



---

# 私人股权投资

孙树杰

2008年4月

---

# 市场、战略、资本.....企业竞争焦点的转换

## ■ 要不要外面的钱？

- 基金能给企业带来什么价值？
- 干嘛不直接上市？
- 什么时候要钱合适；

## ■ 怎样才能拿到外面的钱？

- 价格能否便宜；
- 代价大不大；
- 企业直接跟基金打交道，还是请投资顾问？

## ■ 我自己值多少钱？

- 怎样估值；
- 让出多少比例合适；

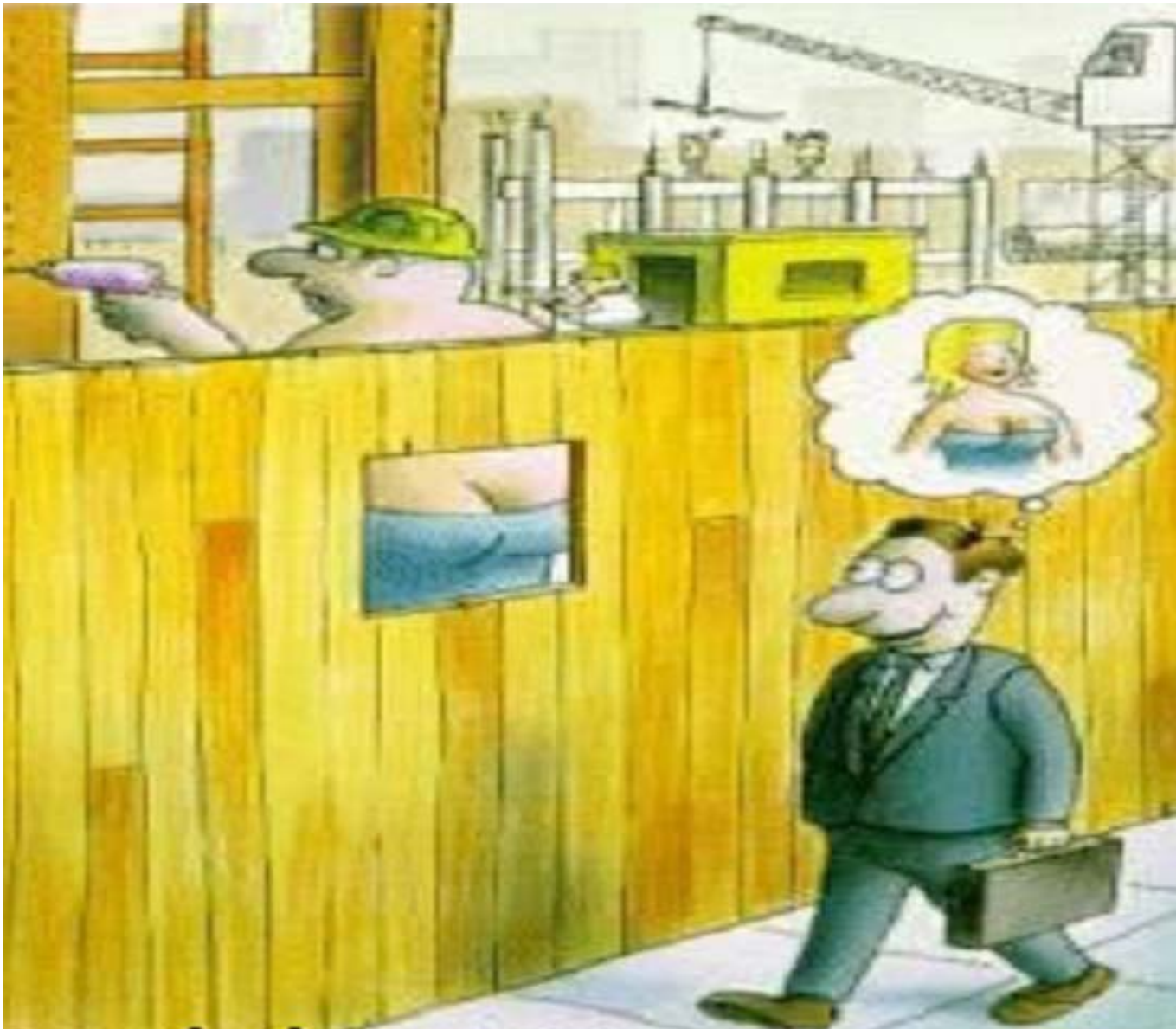
## ■ 怎样与基金股东打交道？

- 股东们关注什么；

## ■ 基金怎样变现？

- 投资者的多种退出方式；
- 选择上市地点的标准：价格第一？

## 目前对资本市场的认识程度...



# 本次交流要达成的目标...

- 对私人股权投资市场有整体了解；
- 了解股权投资的基本流程；
- 把握股权投资的几个关键点；
- 掌握一些基本概念；
- 具备整合相关专业力量，完成自身股权投资全过程的能力；

# 目录

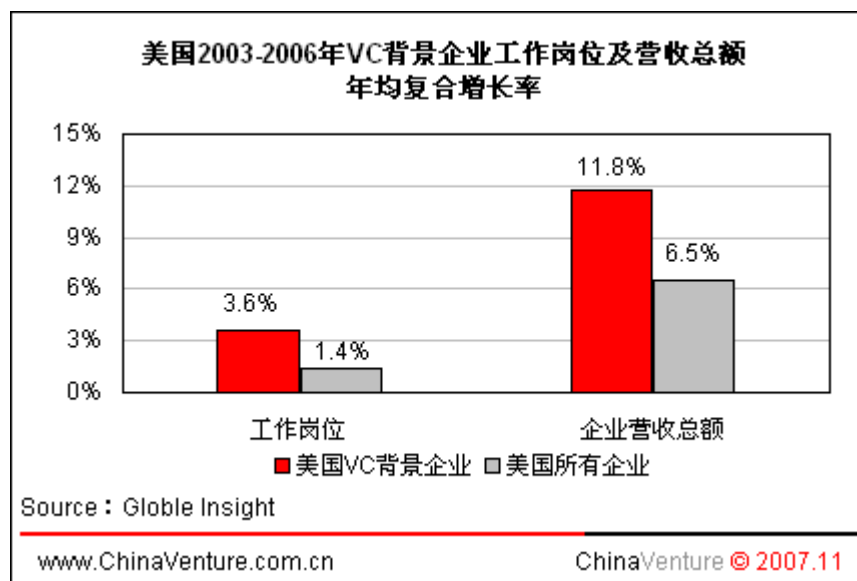
- 资本改变经济格局
- 股权投资的国内外市场现状
- 股权投资基金的设计与运行机制
- 投资决策与项目的初步筛选
- 尽职调查
- 选择恰当的估值方法
- 设计合理的交易架构
- 杠杆交易
- 股权投资的风险控制
- 股权基金的退出
- 关于上市
- 附：主要证券市场上市对比

# 为什么谈论她：私人股权投资改变世界经济格局

- 2005年全球股权投资基金融资超过3500亿美金，2006年4000亿美金；2007年前9个月已经是3700亿，全年预期接近5000亿美金；
- 以上数字是关于纯粹股权投资，而杠杆收购活动常常使用大量负债；
  - 杠杆收购能够撬动至少3到4倍的交易额；
  - 2007年全球并购项目交易额超过4万亿美金；
- 每5个收购项目中就有1个有私人股权基金参与；
- IPO市场：绝大多数IPO有基金的参与；
- 私人股权投资涉及的项目交易金额在某些国家占到GDP总量的2—5%；
  - 中国是0.5%，大有可为；
  - 基金的从业人数相对很少；
  - 巴菲特：他的公司伯克希尔-哈撒韦(BRKA) 2008年2月初提出愿意为三家债券保险公司承保的价值8000亿美元的市政债券提供再保险；

# 私人股权投资促进企业成长，改变企业治理模式

- 英国风险投资协会的一份报告中指出：在过去的7年中，英国私营企业部门**19%**的人员就职于私人股权投资支持的公司；
  - 这些公司5年间的雇佣增长率是大型上市公司的**5倍**；
- 在美国计算机及周边设备产业、软件产业VC背景企业高度集中，其VC背景企业工作岗位数量分别占本行业总数的**94%**和**88%**。
- 私人股权投资为企业带来附加价值；
  - 督促高层专注于真正的管理，而不是单纯的遵守法律规则；
  - 资本和税收结构优化；
  - 高度竞争力的激励机制；
  - 聪明的人才，聪明的想法；



# 拥抱她，或被她抛弃：私人股权投资改变战略决策思路

- 传统的战略决策思路；
  - 充分利用外部机会；资源与机会的最大限度的匹配；
  - 疑问：资源优先，机会优先？
  - **TCL李东生的海外同业收购扩张VS联想柳传志的投资转型**
    - 收购法国汤姆逊；
    - 收购烟台恩度，石药；
- 出发点不同；
  - 能放弃，才更能够创造；
- 资本市场对企业价值的看法
  - 价值= $\text{NOPLAT}_{t=1} (1 - g/\text{ROIC}) / (\text{WACC} - g)$
- 战略目标应围绕价值创造设定；
  - 业务出售、继续持有；
- 价值管理理念意味着：
  - 多元化成为企业发展的必然路径；
  - 兼并比自我发展具备更高的成功率；
  - 撬动/整合内外部资源，实现价值最大化；
    - 美国农民；



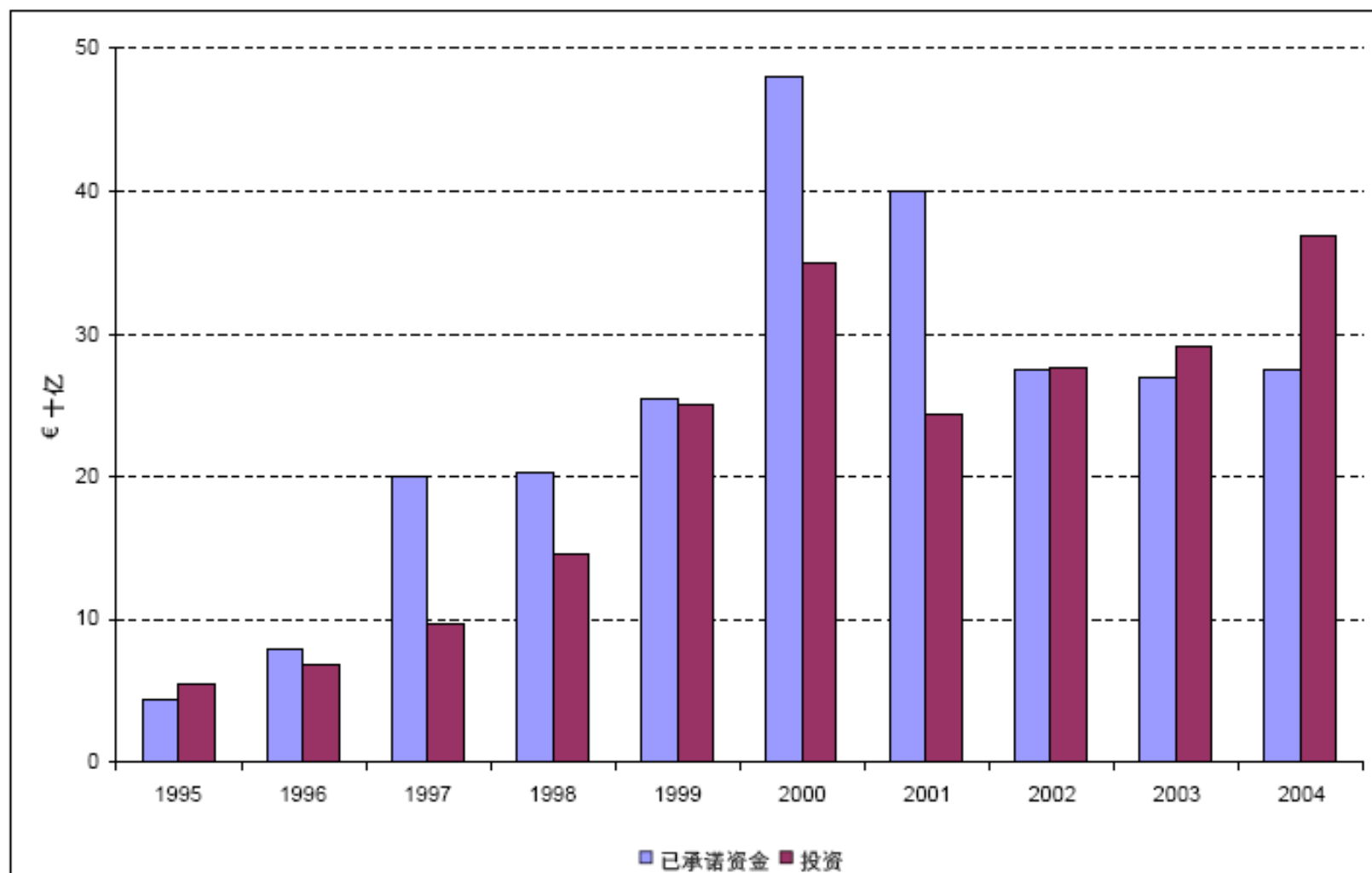
# 目录

- 资本改变经济格局
- 股权投资的国内外市场现状
- 股权投资基金的设计与运行机制
- 投资决策与项目的初步筛选
- 尽职调查
- 选择恰当的估值方法
- 设计合理的交易架构
- 杠杆交易
- 股权投资的风险控制
- 股权基金的退出
- 关于上市
- 附：主要证券市场上市对比

# 1) 全球：私人股权投资行业扫描

- 私募市场规模年均增长超过10%；
  - 考虑到全球GDP的年均增长少于4%；
- 私人股权投资基金规模变得更大：
  - 最大的6家机构控制超过50%的私人股权投资资产；
  - Blackstone 刚刚募集完成200亿美元的基金；TPG融资150亿；KKR融资165亿；Bain Capital 筹措100亿美元；Permira筹措100亿欧元.....
  - 私人股权投资机构是各种专业服务的大客户：Blackstone在2005年向投资银行支付了3.58亿美元（福布斯杂志）
- 二级市场交易量大幅增加：
  - 上市不再是股权投资基金套现退出的唯一和主要方式；
  - 2005年，28%的收购交易在私人股权投资机构之间进行；

# 欧洲一股权投资基金规模稳定增长



来源: 欧洲私人股权投资与风险投资协会, 欧洲地区私人股权投资和风险投资活动问卷调查, 2004

# 收购是私人股权投资的主要操作方式

- 在整个美国和欧洲，大约2/3的股权投资资金被用于收购；
- 但是杠杆效应明显——通常资本结构中只有30%是股权投资，甚至更少；也就是说，实际交易价值要比股权投资数字显示的大得多；
- 中国：资本成为产业整合的主要推手
  - 竞争升级的必然：成本，品牌；
- 目前阶段，私人股权投资的资产估值和杠杆效应都非常高（[图示](#)）；
- 交易也变得更大：
  - 2006年11月，美国医院集团HCA以330亿美金的价格被共同投资者收购：投资人包括：Bain Capital，KKR以及Merrill Lynch基金。这是目前为止最大的收购、、、
  - 2006年11月，黑石同意以360亿美金的价格收购位于芝加哥的写字楼管理公司Equity Office Properties Trust。；
  - 2007年1季度，共有38家中国企业得到PE投资，投资总额达24.94亿美元。

