

Private Equity:  
Investment &  
Management

# 私募股权 投资管理



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

Private Equity:  
Investment & Management  
| 私募股权投资管理 |

2007年年末站在北京大学私募股权第1期培训班讲台上时，我是诚惶诚恐的。因为除了传统理论介绍和欧美案例之外，中国案例几乎是一片空白。时间来到2013年7月，当我面对第106期同学时，我的烦恼是如何在12个学时内将如此众多的中国经典案例和经验分享给听众。这本书弥补了课堂时间过短的缺憾。

——欧阳良宜

上架建议：金融·投资

ISBN 978-7-301-23063-3



9 787301 230633 >

定价：52.00元

# 私募股权投资 投资管理



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

**图书在版编目(CIP)数据**

私募股权投资管理/欧阳良宜著. —北京:北京大学出版社,2013.9

ISBN 978-7-301-23063-3

I. ①私… II. ①欧… III. ①股权-投资基金-研究-中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第198827号

法律资料分享, docsriver.com

**书 名:** 私募股权投资管理

**著作责任者:** 欧阳良宜 著

**责任编辑:** 郝小楠 朱 鸿

**标准书号:** ISBN 978-7-301-23063-3/F·3725

**出版发行:** 北京大学出版社

**地 址:** 北京市海淀区成府路205号 100871

**网 址:** <http://www.pup.cn>

**电子信箱:** em@pup.cn QQ:552063295

**新浪微博:** @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

**电 话:** 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926 出版部 62754962

**印 刷 者:** 三河市博文印刷厂

**经 销 者:** 新华书店

787毫米×1092毫米 16开本 27.25印张 624千字

2013年9月第1版 2013年9月第1次印刷

**定 价:** 52.00元

---

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱:fd@pup.pku.edu.cn

# 前言

在过去几年时间中,中国私募股权经历了史无前例的爆发式增长。2005 年年初这个行业大概只有 200 多家基金。但到了 2013 年,这个数字已经膨胀到 10000 家以上。过去这个行业的领导者是高盛、摩根士丹利、凯雷、华平、红杉和 IDG 等外资金融机构。而现在我们在财经媒体上更常听说的是鼎晖、弘毅、赛富和九鼎等本土品牌。

私募股权行业的急剧扩大带来了许多新问题,而这些问题我们往往很难在国际同行那边找到答案。以融资为例,国际私募股权业的主流投资者为机构投资者,而中国超过 50% 的投资者为高净值个人(即散户)。在此背景下,中国私募股权基金的募集更多地是借助私人银行、第三方理财顾问和信托等渠道,而不像国际同行那样去逐个拜访大机构投资者。又比如投资,中国私募股权的主流策略为以少数股权投资为特征的成长投资,而国际私募股权业的主流则是杠杆收购基金和地产基金。因此,中国基金管理人更加强调关系营销,而国际同行则更强调财务、税务和法律方面的技能。

大量新晋基金管理人和投资者走进北京大学的课堂,冀望能在这里找到私募股权投资精髓要义。从 2007 年以来,仅北京大学汇丰商学院便已经为超过 7 000 名企业家、专业投资人、政府官员及各界人士提供了私募股权方面的课程培训。2007 年年末站在私募股权第 1 期培训班讲台上时,我是诚惶诚恐的。因为除了传统理论介绍和欧美案例之外,中国案例几乎是一片空白。时间来到 2013 年 7 月,当我面对第 106 期同学时,我的烦恼是如何在 12 个学时内将如此众多的中国经典案例和经验分享给听众。

我写这本书的初衷便是将我在课堂上所无法完整覆盖的内容记录下来,与投资界同仁探讨。与学术书籍不同,这本书致力于讨论中国私募股权投资的实践,尚未升华到理论层面。这种写作思路是有很大风险的,因为实践总是在不断进步,从而导致书的内容会逐渐过时。事实上,在我写作这本书的 3 年间,中国私募股权的重心已经由开始时的成长资本逐步向杠杆收购和地产转移。因此我竭力扩大本书的覆盖内容,因时间所限,仍有很多题目未能列入其中。希望读者在阅读本书时,能够宽容这一缺点。

## 这本书是写给谁看的?

本书的目标读者是从事私募股权投资的专业人士,寻求私募股权投资的企业管理人员/创业者以及从事相关监管工作的政府工作人员。我希望读者具备一定的财务和法律基础知识,这样在阅读一些技术章节(如投资条款书和企业估值)时会相对轻松。

