

精通私募股权

[美]克劳迪娅·纪斯伯格 (Claudia Zeisberger)

迈克尔·普拉尔 (Michael Prah)l)

鲍文·怀特 (Bowen White)

刘寅龙 译 刘振山 (CVA) 审校

清华大学出版社
北 京

Claudia Zeisberger, Michael Pahl, Bowen White

Mastering Private Equity: Transformation via Venture Capital, Minority Investments and Buyouts

EISBN: 978-1-119-32797-4

Copyright © 2017 by Claudia Zeisberger, Michael Pahl, Bowen White.

Original language published by John Wiley & Sons, Inc. All Rights reserved.

本书原版由 John Wiley & Sons, Inc. 出版。版权所有，盗印必究。

Tsinghua University Press is authorized by John Wiley & Sons, Inc. to publish and distribute exclusively this Simplified Chinese edition. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only (excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan). Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

本中文简体字翻译版由 John Wiley & Sons, Inc. 授权清华大学出版社独家出版发行。此版本仅限在中华人民共和国境内 (不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区) 销售。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

北京市版权局著作权合同登记号 图字：01-2017-6585

本书封面贴有 John Wiley & Sons 防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

精通私募股权 / (美) 克劳迪娅·纪斯伯格(Claudia Zeisberger), (美) 迈克尔·普拉尔(Michael Pahl), (美) 鲍文·怀特(Bowen White) 著; 刘寅龙译. — 北京: 清华大学出版社, 2018

(全球金融与投资佳作精选)

书名原文: Mastering Private Equity: Transformation via Venture Capital, Minority Investments and Buyouts

ISBN 978-7-302-49741-7

I. ①精… II. ①克… ②迈… ③鲍… ④刘… III. ①股权—投资基金—英文 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 035802 号

责任编辑: 刘 洋

封面设计: 李召霞

版式设计: 方加青

责任校对: 宋玉莲

责任印制: 沈 露

出版发行: 清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址: 北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编: 100084

社 总 机: 010-62770175 邮 购: 010-62786544

投稿与读者服务: 010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈: 010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者: 三河市铭诚印务有限公司

经 销: 全国新华书店

开 本: 187mm×235mm

印 张: 23.5 字 数: 467 千字

版 次: 2018 年 6 月第 1 版

印 次: 2018 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 158.00 元

产品编号: 076904-01

感谢为本书做出贡献的人士

我们的特邀作家在百忙之中分享了自己的经验，甚至直言不讳地提出批评性意见，他们的帮助无疑提高了本书的实用价值。诚挚感谢如下人士的支持和帮助（名字按在本书中出现的顺序列示）：

- *A Look Back at the Last 45 Years*
T. Bondurant French, Executive Chairman, **Adams Street Partners** (page 15)
- *What Is a Venture Capitalist?*
Brad Feld, Managing Director, **Foundry Group** (page 28)
- *Creating Value Through Genuine Partnerships*
J. Frank Brown, Managing Director and Chief Operating Officer, **General Atlantic** (page 35)
- *A Differentiated Approach—Buying Right and Creating Value Early*
Andrew Sillitoe, Co-CEO and a Partner in the Tech & Telco team, **APAX Partners LLP** (page 48)
- *Distressed Investing: Why Europe is Different from the US*
Karim Khairallah, Managing Director, European Principal Group, **Oaktree Capital Management (UK) LLP** (page 61)
- *Hunting for Deals in Emerging Markets*
Nicholas Bloy, Founding Partner, **Navis Capital Partners** (page 77)
- *The Due Diligence “Conspiracy”*
Richard Foyston, Founding Partner, **Navis Capital Partners** (page 81)
- *Understanding Enterprise Value*
Graham Oldroyd, Partner from 1990–2013, **Bridgepoint Private Equity** (page 92)
- *Deal Pricing Dynamics Outside the Financial Model*
Veronica Eng, Retired Founding Partner, **Permira** (page 101)
- *The Art of Deal Structuring*
Guy Hands, Chairman and Chief Investment Officer, **Terra Firma** (page 114)
- *Deal Documentation—“Clean Exit” vs. Purchaser Protection*

- Heiner Braun, Partner, **Freshfields Bruckhaus Deringer LLP** (page 125)
- *“Govern a family as you would cook a small fish—very gently”*: About growth capital investments in family-owned SMEs in emerging markets
Idsert Boersma and Martin Steindl, **FMO** (page 143)
 - *What Makes a Great Private Equity CEO?*
Tony DeNunzio CBE, Chairman of **Pets at Home** and formerly Chairman of **Maxeda BV** (page 156)
 - *More than Private Equity-Skilled Industrialists*
William L. Cornog, Member and Head of **KKR Capstone** (page 164)
 - *Responsible Investing: In Growth Markets, It’s Common Sense*
Tom Speechley, Partner, **The Abraaj Group** (page 181)
 - *The Proof is in the Exit*
Marco De Benedetti, Managing Director and Co-Head of European Buyouts, **The Carlyle Group** (page 193)
 - *Not on the Side*
Andrew M. Ostrognai, Partner, **Debevoise & Plimpton LLP** (page 212)
 - *Raising a First-time Fund*
Javad Movsouvov, Managing Director, Head of APAC Private Funds Group, **UBS** (page 220)
 - *Relative Value Approach to Enhance Portfolio Returns*
Christoph Rubeli, Partner and Co-CEO, **Partners Group** (page 235)
 - *Performance Reporting 2.0*
Peter Freire, CEO, **Institutional Limited Partners Association (ILPA)** (page 245)
 - *GP-led Liquidity Solutions*
Francois Aguerre, Partner, Co-Head of Origination, **Coller Capital** (page 259)
 - *CPPIB’s Partnership Centric Approach to Private Equity Investing*
Julie Gray, Senior Principal—Investment Partnerships (Funds, Secondaries and Co-Investments), **Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB)** (page 275)
 - *Listed Private Equity Funds: Is the Market Missing an Opportunity?*
Emma Osborne, Head of Private Equity Fund Investments, **Intermediate Capital Group plc**; Mark Florman, Chairman, **LPEQ** (page 286)

- *FX: Hedge or Hope?*

Rob Ryan, Market Risk Manager, **Baring Private Equity Asia** (page 297)

- *The Importance of the Discount to Maximize Return: Myth or Reality?*

Daniel Dupont, Managing Director, **Northleaf Capital Partners** (page 304)

KKR 集团联席主席兼首席执行官亨利·克拉维斯 (Henry R. Kravis) 欣然接受笔者邀请，同意为本书作序，再次感谢他对私募股权长期发展历史的深刻演绎和慷慨分享。

特邀作者表达的意见仅代表个人观点，不代表所在公司和机构的意见。

什么是私募股权？我相信，当你阅读这本书的时候，肯定很希望自己能回答这个问题。

要正确定义这个资产类别，显然不会像我们在字典中查到的结果或是在互联网上快速检索得到的解答那么简单。因为字典或互联网只会告诉你，私募股权是以非公开方式进行投资的资本。私募资本通常来自机构或高净值投资者，他们不仅有能力进行大手笔投资，而且能承受长达 7 年之久的平均持有期。

然而，现实中的私募股权显然不像字面表达得那么简单直白。

眼下，我会以这样的方式描述私募股权或 PE 的含义：作为一种资产类别，私募股权可以提供超过市场大盘的投资收益，通过这些收益，可以扩大大学捐赠基金的规模，数百万养老金受益人（包括教师、消防员、警察及其他公职人员）的退休保障会因此而得到加强。另外，当私募股权在履行上述使命的同时，也从投资的第一天起就在帮助企业不断发展壮大。

尽管不同的公司会以不同的方式利用私募股权，但它们之间都有一个共同点，当然，这也是私募股权最恒久的第一要旨：利益协调机制。也就是说，私募机制不仅要有助于实现公司管理层和投资企业之间的利益一致，还意味着投资公司与其原始投资者之间的利益要一致。

在 KKR，只要选择投资，我们就会与被投资公司的管理团队并肩合作，共同致力于改善公司的财务状况、经营成果及企业运营，当然，最重要的发力点是被投资企业的总体规划。在今天看来，这些举措显然是创建成功企业不可或缺的步骤，但是当乔治·罗伯茨、杰里·科尔伯格和我在 40 多年前共同创建 KKR 时，大多数人还没有意识到这些。

在 20 世纪七八十年代，公司还很少关注这些效率问题，这或许是因为管理层当时的侧重点在于其他事情。为解决这个问题，我们在最初起步时，就制订了管理层持股计划，这个概念在当时并不常见。以公司所有者的身份经营公司，开启了价值的源泉，而且这种利益上的一致性大大影响了公司的盈利能力。我还记得 20 世纪 80 年代发生的一件事，当时，我们投资了一家从事石油天然气业务经营的公司，在这家公司的董事会会议上，管理层提议通过一项数额高达 10 亿美元的石油勘探业务预算。我们的第一反应是，他们肯定是对公司发展前景太过乐观了，否则，不会拿如此大笔的股东资金去冒险。我们马上提出异议，作为拥有公司 10% 股份的股东，这家公司会让我们的 1 000 万美元资本陷入高度风险之中。一段时间之后，公司管理层决定重新考虑这笔预算。一个月后，勘探项目的预算被削减了

一半，而且他们开始关注每个钻井现场的勘探成果。

我认为，持续改善企业的机会、和管理层之间建立起相互一致的利益关系以及我们作为长期投资者所应拥有的耐心，才是私募股权投资的基本标志，也是私募股权投资取得成功的基本要素。

虽然自 40 年前至今，私募股权已发生了翻天覆地的变化，但我们始终专注于提供卓越的长期投资回报。

在离开贝尔斯登创建我们自己的公司时，我们三个人仅投入了 12 万美元——其中，乔治和我分别投资了 1 万美元，这差不多是我们当时的全部家当，杰瑞投资了 10 万美元，毕竟，他是比我们出道早 20 多年的老手。我们将这 12 万美元存入银行，开始筹集我们的第一只基金——总额为 2 500 万美元的私募股权基金。需要提醒的是，那时候还没有这样的基金，也没有人在做我们这样的私募股权业务。在这种环境下，我们很难按照自己设计的条件筹集到这 2 500 万美元资金。于是，我们有了一个想法：我们可以去找 8 个人，让他们每人出资 5 万美元，并承诺在五年内向他们提供一定的回报，这样，他们就可以参与我们的每一笔投资。如果他们真的愿意出资，我们就可以留下全部利润的 20%——也就是我们今天所说的附带权益。

这是怎么发生的呢？乔治的父亲和我父亲都曾从事石油天然气业务，在当时的这个行业里，有一种被称为“以 1/4 的成本换取 1/3 收益”的规矩——也就是说，如果你租一块地，想要这块地上钻井，那么你承担 25% 的钻井成本，然后再由其他人承担剩下 75% 的成本。最后，那个人取得 2/3 的收益，你留下剩余 1/3 的收益。如果把这个概念应用于我们自己的企业，我们认为，20% 最接近于这个“以 1/4 换 1/3”的标准。迄今为止，20% 的提成比例依旧是这个行业的通行标准。

当我们第一次进行交易时，私募股权投资（当时还被坊间称为杠杆收购）正处于起步阶段。我们所说的 PE 行业还没有正式出现。事实上，我们从未想象过，有朝一日，在我们谈论自己所做的事情时，居然可以使用“行业”这个词。

那时的私募股权投资在形式上完全不同于今天。这是一种全新的资产类别，其复杂程度同样前所未有。由于 PE 精心设计资本结构，采用新的资金来源，因而可以汇聚更大规模的股权资金，而且又恰值波澜变化的经济形势，因此，我们很难确切地将这些复杂问题或者说我们的使命向公众解释清楚。在这种情况下，PE 交易往往会让人们联想到敌意收购。当人们将 PE 称为“公司掠夺者”或是“野蛮人”时，面对我向各位提出的这个问题——什么是私募股权？公众的回应自然是可想而知的简单——它是一种投资工具，用于以获利为目的的收购、剥离和出售资产。但我们从来没有这样想过；我们始终盯着身边出现的机会，

为我们所投资的公司创造价值。尽管如此，我们和同行确实没有对与各利益相关者进行有效沟通给予足够重视。

回顾过去的 40 年，这只是我们在一路上收获的诸多教训之一，但也许也是代价最为惨重的教训。当然，这些教训以及被各种贴上“野蛮人”标签的，并不只有 KKR。PE 的早期经历也为整个 PE 行业的转型提供了催化剂。

我觉得，我完全可以代表这个行业发声：实践告诉我们，投资的内涵绝不仅仅是低买高卖。正如我的同行比尔·考诺格（Bill Cornog）将会在第十三章里指出的那样：我们已学会将自己当作实业家。当我们收购一家公司的股份时，我们会反问自己：我们怎么做会让这家公司变得更好？我们该怎样创造价值？我们应关注哪些要素，并利用这些要素为每个人创造更好的成果？

在 KKR，回答这些问题的关键就在于制订我们所说的“100 天计划”。这些计划一经投资即可实施。这意味着，我们在投资交割当天就开始执行这些计划。我们的目标就是让一切都紧紧围绕价值创造。作为这个过程的构成要素，我们首先需要建立前期的运营指标。当潜在问题通过财务数据浮出水面之前，我们即可通过这些指标，揭示出企业经营中可能出现的这些问题。这样，我们可以在执行过程中尽早做出运营和人员决策。因此，认识、接受并提早解决问题，是所有所有权模式取得成功的必备要素。

在这个价值创造过程中，我们不仅要了解公司的财务状况和财务报表，还要考虑到员工及其对周围环境的影响，并争取成为社区生活中的合格参与者。而这一切都将有助于价值创造，反之则有可能成为价值的破坏者。

作为一个行业，我们认识到，将以绩效为核心的投资理念与环境、社会与治理（ESG）行动准则有机地结合起来，我们将充分体现自己的社会价值。这也是我们义不容辞的责任——不仅要通过投资回报很好地服务于投资者，还要通过投资于被投资企业的所在社区，为他们的投资者提供全方位支持。我认为，多年以来，PE 行业已在这些方面取得了巨大进步。

虽然这并不等于说，我们所投资的每一家公司都要推进生态型解决方案，但我认为，PE 支持的企业完全有能力帮助社区应对经济或其他方面的挑战。无论是改善城市水处理设施或是资助弱势群体的可持续经济举措等方面，还是减少废物排放或者促进厂矿企业生态效益等环节，纳入 ESG 措施已成为整个投资生命周期中的焦点之一。

正如我在上文中所言，要实现这些目标的关键原则之一，就是协调好管理者、投资者和员工等参与各方的利益。

与投资者或者说所谓的有限合伙人（LP）一起投资，无疑是合作伙伴关系的最佳范例。与 40 年前相比，利益协调原则不仅没有发生任何改变，而且在近年来反而更突出了这一点。

我们和同行始终致力于让公司和员工为我们的资金负责，并进一步激励员工为投资者谋取福利。

随着新技术的不断推出以及机构有限合伙人协会（Institutional Limited Partners Association）等重要团体的出现，整个行业逐渐开始意识到，应确保 LP 更多、更深入地了解被投资公司的每一个细节。实际上，改善透明度的问题不仅限于 PE 行业，而是会让我们世界变得更好。让信息无处不在，信手拈来，这肯定是一件好事，注定会提高效率、诚信及责任感。在我看来，对于私募股权中的合伙人来说，这些原则是他们为 LP 乃至全体利益相关者信赖的基本前提。

今天，PE 的成功要涉及方方面面的要素，而且很多方面都是和交易相关的。在我们的利益相关者中，既有我们自己的有限合伙人及其受益者，也有投资公司职员、股东、监管机构和政府官员以及媒体的职员。随着利益相关者的集合变得越来越庞大，这个行业应对利益相关者的方式也发生了巨大变化。

对于 PE 的成功，沟通和透明度是关键。当我们试图与利益相关者建立稳固的纽带时，我们会随时铭记：任何人都愿意和他们喜欢并信任的人做生意。

那么，要成为一名优秀的投资者需要哪些品质呢？我认为，首先需要的就是好奇心和历史感。对我来说，充满好奇心的人会更好地替别人管好钱财。为什么这么说呢？因为如果没有好奇心，你基本上就只会做别人正在做的事情。另一方面，更好地了解过去，意味着你更有可能从以前的错误中汲取教训，并尽可能地做到不再重复以前的错误。没有这两种品性的人，往往会因为“只见树木、不见森林”而错过良机，或是不断重蹈覆辙。

那么，这就是我现在对私募股权的理解吗？我认为，这个冗长答案的出处或许是埃里克·新关（Eric Shinseki）将军^①说的一句话：“如果你不喜欢变化，那么，你肯定会喜欢无关紧要的东西。”尽管私募股权投资行业经历了诸多变化，但它仍在吸引着世界上最优秀、最精明的投资者。

虽然我们还要对这个资产类别的未来发展拭目以待，但可以预测的是，未来私募股权的趋势必将以多样性发展为主流，而不是止步不前。

相同面孔的人太多，往往意味着观念上的过多趋同——这无疑是当下这个行业的一个重要问题，而且也是我认为亟待解决的一个问题。如前所述，过多的重复必然会导致行业的发展脱离市场。因此，我们需要更加强调多样化群体的价值，即性别、种族和宗教信仰上的多样性，尤其是经历和思维上的多样性。毫无疑问，多样化的群体会带来更有利的成

① 埃里克·新关曾担任第 34 任美国陆军参谋长，任职期为 1999 年 6 月 21 日至 2003 年 6 月 11 日。——译者注

果——这已经被实践所反复证明，它有利于创造一个更和谐的工作环境和更有创造性的观点，而这显然对我们这些投资者而言至关重要。我认为，这是我们正在经受的教训，而且我更希望这个行业能为了未来的成功而遵从这一重要信息。

那么，私募股权到底是什么呢？

我们或许会从未来章节中提及的行业领导者口中听到若干不同的答案，但我的确希望我说得已经够清楚了：私募股权的内涵远比表面文字丰富得多，也深入得多。对我来说，私募股权的内涵始终，而且永远都是创造长期价值。

很多人将“做 PE”^① 理解为以通过高杠杆交易购买有稳定现金流的资产并成功退出为目的而进行的投资，但这个时代早已经一去不复返了。PE 始终在演变、成长并趋于多样化，尽管昔日的印象依然存在，但行业的准则已被彻底颠覆。

那么，当下的 PE 看起来是怎样的呢？与 PE 在 20 世纪七八十年代的形式相比，现代 PE 最大的区别在于，PE 公司已发展成对处于关键发展节点的企业带来重大影响的转型机构。私募股权基金已不再只是通过改变资本结构或是通过出售公司部分资产而牟利的金融投资者。随着行业的成熟，PE 公司正在越来越多地通过所有权参与来推动被投资公司创造价值。事实上，与 PE 的合作为被投资组合公司参与全球性市场的超竞争时代提供了优势。

虽然 PE 已经成为特殊增长和财富创造的代名词，但行业已经承受了其对应的挑战。尤其是在每一轮金融危机都会招来更多分歧的情况下，PE 行业始终要面对巨大压力。最初，行业的聚光灯曾集中于杠杆收购的诱人业绩，但债务违约大潮却随之而来，而后，它们又将目光转向风险投资者对创业企业野心勃勃的高估值，而迎来的则是市场估值一落千丈、后续交易如击鼓传花般令人绝望。和 PE 行业对被投资企业及整体经济的影响问题一样，关于有限合伙人与普通合伙人之间利益分配的公平性（以及后者的税收问题），也从未停止过争论。

PE 行业对增值特性的关注是否会成为未来金融市场的范例呢？有限合伙模式本身是否需要以变革来换取生存呢？我们如何才能更好地宣传专业 PE 机构带给公司而不仅仅是投资者的好处？就在我们着手撰写这本书时，资深业内人士已开始思考这些事关行业发展与未来的重大问题。

随着 PE 行业步入 21 世纪的经济，董事会成员、高管人员、金融专业人士以及企业家都应密切关注行业的发展动态。毕竟，无论是风险投资基金、超级天使、成长型股票基金、重整投资者，还是收购基金，我们都在谈论受投资者之托、在发达国家、新兴市场或是前沿市场为其寻找最佳创业机会的守门人和代理人。

对于专业学生以及 PE 行业的初级专业人士，准确把握 PE 行业的总体运营模式将有助于他们从新视角出发，为投资者打造独具特色的企业。对于有融资需求且不乏吸引力的目

^① 在本书中，我们对 PE 的内涵采取广义上的定义，即 PE 应包括风险投资（VC）、成长型基金和收购基金。相关细节将在本书的随后章节中加以介绍。

标公司来说，它们可以从全球 8000 多家专业 PE 公司中进行选择，以期找到最符合其预期且值得信赖的合作伙伴。

克劳迪娅·纪斯伯格对本书的解释

作为全球顶级商学院之一、欧洲工商管理学院（INSEAD）的一位教授，我有幸加入这个充满朝气和活力的多元化创业社区。作为学校“全球私募股权项目”（Global Private Equity Initiative）的学术负责人，我经常是号召学生、校友、公司高管人员和企业家探讨包括职业转型、创意、融资或加入行业专业团队等诸多 PE 相关问题的发起者。

多年来，我经常受邀进行 PE 或 VC 方面的专题讲座。在每一场讲座上，都会很多充满探索激情的学生，并提出很多 MBA 课程因时间限制而无法解答的详细课题。为回答这些问题，同时也是作为对课程内容的有益补充，我开始撰写《私募股权投资概要》——这份简明扼要的课堂笔记讲解了很多值得深入研究的主题。

读者即将开始阅读的这本书就是这些笔记的合集，而且大多针对在会议中与业内人士的讨论而编写，旨在揭示 PE 领域中某些确实难以理解的问题。这些笔记已经过多年课堂教学的使用，并不断趋于完善。

以 INSEAD 案例研究精编（出版为《私募股权案例》），为本书提供佐证显然是一个很容易做出的决定。这些案例为理论概念提供了背景，帮助读者理解投资发达和新兴市场公司时可能要面对的潜在冲突、矛盾和挑战。

痴迷于戏剧性效果的新闻报道，也让 PE 行业成为社会焦点，从普通人到经验丰富的金融专业人士，无不对 PE 充满了无限遐想。凭借丰富多彩的多样化特征甚至是非常规的运营策略，PE 往往被描述成金融服务业的超级恶魔——当然，到底是不是恶魔则因人而异。但令我沮丧的是，很多批评这些非公开投资工具的人，显示出对 PE 和 VC 基本原则的无知。但必须承认的是，这的确是一个高度缺乏透明度的功能，因此，如何更好地教育广大公众，帮助他们理解这种投资工具运行的内在机制和好处，应该是这个行业不可推卸的责任。

本书的目的就是明确问题，澄清事实，提高市场对 PE 的理解水平，帮助对 PE 感兴趣的专业人士厘清脉络，并为他们涉足私募投资交易提供支持，因此，无论 PE 专业人士，还是正在网罗第一批外部投资者的董事会成员，都将因本书而受益匪浅。

两位欧洲工商管理学院的校友与我一道合作完成了这本书。多年以来，我们在 INSEAD 的 PE 中心合作开展了诸多研究项目，而他们全球另类投资领域的研究工作，则为这个行业的研究提供了全新的视角。

此外，我们还邀请坊间高层专业人士加入本书的编写，他们以简短的评论方式为本书各章节提供犀利的观点，并对我们的创作提出宝贵建议。在我们践行将学术的严谨与 PE 从

业者面临的现实挑战相结合的原则时，这些评论和建议自然成为这种原则的一种重要体现形式。这些特邀作者开诚布公地讨论我们的观点，并提出极富价值的批评和纠正。

他们的观点和偏见当然会引起我们反思；毕竟，他们会影响到我们认识世界的视角。在我看来，亚洲新兴市场 20 多年的全面发展，为我们认识西方标准 PE 模式提供了绝佳的契机。我曾有机会亲身经历 PE 公司通过持有少数股权帮助初创企业实现专业化运营，改善企业绩效，提升业务效率，并最终进入加速增长阶段。就总体而言，在拉美国家的高速增长市场中，PE 带来的积极效应是显而易见的。在这一点，本书的几位作者深有同感。

创作本书犹如一次引人入胜的奇妙旅程，它让我们在以下几个方面有了大彻大悟之感。

- 尽管PE和VC是当下最热门的话题之一，但却鲜为人们在更广泛的经济背景下进行讨论。
- 行业参与者经常因业内对相关技能缺乏了解而感到沮丧，这种认知上的匮乏不仅会造成误解和误传，有时还会带来过激反应或不公指责。
- 无论应用型还是学术型研究论文，更多的只是探讨了PE某个狭隘的局部性问题，而忽略了更宏观的整体性问题。而帮助人们了解PE全貌、覆盖从创业到成长型股权投资到收购等整体状况的资料则少之又少。

因此，这就为我们撰写一本书去填补其中的某些空白、为相关各方开展更有价值的讨论创造了条件。

如何使用本书？

本书的目标读者群体应该是 PE 领域的专业人士，它精心组织，适应研究生以及有经验专业人士的需求。因此，全书始终坚持与实践相结合的原则，客观公正地反映 PE 领域的核心主题，为帮助读者参与讨论私募股权（PE）的利弊提供有价值的素材。

本书与《私募股权案例》相互补充，本书将 PE 理论的基本知识诉诸实践，为读者近距离认识 PE 及风险投资基金的合伙关系并应对由此带来的挑战提供了第一手资料。

- 对于 PE 领域的新手，本书将为他们了解行业运行提供清晰明确的认知。虽然这本书假设读者对基础会计、会计技巧及风险回报等概念已拥有了充分了解，但仍提供了相关领域的文献及研究的网络链接，以确保他们在当下金融市场背景下获取这些领域的最新发展。
- 对于本科生及研究生来说，他们会发现，这本书是他们学习 PE、风险投资及创业课程最有价值的伴侣；本书将帮助他们将零散知识连接起来，由点及面，确保他们在详细研读本书各个章节的过程中，随时了解行业的最新动态。
- 对经验丰富的金融专业人士，本书包括了来自业内专家的评论及最新文献的链接，提供了行业的最新、最深入的观点，从而让他们以更专业的方式与律师、投行、咨询师或 PE 合伙人等其他专业人士进行合作。

确保读者在投身这个行业，尤其是涉足某些争议问题之前对 PE 取得全面和合理的认识，是我们自始至终的基本目标；这也是构建全书各章节顺序和逻辑的内在基础。本书的结构有助于专业读者作为速查资料，迅速把握行业所采用的最佳实践的重点；此外，它还可以让行业研究者及学生循序渐进地了解本书涉及的各个主题，有效利用业界的诸多资源，交叉查询介绍其他金融主题的相关资料。

就总体而言，我们将全书各章节划分为五个部分。

第一部分 从总体上对 PE 进行了概括性介绍，以确保在语言上保持一致，在整本书中采用恰当的行业术语及定义。我们将在这一部分介绍风险投资、成长型股权投资和杠杆收购的概念，并介绍不良投资和房地产投资等几种另类 PE 投资策略。

第二部分 将详细介绍 PE 投资的流程——从项目筛选开始，到尽职调查和标的估值，进而探讨交易定价问题及 PE 交易的现实架构。此外，本部分还包含一套完整的交易资料。

第三部分 提出并解答如下问题：在持有期间，PE 和风险基金如何整改被投资公司？

它们将如何改造这些企业并为退出做准备？

第四部分 介绍了私募股权基金的基本融资策略。在这一部分中，我们将站在 PE 全球机构投资者的视角上，在报告和投资组合定制等方面探讨其需求。

第五部分 在前几部分内容的基础上，近距离剖析了行业的近期发展状况——从直接及共同投资项目，到快速增长的二级市场及上市 PE 基金近期的崛起。在最后一章里，作者总结了行业的发展态势，并探讨了将在未来几年塑造私募股权及风险投资的若干核心问题。

作为本书的补充材料，《私募股权案例》的相关材料及链接见如下网址：

www.masteringprivateequity.com

作者简介

克劳迪娅·纪斯伯格 (Claudia Zeisberger)

克劳迪娅·纪斯伯格是 INSEAD 国际商学院“决策科学”及“创业 & 家族理财”课程的资深特邀教授，INSEAD 全球私募基金投资研究小组 (GPEI) 的创始人和学术总监。在 2005 年加入 INSEAD 之前，她曾在纽约、伦敦、法兰克福、东京和新加坡等地的投资银行任职达 16 年。

纪斯伯格教授是 INSEAD 校友创投基金 (Alum Ventures, IAV) 的创始投资人，这也是商学院创建的第一个种子基金。在这里，她积极为初创企业和首次创业者提供辅导。在 INSEAD，她推出“管理企业的转折点”课程，这门以大量采用计算机模拟而著称的 MBA 选修课，介绍了一家著名汽车品牌及其摆脱破产危机的经历。在这种情况下，纪斯伯格教授自然而然地承担起学院风险管理选修课的任务。她的 PE 选修课经常被提名为“MBA 最佳教学”奖，而且自 2008 年以来，她每年都获得院长颁发的“杰出 MBA 教学”奖。

纪斯伯格教授是新兴市场 PE 行业的国际权威，而且她取得的成果和她与私募股权投资公司及其被投资企业、机构投资者、家族企业和主权财富基金的密切合作密不可分。



迈克尔·普拉尔 (Michael Prah))

