中国企业携手私募股权基金对外投资指南

运筹帷幄　把握先机

L.E.K.

China Funding the World

An International Private Equity Investment Guide for Chinese Companies

上海市商务委员会
2016版

版权声明

本《指南》的全部内容均有版权并受版权法和全球任何其他适用法律的保护。版权所有者保留有关本《指南》的所有权利。其中特别注明作者的部分，版权由作者所有，未注明作者的部分，版权由艾意凯咨询（上海）有限公司（艾意凯咨询）及上海市商务委员会所有。未经版权所有者同意，本《指南》任何部分的内容不得被复印、复制、再版、修改、翻译、传输、散发或以其他任何形式或以任何其他方式使用。

All content of this Guide is owned and copyrighted and is protected by copyright law and any other applicable laws worldwide. All rights are reserved. For the chapters where authors are specifically noted, the authors own the copyright of the chapters; for other chapters, L.E.K. Consulting Limited and Shanghai Municipal Commission of Commerce own the copyright. Without consent of the copyright owners, no part of the content may be copied, reproduced, republished, modified, translated, transmitted, distributed or used in any other form or by any other means.

©艾意凯咨询（L.E.K. Consulting）、上海市商务委员会及其他注明作者2016年版权所有
Copyright © 2016 L.E.K. Consulting, Shanghai Municipal Commission of Commerce
and other specified authors

序

从1984年中国引进风险投资概念至今，我国私募股权投资已经历了31个春秋的潮起潮涌。随着十八届三中全会提出的深化投资体制改革的会议精神，对外投资体制面临着“大刀阔斧式”的改革。2013年12月，国务院颁布了《政府核准的投资项目目录（2013年）》旨在最大程度减少和下放审批权限，切实落实企业投资自主权。

中国（上海）自由贸易试验区采用境外投资备案制，并发布了《中国（上海）自由贸易试验区境外投资开办企业备案管理办法》。央行、外汇局等部委也频繁地发布了一系列跨境投资、外汇改革的措施。这一系列政策的落地实施，对私募股权基金海外投资的格局而言，意义重大。

2014年习近平主席提出的“一带一路”是中国新一轮开放和走出去的战略重点，从政策上鼓励中国企业走出去，为世界经济尤其亚洲经济发展发挥更大作用，同时有助于解决中国产能过剩、需求不足的矛盾，为中国经济寻找新的增长动力。从政策层面充分发挥丝路基金、中非基金、东盟基金、中投海外直接投资公司等作用，以股权投资、债务融资等方式，积极支持中国企业参与国际产能和装备制造合作项目，同时鼓励中国企业和私募股权基金合作一同“走出去”，充分发挥其支持企业“走出去”开展绿地投资、并购投资等的作用。

中国私募股权基金海外投资已然成为全球金融市场中的重要投资来源。中国经济的巨大增长，使得中国企业越来越愿意将资金投放于海外市场，同时，“走出去”的浪潮和人民币地位的逐步提升，也使私募股权基金海外投资越来越得到国内投资者的认可和青睐。

上海市政府在建设服务型政府、整合社会资源的过程中，正在积极地进行各种探索和尝试。上海市商务委员会作为市级对外投资合作业务主管部门，切实感受到企业在走出去浪潮中所面临的区域和产业环境的复杂性，尤其是面对私募股权基金这样的行业——行业结构复杂、变化快、地区差异性显著、受法规政策影响大等，在战略、运营、法律等方面均需得到更多系统性的指引。在此契机下，我们很荣幸地接受上海市商务委员会的委托，借助遍布全球的业务网络、丰富的案例经验和具有前瞻性的战略思维，辅以殷实的数据资料和案例，牵头制作了这本《中国企业携手私募股权基金对外投资指南》，旨在全面剖析中国企业寻求全球化的战略选择、国外重点市场的投资环境和细分领域、风险评估的重点、估值和谈判的策略，以及投后整合的规划，帮助上海乃至全国的企业从针对性、实操性角度提高利用私募股权基金这样的手段把握全球行业机会，规避各种潜在风险，踏出扎实、准确的“走出去”步伐，并最终成功迈向国际化之路。

我们切实地希望本《指南》能积极促进企业的决策者在战略层面的思考，帮助企业理清头绪、明确目标、抓住机遇，在“走出去”的征程中取得最大的成功！

艾意凯咨询（上海）有限公司

L.E.K. Consulting

2016年5月

致谢

艾意凯咨询很荣幸地接受上海市商务委员会的委托编写本指南。在研究和编撰过程中，我们得到了市商务委领导、艾意凯项目团队和海外分公司同事、北京德恒律师事务所的大力支持。谨此表示感谢：

法律合作伙伴——德恒律师事务所

德恒是中国领先的大型综合性律师事务所之一，拥有三十个境内外分支机构和1,800名专业人员，在诸多业务领域享有盛誉，拥有稳定的一流客户群。

德恒跨境业务部拥有一大批高素质、国际化的专业律师，在外商投资、境外投资、私募融资、海外上市、国际工程与建设、国际反垄断、国际争议纠纷解决等领域，为众多境内外企业提供了优质、高效的法律服务。为众多中国企业在美国、德国、英国、加拿大等近百个国家投资、并购、融资等提供了优质法律服务。

德恒律师事务所以下律师对本书有贡献：

陈　巍	律师，管理合伙人
张　旭	律师，合伙人
程　博	律师，合伙人
齐　霁	律师
万诗尧	律师
董　劼	律师
佘　威	律师

鸣谢——高伟绅律师事务所

高伟绅（Clifford Chance）律师事务所于1802年在伦敦成立，是欧洲最大的律师事务所和全球规模最大的一体化律师事务所之一，在全球26个国家和地区设有36个办事处，拥有3,400多名律师。

艾意凯咨询项目团队

陈　玮	全球合伙人，董事总经理
王景烨	全球合伙人，董事总经理
卜曦云	项目经理
谈忆君	分析师
方　琪	编审
陈　璐	项目协调人

艾意凯咨询上海办公室的下列同事对本书有贡献

孙德岚（Stephen Sunderland）	全球合伙人，董事总经理
滕　勇	副董事
张　帆	中国区业务发展总监

艾意凯咨询海外分公司的下列同事对海外市场概览部分有贡献

安得鲁 • 阿拉姆（Andrew Allum）	全球合伙人，英国
弗雷德里克 • 德塞尔蒂纳（Frederic Dessertine）	全球合伙人，法国
毛里西奥 • 弗兰卡（Mauricio Franca）	全球合伙人，巴西
卡琳 • 冯 • 克耶林（Karin von Kienlin）	全球合伙人，德国
弗朗索瓦 • 马利（Francois Mallette）	全球合伙人，美国
玛纳斯 • 塔莫地亚（Manas Tamotia）	全球合伙人，新加坡
约翰 • 托马斯（John Thomas）	全球合伙人，美国
斯图尔特 • 维斯特莫尔（Stuart Westmore）	全球合伙人，澳大利亚

导读

这本《指南》由艾意凯咨询（L.E.K. Consulting）在合作伙伴德恒律师事务所的协助下完成的，主要涵盖了海外私募股权投资领域市场的机遇和挑战，旨在为中国各大产业的商业领袖通过私募股权的形式进行境外投资提供全面信息和决策支持。

艾意凯咨询是全球知名的战略咨询机构，在欧洲、美洲以及亚太地区都设有分公司。艾意凯咨询立足于客观事实，运用严谨的分析在全球范围内帮助各类客户，解决战略问题，应对商业挑战。这本《指南》就是借助艾意凯在全球私募股权基金领域深厚的经验积累和丰富的专家资源，汇编而成。

为了向读者提供有关私募股权领域对外投资的最新趋势和思考，在分析大量文献资料的基础上，我们整合了各类行业参与者在海外市场的宝贵经验，包括中国私募股权领域的资深投资人、律师和其他专家等。在编辑撰写的过程中，艾意凯团队深度访谈了二十多位行业专家，包括多位中国私募股权领域的专家，其中有企业境外直投部门的负责人、私募股权基金的负责人和行业学界领袖等，如复星集团投资总监、弘毅投资CEO、国开熔华CEO、中欧国际工商学院教授和中华有限合伙人协会执行董事等，同时我们也利用了艾意凯全球网络，访谈了亚洲、欧洲、美洲多个办公室的全球合伙人，旨在透过艾意凯广泛的专家资源网络和横跨全球的行业经验积累，提供读者深入的市场洞见及有效的战略工具。此外，本《指南》的所有内容均经过艾意凯专家的审核，以确保《指南》内容的实用性、深度和广度。

本《指南》共分八章。鉴于中国目前的现状，本书所讨论的私募股权包含两种形态，一种是传统意义上的私募股权基金；还有一种是专注于初创企业的风险投资基金。其中第一章向读者介绍了私募股权基金的基本架构，包括组成结构、阶段性战略规划、关键成功因素等；第二章重点介绍和分析了目前中国以及上海本地私募股权基金境外投资的状况，包括市场活动、机遇和挑战、境外投资模式及未来发展趋势、上海自贸区成功经验和行业政策回顾及展望等；第三章至第五章特别值得一提，我们对横跨亚洲、欧洲、美洲等九个国家境外私募股权基金的市场行业发展、状况和增长趋势做了详细介绍，通过大量的数据分析、案例分享、法律及政策概述和操作指引，深入浅出地介绍了中国企业如何能够掌握机会点获得海外投资的成功；第六章至第八章则分别介绍了私募股权基金在境外投资过程中需要重点关注的步骤和环节，并且通过案例以及专家意见来剖析在这些关键步骤和环节上获得成功的关键因素；同时阐述了中国企业面对机遇，如何与私募股权基金合作，包括企业投资前的战略规划、风险评估、私募股权基金的选择、尽职调查、投资中的监管以及退出后的变现步骤等实战环节。

透过本《指南》，企业能够根据自身所处的位置进行评估和预测，针对自身设定相应的战略布局，在已经到来的国际化浪潮中，通过境外并购来提升企业的核心竞争力、拓展进军全球市场，达到成为国际市场领先者的愿景。希望透过本《指南》关于私募股权基金领域广泛的案例分析、整合资讯及独到见解，协助中国的企业迈开步伐、走向世界。

作为编者，艾意凯真诚地希望读者喜欢本指南的实用价值，但由于编者的经验和精力有限，深知会存在一些疏漏，因此诚恳地希望各方能不吝赐教，有任何建议和意见反馈敬请联系我们。

本书第三、四、五章涉及的部分国家当地法律框架与制度内容的选自艾意凯咨询（上海）有限公司与高伟绅律师事务所共同撰写《生物医药领域对外合作指南》一书。由于篇幅及题材所限，部分相关法律及税务内容未必能全面覆盖企业利用私募股权基金在境外投资过程中所面对的所有法律和税务问题。并且由于各国法律和税务框架及制度均在快速演变，再加上编者的时间精力等诸多限制，因此读者在参阅第三、四、五章的法律和税务内容时应当注意其时效性。不便之处，敬请谅解！

Introduction to the International Private Equity Investment Guide

This reference book is a work by strategy advisor L.E.K. Consulting with the help from its law firm partner, DeHeng. It is intended to provide Chinese business leaders with instructive information on the issues and opportunities regarding outbound investment and partnerships in the private equity sector.

L.E.K. Consulting is a global strategy consulting firm that has over 20 offices across Europe, the Americas and Asia-Pacific. L.E.K. helps global industry leaders consistently make better decisions, deliver improved business performance and create greater shareholder returns. Its clients include the largest private and public sector organizations, private equity firms and emerging entrepreneurial businesses.

This book is based on the firm's extensive experience from diversified projects in which L.E.K. brings creative thinking to critical business challenges through a unique combination of objective research, rigorous analysis and deep industry expertise, leading to practical insights that have real impact for clients. Furthermore, this book also leverages the firm's extensive expert network that helps clients succeed in today's ever-changing global marketplace.

In order to capture the latest trends and perspectives on Chinese outbound investment, besides intensive desktop research, we also reached out to leaders and managers in the private equity industry and in L.E.K. network around the world. Those leaders include CEOs, private equity investors, law firm partners, PE association presidents and company strategy managers. L.E.K. has conducted more than 20 in-depth interviews, which include interviews with experts from corporate direct investment departments, private equity funds, leaders in the academia and associations. For example, L.E.K. has interviewed with foreign investment director from Fosun Group, CEO from Hony, etc. Besides, L.E.K. has leveraged its global network to get insights and catch dynamics from different overseas offices across Asia, Europe and Americas. Those conversations highlight the knowledge gained from their outbound investment experience and show their different perspectives on the sector. L.E.K. reviewed and compiled all related materials to give readers the most practical, in-breath and in-depth information and knowledge, providing readers with deep and localized market insights and effective strategic planning tools.

The book is divided into eight chapters. Based on the current status of China, the private equity discussed in this book includes two forms, one is the classical private equity; the other is venture capital focusing on start-up companies.The first chapter introduces the fundamental structure of private equity investment, including different types of private equity investment sources, strategic planning guidelines in different phases, and key successful factors in the sector. The second chapter provides insights into private equity investment trends in China, particularly in Shanghai, including market trends, opportunities and challenges, types of outbound investment and future trends, Shanghai Free Trade Zone experience and government policy reviews and future assessments. Chapter Three to Five introduce and discuss key success factors in each step of private

equity outbound investment with in-depth case studies as well as expert perspectives. Intensive market information and study on nine major markets in five continents are included in these three chapters. With a broad range of data analyses, case studies, regulations and policy overview and practical guide summaries, it is intended to showcase the best practice of collaborating with private equity funds. Finally, Chapter Six to Eight focus on providing practical advice for Chinese companies that take action to cooperate with private equity funds. These suggestions include strategic planning in pre-investment phase, risk assessment, selection of private equity investment, dual diligence, deal management and exit strategy.

Through the book, Chinese corporates can evaluate their status quo and form strategies based on their business goals, thus enhancing their competitiveness and core competencies through overseas investment. With the comprehensive and in-depth business cases, integrated information and market insights, Chinese businesses can move a huge step forward to the world.

We sincerely hope that this book will be a useful resource and help readers propel their businesses forward. As always, feedback is welcome. Please contact us if you have any suggestions or comments.

The content regarding local legal environment and system of selected countries in Chapter 3, 4 and 5 are reprinted from From China to the World: An International Investment and Market Access Guide for Chinese Biopharmaceutical Companies by L.E.K. Consulting and Clifford Chance LLP. The material has not been considered in the context of PE investments specifically, and may therefore not provide comprehensive coverage of the legal/tax issues PE investors face. The content was originally published in May 2015 and the legal issues outlined in the reprinted content should be expected to be applicable only as of May 2015.

目录

序 …… i

致谢 …… ii

导读 …… iv

第一章　认识私募股权基金

1. 什么是私募股权基金? …… 2
2. 私募股权基金的组织形式 …… 7
3. 私募股权基金的类型 …… 11

第二章　中国及上海私募股权基金投资现状

4. 境外投资模式简介 …… 18
5. 中国企业境外投资概况 …… 24
6. 境外投资发展趋势 …… 29
7. 上海私募股权基金投资趋势 …… 33
8. 上海私募股权基金行业政策 …… 36

第三章　美洲私募股权投资动态

9. 美国市场综述 …… 44
10. 巴西市场综述 …… 51

第四章　欧洲私募股权投资动态

11. 英国市场综述 …… 58
12. 法国市场综述 …… 64
13. 德国市场综述 …… 71
14. 俄罗斯市场综述 …… 77

第五章　亚太私募股权投资动态

15. 日本市场综述 …… 82
16. 澳大利亚市场综述 …… 87
17. 印度尼西亚市场综述 …… 93

第六章　境外投资必经之路——战略布局

18. 选择合适的境外投资方式 …… 100
19. 寻找标的 …… 108
20. 私募股权基金在境外投资中的作用、风险及法律障碍 …… 112
21. 多元化战略 …… 117
22. 投资持有时间 …… 120

第七章　境外投资必经之路——投资实现

23. 资本需求 …… 124
24. 评估境外投资潜在风险 …… 126
25. 交易结构设计和重要条款 …… 132
26. 尽职调查 …… 137
27. 选择怎样的基金作为合作伙伴? …… 146

第八章　境外投资必经之路——投后管理

28. 并购整合与后续管理 …… 152
29. 成功投资私募股权后的监督 …… 157
30. 私募股权监督报告 …… 159
31. 退出变现 …… 161

Table of Contents

Preface by L.E.K. Consulting i

Acknowledgements ii

Introduction to the International Private Equity Investment Guide iv

Section I: Understanding Private Equity Fund

1. What is Private Equity Fund? 2
2. Organization of Private Equity Funds 7
3. Private Equity Fund Types 11

Section II: Chinese and Shanghai Overseas Private Equity Investment

4. Introduction to Outbound Investment Models 18
5. Chinese Outbound Investment Overview 24
6. Outbound Investment Trends by Private Equity 29
7. Overview of Private Equity Investment from Shanghai 33
8. Shanghai Private Equity Policy Review 36

Section III: International Markets — Americas

9. United States of America 44
10. Brazil 51

Section IV: International Markets — Europe

11. United Kingdom 58
12. France 64
13. Germany 71
14. Russia 77

Section V: International Markets — Asia Pacific

15. Japan 82
16. Australia 87
17. Indonesia 93

Section VI: The Inevitable Path for Outbound Investment — Strategy Planning

18. Selecting the Right Method for Outbound Investment 100
19. Looking for a Target 108
20. The Role of PE Funds in Chinese Outbound Investments 112
21. Diversification Strategy 117
22. Holding Period 120

Section VII: The Inevitable Path for Outbound Investment — Strategy Execution

23. Capital Needs and Requirements 124
24. Assessing Potential Risks 126
25. Deal Structuring and Terms 132
26. Conducting Due Diligence 137
27. Partnering with PE Funds 146

Section VIII: The Inevitable Path for Outbound Investment — Post Investment Management

28. Post-Merger Integration and Management 152
29. Deal Monitoring 157
30. Performance Reports 159
31. Exit Strategy 161

第一章

认识私募股权基金

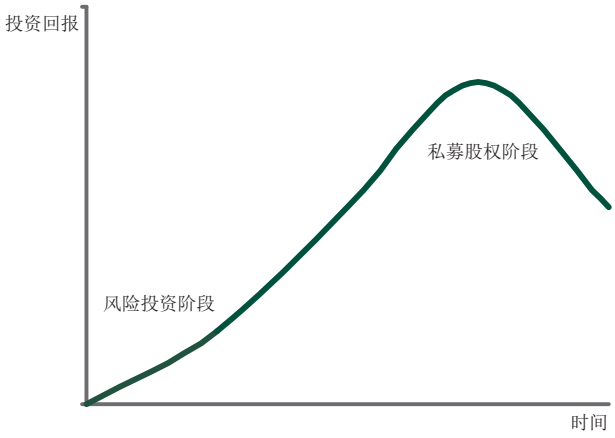
Understanding Private Equity Fund
Section I

1. 什么是私募股权基金

私募股权基金（Private Equity，简称PE），是一个非常广泛的概念。广义的私募股权基金泛指所有通过非公开形式募集资金，对包含一级二级市场以及另类投资（Alternative Investment）在内的投资商品进行各种投资的投资行为，投资范围涵盖首次公开发行前各阶段甚至到上市后的投资；狭义的定义是指对任何一种不能在股票市场自由交易的股权资产的投资。私募股权基金的投资可以分成杠杆收购、成长资本、风险投资、天使投资、夹层融资等多种形式。其中，天使投资和风险投资针对初期或者早期企业，而成长资本、夹层融资及杠杆收购主要针对成长期、成熟期甚至已经上市的企业。

从投资者的角度来看，针对非上市公司的股权投资，属于流动性较差的长期投资（通常为3-5年），预期收益一般高于公开市场；而从被投企业角度看，私募股权基金不仅有投资期长、增加资本金等优点，还可以给企业带来管理、技术、市场等方面的资源，相对于波动大、难以预测的公开市场而言，私募股权基金是更为稳定的融资来源。

图1.1 私募股权基金的投资曲线



资料来源：Preqin，艾意凯研究与分析

私募股权基金通常以基金方式作为资金募集的载体，由专业的基金管理公司进行运作，像凯雷集团（The Carlyle Group）、贝恩资本（Bain Capital）、黑石集团（The Blackstone Group）和红杉资本（Sequoia Capital）等世界知名投资机构就是私募股权基金的管理公司，旗下都运营着多只私募股权基金。资金募集过程中，私募基金主要通过非公开方式面向少数机构投资者或个人募集，它的募集和赎回都是基金管理者人私下与投资者协商进行的。在投资方式上也是以非公开方式进行，绝少涉及公开市场的操作，一般无需披露交易细节；而在组织形式上，私募股权基金多采用有限合伙制，这有利于提高投资管理效率，并避免了双重征税的弊端。

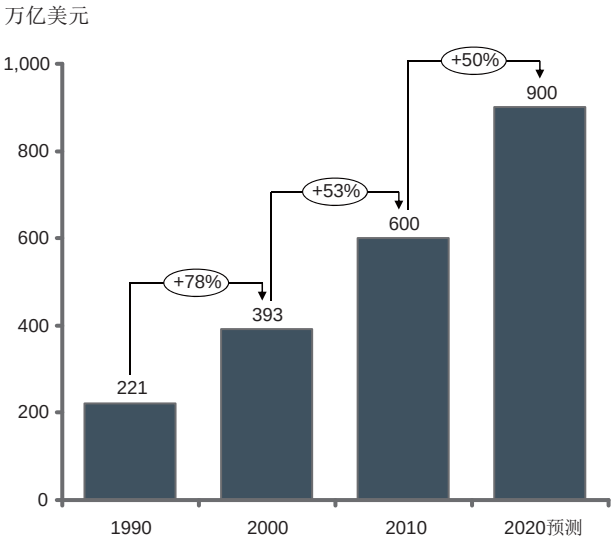
国际私募股权基金的现状

自上世纪九十年代以来，并购风潮随着各种高杠杆工具及低利率环境而大行其道，私募股权基金快速发展成为国际金融市场的一大热点，也成为近三十年金融产业发展的主要推动力之一。