## 这本书都写了什么内容？

本书的前三章试图为读者描绘私募股权业的基本框架。第1章介绍了私募股权的商业模式、投资理念和生命周期等内容。私募股权的外延非常广泛，我们在第1章介绍了九种不同的策略，但真正在中国大行其道的不过三四种而已。第2章篇幅较长，主要介绍私募股权业的发展历史和现状，重点讨论中国市场。第3章则探讨了中国仍然在改革中的私募股权监管体系。

私募股权的生命周期大致可以分为募集、投资、投后管理和退出等四大阶段。但基金管理人在这四个阶段投入的精力并不平均。募集和投资占用了基金管理人大部分的精力，因而占据了本书的大部分篇幅。本书的第4至第6章主要讨论基金的募集操作、架构设计和基金条款等内容。和前面一样，我们重点讨论中国的实践操作，也介绍部分国际市场公认的最佳实践。

本书的第7至第9章分别介绍了创业投资、成长资本和并购等三大中国市场主流策略。除了探讨投资理念和逻辑之外，我们也用相当的篇幅介绍了这三大策略在中国市场与国际市场操作的异同。中国已经成为与美国、欧洲三足鼎立的主要私募股权市场，但中国市场的发展阶段、市场制度和监管环境都有别于欧美市场。读者在阅读这三章时，会发现中国特色贯穿其始终。

本书的第10至第14章属于技术章节。虽然这四个章节探讨的话题技术性较强，但读者在阅读时可能不会感到枯燥，因为中国近年的市场实践为我们提供了许多生动的案例。套句俗话，真相有时比小说还要戏剧化。

第10章介绍了投资评估的主要流程组成和项目渠道问题。第11章则从业务、财务和法律等三个角度介绍了尽职调查的实务操作。我们不仅探讨标准操作流程，也在其中讨论了中国市场的一些特色问题。第12章结合案例和标准文本探讨创投和成长资本常见的投资条款设置。而第13章则介绍了目前市场上几种主流的企业估值方法，包括相对估值乘数和折现现金流法。

投后管理是世界性的难题，即便是KKR创始人亨利·克拉维斯也承认不懂企业管理。中国私募股权业迄今为止还没有为我们提供值得大书特书的投后管理案例，反倒是不少基金被企业家公开指责服务差。本书第14章介绍了投后管理的基本操作，并分析了导致投资失败的一些因素。

本书的最后一章介绍了私募股权生命周期的最后一步——退出操作。本章首先探讨了退出操作的逻辑和选择问题。与国际市场主流的出售退出不同，中国市场高度依赖IPO退出策略。因此本章重点介绍了境内A股上市和境外上市的运作流程，并探讨其中的一些技术细节。此外，本章还结合案例介绍了出售退出的操作流程。

## 这本书有何优缺点？

这本书的优点和缺点一样明显。由于主要采用案例分析的写作方法，本书阅读的难度可能会比其他技术性书籍略低。由此导致的缺点是，在一些技术细节方面的讨论不够深入。譬如，后 10 号文时代的红筹结构搭建方法至少有八种以上，而本书只介绍了其中最常见的几种。A 股上市操作是一个庞大的系统工程，涉及诸多无聊的技术细节，本书也都省略了。

此外，本书的写作理念为“高大全”，力图覆盖中国私募股权市场的多数话题。读者可以在本书中找到多数问题的答案。但这种写作方法的直接代价是篇幅过长，最后成书时我被书的厚度吓了一跳。另外一个毛病则是不同章节的成文时间跨度长达三年，有些内容可能会逐渐过时。譬如，2010 年写作第 2 章时，我在文中判断中国 Pre-IPO 策略将会盛极而衰。而到本书成书时，Pre-IPO 投资的退潮已经成为现实，该探讨的话题不是会不会退潮，而是如何应对退潮。出于对历史和对我懒惰传统的尊重，书中能不改的部分就不改了。

私募股权的实践操作横跨业务、财务和法律三大领域。我们很难找到三个方面都完全精通的专业人士。我个人主要的专业训练来自财务方面。因此书中关于业务和法律甚至部分财务话题的讨论都属一家之言。书中部分内容可能不够准确甚至存在错误，恳请发现错误的读者邮件通知作者(ouyangly@pku.edu.cn)，我们将在后续的勘误或再版中修正。

