

股权投资基金运作——PE 价值创造的流程*

读书笔记

* 方莲 @乾方金融
 分析师, 投资银行中心
 Tel: (+86) 150-6078-2961

叶有明先生现任美国一家股权投资基金管理公司中国总裁。叶先生于 1995 年初加入该美国私募股权公司总部, 先后任国际部主任、集团副总裁, 并于 2003 年兼任公司(中国)总裁。叶先生负责集团在亚太地区, 特别是在中国的投资业务。

叶先生是带领美国 PE 在中国从事投资/收购最早的专业人士之一。自 1995 年以来, 在叶先生的主导下, 先后在上海投资建立中外合作光缆保护管生产工厂、在华东某省投资建立外商独资反光片生产企业和高精密连接件企业、在上海收购了外商独资有线电视部件生产企业、在华东某省收购了私营电机生产企业、2006 年上半年收购了东部某省煤矿综采机械制造企业。

1 股权投资是价值创造的过程¹

¹ P.2

(预期)盈利是任何投资行为发动的直接目的, 也是投资行为得以存续的理性前提。不论采用何种运作模式, 也不论对哪类项目具有特殊的偏好, 股权投资基金的盈利能力均来自于其与合作伙伴的密切协作以及在合作基础上的价值创造过程。²

² 股权投资通过价值投资来实现价值投资

正是基于「价值创造」的核心理念, 全球股权投资基金行业才能在过去的数十年中从无到有、从小到大, 迅速发展成为与传统商业银行、证券市场可以「比肩齐坐」的重要金融力量。

1.1 价值创造的核心投资理念是由 PE 自身的特殊性决定的

股权投资基金与传统商业银行及证券市场基金的区别

股权投资基金投资于目标公司的股权而不是债权, 这是其与商业银行的本质区别。

股权投资的长期性是由于下列因素决定的:³

³ 收购的成功只是价值增加过程的开始, 而不是结束。

- 股权投资难以随时变现, 原因在于资产的流动性差, 这不同于证券市场上股票、债券的买卖;
- 股权投资交易费用高, 其项目筛选、尽职调查、合同谈判等都需要花费大量的人力与费用, 律师、会计师等专业人员费用也十分昂贵;
- 股权投资交易期限长, 从前期调研到商务谈判, 从作出决策到执行交易, 通常需要半年以上时间, 某些案例的交易时间甚至超过两年以上。

股权投资基金追求「共赢」

股权投资基金在为投资者赢得回报的同时, 客观上促进了被投资企业与所在行业的健康发展。PE 的任何以「损人」达到「利己」目的的投

资行为,都无法持续也难以被包括养老基金在内的机构投资者们所接受。因而,「共赢」是 PE 的唯一理性选择,而实现「共赢」的唯一方式就是「价值创造」。

2 PE 介绍⁴

⁴ Page 1

2.1 PE 的概念

股权投资基金(Private Equity Fund, PE Fund)是指以非公众公司的股权为主要投资对象的基金。业内习惯以 PE 来指代股权投资基金。⁵

通常,PE 通过首次公开发行上市(IPO)或者出售(Trade Sale)的方式退出所投资的企业。

2.2 PE 的类型

⁵ 国内对 PE 的另一种通行的翻译是「私募基金」,并从字面理解将 PE 解释为「以非公开方式向特定的投资者募集资金」。这种解释所带来的混淆是,无法将 PE 与活跃的证券市场基金(如股票投资基金)严格区分开。证券市场基金是以流动性较高的金融工具(股票、债券)与衍生金融工具(金融期货、期权等)为买卖对象的基金。

PE 向被投资的企业提供资本金,是一种直接投资,其投资活动直接改变被投资企业的资产负债表、影响或决定被投资企业的生产经营活动。PE 提供的资本金支持被投资企业开发新产品与新技术、增加流动资金、进行行业内的并购重组,以及降低过高的负债率。这与证券市场基金以在二级市场买卖股票为主的投资活动明显不同。

