

全球金融与投资佳作精选

私募股权案例

[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)

刘寅龙

著

译

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

本书的第一部分重点介绍经典的“GP-LP”基金模型，并阐述机构投资者与私募股权基金管理人之间的关系是如何变化的。随后，我们将通过案例，讲述不同背景下的风险投资、成长型股权（或少数股权）投资以及杠杆收购（第二部分至第四部分）。

重组投资和不良投资，当然最能考验私募股权投资者的耐力和潜力——无论是对于持有控制性股权的股东还是持有少数股权的股东，概莫能外。如何应对短期内的现金短缺、各种虚假声明、挑剔的债权人或是怨声载道的利益相关者（有时甚至是公众股东），反映出 PE 基金的合伙人实现各方期望的能力（第五部分）。

考虑到持续增长的人口发展趋势和开发新客户需要，新兴市场正成为 PE 行业最具诱惑力的地方。然而，在这些经济体中进行投资，也会带来新的、更多的风险，毕竟，这些地区在法律上存在较大的不确定性，公司治理框架还不够健全，在投资决策和执行方面还难以始终如一地体现最佳实践（第六部分）。

Claudia Zeisberger, Michael Prah, Bowen White

Private Equity in Action: Case Studies from Developed and Emerging Markets

EISBN: 978-1-119-32802-5

Copyright © 2017 by Claudia Zeisberger, Michael Prah, 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：01-2017-7960

本书封面贴有 Wiley 公司防伪标签，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

私募股权案例 / (美)克劳迪娅·纪斯伯格(Claudia Zeisberger), (美)迈克尔·普拉尔(Michael Prah), (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: Private Equity in Action: Case Studies from Developed and Emerging Markets

ISBN 978-7-302-50270-8

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 114965 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: 丛怀宇

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: 25.5

字 数: 490 千字

版 次: 2018 年 11 月第 1 版

印 次: 2018 年 11 月第 1 次印刷

定 价: 118.00 元

产品编号: 076905-01

对私募股权（PE）来说，它们注定不会缺乏批评者。的确，PE 似乎已成为金融市场的负面典型：它们经常被戏称为“吃了兴奋剂的资本主义”，而普通合伙人（GP）或称基金经理，则被称为“蝗虫”，至于他们最喜欢的交易方式，也被冠以“快速倒手”的名号。当媒体将 PE 描绘成以减少就业机会和疯狂地加杠杆来实现资本快速增值的恶魔时，整个行业自然会被人们所侧目。毫无疑问，现在该是清理一下乌烟瘴气、打消各种刺耳噪音的时候了。必须让人们看到，这个行业能在其他金融工具无法提供适当、可控风险的情况下，不断消除各种经济无效行为，将业绩不佳的公司变成更健康、更有活力的企业，或是凭借其资本和专业能力扶持快速发展的企业。总之，必须正本清源，还私募股权应有的清白。

私募股权交易固有的复杂性，往往会让不经意的旁观者忽视其内在的成功机制，而且理论概念本身，也很少会对私募股权投资的现实世界做出公正的评判。而整个世界显然还未真正了解 PE 的运行机制。因此，本书将通过详细的案例研究，为高层管理人员及专业人士提供一个近距离的视角，从发达国家以及新兴市场这两个层面，观察 PE 和风险投资基金的合伙人如何应对挑战、攻克难关。

《私募股权案例》是《精通私募股权》的姊妹篇。作为一本专业用书，《精通私募股权》一书以严谨的逻辑和结构，全面系统地阐述了私募股权的理论基础，这也让这本案例研究显得更加深入浅出、鲜活生动。虽然本书是一本配套性的案例书，但即便独立阅读，也不会让读者感到陌生，相反，只会让他们受益匪浅。而对于 PE 的入门者来说，将两本书结合到一起，相互借鉴，互相参考，一定会让他们取得事半功倍的协同效应。

这本书精选了一批有代表性的实践案例，引领读者从理论表面深入 PE 及 VC 基金的投资实践中，从第一当事人的视角感受和理解核心 PE 概念及其在现实中的应用。本书将有助于专业学生和公司高管了解投资私人公司的复杂过程——走过从初创到成熟的企业成长历程，并了解 PE 模式的内在运作。虽然学术观念为我们构建了认识私募股权投资的必要基础，但只有将这些概念运用到实践中，并在实践中得以落实和兑现，才是成功学习的终极验证。

本书为读者提供了大量在实践中体验和认知的机会，让读者站在全球顶级 PE 投资者的视角，去面对在现实中管理 PE 投资所面对的一系列挑战。全书突出强调了 PE 投资在执行中的诸多因素——归根结底，执行才是投资最核心的内容，并在此基础上解释如何将完善的理论模型转化为成功的投资。毕竟，PE 投资者的竞争优势取决于他们能否一丝不苟地将全球最佳实践运用到被投资公司——当然，这需要他们付出大量艰辛的努力。

在书中的每一个案例研究中，我们都能看到全球顶级 PE 和 VC 公司及其高级合伙人或业内知名咨询师的影子，他们以各种方式参与到案例的撰写过程中；他们不仅对投资所面临的现实问题提出自己的观点，还融入了在投资中亲身经历的故事（尽管有些案例和参与者已进行了匿名处理）。这些案例都介绍了 PE 投资者为改造被投资公司所采取的各种措施，案例的范围不仅涉及欧美成熟市场的投资情况，也有来自亚洲、非洲及中欧等新兴市场国家的经历。

欧洲工商管理学院（INSEAD）的背景

本书中的全部案例已经过课堂真实辩论的严格检验，目前仍是欧洲工商管理学院 MBA、EMBA 和高管教育课程，以及其他顶级商学院的教学案例；部分内容曾获得国际案例大奖。这些案例为全套教材创建的理论基础架构增添了色彩，为理论学习提供了背景素材，让理论概念变得通俗易懂，也为读者提供了站在 PE 和 VC 专业人士的立场和视角看待问题的机会，看看他们如何经历从基金筹集到交易执行、从改造被投资公司到最终退出投资的全过程。

案例的初选过程动用了分布在世界各地的 INSEAD 机构及其教学团队，并充分利用了 INSEAD 现有的网络和关系，尤其是来自新兴市场国家的专业人士。案例研究的范围涉及 PE 对如下领域和地域的投资：

- 印度的早期创业企业和风险投资公司；
- 中东地区的中小企业；
- 美国及欧洲的收购项目；
- 欧洲和新兴市场的重组项目；
- 越南的食品及饮料项目；
- 澳大利亚的房地产项目；
- 非洲的农业项目；
- 欧洲养老基金 PE 组合的优化项目；
- 东欧地区主权财富基金的创建。

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从业 16 年之久。

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只种子基金，在这里，她积极为初创企业和首次创业者提供辅导。在 INSEAD，她推出了“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 全球私募股权基金投资研究小组 (GPEI) 的中心主任。

鲍文·怀特目前担任 INSEAD GPEI 的中心主任，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。而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）教授和朱思特·德哈斯（Joost de Haas）教授表示敬意，他们的支持对于这本案例研究的出版至关重要。

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。本书中的这些案件分析都经过了严格的课堂检验，并充分考虑到了他们的反馈意见。

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）和协助编制和完善本书词汇表的谭诗碣（Tan Sze Gar）。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 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 的学术导师和同人表示由衷的致谢，尤其是在创业系的教学研究同人们。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为我提出宝贵建议。

迈克尔和我的商业伙伴丹尼斯·谢（Denis Tse），他们在我撰写这本书的时候为我列了其中的不足之处，使其与最后期限的交易热点相一致。随着我们的合作，我将从他们那里学到的东西与这本书的读者进行分享。

迈克尔和我的商业合作伙伴丹尼斯·谢，在我创作本书期间承担了很多本应由我来承担的任务，他们不止一次地在紧要关头接过我手头上的交易。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。

鲍文与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，我们还要真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者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所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 | GP 和 LP 关系的管理 | 001 |
| 案例 1 | 贝罗尼集团：一般合伙人（General Partnerships, GP）和有限合伙人（Limited Partner, LP）关系的管理 | 003 |
| 案例 2 | 直接化：教师私募股权案例 | 010 |
| 案例 3 | Pro-invest 集团：如何发起私募股权不动产基金 | 039 |
| 案例 4 | 达成目标：瑞士合众集团私募股权投资组合的优化 | 054 |
| 第二部分 | 风险投资 | 069 |
| 案例 5 | 苏拉葡萄园：印度的葡萄酒——那怎么可能呢！ | 071 |
| 案例 6 | 阿黛拉风险投资公司：打造一家风险投资公司 | 089 |
| 案例 7 | 西拉杰资本公司：投资于中东地区的中小企业 | 105 |
| 第三部分 | 成长型股权 | 125 |
| 案例 8 | 新兴市场的私募股权：经营优势能否提升退出价值？ | 127 |
| 案例 9 | 在煎熬中走向成功：凯雷集团对蒙克雷尔的退出 | 153 |
| 案例 10 | 银瑞达投资公司：对瑞典固定宽带公司的投资 | 177 |
| 第四部分 | 杠杆收购（LBO） | 199 |
| 案例 11 | 身边的筹码（A）：对安华高科技的收购 | 201 |
| 案例 12 | 身边的筹码（B）：对安华高科技的收购 | 223 |
| 案例 13 | “钱”途无量：对 Amadeus 全球旅行分销网络的收购 | 237 |
| 第五部分 | 重组及不良资产投资 | 253 |
| 案例 14 | Mill 的危机：印度纺织业的一次重生 | 255 |
| 案例 15 | 荷兰文德克司 KBB 控股集团（Vendex KBB）： 危机的前 100 天 | 270 |
| 案例 16 | 让印度大象变成非洲猎豹：印度铁路公司的起死回生 | 295 |

| | |
|------------------------------------|------------|
| 第六部分 新兴市场的私募股权 | 313 |
| 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养老金 | 315 |
| 案例 18 前沿市场的私募股权：在格鲁吉亚创建基金 | 347 |
| 案例 19 亚洲私募股权：家族理财办公室的收益要求 | 372 |

第一部分

GP 和 LP 关系的管理

我们的最大竞争优势之一，就是拥有宏大的运营规模，而规模经济则让我们能够建立起庞大的内部团队。此外，我们还拥有相当长的运营时间，因此，除非刻意选择，否则我们不必出售资产。因为我们根本就不需要流动性。既然如此，我们为什么不寻找投资并利用高端市场的机会呢？

——戈登·伊夫（Gordon J. Fyfe），不列颠哥伦比亚投资管理公司（British Columbia Investment Management）首席执行官兼首席投资官，欧洲工商管理院校友



案例

1

贝罗尼集团：

一般合伙人（General Partnerships, GP）和有限合伙人（Limited Partner, LP）关系的管理

一、概述

在本案例中，我们将跟随贝罗尼集团董事总经理杰克·德雷珀的脚步一探究竟。德雷珀先生目前管理着一家处于成长阶段的企业，他要尽量满足全部投资者的需求。他必须解决的一个问题是，这家基金公司已筹建了多只基金，但资金则来自于众多有限合伙人，而且目前由一批存在关联关系的普通合伙人负责管理。贝罗尼刚刚成功地完成了第三只基金，并开始寻找新的投资机会。此时，正值2008—2009年全球金融危机达到顶峰之际，残酷的现实彻底改变了投资者群体的某些基本假设。

因此，本案例的背景就是当时极其艰难的经济形势，这当然会带来很多问题，但是也会造就一些非常有趣的投资机会。杰克在当时所面临的任務，不仅要帮助两个相互竞争的投资者群体把握这些投资机会，还要为一位重要的投资者解决现金流问题。

这个案例凸显出了现有投资者的不同动机：有些投资者投资于贝罗尼集团的第二只和第三只基金，而其他投资者仅投资于其中的一只基金。在杰克着手处理顾问委员会的人员构成问题时，人们最关心的就是两只基金的人员重叠问题，以及管理费降低带来的压力。此时，他需要面对一个至关重要的问题：在他的投资者中，有一家公司已陷入严重的财务困境，并提出为避免违约而获得优惠待遇。

二、案例研究的目标

通过这个案例我们将会看到，在私募股权基金中，保持投资者和基金经理之间的专业

关系非常重要，此外，我们还将讨论在投资者陷入财务困境时，基金管理人可以为他们提供怎样的潜在解决方案。

与此同时，通过本案例设定的场景，我们还将进一步探讨，针对基金管理人对于个别基金投入的精力以及为管理整个基金家族而投入的精力，投资者会有怎样的要求和期望。

三、本案例需要解决的主要问题

1. 在投资目标互有重叠的不同基金之间，以及当前基金和未来后续基金之间，杰克应如何处理交易流的分配问题？是按固定结构进行分配，还是根据实际情况进行自主的酌情分配呢？此外，对于即将开展的交易，杰克应首先接触哪个基金的顾问委员会呢？应采取怎样的方案来最大程度地减少不同投资者之间的潜在冲突呢？
2. 由于某些费用（如租金成本和后台人员的工资等）相当稳定，与被管理资金的规模几乎没有任何关联性，因此，在资产管理规模逐渐增加的情况下，杰克应如何应对管理费降低的压力呢？他该怎样回绝投资者进一步降低管理费的要求？
3. 贝罗尼集团的高层负责人同时在多家基金的交易团队和投资委员会供职，在这种情况下，他应如何帮助投资者接受这些负责人（和员工）需要将全部工作时间分摊到不同基金这一事实呢？
4. 他怎样才能帮助投资者坦然接受有可能出现的“交叉义务”呢？也就是说，如果他管理的某一只基金出现了问题，那么，他怎样才能“隔离”这只问题基金和其他非相关基金，以确保不会给基金管理人在财务或时间上带来不利影响呢？
5. 杰克应如何满足欧洲银行的要求以及贝罗尼两只亚洲基金（一号基金和二号基金）中其他投资者的合法期望呢？欧洲银行是贝罗尼集团最长久、规模最大的投资者之一，而且对他们二号基金和三号基金的其他投资者没有任何善意——毕竟，欧洲银行需要拿出一部分收益和他们分享。如果只考虑为欧洲银行提供优惠，那么，他该如何面对蜂拥而至的违约和提款申请？对于在财务管理方面比欧洲银行更谨慎的两只贝罗尼亚亚洲基金来说，杰克对这两只基金的非违约投资者则应承担哪些受托义务？基金管理人是否会冒着违反“投资基金协议”的风险，去兑现欧洲银行的请求呢？

四、补充资料

为充分利用本案例，建议读者通过如下资料了解本案例的过程及背景信息。

- 重点推荐读者阅读《精通私募股权》中的如下章节。
 - 第一章：私募股权基金的基本概念
 - 第十六章：创建基金
 - 第十七章：基金的筹集
 - 第十八章：LP的投资组合管理
 - 第十九章：绩效报告
- 可以参考如下网站获得更多资料：www.masteringprivateequity.com

五、案例简介

本案例由高级助理研究员格雷格·布莱伍德（Greg Blackwood）与德普律师事务所（Debevoise & Plimpton）香港合伙人安德鲁·奥斯特罗奈（Andrew Ostrognai）合作完成，案例的编写过程得到了INSEAD“决策科学”及“创业与家族企业”课程资深特邀教授克劳迪娅·纪斯伯格的指导，并由西班牙 IESE 商学院客座教授罗博·约翰逊（Rob Johnson）进行了修订。本案例旨在为课堂讨论提供基础材料，无意对案例所涉及的处理方式是否有效做出判断。

有关 INSEAD（欧洲工商管理商学院）案例研究的更多材料（如视频材料、电子表格及相关链接等）可登录官网 cases.insead.edu 查询。

Copyright © 2009 INSEAD. Revision c2014 INSEAD

杰克·德雷珀刚刚为贝罗尼集团完成了第三只私募股权基金的首次交割。贝罗尼集团是一家总部设在香港的基金家族，其投资遍布亚洲各个国家。作为董事总经理，杰克在2000年贝罗尼集团创建时就来到这里，至今已在集团任职九年。在此期间，杰克已经和他的两位合作伙伴成功地操作了贝罗尼亚洲基金（一号基金），不仅取得了圆满的结果，并为按相同模式建立后续基金创造了条件。贝罗尼亚洲基金二号也已接近投资期结束，在该基金终止之后，剩余的资金只能用于投资后续基金。截至2008年夏末，贝罗尼亚洲基金三号已取得有限合伙人（LP）提供的5亿美元出资承诺，而在此之后，私募股权基金的筹资

环境却开始恶化。即便是在这种极其艰难条件下，杰克仍设法完成了三号基金的首次交割，而且在最终交割时还增加了3亿美元。在如此困难的融资环境下，他们依旧能够兑现预期的融资目标，这让杰克引以为荣。多年以来，这种情况已经成为杰克和其他负责人在日常管理中需要面对的家常便饭。

即便取得了这样的成功，还是出现了某些意想不到的问题。虽然从单体角度来看，管理每一只基金所需要的技能和流程基本相同，但杰克逐渐意识到，在管理一组基金时，他们必须在战略（有时甚至是政治）上做出精心安排。就在前一天，他刚刚收到拟开展交易的最终资料，他计划将这份资料信息在下周提交给投资委员。二号基金仍有1.35亿美元的剩余资金可供使用（基金的投资期还有1年），三号基金募集的资金目前也处于随时可使用状态。在拟开展的交易中，出售方正处于困难时期，因此，投资委员会认为，交易的定价可能会非常有利，而且这很有可能成为贝罗尼集团历史上最成功的交易之一。但还有其他问题尚待解决。

- 有些LP同时投资了二号基金和三号基金，而有些LP却投资了其中的一只基金。在某些情况下，LP会采取联合投资的形式，让他们所投资的基金直接投资于被投资公司。
- 每个基金都设有自己的顾问委员会，而且每个顾问委员会的组成都要体现出LP的参与。因此，各委员会的会员构成是不同的。
- 由于同一个团队同时管理着全部三只基金，因此，有时候会导致普通合伙人（GP）的精力分散到若干基金当中。
- 当LP同时参与多只基金时，就会影响到对新筹集基金管理费降低程度的判断，因为和管理费相关的很多成本基本上是固定的（如办公室的租金和人员的工资等）。在经济形势不利的时期，LP只能寻找一切可以降低成本的途径。
- 最后，对任何联合投资项目，都需要在获得顾问委员会的批准之后才能执行投资交易。

杰克很清楚，他最终总要以这样或那样的方式进行交易——但是要避免日后与LP出现摩擦，他首先还需要解决其中的一些问题。

杰克面临的另一个问题是，作为贝罗尼集团合作时间最长、规模最大的投资者，欧洲银行（和很多金融机构一样）本身也存在现金流不足的问题，因而无法兑现二号及三号基金的出资承诺。

在二号及三号基金签署的有限合伙协议中，均对违约的有限合伙人制定了非常严格的违约处罚措施，包括没收所持基金份额的一半，这也是私募股权行业常见的做法。欧洲银行已向贝罗尼集团提议，应该允许该银行暂停向二号基金认缴更多的出资，并将其对三号基金的出资承诺从1.2亿美元降至6000万美元，且不得收回银行对二号及三号基金持有的股份。二号基金的GP对股份没收条款有一定的自主裁量权，但三号基金的有限合伙协议

并没有约定可以减少出资承诺的条款。即便如此，考虑到欧洲银行和贝罗尼集团拥有长期友好的合作关系（而且贝罗尼集团也希望欧洲银行尽快复苏，并成为四号基金的一个投资者），因此，贝罗尼集团当然希望尽可能满足欧洲银行的需求。

贝罗尼集团的发展史

杰克与其他合伙人于 2000 年创立了贝罗尼集团，并完成了集团一号基金的交割，三家有限合伙人合计认缴了 2.5 亿美元（见补充材料 A）。在接下来的 4 年时间里，贝罗尼集团成功地将全部资金投入使用，并在相对较短的 6 年时间内陆续退出被投资公司，在此期间，公司实现了令人瞠目结舌的 42% 的内部收益率。在完成了一号基金的全部资金配置后不久，贝罗尼集团就成功退出了几笔投资，并在 2004 年成功地交割了二号基金，筹资规模为 3.5 亿美元。参与一号基金的全部 LP 都在一定程度上参与了二号基金，此外，二号基金还引入了另外两家 LP（见补充材料 B）。

由于交易的质量不高，导致公司始终无法完成对二号基金全部资金的配置，以至于三号基金的首次交割仅取得了约 2.15 亿美元的认缴出资。但公司已投资的交易已经取得了惊人的收益率，估计内部收益率可达到 30% 左右（包括未实现的收益），而这就吸引了更多的 LP 参与投资三号基金。在 2008 年年底全球金融危机全面爆发之前，LP 在首次交割盘时即已向三号基金认缴出资 5 亿美元。尽管融资环境变得异常艰难，但杰克和其他合伙人始终相信，他们可以在基金最终交割时再取得额外 3 亿美元的出资承诺（见补充材料 C），因为很多眼光独到、善于把握时机的 LP 坚信，市场上永远不会缺少好的投资机会。

关键问题

现在，杰克发现，自己要面对的两只积极参与型基金和若干亟待解决的问题如下所述。

■ 不同的LP

因为参与二号基金的一家 LP 已决定不参与三号基金，而且相当一部分认购三号基金的投资者都是第一次做 LP，因此，两只基金的 LP 结构存在明显差异。杰克知道，选择退出三号基金的 LP（海湾发展集团是一家主权财富基金，拥有相当大的资产和影响力，因此，他是没有能力去得罪的）希望能在三号基金开始配置资产之前，将二号基金的全额剩余资产用于投资（尤其是他们认为，当期的资产价值已处于历史最低位），因此，他们会强烈

反对三号基金在此之前进行任何投资。另外，三号基金的 LP 却充满期待，他们盼望着能在这个让人如痴如醉的市场上完成首次交割。因此，一旦出现非常有利的投资机会，杰克宁愿冒着得罪新合作伙伴的风险，也会把机会留给二号基金，而不是三号基金。

■ 不同的顾问委员会构成

因为已认购二号基金的投资者只是二号基金顾问委员会的成员，而没有参与三号基金的顾问委员会，而且部分第一次做 LP 的投资者全部在三号基金的顾问委员会，与二号基金无关，因此，杰克面对的是两个不同构成的顾问委员会。让问题更复杂的是，对于每一笔即将启动的交易，杰克都需要同时征得两个委员会的批准，才能以联合投资的方式进行投资。因此，参与不同委员会的 LP 之间就有可能出现矛盾。

■ 人力的重叠

像很多基金家族一样，贝罗尼集团的三只基金都是由同一批人员管理的。此前为一号基金进行投资的高级负责人、投资经理和助理，现在正在为二号基金工作，此外，他们还要管理三号基金。在这个过程中，信息和经验上的协同效应是显而易见的，而且，杰克通过这种方式调配、使用手下的人员，可以让每名员工为公司创造的平均管理费达到最高。当然，只负责某个基金的专职 LP 必须将全部精力投入他们所管理的基金上，不再参与其他任何基金的管理。

■ 管理费的减少

由于某些 LP 投资了全部三只基金，因此，他们会认为，杰克应以某种方式降低贝罗尼收取的管理费，以体现三只基金使用同一批人员进行管理而带来的整体效益。此外，三只相继筹建的基金既不需要增加额外的办公空间，也无须增加新的后勤行政人员，因此，这些 LP 认为，在总成本不变、业务增加的情况下，平均分摊的成本就会相应下降。这就为他们要求降低管理费提供了一个理由。而且当时正处于经济困难时期，也让相当一部分 LP 认为，贝罗尼集团应“勒紧腰带”，将节约下来的一部分资金让渡给 LP。

■ 欧洲银行的违约

贝罗尼面临的重大违约，来自他们最大、合作时间最长的投资者，这不仅给二号基金和三号基金造成了严重的现金流问题（甚至有可能影响到这些基金执行现有投资的能力），也让欧洲银行和贝罗尼集团陷入尴尬的境地。尽管欧洲银行已提出缓解部分问题的建议（但

仍不足以让欧洲银行恢复正常状态），但如果接受这项提议，不仅会激怒其他没有违约的 LP（因为按这项建议，他们将无法收到他们按规定有权收取的权益），而且还会带来道德风险——其他 LP 也会试图向基金的 GP 索取这样的待遇。此外，批准欧洲银行的要求是否会违反 GP 的受托义务，甚至违反有限合伙协议，同样不得而知。

补充材料 A

LP 的名单（一号基金）

| LP 实体 | 投资金额（100 万美元） | 在顾问委员会中席位（是 / 否） |
|------------------|---------------|------------------|
| 海湾发展集团 | 100 | 是 |
| 欧洲银行 | 80 | 是 |
| La Famiglia Inc. | 70 | 是 |

补充材料 B

LP 的名单（二号基金）

| LP 实体 | 投资金额（100 万美元） | 在顾问委员会中占有的席位（是 / 否） |
|------------------|---------------|---------------------|
| 海湾发展集团 | 120 | 是 |
| 欧洲银行 | 70 | 是 |
| La Famiglia Inc. | 40 | 是 |
| Pensions-R-U.s | 70 | 否 |
| StateFund | 50 | 是 |

补充材料 C

LP 的名单（三号基金）

| LP 实体 | 投资金额（100 万美元） | 在顾问委员会中占有的席位（是 / 否） |
|------------------|---------------|---------------------|
| 欧洲银行 | 120 | 是 |
| La Famiglia Inc. | 30 | 是 |
| Pensions-R-U.s | 100 | 否 |
| StateFund | 80 | 是 |
| 新 LP 1 | 90 | 否 |
| 新 LP 2 | 80 | 是 |
| * 新 LP 3 | 75 | 否 |
| * 新 LP 4 | 75 | 是 |
| * 新 LP 5 | 75 | 否 |
| * 新 LP 6 | 75 | 否 |

* 表示基金最终交割时的预计融资规模。

资料来源：虚构数据。

案例

2

直接化： 教师私募股权案例

一、概述

加拿大安大略的教师养老保险基金会（Ontario Teachers' Pension Plan）是加拿大最大的单体职业养老保险基金。在本案例中，我们将追溯该基金筹建私募股权投资平台的发展历程。不同于当时典型的养老保险基金，教师养老保险基金会开创性地采取了全新的投资模式，早在脱媒概念流行于有限合伙企业之前他们就已开始推进针对私募股权的直接投资。本案例的主角是来自安大略教师养老保险基金会的首席执行官吉姆·里奇（Jim Leech），此前，他曾担任养老保险基金旗下教师私募股权公司（Teachers Private Capital）的负责人。在本案例中，我们将回顾这家机构多年来走过的历程，在此期间，教师养老保险基金会始终致力于开发内部能力和企业文化的成长，以摆脱基金投资，开展直接投资。本案例阐述了直接投资模式的优势和缺陷，与私募股权投资的其他方法进行比较，并针对如何提高风险收益为机构投资者揭示了其中最重要的问题。

二、案例研究的目标

本案例要求读者基本了解私募股权投资模式，熟悉普通合伙人和有限合伙人之间的一般性关系。本案例研究的目标是向读者介绍为私募股权进行资金配置的不同方法——从只投资于LP，到通过少数股权或控制性股权投资以及基金进行联合投资，并了解这些方法给交易带来的不同影响。

尤其需要关注的是，本案例深入探讨了直接投资模式给 LP 带来的优势，以及 LP 需要构建怎样的内部能力、公司治理框架和组织文化才能成功实施这种投资模式，并得益于这种模式固有的成本节约效应。此外，该案例还讨论了保持和扩大直接投资能力的障碍，并从更高的层面上论述全面管理私募股权计划所面临的挑战。

三、本案例需要解决的主要问题

1. 讨论直接投资模式对 LP 的吸引力以及给 LP 带来的挑战。安大略教师养老保险基金会的哪些特点有助于他们独立创建自己的私募股权公司？
2. 为什么他们的私募基金公司想收购贝尔加拿大集团？在这个过程中，我们得到了哪些教训？
3. 如何评价教师私募股权公司的成功？为支持你的观点，请计算出教师私募股权公司的信息比率，并对他们在不同时期对养老保险基金整体风险收益做出的贡献进行评价。通过该机构私募股权项目的开发过程，其他大型投资者可以吸取到哪些教训？

四、补充资料

为了充分利用本案例，建议读者通过以下其他来源来了解上下文和背景信息。

- 重点推荐读者阅读《精通私募股权》中的如下章节。
 - 第一章：私募股权基金的基本概念
 - 第六章：交易搜索与尽职调查
 - 第十八章：LP 的投资组合管理
 - 第二十一章：LP 的直接投资
- 教师和讲师的案例网站：<http://cases.insead.edu/going-direct>
- 可以参考如下网站获得更多资料：www.masteringprivateequity.com

五、案例简介

本案例由 2012 年 12 月的欧洲工商管理学院 MBA 班的迪帕·拉马纳森（Deepa Ramanathan）撰写。案例的编写过程得到了 INSEAD 全球私募基金投资研究小组（GPEI）执行董事迈克尔·普拉尔和“决策科学”及“创业与家族企业”课程资深特邀教授克劳迪娅·纪斯伯格的指导。本案例旨在为课堂讨论提供基础材料，无意对案例所涉及的处理方式是否有效做出判断。

本案例研究的经费资助由 INSEAD 全球私募基金投资研究小组（GPEI）提供。部分研究经费由 INSEAD 校友基金会（IAF）资助。

有关 INSEAD 案例研究的更多材料（如视频材料、电子表格及相关链接等）可登录官网 cases.insead.edu 查询。

Copyright © 2013 INSEAD

第一场冬雪飘落在多伦多北部。此时，在位于 12 层的办公室里，安大略省教师养老保险基金会的首席执行官吉姆·里奇还在考虑教师养老保险基金会刚刚与贝尔加拿大企业集团（Bell Canada Enterprises）达成的协议。这一年是 2012 年，这笔交易的内容是对贝尔公司进行杠杆收购（LBO），一旦成功，这将成为史上最大规模的杠杆收购。每当回顾起这笔将教师养老保险基金会拉到聚光灯下的交易时，里奇都会感到不可思议：作为一家一向被视为非常保守的投资者，教师养老保险基金会牵头组织的投资者联盟，竟以 520 亿加元的价格收购了这家加拿大电信巨头。吉姆细细品味着教师养老保险基金会走过的这段漫长艰辛而又充满变数的历程——从第一次斗胆直接投资于私募股权，到成为一家受业界尊敬的合作伙伴，并最终成为私募股权基金行业里一个令人敬畏的竞争对手。

背景

截至 2012 年年底，安大略省教师养老保险基金会一直是加拿大最大的单体职业养老保险基金，拥有资产 1 295 亿加元，为安大略省 303 000 名健在的退休教师提供养老金。根据独立的养老基金基准管理机构 CEM Benchmarking 公司的统计，在截至 2011 年的全部“10 年期”同类养老保险基金中，如果按 10 年期收益率和超过基准收益率的“增值”这两项指标排名，安大略省教师养老保险基金会均名列第一。自 1990 年以来，该基金创下了平均年化收益率达 10% 的历史新高（见附录 2.1），累计创造增值（按复利计算）达到 605 亿加元。

位于安大略省的教师养老金计划最初创建于1917年。在随后的73年时间里，该基金会一直由安大略省政府管理，基金持有的全部资金投资于政府机构发行的债券。1990年，政府组建了一个由多方出资发起的养老保险基金——安大略省教师养老保险基金会委员会，接管原来的养老金计划，负责对全部资产进行投资，并按约定向会员（或其尚存亲属）进行利益分配，此举完成了对原政府机构的私有化改造。私有化后的养老金计划由安大略省政府和安大略省教师联合会（OTF）共同出资，其中，后者是一家同时拥有4个教师工会的管理机构。作为联合出资发起人，两个机构在新机构中分别指派4名独立董事，并共同推选1名独立董事担任董事长。董事会成员负责监督养老保险基金的管理团队、执行实际的投资项目、管理基金会的资产以及收益分配等工作。根据法律规定，董事会成员的行为原则就是维护基金会成员及其受益人的最大利益。此外，基金会还要向发起人提供基金会财务状况的信息，基金会的财务状况每年需要经外聘的独立精算师审计确认。

教师基金会被定义为福利性养老金计划，也就是说，发起人负责按退休人员的就业时间、以往的薪资水平和预期寿命等因素，向退休人员支付预定金额的养老金。在实际操作中，这就意味着如果养老保险基金的净资产低于负债的现值（应向退休人员支付的养老金），那么，只有计划的发起人向基金增加出资或是减少未来应支付的养老金，才能弥补净资产的缺口。另外，计划发起人也可以利用资金盈余——净资产超过负债的差额，减少现存教师的缴费率，或是增加基金会成员的收益分配（有关养老保险基金的术语见附录2.2）。

从1917年到1990年进行私有化改造之前，作为安大略省教师养老金计划的唯一发起人，安大略省政府对全部资金赤字负责，并取得养老金计划的全部盈余。但是在共同出资发起的框架下，作为共同发起人之一的安大略省教师联合会，对基金会一半的盈余或赤字享有权利并承担义务。20世纪90年代初，强势的投资收益逐渐体现在转变了养老金计划的财务状况上，尽管它们在1990年还存在高达36亿加元的赤字，但是到了90年代后期便进入了持续盈利的状态。因此，在整个90年代的后半段时间里，对参与养老金计划的教师均采取了较低的缴费率，机构本身的收益状况也不断改善。而在进入21世纪之后，由于市场利率持续处于低位，在职教师与退休人员的比例逐年下降（从1970年的10：1降至2012年的1.4：1），而且人口的预期寿命也在不断延长，这些因素导致领取养老金的预期时间也从20年延长到31年，这些因素相互叠加，使机构再度从盈余转变为持续性的赤字。这不仅需要提高教师和政府的缴费率，也减少了未来可支付给退休人员的养老金水平。即便面对这些不利变化，养老保险基金依旧能履行常规性的支付义务，至少不会出现连续3年维持赤字的问题。

投资目标与资产管理政策组合

教师养老保险基金会在《2011 年度报告》中指出：

“我们的投资策略旨在获得巨大的收益，只有这样，才能维持稳定的缴费率和养老保险基金的可持续性，并有助于满足基金会的长期资金需求。而我们为此采取的方法，就是兼顾管理资金风险和投资风险。考虑到计划所涉及的人口以及未来支付养老金的义务，我们的目标是在适当风险水平下实现最佳收益。我们必须在追求投资收益的必要性和强大的风险管理之间实现合理均衡。”

在实践中，这个目标对应于维持 4.5% 的长期真实收益率，这也是自基金会作为独立实体创建以来始终如一的目标。然而，相关人口特征方面发生的变化已大大减弱了基金会的风险承受能力，并促使基金会在加强对流动性限制的同时，更加强调实施投资计划的成本。与此同时，宏观经济形势也发生了巨大变化——从 20 世纪 80 年代的高市场利率时代，到 90 年代后的利率适中时代，再到 90 年代末开启的资产泡沫时代，最后到当下的全球后金融危机世界，这意味着要实现有针对性的收益率，就必须根据现实对经营策略进行定期审查和修订。这种调整体现在教师养老保险基金会采取的战略性资产配置，或是基金会在其年报中提到的“资产政策组合”（asset policy mix）。

基金会的投资管理人始终要维持两方面的均衡：一方面，为取得预期收益而提供资金的必要性；另一方面就是控制风险，一定要避免出现只有通过增加缴费率或减少未来收益分配才能弥补损失的情况。而这种均衡的核心就在于基金会所面对的终极风险——融资风险，也就是说，教师退休金基金会必须从资产和负债所面对的市场风险、信用风险和流动性风险等多角度出发，以全面的风险观点确定其资产组合。基金会使用自有的资产—负债模型，将长期历史数据、对当前经济形势的判断以及发起人在出资和养老金水平上的决策结合到一起。凭借他们的管理经验和职业判断，基金会使用该模型计算出各资产类别在全部投资中的权重，其中，每一种资产类别的权重体现出该资产类别相对于其他资产类别的长期风险收益特征。基金使用风险预算完成对各资产类别的资金配置，而不以资产风险作为资金配置的基础，风险预算每年都需要接受董事会成员的审查。

在 1990 年之前，养老金计划只投资于安大略省发行的非公开交易政府债券。在教师基金会成立之后，对资产政策组合（见附录 2.3）进行了调整，允许基金投资于加拿大国内外上市及非上市公司的股份，以及有收入创造能力的房地产。此外，基金会还开始投资于各

种绝对收益策略、对冲基金、货币市场的有价证券以及各种债券，所有这些金融工具均被归类为固定收益工具。1990年，为实现投资目标，教师基金会决定采取将2/3资金投资于股票、1/3资金投资于固定收益的资产配置策略。最初，教师基金会使用衍生工具进行股票投资，毕竟对养老金计划来说，股票投资绝对是一项非常规性的资产配置方案。5年来，基金会逐渐减少了对安大略省政府债券的持有量，相应地增加了股票投资，并在每一年都实现目标收益率。为了充分把握各种投资机会，基金会允许投资团队在策略性资产配置目标的基础上向上浮动5%。

多年来，教师基金会逐步扩大投资范围，投资目标涵盖了大宗商品、房地产、基础设施和木材等多种产品。和拥有市场收益率的债券一样，这些资产当时也被教师基金会归入“通膨敏感类投资”的类别中。从1996年的7%开始，基金会对“通膨敏感类投资”的目标配置率逐年上升，进入21世纪，此类资产在全部资产组合中的比例已接近1/3，而2009年更是接近一半（45%）。与此同时，考虑到股票市场波动性的提高，以及养老保险基金出于稳健性考虑而缺乏足够的风险承受能力，他们将对股票的目标配置率再次从投资组合的40%降至1/3。

第一阶段：教师私募股权公司的起源

作为私募股权团队的一个分支，教师私募股权公司的投资对象是非上市的私人公司：他们采用独立投资或是和合作伙伴进行联合投资的方式进行直接投资；或是通过由第三方管理的私募股权基金及风险投资基金进行间接投资。截至2011年年底，由直接投资、联合投资及私募股权基金构成的投资组合总额已达到122亿加元。自公司成立以来，扣除管理费后的净内部收益率（IRR）为19.3%，这也充分验证了教师基金会原始管理团队的预言：从一开始，就把非上市私人公司投资及另类资产作为整个投资组合的一部分。

最初的执行团队由克劳德·拉莫鲁（Claude Lamoureux）负责，克劳德于1990年加入教师养老保险基金会，担任机构的总裁兼首席执行官。此前，他在加拿大和美国金融服务业拥有25年的从业经验。而同年新成立的私募股权部门则聘请了前阿尔伯塔政府电话公司的财务主管罗伯特·波特拉姆（Robert Bertram）担任高级副总裁。在他们的共同领导下，教师基金会将目标设定为在10年内形成拥有20亿加元规模的私募股权组合。由于养老金计划拥有长期负债，因而可以收获股权投资的巨大流动性溢价，因此，投资于私人公司的诱惑力是显而易见的。而在20世纪90年代初，加拿大的私募股权公司还屈指可数，因此，该计划大多是和第三方投资者合作，直接投资于加拿大的非上市公司。第一轮私募股权是

在 1991 年进行的：共募集了 1 亿加元资金，全部以成长型股权投资形式投资于 7 家私人拥有的加拿大企业，其中，有 3 笔投资采取了直接投资形式：

科姆考普金融服务公司（Commcorp Financial Services），加拿大最大的设备融资租赁公司；斯特朗设备公司（Strong Equipment Corporation），一家全国性的建筑及相关设备经销商；白玫瑰工艺苗圃销售公司（White Rose Crafts and Nursery Sales Limited），一家位于安大略省的草坪、园艺及工艺用品零售商。其他 4 项投资则是通过有限合伙企业（LP）和专门从事媒体行业的商业银行进行。

教师基金会之所以做出兼顾直接投资和间接投资的决定，是为了兑现基金会提高私募股权公司创建速度和效率这一目标。教师基金会将投资目标定位于成熟型企业，也就是说，作为进行直接投资所需要的条件，被投资公司应具有良好的经营、可观的历史业绩和强大的管理体系以及相当比例的管理层持股，从而为他们提供开发资本或重组资金，并减少负债。同时，基金会还与知名商业银行、证券交易公司和几家知名私募股权基金建立联盟，在投资于私募股权基金的同时，还和这些机构联合投资于大型交易。通过这个渠道，教师基金会得以涉足当时还无力独立应对的市场——如美国及欧洲市场，利用它们的专业能力——例如，普罗维登斯投资基金（Providence Equity Partners）在电信行业的投资能力，该基金主要从事对加拿大阿尔伯塔省的石油天然气投资，当然，这种模式也为教师基金会进入私募股权市场提供了通道，毕竟，它们还无法在这个市场上进行独立的有效投资（如针对加拿大非上市私人公司的 5 000 万加元以下的投资）。然而，教师基金会选择的道路并不容易——尽管他们试图将自己打造为私募股权基金的管理机构，但显然尚未取得投资银行和 PE 基金知名普通合伙人的信任。

教师基金会的投资方式明显不同于其他的大型机构投资者（见附录 2.4）。例如，直到 1998 年，加拿大养老保险基金投资委员会（CPPIB）还一直将资金全部投资于政府债券^①。该委员会于 2001 年，开始推行私募股权投资计划，他们采取的策略，是将全部投资委托给外部基金经理。直到 2006 年，该委员会才开始了为期多年的转型，旨在通过建立内部能力对私募股权进行直接投资。而耶鲁大学的捐赠基金等其他大型机构投资者，尽管把私募股权当作投资配置中不可缺少的一个组成部分，却仅在内部保留选择基金经理的职能，投资流程则完全外包给内部选定的基金经理。而挪威政府养老金全球基金（GPF）则是另一个极端，出于对透明度，以及业绩对比评估的高度信任，他们在投资中彻底避开私募股权，而采取完全以追求超额收益为目标的低成本方法——投资对象仅限于与大盘指数挂钩的股

① Nicole Mordant, “Canada’s big pension funds reach for the top”, *Reuters News*, April 18, 2007 (Factiva)。

票组合和固定收益工具，并采取非常有限的积极管理。^①当然，针对私募股权的使用，还有很多机构采取了折中方法，如新加坡投资公司（GIC），他们在投资私募股权基金的同时，也对私人公司进行直接投资，但投资策略仅限于持有少数股权。

到 2000 年，教师基金会已形成了覆盖商业银行各方面业务的内部能力，并在消费品、通信、工业产品、娱乐和媒体、金融服务、零售业，以及能源行业等领域投资了 100 多个项目。教师基金会对加拿大公司的直接投资，占到其商业银行业务组合的 40%。在美国和欧洲，基金会既有直接投资，也有作为有限合伙人进行的间接投资。在其商业银行业务组合中，包含了在加拿大和美国进行的 3.29 亿加元风险投资，主要领域板块涉及生命科学和信息技术。

目前，安大略省教师养老保险基金会已成为加拿大最大的股权投资者之一，自成立以来，其私人资本投资的年均收益率达到 23%，这样的投资业绩绝对令人刮目相看。在基金会的股权投资中，常见的出资额在 2 500 万～5 亿加元，其中，盈利性最佳的投资本金分布在 7 500 万～1 亿加元。在教师基金会 2001 年的直接投资组合中包括 19 亿加元的联合投资和 11 亿加元的基金投资，基金会的全部投资组合交由 18 家投资专业机构管理。

吉姆·里奇：肩负教师基金会走向全球的使命

凭借这个对非上市私人公司开展（少数股权）投资的新公司，教师私募股权公司需要一个在业务发展方面拥有良好业绩的合作伙伴，以便于进一步拓展直接投资模式，开展控股型投资并打入新市场。拥有加拿大皇家军事学院数学和物理荣誉学士学位和皇后大学工商管理硕士学位的吉姆·里奇，同样有着令人羡慕的职业生涯，他不仅拥有在小规模创业企业工作的经历，还曾供职于金融服务、房地产和能源等行业的顶级上市公司。当然，吉姆最显赫的经历莫过于担任 Unicorp 加拿大公司和联合能源公司（Union Energy Inc）的总裁兼首席执行官，前者是加拿大最早的商业银行之一，而后者则是北美地区最大的综合性能源及管道公司之一。

2001 年，当克劳德·拉莫鲁和罗伯特·波特拉姆找到吉姆，邀请他担纲私人资本部门业务时，吉姆刚刚成功地出售了一家高科技创业公司，当时，他正准备和妻子到海外平静地休息一段时间。但拉莫鲁和波特拉姆传递的愿景和展示出的雄心确实让他难以拒绝。长期以来，基金会始终以对待创新和风险的无畏姿态成为业界翘楚：他们是第一个收购房地

^① David Chambers, Elroy Dimson and Antti Ilmanen, “The Norway Model”, September 19 2011, <http://www.tilburguniversity.edu/about-tilburg-university/schools/economics-and-management/news/seminars/finance/2011/Dimson.pdf>.