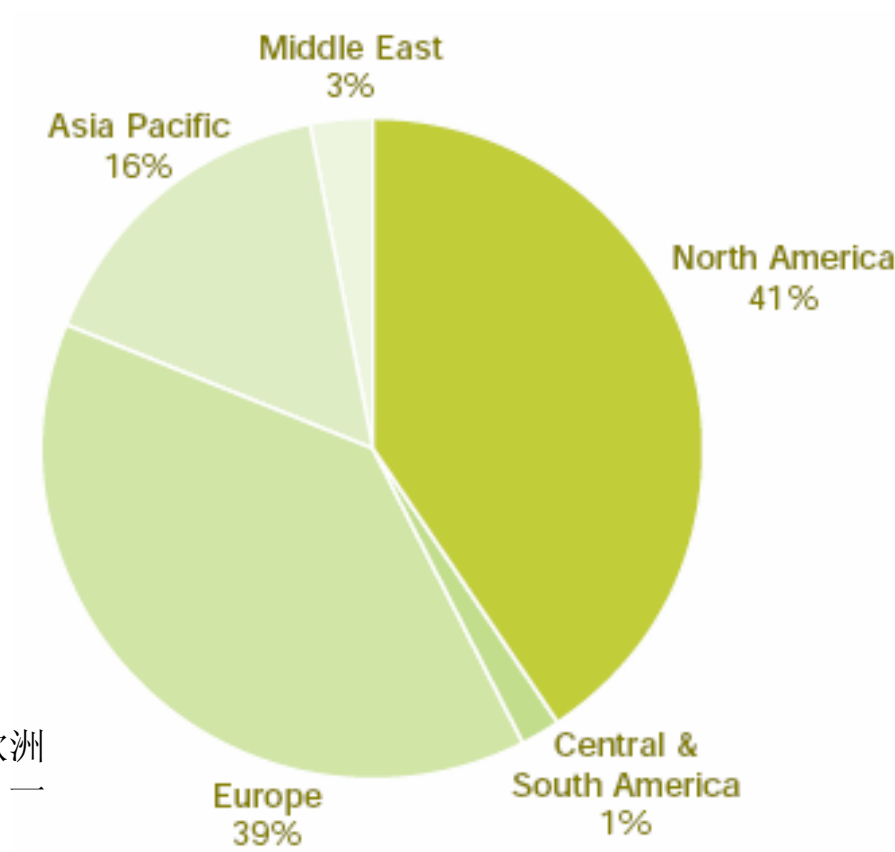
# 大型收购基金是欧洲地区私人股权投资的亮点

- 收购基金，特别是大型的收购基金，是欧洲地区收益最高的私人股权投资机构；
  - VentureXpert数据显示，从基金成立截止到2005年，欧洲大型收购基金（总资产超过10亿欧元）的累积净内部收益率约为21%；
  - 相似规模的美国大型收购基金的累积净内部收益率较低，约为14%；
- 近来，特别是**2005**年，欧洲地区规模超过10亿欧元的大型收购基金的数量急剧增加；
  - 欧洲地区收购基金的发展还有很大空间：例如基金整合、反混合兼并、处置家族所有权和家族企业继任问题等；
- 专注于欧洲地区收购业务的基金数量也在增加；美国的基金公司在欧洲的收购业务十分活跃；

## 2) 中国：私人股权投资潜力巨大

### 2003/2004年度吸引私人股权投资最多的前20个国家/地区

- |               |                     |
|---------------|---------------------|
| ■ 北美          | ■ 中东 & 非洲           |
| ■ 1 美国 (1)    | ■ 15 南非 (15)        |
| ■ 17 加拿大 (13) | ■ 16 以色列 (16)       |
| ■ 欧洲          | ■ 亚太                |
| ■ 2 英国 (2)    | ■ <b>3 日本 (3)</b>   |
| ■ 4 法国 (4)    | ■ <b>7 澳大利亚 (6)</b> |
| ■ 5 德国 (7)    | ■ <b>8 中国 (9)</b>   |
| ■ 6 西班牙 (10)  | ■ <b>12 南朝鲜 (8)</b> |
| ■ 9 新西兰 (11)  | ■ 13 印度 (14)        |
| ■ 10 瑞典 (12)  | ■ 14 新加坡 (18)       |
| ■ 11 意大利 (5)  | ■ 18 马来西亚 (-)       |
| ■ 19 丹麦 (20)  | ■ 20 巴基斯坦 (-)       |
|               | ■ 中南美洲              |



#### 股权投资基金的投向分布

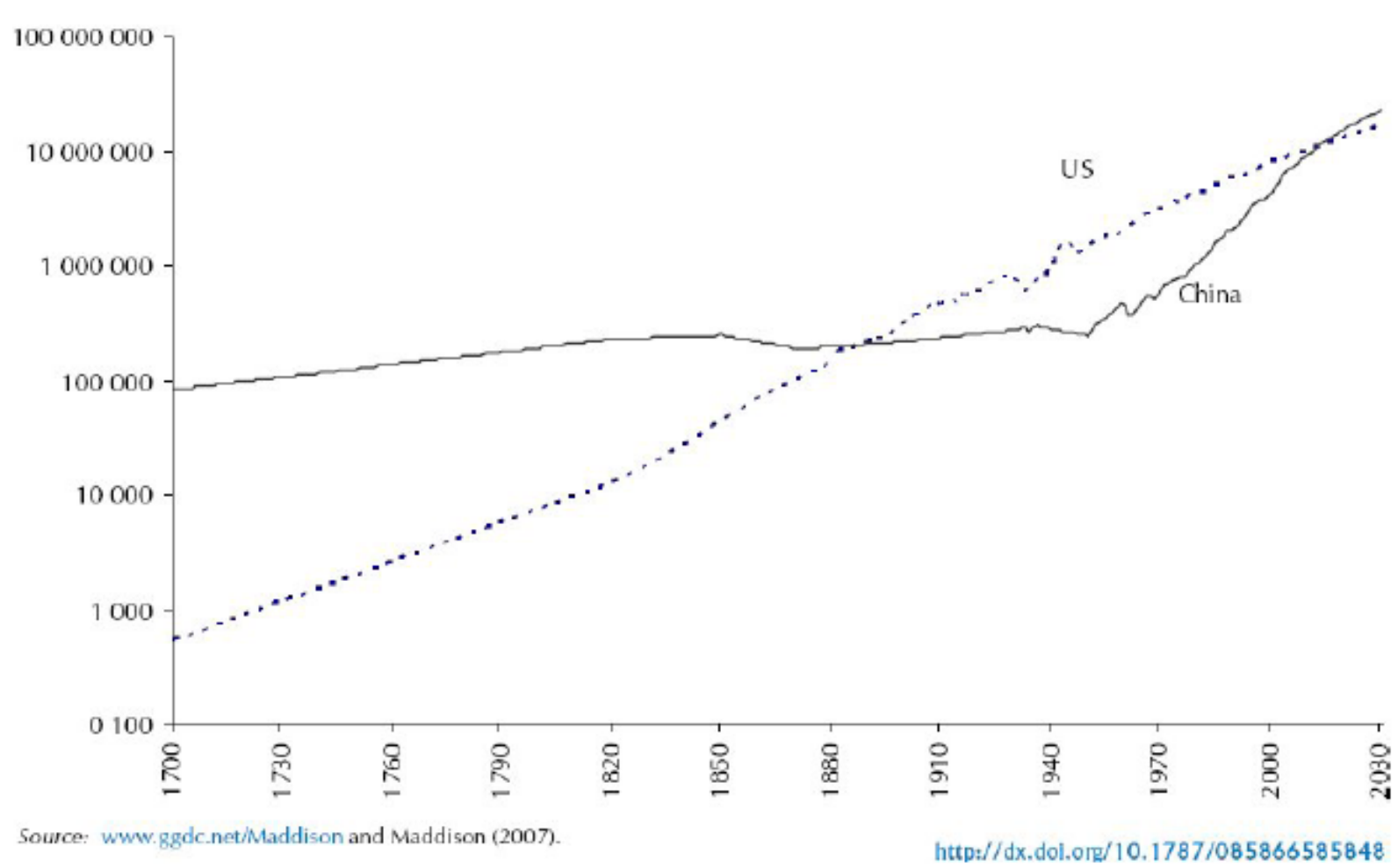
从历史数据看，美国占有67%的融资份额；欧洲占有25%的份额；留给其他地区的资金很少，一共不到10%；

有迹象表明东方国家的份额在逐渐增加；

# 2008: PE的好日子

- **2007年第一季度，17只可投资于中国的亚洲PE基金实现募资比去年同期上涨329.5%。预计2007年国内的PE投资额将保持在100亿美元以上，可投资额500亿。**
- **在中国，PE较多关注新兴的民营企业。这些企业一般成长速度快，股权干净，几乎没有历史遗留问题，但是宥于规模等原因往往难以取得银行资金支持，因而成为PE垂青的对象。**
- **PE投资的行业主要涉及消费品、金融、物流、网络、生物医药、资源及新能源、微电子产品等。**
  - 2006年传统行业共发生73起PE投资案例，占年度PE投资案例总数的56.5%；该行业投资金额为65.13亿美元，占年度总投资额的50.2%。
- **最新数据显示，2007年第一季度，共有9家PE支持的中国公司在海内外上市，使PE实现了退出。**
- **PE在中国正经历着黄金时代。**
  - 投资目标企业的盈利水平在20-30%，远远高于欧美等发达国家的7-8%。
  - 顶级基金的年均回报超过80%；
  - 2005年高盛投资无锡尚德的2,500万美元变成了4亿美元，半年回报16倍。
  - 2008年银根再次紧缩.....

# 为什么投资中国...



按1990年国际美元（百万）计算  
孙树杰

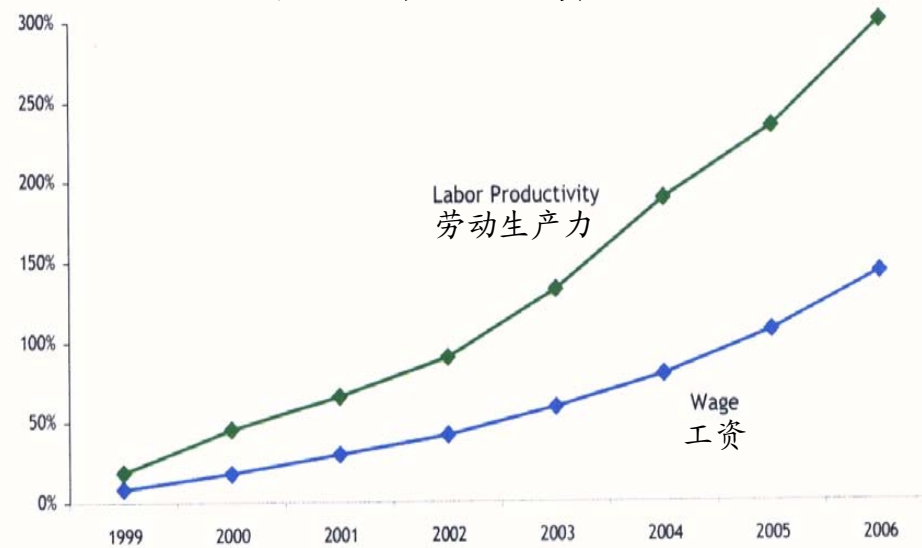


# 更多理由：生产力提升为投资提供坚实支撑

- 推动了公司的利润增长，同时为私人股权投资提供了高质量的投资目标；
  - 技术更新；
  - 劳动力在总成本中的比例下降；
- 受过更好教育的劳动力；
- 城市化；
- 公民金融资产的快速增长和投资需求；

大学及研究生毕业人数  
增长迅速！40万到490万！

累计劳动生产力与工资的增长



孙树杰

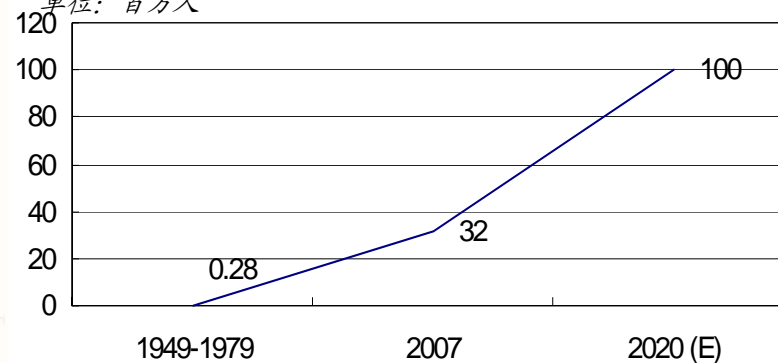
Source: CEIC, JPMorgan

No. of Chinese Educated Overseas

海外受教育的中国人数

Unit: million people

单位：百万人



# 国内消费能力增加

- 城市化进程
- 中产阶级增加，不局限于一线城市
  - 可支配收入增加
  - 对代表生活方式的产品需求增加
    - 不是一味追求价廉产品
  - 物业与汽车：绝大多数城市居民的主要消费
- 金融服务改善/更灵活
  - 消费信誉
  - RMB升值：居民更富裕
- 中国零售市场规模**2006**年是**8000**亿美金，仅次于美国和日本市场，大于亚洲其他所有国家市场的总和。**5**年后将达到**13000**亿美金的规模。
  - 中国消费者比全球其他消费者花费更多的时间在购物上。
    - 9.8 hours (China) Vs. 7.2 hours (average of Brazil, Russia, India and China) Vs. 3.6 hours (US) a week