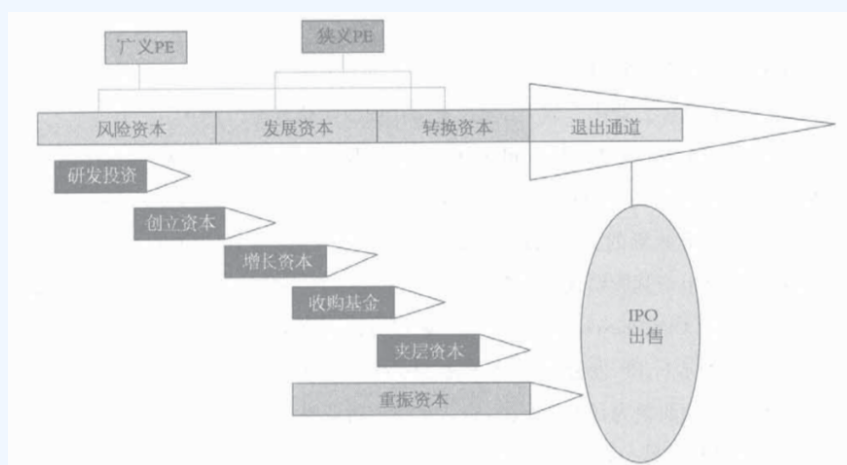


图 1: PE 的主要类型

根据拟投资企业所处的发展阶段的不同,PE 分为如下五种类型:

- 风险资本或创业资本(Venture Capital, VC):投资于创意阶段、研发阶段(天使投资)、原型阶段和/或产业化早期阶段的基金。例如,早期投资于阿里巴巴的日本风投机构软银中国。
- 增长资本(Growth Capital):投资于产业化成功后的企业扩张阶段,通过采购设备、培训员工帮助企业迅速扩张。例如,英联投资、TPG。
- 并购基金(Buy-out Fund):以控股(Majority)方式投资处于稳定成长期的企业,这些企业通常可以提供连续 3 年以上的、反映持续盈利能力或潜力的财务报表。并购基金通过企业内部重组和行业整合来帮助被收购企业确立市场地位。例如,KKR、The Jordan Company。
- 夹层资本(Mezzanine Capital)或过桥资本(Bridge Capital):通常以债权形式投资于稳定成长期而上市前的企业。例如,Midwest Mezzanine Funds。⁶
- 其他类型:例如,专注于为陷入财务危机的企业提供财务拯救的基金(Turnaround Fund, 重振资本),如 Sun Capital。

⁶ Pre-IPO, 企业上市前融资

并购基金在国际 PE 行业中占据着统治地位,每年流入 PE 的资金总额中超过半数是为并购基金募集的。因此,业内通常以 PE 专指并购基金,而以 VC 专指创业投资基金。

2.3 PE 的组织形式

有限合伙制

有限合伙制的组织形式避免了重复纳税,在合伙制框架下,在企业层面无须缴纳所得税;合伙企业的生产经营所得和其他所得,由合伙人分别缴纳所得税。这样就为投资者提供了「财务穿透」的管道,即基金投资的损益直接反映在投资者自身的财务报表上,不改变投资者原来的纳税待遇。

合伙企业(即 PE)设定一个固定的投资期限,其合伙人由**普通合伙人**(General Partner, GP)和**有限合伙人**(Limited Partner, LP)组成。

- 普通合伙人通常是基金管理公司,基金管理公司由基金发起人成立,基金发起人是基金管理公司的有限合伙人。
- 有限合伙人一般为基金的投资者,不参与基金管理公司的日常经营管理活动。

GP 的权利与义务

PE 的所有投资决策均由普通合伙人(GP)作出。GP 还同时监督着基金的所有投资项目,通常称为「投资组合公司」(Portfolio Company)。

GP 的收入来自两方面:

- 基金管理费: GP 向 LP 收取的费用, 1.5%~2.5%, 取决于 GP 的声望、市场资金富裕程度等因素。同时, GP 还会向其所投资公司收取数额不等的咨询费、财务顾问费等。
- 「附带收益」: Carried Interests, 是 GP 获得的基于 PE 投资利润的提成, 通常会有规定最低回报率要求。