产开发公司 100% 股权的养老保险基金，率先采用衍生工具构建目标资产组合，并最早涉足大宗商品投资。这种运筹帷幄、深思熟虑的风险意识，与吉姆的思路不谋而合。他当即放弃了休假的机会，接受了两人的邀请。不久，他带领基金会“踏入了令养老基金不寒而栗的领地”。^①

在吉姆的领导下，直接投资与联合投资的投资总额从 1990—2001 年的 33 亿加元，增至 2001—2010 年的 115 亿加元。这也让教师养老保险基金会成为最早以系统化方式直接投资于私募股权的养老保险基金之一。它也就此开创了一种逐渐被机构投资者广泛采纳的脱媒方式。

第二阶段：不断膨胀的野心

在吉姆进入教师基金会之后，针对直接投资设置的最低股权认缴额度也被逐渐提高至 1 亿加元，而后又被提高至 2 亿加元，理想出资规模为 3 亿~4 亿加元。2004 年，商业银行部门正式更名为教师私募股权公司（TPC）。改换名号的初衷，一方面在于强调与教师基金会的关系，毕竟，安大略省教师养老保险基金会在资本市场和衍生品业务中声名显赫；另一方面，也是为了淡化与养老基金的联系，在华尔街投资者的眼里，养老基金一向被贬为“最愚蠢的投资者”。

吉姆对团队进行了重组，创建了以地域为核心的团队，并着手向亚洲市场渗透。此外，他还分设了直接投资团队与专业的基金及联合投资团队，并由后者负责管理与普通合伙人（GP）的关系。很多基金是在 GP 已对公司投资后，再收购由 GP 对被投资公司持有的一部分股权，而教师基金会则采取了不同策略，他们借助自己的直接投资团队，和 GP 共同参与整个投资流程的各个阶段，包括尽职调查、交易结构和估值的谈判，以及投资交割等。

出于这个原因，教师基金会更喜欢将他们的联合投资业务称为“联合发起”。吉姆重新设计了流程和审批手续，并招揽了一批高级职员，大大扩充了私募股权团队的实力。虽然团队规模和涉足范围在不断扩大，但业务仍局限于大型交易。凭借私募股权公司先前在私募股权投资方面取得的成功，教师基金会开始对基础设施和木材行业进行直接投资，这同样开创了业界的先河。要投资于这些与通货膨胀挂钩且能创造稳定长期现金流的资产，需要经历与直接投资相同的投资流程，而此时的教师基金会已在这些方面驾轻就熟。随着

^① Karen Mazurkewich, “Teachers’ next test; Jim Leech has a big task dealing with the pension plan’s \$12.7B deficit”, *Financial Post/National Post*, August 28, 2008(Factiva).

这些资产类别的规模逐渐扩大，他们最终被剥离为一个独立的部门，截至 2011 年，该部门管理的资产规模已达到 108 亿加元。

2005 年，教师私募股权公司斥资 4.5 亿美元，收购了北美最大的商业洗衣设备制造商、美国联合洗衣设备公司（Alliance Laundry Holdings）。也就是在这一年，他们开始让华尔街刮目相看，并将教师私募股权公司当作一个值得关注的私募股权投资者。而在挫败 KKR 投资集团等老牌美国基金管理机构将贝恩资本（Bain Capital）的资本纳入麾下时，教师私募股权公司向那些此时仍怀疑其资金实力和经营能力的人发出了一个再清晰不过的信号。截至 2005—2007 年，教师私募股权公司已开始关注 10 亿加元级的投资，并在与其他投资者合作的基础上，选择性地考虑 40 亿加元规模的投资。与此同时，随着吉姆的国际多元化扩展初见成效，基金会在加拿大境内的私募股权投资比例也从几年前的 40% 降至 2006 年的 32%。

在此期间，表现最抢眼的项目当属对加拿大黄页公司（Yellow Pages）电话簿业务的投资。2002 年 11 月，教师基金会和 KKR 联合收购了加拿大黄页集团，而在不到 1 年之后，这项业务就出售给上市公司，此举为两家投资者带来了 146% 的净内部收益率。表面看来，这似乎与教师基金自称的专业型、长期投资理念不一致，但如果考虑到 KKR 在 2004 年清空对黄页集团持有的股份，教师基金则将对该集团的股份持有几年，^①这也显示出教师基金不同于 KKR 的一个关键点：不同于在募集新基金时以历史 IRR 为基础进行评估的 PE 基金，教师基金会需要关注的是现金创造能力，而不是以百分比表示的收益率。正如吉姆·里奇所言：“你不能用内部收益率支付养老金——所以说，你需要的是现金。”

枫叶体育娱乐公司（MLSE）的案例就能说明问题，该公司拥有加拿大最著名的专业运动队、场馆和电视网络。教师基金会持有该公司的投资近 18 年之久。尽管出售股权的收入达到最初投资的 5 倍，但由于持续时间太长（在此期间，教师基金会曾在多个时点进行追加投资），因此，最终的年均收益率仅为不高不低的 16% 左右。不过，与出售当年宣布支付的 47 亿加元的养老金相比，13 亿加元的出售收入还是相当可观的。

作为股东，教师基金会长期主动参与上市公司并积极发声，他们大力倡导良好的公司治理，与管理层和上市公司董事进行面对面的沟通，通过反对票抵制违背股东利益的管理层议案。当投资者在一家上市公司拥有大量股权时，他们就可以凭借特殊的影响力去开

^① 在黄页集团转型为公开收益信托基金后，教师基金会马上将对黄页集团持有的股份比例从 30% 下调至 20.8%，而 KKR 也将其持股比例由 60% 下调至 41.7%，剩下的一家股东加拿大贝尔公司也减少了持股比例，从 10% 降至 7%。2003 年 12 月，KKR 再次出售股权，进一步将其持股壁垒减少到 19.4%，并在 2004 年 6 月全部清空对黄页集团的股份。

展所谓的“关系投资”：鼓励公司管理者践行良好的公司治理，在明确战略重点并实现长期业绩指标的基础上，为股东创造更多的价值。这种来自内部管理而非外部基金经理的良好结果也给教师基金会带来了信心，因此，他们提高了对上市股权和非上市股权的积极管理程度。2002年，教师基金会与其他机构投资者合作创建了加拿大善政联盟（Canadian Coalition for Good Governance），促进加拿大上市企业推行良好的企业管理实践。

他们还将推行良好公司治理的运动扩大到参与股东集体诉讼。比如曾经是世界第二大电信设备制造商的北电（Nortel），会计差错的传闻引发坊间向当时 CEO 支付的奖金提出质疑。为了揭露北电的公司治理问题，教师基金会和其他股东通过集体诉讼将北电网络诉诸美国法庭，并最终迫使北电网络同意以 24 亿美元解决这一问题。但北电却未能摆脱财务丑闻的重压，最终申请破产。而媒体则热炒这一事件，并将教师基金会的积极参与描述为“让公司无法忍受的治理圣战”。^①

基金的积极管理模式同样延伸到针对非上市公司的投资，最早的一个例子就是枫叶食品公司（Maple Leaf Foods），在对这家公司进行投资（1.5 亿加元）的同时，其管理团队及业务计划也相应做出调整。

在 2003—2007 年，教师私募股权公司的年均收益率从 27% 增至 40% 以上，这已经大大超过了基准收益率。而作为私人资本的来源，教师私募股权公司的地位也逐渐提升。在 2007 年的“私募股权国际奖”（Private Equity International Awards）评选中，该公司被评为“加拿大最佳收购公司”和“最佳有限合伙人”，并入选过去 5 年全球投资前二十大私募股权投资的行列。

在大力推行内部积极管理模式的同时，教师基金会还致力于向利益相关者宣传竞争性报酬的必要性，并通过积极管理确保被投资公司始终关注价值创造。在没有筹资压力的情况下，私募股权公司的员工当然可以取得比 PE 基金更稳定的工作保障，但是，要吸引私营企业和 PE 基金的财务和业务专家进入教师基金会这个准公共机构，就必须为投资专业人士提供有足够竞争力的薪酬。在一家独立顾问公司的建议下，教师基金会制定了一套新的激励机制，以长期超过基准的业绩作为确定薪酬的基础。这套薪酬激励制度适用于所有投资人员，在考虑到基金会投资整体业绩的前提下，只有投资管理者在 4 年期间超过业绩基准的情况下才有资格获得奖金。但激励的确令人心动：2004 年，公司整体投资业绩超过基准 2%，为此，公司拨款 5 200 万加元作为奖金。

^① Terence Corcoran, “Teachers’ arrogant role at Nortel, BCE”, *Financial Post/National Post*, December 12, 2008(Factiva).

虽然教师基金会及其他加拿大养老基金投资人员的收入水平在全世界名列前茅^①，但投资管理的总成本却是全球最低的，原因就在于他们通过自己管理大部分资产来规避了大量费用（支付给外部基金经理的管理费）。通常，私募股权基金每年要收取 1.5% ~ 2% 的管理费，并以业绩提成（附带收益）的形式提取 20% 的利润；个别基金以单笔交易为基础进行收费。考虑到这些费用，如果一只由外部基金经理管理的基金实现了 20% 的总利润率（采取的典型费用结构），那么，基金投资者最终获得的净收益率约减少 6%。此外，在 PE 内部建立投资管理机构的另一个好处就是灵活性：通常，PE 基金要求投资者提前做出认缴承诺，而后，在需要进行资金投入时取得认缴出资，而教师私募股权公司却可以根据实际需要调整直接投资的速度。

私募股权公司最令人瞠目结舌的成就是在 2007 年出售新秀丽公司（Samsonite Corp.）的股权，以现金形式取得全部销售收入 17 亿美元，相比初始投资增长了 5 倍。教师基金会与战神企业机会基金（Ares Corporate Opportunities Fund）及贝恩资本合作，于 2003 年收购了新秀丽，并对公司实施了整合，当时，这家世界知名行李制造商正处于破产边缘。在新管理团队的指导下，新秀丽重新树立起全球高档时尚品牌的形象，为教师基金会等投资者的成功退出打下了坚实的基础。

早期投资取得的成功，再加上一批存在竞争关系的投资银行竞相提供融资，两方面相互叠加，促使 TPC 开始定位于越来越大的投资。正如路透社报道^②所述，“一改低风险投资领军人的形象”，时下的教师基金会等养老基金大举“涌入北美一些最大公司的董事会，并成为公募及私募股权市场的主要交易商”。但最能说明这个问题的案例，莫过于贝尔加拿大企业集团（BCE），该公司拥有市值 253 亿加元，是加拿大持股最分散的上市公司，也是加拿大最大的手机运营商贝尔加拿大公司的母公司。

第三阶段：巅峰时刻——引领世界

最大规模的杠杆收购

教师基金会最早开始持有 BCE 股份的时间要追溯到 1990 年。他们对 BCE（见附录 2.5）持有 1% ~ 2% 的股份，也是这只基金当时最大的持仓之一，毕竟，BCE 是加拿大

① Jody MacIntosh and Tom Scheibelhut, “How Large Pension Funds Organize Themselves: Findings from a Unique 19-Fund Survey”, *Rotman International Journal of Pension Management*, Volume 5 Issue 1 Spring 2012 (http://www.cembenchmarking.com/Files/Documents/How_Large_Pension_Funds_Organize_Themselves.pdf).

② *Reuters News*, April 18, 2007.

多伦多证交所 TSX 指数最重要的成分股。BCE 原本是移动市场的领导者，但由于缺少核心产品而导致发展受阻，以至于后来不得不委身于两家新成立的公司之后，成为加拿大的第三大手机制造商。2002—2006 年，该公司股票的年均收益率为 7.1%，这其中包括 4 年期的年化股息（2002—2006 年），而排在前两位的加拿大企业——罗杰斯通信（Rogers Communications）和泰勒斯电信（Telus Corp），则在同期分别实现了 48.1% 和 35.5% 的收益率^①。

无论是按照加拿大的标准，还是与同行业全球基准相比，加拿大贝尔电信集团的管理似乎都不到位。为此，教师基金会一直积极向管理层反映他们的观点，并在 2006 年年底将对公司持有的股权比例增至 5%，尽管他们的做法逐渐得到公司董事会的信任，但显然还不足以推行变革。面对来自加拿大贝尔电信集团的漠视，上市公司的业务团队找到私募股权部，看看他们是否有兴趣发起退市私有化，或是将 BCE 转化为收益信托，以打开价值创造的大门。考虑到私募股权公司的团队曾在早些时候成功收购了加拿大贝尔电信集团下属的两家分公司——黄页集团和 CTV 贝尔环球传媒——最近还参与了收购卫星业务的投标，尽管没有成功，但应该说，他们是非常了解 BCE 的，于是，教师私募股权公司接受了这项任务。2006 年，BCE 的股权转由私募股权公司负责，承担日常管理的团队由格兰·希尔韦斯特里（Glen Silvestri）领导，格兰之后成为公司电信、媒体和技术（TMT）以及能源业务的投资负责人。面对股东持续发酵的怨气，集团管理层开始考虑方案以改善乏善可陈的经营业绩，包括大量回购股份、回购债务、大手笔的收购或转型为收益信托。最终，加拿大贝尔电信集团决定将自己变成一家收益信托。

由于可享受税收优惠，取得收益信托（income trust）在当时受到越来越多加拿大投资者的欢迎。但随着更多公司采取收益信托，加拿大财政部开始担心这种转型会严重侵蚀国内公司税的税收基础。就在 BCE 披露其转型意图后不久，加拿大政府立刻修订法律，导致转换为收益信托不再享有税收优势，于是，BCE 不得不取消这一计划。此时的加拿大贝尔电信集团已毫无秘密可言，既没有方向，又没有其他的价值创造策略。2006 年年底，在外部顾问和参股投资者的敦促下，他们只好重起炉灶。由于刚刚以 32.5 亿加元的价格出售了旗下卫星通信公司，BCE 的手里现金充裕，但得到这笔现金的代价却是失去了近在眼前的投资机会，此时，他们已开始引起 KKR 和普罗维登斯投资基金等私募股权基金的关注。这促使教师基金会决心一试身手，其实，很长时间以来他们一直在考虑应如何处理对加拿大贝尔电信集团持有的股权。

^① Bloomberg Data。在计算收益率时，假设 2002 年 12 月 31 日—2006 年 12 月 31 日派发的股息全部用于再投资。

2007年4月初，也就是吉姆·里奇和普罗维登斯投资基金首席执行官乔纳森·内尔森（Jonathan Nelson）和 BCE 首席执行官迈克尔·萨比亚（Michael Sabia）会面的几天之后，吉姆告知加拿大贝尔电信集团，教师基金会计划向美国证券交易委员会提交“13D”公告（股东单独或合并持有5%以上公司股份时，必须在持股比例达到5%后的10个工作日内，向SEC填报“13D”表格）。此举影响重大且意图明确：教师基金会作为 BCE 股东的地位正在从被动转为主动。在意识到收购已不可避免的情况下，BCE 董事会决定接受这个不可避免的现实，并决议以股东利益最大化为出发点促成此次交易。为此，公司设置了官方拍卖程序，并邀请感兴趣的潜在买家参与投标，约定提交投标的截止日期为6月26日。

仅从这笔交易的规模上来看，就意味着教师基金会没有能力单独行动。实际上，教师基金会已决定和普罗维登斯投资基金公司及麦迪逊-迪尔伯恩投资公司（Madison Dearborn Partners, LLC）合作，其中，麦迪逊与教师基金会早有往来，凭借早期投资取得的成功，它在电信行业享有盛誉^①。另外，KKR 则与加拿大退休金计划投资委员会（CPPIB）及博龙资产管理公司（Cerberus Capital Management LP）结成投资者联盟，双方将为争取 BCE 展开一场恶战。

2007年6月30日，加拿大贝尔电信集团宣布，教师基金会及其合作伙伴在投标中获胜：他们为 BCE 给出的估值为517亿加元，其中包括169亿加元的债务、优先股和少数股东权益^②。教师基金会的报价为每股42.75加元，较加拿大贝尔电信集团在2007年3月首次发布出售公告前一天的股票交易价格高42%。这个估值意味着，教师基金会将以有史以来最大规模的杠杆收购而被载入史册，此次收购已超过KKR和德太投资（TPG）在当年早些时候对得克萨斯电力生产商TXU公司进行收购的规模——432亿美元。

此次交易预计将取得340亿加元的债务融资，具体由多伦多道明银行（Toronto Dominion Bank）、苏格兰皇家银行（RBS）、德意志银行和花旗银行组成的银团提供，按照这个债务规模，此次交易的债务/EBITDA倍数为5，EV/EBITDA倍数为7.6^③。于是，在教师私募股权公司，负责这笔交易的团队设计出一个更好的治理框架，针对 BCE 制订了

① 安大略省教师养老保险基金曾投资于4只由普罗维登斯投资基金公司管理的收购基金（投资时间分别为1999年、2001年、2005年和2007年）。此外，教师基金会还通过联合投资的方式，与普罗维登斯联合投资于电信、媒体和技术（TMT）等领域，如收购德国最大的有线电视运营商——德国有线电视集团（Kabel Deutschland），以及投资于西班牙最大的通信、宽带互联网及付费电视供应商欧诺电讯集团（Grupo Corporativo Ono）以及印度第三大移动运营商、印度移动电话公司（Idea Cellular）。

② Chris Fournier and Frederic Tomesco, “Fund buys the biggest Canadian phone firm”, *Bloomberg News/International Herald Tribune*, July 2, 2007(Factiva).

③ 根据彭博发布的2006年财务数据。

相应的重组计划，并由当时的 BCE 总裁兼首席运营官乔治·科普（George Cope）担任新公司的 CEO，负责执行上述计划。一旦收购完成，迈克尔·萨比亚将离开公司，而乔治将获得内部提升。

为确保新的商业计划得到贯彻，并规避针对加拿大电信企业外资所有权比例的限制，需要对交易结构进行缜密设计：在收购完成后，教师基金会持有 BCE 52% 的股份，普罗维登斯获得 32% 的股份，麦迪逊-迪尔伯恩则占股 9%，剩余的 7% 由其他加拿大投资者持有。此外，预留 5% 的股份作为期权激励计划，管理层在完成业绩指标的前提下有权获得这部分股权。交易条款还约定，如 BCE 单方面终止交易，BCE 应向联合收购方支付 8 亿加元的终止费，并约定应由联合收购方支付的终止费 10 亿加元（事实证明，这项约定非常重要）。

史上最大规模杠杆收购面临的挑战

交易面临的一个挑战，就是需要从监管机构取得的大量批复以及取得这些批复所需要的时间。在这方面，BCE 发挥了关键作用，确保此次收购先后从美国联邦通信委员会（2007 年 8 月）和加拿大竞争管理局（2007 年 9 月）获得反垄断许可，并得到加拿大无线电电视委员会（CRTC）（2008 年 3 月）及加拿大工业部（2008 年 4 月）的批复。

尽管这笔交易得到了主要监管机构的认可，但其他麻烦却接踵而至。BCE 的债券持有者对这笔交易非常不满：因为完成杠杆收购之后，他们所持有债券的优先级别将低于 BCE 新发行的债券，而且由于发行新债券会导致 BCE 的负债大幅增加，原债权人的债券被下调信用评级，成为垃圾债券。包括宏利金融公司（Manulife Financial Corporation）在内的两大债券持有人于 2007 年 9 月向法庭提起申诉，要求法院禁止这项交易，他们的理由是此次收购明显有利于股东，却损害了债权人利益^①。法律分歧将 BCE 拖入了一场为期 9 个月之久的司法程序，最初魁北克高等法院拒绝了这项请求，随后，魁北克上诉法院推翻了魁北克高等法院的裁决，而后，加拿大最高法院做出有利于股东的最终裁定。

在这一年里，按照加拿大法院的裁决，只要 BCE 的董事会能切实履行对债权人的合同义务，就有权从普通股股东的利益出发而采取行动，但就在 BCE 奔走于法院之间的同时，对于交易更大的外部挑战开始浮出水面。在 2007 年下半年开始的美国次贷危机，到 2008 年中旬已大面积爆发，演变成一场席卷全球的金融危机，这场危机迫使花旗银行和瑞银集团不得不接受美国和英国政府的救助资金。随着两家银行的资产负债状况大不如前，而且信贷市场出现了断崖式暴跌，银行开始对最初达成的收购融资条款出现动摇，而坊间也开

① Robert Gibbens, “Bondholders have reason to celebrate”, *Montreal Gazette*, December 12, 2008(Factiva).

始质疑交易能否如期进行。

在经过了漫长的静默之后，贷款人试图重新就收购条款进行谈判，尽管最初达成的条款对他们依旧有法律约束力。2008年6月24日，在与此次收购的最大贷款人花旗银行进行磋商之后，吉姆和乔纳森·内尔森与BCE董事会碰头。在会上，吉姆发表了最后通牒，BCE必须接受如下条款：减少20亿加元的债务融资，上调债券的利率，暂时停止发放股息，任命乔治·科普担任首席执行官并立即开始执行新的商业计划，交割日期先后推迟6个月，如BCE不接受上述条款，交易将自行终止。与此同时，联合收购方同意将反向分手费追加到12亿加元。在这种情况下，BCE原本可以银行违反上一年达成的协议将银行诉诸法庭，但是把银行告上法庭极有可能彻底扼杀交易，因此，他们最终还是同意了财团代表银行方面提出的修订条款，使交易得以继续进行下去，尽管有可能比预期的要慢。

就在银行家们战战兢兢、BCE的股东坐立不安地等着拿股息时，媒体开始热炒这场交易的命运。随着约定截止日期（2008年12月11日）日益逼近，尽管面临诸多困难和挑战，但交易似乎终会成功。而事实却并没有如人们预料的那样。根据交易协议，需要由独立审计师根据资产的公允市场价值确定BCE的偿付能力。这是应BCE方面特别在协议中要求增加的条款，其目的就是满足现有债券持有者的要求，即只有在公司对现有债务的偿付能力不受影响时，交易方可继续进行。到2008年11月底，也就是在截止日之前不到两个星期的时候，接受聘请的毕马威会计师事务所宣布，在完成收购后，加拿大贝尔公司将无法通过偿债能力标准的测试。这实际上宣判这笔交易已经死亡：在12月11日午夜的几分钟之后，教师基金会及其合作伙伴发表联合声明，终止收购协议，他们引用的理由就是加拿大贝尔公司未能通过偿债能力测试。

某些人认为，偿付能力测试只是联合收购方和银行终止交易最方便的借口，在杠杆收购的鼎盛时期，这笔交易让他们兴奋不已，但是在信贷危机的大背景下，这笔交易却让他们心怀疑虑。加拿大的高收益杠杆贷款市场总额约为3600亿美元，如果完成杠杆收购，仅BCE一家公司的债务就会接近10%。毋庸置疑，银行当然会因为交易夭折而暗自窃喜，而教师基金及其合作伙伴已为交割做好准备，并已为支付交易对价拨付了相应资金。

但BCE显然不满意这个结果。于是，公司向魁北克高级法院提起诉讼，要求联合收购方支付12亿加元的反向分手费——这笔赔偿最终于2012年10月结清，收购方以非现金方式进行赔偿，即向BCE转让其持有的一部分Q9网络公司的股权，Q9网络是一家加拿大数据中心运营商，已被上述联合收购方和BCE联合收购^①。收购夭折事件的最直接后果，就

^① Q9 Networks Press Release, “Investor Group Completes Acquisition of Q9 Networks”, October 17, 2012 (<http://www.q9.com/pr158.html>).

是公司的股价遭遇大幅下跌（见附录 2.6），但也给公司创造了机会，BCE 抓住这个机会回购了 4 000 万股，并通过支付部分现金股利的形式让股东略感欣慰。2008 年，贝尔电信曾将 2007 年度的每股 1.46 加元股利削减了一半，到了 2009 年，公司再次发布对股东的利好消息，将股利重新增至每股 1.58 加元。

虽然杠杆收购并未完成，但教师基金会的积极参与“让这家公司比实施收购计划前更专注，而且更有竞争力”。^①BCE 也确实发生了很多变化，取消了冗余的管理层级，重启品牌运营，与泰勒斯电信达成分摊创建 3G 网络成本的协议，可以说，这些成果都离不开教师基金会的推动。

在交易完成之前被提拔为首席执行官的乔治·科普成为 BCE 的新掌门人，在他的领导下，BCE 继续实施教师基金会协助开发的商业计划，并最终实现了该计划制定的长期 EBITDA 目标。但是在 2009 年，未来前景看起来似乎还不那么乐观。

由于退市操作的放弃，在教师基金会内部，管理 BCE 股权的责任再次回到私募股权公司，而后者已决定，将最初按每股约 30 加元价格收购的 5 500 万股 BCE 股票全部清盘。^②最终，教师基金会清仓 BCE 股票的价格在每股 23 ~ 25 加元，并在 2009 年 5 月完全退出这笔投资。

思考对 BCE 的收购案，教师基金会确实面临着一些问题。首先，市场表明，预料中的融资或许会出人意料地灰飞烟灭，让原本可以载入史册的大手笔杠杆收购渐行渐远。假如收购 BCE 的交易取得成功，那么，最终结果将导致教师私募股权公司的组合过度集中于电信媒体技术行业。公司需要为收购 BCE 拿出的资金总额约为 35 亿加元。而且一旦交割成功，预计他们会马上减少仓位，将 10 亿加元的股份转让给加拿大养老保险基金投资委员会等其他机构投资者。即便如此，到 2007 年年底，对 BCE 的股份依旧会在教师基金会的全部投资组合中占据相当大的比例。^③

此外，如此规模浩大、需要倾注全部精力的收购，交易的机会成本不可能微不足道。在 2007 年 3—6 月项目最繁忙的时期，私募股权公司负责加拿大境内业务的 6 个人全部投入到交易中。尽管教师基金会可以利用合作伙伴（普罗维登斯投资基金也派出五六个人参与到 BCE 的收购项目中），但随着媒体聚光灯的关注以及交易面临的困难越来越多，教师基金会已经在人力上感到捉襟见肘。

① Ross Marowits, “BCE takeover dead, court fight looms over \$1.2B termination fee”, *The Canadian Press*, December 11, 2008(Factiva).

② Dow Jones Newswires, “Ontario Teachers Seen As Big Seller of BCE Stock”, May 22, 2009(Factiva).

③ 考虑到债务融资的最终数额，整个财团的出资总额约为 77 亿加元。

第四阶段：后金融危机时代

2007年12月，也就是BCE收购项目最紧张的时候，吉姆·里奇被提升为教师基金会的总裁兼首席执行官，全面掌管养老保险基金。在负责教师私募股权公司期间，吉姆直接负责的资产规模近200亿美元（其中包括90亿加元的直接和间接私募股权以及100亿加元的基础设施投资）和40%的风险基金。此外，吉姆还是教师基金会不动产投资机构的董事会成员，由于该公司是一家独立企业，因此，他还要负责监督另外200亿加元的资产以及30%的风险基金。

随着股权投资项目持续获得盈利，吉姆无疑给董事会留下了深刻的印象。在当时的一次采访中，他的前任上司克劳德·拉莫鲁认为，吉姆是一个具有强大领导能力的“杰出沟通者”，媒体和同僚也接受这样的评价。有一篇新闻报道称他“最适合于承担同时需要销售技巧和人际管理能力的岗位”，而他的前下属则将他描述为一个非常强大的管理者，善于与人交往，而且能言善辩、诚实可信、平易近人。在晋升为公司一号管理者之后，虽然吉姆需要承担更多的责任，但考虑到现有关系以及交易的关注度，他仍然继续参与BCE的事务。实际上，吉姆·里奇被提拔为教师基金会一号人物之时，也恰值公司的重大变革时期——自1990年独立运营组织以来一直担任公司核心领导职务的克劳德·拉莫鲁和罗伯特·波特拉姆在1年时间内先后离职，尽管吉姆已着手组织人员结构调整并已开始关注人才开发问题，但他依旧需要确保组织人员的情绪稳定。与此同时，他还要解决基金目前面对的经常性资金赤字问题——这也是出现在20世纪90年代后期的一个重大转变。对这位新任首席执行官来说，要推行提高会员教师缴费率和削减未来退休人员退休金之类不受欢迎的措施，他的面前还有着难以逾越的政治挑战。

2007年12月，厄罗尔·尤苏默里（Erol Uzumeri）从吉姆·里奇手中夺取教师私募股权公司的指挥棒，在他的领导下，公司仅用了几个月的时间便重组为行业团队，以便于开发深层次的板块运营能力，在寻找和评估投资机会的基础上选择投资，而不是像以前那样凭借运气。为开拓欧洲市场，教师私募股权公司在伦敦开设办事处，另外，公司本身也确定了4个关键投资领域：电信和媒体、消费品、多元化行业（化工及材料），以及金融服务，并进一步在这些行业内部确定最有投资吸引力的细分板块。与此同时，整个集团开始有意识地规避采矿、金属、石油和天然气行业（尽管这些行业是加拿大经济的支柱产业），因为要开展这些领域的投资，公司就必须建立一支新的团队。

虽然信贷危机给全球经济带来了巨大灾难，但教师私募股权公司的投资组合几乎未受影响，只有其中一笔直接投资出现了股权损失。和很多其他投资者一样，在经历了全球金

融危机之后，风险管理也成为教师私募股权公司的一项核心任务，但公司的风险承受能力并没有因此而降低，当然，还是要规避像收购 BCE 这样的超大型交易。2010 年，尤苏默里离开教师基金会开创了自己的基金，随后，他的职位被简·罗威（Jane Rowe）取代，在撰写本书时，罗威依旧是私募股权公司的负责人。

从 2001 年到 2011 年间，尽管股权投资在教师基金会全部投资组合中的比例从 60% 降至 44%，但同期的私募股权投资比例则从 8% 升至 24%。^① 此外，对加拿大境内企业的股权投资比例缩减了 17%，这反映出股权投资组合走向国际的趋势。2012 年，教师基金会宣布了开拓对印度及拉丁美洲进行股权投资的规划，相比之下，他们此前在北美和欧洲以外的海外投资仅限于对中国、日本、韩国和非洲的小额投资。2012 年，教师基金会通过柯达拉投资顾问公司（Kedaara Capital Advisors）完成了对印度的第一笔投资。此外，英国、比利时、荷兰、卢森堡、德国及斯堪的那维亚地区也被确定为未来投资的重点地域。2012 年 11 月，教师基金会宣布在中国香港地区设立办事处，负责统一协调在亚太地区的投资活动，这也进一步体现出公司在地域多样化方面的意图。

基金会继续强化有效的公司治理模式，并建立直接投资模式所需要的人才吸引和培养机制。在全球金融危机之后，教师基金会对薪酬计划进行了一些调整，随着时间的推移，薪酬计划也开始变得越来越复杂。为重新灌输成本意识，用于衡量业绩的所有利润均按照扣除成本后的净额计算，当然，还要扣除需要在各团队之间完全分摊的内部管理费用。薪酬结构继续体现回拨机制，确保累积奖金池在未达标年度做相应扣减。同时吉姆一直在提醒他的下属，教师私募股权公司不是一个附带养老保险基金功能的 PE 基金，而是一个设在养老基金内部的独立 PE 实体。

对于教师基金会取得的成功，吉姆将很大一部分原因归功于直接投资部门，因为它拥有一个理性的投资委员会，而且委员全部是经验丰富的投资专业人士，而非政客或是官方人士——这种情况在国有养老基金和投资机构很常见。这个委员会深刻理解股权投资的风险，并随时将投资风险掌握在可控范围之内，即使面对偶然的失败也不会手足无措，这一点对实现流动性溢价来说至关重要，毕竟，这是对那些有耐心的投资者最好的回报。另外，将管理职能和监督职能区分开来同样非常重要，1996 年，时任教师基金会董事长的爱德华·迈德兰德（Edward Medland）在致函计划部成员时表示：“我们的董事会对管理被投资公司不感兴趣，也不会设专人去管理被投资公司。”

虽然教师私募股权投资公司有自己的内部运营部门，并在 2008 年组建投资组合管理团

^① 减少股权投资比例的部分原因，是公司对资产组合政策进行了针对性调整，主要是考虑到股票的波动以及未来持续融资问题导致基金本身的风险承受能力较低。

队，以确保将优秀的运营经验和最佳公司治理实践运用到每一家被投资的公司，但他们始终致力于将自己定位为优秀的资产监督者（而不是管理者）。此外，灵活机动性同样是他们引以为荣的优势，毕竟，“灵活”这个形容词很少会用来标注养老基金的特征。在面对 GP 带来的联合投资机会时，很少有大型 LP 能像他们这样，以高效、灵活的方式做出回应。

评估教师基金会取得的成功：基于教师基金会、养老基金和其他 LP 的三重视角

如附录 2.7 所示，从绝对意义上来看，自成立以来，教师私募股权公司实现了 19.3% 的净内部收益率（IRR）。按照每一年的业绩，公司在近期有数据可查的 17 年时间（1995—2011 年）中，在 14 个年份内均实现了正收益。从相对角度来看，在这 17 年里，公司在 15 年内的收益率超过基准收益率，为此，教师私募股权公司给自己定义了一个基准参照指标，即在相关公开股票市场收益率的基础上增加一个利差，这个利差因不同市场而异。

自成立以来，私募股权公司的内部收益率已接近养老保险基金总体内部收益率（10%）的两倍，这凸显了公司在过去 20 年内为基金会做出的贡献。教师基金会最大的主动性风险预算出现在私募股权、公开市场股票和房地产，主要是因为这些资产的历史收益率均高于各自的基准收益率。私募股权在基金会资产组合中始终保持重要地位，他们的平均风险调整收益率始终高于其他资产类别（见附录 2.8）。

通过分析教师私募股权公司收益的来源（见附录 2.9）可以发现，从成立初始到 2000 年，也就是在建立直接投资组合的过程当中，基金投资的收益率（IRR 为 34.3%）优于直接投资和联合投资（IRR 为 20.9%）。但是从 2000 年开始到 2006 年，这一趋势出现了逆转，基金投资的年均收益率大幅降至 13.8%，而直接投资和联合投资的收益率则提高至 31.6%。直接投资的良好收益，一方面来自于直接投资和联合投资本身拥有的更高的收益能力，另一方面原因则是团队经验的增加，以及私募股权市场提供的有利条件。但这些数字并没有反映出另一个事实：如果没有对基金进行相应的投资，就不可能有联合投资带来的某些超额收益。就总体而言，基金投资以及直接投资和联合投资的收益率都已经下降，而且在近几年（2006—2011 年）里差异不大。但是从成立初始到 2011 年，直接投资的收益能力明显优于基金投资。在 2009 年和 2010 年，私募股权公司将基金投资划分为核心股权投资和非核心股权投资。

在基金投资方面，私募股权公司在选择基金经理方面的结果喜忧参半。根据 Preqin 提供的资料，公司在投资的 47 只基金中，有 25 只基金的业绩逊色于各自的基准收益率（见附录 2.10）^①。虽然可以对私募股权公司在选拔基金经理方面的能力提出质疑，但综上所述，

^① 按收益率的四分位排名，10 只基金进入前 1/4，9 只基金进入第二个 1/4，13 只基金位列第三个 1/4，还有 12 只基金处于后 1/4。

并没有考虑到这样一个事实：很多基金投资为公司提供了更有吸引力的联合投资机会，而在评估外部经理的业绩时，仅在内部考虑这个因素。此外，虽然直接投资和联合投资取得了非常不错的收益，但考虑到和投资基金相比，直接交易所需要的资金量更大，因此，公司在这方面扩大投资组合的空间是有限的。

前进之路

2011年，教师私募股权公司进入“私募股权名人堂”，对此，《道琼斯私募股权分析师》（*Dow Jones Private Equity Analyst*）的编辑在提名时指出，他们“为风险投资、收购和私募股权相关业务提供了值得借鉴的范例和持久的贡献”。同年，吉姆获得加拿大公共关系学会颁发的“公共关系卓越奖”。然而，随着大量投资者的资金涌入私募股权行业^①——行业管理的总资产规模在2012年达到历史新高的3.2万亿美元，较前一年增长了4%，由此引发的竞争对吉姆和他的私募股权乃至整个董事会都形成了重大挑战，无论是私募股权的未来预期收益率、内部管理团队和外部管理团队之间的利益分配还是资产组合对私募股权的资金配置，都将承担巨大压力。

在从小到大的发展过程中，教师基金会已在直接投资领域取得了长足进步，从创立以来，基金会已通过直接投资和联合投资将近150亿加元的资金投入到了私募股权。基金会的投资策略在各类机构投资者中间引发广泛共鸣，尤其是资金缺口不断扩大的养老保险基金，基金会的做法已成为他们创造风险调整收益的重要手段。然而，在建立内部专业能力方面，教师基金会的确经历了一个漫长的渐进过程，在十几年的时间里，他们最初从与GP进行联合投资起步，逐渐发展到独立开展直接交易，并最终引领大规模的收购。在这一路上，他们始终高度重视将实践建立在正确的企业文化和适当的公司治理框架基础之上。

展望未来，在投资竞争不断加剧的大环境下，教师私募股权公司应如何延续他们的超常盈利能力呢？从组织角度来看，他们应如何在避免养老保险基金资产遭受不必要损失的同时，保持理性、审慎的风险观呢？考虑到脱媒策略在规模上的局限性，他们是否应重新关注基金投资，利用私募股权基金收益能力的改善来进一步扩大其持有的私募股权组合呢？或者说，是否应聘请外部管理人员，针对不同投资策略进行专业化分工管理，还是像很多投资者那样，把资金交给基金，而放弃对投资的控制权或讨价还价能力呢？在以分散化投

^① Paul Hodkinson, “Rise and Rise of Private Equity Assets”, *Private Equity News*, February 4, 2013 (<http://www.penews.com/magazine/news/content/4071712174/40872/>).