根据国际货币基金组织在2011年9月发布的报告（图1.2），到2020年，全球金融资产的总额将有望达到900万亿美元，较2010年的600万亿美元水平，增幅达到50%，金融资产的市场前景被普遍看好。而具体到私募股权基金投资领域。在2008年金融危机后，在2009年到2014年间，国际私募股权基金所募集的资本量以年均9.4%的速度增长（图1.3），其中2014年募集资本总量达到近5,000亿美元，虽因受到全球经济增长放缓的影响，比前一年有近5%的小幅下降，但行业整体仍保持健康增长的态势。

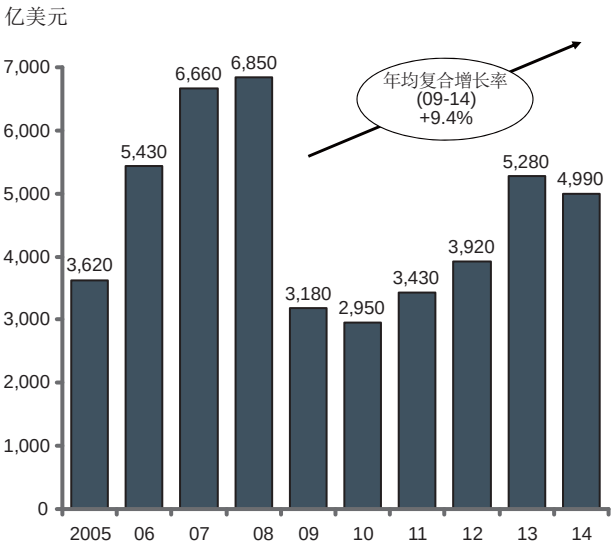
欧洲及美国是当今私募股权基金市场发展比较成熟的地区。设立及管理私募基金的机构种类多样，有私人银行、投资银行、资产管理公司和投资顾问公司等。特别是随着国际上金融混业的发展，几乎所有的知名金融控股集团都从事着私募基金管理业务。2009至2014年间，全球规模最大的300家私募股权基金投资公司（PEI300）的募资额超过万亿美元，其中超过60%的公司的启动基金来源于美国。

图1.2 全球金融资产总额（1990-2020）



资料来源：国际货币基金组织，艾意凯研究与分析

图1.3 全球私募募资额（2005-14）



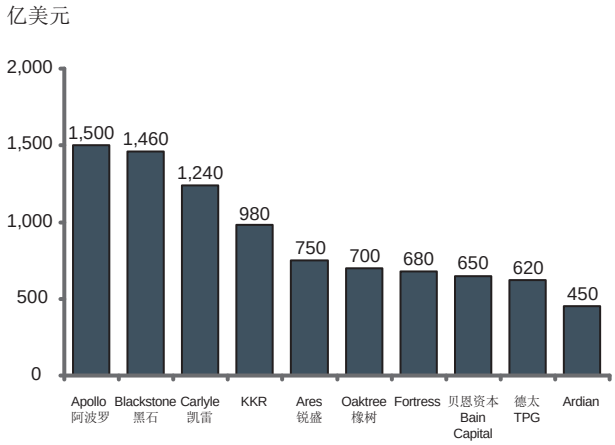
资料来源：Preqin

欧美发达国家完善的多层次资本市场为私募股权基金的退出提供了广阔的舞台，不同类型、不同经营状况的投资标的都可以找到合适的退出平台。从美国私募股权基金的退出渠道的历史数据来看，并购退出的占比长期超过50%，是最主要的退出方式，这与美国发达的场外市场有着密切的关系。

基金资金来源多样化

在成熟的私募股权基金市场，基金的资金来源呈现日益多元化的趋势，主要为养老基金、保险基金、捐赠基金、商业银行、高资本净值的个人以及家族等。一些风控水平突出的管理人在全球成功募集巨额资金，形成所谓的巨型基金（Mega Fund），即单只基金规模超过100亿美元。著名的私募基金管理公司比如黑石公司、凯雷公司、德太资本以及贝恩资本凭借近年成功的募资及内部管理，建立了多只巨型基金（图1.4）。

图1.4 全球大型私募股权基金管理资金额（2014）



资料来源：PEI300，2014年报告

成熟的市场监管及行业规范

在成熟市场，私募股权基金也受到政府的监督。根据《私募股权基金4.0：再投资创造价值》（Private Equity 4.0, Reinvesting Value Creation）一书，国际上对私募股权基金的监管主要有以下四方面内容：

第一，是对基金的监管。主要体现在对基金的发行、投资者数量及资格的监管；

第二，是对基金管理人的监管。主要体现在监管部门要求管理人应具备一定的资质，并需在相关金融监管部门进行注册及定期年检；

第三，是对基金投资标的监管。基金管理人必须定期向监管机构报告其主要投资地域及产品、业绩数据和风险集中度等信息；

第四，是对投资者的监管，主要针对机构投资者。对保险业公司及商业银行等机构投资者，监管层对其投资进行严格比例限制以防范风险，并要求进行合理的资产负债管理。

国际上，私募股权基金的组织形式同样多样，主要有分公司制私募基金、契约制私募基金（信托型私募基金）以及有限合伙制私募基金等，有限合伙制（即在有一个以上的合伙人承担无限责任的基础上，允许更多的投资人承担有限责任的经营组织形式）是目前世界上最常见的组织形式。

与此同时，在发达的私募市场中，行业相关的协会及第三方组织也更加成熟完善。比如说，美国的国家风险投资协会（National Venture Capital Association，简称NVCA）就有三百多个私募股权基金资本管理公司为其成员。该协会定期对美国私募股权基金资本市场进行调查总结，并向从业者提供专业的市场数据，对美国私募股权基金资本市场的发展起到了非常重要的推进作用。

相比欧美等成熟的私募股权基金市场，中国的私募市股权市场仍处于发展初期，在投资者结构、退出渠道、运行方式等方面仍有较大的差距，私募监管机制也有待进一步完善。

中国私募股权基金的现状

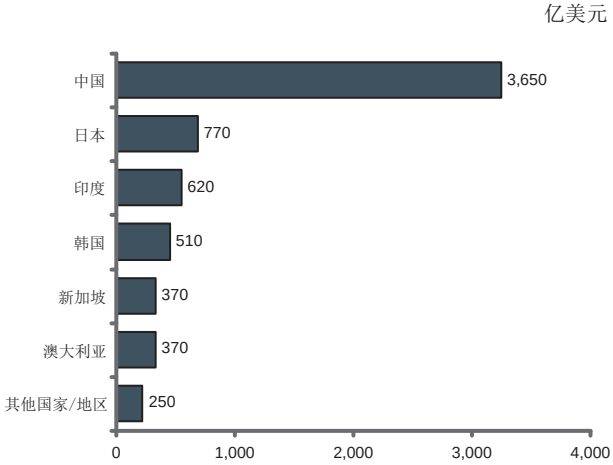
近年来，伴随着监管转型、行业探讨、登记备案、建章立制等一系列针对私募市场的顶层设计的渐次铺开，以及市场建设重心由场内向场外的推进、从公募向私募的转变，中国已经成为世界上最为活跃潜力巨大的私募股权基金投资市场之一。

中国是亚洲最大的私募股权基金市场

2008年，中国成为了亚洲最大的私募股权基金投资市场。从资本募集的角度来看，2004年至2014年期间，中国（含香港）市场共计募集资金3,650亿美元，在亚洲私募股权基金市场中占主导地位（图1.5）。而就股权交易而言，中国私募股权基金市场正处在有史以来最活跃的时期。虽然目前中国私募股权基金交易金额占全球交易总额的份额较小，但增势迅猛。根据亚洲创业投资期刊（AVCJ）的报告，2014年中国投资总额较2013年增长了103%，而同期全球交易总额仅增长10%（图1.6）。根据中国证监会私募股权基金监管部公布的数据显示，截至2014年11月，已完成登记的私募股权基金管理机构共计4,856家，管理私募股权基金（PE与VC）6,787只，管理规模为人民币19,597.9亿元，私募基金行业从业人员达85,504人。

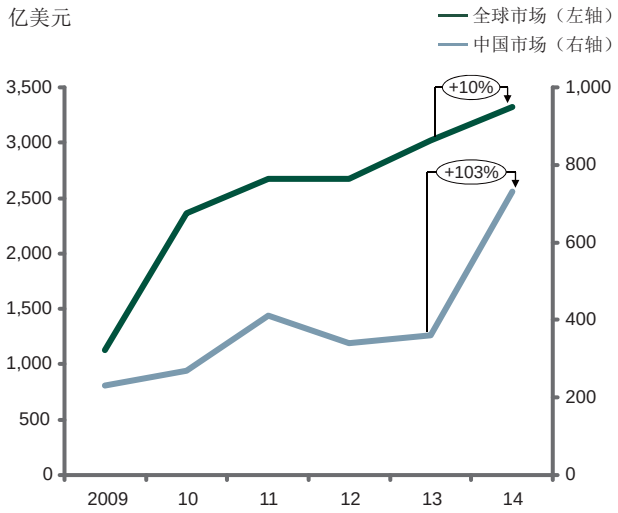
私募股权基金最偏好的投资对象是具有上市潜能的企业，即Pre-IPO的企业。除了关注准备上市的公司，私募股权基金投资基金的业务也开始在上

图1.5 中国私募募资额及来源国家/地区（2004-14）



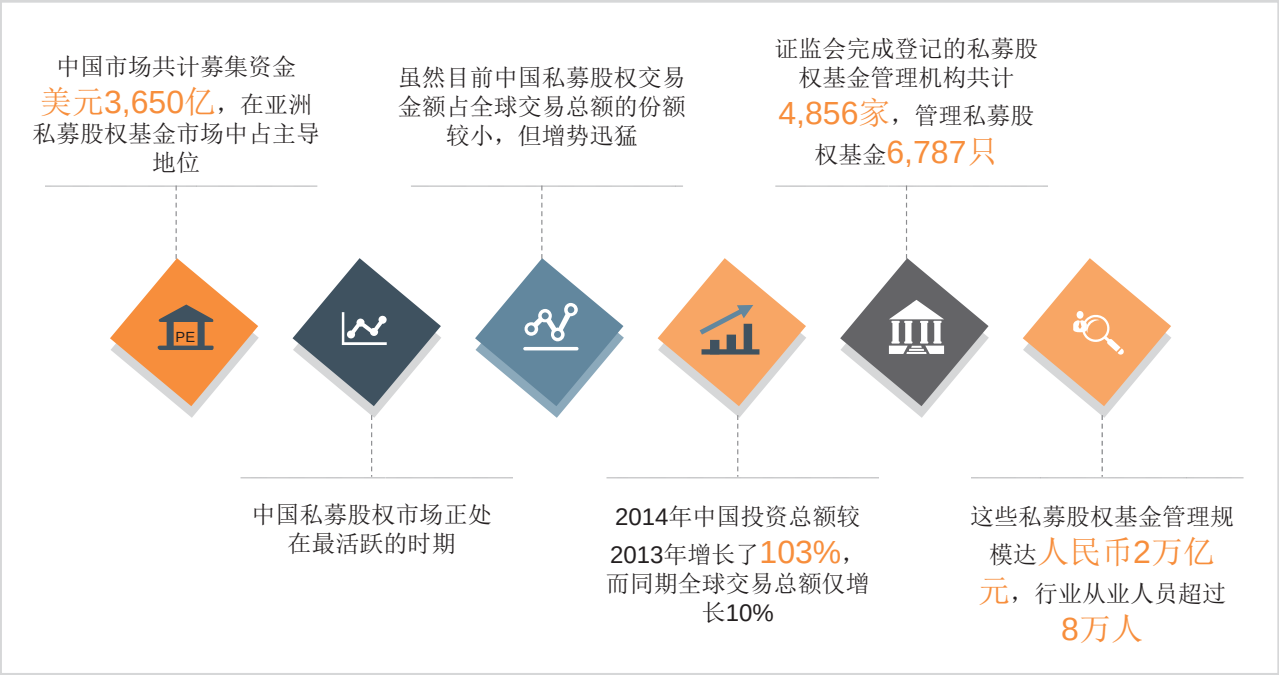
资料来源：Preqin

图1.6 全球及中国投资交易（2009-14）



资料来源：Preqin，艾意凯研究与分析

图1.7 中国是亚洲最大的私募股权基金市场



资料来源：AVCJ

市公司中展开。全球范围内，包括中国，私募增发（PIPE）、并购基金（Buyouts）有加速的趋势。

资金来源与退出机制缺乏多样性

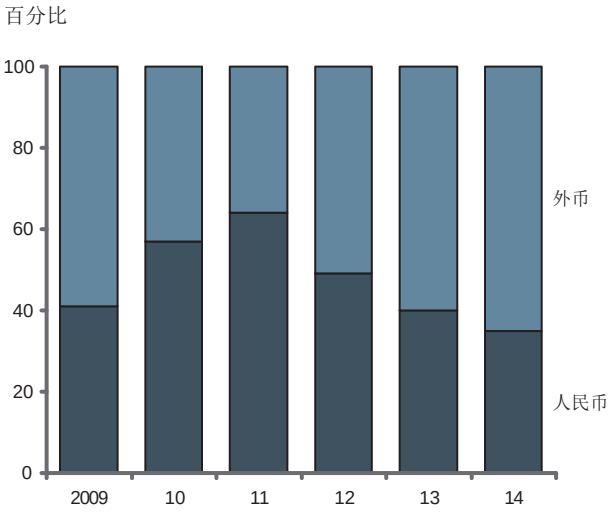
中国私募股权基金市场的资金来源现在还比较单一，投资者一直以金融机构和民间资本为主，社保基金与养老基金的参与度十分有限。而在美国，机构投资者是主体，特别是公共养老基金，其在2007年就占到美国私募资金来源的27.3%。近年来美国公共基金对私募市场的配置比例进一步上升。例如加利福尼亚州教师退休基金将私募配置比从2008年的9%提高到2013年的13%。

中国合格机构投资者缺乏多样性，一直没有取得突破，虽然自2008年6月起，我国社保基金被批准进入私募股权基金投资领域，但明确限定投资比例不得超过全国社保基金总资产（按成本计算）的10%。

从新募基金币种来看，以2014年为例，人民币基金募集的基金规模较去年增长17%，而外币基金募集的资金规模同比增长43%。自2011年以来，外币基金募资较人民币基金呈现出更快的增长，人民币基金募资占总体募资规模的比例呈下降趋势（图1.7）。

从交易实施的角度看，目前中国私募市场的退出渠道依旧比较狭窄。退出机制是私募股权基金市场的重要组成部分，其畅通与否直接决定了投资的积极性与活跃程度。

图1.8 中国私募股权基金人民币和外币基金规模（2009-14）



资料来源：AVCJ

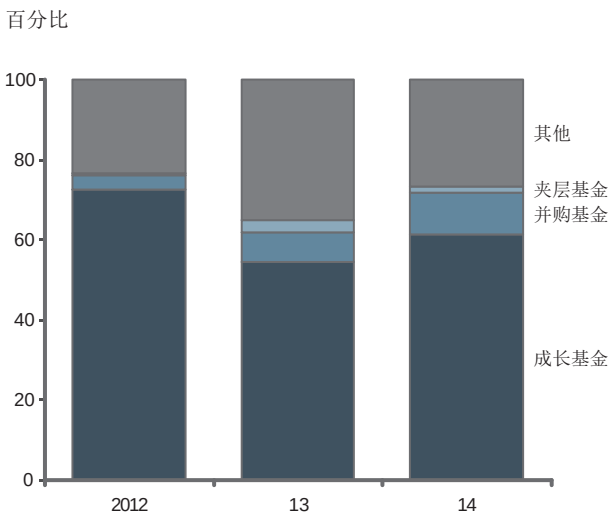
与成熟市场相比，中国目前的私募股权基金的退出渠道不够通畅，上市为最主要的形式。尽管沪深交易所目前已经形成了三个板块为主的市场体系，但三个板块日益呈现出显著的趋同性，并且上市门槛都非常高，并购审核的低效使大多数中小企业望而却步。

而作为另一重要退出渠道的并购市场，目前在打破地方保护主义、健全市场基础制度环境、丰富并购融资及支付工具等方面仍存在较大改善空间。不过从近期新募基金的类型上看，并购基金占比有明显的上升趋势。2014年共计募集68支并购基金，累计募集金额66.5亿美元，相比去年同期的19支与25.1亿美元实现了大幅增长（图1.8）。其背后的主要原因是国企改革及“上市公司+私募”模式的发展，已成为私募市场特别是并购基金的主流和发展方向。

国企改革与“上市公司+私募”渐成主流

根据运作方式的差异，目前在中国市场中活跃的私募投资基金基本可以分为四类，即外资背景型、政府主导型、券商背景型和民营资本型。其中，最为活跃的是外资背景型的基金，一些知名的成功案例也多是由有外资背景的私募基金运作的，如蒙牛、无锡尚德、盛大网络、李宁等，他们的身后是凯雷、华平、摩根、德太、英联、黑石等赫赫有名的国际私募股权基金。主流的本土私募股权基金有不少背靠本土的金融机构或者政府，如鼎辉国际、中比基金、中非基金及渤海产业投资基金。根据清科集团“2015年中国股权投资年度排名”，本土私募股权基金表现突出的有九鼎投资、中信产业基金、弘毅投资等。

图1.9 近三年新募基金的类型（2012-14）



资料来源：清科私募报告，艾意凯研究与分析

不同于国外同行，杠杆率比例的限制使得国内真正有能力独立从事杠杆收购的并购基金较少。目前，我国并购基金的投资模式主要依赖于与其他大型公司合作进行，演变成为以参与国有企业改革和“上市公司+私募”模式为主的基金投资模式。

目前，国企改革为基金的发展提供了重要的发展机遇。在深入开展结构升级，优化产能提高效率的背景下，一方面国企自身需要通过并购快速发展或转型，与私募机构合作设立基金是许多交易方首选的快捷路径；另一方面，大型国企之间的强强合并也愈发频繁，其中许多案例中都有并购基金的参与。在投资标的的选择上，除了本土境内的标的，上市公司也越来越多将目光投向海外，规划相应的海外投资战略。

2015年9月24日，国务院正式发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，明确了国有企业发展混合所有制经济的总体要求、核心思路及配套措施。随着政策的落地，私募机构参与国资国企改革的战略思路得以进一步明确，势必引发私募机构通过并购基金参与国企改革的新一轮高潮。

自2011年天堂硅谷与大康牧业发起设立并购基金开始，“上市公司+私募”式的并购基金正式在中国流行。这种模式的并购基金所投项目的退出主要是通过发起方上市公司的并购实现。与一般基金以及之前成立的一些并购基金购买目标企业的少数股权不同，上市企业参与设立的并购基金通常需要取得目标企业的控制权，才能顺利实现由上市企业对目标企业进行业务整合，并在适当的时机出售给上市企业而实现退出。■

其他参考资料：
Yong Kwek Ping, Private Equity in China, Challenges and Opportunities, Wiley Finance, 2012 January
Benoît Leleux, Hans van Swaay, Esmeralda Megally, Private Equity 4.0, Reinvesting Value Creation, Wiley Finance, 2015 January

2. 私募股权基金的组织形式

私募股权基金投资基金在设立和运行方面的风险，很大程度上取决于其以什么样的组织形式设立。不同的结构及组织形式，所拥有的优势和存在的问题都会各不相同。

私募股权基金的主要组织形式

公司制与契约制

公司制私募基金，即成立一家投资公司或资产管理公司，在2007年6月1日新版《合伙企业法》实施前，是国内大多数的私募股权基金投资基金采用的组织形式。公司制私募基金既有利于聚集社会广大的闲散资金，进行规模化投资运作，又有利于抵抗资本市场的投资风险，从而提高资本的回报率。例如美国巴菲特的伯克夏•哈撒韦公司就是典型的公司制私募基金。

公司制私募基金的主要不足是双重纳税，即公司需要缴纳各种企业所得税，而投资者须就分红缴纳个人所得税。这在一定程度上既抑制了股东的投资积极性，又限制了股份投资公司的规模效应。在公司制私募基金中，投资人作为公司股东直接参与投资，以其出资额为限，对公司债务承担有限责任。公司委托某一投资公司或者投资顾问管理公司资产，管理人一般只领取管理费或效益激励费，无权参与基金收益的分配，也不承担亏损的风险，这样并不能充分发挥对管理人的约束和激励作用。

契约制私募基金，又称信托型私募基金，是指把投资者、管理人、托管人三者作为当事人，通过签订基金契约的形式发行受益凭证而设立的一种基金。契约制私募基金是一种基于委托关系的理财行为，由于我国私募基金法律制度的不完善，借道信托才成了民间私募基金无奈的选择。契约制私募基金的投资标的和投资比例较为宽松，灵活性较大。然而随着备案登记制度的实施，私募基金能够以管理人的身份发行私募产品，契约制私募基金也会逐步减少。目前这类基金主要在日本、英国及中国台湾地区比较盛行。

有限合伙制

相比以上两种类型，合伙制尤其是有限合伙制则有更多优势，可以避免双重征税，设立程序简单便捷，并具有十分有效的激励机制。

有限合伙制是目前最常见的私募股权基金的结构及内部组织形式。在有限合伙制的基金及基金管理企业中，合伙人分为两种：有限合伙人（LP, Limited Partner）和普通合伙人（GP, General Partner）。简单而言，有限合伙人即基金的出资方，不负责具体经营；普通合伙人是基金的投资经理，决定合伙事务。普通合伙人负责带领团队运营并且有权管理，对合伙债务负无限责任（图 2.1）。