# 目 录

<b>1 什么是私募股权</b> .....	(1)
1.1 商业模式 .....	(6)
1.2 投资理念 .....	(11)
1.3 投资周期 .....	(14)
1.4 基金管理公司 .....	(15)
1.5 投资收益 .....	(24)
<b>2 发展历程</b> .....	(31)
2.1 早期的私募股权 .....	(33)
2.2 风起云涌的 1980 年代.....	(37)
2.3 烈火烹油的 1990 年代.....	(41)
2.4 21 世纪的私募股权 .....	(47)
2.5 私募股权行业现状 .....	(50)
2.6 中国的私募股权 .....	(56)
<b>3 监管体系</b> .....	(63)
3.1 美国的私募股权监管体系 .....	(65)
3.2 中国私募股权监管探讨 .....	(71)
<b>4 基金募集</b> .....	(77)
4.1 筹资对象 .....	(80)
4.2 筹资渠道 .....	(89)
4.3 筹资要点 .....	(93)
<b>5 基金架构设计</b> .....	(101)
5.1 有限合伙基金 .....	(103)
5.2 公司制基金 .....	(107)
5.3 信托制基金 .....	(108)
5.4 收益分配 .....	(112)
5.5 税收的处理 .....	(114)
5.6 中国基金注册事项 .....	(118)
附录 5.1 英国基金的设立操作 .....	(122)

<b>6</b>	<b>基金条款</b>	(125)
6.1	注册和组织事项	(127)
6.2	资本事项	(130)
6.3	分配事项	(135)
6.4	权力架构	(141)
6.5	投资运作	(146)
6.6	清算、解散及终止	(148)
6.7	其他事项	(150)
<b>7</b>	<b>创业投资</b>	(153)
7.1	天使投资	(155)
7.2	项目来源	(156)
7.3	投资理念	(162)
7.4	中国案例分析	(171)
<b>8</b>	<b>成长资本策略</b>	(179)
8.1	投资理念	(182)
8.2	中国 Pre-IPO 策略的发展	(187)
<b>9</b>	<b>并购基金</b>	(205)
9.1	投资逻辑	(207)
9.2	中国的并购策略	(215)
9.3	经典案例:RJR-Nabisco	(226)
9.4	中国式收购:中国玻璃	(233)
<b>10</b>	<b>投资评估</b>	(239)
10.1	概述	(241)
10.2	投资评估流程	(243)
10.3	项目渠道	(249)
<b>11</b>	<b>尽职调查</b>	(255)
11.1	概述	(257)
11.2	业务尽调	(262)
11.3	财务尽职调查	(272)
11.4	法律尽职调查	(283)
11.5	项目筛选报告/投资报告书	(287)
<b>12</b>	<b>投资条款书</b>	(289)
12.1	概述	(291)
12.2	财务条款	(293)

12.3	控制权条款 .....	(313)
12.4	其他条款 .....	(328)
<b>13</b>	<b>企业估值</b> .....	<b>(331)</b>
13.1	概述 .....	(333)
13.2	相对估值 .....	(335)
13.3	折现现金流法 .....	(348)
13.4	估值指引 .....	(358)
<b>14</b>	<b>投后管理</b> .....	<b>(363)</b>
14.1	信息收集渠道 .....	(366)
14.2	监控指标 .....	(367)
14.3	增值服务 .....	(369)
14.4	基金投资失败的原因分析 .....	(371)
<b>15</b>	<b>退出策略</b> .....	<b>(375)</b>
15.1	概述 .....	(377)
15.2	IPO 退出策略 .....	(386)
15.3	出售退出 .....	(415)
	<b>参考书目</b> .....	<b>(424)</b>
	<b>后记</b> .....	<b>(426)</b>

# 1 什么是私募股权



所谓私募股权(Private Equity),通常指的是主要采用私募方式募集资金,并对企业进行股权或准股权投资的集合投资方式。之所以被称为私募股权,是因为该类基金一般通过私募方式筹集,并且投资方向主要为私募的非上市股权。私募股权基金在我国也称股权投资基金或产业投资基金。我国官方文件中所称的“股权投资企业”或“创业投资企业”指的也是私募股权基金或创业投资基金。