# 中国资本市场已经成为投资基金新的退出通道

## ■ 证监会将力促建立完善的多层次资本市场

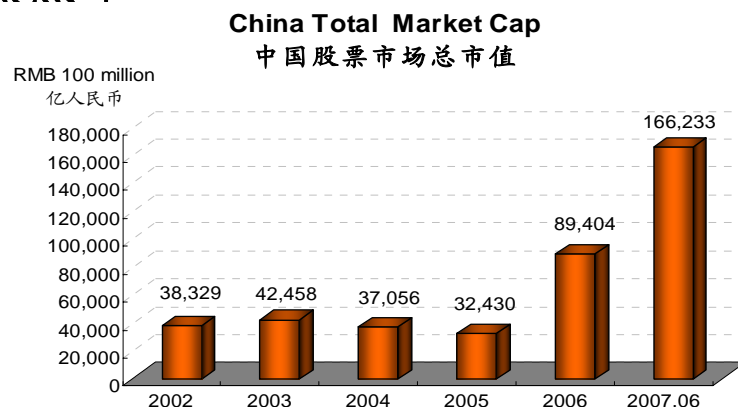
□ 主板：A 股

□ 中小企业板

□ 创业板

□ 地方性股权交易中心

## ■ 中国成为首次公开招股的重点中心



Source: ISI Securities

## 2006年IPO融资总额

610亿美元



中国大陆+香港

490亿美元



伦敦

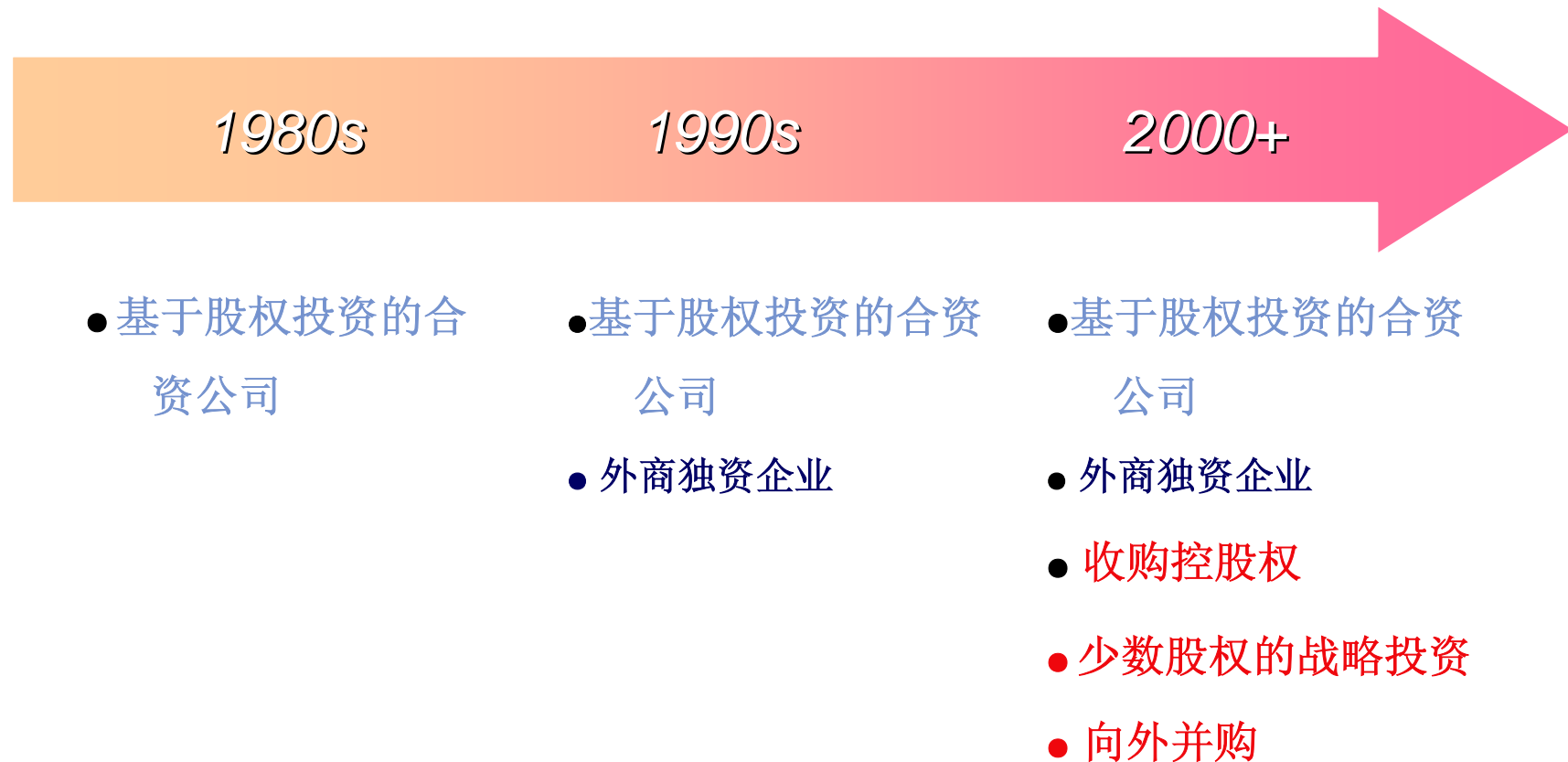
480亿美元



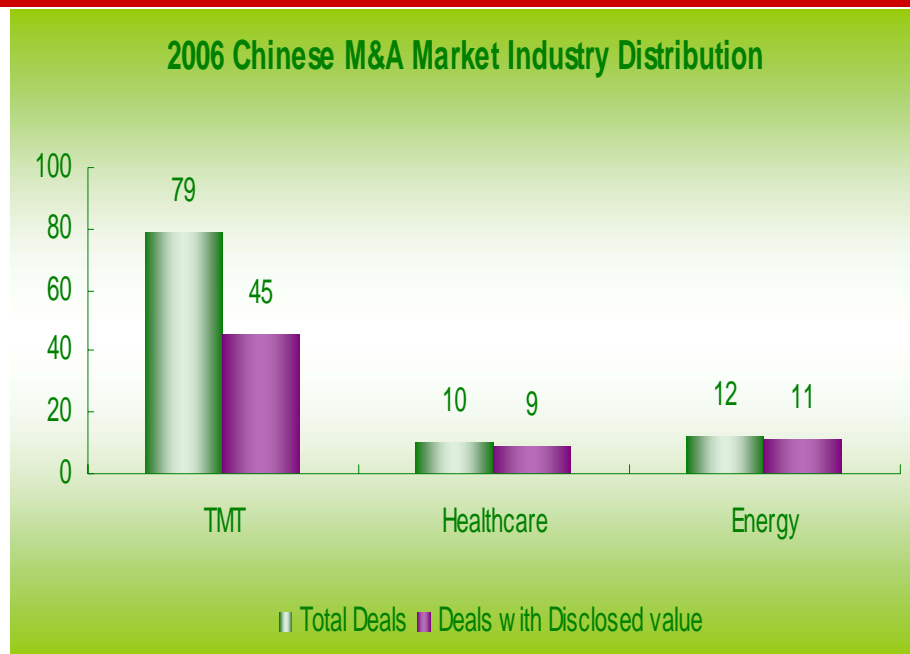
纽约+纳斯达克+美国证交所

Source: PWC, World Federation of Exchange, JPMorgan

## 其中跨境并购的表现形式也更加多样化



# TMT等继续成为基金关注的热点领域



- 2006年中国市场并购的热点领域是技术、媒体、电信 (TMT)，并很可能延续到2007年；
  - 根据欧美股市统计，高市值、高市盈率的企业仅分布在TMT行业；
- 能源领域的交易额最大；
- 现有的114家城市商业银行提供了巨大投资空间；
- 消费品市场的增长率始终高于GDP；

# 国家政策创造的产业机会

- 农产品价格不断攀升
  - 国内对谷物需求的快速增长
  - 有限的土地和水资源
    - 世界上22%的人口 Vs.7% 的可耕地 6.2% 的可再生水
- 中国正全力阻止环境恶化
  - 2004年环境恶化的代价 ——相当于 3% 的GDP
  - 减缓污染的步骤
    - 减少重工业，更多服务业
    - 30%GDP来自服务业VS. 50%~70%发达国家
- 中央政府在中西部地区投入更多的资金；
- 中央政府希望到**2020**年有**16%**的能源来自于可再生能源；同期欧洲目标是**20%**；
- 医疗体制改革，确保绝大多数人群得到关注；
  - 50%—30% VS 65%—35%

# 充满机遇的投资领域



## 4) 股权投资基金面临的三大挑战 (1)

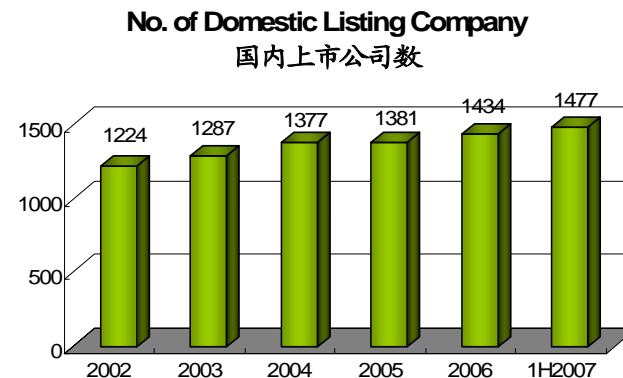
### I. 现代资本市场面临障碍

#### □ 在国内上市门槛相对较高:

- 需连续三年保持盈利
- 实际门槛高于法定门槛, 5000万VS2亿
- 申请程序繁琐
- 股东的三年“锁定期”较长, 而在其他股票市场只需六个月;

#### □ 私人股权投资通行的“红筹”模式受到限制

- 于2006年9月出台的《关于外国投资者并购境内企业的规定》
- 据说2008年3月份开闸;



“红筹”模式: 在境外建立一个特殊目的机构→由该机构收购境内资产→特殊目的机构在境外上市, 私人股权投资者退出





# 股权投资基金面临的三大挑战（2）

## II. 中国正从净资本输入国转变为净输出国

### □ 中国不再缺少资本

- 2006年底中国外汇储备1.663万亿美元，比2005年增加2,473亿美元；
- 组建国家对外投资公司：管理2000亿美金外汇资产；
- 社保基金20%资金投向私人股权投资基金；
- 中美洲某肉制品企业在中国的寻求伙伴之路；
- 一波三折的凯雷－徐工收购案例表明，外资永远受欢迎的时代已经结束。

### □ 价值高企导致收购成本急剧上升

- 2007年8月，施耐德集团在等待了14个月后，放弃了入主陕西宝光真空电器股份有限公司(宝光股份)。施耐德放弃的主要原因是宝光股份的价值重估问题。按照新规定，它需要付出超过原价4倍的资金；

### □ 合格境内机构投资者；QDII基金和个人直投港股估计将推动约6400亿元境内资金流向境外；

# 股权投资基金面临的三大挑战（3）

## III. 本土竞争者采取更积极/激进的方式参与进来

- 联想：中国玻璃，先声药业，石药；
- 战略投资者 与 金融投资者
- 中国投资者 与 国外投资者

中国	本地化, 更快更激进的决策	风险高
外国	标准化, 风险控制, 完善的公司发展计划	决策过程长

# 私人股权投资的政策阻碍

## ■ 政府批准正变得困难

### □ 反垄断

- 国家安全调查
- 垄断调查
- “战略性/敏感性行业名单”准备中
- 在外商投资前即实施更严格的检查

## ■ 地方政府的影响

- 法律执行不均衡
- 缺乏审批的透明度
- 利益分配的冲突，地方政府会要求必须当地投资

## ■ 知识产权保护问题依然存在

- 尽管受到法律保护,但是知识产权保护的执行仍十分有限,侵权行为依然存在

## ■ 有限的立法环境

- 没有专门的立法;
- 在《合伙企业法》修订后,现行法律法规再没有明显的关于合伙制基金的禁绝性条款。但还需要等待各部委出台相应的配套措施:

# 审批过程很复杂

Offshore	FIE	Private Enterprise	SOE	Listed SOE
SAFE	MOFCOM	MOFCOM	SASAC	SASAC
SAT	SAIC	SAIC	MOFCOM	MOFCOM
	SAFE	SAFE	NDRC*	CSRC
	SAT	SAT	SAIC	NDRC*
			SAFE	SAIC
			SAT	SAFE
				SAT
Formal approval required Review for regulatory, tax, and foreign exchange compliance				
LOW	Level of Difficulty			HIGH

- **CSRC**=中国证监会；**SAFE**=国家外汇管理局；**SAIC**=国家工商行政管理总局；**SASAC**=国资委；**SAT**=国税局；**MOFCOM**=商务部；**NDRC**=国家发改委；
- **FIE**=外商投资企业；**SOE**=国有企业；

# 中国股权并购市场的发展趋势

## 并购交易的规模不断放大

- 2006年1月,英博啤酒集团(InBev)-宣布通过系列交易获得福建雪津啤酒100%的股权;交易涉及金额近59亿元;
- 2006年11月,由花旗牵头的6家机构组成的财团以243亿人民币收购广发行85.6%的股份。

## 中方的并购技巧不断提升

- 凯雷-徐工的毒丸计划:如果凯雷未来以公开发行股份上市的方式退出合资公司,一旦有与合资公司构成竞争的潜在投资者A获得上市公司的股份达到或可能超过15%时,上市公司立即向除A之外的所有股东,以人民币一分钱或等值外币的价格,按A实际持有的股份数增发新股;

## 国有资本,尤其是以中央政府控制的国有企业,将领导未来中国的并购市场;

- 2006年10月,蓝星收购法国罗地压集团的有机硅和硫化物业务。交易内容包括专利,生产设备以及销售渠道;
- 2007年5月中投投资30亿美元取得美国百仕通集团10%的股份;

## 私人股权投资基金越来越倾向为中国产业市场的领导者们提供资本和战略顾问服务,来重组相关产业

- 摩根和华平推动国美收购永乐;
- 2007年9月28日,3COM宣布,贝恩资本将联合华为以22亿美元现金收购3Com。华为也将获得3Com的16.5%股份,并与3Com建立商业和战略合作伙伴关系;

## 越来越多的财务顾问公司加入进来

- 高盛 收购福耀玻璃与美的;
- 1993年,高盛出资3500万美元购买了中国平安保险公司6.8%的股份,2005年5月出售套现7亿美元;

## 新的金融工具会在并购交易中越来越广泛的使用

- 股份交换Share swap; 国美收购永乐;
- 部分要约收购Partial tender offer; 2006年,SEB要约收购苏泊尔61%股份;

# 境内并购的成功战略

- 投资能够增值
  - 战略符合
  - 文化符合
- “技术”：不再是一个无意义的词汇
  - 监管部门已经能够评估外方引入的技术是否有价值；
- 一切归于品牌.....
  - 并购并非简单的购买资产；
  - 伦交所前100企业的30%市值来自于声誉；



# 中国私人股权投资市场的特点与挑战

## 特点

- 交易规模相对较小
- 涉及的问题复杂，即便小额交易
- 专业顾问的利用程度低
- 卖方对估值没有清晰的概念
- 担保不可信
- 政策影响显著
- 在税收和销售过程中的守法问题

## 挑战

- 守法问题
- 信息的质量
- 获得并购目标的竞争激烈
- 政策与监管

# 股权投资：天使还是魔鬼？

过去

受到热烈欢迎

中方：“只要你想投资，我们总是欢迎。”

外方：“必须控制，必须是行业领先企业，必须超过15%的回报”

现在

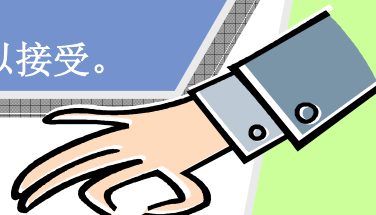
有选择

中方：越来越担心更多行业主导企业被收购，中国经济的竞争力下降，国家经济安全受到威胁，市场上产生垄断企业。

外方：即便不控股也可以接受。

未来

?





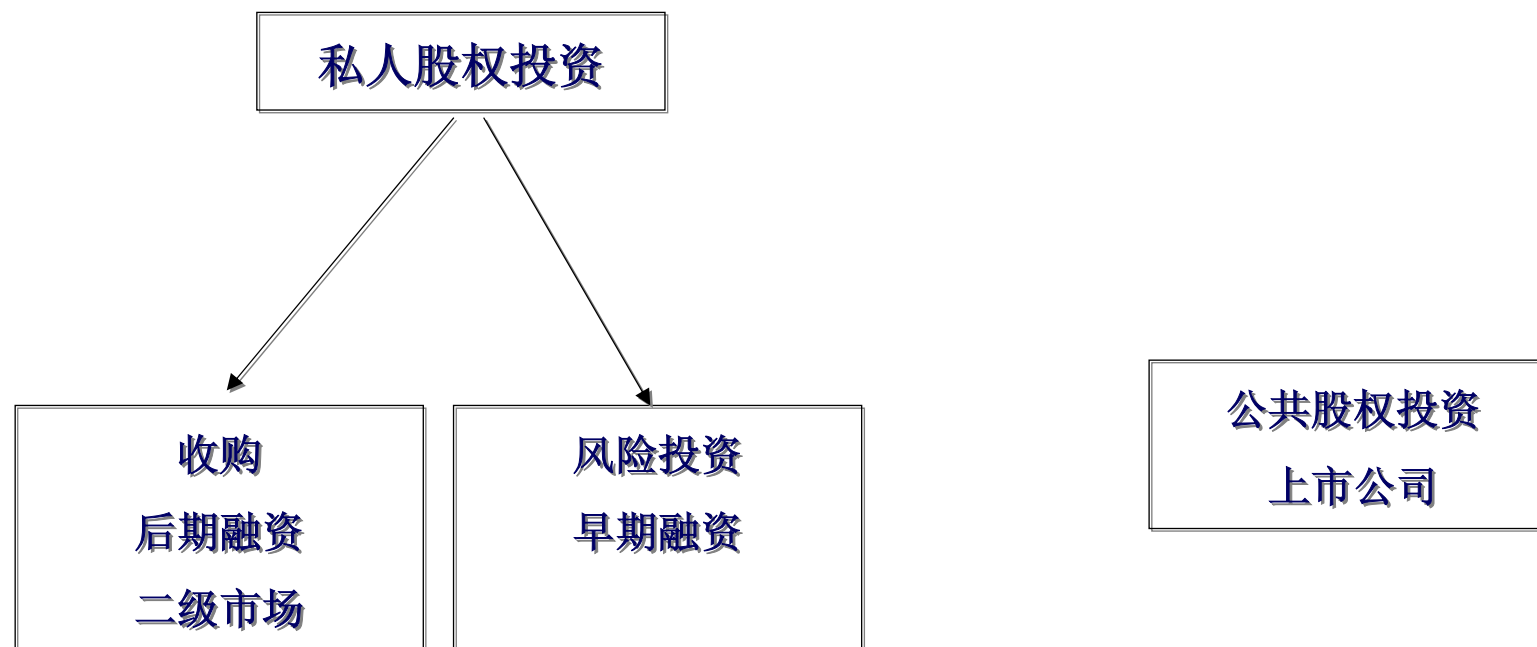
# 目录

- 资本改变经济格局
- 股权投资的国内外市场现状
- 股权投资基金的设计与运行机制
- 投资决策与项目的初步筛选
- 尽职调查
- 选择恰当的估值方法
- 设计合理的交易架构
- 杠杆交易
- 股权投资的风险控制
- 股权基金的退出
- 关于上市
- 附：主要证券市场上市对比

# 基本概念：PE 简介

- **PE**是英文**Private Equity**的简称，意为私人股权投资。广义的**PE**是指定向募集、对未公开上市的公司进行的股权投资。
- 根据投资或操作风格，**PE**基金一般分为三种类型：
  - 风险投资基金(**Venture Capital Fund**): 投资于具备高成长性的创业企业或高科技企业；
  - 增长型基金(**Growth-Oriented Fund**): 又称狭义的私募股权投资基金或产业投资基金，投资处于扩充阶段企业未上市的股权，实现企业价值的增值，一般不以控股为目标；
  - 收购基金(**Buyout Fund**): 投资于成熟企业上市或未上市股权，意在获得成熟目标企业的控制权，以整合企业资源、提升企业价值；