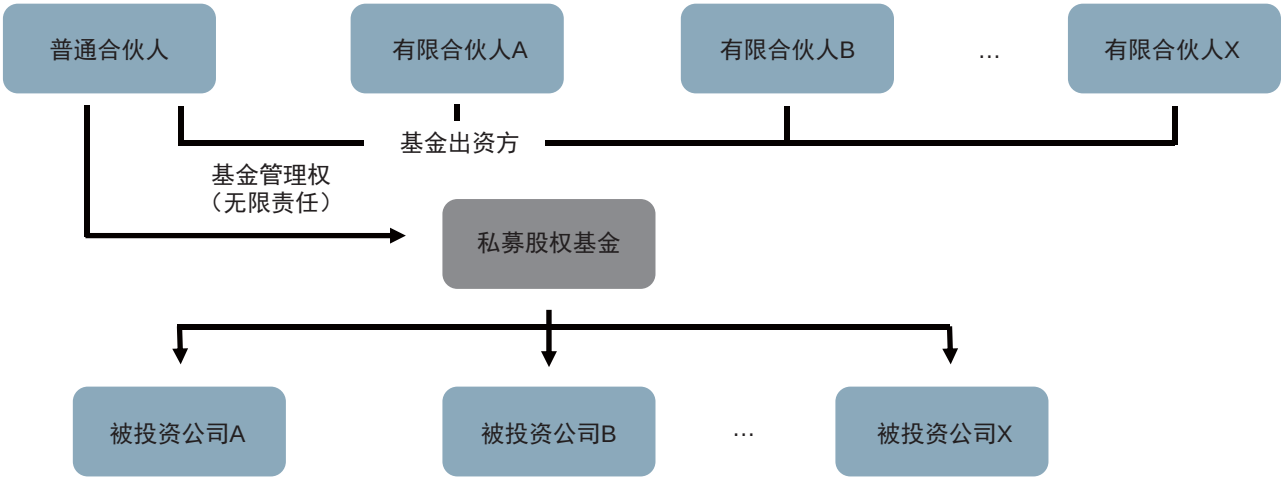
专家观点

张白羽
中华有限合伙人协会
执行董事

首先需要充分了解私募股权投资的风险，过去几年全民PE，不少GP业绩很差，令投资者蒙受损失。

其次LP需要变得更职业化，在很多方面接受培训。比如目前不少LP要求GP能短期盈利、快速带来收益。通过培训能让LP了解私募股权投资的价值创造过程，提高专业管理水平及风险控制能力，而不是盲目追求短期高收益。

图2.1 有限合伙制私募基金的结构



在市场中，绝大多数投资机构及个人，虽然有资金实力，但因为谨慎不愿投资于需要承担无限责任的普通合伙企业，而公司制中所有权与经营权分离可能导致的经营者道德风险也令出资方望而止步。另一方面，拥有投资管理能力及技术研发能力的个人及机构，往往缺乏投资的运营资金，因此愿意以承担无限连带责任为代价取得资金管理权，在承担较高风险的同时，在项目成功以后，获取高于其出资额数倍以至十倍以上的高额利润。有限合伙制度最大程度上地结合了这两种市场需求，确保了资本、技术和管理能力的最佳组合，实现效益最大化，尤其适合于私募股权基金投资这种有较高风险的中长期投资。

相比于其他组织形式，有限合伙制还具有多重约束和运作灵活的特点。因为普通合伙人承担无限责任，且合伙期一般只是一个投资周期，对于需要不断筹集新资金的私募股权基金的经理来讲声誉可谓至关重要，因此努力保持和提高自己的业绩成了一种外在的激励和约束，是有效的监督制度。同时由出资方组成的顾问委员会实施监督，限制普通合伙人损害投资者的利益。

有限合伙以协议为基础，很多方面可以由合伙人协议决定，这更适合投资者的各种不同需求。私募股权基金投资的领域很多，各领域风险情况也不一样，所以必须有一个比较灵活的组织管理体制，才能有效应对风险，减少损失。此外，合伙企业的信息披露义务远比公司宽松，仅以满足债权人保护和政府监管为限，这种商业保密性对出资人更具有吸引力。

美元基金和人民币基金的选择

私募股权基金从募集资金的币种来区分主要有：人民币基金和美元基金。基金发起人选择设立人民币基金或美元基金主要基于对以下因素的考量：

表2.1 美元和人民币基金的选择

考量因素	美元	人民币
资金来源	外资设立美元基金需要受到我国外商投资相关法规的限制；境内企业设立美元基金需要履行对外投资备案及审批程序	外资设立人民币基金也需要受到我国外商投资相关法规的限制，但具体法规有所不同，需按实际情况分析
退出路径	美元基金的退出渠道多为标的公司在境外的交易所上市或在境外直接或间接转让标的公司的股权	人民币基金一般谋求在境内上市，或在境内转让股权或资产
税务安排	由于美元基金多在开曼群岛等离岸法域设立，相较于人民币基金更有利于各方投资者进行税务筹划	N/A
优惠政策	N/A	中国境内某些自贸区对人民币基金设立提供优惠政策。关于不同自贸区对人民币基金的优惠政策将在后文详细梳理

资料来源：艾意凯研究与分析

私募股权基金（包括美元基金和人民币基金）的结构可以根据投资目标、投资策略、退出方式、投资者所在地等多种因素进行多样化安排，但常见结构有以下几种：

单一普通合伙人基金。最常见的有限合伙形式的私募基金由一个普通合伙人和多个有限合伙人组成。 在此结构下，单一普通合伙人负责对基金的管理，在一般情况下有限合伙人除对重大事项（如基金延期、清算）投票外，并不参与基金经营决策。

多个普通合伙人基金。当多个投资合伙人希望共同管理私募基金时，可以通过共同组成一个合资企业，并以合资企业担当普通合伙人的方式实现共管，也可以在基金层面设立多个普通合伙人。

平行基金。平行基金是指境内外同时设立两只私募基金，委托同一管理人进行管理。平行基金的安排一般是为便利某些特别投资者进行投资。例如某些美元基金可能会为中国投资者设立人民币平行基金，以缓解中国投资者对外投资受到的外汇管制问题。

联接基金（Feeder Fund）。除了平行基金外，基金可能会为了某些特别投资者设立联接基金。投资者投资于联接基金，联接基金再投资于私募基金。此类安排一般是基于税务考量。

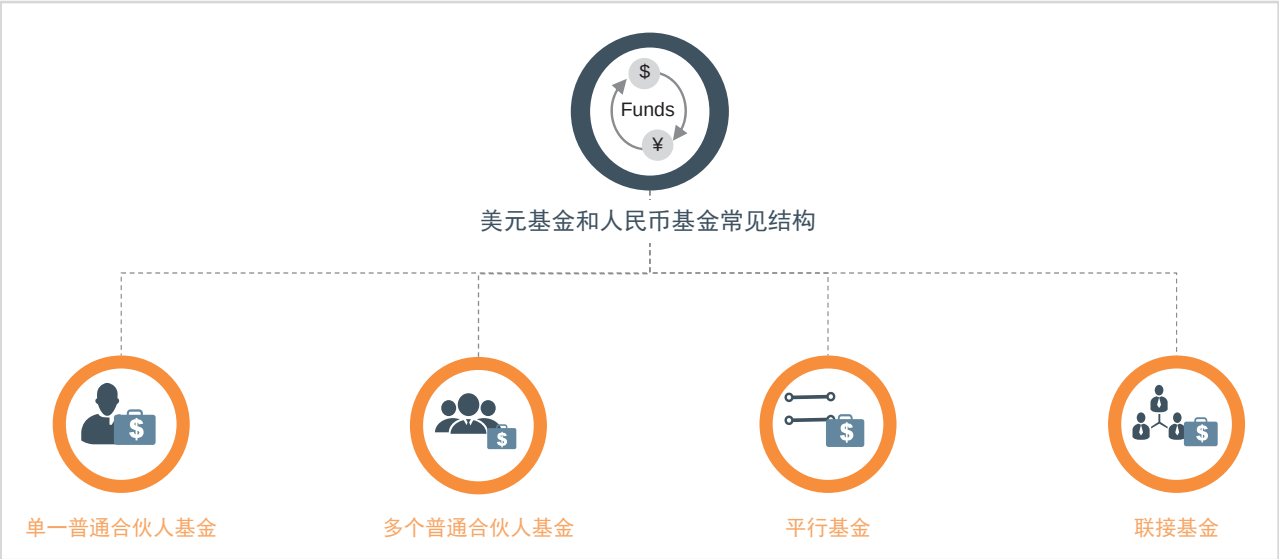
投资范围和投资限制：除专项基金外，私募股权基金投资取决于管理人对项目的选择，因此在基金的章程性文件，即基金合伙协议中约定基金的投资范围尤为重要。但是由于投资范围难以穷尽列举，因此投资者一般通过约定基金投资限制的方式来减少风险。常见的投资限制条款如下：

- 限制或禁止基金对特定行业或特定资产进行投资，例如约定基金不得投资于不动产或其他固定资产或不得投资于二级市场或金融衍生品等；
- 限制基金在一定时期内的投资比例及金额，例如基金不得在任何十二个月内投资超过基金认缴总额30%的资金；
- 限制基金对单个项目的投资额度，例如基金不得对某一个项目进行超过基金认缴总额20%的投资；
- 限制责任承担类型，例如基金不得从事承担无限连带责任的投资，不得从事担保等业务。

同时，合伙协议还可以对是否允许基金对外融资借款进行约定。美元基金中，基金可以通过贷款或发行债券等方式进行杠杆收购，但通常合伙协议会对基金融资上限进行要求。国内投资者（尤其是国有资金、保险资金及银行资金等受严格监管的投资资金）对基金对外融资的态度较为保守，一般禁止基金对外融资，或仅允许在少数情况下的过桥贷款，或在有明确上限的情况下经全体基金合伙人一致同意方可进行借贷。

出资条款：私募股权基金一般采用承诺出资制，投资者根据普通合伙人的通知逐步投入资金。根据基金的存续期不同，出资期限也不尽相同。一般来

表2.2 美元基金和人民币基金常见结构



说如果存续期为10年的基金，出资期一般与投资期相匹配，为3-5年，直到基金全部投资完毕，则进入投资回收期。

一般情况下，普通合伙人出资比例较少，约为基金认缴份额的1%-5%，其他份额由有限合伙人认缴。

若投资者违反出资承诺则需承担逾期缴付出资的违约责任。违约责任一般有以下多种形式：

- 逾期利息；
- 剥夺表决权；
- 取消未来项目投资收益；
- 已有投资在利润分配时仅能分配其应分配额的部分份额；
- 强制转让权益。

决策机制：普通合伙人（执行事务合伙人）负责基金的经营管理，对基金的日常投资事宜具有决策权，对外代表基金签署协议或其他有约束力文件。有限合伙人不执行合伙企业事务，不对外代表合伙企业。除特定“安全港”事项（如基金延期、解散及更换管理人等）外，有限合伙人一般不参与基金投资决策。

合伙人会议由全体合伙人组成，对基金重大事项进行表决，对某些特别重大事项可要求全部合伙人一致同意方可通过。

基金的普通合伙人还可设立投资决策委员会，对基金的投资管理事宜进行决策。某些认缴份额较高的有限合伙人可以通过与普通合伙人签署附属协议的形式要求取得投资决策委员会投票席位或观察员席位。

收益分配：一般情况下，基金收益按照2/8比例在普通合伙人和有限合伙人之间进行分配，即在分配收益时先扣除普通合伙人的超额收益，一般为投资收益总额的20%，其余部分按照实缴比例在各有限合伙人之间分配。

但为了吸引投资者，不少基金采用“回拨机制”、“优先回收投资”或其他类似安排，确保投资人收回投资后普通合伙人才收取超额收益。“回拨机制”是指当有限合伙人取得的分配收入不足以满足其分配要求时，普通合伙人回拨其分配的收益，直至有限合伙人收回全部实缴出资。“优先回收投资”是指在有限合伙人收回全部实缴出资并取得优先回报收益（一般为实缴出资的8%）时，方对普通合伙人进行分配。

费用：基金的费用主要分为两部分：运营费用和管理费。一般市场惯例为有限合伙人需要在运营费用之外，另行支付管理人一定比例的管理费。另一种较为简便的模式为，将基金运营费用包含在管理费内一起支付给管理人，此种模式一般出现在人民币基金中。

管理费一般为基金实缴或认缴资金的0.5%-2%。基金的运营费用一般包括设立费用（可约定上限）、中介费用、开户费用、会议费用、清算费用等。

入伙、退伙与权益转让：一般情况下，新普通合伙人入伙需要所有合伙人一致同意，有限合伙人入伙由普通合伙人决定。但是为防止基金无限制招募有限合伙人及扩大基金规模，一般会对有限合伙人入伙的最晚期限、基金最大规模进行限制。

一般除经一定比例的有限合伙人同意或被除名外，普通合伙人不得退伙。有限合伙人退伙除特殊情况（如法律法规不允许该有限合伙人继续投资于基金或该投资人继续投资会对基金造成重大不利影响）外，一般须经合伙人会议同意。

一般情况下，普通合伙人不得转让其权益。有限合伙人转让其权益需经普通合伙人同意。

其他约定：会计与财务：基金需定期向投资者报告其投资运营情况以及提供财务报表。国有资金、保险资金及银行资金投资者可能对财务报表的内容及提供时间等有特殊要求，应在附属协议中与普通合伙人达成一致。

人民币基金由于国内投资环境和投资惯例，存在一些“本土化”的特殊安排，例如回购安排。国际市场中私募基金投资一般并无回购惯例，但是为了吸引境内投资者，人民币基金可能要求被投资企业提供回购安排。回购的触发事件一般为被投资企业未能达到业绩承诺，或者未能在约定时期内上市或被上市公司收购。在这种情况下，基金会要求被投资企业股东或管理层按照约定金额回购基金所持有的股权。■

3. 私募股权基金的类型

私募股权基金

根据被投企业发展阶段，私募股权基金的投资主要可分为早期、中期及后期三大类，其中早期的私募股权基金投资通常特指创业风险投资（Venture Capital），主要对初创型或未步入成熟期的公司进行股权投资，我们将在下文中着重介绍这一阶段。中期的私募投资包括成长资本（Growth Capital）、并购资本（Buyout Capital）及夹层资本（Mezzanine Capital）等，而Pre-IPO资本（Pre-IPO Capital，即投资于临近上市的企业）和PIPE资本（PIPE Capital）则属于典型的后期私募投资，退出方式一般为上市后从公开资本市场上出售股票。

创业风险资本主要投资技术创新项目和科技型初创企业，通过对初创企业提供资金支持和咨询服务，使企业从研发阶段充分发展并得以壮大（即从最初的一个想法到形成概念体系，再到产品的成型，最后将产品推向市场）。

由于创业企业的发展存在着财务、市场、营运以及技术等诸多方面的不确定性，因而具有很大的风险，这种投资能够持续的理由是项目一旦成功则获利润丰厚，能够弥补其他项目的损失。

成长资本针对的是已经过了初创期进入成长期的企业，其经营项目已从研发阶段过渡到市场推广阶段并产生了一定的收益。成长期企业的商业模式已经得到证实而且仍然具有良好的成长潜力，通常是用2-3年的投资期寻求4-6倍的回报，一般投资已经有一定规模的营收和正现金流，通常投资规模为500-2000万美元，具有可控的风险和可观的回报。

成长资本也是中国私募股权基金投资中比例最大的部分，从2014年的数据看，成长资本占到了60%以上。

并购资本主要专注于并购目标企业，通过收购目标企业股权，获得对目标企业的控制权，然后对其进行一定的重组改造提升企业价值，必要的时候可能更换企业管理层，成功之后持有一定时期后再出售。并购资本相当大比例投资于相对成熟的企业，这类投资包括帮助新股东融资以收购某企业、帮助企业融资以扩大规模或者是帮助企业进行资本重组以改善其营运的灵活性。并购资本涉及的资金规模较大，常达数十亿美元。

与风险投资不同的是，**夹层投资**很少寻求控股，一般也不愿长期持有股权，更倾向于迅速地退出。当企业在两轮融资之间，或者在上市之前的最后冲刺阶段，资金处于青黄不接的时刻，夹层资本往往就会从天而降，带给企业最需要的现金，然后在企业进入新的发展期后全身而退。这也是它被称为

图3.1 私募股权基金的类型

“夹层”投资的另一个原因。夹层投资的操作模式风险相对较小，因此寻求的回报率也低一些，一般在18%-28%左右。

Pre-IPO资本主要投资于企业上市前阶段，或者预期将近期上市的企业（规模与盈利已达到可上市水平），其退出方式一般为上市后在公开资本市场上出售股票。Pre-IPO基金的投资具有风险小，回收快的优点，并且在企业股票受到投资者追捧情况下，可以获得较高的投资回报。

PIPE是Private Investment in Public Equity的缩写，它是指投资于已上市公司股份的私募股权基金资本，以市场价格的一定折价率购买上市公司股份以扩大公司资本的一种投资方式。PIPE投资分为传统型和结构型两种形式，传统型PIPE由发行人以设定价格向PIPE投资人发行优先股或普通股，结构型PIPE则是发行可转换为普通股或者优先股的可转债。

相对于二次发行等传统的融资手段，PIPE融资成本和融资效率相对较高，监管机构的审查较少，而且不需要昂贵的路演成本。这使得获得资本的成本和时间都大大降低。PIPE比较适合那些不希望面对传统股权融资的复杂程序而又需要快速成长为中型企业的上市公司。

投资退出是私募股权基金投资的最终目标，也是实现盈利的重要环节。投资的退出需要借助资本经营手段来完成。一般而言，私募股权基金投资基金的退出有三种方式，即首次公开募股（IPO）、股权出售（包括回购）及企业清算。公开上市是私募股权基金最佳的退出方式，可以使私募股权基金持有的不可流通的股份转变为上市公司股票，实现具有流动性的盈利。股权出售则包括股权回购、管理层收购和其他并购方式。企业清算则是在被投企业未来收益前景堪忧时的退出方式。

首次公开募股是私募股权基金投资基金最向往的退出方式，它可以给私募股权基金投资人和被投资企业带来巨大的经济利益和社会效益。在私募股权基金的发展史中，IPO拥有令人骄傲的历史记录。在美国，成功IPO的公司中很多都有私募股权基金的支持，如苹果、微软、雅虎和美国在线（America Online）等全球知名公司；国内的例子有分众传媒、携程网和如家等，这些企业的上市都给投资者带来了巨额的回报。当然，企业管理层也很欢迎这种退出方式，因为它表明金融市场对公司良好的经营业绩的认可，又维持了公司的独立性，同时还使公司获得了在证券市场上持续融资的渠道。

但是，IPO退出也有一定的局限性，在项目公司IPO之前的一两年，必须要做大量的准备工作，要将公司的经营管理状况、财务状况和发展战略等信息向外公布，使广大投资者了解公司的真实情况，以得到积极的评价，避免由于信息不对称引起上市后股价被低估。

相比于其他退出方式，IPO的手续比较繁琐，退出费用较高，IPO之后存在禁售期，这加大了收益不能变现或推迟变现的风险。

股权出售是指私募股权基金将其所持有的企业股权出售给任何其他人，包括部分转让给其他投资机构、整体转让给其他战略投资者、所投资企业或者该企业管理层从私募股权基金投资机构手中赎回股权（即回购）。选择股权出售方式的企业一般达不到上市的要求，无法公开出售其股份。尽管收益通常不及以IPO方式退出，私募股权基金投资基金投资者往往也能够收回全部投资，还可获得可观的收益。在德国，私募股权基金投资基金的融资资金主要来源于银行贷款，退出渠道也因此被限定于股权回购和并购，这两种退出方式与IPO相比，投资者获得的收益较少。同样，日本的大部分融资渠道都是银行，和德国一样面临着退出渠道受限和控制权分配的问题。

企业清算是私募股权基金投资基金在投资企业无法继续经营时通过清算公司的方式退出投资，这是投资退出的最坏方式，往往只能收回部分投资。清算包括自愿性清算与非自愿性清算两种形式，自愿性清算指当出售一个公司的资产所得超过其所发行的证券市场价值时，清算对股东来说可能是最有利的资产处置方式；非自愿性清算是指公司濒临破产边缘，公司发生严重的财务危机而不得不出售现有资产以偿还债务，由清算组接管，对企业财产进行清算、评估、处理和分配。

风险投资基金

风险投资基金，又称创业基金，是私募股权基金中最复杂的投资方式之一，也是当今世界上广泛流行的一种新型投资机构。它以一定的方式吸收机构和个人的资金，投向那些尚处在早期阶段、具有高速发展潜力的公司，并借助被投资方的快速增长来创造价值和回报。大多数情况下，这类的快速增长都是由高科技在新兴市场的应用来推动。当今世

界价值最高的一些公司，比如谷歌、eBay、苹果、亚马逊、雅虎、戴尔和脸书，在发展初期都是由风险投资基金投资的。

绝大多数风险投资基金无需风险企业的资产抵押担保, 手续相对简单。它的经营方针是在高风险中追求高收益。

风险投资基金多以股份的形式参与投资，其目的就是为了帮助所投资的企业尽快成熟，取得上市资格，从而使资本增值。一旦公司股票上市后，风险投资基金就可以通过证券市场转让股权而收回资金，继续投向其它风险企业。

风险投资的战略

风险投资基金的战略与高新技术的产业化规律密切相关，通常按照技术的发展划分为四个阶段：技术酝酿与发明的种子期（Seed Stage）、技术创新发展的创建期（Start-up Stage）、技术扩散的发展期（Expansion Stage）和进行工业化生产的成熟期（Mature Stage）。每一阶段的完成和向后一阶段的过渡，都需要资金的配合，而每个阶段所需资金的性质和规模都是不同的。

种子期是指技术的酝酿与初期发明阶段，这一时期的资金需要量很少。举个简单的例子，从创意的酝酿，到实验室样品，再到粗糙样品，一般由科技创业家自己解决。有许多发明是工程师、发明家在进行其他实验时的“灵机一动”。但这个“灵机一动”，在原有的融资渠道下无法变为样品，进一步形成产品，于是发明人就会寻找新的融资渠道。这个时期的风险投资称作种子资本（Seed Capital），其来源主要有：个人积蓄、家庭财产、朋友借款、申请自然科学基金。如果还不够，则会寻找专门的风险投资家和风险投资机构。