资为目的而涉足的某些新兴市场中，教师基金会还是一个彻头彻尾的新手。因此，在这样的市场里，他们必须与适当的外部管理机构建立关系，以便为将来充分利用这些市场的繁荣做好准备。

附录2.1

安大略省教师养老保险基金会的基本状况：基金总规模及年度收益率

| 净 资 产 | | | | | |
|-------|-----------------|-------------|--------------|----------------------|-------------------------|
| 年度 | 资产规模： 10 亿加元 | 年收益率 (%) | 基准收益率 (%) | 1990 年以来的 IRR (%) | 1990 年以来的 基准 IRR (%) |
| 1990 | 20.1 | 5.60 | 不适用 | 5.60 | 不适用 |
| 1991 | 24.7 | 19.60 | 不适用 | 12.40 | 18.10 |
| 1992 | 27.8 | 8.90 | 不适用 | 11.20 | 不适用 |
| 1993 | 33.7 | 21.70 | 20.50 | 13.80 | 7.60 |
| 1994 | 34.5 | 1.70 | -0.3 | 12.70 | 不适用 |
| 1995 | 40.1 | 16.90 | 17.20 | 12.20 | 8.30 |
| 1996 | 47.4 | 19.00 | 18.10 | 13.10 | 9.70 |
| 1997 | 54.5 | 15.60 | 15.60 | 13.40 | 10.40 |
| 1998 | 59.1 | 9.90 | 11.90 | 13.00 | 不适用 |
| 1999 | 68.3 | 17.40 | 17.60 | 13.40 | 11.20 |
| 2000 | 73.1 | 9.30 | 5.30 | 13.10 | 10.70 |
| 2001 | 69.5 | -2.3 | -5.3 | 11.70 | 9.30 |
| 2002 | 66.2 | -2.0 | -4.8 | 10.60 | 8.10 |
| 2003 | 75.7 | 18.00 | 13.50 | 11.10 | 8.50 |
| 2004 | 84.3 | 14.70 | 10.60 | 11.30 | 8.60 |
| 2005 | 96.1 | 17.20 | 12.70 | 11.70 | 8.90 |
| 2006 | 106 | 13.20 | 9.40 | 11.80 | 8.90 |
| 2007 | 108.5 | 4.50 | 2.30 | 11.40 | 8.50 |
| 2008 | 87.4 | -18.0 | -9.6 | 9.60 | 7.50 |
| 2009 | 96.4 | 13.00 | 8.80 | 9.70 | 7.60 |
| 2010 | 107.5 | 14.30 | 9.80 | 10.00 | 7.70 |
| 2011 | 117.1 | 11.20 | 9.80 | 10.00 | 7.80 |

1990 年以来的内部收益率和 1990 年以来的基准内部收益率是年均内部收益率。

资料来源：安大略省教师养老保险基金会 1990—2011 年的年度报告。

附录2.2

养老基金的专业词汇表

| | |
|--------------------------------------|--|
| 活动会员 (Active Member) | 目前还在向养老金计划缴纳保险费用的会员 |
| 资产 | 包括养老金计划全部财产的价值：股票、债券、房地产和基础设施投资的价值与未来缴费的现值之和 |
| 养老保险缴费 (Contributions) | 以雇员应缴纳养老金的收入总额为基础，按预定比例缴纳的养老保险，雇主负责逐月缴纳养老保险，已缴纳资金累计计算 |
| 固定收益计划 (Defined Benefit Plan) | 教师基金会的养老金计划就是一种固定收益计划。会员的养老金水平取决于他们的就业年数和 5 个最佳年度工资的平均水平，而不以投资收益水平为基础 |
| 固定缴费计划 (Defined Contribution Plan) | 是一种养老保险基金，其中，每个成员的养老金水平取决于使用其缴款进行投资取得的收益。个别成员对其投资收益承担全部风险，因而对其养老金投资利益拥有全部所有权 |
| 资金赤字 (Funding Deficit) | 也称为资金不足或资金缺口。如果养老金计划的负债大于资产，那么，该计划就出现了资金赤字，或者说资金不足 |
| 资金结余 (Funding Surplus) | 养老金计划持有的资产超过其负债时，就出现了结余 |
| 负债 | 负债包括养老金计划对外全部债务的价值，即未来收益的现值以及应付工资和未偿还债务等其他金融债务之和 |
| 会员 | 有资格向养老金计划缴纳养老保险并享受服务的人员。养老金计划的会员包括所有正在领取养老金以及正在缴纳养老保险的人 |
| 安大略省教师联合会 (OTF) | 代表安大略省全部教师的一个协会，也是养老金计划的发起人之一 |
| 养老金领取者 (Pensioner) | 已退休并按月领取养老金的会员 |
| 养老金 (Pensions) | 定期向符合养老金计划资格要求的成员或在世者支付的福利 |
| 养老金的发起人 (Plan Sponsors) | 养老金计划由安大略省教师联合会和教育部共同发起 |
| 《教师养老金法》(TPA) | 安大略省为管理教师养老保险基金所颁布的法案 |

资料来源：安大略省教师联合会网站 (<http://www.otfeo.on.ca/english/pensions/glossary.pdf>)。

附录2.3

资产政策组合的演变

%

| 年 度 | 股 权 投 资 | 通 胀 敏 感 型 资 产 | 固 定 收 益 投 资 |
|------|---------|---------------|-------------|
| 1991 | 65 | 0 | 35 |
| 1995 | 65 | 0 | 35 |
| 1996 | 69 | 7 | 24 |

续表

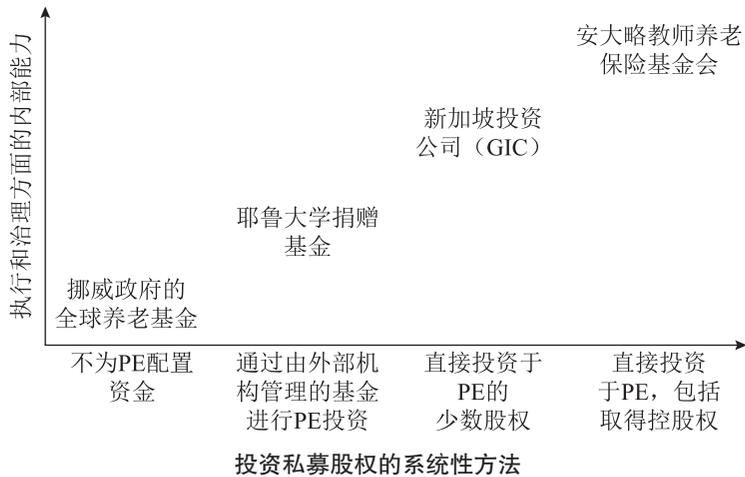
| 年 度 | 股 权 投 资 | 通 胀 敏 感 型 资 产 | 固 定 收 益 投 资 |
|------|---------|---------------|-------------|
| 1999 | 65 | 15 | 20 |
| 2000 | 60 | 22 | 18 |
| 2002 | 50 | 30 | 20 |
| 2004 | 45 | 32 | 23 |
| 2006 | 45 | 33 | 22 |
| 2009 | 40 | 45 | 15 |
| 2010 | 增加 | 重新定义 | 重新定义 |

● 股权投资包括上市公司的股权以及非上市公司的股权。在 1995 年之前，房地产投资也被视为股权投资的一部分。

- 通胀敏感型投资包括大宗商品、房地产、基础设施、木材和政府发行的实际收益债券。
- 固定收益投资包括绝对收益策略、对冲基金、债券和货币市场证券。

资料来源：安大略省教师养老保险基金会 1990—2011 年的年度报告。

附录2.4



资料来源：笔者分析。

附录2.5

安大略教师养老保险基金会对加拿大贝尔电信公司的持股情况

| 年 末 | 持股数量 (100 万) | 价值 (100 万加元) | 持股比例 (%) |
|------|----------------|----------------|------------|
| 1990 | 0.6 | 24.6 | 0.10 |
| 1991 | 3.5 | 164.5 | 0.60 |
| 1992 | 3.2 | 132.8 | 0.60 |

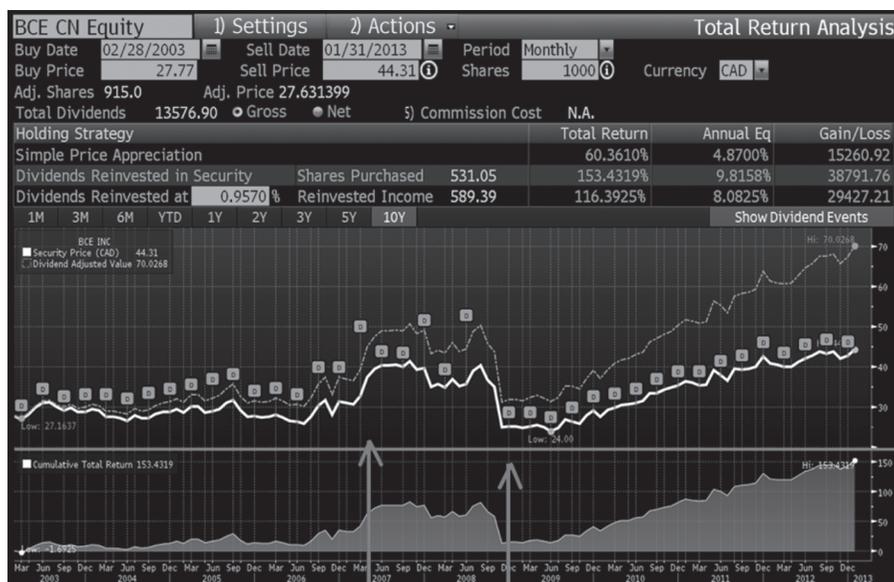
续表

| 年 末 | 持股数量 (100 万) | 价值 (100 万加元) | 持股比例 (%) |
|------|----------------|----------------|------------|
| 1993 | 7.9 | 366.9 | 1.40 |
| 1994 | 11 | 494.8 | 1.90 |
| 1995 | 10.3 | 487 | 1.80 |
| 1999 | 11.2 | 1 472.60 | 1.90 |
| 2003 | 10.4 | 305 | 1.20 |
| 2004 | 11.1 | 324.2 | 1.30 |
| 2005 | 44.9 | 1 266.55 | 5.30 |
| 2006 | 42.8 | 1 357.50 | 5.30 |
| 2007 | 50.8 | 2 032.90 | 6.30 |
| 2008 | 50.8 | 1 295.20 | 6.30 |
| 2009 | — | — | — |

资料来源：安大略省教师养老保险基金会 1990—2011 年的年度报告；彭博社提供的数量。

附录2.6

BCE 的股票价格走势



2007年3月：首次披露
收购BCE的公告

2008年12月：教师私募股权投资公司、普罗
维登斯投资基金及麦迪逊-迪尔伯恩投资公司
宣布取消此次收购

资料来源：彭博社。

附录2.7

教师私募股权投资公司：投资组合的规模和年收益率

| 教师私募股权投资公司 | | | | | |
|------------|-----------|------------|-----------|----------|-----------|
| 年 份 | 规模：10 亿加元 | 净资产的比例 (%) | 股权的比例 (%) | 年收益率 (%) | 基准收益率 (%) |
| 1990 | | | | | |
| 1991 | 0.1 | 0 | 2 | 不适用 | 不适用 |
| 1992 | 0.1 | 1 | 2 | 不适用 | 不适用 |
| 1993 | 0.2 | 1 | 2 | 34.5 | 不适用 |
| 1994 | 0.4 | 1 | 2 | 不适用 | 不适用 |
| 1995 | 0.7 | 2 | 3 | 21.5 | 16.5 |
| 1996 | 1.0 | 2 | 3 | 38.4 | 30.3 |
| 1997 | 1.7 | 3 | 4 | 52.9 | 17.0 |
| 1998 | 2.3 | 4 | 5 | 12.3 | 0.4 |
| 1999 | 3.1 | 5 | 7 | 28.3 | 33.7 |
| 2000 | 3.9 | 5 | 9 | 21.8 | 7.3 |
| 2001 | 3.4 | 5 | 8 | 1.2 | -12.5 |
| 2002 | 3.3 | 6 | 10 | -0.2 | -12.2 |
| 2003 | 4.2 | 5 | 12 | 40.5 | 27.6 |
| 2004 | 4.3 | 6 | 11 | 27.6 | 14.5 |
| 2005 | 6.0 | 6 | 13 | 31.4 | 24.2 |
| 2006 | 6.1 | 8 | 13 | 26.9 | 19.6 |
| 2007 | 9.0 | 11 | 18 | 9.8 | -0.9 |
| 2008 | 9.9 | 10 | 28 | -12.7 | -19.3 |
| 2009 | 10.0 | 11 | 24 | -2.8 | 11.3 |
| 2010 | 12.0 | 10 | 25 | 19.0 | 7.1 |
| 2011 | 12.2 | 11 | 24 | 16.8 | -0.2 |

| 4 年期的年均收益率 | | |
|------------|--------------|-----------|
| 年 份 | 教师基金的收益率 (%) | 基准收益率 (%) |
| 2003 | 14.6 | 1.2 |
| 2004 | 16.0 | 2.8 |
| 2005 | 23.8 | 12.2 |
| 2006 | 33.3 | 21.2 |
| 2007 | 23.1 | 13.6 |
| 2008 | 12.0 | 4.1 |
| 2009 | 3.9 | 1.3 |

续表

| 4年期的年均收益率 | | |
|-----------|-------------|----------|
| 年 份 | 教师基金的收益率(%) | 基准收益率(%) |
| 2010 | 2.6 | -1.2 |
| 2011 | 4.2 | -1.0 |

以1990年为起点,教师基金的投资组合到2000年为止的年度内部收益率(IRR)为23.0%,到2011年为止的年度内部收益率(IRR)为19.3%。

资料来源:安大略省教师养老保险基金会1990—2011年的年度报告。

附录2.8

安大略省教师养老保险基金会——风险调整后的收益率

| 项 目 | 基 金 | | | |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| | 1995—2000年 | 2001—2005年 | 2006—2011年 | 1995—2011年 |
| 风险调整收益 | | | | |
| 平均超额收益(%) | 0.40 | 3.80 | 1.30 | 1.70 |
| 超额收益的标准差(跟踪误差)(%) | 1.80 | 0.70 | 4.50 | 3.20 |
| 信息比率(超额收益/跟踪误差) | 0.22 | 5.16 | 0.29 | 0.53 |

资料来源:安大略省教师养老保险基金会1990—2011年的年度报告。

注:

信息比率(Information ratio)用于衡量按风险调整后的投资收益率。它等于超过基准收益率的超额收益率与收益的标准差之比。即

$$\text{信息比率} = \text{超额收益} / \text{跟踪误差}$$

其中,超额收益是指超过基准收益以上的超额收益;跟踪误差是指超额收益的变化程度,以标准差来表示。

信息比率(IR)不仅衡量了一名投资组合管理者创造超额收益(超过基准收益率以上的超额部分)的能力,还可以反映投资业绩的一致性程度,信息比越高,说明投资管理者取得超额收益的稳定性就越高。

资料来源:Investopedia.com.

附录2.9

教师私募股权投资公司:基金投资及直接和联合投资的年净收益情况

| 年度净收益率(%) | 1990—2000年 | 2000—2006年 | 2006—2011年 | 1990—2011年 |
|------------|------------|------------|------------|------------|
| 基金投资(%) | 34.30 | 13.80 | 7.10 | 16.00 |
| 直接及联合投资(%) | 20.90 | 31.60 | 4.50 | 21.00 |

表中数字均扣除管理费收入。

资料来源:教师私募股权投资公司。

附录2.10

教师私募股权投资公司的基金投资

| 基金名称 | 起始年份 | 状态 | 基金规模: 100万美元 | 投资类型 | 实缴率 (%) | 投入资本分红率 (%) | 投资倍数 | 净IRR | 基准收益率 (%) | 超额收益率 (%) | 在四分位中所处位置 | 报告时间 |
|--------------------------------|------|-----|--------------|------------|---------|-------------|-------|------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| BC 欧洲投资基金 V | 1984 | 已清算 | 530.6 | 收购 | 93.3 | 93.3 | 519 | 58 | 30.5 | 27.5 | 1 | 2012年12月31日 |
| BC 欧洲投资基金 VI | 1988 | 已清算 | 1 212.80 | 收购 | 86.4 | 86.4 | 231.3 | 20.8 | 13.8 | 7.1 | 1 | 2012年12月31日 |
| 普罗维登斯投资基金 IV | 2001 | 交割 | 2 764.00 | 收购 | 92.1 | 92.1 | 229 | 24 | 22.9 | 1.1 | 1 | 2012年6月30日 |
| Wellspring 投资基金 III | 2002 | 交割 | 675 | 收购 | 98.7 | 98.7 | 184.1 | 27.6 | 16.1 | 11.5 | 1 | 2012年6月30日 |
| Ares 企业机会投资基金 II | 2006 | 交割 | 2 065.00 | 收购 | 107.2 | 107.2 | 97.9 | 14.7 | 7.8 | 6.9 | 1 | 2012年6月30日 |
| Technology Crossover 风险投资基金 VI | 2006 | 交割 | 1 411.00 | 收购 | 97.4 | 97.4 | 92.6 | 10.5 | 3.1 | 7.4 | 1 | 2012年6月30日 |
| Frazier 健康基金 V | 2005 | 交割 | 475 | 扩张 / 后期阶段 | 97.3 | 97.3 | 81.2 | 9.3 | 0.5 | 8.8 | 1 | 2012年6月30日 |
| Abingworth 生物风险投资基金 V | 2007 | 交割 | 587.6 | 风险投资 (一般性) | 57.2 | 57.2 | 51.3 | 19.6 | 1.1 | 18.5 | 1 | 2012年3月31日 |
| Actera 投资基金 | 2007 | 交割 | 693.6 | 风险投资 (一般性) | 97.7 | 97.7 | 49.1 | 20.9 | 7.7 | 13.2 | 1 | 2012年6月30日 |
| 安博凯 (MBK) 投资基金 III | 2008 | 交割 | 1 600.00 | 收购 | 63.3 | 63.3 | 9.8 | 19.6 | 9.1 | 10.6 | 2 | 2012年6月30日 |
| BC 欧洲 IV | 1991 | 已清算 | 166.2 | 收购 | 100 | 100 | 215.3 | 25.9 | 25.3 | 0.6 | 2 | 2012年12月31日 |
| 地中海 (MidOcean) 投资基金 | 2003 | 交割 | 1 800.00 | 收购 | 98.5 | 98.5 | 210.2 | 不适用 | 14.3 | 不适用 | 2 | 2012年6月30日 |
| 凤凰投资基金 IV | 2001 | 交割 | 422.3 | 收购 | 122.1 | 122.1 | 188.8 | 32.1 | 28.8 | 3.2 | 2 | 2012年6月30日 |
| 普罗维登斯投资基金 III | 1999 | 交割 | 950 | 收购 | 101 | 101 | 149.8 | 14.5 | 10.7 | 3.8 | 2 | 2012年6月30日 |
| Ares 企业机会投资基金 | 2003 | 交割 | 750 | 收购 | 120.7 | 120.7 | 131.8 | 14.3 | 14.3 | 0 | 2 | 2012年6月30日 |
| Glencoe 投资基金 III | 2003 | 交割 | 200 | 收购 | 108.5 | 108.5 | 113.4 | 40.6 | 14.3 | 26.3 | 2 | 2012年6月30日 |
| Doll 投资基金 IV | 2004 | 交割 | 375 | 收购 | 95 | 95 | 47.9 | 6.4 | 0.7 | 5.8 | 2 | 2012年6月30日 |
| Chrysalix 能源基金 II | 2005 | 交割 | 70 | 早期阶段 | 87.9 | 87.9 | 19 | 无数据 | -0.4 | 无数据 | 2 | 2012年6月30日 |

续表

| 基金名称 | 起始年份 | 状态 | 基金规模: 100万美元 | 投资类型 | 实缴率 (%) | 投入资本分红率 (%) | 投资倍数 | 净 IRR | 基准收益率 (%) | 超额收益率 (%) | 在四分位中所处位置 | 报告时间 |
|--------------------------------|------|----|--------------|-------|---------|-------------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 方源资本 (fountainvest) 中国成长基金 | 2008 | 交割 | 942 | 成长股投资 | 65.3 | 65.3 | 17.7 | 6.5 | 2.7 | 3.8 | 2 | 2012年6月30日 |
| BC 欧洲投资基金 VII | 2000 | 交割 | 4 077.90 | 收购 | 100 | 100 | 203.8 | 17.9 | 24.9 | -7 | 3 | 2012年6月30日 |
| DU 商业银行投资基金 II | 1997 | 交割 | 3 000.00 | 收购 | 98.5 | 98.5 | 140.1 | 6 | 9.3 | -3.3 | 3 | 2012年6月30日 |
| 光源资本 (Lighthouse Capital) 基金 V | 2003 | 交割 | 366 | 风险债 | 93 | 93 | 112 | 4.4 | 11 | -6.6 | 3 | 2012年3月31日 |
| 银湖投资基金 II | 2004 | 交割 | 3 600.00 | 收购 | 88.4 | 88.4 | 84.8 | 10 | 1.23 | -2.3 | 3 | 2012年6月30日 |

注:

表中数据来自 Preqin 数据库, 可能没有涵盖教师私募股权投资公司参与的全部基金投资项目。

每个基金所采用的基准收益率是根据基金类型、基金的起始年份及投资所在地域选择的。比如说, BC 欧洲 V 基金选择基准收益率的标准为 1994/ 欧洲 / 收购。

资料来源: Preqin Database.

案例

3

Pro-invest 集团： 如何发起私募股权不动产基金

一、概述

本案例将介绍 Pro-invest 集团如何进行业务打造，并成功完成第一只私募股权基金的筹集。Pro-invest 是一家专门从事房地产私募股权投资、房地产资产管理及其他私募股权投资的小型投资银行。自 2013 年创建以来，Pro-invest 的创始人一直使用自有资金开展业务，但是到了 2014 年中旬，自有资金已基本耗尽，此时，公司的进一步发展亟须获得第三方资金的支持。在确定合适的基金结构之后，公司走上了筹资之路。但就在潜在投资者终于浮出水面时，Pro-invest 却陷入混乱。公司的团队必须重新评估筹资方法，并选择其他资金募集方案。本案例深入探讨了各种基金募集方案的优点和缺陷。

二、案例研究的目标

本案例归纳了私募股权公司募集新基金时可采用的不同方案。通过这个案例的学习，读者可以对各种募集选择做出评价，并全面了解募集过程中的相关机制，尤其是对于首次募集的基金，本案例非常具有代表性。通过本案例，读者可以得到如下体会。

- 了解私募股权基金经理在募集基金时需要考虑的核心要素，如控制权和收益分配等。
- 了解房地产私募股权投资行业的募集动态。
- 站在基金经理管理委员会的立场上，评估各种基金募集方案的利弊。
- 在基金对房地产私募股权基金进行资产配置之前，理解大型机构投资者需要解决的

问题以及尽职调查要求。

- 理解平衡基金募集和开展投资这两项任务所面临的挑战，尤其是对于首次募集的基金。

三、本案例需要解决的主要问题

1. 完成补充材料 1 中的附录。起草对不同方案进行排序所采用的标准，然后对各方案进行从 1 ~ 3 分的评分。
2. 会选择哪个方案，为什么？
3. 关于私募股权的筹资比例，你从这个案例中得到的最关键的体会是什么？

四、补充资料

为充分利用本案例，建议读者通过如下资料了解本案例的过程及背景信息。

- 重点推荐读者阅读《精通私募股权》中的如下章节。
 - 第一章：私募股权基金的基本概念
 - 第五章：另类投资策略
 - 第十七章：基金的筹集
 - 第十九章：绩效报告
- 可以参考如下网站获得更多资料：www.masteringprivateequity.com

五、案例简介

本案例由 INSEAD 全球私募股权基金投资研究小组 (GPEI) 的助理研究员安妮·玛丽·卡里克 (Anne-Marie Carrick)、该小组副主任鲍文·怀特 (Bowen White) 及“决策科学”与“创业与家族企业”课程资深特邀教授克劳迪娅·纪斯伯格编写。本案例旨在为课堂讨论提供基础材料，无意对案例所涉及的处理方式是

否有效做出判断。

有关 INSEAD 案例研究的更多材料（如视频材料、电子表格及相关链接等）可登录官网 cases.insead.edu 查询。

Copyright © 2016 INSEAD

2015 年 4 月，Pro-invest 公司首席执行官罗纳德·巴罗特（Ronald Barrott）回到董事会会议室，在这里，公司正在召开每周 1 次的管理委员会会议。罗纳德告诉大家，“钱还没有到位”。听了他的话，整个会议室突然变得出奇的安静。几分钟之前，他匆匆忙忙地跑出会议室，去接一个让他期待了很久的电话，电话是阿德里安星际投资公司打来的。几个月以来，公司一直在绞尽脑汁地寻找外部资金，试图解集团的燃眉之急，但结果却令人失望。

目前，集团迫切需要外部股权注入，以推进澳大利亚和新西兰设计与建造三星级连锁酒店的策略，只有这样，才能满足不断扩大的市场需求。自 2013 年以来，Pro-invest 已取得了长足进步：不断完善投资理念，建立投资团队，已开工建设并完成了第一只基金的交割。目前，公司还有 3 个项目正在进行当中，但由于资金紧张，即便是偿还集团的对外负债和支付每个月的工资，已经使集团感到力不从心。

阿德里安在最后关头退出的消息，的确让所有人没有意料到。Pro-invest 的团队已度过了无数个不眠之夜，为这家投资者的团队准备背景资料、财务报告及各种文件……和投资者的行业专家经过了不计其数的碰头会、电话会议和面对面的会议，细细梳理 Pro-invest 提供的资料，帮助对方拟定投资方案。投资协议已取得阿德里安公司澳大利亚和亚洲区董事会的签字，而纽约投资委员会的审批似乎只是履行程序的一种形式。面对这种现实，即使是阿德里安星际公司的内部投资团队都感到不知所措。

罗纳德感到有点崩溃，却依旧坚持，不能就此放弃，他要求融资团队考虑其他资金来源。时钟正在嘀嗒嘀嗒地作响……

投资集团的背景

Pro-invest 集团是一家小型投资银行，专门从事私募不动产投资（PERE）、房地产资产管理和私募股权投资，集团由罗纳德·巴罗特和萨宾·谢弗（Sabine Schaffer）在全球金融危机之后共同创立。随着资产价值的暴跌和流动性上涨，很多投资组合的唯一现金来源就是不动产带来的收益。在意识到这个宝贵机会的情况下，罗纳德和谢弗开始筹措资金，采取了专门投资澳大利亚房地产的策略。

然而，稳定现金流并不是投资者对私募股权投资的唯一诉求：他们更希望能从中看到真正的价值创造。到 2010 年，投资者开始越来越关注对实体资产进行的投资，因为在金融危机中，他们亲身经历了“纸面”财富灰飞烟灭的遭遇。房地产市场也在“回归基础”：通过运营管理创造价值，而不是空洞无物的财务重组，因为在经济危机之前，财务重组形成大量过度加杠杆的房地产项目，从而给市场留下了很多不良资产。

在房地产投资中，创造价值意味着必须有团队参与到物业的日常运营中，而且这个团队必须拥有从头开始建设酒店的实战经验。“标准”的基金经理大多不希望参与到被管理资产的运营过程之中，因此，为了让他们的基金与众不同，罗纳德和谢弗希望打造一个具有深厚专业知识的团队，并以此作为自己的独家卖点。

寻找机会，2012：智选假日酒店（Holiday Inn Express）——是否南下？

公司团队重点关注的资产类别，就是拥有三星资质的酒店业务。这种选择出于多种考虑。首先，它可以为投资者提供良好的风险-收益特征。其次，首席执行官罗纳德·巴罗特是一位屡次创业成功的创业者，他曾在英国和中东地区创建并管理过一些大规模的综合性房地产开发管理企业。罗纳德认为，自己在这个行业有着丰富的经验。在以前的职业生涯中，罗纳德曾帮助洲际酒店集团（IHG）在 20 世纪 90 年代末期将三星级商务酒店品牌引入欧洲。在 5 年的时间里，自己所在的小公司就在英格兰建成了一家智选假日酒店，这也是英国 15 家智选假日酒店中的第一家，从 1997 年到 2003 年，他们为投资者创造了超过 25% 的净内部收益率，而且在最近几年里连续实现了无杠杆盈利。

2012 年，Pro-invest 的团队对智选假日酒店品牌尚未涉足的市场进行了研究，洲际酒店集团在亚洲、澳大利亚和新西兰的主导地位让他们大吃一惊。这让他们很受启发：洲际酒店集团已在亚洲经营了 30 多年时间，并且在澳大利亚积极推行他们的全方位服务品牌，但显而易见的是，精选服务品牌还没有进入澳大利亚或新西兰市场。当地政府官员的建议和一家私人研究公司的研究为拟定投资案例提供了支持：研究显示，澳大利亚需要更多的酒店卧室，尤以三星级酒店的需求最高。

摆在他们面前的是一个令人难以置信的机会——实际上，整个大陆（澳大利亚）都是一个市场。2013 年年初，Pro-invest 再度与洲际酒店集团合作，并很快签署了一份在澳大利亚开发智选假日酒店市场的主开发协议。^①

① 随后补签了新西兰的智选假日酒店业务。

组建团队

为核心团队寻找合适的人才至关重要。但考虑到资金有限，不可能从一开始就完全配备需要用到员工。萨宾和罗纳德发现他们掉进了“先有鸡还是先有蛋”的两难困境：一方面，他们需要资金去建立一个团队；另一方面，有些投资者至少需要看到他们的核心团队之后才会同意出资。

最初，两位创始人在运营中尽可能地使用自有资金，因为在达到一定规模之前，他们必须量入为出。他们采取了循序渐进的方式，以创造性思维吸引人才。罗纳德指出：

我们很清楚我们想聘请的是什么人——拥有良好的记录，而且是以前有过合作经历的业界专家（见附录 3.1）。我们必须以创造性的解决方案来招聘团队，要么在一开始就维持足够的灵活性——从兼职人员中发展全职人员，或者采用较低的薪酬，并用较多的股本弥补较低的薪酬收入。

这种方法在一定程度上缓解了现金流的消耗，而且也适用于早期 Pro-invest 部分员工的要求，他们刚刚离开大型企业，暂时还不想重新进入每周工作 60 小时的节奏。更重要的是，这种以股权激励为主的薪酬结构，有助于为 Pro-invest 的关键员工提供激励，实现团队内部利益的一致性（在公司最初时期，这种同舟共济的精神经常会在艰难时刻中得到检验）。

集团聘请的第一批员工全部为经营岗位的高级专业人员，公司认为，这不仅是执行投资策略的前提，也是为他们在投资界建立信誉的关键。为全面打造高级管理团队，萨宾和罗纳德亲自担纲开发总监职位，并任命了一名接待主管（见附录 3.2）。

随着核心团队的到位，Pro-invest 终于可以在市场上宣传他们的价值主张了。在澳大利亚，他们找到了一个酒店房间供应不足且渗透率较低的市场。随后，他们与洲际酒店集团合作，针对澳大利亚制定了一份稳健的总体发展协议。他们的战略和总体规划已基本得到第三方研究的证实……现在，他们已经有了执行这些战略和规划的团队。萨宾回忆说：

那是一个激动人心的时刻，因为我们终于拥有了自己的核心团队，开始寻找我们的第一个收购目标。但是，让人不太痛快的就是如何为项目融资。我们必须确保每个月底都有足够的资金给大家开工资。随着资金日益收紧，连购买商务舱机票都出现了困难，好在我们可以使用在前几年里积攒下来的积分里程。不要忘记，无论你从澳大利亚去哪，都是长途旅行。

每前进一步都是需要付出代价的：很明显，内部资金即将耗尽，但引入外部资金还需要让创业企业提高到一个新水平。萨宾和罗纳德估计，距离资金枯竭，最多只有 12 个月的时间。因此，现在应该是对外融资的时候了。

采用什么样的融资结构？

首先，他们需要确定哪种类型的融资最适合自己。萨宾和罗纳德首先考虑的是，每开办一家酒店，就寻找一家小型家族理财办公室，单独为这家酒店提供资金，但他们觉得，这种无休无止地筹集资金，在管理上无异于一场噩梦。此外，这种方法还有可能会导致每个投资者想要在自己出资的酒店中取得发言权，在这种情况下，要对各酒店采取统一的管理模式几乎难于登天。对此，Pro-invest 酒店集团的负责人菲尔·卡塞利斯说：

根据经验，大多数人会认为，留在酒店会让他们成为业内专家，并对从室内设计到餐具的各个开发环节发表意见。

此外，他们一直打算卖掉机构投资者会支付溢价的长期酒店资产组合。Pro-invest 将首个投资组合的目标定为 12 ~ 15 家酒店，他们的目标是最终在澳大利亚全国各地推出多达 50 家智选假日酒店，独立为每个酒店融资可能会导致大批业主提出多种多样的诉求，以至于以组合形式出售酒店并对相关条款达成共识的可能性微乎其微。

其次，则是募集一个典型的“盲池”^①，通过私募股权基金为第一批酒店投资提供资金，并为集团提供全面的投资决策控制机制。此外，这也可以让其他投资者通过分处于澳大利亚不同地区的资产分散组合风险，使这些投资者无法去挑选 Pro-invest 的最优资产，从而避免了可能发生的潜在利益冲突。最后，通过以往至少 7 年的出资认缴，这种基金结构可以让 Pro-invest 组建一个专注于通过酒店资产组合创造价值的团队，而不是零星地去寻找单一资产。集团开发部主管负责人蒂姆·夏洛克（Tim Sherlock）表示：

虽然我们在当时组建的团队只有几名成员，但考虑到他们深厚的专业功底和丰富的实践经验，我们坚信，我们已经拥有了成功的“秘诀”。作为一个团队，我们有足够的动力让投资组合成功退出，这也是投资者乐于看到的结果，因为我们的利益是一致的，只有真正实现成功的退出，我们的投资者才能看到回报。

① “盲池”通常采取有限合伙组织结构，它是基金管理公司筹集长期投资资金的工具，而且基金经理享有完全的投资决策权。这些工具的投资者则对投资决策过程基本没有影响，因此，他们对这些投资工具的参与是“盲目”的。

