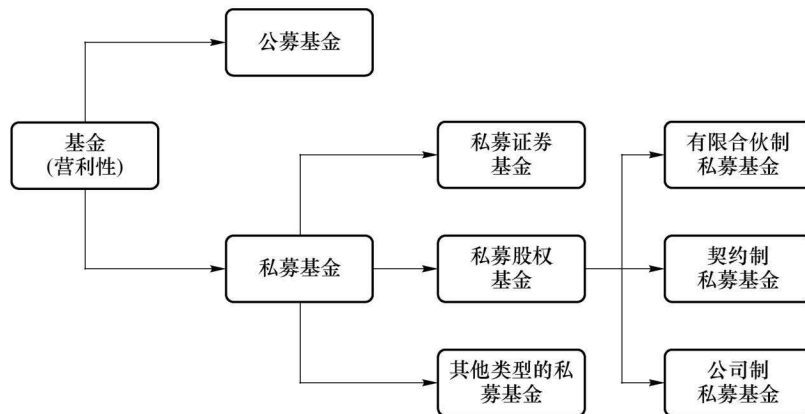


图 1-1 基金分类

私募证券投资基金,是指由投资者非公开募集资金,投资于证券市场,利用证券市场获取收益的基金,其投资对象主要是公开的二级市场的证券和其他金融衍生产品,有较强的投机色彩,流动性较强,通常为短期投资。其他类型的私募基金的投资方向主要是房地产、收藏市场、大

宗商品等领域,这一类型投资基金的投资种类非常广泛,外延很不确定。因其投资方向与权益类投资差异较大,不在本书研究范围之内。

2. 私募股权基金

(1) 私募股权基金的含义

根据投资对象的不同,私募可以分为两种类型。一种私募是指私募证券投资,即向特定的投资者私下筹集资金,然后通过认购证券进行私募投资;另一种私募是指私募股权投资,即向特定的投资者私下筹集资金,然后通过认购公司股份(尤其是未上市公司股权)进行私募投资。私募证券投资主要获取证券的市场收益,私募股权投资重在获取企业经营和股权溢价的收益。

私募股权基金主要通过私募而不是向公众公开募集的形式来获得资金,对非上市企业进行权益性投资,即将每一单位的投资额最终兑换为被投资企业的股权,然后通过各类方法使被投资企业快速发展,以实现股权的快速成倍增值;并在交易实施过程中要考虑将来的退出机制,即通过上市、并购或管理层回购等方式,最终出售所持股份获利。私募股权基金也称私募股权资本、私人股权基金、私募股权投资基金等。

值得一提的是也有少部分私募股权基金投资已上市公司的股权,比如在一些已上市公司的定向增发中,也经常活跃着私募股权基金的身影。在本书中,如果不是特意指出投资于上市公司,私募股权基金和投资一般指针对非上市公司的私募股权基金和投资。

因此,私募股权基金的“私募”包含两层含义:一是指基金的募集是私下募集或私人配售的,面向特定人群而非大众的;二是指基金用于投资非公开发行的企业股权,股权的交易是非公开的。

(2) 私募股权基金的形式

“私募股权基金”这一名称通常被理解为从事私募股权投资的主体。一方面私募股权基金从不特定的机构投资者和富有的个人投资者手中筹集资金;另一方面私募股权基金用筹得的资金为未上市公司提供股权融资。前提是私募股权基金必须以法律所认可的某种法律主体的形式从事活动、筹集资金和进行股权融资。

私募股权基金筹集资金的形式可能是成立一个公司,投资人通过认购公司的股份对私募股权基金进行投资;也可能是成立有限合伙企业,投资人通过入伙向私募股权基金投资;还可能是一种信托关系,私募股权基金接受投资者的资金信托,对外进行股权投资。私募股权基金之所以能够获得机构投资者和富有的个人投资者的投资,主要是因为私募股权基金有一批具有丰富管理经验和行业经验的基金投资管理人,由他们决定股权投资的对象和其他相关事宜,他们的个人能力往往成为基金成败的关键。因此,私募股权基金拥有的不仅是巨额的资金,也必须拥有优秀的人才,它是资金和管理人才的集合体。