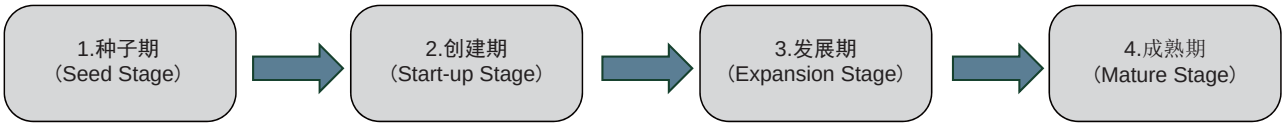
创建期是技术创新和产品试销阶段。这一阶段，企业规划与市场分析已完成，产品原型在测试中，需进一步解决技术问题，排除技术风险，已组建企业管理机构。同时，产品进入市场试销，听取市场意见，但产品试销仍未有收益，产品原型仍在测试，未完全定型。这一阶段的资金称作创业资金，所需投入显著增加。由于在这一阶段虽已完成了产品原型和企业经营计划，但产品仍未最终定型和批量上市，管理机制尚不健全，因此，风险投资基金主要考察风险企业经营计划的可行性，以及产品功能与市场竞争力。如果风险投资基金觉得投资对象具有相当的存活率，同时在经营管理与市场开发上也可提供有效帮助，则会进行投资。这一阶段风险主要是技术风险、市场风险和管理风险。

发展期是指技术发展和生产扩大阶段。这一阶段的资本需求相对前两阶段又有增加，一方面是为扩大生产，另一方面是开拓市场、增加营销投入，最后，企业达到基本规模。这一阶段的资金称作发展资本（Expansion Capital），其主要来源为原有风险投资基金的增资和新的风险投资的进入。另外，产品销售也能回笼相当的资金，银行等稳健资金也会择机而入。

该阶段也是风险资本的主要投资阶段，这一阶段的风险已主要不是技术风险，因为技术风险在前面阶段应当已经基本解决，但市场风险和管理风险加大。由于技术已趋成熟，竞争者开始效仿，会夺走一部分市场。创业公司管理层多是技术背景出身，对市场营销不甚熟悉，常会在技术发展和市场需要之间取舍不当。企业规模扩大，会对原有组织结构提出挑战。如何既保持技术先进又尽享市场成果，这都是市场风险和管理风险来源之所在。为此，风险投资机构应积极评估风险，并派员参加董事会，参与重大事件的决策，提供管理咨询，选聘更换管理人员以排除分散风险。这一阶段的风险相比前两阶段而言已大大减少，但利润率也在降低，风险投资家在帮助增加企业价值同时，也应着手准备退出。

成熟期是指技术成熟和产品进入工业化生产阶段，这一阶段的资金称作成熟资本（Mature-Capital）。该阶段资金需要量很大，但风险投资已很少再增加投资了。一方面是因为企业产品的销售

图3.2 风险投资的投资阶段



本身已能产生相当的现金流入，另一方面是因为这一阶段的技术成熟、市场稳定，企业已有足够的资信能力去吸引银行借款、发行债券或发行股票。更重要的是，随着各种风险的大幅降低，利润率也已不再丰厚，对风险投资不再具有足够的吸引力。

成熟阶段是风险投资的收获季节，也是风险投资的退出阶段。风险投资家可以拿出丰厚的收益回报给投资者了。风险投资在这一阶段退出，不仅因为这一阶段对风险投资不再具有吸引力，而且也因为这一阶段对其他投资者，如银行、一般股东具有吸引力，风险投资可以以较好的价格退出，将企业的接力棒交给致力于中后期的私募投资机构。

总结来说，风险投资的投入有四个阶段：种子期的小投入、导入期的大投入、成长期的大投入及成熟期的部分投入。他们分别对应着技术和产品成长的四个阶段。风险投资基金虽然投入的是权益资本，但他们的目的不是获得企业所有权，而是盈利，是得到丰厚利润和显赫功绩从所投企业退出。

以何种方式退出，在一定程度上是风险投资成功与否的标志。在作出投资决策之前，风险投资基金就制定了具体的退出策略。退出决策就是利润分配决策，以什么方式和什么时间退出可以使风险投资收益最大化是决策的关键。

高科技及高成长性领域最受欢迎，二十一世纪以来，风险投资在中国的投资方向主要以高新技术产业中具有增长潜力并处于发展早期阶段的中小型高科技公司为主。根据投中集团的交易记录，近期中国风险投资机构尤为关注高科技、媒体和通信（TMT）、医疗等高增速领域，而相对较少的风险投资机构愿意关注周期长的投资领域。近年来，随着风险投资体系的日渐成熟，以及国内文化、娱乐及农业产业的蓬勃发展，我们相信，未来中国风险投资的标的会逐渐向回报周期长的领域转移。

政府是主要出资方，目前来看，我国的风险投资的主要出资方来自政府，风险投资基金多由国家各部委和各地政府部门创办，用来鼓励科学技术及产品的开发，虽然采取了无息贷款、贴息贷款、信用担保、直接投资等多样的运作形式，但这些基金却表现出一个共同的特征，即投入资金来源于国家财政，投资带有明显的政策性，属于政策主导型。而作为对照，在西方国家风险投资资金来源主要有四条途径：独立民间基金、各类金融机构风险资金、大公司的风险资金以及政府出资。投资领域也更加分散，受政策的引导影响较小。

母基金

基金中的基金（Fund of Fund，简称FOF），又称母基金，是一种特殊的基金。与其它直接投资私募股权基金或风险企业的基金不同，私募型母基金并不直接投资于公司股份，而是以各类私募股权基金为投资标的，因此通过持有其它基金而间接持有私募股权基金等资产。

在投资过程中，母基金的投资经理会使用一套专业方法对市场上的私募股权基金和普通合伙人进行详细的尽职调查、评价与筛选，并结合对市场预期和判断进行相应比重的投资。

相比于单一的私募股权基金投资，母基金的形式有两个显著的特点：

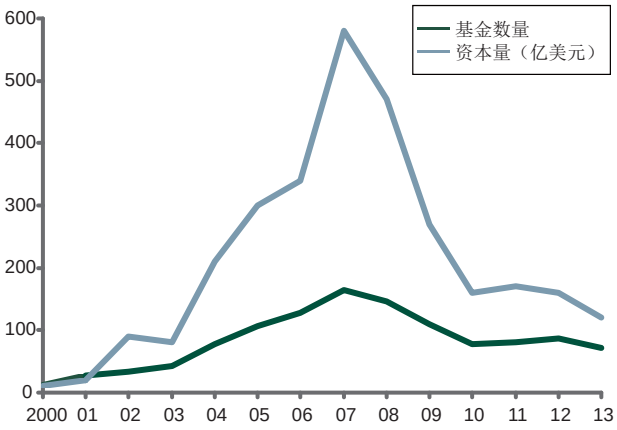
首先，母基金的投资对象本身已经是基金，这种基金以其它基金作为投资对象，实行的是双重的专家管理，有助于投资者获得最佳回报。

另外，母基金所投资的私募基金通常涵盖多种资产类别、多个基金经理人，因此分散降低了投资风险。

金融危机后呈明显下降趋势

私募型母基金在中国还处于发展阶段，近些年来，无论是基金数量还是规模都在不断增长，但其在私募基金种类的比例仍低于西方成熟私募市场。而放眼全球的私募型母基金市场，在经历了初期的快速发展阶段后，这几年开始全面衰退。根据Preqin发布的私募型母基金报告，2000年到2007年间，全球私募型母基金资本规模从10亿美元快速发展到近580亿美元，年均复合增长率达到78.6%，但2007-2008

图3.3 全球私募型母基金的发展趋势（2000-13）



资料来源：Preqin，艾意凯研究与分析

专家观点

刘雄威
中欧国际
工商学院
教授

投资方向与动机不同：西方私募股权行业拥有更悠久的历史，故专注战略性投资和多元化行业；而中国私募股权行业相对成立时间较短，专注于短期快速收益，急于退出，投资行业基本也是特定的。由于西方私募专注于长期投资，所以他们敢于投资早期的新兴技术，也不一定要求3-5年间能够产生利润。中国的私募股权公司则专注于短期的金融类投资项目，且大部分为高增长行业和相对传统的行业，比如TMT行业和消费品行业等。

投资退出渠道不同：西方私募股权有多元化的退出渠道，例如把股权出售给其他私募股权或其他类型投资者，而中国私募股权公司更多依靠政府严管的首次公开募股（IPO）。

少数股权投资：中国私募股权基金更偏向于少数股权投资，只持有标的公司10%-30%的股份，所以就算在乎公司的业务拓展、战略和运营管理，也因为持股比例小而无法施加影响。西方私募股权对标的公司大多采取多数股权投资，旨在成为相对更长期的投资者，更愿意执行复杂深入的尽职调查。

锁定期（Lockup time）不同：中国私募股权一般采用5-7年的锁定期，相比西方私募股权10年以上的锁定期短了许多。较短的锁定期也导致了中国私募股权追求“快进快出”的特征，这也是导致许多在深圳证券交易所上市的中国公司寿命较短的原因。

私募的LP背景不同：西方私募股权有更大规模的LP投资者，大部分是退休基金、政府基金、保险基金，这些LP大多是长线投资者并且了解业务，同时自身拥有非常强的商业圈子。中国私募股权的LP相比较弱小，大多数也并非长期投资者。

各有优势：中国私募股权拥有非常好的想法和观点，在产品开发上有优势，但缺乏财务方面的人才和长远战略，这使中国私募有时更可能愿意去接受条件一般、融资成本高并且资本结构不完善的标的公司。另外，中国私募股权公司也缺乏有效的对冲风险的能力。相对而言，西方私募股权拥有更强的财务和管理人才，并且这些人才会被安排到标的公司的重要职位上，实施更完善的财务支援和监督。

年金融危机后，整个行业开始呈现明显的下降趋势，从2007年到2013年，私募型母基金的资本规模以年均23.1%的下降速度，萎缩到仅有120亿美元（图3.3）。多方面原因导致母基金受到金融危机的影响更明显，其中一个主要原因2008年之后，学术界出现不少文章认为母基金不值得投资者参与，因为其双层收费结构导致其回报低于其他类型基金，使得母基金的数量和管理的资产规模从2008年以来不断萎缩。■

其他参考资料：
Yong Kwek Ping, Private Equity in China, Challenges and Opportunities, Wiley Finance, 2012 January
Benoît Leleux, Hans van Swaay, Esmeralda Megally, Private Equity 4.0, Reinvesting Value Creation, Wiley Finance, 2015 January

第二章

中国及上海私募股权基金投资现状

Chinese and Shanghai Overseas Private Equity Investment

Section II

4. 境外投资模式简介

2002年之前，中国的国际投资政策是以鼓励吸引外资、限制对外投资为主要特征的。因此在当时，企业的境外投资并没有得到普遍性的政策支持，其可投资的途径和方式也相对有限。2002年之后，对外投资政策不断放开，尤其近几年随着中国经济实力不断增强，外汇储备增加，企业“走出去”的步伐也愈发强劲。

继2014年中国首次成为资本净输出国后，2015年前10个月，对外直接投资趋势依旧向好。据中国商务部统计，2015年1月到10月，我国境内投资者共对全球共152个国家地区的5,553家境外企业进行了非金融类直接投资，累计投资金额达人民币5,892亿元（约890亿美元），特别是在“一带一路”、亚投行及丝路基金的推动下，中国境外直接投资进一步活跃。

近年来中国投资者对外投资的模式也在发生着改变，如企业内部建立海外直投部门，再如企业引入私募股权作为投资合作伙伴等。艾意凯研究发现私募股权基金在企业跨境投资的资本支持、管理输出、人才引进等多个层面发挥着越来越重要的作用。以下章节将分别介绍企业境外直投、私募股权境外直投、企业和私募股权合作境外投资三种模式。

鉴于中国目前的现状，本书所讨论的私募股权包含两种形态，一种是传统意义上的私募股权基金，还有一种是专注于初创企业的风险投资基金。

表4.1 境外投资模式比较

	企业直接境外投资	私募股权直接境外投资	企业和私募股权合作境外投资
资金需求	投资资金主要由企业方面募集	投资资金主要由私募股权募集	双方各出资一定比例，实际金额按照协议及职责各异
投资经验	企业通常需要成立境外直投部门，由专业的团队（包括商业、法务、税务等各领域的人员）负责海外市场的分析研究并实施投资（其他合作方协助）	私募股权通常需要成立专业的境外投资团队，负责海外市场的分析研究并实施投资（其他合作方协助）	企业和私募股权按照合作协议，可以组成投资委员会或工作组，由双方的人员共同参与、各司其职，完成较为全面的分析研究
产投协同	企业更注重“产业”和“投资”的结合，一方面是基于企业对行业的了解更深入，另一方面是企业希望产生协同效应，故企业投资的境外标的普遍与投资方属于相同的行业或产业链	私募股权的投资更注重财务回报达到预期，对标的所在行业的偏好度比企业低	企业和私募股权合作境外投资则是“各取所长”，企业更多输入“产业”知识，私募股权则更多输入“投资”的经验
风险承担	国内外市场、文化和商业模式的差异需要企业去探索解决方案并承担风险	国内外市场、文化和商业模式的差异需要私募股权去探索解决方案并承担风险	企业和私募股权共同承担相应的风险，也可以成立联合委员会商讨解决方案
投资周期	长期	5-7年	企业方长期投资，私募股权基金5-7年退出
实例	复星集团、绿地集团	弘毅投资、青云创投	赛领资本与宏图三胞、中信产业基金与三一重工

资料来源：艾意凯研究与分析

表4.2 2015年中国私募股权直接境外投资项目列表

主要PE/VC投资者*	投资标的	投资标的行业	投资目的地	交易金额（万美元）
清芯华创投	仙童半导体（Fairchild Semiconductor）	科技、媒体和通信	美国	260,000
金石投资和中信资本	豪威科技（OmniVision）	科技、媒体和通信	美国	190,000
高瓴资本	优步（Uber）	科技、媒体和通信	美国	100,000
软银中国创业投资	SoFi	科技、媒体和通信	美国	100,000
武岳峰创投	芯成半导体有限公司（ISSI）	科技、媒体和通信	美国	63,900
老虎基金和软银中国创业投资	Ola	科技、媒体和通信	印度	50,000
弘毅投资	桑托斯（STO）	能源	澳大利亚	35,301
中投	GrabTaxi	科技、媒体和通信	新加坡	35,000
厚朴投资和元明资本	Mevion	医疗生物	美国	20,000
维港投资和凯鹏华盈	Slack	科技、媒体和通信	美国	16,000
维港投资和高盛	奥斯卡（Oscar）	科技、媒体和通信	美国	14,500
纳兰德投资	OMG	科技、媒体和通信	新加坡	13,358
高通创投和恩颐投资	CloudFlare	科技、媒体和通信	美国	11,000
经纬中国	Practo	科技、媒体和通信	印度	9,000
凯辉私募和奥博资本	爱科森（Echosens）	医疗生物	法国	8,982
光速创投和真格基金	EverString	科技、媒体和通信	美国	6,500
富达亚洲 投资	Moda Operandi	科技、媒体和通信	美国	6,000
经纬中国和红杉中国	富途证券	金融保险业	中国香港	6,000
机构风险合伙公司（IVP），红杉中国和 IDG资本	App Annie	科技、媒体和通信	中国香港	5,500
中国软银创业投资	Cybereason	科技、媒体和通信	以色列	5,000
宽带资本和通环创投	Scanadu	医疗生物	美国	3,500
行健资本	Light	机械设备	美国	3,500
长城环亚	恒发洋参	农林渔牧	中国香港	3,068
L Capital和蓝色经济投资	雅士维（Asiaray Media Group Limited）	科技、媒体和通信	中国香港	3,003
上海未华投资	BioAtla, LLC	医疗生物	美国	3,000
高瓴资本和红杉中国	赫克托饮料（Hector Beverages）	食品饮料	印度	2,900
IDG资本和华岩资本	瑞波（Ripple）	科技、媒体和通信	美国	2,800
纪源资本	Boxed	科技、媒体和通信	美国	2,500
维港投资	Meta	科技、媒体和通信	美国	2,300
纪源资本	Shiftgig	科技、媒体和通信	美国	2,200
青云创投	QD Vision	科技、媒体和通信	美国	2,200
湛思投资	超准能源控股（Primeline Energy Holdings Inc.）	能源	加拿大	2,000
青云创投	GaN Systems	科技、媒体和通信	加拿大	2,000
红点投资	丽视高清通讯（Lifesize）	科技、媒体和通信	美国	1,750
曼达林	纳都勒公司（Ladurner）	环境	意大利	1,750
挚信资本和线性资本	安全卫士（Trustlook）	科技、媒体和通信	美国	1,700
汇勤和同鑫投资	伊越南（Huy Vietnam）	食品饮料	越南	1,500
晨兴创投	卢凯（Luqa）	医疗生物	中国香港	1,500
乐天亚洲创投	Cabify	科技、媒体和通信	西班牙	1,200
百奥财富和风和投资	CXA	医疗生物	新加坡	800
高通创投	Zesty	食品饮料	英国	720
信中利	派蒙国际	化工	中国香港	607
富汇创投	天洋国际控股	医疗生物	中国香港	531

资料来源：投资中国，艾意凯研究与分析

专家观点

弘毅案例正说明国内私募股权基金境外投资的蓬勃扩张，随着中国资金的增长累积及更成熟的投资需求，我们可以预见这种全面性、横跨产业及地理区域的境外投资活动持续增长。

王景烨
艾意凯咨询
中国董事总经理

专家观点

如果一开始由实际收购方锦江股份以上市公司的身份进行谈判，早期便需要对投资者进行信息披露，市场会即刻做出反应，面对其他非上市的竞标者，锦江就很难确保成功率。而此笔交易中，以母集团锦江国际出面，便相应减少了上述风险。

孙德岚
（Stephen Sunderland）
艾意凯咨询
中国董事总经理

案例分析：锦江国际集团收购法国卢浮酒店集团（Louvre Hotels Group）

2014年11月，锦江国际集团（以下简称“锦江国际”），以约15亿欧元的价格收购美国喜达屋资本集团（Starwood Capital Group）旗下的卢浮酒店集团（Louvre Hotels Group）。这是目前国内酒店行业单笔交易金额最大的海外并购，同时也是锦江国际走出中国、布局全球的重要战略里程碑。

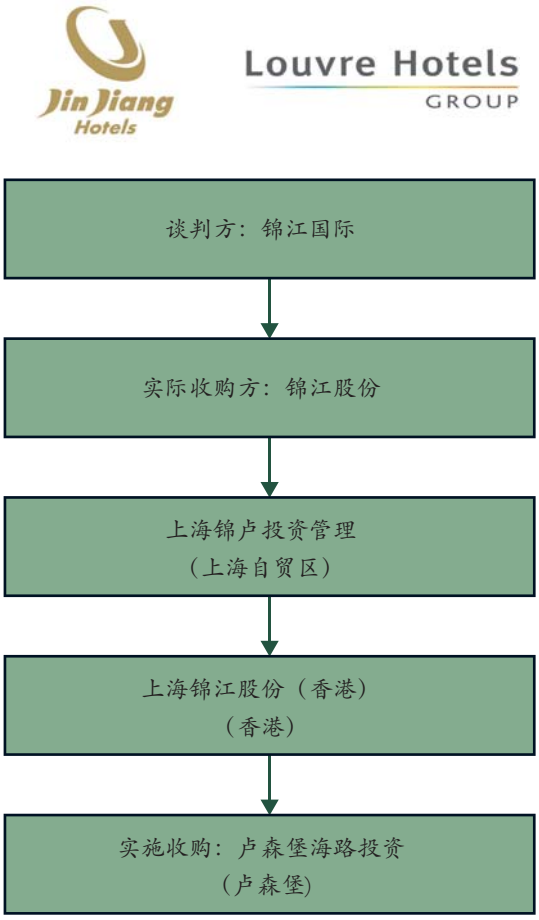
卢浮酒店集团建于1976年，总部位于法国巴黎，于2005年被美国喜达屋资本集团以32亿美元收购。卢浮酒店集团在全球47个国家拥有超过1,100多家酒店，酒店总数在全球酒店集团排名第14位。

锦江国际此前通过出售旗下酒店和定向增发募集到人民币50亿元，作为自有资金的储备，随后以自筹的人民币50亿元作为担保，以内存外贷的形式在境外担保贷款（LBO模式）约14亿欧元（约合人民币102亿元）。

锦江国际（非上市公司，控股锦江股份）作为谈判方，并没有参与竞价，而是与喜达屋直接进入实质性股权转让合同的谈判，这使得锦江国际能够领先竞争者一步。谈判成功后，锦江国际才向锦江股份（A股上市公司）发函征询是否作为收购方参与收购，锦江股份做出收购决定后发布停牌公告。

随后双方签署《股份购买协议》，锦江股份通过设立在上海自贸区的锦卢资本管理公司将资金汇入香港设立的壳公司，再从香港公司将资金注入设立在卢森堡的公司，由卢森堡公司收购标的（卢森堡企业所得税税率较低）。

这是继2010年，锦江成功收购北美最大独立酒店管理公司州际酒店之后，实施全球布局、跨国经营的又一重大举措。交易中，锦江先期以锦江国际集团的名义而非上市公司的名义进行谈判能够最大程度确保成功；随后直接启动股权谈判而没有采取先签订备忘录、意向书、合约，最后股权交割的传统流程，简化了交易流程，也使得锦江能够避开和其他竞争者的竞价，充分控制交易成本。



专家观点

王靖
复星地产
海外及股权
投资业务，
副首席财务官

从复星的经验来说，我们非常注重项目的参与度，会从多个角度评测标的的投资价值，所以在对外投资合作中除了进行财务投资外，会更积极地参与项目的运营管理，为项目创造更多的价值。

企业与私募股权合作的模式可以从几个方面去考虑：

从业务和团队角度来说，企业大多是产业投资者，国内目前来看建立直投团队模式的企业尚不是特别多，只有少数经常直接投资海外的企业建立了独立的直投团队，所以对境外市场和行业了解不充分。私募股权一般是财务投资者，其投资团队能够最大程度上帮弥补产业投资者这方面的不足。