需要注意的是,私募股权只是一种习惯的称谓,并没有严格的法律定义。在实践中也存在通过公募方式筹资的基金。譬如,英国最大的私募股权基金3i事实上是一家上市基金。而著名的私募股权基金管理公司黑石集团(Black Stone Group)和科尔伯格·克拉维斯·罗伯茨(Kohlberg Kravis Roberts, KKR)则本身也是上市公司。<sup>①</sup> 私募股权基金的投资方向也不限于非上市公司,不少私募股权基金也投资于上市公司的非流通股(Private Investment in Public Equity, PIPE)。譬如,厚朴基金的投资组合便曾经包括上市公司中国建设银行和蒙牛乳业的股份,而弘毅资本则是苏宁电器的股东之一。

事实上,私募股权指的是一种商业模式。基金管理人通过向养老基金、保险公司、银行、慈善基金及富人等投资者筹集资金,将之投资于企业的股权或债权,并寻求在一定期限内将投资变现,将资金返还给投资者。采用这一商业模式的集合投资实体,不管其名称中是否有“基金”,通常都被称为私募股权基金。在实践操作中,作为法律实体的私募股权基金极少在名称上冠以“基金”的名号。

从资产类别来看,私募股权通常被归于另类投资(Alternative Investments),区别于股票和债券等主流投资。其他的另类投资还包括对冲基金、房地产、大宗商品以及古董艺术品等。与股票和债券等主流投资不同,另类投资通常来说平均收益率更高,流动性更差,风险也更高。

机构投资者通常将资产分散投资于各项资产,以降低资产组合的总体风险。譬如,全国社保基金理事会虽然主要投资于债券和股票市场,但根据人力资源和社会保障部以及财政部授权,可以将私募股权投资比例提高至10%。世界上最大的机构投资者之一加州公务员养老基金会(CalPERS)对私募股权的投资配比也是10%。这些主流投资者的资产配置模式也成为众多机构投资者的标杆。

在国际市场上,机构投资者是私募股权基金的主要资金来源。但在中国市场上,由于可进入另类投资市场的国内机构投资者相对较少,因此外资机构投资者和境内个人投资者是中国私募股权基金的主要资金来源。随着政府对国有投资机构管制的逐步放松,境内机构投资者在中国私募股权业的重要性将会逐步提高。

私募股权广泛投资于各类企业的股权、债权以及介于两者之间的“夹层”权益。按投资领域的不同,私募股权基金可以分为:

- 创业投资基金,也称风险投资基金(Venture Capital);

---

<sup>①</sup> 严格意义上来说,黑石集团并不是一家上市“公司”,而是一家上市“合伙企业”,其组织形式为有限合伙企业。

- 成长资本 (Growth Capital) ;
- 并购基金, 也称杠杆收购基金 (Buyouts) ;
- 房地产基金 (Real Estate) ;
- 夹层基金 (Mezzanine) ;
- 母基金 (Fund of Funds) ;
- 破产投资基金 (Distressed Private Equity) ;
- 二级市场基金 (Secondary Market) ;
- 产业投资基金 (Specialist Fund) 。

**创业投资**的主要投资对象为初创阶段的高成长型企业。虽然这类企业失败的风险很高, 但是其预期收益率也很高。针对 1987—2000 年间的案例研究发现, 创业投资案例的算术平均收益率近 700%, 但标准差却超过了 3 000%。创业投资领域的一条经验法则是: 50% 的投资会血本无归; 5% 的“极成功”投资产生的收益占基金的近 80%; 其余的“成功”投资产生的收益占基金的 20% 左右。

在中国, 创业投资基金投资的典型行业包括新能源、新材料、互联网和生物科技等。我国在纳斯达克等海外市场上市的互联网企业, 如新浪、网易、搜狐和百度等, 在发展的早期都得到了创业投资基金的支持。

**成长资本**主要投资于处于高速扩张期的企业, 在国外有时也称扩张资本 (Expansion Capital), 所占比例并不高。与国际市场不同, 成长资本是中国私募股权业当前的主流投资模式。具体来说, 中国成长资本基金重点投资于临近上市阶段的成长企业的少数股权, 并在企业上市股票解禁之后迅速出售股票套现。创业板和中小企业板是近年来中国私募股权基金的主要套现市场。根据清科创投的统计, 2009 年私募股权支持的中国上市企业从接受投资到上市之间的时间间隔平均为 2 年左右。但随着 IPO 节奏的放缓, 投资周期正在不断延长。