虽然市场的通行趋势是直接开展单笔投资，但罗纳德、萨宾和集团投资团队经过对投资目标和收益的深入考虑，一致认为封闭式基金^①是最适合的投资结构。

锚定投资者——第一个承诺出资的投资者

从 2013 年中旬开始，创业团队的成员们花费了数月时间，与来自世界各地的潜在投资者进行了会面。他们不仅致电以前曾经合作过的投资者，还接触了对酒店或不动产私募股权基金等房地产开始感兴趣的新投资者。

虽然 Pro-invest 已经引起了投资界的关注，但是需要找到锚定投资者（anchor investor，和基石投资者一样，他们也是基金的主力投资者，发挥着稳定基金的作用，但是和基石投资者不同的是，他们持有的股份没有锁定期——译者注）签署第一笔出资认缴协议，以此来验证他们的投资理念，帮助他们“振翅起飞”却远非易事。在经过了与潜在投资者进行无数轮对话之后，萨宾在一场不动产私募基金会议上偶遇到一家投资公司的高级合伙人：

很长时间以来，我们一直试图和这位合伙人取得联系，但由于他是一位知名的投资专业人士，因此要见到他几乎是不可能的。在这次不动产私募基金会议上，我们曾尝试和他进行沟通，但我们的努力未能取得成功，会后，我决定贸然给他发送一封电子邮件。考虑到他的级别很高，因此，我并未期望得到他的回复。所以，几天之后收到他的回信让我兴奋不已。他在回信中指出，他的确对我们的投资策略很感兴趣，并建议下次在香港会面。

预定的见面时间到了，但萨宾只有 30 分钟的时间和这位合伙人交流，因此，她下决心一定要利用好这短短 30 分钟的时间。会谈之后，在陪同萨宾走到电梯的路上，这位合伙人解释说：“虽然我不确定你们的投资组合是否适应我们的要求，但我的一位朋友或许会对你们感兴趣。”萨宾很清楚对方临别时的一句话“很高兴见到你，但不谢”，这几乎就是没有任何希望的意思。

然而，就在 4 个星期之后，萨宾收到了高级合伙人发来的电子邮件，希望萨宾下一次能在新加坡与他在当地的朋友会面。后来才知道，这位“朋友”原来就他们的亚洲家族理

^① “盲池”，在技术上更多地称为封闭式基金，其中，基金管理公司确保向投资者取得长期资金以执行其投资策略。在基金存续期届满时，所有投资资本以及由投资活动创造的大部分利润必须返还给投资者。

财办公室业务负责人之一，而且在酒店业方面拥有丰富的经验，他很快就掌握了集团的主张。在与罗纳德举行面对面的会议后，他们聘请第三方房地产服务提供商对 Pro-invest 进行了尽职调查，并于 2013 年年底签署了第一笔出资承诺协议，承诺出资 4 000 万澳元。正如罗纳德所说：

对我们来说，这显然是这个家族信任我们的一个标志，对此，我们既感到非常荣幸，又感到有点受宠若惊。毕竟，有了第一笔外来资金，我们就可以执行我们的前 3 个特征项目——位于悉尼和布里斯班的酒店。

探索更多融资方案——寻找正确的“组合”

有了锚定投资者，未来 6 个月的工作就是寻找其他资金来源，以继续实施他们的后续计划。时间当然是最重要的，因为随着投资团队的扩大，有吸引力的投资机会也越来越多，但每个机会都需要相应的资金与之匹配。进入 2014 年夏季，Pro-invest 已经与 7 种资金来源建立了密切合作。

超高净值个人

来自新加坡的一位超高净值人士提出为 Pro-invest 出资 2 亿澳元，但是从一开始对方就很明确，必须按他们的意图进行投资。仅仅当作“员工”——虽然也算得上很荣耀的员工，显然不是他们想要得到的，于是，他们断然拒绝了对方的出资提议。据称这个人是一个非常精明的商人，而且他们也不敢肯定他的最终目的是不是分享增值收益，抑或别有用心。

IPO

另一个机会来自一位投资银行家，他建议 Pro-invest 考虑利用公开市场进行融资。他坚信，他们可以轻松利用前 3 项资产做公开上市，而且考虑到 Pro-invest 已经开发起来的交易流程，他们认为公司完全可以在澳大利亚股票市场筹集资金。他的公司可以协助 Pro-invest 团队进行上市，没有提供承销业务。由于成功上市还缺乏保障，而且准备公开上市也需要消耗大量资金，因此，这一方案也被搁置一边。

夹层融资

融资团队和一家对 Pro-invest 投资策略感兴趣的国际投行进行了深入讨论。为此，公司

进行了为期 3 个月的尽职调查，以确保公司值得拿出 Pro-invest 投资委员会的一个席位来换取锚定投资者的出资承诺。然而，该投资银行在澳大利亚的负责人在酒店业方面几乎没有任何经验，而且 Pro-invest 团队的成员则不愿意让外部人士参与公司的投资决策过程。这家投行最终提出了一个带有股权收益（equity kicker，通过提供可转换债务功能或是在债务基础上附带认股权证，为债权人提供“股权收益”效应，分享权益增值带来的一部分收益。将这些“收益”纳入债务工具中，往往可以增加债务的收益能力，进而吸引投资者认购这些债务工具——译者注）参与机制的夹层融资结构，在防止公司遭遇投资亏损下行风险的同时，为投资者提供分享增值收益的机会。最重要的是，这种投资结构将为该国际投资公司提供优先于锚定投资者有关的地位。对此，萨宾·谢弗说：

对于现有的锚定投资者，如果知道自己的股权投资在地位上落后于另一个刚刚到来的夹层投资者，他们会不会接受，我们还不得而知。因此，我们没有采纳这个方案。

“小马项目”

一家在全球开展业务的澳大利亚投资公司也加入进来。他们的团队很快就意识到这是个机会，并且表达出与 Pro-invest 合作的强烈愿望，开玩笑地称之为“小马项目”。他们的资本市场团队迅速投入行动，通过对一家澳大利亚机构投资者和几家跨国不动产私募基金进行私募，在很短时间内即筹集到 2 亿澳元的资金。作为回报，这家澳大利亚投行要求取得对 Pro-invest 投资管理公司的股权，这样，该投行就可以直接分享 Pro-invest 创造的收益增值。这家投行坚称“这就是 2008 年以后的实际情况”，为此，投行还罗列出过去一年中和他们以相同方式合作过的基金管理机构，并向 Pro-invest 团队保证他们完全有能力筹集到超过投资所需要的资金。Pro-invest 投资并不认可，因为他们的团队不想和这家投行分享未来的价值增长，因为他们不能通过常规运营创造价值，而且他们最终只能扮演募集代理人的角色。此外，这家投行的参与，还会导致 Pro-invest 与其他新投资者的讨论更加复杂，因为 Pro-invest 更希望看到让实际投资运营团队得到 100% 的激励，从而与投资者在利益方面达成一致。

托管账户

一个想法来自和一家知名养老基金组织进行的对话：你们为什么不创建一个托管账户呢？在以前的“混合”基金中，由多个投资者同时为单个项目提供资金，导致投资者收益

不佳。该养老基金提出可为托管账户提供 3 亿~5 亿澳元的资金，并保留对投资的全部审批权。通过这种模式，养老基金可以完全规避“盲池”造成的控制权丧失问题，可以逐一审查每个投资机会，并最终决定是否将其资金投入某个投资机会。资金来源的规模和确定性对 Pro-invest 的团队来说当然不乏吸引力，但这种方法却导致他们无法控制投资决策，而且有可能会迫使他们放弃原本有吸引力的机会，因此，这个方案同样被他们否决了。

私人银行

在几个月的时间里，Pro-invest 反复揣摩了和一家国际投资银行私人银行业务部门开展合作的机会。该投行的很多客户均表达了对基金投资理念感兴趣的想法，而这家投行也很愿意探索一下未来合作的可能性。但投行的客户却要求，Pro-invest 的投资工具必须采取澳大利亚托管投资信托基金（MIT）的形式，以便通过税收优惠待遇（享受的税率为 15%，而非 30%）实现更高的收益。但是，采取这种结构不仅需要建立取得“澳大利亚金融服务注册许可”（AFSL）的在岸基金管理机构，还要对现有的投资基金进行全面重组，这个过程显然需要大量的时间和资源。

反向 IPO

第七种可能的途径就是使用在现有另类投资市场（AIM）上市的投资工具，并实施反向 IPO。在以往的另类投资市场上，IPO 主要用于对矿业板块的投资，但随着矿产行业资产泡沫的破裂，一些已经上市的 AIM 实体开始探索转型，积极参与其他更有发展前景的行业，旅游住宿业就是其中之一^①。通过对另类投资市场的上市投资工具进行反向 IPO，Pro-invest 不仅可以依靠现有基础创造收益，而且对于希望在澳大利亚投资的投资者，他们可以通过证券的二次发行在短时间内推高价格，从而为公司带来增值收益。

通过与各类投资者的逐一讨论，事实逐渐浮出水面：各方都希望看到 Pro-invest 团队和洲际酒店集团投资于具有“收益共享和风险分担”机制的新型投资工具。在经过深入的尽职调查之后，洲际酒店集团确认对基金出资 2 000 万澳元，而 Pro-invest 团队也如法炮制，这无疑为筹资过程增加了额外的信用保障。额外的资金来源使公司得以开始在阿德莱德筹办第三家智选假日酒店。凭借这笔意外的出资承诺，Pro-invest 在 2014 年 11 月进行了首次基金交割，募集资金超过 6 000 万澳元。

^① 进入 21 世纪初，大宗商品价格不断创下历史新高，但随着全球金融危机的爆发，这种状态出现了逆转。在拥有强大采矿业的国家（澳大利亚），很多公司和个人都未能幸免。

艾德里安星际投资公司的出现和退出

就在公司全力以赴、如火如荼的前进过程中，Pro-invest 的领导层接到艾德里安星际投资公司打来的电话：他们想要了解更多情况。他们对公司的首次交割、处于不同发展阶段的 3 项主要资产、洲际酒店集团以投资者身份的参与和已发展成为由 7 名专业人士组成的 Pro-invest 团队，都给他们留下深刻的印象。于是，从 2014 年下半年开始，双方就投资进行了认真的讨论。随后，艾德里安进行了为期 5 个月的深入尽调，此次尽调覆盖了公司的各个方面，无一遗漏。萨宾认为：

在过去的两年中，我们已经找到了一家锚定投资者，并完成了该基金的首次正式交割。随着我们管理中的第一批资产和项目进入运行状态，我们相信，我们有能力通过艾德里安星际投资公司严格的尽职调查流程。到目前为止，这也是自己在金融生涯中遇到的最彻底的一次尽调。

在尽调完成之后，澳大利亚的投资团队负责人认为，将投资案提交给投资委员会审批并由纽约总部签署协议，只是走走形式罢了。这似乎是艾德里安投资澳元的最佳时机，因为当时的澳元兑美元汇率大幅走低，使筹资成本变得“更便宜”，因而对美元投资者更具吸引力。

然而，尽管一切皆已就绪，纽约的投资者却给投资委员会做出了令人匪夷所思的回复：他们的态度是否定。对那些参与尽职调查的人来说，最令人沮丧的事情，就是纽约总部几乎没有任何明显解释。

重归原路

罗纳德宣布了一个近乎灾难性的消息，并对沉浸在失望中的团队表示了感谢：

尽管我们已经拥有了 3 笔资产，但我们还是要迅速启动更多的其他项目，只有这样，才能让我们在利益相关者面前“保住面子”。我们刚刚经过了为期 5 月的尽职调查，而且通过了对方提出的所有尽调问题，但是最终，在我们没有做错任何事情的情况下，他们却无缘无故地决定退出。我们已经做好了一切准备，前进所需要的全部条件都已到位：团队、选址以及融资的银行。我们唯一的要求就是必须拥有股权控制权。在这

种情况下，还能有什么想法呢？

虽然艾德里安星际投资公司的拒绝让 Pro-invest 感到震惊，但他们决心另谋出路，探索另外一种解决方案。罗纳德和萨宾都曾明确表示，他们应回过头来，重新审视以前考虑过的 7 种融资方案。投资者还对他们的项目感兴趣吗？如果是的话，他们最终应选择哪一种方案呢？“任何方案都不是完美无缺的，”罗纳德认为，“但我们没有其他选择了。”

继续前行，守住价值

第二天，Pro-invest 的团队似乎比任何时候都更加低沉低调。上午 9 点，罗纳德将所有执行董事召集到董事会会议室，会上，萨宾再次重复了每一种筹资方案以及各自的利弊。判断可选方案的标准如下所述。

- Pro-invest 必须保持对投资的控制权：Pro-invest 团队最担心的一个问题，就是在需要引入外部投资者时候，新投资者在投资决策过程中拥有多大的发言权。尽管在大多数情况下，Pro-invest 及现有基金利益相关者的利益会和新引入的外部投资者保持一致，但是在个别情况下，不可避免地会出现利益冲突。让即将到来的新投资者在 Pro-Invest 的投资委员会中占有一席之地，或以其他方式参与投资决策，很有可能会削弱 Pro-invest 团队控制自身命运的能力。
- Pro-invest 的团队必须掌握投资增值带来的收益：几位投资者表示，希望参与投资管理公司创造的部分增值收益，以此作为换取他们出资承诺的条件。但一些投资者和投资顾问指出，如果让外部投资者取得增值收益，就失去了“做大生意”的机会。与此同时，Pro-invest 的高层管理者也必须以足够的增值收益作为对投资团队的激励。
- 资金的确定性：Pro-invest 刚刚经历过一次让他们体会到融资无常的惨痛教训。因此，选择一种成功概率较高的融资方案，也成为团队的首要任务之一。
- 与投资者的匹配性：投资者形形色色，需求五花八门。高净值和家族理财办公室使用自有资金进行投资，而机构投资者则是代表其客户进行投资。一般情况下，超高净值个人和家族理财办公室可以按自己的意愿长期持有投资，而机构投资者则需要明确的退出时间^①。因此，在理想的情况下，Pro-invest 选择的投资者，必须拥有与

① 称为“夕阳”条款或自动削减条款。

公司投资策略相匹配的特征。

- **额外成本：**在每个基金创始人的头脑中，成本都是第一个要考虑的问题，严格控制现金和支出对他们来说至关重要。除设立基金的常规成本（如法律成本和构建成本等）之外，投资团队还必须牢记重组可能带来的成本，尤其为获取某些登记许可而支付的募集费用和注册费等。
- **投资者带来的增值：**一些投资者可能会带来基金经理可以利用的特定技能（如行业知识和网络等）。此外，除有形技能外，获得知名大型机构投资者的投资也可以向市场传递一个信号，为Pro-invest投资团队的质量提供背书，进而为进一步筹集资金创造有利条件。
- **未来的资金筹集：**在首次创建基金时，建立合理的投资者组合对未来的资金筹集至关重要。投资者必须关注投资者为后续基金继续出资的能力。相反，如果从一开始就建立了“错误”的投资者组合，则有可能对未来的筹款造成不利影响。

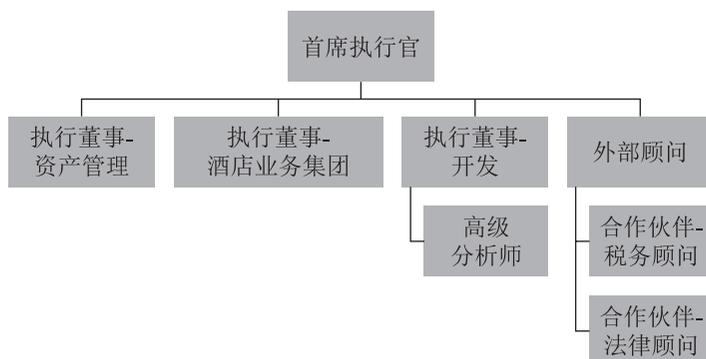
挑战

在 Pro-invest 的高层管理团队考虑各种方案时，对上述 7 个标准基于相同的权重，也就是说，对所有标准一视同仁。但随着讨论的深入，控制权和财务状况逐渐成为全体团队成员最关心的要素。对此，萨宾做出如下总结：“一旦对某个关键标准达成一致，我们就必须将这个标准应用于每一种方案，去判断某个方案是否符合该标准，或者是否该考虑替代方案。时间在流逝，我们必须迅速采取行动，只有时间才能证明我们的决定是否正确。”

补充材料 1

| 方案评价标准 | 高净值个人 | IPO | 夹层融资 | 小马项目 | 托管账户 | 私人银行 | 反向 IPO |
|--------|-------|-----|------|------|------|------|--------|
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| 合计 | | | | | | | |

附录3.1



Pro-invest 投资团队的成员及顾问（2014年5月）

资料来源：Pro-invest.

附录3.2

Pro-invest 的高级管理团队

| | |
|---|---|
|  | <ul style="list-style-type: none"> ● 是一位连续创建多家公司的企业家，拥有 40 多年从事房地产行业投资、开发及项目管理方面的实战经验 ● 阿联酋迪拜阿尔达房地产公司（ALDAR Properties）的首席执行官，该公司曾开发了世界知名的亚斯人工岛，岛上有举办阿布扎比一级方程式赛车大奖赛的亚斯湾赛道 ● 以主要负责人身份参与了欧洲、海湾合作委员会及亚洲地区的多个交易性房地产项目，金额总计达到 750 亿美元 ● 斯坦尼佛集团（Stannifer Group）创始人、首席执行官兼董事长，该公司是一家综合型开发及房地产企业，资产遍及全球 ● 作为斯坦尼佛集团的旗下资产，罗纳德与洲际酒店集团合作创建了英国的“智选假日酒店”品牌 ● 皇家特许测量师研究所研究员 |
|  | <ul style="list-style-type: none"> ● 拥有 17 年从事资金管理、私募股权、对冲基金和资本市场业务的经验 ● 作为主要参与者参与了 3 只私募股权基金的孵化，并为一只专门从事中东 Quality Limited Services 酒店业务的私募股权基金担任咨询顾问 ● 作为团队负责人参与伦敦及 AIM 市场的上市业务，并在迪拜国际金融中心设立公司 ● 在投资工具的架构及资产管理方面拥有丰富经验 ● 获得哈佛大学硕士学位及奥地利大学的经济学博士 |

罗纳德·巴罗特
(Ronald Barrott)

萨宾·谢弗
(Sabine Shaffer)

续表

| | |
|---|---|
|  | <ul style="list-style-type: none"> ● 拥有 18 年澳大利亚房地产市场方面的经验 ● 在收购、开发及资产管理方面取得良好的管理业绩 ● 拥有广泛的国内物业中介、业务管理及开发业务关系 ● 在 Investec 银行房地产投资银行业务部门负责收购业务，任职时间为 5 年 ● 在国际代理公司 Savills 从事现场开发和投资物业工作，任职时间为 5 年 ● 参与的住宅开发现场项目金额达到 4 亿美元，商业、工业及零售投资项目的价值总额达到 3 亿美元 ● 在澳大利亚房地产市场领域拥有丰富的专业知识，并拥有广泛的业主及代理机构人脉 |
| <p>蒂姆·夏洛克 (Tim Sherlock)</p> | <ul style="list-style-type: none"> ● 第四代酒店业从业者，拥有 30 多年的酒店行业实战经验 ● 拥有 8 年的酒店业咨询公司工作经验，曾就职于浩华管理顾问公司 (Horwath Asia Pacific) 和安达信 (Arthur Andersen) ● 曾在悉尼、迪拜和新加坡的洲际酒店集团从事高级酒店开发职位，任职时间达到 13 年 ● 曾参与超过 100 个酒店交易项目的谈判，涉及亚太、中东和非洲地区酒店管理协议及特许经营权协议 ● 此前曾担任过莱坊 - 艾斯波酒店 (Knight Frank Expotel) 的董事及雅高亚太区业务的开发总监 ● 旅游住宿协会 (NSW) 理事会理事 |
|  | |
| <p>菲尔·卡西利斯 (Phil Kasselis)</p> | |

案例

4

达成目标：

瑞士合众集团私募股权投资组合的优化

一、概述

2011年，瑞士合众集团（Partners Group）对一家欧洲养老基金为期1年的委托管理已接近尾声，这只被称为“未来计划”的养老基金存续期为6年，但养老金客户在此期间却遇到了严重问题，不仅不能达到目标的资产配置率，而且收益持续低迷——在市场机会面前，他们似乎总是落后一步。迄今为止，“未来计划”完全通过由两家基金管理机构提供的PE母基金产品进行投资，一家基金管理人以欧洲市场为主，另一家基金管理人则专做全球市场业务。全球经济危机的后遗症给投资组合造成了严重破坏，“未来计划”的PE策略亟须大幅调整。在拓展投资范围、纳入二级市场和直接投资策略之后，“未来计划”开始了寻找基金管理人的流程，他们的目标只有1个：到2014年，达到对PE资产类别的目标分配率。本案例讲述了合众集团在选择基金管理机构过程中走过的道路，并详细介绍了公司如何凭借其专业能力、服务及其新颖的持股结构为“未来计划”实现目标提供解决方案。

二、案例研究的目标

本案例将为读者提供一个近距离观察投资的机会，了解中等规模养老基金在管理私募股权投资组合分配时所采取的行动。读者可以借此探索制定投资决策的依据，认识机构投资者在创建和管理私募股权投资组合时面临的主要挑战，了解一级市场、二级市场以及直接PE投资的不同特点。在这个案例中，我们将为读者提供相应的数据和基本步骤指南，帮助读者针对一级市场、二级市场及直接PE投资制定相应的出资策略，通过这样的出资认缴安排，可以帮助“未来计划”在2014年年底之前实现对PE资产的目标分配率。

三、本案例需要解决的主要问题

1. 为什么“未来计划”对他们的 PE 计划感到失望？其间到底缺失或是缺乏了什么？
2. 在寻找其他外部基金管理机构时，“未来计划”面对的主要挑战是什么？他们理想中的基金管理人应该是怎样的？
3. 增加二级市场交易和直接投资会对“未来计划”的 PE 项目带来什么影响？

投资组合的建模

4. 使用附录 4.4 和附录 4.8a 中的信息，为“未来计划”投资的现有组合在截至 2011 年年底的预期资产净值构建模型。“未来计划”对这一资产类别的敞口是否符合模型的预测结果？如果不是的话，哪些因素可能会导致造成这种偏差？
5. 假设“未来计划”对 PE 资产维持 5% 的目标配置率，且养老金资产总额稳定增长，确定“未来计划”在 2012 年、2013 年及 2014 年年末对 PE 资产的目标配置（以欧元计算）。
6. 根据“未来计划”对 PE 计划的收益期望和附录 4.9 和附录 4.11 提供的信息，确定“未来计划”按板块划分的长期目标分配（配置给私募股权、私募债务、私募基础设施和私募不动产等全部组合的百分比）。计算投资组合按这个目标配置率可实现的预期收益。
7. 根据“未来计划”的风险偏好和本案所描述的战略重点，确定按投资类型分布的长期目标分配（配置给一级市场、二级市场以及直接 PE 投资等全部组合的百分比）。
8. 根据对上述问题的回答以及附录 4.8a ~ 4.8c 所提供的信息，确定“未来计划”为实现对 PE 资产的目标配置率，需要在 2014 年年底之前对一级市场、二级市场以及直接 PE 投资的出资承诺（以 100 万欧元表示）。要在 2014 年年底以后维持对 PE 资产的目标配置率，“未来计划”每年需要为一级市场、二级市场及直接投资提供多少出资？

四、补充资料

为充分利用本案例，建议读者通过如下资料了解本案例的过程及背景信息。

- 重点推荐读者阅读《精通私募股权》中的如下章节。
 - 第一章：私募股权基金的基本概念
 - 第五章：另类投资策略

- 第十八章：LP的投资组合管理
- 第二十一章：LP的直接投资
- 第二十四章：私募股权的二级市场交易
- 可以参考如下网站获得更多资料：www.masteringprivateequity.com

五、案例简介

本案例由 INSEAD 全球私募基金投资研究小组（GPEI）助理研究员安妮·玛丽·卡里克（Anne-Marie Carrick）、研究小组副主任鲍文·怀特及“决策科学”与“创业与家族理财”课程资深特邀教授克劳迪娅·纪斯伯格编写。本案例旨在为课堂讨论提供基础材料，无意对案例所涉及的处理方式是否有效做出判断。

有关 INSEAD 案例研究的更多材料（如视频材料、电子表格及相关链接等）可登录官网 cases.insead.edu 查询。

Copyright © 2017 INSEAD

2011年12月：瑞士合众集团为欧洲“未来计划”养老基金创建定制型私募股权投资组合（PE）进行最终陈述的前夜。在近十年的时间里，合众集团一直小心翼翼地维持着与这家养老基金的业务关系，最近，合众集团参与了“未来计划”项目为期1年的选拔外部基金经理过程，整个过程划分为若干阶段。此时，合众集团的合伙人兼组合及风险管理负责人迈克尔·斯塔德尔（Michael Studer）正在审核上一次提出的策略。

在 PE 资产类别的资金配置上，“未来计划”提出的挑战在中小规模养老基金中很常见。自 2005 年推出 PE 计划以来，“未来计划”难以达到对 PE 资产类别的目标配置率，而且收益状况令人失望。因此，认识和解决这些问题也就成了投资委员会最重要的议程——尽管整个投资组合为 PE 资产类别配置的资金比例不足 5%，但 PE 的资金配置每次都要占用会议时间的一半。

合众集团的陈述已接近尾声。集团的投资业绩以及在私募股权市场上的专业能力在业界的口碑毋庸置疑，他们提出了一只创新的投资持股结构，旨在改善流程，提高效率，简化“未来计划”的报告和决策体系。但是要拿到业务就必须面对激烈的竞争。在最后一场陈述中，合众集团需要呈现出远优于其他 PE 管理人的方案。迈克尔·斯塔德尔怎样才能阐述合众集团是最适合帮助“未来计划”实现 2014 年资产配置目标的公司呢？

“未来计划”和养老金资产，2005—2011年

养老基金的背景

1999年，全球物流供应商 HM Domestic 正式筹建“未来计划”，对其 45 亿欧元的养老金资产进行管理。该计划的初始资金整合了一小笔由外部管理的养老金资产，资产直接来自于 HM 物流资产负债表。由于公司处于扩展阶段，大多为年轻雇员，预计未来 10 年支出的养老金数额将很小，因此，在需要为发放养老金而担心之前，养老金资产还会经历很长一段增长时期。

而管理养老基金的任务则落在投资委员会的肩上，委员会包括由董事会指定的 3 名现任公司雇员和 3 名由公司养老金计划持有人提名的代表组成。由于没有专业投资人士负责基金的日常运营，而且养老金计划提名的委员很少参与基金事务，因此，基金的绝大部分管理工作由投资委员会中的 3 名现任员工来承担，具体负责人是公司的会计主管托马斯·梅尔。

托马斯和其他两位同事均在 HM 物流公司担任全职职务，因此，他们只能拿出 10% 的工作时间来管理这只养老基金，与同等规模的养老基金相比，他们的人员配备明显不足，这也增加了基金管理的难度。为弥补人力不足问题，投资委员会以投票表决的方式决定聘请外部管理机构进行投资。随后，“未来计划”聘请了阿克兰咨询公司（Aaklan Advisors），在投资委员会设定的资金配置目标范围内，协助开展尽职调查和基金管理人的选择工作。

1999年6月，投资委员会批准了一项保守的组合方案，其中，60% 的资金配置给（主要是国内）政府债券，其余资金投资于国内及新兴市场的公开发行的股票，并将很小一部分资金投资于国内房地产（见附录 4.1）。

收益放大——加大另类投资

在截至 2004 年年底的 5 年时间里，基金业绩始终保持稳定，而且投保人持续缴纳保费，使“未来计划”的资产基础已增至 68 亿欧元（见附录 4.2）。但养老基金的表现显然还不尽如人意（见附录 4.3），其中很大一部分原因在于投资组合的配置过于保守。

在托马斯·梅尔的牵头下，投资委员会对如何改善基金的风险 / 收益特征进行了调查研究。在 2005 年中期对投资组合进行的审核中，投资委员会认为，“未来计划”需要扩大投资范围，将资金配置于由私募股权、对冲基金和大宗商品等构成的多样化另类投资组合。每一种另类资产类别的目标配置率为 2.5%。托马斯对“未来计划”采取的另类投资模式做

出了如下解释：

我们已着手寻求收益更高的投资，而且我们相信，另类投资是适合我们的选择，一个很重要的原因就是我们有能力长期锁定资金。按照预测，第一笔养老金的支付距离现在还有很长时间，而且我们也想利用某些另类资产类别带来的非流动性溢价。此外，美国大型养老基金和捐赠基金在另类投资领域取得的成功，也是促使我们做出这个决定的原因。我们之所以看好私募股权，就是通过基金经理参与被投资公司管理而创造的收益。

当时，PE 行业的黄金时代刚刚开启，强劲的投资业绩、充沛的募集资金和廉价的债务融资，驱动着整个行业走上快车道。对于“未来计划”，私募股权资产将为其整个投资组合带来增量收益。尽管现有投资组合的目标收益率只有 9%，但实施 PE 计划的预期收益率将到 12% ~ 16%。即便前景诱人，但投资委员会的委员们依旧对这种做法持谨慎态度，因为他们深知自己对 PE 组合的运行机制还知之甚少。

在这方面，“未来计划”并非个例。对很多中小型养老基金而言，PE 还是一个未知领地，因此，它们的主要投资方向还是固定收益和上市公司股票等流动性市场策略。管理 PE 基金现金流入和流出的复杂性、对投资决策过程和时间安排缺乏控制以及大多数 PE 基金要求的 10 年锁定期，对他们来说完全是闻所未闻的新事物。

考虑到这些困难，“未来计划”采纳了阿克兰咨询公司的建议，选择两家母基金管理机构，帮助他们完成对 PE 做出的资金配置：一家是专做欧洲成长型股权基金和收购基金的贝莱克斯（Bellex Capital），另一家则是从事多样化全球投资的阿克莱奇（Arkridge Capital）。这些母基金管理公司将资金投资于一级市场募集的 PE 基金，再由 PE 投资私人公司股权的组合进行管理。

“未来计划” PE 组合的演变

2005 年 10 月，“未来计划”对贝莱克斯投资公司管理的封闭式母基金首次进行 PE 认缴承诺，随后，在 2006 年 6 月，再次对阿克莱奇管理的封闭式母基金做出资承诺（见附录 4.4）。2006 年 11 月，“未来计划”首次直接对一级市场发售的私募股权基金认缴出资：一只投资于欧洲资产的基础设施基金。

尽管“未来计划”很快就完成了对大宗商品和对冲基金的资金配置目标，但对母基金的资金配置则随着资金认缴和使用而逐渐增加（见附录 4.5）。不过，截至 2007 年年底，

PE 组合的资产净值才增加到 7 000 万欧元，而在年底的会议上，投资委员会已将目标配置率提高至 3%。

“未来计划”刚刚对 PE 产生兴趣，国际市场便陷入风雨飘摇之中，全球金融危机席卷而来。在 2006 年到 2007 年的最鼎盛时期，PE 投资经常会成为媒体狂热追捧的头条，而在金融危机大潮中，随着基金管理机构手忙脚乱地应对过度扩张的投资组合，PE 持股公司申请破产也成为人们最经常听到的新闻。回顾“未来计划”采取的 PE 计划（见附录 4.6），托马斯·梅尔认为：

尽管预计需要一段时间才能完成对私募股权的资金配置，我们对母基金的执行始终缺乏力度。我们从一开始就出资不多，因此，实际投资总额一直低于我们的预期，随后，我们同样陷入危机，投资速度自然比以前更慢。

“未来计划”受金融危机的影响尤其严重，这不难理解，因为非上市基础设施业务在危机中遭受的打击最为严重。在他们投资的几只基金中均出现了彻底崩盘的投资，这也间接影响到“未来计划”PE 组合中其他投资的业绩，从而导致整体收益率大受影响（见附录 4.7）。

原本糟糕的业绩又因母基金的多层费用而被放大，除此之外，解决 PE 配置造成的问题也给管理带来了巨大压力。基金如期取得认缴出资的过程开始变得尤为烦琐：每一笔入资都必须由 HM 物流公司的会计单独处理。此外，按照“未来计划”基金托管银行的要求，在进行任何资金转移之前，基金必须提供书面的原始转账凭证，因此，要在规定的 10 天募集资金到账时间窗口内取得现金并完成资金认缴，显然还要面对银行的制约。因此，投资委员会会议每次都要拿出一半的时间讨论 PE——而焦点就在于，操作上带来的负担已远远超过它所能带来的收益，尤其是和“未来计划”的传统资产组合相比，劣势显而易见。

全球金融危机给 PE 投资组合造成了沉重打击，让整个行业伤痕累累，此时，“未来计划”也面临着新的抉择：要么按预期对 PE 进行强制性资金配置，要么终止。

重新定位 PE 组合

考虑到“未来计划”在 PE 配置上的业绩乏善可陈，因此，他们认为必须采取措施，但投资委员会应采取哪条路径呢？他们可以进一步增加对现有基金经理的出资，同时接触其他基金经理，或是在未来几年时间内逐步缩小规模并最终退出，总之，他们需要兼顾各种方案。经过无数个通宵达旦的讨论，他们终于做出了一致性决定：继续寻找更合理的解决

方案，而不是放弃 PE 计划。对此，托马斯回忆说：

我依然对 PE 策略充满信心——只是我们需要在执行方面不断完善。此外，我们现有的投资组合也适于改进：我们决不能卖掉它。虽然我们也在听取母基金经理们的正确意见，但我们确实落后于潮流了，而且错过了市场上的“甜点”。因此，我们唯一需要的就是更灵活和更合理的执行。但前提是我们必须找到相应的解决方案。

根据一项重大战略评估得到的结论，“未来计划”的目前计划过于狭隘：仅仅通过封闭式母基金投资于一级市场基金，以至于缺乏随时把握市场机会的灵活性。为了提高机动性，“未来计划”决定扩大其外部基金管理人的职责范围，以便他们可以随机应变，灵活地把握机会。

迄今为止，由于“未来计划”过度关注于一级市场的私募股权基金（通过母基金），因此，它们忽略了两种有助于主动管理 PE 基金配置的战略工具——二级市场交易和直接投资。在二级市场上收购现有 PE 基金中的 LP 股权，可以借助更成熟的组合对 PE 基金建立敞口，这种方式不仅有助于加快资产净值的增长速度，而且与在一级市场上认缴基金相比，这些基金拥有更高的透明度（见附录 4.8a 和附录 4.8b）。因为按照直接投资模式，资金将直接用于收购 PE 所投资公司的股份，因此，通过包括联合投资在内的直接投资可以消除“未来计划”在投资上的时间滞后性和方向不明确性（见附录 4.8c），而且还有利于规避典型 PE 基金带来的基本费用。此时，寻找一个能同时执行这两种投资策略的基金经理，成为“未来计划”的明确目标。

但是，将二级市场交易和直接投资纳入投资组合也并非没有风险。与在一级市场上认缴基金产品不同，二级市场和直接投资是决定性的交易：对于一级市场基金产品，PE 公司首先需要在市场上预售募集的产品，而后在 1～2 年内正式发售该基金，而二级市场和直接投资的机会则是不可预测的，而且需要投资者在几个星期或几个月内对复杂的交易做出评估。因此，对于执行此类交易的投资经理，他们需要掌握的技能应不同于投资一级市场基金的团队。此外，直接投资还会带来与一级市场和二级市场基金投资不同的风险特征，对此，托马斯认为：

我们不希望自己的投资组合过度集中于起始年份中的少数几个 PE 基金，而且直接投资形成的资金投入速度缺少渐进性，在这种情况下，投资管理人的投资会集中到少数几个起始年份的项目上，所以说，还是算了吧。此外，我们也担心联合投资情况下的信息不对称问题，而且当基金经理只能在为数不多的联合投资机会中做出选择时，

那么,如果投资体量对于主要基金来说过于庞大,就很容易超越他们的能力和控制范围。

2010年中旬,“未来计划”首次对贝莱克斯和阿克莱奇两家投资公司做出出资承诺。但“未来计划”认缴的并非封闭式基金工具,而是投资于独立管理账户(separately managed accounts,或称理财专户),并扩大了每家管理人的权限范围,允许他们在一级市场、二级市场和直接投资中自由裁量。然而,由于贝莱克斯和阿克莱奇刚刚涉足二级市场和直接投资业务,因此,可以预期,通过这些账户配置的大部分资金会进入一级市场基金。为马上进入二级市场和直接投资市场,“未来计划”还需要另一家基金管理机构。

最后的竞争：合众集团的设想

托马斯亲自负责基金经理的选拔,按照要求,候选人需要在二级市场和直接投资以及一级市场两个领域均拥有良好的历史业绩。合众集团是托马斯最早联系的资产管理公司之一,背后的原因是托马斯多年来的老朋友罗伯特·拉斯滕博格(Robert Lustenberger)。罗伯特是合众集团的高级客户关系经理,负责维护集团与瑞士养老基金的业务关系。他们在2002年相识,并通过各类投资会议保持联系。在全球金融危机后的艰难环境中,罗伯特始终是托马斯最值得信任的支持者,他向托马斯提供了大量关于PE的信息,帮助托马斯对PE有更多的了解。他的意见是促成“未来计划”考虑增加(而不是取消)PE投资的重要因素。

针对如何解决PE投资组合所处困境这一问题,还有其他10家管理机构(除合众集团之外)对“未来计划”发出的“信息请求函”(Request For Information)提交了初步反馈。经过两个月的筛选过程,候选机构减至6家基金管理机构之后,“未来计划”邀请这些机构对更详细的“征求建议函”(Request For Proposal)做出回应,并就历史业绩和建议的解决方案提供背景信息。对于“征求建议函”,罗伯特是这样描述合众集团采取的方法:

“征求建议函”对我们来说是非常重要的一步。在提议中,我们强调了“未来计划”面临的挑战,并介绍我们将如何帮助他们实现目标。首先,我们指出,合众集团的多样化资产类别及针对非公开市场采取综合“相对价值”法,可以为客户实现最大程度的灵活性,因而可以帮助客户在任何时点投资于拥有最好机会的策略。我们还特别强调,在投资组合中纳入直接投资和二级市场投资时,由于不存在双重收费问题,使我们的收费低于传统的母基金收费水平。此外,我们还要让“未来计划”认识到,除投资管理以外,我们还可以通过组合管理和高质量报告体现等客户服务系统,为“未来计划”

提供更全面的支持。

随后，“未来计划”又在这6家基金管理机构中，选出两家参与最后一轮的竞争：一个是合众集团，另一个同样是业内的知名企业。2011年8月，“未来计划”投资委员会委员受邀来到合众集团位于扎格的总部，进行了一整天的尽职调查。对此，罗伯特回忆说，此时的焦点就是让客户了解合众集团对目前市场的看法（见附录4.9）及他们的从业经验：