(3) 私募股权基金与私募基金的区别

私募股权基金作为一种基金,本质是股权投资的资金汇集,其含义与证券投资基金相去甚远。私募基金与私募股权基金属于种属关系,私募股权基金是私募基金的下位概念。

美国《联邦银行监管条例》(*Federal Banking Regulations*)对私募股权基金的定义为:私募股权基金投资于金融或非金融公司的股权、资产或者其他所有者权益,并且在将来将之出售或以其他方式处置;其不直接经营任何商业或工业业务。

欧洲私募股权与风险投资协会(EVCA, European Private Equity & Venture Capital Association)的定义是:投资者投资于未上市公司股权或与股权相关证券的集合投资工具。

中国证券投资基金业协会编写的教材《证券投资基金》给出的定义为:私募股权基金指通

过私募形式对非上市企业进行的权益性投资,在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制,即通过上市、并购或管理层回购等方式,出售持股获利。

根据上述对私募股权基金的定义可以看出,目前对私募股权基金的认识并不统一,不同国家(地区)的私募股权投资行业协会和相关机构对“私募股权基金”的定义都有差异。但一般而言,私募股权基金通常至少具备以下几个特点:一是以非公开方式募集资金;二是采用权益类方式投资;三是基金在投资后要考虑适当的退出机制,即通过上市、股权转让等方式出售股权,获利退出并开始新一轮投资活动。

就私募股权基金的法律性质而言,学术界有委托代理说和信托关系说两种观点。目前我国学术界一般倾向于认为私募股权基金是信托在商事领域予以运用并得以发展的一种财产管理制度,因此,本质上私募股权基金体现的是一种特殊形式的信托法律关系。从《中华人民共和国证券投资基金法》第五条规定的“基金财产独立于基金管理人、基金托管人的固有财产。基金管理人、基金托管人不得将基金财产归入其固有财产”,第二条规定的“本法未规定的,适用《中华人民共和国信托法》”等条文,可以看出,立法者也认为基金属于信托法律关系。

3. 私募股权基金相关概念辨析

(1) 私募股权基金(PE)与创业投资基金(VC)

英美国家并未对创业投资基金和私募股权基金做出严格区分。一般认为,创业投资基金投资于处在种子期、初创期、成长早期等时期的中小型未上市企业,投资风险相对较大,故也称“风险投资基金”;私募股权基金则主要投资于发展稳定、较成熟的未上市企业。但事实上,从英美国家的私募基金实务看,两者并非泾渭分明,概念的混用非常普遍,基本上可以将创业投资基金归为私募股权基金的子类。

我国的创业投资基金不仅在投资方向上与私募股权基金存在差异,更主要的是在监管层面、政策扶植层面上也存在诸多不同(见本书第4章)。基金业协会的备案系统要求私募基金必须就该基金属于“股权投资基金”还是“创业投资基金”做出选择,有关税收、发债及国有股转持等政策均存在向创业投资基金倾斜的特点。

需要注意的是,我国的创业投资基金并非必然会获得有关优惠政策,按照相关规定,创业投资基金若要获得税收优惠政策扶持,一般要满足三方面要求:一是该创业投资基金必须按规定办理了登记备案手续;二是被投资企业必须满足“522”要求,即被投资企业必须是注册在中国境内实行查账征收的、经认定取得高新技术企业资格,且年销售额和资产总额均不超过2亿元,从业人数不超过500人的企业;三是投资时间必须要满2年以上。只有这些条件均获满足的创业投资基金才有资格申请有关税收抵扣的优惠政策。