Asia-IO 投资公司合伙人，“创业 & 家族理财”课程特邀教授，INSEAD 全球私募基金投资研究小组 (GPEI) 名誉成员。

迈克尔·普拉尔是 Asia-IO 投资公司的联合创始人，该公司是一家以大型机构和企业投资者为服务对象并专注于亚洲及跨境私募股权投资项目的私募股权公司。迈克尔从事私募股权投资已近 20 年，他的职业生涯始于互联网大潮时期的风险投资。他曾在一家业务范围覆盖欧洲、美国和亚洲的跨国 PE 公司就职多年，完成的项目包括常规性收购、上市公司退市、私募基金对上市公司的投资、少数股权投资及私有化交易。

作为 INSEAD 的校友，迈克尔曾任学院 PE 中心的第一任执行董事，其研究领域涉及共同投资、家族理财和市场进入策略以及组合配置等。此外，迈克尔始终是 INSEAD 全球私募基金投资研究小组 (GPEI) 的名誉成员，专注于杠杆收购及亚洲私募股权基金项目，



目前是学院 MBA “杠杆收购”选修课的特邀教授。

鲍文·怀特 (Bowen White)

INSEAD 全球私募基金投资研究小组 (GPEI) 中心主任

鲍文·怀特目前担任 INSEAD GPEI 中心主任，该机构也是商学院的私募股权研究中心。作为中心主任，他是 GPEI 研究和推广活动的带头人，并在业务价值创造、责任投资、LP 组合构架以及对家族企业进行少数股权投资等方面发表了大量文章。

鲍文长期从事全球另类资产管理行业的研究。在纽约从事对冲基金行业期间，他对从大宗商品的统计套利投资策略到宏观经济趋势以及全球对冲基金业绩等领域进行了广泛研究。就职于自营交易公司和母基金的经历，让他有机会亲历对冲基金行业的投资者和资产管理者面对的风险和挑战。

作为 INSEAD 的校友，鲍文还为针对东南亚地区的风险投资和成长型股权投资机会提供咨询。



致谢

我们首先要感谢 INSEAD，因为是它为我们提供了建立 PE 中心的机会，正是在这里，本书提到的很多观点浮出水面并得以检验和完善。在这里，我的同事们不断突破学术研究和教学的前沿，正是他们的卓越成果，为本书的面世创造了条件。我们尤其要向 INSEAD 的巴拉戈帕尔·维萨（Balagopal Vissa）教授、维卡斯·艾格瓦尔（Vikas Aggarwal）教授和皮特·朱斯（Peter Joos）教授表示敬意，他们提出的宝贵建议为本书营造出一条正确的轨道。

感谢我们的学生（现在他们已成为我们的校友）：尤其要感谢我们的 MBA、EMBA 学生和高级管理班学员，多年来，他们一直在不断挑战和修正我们的观点，进而让我们进一步提炼出呈现在本书中的这些清晰概念。

感谢我们的嘉宾作者：他们的贡献为本书提供了有益的补充，也为某些章节注入了鲜活的现实素材。多年来，与他们的合作帮助我们学会了从行业的不同侧面去认识和利用它。

感谢一些特殊贡献者：某些章节得到了业内专家的关注和指导。尤其是感谢安德鲁·奥斯特罗奈（Andrew Ostrognai），他在百忙之中抽出时间对基金组建一章给予指导，使得这一章得以反映行业的最佳实践。

来自约西·兰格霍恩（Josi Langhorne）的投入帮助塑造了关于交易文档的章节，确保读者尽可能简单的阅读。特别感谢 INSEAD 校友风险投资基金的团队及金门风险投资基金（Golden Gate Ventures）的维尼·罗丽娅（Vinnie Lauria）对创业一章提供的建议和指导。责任投资一章因伊恩·波特（Ian Potter）的贡献而受益匪浅；感谢他为此投入和给予的支持。此外，我们还要感谢多米尼克·沃斯纳尔（Dominik Woessner）和迈克尔·胡（Michael Hu）对 PE 二次市场提供的宝贵建议。

感谢 INSEAD 的工作人员及研究人员：在 PE 中心，尤其要感谢我们的研究助理亚历山德拉·阿尔伯斯（Alexandra Albers），他制定了许多章节的基本架构；谭诗碣（Tan Sze Gar）协助编制和完善了本书的词汇表。当然，我们不会忘记世界一流的 INSEAD 案例研究团队，尤其是伊莎贝尔·阿瑟利亚（Isabel Assureira）、卡利尼·帕纳姆（Carine Dao Panam）、不知疲倦的案例管理员克莱尔·德鲁因（Claire Derouin）和高级编辑哈泽尔·海姆林（Hazel Hamelin），没有他们的支持，就没有《私募股权案例》一书的面世。

感谢所有为本书做出特殊贡献的人：谢谢我们的编辑林恩·赛尔海特（Lynn Selhat），

因为他要负责协调三位不同作者的语言，让本书展示出始终如一的风格。我们的平面设计师哈罗德·陈（Harold Cheng）以焕然一新的封面设计和些许的幽默感将我们的想法展现在读者面前。

感谢 Wiley 的出版团队，他们和第一次合作的笔者并肩携手，将两本书推向市场；感谢托马斯·赫吉尔（Thomas Hyrkiel），他以娴熟的手法和宝贵的建议带着我们从构思走到最终的出版；感谢萨马瑟·哈特雷（Samantha Hartley）将我们的手稿和设计理念变成两本精心设计的佳作。

此外，克劳迪娅对 INSEAD 的学术导师和同仁表示由衷的致谢，尤其是在创业系的教学研究同仁们。感谢菲尔·安德森（Phil Anderson），他是最坚强的后盾，多年以来，他一直在鼓励我创作这本书。此外，我要提一下赫尔米妮亚·伊巴拉（Herminia Ibarra）和艾琳·梅尔（Erin Meyer），他们与笔者分享了长期的宝贵经验并在需要时提出了宝贵建议。

从迈克尔到我的商业合作伙伴丹尼斯·谢（Denis Tse），在我创作本书期间承担很多本应由我来承担的任务，他们不止一次地在最后关头接过我手头的交易。在企业的发展过程中，我从他们身上也学到了很多，也让各位读者有幸与我分享这些宝贵的财富。

从鲍文到我在纽约市的第一位导师大卫·奥菲瑟尔（David Officer），在博茂资产管理公司（Permal），他们带着我步入这个领域，并为我提供了一个最终进入 INSEAD 和亚洲 PE 市场的跳板。真诚感谢 Permalinfo。

最后，我们还要衷心地感谢家人给予的支持与呵护，没有他们的耐心，就没有这本书的面世。

关于注册估值分析师（CVA）认证考试

CVA 考试简介

注册估值分析师（Chartered Valuation Analyst, CVA）认证考试是由注册估值分析师协会（CVA Institute）组织考核并提供资质认证的一门考试，旨在提高投资估值领域从业人员的实际分析与操作技能。本门考试从专业实务及实际估值建模等专业知识和岗位技能进行考核，主要涉及企业价值评估及项目投资决策。考试分为实务基础知识和 Excel 案例建模两个科目，两科目的内容包括会计与财务分析、公司金融、企业估值方法、私募股权投资与并购分析、项目投资决策、信用分析、财务估值建模七个知识模块。考生可通过针对各科重点、难点内容的专题培训课程，掌握中外机构普遍使用的财务分析和企业估值方法，演练企业财务预测与估值建模、项目投资决策建模、上市公司估值建模、并购与私募股权投资估值建模等实际分析操作案例，快速掌握投资估值基础知识和高效规范的建模技巧。

- **科目一 实务基础知识**——是专业综合知识考试，主要考查投资估值领域的理论与实践知识及岗位综合能力，考试范围包括会计与财务分析、公司金融、企业估值方法、私募股权投资与并购分析、项目投资决策、信用分析这6部分内容。本科目由120道单项选择题组成，考试时长为3小时。
- **科目二 Excel案例建模**——是财务估值建模与分析考试，要求考生根据实际案例中企业历史财务数据和假设条件，运用Excel搭建出标准、可靠、实用、高效的财务模型，完成企业未来财务报表预测，企业估值和相应的敏感性分析。本科目为Excel财务建模形式，考试时长为3小时。

职业发展方向

CVA 资格获得者具备企业并购、项目投资决策等投资岗位实务知识、技能和高效规范的建模技巧，能够掌握中外机构普遍使用的财务分析和企业估值方法，并可以熟练进行企业财务预测与估值建模、项目投资决策建模、上市公司估值建模、并购与股权投资估值建模等实际分析操作。

CVA 注册估值分析师的持证人可胜任企业集团投资发展部、并购基金、产业投资基金、私募股权投资、财务顾问、券商投行部门、银行信贷审批等金融投资相关机构的核心岗位工作。

证书优势

岗位实操分析能力优势——CVA 考试内容紧密联系实际案例，侧重于提高从业人员的实务技能并迅速应用到实际工作中，使 CVA 持证人达到高效、系统和专业的职业水平。

标准规范化的职业素质优势——CVA 资格认证旨在推动投融资估值行业的标准化与规范化，提高执业人员的从业水平。CVA 持证人在工作流程与方法中能够遵循标准化体系，提高效率与正确率。

国际同步知识体系优势——CVA 考试采用的教材均为 CVA 协会精选并引进出版的国外最实用的优秀教材。CVA 持证人将国际先进的知识体系与国内实践应用相结合，推行高效标准的建模方法。

配套专业实务型课程——CVA 协会联合国内一流金融教育机构开展注册估值分析师的培训课程，邀请行业内资深专家进行现场或视频授课。课程内容侧重行业实务和技能实操，结合当前典型案例，选用 CVA 协会引进的国外优秀教材，帮助学员快速实现职业化、专业化和国际化，满足中国企业“走出去”进行海外并购的人才急需要求。

企业内训

CVA 协会致力于协助企业系统培养国际型投资专业人才，掌握专业、实务、有效的专业知识。CVA 企业内训及考试内容紧密联系实际案例，侧重于提高从业人员的实务技能并迅速应用到实际工作中，使企业人才具备高效专业的职业素养和优秀系统的分析能力。

- 以客户为导向的人性化培训体验，独一无二的特别定制课程体系
- 专业化投资及并购估值方法相关的优质教学内容，行业经验丰富的超强师资
- 课程采用国外优秀教材，完善科学的培训测评与运作体系

考试专业内容

会计与财务分析

财务报表分析，是通过收集、整理企业财务会计报告中的有关数据，并结合其他有关补充信息，对企业的财务状况、经营成果和现金流量情况进行综合比较和评价，为财务会计报告使用者提供管理决策和控制依据的一项管理工作。本部分主要考核如何通过对企业会计报表的定量分析来判断企业的偿债能力、营运能力、盈利能力及其他方面的状况，内

容涵盖利润的质量分析、资产的质量分析和现金流量表分析等。会计与财务分析能力是估值与并购专业人员的重要的基本执业技能之一。

公司金融

公司金融不仅包括用于考察公司如何有效地利用各种融资渠道，获得最低成本的资金来源，形成最佳资本结构，还包括企业投资、利润分配、运营资金管理 & 财务分析等方面。本部分主要考察如何利用各种分析工具来管理公司的财务，例如使用现金流折现法（DCF）来为投资计划作出评估，同时考察有关资本成本、资本资产定价模型等基本知识。

企业估值方法

企业的资产及其获利能力决定了企业的内在价值，因此企业估值是投融资、并购交易的重要前提，也是非常专业而复杂的问题。本部分主要考核企业估值中最常用的估值方法及不同估值方法的综合应用，诸如 P/E, EV/EBITDA 等估值乘数的实际应用，以及可比公司、可比交易、现金流折现模型等估值方法的应用。

私募股权投资与并购分析

并购与私募股权投资中的定量分析技术在财务结构设计、目标企业估值、风险收益评估的应用已经愈加成为并购以及私募股权专业投资人员做必须掌握的核心技术，同时也是各类投资者解读并购交易及分析并购双方企业价值所必须掌握的分析技能。本部分主要考核私募股权投资和企业并购的基本分析方法，独立完成企业并购分析，如私募股权投资常识、合并报表假设模拟，可变价格分析、贡献率分析、相对 PE 分析、所有权分析、信用分析、增厚 / 稀释分析等常见并购分析方法。

项目投资决策

项目投资决策是企业所有决策中最为关键、最为重要的决策，就是企业对某一项目（包括有形、无形资产、技术、经营权等）投资前进行的分析、研究和方案选择。本部分主要考查项目投资决策的程序、影响因素和投资评价指标。投资评价指标是指考虑时间价值因素的指标，主要包括净现值、动态投资回收期、内部收益率等。

信用分析

信用分析是对债务人的道德品格、资本实力、还款能力、担保及环境条件等进行系统分析，以确定是否给予贷款及相应的贷款条件。本部分主要考查常用信用分析的基本方法及常用的信用比率。

财务估值建模

本部分主要在 Excel 案例建模科目考试中进行考查。包括涉及 Excel 常用函数及建模最

佳惯例，使用现金流折现方法的 Excel 财务模型构建，要求考生根据企业历史财务数据，对企业未来财务数据进行预测，计算自由现金流、资本成本、企业价值及股权价值，掌握敏感性分析的使用方法；并需要考生掌握利润表、资产负债表、现金流量表、流动资金估算表、折旧计算表、贷款偿还表等有关科目及报表钩稽关系。

考试安排

CVA 考试每年于 4 月、11 月的第三个周日举行，具体考试时间安排及考前报名，请访问 CVA 协会官方网站 www.CVAinstitute.org

CVA 协会简介

注册估值分析师协会（Chartered Valuation Analyst Institute）是全球性及非营利性的专业机构，总部设于中国香港特别行政区，致力于建立全球金融投资估值的行业标准，负责在亚太地区主理 CVA 考试资格认证、企业人才内训、第三方估值服务、研究出版年度行业估值报告以及进行 CVA 协会事务运营和会员管理。

联系方式

官方网站：<http://www.cvainstitute.org>

电话：4006-777-630 E-mail: contactus@cvainstitute.org

新浪微博：注册估值分析师协会



协会官网二维码



微信平台二维码

目录

第一部分	私募股权概述	001
第一章	私募股权基金的基本概念	004
第二章	风险投资（VC）	021
第三章	成长型股权基金	036
第四章	收购	047
第五章	另类投资策略	060
第二部分	PE 的交易过程	073
第六章	交易搜索与尽职调查	076
第七章	目标公司的估值	091
第八章	交易的定价机制	102
第九章	交易架构	114
第十章	交易文件	126
第三部分	PE 投资的管理	139
第十一章	公司治理	142
第十二章	管理团队的维护	154
第十三章	运营价值创造	167
第十四章	责任投资	179
第十五章	投资退出	192
第四部分	基金管理以及 GP 和 LP 的关系	205
第十六章	创建基金	208
第十七章	基金的筹集	224
第十八章	LP 的投资组合管理	236
第十九章	业绩报告	250
第二十章	基金的终止	262

第五部分	PE 的发展	273
第二十一章	LP 的直接投资	276
第二十二章	上市私募股权	289
第二十三章	风险管理	300
第二十四章	私募股权的二级市场	312
第二十五章	私募股权行业的变迁	324
	词汇表	337

第一部分

私募股权概述

本书的第一部分从总体上对 PE 进行了概括性介绍——从针对早期阶段的风险投资，到成长型股权投资，再到收购，并对另类 PE 策略进行了简要描述。从历史角度来看，收购是全球 PE 资金最重要的用途，^①但随着整个行业在过去几十年里日渐趋于成熟，PE 对风险投资和成长型股权投资的参与出现了稳步增长（见图 A）。

第一部分是本书技术含量最少的部分，其目的在于让新入门者熟悉这一资产类别以及利用机构资金投资私人公司以取得股权的概念。对于不了解 PE 的读者来说，这部分内容至关重要，而熟悉整个行业的专业人士完全可以选择略过这部分，直接阅读本书的后续部分。

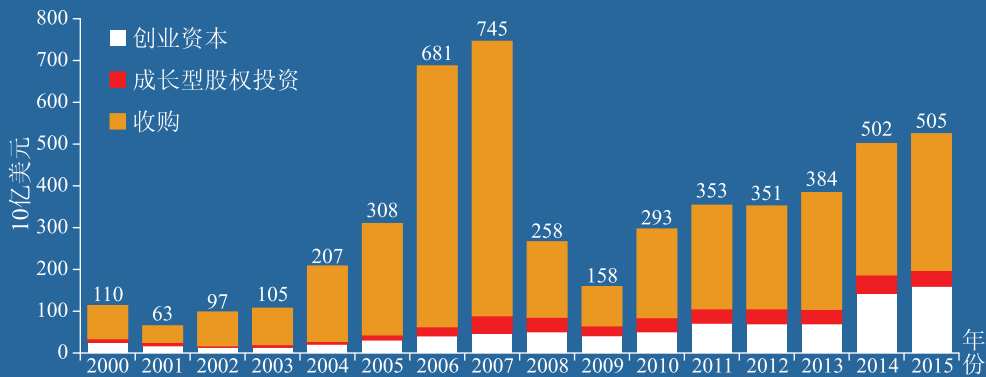


图 A PE 行业资金使用方向的分布

资料来源：Preqin。

① 1980—2015 年的全球 PE 行业资金使用方向上，超过 3/4 的部分用于收购。

本部分概述

第一章“私募股权基金的基本概念”：本章定义了传统意义上的有限合伙基金模式，特别是这种模式的参与者、基金的投资存续期以及典型的基金运行机制和收费结构。需要澄清的是，我们的研究对象是指有组织的 PE 市场，即由专业中介机构（PE 公司）及其机构参与者进行专业化管理的股权投资，而不包括其他形式的“非正式”私人资本投资。

第二章“风险投资（VC）”：风险投资（venture capital, VC）通常投资于处于初创阶段的公司——创业企业，利用高风险、高回报的投资机会。我们将在本章介绍不同类型的风险投资者（商业天使、创业孵化器和加速器、VC 基金和企业 VC），并解释 VC 在从概念验证到商业化和规模化等不同发展阶段上的使用。无论是有抱负的创业者还是未来的风险投资者都将从中得到启发。

第三章“成长型股权基金”：收购快速成长型公司的少数股权是成长型股权基金的重点。而对诸多非控制性股权实施始终是这些基金所面对的重大挑战；因此，与现有管理者和企业所有权人建立有效的合作关系是它们取得成功的关键。本章尤其适合于对新兴市场 PE 感兴趣的读者。

第四章“收购”：收购基金收购成熟企业或上市公司的控股股权，在杠杆收购（LBO）中，通常需要大量采用债务资金进行收购。开展大型杠杆收购和推动投资后价值所需要的技能与成长型股权投资或风险投资有所不同：它不仅兼具财务和流程管理技能，还需要在被投资企业中创造运营价值的能力。

第五章“另类投资策略”：在本部分的最后一章里，我们将探讨以不良资产及不动产为核心的另类 PE 投资策略。前者需要以独特的技能重组并改善被投资公司的运营（重振）或资产负债状况（不良负债），而后者则强调以 PE 运营模式为主的一系列投资策略（投资于不动产、基础设施和自然资源），并使之适应于独特的行业生态。

第一章 私募股权基金的基本概念

在发展过程中的某些阶段上，所有公司都需要一个帮手，或是一针强心剂。也就是说，企业往往需要注入新的资金或是引入外部的管理专家专长，帮助组织应对发展过程中的挑战，充分发掘自身潜力，适时抓住机遇。创业公司需要有长远打算的资本，帮助它们将概念转化为新产品推出。成熟企业也正在面对越来越多的市场破坏、不断加剧的竞争或是更新制造流程和公司治理结构的压力。对于那些长时间表现不佳的公司来说，当务之急就是及时甄别并纠正问题。家族企业则需要实事求是地面对继任计划，以防应验“富不过三代”的咒语^①。

在这些关键性拐点上，企业的需求和需要往往已超越现有金融机构和咨询公司的能力范围和服务范畴。比如说，资本市场不太可能为中小企业提供解决方案。因此，私募股权基金至少可以利用追求长期收益的资本、有针对性的专家意见和实操方面的支持，以风险投资、成长型股权投资和收购基金等形式填补这个空白。

在过去的 40 年中，PE 已成为企业在寻求变革时可以求助的转型机构；有的时候，对于急需以资本和风险分担型合作伙伴来推动未来发展的公司来说，它们甚至是唯一的选择。在这段时间里，PE 的生态系统已出现了巨大增长。截至 2015 年，整个行业（包括另类策略和跟投）管理的资产规模已超过 4.5 万亿美元，其中，通过核心 PE 投资策略投入使用的资金达 2.3 万亿美元。这些资本由全球 8 000 多家专业基金负责投资和管理。因此，每个企业家、家族企业所有者、跨国公司董事会成员及高管人员，都有必要了解这个行业及其驱动因素和发展动态。

那么，私募股权(PE)究竟是什么呢？私募股权基金就是以长期资金投资于私人企业（有时也会投资于公共机构），以取得其非上市（这些公司不能在公开市场上自由交易）的股权。^② 在我们对 PE 的定义中，还包括对所谓的“退市”公司（即已退市的上市公司）的投资以及对拥有特殊治理权的公共机构的私人投资。在本书中，我们将 PE 的内涵严格限定在由高度

① 具体来源不详，但大多数人认为这句话出自安德鲁·卡耐基。

② 在我们所讨论的背景下，PE 采用广义上的定义——即包括风险投资、成长型股权投资和收购基金。需要指出的是，有些资料可能将 PE 的定义局限于收购活动，并将 VC 视为一个单独的资产类别。此外，人们经常将私募股权定义为对私人公司的投资，而收购活动只是指对上市公司的投资以及上市公司的私有化。为清楚起见，我们在对“私募”股权定义时，仅指私募股权投资后所持股权的状况。

专业化中介机构（PE 公司）提供咨询建议、专业管理的 PE 基金，因而不包括“非正式”的私人资本——比如由商业天使的投资以及家族利用自有私人财富进行的投资。

第一章通过 PE 结构及主要参与者动机的定义，从总体上为读者介绍私募股权基金的情况。随后，我们再分别从普通合伙人（GP）和有限合伙人（LP）的视角解释私募股权基金如何开展业务，从而揭示出 PE 复杂的运行机制和收费结构。

私募股权基金的定义

PE 基金是一种由 PE 公司代表投资者群体实施管理的独立投资工具。在募集资金时，明确规模基金仅投资于私人公司的股权，并在一定时间后退出投资。

在全球范围内，大部分 PE 基金采取的是封闭式有限合伙制，并以“盲池”（blind pool）形式进行操作。封闭式基金的存续期是有限的，并要求投资者在基金的整个存续期（通常为 10 年）内提供资金，没有提前赎回（或收回）的权利。^①虽然私募基金的投资者清楚基金的总体对象（比如对欧洲中型市场的收购），但他们不会参与基金对具体投资对象的选择，因此，他们对基金的实际投资情况是“盲目”的。某些司法体系使用有限责任公司或法人结构作为 PE 基金选择的载体，但这种情况属于例外。

在这里，我们首先详细讨论一下有限合伙制 PE 基金结构中的参与各方，如图 1.1 所示。

PE 公司：PE 公司是拥有实施创业企业、成长型企业或收购投资策略方面专长的公司。它通常包括两个既相互独立又相互关联的法律实体——GP 和投资管理人，并通过他们筹集和使用资金，如果运营成功的话，甚至可以发展成基金家族。对于公司筹集的每一只基金，全部关键管理岗位和 GP 与投资经理享有的其他决策权限均由 PE 公司的成员把握。通过建立这些独立的法人实体，可以让 PE 公司屏蔽与 PE 基金相关的义务以及针对基金的任何权利主张。全球知名的 PE 公司包括从事收购业务的科尔伯格·克拉维斯公司（Kohlberg Kravis Roberts，即 KKR 集团）和安佰深私募股权投资集团（APAX Partners）以及从事风险投资业务的公司红杉资本（Sequoia Capital）和凯鹏华盈投资（Kleiner Perkins Caufield Byers，简称 KPCB 集团）。

^① 通过 PE 的二级市场，可以为希望出售其对 PE 基金所持有权益的 LP 提供流动性。在过去 10 年中，这个市场迅速发展，并出现了明确以在二级市场上收购基金股权为目标的专业性基金。有关详细信息，请参阅本书第二十四章“私募股权的二级市场”。

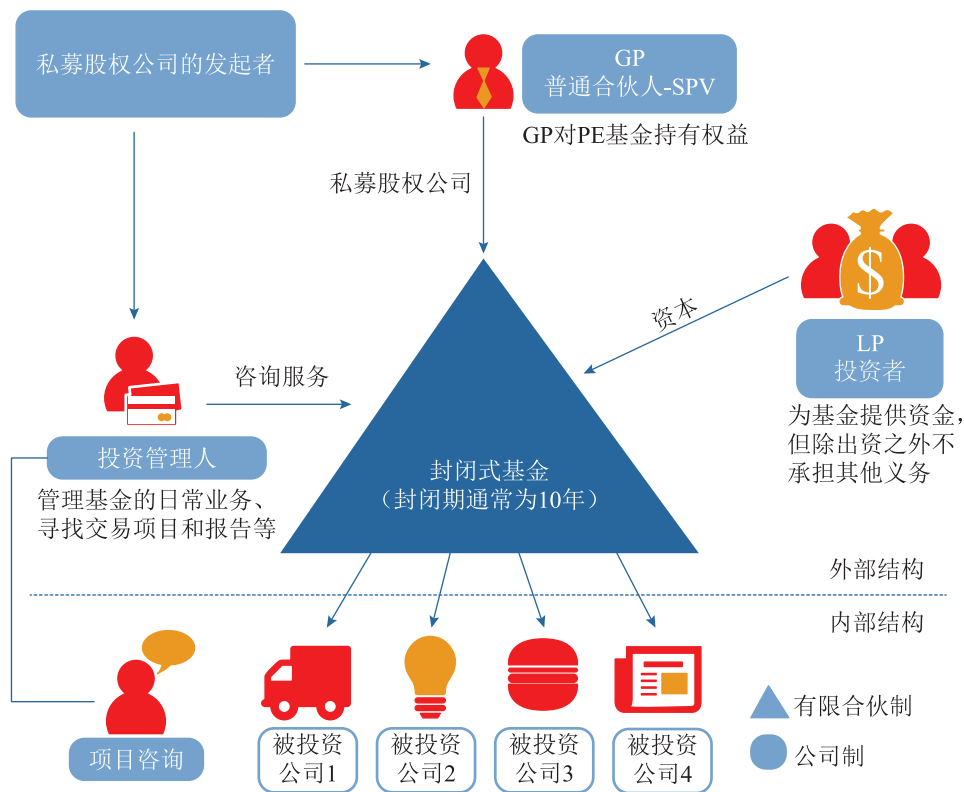


图 1.1 有限合伙制 PE 基金的结构

有限合伙人（Limited Partners, LP）：在每一只私募股权基金筹集到的资本金中，投资者，或者说 LP 的出资比例都是最大的。LP 仅作为被动型投资者参与基金事务，而且个别 LP 对基金承担的责任仅限于对基金的出资。在私募基金中可以发挥积极作用的投资者，则包括私人养老基金和公共养老基金、捐赠基金、保险公司、银行、公司、家庭办公室以及基金中的基金^①。LP 是纯粹的财务投资者，他们不参与私募基金的日常经营以及基金或被投资公司的管理，因而无须面对丧失有限责任权利的风险。从法律上说，当 PE 基金发出催缴通知时，LP 需要履行出资义务，认缴对基金所承诺的出资额；当基金投资成功退出时，LP 有权取得资本分配——包括一定比例的利润。

普通合伙人（General Partner, GP）：基金的 GP 全面负责基金管理的各个方面，履

^① 私募基金的基金也称母基金（fund of fund, FOF），是一种投资于个别投资基金组合的投资工具。通过母基金，客户无须高深的投资专业知识或是对个别基金进行漫长的尽职调查，即可有对 PE 进行多样化资产配置的机会，从而达到分散投资风险的目的。母基金适合于采用多层次的费用结构。

行维护基金投资者利益的信托义务。GP 负责向 LP 发出催缴通知，取得基金的认缴出资，并根据有限合伙协议的约定，为 PE 制订全部投资及投资退出决策。尽管 GP 可以将某些管理职能委托给投资经理或 PE 公司的投资委员会^①，但他们始终需对基金的全部负债和义务负责，并承担按约定使用基金资本进行投资的义务^②。另外，作为私募基金公司的合伙人和高级专业人士，GP 还要对基金承担出资义务，以确保 GP 和 LP 在利益上具有一致性，从而体现出全部合伙人“利益共享、风险共担”的机制；GP 在私募基金公司中占有的股权比例通常在 1% ~ 5%，且很少超过基金募集资金总额的 10%。

投资经理 (investment manager)：在实务操作中，投资经理^③（或称基金管理人）负责 PE 基金的日常运营活动：对潜在的投资机会进行评估，为基金的被投资公司提供管理咨询服务，并负责基金的审计及报告流程。基金经理的收入是通过提供这些服务而取得由基金支付的管理费（management fee），其中的部分职能和相应的收入也可以转交给项目顾问（sub-advisor）。在基金的投资期间内，管理费通常设定为基金实收资本的 1.5% ~ 2%；投资期结束之后，管理费按已投资资本计算，但计提比例有可能下调。有关费用结构的更多信息，将在本章下文做详细阐述。