# 私人股权投资区别于公共股权投资



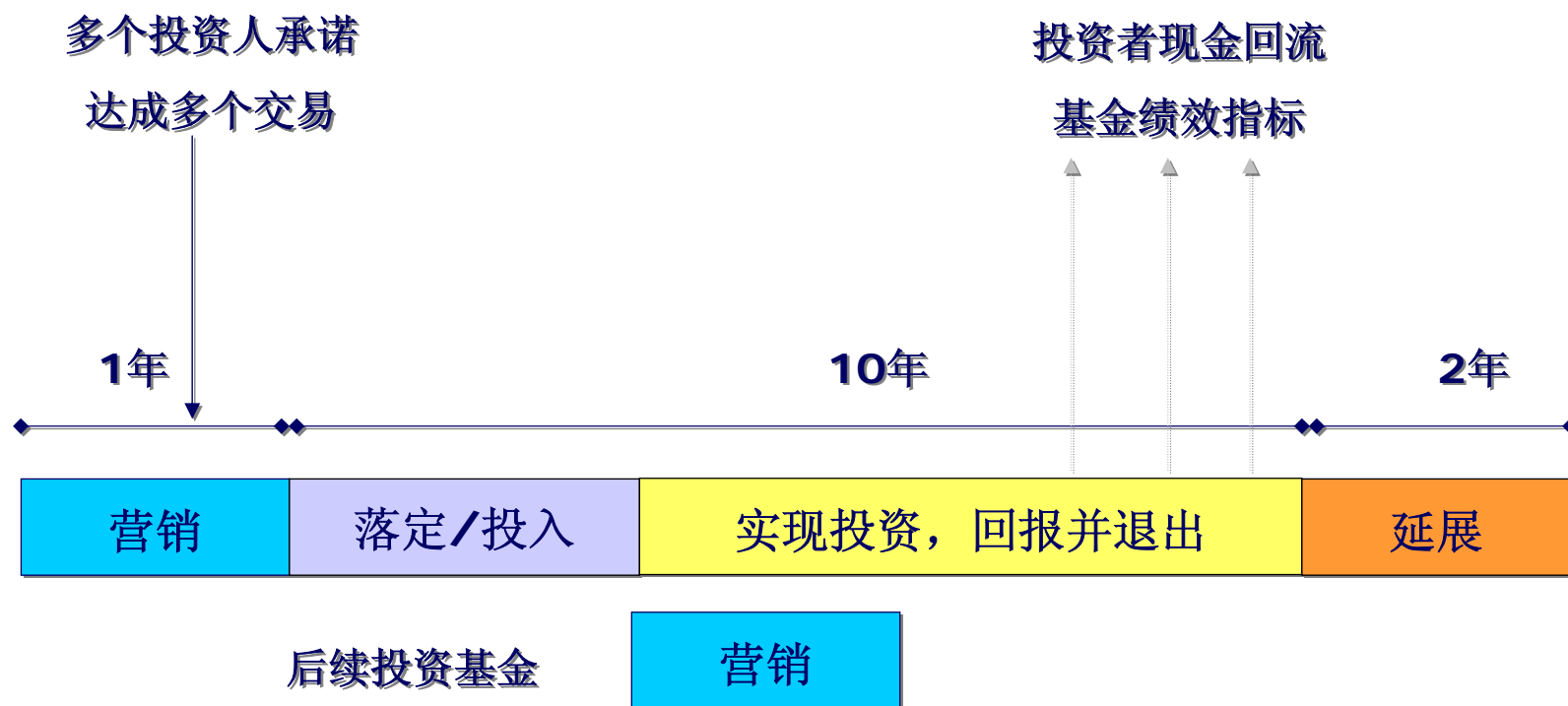
- 私人股权投资具有非流动性、股权集中、估值困难，以及在投资的同时对企业兼有控制和指导行为等特点。

- 公共股权投资具有流动性、股权分散、估值相对容易，以及投资活动与控制和指导行为分离等特点。

# 融资、投资、退出是PE的三大工作

- 基金募集主要通过非公开的方式，面向少数机构投资者或个人募集，其销售和赎回是由基金管理人通过私下与投资者协商进行，一般无须披露交易细节；
- 资金来源比较广泛，可以是企业、风险/杠杆并购基金、战略投资者、养老基金、保险公司和富有的个人等；
- 投资方式多采取股权投资，极少涉及债权投资。投资工具一般采用普通股或可转让优先股及可转债等形式；
- 投资对象一般为私有公司（非上市企业），且比较偏向已形成一定规模和产生稳定现金流的成形企业；
- 投资期限较长，一般达到3-5年甚至更长；
- 基金的组织形式多采取有限合伙制，以便提高投资管理效率并避免双重征税；
- 投资退出渠道多样，可以通过上市、出售、回购、收购兼并等方式；

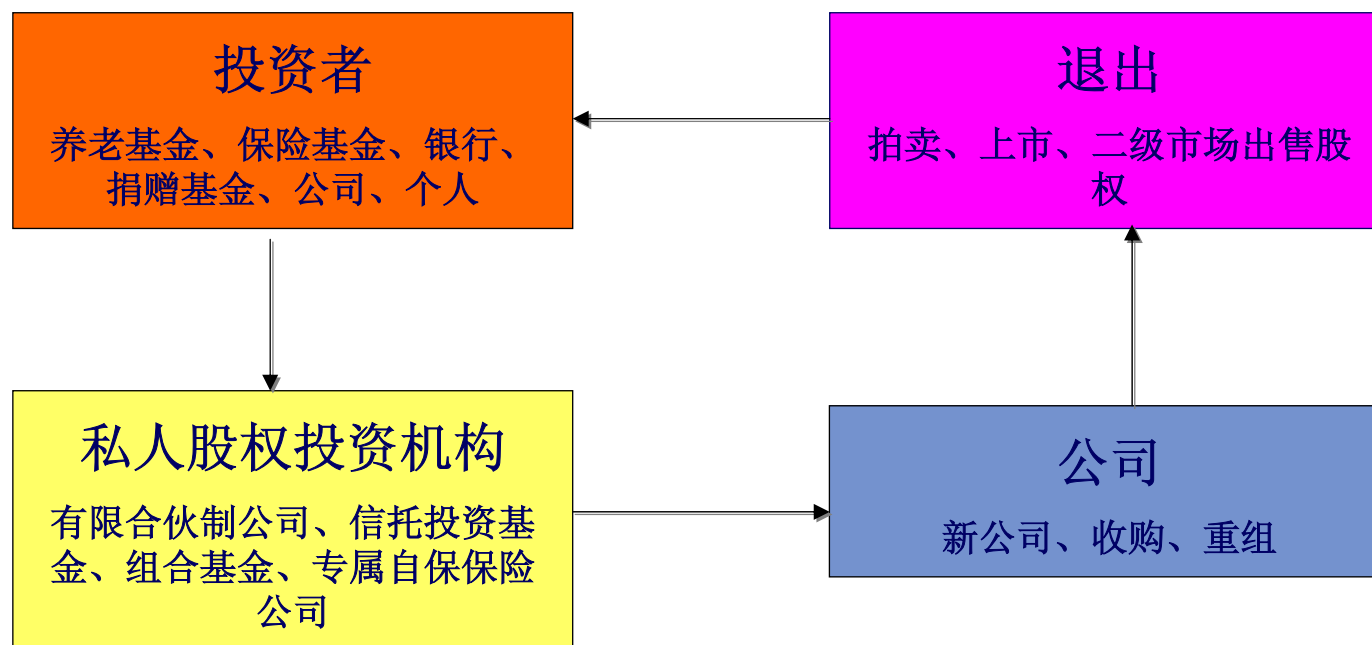
# 图示：私人股权投资基金的完整运作周期



# 1) PE 的募集成立

- 一般来说，**PE**基金的组织形式主要有契约型、合伙公司型和公司型三类。
  - 国际上**PE**的组织形式多为有限合伙制，即由普通合伙人(**General Partner**)和有限合伙人(**Limited Partner**)组成；
- 国际上**PE**的募集过程与结构一般是基金管理公司作为发起人发起，向特定的投资者募集资金，以合伙企业形式设立基金。
  - 基金管理公司一般作为普通合伙人承担无限责任，掌握管理和投资等各项决策权，也做一定的投资，通常占总认缴资本的1%；其盈利来源主要是基金管理费和相应分红
  - 基金投资者作为有限合伙人主要承担出资义务，决策权有限，一般只负有以其出资额为限的有限责任
- 契约型基金本质上是一种信托安排，一般由基金管理公司、基金托管机构和投资者（受益人）三方通过信托投资契约而建立。
  - 契约型基金的投资者作为信托契约中规定的受益人，对基金运营及重要投资决策通常不具有发言权，投资者组成的是持有人大会而非股东大会，对投资决策没有太大的影响力

# 融资圈



- 私募领域的专业词汇：一般合伙人、有限合伙人、承诺资本、落定资本、守门人、附带收益、初始投资年份、最低预期回报率、共同投资、组合基金、后继投资基金、

# 私募基金

KKR

The Blackstone Group\*

THE CARLYLE GROUP

Texas Pacific Group

BainCapital

CVC  
Capital Partners

WARBURG  
PINCUS

Apax  
PARTNERS

TerraFIRMA  
CAPITAL PARTNERS

Advent International  
GLOBAL PRIVATE EQUITY

Permira

KP  
CB  
Kleiner  
Perkins  
Caufield  
& Byers

candover

MACQUARIE

intel

Goldman  
Sachs

3i  
The world is yours

JPMorgan

TEACHERS™  
PENSION PLAN

CERBERUS  
CAPITAL MANAGEMENT, L.P.



# 机构投资者



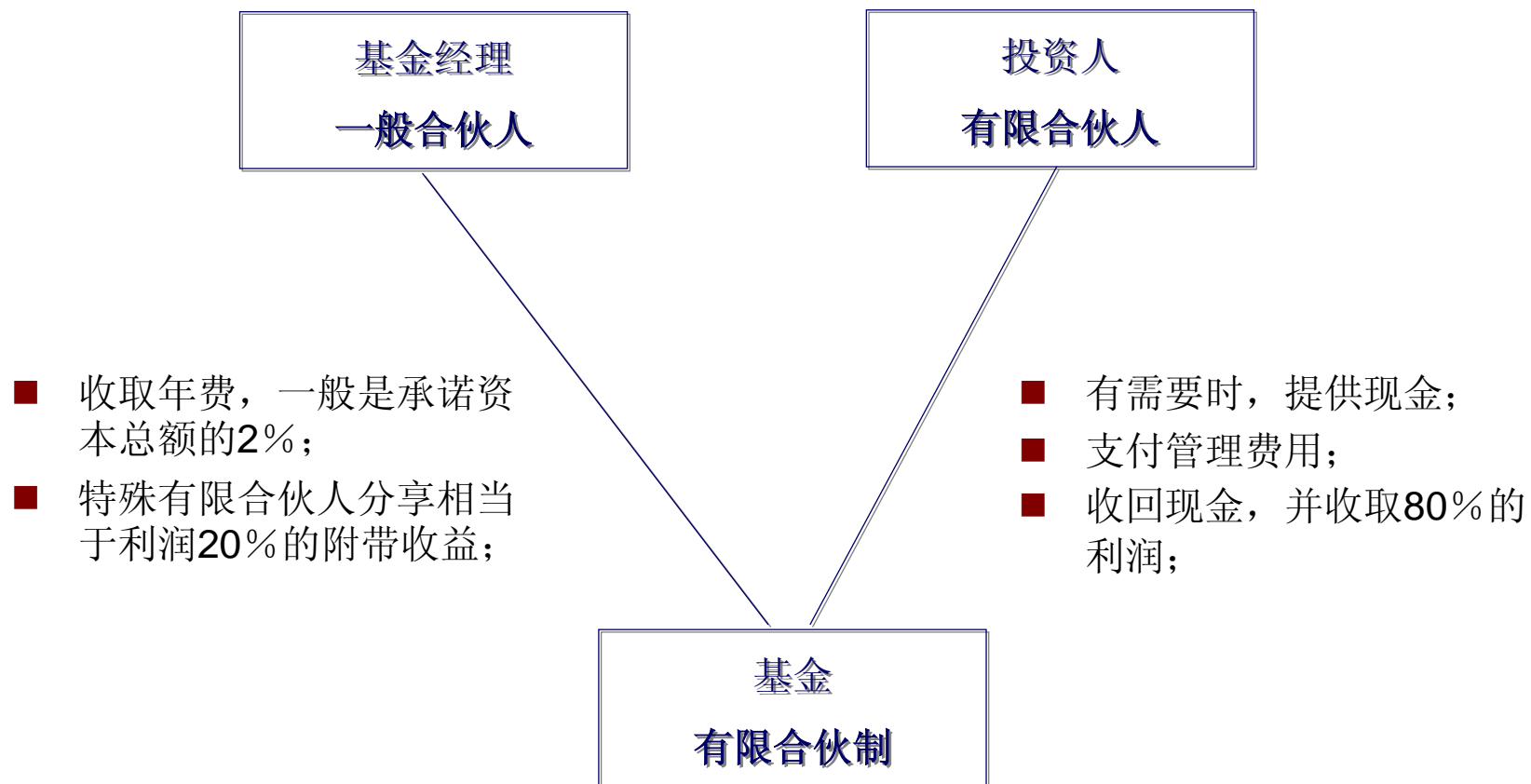
The  
Neiman  
Marcus  
Group



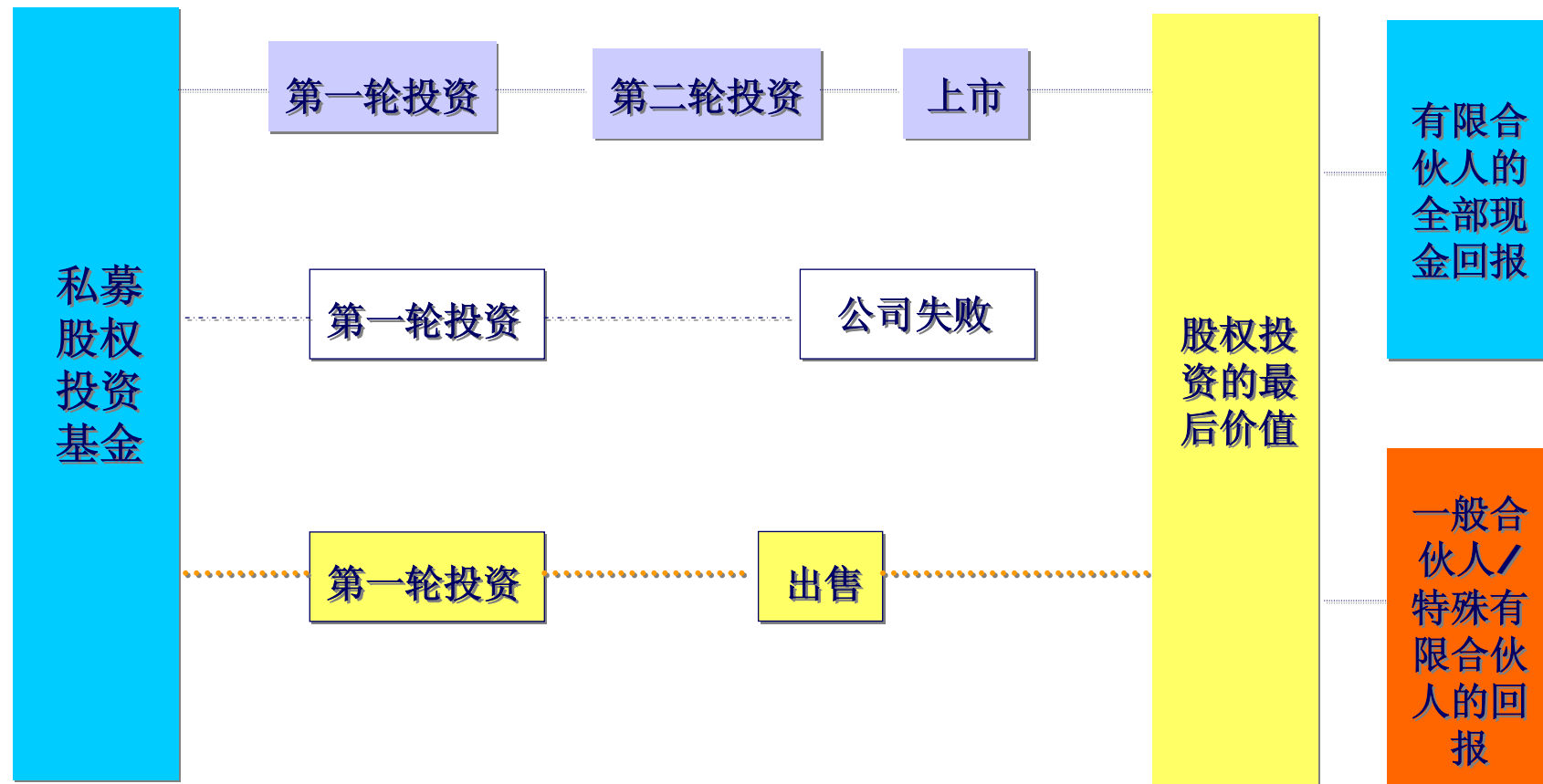
# 目前在中国活跃的PE基金

- 据称到**2007年**，中国市场有**100家**规模不等的**PE**；
  - 2006年，共有43家PE基金活跃在中国，其中本土PE6家，外资37家。
- 目前在**国内**活跃的**PE**基金以**国外**的为主，大致可以分为：
  - 专门的独立投资基金，如凯雷集团(Carlyle Group)、华平投资集团(Warburg Pincus Group)
  - 大型多元化金融机构下设的直接投资部，如摩根斯坦利（亚洲）(Morgan Stanley Asia)、JP摩根伙伴基金(JPMorgan Partners)、高盛（亚洲）(Goldman Sachs Asia)和来自国内的中信资本(CITIC Capital)、鼎晖投资(CDH，现已从中金分离出来)等
  - 中外合资产业投资基金法规出台后成立的PE，如联想旗下的弘毅投资等
  - 大型企业的投资基金，主要服务于其集团的发展战略和投资组合，如GE资本(GE Capital)，三菱，住友等
  - 主权财富投资基金，如新加坡政府投资公司淡马锡(Temasek)、新加坡政府投资基金(GIC)等
- 相对而言，本土**PE**的资金规模都比较小，且还未形成自己的信誉。但是它们往往拥有广泛的国内网络和资源，资金募集和投资成本都比较低。