(2) 私募股权基金与证券投资基金

按照中国证券投资基金业协会编写的教材《证券投资基金》的定义,证券投资基金是依照利益共享,风险共担的原则,将分散在投资者手中的资金集中起来委托专业投资机构进行证券投资管理的投资工具,其所投资的有价证券主要是在证券交易所或银行间市场上公开交易的证券,包括股票、债券、货币、金融衍生工具等。

《中华人民共和国证券投资基金法》对证券投资基金的设立、运行及监督做出了规定。证券投资基金按募集方式分为私募和公募。私募证券投资基金的法律渊源主要是《中华人民共和国证券投资基金法》第十章“非公开募集基金”以及证监会于2014年8月发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》。不论是公募的证券投资基金还是私募的证券投资基金,其投向都是资本市场上公开交易的证券,以二级证券市场为主;而私募股权基金则主要投向非上市企业的

股权,这是两者的根本区别。

另外,业界在谈论证券投资基金业务时,经常提到共同基金(Mutual Fund)和对冲基金(Hedge Fund)等名词。事实上,共同基金和对冲基金并非《中国证券法》和《证券投资基金法》上的概念,中国基金实务中不存在此种基金(如果硬要对应《中国证券法》和《证券投资基金法》上的基金概念,共同基金接近公募证券投资基金,对冲基金接近私募证券投资基金,但仅在部分特征上存在相似之处,其内涵与外延并不相同),具体内涵只能依据国外相关证券法律来确定。因此,对于共同基金、对冲基金,如果仅从学理上对比分析研究则并无不可,但直接以此类概念指称我国现实中的基金业务则属张冠李戴,容易造成思想认识上的混乱。

(3) 私募股权基金与产业投资基金

国外并没有所谓的“产业投资基金”概念。目前可查到的我国最早使用产业投资基金一词的规定是在1995年中国人民银行发布的《设立境外中国产业投资基金管理办法》(此办法已失效)中,该办法指出:所称境外中国产业投资基金,是指中国境内非银行金融机构、非金融机构以及中资控股的境外机构作为发起人,单独或者与境外机构共同发起设立,在中国境外注册、募集资金,主要投资于中国境内产业项目的投资基金。这种产业投资基金除了创业投资以外,还包括企业的并购重组、基础设施投资以及房地产投资等各种直接股权投资。此后产业投资基金一直作为我国特有的投资基金概念出现在政府文件中,原国家计划委员会曾牵头起草《产业投资基金管理暂行办法》,并于1999年提交国务院;国家发展改革委也牵头起草了《产业投资基金试点管理办法》(征求意见稿,2005年10月31日)。2008年7月28日,产业投资基金试点工作指导小组召开第五次工作会议,研究起草《产业投资基金管理办法》。但迄今为止,专门针对产业投资基金的管理规定并未出台。

由于产业投资基金缺乏明确的法律渊源,因此其概念始终模糊不清。有人认为产业投资基金就是私募股权基金,也有人认为中国的产业投资基金与投资对象是否为上市公司无关,甚至不限于权益类投资,“产业投资基金是主要投资于产业发展的基金,其中既包括投资于传统产业、新兴产业及基础产业的基金,也包括投资于成长型中小企业的风险基金”。还有人认为,产业投资基金是指由中国政府主导设立的私募股权基金,有限合伙人主要是政府机构,其又可细分为几个小类:第一类是国家主权财富基金,由中央政府设立,如中投公司等;第二类是准主权产业投资基金,如中比基金、中瑞基金等,这需要以两国政府的合作为基础;第三类是中央各政府部门设立产业投资基金,如国家发展改革委成立的抗震救灾产业投资基金,科技部的产业投资基金“火炬计划”等;第四类是地方政府的引导基金,现在各地方政府为了大力发展本地区的产业或者为加强基础设施建设都分别设立了这种基金。