我们向潜在合伙人展示了我们对未来两年的总体投资策略。我们对二级市场和直接业务进行了解释，在当时的条件下，考虑到很多LP都在寻求出售对私募股权基金持有的股份，因此，这项业务是非常有吸引力的。随后，我们向对方阐述了我们将如何在长期内对资产配置进行管理，并以实例介绍了我们是如何为其他客户在短时间内构建投资组合的。

此外，罗伯特还针对“未来计划”PE组合承受的管理压力提出了解决方案：通过一种创新性的持股结构，将他们对单一离岸实体的全部PE投资进行合并（见附录4.10）。在投资建议中，合众集团提出为“未来计划”管理持股公司，并对其现有PE基金、母基金及独立管理账户（SMA）的现金流入及流出进行管理；“未来计划”只需如期从持股公司取得认缴出资。此外，由于整个PE计划的资产净值仅合并为资产负债表上的一行，这就大大简化了基金业绩的报告方式。最后，在持股公司层面，按照扣除资本配置后的净额催缴出资，从而减少了“未来计划”的税收成本。

在陈述文稿中，合众集团借助持股公司的模拟合并财务报表，介绍了他们如何从投资层面出发，为“未来计划”全部PE投资的未来认缴出资决策提供了建议。但这项内容完全属于咨询事项，最终决策权还取决于投资委员会。罗伯特没有在会上介绍具体的认缴计划，而是泛泛地提到，合众集团的组合与风险管理团队将如何与客户合作，帮助他们实现针对PE的目标配置率。

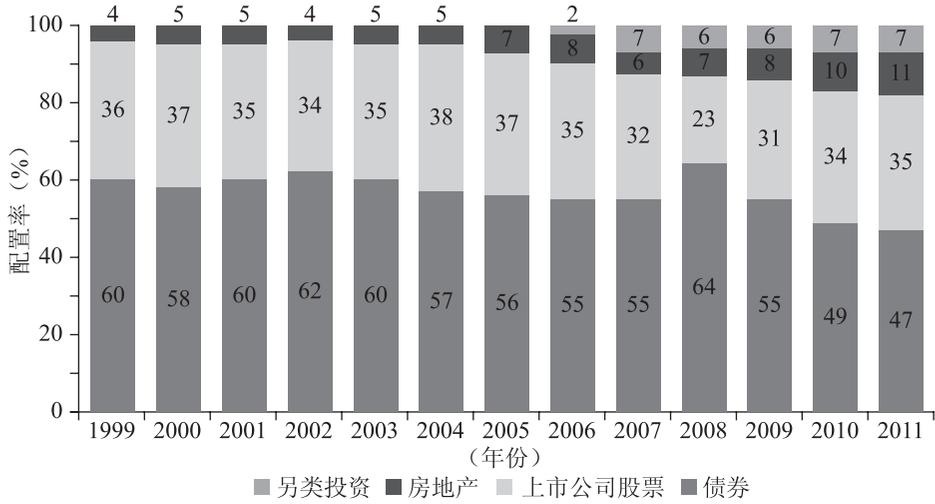
当下的任务

第一次内部尽职调查的结果给“未来计划”留下了深刻的印象，2011年12月3日，“未来计划”安排了第二次会面。合众集团方面，参会人士除创始合伙人之一的阿尔弗莱德·甘特纳（Alfred Gantner）以外，PE直投和二级市场、房地产、基础设施以及组合与风险管理

部门的负责人也悉数出席。

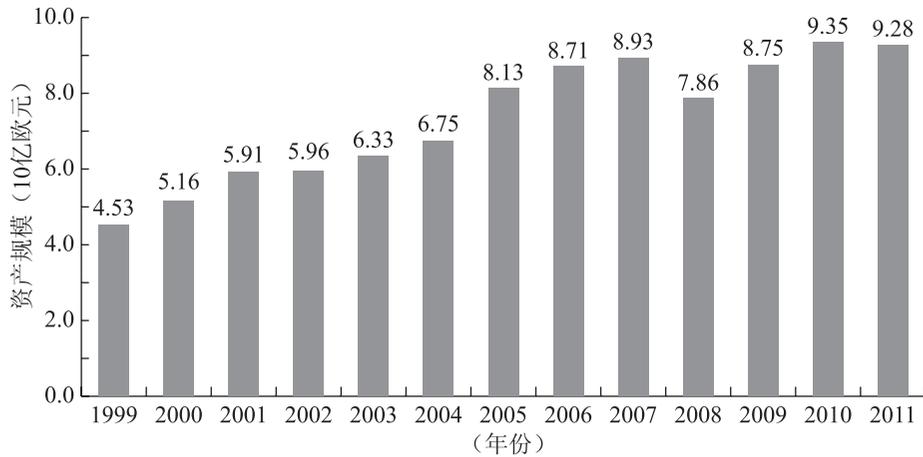
在合众集团的提案中，最重要的是需要一种强有力的执行策略，让“未来计划”能在2014年年底实现对PE资产的配置目标。虽然持股公司的结构就像是“结在蛋糕上的冰”，但迈克尔·斯塔德和他的团队还是要烤好这块蛋糕。

附录4.1



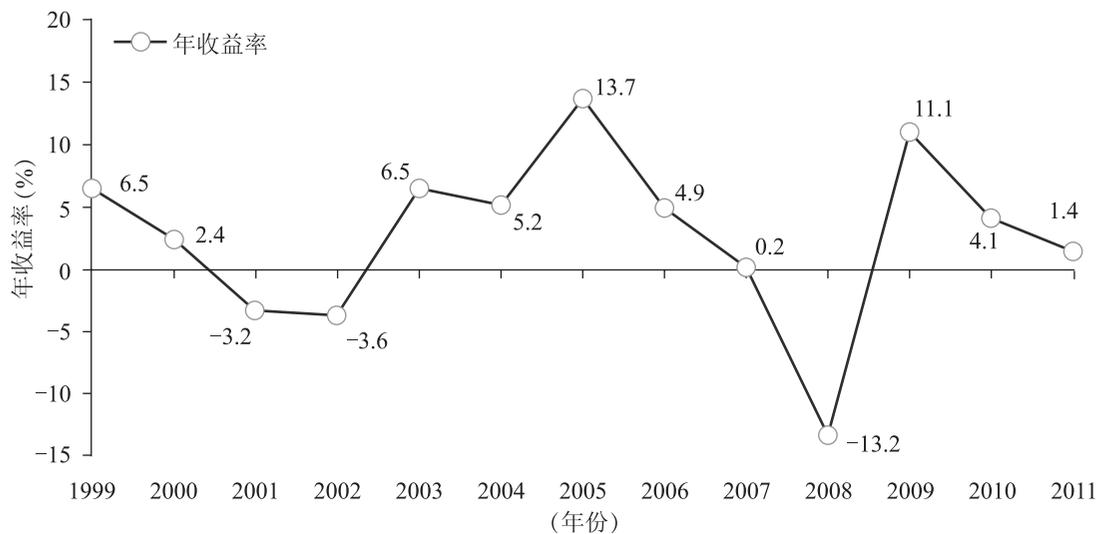
“未来计划”投资组合的资产配置总额

附录4.2



“未来计划”的理事资产管理规模

附录4.3



“未来计划”投资组合的总体业绩

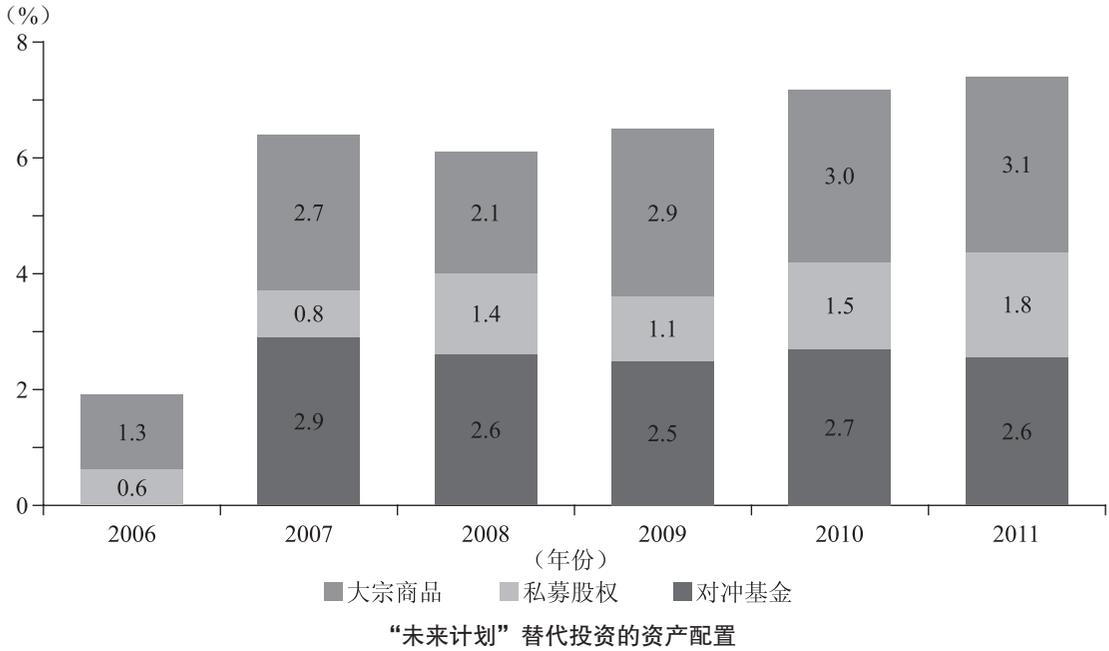
附录4.4

“未来计划”对 PE 基金的认缴出资

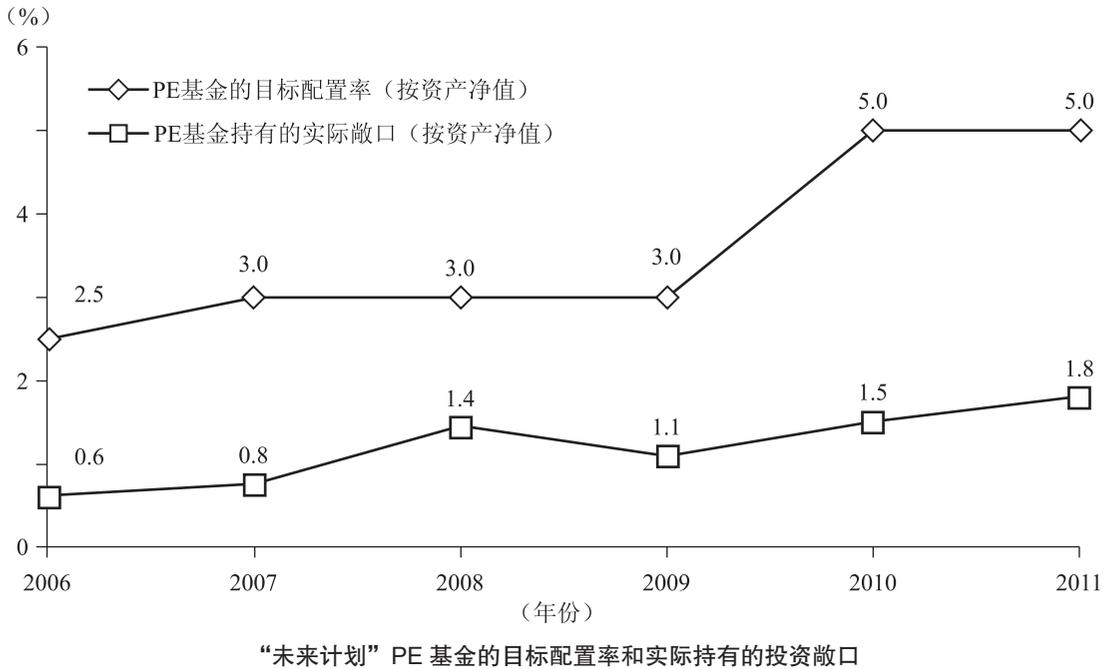
100 万欧元

| | 贝伦资本 | 阿奇里奇资本 | 基础设施 | 基金总额 |
|-----------|--------|--------|-------|--------|
| 2005 年下半年 | 93.54 | | | 93.54 |
| 2006 年上半年 | | 82.13 | | 82.13 |
| 2006 年下半年 | | | 68.64 | 68.64 |
| 2007 年上半年 | | | | |
| 2007 年下半年 | 61.24 | | | 61.24 |
| 2008 年上半年 | | | | |
| 2008 年下半年 | | | | |
| 2009 年上半年 | | | | |
| 2009 年下半年 | | | | |
| 2010 年上半年 | 106.47 | 59.82 | | 166.29 |
| 合计 | 261.25 | 141.95 | 68.64 | 471.83 |

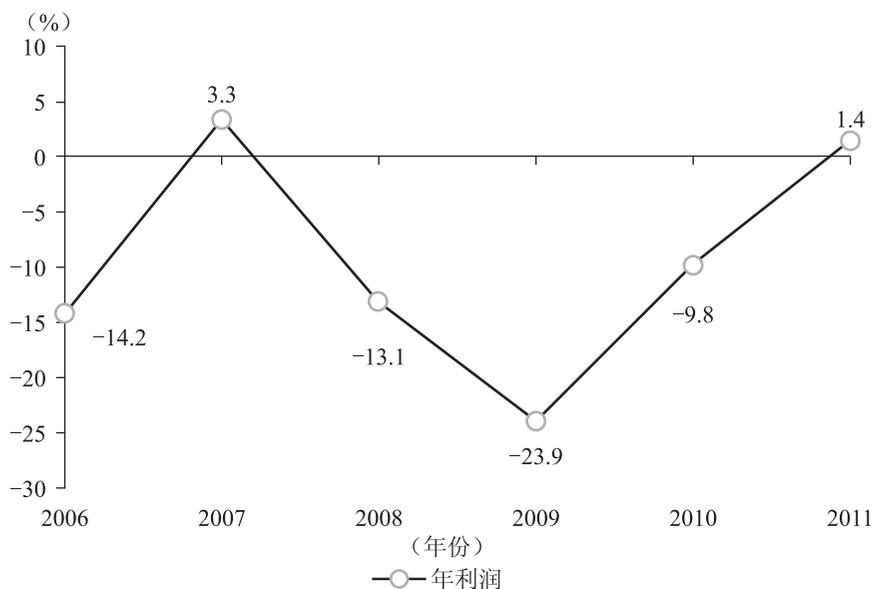
附录4.5



附录4.6

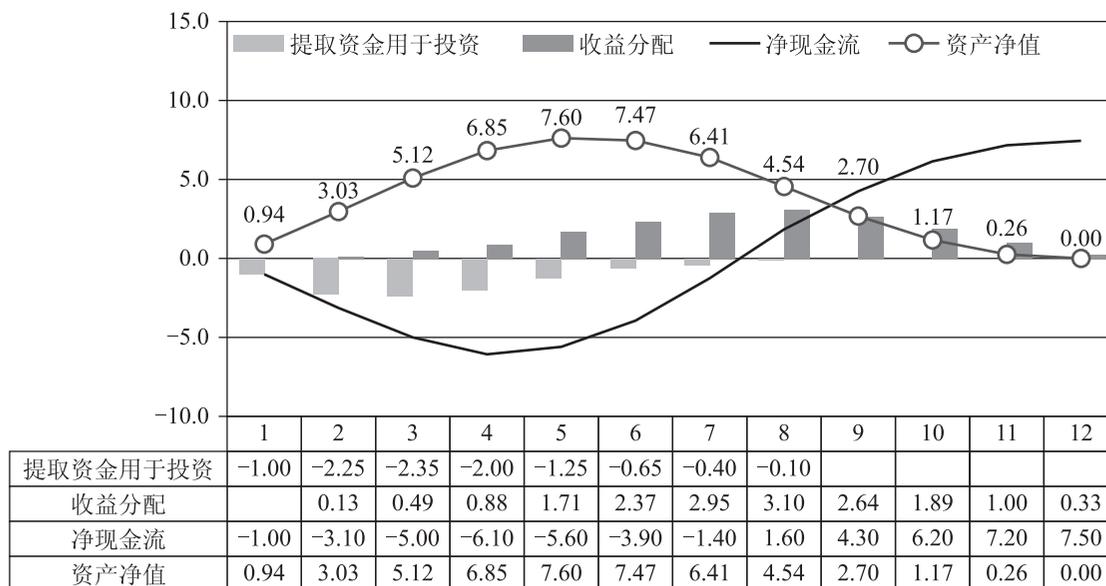


附录4.7



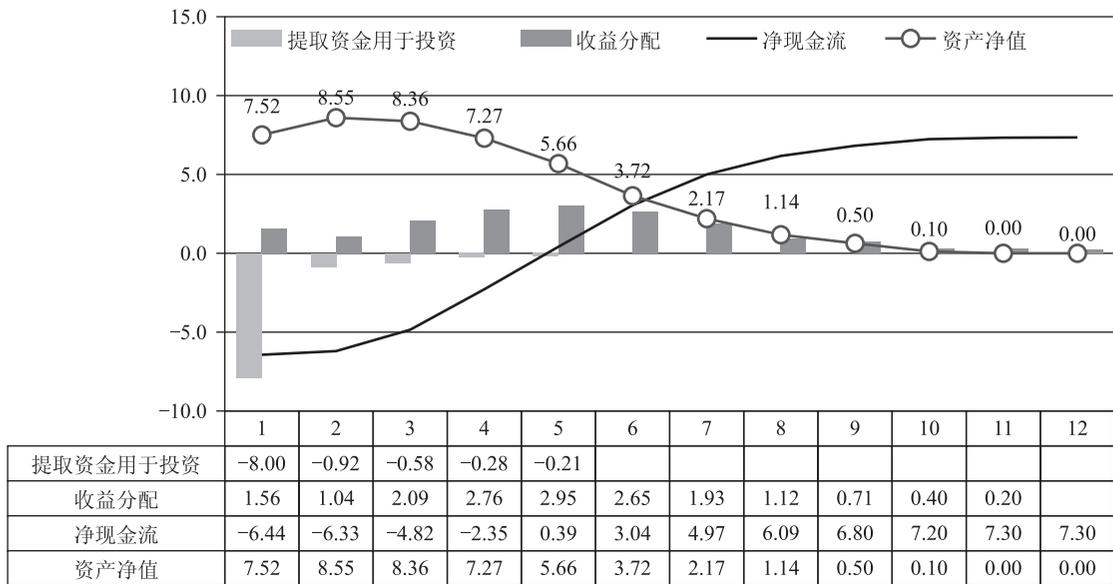
“未来计划” PE 基金所持有的投资组合业绩

附录4.8a



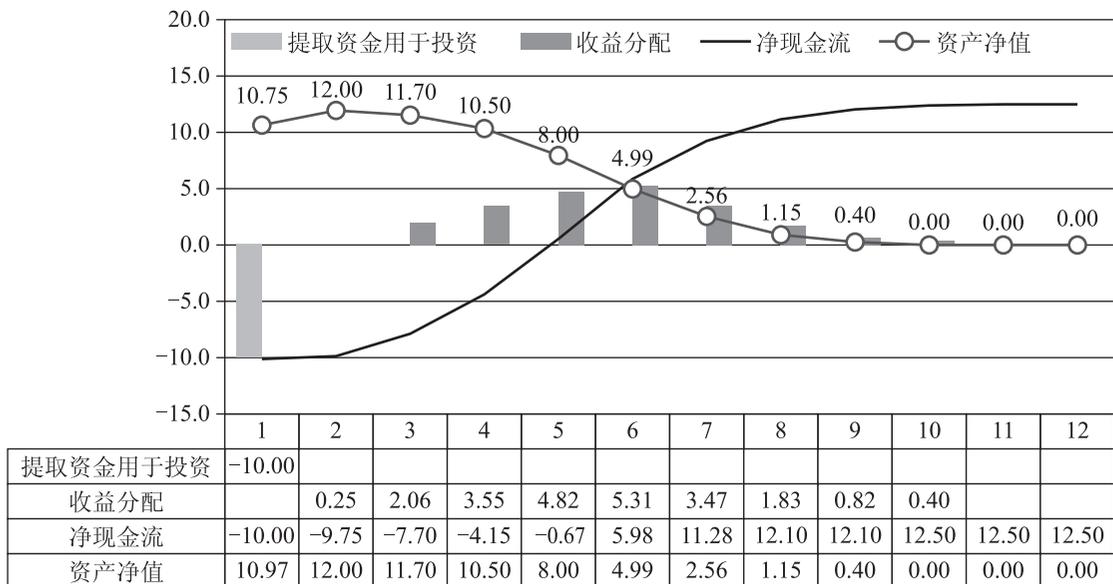
PE 基金一级市场募集资金的演变 (1 000 万欧元的出资承诺, 扣除费用)

附录4.8b



PE 二级市场投资的演变 (1 000 万欧元的出资承诺, 扣除费用)

附录4.8c



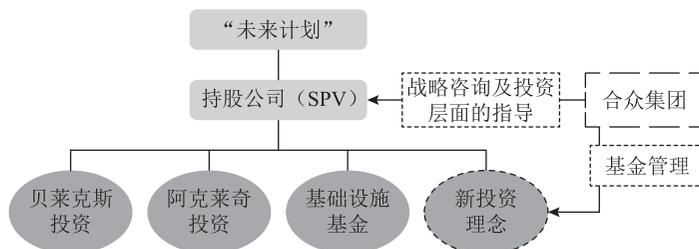
直接 PE 投资的演变 (1 000 万欧元投资总额)

附录4.9

| | 北美洲 | | | | 欧洲 | | | | 亚洲及新兴市场 | | | |
|----------|----------|-----------|----------|------|-----------|-------|------|------|------------|-----------|-------|------|
| 私募股权 | 直接投资 | 二级市场 | 一级市场 | | 直接投资 | 二级市场 | 一级市场 | | 直接投资 | 二级市场 | 一级市场 | |
| 成长型股权投资 | 直接投资 | 二级市场 | 一级市场 | | 直接投资 | 二级市场 | 一级市场 | | 直接投资 | 二级市场 | 一级市场 | |
| 私募债券 | 直接投资 | 直接投资及二级市场 | | 一级市场 | 直接投资及二级市场 | | 二级市场 | 一级市场 | 直接投资 | 直接投资及二级市场 | | 一级市场 |
| 上市基础设施基金 | 棕地投资 | 绿地投资 | 直接投资 | 二级市场 | 棕地投资 | 绿地投资 | 直接投资 | 二级市场 | 棕地投资 | 绿地投资 | 直接投资 | 二级市场 |
| 私募不动产 | 增值性投资 | 机会性投资 | 直接投资 | 二级市场 | 增值性投资 | 机会性投资 | 直接投资 | 二级市场 | 增值性投资 | 机会性投资 | 直接投资 | 二级市场 |
| 上市策略 | 上市私募股权基金 | | 上市基础设施基金 | | 大宗商品 | | 固定收益 | | 与保险挂钩的有价证券 | | 机会性投资 | |

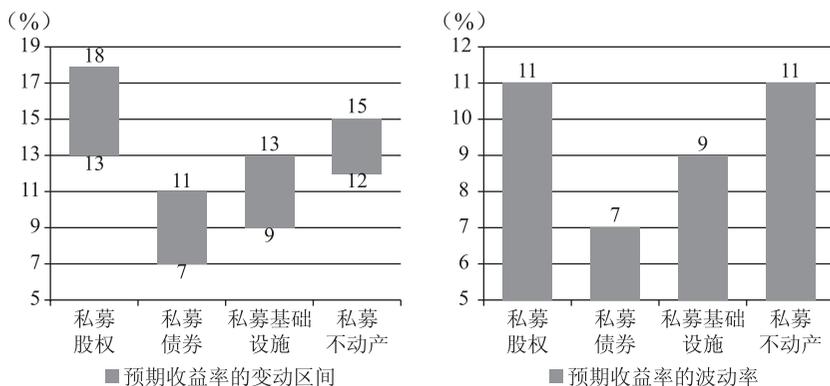
合众集团的相对价值矩阵——2012年上半年

附录4.10



合众集团提议的持股结构和服务

附录4.11



私募市场的预期收益率和波动性 (按行业板块划分)

第二部分

风险投资

风险投资者必须善于为公司提供建议、说服、劝阻和鼓励，但最关键的是帮助企业创造价值。而后，才能让风险投资成为真正有创造性的资本——为公司创造增长，为投资机构创造利润。

——乔治·多里奥特（George F. Doriot），INSEAD 的创始人，全球第一家风险投资公司（ARD）的设计者及创始人，被称为“风险投资之父”



案例

5

苏拉葡萄园

印度的葡萄酒——那怎么可能呢！

一、概述

在这个案例中，我们将讨论在新兴市场环境下对初创企业进行的种子投资。在不到 4 年的时间里，苏拉葡萄园（Sula Vineyards）的创始人拉吉夫·萨曼特（Rajeev Samant）即在印度葡萄酒市场上取得了 19% 的市场份额。现在，为了拓展市场并进一步提高产量，他已开始寻找外部投资者加盟。他找到了在 2004 年创建印度宝石投资咨询公司（Gem India Advisors）的迪帕克·沙阿达普里（Deepak Shahdadpuri），其只投资于刚刚创建的印度创业企业。本案例介绍了对应于这类投资的机会、风险及各种假设，并要求读者掌握初创企业的估值。

二、案例研究的目标

在这个案例中，我们将以苏拉葡萄园为例，循序渐进地讲解印度风险投资的估值和交易架构问题。使用贴现现金流（DCF）和可比资产估值法能否计算出风险投资的公允价格？哪种交易架构有助于保护投资者免受这种交易的内在风险？通过本案例，我们将详细探讨风险投资者需要在投资之前解决的关键问题，并对投资后推动被投资企业成长的措施展开探索。

三、本案例需要解决的主要问题

1. 对于沙阿达普里来说，宝石咨询投资于苏拉葡萄园最关键的风险是什么？请提出降低各种风险的措施。
2. 使用可比公司法及 DCF 估值法，确定宝石咨询应如何计算苏拉葡萄园在 2005 年 1 月 1 日的企业价值。在进行估值时，在增长、资本支出等方面的主要假设群体是什么？
3. 宝石咨询应在苏拉葡萄园谋求多大的股权比例，以及按怎样的估值进行投资？为什么？
4. 宝石咨询应如何构建股东协议以规避估值下降的风险？
5. 宝石咨询应在投资后的苏拉葡萄园中扮演怎样的角色？你认为宝石咨询应如何扩大业务规模？目前限制苏拉葡萄园增长的主要因素是什么？

四、补充资料

为充分利用本案例，建议读者通过如下资料了解本案例的过程及背景信息。

- 重点推荐读者阅读《精通私募股权》中的如下章节。
 - 第一章：私募股权基金的基本概念
 - 第二章：风险投资
 - 第七章：目标公司的估值
 - 第九章：交易架构
- 可以参考如下网站获得更多资料：www.masteringprivateequity.com

五、案例简介

本案例由 INSEAD 阿布扎比案例开发中心助理研究员德鲁夫·纳里恩（Dhruv Narain）和罗梅恩·卡帕迪亚（Romain Kapadia）及案例作家利兹·斯科特（Liz Scott）撰写。案例的编写是在 INSEAD “决策科学”及“创业与家族企业”课程资深特邀教授克劳迪娅·纪斯伯格的指导下完成的。本案例旨在为课堂讨

论提供基础材料，无意对案例所涉及的处理方式是否有效做出判断。本案例的研究经费来自阿布扎比教育委员会提供的财政捐赠，在此，对他们的支持表示衷心的感谢。

有关 INSEAD 案例研究的更多材料（如视频材料、电子表格及相关链接等）可登录官网 cases.insead.edu 查询。

Copyright © 2010 INSEAD

2005 年 1 月，印度宝石投资顾问公司董事总经理迪帕克·沙阿达普里缓缓晃动着手中的一杯“西拉子”红酒，他想让自己的脑子静下来几分钟。他正在回想在法国枫丹白露度过的一年，他在那里攻读 INSEAD 工商管理硕士学位的时候，就已开始深入研究各种复杂的葡萄酒知识了。他有时候会想，这些知识能不能变成一笔比当时学费更值钱的投资，每想起这件事他都会觉得好笑。在提起笔签署股东最新一笔投资的股东协议时，他的思绪又回到了 6 年前，1998 年 12 月，他第一次见到苏拉葡萄酒首席执行官拉吉夫·萨曼特。在果阿度假时，沙阿达普里和萨曼特通过各自朋友初次相识，在随后的 6 年时间里，沙阿达普里和萨曼特逐渐结下了深厚友谊，正如萨曼特所说的那样，因为他们对“好生活”有着共同的认识和憧憬。此后，他们通过定期休假不断加深了了解，而沙阿达普里也成了萨曼特非正式的咨询师。

在 2000 年进入印度市场时，苏拉葡萄园的最初种植面积仅有 30 英亩，而在四年半之后，他们就已成为印度的第二大葡萄酒生产商、经销商和零售商。苏拉的品牌明显不同于国内的其他葡萄种植企业，他们将第一款具有印度口味和本土化生产的葡萄酒作为营销宣传的主打，号称它是体现印度制造自豪感的载体，并满怀信心地自称在质量上绝不逊色于加州、澳大利亚和欧洲的葡萄酒品牌。

随着苏拉葡萄酒的发展，沙阿达普里的兴趣和参与度也在与日俱增。然而，尽管该品牌的确取得了良好的市场业绩，而且又适逢有利的经济环境，但沙阿达普里依旧有自己的顾虑。由于印度的葡萄酒和烈酒行业缺乏权威性市场数据和历史交易记录，因此，沙阿达普里最担心的就是能否对苏拉葡萄酒做出合理的估值。此外，他担心印度在葡萄酒酿制和酒类产品分销配送等方面的法律还存在很大的不确定性，因为在印度，22 个邦均单独制定适用于本地区的法规。同样地，他感到无法确定的还有在非常少的信息基础上得出的增长假设，以及来自印度最大烈酒制造商形成的潜在竞争压力，包括联合酿酒公司，这些公司在开发新产品和新市场方面已经得到了业内公认。此外，尽管进口关税大幅削减了进口葡萄酒以往所具有的竞争力，但这种状况还能维持多久呢？当然，沙阿达普里最关心的还是他与萨曼特的友谊。他很清楚，商业关系带来的压力很可能会摧毁他们长期以来的友谊。

在他的头脑中，经常回想起一句古语——“生意和友谊不能混到一起”。

苏拉葡萄酒

苏拉是印度最主要的酿酒企业之一，其首席执行官在创建苏拉葡萄园的过程中并没有循常规之道；可以说，萨曼特的初衷并不是做葡萄园，而是在追寻其他诸多创业思路的过程中，最后将落脚点落在了葡萄酒制造行业上。20世纪90年代初，萨曼特离开印度，来到斯坦福大学攻读经济学学士学位，但他在最后却拿到了工业工程学士学位，毕业后，萨曼特被旧金山的甲骨文公司录用。在这里，萨曼特很快就成为公司最年轻的财务经理之一。然而，考虑到专业志向以及家族的核心都在印度，于是，在甲骨文任职两年后，萨曼特回到了孟买。

在回国1年多之后，萨曼特决定探访家族在纳什克的庄园。纳什克位于孟买以北，距离孟买约2个小时的车程。庄园就在印度西部山脉的山脚下，风景如画的背景促使萨曼特说服家人不要出售这30英亩土地，他觉得可以利用这块土地种植芒果。但是，在准备实施这个想法的过程中，萨曼特开始越来越担心芒果业务的持久性：当地已经有很多芒果种植园，竞争非常激烈，而且零售市场极其分散。最后，他认为芒果出口市场的利润水平很难让企业长久生存下去。相反，他更清楚酿酒行业的盈利性。在斯坦福大学学习期间，他就曾发现，加州葡萄酒种植区和纳希克地区在气候与植被上有着不可思议的相似之处。于是，萨曼特最终将精力集中到利用这块土地种植葡萄的创意上。

随后获取的大量气候数据，再加上与他未来生意合作伙伴、加州索诺玛河谷顶级酿酒大师凯里·邓普西（Kerry Dempskey）的邂逅，最终促使萨曼特在1998年创建了苏拉葡萄园。随后，两人又在2002年成立了纳希克酿酒有限公司（NVL），以利用当地优惠的政府政策以及苏拉葡萄酒需求的不断增长。最初，萨曼特以种子资本形式筹集了3000万卢比，他用这笔钱在家族的庄园建成了一个当时最先进的酒庄，于是，在尚未出现国内市场和竞争的情况下，苏拉葡萄酒正式进军印度的葡萄酒市场。除此之外，由于高关税的存在，进口葡萄酒供给已非常有限，高昂的价格让葡萄酒难以为大多数印度人所了解。因此，消费者对葡萄酒产品的兴趣和了解均处于较低水平。

自创建以来，苏拉葡萄园的产品组合不断发展壮大，在纳什克葡萄园推出苏拉“马德拉”（Madera）等品牌的国产葡萄酒。（表5.1为“苏拉”品牌的系列产品，以及在2005年1月1日的定价）。此外，公司还从世界各地进口知名品牌的葡萄酒并在国内进行分销，不仅直接进口法国“泰亭哲香槟”（Taittinger Champagne）、澳大利亚“BRL哈迪”（BRL

Hardy) 以及葡萄牙“泰勒波特”(Taylor's Port) 等国际品牌, 同时还进口散装葡萄酒, 瓶装后使用“苏拉”品牌在印度销售。苏拉大量进口散装的智利“梅洛”(Merlot), 而后使用自有的“Satori Merlot”品牌进行销售, 凭借这款葡萄酒, 苏拉在印度最大的城市孟买奠定了自己在红酒市场上的领导地位^①。截至 2005 年, 苏拉在印度葡萄酒市场(不考虑原产地) 中的占有率已达到 19%; 自 2000 年以来, 公司的年产量已经翻番, 但市场需求的增长速度仍超过供给增长速度。

苏拉成功地说服国家和联邦政府, 让他们接受发展葡萄酒产区给印度带来的经济效益。为此, 多个邦的政府采取措施扶植葡萄酒行业发展, 其中, 马哈拉施特拉邦政府宣布, 将葡萄酒重新划归农产品, 从而削减了针对葡萄酒征收的消费税和减税。其他邦监管机构同样采用了令人鼓舞的政策; 针对葡萄酒零售(通过杂货店) 的规定也开始出现松动, 预期未来将进一步放宽。

迄今为止, 公司已向原创始人和天使投资者筹集到 130 万美元。自设立纳希克酿酒有限公司以来, 公司收入已从 2002 年 3 月 31 日财务年度的 62 万美元, 增至截至 2004 年 3 月 31 日财务年度的 250 万美元。公司预计, 2005 年的年收入为 430 万美元, EBITDA 将达到 89 万美元。目前, 苏拉正在向外部投资者寻求融资, 以增加公司的产能和分销能力, 加强市场营销, 强化管理团队, 并通过引进新产品来满足市场的增长预期。

印度宝石投资咨询公司

印度宝石投资咨询公司是一家专门投资于印度新兴消费行业的印度私募股权基金, 由沙阿达普里发起并领导。作为私募股权业内的资深人士, 沙阿达普里在私募股权和战略咨询管理方面拥有超过 16 年的实战经验。尽管在过去 4 年里专做技术板块, 但多次造访印度的经验告诉他, 印度的消费市场隐藏着巨大的投资机会, 只是在当时还尚未被大多数基金关注。为发掘值得利用的机会, 2004 年, 沙阿达普里与纽约宝石投资咨询公司合作, 在印度创建了分公司, 并确立了投资印度消费者相关行业的基本目标。在接触苏拉之前, 沙阿达普里也曾考虑投资其他几家初创公司。不过, 按照沙阿达普里自己的说法, 促使他做出选择苏拉的决定性因素, 就是因为与萨曼特的交往让他感到轻松惬意, 当然, 还有他们之间的相互信任和尊重。但不管怎样, 作为私募股权基金的管理者, 沙阿达普里的未来声誉将很大程度上取决于宝石咨询在印度的这笔投资能否首战告捷。

^① Satori Merlot 后来由苏拉本地企业生产, 而不再依赖进口。

印度的葡萄酒行业

如果按数量衡量，印度是世界上最大的烈性酒消费国，也是排在中国之后的第二大酒精饮料消费国，但葡萄酒的消费量却非常有限，2004年，印度的葡萄酒销售量还不到全部含酒精饮料的0.2%。按人均水平计算，印度的葡萄酒消费量平均每年仅为0.1升，而全球的年人均消费水平则是6升。

据宝石咨询的估计，按消费量计算，2004年，印度葡萄酒市场每年的规模接近270万升（见附录5.2）。预计在未来3年内将达到500万升以上，到2014年，印度的葡萄酒市场规模将增长10倍，超过2000万升。从2000年到2004年，国产葡萄酒将逐步替代进口葡萄酒，在此期间，国内品牌在全部市场消费量中的比例将从44%升至69%。但是和烈性酒、白兰地以及朗姆酒等产品相比，葡萄酒的消费量仍相对较低，其中，烈性酒每年的消费量估计超过5亿升。但随着葡萄酒的普及，烈性酒占据的部分市场份额会逐步转向葡萄酒。

20世纪90年代后期，也就是苏拉酒业的发展时期，印度几乎还不存在国内的葡萄酒产业。而对进口葡萄酒征收的高关税则使进口葡萄酒始终保持高价位，因而也限制了大多数民众对葡萄酒的消费。与此同时，国内生产的匮乏，再加上发展葡萄酒创业所需要的专业知识，也阻碍了国内葡萄园的发展。此外，文化要素也限制了需求。在经过几个世纪英国殖民统治之后，酒精饮料的市场也深受英国社会的影响，使威士忌酒、啤酒、朗姆酒和杜松子酒消费量远远超过对欧洲大陆及东欧出产酒品类型（如葡萄酒和伏特加酒）的需求。同样地，和女性相比，印度的饮酒文化在男性之间更为盛行，而葡萄酒则被很多人视为属于“女性”的饮料。因此，无论是国内自产的葡萄酒，还是进口的葡萄酒，数量都极为有限。

在国内市场上，苏拉酒业最初的竞争来自两家种植商：印帝香槟（Champagne Indage）和格罗弗葡萄园（Grover Vineyards）。印帝香槟是印度最早的葡萄酒生产商，市场占有率达到60%，被业界誉为印度葡萄酒行业的鼻祖。该公司的产品包括3个大类：白葡萄酒、红酒和起泡葡萄酒，并以多个品牌推出25种产品。仅其主打品牌——Riviera，就占据了印度葡萄酒市场15%的消费量和12%的总销售额。印帝香槟本身就拥有200英亩的葡萄园种植面积，又通过协议方式租用了750英亩，此外，公司还计划在不久的将来再增加1000英亩的种植面积。这家公司制定了一种独特的策略，即通过印帝酒店集团拥有的餐厅和酒吧进行自销，印帝酒店集团在印度各大主要都市拥有大量的高档物业。虽然是上市公司，但公司60%的股权仍是由创业家族控制。截至2004年3月31日的财务年度，印帝集团披露的公司销售收入为2.45亿卢比（约合590万美元），EBITDA为5900万卢比（约合140万美元），净利润为3400万卢比（约合80万美元）。

苏拉的另一个竞争对手格罗弗葡萄园成立于1988年，位于班加罗尔郊区的南迪山脚下，公司的创始人是坎瓦尔·格罗弗（Kanwal Grover）和卡比尔·格罗弗（Kapil Grover），兄弟两人将振兴印度葡萄酒产业视为己任。截至2005年，格罗弗葡萄园拥有已超过200英亩的种植面积，而且仅使用从法国酿造用葡萄中精挑细选出的35个品种。此外，格罗弗葡萄园以其特色品牌销售若干种葡萄酒，而且不采用任何进口产品。

几个方面的因素促成了印度葡萄酒产业在新世纪初的增长，当然，最重要的当属有利的政策环境和印度人口消费方式的变化。各邦均制定了有利于印度本土葡萄酒制造商的政策。比如说，在印度最大城市孟买所在的马哈拉施特拉邦，当地政府对葡萄酒制造实行减税政策，销售税税率从20%大幅降至4%。紧邻新德里的拉贾斯坦邦也放松了对葡萄酒分销的监管，成为采取此项措施最大的邦。此外，印度还颁布一项新法令，对于2001年之后由新建葡萄酒厂生产的葡萄酒，免征全部消费税。

除放松管制之外，消费者对葡萄酒的态度和行为方式也发生了变化，这些变化给印度的葡萄酒市场带来了重大影响。随着经济形势的不断好转，以及媒体对崇尚西方文化、拥有全球化的年青一代人的关注，酒类消费（包括葡萄酒）也日趋成为新型大都会生活方式中的一个要素。在印度，很多青年人都在向往好莱坞电影和媒体中描绘的生活方式。

基于这些因素，自20世纪90年代以来，印度葡萄酒行业实现了22%的年均增长率，而此后10年的预期年均复合增长率（CAGR）将达到25%。但由于印度本土的葡萄酒制造商数量有限，而且在国外市场的认知度不高，因此，出口市场始终维持较低水平，但有望在未来若干年有所增长。

全球葡萄酒产业

到2005年，全球葡萄酒行业的销售总额预计为870亿美元，年均增长率为5%。^①按产量计算，美国是新兴葡萄酒生产国中的领军人；而在新兴葡萄园的规模上，美国与中国并驾齐驱。^②

根据相关报道，澳大利亚在全球新兴葡萄酒出口国中名列第一；按出口数量估计，到2003年，除欧盟内部贸易以外，澳大利亚已成为世界第一大葡萄酒出口国。智利、美国、南非和新西兰同样是全球新兴葡萄酒生产大国中的佼佼者，而且他们的出口均呈快速增长

① GIA，《投资备忘录》2005年4月。

② 国际经济研究中心（CIES）和荷兰银行（ABN AMRO）针对全国性机构进行的估计。

趋势。^①

按公升数衡量，全球最大的葡萄酒生产国依次为法国、意大利、西班牙、美国和阿根廷，而最大的葡萄酒消费国则分别是法国、意大利、美国、德国和西班牙（见附录 5.3）^②。尽管全球葡萄酒产业持续增长，但老牌葡萄酒生产国的增长速度已逊色于新兴生产国及新兴市场。不过，在老牌的葡萄酒市场上，消费者对高档葡萄酒产品的需求持续增长，尽管消费量趋稳甚至下降，但整体销售额依旧增长。

在过去 10 年中，中国已成为葡萄酒总消费量增长最快的市场，而且必须看到的是，中国葡萄酒市场的起点非常低。而更有趣的是，在中国，葡萄酒消费量的增长速度远远超过其他酒精饮料。造成这种差异的部分原因在于消费者对葡萄酒相比其他酒精饮料的消费承受力高。影响中国葡萄酒消费的其他因素同样适用于印度市场，比如西方饮食习惯及人均收入上涨带来的影响。^③截至 2005 年，中国的葡萄酒产量已位居全球第 11 位。因此，很多业内人士认为，中国将成为全球葡萄酒市场和消费最大的地区之一。

作为葡萄酒的生产地，印度当前的增长很接近于 20 世纪 60 年代末和 70 年代初的新西兰——当时，新西兰在法律、政治和社会等领域发生的变化，刺激了国内葡萄酒行业的发展。20 世纪 60 年代末，新西兰取消了“六点钟禁令”——酒吧必须在傍晚 5 时停业，且在星期日不得营业。同期的立法改革还涉及允许“自带饮品”进入餐馆，也就是说，顾客在外用餐时，可以自带酒品。这两个方面的变化，改变了新西兰人对饮酒的态度，尤其是对葡萄酒的消费产生了深远影响。此外，当时有很多新西兰人开始到欧洲旅行、生活和工作，因而深受欧洲饮酒文化的影响。

1973 年，英国加入欧洲经济共同体，结束了英国和新西兰之间在肉类及乳制品方面的长期贸易伙伴关系。失去了最大的肉制品和乳制品贸易伙伴，使新西兰政府不得不重新考虑农业政策，并将发展重点转移到葡萄种植等替代产业，从而极大地刺激了新西兰葡萄园和葡萄酒生产的增长。从 1995 年到 2004 年，新西兰的葡萄酒年产量从 5 640 万升增至 1.192 亿升，而同期的葡萄种植面积也从 6 110 公顷增至 18 112 公顷。与此同时，新西兰的葡萄酒出口业务蓬勃发展，其“长相思”葡萄酒被很多业内专家公认为世界上最好的葡萄酒。但是和印度相比，新西兰人口稀少也大大限制了葡萄酒的国内消费量，使大部分产量均面

① Wittwer, G. & Rothfield, J. “Projecting the world wine market from 2003 to 2010”, Centre of Policy Studies, Monash University, Australia; *Australasian Agribusiness Review* – Vol.13 – 2005, Paper 21, ISSN 1442-6951.