## 2) 最常见的基金模式：合伙制PE



# 评价基金的收益



# 多种方式计算IRR

## ■ 至少有五种方式描述IRR！

内部收益毛利率	累计平均IRR	加权平均IRR	同期IRR	内部净收益利
流向/流出一般合 伙人的现金 IRR	所有交易的IRR 算术平均值	权重基于投资金 额的平均内 部收益毛利	所有投资折现为 相同起始期	流向/流出有限合 伙人的现金 IRR

# PE 的投资运作流程：后续展开

- 项目选择和可行性核查,即投资者为了控制风险,通常对投资对象提出以下要求:
  - 优质的管理
  - 至少有2-3年的经营记录、有巨大的潜在市场和潜在的成长性、并有令人信服的发展战略计划
  - 行业和企业规模（如销售额）的要求
  - 估值和预期投资回报的要求
  - 3-7年后上市的可能性,这主要是为今后的退出考虑
  - 进行法律方面的调查,逐步清理并解决其中的问题
- 投资方案设计、达成一致后签署法律文件。
  - 投资方案设计包括估值定价、董事会席位、否决权和其他公司治理问题、退出策略、确定合同条款清单并提交投资委员会审批等步骤
- 监管。
  - 实施积极有效的监管是降低投资风险的必要手段,但需要人力和财力的投入,会增加投资者的成本
  - 不同的基金会决定恰当的监管程度,包括采取有效的报告制度和监控制度、参与重大决策、进行战略指导等

# 目录

- 资本改变经济格局
- 股权投资的国内外市场现状
- 股权投资基金的设计与运行机制
- 投资决策与项目的初步筛选
- 尽职调查
- 选择恰当的估值方法
- 设计合理的交易架构
- 杠杆交易
- 股权投资的风险控制
- 股权基金的退出
- 关于上市
- 附：主要证券市场上市对比

# 1) 私人股权融资标准工作表：卖方财务顾问



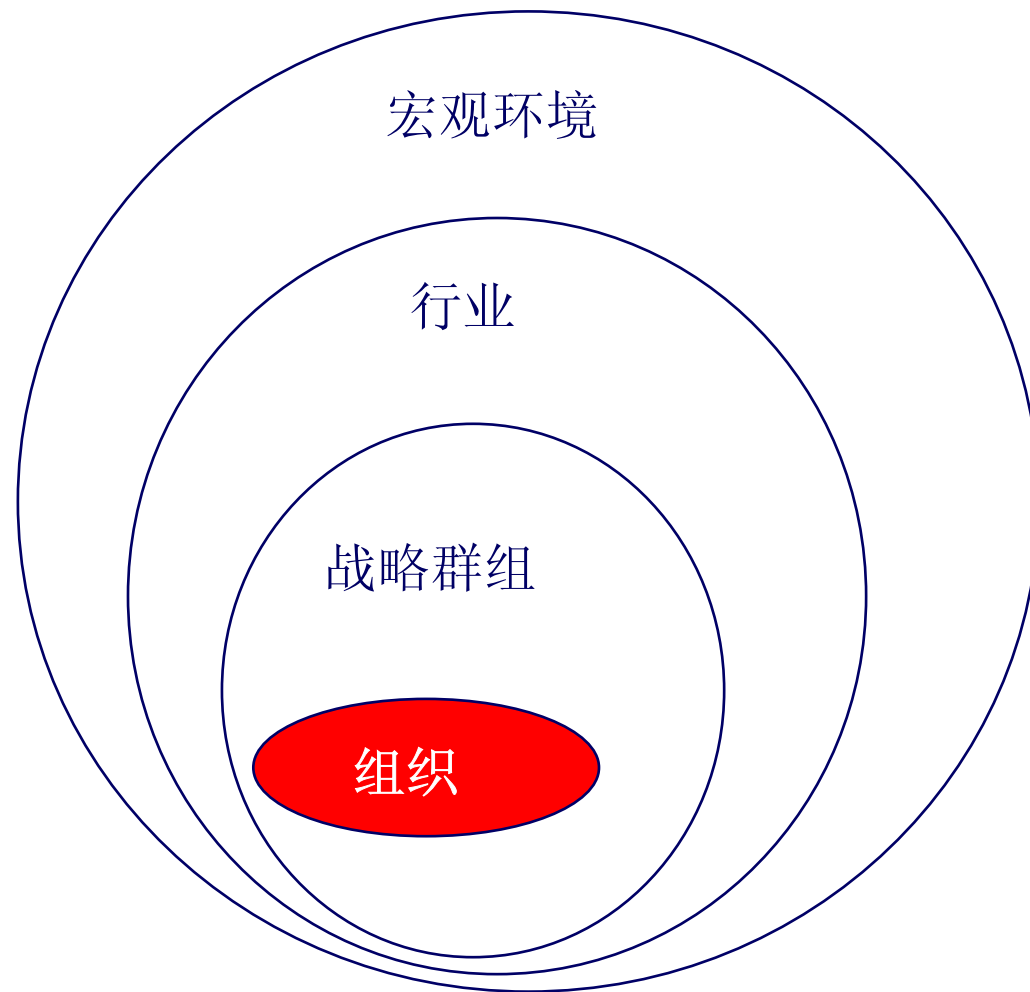


# 卖方的内部准备

- 公司运营信息的整理：七个方面；
  - 领导牵头，专人负责；
- 公开、真实、坦率的态度；
- 充分认识到并决定引入投资者；
- 共赢的原则：万不可有找冤大头、傻瓜投资者的可笑心理；
- 死于初期的项目特点：
  - 股东左右摇摆，下不定决心；
  - 资料作假；
  - 交易结构未仔细设计，匆忙跟基金接触；
  - 下属工作不利，资料不一致，工作过度拖延；
  - 占便宜，愚弄投资者的心理；
  - 摆不正自身位置和价值，漫天要价；
  - ...

# 一切工作的前提

- 选行业;
- 选公司;
- 选团队;



# 1) 为什么要挑行业?

## ■ 利润公式:

□ 企业的利润 = 行业平均利润水平 + 所处行业链条的利润 + 管理效益产生的利润

## ■ 也就是说，企业的利润由三部分构成:

□ 行业平均利润的获得，意味着企业选择的方向，有人认为这方面的利润贡献率为44%；

□ 行业内占位，意味着企业的方位选择，有人认为这方面的利润贡献率为20%；

□ 管理效益的提高，意味着企业的经营方式选择，有人认为这方面的利润贡献率为36%。

# 一个草场，四块区域

容易进入



不容易进入

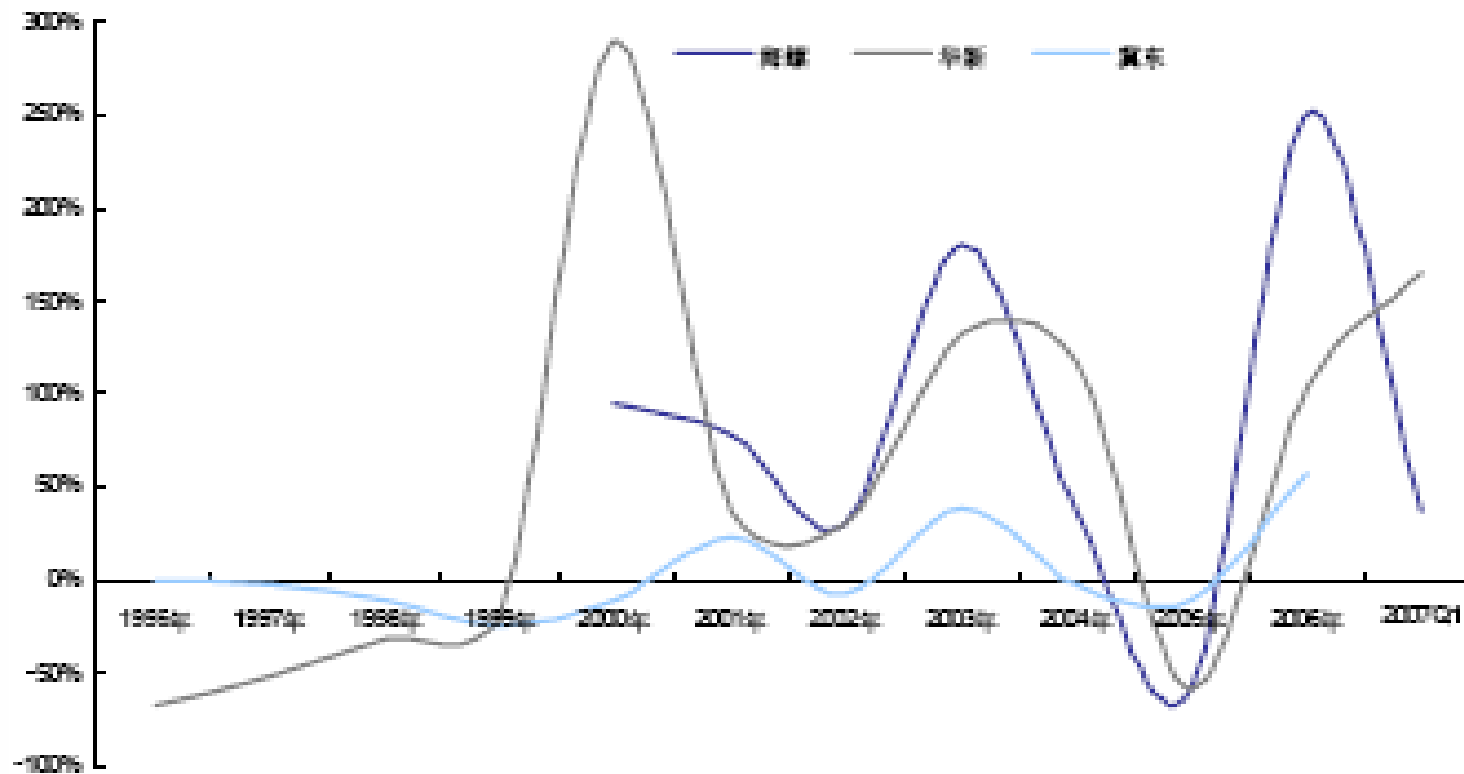


容易出来

不容易出来

## 一个例子：水泥行业利润增速波动图

图 14： 96-07 年海螺、华新和冀东的净利润增速统计



资料来源：WIND 资讯

# 挑选利润率高、稳定的行业

进入壁垒	低	低、稳定	低、高风险
	高	高、稳定	高、高风险
		低	高
		退出壁垒	

# 战略工具：行业壁垒量化模型

## ■ 影响进入壁垒的因素

- 品牌忠诚度
- 投资规模
- 技术专利
- 投资回收期
- 法律资质
- 客户转换成本
- 商业模式的可模仿性

## ■ 影响退出壁垒的因素

- 资产可移植性
- 固定资产比例
- 应收帐款周期
- 清算补偿成本

## 赋予权重，得出计算公式

- **进入壁垒** = 0.2品牌忠诚度 + 0.4投资规模 + 0.1技术专利 + 0.1投资回收期 + 0.05法律资质 + 0.05客户转换成本 + 0.1商业模式的可模仿性
- **退出壁垒** = 0.6资产可移植性 + 0.2固定资产比例 + 0.1应收帐款周期 + 0.1清算补偿成本

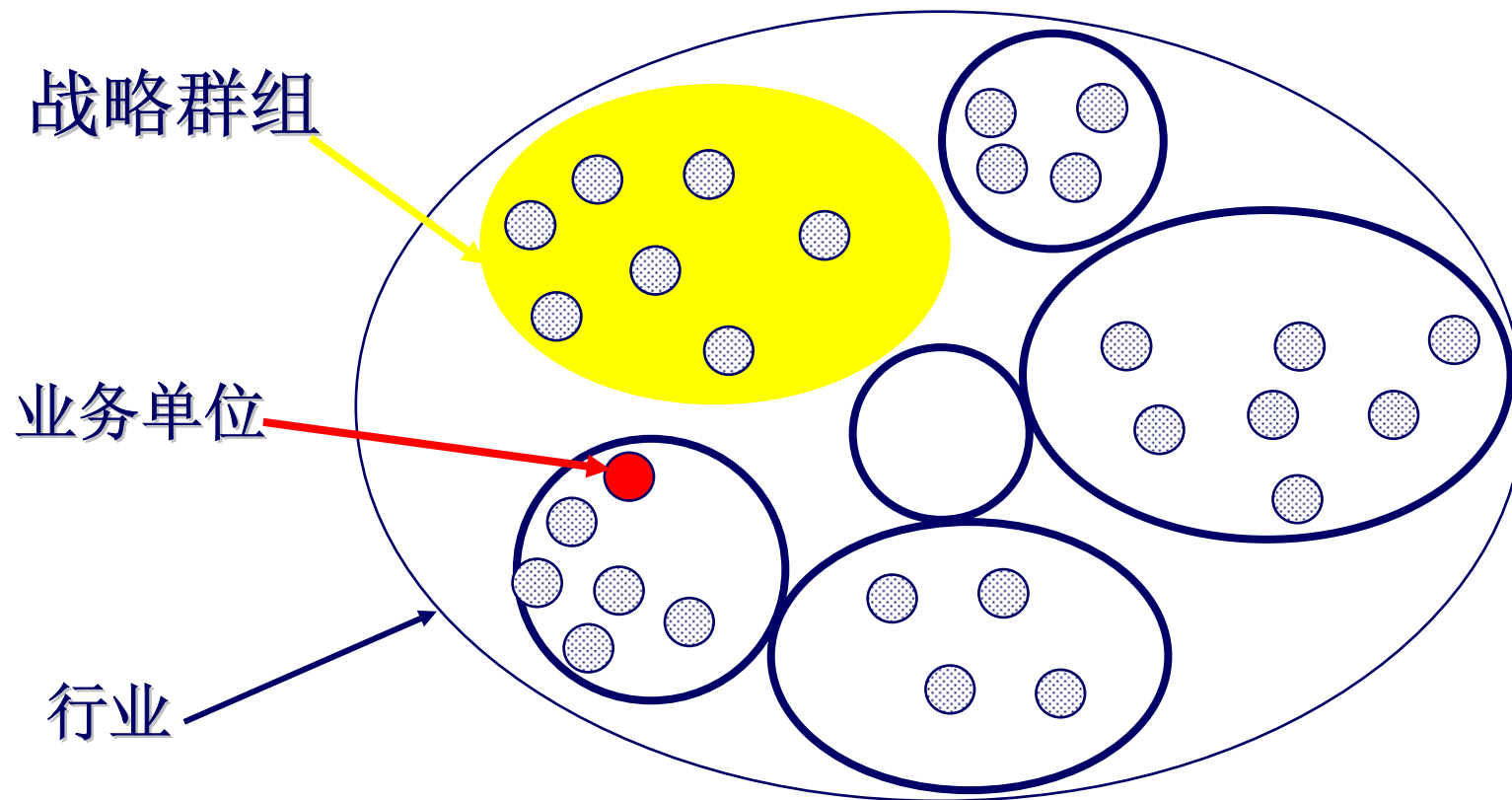


## 2) 选公司：投资者评估项目的标准

- 二或三年业绩
- 良好的业务前景
- 行业地位(市场占有率)
- 盈利能力
- 资产质量
- 客户质量
- 现金流量
- 管理层素质
- 具有一定的公司形象
- 行业内具有优势地位
- 清晰的业务策略
- 一定的品牌知名度
- 稳健的资产负债表
- 合理的增长和赢利前景
- 优势的管理团队

# 同时避免犯简单错误：对PEs法估值至关重要

- 战略群组是在产业链条中处于相同的环节，并采取相同或者相似战略的一组企业。这里的战略同时包括组织战略和竞争战略。



### 3) 选团队

- 平衡的团队；
- 合理的权力分配；
- 素质与持续学习的潜力；
- 资源与机会；
- 核心竞争力；
- 企业文化；

## 4) 选基金：找到适合你的私人股权投资基金

- 行业关注点；
- 投资的阶段与规模；
  - 早期、发展期、上市前，MBO；
  - 单笔投资的规模；
- 不投资的事情；
  - 某些产业；污染，传统产业，能耗；
  - 某些模式；B2B；
  - 某些机会；私有化；
  - 某些阶段；概念；
- 基金增值的领域；
  - 市场、渠道；
  - 行业整合增值；
  - 其他资源；