被投资公司 (portfolio company)：在存续期中，PE 基金将投资于数量有限的公司，平均数量在 10 ~ 15 家，这些公司构成基金的投资组合。因此，被投资公司也称组合公司或是尽职调查过程中的目标公司。基金的成败在于 PE 公司能否在经历 3 ~ 7 年持有期间之后出售这些公司的股权并实现利润。

从私募股权公司及其关联实体的角度看，PE 业务可以归结为两层简单但却截然不同的关系：一方面是公司对 LP 的信托义务；另一方面则是基金公司与创业者、企业所有权人及其被投资公司管理团队之间的关系（见图 1.2）。显而易见，专业化运营和价值创造能力不仅有助于基金的未来筹资，而且也将为基金带来更多的投资机会。

① 投资委员会通常是由 GP 组成的，接受 GP 的授权为基金制定有约束力的投资及退出投资决策（“有约束力”的含义是：一旦投资委员进行投票表决，就无须再进行其他表决）。

② GP 通常是针对每个基金专门设立的特殊目的载体（special purpose vehicle, SPV）；每个 SPV 仅作为一只基金的 GP，以避免在 PE 公司的各个关联基金之间形成交叉义务。有关基金构建的更多详情，请参阅本书第十六章“创建基金”。

③ 投资经理，也称投资顾问，或简称管理人。

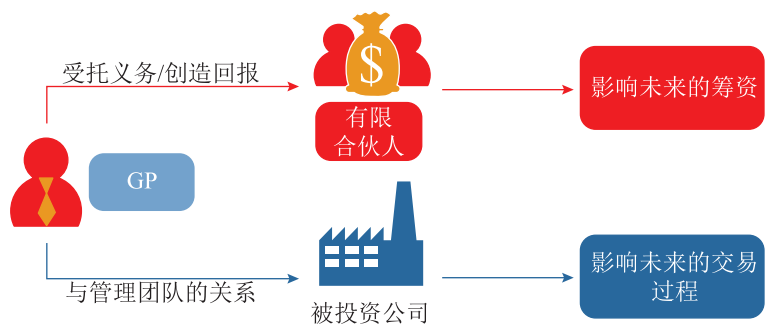


图 1.2 GP 必须管理的主要关系

GP 的视角

PE 基金的存续期

传统 PE 公司的商业模式取决于成功的筹集资金，并通过有效利用和收回对基金的投资，从而实现目标收益率。对于采用有限合伙形式组建的私募股权基金，存续期往往为 10 年期并附带一个 2 年延长期，也就是通常所说的“10+2”模式。一般而言，GP 将在基金存续期内的前 4~5 年内筹集资金，而后在剩余时间里回收投入资金。而 2 年可选性的延长期，则允许 GP 自主判断是否需要以及应在何时通过延长时间来谨慎地退出全部投资，从而酌情延长基金的存续期。

图 1.3 显示了封闭式基金在筹资、投资、持有和退出等各个时期的衔接时间点。

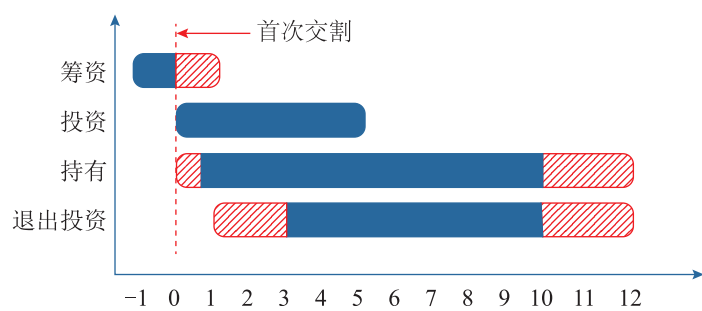


图 1.3 PE 基金的存续期

募集资金 (fundraising) : PE 公司通过一系列资金交割向投资者取得认缴资本，从而

为基金募集到相应的资金。^① 私募股权公司从一开始就要确定目标基金的规模——有时需要设定“硬上限”，以便于在投资者需求过多时限制募集资金的总额。一旦达到认缴资本的初始门槛，基金的 GP 就将进行首次交割（first closing），也就是说，基金的第一批 LP 将认购基金，而 GP 则可以开始部署和使用资本。在 2016 年进行首次交割的基金被称为“发起年份为 2016 年的基金”（vintage 2016 fund），而在 2017 年进行首次交割的基金则被称为“发起年份为 2017 年的基金”，依此类推。资金募集通常会持续一段时间，一般为 12 ~ 18 个月——从首次交割日期开始，一直延续到基金规模达到目标基金规模并完成最终交割为止（final closing）。一家 PE 公司筹集到的资金总额被称为基金的实缴资本（committed capital）。

投资期限（Investment Period）：GP 并不是在第一天就能收到 LP 承诺的认缴资本，而是在基金的投资期限内向 LP 收取认缴出资。投资期限的长度由基金的治理文件确定，通常为自首次交割之日起的 4 ~ 5 年；在取得 LP 认可的情况下，GP 有时也可将投资期延长 1 ~ 2 年。一旦投资期到期，该基金将不能再继续投资新公司；但在投资的整个持有期内，对现有的被投资公司进行后续投资（follow-on investments）或追加收购（add-on acquisition）则是允许的。《有限合伙协议》也可能允许 GP 在退出投资后的一定时间内，使用一部分基金收益投资于新项目（即所谓的资本循环），从而增加基金的可投资资本总额。

GP 向投资者发出“缴款通知”（capital call），要求投资者为适当的投资机会提供资金，或是用于支付基金的费用开支。LP 需要在短时间内响应 GP 发出的通知并按约定认缴已承诺的资金，通常为 10 个工作日。如果不能按时缴款，LP 必须为 GP 提供相应的补救措施。具体措施包括对逾期付款收取高利率、强制出售违约 LP 在二级市场^②取得的利益以及在向违约 LP 收取损失费用补偿金的同时，取消其对未来享有的收益。LP 响应通知认缴且已用于投资的资金被称为“实缴资本”（contributed capital）。基金已认缴但尚未用于投资的资金被称为“干粉”（dry powder）——即尚未使用且可随时用于投资的资金总额。整个行业已认缴且尚未用于投资的资本总额则被称为该行业的“干粉”，或称可投资资金总额。图 1.4 显示出整个私募股权行业的可投资资金总额自 21 世纪以来的增长情况；其中，2015 年数据还从发起年份对行业可投资资金总额的来源进行了分类。^③

① 有关筹资流程及其运行机制的更多详情，请参阅本书第十七章“基金的筹集”。

② 有关转让此类 LP 股权的更多详情，请参阅本书第二十四章“私募股权的二级市场”。

③ 表 1.4 中的可投资资金总额仅针对创业、成长型股权及收购投资等策略。资料来源：Preqin。

持有期：针对个别被投资公司的持有期通常为投资后的 3 ~ 7 年，但对于成功企业来说可能会非常短暂，而对表现不佳的企业来说则有可能非常漫长。在此期间，基金的 GP 与被投资公司的管理团队密切合作，共同创造价值，并为退出投资做好准备。^①

退出期：PE 取得成功的一个关键指标，就是 GP 能在实现盈利并满足基金条款的情况下退出投资；因此，退出战略自始至终都是投资原则的一个重要组成部分。^② 在投资完全或部分退出之后，才能对基金的 LP 及其 GP 返还已投资资本并分配利润。除明确约定再投资条款之外^③，退出投资的收益不能用于再投资。如果基金在其存续期结束时还要继续投资于某一家公司，那么，GP 也可以选择将基金的存续期限延长 1 ~ 2 年，以避免强迫性清算。^④

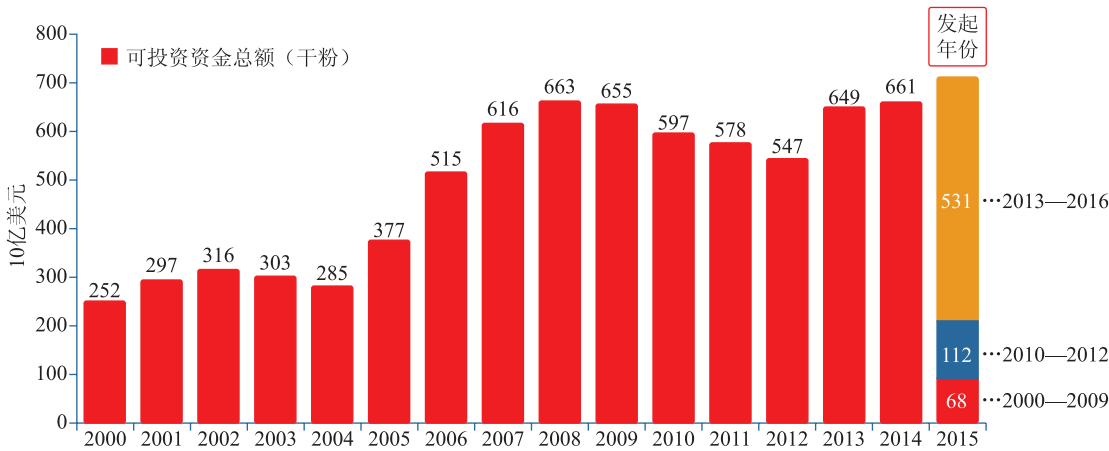


图 1.4 PE 行业的可投资资金总额

资料来源：Preqin。

① 有关背景资料的更多介绍，请参阅本书第十三章“运营价值创造”。

② 有关退出问题的更多介绍及相关流程的详细说明，请参阅本书第十五章“投资退出”。

③ 对于已投资于交易且在未实现任何收益情况下返还的资金，可在满足以下条件时用于再投资：(a) 进行所谓的“快速炒作”(quick flip)，即在投资期内，在 13 ~ 18 个月的时间即实现退出；或是 (b) 将提取资金的金
额减少到管理费用，即全部提取资金均用于支付管理费，以达到将仅仅全部实缴资本投入使用的目的。这些规定
通过“剩余干粉”加以确定。

④ 有关基金存续期结束时可选方案的更多介绍，请参阅第二十章“基金的终止”。

补充资料 1.1

后续基金的筹资

已成立的私募股权公司需要每隔 3 ~ 4 年筹集一次后续基金，并要求现有 LP “重新出现”，或者重新投资于它们的新工具。通常，在现有基金的全部资金中，只要用于投资或是预留用于支付费用和未来交易的资金达到 75%，一经《有限合伙协议》允许，私募股权公司即可开始筹集后续基金。

私募股权公司认为自己的业务具有持续性拓展特点，也就是说，它们需要不断开拓项目管道，找到可进行投资的潜在目标企业，并对它们进行持续不断的投资和退出投资。为有效利用市场机会，私募股权公司必须拥有充分的资金来源，以便随时获得资金并进行投资，这一点至关重要。此外，这也可以让一家公司得以维系运营的稳定、聘用投资团队并最大限度地提高资源的使用效率。

图 1.5 显示了一个成功的 PE 公司与四口之家的存续期。

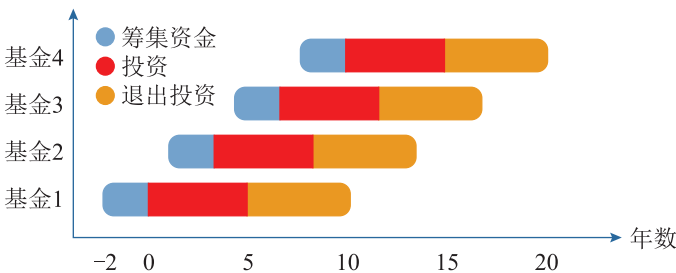


图 1.5 一家成功 PE 公司的存续期

LP 的视角

认缴出资及取得收益回报

传统上，投资者根据历史上相当传统资产类别（如上市公司股票及债券）的超额收益将资金配置给 PE。^① 但基于 PE 投资的非流动性本质，使得这种超额收益必然伴随着非常高（或

① 有关私募股权与公开市场业绩表现的详细比较，请参阅本书第十九章“业绩报告”。

是截然不同) 的风险。考虑到私募股权基金缺乏流动性以及投资期限较长, 因此, 和利用流动性资产类别维持稳定的资产配置结构相比, 实现 PE 的目标配置结构显然更具挑战性。^① 此外, PE 基金的多年度股份锁定和缴款通知的 10 天通知期限也加剧了流动性管理问题的复杂性。

对 PE 资产类别的投资者来说, 有效管理投资组合的现金流是他们面对的最大挑战之一。当 PE 从头启动一个 PE 投资项目时, 他们必须接受一个残酷的现实: 在 PE 投资组合最终给他们带来净收益之前, 他们要在很多年里面对负的累积现金流。另外, 经验老到且对 PE 投资进行多样化组合的投资者, 往往会出资参与 100 多个基金, 因而需要对一系列复杂的现金流进行管理。对于 LP 在个别 PE 基金中所持有的股权, PE 基金的“J 曲线”形象地描绘出该股权的预期现金流特征以及管理 PE 投资组合所面临的挑战。

J 曲线

通过私募股权的 J 曲线, 我们可以得到 LP 对单一基金所持股权带来的累积净现金流变化情况——即已投资资本总额加上支付给 PE 公司的管理费, 再减去由 GP 返还给 LP 的资金。图 1.6 描绘了 LP 在某个基金 10 年存续期内的特征现金流 (基金总规模为 1 亿美元, 该 LP 的认缴出资为 1 000 万美元)。为简单起见, 我们假设, GP 要求 LP 的出资和退出在时间上均匀分布。需要提醒的是, 由于缴款通知和收益分配在时间和金额上完全是难以准确预测的, 这就要求 LP 以灵活的手段进行现金管理。^②

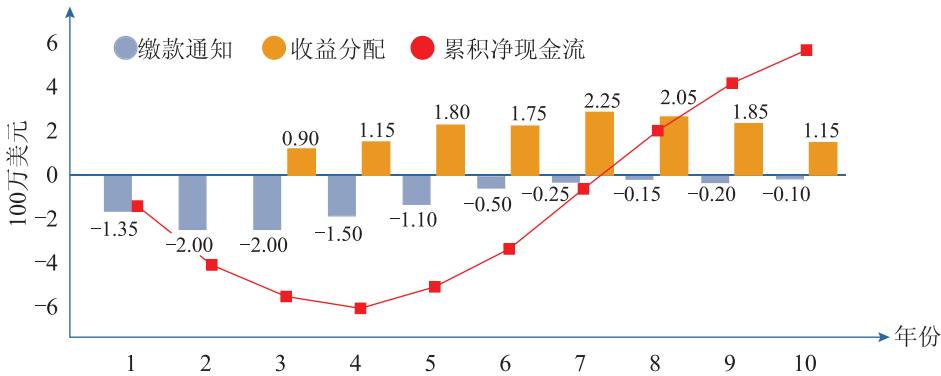


图 1.6 PE 基金现金流的 J 曲线

① 我们将在第十八章“LP 的投资组合管理”中, 进一步深入探讨将所管理资产配置给 PE 和 VC 所面对的难点, 并在第二十三章“风险管理”中对此进行讨论。

② 在启动一个 PE 投资项目或对 PE 投资组合中的多笔基金进行管理时, LP 必然要在现金管理方面面对巨大挑战, 有关详情请参阅第十八章“LP 的投资组合管理”。

在投资期开始时，基金的初始投资和管理费（以 LP 认缴的资本支付）导致 J 曲线呈陡峭的负斜率，也就是说，LP 面对的是大量现金的流出。随着基金开始退出对被投资公司持有的股权，收益分配减缓了 J 曲线的下降幅度；在投资期结束之前，有些基金实际上可能会呈现正的斜率，即净现金流转为正数。在理论上，J 曲线的最低点被定义为基金的实际认缴资本总额，但是，由于资金配置也需要时间和最初的投资退出，因此，J 曲线很少会低于实缴资本的 80%。实际上，许多基金 J 曲线甚至不会低于净出资额的 50%。

在退出投资期开始后，随着退出投资活动的加速，LP 开始收回已投资资本并分得一部分利润，于是，J 曲线的方向发生变化，进入上升阶段。此时，LP 还要为后续投资和管理费出资，并导致 LP 在投资退出期发生少量的资金流出。当 J 曲线自下而上与横轴相交时，表明基金已达到盈亏平衡点；J 曲线上的最终点则代表 LP 基金实现的净利润。

尽管 LP 希望将资金以最优方式配置给投资组，但考虑到资金的“盲池”特性（即 LP 在出资时尚不清楚未来的投资项目）和 PE 数据的总体稀缺性，因此，对现金流量及资产净值建模依旧是一个重大挑战。而当下的二级市场确实可以改善 LP 对 PE 所持股权的流动性，缩短 J 曲线，并以积极方式参与 PE 投资组合的管理。

PE 的费率结构及其分配机制 ——或者说，谁在赚钱，赚了多少钱？

PE 基金的典型费率结构应有利于协调 PE 公司及其基金投资者的经济利益。PE 的费用结构通常被称为“2+20”模式，它确定了基金投资经理、GP 以及 PE 专业人士的收益方式：“2%”是指 LP 每年支付给基金投资经理的管理费，而“20%”则代表基金净利润中支付给 GP 的百分比，也称附带收益（carried interest）、提成收入或业绩收入。因此，基金创造的利润绝大部分（80%）被分配给 LP。只要附带收益还是 PE 专业人士的主要经济激励要素，那么，他们就不会偏离收益最大化的轨道；反过来，这也会让 LP 获益。图 1.7 显示出私募股权基金的费用流动以及各方对基金净利润享有的份额。

PE 的收益通常以内部收益率（IRR）和投资额的乘数这两个指标来衡量。^①在既定的基金成本结构下，净收益（即基金创造的资本收益扣除管理费及附带收益后的净额）最适合

① 有关基金业绩考量的更多详情，请参阅第十九章“业绩报告”。

于衡量基金投资者的收益水平，而且 LP 最终也会在基金存续期结束时以此为基础判断投资成功与否。

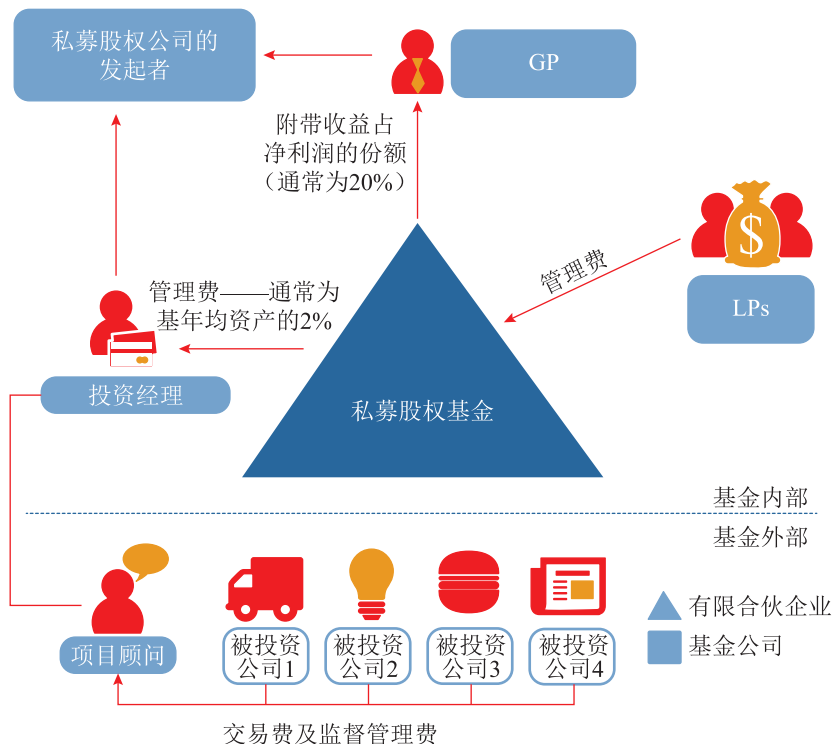


图 1.7 PE 的费用及附带收益

下面，我们不妨详细观察私募基金的管理费及附带收益。

管理费用 (Management Fee)： 私募股权基金的投资经理按年度向基金收取管理费，归根到底是向 LP 收取管理费，用于支付基金的全部日常开支，包括薪酬、办公室租金及项目招揽、监督和运营等相关的费用。在 PE 建成初期，收取的年平均管理费几乎恒定保持在 2% 左右，但根据基金的总体规模、投资策略以及私募股权公司在筹资期间的议价能力，目前的年度管理费比例从 1.3% ~ 2.5% 不等。因此，我们可以理解：规模较小、首次创建的新基金为支撑固定成本而收取较高的费用，而大型基金和夹层基金通常可以收取较低比例的费用。自 2008 年全球金融危机以来，随着 LP 以不收费或低收费方式参与跟投机会的大量增加，管理费持续承受下行压力，而且有时还要面对很多间接性压力。^①

① 有关联合投资发生趋势的更多详情，请参阅见第二十一章“LP 的直接投资”。

管理费自基金首次交割之日起收取，通常按季度或半年提前支付。管理费在投资期间内按实缴资本收取，而在投资期后的基数则是投资资本净额；对已投资资本收取的费率可能以初始比例为基础逐渐递减（step-down）。^①按照这种收费结构，随着资本被不断用于投资以及退出投资的出现，基金经理的费用收入会在 PE 基金的整个存续期内持续下降。在基金存续期的初期，管理费通常直接从投资者的实缴资本中提取，随着基金退出投资并实现利润，在基金存续期的后期阶段，可以用退出收益抵销基金经理的管理费用。

其他费用：投资经理可以向基金收取额外费用，特别是在控制权收购的情况下。最主要的费用类型包括与基金进入和退出被投资公司带来的交易费用，以及在持有期间向被投资公司提供建议和咨询服务相关的监督费用。此外，其他费用还包括但不限于失败交易费用、董事费以及其他在基金或被投资公司层面提供服务所收取的费用。在过去 10 年中，管理费抵减（management fee offset）已越来越多地被纳入《有限合伙协议》中；在发生这些抵减时，可从向 LP 收取的管理费中抵减基金收集的一部分“其他”费用——按以往传统看，抵减比例通常在 50% ~ 100%，而且目前有倾向于 100% 的趋势——即可从管理费中扣除全部“其他”费用。这种抵销减轻了 LP 的费用负担，并将部分费用补偿从 GP 转移到整个有限合伙企业。

附带收益（carried interest）：成功退出实现的收益需按基金《有限合伙协议》约定的收益分配顺序（distribution waterfall）对基金的 LP 和 GP 进行利润分配。^②附带收益就是将基金净利润支付给 GP 的部分——这个支付比例通常为 20%，这也是 PE 公司代理人最重要的激励机制。在典型的分配模式中，PE 基金在向 GP 支付附带收益之前，必须向投资者返还全部投入资本及最低比例的回报——也就是基金的最低资本收益率^③（hurdle rate）或称优先收益率（preferred return）。当基金受到最低资本收益率限制时，一旦达到这个最低收益率，私募股权基金通常要通过“追补”（catch-up）机制对 GP 进行利润分配，直到 GP 取得的份额达到某时点已支付全部净利润的 20% 为止。此后，全部剩余利润按约定的收益分成比例（80%/20%）进行分配。不管出于何种原因，只要 GP 在净利润中取得的比例超过其应得份额，就可以在基金 LPA 中纳入回拨条款（clawback provision），要求 GP 将超额分配的部分返还给基金的 LP。图 1.8 显示了各种收益分配模式的基本步骤。

① 净投资资本等于实缴资本扣除退出投资收回的资本和投资价值的净额。

② 有关收益分配结构以及附带收益计算实例的详细介绍请参考本书第十六章“创建基金”。

③ 在筹集资金的过程中，通常会通过谈判将最低资本回报率设定为 8%。一旦达到 8% 的年收益率，基金便可进行“分成”（in the carry，即对 GP 提供业绩激励）。

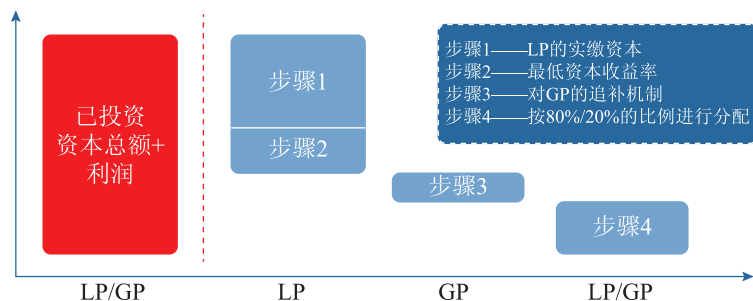


图 1.8 PE 基金的分配模式

私募基金行业采用两种标准模式计算 GP 分配的收益。

- 本金优先返还模式（All capital first）：也称欧式分配模式（European-style waterfall），按照这种分配模式，只有在投资者收回在整个存续期内投入的全部本金并按最低资本收益率或优先收益率取得利润分配之后，GP才有资格取得附带收益。
- 亏损可结转的项目分配模式（Deal-by-deal carry）：也称美式分配模式（American-style waterfall），按照这种分配模式，在基金的存续期内，GP均有资格参与每个退出投资项目的收益，但前提必须是投资者收回对该项目的投入、取得优先收益而且在以前交易中的亏损全部得到补偿。

有关收益分配结构以及附带收益计算实例的详细介绍请参考本书第十六章“创建基金”。

回首过去的 45 年

邦布兰特·弗伦奇（T. Bondurant French），亚当斯股东街（Adams Street Partners）执行主席

观察私募股权投资行业在过去 45 年的变化，我们发现，筹资趋势是最令人铭记不忘的一个方面。看看私募股权投资行业的筹资数据，真的让我感到有点震惊：与目前的募集资金相比，在我的条形图中几乎看不到 1960—1983 年的数据。1972 年，美国风险投资基金的筹资规模为 2.25 亿美元；当时还不存在收购基金，凯鹏华盈（Kleiner Perkins）是当时的第一只基金。1975 年，风险投资的融资规模为最低点的 6 000 万美元。

到 1979 年，经济形势开始好转，资本利得税率从 50% 降至 28%，依靠风险投资融资的公司（英特尔、微软、苹果和基因技术）开始蓬勃发展，创业基金筹集的资金

达到 8 亿美元。自 20 世纪 80 年代，优异的回报和股市的上涨助力风险投资实现腾飞。1983 年，基金融资规模达到 37 亿美元，并第一次出现了“超大型基金”的说法。

尽管这在今天看来难以想象，但我们的确找不到真实数据用来评价投资管理人，而且实际交易的数量也非常少。几乎所有基金都是开天辟地的新生事物，而且现实中又没有任何正式的标准。行业基准、分位数排名、书面估值指南和募集代理机构还不存在。除国家风险投资协会（National Venture Capital Association）的年会和《风险投资杂志》（*Venture Capital Journal*）外，行业会议及行业通讯均未出现。尽管传真机在当时还没有发明，但一家由风险投资支持的新公司——联邦快递（FE）却帮助我们实现了文件的隔夜传递。

那时，为基金筹集资金还是一件异常艰难的事情。大多数养老金顾问都不会关注，更不用说考虑这种资产类别。于是，我们花费大量时间利用经济年会、董事会会议和养老金会议的机会，对受托人及其顾问开展教育性演说。进入 80 年代，我们的努力终于开始看到回报。考虑到我们的实际数据最早追溯到 1972 年，因此，我们认为，从这一年开始，养老基金开始计算私募股权这一“资产类别”的预期收益、标准差和相关系数。将私募股权看作一个新的“资产类别”（asset class），表明这个行业从市场上的一种细分活动开始向机构性活动转变。我们率先确立行业的第一个绩效，主持了制定私募股权估值指引的委员会，并与 CFA 协会合作编制了私募股权业绩报告指南。

在整个 70 年代和 80 年代的大部分时间里，全世界几乎变成了一个以美国和风险投资为中心的世界。今天，收购活动正在成为私募股权投资领域中的一项新兴业务。KKR、克杜瑞投资（CD&R）及其他几家公司率先发明以杠杆进行收购和管理公司的策略。德崇证券（Drexel Burnham Lambert）的迈克尔·米尔肯（Michael Milken）最早发起的高收益债券市场，则使得杠杆收购实现远超过以往想象的规模。在此之前，“垃圾债券”还是由已陷入困境且可能违约或是已违约公司发行的高等级债券，而发行新“垃圾债”的想法显然还是一个新理念。

1980 年，美国的收购基金筹集到的资本规模还只有 1.8 亿美元。三年之后，这个数字已增长到 27 亿美元，到 1987 年则达到了 139 亿美元。与金融和投资市场上的许多事情一样，这个原本精致的想法也被人们用到了极致。极端的案例莫过于 KKR 在 1989 年对 RJR 纳比斯科的收购（这一事件也成为畅销书和电影《门口的野蛮人》的主要内容）。

80年代的后期,欧洲及亚洲的基金经理开始采用“美国模式”的风险投资及收购策略。在这些基金经理当中,很多人到美国筹集资金,毕竟,相对而言,在那里有更多愿意投资的人。和养老基金及捐赠基金一样,几乎所有私募股权基金均以美国为基地。

到1990年,美国陷入经济衰退以及严重的储贷危机。针对收购的融资活动大幅萎缩,到1991年,其规模已降至60亿美元。幸运的是,相关各方及时吸取教训,收购业务开始稳步回升,并在整个90年代呈适度增长态势。随着时间的推移,原来的高杠杆交易出现变异,逐渐演变成今天的私募股权业,为各行各业提供形形色色的股权资本——其中也包括成长型股权资金。

到90年代中期,私募股权市场的全球化已初见端倪。新兴市场开始出现了一批风险投资和私募股权管理人。到21世纪首个十年的中旬,机构投资者已着眼于全球化投资,开始加速进入快速增长经济体,以此来强化其风险敞口的多元化及收益潜力。来自亚洲,尤其是中国的一般合伙人开始筹措巨额资金。此后,私募股权行业呈现加速增长态势。直至今日,整个行业已遍布全球各个角落。

在过去的45年里,虽然私募股权行业的很多方面都发生了变化,但还是有些事情持久不变。私募股权依旧是大众业务,而在Adams Street投资公司,我们深切地认识到,和我们一起投资的人永远至高无上。和他们一起度过的时间,是我们在信任和相互尊重基础上建立真正关系的一个重要组成部分。这个方面没有任何改变,而这些关系则是我们投资过程中最关键的一部分。对于一家成功的私募股权投资公司,它所需要的特征与几十年前没有任何区别——它需要的是相互尊重、独立思考以及经验与精力的最优组合。对所有生存下去的公司来说,其关键因素即愿意和公司并肩合作、拥有国际思维和社交网络以及差异化交易优势的好投资者。

我为私募股权行业的发生和现状而感到极度的自豪。我们不仅为投资者创造出高于平均水平的收益率,同时也为他们提供实现业务增长的资金。这种融资涵盖了公司发展的各个阶段,而最终结果就是带来更多的就业机会、财富和GDP。

本章小结

无论是在发达国家还是在新兴市场国家,作为一个资产类别的PE都在继续发展和演变

着。从寻求创业资金的创业者，到着眼于全球市场的中小企业所有者，以及有意购买公司业务部门的管理团队，全球各地的企业运营者都需要找到合适的 PE 基金合伙人，帮助他们实现自己的雄心壮志。因此，PE 已深深嵌入当下的经济模式中，而且将始终作为全球商业转型的重要推动力。

基本学习要点

- PE 是一种非常简单的业务模式——其实质就是购买一家公司的股权（少数股权或多数股权），而后致力于改善公司业绩，并在有限的持有期间之后卖出股权。
- 私募股权公司的首选方法就是向个人投资者筹集资金，再以这些资金进行投资，并代表投资者（LP）管理投资。私募股权基金往往被设计成封闭式有限合伙制企业——这就要求投资者在 10 年甚至更长时间内将资金交给 PE 公司。
- 非流动性以及投资产生的现金流的不可预测性，使得 PE 基金有别于传统资产类别。
- PE 的费率结构和利润分配模式均有利于保证各方利益的一致性；随着基金不断趋于成熟，激励机制会发生变化。

相关案例研究

摘自《私募股权案例》

案例 1：Beroni 集团：GP 和 LP 关系的管理

案例 3：Pro-invest 集团：如何发起私募股权不动产基金

案例 6：阿黛拉风险投资公司（Adara Venture Partners）：打造一家风险投资公司

参考及补充读物

Gompers P., Kaplan S. and Mukharlyamov V. (2015) What Do Private Equity Firms Say They Do? HBS and NBER, April.

Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs (2007) An EVCA Special Paper. European Venture Capital Association.

Invest Europe (2016) European Private Equity Activity—Statistics on Fundraising Investments and Divestments, May, <http://www.investeurope.eu/media/476271/2015-european-private-equity-activity.pdf>.

Private Equity Principles, Institutional Limited Partners Association (ILPA).

Topping, M. (2014) Evergreen Alternatives to the 2/20 Term-Limited Fund, White & Case LLP, Emerging Markets Private Equity Association.

Vild, J. and Zeisberger, C. (2014) Strategic Buyers vs Private Equity Buyers in an Investment Process, INSEAD Working Paper No. 2014/39/DSC/EFE (SSRN), May 21.

第二章 风险投资（VC）

从谷歌、脸书、优步和阿里巴巴之类的标志性品牌，到风靡一时的生物科技或再生能源企业，风险资本（VC）资助和培育出很多在当今全球经济中极具影响力的公司。但伴随着这些脱缰野马般的成功，VC 也被推入某些现代金融灾难的旋涡中，甚至成为千夫所指的罪魁祸首——从新千年科技股泡沫的破裂，到 15 年后动辄拥有数 10 亿美元神奇估价的“独角兽”^①。风险投资这种“不择手段”“胜者为王败者为寇”的特征，不仅给整个行业披上一层神秘面纱，也让风险投资者的决策开始剑走偏锋。

本章探讨了风险投资行业的运行机制和发展动态，并从对风险投资的定义特征及其区别于成长型股权投资及收购基金的特有因素展开分析。^②随后，我们改变视角，简要介绍一下初创公司和创业企业的融资；对于那些准备筹集资金的首次创业者来说，他们会发现，了解风投的运行机制和动态将有助于他们与 VC 公司讨论建立合作伙伴关系。

风险资本的定义

风险投资基金是少数投资者笃定公司未来成长而进行投资的载体——我们把这些公司定义为虽尚未实现盈利且往往还没有取得收入，甚至是还没有形成产品的创业企业。尽管缺乏控股权，但 VC 却是私募股权行业最积极的投资者之一，它们凭借雄厚的资本、丰富的经验、深厚的知识和庞大的个人网络培育和推动创业企业的发展。风险投资公司可以投资于某些特定的行业、技术和地域，而且通常会专注于投资过程中的某个特定阶段，因而有早期、中期或后期的 VC 融资之分。尽管每个 VC 公司都有其独一无二的特征，但有些属性显然是适用于大多数的，如图 2.1 所示。

① “独角兽”是业内指代估值超过 10 亿美元非上市企业的一个术语。

② 有关问题的深入讨论，请参阅第三章“成长型股权基金”和第四章“收购”。

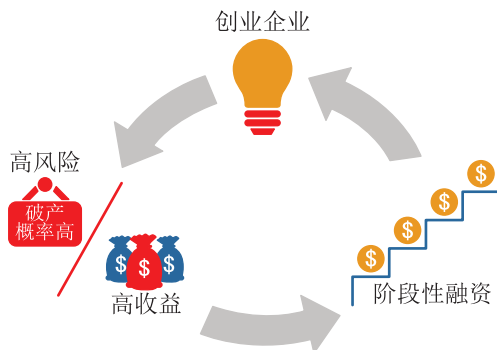


图 2.1 对风险投资基本特征的定义

创业公司：风险投资基金投资于创业企业，并引导它们通过早期发展阶段，通过创新突破现有产品和创新，在高速发展的行业中建立起稳固的市场地位。创业公司既可以是经营历史有限、处于创业初期的公司——也就是说，仅是创业者、创意和 PowerPoint 推介演示的几何体，也可以是业务快速增长、处于发展后期的公司。因此，不同创业企业对资本的需求相去甚远，从以数千美元用于开发早期原型，到以数十万甚至数亿美元的大规模注入去推动估值 10 亿美元级别大公司的收入增长。

所有创业企业都面临一个共同挑战：尽快进入下一个发展阶段，并在现金枯竭之前筹集到新的资金。每月都要面对的负现金流和居高不下的烧钱速度，让创业企业游走在死亡边缘，唯有持续性的资金注入，才能让它们得以维持生计并不断扩大业务。这需要一个管理团队，小心翼翼地权衡激进的增长目标与公司尚处于获得收入之前阶段的现实。因此，风险投资者必须不仅需要认真评估创业公司的经营理念，还要深入了解公司的创业团队，显然，他们更青睐有经验的创业者。凭借其在既定领域的知识及通过指导和积极参与带来的增值能力，使得风险投资公司可能成为创业企业成功的关键因素；而对创业家来说，这种专长则是他们选择潜在投资者时考虑的一个重要因素。

高回报和高风险并存：研究表明，在风险投资基金的全部投资项目中，亏损项目的平均比例为 2/3，而且 1/3 由风险投资资助的公司以破产而告终。而 VC 基金要实现自身层面的目标收益率^①，对于每 3 个业绩不佳和失败项目带来的损失，至少需要一两个非常成功、业绩斐然的项目才有可能弥补——换句话说，被投资公司至少要为 VC 投入的资本创造出 10 倍乃至百倍的收益率。这些实现“本垒打”的超级投资项目，往往可以让一只基金收回全部实投资本甚至更多，并决定了这只基金最终的成败。这种分布不均、时好时坏的收益

^① 第十九章“业绩报告”更详细地阐述了基金层面的收益动态。

特性凸显了风险投资的风险性，以及有限合伙人（LP）将 VC 基金纳入私募股权（PE）项目所需要的高度风险偏好。^①

风险投资的高风险会给风险投资者的投资决策及其组合管理风格带来明显的影响。考虑到失败的高概率，风险投资公司在选择单笔投资时，大多要求项目具有非常高的目标收益率：选择高达 40% ~ 80% 的目标内部收益率（IRR）并不罕见，而且直接体现在项目估值和被投资股权^②。与成长型股权投资基金或收购基金相比，每只 VC 基金投资的公司数量通常会更多，其目的就在于增加“本垒打”的机会，并借以分散投资风险。被投资公司的庞大数量和高失败率，往往需要风险投资公司作出艰难抉择——当机立断注销业绩不佳的投资项目，以便将有限的时间和资源集中到更有希望的投资项目上。因此，在向风险投资基金建议事业计划之前，创业家最好就弄清楚这些问题。

VC 投资的风险回报特征显然是投资者最关心的问题。虽然业内广为流传的成功故事和神话般的收益让有限合作制吊足人们的胃口，但是，考夫曼基金会（Kauffman Foundation）在 2012 年发布的报告^③则对风险投资组合的回报提出质疑，这份具有里程碑意义的报告表明，这种投资策略的风险有可能超过收益，而且 LP 的决策完全依赖于“起始年份和业绩排名之类的奇闻逸事”。这意味着，LP 的投资过程可能会难以维系，而且投资者自己在“为资本的长期错配创造条件”。

阶段性资金：向 VC 的融资是按照不同轮次进行的。每一轮融资为创业企业在特定阶段的运营提供资金，让公司达到预先确定的目标。

按阶段配置资金可以让风险投资基金根据预定标准评估被投资企业的进展，并将后续资金配置给投资组合中表现最好的公司。通过扩大资本配置范围，基金可以投资于更多的公司，从而对更多有超级明星潜质的企业持有“选择权”。此外，这种策略还可以让某些 VC 公司专注于公司发展的某个阶段——从创业初期到发展后期，为被投资公司提供适应于该阶段的专业知识。

在由 VC 出资并取得成功的企业中，大多数均进行了多轮次的优先股融资，^④而且各轮融资通常会大幅增加。后续的每一轮 VC 投资者都要关注公司是否有积极增长的趋势（作为公司价值主张的证明）和成功运行的信号。包含优先股的股权结构确定了退出或清算情况下对公司未来剩余收益的分配顺序。

① 第十八章“LP 的投资组合管理”详细介绍了针对 PE 进行收益分配的决策流程。

② 有关 VC 估值的操作例证，请参阅第七章“目标公司的估值”。

③ 考夫曼基金会，“We have met the enemy — and he is us”（2012）。

④ 有关不同类型风险投资的详细介绍，请参阅本书第九章“交易架构”及本书的“词汇表”。

在每个融资轮中，创业家和现有投资者都要放弃一定数量的持有股份，以换取新投资者额外投入的新资本，放弃的比例主要取决于需要筹集的资金数量以及新投资者的收益预期，而收益预期则依赖于公司的风险水平和退出时的预期价值。

对于成功的创业企业，循序渐进的融资方式可以让创业者得益于逐渐提高的企业估值，并随着业务的成熟减少每筹集 1 美元所需放弃的股权数量。

创业企业的发展历程

风险投资的目标

在实现盈利能力和达到稳定运行状态之前，创业企业通常需要经历几个发展阶段。在这个过程中，公司从风险投资生境中的不同类型投资者手中获得资金和专业知识。虽然每个创业企业都有其独一无二的发展路径，但它们都要经历三个独特的发展阶段：概念的验证、商业化和扩大规模。需要指出的是，绝大多数创业公司永远都不会达到加速增长这一最后阶段。

图 2.2 终结了创业企业在各阶段实现成功增长并持续扩大业务规模所需要的投资类型。

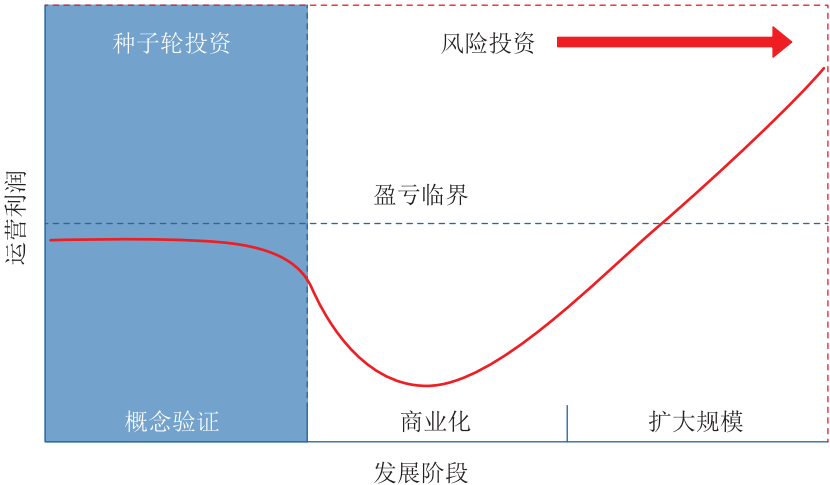


图 2.2 创业企业的发展及融资

验证概念 (Proof-of-Concept)：处于这个阶段的公司缺乏足够的运营记录，甚至根本

没有任何历史，其产品、技术或服务还完全处于概念阶段。因此，它们需要少量资金进行产品的可行性研究，以界定它们所面对的市场，制订商业计划，并开发出产品或服务的原型。一旦开发出具体的产品或服务，取得用户参与并建立稳定的用户群就成为实现概念验证并吸引更多资金的关键步骤，因为这表明，创意有能力转化为可持续性的长期业务；此外，它也体现出创业团队拥有相应的执行能力。在概念验证阶段，企业发展的融资主要来自创业家及其朋友和家人、商业天使以及提供种子资金的 VC 投资者。

商业化阶段 (commercialization)：当公司的价值主张得到一批核心客户的验证之后，发生的侧重点便转移到将创意转化为业务经营及营收增长。在这个阶段上，公司关注的重点是进一步提炼产品或服务，扩大销售和营销部门的参与度，补充核心管理团队缺失的人才，定位于大规模取得客户。尽管此时的公司已开始实现收入，但远不足以实现正的净现金流；扩大业务自然需要增加运营成本，与此同时，扩大业务对初始营运资金和资本性开支的增加，都会导致较高的资金消耗率。在很多情况下，以推动业务商业化为目的的 VC 投资是最早注入的机构资本。

扩大规模 (scaling up)：这一阶段的主题就是扩张和市场渗透。在进入这个阶段后，公司往往呈现指数性增长，并开始实现盈利，甚至出现正的经营现金流。但业务取得的利润被重新投资于公司，某些情况下，还有能补充额外的 VC 资金来满足市场需求。除快速增长时创业公司需要以额外资金进一步推动核心产品外，它们还有可能需要增加资金来扩大产品和服务，从而实现公司与竞争对手的差异化，熨平具体产品的销售波动。和成长型股权基金一样，投资于公司发展中期晚期的 VC 投资者也是这个阶段的主要投资者。

补充资料 2.1

风险投资的天堂依旧在美国

考虑到网络对早期创业公司成长的重要性，地理位置对 VC 而言至关重要。尽管我们在美国，尤其是硅谷可以找到最深入、最“发达”的 VC 生态系统，但中国、印度、欧洲和以色列等其他地区也出现了活跃的 VC 活动，并呈现出集群式增长态势。成功的 VC 社区不仅需要天使投资者、众筹平台、公司风险投资和政府融资工具等支持初期增长的补充融资渠道，还要提供随时可用的后续轮融资渠道，这也是公司取得快速增长并扩大规模所需人才最有效的手段。图 2.3 为 2001 年以来按地区分布的连续三个五年期风险投资总额。

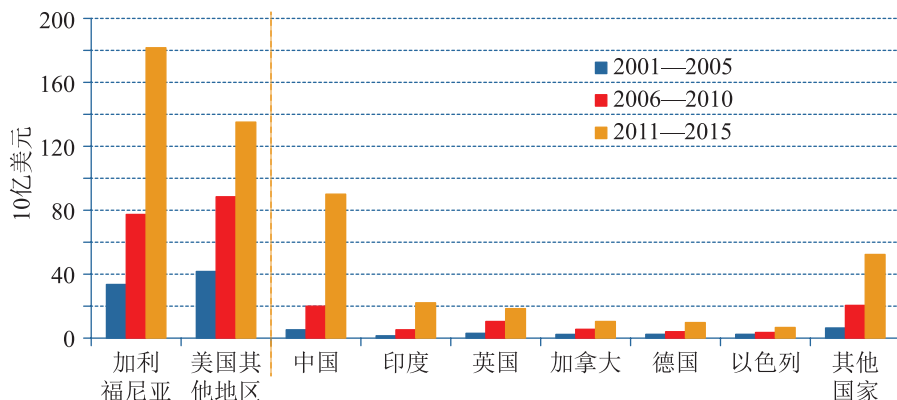


图 2.3 全球风险投资的地域分布特征

资料来源：Preqin。

风险资本投资的流程

独特的要素

由于风险投资基金的目标是尚未成熟的公司，这就为 VC 的投资过程引入一系列独特元素。识别未来的“独角兽”是一门艺术，而通过构建投资交易架构减轻相关投资风险则是一门科学。我们将在之后的章节探讨这些要素。

交易搜索 (deal sourcing)：在风险投资中，交易搜索的难易程度与 VC 公司及相关合作伙伴的声誉密切相关；成熟的知名公司会有稳定的项目来源渠道、系统化的推介书。此外，合伙人还可以通过创业加速器组织的各种展示活动或行业会议寻找潜在投资目标。在筛选投资机会时，VC 投资者对创业公司及其团队的直觉是一个至关重要的要素，它往往决定了对某个具体交易的最终决策。然而，有关企业家、团队的经验与动机以及商业模式独特性、可维护性、可扩展性等问题，往往在他们的初期讨论中占据突出地位。

估值 (valuation)：确定一笔早期投资的估值显然是一个高度主观的过程。^① 尽管公司

① 有关风险投资估值技术的更多细节及相关实例，见本书第七章“目标公司的估值”。

当前的业务和未来现金流量预测是确定其价值的关键要素，但管理团队的稳健性、商业模式的优势以及潜在市场的规模同样至关重要。由于处于早期发展阶段的公司通常是没有利润的，因此，投资者采用乘数及其他关键业绩指标得到的是“投资后估值”^①（postmoney valuation），这个估值也决定了投资轮之后的股权分配比例。此外，未来融资轮的预期数量也会影响公司估值，因为随后的融资会稀释创业者和此前出资 VC 投资者的股权比例。

手把手的支持（hands-on support）：许多成功的企业家加入风险投资公司，自己也成为早期投资者。因此，最好的风险投资基金应善于利用合伙人的优势，因为他们不仅对被投资公司所面临的挑战有着深刻感悟，而且还可以凭借他们久经沙场得到的宝贵经验提供有价值的建议。创业合伙人可以为管理团队提供指导，帮助创业者将产品或服务推向市场，识别和弥补管理团队的缺陷和漏洞，推动创业者开发出扩大规模所需要的业务流程。此外，风险资本家也是创业企业筹集新资金的关键融资来源，在帮助它们营造筹款氛围以及发掘潜在投资者等方面发挥积极作用。

联合交易（syndicated deals）：虽然“俱乐部交易”^②在成长型股权基金和收购基金中较为罕见，但风险投资却往往由多家 VC 公司出资。通常，一家牵头投资者与创业家及创始人进行接触，开展尽职调查，取得估值，就相关条款进行谈判，并对投资轮的出资额做出承诺。在牵头投资者与被投资公司签署投资条款之后，一群“跟投者”将会加入这一轮投资中。^③牵头投资者往往是这一轮投资中出资最多的投资者，而且也是参与创业企业投资后活动的投资者。通过这种类型的俱乐部投资，可以让风险投资基金分散风险，并获得更多的投资机会。

补偿资料 2.2

风险资本的条款清单

投资条款清单（term sheet）作为 VC 融资的主要谈判工具，一旦商定，它们就明确了投资者在新一轮优先股发行中的权利和义务。随后，条款清单的具体事项通过股份认购协议、修订或重新起草的股东协议以及目标公司的章程等方式正式确立。^④

① 从投资后估值中扣除已投资本即为“投资前”的估值。

② 俱乐部交易（club deal）是指由两三个私募股权基金同时进行的 PE 投资，在 2008 年全球金融危机爆发前的几年里，这种投资模式尤为盛行。

③ 现有投资者往往要参与后续投资轮次，以维持他们在被投资企业所持有的股权比例，这也是他们即将给予持续性支持和被投资公司整体状况良好的一个信号。

④ 有关交易文件的更多信息，请参考第十章“交易文件”。

建议首次创业的企业家应该在签署投资条款清单前认真审阅双方谈判的条款，尤其是考虑到早期投资轮为未来融资奠定了基本规则，因而有可能会让这个过程复杂化。有经验的企业家或保持友好关系的合伙人提供的指导，无疑有利于缩小企业创始者与经验老到的 VC 投资者在知识上的差距。

投资条款清单中的条款可以划分为经济性条款和控制性条款两部分。

经济条款

经济条款确定了新发行优先股股份的价格、投资额以及相关的权利和义务。

股票价格及公司估值：投资条款清单的第一部分定义了风险投资在既定融资轮次中的报价，包括公司估值（投资前估值）、已投资金额、发行股数和每股价格。这部分需明确界定本轮发行的有价证券类型，譬如“B 系列优先股”。

清算优先权条款 (liquidation preference)：按照本条款，优先股股东在出现既定流动性事件后的任何分配中均享有优先权，这些预先定义的流动性事件包括被战略买方收购、合并、首次公开发行（IPO）或公司清算。在向普通股股东分配之前，优先股股东先行收回已投资的本金（有时按某个倍数收回）。对“参与优先股”，在假设所有优先股根据既定转换率转换为普通股的基础上，首先按一定比例优先参与对清算财产的分配，而后参与投资退出收入余额的分配。

员工持股计划 (ESOP)：在创业企业中，ESOP 拨出一定比例的股份，以股票期权形式将这些股份授予非初始员工，以便吸引、奖励和留住一流人才。条款清单将规定这些期权的股份行权计划——即为期权转换股票制定清晰明确的时间表，并授予董事会在某些情况下强制没收这些期权的权利。此外，条款清单还将明确为 ESOP 预留的股份数量、期权的行权价格、时间和到期日。考虑到 ESOP 会稀释全部现有股东的持股比例，因此，在计划筹集外部资金时，一定要认真考虑好 ESOP 的规模和实行时间。很多风险投资公司要求在完成一轮之前将 20% 的在外流通股用于 ESOP。

反稀释条款 (anti-dilution)：该条款保护早期投资者免受“折价融资”（downround）带来的损失（即新一轮融资对应的估值低于上一轮融资）。在设置反稀释条款的情况下，优先股的转换价格将按照新的估值水平被下调；因此，在此前轮次按较高估值投资的股东将获得额外股份，以维持他们在创业企业中的持股比例，避免股权比例遭到稀释。

普通股股东绝对不会享受这种保护性条款，其持股比例因而会被稀释。反稀释条

款在程度上可以有所不同，因此，建议公司创始人当心反稀释条款的影响。

转换权条款 (Conversion Right) : 优先股股东可随时自主决定将优先股转换为普通股；在本条明确规定转换率（优先股通常按 1 : 1 转换为普通股）。一般情况下，优先股是在发生预先定义的触发事件（通常在销售或兼并之前）时转换为普通股，而且通常是在出售或合并之前。在 IPO 的情况下，优先股通常会自动转换为普通股。

控制性条款

尽管只是作为小股东，但风险投资者通常会要求一定的控制权，以便监督创业的发展，并影响其重大决策。

董事会的席位: 风险投资公司希望出席被投资公司的董事会。至于能否在董事会上取得一两个有表决权的席位，还是仅仅取得“观察权”，在很大程度上取决于双方在谈判中的较量。（但一家公司被市场看好时，会有很多家风险投资者抛来绣球，在这种情况下，被投资公司将会减少投资者在董事会占据的席位数量。）因此，建议创始人在进行第一轮对外投资之前，首先制订出一份清晰的董事会设计规划——确定分配给风险投资者和独立董事的席位数量。

保护性条款: 风险投资者通常按等价普通股数量的“转换基础”享有投票权。除此之外，某些重大事项可能也需要得到 VC 的同意，或是至少得到 50% 优先股股东的批准。这些重大事项包括变更公司章程（这就有可能给优先股股东的权利、特权及势力造成不利影响）、公司出售资产或合并的审批以及优先股发行数量的变更等。优先股股东的否决权适用于 IPO、发行新股融资或增加 ESOP 等特定事件，也可以延伸到任命公司高管人员的审批权等公司治理事务。

强制随售及跟随权条款 (Drag-along/Tag-along) : 根据强制随售条款，控制性股东有权强迫其他股东在第三方交易中出售其所持股份。凭借这一规定，控制性股东就可以在抛售股份，清仓后退出投资。而根据跟随权条款，少数股东有权在第三方交易中和大股东同步出售所持股份，按比例参与各种清算活动。

转让权及新股发行限制: 条款清单通常都会包括对转让股份和新发行股份的先发购买权，该条款表明，如现有股东想卖出其所持股份，其他现有股东享有优先购买权。

知情权: 该条款明确规定了哪些业务及财务信息是必须提供给优先股股东的，以及应在何时提供这些信息；这些要求披露的信息通常至少应包括未经审计的月度和年度财务报表。

对首次创业的企业家
向 VC 融资

首次创业的企业家往往会认为，不管是哪个行业，也不管是处于存续期中的哪个阶段，只要是好的创意和创新性企业，风险投资公司就会毫不犹豫地掏腰包。但事实远非如此。所有风险投资公司都有自己的投资重点，都会高度专注于某个特定的板块、技术、地域以及不可逾越投资限额或融资轮次。如果公司与他们的焦点或偏好互不匹配，再好的创意，他们也可能视而不见。因此，企业家应认真选择需要接洽的风险投资基金。尽职调查对双方来说都至关重要，创业家在选择风险投资基金之前，应要求对方提供以前被投资公司的推荐信；而和 VC 进行面对面的交流，可以让他们更清楚地体验与某个 VC 合作并接受其出资的感受。

除了专注于如何为自己的创业企业融资之外，创始人还要确定各轮融资的具体时间和规模。企业家必须权衡向外部投资者募集资金的需求和由此需要放弃的股权。我们不妨看看表 2.1，这是假设的创业企业融资过程，创业家在三年半的时间内进行了四轮对外资金，在这个过程中，公司估值逐渐提高。

表 2.1 创业企业在融资过程中考虑的因素

各融资轮的特点				企业家考虑的因素			
融资轮次	融资后估值 (美元)	募集资金 总额(美元)	本轮融资转让的 股权比例(%)	资金使用速度 (美元/月)	融资周期 (月数)	创业者持有的 股权比例(%)	每1%股份 的价值(美元)
种子轮	200万	15万	7.5	1.5万	10	92.5	2万
A轮	1 200万	200万	16.7	15万	13	77.1	12万
B轮	2 500万	300万	12.0	30万	10	67.8	25万
C轮	7 500万	600万	8.0	正现金流	不适用	62.4	75万

上述例子向企业家提出了一系列需要考虑的问题。首先，随着创业企业估值的提高，企业家可以用相同比例的公司股份筹集到更多的资金。其次，通过资金使用速度（burn rate），企业家可以筹划为实现下一个里程碑所需要的资金数量，并优化各融资轮次之间的时间。最后，在每一轮融资之后，创业者股权比例的减少可以清晰表明对外融资带来的稀

释效应。^①

有些公司创始人质疑以放弃大量股权换取风险投资是否值得。他们经常会考虑另一种替代方案：在企业发展早期阶段审慎运作，不吸收外部资金，而是通过节俭使用自有资金，实现企业有机增长，并试图推动收入尽快增长。随着“精益创业”^②（lean start-up）模式的兴起以及众筹等新型低成本资金来源的出现，这种替代增长路径已成为某些商业模式的现实选择。^③

什么是风险资本家？

布莱德·菲尔德（Brad Feld），得力集团（Foundry Group）执行董事

企业家们可能犯下的最大错误之一，就是假设所有 VC 都是一样的。我曾经无数次听到有人问：“我该如何筹集风险资本呢？”或是说，“我该如何和 VC 打交道呢？”“风险投资公司在和企业家的第一次会面中想看到什么呢？”“既然我是在向 VC 推介项目，那我应该怎么办呢？”而答案则大同小异——“我根本就不清楚，谁知道你遇见的是谁呢？”。这往往是他们最关切的问题，至少有一部分企业家是这样的。

VC 或是风险投资公司并不存在单一样式的模板。相反，每一家 VC 和风险投资公司都各不相同。不妨想想游戏《龙与地下城》（*Dungeons & Dragons*）（如果你没听说过 D&D，可以观看《指环王》系列电影中的任意一部）。有些风险投资家是小精灵，有些是兽人，还有一些则是巫师、法师或者食人妖。每个角色都有一套只属于自己的技能、武器、金钱和体验点。随着时间的推移，这些特征也会发生调整，增减或是演变。

VC 的形态多达几十种。每一种类型的 VC 都有不同的技能。它们在风格、信仰和个性方面差别甚大。它们的行事方法和理念都会受个性化既往经验的影响。更重要的是，它们的行为时时刻刻都在变化，而且会随着时间的推移而变得面目全非。

一家风险投资公司就是拥有不同原型的个别 VC 的集合。这些公司在形态和规模上差别很大。我所在的公司——得力集团，则是由若干相互平等的合伙人组成，并未引入其他专业人士。而其他风险投资公司则拥有多层次的投资专业人员包括股权合伙

① 请注意，不仅创业者的持股比例会因为后续融资而被稀释，以前投资者的持股比也会因为后来的融资而稀释。

② Reis, E. (2008).