从投资实践看,我国的产业投资基金的资金部分或全部来源于政府,其投资行为基本体现的是政府的政策意图。这一点是其区别于普通私募股权基金的根本所在。有学者认为,产业投资基金始终直接或间接地具有政府烙印,若以产业投资基金代替私募股权基金,将不仅仅是称谓变更的问题,而是私募基金的发展思路和发展模式的问题,是私募基金行业按市场导向发展还是按政府主导发展的问题。

值得注意的是,国家发展改革委于2016年12月发布了《政府出资产业投资基金管理暂行办法》,该办法仍然坚持了“产业投资基金”的称谓,并指出“本办法所称政府出资产业投资基金,是指由政府出资,主要投资于非公开交易企业股权的股权投资基金和创业投资基金”。可见,国家发展改革委倾向于将有政府出资背景的私募股权基金称为产业投资基金,并据此确立其管辖范围。而证监会有关私募基金的规定中并无产业投资基金的概念。由此可知,产业投

资基金应当包含在私募股权基金中,是政府部门为便于管理私募基金而使用的一个概念,其特征是基金所募集的资金中具有政府出资背景,而政府出资的资金来源包括财政预算内投资、中央和地方各类专项建设基金及其他财政性资金。

(4) 私募股权基金与政府引导基金

政府引导基金是由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金,主要通过扶持创业投资基金发展,引导社会资金进入创业投资领域。引导基金的宗旨是发挥财政资金的杠杆放大效应,增加创业投资资本的供给,克服单纯通过市场配置创业投资资本的市场失灵问题。特别是通过鼓励创业投资基金投资处于种子期、起步期等创业早期的企业,弥补一般创业投资基金主要投资于成长期、成熟期和重建企业的不足。政府引导基金的本质是私募股权基金,是指通过非公开形式对私有企业,即非上市企业进行的权益性投资。政府引导基金不以控制企业为目的,参与企业管理的程度有限,在交易实施过程中考虑了将来的退出机制。

2008年由国家发展改革委,财政部和商务部联合发布的《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》指出:“创业投资引导基金是指由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金,主要通过扶持创业投资企业发展,引导社会资金进入创业投资领域。引导基金本身不直接从事创业投资业务”。2017年国家发展改革委发布了《关于发挥政府出资产业投资基金引导作用推进市场化银行债权转股权相关工作的通知(发改办财金〔2017〕1238号),其目的是加快推进供给侧结构性改革,切实贯彻中央经济工作会议精神和政府工作报告部署,积极推动《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》(国发〔2016〕54号)及附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》、《政府出资产业投资基金管理暂行办法》(发改财金规〔2016〕2800号)的落实,充分发挥政府出资产业投资基金在市场化银行债权转股权中的积极作用,加大对市场化债转股工作的支持力度。通过政府出资产业投资基金支持符合区域规划、区域政策、产业政策、投资政策及其他国家宏观管理政策的有发展前景的高负债企业实施市场化债转股,有助于发挥政府资金的引导作用和放大效应,吸引社会资金参与市场化债转股,有效降低相关领域内企业杠杆率,防范企业债务风险,帮助企业降本增效,实现优胜劣汰,是发挥市场配置资源决定性作用和更好发挥政府作用的重要结合点。

政府引导基金的运作方式有3种。一是参股。引导基金主要通过参股方式,吸引社会资本共同发起设立创业投资基金。二是融资担保。根据信贷征信机构提供的信用报告,对历史信用记录良好的创业投资基金,采取提供融资担保方式,支持其通过债权融资增强投资能力。三是跟进投资或其他方式。产业导向或区域导向较强的引导基金,可通过跟进投资或其他方式,支持创业投资基金发展并引导其投资方向。另外,引导基金不担任所扶持公司型创业投资基金的受托管理机构或有限合伙型创业投资基金的普通合伙人,不参与投资设立创业投资管理企业。因此,政府引导基金是创业投资基金的资金来源之一,可将其归为基金中的基金(也称“母基金”或FOFs基金)。