# 为什么要引入财务投资者？

- 资金发展/股权结构调整
  - 金融投资者可以带来资本促进企业在上市前加速发展，或者协助完成股权结构的调整工作。
- 信用增强
  - 金融投资者，特别是有过成功投资案例的创业投资资本的进入将大大增强社会公众投资者对上市公司的信心；
- 企业治理的战略联盟
  - 金融投资者往往具有强大的资金实力，可以在上市后继续协助管理层实现稳定的企业法人治理结构，防止敌意收购的发生；
- 免费的财务顾问服务
  - 金融投资者在很多领域如战略、财务重组、收购兼并、股权激励、上市、上市后的投资者关系、再融资等方面都有丰富的经验和价值添加；

# 财务投资者的选择

- 资本的长期性：金融投资者的实力和资本的长期性；
- 添加的价值：金融投资者除了资本以外所添加的价值；
- 公司的认同性：金融投资者应对企业的战略、运营、管理层具有高度的认同；
- 投资的灵活性：金融投资者可结合企业的时机提出灵活的投资方案安排
- 资本市场的考虑：金融投资者应和企业上市地等有关安排上达成一致；

# 引入金融投资者也是有代价的，但代价可控

## ■ 股权分享

- 利益分享，同时风险分担；

## ■ 公司治理的分享

- 从董事会层面参与部分企业决策，对一些特殊事项要求一定的否决权。

## ■ 资本运作计划的主导

- 金融投资者对资本市场较为了解，从其自身利益出发往往主导企业的资本运作计划，有时候会与企业的股东利益产生一定的冲突。

# 关键工作1：尽职调查是投资决策的基础

## ■ 需调查的重要问题:

- 管理层的水准;
- 业务结构(目标公司、股东、政府、伙伴、客户、 供应商、非核心业务);
- 行业集群、市场趋势和周期;
- 财务(业务模式、盈利质量、及现金流量);
- 知识产权(专利权、专有技术、土地使用权和许可证);
- 能源供应、物流和分销;
- 或有债务、诉讼及资产抵押;



## 关键工作2：综合考虑双方利益创建适宜的交易架构

### ■ 需考虑的主要问题：

- 股东的非现金投入
- 公司治理
- 衡量关联方交易
- 交易架构
- 管理团队及其激励机制
- 人员调动&补偿
- 成长潜力vs资本支出、营运资本需求

# 关键工作3：财务预测&估价是交易成功的核心

## ■ 财务模型

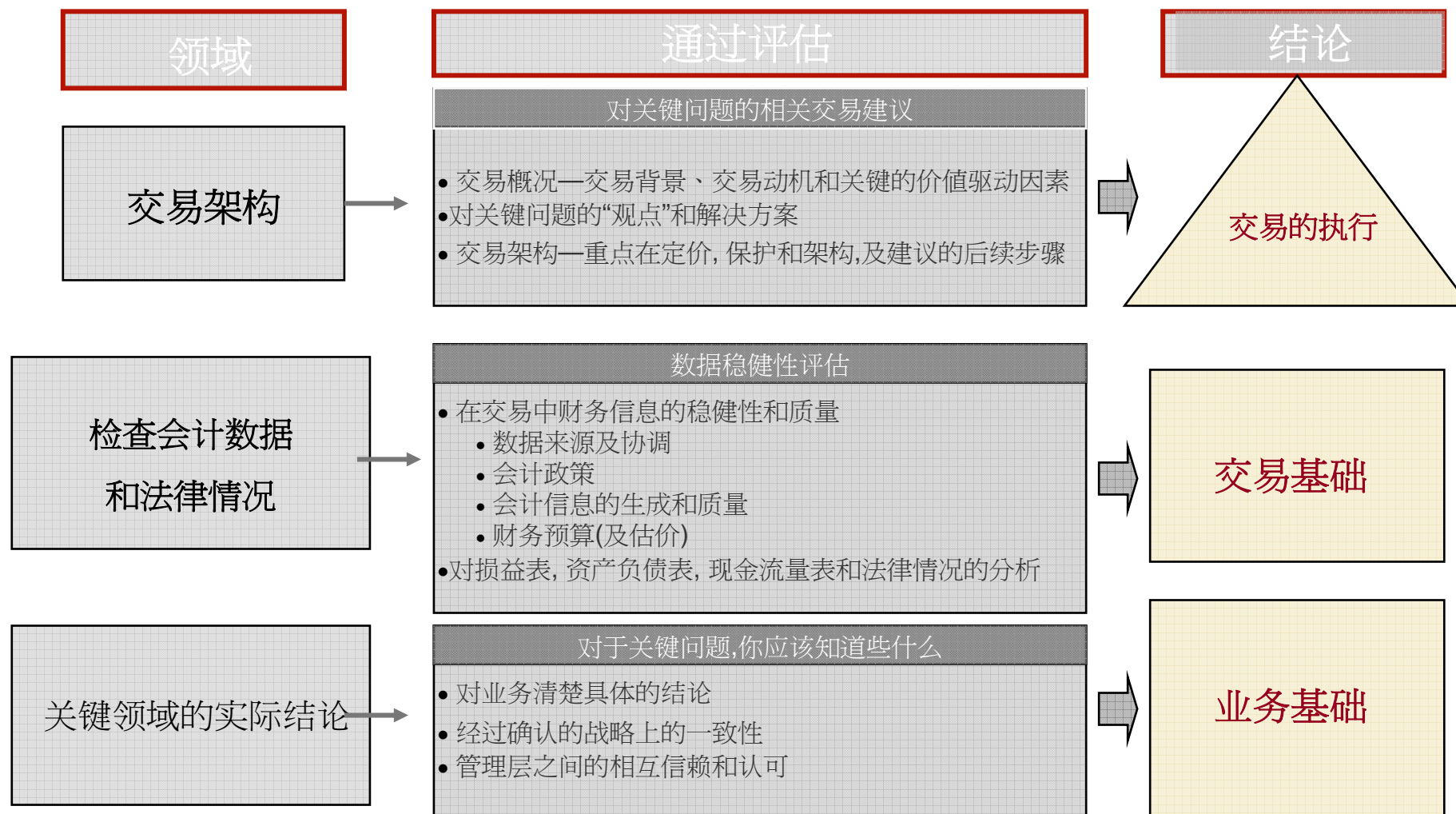
### □ 财务预测的关键假设

- 将报表中的财务数据与实际运营条件相匹配
- 设计一个在谈判过程中能用于评估不同财务及经济假设的财务模型
- 鉴别第三方财务数据来源(银行,当地投资管理机构)

### □ 在贴现现金流模型和相关方法的基础上进行估价

### □ 其他分析: 情景分析, 敏感度分析, 及投资回报

# 投资银行如何成功完成交易？



# 首要的成功要素

■ 沟通, 沟通, 还是.....沟通

# 目录

- 资本改变经济格局
- 股权投资的国内外市场现状
- 股权投资基金的设计与运行机制
- 投资决策与项目的初步筛选
- 尽职调查
- 选择恰当的估值方法
- 设计合理的交易架构
- 杠杆交易
- 股权投资的风险控制
- 股权基金的退出
- 关于上市
- 附：主要证券市场上市对比

# 尽职调查是投资决策的基础：剥出七层...

- 商务
- 财务
- 管理
- 环保
- 法律
- 退休金
- 税收

# 什么条件构成一个优质的投资项目.....

- 核心竞争优势
  - 持久性
  - 核心团队的学习能力
- 行业门槛
  - 高壁垒
- 规模
  - 行业/区域前列
- 股东架构/法律架构
  - 简单易操作
  - 现股东的意愿

# 1) 商务尽职调查

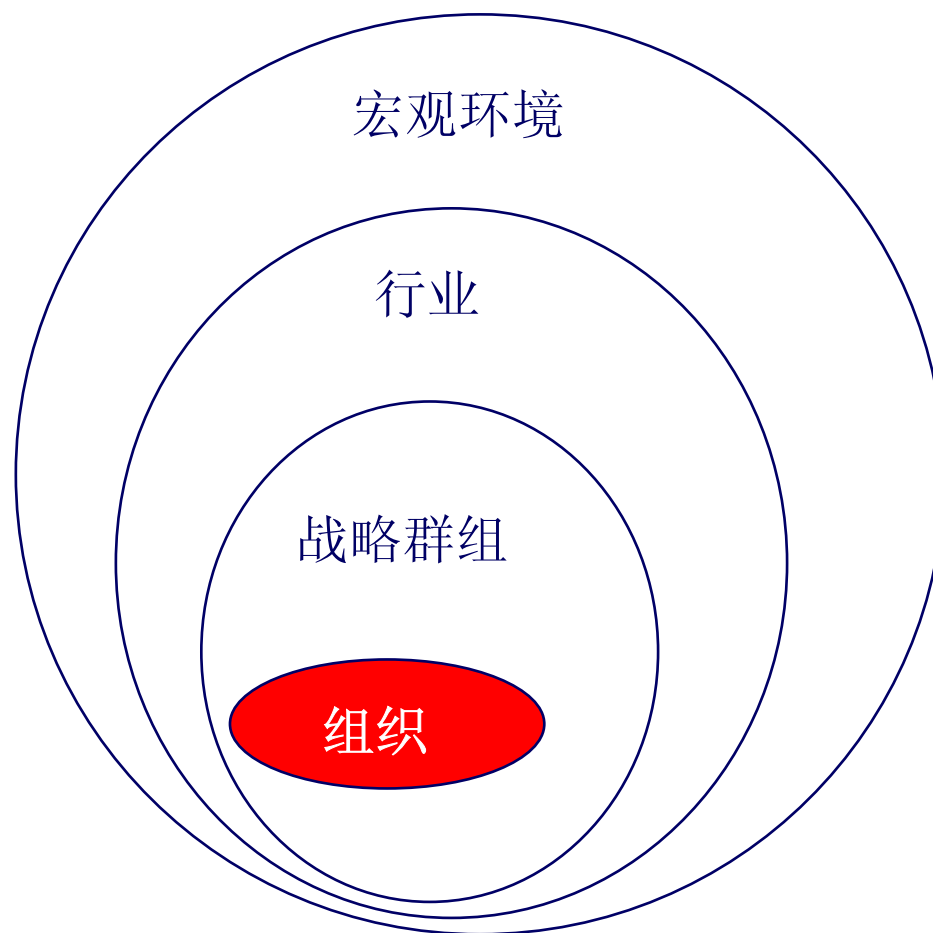
- 投行顾问

- 范围

- 业务结构：非核心业务
- 市场趋势
- 竞争：差异、门槛
- 技术趋势
- 增长率预期
- 客户、供应商、合作伙伴反馈核查
- SWOT分析



# 商务尽职调查的内容层次



## 2) 财务尽职调查

- 会计师事务所

- 范围

- 财务历史数据

- 盈利的可持续性;
    - 盈利的质量/非正常性项目;
    - 财务准则;
    - 现金流;

- 预测

- 假设的合理性;
    - 计算的一致性;
    - 敏感性;

### 3) 管理层尽职调查

- 猎头顾问
- 范围
  - 推荐人核对;
  - 过往事项;
  - 管理风格的问题;
  - 团队是否紧密合作;

## 4) 环保尽职调查

- 专业公司，**ERM**

- 范围

- ☐ 健康，安全；
- ☐ 既往的土壤污染；
- ☐ 废气排放；
- ☐ 或有事项/增加的风险或成本；

## 5) 法律尽职调查

- 律师

- 范围

- ☐ 资产
- ☐ 集团所有权
- ☐ 雇员合同
- ☐ 供应商/客户和约
- ☐ 合资协议
- ☐ 诉讼/争议
- ☐ 或有事项

## 6) 退休金尽职调查

- 精算师，或四大会计师行
- 范围
  - 退休金计划
  - 医疗保险
  - 无资金准备的事项
  - 预期的现金或盈亏影响

## 7) 税收尽职调查

- 会计师

- 范围

- 守法

- 最新的会计报告
    - 税收—实际的和潜在的

- 税收结构

- 利息扣除
    - 商誉摊销的可扣除性

# 目录

- 资本改变经济格局
- 股权投资的国内外市场现状
- 股权投资基金的设计与运行机制
- 投资决策与项目的初步筛选
- 尽职调查
- 选择恰当的估值方法
- 设计合理的交易架构
- 杠杆交易
- 股权投资的风险控制
- 股权基金的退出
- 关于上市
- 附：主要证券市场上市对比



# 私人股权投资基金是财务投资者

## ■ 财务投资者（公平价值）

- 投资的目的是为了卖而买；
- 被投资公司仍将存在，金融投资者会和被投资企业的管理层一起通过投资新项目、财务重组、上市、引入战略合作伙伴、战略调整来共同提高股东价值；
- 金融投资者会在适当的时候退出被投资公司，通过买卖差价来获取收益，而不是协同效应；

## ■ 行业投资者（投资价值）

- 交易的目的是通过行业整合提高自身的竞争力，是为了持有而买；
- 行业投资者将整合目标公司的资产、生产流程和技术，并使其与收购方一体化；
- 目标公司将作为行业投资者的成员单位而存在；
- 行业投资者将通过双方整合的协同效应来增加公司价值，获取收益；
- 买方与卖方往往处于同一行业或相关行业；

## ■ 投资价值=公平价值+协同效益（收购溢价）

# 估值的基本方法

- 比较法
- 净现值法
- 调整净现值法
- VC法

## 方法2：净现值法NPV

- 动机：净现值法具有非常强的理论基础，核心问题是缺乏录入的数据；
- 问题：现金流的预期数值具有多大的可信度
  - 如何计算最终价值；
  - 如何选择合适的折现比率；

# 计算净现值NPV

- 将项目现金流按照税后**WACC**折现
  - 为避免双重计算债务税盾，因此不从盈利中扣除支付的利息；
- 利用资产定价模型，比如**CAPM**来计算**WACC**
  - 股权和债权的风险价值如何评估？
  - 如何假定资本结构？

## 方法3：调整净现值法

- 动机：根据资本结构的变动来调整NPV
  - 在杠杆收购活动中非常关键；
- 忽略资本结构来对现金流估值，然后再单独估值税盾
  - 使用资本成本对现金流进行折现；
  - 使用税前债务成本对利息税盾和任何结转损失进行折现；
  - 当使用税盾的时候需要估计风险的大小；

## 方法4: VC法

- 动机：忽略早期现金流，估计项目退出时的最终价值，然后利用一个高目标回报率进行折现；
- 问题：为何忽略早期现金流，是什么因素决定目标回报率？
- 目标回报率
  - 为什么目标回报率要定到40-75%？
  - 是企业家们的过度乐观？但是为什么不调整期望的现金流？
  - 非流动性—投资者在意吗？
  - 投资基金经常会在提供资金支持的同时提供建议和辅导，但会分别对此估值；

# 目录

- 资本改变经济格局
- 股权投资的国内外市场现状
- 股权投资基金的设计与运行机制
- 投资决策与项目的初步筛选
- 尽职调查
- 选择恰当的估值方法
- 设计合理的交易架构
- 杠杆交易
- 股权投资的风险控制
- 股权基金的退出
- 关于上市
- 附：主要证券市场上市对比