② “Global Wine Production, Consumption and Trade, 1961 to 2001, A Statistical Compendium”, CIES, University of Adelaide, Australia.

③ <http://www.wines-info.com/Newshtml/200907/2282009072811164753.html>.

向出口市场。

对中国、新西兰和印度的葡萄酒行业进行比较，可以发现很多共同的规律，即人们对消费葡萄酒在态度上的转变，受西方生活方式的影响，人均国内生产总值上涨与葡萄酒消费量增加之间的相关性，以及政府政策的调整，成为促进葡萄酒行业发展的主要因素。

估值

沙阿达普里面对的真正挑战之一仍然是公司本身的估值。虽然可比交易法往往是风险投资的最佳估值法，但是在印度，能作为可比公司的信息非常有限。因此，仅凭借建立在一般性人口数据和趋势基础上的增长假设，难免会让沙阿达普里对需求问题及生产和配送给估值带来的风险感到担心。

最重要的风险当属经营风险——比如说，葡萄酒酿造专家及股权合作伙伴凯里·邓普西和萨曼特出现分歧，甚至解除合作、葡萄园的虫害侵扰、桶装过程中的问题、投入成本的上升、品牌形象或质量下降导致消费者需求减少、出现更强大的竞争品牌等。此外，随着本地市场的扩大，国内厂商必然会面对进口葡萄酒的潜在竞争，与此同时，消费者口味需求的多样化，印度葡萄酒市场扩大所形成的巨大诱惑力，都会引来国外葡萄酒出口商的竞争。此外，政府也有可能降低对进口葡萄酒征收的关税。

为此，沙阿达普里对投资团队提出要求：对于苏拉在未来市场增长率上的预测及其维持或扩大市场份额的能力，必须对相关假设进行深入研究。如果市场在过去 10 年内实现的年均复合增长率为 22%，那么，是否可以将这作为预测未来增长的合理基础，如果是的话，苏拉会拥有多大的市场份额？而后，他的第一项任务就是使用历史财务数据和市场数据建立“基础情境”，并在此基础上，对投资之前的企业价值做出评估：

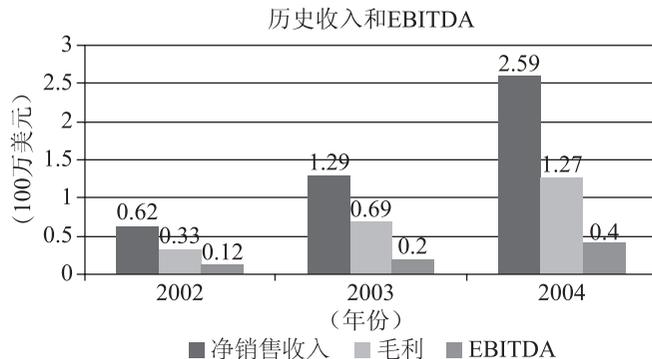


图 5.1 苏拉葡萄酒

即使有增长率和成本假设的支持，但另外几个严重问题依旧困扰着宝石咨询的团队：

- 他们应在什么时期对资产进行摊销？
- 他们应使用多大的贴现率？
- 业务的终值是多少？

此外，沙阿达普里及其团队还要考察他们应占有多大比例的股权，应在谈判中争取什么样的股权和投票权，以及应取得哪些保证，如何实施对公司的控制。在编制分析报告时，沙阿达普里的团队还需要了解未来投资可能采取的退出策略。

达成投资

尽管存在很多需要关注的因素，但沙阿达普里确实希望实现对苏拉的投资。而完成投资的关键就在于能否正确地分析和确定投资价值，识别交易中的主要风险点，并采取有效措施减轻这些风险。沙阿达普里提起笔在股东协议上签下了自己的名字，这意味着宝石咨询已确定对苏拉进行投资，随后，他又酌了一口杯中的西拉子红酒，暗暗地对自己说：“生活总是有风险的，而且没有风险的生活肯定是非常无聊的。”

附录5.1

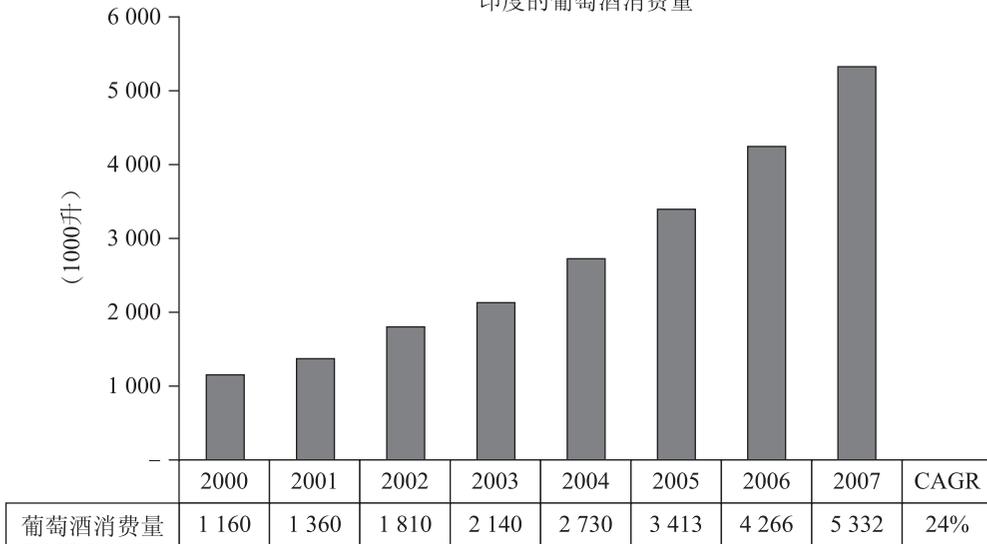
产品定位，2005年1月1日

| 产品定位 | 低档 (<150卢比) (<3.30美元) | 中档 (150 ~ 250 卢比) (3.30 ~ 5.60 美元) | 高档 (250 ~ 350 卢比) (5.60 ~ 8.00 美元) | 高级 (350 ~ 500 卢比) (8.00 ~ 12.00 美元) | 高级 (> 500 卢比) (>12.00 美元) |
|--------|---------------------------------|--|--|---|---------------------------------------|
| 红酒 | | “马德拉”红葡萄酒 (180 卢比) (4.00 美元) | Satori Merlot (350 卢比) (8.00 美元) | 苏拉“赤霞珠西拉子”(395 卢比) (9.00 美元) | 苏拉“Dindori 西拉子”珍藏 (550 卢比) (13.00 美元) |
| 白葡萄酒 | | “马德拉”白葡萄酒 (180 卢比) (4.00 美元) | 苏拉“白诗南” (350 卢比) (8.00 美元) 太平洋“霞多丽” (350 卢比) (8.00 美元) | 苏拉“白诗南” (350 卢比) (8.00 美元) | |
| 玫瑰红葡萄酒 | | “马德拉”玫瑰酒 (180 卢比) (4.00 美元) | 苏拉“桃红粉黛”(350 卢比) (8.00 美元) | | |
| 起泡葡萄酒 | | | 苏拉干型起泡酒 (340 卢比) (7.75 美元) | 苏拉“起泡酒” (475 卢比) | |
| 强化葡萄酒 | | | | | 苏拉“晚熟白诗南” (550 卢比) (13.00 美元) |

资料来源：苏拉酒业。

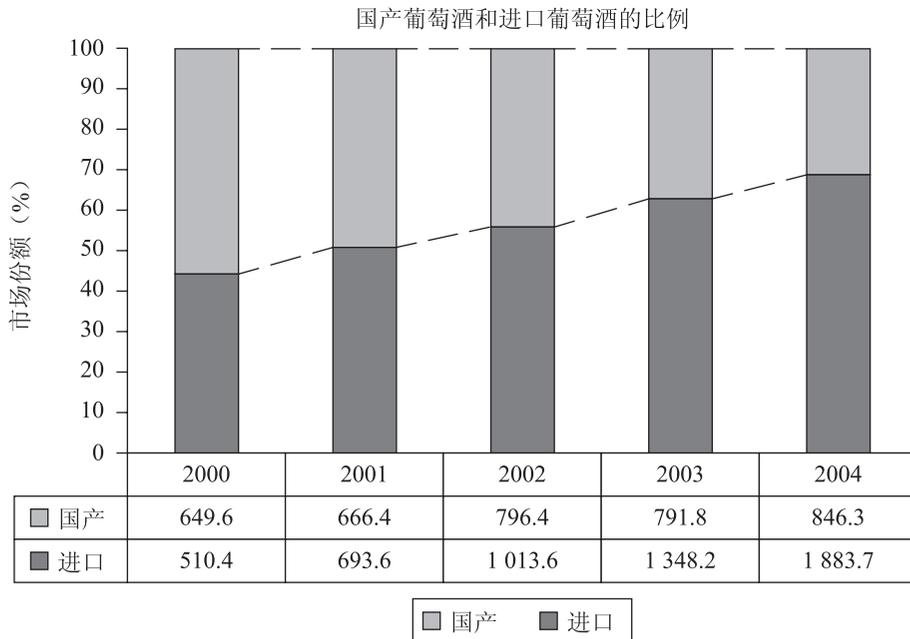
附录5.2

印度的葡萄酒消费量



复合年平均增长率(%)

从2000年到2004年，国产葡萄酒的市场份额从44%升至69%。

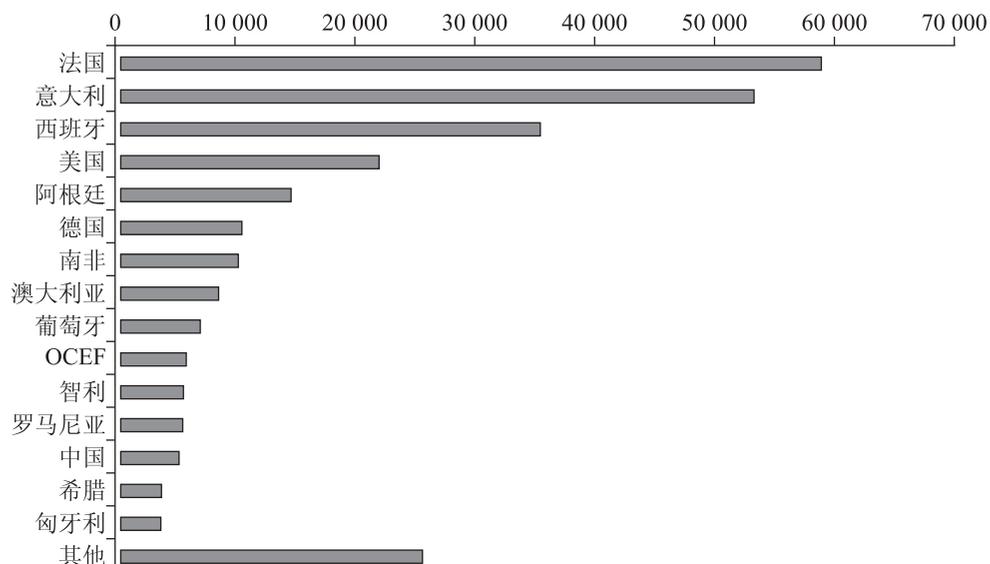


印度的葡萄酒市场

资料来源：宝石印度咨询公司。

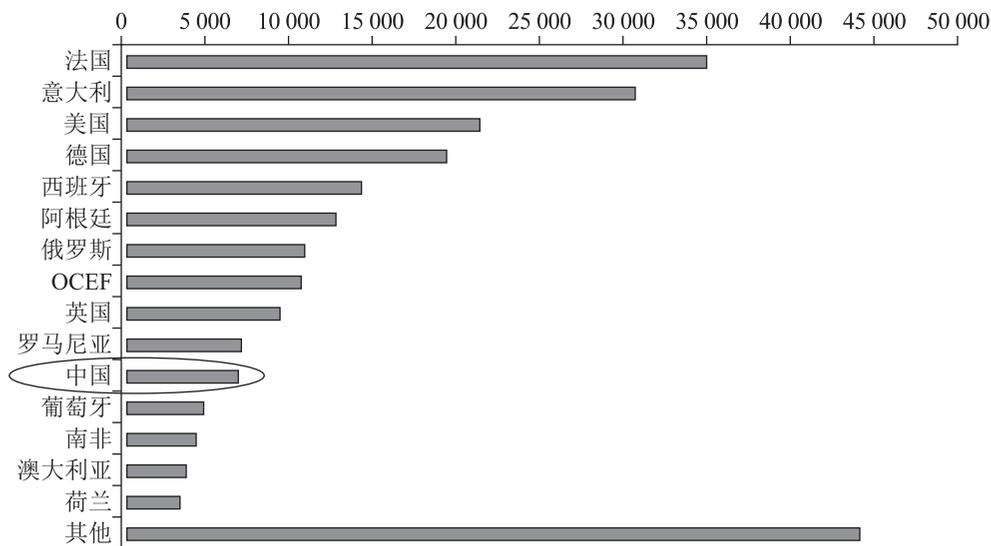
附录5.3

葡萄酒的产量/1 000升



资料来源：《1961—2001年统计纲要：全球葡萄酒生产》（*Global Wine Production, Consumption and Trade, 1961 to 2001 A Statistical Compendium*），阿德莱德大学国际经济研究中心（CIES）。

葡萄酒的消费量（1 000升）



全球葡萄酒产业

资料来源：《1961—2001年统计纲要：全球葡萄酒生产》（*Global Wine Production, Consumption and Trade, 1961 to 2001 A Statistical Compendium*），阿德莱德大学国际经济研究中心（CIES）。

附录5.4

行业比较

| | 股票代码 | 财务年度截止月份 | ML Rtg | 币种 | 本地价格 (美元) | 本地市值 (100万 美元) | 市值—以美元表示的市值 (100万 美元) | EPS (美元) | | | PVE | | | EPS增长率 (%) | | | 5年期 EPS 增长率 (%) | 05*EW EBITDA | 05*CP MGN (%) |
|------------------------|-------|----------|--------|------|-----------|----------------|-----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|------|------------|------|-------|-----------------|--------------|---------------|
| | | | | | | | | 2004 | 2005 | 2006 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | | |
| 百威英博 (ANHEUSER-BSCH) | BLD | 12月 | A-2-7 | | 48.55 | 39 354.6 | 39 155 | 2.56 | 2.35 | 2.95 | 17.7 | 16.5 | 4 | 7 | 7 | 10 | 1.8 | 11.3 | 21.80 |
| 百富门酒业 (BROWN FRMAN) | BFB | 4月 | NR | | 50.56 | 6 158.2 | 6 158 | 2.19 | 2.44 | 2.68 | 20.7 | 18.9 | 20 | 11 | 10 | 10 | 2.1 | 不适用 | 17.20 |
| 群星酒业 (CONSTELLATION) | STZ | 2月 | B-2-9 | | 53.64 | 6 233.0 | 6 233 | 2.65 | 3.21 | 3.7 | 16.7 | 14.5 | 6 | 21 | 15 | 15 | 1.1 | 10.3 | 13.40 |
| 威科尔 (VINCOR) | YVN | 3月 | C-2-9 | 加拿大元 | 32.69 | 1 091.5 | 874 | 1.43 | 2.25 | 不适用 | 14.5 | NA | -13 | 57 | NA | 11 | 1.3 | 10 | 15.30 |
| 平均值 | | | | | | | 52 620 | | | | 17.4 | 16.6 | -1 | 24 | 11 | 11.5 | 1.6 | 10.5 | 17.70 |
| 欧洲—葡萄酒和烈酒 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 联合多美集团 (ALLIED DOMECO) | ALDQF | 8月 | B-2-7 | 英镑 | 515 | 5 541.40 | 962 | 35.54 | 36.35 | 40.37 | 14.00 | 12.80 | 0.06 | 4 | 0.10 | 10.30 | 1.40 | 10.40 | 23.30 |
| 迪亚哥 (DIAGO) | DGEAF | 6月 | A-3-7 | 英镑 | 738 | 21 984.40 | 3 778 | 48.19 | 46.58 | 49.77 | 15.8 | 14.8 | 1 | -3 | 7 | 6.2 | 2.5 | 11.2 | 23.30 |
| 路易威登集团 (LVMH) | LVMHF | 12月 | B-1-7 | 欧元 | 55 | 26 948.60 | 4 631 | 2.8 | 3.08 | 3.13 | 17.8 | 16 | 8 | 10 | 11 | 0.6 | 1 | 10.2 | 19.50 |
| 保乐力加集团 (PERNOD RICARD) | PDRDF | 12月 | A-3-7 | 欧元 | 107.6 | 7 584.10 | 1 303 | 6.62 | 7.08 | 7.79 | 15.2 | 14 | 6 | 7 | 9 | 8 | 1.9 | 10.7 | 21.30 |
| 皇家人头马控股集团 (REMY CONTR) | REMYF | 3月 | B-3-7 | 欧元 | 31.68 | 1 402.50 | 241 | 1.66 | 1.61 | 1.69 | 10.7 | 18.7 | 0.24 | -1 | 6 | 8.1 | 2.4 | 12.8 | 17.00 |
| 平均 | | | | | | | 10 906 | | | | 16.5 | 15.3 | -1 | 3 | 8 | 8.5 | 2 | 11.1 | 21.10 |
| 欧洲 / 拉丁美洲—啤酒 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 嘉士伯 (CARLSBERG) | CABJF | 12月 | B-2-7 | 丹麦克朗 | 283.5 | 21 624.80 | 3 716 | 15.8 | 21.15 | 25.94 | 13.4 | 10.9 | -34 | 33 | 23 | 9.7 | 1.4 | 7.7 | 7.20 |

续表

| | 股票代码 | 财务年度截止月份 | ML Rtg | 币种 | 本地价格(美元) | 本地市值(100万美元) | 市值一以美元表示的市值(100万美元) | EPS (美元) | | | PVE | EPS增长率 (%) | | 5年期EPS增长率 (%) | 5年期PEG | 05*EW EBITDA | 05*CP MGN (%) | | |
|------------------------|-------|----------|--------|-----|----------|--------------|---------------------|----------|------|-------|------|------------|------|---------------|--------|--------------|---------------|------|-------|
| | | | | | | | | 3.36 | 4.08 | 4.75 | | 13.8 | 11.8 | | | | | 27 | 22 |
| 墨西哥芬莎(FEMSA) | FMK | 12月 | C-2-7 | | 56.35 | 5 970.10 | 1 026 | 3.36 | 4.08 | 4.75 | 13.8 | 11.8 | 27 | 22 | 17 | 14.4 | 1 | 8.3 | 15.90 |
| 墨西哥莫德罗集团(GRUPO MODELO) | GPMCF | 12月 | C-1-7 | MDN | 30.74 | 99 959.10 | 127 643 | 1.72 | 1.92 | 2.05 | 16 | 14.9 | 15 | 12 | 7 | 9.2 | 1.7 | 7.3 | 29.40 |
| 喜力集团(HEINEKEN) | HINKF | 12月 | A-3-7 | 欧元 | 26.99 | 13 225.10 | 16 914 | 1.51 | 1.58 | 1.69 | 17.1 | 16 | -8 | 4 | 7 | 4.9 | 3.5 | 9.9 | 13.40 |
| 英博集团(INBEV) | IBRWF | 12月 | B-1-7 | 欧元 | 29 | 17 284.00 | 22 105 | 1.64 | 1.9 | 2.14 | 15.2 | 13.6 | 14 | 16 | 13 | 12.9 | 1.2 | 7.9 | 11.50 |
| 南非米勒(SABMILLER) | SBWRF | 3月 | B-2-7 | | 15.4 | 18 387.60 | 16 388 | 0.76 | 1.04 | 1.15 | 14.9 | 13.4 | 44 | 24 | 11 | 8 | 1.9 | 7.5 | 15.40 |
| 苏格兰SCTTISH & NWC | SNCNF | 12月 | A-2-8 | 英镑 | 455.5 | 4 074.40 | 7 570 | 29.31 | 32 | 34.54 | 14.2 | 13.2 | 0.25 | 9 | 8 | 7 | 2 | 11.6 | 19.90 |
| 平均 | | | | | | | 197 562 | | | | 15 | 13.4 | 5 | 19 | 12 | 9.4 | 1.8 | 8.3 | 14.90 |
| 澳大利亚—葡萄酒和啤酒 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 福斯特集团(FOSTER'S) | FBRWF | 6月 | A-2-7 | 澳元 | 5.45 | 10 864.10 | 8 343 | 0.26 | 0.29 | 0.32 | 19 | 17.1 | 0.13 | 10 | 11 | 10 | 1.9 | 11.2 | 21.40 |
| 南方葡萄酒业(SOUTHCORP) | STHIF | 6月 | -6 | 澳元 | 4.41 | 3 255.30 | 2 500 | 0.15 | 0.16 | 0.29 | 27.8 | 22.4 | 41 | 9 | 24 | 5 | 5.6 | 16.2 | 15.10 |
| 狮王酒业(LION NATHAN) | LNNTF | 9月 | B-2-7 | 澳元 | 7.54 | 4 129.70 | 3 171 | 0.42 | 0.46 | 0.59 | 16.2 | 15 | 8 | 11 | 9 | 8 | 2 | 10.1 | 22.30 |
| 平均 | | | | | | | 14 014 | | | | 21 | 18.2 | 12 | 10 | 14 | 7.7 | 3.2 | 12.5 | 19.60 |
| 亚洲—啤酒 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 青岛啤酒 | TSGTF | 12月 | C-3-7 | 人民币 | 8.45 | 8 957.00 | 1 148 | 0.22 | 0.26 | 0.23 | 33 | 30 | 9 | 14 | 16 | 15 | 2.2 | 8.2 | 6.70 |
| 朝日啤酒(ASAHI) | ASBRF | 12月 | B-2-7 | 日元 | 1 249 | 608 950 | 5 761 | 50.3 | 94.1 | 84.3 | 14.9 | 14 | 1 | 0.67 | 0 | 16 | 0.9 | 6.4 | 0.065 |

续表

| 股票代码 | 财务年度截止月份 | ML Rtg | 币种 | 本地价格 (美元) | 本地市值 (100万 美元) | 市值一以美元表示的市值 (100万 美元) | EPS (美元) | | PVE | | EPS增长率 (%) | | 5年期 EPS增长率 (%) | 5年期 PEG | 05*EW EBITDA | 05*CP MGN (%) |
|----------------------|----------|--------|----|-----------|----------------|-----------------------|----------|-------|------|------|------------|----|----------------|---------|--------------|---------------|
| | | | | | | | 44.4 | 45.2 | 22.6 | 22.3 | 33 | 2 | | | | |
| 麒麟啤酒 (KIRIN BREWERY) | 12月 | A-2-7 | 日元 | 1 022 | 993 129.50 | 9 395 | 44.4 | 45.2 | 22.6 | 22.3 | 33 | 2 | 8.1 | 2.8 | 6.5 | 6.50 |
| 札幌啤酒 (SAPPORO) | 12月 | B-2-7 | 日元 | 468 | 166 322.80 | 1 573 | 18.2 | 24.51 | 10 | 18.6 | 162 | 35 | 31.1 | 0.6 | 9.9 | 4.30 |
| 平均 | | | | | | 17 377 | | | 22.4 | 21.4 | 53 | 30 | 17.6 | 1.6 | 7.5 | 6.00 |
| 全球酒精饮料平均值 | | | | 1 192 | | 292 979 | | | 17.8 | 16.4 | 8 | 15 | 9.6 | 1.9 | 9.3 | |
| (标准普尔 500 指数) | | | | | | | 66.42 | 70.33 | 16.9 | 15.9 | 20 | 6 | 7 | | | |

注:

EPS: 每股收益

PVE:

PEG: 市盈率 - 盈利增长率比率 = PE/ 年盈利增长率

EW EBITDA: 按股权加权的 EBITDA

资料来源: 美林证券 BLD 的每股收益包括期权费用。对于在 2 月或 3 月财政年度终结的公司, 我们采用 2006 财年的营业利润率和 EBITDA 预测值进行估计。

附录5.5

可比交易

葡萄酒行业发生的主要收购事件

| 日期 | 收购方 | 被收购资产 | 所在国家 | EBITDA (倍数) |
|----------|----------------------|---------------------------|------|----------------|
| 1995年12月 | 福斯特集团 (Foster's) | 米达拉·布莱斯酒庄 (Mildara Blass) | 澳大利亚 | 11.8 |
| 1996年4月 | 福斯特集团 | 罗斯伯里酒庄 (Rothbury) | 澳大利亚 | 11 |
| 1996年4月 | 南方葡萄酒业 (Southcorp) | 冷溪酒庄 (Coldstream) | 澳大利亚 | 19.4 |
| 1997年4月 | 西米恩酒业 (Simeon) | 澳大利亚酒庄 (Australian Vntg) | 澳大利亚 | 20.1 |
| 2000年8月 | 威科尔 (Vincor) | 菲利普斯酒庄 (RH Phillips) | 美国 | 9 |
| 2000年8月 | 福斯特集团 | 贝灵哲酒庄 (Beringer Wine) | 美国 | 11.5 |
| 2001年1月 | 南方葡萄酒业 | 玫瑰山酒庄 (Rosemount) | 澳大利亚 | 13 |
| 2001年2月 | 狮王酒业 (Lion Nthn) | 蒙大拿酒业 (Montana Wines) | 新西兰 | 12 |
| 2001年8月 | 联合多美集团 (Allied Dorn) | 蒙大拿酒业 | 新西兰 | 12.4 |
| 2001年8月 | 威科尔 | 霍格酒庄 (Hogue Cellars) | 美国 | 6.5 |
| 2001年9月 | 联合多美集团 | 波迪盖酒庄 (Bodegay Bbds) | 西班牙 | 10 |
| 2001年9月 | 狮王酒业 | 班克西酒庄 (Banksia Wines) | 澳大利亚 | 12.4 |
| 2001年9月 | 威科尔 | 霍格酒庄 | 美国 | 11.5 |
| 2001年10月 | BRL 哈迪酒业 | 黑石酒庄 (BlackStone) | 美国 | 11.2 |
| 2001年10月 | 狮王酒业 | 葡萄之路酒庄 (Petaluma) | 澳大利亚 | 16.5 |
| 2002年2月 | 麦格根酒庄 (McGuigan) | 西米恩酒业 | 澳大利亚 | 8.3 |
| 2002年11月 | 威科尔 | 谷瑞酒庄 (Goundrey) | 澳大利亚 | 9.6 |
| 2003年3月 | 美国酒业集团 (Wine Grp) | 艾伦峡谷酒庄 (Glen Ellen) | 美国 | 4.2 |
| 2002年6月 | 赤颈鹤酒业 (Cranswick) | 埃文斯酒庄 (Evans&Tate) | 澳大利亚 | 8.8 |
| 2002年7月 | 西米恩酒业 | 麦格根酒庄 | 澳大利亚 | 8.3 |
| 2002年9月 | 狮王酒业 | 威瑟山酒庄 (Wither Hills) | 新西兰 | 10.4 |
| 2003年1月 | 群星酒业 (Const Brnd) | BRL 哈迪酒业 | 澳大利亚 | 12 |
| 2003年5月 | 威科尔 | 金凯福酒庄 (Kim Crawford) | 澳大利亚 | 6 |
| 2004年7月 | 威科尔 | 西部酒庄 (Western) | 澳大利亚 | 10.6 |
| 2004年7月 | 美国酒业集团 | 金州酒庄 (Golden State) | 美国 | NA |
| 2004年12月 | 群星酒业 | 蒙大维酒庄 (Robert Mondavi) | 美国 | 15 |
| 2004年12月 | 帝亚吉欧酒庄 (Diageo) | 卡蒙酒园 (Chalone Wine) | 美国 | 17.1 |
| 2004年12月 | 群星酒业 | 鲁芬诺酒庄 (Ruffino) | 意大利 | NA |
| 2005年1月 | 福斯特集团 | 南方葡萄酒业 (Southcorp) | 澳大利亚 | 15.4 |

续表

| 日期 | 收购方 | 被收购资产 | 所在国家 | EBITDA (倍数) |
|-------------|-----------------|---------------------------|------|----------------|
| 2005年1月 | 嘉露酒庄 (EJ Gallo) | 贝尔富特酒庄 (Barefoot Cellars) | 美国 | NA |
| EBITDA 平均倍数 | | | | 11.6 倍 |

注：NA 指无法取得数据。

资料来源：公司报告和美林证券。

附录5.6 报刊摘录

与国际品牌抗衡的印度陈年葡萄酒

作者：伊安·麦金农 (Ian MacKinnon)

《时代》杂志：英国伦敦，2003年9月8日

在决定加入印度少数几家葡萄酒制造商的行列时，拉吉夫·萨曼特就知道，他必须要面对一个从未想过的障碍：努力满足市场需求。

然而，萨曼特先生的苏拉葡萄园最近刚刚推出了主打产品——5年的“长相思”白葡萄酒，这款产品受到印度消费者的火爆追捧。一位著名葡萄酒评论家声称这款酒“花香干爽”，完全有能力和国际知名品牌抗衡。

葡萄酒在印度拥有悠久的历史，甚至在卡马经中就被提到过。尽管印度的佛教文化大多宣扬禁酒，但那些沉迷饮酒的人却大多更喜欢饮烈性酒，而且基本上都是威士忌。

36岁的萨曼特先生喜欢与众不同的做事风格。在斯坦福大学获得工程学学士学位后，他曾就职于旧金山的甲骨文公司。两年后，他离开了甲骨文公司。在思考下一步人生规划的时候，萨曼特来到位于纳什克的家族庄园，他发现，这里气候适宜、日照充足而且土壤灌溉良好，与加州葡萄园种植区的条件极为接近，于是，他决定利用自家庄园的土地种植葡萄，并酿造葡萄酒。

产量几乎每年翻一番，到12月份，苏拉葡萄酒的产量已达到50万瓶，但仍然无法满足需求。它的成功表明，印度人对饮酒的口味已发生了变化，尤其是在新兴的富裕中产阶级中。

葡萄酒的消费量每年增长20%。经常出国游历的年轻专业人士也带来了新的饮酒习惯，人们开始减少烈性酒的消费量。“孟买的酒品经销商说，在10年前，葡萄酒在他们的全部销售量中仅占一小部分，而现在已经高达10%”，萨曼特先生说。

不仅在印度国内，苏拉葡萄酒也赢得了外国买家的信任。去年，这家公司出口了7 000

箱葡萄酒，他们的产品在旧金山湾区的商店和餐馆里均有销售，甚至意大利最著名的一家葡萄酒经销商也开始进口苏拉葡萄酒。此外，今年还有来自法国的订单。

“现在是我们最开心的时候，因为公司已开始扭亏为盈”，萨姆坦先生说，“但是起步阶段总是艰难的。我所有的朋友都认为我太疯狂。他们认为这个生意不会长久。”

事实上，仅仅是为了酿酒厂的开业，萨曼特先生就花费了18个月的时间，取得100多个官方机构的签字。“我拿到的文件足足超过1英尺（1英尺=0.3048米）厚”，萨曼特说。

面对葡萄酒行业的大潮袭来，其他厂商也开始跃跃欲试。在过去的1年时间里，仅纳什克就开办了5家酒庄，官方人士称，还有40家在筹备中。而在10年前，这里还有14000英亩的土地因为找不到买家而荒芜。

由于原材料依赖进口，苏拉葡萄园的成本仍然很高。其中，使用的葡萄酒瓶从法国进口，酵母来自澳大利亚，而传统酿制法使用的丝网则来自西班牙。但葡萄是印度土生土长的，而且萨曼特先生坚信，只有葡萄才是保证竞争实力的关键。

案例

6

阿黛拉风险投资公司： 打造一家风险投资公司

一、概述

在本案例中，我们将审视阿黛拉风险投资公司（Adara Venture Partners）的合伙人必须在 2013 年 6 月做出一个关键决策。在募集第二只基金时，公司合伙人面对一家锚定投资者有可能退出的情况，原因是阿黛拉未能在月底截止日之前安排好首次交割所需要的资金。于是，公司合伙人开始评估由普通合伙人（GP）包销认缴金额缺口部分的可能性，而这就涉及风险资本基金管理的一系列核心问题：GP 的经济收益、筹资策略、投资者关系以及基金的投资策略。

二、案例研究的目标

本案件的总体目标，就是让参与者了解创建风险投资公司所面临的挑战。通过本案例讨论的特定决策——合伙人是否应认购公司发行的第二只基金，读者可以研究与风险投资公司管理相关的一系列问题。

三、本案例需要解决的主要问题

1. 在决定是否应在后续基金中包销较大份额时，GP 应考虑哪些因素？

2. 如采取包销的话，GP 应在首次交割中包销多大的基金份额？
3. 除在锚定投资者指定的截止日之前不能进行首次交割这一显见风险之外，GP 不包销资金缺口部分还会带来哪些影响？
如果他们决定认购基金份额，那么：
4. 在有限合伙人（LP）已承诺参与首次交割的情况下，GP 应如何考虑是否在基金中包销较大份额的决策？如 GP 在基金中包销较大份额，那么，你认为 LP 会做出怎样的反应？
5. 从金额和时间安排两方面，你会如何评估合伙人在首次交割后履行被包销基金份额的可能性？
6. 你建议 GP 应如何向潜在投资者进行推销自己包销的部分？是否应随着时间的推移而适当调整资金募集方法？
7. 在首次交割后与潜在 LP 进行沟通时，GP 应优先考虑（a）认缴包销份额，或是（b）扩大基金规模？
8. 是否会因 GP 包销基金股份而导致在基金的未来管理中出现利益冲突？合伙人怎样做才能减少这些风险？
9. 首次交割（包销或不包销）的结构会给实施投资策略带来哪些潜在影响？