LP 的权利和义务

LP 承担基金公司的出资义务, 不承担管理责任, 并对 PE 的债务承担以其出资额为限的有限责任。有限合伙人可以获得基金的投资收益和避免重复纳税的好处。

- 承诺制: 通常 LP 不会在签署有限合伙协议后, 将全部出资额划入 GP 管理的帐户。一般情况下, PE 采用的是**承诺制**, 即每个 LP 都承诺其要投入一只基金的总的资金额度。
- 资金到位: PE 在选择项目和在与目标公司进行谈判的过程中, 根本不需要大量的资金。当 GP 确认某个合适的投资项目时, GP 会通知 LP, 要求其在有限合伙协议中承诺的出资比例将相应数额的资金转账给 GP, 称为「招款」(Capital Call)。

- 盈利分配与「钩回」机制：
- 合伙终止与非过错散伙
- 投资限制：LP 无法在具体的投资决策上约束 GP，但可以要求 GP 承诺只在特定的领域内进行投资。

2.4 PE 的投资策略

平台性投资

Platform Investment or Stand-alone Investment，是指 PE 在收购目标企业后将企业作为行业整合的平台，而在该项投资前，PE 没有在相关的行业进行过投资。

- 目标公司所在行业存在整合的空间，如市场集中度较低、存在后续收购目标、产品存在升级空间、存在规模经济、产业链上下游关联度较高、企业谈判能力较强等
- 目标企业在行业中处于「领导者」的地位，有较大的行业影响力
- 目标企业管理层制定了明确的发展战略

后续性投资

Add-on Investment，是指 PE 在平台性投资后，在行业整合过程中进行的一系列收购活动，其目的性十分明确。通常，由行业专家负责寻找和接洽合适的后续收购目标，再由 PE 负责谈判和完成收购，最后由 PE 与业内专家一起完成收购后的整合工作，并带领整合后的企业集团走向新的辉煌。

CASE#1:K 公司收购案例。

CASE#2:W 集团收购案例

2.5 哪些企业需要 PE

- 企业计划扩张，包括并购目标公司、扩展现有业务和新增业务
- 企业计划策动行业内整合
- 企业发展遇到瓶颈
- 企业计划实施管理层收购
- 企业集团须分拆以剥离非核心业务
- 企业陷入财务困境急需拯救
- 家族企业面临重组及继承人问题
- 股东意见分歧，部分股东有退出计划
- 公众企业的私有化计划

3 PE 的投资流程

3.1 概述

一个典型的 PE 投资流程主要包括三个阶段：

■ 第一阶段:从获得项目信息到签署购买协议

- ▶ PE 的项目团队在获得项目信息后,首先进行筛选。
- ▶ 开展市场调查与公司调查
- ▶ 准备投资备忘录,并提交至投资决策委员会审核。
- ▶ 实施尽职调查。
- ▶ 在律师专家的帮助下,设计交易结构(Deal Structure),并与目标公司的企业主及管理层就关键问题进行沟通
- ▶ 谈判条款清单(Term Sheet)的细节内容
- ▶ 准备各项收购的法律文件及行政审批

■ 第二阶段:从签署购买协议到交易结束

- ▶ PE 开始委派小组进驻目标企业,监督公司日常运营
- ▶ 设立离岸控股公司等
- ▶ 在律师的帮助下,PE 与目标公司的其他股东修订公司章程等文件,指定新一届董监高
- ▶ 补充完善尽职调查报告
- ▶ 支付收购价款,完成交割

■ 第三阶段:从交易结束到退出

- ▶ 建立项目协调小组,全面负责收购后整合工作的计划与实施
- ▶ 聘请 CEO 等。
- ▶ 帮助企业完善管理层,改善企业的治理结构
- ▶ 帮助企业完成资源整合
- ▶ 根据市场状况,计划并实施退出方案