# 交易架构

## ■ 需考虑的事项

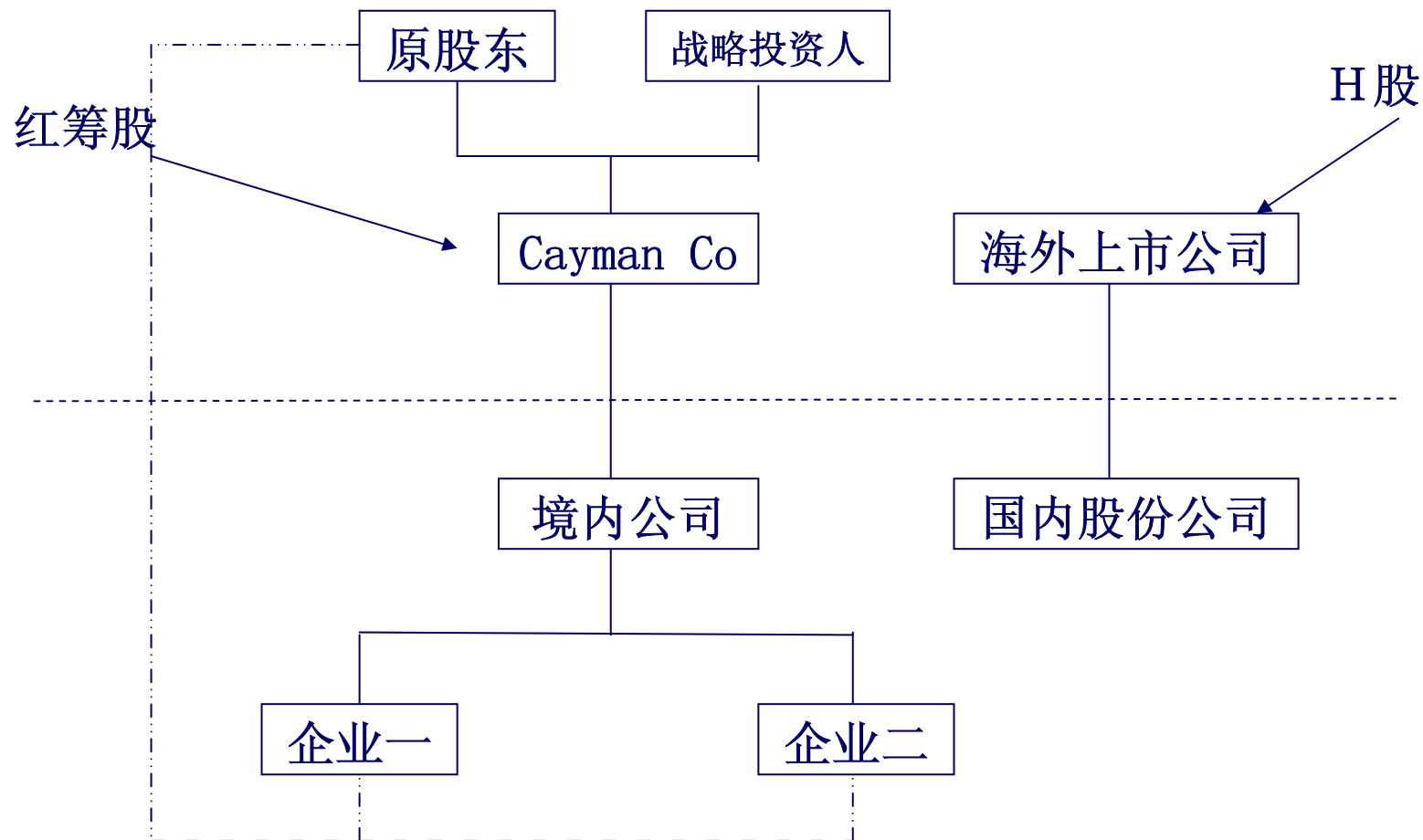
- 公平的收购价格，付款的方式与时间安排；
- 企业治理与董事会的设立；
- 税收事宜；
- 人力资源与管理层的安排；
- 商标、技术许可与其他关键协议；
- 股权/债权的比例；
- 投资人民币/外币；
- 海外/国内架构；

## ■ 情景分析，交易架构设计（合资/收购股权）；

- 每种方案的优劣分析；
- 不同交易结构的法律要素对比分析；
- 每种交易架构对财务报表的不同影响；



# 海外上市项目中SPV公司的设立与私募融资



# 不同角色的退出机制

创始人股东

在下次私募或者之后的资本运作中，公司创始人股东可以出售或者转让一部分股份，变现退出

股权结构优化的过桥贷款投资者

在公司通过私募、引入战略投资者或上市等方式进一步融资时，股权抵押人通过融入的资金或变现一部分股权使该投资者退出

私募投资者

在公司引入战略投资者或上市时，通过转让股份或变现实现退出

# 目录

- 资本改变经济格局
- 股权投资的国内外市场现状
- 股权投资基金的设计与运行机制
- 投资决策与项目的初步筛选
- 尽职调查
- 选择恰当的估值方法
- 设计合理的交易架构
- 杠杆交易
- 股权投资的风险控制
- 股权基金的退出
- 关于上市
- 附：主要证券市场上市对比

# 为什么要利用杠杆效应？

- 杠杆式融资只适合具备很强的现金流的处于后期阶段的项目融资（收购或者业务扩张）；
- 投资基金自己并不借钱一而是被投资公司借债；
- 这样使得投资基金可以以自身较少的股权承诺来操作规模很大的交易；
- 理论上，企业的估值主要取决于基本面，与财务结构无关
  - 杠杆交易增加了风险（同时也包括预期收益）；
  - 但是借贷与估值间存在相关性；
- 关于杠杆交易的根本争论在于税收、代理费用、激励机制、以及债务的错误定价；

# 总结

- 后期阶段私人股权交易是针对相对成熟的资产设计杠杆效应，对管理层设计激励机制并因此达成运营效率提高的目标，或实施重组，卖掉/收购资产或业务；
- 银团贷款市场提供初期资金需求的大部分；
- 银行会争相提供贷款，这些贷款会进入组合投资的公司中；
- 债权投资承诺后，**PE**会去竞标，但之后会重组并形成银团贷款；
- 债权借贷放大数倍，估值也放大数倍，近年来持续走高；
- **PE**变得越来越大，并越来越倾向于形成财团共同竞标，因此目标企业的规模也越来越大：很少有企业能够逃出这些基金的注意；

# 目录

- 资本改变经济格局
- 股权投资的国内外市场现状
- 股权投资基金的设计与运行机制
- 投资决策与项目的初步筛选
- 尽职调查
- 选择恰当的估值方法
- 设计合理的交易架构
- 杠杆交易
- 股权投资的风险控制
- 股权基金的退出
- 关于上市
- 附：主要证券市场上市对比

# 私人股权投资基金是财务投资者

## ■ 财务投资者（公平价值）

- 投资的目的是为了卖而买；
- 被投资公司仍将存在，金融投资者会和被投资企业的管理层一起通过投资新项目、财务重组、上市、引入战略合作伙伴、战略调整来共同提高股东价值；
- 金融投资者会在适当的时候退出被投资公司，通过买卖差价来获取收益，而不是协同效应；

## ■ 行业投资者（投资价值）

- 交易的目的是通过行业整合提高自身的竞争力，是为了持有而买；
- 行业投资者将整合目标公司的资产、生产流程和技术，并使其与收购方一体化；
- 目标公司将作为行业投资者的成员单位而存在；
- 行业投资者将通过双方整合的协同效应来增加公司价值，获取收益；
- 买方与卖方往往处于同一行业或相关行业；

## ■ 投资价值=公平价值+协同效益（收购溢价）

## 财务投资者在董事会层面对以下事项重点关注，并要求否决权

- 出售或发行股票或债券，或者是权证/期权；
- 宣布或支付股息；
- 进行收购、资产处置、兼并、整合、合资或合伙安排；
- 对超过一定价值的公司资产进行出售、租赁或转让；
- 批准或修改年度预算；
- 对超过一定价值的有形或无形资产进行投资；
- 改变董事会或任何委员会的规模；
- 委任高级管理人员，例如董事长、首席执行官、首席运营官、首席财务官等等，并确定、调整或终止他们的薪酬；
- 批准重要的关联交易；
- 会计方法的实质性改变；委任或更换审计人员；



# 金融合同

- 金融合同有三个主要问题
  - 不确定性
  - 信息不对等
  - 代理人成本
- 这些问题在某些私人股权融资交易中经常会出现极端的情况
- 经理人的激励机制需要最大限度地跟投资者的利益协调一致
- 融资可能会成为向潜在投资者发出的信号
- 控制权的分配依赖于项目的成功
- 融资必须达到税收优化的效果

# 安全性

- 投资者希望给予经理人足够的激励，同时保持强有力的控制；
- 因此希望能够将现金流和控制权分离开的机制；
- 美国的**VC**几乎都会使用可转换优先股；
  - 95%的VC；
  - 在美国以外并不常见；
- 相对于普通股，可转换有限股在分红和清算时有优先权，并能够被转换成有投票权的普通股；

# 激励与税收

## ■ 管理层通常拥有普通股

- 每轮融资时再给与一定的股份；
- 管理团队希望大多数的回报作为投资回报（税收作为资本回报），而不是补偿性回报（税收作为收入），因此希望最初的估值数值低一些；
- 但为避免稀释，他们又希望高估值；
- 因此通过引入可转换优先股，他们能够达成两个目标（辩解普通股不如可转换优先股值钱）；

# 分阶段

- 投资者有更好的控制性；
  - 将各方带到谈判桌前；
  - 尤其是对少数权益的股东；
  - 也许管理层变革是必须的；
- 使得重新估值成为可能；
- 但可能导致不断地改写商业计划的情况出现；
  - 导致注意力偏离业务发展；
- 为投资者的投机倾向带来空间；

# 契约

- 主要包括几个要点：
  - 下跌时提供保护；
  - 提供上升回报；
  - 对业务运作实施控制；
  - 正面承诺；

# 下降时提供保护

- 清算的倾向性：一般情况下，资本最后进入＝最先退出；
- 优先于普通股股东，投资者能够保证最低回报；
  - 可能是初始投资的一定倍数（比如2XLP）；
  - 清算一般会被看成是IPO之外的另一种形式的退出；
- 在进入时，管理层做出担保承诺
  - 很少会真正实践，但确实使得管理层更加专注，并因此提高信息公开/尽职调查的透明度；
- 但私人股权投资基金在退出时不会给予任何担保承诺；

# 上升的回报

- 担保
  - 不常见；
  - 主要是价格的折扣；
- 退出
  - 协议退出；
  - 带领权；
  - 跟随权（一般是跟随管理层）；
- 非竞争条款，以及知识产权的拥有权，并包含在雇佣合同中；

# 对业务运营的控制

- 不分配红利和资本等；
- 不出售主营业务；
- 没有大规模的兼并；
- 没有担保和贷款；
- 借款上限；
- 管理层合同维持不变；
- 没有关联交易；
- 没有期权/利润分享计划；
- 没有股权转让；
- 没有非正常合同；
- 离职者股份可购回，若离职者带来负面因素，将以惩罚性条款购买；



# 积极的实施

- 确保资产和核心人员的留用；
- 月度财务报告；
- 接触到账簿（对审计师）；
- 年度预算；

# 目录

- 资本改变经济格局
- 股权投资的国内外市场现状
- 股权投资基金的设计与运行机制
- 投资决策与项目的初步筛选
- 尽职调查
- 选择恰当的估值方法
- 设计合理的交易架构
- 杠杆交易
- 股权投资的风险控制
- 股权基金的退出
- 关于上市
- 附：主要证券市场上市对比

# 为什么要退出？

- 看起来很显然，但是、、、
- 某些个人（创始人或经理人）某些情况下希望
  - 呵护自己的孩子；
  - 建立起一个企业帝国；
  - 持续下去，不要被打断；
- PE投资者的行为很容易理解—他们希望投入现金，然后收获现金；
- 对于**10**年期的基金来说，他们需把钱还给投资者；
- PE们是按照**IRR**和资本的倍数来考核的，某些情况下有冲突；
- 总之，退出行为是被对现在和未来现金流估值行为的驱动（而不是购买价格）；

# 私人股权投资基金的退出方式

## ■ 公开上市(IPO)

- 退出的最佳方式;

## ■ 股权转让

- 适合企业所处行业比较朝阳、企业成长性较好且具有一定盈利规模,但因种种原因不够上市要求和条件或在短期之内无法尽快上市的被投资企业;
- 股权转让可以通过自有的渠道完成,如促成不同投资机构之间的股权转让,也可以借助专业机构如投资银行、证券公司的收购和兼并部门完成;

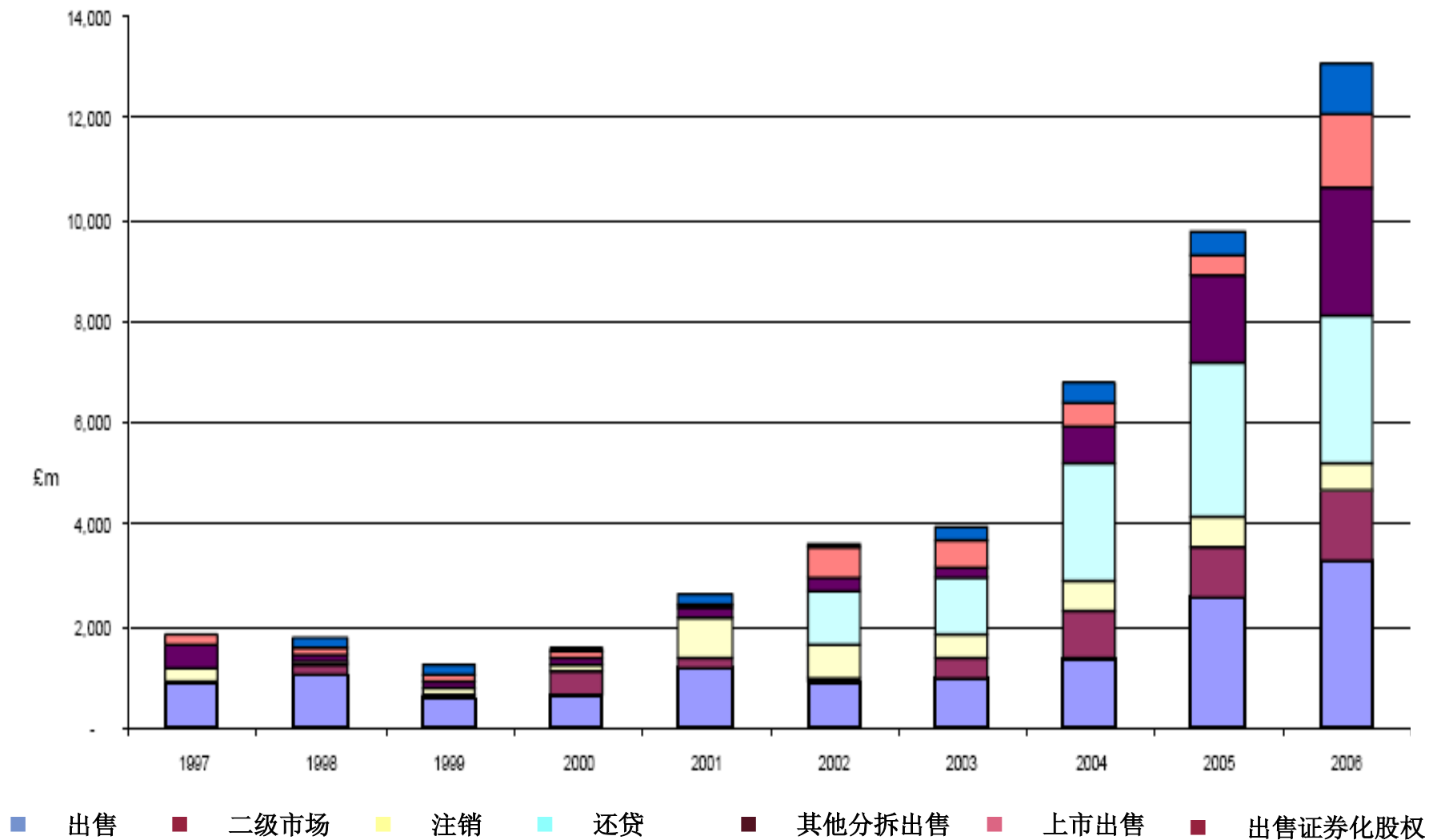
## ■ 管理层回购

- 企业成长到一定规模后,管理层回购将是退出的一种选择。同时,由于目前国内管理层通过信托等方式融资渠道的拓宽,在不涉及国有资产前提基础上的管理层回购将越来越盛行;

## ■ 清盘

- 投资后的企业如果经营不善、或管理团队发生重大变动、或受到市场和环境的重大不利影响,海外私募只能选择清盘的方式以减小并停止投资损失;

# 退出路线（基于成本）



# 基金在做出退出决定时主要考虑的问题

- 何时是最佳退出时机？
  - 市场情绪/估值
  - 公司的升值潜力
- 是将整个公司卖给第三方，还是通过**IPO**的方式上市；
  - 哪种方式估值最高？
- 还是调整资本结构一部分获利退出，然后继续运营？

# 1) 拍卖

- 之前，这些拍卖一般会被收购者控制；
  - 寻求增值效应，规模效应等；
- 被其他基金二次收购的情况最近变得很常见，有估计说大概**1/3**的收购退出是通过出售给其他基金的方式；
- 据说，他们表现得都还不错；
- 他们能带来新思路/有利于业务发展吗？
- 这是否一种结晶现行价值并提高费用的做法？是否有害于**LP**？
- 如果是后者，会发生什么情况？

## 2) IPO

- 通常用在成功的技术类公司或规模较大的公司；
- 某些关键决策
  - 出售给哪些投资者—流动性如何体现；
  - 时机—有些时候IPO项目越来越少了；
  - 是选择制度严格，还是宽容的市场，比如大陆、香港、伦敦主板、NASDAQ、纽交所、还是AIM；
  - IPO时以什么价格销售—希望能够将折价的比例最小化；
  - 初始股东/经理人希望保留控制权—但如果公司运作更有效率，投资者愿意付出更多；



# IPO的成本

## ■ 直接成本很高

- 美国投行对中小项目收取的总费率是7%；
- 对大项目收取的费用要低一些，如果使用了其他销售技巧的话；
- 还要加上管理层花费的大量时间成本，审计和法律费用等；

## ■ 由于折价的间接成本也很高

- 折价，一般是折让10%，某些国家甚至到50%；
- 关于IPO为何要折价的理论依据：
  - 鼓励信息披露；
  - 使得发行人能够选择有吸引力（长期）的投资者；
  - 也可能是投行面临的利益冲突的结果；