从行业特性来说，产业投资者往往有自己专长的领域，但标的所在的行业跨度可能非常大。比如房地产项目要求团队对经济周期和当地政策有清楚的了解；而娱乐产业的投资更需要了解当地的风土人情和风俗习惯。

基于以上两点，在受限于团队和行业特性的前提下，产业投资者更多的选择与私募基金进行合作是有实际意义的。

企业直接境外投资

企业直接境外投资的资金主要由企业方面收集，且通常需要成立境外直投部门，并由专业的团队负责投资决策。该模式下，企业注重投资与其产业产生的协同效应并单独承担相应风险。

企业作为主体直接向境外投资是目前诸多境外投资模式中的一种，如锦江国际集团收购法国卢浮酒店集团（Louvre Hotels Group）、光明食品收购以色列特鲁瓦股份（Tnuva）等。

私募股权直接境外投资

在私募股权直接进行境外投资的模式中，资金由私募股权基金募集，并有专业的境外投资团队分析海外投资机会；相比企业直接境外投资私募股权境外直投更注重财务回报，对行业的要求相对较低。

私募股权投资行业在中国市场至今已有20余年的发展历史，截至2014年底，私募股权投资市场上活跃的投资机构超过8,000家，管理资金量超过4万亿人民币。2015年的前11个月，私募机构新募集基金1,975支，募集金额达869亿美元，是2014全年募集数的4.4倍、募集金额的1.4倍。

随着中国企业跨国并购的蓬勃发展，国内私募股权基金纷纷瞄准境外投资。据已披露交易的不完全统计，2015年私募股权对外直接投资金额达到142亿美元，其中美国是中国私募股权境外投资的首选地，而印度、中国香港及加拿大等地区也吸引了较多的私募股权投资。

此外，随着欧债危机的褪去及欧洲经济复苏，欧洲一些国家，如英国，也成为中国私募股权境外投资的热点地区。与此同时，以色列以其卓越的创新能力吸引了越来越多的中国私募股权投资，未来一段时间也会持续升温，推动私募股权境外投资的快速发展。

作为境外投资模式中的一种，私募股权也作为投资主体，直接投资或并购海外标的。我们观察到越来越多境内私募股权的投资组合中出现了境外投资，其中不乏一些有影响力的案例，如弘毅全资收购英国餐饮品牌马上诺（Pizza Express）等。

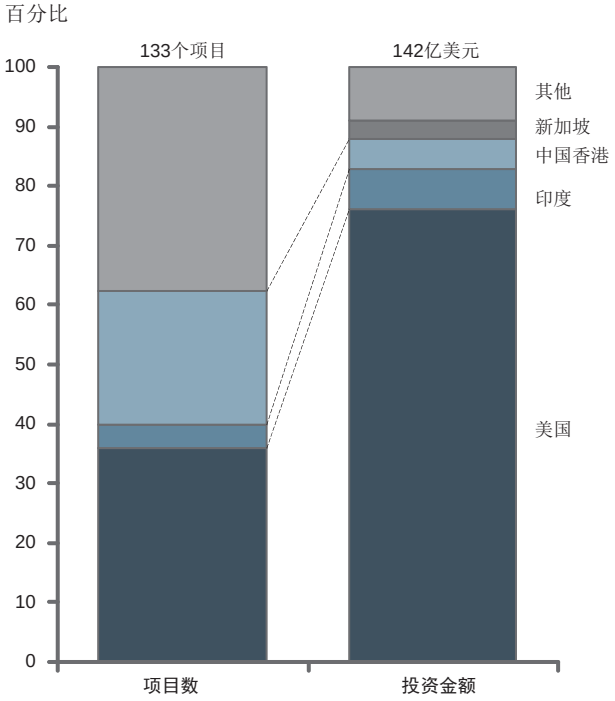
随着“走出去”战略的稳步推进，私募股权基金境外投资的方式将受到越来越多国内投资者的认可与青睐，政府也将对私募股权境外投资提供更便捷、更高效的路径与融资渠道。已完成的成功案例也必然会吸引更多的基金关注海外投资。

企业和私募股权合作投资境外

企业和私募股权合作进行境外投资则兼具上面两种模式的特点，资金由企业和私募股权基金共同提供。投资研究时按照协议共组团队各司其职，企业提供全面的行业知识，私募股权基金则提供投资的经验支持。这三种模式的比较见表4.1。

中国与海外的市场、文化和商业模式存在较大差异，这些差异就成为中国企业境外投资并购中需要解决的关键问题，对投资的成功与否至关重要。此时私募股权基金的介入就显得尤为关键。一方面，

图4.1 私募股权对外直接投资金额和项目数（按投资目的地分）（2015）



资料来源：投资中国，艾意凯研究与分析

私募股权基金能为合作企业提供财务支持，帮助合作企业分担融资压力及投资风险；另一方面，私募股权基金具有比较丰富的并购经验，对投资标的有充分调研，了解标的企业所在地区相关法律文化知识，可以参与投资并购方案的设计等工作，这样就能很大程度减少合作企业在境外投资并购过程中可能遇到的问题，提高境外投资并购的成功概率。

目前市场上已出现较多企业与私募股权基金合作开展境外投资并购的案例，比较典型的如中联重科联合弘毅投资收购意大利CIFA公司、三一重工联合中信产业基金收购德国普茨迈斯特（Putzmeister）以及三胞集团联合赛领资本收购美国公司博斯通（Brookstone）。这些成功案例无疑会吸引更多跃跃欲试的中国企业及私募股权基金顺利“走出去”，而企业与私募股权基金合作开展境外投资并购也将成为一种趋势。其中企业成为私募股权的有限合伙人以及企业和私募股权共同出资投资标的是最常见的两种合作模式，在一定程度上都能分散风险，我们将在后续章节陆续展开叙述。■

案例分析：弘毅投资收购英国餐饮品牌马上诺（Pizza Express）

2014年7月，弘毅投资以约9亿英镑的价格收购英国餐饮品牌马上诺（Pizza Express）。这单交易荣获了2014年中国跨境并购最佳创新奖“金梧桐创新奖”，也是欧洲餐饮行业过去五年中金额最大的并购案。

近100亿元人民币的高估值，显示了弘毅积极“出海”的决心，而业内专业人士推测弘毅此次重金收购马上诺后会首先在国内市场扩张，随后走向资本市场获得收益，最可能的退出路径是IPO上市。

9亿英镑的并购金额中有6.1亿英镑采用了债券融资（LBO模式），另外3亿英镑则是通过弘毅人民币基金和美元基金合作以股权投资完成。6.1亿英镑的高收益债券又选择了2层结构，其中4.1亿英镑债券为高级可抵押债券，其余2亿英镑为无抵押债券。

弘毅的人民币基金通过上海自贸区出境，借助于自贸区内的负面清单、事后监管等政策使得资金出境过程更为快捷。收购后弘毅将保留马上诺原有团队，并逐步回收在中国的加盟权。

案例分析：三胞集团与赛领资本联合收购美国博斯通（Brookstone）

2014年6月，赛领资本和三胞集团以约1.5亿美元的拍卖价格购得此前申请破产保护的美国零售商博斯通（Brookstone）。

博斯通是美国高档商品零售商，通过美国和波多黎各机场和大卖场内的店铺，出售功能多样、设计独特的3C产品，截至2014年4月（破产申请之际），博斯通共有240家门店。

2014年6月三胞集团及赛领参加博斯通的破产竞拍，整个拍卖过程持续了13个小时，最终成功中标，交易中标价为1.357亿美元，通用电气资本（GE Capital）为赛领提供了1.15亿美元的融资承诺。随后三胞集团在南京开设了博斯通中国首家分店，2016年1月1日开业，首日营业额达到人民币900万元。

宏图三胞总裁辛克侠表示“借助Brookstone完善的供应链体系，将全球最顶尖的新奇特产品引入中国市场，把体验式、场景式、差异化的创新零售模式带给中国消费者”。

此次并购获得了全球并购网（Global M&A Network）颁发的“年度跨境并购案例”奖。从三胞集团的角度出发，由于私募股权基金的众多特性，使得收购进程能够高效推进，另一方面收购一旦失败，并不会影响三胞后续的发展，但若收购成功的话，三胞集团则可以从多个方面获益。三胞此次转型也被认为是整个三胞系向3C零售业务转型的开端。

其他参考资料：
Capital IQ
晨哨网

5. 中国企业境外投资概况

中国的对外投资额增长近年来虽然有所放缓，但总体仍维持在一个相对稳定的两位数增长水平。从2010年到2014年，中国企业境外直接投资总额以年均15.7%的速度增长，在2013年首次超过1,000亿美元后，增长有所放缓至2014年的14.2%，达1,231亿美元（图5.1）。其中新增股权投资557.3亿美元，占45.3%；当期收益再投资444亿美元，占36.1%；债务工具投资229.9亿美元，占18.6%。

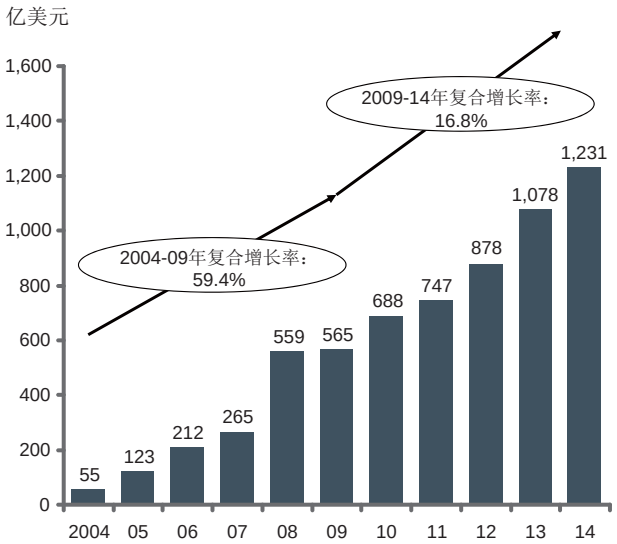
从历史来看，真正意义上的中国境外投资始于1978年的改革开放。只是刚开始的时候由于资金匮乏以及经验的缺失，投资主要由政府主导，并且当时的投资政策更多的是以吸引外资为目的。

2002年以来，中国从以往的以吸引外资为导向的国际投资政策逐步转变为如今的鼓励企业出海进行境外投资。从数据上我们进一步可以看到，中国本土企业针对海外的直接投资取得了持续、迅猛的增长。

中国对外投资的行业比较集中，租赁和商务服务、批发和零售业、采矿和金融业的投资额占据了投资总额的70%以上。紧随其后的有制造业、房地产业、交通运输仓储和邮政业、建筑业等。其中，批发和零售业从其占比来看，从2010年至今有了较大幅度的增长（图5.2）。

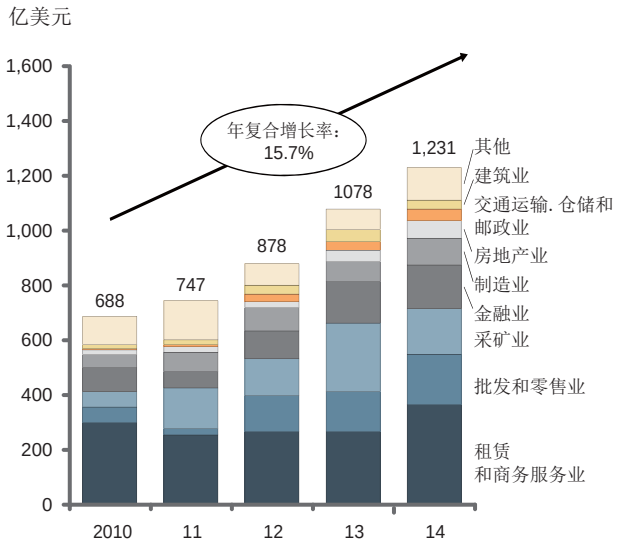
根据《2014年度中国对外直接投资统计公报》的统计，中国内地最大对外投资的目的地在亚洲，以香港为主。中国香港占中国内地对亚洲投资总额的83%，占中国内地对全球投资总额的58%。这与香港中国商会的统计不谋而合：中国对外投资的60%以上是通过香港完成的。由此可见相当一部分对港投资并非直接落在了香港，而是经由香港转投

图5.1 中国对外直接投资总额（2004-14）



资料来源：中国统计年鉴，艾意凯研究与分析

图5.2 中国按行业分的对外直接投资（2010-14）



资料来源：中国统计年鉴，艾意凯研究与分析

在了其他地区。中国香港作为投资中转站的作用，与香港得天独厚的地理位置以及其政策法规环境是分不开的。相对成熟的监管制度以及相对较小的汇兑风险是众多企业选择香港的主要原因。

扣除通过香港对外投资的部分，以及投资在开曼群岛和英属维尔京群岛地区的资金，截止至2014年的直接投资总量中，亚洲仍然占据比较大的比重，约为60%以上，其中新加坡是主要的投资目的地，投资总额约28.2亿美元，占中国内地对全球投资总额的2.3%。

近年来由于中国企业的产业升级，在北美的投资额有大幅提升。在非洲，随着经济的崛起，中国企业的投资额也在不断增长，截至2014年，中国在非洲的投资总量已经达到323亿美元（图5.3）。

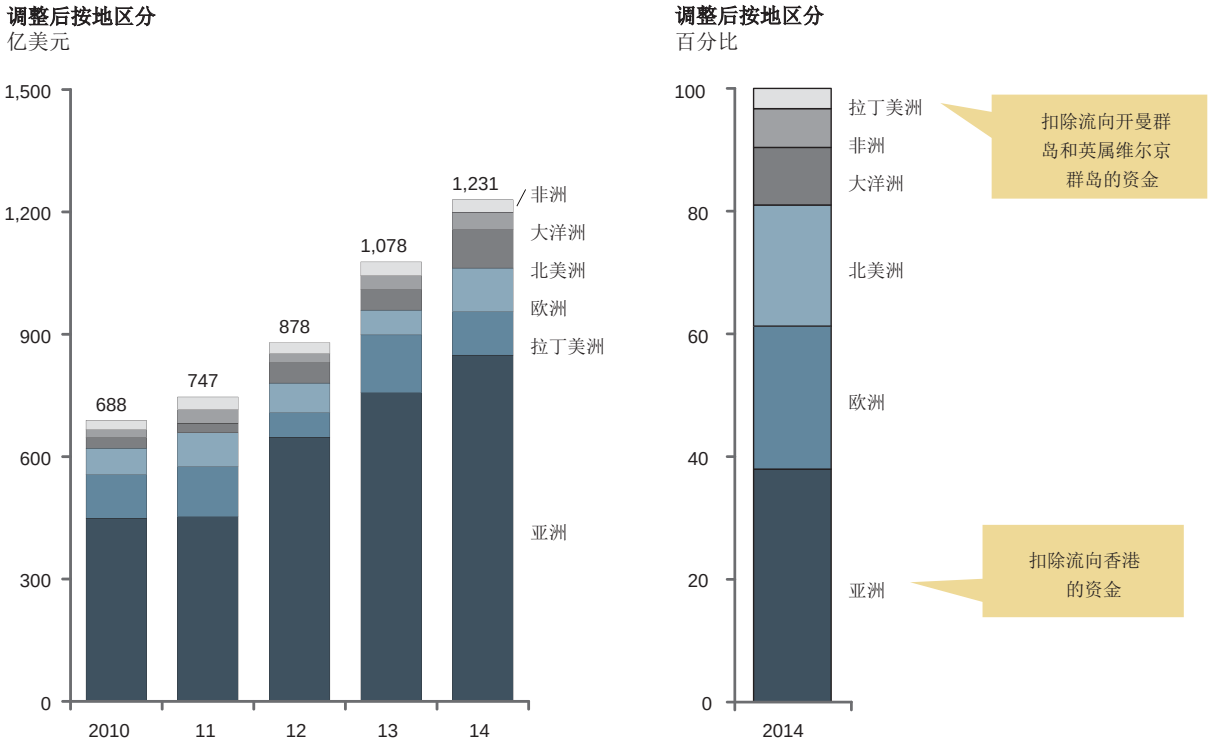
由于中国对外投资起步较晚，2010年以后才进入快速发展期，对外投资的存量规模仍然不及发达国家，2014年年末的存量仅相当于同期美国的14%，英国、德国的56%，法国的69%，日本的74%，因而仍有上升空间。

根据商务部最新的统计，2015年我国对外非金融类直接投资创下1,180亿美元的历史峰值，同比增长14.7%，实现了中国对外直接投资连续13年的增长，年均增幅高达33.6%。2015年末，中国对外直接投资存量首次超过万亿美元大关。

根据《2014年度中国对外直接投资统计公报》的统计，2014年中国企业共实施对外投资并购项目595起，实际交易总额569亿美元。2004年至2014年期间，中国的对外投资并购金额从30亿美元迅速增长至569亿美元，增长了18倍。自2008年起，直接投资在当年整体对外投资并购金额的占比一直维持在30%以上。其中直接投资324.8亿美元，占并购交易的57.1%，当年中国对外直接投资总额的26.4%；境外融资244.2亿美元，占并购金额的42.9%。2014年度最大的海外并购案是中国五矿集团公司联营体收购秘鲁拉斯邦巴斯（Las Bambas）项目，此项目共计动用58.5亿美元。

从金额上来看，采矿业、制造业以及公共设施行业共占2014年度并购总额的68%；从交易数量来看，批发和零售业以及制造业的并购数量均超过100起，但批发和零售业的平均单笔并购金额小于其他的行业（表5.1）。

图5.3 中国按地区分对外直接投资（2010-14）



资料来源：中国统计年鉴，艾意凯研究与分析

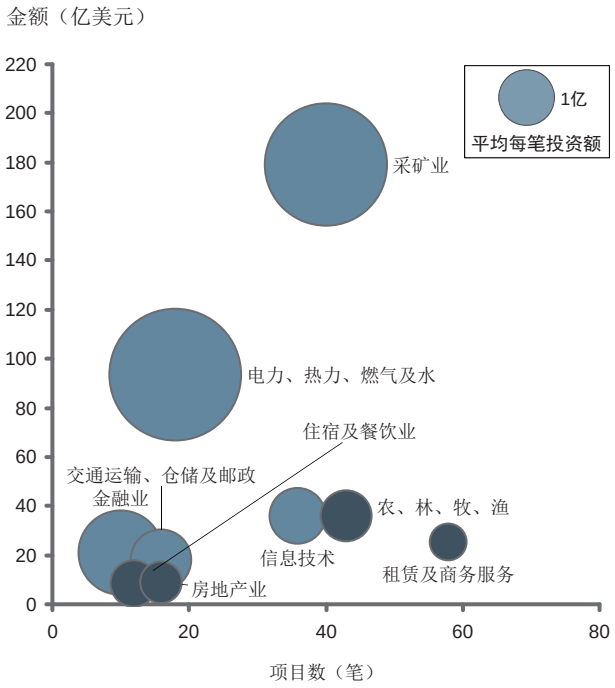
2014年，中国海外并购的目的地主要是美国、中国香港、澳大利亚、加拿大，如按总金额计算，发达国家或地区占据前10席的8席。

根据商务部的初步统计，2015年全年最大的并购案是中国化工橡胶有限公司收购意大利倍耐力集团（Pirelli）近60%股份，其交易额达到了46亿美元。

近年来，我国企业不断践行走出去的战略，虽然总量上仍然与发达国家存在一定的差距，但占全球对外直接投资存量的份额由2002年的0.4%不断上升至3.4%，排名也由第25位上升至第8位，这其中主要有两方面的动因。

一方面是，国际、国内形势有利于开展对外投资合作，企业的境外投资动力有所增强。由于近年来的世界经济动荡，世界各国均在努力实现经济复苏，国际产业重组和资源优化配置的步伐加快，使得越来越多的跨国企业愿意与中国企业合作，各国也愈加欢迎国际资本的加入。

图5.4 2014年中国对外投资并购目标行业构成



资料来源：中国对外直接投资统计公报，艾意凯研究与分析

同时，我国企业在经历了一段时间的发展，已经逐渐具备了国际竞争力，在与境外企业合作上也越来越拥有更多的主动权和话语权，具体形式也从原来的简单地设立境外贸易公司进行国际贸易逐渐过渡到积极融入全球创新网络，建立相关的境外研发中心，并尝试通过并购等方式积极获取先进管理技术以及研发经验，提升附加价值，这些均推动了中国企业近年来对外投资大步伐的发展。

另一方面，政策叠加作用显现，营商环境持续改进。商务部等国家部委不断推进境外投资便利化，实行以备案为主的管理模式，并且搭建对外投资合作平台，推进各个重大项目，完善了“走出去”公共服务平台，为企业提供全方位的服务支持。

从外部条件来看，近两年各国经济体运行分化加剧。以2014年为例，发展中的经济体大多增长放缓，全球对外直接投资下降达16%，但中国对外直接投资却逆势上扬，创下1,231.2亿美元的历史最高值，相比2013年增长14.2%，连续三年位列世界第三大对外投资国。自2003年中国开始统计对外投资的年度数据以来，中国对外直接投资实现连续12年的增长，2014年的投资总量是2002年的近46倍，从2012年到2014年，年均复合增长率高达37.5%。

当前中国企业对外投资处于重要的战略机遇期，同时也面临诸多风险与挑战。机遇方面，世界经济逐步复苏、部分国家资金短缺、人民币国际化进程稳步推进，使得国内企业能够以较低的成本对外投资或者并购，获取技术、人才、品牌和营销网络等境外资产的机会大幅增加。而挑战层面，企业离开更为熟悉的本土市场，将面临陌生且复杂的外部环境及诸多企业内部制约，如国际市场需求持续低迷、复杂的国际安全形势、企业发展与当地发展的融合不足、跨国经营的复合型人才缺失等。

为了应对“走出去”可能面临的风险和挑战，正在布局全球的中国企业需要制定符合自身发展的对外投资战略，判断“走出去”的时机，选定“走出去”的市场和行业、制定“走出去”的阶段目标等，同时也可以充分利用政府的优惠和扶持政策。■