**并购基金**主要投资于成熟行业, 通常寻求目标公司的控制权。并购基金投资的典型行业有金融、房地产、食品和制造业等。这类基金通常会以被投资企业的资产为抵押大规模举债, 这种收购方式也称杠杆收购 (Leveraged Buyouts, LBO)。由于欧美发达国家经济总体增速较低, 多数行业处于成熟阶段, 因此并购基金是欧美私募股权业的主流投资方式。中国市场的法律和融资环境对杠杆收购并不友好, 因此私募股权基金整体或控股收购境内中国企业的案例并不多。

**房地产基金**<sup>①</sup>在中国和国外的运作模式有一定的差别。在美国市场上, 私募房地产基金的投资对象主要是房地产的产权, 其收益来自房产产生的租金或出售房产得到的现金。而在中国, 房地产基金则主要投资于房地产开发项目的股权、债权或者两者的混合。在我国, 房地产基金一般会与开发商合作, 共同开发特定房地产项目。在合作开发的模式下, 房地产基金一般会要求开发商甚至开发商的实际控制人对其债权投资提供各种形式的担保。在房价高企和房地产开发企业融资渠道收窄的背景下, 私募房地产基金得到了相当的发展。

---

<sup>①</sup> 需要注意的是, 私募股权中的房地产基金与房地产投资信托基金 (REIT) 是不同的两类基金。后者一般面向公众投资者筹资, 投资于商业或住宅地产的所有权, 并将房产产生的租金或出售房产获得的现金派发给投资者。

**夹层基金**主要投资于企业的可转换债券或可转换优先股等“夹层”工具。与中国高度受管制的债券市场不同,国际债券市场的发行者信用等级从最低的垃圾级(Speculative Grade),到养老基金可以接受的投资级(Investment Grade),乃至主权信用都有。夹层债券一般属于低投资级甚至垃圾级的债券,其高利率水平弥补了高风险的缺憾。夹层债券是杠杆收购中重要的债权资本来源。我国一些企业在海外上市前有时也会进行可转换债权投资。这些案例中投资者的收益颇为可观。

**母基金**也被直译为“基金中的基金”。母基金向机构和个人投资者募集资金,并分散化投资于私募股权、对冲基金和共同基金等。母基金一方面降低了投资者进入私募股权的门槛<sup>①</sup>,另一方面还帮助投资者实现了不同基金之间的风险分散化。但母基金本身收取的费用也构成了相当的成本,这也是大型机构投资者较少投资母基金的主要原因。

**破产投资基金**主要投资于处于困境中的企业。由于这类企业的特殊处境,它们的定价通常非常低。破产投资基金通过帮助企业脱离困境,来实现投资的增值。由于破产重组属于专业性非常强的领域,一般只有少量基金会涉足这一领域。

**二级市场基金**的投资对象为其他私募股权基金出售的企业股权。这类基金的存在需要有相对活跃的企业非上市股权交易市场。目前,欧洲创投协会(EVCA)和英国创投协会(BVCA)都致力于推进私募股权二级市场的建设,因此二级市场基金在这些市场上有了长足的发展。企业股份在基金之间的二手交易已经成为欧美私募股权的重要退出渠道。此外,也有一些二级市场基金交易的是私募股权基金的权益,而不是基金出售的企业股权。我国已经出现一些二级市场基金,主要收购对象为基金权益。

**产业投资基金**是我国近年来出现的官办私募股权投资基金的特殊称谓,一般指经国务院批准,向国有企业或金融机构募资并投资于特定产业或特定地区的基金。这类基金通常由地方政府或中央部委发起,募集规模一般在100亿元以上。遗憾的是,虽然获得批准的产业投资基金超过了10家,但运作并不成功,多数基金处于募集不足状态。目前市场上活跃的产业基金主体已经不再是政府特批的基金,而是民间募集的。医疗产业和文化产业是产业基金的主要投资方向。

在国际市场上,并购基金和房地产基金为行业的主流。但在中国市场上,私募股权基金主要包括创业投资、成长资本、并购基金、夹层基金以及房地产基金。以2008年为例,当年新设的可投资于中国的私募股权基金中,11%为创业投资基金,55%为成长资本基金,24%为并购基金,2%为夹层基金,8%为房地产基金(见图1-1)。<sup>②</sup>