③ Wasserman, Nazeeri, and Anderson (2012).

人、委托人、投资经理、分析员、常驻公司的创业者及业务合伙人。有些风险投资公司很小——甚至还有单一合伙人的公司，还有些公司则拥有十几位投资合伙人。有些公司侧重于业务经营（合伙人有强大的业务背景），另外一些公司则强调财务金融（合伙人中多为 MBA 和银行家），还有一些公司则属于混合型。

风险投资公司对被投资公司的进入点相去甚远。有些 VC 善于早期投资，有些公司倾向于后期投资。有些风投公司声称自己投资于“种子之前”的公司，有些公司则称自己是种子及公司的早期投资者。有些公司在公司已进入市场并开始扩大产品规模时便出手投资，而有些通常被称为成长型投资者的 VC 公司则喜欢在公司已明显成功且已进入扩张期时才会涉足。也有的公司喜欢在 IPO 之前成为最后一轮投资者，因而被称为后期投资者。当然，还有些公司则兼具多种风格。

公司投资的类别及其自我描述的方式同样也千差万别。得力集团采用的是我们在 2007 年率先提出的主题法。其他公司则使用已存在多年的行业法。一些公司只投资于和软件及互联网相关的公司，有些公司以清洁技术或生命科学为投资点。同样，一家 VC 公司可以多种不同，有时甚至是独一无二的方式在各种方法之间进行配置。

当你面对不同类型的个别 VC 时，你必须意识到，它们可能有着完全不同的技能和经验水平，因此，将这些类型组合到一家公司中，就类似于《龙与地下城》搏斗游戏中各角色之间的组合与互动。也就是说，你必须意识到，在这个领域，不存在代表性的所谓通用型 VC 或 VC 公司。

作为企业家，你必须认真研究你正在接近或沟通的人和公司。今天，互联网以及人与人之间的各种网络让这一切变得轻而易举，很容易使用网络和人们之间的所有网络连接的力量。如果你理解你正在面对的人、他们的动机、他们关心什么，那么，你就可以更好地把握他们，并且与之展开更有效的对话。

补充资料 2.3

风险投资以外的选择

另类融资渠道

风险投资基金并不是创业企业的唯一资金来源。形形色色的参与者可以为这些企业提供资本和专业知识，而且每个参与者都会有不同的价值主张。处于早期阶段的公

司可能会与多个参与者及 VC 公司合作，以促使企业获得一个良好的开端。

商业天使：作为富有个人，天使投资者使用其个人资金投资于处于萌芽时期的企业，或者说，投资于“创意”阶段。他们通常是来自创业企业所在行业且拥有丰富经验的专业人士，而且会积极参与塑造及开发公司的第一份商业计划书。^①

创业孵化器及加速器：这些载体的目的就是帮助创业发展和扩大业务。^②尤其对于首次创业的企业家来说，他们可能会发现，这些项目提供的结构、支持和指导极具吸引力。但要入选最好的孵化器或加速器要经历残酷的竞争，实际上，在每 1 000 名申请人中，只有不超过 10 名候选人会最终入选。尽管人们习惯于同时提到孵化器和加速器，但它们是有区别的：

- **孵化器：**孵化器指导企业家走过形成创意的第一步，并帮助他们在创意基础上开发商业模式。这些孵化器项目不设定期限，而且通常会为创业者提供办公室或合作工作空间、管理方面的支持和交流机会，并以此换取租金，在某些情况下，他们的目标则是创业企业的股权。孵化器通常由政府机构或大学赞助，而且一般不提供资金。
- **加速器：**加速器为已经拥有成熟概念而且正在考虑向 VC 融资的创业者提供短期的高强度课程，并为他们提供接触行业导师的机会。加速器项目成批接纳创业企业，项目的最终结果反映在“展示日”——参与者向一群潜在投资者推介他们的投资创意。大多数加速器为私人拥有，通常只提供少量种子资金来换取被投资公司的股权。
- **企业风险投资：**公司已成为一个快速增长的创业企业资金来源，而且正在与独立的 VC 基金展开面对面的竞争。企业风险投资（corporate venture capital, CVC）通常由不从事融资和投资业务的公司机构创建：英特尔资本、联合利华风险投资公司和谷歌风险投资公司是它们中的佼佼者。这些投资机构经常利用其母公司的专业知识，投资于母公司所在行业的企业。创建 CVC 计划的主要动机，就是尽早获得有助于推动（或阻碍）母公司战略目标的破坏性创新，而财务收益问题是次要的考虑。

本章小结

围绕如何解决一个问题或探索一个机会的创意而快速成长起来的公司，绝不是什么意思

① 有关天使投资者的其他资料，请参阅本章结尾的网页链接及参考资料。

② 读者可以在我们的官网（www.masteringprivateequity.com）上找到孵化器和加速器机构的目录。

外的巧合。创业公司要取得巨大成功，不仅需要高超技能的创始团队，还需要投资者提供资金和指导，在必要的时刻提出有价值的建议。本章从投资者和创业者这两个视角进行了剖析。当才华横溢的企业家遇到情投意合的风险投资合伙人时，就会迸发出耀眼的火花，造就巨大的创新和超乎寻常的收益回报。

基本学习要点

- 风险投资基金以投资换取创业企业的少数股权，并以创新突破现有产品和服务，从而实现业务的稳定、快速增长。
- VC 投资的特征是尾端回报，也就是说，一两笔“本垒打”式的成功往往就可以抵消以前的投资失败。
- 风险投资基金投资于特定的行业板块及公司发展阶段——从种子资金，到早期投资，再到针对后期阶段的投资。
- 在向风险投资基金募集资金时，企业家必须认识到，接受外部资金需要以放弃公司股权为代价。
- 了解融资期间谈判条款的未来影响至关重要的，尤其是对于首次创业者。

相关案例研究

摘自《私募股权案例》

案例 5：苏拉葡萄园（Sula Vineyards）：印度的葡萄酒——那怎么可能呢

案例 6：阿黛拉风险投资公司（Adara Venture Partners）：打造一家风险投资公司

案例 7：西拉杰投资公司（Siraj Capital）：投资于中东地区的中小企业

参考及补充读物

Babson (2013) Term Sheets in Early Stage Venture Capital Financing (BAB710C).

Chemmanur, T.J., Krishnan, K. and Nandy, D.K. (2011) How Does Venture Capital Financing Improve; Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface, *Review of Financial Studies*, 24(12): 4037-90.

Damodaran, Aswan, VC is About Pricing—Not Valuation, <http://aswathdamodaran.blogspot.com.ar/2016/10/venture-capital-it-is-pricing-not-value.html>.

Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S.N., and Strebulaev, I.A. (2016) How Do Venture Capitalists Make Decisions? (No. w22587), National Bureau of Economic Research.

Gompers, Paul A. (1995) Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital, *Journal of Finance*, 50(5), December, available at SSRN <https://ssrn.com/abstract=6971>.

Kaplan, S.N. and Lerner, J. (2010) It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital, *Journal of Applied Corporate Finance*, 22: 36–47.

Kauffman Foundation (2012) We Have Met the Enemy—and He is Us, http://www.kauffman.org/~ /media/kauffman_org/research%20reports%20and%20covers/2012/05/we_have_met_the_enemy_and_he_is_us.pdf.

Reis, E. (2008) . The Lean Startup.

Wasserman, Naom, Nazeeri, Furqan and Anderson, Kyle (2012) A “*Rich-vs.-King*” Approach to Term Sheet Negotiations, HBS.

有关投资条款清单的详细讨论，请参阅：

Feld, Brad, Venture Deals and his related blog <http://www.askthefvc.com/> .

有关天使投资、孵化器和加速器的资料见：

Accelerators vs. *Incubators*, <http://www.techrepublic.com/article/accelerators-vsincubators-what-startups-need-to-know/>.

Cohen, S, What Do Accelerators Do? Insights from Incubators and Angels, http://www.mitpressjournals.org/doi/pdf/10.1162/INOV_a_00184.

第三章 成长型股权基金

成长型股权基金（growth equity fund）填补了风险投资和收购投资之间的空白地带，因而成为对这两者的补充，为快速增长的成熟企业提供资金和支持，帮助它们实现发展过程中的转型性飞跃。在新兴市场进行交易的私募股权中，绝大部分为成长型股权。此外，在全球金融危机之后，发达国家市场的成长型股权投资也获得了新鲜动力，在债券市场关闭期间，它们为投资者提供了新的资金配置手段。

本章探讨了这种投资策略的本质性特征，描述了目标公司的属性以及成长型股权投资流程的独有特征。最后，我们深入研究了成长型股权投资者所寻求的少数股东权益。

成长型股权的定义

成长型股权基金投资于快速增长的企业（已度过初创阶段的公司），其目的在于取得被投资公司的少数股权。考虑到缺乏控制权，在投资者、现有所有权人和管理层之间建立强有力的合作关系和基于信任的伙伴关系，是实现预期目标的前提，即将公司推向新的发展阶段。上述关系如图 3.1 所示。

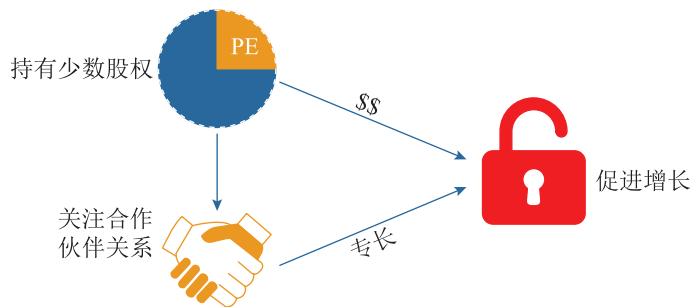


图 3.1 成长型股权特征的内涵

少数股权投资：成长型股权投资通常仅持有被投资公司的少数股权，公司对战略和运

营的控制权依旧属于现有的所有权人。成长型股权基金持有的股权通常主要由新发行股份组成，但也会有部分资金购买现有所有权人的股份，为其部分退出提供资金。只有很小部分的成长型股权交易会导致PE公司持有50%以上的股权，并由此通过取得大股东权利受益。在这种情况下，区分成长型股权和以实现控股为目的的一个关键要素，就是创始人和管理团队依旧在公司发挥积极作用。

新引入的PE投资者持有的公司少数股权，影响了投资过程的每一个方面——从持有期间的交易结构和经营决策到退出时采取的行动。从一开始，少数股东就必须了解大股东的动机，确保与基金的投资理念、进行扩张的基础以及调整规划保持一致，这一点非常重要。然而，即使拥有良好的工作关系并享有少数股东应该享有的权利，切实实行双方约定的计划并进行必要的调整，对少数股东来说依旧是一种极其严峻的挑战。

强调合伙人关系：在理想的情境下，公司的所有权人、现有管理层和新投资者会建立起一种成功的合作伙伴关系，他们以互补的技能帮助被投资公司取得优异的经营业绩。成长型股权投资者对财务有着特殊的敏锐性，尤其体现在资本结构的优化、公司收购和出售以及对资本市场和首次公开发行（IPO）流程方面的经验。此外，他们往往在商界和金融界拥有广泛的人脉，并在依照全球最佳实践建立公司治理结构方面经验丰富。总而言之，他们的能力可以对公司所有权人和管理层的运营知识及本地网络构成有效补充。

由于成长型股权的根本目标不在于为所有权人提供流动资金，因此，双方的经济利益是基本吻合的。此外，维持现有管理层的存在及其控制权，也有可能符合PE公司的最大利益，因为他们在业务经营和市场上的知识是投资者所没有的。因此，考虑到维护所有权人、管理层、供应商、客户及其他利益相关者之间现有关系的重要性，成长型股权投资往往对企业运营动态给予最小程度的干扰。

为确保工作关系的稳定，双方需要就增长和发展目标达成一致，从一开始就实现相互利益的一致性。清晰了解PE公司和目标公司的企业文化和业务运行方式，有助于调整管理层的期望，为双方制定切合实际的参与规则。PE投资者和现有的公司所有者都需要进行认真的相互选择，以确保双方在投资和管理风格之间实现互补。例如，习惯于手把手帮忙的积极型投资者应尽量避免投资于“封闭”性的家族企业，而习惯于被动参与的投资者显然不适合成为亟待重组企业的合伙人。

解锁增长：成长型股权基金投资于业务模式业经证实且未来前景极富吸引力的成熟企业。被投资公司通常处于扩张性经济体，且所在行业超过所在国的平均增长率，或处于已为破坏性创新做好准备的行业。成长型股权基金的资金及其行业和专有的运营知识可以为被投资公司解冻蛰伏的增长潜力、改善盈利能力和实现加速增长提供宝贵资源。

成长型股权基金的投资资金通常用于如下两个目的。

- 为被投资公司的具体增值项目提供资金。成长型股权基金通常会聘用一批经营合伙人，他们可以协助确定投资项目并推动价值的创造过程。比如说，可以使用注入资金实现国际扩张计划，开发新的产品线，提供营运资金实现规模效应，扩大现有基础设施，或是通过连续收购对分散性行业实施整合。公司应根据经验从众多潜在股权中选择最合适的成长型股权合伙人，落实实现价值创造最大化所需要的具体措施。
- 为公司的现有所有权人和创始人提供流动资金，协助他们简化公司股权结构。后者有助于降低针对公司的经济索取权的复杂性，并大大简化公司治理过程。例如，对于一家成功的创业企业，新的投资者可以取代早期投资轮进入的风险投资者（VC），或是替代家族企业中的一部分家族成员。

以名副其实的伙伴关系创造价值

J. 弗兰克·布朗（J. Frank Brown），泛大西洋投资集团（General Atlantic）总经理兼首席运营官

在成功的成长型股权投资中，合作伙伴关系往往是最容易被忽略的基础。很多快速增长的企业正处于发展过程中的拐点，此时，它们更需要一个开诚布公、有耐心的战略合作伙伴，帮助它们抓住新机遇、减低风险并为扩大业务模式做好准备，从而有效地管理和加速增长。对所有合伙人来说，最重要的一个方面就是利益的一致性；如果投资者和被投资公司齐心协力，共同打造一个旨在扩大规模和加速成长的成功企业——把握成长型投资的秘诀，那么，他们将因此而实现双赢。

为实现价值的最大化并创造出超额收益，投资者就必须在利益协调一致的基础上，采用基于合作关系的方式与企业家建立起真正的合作伙伴关系。但到底怎样的合作伙伴才算是名副其实呢？成长型投资取得成功到底需要哪些要素呢？

- **透明度和相互理解。**对处于快速增长的公司，投资者必须针对与公司当前及未来潜在增长轨迹相关的一系列因素达成一致，这些要素包括：公司可以增长得多快，公司将如何实现扩张，需要什么样的资金才能做到这些，谁是带头和领导的最优管理团队，等等。基于我们的经验，人是决定公司成败最重要的因素，而这就意味着，尽快找到合适的领导团队及员工至关重要。

- **短期计划与长期计划。**投资者和公司管理团队还需要就投资的第一年计划及更长期的计划达成一致，包括：如何为未来十年的下一个增长阶段做好准备？公司是否打算向其他市场以及其他产品或服务扩张？公司如何在员工和管理团队方面实现发展？目前公司还需要哪些尚不具备的能力，以及内部是否拥有带领公司培育这种能力的人才？
- **持续性参与。**投资者需要在投资的整个存续期内持续参与，投资团队在整个投资期内与被投资公司保持合作，而不是在交割时一手推开全部责任。他们应该与被投资公司保持联系，为其提供实现和维系增长所需要的有价值的建议、人脉和资源。成长型投资者扮演的最重要角色之一，就是成为企业家最值得信赖的伙伴，在所有方面为企业提供指导及最佳实践的范例，包括人力资本、收入创造和运营卓越性等。为了有效地做到这一点，投资者需要建立和利用一个全球性关系网络，帮助成长中的企业汲取各个行业和地区的最佳实践，建立世界级的领导团队和董事会，从而为企业扩大规模创造条件。
- **有助于强化结构的合作伙伴关系。**成长型股权投资公司的投资结构应与其被投资公司保持一致。比如说，在投资普通股时，我们通常采用最简单的清算假设，在无须过度结构化条款情况下为自己提供投资保障。为了让伙伴关系和合作的理念深深植根于企业，就必须激励投资团队为公司创造增值，收获果实，而不只是到处撒钱。比如说，我们的集体团队就代表了对资本的唯一最大承诺。这个团队的成员将他们自己的钱投入到我们参与的每一笔交易中，从而实现利益一致的终极目标。这个目标激励着每一个人，从我们与公司完成谈判并出资那一刻起，一直到退出投资，我们始终致力于打造一家成功的企业。
- **跨地域参与。**如果一家成长型股权公司业务遍及全球，那么，最优的激励机制就是调动全球各地的团队成员，共同帮助企业提升价值，推动企业的跨地域发展——这对将全球扩张作为主要目标的成长型公司来说至关重要。很多全球性私募股权公司在世界各地设有独立的基金，且各基金均采用独立的经营思路，并鼓励各基金的投资团队只关注所在地区的项目，但在泛大西洋投资集团，我们强调的是共同关注世界各地的成长型股权。我们拥有独一无二的全球投资渠道，这必将让我们的团队成员深受裨益。因此，不管被投资公司身在何处，也不管负责交易的人是谁，每一个人都随时准备并且愿意帮助被投资企业取得成功。

通过与快速增长的企业建立高度透明、利益协调、持久合作的伙伴关系，成长型

股权投资者必将取得独一无二的优势，通过稳定的合作机制，引导企业走上成长之路，提升到新的高度——并在这个过程中创造价值，实现收益的最大化。

成长型股权投资基金的目标

成长型股权基金主要投资三种类型的业务：处于发展后期的风险投资资助的公司、成熟的中小企业（SME）以及从大型集团分拆出来的企业。这些公司通常需要以较高的资本支出和更大的营运资金需求来维持其增长态势。按照它们的投资要求，几乎不允许为偿还债务预留任何自由现金流，而且公司的经营规模也制约了它们利用公开市场的能力。因此，成长型股权 PE 的注入可能是它们为加速增长筹集资金最可取的方式。我们逐一探讨如下这三类标的公司。

处于发展后期、由风险投资参与出资的公司：有些由 VC 出资支持的公司已建立起成功的商业模式，号称拥有稳定的市场地位，并通过稳健的运营实现盈利，对这类公司来说，成长型股权基金是至关重要的一个组成部分。在进入阶段之后，这些已取得收入和利润的公司需要更深层次的资本进行扩大运营，执行第二步或第三步增长战略。因此，引入成长型股权基金，是实现从创业企业转型为可持续、稳健企业的明显标志。和风险投资基金一样，成长型股权基金也会持续参与这些公司的多轮后续融资，而且有可能会随着时间的推移而取得控股权。

成熟的中小企业：有些成熟企业拥有独特的竞争优势和极具吸引力的发展前景，它们是成长型股权投资最完美的投资标的。这些公司通常拥有强大的市场地位、众所周知的品牌以及稳健可靠的网络。成长型股权基金的投资，往往代表着第一个也是唯一金融投资者对公司的参与。由于中小企业大多属于家族性企业或是由创业者拥有并控制的企业，因此，持有少数股份的外部投资者允许这些所有者或经理人继续维持对董事会及公司日常运作的控制权。这有别于处于发展后期、由风险投资支持的成功企业，对后者而言，创始人往往要在早期的融资中放弃大量股权及公司治理权。

分拆企业：对于适合于剥离或分拆的大公司，有时也会成为成长型股权投资者的目标。在这些情况下，公司最初通常会维持对该部门的控制，只是增加由 PE 投资者提供的资本和

专有知识，以促进增长，并在公司最终决定进行独立运营时，为股权顺利移交给新的投资者（包括公开市场）铺平道路。这些投资标的往往难以取得资金和人才，这就为它们在母公司以外的新所有权及治理结构下取得更大提升创造了空间。

补充资料 3.1

新兴市场的成长型股权

如前所述，成长型股权投资的一个重要特征就是在新兴市场的盛行。PE 人事经常会惊讶地发现，在新兴市场，超过 3/4 的 PE 交易是对成熟型中小企业的少数股权投资。这背后的原因在于：在这些市场处于经济高速增长时期，发展势头最好、最有吸引力的公司绝大多数为家族企业，它们仍处于由家族第一代或第二代的管理和控制之下。这些创始者往往不情愿放弃对公司的控制权。但经过几十年的快速增长，这些企业的固有基础大多已发生变化，而且公司治理结构也亟待改革。经验丰富的成长型股权基金可以帮助它们改造董事会，实现董事会的专业化，引进有经验的中高层管理人员，并以更合理的视角认识企业，为子孙后代的成功奠定基础。

成长型股权投资的流程 特殊要素

典型的成长型股权投资流程有别于其他形式的 PE 投资。从交易搜索到价值创造再到退出，在这个过程中，了解成长型企业的需求都需要某些特殊的能力。

交易搜索和尽职调查

确定成长型股权基金的目标并非易事：与寻求控制权的交易相比，对成熟型中小企业进行少数股权投资对中介参与的需求较少，而且最有吸引力的标的公司很少会接受外部投资者的资本注入。因此，寻找成长型股权交易往往需要强大的专有网络；与公司的所有人建立关系，阐明投资的必要性并最终完成交易交割，可能需要若干年的时间。通常，这些企业不会明确表示需要以外部资本来维持现有商业模式，因此，说服公司所有者敞开大门、接受外部资本注入就成为成长型股权投资者义不容辞的责任。

在确定了合适的目标公司之后，很多寻求成长型企业的投资者会发现，投资目标缺乏有效的监测和报告结构会加剧现有所有权人与新投资者之间的信息不对称问题，这就让 PE 公司在尽职调查、估值和谈判中处于劣势。而对于由 VC 出资且处于发展后期的目标公司来说，由于信息透明度较高，因而其面临的挑战也略有不同：虽然多家成长型股权基金参与竞争会加速融资过程，但同时也要求投资者在信息不完整的情况下迅速做出决策，并接受由竞争动态或市场力量决定的估值或条款。

面对强大的企业家和创始人，进行成长型股权交易的谈判可能会非常艰难，因为决策的焦点往往是外部人难以识别的非经济利益。然而，投资前阶段是 PE 投资者影响公司战略的最佳时机，他们可以在这段时间里向管理层展示自己的优势，并以潜在的新资本提供者的地位影响公司的股权架构。

成长型股权交易的交割和执行往往比更复杂的收购交易容易些；较少使用杠杆，而且参与交易的当事人数量不多，会大大简化谈判、信息收集、资料审核和交易交割等环节。

价值创造

不管成熟的中小企业、风险投资出资的公司还是分拆后的企业，成长型股权投资公司在价值创造方面的能力基本相近。由于成长股权投资者很少使用负债放大股权回报，因此，他们关注的是如何（通过战略、运营和财务方面的举措）完善公司运营以及企业的专业化和公司治理的最优化，如图 3.2 所示。^①

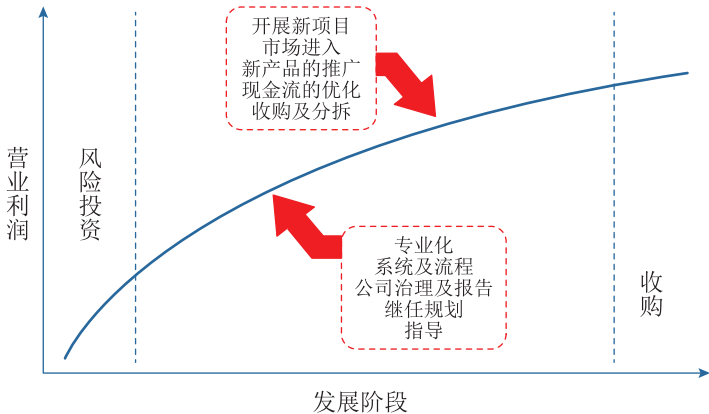


图 3.2 成长型股权投资的价值创造

^① 要进一步了解私募股权公司为改善持有期间被投资公司业绩而采用的工具，请参阅第十三章“运营价值创造”。

专业化治理及业务流程为实施价值创造措施提供了不可或缺的支柱。考虑到由 VC 投资的公司最初通常拥有精益化的架构，以及中小企业在资源方面受到的限制，控制这些业务运行和决策的很多架构及流程以前都是以个案方式实施的，因而缺乏系统性和可持续性。因此，改善报告架构和信息流管道，对人力资源和资本进行专业化管理，是这些公司维系固有优势并实现下一个增长阶段的基本前提。通过指导当前管理层以及为公司继任规划寻找顶级人才，PE 投资者可以为公司创造新的价值。除了借助于 PE 公司固有的社交网络之外，信守承诺的新股东也向市场发出了一个强烈信号，而这或将有助于公司不断吸引新的人才。

在与公司的所有权人及运营者合作时，PE 投资者必须现实看待他们在持股期间可以实施的变更数量。尽管契约权可以维护和保证投资者的权益，但基金执行争议性重组及成本削减计划的能力，依旧会受到其少数股权地位的制约。

退出

和大多数 PE 投资者相似，成长型股权基金的目标也是 3 ~ 7 年内退出投资。虽然公司的发展轨迹可能与商业计划相符，但寻找愿意接手少数股权的买家仍然不是一件容易的事情。有的时候，持有大多数股权的所有者也会和成长型股权基金同步退出，让公司成为战略性投资者的理想收购目标，毕竟，战略投资者通常需要取得控股权；但这种情况大多属于例外，而不是常态。更有可能的是，成长型股权投资者会自行出售，比如说，通过二次市场销售给另一个 PE 基金，或是由创业者回购。

大的被投资公司可以选择上市路径：一方面，公开上市可以让所有权人继续持有控股权；另一方面，PE 投资者可以在上市期间或上市之后卖出其持有股份。类似机制也适用于对上市公司股权的私人投资，它是某些司法环境下成长型股权基金的一种常见结构。考虑到公司已上市，成长型投资者可以通过出售股份而退出投资。

股东之间的分歧可能会导致退出过程复杂化。估值预期的差异以及保住家庭成员职位或保护公司遗产等非经济因素，往往会让退出过程充满争议和矛盾。此外，仅持有少数股权的地位，可能会让私募股权公司难以尽心尽力协助被投资公司出售股权。因此，尽早澄清退出方式并起草必要的文件，以确保相关各方知悉未来计划并达成一致，对减轻这些风险并减少利益冲突至关重要。

少数股东权益

为缓解少数股权带来的风险，成长型股权投资者必须为明晰股东权益与公司所有权人进行谈判，以便于监督其被投资公司、影响公司进程，消除或缓解与大股东的潜在利益冲突。之所以要在谈判中明确小股东的权利和保护措施，是为了确保投资者的利益得到明确表达，并使之与公司所有者的利益保持一致。为此，可以采取强制性实施的合同条款；应尽早对这些条款展开谈判，比如说，在提交投资意向书或条款清单时就提出这些条件，并在投资后的公司股东协议修订案予以明确。^①图 3.3 为少数股东投资者可以采取的部分保护性契约方式。

被投资公司所在地的法律法规和现有判例法为少数股东提供了重要的安全保护措施，减少少数股东遭受不公平待遇的风险或确保其权利的落实。投资者可向法院提出诉求，阐明控股股东在公司运营中采取了不公正对待少数股东的做法：比如说，未及时分享财务信息，以不公平的方式处理关联公司事务，高管层（或家族成员）缺乏应有的能力等。这样，法院就可以要求控股股东停止这些活动，批准少数股东采取民事诉讼程序，或是要求控股股东收购少数股东持有的股权。

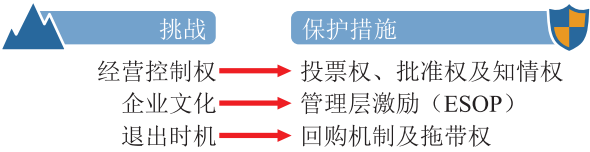


图 3.3 少数股东面临的挑战及应对措施

经营控制：尽管与成长型股权投资相关的治理条款千差万别，但大多包括派驻代表出席被投资公司的董事会以及某些反控制和审批权。此外，成长型股权投资者还可以寻求取得与其所持股份不成正比的投票权，以强化其执行战略和运营变革的能力，以及为公司成功退出创造条件。反控制和审批权使得成长型股权投资者得以控制的决策权覆盖经营和资本预算、公司层面的高管调整、兼并收购和资产剥离、增加新债务和发行新股、调整战略规划以及拓展新业务线等。知情权可以确保少数股东能够及时获得重要公司行动的资料和提前通知。总而言之，这些合同条款可以让成长型股权投资者阻止公司采取有损其利益的行为，突出了通过与所有权人建立高效合作关系来推动公司价值创造的重要性。

^① 有关 PE 交易的流程和相关文件的更多信息，请参阅第十章“交易文件”。

管理层激励：在仅拥有优先经营控制权的前提下，成长型投资者应力求通过财务激励来加强与管理层的协调性。将管理层持股或期权计划与主要经营和财务指标联系起来，有助于强化管理层对公司发展与投资者目标相一致的关注。最理想的情况是，只有在 PE 基金退出后，才向管理层支付股份，以确保兑现股权激励与投资者实现收益在时点上保持一致。为吸引高素质人才，实现管理专业化并推动公司下一阶段增长，股权激励计划往往会成为一项不可或缺的措施。

流动性：作为少数股权的投资者，成长型股权基金缺乏在退出时控制控股股东的权力。保护自身利益的部分合同条款包括：允许基金按预先确定的最低价将所持股份回售给控股股东，或者明显未达到业绩指标的情况下，基金有权启动 IPO 等流动性事件。此外，保护性措施还可能包括拖带权（drag-along rights）条款，即如果有第三方准备收购投资者持有的股份，投资者有权要求其他股东共同向第三方转让股权。

本章小结

成长型股权已逐渐成为 PE 行业的一种公认策略。在很多情况下，特别是在新兴市场，企业通常由家族的第一代或第二代拥有并管理，这就使得少数股权投资成为这些家族企业追捧的目标，特别是那些拥有相关行业专业知识及新（海外）市场开拓能力的投资者。考虑到他们对合伙人关系的严重依赖以及公司创始家族的合作关系，我们不难发现，成功的私募股权公司尤其关注与公司建立持久关系，并致力于打造良好的声誉。在可投资者资金充裕的时代里，即便是传统的收购基金，也可以染指少数股权投资，以实现及时有效的资产配置，这在业内已不是什么秘密。

基本学习要点

- 成长型股权基金投资于快速增长的成熟企业，在换取少数股权收益的同时，与公司的全体利益相关者（尤其是控股股东）建立牢固的合作伙伴关系。
- 除提供资本之外，成长型股权基金还为被投资公司提供第一手的技术支持，参与企业的发展、专业化运营及业务扩张。
- 对于成长型股权投资来说，维护其少数股东权利至关重要，特别是实现未来退出。

相关案例研究

摘自《私募股权案例》

案例 7: Siraj Capital: 投资于中东地区的中小企业

案例 8: 新兴市场的私募股权: 经营优势能否提升退出价值?