专家观点

陈玮
艾意凯咨询
中国董事总经理

王景烨
艾意凯咨询
中国董事总经理

生物医药企业境外投资的现状

目前全球医疗健康行业正经历着规模空前的并购浪潮，全球范围内的统计数据显示，生物医药已经成为除石油天然气和消费品零售行业外，投资并购最为活跃的三大行业之一，约占整个市场份额的12%左右。随着全球人口老龄化发展趋势下对于生物医药技术水平的日益提升、中国国内市场需求的日益增长与中国资本走出国门步伐的加快，生物医药领域将愈发成为中国企业对外投资活动的重点领域。以海外并购为例，根据近年已完成的交易，海外收购交易主要集中在化学药的原药及制剂制造、医疗器械等领域。

生物医药企业境外投资的机遇

面对迅速增长的国内外医药市场，中国企业海外并购之路亦是充满机遇与挑战的。患者人口结构的变化、各国医疗法规环境的演化、医疗技术的进步、和全球经济周期的变动都将给中国企业带来增长机会。

生物医药行业是全球范围内最具发展潜力的产业之一：2014年全球医药行业的总量已突破8,000亿美元，至2018年，全球医药产业规模预计将突破10,000亿美元大关。

机遇一：患者人口结构变化带来的新业务机会

患者人口结构及主要疾病问题的演变为治疗渐进性及慢性疾病、改善生活方式和提高整体体质的产品创造了机会：

- 伴随人口老龄化，针对退变性疾病（如帕金森和阿尔兹海默）和“老年病”（如诸多癌症）的产品会快速成长；
- 伴随着人口老龄化及不良生活方式导致的肥胖人口激增，糖尿病及心血管疾病发病率上升；
- 对于科技及诊断公司，在移动终端上开发的自我保健应用有望成为下一个新增长点，因为该类应用可大大提高患者对慢性疾病治疗的依从性；
- 通过患者教育提高产品在病人中的知名度，会成为药厂直接面向病人宣传的新途径。

机遇二：各国法规演化孕育新的行业环境

各国纷纷致力于重塑生物医药以及医疗行业的法规框架，提高药品审批的门槛，进一步支持集约型技术的发展。这些举措都孕育着全球生物医药行业新的商业环境：

- 成本控制能力更强的企业（例如生物类似药制造商）会在未来生物医药市场的竞争中获得更多优势；
- 企业会投入更多资源寻找未被满足的市场需求，比如为罕见病患者提供产品和治疗方案；
- 更多的生物医药企业会将药品和诊断产品相结合，提供个性化用药，提升对病人提供的价值，提高药品审批通过的可能，并进一步提升药品有效性和安全性；
- 企业会更关注研发效率和研发治疗效果更好的产品来提升自身竞争力。

机遇三：医疗技术的突飞猛进创造新的业务模式

- 科技的进步，例如移动终端、无线网络、及大数据的处理赋予了药企更多的连通性及更高效率；
- 大数据技术帮助生物医药企业更好理解病患的需求及治疗结果；
- 移动科技为药企提供了一个更方便的平台来改善患者的依从性，从而改善治疗效果；
- 包括远程医疗在内的先进技术被寄予厚望，它们帮助医疗服务突破地域限制，实现资源的最优配置。

机遇四：全球经济周期变化带来的市场“新常态”

- 以美国、欧洲和日本为首的发达国家尚未完全从自2007年以来的全球性经济衰退中完全复苏。这些国家和地区财政预算紧缩，用于生物医药和医疗服务领域的投资也捉襟见肘。与此同时，一些新机遇也随之应运而生；
- 低成本的仿制药厂会获得更多的市场机会和生存空间；

- 具有成本优势的医药公司会脱颖而出：生物医药企业需要通过统一协调，在供应商、消费者及其他关键环节降低支出、提高收益，进一步实现竞争优势；
- 较之于受经济危机影响很大的发达国家市场，被经济危机波及较小的市场，如澳大利亚和东南亚市场的机会凸显。

国际扩张的方式及路径选择

生物医药企业常见的国际化扩张方式包含几个层面：

金融层面，企业希望能在海外上市融资，或以市场为导向，进行资产投资与财务投资。生物医药企业往往需要大量的成本投入临床科研，国外有相对更为宽松的融资环境，尤其是针对产出收益尚且不大的中小型规模企业。比如：近年来已有深圳迈瑞等20多家企业以IPO方式在美国纽交所、纳斯达克。

产品层面，企业希望进军海外市场以开拓全球业务，扩大客户群体，增加交叉销售机会和市场份额。企业可选择向海外企业购买药物专利与技术许可；绿地建厂，实现海外市场的生物医药产品生产；建立海外药物研发中心，利用海外市场先进技术开发新药物，反哺国内市场；建立海外营销渠道，在海外市场进行销售自有品牌产品。比如：中国制药企业天士力集团于2011年投资4000万美元在美国马里兰州建立生产基地和培训中心，其在美国的天士力北美药业也于2014年开业，以推动由复方丹参滴丸为主打的一系列中药产品进入美国市场。

兼并或合资层面，这也是一种常见的国际扩张方式。收购海外生物医药企业可获得市场、渠道、产品、技术或专利等核心能力；与海外合作伙伴建立战略合作或设立合资企业，可借助海外合作伙伴的能力在海外市场进行研发、生产和销售。比如：上海腾瑞制药于2014年以2250万美元收购勃林格殷格翰位于美国弗吉尼亚州的圣彼德斯堡工厂，并宣布了300余人的招聘计划。腾瑞制药希望借助前勃林格殷格翰的工厂设施和当地的熟练工人，更快更好的满足美国及其他市场的需求。

在企业打造国际扩张路径之时，最重要的问题之一是如何选择所需拓展的市场。关键点在于企业需结合自身战略，发掘最具吸引力与匹配的市场。此过程通常需要从以下角度衡量：

- 近期财务收益：企业如何预计进入新市场后盈亏的时间节点？是否有合理预期？
- 长期发展潜力：在目标市场未来五至十年的品牌发展轨迹如何？企业是否能承担持续投入某个新市场，但回报在一定时间内并不显著？
- 风险考量：有一些风险因素可能会阻碍制约企业在新市场的成功发展，例如当地法规、政策变动等因素。

新进军的国际市场既需要符合企业在全球的战略，也需要企业能负担起在当地定制化的投入与成本。同时，企业内部需要对国际扩张做好充分准备，思考一些问题，例如：

- 企业的国际扩张是否与全球战略有冲突？
- 企业的管理层是否能适应国际扩张？
- 企业是否拥有或能找到符合目标市场的人才？
- 企业自身的资源有多少，能否跟上国际扩张的步伐？

为了保证国际扩张的成功，企业需要通过衡量自身发展战略、进军市场特点筛选出若干希望拓展的海外市场，再进一步找出最终的目标市场。当企业希望进军某个海外市场时，充分的市场研究非常有重要。这要求有足够多的资源支持，并且衡量以上提到的一些因素。

6. 境外投资发展趋势

从中国私募股权基金参与海外并购的交易数量来看，我们相信将有更多的中国企业利用私募股权进行境外投资。再者，私募股权的介入同时可以降低财务风险、政治风险、决策风险及整合风险等多样投资风险，因此，我们相信未来私募股权一定会在中国企业的海外投资中起到越发重要的作用。

私募股权基金海外投资

就中国私募股权基金未来的境外投资发展，我们观察到了以下的趋势：

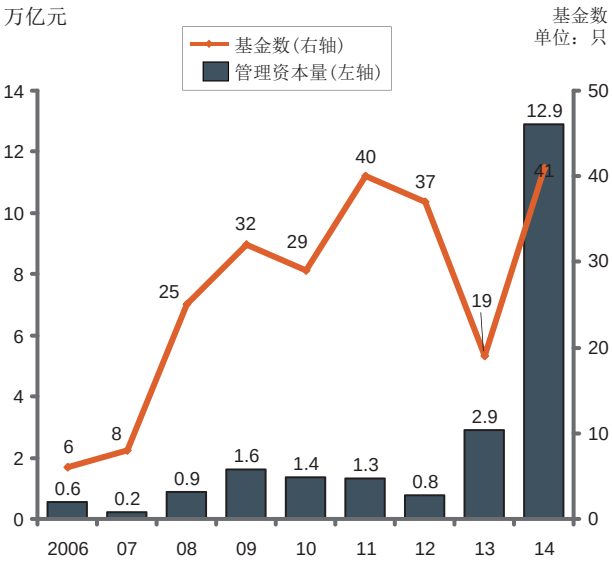
首先，中国私募股权基金海外投资呈现行业多元化和地域多元化发展趋势。行业多元化：受益于政策推动，中国私募股权基金以高科技行业特别是互联网和服务行业为重点向多产业拓展。地域多元化：中国私募股权基金参与的海外投资不再集中于发展中国家，美国和欧洲等发达市场逐渐成为主要投资目的地。以渤海华美为例，于2015年联合中航工业汽车以5.72亿美元的价格，收购美国瀚德汽车控股有限公司全额股权。

第二，政府会更加积极引导基金的增长，国有资本逐渐会扮演更加重要的角色（图6.1）。

国务院总理李克强于2015年1月14日的国务院常务会议上，决定设立国家新型产业创业投资引导基金。会议强调基金要实行市场化运作、专业化管理、发挥政府资金杠杆作用，吸引有实力的企业、大型金融机构等资本参与。

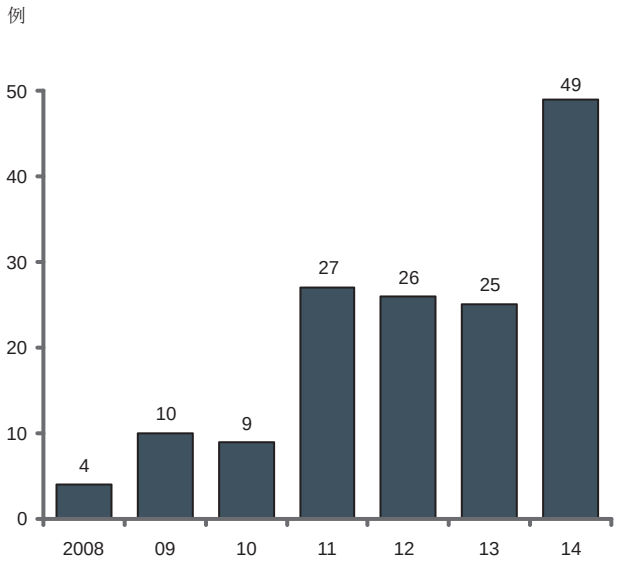
第三，中国私募股权基金参与海外并购的交易数量增长迅猛，未来也会继续维持高位增长（图6.2）。

图6.1 政府引导基金设立情况管理资本量（2006-14）



资料来源：清科研究中心

图6.2 中国大陆私募股权基金*
参与的海外并购交易数量（2008-14）



注释：*该数据不包含募集基金中专项投资于中国本土市场的部分
资料来源：汤森路透，投资中国

优秀的中国本土人民币基金将与全球同行开展竞争。我们已经看到一些优秀的中国本土私募股权基金深入参与了多宗海外并购交易，而这一趋势发展之快远远超乎人们的预期。自2008年以来，中国私募股权基金参与的海外并购交易数量迅猛增长。2014年的交易数量为2013年的2倍，是2008年的12倍。

中国企业借由私募股权基金投资境外

我们认为未来越来越多的中国企业将会选择与私募股权合作的方式进行境外投资。他们与私募股权基金合作投资境外有以下两种方式：1）企业成为国内或国际私募股权基金的有限合伙人进行境外投资；2）企业和私募股权基金共同出资投资标的，从而完成境外投资。

两种方式都值得国内企业探索实施。针对第一种方式，国内的大型企业中已经有一部分成为了私募股权基金的有限合伙人，比如联想是君联资本的有限合伙人。不过对两种方式而言，“走出去”企业都需要克服一些困难或弥补一些差距，主要原因是国内企业在专业性上仍需要提高。

根据投中集团的调研发现，目前本土私募基金有限合伙人的主要发展瓶颈集中在缺少私募股权投资经验和缺少对于普通合伙人的甄选和风险控制能力。投中集团预测未来三到五年最有潜力成为有限合伙人的机构是母基金（18%）。

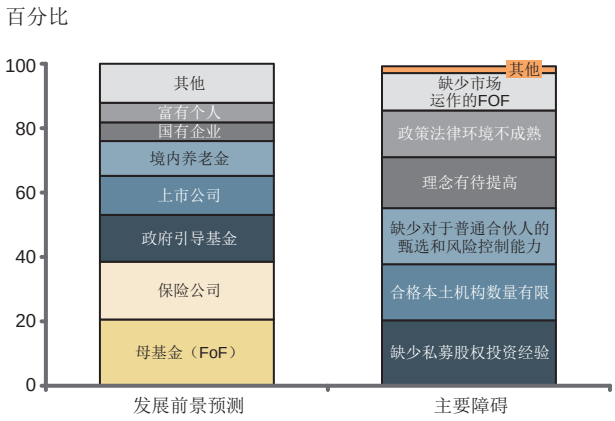
在第二种合作方式中，最常见的私募股权基金的形式是并购基金。私募股权基金在企业海外并购的过程中为中国企业提供资金，并且协助企业更好地整合所并购的企业。我们认为这会是未来私募股权基金和中国企业在境外并购中较为主流的合作方式。这是因为中国企业境外并购的国际化运营所面临的品牌和技术挑战是可以通过并购的方式从标的的企业身上获得，而人才、资本以及面临的复杂环境却需依靠私募股权基金的支持。优秀的私募股权基金不仅仅只是资本的投入，更多的则是能从人才以及其他运营的角度协助企业完成好国际并购运营。简而言之，私募股权基金带来的不仅仅是收购资本，更重要的是收购经验和更多的价值增值空间。

所以近年来，更多的私募股权基金与上市公司和产业投资者合作，开始向精耕细作的业务模式转型，各取所长，既在资本市场获利，同时也为实体企业取得经营和管理上的协同效应，实现“产”、“投”结合献计献策。

其次，中国私募股权基金将会扮演越来越重要的角色，支持中国企业境外投资。

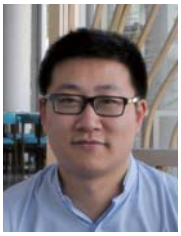
分析历史，我们可以看到私募股权和企业的协作为大势所趋，私募股权协助企业开展境外并购可追溯到2004，当时的跨国并购尚以境外的私募股权基金为主体，最经典的案例是2004年德太投资（TPG）和新桥资本帮助联想收购IBM的PC业务，这标志着私募股权基金作为跨国并购的新兴主体，已经在中国企业的海外并购中发挥了积极的作用。以2008年始，中国本土私募股权基金的作用亦愈发重要，本土的私募股权基金开始联合外资私募股

图6.3 中国有限合伙人市场的发展与挑战（2017-19预测）



资料来源：投中集团，艾意凯研究与分析

专家观点



冯林
易界网
首席执行官、
创始人

从国家经济转型的背景来看，海外并购的需求是非常强烈的，那么就会有大量的资本流出，所以不排除有部分投机的人利用这个机会洗钱和资本外逃。从政策的趋势来看，政府当然会支持从企业需求出发的并购，而打压资金外逃和财产转移。

从实际操作的一些项目来说，如果并购目的非常明确，在政策上是受到支持的。

权基金参与到支持中国企业的境外并购进程中来。经典的案例比如2008年中联重科联合弘毅投资、高盛和曼达林基金收购意大利工程机械制造商CIFA的全部股权，耗资2.71亿欧元，中联重科占股60%，曼达林、高盛和弘毅占股40%。此后，2012年中信产业基金支持三一重工收购德国普茨迈斯特100%股权，表明中国本土私募股权已经开始可以独立支持中国企业开展境外并购了（具体案例见表6.1）。

进一步更深入分析，可以发现这种发展可分成三个阶段：第一阶段自2003年开始，主要是外资私募股权基金协助国内企业收购目标企业；第二阶段自2008年开始，由于金融危机使得国外资产价格下降，本土私募股权基金联合国际私募股权基金支持中国企业，掀起了中国企业境外并购的浪潮；第三阶段则始于2012年，这一阶段国内的私募股权基金已经成长并且能够独立支持国内企业的境外并购。

表6.1 国内外私募股权支持海外并购的经典案例

并购时间	并购方	被并购方所属国家	被并购方	参与私募	涉及金额（亿人民币）	私募参与股权比例	最终并购股权
2004	联想集团	美国	IBM PC业务	德太集团、泛大西洋集团、新桥资本	113.99	10.9%	100%
2008	中联重科	意大利	CIFA	弘毅投资	19.22	40%	100%
2009	中航工业西飞	奥地利	FACC	AIGL投资基金	7.09	10%	91.25%
2010	吉利汽车	瑞典	沃尔沃汽车	高盛	26.86	15%	100%
2012	三一重工	德国	普茨迈斯特	中信产业投资基金	26.54	10%	100%
2013	博盈投资	奥地利	斯太尔动力	武汉梧桐硅谷天堂投资有限公司	5	100%	100%
2014	山东高速集团	法国	图卢兹机场	香港富泰资产	21.85	N/A	49%
2015	中航工业汽车	美国	瀚德汽车	渤海华美	37.26	49%	100%
2015	三七互娱	日本	SNK Playmore	东方星辉基金	4.24	65%	81.25%
2016	中国化工集团	德国	克劳斯玛菲	汉德资本、国新国际投资	65.61	33%	100%

资料来源：清科研究中心，投中集团

专家观点

张白羽
中华有限合伙人协会
执行董事

未来会有越来越多的本土有限合伙人做全球资产配置，去海外投资，当然其资产配置策略也会不断地调整。从长远来看，全球资产配置是大趋势。

专家观点

徐晨昊
国开熔华产业投资
首席运营官、
董事总经理

就国开熔华而言，我们会越来越多“走出去”。海外收购的目的主要有两个，一是获得技术，二是获得市场。我们相信中国企业今后会更多地利用这种互补性在海外投资上做文章。另一方面，海外资本市场的估值越来越合理也是“走出去”的原因之一。

因此，我们相信在不久的将来，越来越多的本土私募股权基金将会更多地协助中国企业开展境外投资活动。

总结

不论从私募股权基金本身，还是中国企业通过私募股权基金进行境外投资来看，企业会越来越多地借助私募股权基金的力量进行境外投资，并且未来中国本土私募股权基金会逐渐成为国内企业境外并购的主要合作伙伴。凭借其在融资和重组方面的优势，私募股权基金必将在中国企业的境外并购中发挥越来越大的作用。■

其他参考资料：
清科集团，Zero2IPO

7. 上海私募股权基金投资趋势

上海私募股权基金投资概况

根据已披露的交易数据，2015年中国风险投资的交易数量共2,824个，投资总额为369.5亿美元，相比2014年，投资总额增长了138%，交易数量和投资总额均创历史新高。

2015年中国私募股权投资交易数量共1,207个，投资总金额为483.5亿美元，相比2014年，交易数量大幅增长，交易数量和投资金额也均创下了近几年来的新高。

从投资机构所在地区分布来看，投资交易最为活跃、总金额最大的地区是北京、上海和广东。

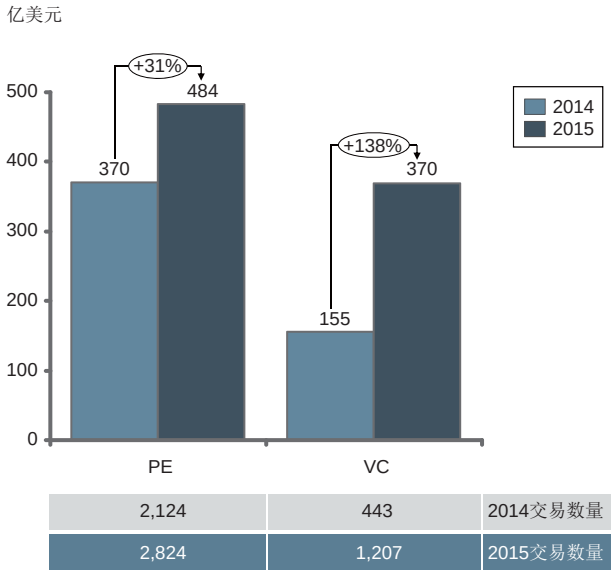
风投机构参与的交易总金额排名前十的地区依次是北京、上海、浙江、广东、江苏、四川、福建、湖北、陕西和山东，其中来自上海的投资总额占全国的18%；私募股权机构参与的交易总金额排名前十的地区依次为北京、上海、广东、江苏、浙江、福建、湖北、山东、河南和安徽，其中来自上海的投资总额占全国的19%。从交易数量来看，上海同样位居全国前列，风投和私募股权交易总量仅次于北京，达到690单（风投528单，私募股权162单），风投交易数量占全国的18%，私募股权交易数量占全国的13%。

2015年全年中国风投和私募股权机构共投资4,031单交易，金额达到853亿美元，其中以人民币结算的交易3,406单（价值466亿美元），以美元结算的交易609单（价值370亿美元）。

上海对外投资概况

根据中国商务部的统计，2014年，上海地区非金融类对外直接投资的总量和增速均处全国领先地位，投资总额（按实际汇出金额计算）达到34亿美元，排名全国第6，比2013年持平；增长率则为第二，仅次于过去基数较小的天津市。