四、补充资料

为充分利用本案例，建议读者通过如下资料了解本案例的过程及背景信息。

- 重点推荐读者阅读《精通私募股权》中的如下章节。
 - 第一章：私募股权基金的基本概念
 - 第二章：风险投资
 - 第十六章：创建基金
 - 第十七章：基金的筹集
- 可以参考该网站获得更多资料：www.masteringprivateequity.com

五、案例简介

本案例由 INSEAD “创业与家族企业” 课程助理教授维卡斯·艾格瓦尔 (Vikas Aggarwal) 教授及 INSEAD 创业中心助理研究员安妮·玛利亚·卡里克·凯格纳 (Anne-Marie Carrick-Cagna) 撰写。本案例旨在为课堂讨论提供基础材料，无意对案例所涉及的处理方式是否有效做出判断。

有关 INSEAD 案例研究的更多材料 (如视频材料、电子表格及相关链接等) 可登录官网 cases.insead.edu 查询。

Copyright © 2015 INSEAD

“经过一番跌宕起伏之后，我们面临着要么退出、要么加倍投注的选择，当然，我们必须做出艰苦的努力，承担巨大的风险……”

这是 2013 年 6 月初一个星期五的傍晚。作为阿黛拉风险投资公司的联合创始人，尼克·古莱特 (Nico Goulet) 和阿尔伯托·戈麦斯 (Alberto Gómez) 刚刚就公司面临的困境进行了数小时的讨论。2006 年，他们成功募集了公司的第一只基金，现在，他们距离第二只基金的交割只有咫尺之遥。然而，由于锚定投资者要求以 2013 年 6 月 30 日作为最终交割截止日期，而且已承诺出资又未能达到首次交割的 3 000 万欧元目标，这让阿黛拉面对的压力陡然增加。此时，两位合伙人必须做出一个无比艰难的选择：要么亲自认购出资不足的部分，要么取消第二只基金。

第二个选择注定会让这家羽翼未滿的风险投资公司陷入危机，让公司以及两位合伙人 9 年来的投入付诸东流。然而，由他们自己来认缴出资缺口的决定，同样会让未来变得扑朔迷离。两位执行合伙人注定要度过一个令人煎熬的周末，因为他们很清楚，在下一周的前几天里，他们必须做出决定。

起步

1992 年，从 INSEAD 毕业后，尼克进入莫尼特咨询公司 (Monitor Company)，开始了咨询师的职业生涯。他的工作地点主要在西班牙的马德里。在这家公司任职的 8 年时间里，尼克在信息技术、电信、制药、医疗保健以及国防等领域积累了宝贵的经验。但是到了 1999 年，咨询职业开始让尼克感到厌倦，他相信，在西班牙，完全有机会创建一家专门做初创高科技企业的风险投资基金。随着高科技领域的新公司如雨后春笋般出现，寻找以初创企业为目标的投资，逐渐成为新创业企业面对的最大问题。

2000年，他放弃了在莫尼特还算稳定的工作，创建了一只名为 NetFractal 的风险投资基金。在随后的两年时间里，他以转让股权和创办有限合伙企业的形式向德意志银行资产管理等金融机构募集到 1 800 多万美元资金，并开始投资于 3 个不同项目：

在 2002 年之前，我们一直在做这 3 个项目。但是到了那个时候，两家公司已深陷网络泡沫崩溃的大潮，只有一个项目运行良好，但显而易见的是，在这个市场上，只有凭借更强大的手段才能维持下去。

2002 年年底，尼克见到阿尔伯托·戈麦斯和罗贝托·德·圣马洛（Roberto de Saint-Malo），3 个人志同道合，都有在西班牙创办一家风险投资基金的想法（见附录 6.1）。凭借创建一家复制传统风险投资模式制度特征的企业愿景，3 个人走到一起，共同成立了阿黛拉风险投资公司。但是要让潜在投资者相信，西班牙的高新技术领域是一个有吸引力的投资对象，显然就不是那么回事了。尽管尼克及其合作伙伴已找到很多引发西班牙技术发展的动因，但是要找到足够的投资者，让他们拿出真金白银，显然不会像他们想象的那么快。

这个团队面对的第一个决策，就是在哪里创建基金。通过深入研究在西班牙境内创建基金的可能性，他们发现，这个想法过于复杂——因为围绕基金的运营存在着大量的法律法规限制。因此，他们开始探索在其他国家创办基金的可能性，尤其是在比利时和卢森堡。最终，他们将落脚点选在卢森堡，因为这里不仅有相对完善的财政和监督体系，而且在采用同等基金结构的情况下，远比西班牙更为灵活。总的来说，卢森堡的制度环境更易于建立有限合伙模式的基金。

接下来，他们需要确定基金可以采取的形式及其投资策略。最终，他们一致认为，阿黛拉的目标应该是吸引机构资金，并专注于处于早期阶段的初创企业。

“我们确实希望能取得更多的机构资金，尽量减少个人资金，但我们也不排除个人资金。机构资金的优势在于，它们会以更系统、更长期的视角看待投资。而且他们的观点一般较为客观，而且较少涉及个人色彩。”

首次筹款：艰难但却直接

3 位合伙人相信，他们完全有理由说服投资者，对于一只以早期初创企业为目标的新基金来说，西班牙绝不缺乏有吸引力的机会。然而，尽管 3 个人的经验合到一起确实范围甚广，但他们在这个领域毕竟还没有过合作。

两年半之后，也就是2005年6月，他们在卢森堡正式创建阿黛拉风险投资 SICAR 作为他们的投资工具。首次交割的日期为2005年7月18日，合计筹集4 000万欧元，最终交割时间为2006年3月30日，合计募集资金5 000万欧元。对于阿黛拉风险基金的募集方法，尼克解释说：

“我们一直以为只需要1年的时间。诚然，我们确实没有这方面的经验，但可以说，我们一直在努力寻找出资企业。我们让潜在合作伙伴看到，我们已经取得接触潜在被投资公司的通道。在与目标公司沟通时，我们指出，我们的目标就是成为西班牙最大的技术风投基金之一。我们的操作模式非常接近于早期阶段的创业企业。虽然必须要说服 LP，但首先必须以创造性方法让他们全面了解我们的完整思路。”

正是在首次融资中，一个“统计”性障碍逐渐浮出水面：要让某个投资者交割资金，团队就必须讨论近十种发展前景，而且这个比例还会在未来的筹款中延续下去。

在阿黛拉风投基金（一号基金）的主要投资者中，包括通过“欧洲共同体增长与就业计划 -MAP-ETF”创业基金进行投资的欧洲投资基金（European Investment Fund）、西班牙电信公司的养老基金和其他几家机构投资者及家族理财办公室。合计共有24家有限合伙人（其中包括8家机构投资者，占承诺出资总额的63%，还有16家私人投资者）。约45%的出资来自西班牙，剩余出资来自欧洲及其他地区。2007年，通过与阿黛拉风投所管理的 NEOTEC 达成联合投资协议，资金池再次增加500万欧元。

首次涉猎基金：比赛开始

交易流竟然比公司最初预想得更好，投资机会良好而且极具吸引力。阿黛拉在筹资过程中对近200个投资机会进行了评估，并从中选出了一批可在短期投资的交易。在对这些机会的前景进行分析之后，又对进展情况进行了几个月的跟踪，因此，他们得以迅速完成尽职调查过程，并就最终投资协议进行谈判。这就为基金迅速进行资金配置创造了条件。基于这些便利，投资期由5年缩短到3年。对此，阿尔贝托解释说：

“实际上，我们一直在步步为营地进行资金筹集，相当于为投资者提供了两年的免费服务。这种做法也符合我们的价值观，即，追求企业家精神以及服务于我们的投资者，还有我们所支持的企业家利益。我们的感觉是，投资者能够对我们投资的方式

有一个具体的感觉，因此，我们将能够用自己的资金配置生产性投资组合。

我们开始投资。这是个令人兴奋的时刻，我们筹集到了 5 500 万美元！我们在一个没有其他资金活跃的市场上拥有了一只基金。这样，在投资期结束前的 3 年时间里，我们就可以完成 13 项投资。”

缩短的投资期限结束于 2008 年 12 月。此时，他们已在 500 多个投资机会中进行了筛选，并在包括企业软件、移动技术、半导体、网络安全和协作等诸多领域完成了 13 笔投资。其中有 1 笔投资已实现了快速退出，并取得了良好的投资收益（实现了 145% 的总内部收益率），其余投资也进展顺利。只有 1 笔投资被注销（而且是 1 笔金额较小的投资）。

第二只基金：初次尝试

传统观点认为，普通合伙人（GP）应在完成初始基金的资金配置时——或者说在投资期结束时，开始筹集后继基金。考虑到此时的管理费结构已普遍下降，因此，后继基金应确保 GP 在对后续基金进行资金配置的同时，维持足够的收入流，以便于为管理团队及其现有投资组合的管理活动提供支持。

因此，在 2008 年中旬，投资团队开始筹集公司的第二只基金……但他们很快就受到打击。一系列灾难性事件接踵而来——首先是雷曼兄弟的崩盘，随后是次贷泡沫破裂，全球金融危机紧随而至，经济陷入衰退。与此同时，他们的投资组合也不够成熟，无法让感兴趣的 LP 认识到第一笔基金的潜在预期收益。

他们意识到，在这种情况下，根本就没有办法成功地为第二只基金筹集资金，于是，几位合伙人决定放弃后续基金，集中精力管理第一只基金的投资。在这个阶段，尽管投资已完全到位，但基金尚未完成一个完整的周期。因此，此时还无法评估公司的真正潜力，即，哪些投资最终会取得成功或是失败。正如尼克所言：

“当试图筹集第二只基金时，我们遭受了双重打击。因为你不仅要通过第一只基金展现出良好的业绩，还要考虑到当时极为不利的外部条件，因此，第二只基金通常会更加困难。我们的投资组合还非常年轻，而且很难评估，因此，我们很快就意识到，我们必须全力以赴，在兑现筹集第二只基金的想法之前，要让第一只基金拿出值得夸耀的业绩。”

“黑暗时代”

在 2008 年到 2011 年间，公司遭遇了一系列危机，若干不利趋势终于带来了恶果。

首先，投资组合的自然变化带来一系列的资产注销。在 2008 年到 2011 年之间，有 3 笔投资被创始人回购，两笔较大投资被彻底清算，导致这 5 笔投资被完全注销。注销这些投资耗用了合伙人的大量时间。尽管投资组合中情况较好的投资进展顺利，但还很难判断到底哪家公司会成为剩余 6 家公司中的胜出者。

其次，如果以资产净值（NAV）衡量基金的财务表现，基金的业绩已处于传统 J 曲线上的最低点，这无疑会让 LP 坐立不安，甚至会让少数小额投资者出现轻度违约——接受亏损，不再支持基金。

最后，GP 自己也要面临不断萎缩的预算，这使投资团队认识到，他们无法同时养活 3 个全职合伙人。经过长时间的谈判，考虑到针对第二只基金投资策略进行的讨论，眼下形势最终使罗伯托·圣马洛退出投资管理公司。

复兴

2011 年，欧元有可能退出市场的传闻不断发酵，西班牙国内的失业率从 6% 飙升至 26%，阿黛拉管理的组合也逐渐缩减到 5 家公司。然而，尽管市场动荡起伏，但他们的投资组合还是小有斩获，2011 年，阿黛拉的基金成功退出了一笔大额投资。

进入 2012 年之后，第一只基金在退出两笔的投资上大获成功，实现了足以向投资者炫耀的收益。他们的投资组合看起来非常健康，所有公司至少眼下还不存在失败的风险，有两家公司已出现了复苏的迹象，而 AlienVault 和 LoopUp 两家公司则已经展现出依靠自身实力成为“龙”基金的潜力。^①在业绩开始复苏的大背景下，尤其是 AlienVault 展现出的强大业绩，整个组合的演变为下一只基金的策略提供了强大的指引。

AlienVault 成立于 2007 年，由来自马里兰州的胡里奥·卡萨尔（Julio Casal）创建。公司推出的“AlienVault 统一安全管理”（AlienVault USM）系统，是市场上最受欢迎的开源安全信息管理（OSSIM）安全平台。OSSIM 市场的年均复合增长率达到 21.9%，2014 年，市场规模可能会超过 23 亿美元。2008 年，阿黛拉创业投资公司参加了该公司的 A 轮融资，此次融资的目的是推动公司业务的国际化，其中的一项计划就包括在 2011 年迁入硅谷。

^① “龙”或“基金收益者”是指通过一次退出即可取得等于或大于所有投资者出资的收益分配。这种投资不仅需要足够大的投资规模，而且更需要极为出色的经营业绩。

在这里，公司又陆续向硅谷的顺威投资（Trident Capital）、KPCB 资本（Kleiner Perkins Caufield&Byers）和英特尔资本（Intel Capital）等蓝筹股公司进行了 B 轮、C 轮和 D 轮融资。此外，公司挖走了惠普的高管，并利用其风险投资基金扩大销售、营销及研发业务，成为全球中小企业投资市场的领导者。

2013 年 1 月，AlienVault 披露的收入较 2012 年增长了 1 倍，成长指标呈现出持续强劲的上升势头。此外，凭借其开发的基于社区来源的威胁情报渠道和数据库（“AlienVault 开源威胁情报交换平台”），公司成为信息安全管理领域的知名企业。在 D 轮融资中，AlienVault 成功地完成了与纪源资本（GGV Capital）的交割，筹集资金总额超过 7 000 万美元。按公司既有的市场、团队、投资者基础、董事会的构成以及收入和估值的增长状况来看，这笔投资很快就会成为阿黛拉首只基金最重要的收益来源之一。它很有可能彻底改变公司的业绩。对此，阿尔伯托认为：

“显而易见，AlienVault 为我们认识首只基金的潜在业绩提供了有利的依据，但同样重要的，它还为我们准备筹集的第二只基金提供了一个异常强大的启迪。这是为我们的投资战略提供了一个完美的例证，即，投资于处于创业初期的本地公司，充分利用高质量、低成本的工程资源推动企业快速成长，随后，通过全球扩张并进入硅谷地带，吸引顶级投资者牵头下一轮融资。在这个过程中，我们在资本收益率更高的环境中进行资金配置，因此，一旦成功，我们就可以为个别投资带来非常高的总收益。”

此外，其他被投资公司也不断向好，增长率和毛利率等指标指出改进（见附录 6.2）。具体来说，被注销投资与成功投资之间的对比以及正常投资的收益结构特征，也为 LP 传递出一个重要的信号，正如尼克所言：

“从传统上看，我们对 LP 发出的信号，主要还是强调在我们所进行的投资类型上。尤其是，我们开始越来越重视被投资公司的管理，因为基金的总体收益不仅依赖于最初的投资决策，后续投资决策的方式同样也会带来重大影响。

从根本上说，决定投资成败的关键不仅是选择正确的被投资公司，还需要最大限度地配置到好的投资上，并最大程度地减少对业绩不佳公司的投资。但考虑到早期风险投资具有非常高的不确定性，因此，只能通过渐进性的投资策略实现，毕竟，对所有公司来说，第一笔投资都只是全部投资中的一小部分。因此，确定基金总体业绩的两个变量，应该是失败投资在全部投资中的比例，以及所有已执行投资的平均投

资回报率。而且通过在基金各个阶段上采取适当的战略和战术，GP 可以主动地对这两个变量进行管理。”

在这个阶段上，投资团队已清晰地对外界表明：利用高素质和低成本西班牙工程人员在投资初期发挥的杠杆作用，他们已经拥有了成功的投资策略；而且已经向人们展示出投资于全球企业的能力——并最终定位于引进硅谷的蓝筹股投资者，实现投资的成功退出。现在，他们认为已经拥有了足够动人的故事去吸引投资者参与下一只基金。附录 6.3 总结了他们采取的使命宣言和投资策略。

第二只基金：孤注一掷

回想起两位执行合伙人决定再次尝试筹集后续基金时的情形，阿尔伯托说：

“2012 年中旬，就在第一只基金的投资显示出强势反弹的迹象时，我们再次开始尝试筹集公司的第二只基金。这一次，我们胸有成竹，而且全部准备就绪。我们的全部投资在总体上已形成可观的收益能力，而且投资组合还有很大的潜力可挖掘，因此，我们的后续基金是在盈利基础上启动的。现在，我们已经取得了一些有说服力的财务指标，而且始终在为了筹款活动奔走相告。”

似乎一切都开始按部就班地进入快车道，2012 年 12 月，尼克和阿尔伯托找到了锚定投资者（anchor investor，和基石投资者一样，他们也是基金的主力投资者，发挥着稳定基金的作用，但是和基石投资者不同的是，他们持有的股份没有锁定期——译者注）。他们和欧洲投资基金（EIF）及 NEOTEC（西班牙的一家公募-私募母基金）达成协议，在预计为 3 000 万欧元的首次交割总额中，这两家机构将投入近一半的资金。但受限于 NEOTEC 投资时多采用的一种工具，他们在做出出资承诺时，要求阿黛拉必须在 2013 年 6 月底之前完成首次交割。EIF 是阿黛拉第一只基金的出资者，而 NEOTEC 则是第一次做阿黛拉基金的 LP。此外，这笔交易还包括投资团队本身承诺的 200 万欧元出资（见附录 6.4）。

在这笔锚点投资的基础上，投资团队在接下来的 6 个月里还可以找到 10 家左右 LP。即便如此，随着截止日期的临近，投资团队面对的交割压力依旧持续发酵，对此，尼克解释说：

“我们经历过 2008 年到 2011 年那段最艰难的时期，当时，我们的基金净值已下降到不到 0.6 倍。虽然第一只基金的部分投资者支持筹集基金并承诺出资（尽管金额不大），

但其他投资者还是准备在真正取得投资收益后再做决定。到第二季度中旬，我们还在和很多感兴趣的方面进行对话，而且未达成任何协议，但我们还是明明白白地告诉对方，我们可能无法在6月30日的截止日期之前完成交割目标。压力与日俱增，我们不得不开始考虑其他方案。”

一方面，阿黛拉基金可以取消交割并失去锚定投资，并寄希望于团队能维持募集能力，以弥补锚定投资者的退出。但这不可避免地会大幅延长筹资时间，而且切切实实增加了第二只基金永无兑现的风险，而由此给公司未来造成的影响，将是不可估量的。

另一方面，合伙人也可以包销首次交割的出资，而这么做并不是为了实际出资，而是在首次交割后再找到认缴他们所包销出资的投资者。实际上，这意味着合伙人必须让他们自己及锚定投资者相信，他们能在一段时间内执行可预见的出资催缴计划，直到募集到他们所包销的出资份额，与此同时，又能让GP维持保留的资金为二号基金构建投资组合。最后但同样重要的一点是，如果要采取这种方法，他们还必须对募集到所包销出资份额的能力做出评价：

“如果决定着手采取包销首次交割的计划，那么，我们就必须相信，我们有能力执行这个策略并着手进行投资。如果我们建立投资组合的能力受限于GP满足认缴出资的能力，那么，我们就很容易陷入利益冲突的境地。”

此外，考虑到第一只基金在2013年中旬认缴完毕，因此，基金将在2015年甚至更早时候停止向GP支付管理费。此后，GP及合伙人的唯一收入将来自于第二只基金支付的费用：

“这种包销还会带来几个耐人寻味的数学题：GP已取得200万欧元的基础认缴承诺，这也是不可撤销的最低认缴限度。按照‘稳态’的认缴出资计划，应是认缴每年已承诺出资的10%。因此，在采取包销方式的情况下，对每100万欧元的承销，削减年金将为每年10万欧元，从而对GP的经营预算产生影响。

尽管这些认缴的出资只是通过GP进入基金的，但这些合伙人仍有义务对认缴过程负责，因此，缴款计划最终会对GP的经济收益造成极大影响。虽然第一只基金仍有收费，但仍有承担更多承诺出资的余地。但运气再次和我们擦肩而过，因为巨大的压力促使公司提早募集承诺出资，这就在基金的资金部署上投入大量的时间和精力。”

此外，募集承诺出资的能力以及资金的募集速度也影响做出这个决策的背景：

“显然，只有相信 GP 能在合理时间内募集到所包销的出资，或者能始终维持超过谈判约定最低限额的出资承诺，并在条款清单上予以确认，合伙人才会包销。因此，不仅要确保获取潜在投资者的渠道，同样重要的是我们还要相信，我们能说服投资者至少会认购我们包销的额度，而且寄希望于他们会认购更多的出资，从而提高基金的总规模。

此外，在经过一段时间之后，基金通常会采取对包销金额开始折扣的备选方案。也就是说，在募集每一部分包销额度时，GP 都会恢复此前已提取的出资，因此，基金每次催缴出资时，这个数字都会相应增加。但这么做实际上为新投资者认购所包销出资提供了激励，但对那些在开始时就签约出资的投资者来说，显然是不公平的。”

唯一称得上灾难性结果的，就是 GP 因无法找到认缴出资者而对部分认缴承诺违约，因此，这是他们必须不惜一切代价去避免的情况：

“违约事件实际上就相当于对 GP 做出了最终裁决。唯一可能的结果，就是 LP 通过投票解除 GP 的管理权，将基金的管理权交由其他能够履行出资承诺的 GP。这无疑等于让公司彻底失去了未来。”

最后但同样至关重要的一点是，包销方案必须精心设计，而且需要和已承诺参与首次交割的投资者进行沟通。对于和其他 GP 有广泛接触的锚定投资者^①，他们非常关注出现不同情景的可能性以及 GP 应遵守的约束。

2013年6月：抉择的时刻

“当 6 月 30 日的截止日期逼近时，我们越来越清楚地意识到，我们已陷入‘要么拥有全部，要么一无所有’的两难境地：摆在我们面前的只有两个选择，一个是取消或延迟二号基金，另一个就是包销首次交割的出资额度。”

为了给决策过程提供依据，阿尔伯托和尼克必须对他们作为 GP 所面对的收益分配机制有一个清晰认识，包括各种收入的来源（费用及附带收益）、管理这两个基金的后续现

① 通过 20 年的经营，欧洲投资基金在整个欧洲已经与 350 家 GP 进行过合作。

金开支以及对出资承诺的催缴。由于他们的全部个人财富几乎都成为作为 GP 的投入，因此，他们很清楚，做 GP 的收益将最终决定他们能否包销，以及在包销的情况下，可承担的金额是多少。

是否包销的决定对企业和团队的未来至关重要，而且这几位合伙人也非常清楚，这个决策不仅会影响公司本身，还会影响基金筹集策略的诸多方面、与投资者的沟通、基金的投资策略、投资计划的落实及其他运营和战略问题。

附录6.1

执行合伙人（从 2013 年中旬投资者出现开始）



| | 阿尔伯托·戈麦斯 | 尼克·古莱特 | 合计 |
|--------|---|--|---------------|
| | 49岁 | 47岁 | |
| 教育背景 | 麻省理工学院：学士学位，电子工程 哈佛大学：MBA | 巴黎中央理工学院：学士学位，空间大气 麻省理工学院：硕士学位，航空航天 欧洲工商管理学院：MBA | 5个学位；4所国际知名学府 |
| 企业任职经历 | 16年： 博思艾伦咨询——3年 麦肯锡咨询——2年 摩根士丹利——4年 美林证券——4年 西班牙电信——3年 | 11年： 麦肯锡咨询——2年 莫尼特咨询——9年 | 27年；7家国际顶级公司 |

续表

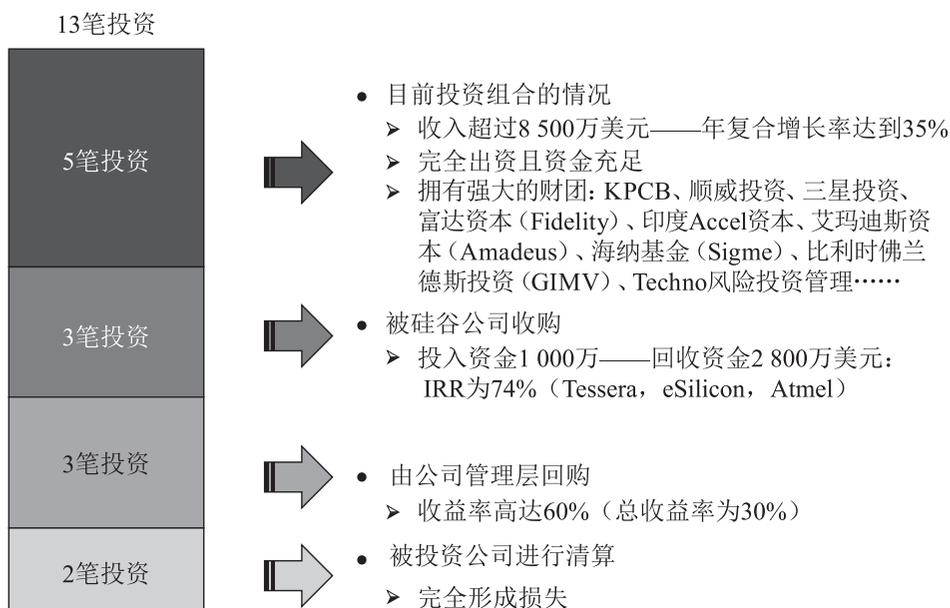
| | 阿尔伯托·戈麦斯 | 尼克·古莱特 | 合计 |
|---------------------|---------------------------|--|------------------|
| | 49岁 | 47岁 | |
| 投资经验: | | | |
| 从事投资业务的时间 | 10年 | 12年 | 22年 |
| 资产管理的规模 | 800万美元 | 1亿美元 | 1亿美元 |
| 管理的投资工具种类 | 3 | 3 | 4 |
| 参与的合计交易数量 | 超过1000笔 | 超过1000笔 | 超过1000笔 |
| 做出的投资决策总数 | 15 | 16 | 18 |
| 已完成的投资周期 | 10 | 11 | 12 |
| 收购的公司数量 | 4 | 4 | 5 |
| 回售给管理层的投资数量 | 3 | 3 | 3 |
| 公司被清算的投资数量 | 3 | 3 | 4 |
| 对创业企业的参与: | | | |
| 直接以高管身份参与的创业 | 2家风投公司 | 3家风投公司 | 4家风投公司 |
| 以正式董事身份参与: 合计/高科技企业 | 总共8家/包括7家高科技风投企业 | 总共15家/包括11家高科技风投企业 | 总共19家/16家高科技风投企业 |
| 担任董事的合计时间 | 超过35年 | 超过55年 | 超过90年 |
| 参与学术活动: | | | |
| 教学/研讨会及学术会议 | IDE 西班牙胡安卡洛斯国王大学(ESIC) | 欧洲工商管理学院 国际高管培训学院(IFAES) 斯坦福大学 西班牙标准化和认证协会(AENOR) | |

附录6.2

13笔投资



- 目前投资组合的情况
 - 收入超过8500万美元——年复合增长率达到35%
 - 完全出资且资金充足
 - 拥有强大的财团: KPCB、顺威投资、三星投资、富达资本(Fidelity)、印度Accel资本、艾玛迪斯资本(Amadeus)、海纳基金(Sigme)、比利时佛兰德斯投资(GIMV)、Techno风险投资管理……
- 被硅谷公司收购
 - 投入资金1000万——回收资金2800万美元: IRR为74%(Tessera, eSilicon, Atmel)
- 由公司管理层回购
 - 收益率高达60%(总收益率为30%)
- 被投资公司进行清算
 - 完全形成损失



阿黛拉风险投资公司的投资组合 (I)，截至 2013 年月中旬

附录6.3

阿黛拉风险投资公司的使命陈述 (2013)

我们的使命是为投资者的资本创造长期超额收益。我们实现这个目标的手段，则是以高科技风险投资企业为基础创建多样化组合。

我们致力于打造拥有创造恒久价值潜质的伟大企业。为此，我们以强大的愿景、卓越的计划执行能力以及为了理想而不畏失败的勇气，为企业家提供最坚实的后盾。

而我们的被投资公司，则凭借差异化的商业模式和快速增长的潜能，致力于“数字企业”的创新性产品和服务。我们全力支持这些公司在最短时间内走向全球，让他们在硅谷这样的高科技中心展现自身实力。

归根到底，我们以退出投资为目标，将我们的股份出售给全球实业投资者，与我们所支持的企业家分享成功的快乐。

阿黛拉风险投资公司的投资策略

(摘自 2013 年对投资者的推介书)

公司战略

通过发起第三只投资基金，阿黛拉将继续致力于和硅谷业务高度相关的欧洲风险投资

公司。我们将关注“数字企业”领域的初创企业，毕竟，我们对这个领域（软件、信息技术安全、移动技术、半导体、云设施以及通讯信等）有深入的了解，并以发现和支持引导这些领域的企业家为出发点。

我们的战略建立在如下前提基础之上。

- 打造一个由12~15家公司构成的投资组合，这些公司为取得后续融资而展开竞争。我们最初投入小额资金，之后将逐渐增加对这些公司的持股比例，直至达到或超过既定标准。对于成功的投资，我们的目标是实现超过4倍的投资倍数，而对不成功的投资，则必须迅速止损。
- 选择先进的技术团队，他们的领导者必须是拥有深入技术天赋的杰出企业家；在我们进行第一轮投资时，这些公司必须拥有稳定的收入流（某些情况下需要收入达到100万美元）和基础顾客群。我们的投资通常以强化价值主张为导向，从而致力于对细分市场的投资，并通过“产品化”追求“规模化”为团队提供参与全球化竞争的人才。
- 只关注那些善于接受辅导、组织成长及合作性支持的企业家。我们只考虑有明显的全球经营路径并在硅谷已立足或产生重大影响的企业家。
- 积极支持被投资公司为走向全球所做出的努力，并着重强调：①北美洲，因为这是全球最大的高科技市场，也是实现成功退出不可或缺的“证据”；②亚洲，这里已出现了强烈的高科技消费趋势；③拉丁美洲，这里的高新技术市场不仅规模可观，而且呈现出持续增长趋势，因此，被投资公司可以利用西班牙跨国公司在该地区的本地化销售，为自身发展提供动力。
- 被投资公司在硅谷生存环境中建立的主动地位，充分利用我们的经验，包括投资者、专业人士/高管、合伙人、服务供应商及潜在收购者的可信度及网络。
- 培育参与“数字企业”（B2B）市场的经验，了解中等规模创业市场上支持技术创新和技术突破的长期趋势。我们计划规避受短期趋势影响的本土市场消费者，转而关注应对全球细分市场需求的独有产品和市场优势。我们相信，通过对这些公司实施战略性并购，所创造的潜在资本增值将远优于其他方案。
- 必须为后续基金提供创造的资金供给，只有这样，才能继续和国际投资者并肩参与未来的融资轮，进而维护并强化我们的收益能力。

附录6.4

阿黛拉风险投资公司二号基金的条款清单（2013年第一季度）

| | |
|--------------|--|
| 基金名称 | <ul style="list-style-type: none"> ● 阿黛拉基金二号风险投资基金（“阿黛拉二号基金”） ● Sociétés en Commandite par Actions，按卢森堡风险资本投资公司相关法律成立的公司 |
| 规模 | ● 目标规模：4 000 万～5 000 万欧元（首次交割最低限额为 3 000 万欧元） |
| 目标收益率 | ● 为投资者提供实缴出资 2～3 倍的回报，相对于内部收益率约为 20% |
| 投资策略 | <ul style="list-style-type: none"> ● 投资于高成长的科技型公司，先期投资于处于发展早期阶段的公司；并在增长阶段进行有选择性的后续投资 ● 以成立西班牙的公司为主，但必须拥有进入全球市场的潜质，并寻求在硅谷之类的顶级高科技全球性市场实现投资退出 ● 聚焦于服务“数据企业”且拥有明显工程内容和知识产权的企业（如，企业管理软件、信息技术安全、移动技术、半导体、云设施以及通信等） |
| 普通合伙人 | ● 阿黛拉风险投资公司 II 对基金拥有管理权，并全权拥有投资决策权 |
| 投资者代表 | ● 投资者顾问委员会（由认缴 200 万欧元以上的投资者构成）负责监督投资政策、估值以及潜在利益冲突等相关事务 |
| 锚定投资者 | ● 欧洲投资基金，NEOTEC 资本及 AXIS 资本 |
| 托管银行 行政管理 | <ul style="list-style-type: none"> ● 苏格兰皇家银行卢森堡分行 ● Alter Domus 基金管理公司 |
| 法律顾问 | ● 卢森堡 Arendt & Medernach 律师事务所 |
| 独立审计机构 | ● 德勤会计师事务所 |
| 交割 | ● 首次交割必须在 2013 年 6 月 30 日之前完成 |
| 最低认缴出资 | ● 每个投资者的最低认缴出资为 50 万欧元 |
| 出资催缴 | <ul style="list-style-type: none"> ● 约每半年催缴 1 次出资，相对是每年认缴承诺资金总额的 6%～12% ● 在普通合伙人发出催缴通知时认缴（提前 10 天的通知期） |
| 基金存续期 | <ul style="list-style-type: none"> ● 投资期限：5 年（约在 2018 年 6 月 30 日之前到期） ● 总存续期：不考虑延期的情况下为 10 年（约在 2023 年 6 月 30 日之前到期） |
| 管理费 | ● 在投资期内，每年按出资承诺总额的 2.5% 提取管理费。投资期结束后，减少至按已投入资金的 2.5% 提取管理费 |
| 普通合伙人的认缴 | ● 承诺认缴 200 万欧元的出资 |
| 设立成本 | ● 一次性设立成本不超过承诺出资总额的 1.0% |
| 收益分配 | ● 优先向投资者分配全部已认缴出资，自己按认缴出资 20% 绝对最低收益率计算的收益 |
| 多样化配置要求 | ● 针对单一被投资公司的投资不超过认缴出资总额的 15% |
| 投资者报告机制 | ● 每季度向投资者提供未经审计的报告；按年度向投资者提供经过审计的财务报表 |
| 法律管辖权 | <ul style="list-style-type: none"> ● 依照卢森堡大公国法律 ● 风险投资公司与普通合伙人受卢森堡金融监管委员会（CSSF）监管 |

案例

7 西拉杰资本公司： 投资于中东地区的中小企业

一、概述

西拉杰资本公司（Siraj Capital）是一家专门投资沙特阿拉伯中小型企业的基金。2009年，西拉杰资本正在考虑是否要投资于沙特的电信基础设施供应商塔尔联合承包公司（Tower United Contracting Company）。作为这家公司目前的股东之一，阿尔法传媒集团（Alpha Media Group）急于剥离他们对公司持有的股权：两年前，他们通过竞标方式投资了塔尔公司，最初的设想是摆脱对广播网络业务的依赖性，加大公司业务的多元化，并借此进入快速增长的电信网络市场。但他们低估了公司的融资需求，现在，阿尔法传媒已开始急于变现对塔尔公司的股份。

通过这个案例，读者将有机会了解投资专业人士在中东私募股权投资公司中扮演的角色。从这个角度说，重要的是不仅在于以合理的价格对合理的交易进行交割，还必须关注投资带来的风险，并充分考虑如何降低风险。在本案例中，与投资决策相关的最大问题就是西拉杰资本能为塔尔带来什么价值。

二、案例研究的目标

本案例将帮助读者了解在中东进行投资的特殊挑战。本案例从更广泛的层面上强调了评估新兴市场交易的诸多问题。为此，需要对如下方面展开分析：塔尔的业务，包括公司增长的机会和限制要素；中东北非地区的投资环境，及在相对不健全的成长环境中投资资本市场的利弊；以及西拉杰资本的投资方式，包括可以为被投资公司带来的潜在增值效应。

三、本案例需要解决的主要问题

1. 妨碍塔尔联合增长最大的瓶颈因素是什么？
2. 西拉杰资本为塔尔创造增值的源泉是什么？
3. 西拉杰资本在投资塔尔联合的过程中必须考虑的重大风险因素是什么？
4. 西拉杰资本在对这笔投资进行尽职调查时应注意哪些项目？

四、补充资料

为充分利用本案例，建议读者通过如下资料了解本案例的过程及背景信息。

- 重点推荐读者阅读《精通私募股权》中的如下章节。
 - 第三章：成长型股权投资
 - 第六章：交易搜索与尽职调查
 - 第十三章：营运价值创造
- 可以参考该网站获得更多资料：www.masteringprivateequity.com

五、案例简介

本案例由 INSEAD 中东校区案例研究中心案例作家帕斯凯尔·鲍兹（Pascale Balze）撰写，案例的编写过程是在创业与家族企业助理教授维卡斯·阿格加瓦尔的指导下完成的。本案例旨在为课堂讨论提供基础材料，无意对案例所涉及的处理方式是否有效做出判断。本案例的研究经费来自阿布扎比教育委员会提供的财政捐赠，在此，对他们的支持给予衷心的感谢。

有关 INSEAD 案例研究的更多材料（如视频材料、电子表格及相关链接等）可登录官网 cases.insead.edu 查询。

事件发生在2009年7月。西拉杰资本公司是一家位于沙特阿拉伯的控股公司，公司实控人塔里克·卡布里特（Tarek Kabrit）和副总裁哈沙姆·艾尔法罗吉（Hisham El-Farouki）。此时，他们必须决定是否要对塔尔联合承包公司进行投资，塔尔联合公司是一家位于沙特阿拉伯王国（KSA）的电信基础设施供应商，属于阿尔法传媒公司旗下的子公司。留给卡布里特和艾尔法罗吉的时间已经很少了。他们很清楚，阿尔法传媒的股东急需现金投入媒体业务，他们正在寻找最有利的报价。两年前，他们投资于塔尔联合，最初的设想是摆脱对广播网络业务的依赖性，加大公司业务的多元化，并借此进入快速增长的电信网络市场。但他们低估了公司的融资需求，现在，阿尔法传媒已开始急于变现对塔尔公司的股份。

按照计划，这笔交易涉及收购塔尔联合公司65%的股权。塔尔联合的创始人及董事总经理阿齐兹·哈斯（Aziz H. Assi）目前仍持有公司的股份，他曾做出估计，塔尔联合公司在未来5年内还需要另外取得2000万沙特里亚尔（约合530万美元）的资金，才能满足全部管道项目的需要并实现ICT部门的增长。最初，他曾设法增加债务融资，但是在当时极端紧张的融资背景下，他并没有这样做。到2008年年底，全球金融和经济危机已在该地区初见端倪，银行贷款很难取得，即使有这样的机会，贷款成本也高得令人难以接受。

考虑到电信行业的良好市场前景，卡布里特和艾尔法罗吉认为，塔尔可能会给西拉杰资本公司的投资组合带来有益的补充，尤其是旗下诸多处于扩张性非周期行业的沙特中小企业。通过精简业务流程并利用其广泛的区域网络，这家控股公司将把中小企业的投资组合转为国家或地区型业务，凭借这些被投资公司，他们已创造了超过50亿美元的运营价值。