参考及补充读物

Achleitner, Ann-Kristin, Schraml, Stephanie and Tappeiner, Florian (2008) Private Equity Minority Investments in Large Family Firms: What Influences the Attitude of Family Firm Owners?, <https://ssrn.com/abstract=1299573> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1299573>.

Amess, K., Stiebale, J. and Wright, M. (2015) The Impact of Private Equity on Firms' Innovation Activity, ISSN 2190-9938 (online).

Boucly, Q., Sraer, D. and Thesmar, D. (2011) Growth LBOs, *Journal of Financial Economics*, 102(2): 432-53.

Davis, S.J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J. and Miranda, J. (2014) Private Equity, Jobs, and Productivity, *American Economic Review*, 104(12): 3956-90.

Mooradian, P., Auerbach, A. and Quealy, M. (2013) Growth Equity Is All Grown Up, Cambridge Associate US Market Commentary, June.

Schneider, A. and Henrik, C. (2015) Private Equity Minority Investments: Can Less Be More? Boston Consulting Group, accessed here https://www.bcgperspectives.com/content/articles/private_equity_minority_investments_can_less_be_more/.

第四章 收购

从 20 世纪 60 年代的最早期小规模收购开始，直到近年来的超级交易，收购已成为全球投资中最重要的一个部分。这期间既有令人炫目的成功，也有让人大跌眼镜的溃败，使得投资者、政府、监管机构和媒体对收购型基金公司既爱又怕。

公众对收购交易的看法是周期性的：随着主流宏观经济形势或是意识形态的变化而起伏波动。然而，控股权的交易无疑为再造被投资公司的业务并推动各层面的变革创造了机会。毋庸置疑，它们必将给整个经济带来重大影响。

本章首先明确了收购的三个基本要素，而后分析了杠杆收购^①（LBO）中的典型融资结构。之后，我们继续探讨各类收购中的主要利益相关者，并对常见的收购策略进行总结。

收购（buyout）的定义

收购基金通过收购公司的控股权，以达到重组被收购公司财务、公司治理和经营特征的目的。但尽管拥有控制权，收购型投资者依旧需要主动与形形色色的利益相关者（从管理层到债权人）共同努力，通过提升被投资公司的价值创造来执行其投资策略。

收购策略的定义包含了三个元素：股权控制、杠杆和经济利益的协调。如图 4.1 所示，在这些要素中，每一个要素均为收购基金提供了影响目标公司战略和经营决策的手段，以实现投资收益的最大化。

股权控制：在典型的收购中，PE 基金将取得被投资公司的大部分经济利益和投票权。控制性权益并不意味着一定要拥有 100% 的股份，实际上，在某些情况下，只需持有不到 50% 的股份即可成为公司的控制者。在这种情况下，收购基金有权通过董事会决定公司的战略和经营决策。在持有少数股权时，可以通过利益一致的投资者结成联盟或股东协议中的特定条款形成事实控制。

^① 为简单起见，我们认为杠杆收购（LBO）的内涵等同于“收购”。

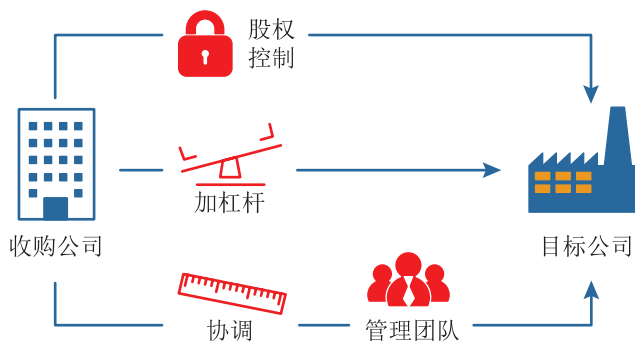


图 4.1 收购特征的确定

在取得控制权之后，收购基金可以提高公司资本结构中的债务比例（即加杠杆），扩大或取代被投资公司的管理团队，重组公司治理和报告结构，推动业务改进，以及在整个持股期间对整体业务进行专业化改造。取得控制权对于筹划投资退出至关重要，因为收购型投资者可以通过必要的公司治理升级，在确保战略协调的前提下适时授权公司通过加大投资支出，让被投资公司在出售时处于最佳状态。

鉴于拥有这些优势，取得一家公司的控制权往往需要支付更高的价格（“控制权溢价”），特别是以收购让上市公司退市的情况下，代价会更高。^①

杠杆：大多数收购均采用 LBO（杠杆收购）结构，其中，完成收购所需要的大部分资金通过债务形式取得。在被收购之后，被投资公司的资本结构中往往包括 50%～75% 的债务，其余为股权融资。^② 目标公司的负债能力取决于若干因素，包括整个行业的现金流的稳定性、创造经营现金流的能力（现金转换率）、市场形势以及收购方的声誉（即作为早期交易中的借款人）。在投资过程中，收购基金需要分析一系列经营情境，以确保交易采用的杠杆率最优化，在此基础上，假设各种最不利的情境，寻找降低投资风险的途径。^③

在采用收购价格假设的条件下，杠杆收购的最大好处，就是能为收购基金带来更高的股权收益率。加杠杆的资本结构可以减少为取得收购资金所需要的股本金数量，从而提高投资者的资本收益率。但由于大多数股权交易都具有竞争性，因此，杠杆交易的很大一部分好处由卖方享有，因为在不采用杠杆融资的情况下，收购方能接受的购买价格肯定会大打折扣。

① 有关交易定价和上市公司退市的更多信息，请参阅第八章“交易的定价机制”。

② 20 世纪 80 年代初，早期的收购交易采用了较高的杠杆率，个别情况下甚至超过 90%。随着 PE 行业的成熟，收购性投资的杠杆率开始下降，并最终停留在较低水平上。在某些地区，新法规的出台已导致超过一定水平的杠杆率不再经济。

③ 有关收购中的融资结构最优化问题，请参阅第七章“目标公司的估值”。

因此，一方面是卖家占有大部分实惠，另一方面，买家则要面对收购成本的高企以及偿还债务（包括每年支付的利息和还本）所需现金流的增加。但负债的增加显然会让被投资公司易于遭受外部冲击，从而增加了公司陷入财务困境甚至破产的风险。

高杠杆资本结构的影响并不完全是负面的：事实已经表明，在杠杆收购后，财务危机风险的增加对管理层具有约束性。偿还债务的强制性要求会减少可用于资本投资的自由现金流，并强迫管理层优先考虑净现值较高的项目。^①

最后一点，与债务融资相关的合约引入一种监督和预警机制，有利于尽早发现公司业绩下滑的迹象。违反这些合约会触发一系列赔偿措施，从而维护了债权人持有者对被投资公司的经济诉求，让他们得以在企业可持续性遭遇风险之前采取措施。^②

经济利益的协调：调整被投资公司管理团队的经济利益并使之与基金保持一致的能力，是 PE 收购取得成功的基本动力。^③ 通过管理层的薪酬计划，为高管人员提供目标公司的股权，从而让他们有机会分享成功退出带来的收益上涨。通常，所有参与股权激励计划的高管人员都要做大额跟投。因此，在管理层以所有者身份参与收购时，PE 基金的财务收益最大化目标自然是与执行基金投资计划并管理被投资公司日常业务的高管人员达成一致。

在股价上涨时，这种结构的薪酬计划自然可以放大管理层的潜在回报，但它也会带来风险。如果投资业绩如愿以偿，那么，管理团队的“甜蜜权益”和股票期权创造的收益将是 PE 基金已实现收益的若干倍，但如果业绩未能达到预期，那么，管理层跟投的股份就有可能化为乌有，原因就在于管理层的激励性股权在优先级次上低于 PE 基金。在这种情况下，在被投资公司的资本结构中，由于 PE 基金持有的股权对归属于股东的收益享有优先收益权，因此，在业绩不达标的情况下，尽管它们可能无法收回全部投资，但其股权至少还是有价值的，而管理层持有的股权则有可能分文不值。

杠杆收购的融资

在杠杆收购（LBO）中，投资者收购的资金来自基金提供的股权资本和诸多贷款人提

① 研究发现，在面临破产风险时，债务会导致管理者出现风险厌恶倾向。

② 有关银行融资及相应合约的更多详情，请参阅第九章“交易架构”和第十章“交易文件”。

③ 有关管理层激励结构的详细示例，请参阅第十二章“管理团队的维护”。

供的债务资本。^① 尽管不同交易采用的具体工具各不相同，但典型的杠杆收购融资包括优先级债务、次级债务和股权资金。

股权融资和债务融资提供的资金被用于为收购目标公司的股权，偿还目标公司的现有净负债，并支付收购带来的相关成本及费用。图 4.2 是一个收购资金来源和用途的简单示例。

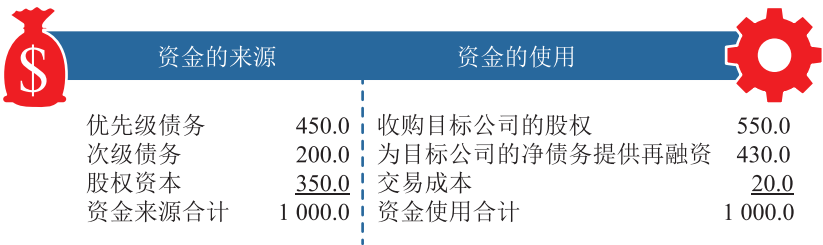


图 4.2 收购中的资金来源及使用

优先级债务 (senior debt) : 优先级债务通常由一家或多家银行发行，它是杠杆收购中最主要的债务。这类债务也是融资成本最低的长期资金来源，因为在破产情况下，它对公司资产拥有优先索取权。通常，这种债务以公司的具体资产为“担保”，从而进一步强化了优先级债务人的破产请求权。此外，在所有债务工具中，优先级债务的期限最短（5～8 年），而且要按年度支付现金利息，因此，它是资本结构中约束条件最苛刻的债务。优先级债务通常采用分层融资，其中一层分摊为按年度还款（全部余额在贷款期限到期时支付）；其他层级则是在到期时一次性支付本金。

次级债务 (junior debt) : 收购中的其余债务融资全部来自次级债务。最常见的次级债务形式就是私人机构市场上的夹层融资以及政府债券市场的高收益债券。这一层级的债务无担保，因此，在发生破产时，次级债务的受偿权排在优先级债务之后。次级债务工具的期限长于优先级债务，通常为 8～10 年，支付年度现金利息，在某些情况下还可能支付额外的非现金利息。次级债务通常在到期时一次性偿还本金。

股权资金: 股权资金通常占杠杆收购融资总额的 25%～50%。收购中采用的股权资金可能来自单一收购基金或是基金、管理团队成员及 LP 两个投资者组成的财团。股权资金是优先级别最低的融资工具，在破产或重组时，仅对经营性现金流和公司资产拥有剩余索取权。收购采用的股权融资工具通常分为优先股或股东贷款（通常占已投资股权资金的大部分）和普通股。PE 基金通常持有绝大部分甚至是全部优先股，而管理层则是大部分普通股的持有者。

① 有关 LBO 债务工具的其他信息，请参阅第九章“交易架构”。

补充资料 4.1

收购估值和价值驱动因素

这个例子解释了“标准”杠杆收购的机制，并剖析了公司和股权两个层面的价值创造。此外，在这个例子中，我们还可以看到如何对收益进行分解，并与收购中的各基本价值驱动因素的一一对应关系（见图 4.3）。^①

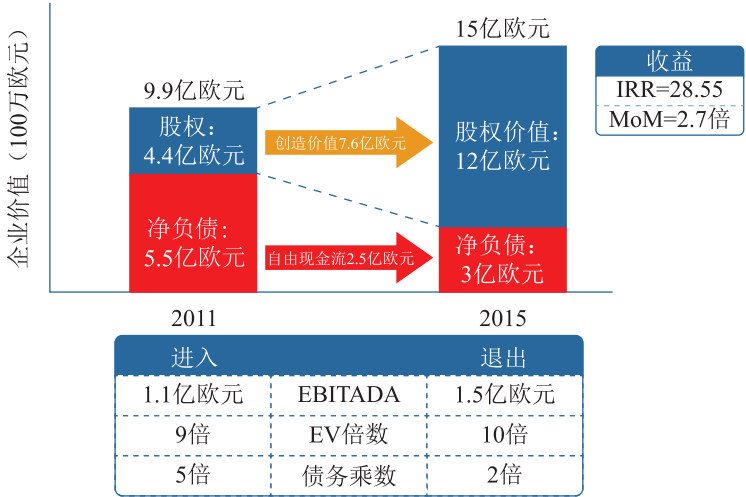


图 4.3 收购过程的估值及收益

假设，一只 PE 基金在 2011 年收购一家公司，且目标公司在扣除利息、税收、折旧和摊销（EBITDA）前的利润为 1.1 亿欧元。双方已就收购价格或称企业价值（enterprise value, EV）进行了谈判，并最终确定为 9.9 亿欧元。也就是说，相当于 EBITDA 的 9 倍。和所有典型的杠杆收购一样，收购使用的大部分资金来自债务融资，约为 EBITDA 的 5 倍——或者说，收购价格中的 55% 来自债务融资，剩余部分则以股权资金支付。

在接下来的 4 年中，被收购公司 EBITDA 的年均增长率约为 8%，并最终达到 1.5 亿欧元。但最重要的是，在此期间，该公司取得 2.5 亿欧元的自由现金流（扣除投资和融资成本），使得公司所有权人可以偿还部分债务。

有了这样一家业绩优良的公司（这可能得益于经济形势的普遍改善），PE 基金得

① 有关运营性增值来源的更多信息，请参阅第十三章“运营价值创造”。

以在 2015 年按 10 倍于 EBITDA 的价格出售这家公司。从 15 亿元的企业价值中减去尚未偿还的剩余债务，我们可以得到公司的股权价值（净资产价值）为 12 亿欧元，相当于投资资本的 2.73 倍。考虑到持有期为 4 年，因此，这笔投资的内部收益率（IRR）为 28.5%。^①

值得注意的是，处于这一时期的企业价值每年“只能”实现 11% 左右的增长率，这清晰地体现出收购交易中的回报杠杆效应。总而言之，借助图 4.4 所示的各价值驱动因素，创造出了 7.6 亿欧元的股权价值。

创造的价值	=	EBITDA 的影响	+	估值倍数的影响	+	净债务的影响
7.6 亿欧元	=	3.6 亿欧元	+	1.5 亿欧元	+	2.5 亿欧元
(100%)	=	(47%)	+	(20%)	+	(33%)

图 4.4 影响收购价值的动因

在这个例子中，股权价值的 47% 来自 EBITDA 的增长（即投资退出时的 EBITDA 减去开始投资时的 EBITDA × 开始投资时的倍数），20% 来自倍数的增长（即投资退出时的倍数减去进入时的倍数 × 退出时的 EBITDA），剩余的 33% 来自净债务减少的 2.5 亿欧元。^②

一种差异化方法——购买权和尽早创造价值

安德鲁·西利托（Andrew Sillitoe），欧洲最大的私募股权投资机构安佰深投资公司（Apax Partners）联合创始人，Tech&Telco 团队合伙人

市场上的 LBO 投资通常采取两种截然不同的方法：第一种方法是投资于可持续增长；第二种方法可以称为“购买权利并尽早创造价值”。

在本质上，第一种方法只提供一个价值创造杠杆——即 EBITDA 的增长。这种做法可能会导致投资价格高涨，其依据的理由就是极度乐观的五年期高增长商业计划，尽管这种预测可以得到令投资者满意的 IRR，但最终的结果往往是不太可靠、前轻后

① 简化的计算方式不包括进入或退出时产生的交易费用。

② 这种拆分方式未考虑改善乘数及债务支付情况对潜在 EBITDA 增长的影响。

重的收益。支付的溢价倍数较高，而且太多发生在过多资本追逐过少交易的时候，这种情况意味着，在投资的前两个年头里——或者说整个收购中可预测性最强的一段时间，为维持现状，收购方实际上只能一味地捂包，并按考虑到利润提升后的溢价收购投资项目。如果市场判断不正确的话，投资者面对的形势可能会更糟糕。这种情况会大大削弱投资在前两个年头里的收益能力，并将收益推迟到不确定性更高的以后年份。

考虑到需要以大量的股权和债务为收购提供资金，因此，支付的高溢价会严重降低收益倍数增加的概率，并且去杠杆带来的影响则有可能降至最低。因此，按照这种前轻后重的收益模式，很有可能会导致投资者失望和投资失败成为大概率事件。

第二种方法是“购买权利并尽早创造价值”，它强调的是投资时的倍数而非内部收益率（IRR）模型，按不超过内在价值的价格购买资产，并寻找机会，通过在投资周期中尽早发挥价值倍数杠杆的作用，合理安排价值创造过程。如果能得到妥善执行，这种方法可以尽早达到投资的安全边际，它强调的是在投资进入时既取得适度倍数，以防止资产估值持续下降带来的风险，并在条件成熟时尽可能地扩大价值倍数。

躲避主流资产并坚持差异化，有时甚至是反向投资的理念，就很容易发现这样的机会。但这种差异化投资方式不易执行，而且有时可能会带来其他风险，虽然说这些风险在本质上更可控。总体上看，它需要满足三个关键条件：

- （1）拥有众多差异化投资机会的项目管道；
- （2）具有通过自主判断避免人云亦云的跟风效应；
- （3）拥有实现企业转型的工具。

差异化的机会

策略必须得到严格执行，而且要拥有经常说“不”的决断力。它需要有大量而丰富的机会得以做出选择，并通过行业专长创造出高质量的差异化的交易流。此外，这种方法更适用于全球性运营，因为这有利于增加价值套利的机会，创造全球性扩张（通过有机增长或并购）的潜力，从而在全球范围内实现退出机会的最优化。

避免跟风

行业专长至关重要——在宏观层面上，它能帮助投资者找到被低估值的细分行业；在微观层面上，可以为投资者识别出被市场忽略的个别企业。这需要一种透过显而易见的表面，去捕捉“不被看好”的机会，并采取差异化甚至是反向的视角。

实现企业转型的工具

确保企业拥有最高效的高级团队是投资的首要任务。因此，对于私募股权公司在运营技能方面的要求，应该是以具体的职能性专长协助管理团队追求业务潜力的最大化；因为强大的管理团队绝不需要泛泛的管理建议，相反，他们最需要的合作伙伴，应该是能帮助他们解决关键业务问题的人。双方在投资前就转型计划达成一致，对于确保该计划的顺利实施至关重要。

从本质上说，只有发现购买权利的好时机并尽早开始创造价值，才能将伟大的资产转化为伟大的投资。

收购中的管理团队

一个强大的管理团队是收购成功的最关键因素。作为控制性股东和收购方的投资者，拥有选择合作团队的充分自主权。要保证收购过程顺利进行，各方以建设性方式参与到收购后的运营，一个重要前提就是管理层能否与收购公司中的相应合伙人伙伴建立密切合作。根据管理团队在收购过程中的参与度，我们可以划分出几种类型的收购——即内部管理层收购（Management Buyouts, MBOs）、外部管理层收购（Management Buy-Ins, MBIs）和机构收购（Institutional Buyouts, IBOs）。^①

内部管理层收购（MBO）：在MBO中，现任管理团队利用收购基金的资金支持，发起对公司或公司业务部门的收购。在这种收购模式中，PE公司可以充分利用管理团队对目标公司的了解，从而形成其他利益相关方所不具有的明显优势。由于内部管理层熟悉公司业务，并且已经和内外部公司的利益相关者建立起关系，因此，当管理层试图利用MBO带来的新增长机会时，MBO交易或许会更具吸引力。在MBO中，收购过程通常由内部管理团队牵头，主要资金来自收购基金，此外，重复性收购者还会提供部分结构化专业知识。虽然成功的MBO可以为管理团队提供良好的创业环境和收益，但失败的MBO则有可能导

^① 除本节讨论的三种主要收购形式之外，实践中还可以采用三种策略的各种组合。比如说，在“外部管理层收购”中，由PE为收购提供资金，且现有管理团队得到新团队成员及合作伙伴的支持。

致高管层、现有的所有权人及公司员工分崩离析。

外部管理层收购 (MBI) : 在 MBI 中, 收购基金与外部管理团队合作, 共同实施对被投资公司的收购。如收购成功, 拥有公司股权的新管理层将取代现任管理团队。最典型的 MBI 目标往往具有良好的增长前景与合理的商业模式, 但缺乏有效的管理。得益于既有的关系, 收购方通常会与有成功经验的 MBI 管理团队在过个项目上展开合作。但这种模式也有缺陷: 由于收购基金不能充分利用发挥管理层的洞见, 所以 MBI 通常需要较长时间的尽职调查; 此外, 还需要解决外部新管理团队与现有员工之间的冲突。

机构收购 (IBO) : 在 IBO 中, 收购由私募股权公司发起, 而无须现任或外部管理团队的支持。因此, 收购基金直接与卖方展开谈判, 在对收购条款达成协议之前, 很少或根本没有得到任何管理团队的支持。交易完成后, 收购基金可能会保留现有管理层, 也有可能更换管理团队, 或是选择性地在此类团队中增加新人选。IBO 在大中型收购交易中最常见的形式。

整个行业必须警惕对原本价格稳定的资产支付过高的溢价, 因此, 投资者必须取得差异化的投资机会, 采取强大的价值创造策略, 深度挖掘隐藏价值——这无疑是打开持久性绝对回报的黄金钥匙。

收购交易的类型

收购公司的目标涉及多种所有权结构的对象, 包括私人公司、单体企业、上市公司、大型公司的业务部门以及政府机构出售的资产等。虽然杠杆收购的标的大多可带来稳定的现金流以偿还债务, 并拥有强大的市场地位, 但收购基金可动用的价值创造杠杆往往因标的的来源而异。我们将在下文中描述收购基金采用的最常见策略、作为收购标的所具有的类型特征以及常用的价值创造杠杆。

上市公司的私有化 (Public to Private) : 对公开上市公司的收购通常采用以上市公司为标的的退市, 从而实现私有化的方式 (P2P), 简称私有化 (take-private)。对上市公司进行私有化的主要动机, 就在于降低单一所有者情况下的代理风险——即公众股东 (委托人) 与公司管理团队 (代理人) 之间激励不一致代理的利益冲突, 并实施旨在强化管理团队责任的治理结构 (见图 4.5)。此外, 让上市公司退市还可以消除与公开披露报告相关的成本, 避免上市公司过度强调短期季度收益性的习性, 引导管理层放开事业, 关注长期价值的创造。上市公司私有化还可以让公司承担更高的杠杆。PE 公司对价值创造潜力的认同体现在私募股权基金为公司退市而支付的 (有时是巨大) 的收购溢价上。

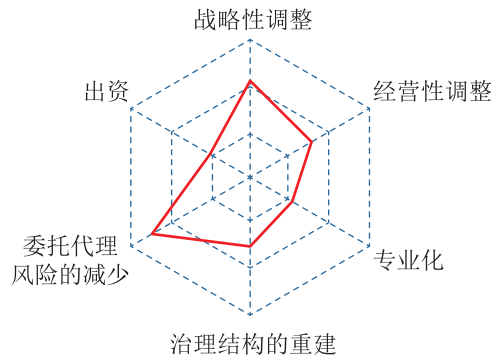


图 4.5 PE 的增值源泉——上市公司的私有化

分拆 (carve-out) : 收购基金经常会收购一家公司旗下的某个部门、业务单元或子公司，并将其确立为一家独立的公司。譬如，如果某个业务单元已不属于公司战略的核心，或是在公司并购中未被成功整合，那么，就可以针对这个业务单元采取分拆策略（见图 4.6）。

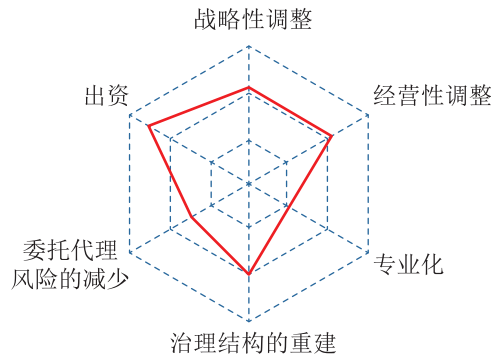


图 4.6 PE 的增值源泉——分拆

这些部门往往没有得到高层管理人员的充分关注，相对其他更有活力的业务单元而言缺乏适当的资金或人才，而且由于成本结构不合理或管理费用分配不准确而出现次优化结构。当这些部门被分拆并形成独立公司之后，PE 公司可以为新的独立企业制定更有效的策略，为它们开启价值创造的大门，建立有效的治理机制和控制体系，并为其扩大业务运营提供充足的资金。

国有企业的私有化 (privatization) : 政府的私有化计划为收购资金提供了丰富的收购目标来源。通过更新企业的经营模式，解决公共部门的系统成本效率低下问题，为企业增长提供新鲜血液，将管理层的关注点转移到利润最大化的目标上，就有可能让国有企业释放出巨大的价值潜力。但在这个过程中，也可能会牺牲国有企业传统上的非财务目标（见

图 4.7)。此外，PE 公司还可以通过更先进的治理结构，向整个组织的员工授予更大的权力，从而以新的决策流程来创造价值。

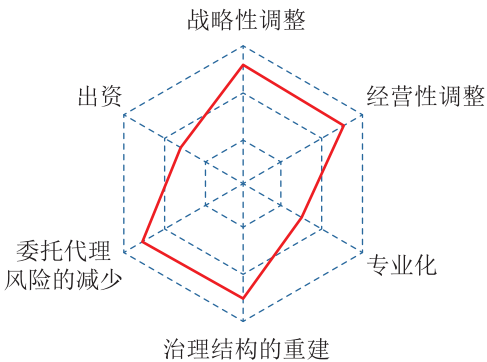


图 4.7 PE 的增值源泉——私有化

家族企业：私有家族企业^①是最受收购基金欢迎的收购目标之一，由基金派驻的外部管理团队可以快速完成业务的专业化改造，从而有效推动企业的价值创造过程（见图 4.8）。由于家族企业的决策往往来自单一创始人或家庭的核心成员，因此，完善公司的治理机制——包括组建由独立董事构成的正规化咨询委员会，有助于消除私人关系带来的偏见，并在适当的业务层面上引入约束制衡机制。私募股权公司可以通过充分发挥家族所有权结构下的强大品牌和关系去创造价值，也可以通过完成现有策略和强化成本约束而创造价值。需要强调的是，家族企业的固有优势——如密切的网络、强大的企业文化以及员工对家族企业的忠诚度，有时会因为引入新的所有者而被稀释。

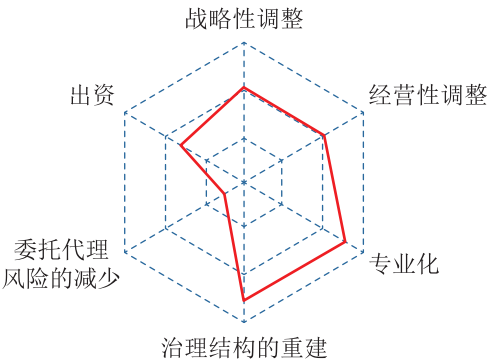


图 4.8 PE 的增值源泉——家族企业

① 被收购往往是家族企业制订继任方案所采取的一种可行方式。

二级市场收购 (Secondary Buyout) : 由另一个收购基金控制的被投资公司也会成为 PE 收购的常见目标, 这种交易被称为二级市场收购。在这种情况下, 创造价值的主要手段是进行战略调整 (见图 4.9)。尽管现有的 PE 公司可能已经利用了各种价值创造机会, 但作为收购方的 PE 公司依旧可通过技术、知识及内部网络的特殊组合去推动公司实施新的战略举措。通过前一次 LBO, 这些目标公司已经“证明”了它们的偿债能力, 而且当前管理层拥有经营杠杆业务的经验; 在这种情况下, 二级市场收购就可以采取更多的债务融资。

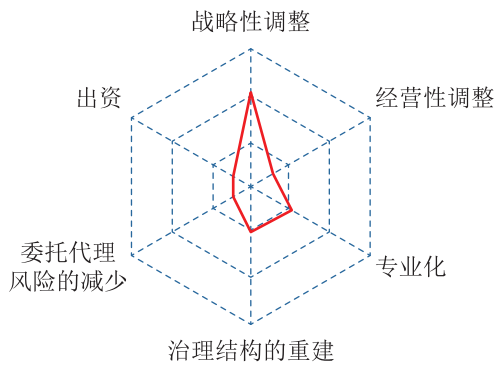


图 4.9 PE 的增值源泉——二级市场收购

本章小结

每每提及 PE, 读者大多首先会想到收购。事实上, 收购也确实全部 PE 交易中最大的一个部分 (按金额计算), 而且往往也是所有 PE 交易中最重要的一部分, 并在并购总额中占据相当大的比重。最初的收购基金以大量使用债务为特征, 但今天的收购基金早已成为聪明的经营者, 它们开始和经营合作伙伴密切合作, 推动被投资公司的价值创造。作为商业模式的核心要素, 公司的治理机制包括全面的股权控制以及与管理层的利益趋同机制, 这也是我们在本书后面章节中将要讨论的重点。

基本学习要点

- 在收购中，PE 投资者获得目标公司的控制性股权，这就赋予了它们制定所有财务、战略和运营业务方面决策的权限。
- 管理团队执行该基金的投资策略，并以实现管理层与 PE 所有者利益一致作为激励机制的首要目标。
- 大多数收购的融资结构为杠杆收购 (LBO)，以债务融资作为收购资金的主要方式。

相关案例研究

摘自《私募股权案例》

案例 11：身边的筹码（A）：对安华高科技（Avago Technologies）的收购

案例 13：“钱”途无量：对 Amadeus 全球旅行分销网络的收购

参考及补充读物

Damodaran, A. (2008) The Anatomy of an LBO: Leverage, Control and Value, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1162862.