需要注意的是,与本书不同,有些分类方法将创业投资单列为一类,而将其他基金统称为私募股权(狭义)。如无特别注明,本书所称私募股权指包括创业投资在内的各类基金。

<sup>①</sup> 大多数私募股权基金对单个投资者的最低投资额有一定要求。我国一般为500万元或1000万元。

<sup>②</sup> 清科创投([www.zero2ipo.com.cn](http://www.zero2ipo.com.cn))。

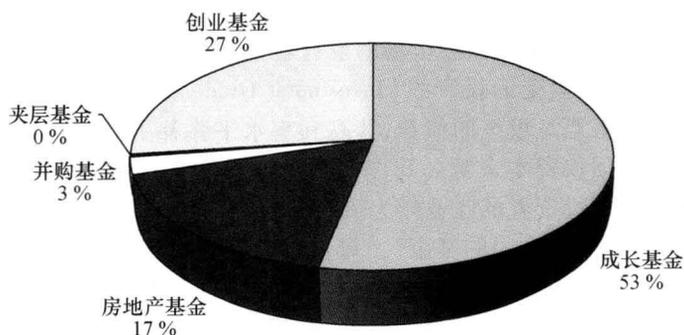


图 1-1 2012 年中国新募基金策略分布

注:2012 年中国私募股权及创投新募基金数额为 346 亿美元。

资料来源:清科创投。

## 1.1 商业模式

私募股权商业模式的核心为基金管理人。基金管理人独立或通过银行等中介机构发起设立基金。在基金设立后,基金管理人负有寻找项目、项目谈判与交易构造,监控被投资企业并实现投资退出等职责。基金的主要资本来自养老基金(社保基金)、银行、保险公司、捐赠基金、慈善基金与个人投资者。由于绝大多数私募股权基金的组织形式为有限合伙企业,因此承担管理职责的基金管理人通常也被称为普通合伙人(GP)<sup>①</sup>,而投资者通常被称为有限合伙人(LP)。

### 1.1.1 利益分配方式

基金投资的收益来自初始投资与项目退出时的套现价值之间的差额。与共同基金(开放式或封闭式基金)不同,私募股权基金通常收取较高的年管理费,比例通常是承诺资本的 1.25%—3%。此外,基金管理人还收取投资利润的 15%—25% 作为管理分红(Carry Interest)。也就是说,有限合伙人提供了将近 100% 的资本,但只享有 75%—85% 的受益权。这一商业模式与对冲基金及我国常见的私募证券投资基金类似。

为了使基金管理人与投资者的利益一致,基金管理人只有在投资者收回全部本金,并且实现一定的保底收益之后,才能在利润的增量部分分享 15%—25%。而 1.25%—3% 的固定管理费则是为了弥补基金管理人的日常开支,通常包括员工工资、寻找项目的费用以及投资过程中支付给中介机构的费用(见图 1-2)。

投资者通常对证券投资基金(共同基金)按管理资产数额收取 1% 的年管理费能够

<sup>①</sup> 在实际操作中,基金管理人一般不直接担任有限合伙基金的普通合伙人,但习惯上仍称之为 GP。



图 1-2 私募股权的商业模式

接受,而对私募股权和对冲基金收取高额的年管理费以及更高的管理分红难以接受。理论上来说,私募股权和对冲基金的业绩表现高度依赖于基金管理人的能力,高收费水平可以理解为“经济租金”。从实证数据来看,投资者从私募股权基金获得的扣除费用后收益要高于共同基金的扣除费用后收益。这在一定程度上说明了私募股权高收费水平的合理性。<sup>①</sup>

学术研究表明,基金业绩与基金管理人的能力存在一定联系。譬如,关系网络较广的基金管理人参加共同投资的机会较多,其业绩也更高。此外,同一基金管理人先后发起的不同期基金的业绩之间也存在显著的正相关关系。或者说,表现良好的基金管理人发起的新基金业绩要显著好于过去表现差劲的基金管理人同期发起的新基金。这从另一个角度说明了基金管理人的重要性。但有趣的是,表现优秀和表现差劲的基金管理人所收取的费用比例并没有显著差别。

### 1.1.2 生命周期

投资基金作为一种集合投资方式,通常会存续相当长的时间。第一只现代意义上的共同基金是马萨诸塞投资信托(MIT)。它是哈佛大学的几位教授在1924年共同发起的,到现在仍然存在。对冲基金也通常是长寿的。著名的量子基金前身是1969年索罗斯和罗杰斯共同创立的双鹰基金,目前仍然是对冲基金界的重要力量。