图7.1 中国风险投资（VC）机构和私募股权（PE）投资交易数量和金额（2014-15）

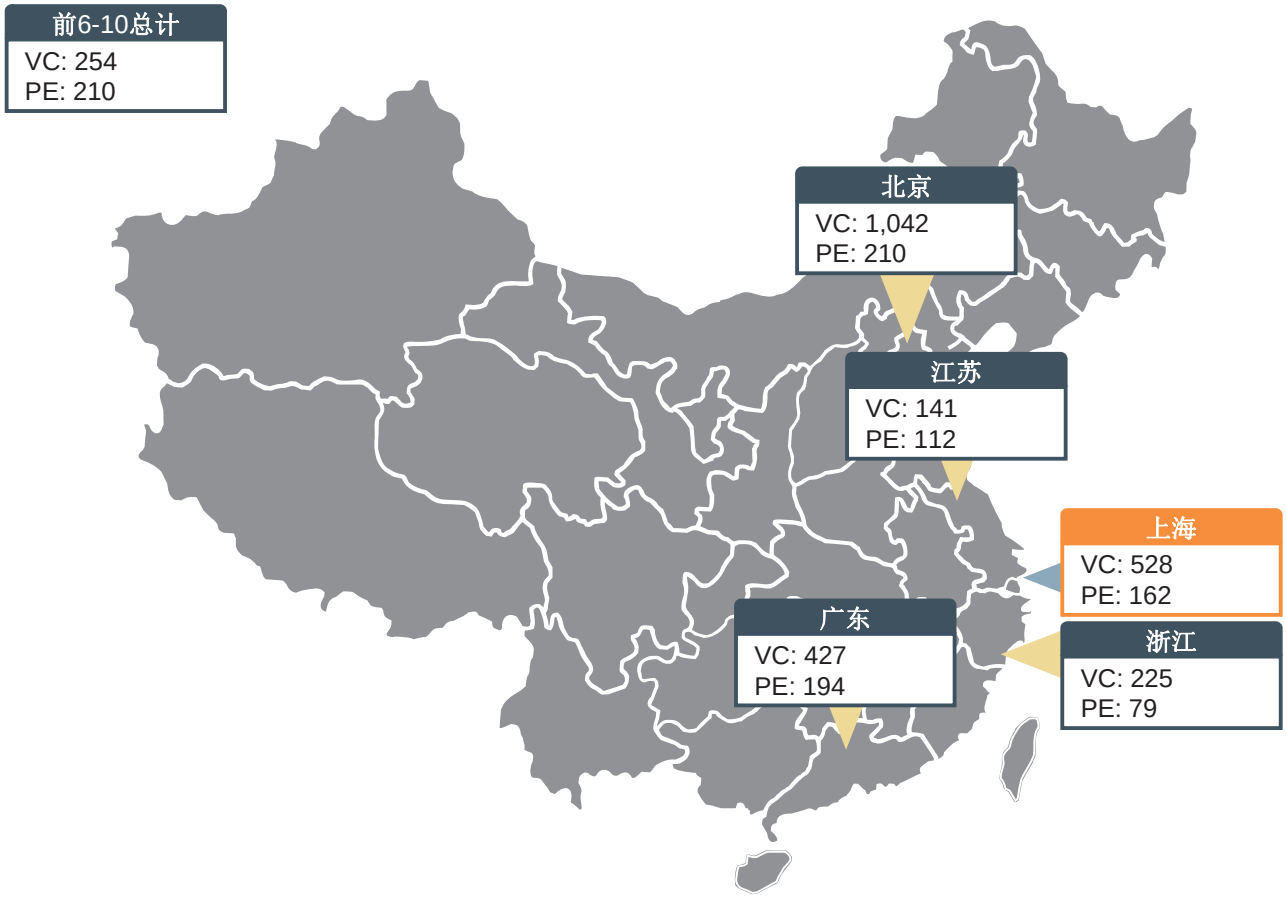


资料来源：投资中国，艾意凯研究与分析

另一方面，根据上海市商务委员会的统计，2015年上海完成备案非金融类对外直接投资总额达到约573亿美元，同比翻了4倍多（增长率469%），2010-2015年年均复合增长率也达到148%。2015年投资项目数量由2014年的594个上升到1,338个，同比增长125%。上海对外直接投资在2014-2015年呈指数式增长，上海企业和私募股权机构“走出去”步伐加快。

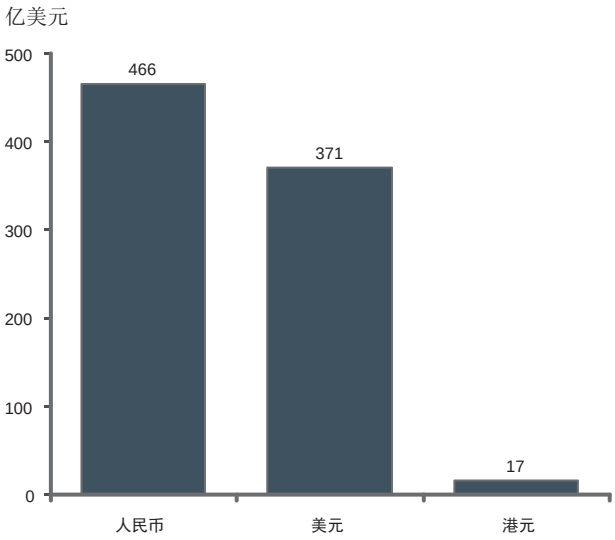
近两年上海企业和私募股权境外投资如火如荼，一方面得益于国家层面的政策支持，另一方面上海市政府也在积极出台政策合理引导和推动境外投资，加之上海贸易和金融领域的优势与创新，为专业的投资者提供了良好的条件。

图7.2 部分地区中国风险投资（VC）机构和私募股权（PE）机构交易数量



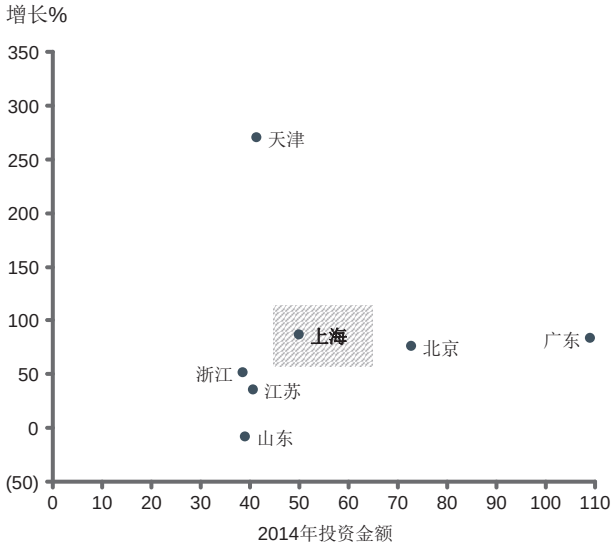
资料来源：投资中国，艾意凯研究与分析

图7.3 中国风投及私募股权分币种投资金额（2015）



资料来源：投资中国，艾意凯研究与分析

图7.4 中国各地区对外直接投资金额（部分地区）（2013-14）



资料来源：中国商务部，艾意凯研究与分析

表7.1 上海对外直接投资项目及直投并购项目数量和总金额（按备案数量及金额计算）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
对外直投项目数量	151	176	189	254	594	1,338
对外直投项目总金额（亿美元）	6	7	31	18	101	573
对外直投并购项目数量	17	24	15	35	86	378
对外直投并购项目总金额（亿美元）	3	1	5	3	30	148

资料来源：中国商务部，上海市商务委员会

图7.5 上海对外直接投资主要目的地（按备案金额）

国家	投资金额（2014，亿美元）	占比	国家	投资金额（2015，亿美元）	占比
韩国	9	9%	美国	101	18%
澳大利亚	8	8%	马来西亚	38	7%
美国	8	8%	澳大利亚	24	4%
新西兰	6	6%	英国	24	4%

资料来源：上海市商务委员会

从投资主体所属行业来看，2015年对外投资最为活跃的主体行业是商务服务业、住宿业、计算机通讯行业、金融业（保险及资本市场服务业除外）和房地产业的投资者，来自这些行业的对外投资金额占到总投资额的69%。

从投资标的所属行业来看，2014年上海对外直接投资的主要标的行业包括商务服务业、房地产业、批发和零售业、制造业等，而2015年上海企业及私募股权投资者对外投资的行业（按投资金额排序）主要是商务服务业、信息传输/计算机服务和软件业、房地产业、制造业、批发和零售业等，投向这些行业的金额占到总投资额的88%。

除商务服务业和房地产业连续上榜以外，2015年互联网等TMT行业成为新的热点。纵观国际，TMT行业全球并购交易自2013年全面复苏，未来一段时间内，TMT仍将延续热点的趋势，以专业技术和高科技成长型企业为主要投资标的。

从投资形式来看，更多投资者选择境外并购，并购日益成为上海投资者“走出去”的主要途径。

对一些在国内发展成熟的企业而言，广阔的海外市场将是未来新的增长点，通过并购海外标的能够更快更直接获得海外市场的渠道和管理人员；对于成熟的私募股权机构而言，在投资组合中有一定比例的境外投资，也是迈向国际型私募机构的重要一步。

2015年，上海对外直接投资的目的地按投资金额（备案金额）排序依次是美国（101亿美元，占总投资额18%）、马来西亚（38亿美元，占总投资额7%）、澳大利亚（24亿美元，占总投资额4%）、英国（24亿美元，占总投资额4%）等。除传统的离岸中心外，特别值得关注的是以色列成为新的区域投资热点。企业投资以色列以期获得中国本土市场欠缺的品牌和技术，而以色列也对中国投资者表示欢迎。欧洲同样也因为广阔的市场和雄厚的技术吸引了大量中国企业，希望通过海外投资或并购进行布局，实施全球化战略。■

8. 上海私募股权基金行业政策

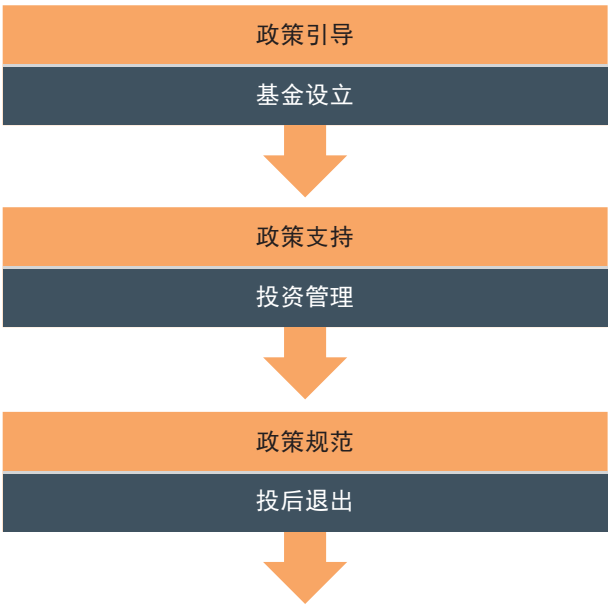
中国活跃的私募股权投资机构已从2005年的500家增至达2014年的8,000多家，私募股权的市场规模在这十年间实现了质的飞跃，行业也逐渐走向成熟，中国市场正逐步进入“股权投资时代”。作为国际金融中心的上海，一直以来大力支持引导私募股权行业健康快速的发展，针对该行业也推出了一系列举措：如市场化、国际化、法制化私募股权投资，简政放权注重实效，深化投资体制改革，自贸区金融开放改革创新、扩大服务开放完善负面清单，搭建多层次多元化投资平台等等，这些举措全面支持了上海私募股权投资行业的蓬勃发展。随着资本市场的日益成熟、行业监管扶持政策的落实和逐步完善，上海私募股权行业必将迎来新一轮的飞速发展。

上海私募股权基金行业政策

自改革开放以来，上海一直走在我国金融业对外开放和改革发展的前列。为了更快地向全球金融中心的目标迈进，上海市政府积极发挥政府创业投资引导基金的引导和放大作用，鼓励更多社会资本发起设立股权投资基金，加大科技创新与股权投资的对接力度，营造良好发展环境。上海已迅速成为各类私募股权投资基金的主要集聚地。

围绕着“创新驱动发展，经济转型升级”的宏观战略，上海市各级政府出台了一系列政策吸引私募股权基金进驻，促进金融服务创新，鼓励科技创新中心建设，积极拓宽股权投资退出渠道。具体而言，上海市各级政府针对私募股权基金关键的三个发展阶段（基金设立、投资管理及投后退出）推出了一整套政策进行引导、支持与规范（表8.1）。

综上所述，从基金设立、投资管理到投后退出，上海市各级政府为私募股权全生命周期的关键阶段出台了这些有利有效的政策。正是这些政策的引导、支持与规范，使得上海的私募股权行业得以飞速发展，而上海浦东新区也迅速成为我国私募投资基金



专家观点

高岗
华夏幸福基业
国际法务部
负责人

上海自贸区简化程序是一个非常大的进步。在此之前，中国投资者实施海外投资交易的效率和时间成本非常高。比如因为程序的繁琐，交易推进十分缓慢，同时会对交易本身造成极大的不确定性。

放眼未来，上海自贸区应该营造系统的、国际化的服务环境，形式不能仅限于目前的优惠政策。只有让服务环境更专业，管控的方式更灵活，才会更具竞争力。

表8.1 上海私募股权基金行业政策

政策出台时间	政策文件	颁布部门	政策内容		
			基金设立	投资管理	投后退出
2011年5月	《关于本市股权投资企业工商登记等事项的通知（修订）》	市金融服务办公室、工商局、财政局及地方税务局	明确了上海市股权投资企业发展市场化、国际化、规范化的原则，确立引入各类长期投资资金。	确定了股权投资企业的税收政策，强调股权投资企业应当在每个会计年度结束后披露年度报告。	明确以合伙企业形式设立的股权投资企业和股权投资管理企业的生产经营所得及其他所得由合伙人作为纳税人，规范了上海市私募基金行业的纳税准则。
2012年2月	《上海市吸收外资和境外投资“十二五”规划》	市发改委与商务委	针对吸收外资和境外投资工作提出“三个结合”以推动产业升级、科技创新、功能提升以及内外联动。		
2012年7月	《上海市企业境外国有资产监督管理暂行办法》	市国资委		针对境外的国有资产制定了较详细的管理监督条例，给出了境外投资、收购、兼并、合作的管理依据。	
2013年9月	《中国（上海）自由贸易试验区境外投资项目备案管理办法》	市政府		提出了自贸区内企业境外投资实施备案制管理。	
2014年2月	《关于本市进一步深化投资体制改革的实施意见》	市政府	全面深化投资体制改革、推进外商投资与境外投资，并进一步引导更多的社会资本。		建立完善企业投资诚信制度，保证投资人在私募基金投中、投后的资金安全。
2014年7月	《关于加快上海创业投资发展的若干意见》	市政府			鼓励国有产业集团参与设立创业投资企业，并允许在投资时已约定退出价格的，可按约定价格退出，不再进行评估。
2014年9月	《关于本市进一步促进资本市场健康发展的实施意见》	市政府		不断扩大自贸试验区资本市场开放的范围，加快上海股权托管交易市场综合金融服务平台的建设，完善上海市非公开市场交易机制及发行制度。	
2015年1月	《2014年上海市外经贸专项资金（对外投资合作）申报指南》	市商务委		支持上海市企业实施“走出去”战略，促进上海对外投资合作持续发展。	
2015年8月	《关于促进金融服务创新支持上海科技创新中心建设的实施意见》	市政府		支持推进上海证券交易所进一步完善市场体系，在上海证券交易所设立战略新兴板，并推动上海股权托管交易中心设立科技创新板。	加快股权投资基金份额报价转让市场建设，建立和完善股权投资基金有限合伙人基金份额报价转让信息发布平台，丰富资本市场股权投资退出渠道。

表8.1 上海私募股权基金行业政策

政策出台时间	政策文件	颁布部门	政策内容		
			基金设立	投资管理	投后退出
2015年10月	《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点，加快上海国际金融中心建设方案》	中国人民银行、商务部、外汇局联合上海市政府	强调对自贸区设立专业从事境外股权投资的支持，引导设立境外股权投资基金，同时支持股权托管交易机构依法为自贸试验区内的科技型中小企业等提供综合金融服务，吸引境外投资者参与。		
2015年12月	《上海市天使投资风险补偿管理暂行办法》	市科委联合市财政局、市发改委			首次提出“风险补偿”的方案，对投资机构投资种子期科技型企业项目所发生的投资损失，可按不超过实际投资损失的60%给予补偿，在一定程度上缓解了投资人投后退出的担忧。

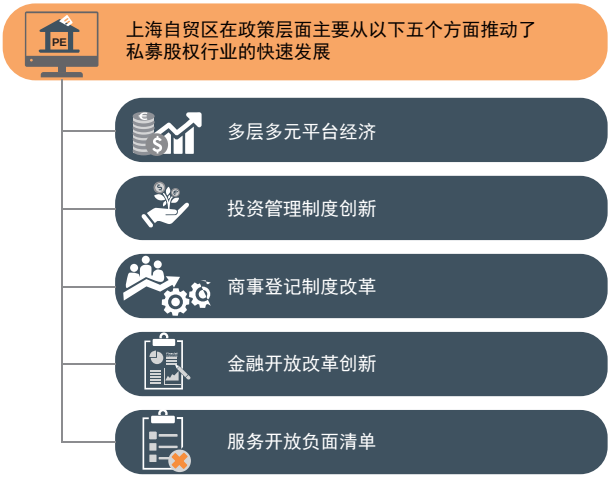
资料来源：艾意凯研究与分析

中心，截至2015年12月，已集聚了6,000多家风险投资、股权投资和证券投资机构，管理资产规模超过1万亿元。

上海自贸区的创新尝试

自2013年9月份成立至今，上海自贸区的创新尝试取得了一系列卓越成果：以负面清单管理为核心的外商投资管理制度基本建立；以贸易便利化为重点的贸易监管制度有效运行；以资本项目可兑换和金融服务业开放为目标的金融制度创新有序推进；以政府职能转变为核心的事中事后监管制度初步形成。伴随着这些成果的取得，上海自贸区推出了比较完善的政策指引，其中很多政策对私募股权投资提供了较大的便利，因而自贸区内的私募股权投资在短短两年内迅速发展，截至2015年10月，上海自贸区内成立的私募股权基金达776家。

具体而言，上海自贸区在政策层面主要从以下五个方面推动了私募股权行业的快速发展。



多层多元平台经济

在打造多层多元平台经济的背景下，上海国际能源交易中心已落户上海自贸区，上海黄金交易所在试验区的平台已获批准，上海联合产权交易所已在自贸区内设立资产交易平台，上海证券交易所将在自贸区内设立国际金融资产交易平台、上海股权托管交易中心也将设立资产交易平台。境内境外多层次、多元化企业都可以挂牌，为上海自贸区私募基金提供了丰富的项目资源和退出平台。

2014年9月，上海市人民政府印发了《关于本市进一步促进资本市场健康发展的实施意见》的通知，支持金融机构在自贸试验区内研究设立国际金融交易平台，推出面向全球投资者的产品与业务。鼓励发展多样化私募投资基金和各类私募投资产品，拓展投资范围。进一步推进合格境内有限合伙人

（QDLP）和外商投资股权投资企业（QFLP）的试点，促进境内外私募投资基金在沪集聚发展。完善私募股权基金投资本市创新企业所需的服务支持及途径。支持企业到主板、中小企业板、创业板、全国中小企业股份转让系统和上海股权托管交易中心等市场上市挂牌，推进企业在多层次资本市场上市挂牌。

2015年10月，中国人民银行、商务部等联合上海市人民政府印发《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点　加快上海国际金融中心建设方案》的通知，强调依托自贸试验区金融制度创新和对外开放优势，拓宽境外投资者参与境内金融市场的渠道，提升金融市场配置境内外资源的功能。

在这些政策的推动下，上海自贸区的多层多元平台经济也取得了一系列成果。越来越多的企业正选择上海自贸区的境外投资服务平台实现境外投资。据统计，截至2015年8月底，上海自贸区累计办理境外投资项目510个，中方投资额达166.1亿美元。

投资管理制度创新

针对投资管理制度创新，上海自贸区借鉴国际通行规则，按照转变政府职能要求，加快推进外商投资管理体制改革，营造有利于各类投资者平等准入的市场环境。基于国务院颁布的自贸区《总体方案》的要求，上海市政府出台了四个文件，其中《上海市外商投资项目核准和备案管理办法》和《中国（上海）自由贸易试验区外商投资企业备案管理办法》，主要针对境外企业或基金投资境内企业，旨在扩大开放，推进外商投资管理体制改革，营造上海自贸区国际化、法治化的投资环境；《中国（上海）自由贸易试验区境外投资项目备案管理办法》和《中国（上海）自由贸易试验区境外投资开办企业备案管理办法》则主要针对上海自贸区内企业从事境外投资，旨在进一步改革境外投资管理方式，切实提高境外投资便利化程度。在项目备案环节，自贸试验区实行以备案制为主的管理方式，加强境外投资事后管理和服务。3亿美元以下的境外投资项目，一律实行备案，并且由上海自贸区管委会进行一个窗口受理，无需提交任何可行性研究报告，五个工作日之内，就能拿到境外投资项目或境外投资开办企业的证书。在资金环节，商业银行可以办理人民币的划转或者过户手续，实现资金出海。

同时，上海自贸区积极探索对外商投资实行准入前国民待遇加负面清单的管理模式。负面清单列明不符合国民待遇等原则的外商投资准入特别管理措施，对负面清单之外领域，按照内外资一致原则实施管理。这意味着各类市场主体可依法平等进入清单之外领域。2015年1月，工信部发布了《关于在中国（上海）自由贸易试验区放开在线数据处理与交易处理业务（经营类电子商务）外资股权比例限制的通告》。该《通告》决定在上海自贸区内试点放开“在线数据处理与交易处理业务（经营类电子商务）”的外资股权比例限制，外资股权比例可至100%。

在这些政策的推动下，上海自贸区的投资管理制度创新取得了一系列成果。例如，2014年2月弘毅投资借助上海自贸区跨境投资平台，向外投资1.86亿元人民币（等额3,000万美元），联合苏宁电器成功共同收购了PPTV，从PPTV项目备案到换汇投资，弘毅投资仅用了5个交易日，这也是上海自贸区私募股权基金对外投资的第一单。一个月后，弘毅又通过自贸区人民币出境，投资了美国好莱坞的STX。

商事登记制度改革

针对商事登记制度改革，上海自贸区推进工商注册制度便利化，企业注册从“先证后照”改为“先照后证”，企业设立进度加快，注册资本由“实缴制”改为“认缴制”，同时工商部门开展“一口受理、综合办理”：原来企业要先到工商注册登记，再到技术监督局拿机构代码，再到税务部门拿税务登记号，现在都在工商一个窗口受理，十分便捷。并且上海自贸区率先试点简易注销登记改革，对个体工商户、未开业企业、无债权债务企业试行简易注销程序。上海市工商局于2013年9月印发了《国家工商行政管理总局关于支持中国（上海）自由贸易试验区建设的若干意见》，大胆吸纳尚处于探索期的商事登记制度改革的核心内容，改革创新政府管理方式，提高政府行政效能，实现了登记流程再造，方便私募股权基金注册。