Gottschalg, O. and Berg, A. (February 2005) Understanding Value Generation in Buyouts, article in *Journal of Restructuring Finance*, 2(1), accessed here https://www.researchgate.net/publication/4816134_Understanding_Value_Generation_in_Buyouts.

Guo, S., Hotchkiss, E.S. and Song, W. (2011) Do Buyouts (Still) Create Value, *Journal of Finance*, LXVI(2): 479–517.

Jensen, M. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76(2): 323–9.

Kaplan, S. and Stroemberg, P. (2008) Leveraged Buyouts and Private Equity, <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf>.

Morris, Peter (2014) Approach Private Equity’s “Value Bridge” with Caution, *Financial World*, October/November 2014, <https://ssrn.com/abstract=2563532>.

第五章 另类投资策略

投资于风险投资、成长型股权和收购交易的基金构成了私募股权（PE）行业的支柱。随着行业不断趋于成熟以及旗下管理资产规模的增长，PE 公司开始放眼大局——不同的市场、资产和以前尚未涉足的商业领域，在更大的场景下进行资产配置，发挥它们的特殊技能。

如果不认真分析如下两种另类投资策略，我们对私募股权的介绍显然是不完整的：投资不良资产的 PE 及不动产投资。至于这些策略的长足发展和巨大吸引力，则在很大程度上源于它们特殊的风险—回报特征以及有限合伙人（LP）与传统投资组合不相关的收益需求。这两个领域又分别由几个分项策略构成：其中，不良投资型 PE 投资包括企业重整和不良债务策略，而不动产投资则包括房地产、基础设施和自然资源投资。

投资于不良资产的私募股权

不良资产 PE 基金投资于因即将失败或破产而需大幅重组的成熟型企业。尽管陷入危机的原因可能很复杂，但 PE 投资者经常看到的危机型企业，大多属于债务负担不可持续，采取了低效甚至是无效的运营模式或是两者兼而有之。解决这些问题需要高度专业化的团队，他们拥有在极限环境下进行重整管理和财务重组的丰富经验。考虑到不良资产投资的目标公司大多状况不佳，因此，这类 PE 投资者必须要在有限的尽职调查后当机立断，取得公司控制权并立即着手应对公司眼下的流动性危机，确保企业生存下去并为复苏做好准备——没有复苏就没有生存，当然，也不存在没有生存的复苏。虽然每个企业的具体情况和危机程度各有不同，但在这个领域中，PE 基金均会采用一种共同的方法，即以估值折扣后的价格取得对资产的控制，并快速、高效地推动重组过程。

在接下来的一节中，我们将认真剖析两种最重要的 PE 不良资产投资策略：重整投资（turnaround investing）和不良债务投资（distressed debt investing），并探讨造成危机的部分原因。

重整投资

重整投资基金的收购对象是陷入严重困境的成熟型企业，并取得被投资企业的大多数股权。

持有大多数股权是大部分重整型投资者的先决条件。在投资之后，如果根据对公司进行严格的诊断性审查以及各利益相关者的立场进行分析，需要当机立断采取有效措施，那么，取得控制权股权就成为不可或缺的条件。^①PE 团队需要随时触及企业的各个方面，因为现金的快速消耗会阻碍被投资公司的日常运营。与此同时，PE 公司刻不容缓地和银行、债权人及供应商进行谈判，以争取到他们的合作。

在投资时，目标公司通常存在严重的经营亏损，而且现金储备迅速枯竭。重整基金的常规手段就在最短时间内最大限度地增加短期现金流，以稳定业务，并避免公司陷入破产。为明确形势的紧迫性和实施改进的可利用时间，必须进行全面的短期现金流分析——行业的通行做法是进行 13 周的现金流预测。以重整为投资目标的领域始终坚守“现金为王”的信条：寻找现金，得到现金，并推动现金流持续改进，让公司保持流动性和持续运营，这是重整成功的关键。

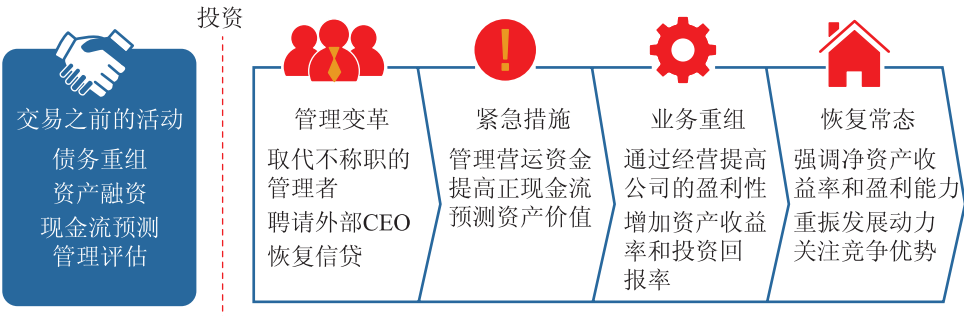
在重整投资中，不仅需要有一个投资团队能在尽职调查期间对重整机会的可行性做出合理评估，还需要一个善于迅速解决经营业务中的薄弱环节并促成变革的经营团队。在重整过程中，不仅需要对财务重组计划以及与利益相关方的谈判进行管理，还要随时规避让公司陷入破产的法律风险，从而让这项任务变得更加复杂。在缺乏全球通行破产法规的前提下，要规避破产风险，就必须掌握所在国家的法律专业知识。要维持一个完整的重整专业团队必然需要投入巨大的成本，因此，这种投资策略显然只属于某些拥有丰富案例经验的基金，高高在上的进入壁垒使之成为 PE 行业中的一个专属领地。

尽管每一个重整案例都面对着不同的环境，但重整专家们还是总结出一套典型的操作步骤，如图 5.1 所示。

对于已陷入困境中的目标公司，保护 PE 基金及其 LP 的利益至关重要，而且重整基金必须保证某些最低限度条件在投资之前即已达到。与债务持有人合作，寻求可持续的短期融资解决方案，是进行重整的第一步，也是开展重整的前提。依照所在地的法律，由公司申请自愿破产可能是争取时间和重组业务的最有效方式。通过短期现金流预测，可以明确

^① 重整基金并非从一开始就取得控股权，因为一些股权持有者只接受循序渐进的减持。这就增加了长期持股的风险，进而降低了投资的内部收益率。

企业当前的业务状况，并说明现有现金可坚持多长时间；大多数情况下，需要注入新的资本满足企业对营运资金的需求，并为公司提供进行短期和长期业务改进所需要的灵活性。由于重整投资的机会通常是经营不善的企业，因此，必须对现有管理团队进行深入评估，而且这种评估应该从尽职调查阶段即开始进行。



资料来源：Turnaround Management Association。

这种情况往往要求替换现有管理层，或者至少以个别拥有丰富的行业及重整经验的专业人士作为补充，以稳定业务的同时，确保债权人、供应商和客户参与重组。在明确了解可掌握时间的前提下，重整投资者应优先解决最容易解决的问题，缓解现金流短缺，改善经营业绩，迅速实现正的现金流。当公司现有业务流程稳定之后，原本迫在眉睫的威胁便宣告解除，此时，PE 团队的重点将转向提高资产的生产效率，通过资本和资源的配置恢复企业的可持续经营能力。总而言之，短期内确保生存，长期内实现复苏，是重整投资的基本目标。

不良债务投资

不良债务基金收购陷入财务危机公司的债权，并通过债权升值或目标公司最终实现重组而得到收益。

在这个短期股权或“交易”敞口换取价格升值收益的市场上，这些基金必须直面对冲基金或银行自营交易柜台的激烈竞争，它们的预期就是在短期内兑现资产错误定价所带来的收益。然而，大多数不良债务基金还是借助于持有目标公司的大多数股权，从而影响或推动债务公司的重组过程。有些基金将债务投资及重组方面的专长与重整和运营能力结合

起来，采取“债转股”策略，以期取得对企业的控股权。在重组之后，借助控股权取得主导并经营债务公司的能力，是不良债务基金区别于上述其他市场参与者的关键要素。

在陷入危机时，目标公司的公允价值可能低于其未偿还债务的账面值，这不仅会削减公司股权的价值，甚至会殃及公司的次级债务。^① 因此，不良债务基金，尤其是那些试图控股目标公司的基金，通常投资于优先级债务，以保留对目标公司经济价值的索取权，这样，基金就可以推动重组过程，并取得重组后的控股权。

有人可能会认为，在投资之前，应该深刻了解不良企业的业务活动，并建立行之有效的投资准则；然而，在着手收购目标公司的股份之前，不良债务投资者很少有机会接触到管理层，而且几乎无法对目标公司开展深入的尽职调查。因此，投资者最初往往会以取得小额股份作敲门砖，逐渐渗入目标公司并取得内部信息。^② 在与被投资公司的管理层接触之后，如果投资者认为最初设定的目标难以实现，那么，不良债务基金就会利用二级债务市场抛出股权，在必要的情况下，即使亏损也在所不惜。

各利益相关者的利益在重组中很少能得到统一。因此，私募股权投资者必须了解现有债务的债权人是谁，这一点至关重要；吸引志同道合的债权人参与重组构成，不仅强化重组目标，而且有利于实现快速退出。

图 5.2 是一家不良企业在重组之前和重组之后的资本结构和所有权。通过将一定数量的债务转换为股权来创造最佳资本结构，是让此不良企业在重组后恢复可持续经营能力的关键。

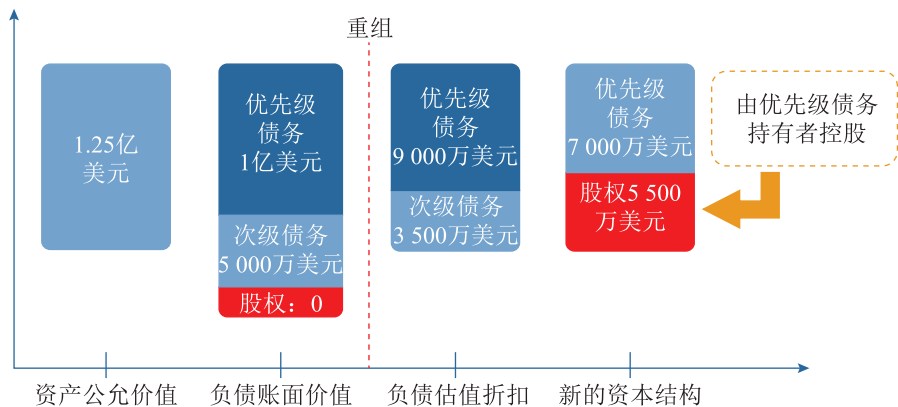


图 5.2 将对不良资产的债券转化为控制权

资料来源：Turnaround Management Association。

① 有关 PE 参与情况下的典型债务证券概况，请参阅第九章“交易架构”。

② 一旦可以启动尽职调查，PE 投资者就应以贷款文件取得控制权，并推动随后的重组过程。

需要注意的是，尽管优先级债务持有者享有优先于其他债权人的受偿权，但即便是这些优先级债权人，往往也要为了促进重组过程而接受一个投资减值（或称“估值折扣”）。优先级债务的持有人控制整个重组流程，而且在“债转股”模式中，会成为持有重组后公司控股权的一方。

不良资产投资：在欧洲和美国为什么会有不同？

卡里姆·哈来拉（Karim Khairallah），橡树资本管理公司（Oaktree）欧洲集团执行董事

在对比欧洲和美国的投资环境时，人们必须考虑到，欧洲是由诸多拥有不同经历和体验的国家构成的。本部分将总结它们之间的差异，并指出高度泛化是揭示其差异的前提。为此，我们必须认识到，在欧洲，不良资产投资的复杂性要求投资者具备高度专业的知识和经验；而且导致与美国存在巨大差异的原因是多种多样的，我们将在下文中一一叙述。

法律环境

美国的破产法（第十一章“破产保护”）是经过实践验证的，它考虑了经营的连续性以及持续经营条件下的有序退出。很多欧洲大陆国家的破产法诞生较晚，尚未得到实践的充分检验，不仅缺乏可以借鉴的案例，而且债权人不够友好。此外，欧洲破产法未必会考虑企业的继续经营，而且往往会因折价销售、清算和撤销供应商及融资额度等方式造成严重的价值损失。在美国，全部利益相关者都可以有效使用破产保护，从而以有序的业务重组（资产负债表和业务两个层面），确保公司生存。此外，债权人还可以利用这些权利维护其法律和经济权利，并最终达到控制债务公司的目的。在欧洲，债权人对进入和退出破产过程的参与度很小，管理层或是由法院任命的独立管理人是破产程序的关键决策者。这些差异自然会促使投资者更有可能采取维护其投资的方式。

多种利益相关者

在欧洲国家，企业往往存在多种利益相关者，在陷入破产危机中，每一方都拥有不容忽视的话语权。这些利益相关者包括公司的管理层、工会、股东、债权人（优先级和次级债权人拥有不同的角色）和法院（破产前和破产后的申报），在某些情况下

甚至还包括政府。这就需要了解每个利益相关者的动机和目标，拥有与之对话的能力，并认识到价值有可能被流向不拥有法定占有权的利益相关者。

一致性交易与非一致性交易

当相关各方对一个通常可避免破产的结果全部达成一致时，即形成一致性交易（consensual）。当部分或全部当事人之间存在冲突或敌意以至于无法达成共识时，则会出现非一致性交易（non-consensual）。如上所述，美国的破产法体系已经过了充分检验，且拥有明确的先例可参照，而且不像非一致性交易的各种成果那样缺乏可预测性，因而更易于管理。另一方面，在欧洲国家，非一致模式则充满了风险和不确定性结果，因此，应尽可能地将投资目标定位于一致性结果。在存在多种利益相关者的条件下，这显然是一个非常复杂的过程，因而需要采取完全不同于美国的措施。这就需要投资者团队拥有应对这种复杂性的多方面能力，以确保形成一致性交易。

融资结构（优先级和次级债务）

在欧洲的破产案下，次级债务几乎不享有任何求偿权或执行权（这不同于美国的破产保护），司法程序通常不会保护次级债务持有者的经济利益。因此，在一致性重组谈判中，次级债权人可能被排除在外，被动接受其他债权人谈判达成的交易。出于这个原因，欧洲次级融资市场的活跃程度较低；其债务结构的典型特征是优先级债务的受偿金额较高，而次级债务方式的受偿金额相对较少。在美国，次级债权交易是最常见的不良债务投资，而在欧洲则显然属于高风险交易，因此，欧洲的次级债务市场非常有限。

债权人

与美国相比，在欧洲的企业债务中，银行始终是占比相对较高的债权人，从历史上看，杠杆借贷市场一直是私募股权交易最主要的融资来源。尽管这种情况自 2009 年以来有所改变，这个高收益市场逐渐成为欧洲地区更常见的融资源泉，但银行依旧是非常重要的债务持有人。和机构投资者相比，银行在出售债权时往往习惯于犹豫不决，从而降低了不良市场的流动性。这就加大了各方达成一致性解决方案的复杂程度。因此，在欧洲的不良资产投资策略中，必须考虑到与银行建立稳固的合作关系，只有这样，才能收购它们所持有的债务，或确保它们对债务重组给予支持。

总而言之，美国和欧洲的不良资产市场完全是不同的事情——和美国相比，在欧洲，纯粹从事不良资产的投资者数量很少。这种策略需要以高度本地化的解决方案去推动一致性结果。事实已经证明，选择非一致路径对价值的破坏效应远超过一致方式。即便如此，考虑到各利益相关者的利益诉求不尽相同，其固有目的可能相去甚远，因此，建立一致性解决方案在实践中远不像理论上那么简单。在现实中，如何协调不同利益相关者的利益分配，更多的是一门艺术，而非科学。

补充资料 5.1

私人债务

在经历了全球金融危机之后，国际银行体系监管制度的加剧以及对借贷活动的限制，为传统的私募股权公司提供了新的契机：筹集资金提供债务融资。从历史上看，私人债务基金的侧重点只是为杠杆收购交易中较高风险等级的债务提供融资，但是自2009年之后，随着企业直接贷款需求的扩大，私人债务基金的资金配置开始迅速膨胀。无论是传统的私募股权公司，还是专业型债务投资者，为赶上这轮大潮，都纷纷开始筹集资金。下面，我们简要概括一下直接贷款与交易融资（见图 5.3）。

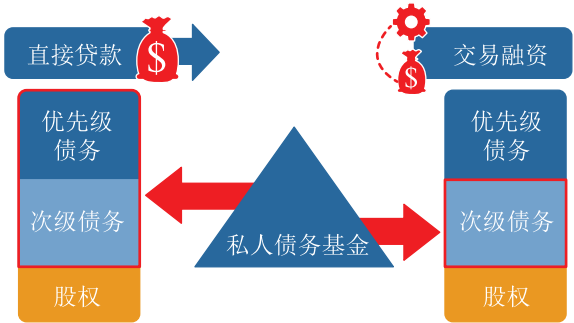


图 5.3 私人债务策略

直接贷款（direct loan）：直接贷款是一种企业贷款形式，债务基金直接向企业发放贷款或是在二级债务市场上收购这些贷款。借款人通常是难以获得银行融资或者希望实现融资来源多样化的中小型企业。直接贷款具有较高的可定制性，可以采取风险特征各异的优先级或次级债务形式。相对于 PE 投资，与直接投资相关的现金流具有

更高的可预测性，因此，债务基金通常会在基金层面进行杠杆操作，以达到提高收益的目的。

交易融资（transaction financing）：债务基金也可以为杠杆收购业务提供融资。在这种情况下，债务基金通常采取次级债务形式，并由银行提供优先级债务。最常见的交易融资债务工具是夹层资金（mezzanine capital）。^①

不动产投资

投资于房地产、基础设施和自然资源等行业的基金，经常被划分为 PE 资产类别中的一个子集，称为不动产投资者。在这个投资类别中，私募股权投资涉及的活动范围很广，从对“传统意义上”对拥有不动产敞口的公司进行投资，到为不动产项目直接提供债务和股权。形形色色的投资者活跃在这个不动产投资领域，他们中既有最大型的全球私募股权公司（如黑石、KKR 和 Partners 集团），也有专门从事特定不动产类别的基金，还有进行直接投资的有限合伙机构。

PE 基金为各种形态的基础不动产提供融资，从绿地开发项目到现有设施的改进，再到成熟资产的运营。当然，资产的成熟度或开发阶段对基础投资的风险回报特征有着截然不同的影响：虽然尚未完工项目需要投资者拥有更高的风险承受能力，但也能给投资者带来最大的价格升值潜力；而对成熟项目的投资，则可以为投资者带来稳定的长期现金流。^② 不动产投资者，在开发过程中的每个阶段都会以不动产本身作为抵押品，通过使用杠杆最大程度地提高收益。图 5.4 简要概述了两个不动产项目的阶段（在建阶段和成熟阶段）及其相应的风险收益特征——基础设施项目和自然资源项目。

从历史上看，由于不动产项目的收益与其他资产类别不相关，因此，成熟的不动产资产不仅可以提供稳定的股利流，还可为投资组合提供多元化的收益。因此，对强调长期投资的大型机构投资者和希望以现金分配减少其投资计划带来的经常性资金需求的投资者，

① 有关收购交易中债务融资的更多详情，请参阅第四章“收购”和第九章“交易架构”。

② 不动产投资的期限可能会远远超过传统 PE 基金的标准 10 年期投资期限。因此，募集资金时间达到或超过 20 年的不动产私募基金并不罕见。

不动产投资显然是对他们最有吸引力的目标。此外，不动产投资还能有效地对冲通货膨胀，因为投资者可以将不动产的定价风险有效地转移给消费者。

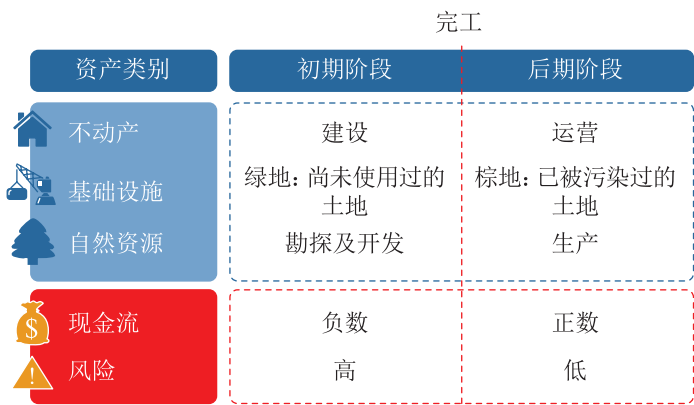


图 5.4 不动产项目的阶段

主权财富基金和养老金计划也已经开始直接投资^①于成熟的基础设施及不动产项目，进而与 PE 公司的一般合伙人展开竞争。因此，在如下的另类资产类别中，其管理的资产规模在近年中稳步增长当然不足为奇。^②

房地产：房地产基金主要采用三种投资策略——机会型、增值型及核心增益型，并投资于房地产的四个主要分部门：住宅、办公物业、零售物业和工业物业。核心增益型策略的关注点是投资于高质量、低风险成熟项目，从而形成稳定、可预测的现金流。核心增益型物业用来提升物业价值所需要的翻新改造最少，甚至根本就不需要，这种投资策略的绝大部分收益来自租金收入和租赁收费。增值战略的重点是收购成熟项目，且这些项目需要以巨大的投资和改造来创造价值。这种策略比核心增益策略的风险更高，其收益来源依赖于资产增值，其现金流的大部分并非来自收益。机会型策略的投资对象是处于成熟项目各个阶段上的高风险项目，从原始土地、预建设工程项目到已出现危机的成熟项目。机会型项目需要投资者深入参与项目运营，尽快促使项目进入现金流创造阶段；现金流创造能力的提高以及由此产生的价值增值，构成了机会型策略的主要受益形式。

基础设施：基础设施基金的投资对象是对运输、通信、电力供应、传统能源供应链、可再生能源以及社会基础设施（医院、学校或监狱）等实体建筑和设施进行开发建设和经营的项目。PE 基金通常投资于如下三种风险依次降低的项目类型：绿地开发、棕地康复及

① 有关 LP 进行直接投资及跟投策略的更多信息，请参阅第二十一章“LP 的直接投资”。

② 有关不动产管理的数据，请参阅第二十五章“私募股权行业的变迁”。

棕地核心项目。^① 基金的投资阶段通常为处于开发过程中的特定阶段，以充分利用其内部专业知识。鉴于基础设施项目的本质，通常要求 20 年以上的资金，这可能符合某些 LP 对负债期限的要求。

基础设施基金将资金分配到如下两种主要类型的投资上：公私合营基础设施投资项目（PPP）和私人基础设施投资项目。在 PPP 项目中，政府机构与基础设施基金共同投资，绿地项目或现有的棕地资产进行开发和运营。政府提供使用绿地的特许权，而基金提供实施项目所需的追加资本和专门知识。政府提供的收入补贴及税收优惠往往是这类项目在经济上能被私营部门接受的关键要素。另一方面，私人基础设施投资则是没有政府支持的项目。这些投资的收益往往来源于资本利得，而不是当期收入。

鉴于发展中国家新基础设施的建设、发达国家的基础设施的改造^②和升级，因此，这一资产类别仍然需要大量新增才能满足其巨大融资的需求。

自然资源：在投资于自然资源时，私募股权基金的成功和需求与基础大宗商品剧烈波动的周期性价格密切相关。由于大宗商品的价格对项目盈利能力有直接的影响，因此，自然资源基金对 LP 而言风险较大。私募股权的投资活动主要侧重于如下按规模和相关性顺序排列的三个子行业：石油和天然气、金属和采矿以及农业或农业综合产业。在这些分部中，PE 的投资对象又可以细分为勘探、开发和生产项目。勘探开发项目包括资源勘探定位或大宗农产品的种植及其采掘或收割，而生产性项目则是将原料大宗商品转化为市场可接受的商品。

石油天然气历来是最常见的自然资源投资对象，尤其是运输、仓储和批发营销等中游业务，可以带来可预测性的现金流，从而给投资带来稳定的现金流。在金属采矿业中，普通金属始终是吸纳大部分 PE 资金的产业，其次是贵金属和黑色金属。针对农业和农业综合产业的投资则贯穿整个价值链，从投资土地，到农场和种植园的运营，再到农产品的加工。农业土地的投资又可以进一步划分为购买租赁及持有经营模式，其中又尤以后者受 PE 投资者的青睐。

① 棕地康复是需要大量维修和保养的成熟项目。

② Lin and Lu (2013) .

本章小结

随着 PE 行业的发展，投资者可以借助于更多的策略为收益型投资者提供有吸引力的投资机会，从而将资金源源不断地输送给嗷嗷待哺的私营企业。

本章从总体上对 PE 进行了简单概述和宽泛介绍。我们首先界定了针对早期和后期阶段的投资战略，区分少数股权投资与控制性股权投资，并从各利益相关者的角度描述整个行业的发展动态。在下一部分，我们讨论的重点将转移到 PE 的投资流程。

基本学习要点

- 除主流 PE 之外，在最近几年里，不良资产 PE 和不动产基金这两种另类策略开始备受关注。
- 不良资产投资需要以一整套专业能力进行业务改进（重整投资）或优化资产负债表（不良债务）。在所有不良资产投资中，都需要对现金和利益相关者管理给予特殊的关注。
- 不动产投资又可以划分为三种策略：房地产、基础设施和自然资源。持有期间较长、与传统资产类别相关度较低以及成熟项目可取得的稳定现金流，使得这种投资对某些机构投资者尤其有吸引力。

相关案例研究

摘自《私募股权案例》

案例 14：Mill 的危机：对印度纺织业的重整

案例 15：荷兰文德克司零售集团（Vendex KBB）：危机的前 100 天

案例 17：以非洲的粮食解救非洲：坦桑尼亚的水稻农场和农业投资

参考及补充读物

CAIA, Investing in Distressed Debt, https://www.caia.org/sites/default/files/3investing_in_distressed_debt_caia_aiaar_q2_2012.pdf.