3.2 项目初选

整个投资活动的进程。

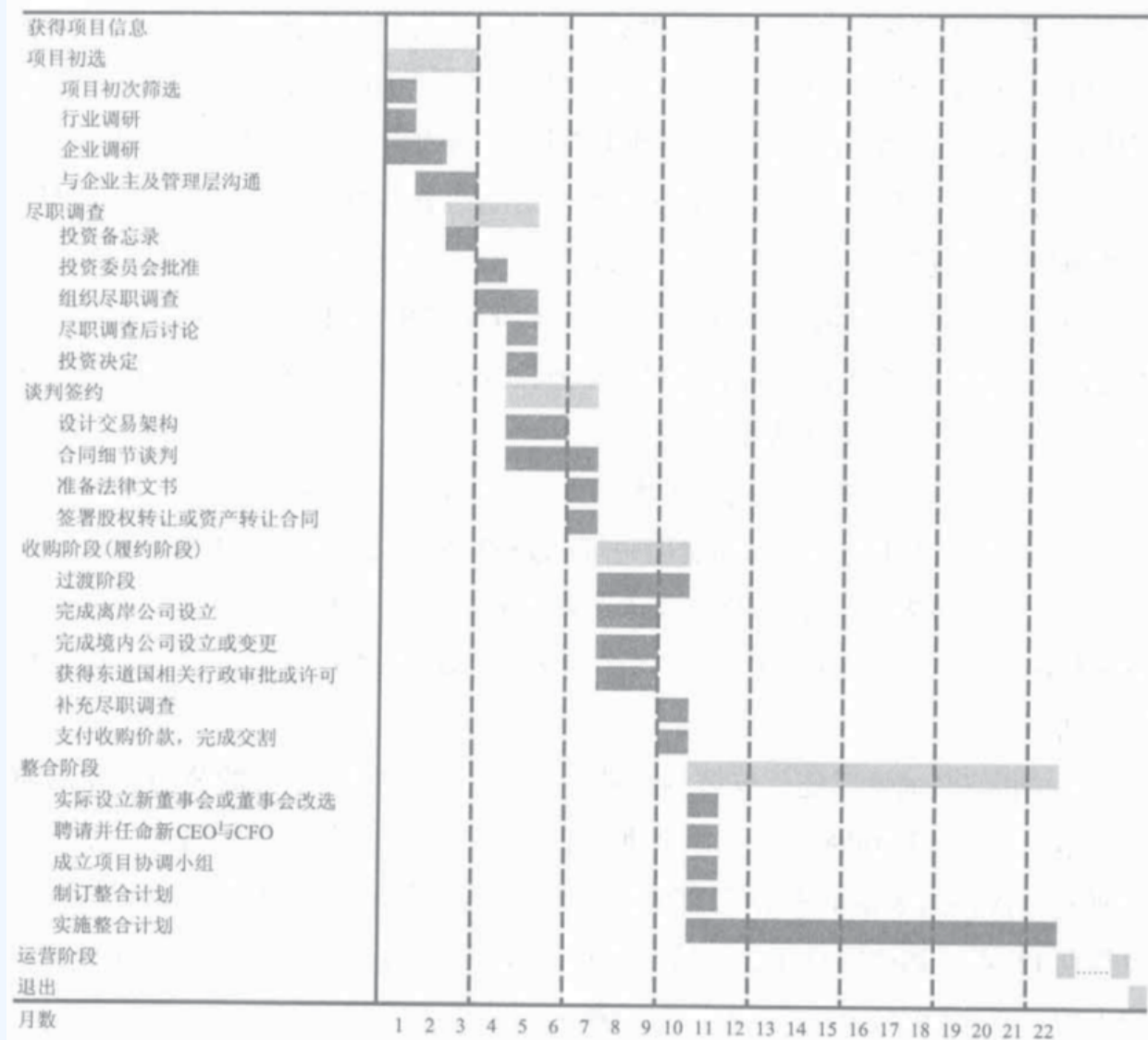


图 2: PE 投资实施进度的甘特图