1.4 私募股权投资的类型

广义的私募股权投资是指以取得被投资企业的股权,然后通过新的股权交易来获取盈利的投资。用私募的方式取得基金本金,并投资于非公开发行的股权,都可以称为私募股权投资。狭义的私募股权投资主要指对已经形成一定规模并产生稳定现金流的较成熟企业的投资,即将私募股权投资的投资阶段限定在公司首次公开发行股票之前发展较成熟这个阶段。

本书将按照投资阶段,从广义的私募股权投资来介绍各种投资类型。

1. 创业风险投资

创业风险投资主要投资于技术创新项目和科技型初创企业,从最初的一个想法到形成概念体系,再到产品的成型,最后将产品推向市场。提供通过初创的资金支持和咨询服务,使企业从研发阶段充分发展并得以壮大。由于创业企业的发展存在着财务、市场、营运以及技术等诸多方面的不确定性,因而具有很大的风险,这种投资能够持续的理由是投资利润丰厚,能够弥补其他项目的损失。

创业风险投资有以下特点:一是投资对象是处于创业期的中小型企业,多为高新技术企业;二是投资期限至少3~5年,投资方式一般为股权投资,通常占被投资企业的30%左右股权,不需要任何担保或抵押;三是投资决策建立在高度专业化和程序化的基础之上;四是风险投资人一般积极参与被投资企业的经营管理,提供增值服务;五是出于投资项目是为了追求超额回报,所以当被投资企业增值后,风险投资人会通过上市、收购并购或其他股权转让方式撤出资金,实现增值。

2. 成长资本

成长资本也称增长基金,投资于产业化成功后的扩张阶段,也就是处于成长期的企业,其经营项目已从研发阶段过渡到市场推广阶段并产生一定的收益,企业会面临多元化、规模化、产品升级、技术更新换代、扩大市场占有率等问题,解决这些问题需要大量的资金。成长期企业的商业模式已经得到证实而且仍然具有良好的成长潜力,通常是用2~3年的投资期寻求4~6倍的回报,一般投资已经具有一定规模的营收和正现金流,通常投资规模为500万~2000万美元,具有可控的风险和可观的回报。成长资本也是中国私募股权投资中比例最大的部分,占到了60%以上。

3. 并购资本

并购资本通过收购控股成熟且稳定增长的目标企业的股权,获得对目标企业的控制权,然后对其进行一定的重组改造提升企业价值,待增值后出售获利。并购资本有相当大的比例投资于相对成熟的企业,这类投资包括帮助新股东融资以收购某企业、帮助企业融资以扩大规模或者帮助企业进行资产重组以改善其营运的灵活性。

这类投资相对复杂,且并购资本涉及的资金规模较庞大,常达10亿美元左右,甚至更多。我国本土的私募股权基金虽然也致力于此,但目前大手笔的成功作品比较少。

4. 夹层投资或过桥融资

夹层投资的目标主要是已经完成初步股权融资的企业。它是一种兼有债权投资和股权投资双重性质的投资方式,其实质是一种附有权益认购权的无担保长期债权。这种债权总是伴随相应的认股权证,投资人可依据事先约定的期限或触发条件,以事先约定的价格购买被投资公司的股权,或者将债权转换成股权。

夹层投资的风险和收益低于股权投资,高于优先债权。在公司的财务报表上,夹层投资也处于底层的股权资本和上层的优先债(高级债)之间,因而称为“夹层”。与风险投资不同的是,夹层投资很少寻求控股,一般也不愿长期持有股权,更倾向于迅速地退出。当企业在两轮融资之间,或者在希望上市之前的最后冲刺阶段,资金处于青黄不接的时刻,夹层投资往往就会从天而降,以可转换债的形式投资于稳定增长期上市之前的企业,然后在企业进入新的发展期后全身而退,在实践中也被称作过桥融资,这也是它被称作“夹层”投资的另一个原因。而企业需要资金的主要目的是降低负债比例,改善股东结构,获取有助于上市和发展的战略资源。