CAIA, Risk, Return, and Cash Flow Characteristics of Private Equity Investments in Infrastructure, https://www.caia.org/sites/default/files/2risk_return_cashflow_characteristics_

private_equity_investments_caia_aiaar_q2_2012.pdf.

Cuny, Charles J. and Talmor, Eli (2006) A Theory of Private Equity Turnarounds, <https://ssrn.com/abstract=875823>.

Kazimi, H. and Tan, T. (2016) How Private-equity Owners Lean into Turnarounds, McKinsey Quarterly, <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-andcorporate-finance/our-insights/how-private-equity-owners-lean-into-turnarounds>.

Lin, Justin and Lu, Kevin (2013) To Finance the World's Infrastructure, We Need a New Asset Class, *Huffington Post*, October 10, <http://centres.insead.edu/global-privateequity-initiative/research-initiatives/documents/to-finance-the-worlds-infrastructure.pdf>.

Preqin Special Report: Institutional Investors in Natural Resources Funds, <https://www.preqin.com/docs/reports/Preqin-Special-Report-Natural-Resources-Investors-October-2015.pdf>.

Weber, B., Straub-Bisang, M. and Alfen, H.W. (2016) *Infrastructure as an Asset Class*, John Wiley & Sons.

第二部分

PE 的交易过程

本书的第二部分将跟随私募股权(PE)基金完成整个投资过程。作为重复的买家和卖家，PE 公司显然是并购市场中最有经验的参与者之一，其投资过程的核心就是评估和权衡不同投资机会的风险和收益。

这个过程从审查商业计划开始，到最终进行投资交易，可能需要耗费私募股权公司几个月、有时甚至一年以上的时间，具体取决于投资团队的经验、被投资公司所提供信息的质量以及过程中的竞争态势。图 B 展示了整个 PE 投资流程的基本步骤。

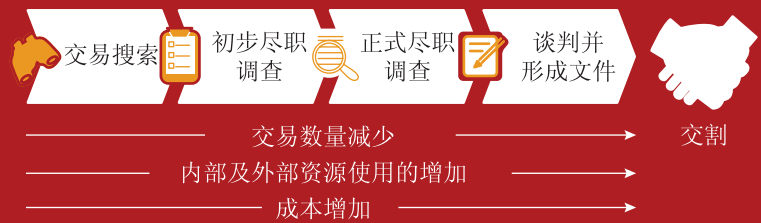


图 B PE 的价值链

关键的初步步骤包括确定目标公司、评估其商业模式和商业计划以及开发前瞻性商业案例场景。确定目标通常需要在数百个机会中进行筛选，并逐渐将选择范围缩小到几个。

一旦尽职调查开始之后，就可以使用收集到的信息制定投资理念，并最终确定交易模式。在评估投资风险和机会时，PE 公司将对投资目标进行估值（形成一个估值区间）。

在取得近似估值后，下一项任务就是与卖方商定收购价格，这通常是一种竞争性的谈判过程。风险投资和成长型投资者强调对目标公司的股权进行估值，而收购型投资者则关注如何通过适当的债务和股权取得融资规模及结构。然而，尽管价格非常重要，而且的确非常重要，但它绝不是交易的唯一决定性因素，因为还有其他因素是需要考虑的。

最后，双方以谈判商定的诸多条款形成一系列关键性文件，通过这些文件，作为投资方的 PE 基金、卖方以及可能在交易完成后参与的债务提供者，得以明确各自的经济权益和控制权利。

本部分概述

本部分中的各章节将向读者介绍从项目搜索到执行及交割的整个交易过程。

第六章“交易搜索与尽职调查”：寻找最可取的交易并积极创造稳定的交易机会流，对 PE 而言至关重要。有了潜在目标，下一步就是尽职调查，强大的尽职调查可以确保投资者识别各类风险和机会，并通过价格调整、保险和赔偿等机制应对这些风险和机会。

第七章“目标公司的估值”：与其说取得合理的投资估值是一门技术，还不如不说它是一种艺术。对于处于发展初期和成熟期的公司而言，其估值方法是不同的。我们将在本章探讨企业估值的主要步骤，并对倍数估值法进行讨论——这也是后期 PE 交易所采用的核心方法。

第八章“交易的定价机制”：我们将探讨杠杆收购（LBO）交易中的动态和竞争过程，并采用标准的两阶段拍卖过程以及价格调整和交割机制来解决问题。此外，我们还将深入研究上市公司退市交易涉及的特殊要素。

第九章“交易架构”：在 PE 交易结构中加入债务，必然会导致问题复杂化。本章简要介绍了 PE 投资采用的各种债务和股权工具，以及 LBO 基金为提高投资收益所采用的资本结构。之后，我们将对 PE 投资实施交易时频繁使用特殊目的载体（SPV）的原因做出解释。

第十章“交易文件”：对于准备从事 PE 专业的人来说，本章至关重要。毕竟，妥善制定交易文档是非常重要的，因为这些文书最终确定了 PE 公司与交易对手商定的各项商业条款。实际上，制作交易文书占用了执行交易过程的大部分时间。在本章里，我们将深入探讨 PE 在关键性交易上采取的特殊条款以及债务和股权文件，具体涉及“陈述和保证”、承诺、优先权以及经济与控制权等主题。本章涉及内容非常多，因为这也是 PE 工作中最烦琐、最重要的一部分。

第六章 交易搜索与尽职调查

对于私募股权（PE）来说，成功的关键不仅在于要做好交易，还需要规避不利的交易。平庸基金和伟大基金的最大差异体现在两个重要方面——交易搜索和尽职调查。

交易搜索是指 PE 公司筛选投资机会并从中确定最优目标的过程。在当今竞争激烈的并购环境中，私募股权公司正在越来越多地依赖先进的定制性搜索策略，以充分利用公司在商业领域的网络，向目标公司提供差异化的信息。考虑到潜在交易数量巨大，因此，私募股权公司需要以严格筛除不符合既定标准或是缺乏吸引力的公司，从而专注于少数拥有最优前景的交易。以图 6.1 为例，在欧洲，一只成熟的收购基金可能会在一年内审查 800 笔交易，但最终只能成交五笔投资。

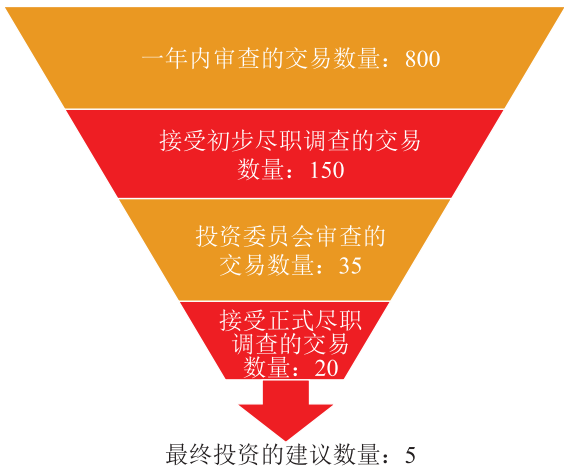


图 6.1 PE 公司每年进行的项目筛选

资料来源：Bridgepoint。

对于通过基金初始交易搜索过滤的投资，下一个步骤就是深入的尽职调查。尽职调查正在成为一个日趋资源密集型的过程，因此，在这个关键性步骤中，PE 公司需要动用内、外部人力，调查与目标公司投资相关的各重要方面。尽管 PE 公司的调查需要覆盖目标公司的每一个方面，但它们通常会采取结构化流程，将重点放在尽职调查的几个标准方面上。

这个过程的广度和深度受制于尽职调查的费用以及投资是否交割的不确定性，尤其是在有多个卖家为争夺目标公司而展开竞争时。尽职调查的结果需要提交给公司的投资委员会，并由该委员会决定是否提出报价。在做出这一决定时，投资委员只考虑那些拥有最佳风险回报特征且适合于基金的机会。

在本章里，我们将简要概述针对成熟目标公司进行交易搜索和尽职调查的流程^①。在讨论典型的尽职调查流程之前，我们首先将介绍自主进行及借助中介条件下的交易搜索。作为本章的结论，我们总结了尽职调查的四个主要领域：商务、财务、法律和人力资源。

生成交易流程

交易搜索是 PE 公司投资过程中的第一步——对潜在的投资机会进行识别和筛选。为最大限度增加基金交易管道中合格投资机会的数量，早在取得第一笔认缴出资之前，私募股权公司便已经开始搜索项目，并在整个投资期间持续进行这项工作。对于成熟公司而言，由于有后续基金不断提供新的资金来源，因此，交易搜索是一个持续性过程。

交易搜索是一个耗时而低效的过程，因而需要在各个阶段上都进行认真审核。确实有很多投资机会是投资者随时可以兑现的，但也有很多机会需要他们给予足够的耐心和跟踪，直到出现一系列条件，促使目标公司所有者去寻求外部投资者的条件，不过，在这些条件中，有些注定不是 PE 公司所能控制的。为确保搜索流程的一贯性并减少对交易专业人员的需求，有足够资源的 PE 企业会建立自己的内部业务开发团队，专门负责搜索交易。这些团队既是与中介机构接触的第一联络点，也是公司开展自有交易流程的基本力量。但交易搜索通常要涉及整个公司，因为任何人都不清楚下一个高质量的线索会来自何处，比如说，以前的被投资公司及其所有者或是创业者都有可能形成交易流。

目前可以采取两种主要方式搜索交易：通过内部资源搜索到的自有交易流、通过付费给第三方取得的中介交易流。

自有（proprietary）交易流：自有交易直接由 PE 公司搜索得到，无须借助财务顾

^① 下述过程适用于拥有实物资产、历史业绩数据和持续经营内在价值的成熟目标公司。对投资于早期创业阶段企业的风险投资基金，则需要差异化方式对投资的可行性进行评估。我们已经在第二章“风险投资（VC）”详细描述了在风险投资条件下的交易机制。

问的协助。自有交易的主要来源是 PE 投资专业人士的个人和业务关系网。此外，自有交易的渠道也可以是 PE 公司的高管网络^①及现有被投资公司的管理团队和顾问委员会。其他主动搜索渠道还包括无预约拜访、阅览行业监管文件和出版报告以及参加行业或网络会议。

PE 专业人士更偏好自有交易，因为自有交易通常按基金的规模和板块要求量身定做，这不仅可以提供直接对接目标公司管理团队的渠道，而且会有比中介交易更高的成交率。此外，一旦条件成熟，自有交易的执行速度往往更快，而且成本也更低。显而易见，有限合伙人当然喜欢拥有强大自有交易流程的公司。

但自有交易流程也有一些缺点。由于 PE 公司掌握的目标公司往往并不急需资金，因此，PE 公司可能需要较长时间（通常是几年）与目标公司建立关系，说服对方接受投资，而且不能保证最终一定会实现投资。在自有交易的情况下，用于对出售流程的资金投入最小，甚至无须投入，因此，企业所有者会在交易中占据上风。此外，有 PE 内部主动获取的交易，还有可能吸引其他潜在投资者的注意，从而引发更激烈的竞争。

中介交易流程：对于大型成长型股权和收购基金来说，在它们交易搜索的过程中扮演关键角色的往往是有偿型中介机构，如综合型投资银行、并购机构以及会计师事务所的企业咨询部门。这些中介机构的大部分收入来自仅在交易完成时收取的成功费，也包括目标公司为聘请外部顾问而支付的固定聘用金（retainer fee），即为聘请顾问提供服务而支付的与结果无关的固定费用。中介交易的主要推动者是由目标公司聘请的咨询师（或称卖方顾问）以及由 PE 公司直接聘请的顾问（或称买方顾问），当然，最罕见的情况当属“非基金”发起人——即对具体交易出资以换取股权或收费。

当一家公司聘请卖方顾问时，实际上是在向外界发出一个信号：它非常在意这笔交易，公司的质量足以吸引外部顾问，而且已为出售做好了准备。卖方投行的参与往往代表拍卖过程，即潜在卖家将向为数众多的投资者展示这个机会，并邀请他们报价收购。^②尽管参加拍卖是投资于大企业的必要条件，但 PE 公司对这些机会的转换率（将机会转换为最终的成交）远低于参与招标过程的人数；而且肯定低于独立搜索实现的成交数量。

在邀请中介机构参与公司的交易流时，PE 基金的自身规模及其投资的平均规模，是决

① PE 公司的高管网络是由投资者资助且能为被投资公司增加价值的高管团队。这些高管通常需要对基金做象征性投资，并与 PE 公司签订多种多样的薪酬安排，既有领取全额工资加提成收益的经营合伙人，也有收取固定预付费用并与被投资公司具体活动挂钩的其他角色（咨询师）。私募股权公司还可以借助专家网络——即寻找有经验的行业高管的猎头公司等。

② 有关两阶段拍卖过程的介绍，请参阅第八章“交易的定价机制”。

定所邀请中介机构类型和数量的关键要素。管理大型和超大型基金的 PE 公司基本将投资银行作为搜索交易机会的来源，因为大多数大型目标公司都会聘请投资银行作为卖方顾问，以最大限度地提高交易价值。而管理中小型基金的公司主要依赖会计师事务所的企业咨询部门和并购专业机构取得交易来源。

补充资料 6.1

交易搜索的统计

哪些交易搜索渠道带来的机会最多呢？答案因不同公司而异：管理较小基金或投资于新兴市场的较年轻 PE 公司往往依赖内部资源获得更多交易，而从事大型收购的 PE 公司依赖内部自有网络获得的机会则相对较小。^① 需要补充的是，正如本书受邀作者如下所述，新兴市场的交易搜索更加复杂。

与收购和成长型股权基金公司相反，风险投资（VC）公司，尤其是投资于早期初创企业的公司在搜索交易时，对收费中介机构的依赖程度要低得多，它们的交易主要来源则是由公司声誉以及合伙人私人网络形成的自有交易流程；毕竟，“搜索”下一个冉冉升起的创业家是一件难以规律化的事情。^② 除自有交易之外，风险投资公司有时也会考虑到来自准中介机构的交易流，它们包括创业孵化器、加速器、天使投资者以及个人或专业机构等协助未来企业家实现商业计划的整个生态系统。针对早期阶段的风险，投资公司可能还会参加商学院和大学组织的投资创意大赛，以期尽早获得创意。总体而言，风险投资更具包容性：由一家公司在第一轮中牵头投资，再邀请几家公司形成投资“俱乐部”进行跟投，从而为其他公司提供交易流。

除逸闻性数据外，还很少有对 PE 交易进行分类的研究；即使有的话，也需要审慎对待，毕竟交易的获取在不同的市场上是不同的，而且这些信息大多是来自 PE 公司自身的一面之词。尽管如此，我们还是有必要看一项针对全球收购及风险投资公司进行的调查，结果如图 6.2 所示（Teten, 2010）。

① 执行收购战略的公司通常投资于成熟且高度中介化的市场，因为在这样的市场上，卖家非常精明，交易规模非常巨大，而且卖家绝对不缺少聘请财务顾问的资金实力。

② 有关 VC 交易搜索的更多信息，请参阅第二章“风险投资（VC）”。

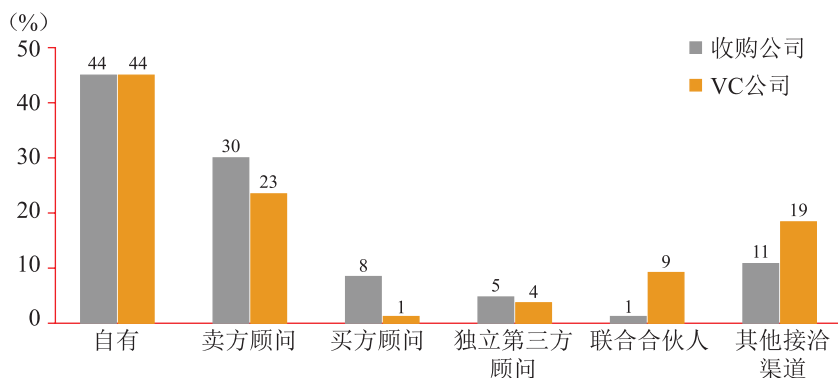


图 6.2 PE 的交易来源

资料来源：Teten。

在新兴市场寻找猎物

尼古拉斯·布罗伊（Nicholas Bloy），NAVIS 投资公司创始合伙人

在新兴市场，中介机构还不成熟，而且效率低下。投资标的的规模通常较小，而且跨国投行也不愿意屈尊接受费用低于 500 万美元的交易。但这却有利于私募股权投资者，因为只有市场缺乏效率的环境里，投资者才有可能找到更高 alpha 的机会——它体现了所有投资者都梦寐以求的价值创造能力。

在成熟的交易环境中，寻找交易机会就像是等公共汽车：即使你错过了这班车，没有关系！几分钟之后，下一班车就到了：驾驶员是一位投资银行家，车里满载信息备忘录，甚至还有卖方提供的基本融资。在新兴市场上，投资机会很少会采取有据可查的形式，往往根本就不知道来自何处。因此，在寻找投资机会时，你面对的或许是某个企业家的律师或会计师朋友，而这位企业家正在考虑退休。财务报表可能未经审计，也许完全是为税收目的而编制的，根本就不能作为反映公司绩效的指标；或许是未对合并范围内的其他法律实体进行合并，因而存在大量重复性；或许根本就没有适合做投资机会的可靠验证。虽然这有点令人沮丧，但也由此造就出令投资者梦寐以求的市场低效；虽然会让人心生疑虑，但却有助于迅速对公司质量和地位以及行业吸引力形成看法。如果你认可摆在你面前的机会（或者因为财务及其他信息不完整而只是觉得满意），那么，在正式采取中介流程之前，务必要让机会为参与各方所接受，否则，

你要么将付出更高的代价，要么将机会拱手让予他人。

在新兴市场，由中介机构策划、可成交交易的严重匮乏意味着，拥有高效内部搜索能力将为投资机构带来巨大优势。但要获得这种能力，显然是一件说起来容易做起来难的事情。独立创造交易首先源于一个理念——机会无处不在，就像包在大理石块中的米开朗琪罗天使雕像，随时等着你去发现。

当你走进超级市场时，可能是为了采购购物清单上的商品，但也可能是为了寻找收购目标：看看有没有样式别致的品牌，随手拿起一件看看是哪个厂商生产的。如果背后印着联合利华的字样，就把商品放回到货架上。但如果是当地或所在地区生产的小品牌，就买下这件商品，随后尝试着联系一下老板，探讨一下他们是否愿意帮你打入新市场，或是收购一家竞争对手，或是帮你联系一次针对如何利用第三方资金及专长创造价值的对话。机会无处不在，无时不在——它可能出现在校友聚会或者婚礼上，或是绕着工业园区开车的路上，也可能出现在学校活动中与其他家长的会面中——所有你能想象到的地方，都有可能出现机会。

另一种方法以研究为主导，采取自上而下的路径——即从一次观察或一个创意开始。在新兴市场，在了解一个国家年龄和收入特征的同时，洞悉引发对特定项目市场需求的家庭或个人收入水平，必然有助于我们获得有价值的认知。尽管收入分配曲线因不同国家而异，但在通常情况下，伴随着人口的增长，只要收入达到一定水平，就会刺激以前所无法承受的消费。超动力增长是推动产品或服务的强心剂。比如说，汽车替代摩托车并不是等速发生的；当人口的大量增长与拥有汽车的收入临界点同时出现时，汽车拥有率就会迅速增长。发现这种机会的关键就在于保持双边对话，这也是新兴市场的一般性规律。

祝各位狩猎愉快！

尽职调查中需要考虑的因素

一旦发现有吸引力的目标企业，就可以进入投资过程的下一个关键步骤——尽职调查。在这个过程中，PE 公司需要调查与目标公司相关的每一个重要方面，其目的在于深刻理解目标公司的潜在优势和劣势，从而做出终止或继续的投资决策，并找出需要进行谈判的具

体领域。尽职调查是一个极其消耗时间且需要投入大量资源的过程，大多数 PE 公司都需要一个高效精练的专业团队。因此，重要的是将初步尽职调查的对象范围限制在最有高潜力的目标上，并将初步尽职调查的内容范围限制在是决定继续还是终止的实质性问题。

在整个尽职调查过程中，PE 公司需要对目标企业商业模式与其投资方向的匹配性进行评估。这就需要尽职调查得到的结果，对投资进行财务预测，并对预测结果进行压力测试，识别并圈定目标企业的实质性问题，为出价、谈判和文件签署流程提供依据。与此同时，对市场的深度和范围以及目标企业特定风险和机会做出评估，并将结果纳入目标企业在预期持有期内的价值创造计划，尤其是在投资后即开始执行的计划（通常称为“第一个 100 天”）。此外，尽职调查还为 PE 公司提供了一个与目标公司管理团队建立联系的机会，并对该团队是否有助于该计划的实现形成意见。在大多数情况下，如果目标公司的管理团队不太可能执行 PE 设定的基本思路，而且更换这些高管又有可能给企业带来过大的破坏性，那么，不管多有吸引力的投资，PE 公司都会选择放弃。

PE 的固有特点为尽职调查过程增添了特殊性。由于 PE 基金的既定投资范围可能涉及多个行业，因此，PE 公司通常需要对陌生行业板块领域内的目标企业进行评估。在这种情况下，PE 团队必须利用外部顾问、咨询公司或现有被投资公司的专业人士弥补其目前专业团队的不足。此外，对于典型的 10 年期封闭式 PE 基金，还要求公司在尽职调查流程期间就要考虑到退出路径和潜在收购方；这里的关键词就是可选择性（optionality），而且最好的办法就是通过投资建立现实的退出路径。^①

从卖方角度来看，尽职调查是企业业绩和风险的法定风险开始向 PE 买方转移的信号，而且有关公司状况的尽职调查结果随后将被纳入交易文件中。^② 因此，卖方有动力充分披露与企业相关的全部已知及重大风险，因为在发生不利或意外情况时，全面披露有助于减轻其对交易后诉讼事件承担责任的风险。

尽职调查的过程

尽职调查过程分为几个不同的阶段。尽管不同尽职调查项目的重点和执行可能因交易

① 有关投资退出的更多信息，请参阅第十五章“投资退出”。

② 有关交易文件的更多信息，请参阅第十章“交易文件”。

而异，但某些流程已成为预期应达到的最低要求，并被视为行业标准。图 6.3 显示了一个为投资成熟公司而进行高度结构化的尽职调查流程。^①

对投资机会进行筛选的起点，是在与目标公司最初的会晤及讨论中收集到的信息。交易搜索期间的重点是对（潜在）投资对象与基金投资原则的匹配性做出基本评定，并对目标公司及所处行业板块可公开获得的信息进行审查。此外，PE 投资者还要接触外部信息来源，如客户、供应商及行业专家，以了解公司在业内的声誉及其市场地位、结构、行业供应链以及目标公司的竞争状态。



图 6.3 PE 的尽职调查流程

初步尽职调查

在结构化尽职调查过程中，最开始通常是 PE 公司专业人士对目标公司进行审查。在签署保密协议或非公开协议（non-disclosure agreement）后，目标公司将分享其保密信息备忘录（Confidential Information Memorandum, CIM），对投资机会进行简要介绍。随后是管理层陈述（management presentation），这也是目标公司管理层和 PE 公司之间进行的第一次正式会晤。我们将在下文中详细介绍构成尽职调查过程的这些要素。

保密协议：保密协议由私募股权公司与目标公司签署，以便以保密形式交换非公开信息；这些协议涵盖了双方在尽职调查、谈判和交割过程中共享的全部信息。^② 保密协议对买方对外自由披露目标公司信息的能力进行了限制；因此，只有在需要卖方提供补充信息时，买方通常才会自行进行初步尽职调查并签署保密协议。实际上，PE 公司通常不会签署

^① 自有交易的尽职调查流程可能更趋于非正式性，有时甚至会采取高度非结构化方式，之所以这样，是因为这些交易所涉及的参与方数量较少，而且时间限制较为宽松。

^② 在针对早期目标的 VC 风险投资中，保密协议很少会成为尽职调查过程的一部分。

保密协议或实施结构化的尽职调查流程，除非它已经对目标公司有了初步感觉，并认为目标公司与基金的投资原则相互匹配。

保密信息备忘录：保密信息备忘录是目标公司分享的第一个正式文件，它提供对公司业务和投资机会的最新概述。备忘录通常是在卖方顾问协助下编制完成的，它包括了对公司业务及其所在行业、历史及预计财务数据、前瞻性战略和机会进行的详细描述，并对管理团队和关键人员进行总体介绍。备忘录通常附有详细说明出售过程关键里程碑及步骤的信函，包括了交割及出价过程的预计时间表。^①

管理层陈述：在由中介机构进行的尽职调查过程中，管理层陈述通常是 PE 公司与目标公司管理层进行的第一次面对面会议。这种陈述是对保密信息备忘录所提供信息的扩展，强调并突出目标公司业务层面的关键要素，提供最新的相关业务发展态势，也为投资者提问创造了一个论坛。此外，陈述还可以让买家了解公司管理层的战略思维、业务规划和管理风格，有时还会涉及管理团队的动态。

正式尽职调查

从初步尽职调查获得的信息最终将被纳入“初步投资备忘录”中，并提交给 PE 公司的投资委员会。根据 PE 公司的内部流程，可能需要得到投资委员会的批准之后，才能投入继续开展尽职调查流程所需要的额外资源。在取得批准和相应的预算之后，负责一项交易的交易团队开始对目标业务的各关键要素展开深入调查，从而对投资委员会确定是否及应在何等条件下向目标公司提出正式收购提供依据。

交易团队：交易团队通常由来自 PE 公司的若干名专业人士组成，负责推动投资流程和管理一大批外部顾问。外部顾问包括咨询机构、律师和会计师，他们为交易增添了额外的帮手和专业能力。在交易搜索和初步尽职调查阶段，外部顾问往往可以提供免费的咨询和指导，以期确保随后阶段的正式调查顺利进行。

尽职调查问卷：尽职调查问卷由交易团队编制，并提交给目标人员，以便收集与投资机会相关的重要信息。这些调查问卷的部分内容已实现标准化，以获取交易的一般性信息；随后，在这些通用问题的基础上，再以和具体机会相关的特有信息作为补充。在这个过程中，

^① 有关拍卖和出价过程的介绍，请参阅第八章“交易的定价机制”。

需要在出售企业与其顾问之间建立联系点，并系统性地完成调查问卷，此外，还要在整个过程中随时增加其他相关问题，以确保调查问卷取得预期效果。

数据室 (data room)：目标公司及其顾问需要建立和维护数据室，其中包含了尽职调查流程的重要文档。共享的文件包括目标公司的历史财务报表和财务预测、股权协议和企业章程、劳动用工合同和薪酬计划、与主要供应商及客户签订的合同以及其他重要的公司协议等。以电子方式存储各种文件副本的虚拟数据室目前已成为常态，但存储有形资料的数据室依旧存在。对虚拟数据室的访问易于管理，通过对调查条款、代理权、打印和其他特定许可的限制，有助于提高信息的安全性。

现场访谈：通过现场访谈，交易团队有机会以面对面对话的方式，了解目标的业务状况，现场访谈通常在目标公司的办公室和经营所在地进行。访问采取高度结构化方式，以最大限度地提高交易团队在现场时间内的工作效率，此外，现场访谈还经常包括对生产经营设施的核查以及对管理层和关键一线管理者的会面。基于敏感性考虑，与非管理团队人员的会面往往会受到限制，但这种方式可以让 PE 专业人员与不参与出售过程的员工进行直接交流，从而更好地对目标公司的日常活动和企业文化做出评估。

一旦交易团队接受尽职调查过程取得的结果，就需要立即向投资委员会提交最终投资备忘录 (Final Investment Memorandum)。如果交易团队得到投资委员会批准，那么，他们就要按符合确认性尽职调查的结果，提交有法定约束力的收购报价。在制定最终报价之前，需要通过确认性尽职调查解决残留问题，并获得只有优先投标者才能得到的最敏感的商业信息。根据在尽职调查这一取得的附加信息，PE 公司可以完成交易定价及相关条款。^① 在开展确认性尽职调查的同时，应同步起草和磋商相关的交易文件。

尽职调查“阴谋”

理查德·弗伊斯顿 (Richard Foyston)，NAVIS 投资公司创始合伙人

作为私募股权公司尽职调查工作的一部分内容，共谋往往是不可避免的。从刚刚雇用、乳臭未干的助理到高级合伙人，每个私募股权专业人士都应意识到共谋的危险性。

在交易过程中，几乎每个参与者都是共谋者，他们都有动机去促成交易。对于最先发现机会的专业人员，他们当然希望，借助这笔交易证明他们拥有未卜先知的能力，

^① 有关交易定价及价格调整的介绍，请参阅第八章“交易的定价机制”。