### 3) 重组资本结构

- 过去的两年中，在最终退出前通过重新安排资本结构已成为一种趋势；
- 资本结构调整是一种部分退出策略——使得**PE**可以重组组合投资的项目来套现红利；
- 并不创造价值，却可以降低风险，提高**IRR**；
- 使得基金公司在债权和股权市场间实现套利；
- 贷款市场的优势之一就是可以及时调整债权结构；

# 总结

- 上市和拍卖是两种主要退出方式，还包括资本结构调整，作为部分退出的方式；
- **PE**倾向一次性，即时的交易，最大化**IRR**和现金完全实现；而企业经理和股东倾向长期控制；
- **IPO**未必是最佳退出方式，二次重组正成为趋势；

# 目录

- 资本改变经济格局
- 股权投资的国内外市场现状
- 股权投资基金的设计与运行机制
- 投资决策与项目的初步筛选
- 尽职调查
- 选择恰当的估值方法
- 设计合理的交易架构
- 杠杆交易
- 股权投资的风险控制
- 股权基金的退出
- 关于上市
- 附：主要证券市场上市对比

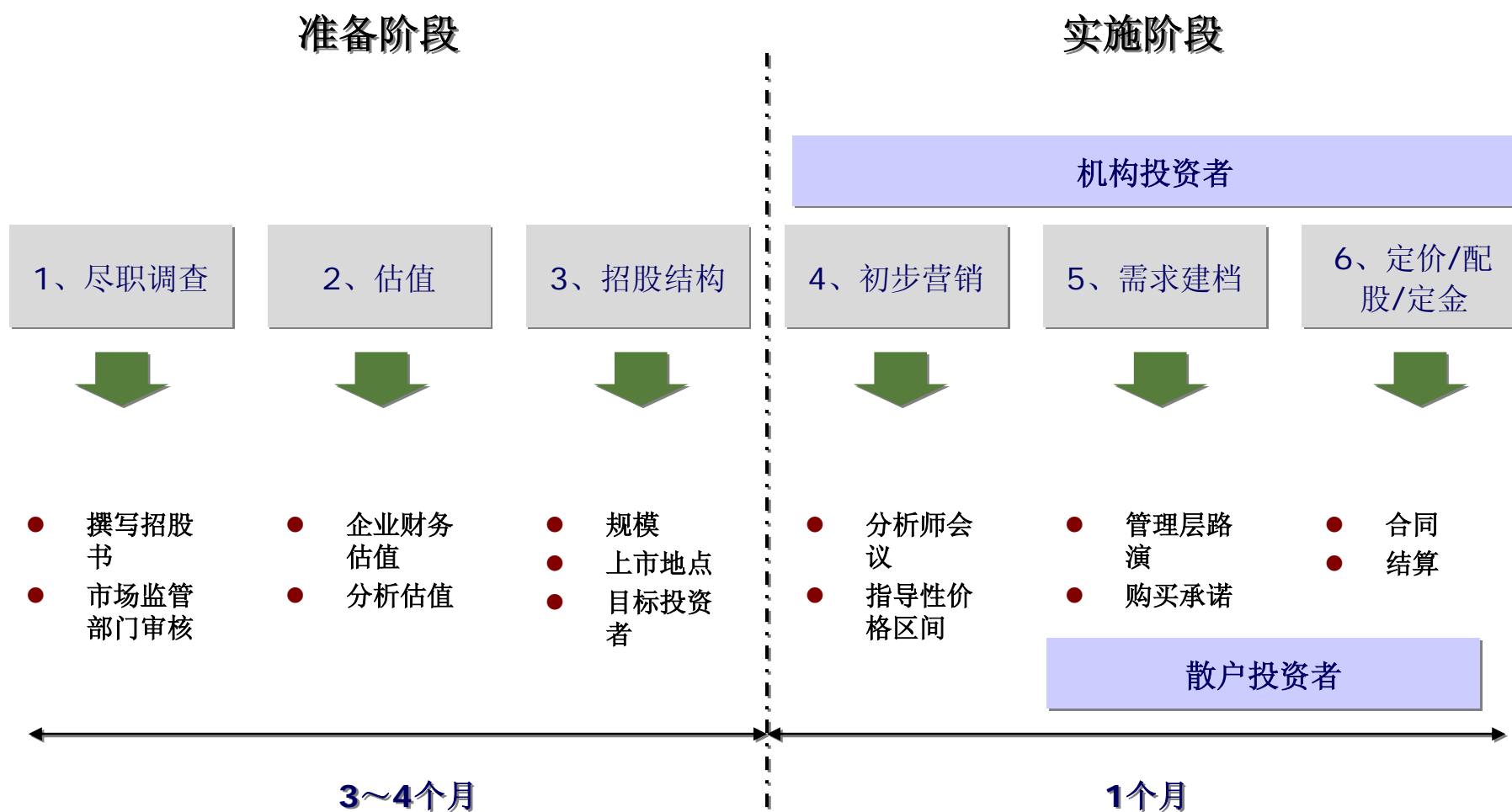
# 几个话题...

- 为什么上市？
- 到哪里上市？
- 具备什么条件才能上市？
- 上市后带来哪些变化？
- 我还能对公司保持控制力吗？

# 基于企业的角度：为什么上市？

- 上市是公司从私人公司走向公众公司的一个过程
- 上市是公司实现多渠道融资的一种手段
  - 公司通过上市可以多次性地获得股权性资金以支持企业的发展
  - 公司成功挂牌上市后，可以继续方便、灵活地从资本市场获得大量的资金支持（配股、增发、定向发行、发行可转债、发行企业债、发行权证等）
- 上市是公司股东及高管价值实现的最佳方式
  - 净资产不再是衡量公司及股东价值的标准，公司市值将成为衡量价值的标准
    - 财富价值：股权/期权价值凸现
    - 无形价值：地位/知名度价值上升
- 上市是公司股东投资风险分散化的一种方式
- 其他
  - 公司治理；
  - 员工激励；

# 上市的六个阶段

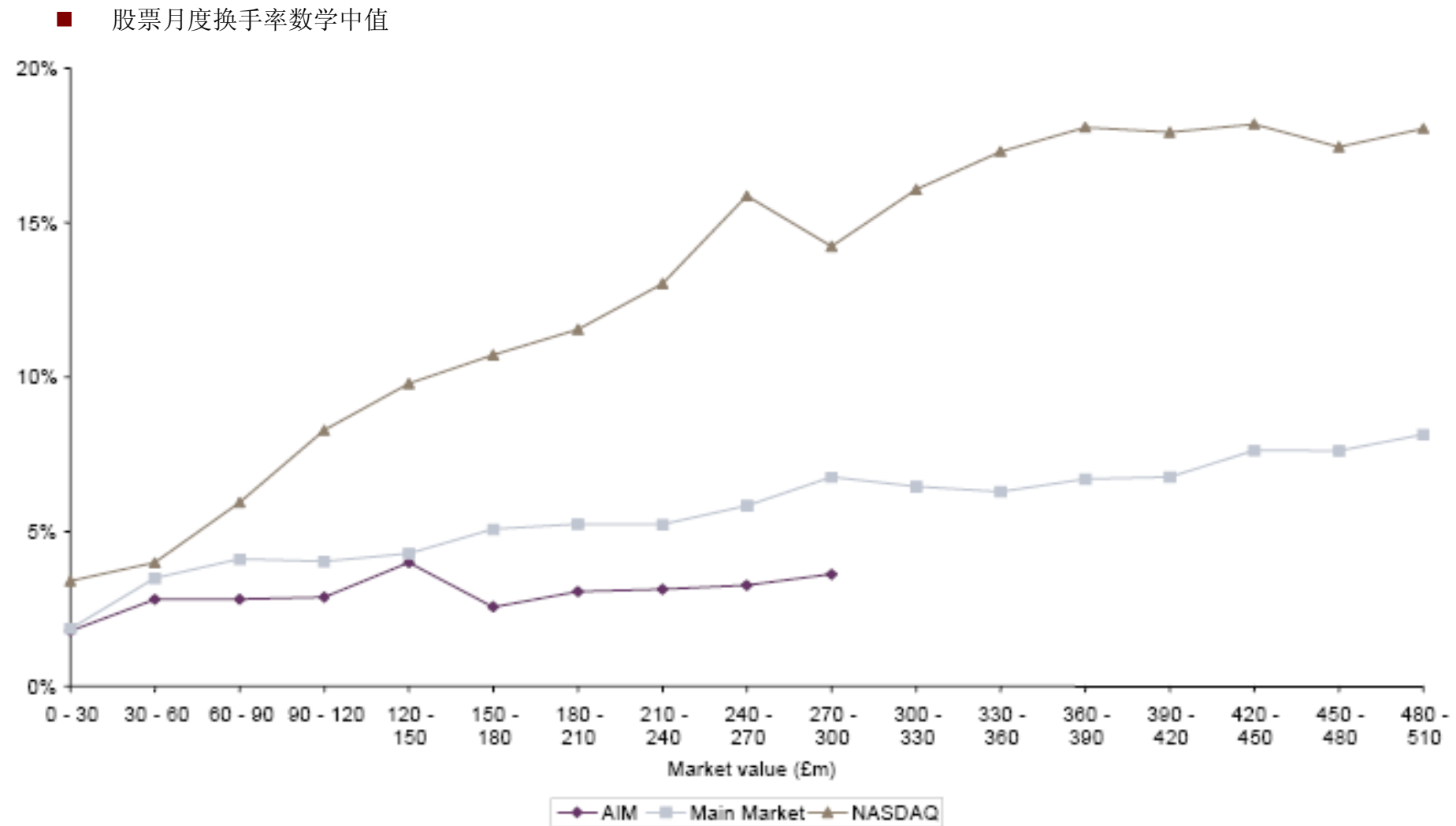


# 主要参与者对股权价格高低的偏好

偏好		
	低发行价格	高发行价格
出售股份的股东		是
新投资者	是	
公司管理层	是	
继续持有股票的股东		是



# 伦敦和NASDAQ市场的流动性对比



# 上市前是否需要融资？

- 能够提升公司整体形象，提高上市时股票发行价格和融资效果；
  - 引入知名风险投资基金，在资本市场上对公众投资人具有明显的号召力，甚至有的战略投资人还能为公司提供业务上的支持和帮助；
- 获得海外重组所需要的外汇资金。以往的红筹操作都是以原股东设立境外壳公司，境外壳公司再收购国内企业，收购过程需要外汇资金，战略投资人的资金可做这一用途；
  - 在商务部换股规定出台后，海外重组就只需要换股即可，不再需要外汇现金；
- 获得上市费用；
  - 支付大量上市费用可能会给公司现金流带来压力，引入战略投资人就可在海外直接支付费用；
- 如果上市前一段时间内，因发展对资金的需求比较急迫，则通过私募可以有效的解决这个问题，同时一般不会耽误上市工作的进行；
- 私募融资的价格往往参照上市价格；
  - 强有力的投资人会提升企业上市发行的价格，弥补企业在私募折扣上的损失；

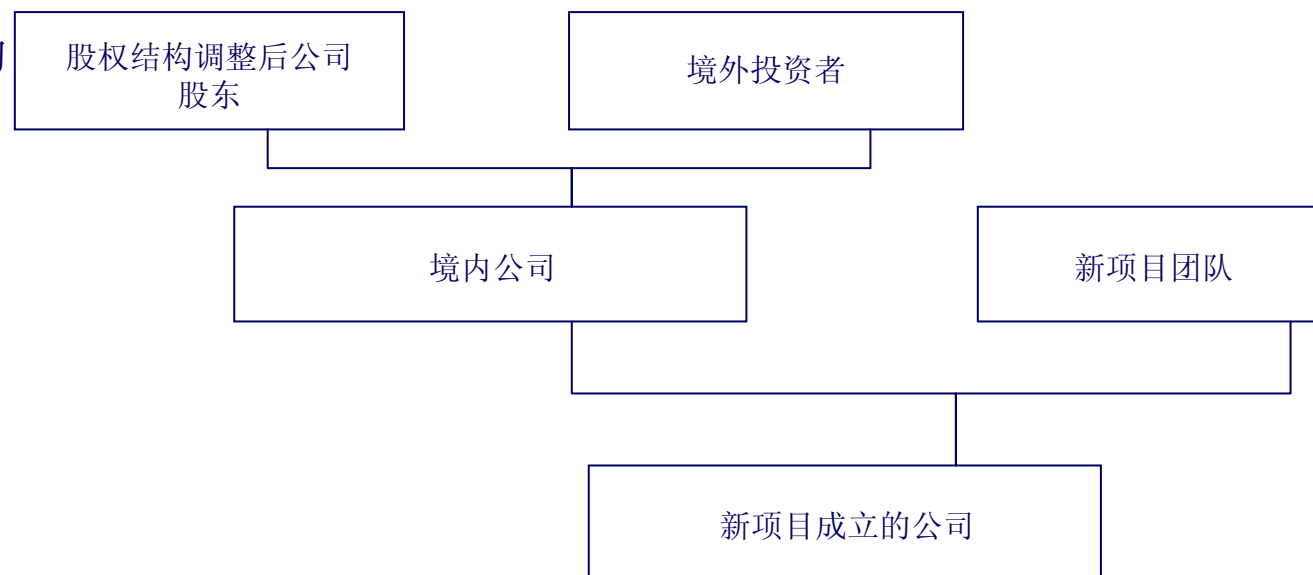
# 内地企业海外上市融资的方式和渠道

- 国内企业在海外直接上市——以**H股**、**N股**及**S股**、存托凭证（**DR**）等形式在境外上市（直接模式）
  - 中国内地的企业通过在香港首次发行股票(简称**H股**)，或者在纽约首次发行股票(简称**N股**)，或者在新加坡首次发行股票(简称**S股**)的方式直接在境外获得上市的方式。这一模式主要适用于大型国有企业。
- 涉及境内权益的境外公司在海外直接上市（红筹模式）
  - 红筹企业是指在境外注册、中资（一般为国有资产）控股（包括中资为最大股东）的境外上市或非上市公司。而现在海外上市中通常说的红筹模式仅仅是借用了红筹企业的概念，主要是指境内公司股东将境内公司资产以某种形式转移至其在境外注册的公司，通过境外公司来持有境内资产或股权，然后以境外注册的公司名义上市发行股票或存托凭证（**DR**）。这一模式目前多用于国内民营企业。
- 购买海外上市壳资源反向兼并国内企业或国内企业的外方控股股东（**RTO**）
  - 通过买壳，可以控制上市公司及其资源，继而将国内企业资产或股权直接或间接地装入壳公司，实现上市目的。这一模式也主要适用于民营等中小型企业。

# 私募交易结构一境内直投

- 境外投资者直接对公司以外币投资的形式增资扩股；
- 公司变更工商登记为外商投资企业（假设境外投资者的股份超过25%），并享受外资投资企业税收优惠政策；

增资后公司股权结构



- 好处： 交易程序简单，获批准速度快
- 弊端： 可选择的境外投资者数量较直接投资境外离岸公司的数量少
- 上市地： 此种交易结构的上市地通常为国内上市或香港H股上市
- 上市主体： 境内公司

# 买壳上市—Reverse Take Over (RTO)

## 1 上市的“壳”

500个股东



交易以“干净壳”为开端。所谓“干净壳”是拥有零资产、零负债及500个股东的上市公司

## 2 非上市公司

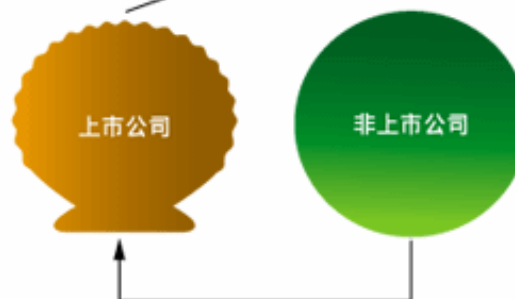
1个股东



交易同时需要一个可以进行运作的非上市公司，这个公司有1位股东

## 3 增发新股95%

1个股东

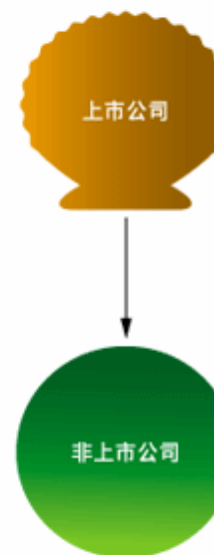


上市公司从非上市企业的单一股东那里获得这家公司100%的股份，代价是上市公司增发95%的新股。

## 4

501个股东

1个股东拥有95%上市公司股份  
500个股东拥有5%上市公司股份



结果：上市公司拥有这家非上市公司100%的股权，而从前的这家非上市公司现在拥有上市公司95%的股份。