长存续期限使得基金管理人有更高风险容忍度,有助于提高基金收益。但这并不一定是好事情,长期也使得基金管理人有很大的造假空间。著名的麦道夫(Madoff)基金便是一例。麦道夫基金设立于1960年,其管理人伯纳德·麦道夫在基金破产前曾担任美国第二大股票市场纳斯达克(NASDAQ)的主席。麦道夫基金声称能够为投资者提

<sup>①</sup> 这一结论本身是有争议的。由于并非全部私募股权基金都会披露业绩,最好和最差的基金通常都不愿意将业绩公开,因此我们只能就主动披露的数据进行讨论。有不少研究表明,对冲基金的业绩和其收费水平并不匹配。

供稳定的收益(如每月1%),而事实上基金并未实现这一业绩。基金通过程序捏造虚假交易,并将新投资者投入的资本金转移给老投资者作为利润。次贷危机爆发后,后续注入资金的减少使得麦道夫基金的骗局终于曝光。根据美国证交会的调查结果,麦道夫基金的投资者总共投入了360亿美元,其中有180亿美元血本无归。

2009年5月,号称规模超过10亿人民币的上海汇乐集团负责人黄浩被公安机关刑事拘留。根据上海证监局和公安部门2011年披露的公开信息,黄浩等人自2006年起先后成立汇乐投资、汇仁投资、汇义投资和汇乐宏宇等公司(统称为“汇乐集团”)。通过创设上线发展下线和层层持股的“滚雪球”经营模式,汇乐集团将所筹集的资金投资于医疗器械、网络游戏、房地产、典当、农林等众多领域的十余家公司,而这些投资绝大部分归于失败。但借助不断扩大的融资规模,汇乐集团仍然可以以新投资者投入的资金向老投资者提供每年10%的固定回报及本金108%—110%的超额回购。

2008年,汇乐集团设立了上海德浩和天津德厚等两家有限合伙基金。这两家基金向投资者承诺每月固定提供0.9%的收益,并宣称所筹资金将主要用于产业投资,但实际上主要都被用于炒股。事实上,汇乐集团在2006—2009年间向总共800名投资者筹集了1.9亿元的资金。2011年7月,黄浩被判处无期徒刑,并处没收财产1000万元。而投资者的1.9亿元则大部分打了水漂。

汇乐集团的操作与麦道夫如出一辙,只不过一个披着私募股权的外衣,而另一个自称是对冲基金而已。类似汇乐集团的案例在私募股权界并不多见,主要原因在于私募股权独特的生命周期模式。与其他投资基金不同,私募股权基金的存续时间是有限的。私募股权基金的一般存续期限为10年,而中国近期新募集的基金存续期也有短至5年的。一般来说,私募股权基金产生的收益除了支付基金费用之外,必须以现金方式分配给投资者,不得用于滚动投资。由于这一点,私募股权基金管理人造假的空间大大缩小。更为重要的是,基金管理人在当期基金投资大部分完成时,将需要发起新的基金来维持运作,而新基金的募集往往依赖于旧基金投资者的口碑。

在10年的存续期中,私募股权基金要完成募集资金、部署投资、监控项目以及项目退出四个阶段。私募股权筹资一般要花6—9个月,长的甚至能达到18个月。从筹资截止日开始,基金管理人开始部署投资项目。这个阶段也称投资期,一般持续3—6年。当一个项目投资完成之后,基金管理人会持续关注被投资企业的经营状况,并视情况给企业以财务、战略或销售渠道等各种支持。在第4—10年的收获期,基金管理人会通过上市和出售等方式来实现资本增值和项目退出,并将资金返还给投资者(见图1-3)。

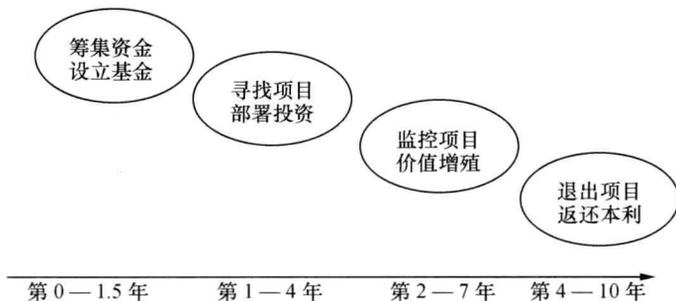


图1-3 私募股权的生命周期