但两位投资者仍不想仓促做出决定。全球经济衰退已开始给西拉杰带来负面影响。控股公司曾计划扩大投资力度，并筹集第一只2亿美元的私募股权基金，但随后的形势表明，筹集基金远比预想得更加困难。个人投资者和机构投资者都已经开始畏惧市场风险。事实证明，即使在西拉杰现有股东中募集资金也是不成功的。这些股东由高净值人士组成，他们对控股公司的投资资金总额已达到6500万美元。在当时的形势下，他们并不愿意为公司注入更多资金。地区新银行也停止发放贷款。最终，西拉杰只能设法增加股东人数，向新股东筹集到了2500万美元。与此同时，他们的被投资公司也开始出现危机；卡布里特和艾尔法罗吉最担心的是资金匮乏，可能会迫使他们退出部分已经取得成功的投资。

此时的他们比以往任何时候都清楚，他们不能犯任何错误，而且还有很多事情需要考虑。他们必须以合理的价格对合理的交易实施交割。那么，这些投资带来的风险是什么呢？他们应如何管理这些风险呢？归根到底，西拉杰资本会带来怎样的增值呢？

中东及北非地区的私募股权

中东北非地区的私募股权起步很晚。虽然 21 世纪初的石油美元曾为很多顶级全球 PE 提供资金，但该地区自身的 PE 业务却极为落后。事实上，从 2002 年到 2006 年期间，中东及北非地区私募股权投资的累计价值仅占该地区 GDP 的 0.2%。

2007 年，受石油价格高、人口结构改善，以及公募及私募股权投资活动持续活跃的利好影响，整个地区经济前景向好，大量流动性盈余开始回归这一地区。（见附录 7.1：石油价格，7 月 8 日—9 月 9 日）。此外，该地区新创建的证券交易所也开始吸引外来投资者。在这些利好因素的作用下，截至 2006 年，中东北非地区管理的基金已达到 107 个，管理资金规模达到 140 亿美元，而在 2006 年，本地区还只有 74 个基金和 70 亿美元的认缴规模。（附录 2：中东北非地区的 PE 基金，2001—2007 年）。

然而，该地区的公司化程度很低，金额市场极不成熟，这大大妨碍了私募基金的投资和退出。尤其是传统家族企业对市场的统治性地位，对新兴的 PE 行业构成了极大挑战。由于基本不了解私募股权给投资者带来的收益，因此，企业所有者并不愿意将公司股权和控制权交给私募股权公司，更不愿意接受结构性变革。同样，他们也不希望改善公司治理——而寻求透明度恰恰是 PE 公司的基本要求，也是从被投资企业退出投资的基本前提。

肤浅的资本市场与不健全的银行业相互叠加，也阻碍了投资交易使用杠杆的深度。由于银行贷款主要以资产负债表、抵押品和个人担保为基础，而很少考虑无追索权的现金流，导致企业融资的渠道受到严重制约。在这种情况下，PE 投资股权的对象主要是资金不足、杠杆率较低且财务结构不佳的企业，而不是用于对业绩不佳的企业进行重整或是改善高杠杆企业的运营。PE 的少数股权投资同样难以取得成长型资本，因为银行不愿意为不掌握企业经营和战略决策以及现金流控制权的投资者提供贷款。此外，缺乏财务信息导致难以对不同公司和国家的财务绩效进行比较，甚至会造成公司之间完全不具有可比性，这也极大地妨碍了 PE 的投资。了解当地市场和跨国公司管理经营能力的人力资本极为匮乏，以至于 PE 公司和被投资公司的高级职位找不到合适人选，同样对 PE 的发展构成了障碍。因此，截至 2008 年年底，在整个地区募集的资金总额中，只有一半形成投资，而且只有 5% 的投资实现了退出。

全球经济和金融危机更是为新兴的 PE 行业带来了新的挑战，导致整个地区的融资活动陷入停滞，债务资金成本高（而且难以取得），投资机会在这里变得寥寥无几。与此同时，

股市调整也迫使 PE 行业不得不考虑其他退出路线。

下面来看看其他投资公司面临的挑战。

西拉杰资本公司

背景

2006 年，哈桑·苏莱曼博士（Ghassan Al Sulaiman）创建了西拉杰资本公司，这是一家商业投资和金融控股公司。西拉杰公司的总部位于沙特阿拉伯王国西部的经济中心吉达港，此外，公司在沙特首都利雅得也设有机构，并在迪拜（阿联酋）和贝鲁特（黎巴嫩）的重要区域经济中心分别设有办事处。自成立以来，公司已在企业开发和孵化、结构性融资市场以及 PE（附录 7.3：西拉杰资本公司的常规投资范围）方面成为重要的市场参与者。

西拉杰的 PE 投资集中于中东和北非地区，尤其是沙特阿拉伯。对西拉杰来说，沙特为它们提供了强大的宏观经济基础。近年来，随着电信和电力行业的私有化进程不断加快、政府改革以及石油价格大涨等原因，整个国家进入持续增长态势。此外，沙特阿拉伯的年轻人口比重较大，从而为未来提供了巨大的潜在市场（附录 7.4：2006 年沙特阿拉伯宏观经济展望）。

在沙特阿拉伯，西拉杰主要投资于非周期性行业的中小企业，这些企业主要得益于强劲的人口结构和良好的宏观经济基本面，主要分布在消费品、食品饮料和零售行业。此外，那些最有可能利用沙特监管环境快速变化的部门，也是西拉杰考虑的投资领域，如电信、媒体和高新技术行业。

不同于对 pre-IPO 企业投资 30 万~40 万美元的区域性投资者，西拉杰主要从事金额在 5 万美元到 2 000 万美元的直接的小额投资。西拉杰认为，该地区的中小企业隐含着巨大的私有化交易机会。从以往经验来看，艾尔法罗吉认为，很多中小企业缺乏成为国家地区性领军企业所需要的财务资源和业务专长。考虑到当地的资本市场和融资市场还不成熟，银行在传统上也不会向无法提供 3~5 年历史财务数据和足够固定资产抵押品的中小企业发放贷款。与此同时，大多数中小企业集中于成长型市场，很少会想到如何抵御经济衰退。因此，市场急需拥有改善业务效率专业能力的私募股权基金，毕竟和大型家族企业相比，小企业所有者更有可能向投资者让渡一部分股权。

艾尔法罗吉认为，这样的市场定位在沙特国内是独一无二的。事实上，其他在沙特国

内开展业务的私募股权投资公司，要么将重点放在较大规模的交易上，要么就是只盯住某些行业。沙特最大的 PE 机构、阿布拉杰资本集团（Abraaj Group）才刚刚开始进入中小企业。然而，西拉杰的管理层仍信心百倍。首先，西拉杰已经在这个领域取得领先优势，他们在这个领域的经营时间比所有对手正式提前了 3 年。其次，虽然阿布拉杰资本和其他后进入者可能在某些情况下给他们带来竞争，但艾尔法罗吉认为，他们也会投资于由西拉杰发起的交易。

网络与专长

关系网在这里扮演着重要角色，因为该地区的商业依赖于关系密切、隐形的商业家族，外部人很难窥见他们的真实面貌。西拉杰的主要股东就是高净值人士，他们为搜索交易和培育被投资公司提供了宝贵的接入点。苏莱曼在沙特的私人企业和支付部门内拥有良好的关系，这帮助他建立起一个由国内知名家族集团组成的强大股东阵容。凭借在高度固化的伊斯兰金融领域的丰富经验，西拉杰的首席执行官伊布拉西姆·马达姆贝（Ibrahim Mardam-Bey）与社会名流保持着密切关系，并和大多数地区性商业银行保持着良好的关系。作为沙特快速成长中的企业家组织的第一批成员，艾尔法罗吉还经常混迹于接受西方教育的年轻一代沙特阿拉伯圈子，这些人返回国内的目的就是接管家族企业或建立自己的家族企业。除了利用自身资源获得交易线索之外，西拉杰还参与了几项商业开发活动，通过这些活动，他有机会最先接触到沙特阿拉伯国内增长最快的中小企业。

为支持和发展被投资公司，西拉杰为吉达和迪拜办事处聘请了 16 名经验丰富的投资专业人才。这个团队主要由来自中东地区的 MBA 毕业生组成，他们在财务和运营管理方面拥有丰富的经验。卡布里特本人就毕业于欧洲工商管理学院，并在中东及北非的投资银行和战略咨询方面拥有超过 9 年的专业经验。艾尔法罗吉则拥有欧洲工商管理学院和沃顿商学院的学位，毕业后，他曾就职于摩根大通的银团业务部门，之后回到沙特阿拉伯创建了自己的企业。和投资团队的其他成员一样，卡布里特和艾尔法罗吉也拥有强大的商业头脑，他们深谙在该地区经营小企业的最大障碍。

投资方式

截至 2009 年 7 月，西拉杰已对数百家公司进行了筛选，共完成了 9 次收购。此外，公司深知，和收购大公司股权相比，在该地区收购中小企业股权要艰难得多，对任何投资都

做了更高水准的尽职调查和更多亲力亲为式的参与，在这个过程中，他们不断投资流程和价值创造模式。对此，卡布里特指出：

“投资本地区的中小企业，是一种完全不同于投资大公司股权的游戏。和西方同行相比，该地区的中小企业在结构上还远未规范。他们已在成长型市场上混迹多年，几乎很少重视会计和财务流程的建立。因此，他们提供的数字几乎是完全不可信的，其控制也和大公司的标准相去甚远。”

鉴于这个事实，西拉杰建立了严格的项目评估流程，强调以合理的价格对合理的交易实施交割。初步评估通常将重点集中于公司的财务状况、成长前景、市场态势、管理质量以及企业的估值。除获取正确的信息之外，最大的挑战就在于如何确定公司的公允价值。由于沙特国内的上市公司数量有限，再加上缺少健全的财务披露制度，因此，很难按照市场指标对公司进行估值。和该地区的其他私募股权投资公司一样，西拉杰也采用贴现现金流（DCF）法对企业进行估值。然而，确定未来现金流的现值就不那么简单明了了。尤其棘手的问题就是对无风险利率的估计。在欧美国家，可以将政府债券的利率作为无风险利率。但是在中东地区，由于发行的政府债券在数量和种类上都非常有限，因而无法用政府债券的利率代替市场的无风险利率。同样，由于该地区的股票市场还不成熟，因此，很难采用当地股票市场指数以及按股票超过长期无违约风险债券历史溢价的股票风险溢价，计算出股权的贝塔系数。此外，事实还表明，调整管理层的预测同样难上加难，因为公司的财务数据通常是不值得信任的。因此，根据历史数据、行业前景和公司的预期增长率，西拉杰通常会将管理层的最初估值预测下调，下调幅度最高可达 70%。

此外，公司的投资委员会在审核中还坚持一个不容谈判的“交易中断”原则：除非公司能展现出超乎寻常的增长潜力，否则，公司坚决规避估值超过净收益 5 倍的交易以及内部收益率（IRR）低于 30% 的项目。然而，由于获得贷款的机会有限，该地区的中小企业很少会制定相应的增长方案，因此，估值倍数往往是可以重新谈判的。他们没有能力聘请国际级的投资银行做估值。确保对董事会的控制权是西拉杰进行投资的先决条件，这对他们至关重要。虽然他们一直寻找只持有被投资公司的少数股份，但可以通过委任投资团队成员担任被投资公司董事长或是在董事会成员中占有多数席位的方法来控制董事会。这有助于西拉杰控制对被投资公司的预算以及政策调整的速度和范围。尽职调查程序通常由国际知名机构进行，其目的在于发现和与投资相关的各种法律、商业或财务风险。

除收购阶段之外，积极参与被投资公司的经营对西拉杰成功实现创造价值同样至关重

要。卡布里特提到：

“中小型企业必须随时接受监督，PE 公司必须做最脏最累的工作，从数字计算，到起草提交给银行和主要客户的陈述书函件，必须做到事无巨细。”

为此，西拉杰已建立了一个内部投资监督部门，专门负责进入被投资公司后 6 个月内的账务。这个由会计师组成的部门通过创建会计和财务流程控制被投资公司的日常账务，为投资团队的工作提供支持。为进一步加大对投资的监督力度，西拉杰要求被投资公司的董事会每月召开 1 次会议，提交详细的季度报告。（附录 7.5 是西拉杰在多家被投资公司实施创造价值流程的示例）。

除控制和监督被投资公司之外，西拉杰还要考虑如何利用他们的关系网取得资金和专长，以建立打造增长平台所需要的流程。就公司的战略导向提供建议，公司通常会建立一个健全的顾问委员会。对此，卡布里特解释说：

“在世界上的这块土地上，企业家是非常封闭的。他们对财务知之甚少，几乎没有人会谈论公司的战略方向。这就需要建立一个健全的顾问委员会，为这些企业家提供战略支持。”

除了他们的第一笔投资之外，西拉杰的投资流程和价值创造模式已经得到了事实的检验。自第一笔收购以来，他们通过全部被投资公司创造的运营价值总额已超过 1 亿美元。此外，西拉杰还通过管理层回购，成功退出了对 Janayen I 房地产项目，这笔投资的回报率超过了 80%。

塔尔联合承包公司

背景

塔尔联合承包公司成立于 2005 年，是一家为电信运营商和原始设备制造商（OEM）提供基础设施外包服务的沙特阿拉伯企业。到 2009 年年初，塔尔联合的业务主要涉及 3 个板块：① GSM 部门负责为无线市场提供服务。该部门主要从事绿地及屋顶信号传输塔及其相关基础设施的建设。随着新的竞争对手不断进入无线市场和以信号传输塔为主的基础设施推广的相关支出不断下降，这项业务也取得了飞速发展。截至 2008 年年底，GSM 部门的收入占公司总收入的比例已达到 80%。②外部施工（OSP）部门承担与铺设固定电缆（铜缆和光纤等）相关的所有项目，包括各种土木工程，2008 年实现的收入占塔尔联合

承包公司的总收入的15%。③电信仪器部门负责采购和安装其他两个部门需要的相关设备。设备包括信号站内部需要的各种仪器仪表以及安装在无线信号发射塔顶部的各种接收器。这3个部门均提供端到端的土木及电气工程，涉及规划、工程、设计、实施、建造及采购等业务。

塔尔的市场

尽管塔尔的规模很小，但塔尔在电信基础设施领域的专业知识和良好业绩已得到沙特阿拉伯的认可。他们在主动响应客户需求以及高效迅速的执行方式方面尤其令人称道。GSM和OSP部门的负责人积极参与塔尔公司日常经营活动的监督。现场工程师必须每天就工作进展情况提交最新的书面和图像资料，以便客户随时了解工程的最新情况。管理团队和执行团队拥有多年的电信行业从业经验。作为塔尔联合承包公司的管理合伙人和创始人之一，西拉杰在行业领域拥有丰富的经验，而且亲自参与公司业务的实际运行。

依托强大的声誉，公司已经和几家大型国际设备供应商及电信运营商建立了长期合作关系。到2009年年中，塔尔联合承包公司已取得大批项目（附录7.6列示了2007—2008年期间主要顾客对塔尔收入的贡献率，表7.7为塔尔已取得并宣布的项目）。依赖于良好的声誉，公司不断提升自己在价值链中的位置。到2008年年底，他们单独或与其他设备供应商合作开展直接投标，成为电信运营商大部分项目的主要承包商。

在这个行业里，只有少数参与者能像塔尔这样，为电信供应商提供端到端服务。此外，行业也对新参与者设置了障碍——只有能够提供全方位的服务，他们才有资格参与竞争。这意味着他们必须拥有大量技术熟练而且随时可以进入项目施工现场的人才储备和充裕的流动资金。

财务业绩

2008年，塔尔的净收入达到850万沙特里亚尔（约合230万美元），较上年同期增长了118%。收入的飞跃得益于电信运营商和电信设备供应商越来越多地将主要基础设施建设活动外包给塔尔这样的公司，而塔尔则能及时有效地执行他们的计划。

随着收入的增长，公司当年的总利润和净利润分别达到净收入的26.4%和10.6%。2009年的初步财务业绩表明，塔尔公司已成功避开全球金融和经济危机，公司净收入

增长 12.2%，达到 950 万里亚尔（250 万美元），总利润和净利润分别为净收入的 20.8% 和 5.3%。

尽管如此，公司仍需要增加资金注入，为已完工工程和在建工程对应的应收账款提供营运资金，应收账款的大量存在也是这个行业的管理特点（附录 7.8：2007 年塔尔的主要财务数据）。

增长潜力

展望未来，塔尔将受益于沙特国内电信行业的快速增长，尤其是 3G 和宽带互联网市场的发展（附录 7.9 为 2008 年到 2012 年期间沙特电信运营商的收入）。公司业务扩张来自于诸多因素的推动。自从加入世界贸易组织以来，沙特政府承诺为电信运营商提供 30 亿~40 亿美元的资金，用于建设全国性的网络设施，通过大量安装模拟及光纤电缆等电信设备，实现互联网接入和电子服务的普及，从而将沙特阿拉伯的主要城市变成数字化大都市中心。

沙特消费者购买力及国内年轻人口的增加，预计将在未来几年内进一步推动移动技术和宽带普及率的增长（附录 7.10 为 3G 技术、互联网和固话线路的市场前景）。

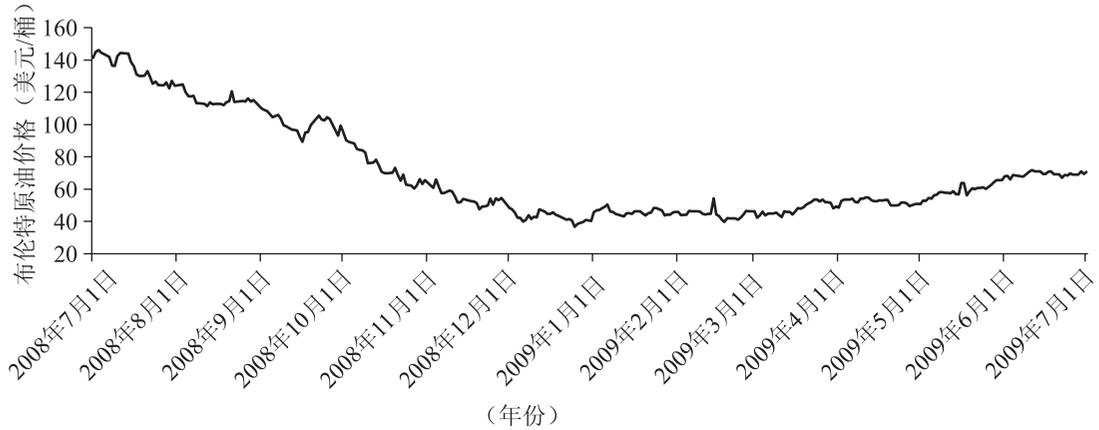
随着电信运营商不断增加新的用户，他们的关注点将转移到网络质量和网络升级方面。可以预见，电信行业出现的新竞争将导致行业利润率的压缩以及价格水平的下降，这将迫使运营商不得不着手于降低运营费用，在现有的资产负债表中发掘价值，从而为未来项目通过融资。信号塔共享以及第三方信号塔企业也将就此出现。

这些市场动态对电信基础设施和服务的供方市场将产生深远影响。电信基础设施的建造和升级，是推动电信行业在技术、地域和服务上实现扩张的前提。本地区的进一步发展潜力已经呈现，尤其是在塔尔的电信客户启动国际和地区性扩张计划的国家，潜力尤为明显。

此外，通过向电信运营商提供建设、维护、持有和租赁网络站点及基础设施，还为进一步提高塔尔在价值链中的地位创造了机会。尽管这种资产管理模式已在美国和欧洲流行了十几年，但是在中东地区却鲜有耳闻。除了增加电信基础设施服务企业的利润之外，这种模式还可以通过与蓝筹客户签订长期协议创造出诱人的年金收入。另外，电信运营商也会从这些交易中受益，因为他们可以凭借有限的资本支出快速扩大业务覆盖面。据行业专

家预测，在未来4年里，资本开支将大幅增长（附录7.11为2009年沙特阿拉伯市场的电信行业资本支出，附录7.12为塔尔管理层及西拉杰的收入预测）。

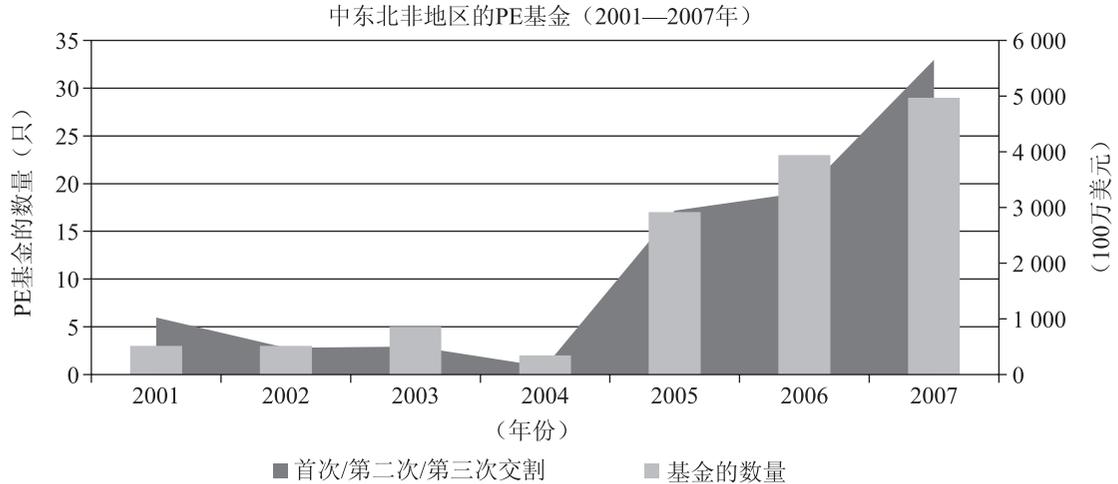
附录7.1



石油价格：2008年7月—2009年7月

资料来源：Zawya 私募股权监测中心（Zawya Private Equity Monitor）。

附录7.2



中东北非地区的私募股权基金（2001—2007）

资料来源：Zawya 私募股权监测中心，中东北非地区私募股权协会（MENA Private Equity Association）。

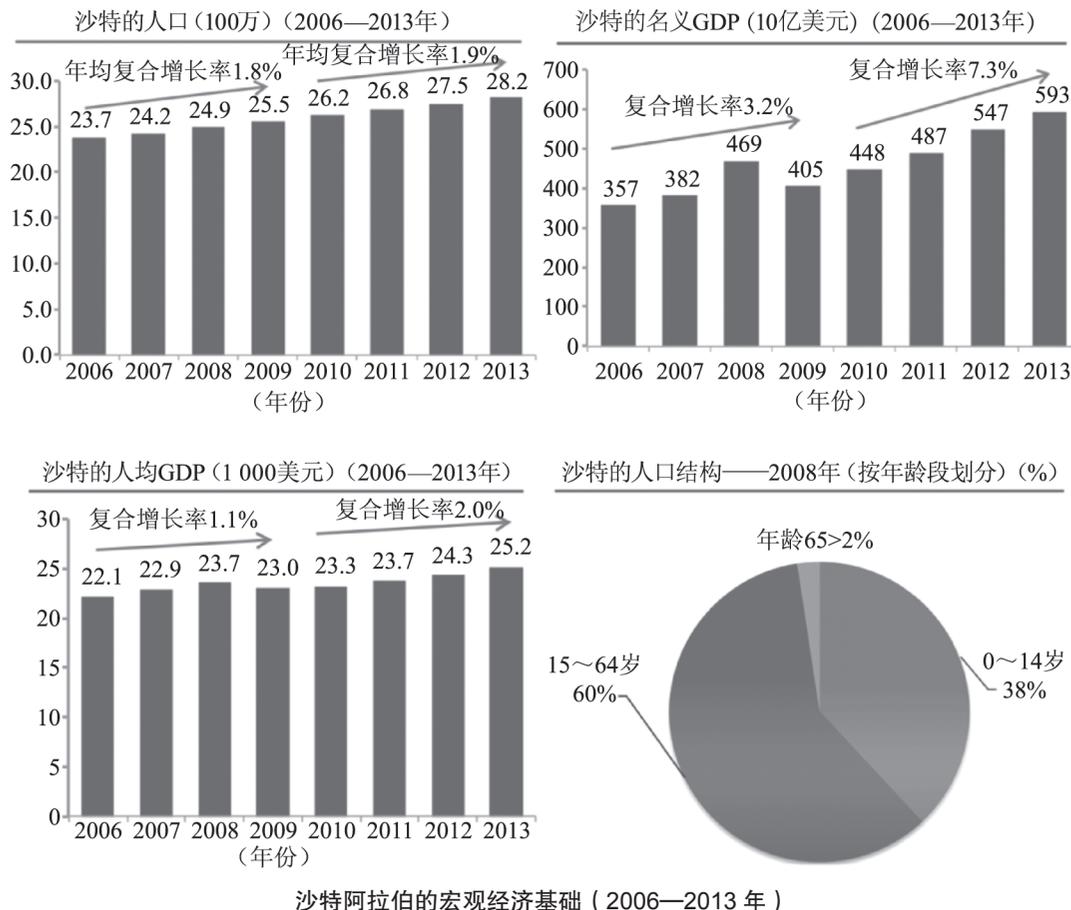
附录7.3

西拉杰资本公司的常规投资范围

| 日期 | 公司名称 | 所在板块 | 西拉杰的持股比例(%) | 投资现状 |
|----------|--------------------|--------|-------------|--------------|
| 2007年7月 | Morpheus IT | 信息技术 | 16.70 | 破产 |
| 2008年4月 | Salata | 农业 | 80 | 已扩大到沙特全境 |
| 2007年4月 | Reidin.com | 房地产服务 | 25 | 进入土耳其 |
| 2009年5月 | Lomar | 高端零售 | 30 | 店面数量增加200% |
| 2007年7月 | RE Janayen I、II、IV | 员工餐饮住宿 | 30 | 在新加坡上市 |
| 2010年11月 | 沙特假日酒店 | 旅游住宿 | 10 | 第一批3家酒店在沙特开业 |

资料来源：西拉杰资本公司。

附录7.4



资料来源：西拉杰资本公司。

附录7.5

西拉杰资本公司的价值创造示例

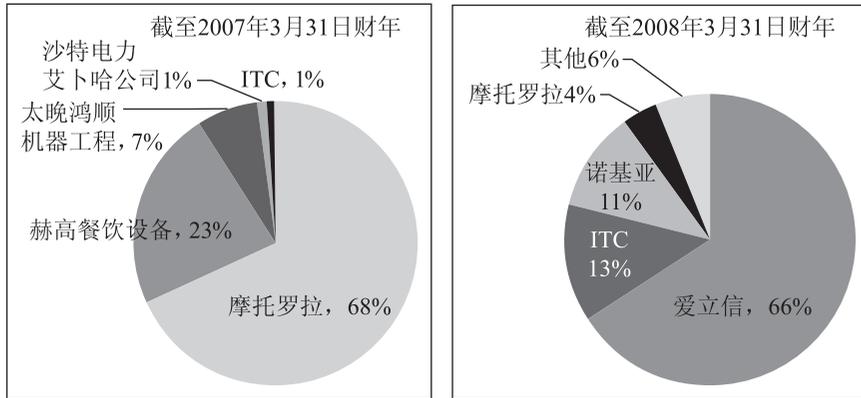
| 公司名称 | 战略 | 财务 | 人力资源 | 营销销售 | 运营 |
|--------------|---|--|---|--|--|
| 萨拉塔 (Salata) | <ul style="list-style-type: none"> - 与行业专家管理团队合作制定公司总体发展战略 - 与拉扎德开发综合性“管理演示”，制订与战略合作伙伴开发沙特和巴林市场的总体规划 - 与英国农业咨询公司 Bidwells 合作，为技术尽职调查、管理扩展、营销、供应链及可持续发展战略等方面提供支持 - 与 Lovells 公司合作工作筹集专项资金并注册 Salata IP - 保留拉扎德作为首席财务顾问，为海湾合作机构投资者筹集资金 2 000 万美元 | <ul style="list-style-type: none"> - 聘请拉扎德担任牵头财务顾问，向海湾合作委员会成员国的机构投资者筹集 2000 万美元 - 任命临时首席财务官制定财务报表，为毕马威公司进行的第一次重大审计做准备 - 以额外的股东贷款注入 100 万美元，满足短期营运资金需求。目前正在争取另外 300 万美元，补充营运资金 - 开发月度报告综合预测模型 - 任毕马威会计师事务所为公司审计师 | <ul style="list-style-type: none"> - 成功启动财务经理（替代西拉杰 IMU 团队的成员）和营销部经理的招聘工作 - 制定各职能部门的人力资源路线图，并将其作为公司扩展计划的一部分 | <ul style="list-style-type: none"> - 与广告代理机构合作，开发“Salata”品牌及相应的标志和标签 - 与代理机构合作创建萨拉塔的第一个网站 - 制作接受 BBC 采访使用的营销信息以及在《Emirates 24/7》上发表文章 - 为业务发展活动提供支持，以确保和 Unifrutti 签署购销协议 - 萨拉塔被提名为 2011 年“阿拉伯 500 强” | <ul style="list-style-type: none"> - 与哈伊马角投资局就土地、电力和海域权进行谈判 - 支持 CEO 取得欧盟的独家技术供应商协议 - 为进入沙特的顶级食品及饮料客户群创造条件 |
| 洛马公司 (Lomar) | <ul style="list-style-type: none"> - 制订置年度平衡记分卡，以监督公司经营业绩 - 季度董事会会议 - 通过在“Hemza”旗下开发二线品牌，进入信用等级达 B/B+ 的细分市场 - 牵头开展与高端女性品牌收购目标进行讨论 - 以在沙特“拥有”经营网点为目标；通过“特许经营”进入中东和北非地区的市场 - 与法律顾问商定和保护知识产权及品牌权 | <ul style="list-style-type: none"> - 引进预算及现金流规划系统 - 修订公司现金支付流程，将营运资金周期内缩短了至少 20 天 - 通过银行引荐，通过对 SR I 米 LC 线及采购订单的批准 - 将审计机构调整为毕马威 | <ul style="list-style-type: none"> - 支持西拉杰投资管理部門成员担任首席财务官；升级内部流程和控制，培训公司会计团队 - 创建岗位职责描述，采访了 20 多位“品牌管理机构”；目前正在最终确定入围候选人名单 - 与管理层合作制定店铺推銷员的任用及职业发展规划 - 与洛马公司的首席执行官定期就财务、预算和现金管理进行培训讨论会 | <ul style="list-style-type: none"> - 公司被提名为“沙特增长最快百强”并排名第 13 位；洛马公司的 CEO 已成为该项活动的“代言人” - 向费尔蒙特集团区域董事介绍洛马关于费尔蒙特麦加零售广场的店面选址战略 - 向区域航空公司和酒店集团董事介绍洛马的预约赠品方案 - 在西拉杰资本的成功试点项目基础上启动新的“企业客户”计划 | <ul style="list-style-type: none"> - 确定主要瓶颈因素——生产，并与管理层和政府机构合作推动新生产设施及新工人签证的完成 - 提议和主导沙特女性生产力运动（目前已经有 12 名女性工作人员），缓解所谓的“沙特化”问题 |

续表

| 公司名称 | 战略 | 财务 | 人力资源 | 营销销售 | 运营 |
|-------------|---|---|--|--|---|
| 塔尔 | <ul style="list-style-type: none"> - 设置平衡记分卡，以监督公司业绩 - 战略重点向增长更快的宽带业务和重复性收入转移 - 就扩大巴林市场发起伙伴关系讨论，同时采取拥有和租赁电信信号塔的措施 | <ul style="list-style-type: none"> - 以股东贷款形式向公司注入近 200 万美元 - 从黎巴嫩银行获得 250 万美元信贷额度；并扩大到 500 万美元 - 推出融资计划，为公司提供实现增长目标（正在进行中）所需要的资金 - 将公司的审计机构调整为毕马威会计师事务所，并修订收入确认程序 | <ul style="list-style-type: none"> - 筛选并采访了超过 50 名 CFO 和人力资源主管候选人 - 任命西拉杰 IMU 团队成员担任 CFO；升级内部流程与控制，培训公司的会计团队 - 由于现任首席执行官已接近退休年龄，因而讨论聘请新任首席执行官作为过渡，并将此作为后续计划的一部分内容 | <ul style="list-style-type: none"> - 重新设计公司标识 - 重新启动的公司网站 - 协助公司参与各投标活动的财务部分内容 - 主导部分合同谈判 - 公司被提名为“沙特增长最快百强”并连续 2 年连续第 11 名 - 被提名为 2010 年“阿拉伯 500 强” | <ul style="list-style-type: none"> - 安装新的财务软件 - 安装 ERP 系统 - 简化部分关键流程，包括预算、现金流管理、计价及收款 - 以毕马威取代本地的第三级审计员 |
| 雷丁 (Reidin) | <ul style="list-style-type: none"> - 设计和领导年度战略和行动规划研讨会，协助改进公司的增长焦点及产品战略 - 支持 H2T、麦格理资本和德意志银行的筹集资金活动 - 对与技术互补型公司和并购对象建立合作伙伴关系和战略联盟的机会进行评估 | <ul style="list-style-type: none"> - 以可转换债券注入资金 50 万美元，作为支持公司业务发展的过渡性融资 - 目前正在指导财务经理开展每月收益结构的预测 - 强化公司财务报告标准，以确保与国际会计准则接轨 | <ul style="list-style-type: none"> - 成功推动了直销部门主管的招聘工作 | <ul style="list-style-type: none"> - 针对内部销售最佳实践和激励薪酬计划对管理层提供指导 | <ul style="list-style-type: none"> - 通过扩大董事会、吸引 2 名非执行董事的方法改善公司治理 - 协助麦格理资本的市场准入路演，向包括吉达市长在内的沙特主要机构和人士推荐业务 |

资料来源：西拉杰资本公司。

附录7.6



主要客户对塔尔收入的贡献率

资料来源：Tower 财务数据。

附录7.7

塔尔的管道项目和已宣布项目

| 部门 | 项目名称 | 供应商 | 施工地数量 | 状态 | 预计项目金额 (沙特里亚尔) | 预计开工时间 | 预计完工时间 |
|-----|--------|------------|-------|--------|----------------|------------|-------------|
| GSM | 绿地施工 | 爱立信 | 25 | 已中标 | 9 375 000 | 2010年1月1日 | 2010年12月31日 |
| GSM | 绿地施工 | 沙特电信 (艾哈德) | 40 | 进入最终名单 | 17 400 000 | 2010年5月1日 | 2011年3月31日 |
| GSM | 绿地施工 | NSN (Zain) | 14 | 进入最终名单 | 5 600 000 | 2010年5月1日 | 2011年3月31日 |
| GSM | 屋顶安装 | 爱立信 | 36 | 已中标 | 3 780 000 | 2010年1月31日 | 2010年12月31日 |
| GSM | 屋顶安装 | 沙特电信 (艾哈德) | 17 | 进入最终名单 | 5 355 000 | 2010年5月1日 | 2011年3月31日 |
| GSM | 屋顶安装 | NSN | 20 | 进入最终名单 | 5 600 000 | 2010年5月1日 | 2011年3月31日 |
| GSM | 电信深安装 | NSN | 34 | 进入最终名单 | 850 000 | 2010年5月1日 | 2011年3月31日 |
| GSM | 电信深安装 | 沙特电信 | 74 | 正在招标 | 1 850 000 | 2010年5月1日 | 2011年4月30日 |
| GSM | 建设项目收购 | 爱立信 | 20 | 进入最终名单 | 230 000 | 2010年5月1日 | 2011年4月30日 |
| GSM | 建设项目收购 | 沙特电信 | 74 | 正在招标 | 851 000 | 2010年5月1日 | 2011年4月30日 |

续表

| 部门 | 项目名称 | 供应商 | 施工地数量 | 状态 | 预计项目金额 (沙特里亚尔) | 预计开工时间 | 预计完工时间 |
|-----|--------|---------------|-------|--------|-------------------|----------------|-----------------|
| GSM | OSP 安装 | 沙特电信 (艾哈德) | 11 | 进入最终名单 | 7 425 000 | 2010 年 5 月 1 日 | 2011 年 3 月 31 日 |
| GSM | | 沙特电信 | 266 | 正在招标 | 99 750 000 | 2010 年 5 月 1 日 | 2011 年 3 月 31 日 |
| | | | | 合计 | 158 066 000 | | |

资料来源：塔尔公司管理层。

附录7.8

塔尔公司的主要财务指标 (2007—2009 年)

(单位：100 万沙特里亚尔，截至 3 月 31 日的财政年度)

| | 2005 年 10 月 10 日— 2007 年 3 月 31 日 | 2008 年 3 月 31 日 | 2009 年 3 月 31 日 | 截至 2007 年 3 月 31 日的 10 个月 | 2007 年 3 月 31 日 |
|-------------------------|--------------------------------------|--------------------|--------------------|------------------------------|--------------------|
| 收入净额 | 392 | 8 552 | 9 597 | 21 033 | 24 498 |
| 增长率 (%) | | 118 | 12 | | 155 |
| 销售成本 | -2 604 | -6 291 | -7 601 | -14 723 | -17 434 |
| 利润总额 | 1 318 | 2 261 | 1 996 | 631 | 7 064 |
| 毛利率 (%) | 34 | 26 | 21 | 30 | 29 |
| 管理费用 | -1 573 | -0.785 | -0.752 | -2.001 | -2.12 |
| 占收入的百分 (%) | 40 | 9 | 8 | 10 | 9 |
| EBITDA | -0.256 | 1 477 | 1 244 | 4 308 | 4 944 |
| EBITDA 盈利率 (%) | -7 | 17 | 13 | 21 | 20 |
| 折旧及摊销 | -0.038 | -0.514 | -0.621 | -0.207 | -0.215 |
| 营业利润 (EBIT) | -0.294 | 0.962 | 0.622 | 4 101 | 4 729 |
| 财务费用 | -0.008 | -0.055 | -0.117 | -0.681 | -1 104 |
| 扣除 Zakat 之前的 利润 | -0.302 | 0.962 | 0.505 | 342 | 3 625 |
| 转法定储备金 | 0 | -0.061 | -0.051 | 0 | 0 |
| 留存收益 | 0.302 | 0.545 | 0.998 | 4 291 | 4 533 |
| 扎卡特 | 0 | 0 | -0.077 | 不适用 | -0.091 |
| 扣除 Zakat 之前的 利润率 (%) | 0 | 0 | 7.70 | 2.50 | 2.50 |
| 年度净利润 | -0.302 | 0.907 | 0.505 | 4 291 | 3 534 |
| 利润率 (%) | -8 | 11 | 5 | 20 | 14 |

资料来源：西拉杰资本公司。