国务院于2015年4月批准印发《进一步深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》，强调继续深化商事登记制度改革，探索在企业登记住所、企业名称、经营范围登记方面的改革，开展集中登记试点，推进“先照后证”改革。自贸区内企业向工商部门申请登记、取得营业执照后即可从事一般

生产经营活动；经营项目涉及企业登记前置许可事项的，在取得许可证或者批准文件后，向工商部门申领营业执照；申请从事其他许可经营项目的，应当在领取营业执照及许可证或者批准文件后，方可从事经营活动。该方案探索许可证清单管理模式，简化和完善企业注销流程，试行对个体工商户、未开业企业、无债权债务企业实行简易注销程序。

在这些政策的推动下，上海自贸区的商事登记制度改革取得了一系列成果。例如，截至2015年10月，上海自贸区中央层面投资核准事项减少了76%，境外投资项目核准除特殊情况外全部取消。工商登记实行“先照后证”，85%的前置审批事项改为后置审批。区域内新兴金融机构共有3,000多家，2015年上半年新增682家；私募证券基金563家，新增243家；私募股权基金776家，新增176家；金融专业服务机构531家，新增134家。

金融开放改革创新

针对金融开放改革创新，上海自贸区金融改革创新搭建了“1+4”体系——“1”是创新有利于风险管理的账户体系，“4”是指探索投融资汇兑便利、扩大人民币跨境使用、稳步推进利率市场化与深化外汇管理改革。“一行三会”51条政策措施构成试验区金融创新框架。人民银行扩大人民币跨境使用、推出外汇管理实施细则，开展跨境人民币借款、跨境人民币与外汇双向资金池业务。银监会出台相关政策，惠及跨境并购贷款和项目贷款、内保外贷、跨境资产管理和财富管理业务等业务。随着自由贸易账户、分账核算系统进入实战，境内外资金进出、境内外融资、境内外资金管理将更为便利。

2014年5月，自由贸易账户系统正式投入使用，金融机构、企业和个人都可以接入自由贸易账户，实现与境外账户的资金融通。2015年2月，人民银行上海分部发布《中国（上海）自由贸易试验区分账核算业务境外融资与跨境资金流动宏观审慎管理实施细则》，围绕上海国际金融中心建设的各个要素，使资本项目可兑换得到全面有序实施，自贸区企业和金融机构境外融资全面放开，上海个人境外投资落地实施，利率市场化全面推进，上海金融市场实现与国际市场双向开放，金融业准入扩大对内对外开放。同年10月，中国人民银行、商务部等联合上海市人民政府印发《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点　加快上海国际金融中心建设方案》的通知，在自贸试验区内进行人民币资本项目可兑换的先行先试，逐步提高资本项下各项目可兑换程度，并进一步扩大人民币跨境使用，推动资本和人民币“走出去”。

在这些政策的推动下，上海自贸区的金融创新也取得了一系列丰硕成果。例如，张江高科联合太平洋保险为“895创业营”量身打造的保险“科创E保”，张江高科首次以自身拥有的20年资源储备、100亿元的风险投资、近百名创业导师的力量，以“创业陪练”的方式，点燃万众创新的激情。

服务开放负面清单

针对金融服务业对内对外开放，上海自贸区积极推进服务业扩大开放；对接国际高标准经贸规则，探索金融服务业对外资实行准入前国民待遇加负面清单管理模式，推动金融服务业对符合条件的民营资本和外资机构扩大开放，逐步提高符合条件的外资机构在自贸试验区内设立合资证券公司、基金管理公司和期货公司持股比例。

2013年9月，国务院对外公布《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》，强调深化金融领域开放创新，允许符合条件的外资金融机构设立外资银行，符合条件的民营资本与外资金融机构共同设立中外合资银行。在条件具备时，适时在试验区内试点设立有限牌照银行。2015年10月，中国人民银行、商务部等联合上海市人民政府印发《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点，加快上海国际金融中心建设方案》的通知。该方案有六个重点：

其一，支持在自贸试验区设立专业从事境外股权投资的项目公司，支持符合条件的投资者设立境外股权投资基金；

其二，支持在自贸试验区设立保险资产管理公司及子公司、保险资金运用中心；

其三，支持保险资产管理机构设立夹层基金、并购基金、不动产基金、养老产业基金、健康产业基金等私募基金；

其四，支持保险资产管理公司发起、投资资产证券化产品。依托金融要素市场研究巨灾债券试点；

其五，支持科技金融发展，探索投贷联动试点，促进创业创新。在风险可控和依法合规前提下，允许浦发硅谷银行等以科技金融服务为特点的银行与创业投资企业、股权投资企业战略合作，探索投贷联动，地方政府给予必要扶持；

专家观点

刘雄威
中欧国际工商学院教授

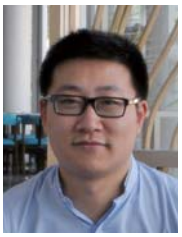
上海自贸区是很好的尝试，为国外投资者来中国投资提供了很好的渠道，也为中国投资者到海外投资提供了很好的桥梁。

对比其他发达地区的情况，我认为规则的透明度和统一性非常重要，比如香港和新加坡，国内外投资者在这两个市场进出货币非常通畅。中国对货币的规定仍然非常严格，不过上海自贸区已经大幅改善了这个情况。

王靖
复星地产海外及股权投资业务，副首席财务官

上海自贸区对境外投资和企业“走出去”有很大促进作用。最明显的就是人民币出境更加畅通。现在国内并不缺少流动的资本，但是缺少好的标的。境外不少标的质量较高，价格也日渐合理，所以境外投资会越来越多。

上海政府对自贸区的参与度和积极性也都很高。商务委和自贸区会经常组织行业有关的活动，比如邀请律所、投资组织和机构进行讲座与交流。



冯林
易界网创始人、首席执行官

我们的平台与上海自贸区进行了积极而深入的合作，我们还与另外五家企业一起成立了上海自贸区海外投资服务联盟。我们的客户中有一些上海企业，也有不少外地企业，但是我们都会建议他们在上海自贸区成立“特殊目的公司（Special Purpose Vehicle）”。上海自贸区从审核速度、操作经验和执行效率上都非常领先，对非上海的公司也有巨大吸引力。

上海自贸区将来可能面临其他自贸区的竞争，可以在四个方面继续提升。第一重要的是速度，上市公司对流程的速度要求非常高；第二是自主权，也就是明确在什么范围之内能拿到自主权；第三是成本，如果行政成本能够降低，也会有更强的吸引力；第四是配套服务，包括基金配套、融资配套、财务配套等一系列的配套服务。

其六，支持股权托管交易机构依法为自贸试验区内的科技型中小企业等提供综合金融服务，吸引境外投资者参与。

在这些政策的推动下，上海自贸区的金融服务开放取得了一系列成果。例如，交通银行自贸试验区分行为一家知名互联网企业设立在自贸试验区内的投资管理公司的境外子公司发放了一笔1亿美元的离岸贷款，支持其境外并购项目。■

其他参考资料：
刘轶锴，《上海自贸区金融创新与开放研究》，浙江大学，2015
朱敏玺，《上海自贸区政府监管的制度创新研究》，华东政法大学，2015

第三章

美洲私募股权投资动态

International Markets — Americas
Section III

9. 美国市场综述

基本指数（2015）			
2014经济表现	人口（百万）	319.1	
	国内生产总值（亿美元）	147,966	
	国内生产总值年增长率（%）（2014-15）	2.4	
	2015国内生产总值增长率预期（%）	2.5	
	失业率（%）	6.2	
	净吸引外资额占GDP比例	0.8	
	净对外投资额占GDP比例	2.1	
政府效率	政府效率表现（排名*）	25	⬆
	政府腐败指数（排名）	32	⬆
商业效率	对投资者的保护（排名）	25	⬇
	新开公司所需流程数（个）	6	
	新开公司所需天数（天）	5.6	
外商投资	外资所有权普遍程度（排名）	40	⬆
	投资政策对商业影响（排名）	53	⬇
商业及融资环境	金融服务的购买能力（排名）	10	—
	获得金融服务难易度（排名）	4	—
	股票市场融资难易度（排名）	5	⬆
	获得贷款难易度（排名）	14	—
	获得风险投资难易度（排名）	5	⬇
人力创新	知识产权保护（排名）	15	⬆
	高等教育（排名）	6	⬆
	人才利用效率（排名）	2	—

*共有140个国家或地区参与排名，排名越高则表明这个国家或地区在此项表现越好

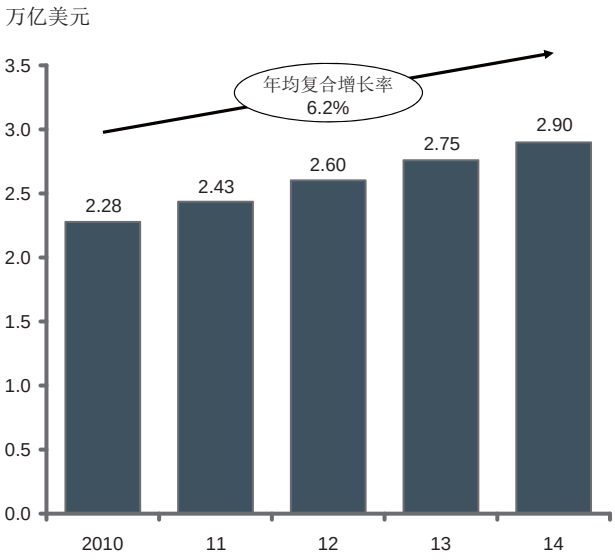
⬆ 排名比2014年有所上升
⬇ 排名比2014年有所下降
— 排名维持不变

数据来源：世界银行，世界经济论坛

美国接受外商直接投资（FDI）概况

美国是全球接受直接投资最多的国家。2014年全年美国接受外商直接投资总额达到2.9万亿美元，2010-2014年的投资总额年均复合增长率达到6.2%（图9.1）。

图9.1 美国外商直接投资流入总额（2010-14）



资料来源：BEA

根据2014年美国经济分析局（BEA）的统计数据，当年美国FDI的来源国主要是英国、日本、荷兰、加拿大、卢森堡、德国、瑞士、法国等。来自这些国家的FDI总值占到美国接受外商直接投资的79%（图9.2）。其中英国投资额达到4,485亿美元，主要流向工业、化工业、制造业、金融及保险业、批发零售业、信息业等行业 。

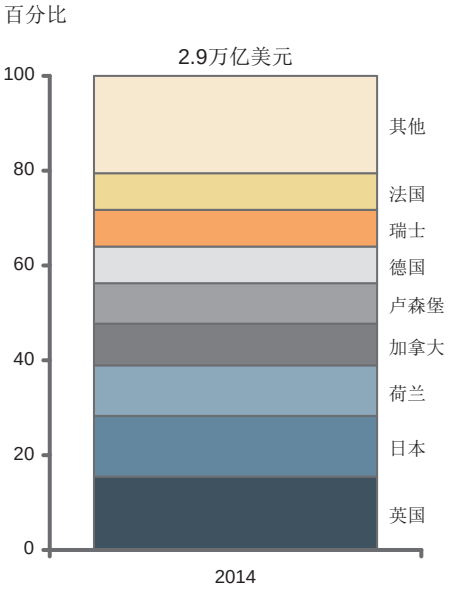
除日本外的亚洲其他地区近年来投向美国的FDI金额也在不断增加。比如来自中国的FDI金额在2010到2015年期间的年均复合增长率超过30%，是对美国FDI增长速度最快的国家（图9.3）。

2014年，中国对美国的投资领域是多元的，从增量上来看，对美制造业投资名列首位，其次是房地产，再次是采矿业；而从存量上来看，金融业仍然是位居榜首，第二是制造业，主要分布在汽车

制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、医药制造业、专用设备制造业、金属制品业、通用设备制造业、计算机/通讯和其他电子设备制造业、有色金属冶炼和延压加工业、橡胶和塑料制品业等。

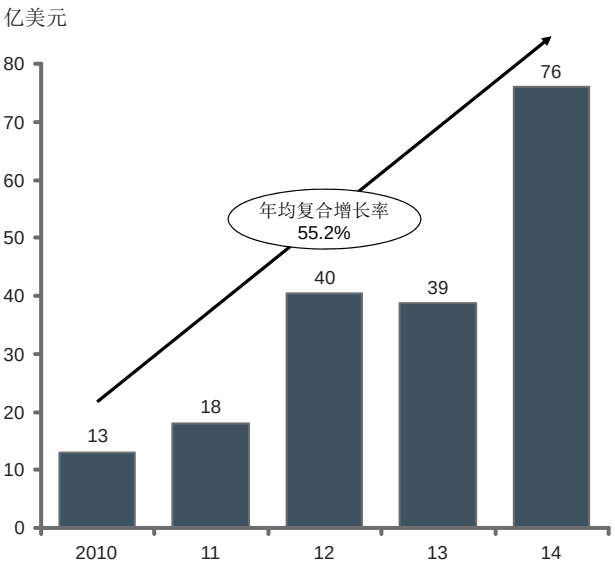
美国是开放性市场的领导者。一方面，在美国的外资公司享受着与本土企业一样的平等待遇；另一方面，这些公司也通过增加就业、提高生产制造及创新能力等方式促进美国的经济发展。此外，在美的投资者还能在这个地理和人口多样化的国家，享受具有创新能力的人力资源、丰富的自然资源和可再生资源，并从公共或私营部门获得资本及其他专业经验，因而美国是全球外商直接投资的最大目的地。

图9.2 美国外商直接投资主要来源国（2014）



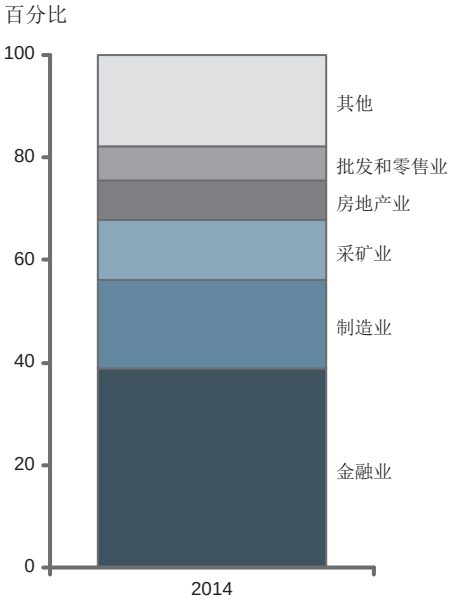
资料来源：BEA

图9.3 中国直接投资美国总额（2010-14）



资料来源：中国对外直接投资统计公报

图9.4 中国直接投资美国行业分布（存量）（2014）



资料来源：中国对外直接投资统计公报

法律环境

美国市场监管严格且诉讼风险极高，这意味着律师在产品研发周期、投资交易架构设计以及投资实施环节上将起到非常重要的作用。

外商投资限制概述

美国外国投资委员会（Committee on Foreign Investment in the United States, 简称CFIUS）是跨机构委员会，负责审查涉及非美人士收购美国业务控制权的交易。CFIUS的审查是为确定某项交易对于美国国家安全的影响，包括可能影响国家安全的重要基础设施。通常受到CFIUS严格审查的行业包括国防、航空、计算机和电子、重要基础设施和自然资源。

与美国反垄断法规定的强制申报要求不同，CFIUS的申报是自愿的。CFIUS可能会在收购交易完成之后自行审查交易并要求非美人士剥离已收购的美国业务，因此可以在收购之前就向外国投资委员会申报审查，以防止此类情况的发生。

专家观点

弗朗索瓦·马利
（Francois Mallette）
艾意凯咨询
美国董事总经理

并购市场已经从衰退的背景下实现全面反弹，并达到新的高峰。战略投资者与财务投资者都在寻找增长机会，而并购是实现增长最显著的方式。

与财务投资者相比，战略投资者更具有竞争优势，他们往往有更低的资金成本，并会带来更多的商业协同效应。

由于目前有大量资本寻求收购机会，并购市场非常活跃。经过2014年和2015年的快速发展，并购步伐略有放缓，由于全球风险日益增长，故投资者对高收益和高杠杆率的投资持谨慎态度。这样的市场偏好让使用现金收购、杠杆率更低的投资者具有更大的成交优势。

由于相关领域的支出持续增长以及人口结构的变化所带来的长期影响，工业和医疗行业近年来成为热门的投资领域。

成功的收购一般包含以下几个关键因素：收购合适的对象；通过有机增长或进一步收购发展标的公司；扩大标的公司的业务、拓展新的产品及渠道。基于这些指导原则，艾意凯咨询已帮助上百家企业通过收购投资创造价值。

如果交易各方选择申报且CFIUS审查后认为交易不会对国家安全产生威胁，CFIUS将会出具批文。然而，CFIUS的批准并不确保交易能够顺利进行，因为美国总统对接受或拒绝外国投资委员会的审查结果拥有个人否决权。如果CFIUS的结论是交易可能对国家安全带来风险，则其可能对买方在交割后的运营施加条件，或者在最坏情况下，拒绝批准交易。

外商投资的常见风险

准备在美投资的投资者应了解，如果收购美国业务，其在《海外反腐败法》（Foreign Corrupt Practices Act，简称FCPA）项下的风险可能会增加。FCPA是一个宽泛的反腐败法规，禁止美国人士在为任何其他人获得或保留业务时、或在为获得或保留与任何其他人之间的业务时、或在向任何其他人转交业务时，向非美政府官员支付款项或提供任何有价物。FCPA还适用于在美国境内或在美国境内从事州际商业活动时在助长腐败性支付方面采取任何行动的非美公司以及人士。特别需要指出的是，政府官员可以包括国有企业人员。

在美国开展商业运营通常需要遵守相应的美国经济法规，而非美投资者通常并不熟悉该等法规。希望获取美国技术的收购人可能需遵守限制该等获取的法规，包括限制自美国对外出口特定商业产品和技术的《出口管理条例》（Export Administration Regulations），禁止自美国出口特定国防物资和勤务的《国际武器贸易条例》（International Traffic in Arms Regulations），以及美国财政部海外资产控制办公室制定的禁止与目标国家和当事方从事特定业务交易的相关规定。

美国是诉讼风险极高的国家。在美国投资的公司应熟悉美国法律体制（以及与宽泛的诉讼证据开示制度有关的费用），并随时准备就与其业务经营有关的各类潜在诉讼为其自身进行辩护。与此直接相关的是，对美国上市公司的收购（无论是友好还是恶意收购）可能伴有股东诉讼，虽然在实践中，尚没有因友好收购上市公司而引发股东诉讼的案例。

与多数其他国家规定的只可有理由解雇雇员不同，美国适用的主要是“任意雇佣原则”，虽然该任意雇佣原则存在普通法和成文法上的例外。但若涉及工会，工会可能将按照法律或雇主和工会之间的任何集体协议而增加大量额外义务和要求。

交易因人事原因未能成功也很常见，例如未能保留关键雇员或联合管理团队未能就策略达成一致。在跨境交易中，不同文化、语言和商业惯例增加了上述情况出现的可能性。明确的人员管理计划应在交易初始就制定，并执行直至交易结束，以确保在交易交割后的整合阶段取得成功。

可能适用于潜在投资的并购法律和政策概述

美国司法部反垄断部门以及联邦贸易委员会有权审查拟议交易对市场竞争的影响，即使该交易不涉及或导致美国公司的控制权变更。根据1976年《哈特—斯科特—罗迪诺反托拉斯改进法》（Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act）规定，超过特定申报门槛的交易必须在交易前通知监管机关，在适用的等待期结束之前交易不能交割。监管机关可向当事方要求额外信息（“二次请求”）并延长等待期。

如果监管机构对交易提出质疑，当事方可采取补救措施，例如剥离特定资产或业务，以消除监管机构对垄断的顾虑。补救措施的谈判十分耗时，需要与监管机构进行深入讨论并向监管机构作出披露。谈判中，当事方将试图确认补救措施足以消除监管机构对垄断的顾虑。除采取补救措施之外，当事方也可以选择放弃交易，或起诉监管机构以证明交易不会违反美国反垄断法。

收购上市公司的交易架构通常为兼并或要约收购（二次兼并将紧随其后，以便排除目标公司的剩余股东）。希望在美国境内发行证券以作为交易对价一部分的非美收购方可能需要遵守美国证监会的登记要求（这是一项昂贵和耗时的程序），并在其后遵守一些或全部美国证监会的持续报告要求、《萨班斯－奥克斯利法》（Sarbanes-Oxley Act）、《多德弗兰克法》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）和证券交易所上市、监管规则。非美收购方应对这些要求的实际和潜在影响进行评估，以确保与本国规定兼容，并确保能够遵守这些要求。

由于收购私人公司无需遵守规范收购上市公司的联邦证券法律，因此收购私人公司的交易架构通常具有更大的灵活性。此外，希望在收购私人公司中使用其股份作为对价的收购方可能有资格获得“私募配售”豁免而无需遵守美国证监会的登记要求，从而相比登记交易可以减少相应的时间和费用。

税务事项

美国税收制度十分复杂。非美公司面临的最重要的税务事项有：

“国内”公司，即按照美国、各州或哥伦比亚特区法律成立的公司通常需要就其来自全球范围内的应纳税收入按照35%的税率缴纳美国联邦公司所得税。“外国”公司通常需要就其与在美从事贸易或商业实际有关的收入（“实际有关收入”或“ECI”）或其他应纳税收入（例如，出售“美国不动产权益”所得）按照35%的税率缴纳美国联邦公司所得税。

需缴纳美国联邦所得税的公司通常必须每季度存入预估税，并每年申报美国联邦所得税。聘用员工的公司需缴纳各类雇佣税，并履行扣缴和申报义务。

各州和各地方通常使用公式计算公司（或集团公司）的应纳税收入部分。对于无需缴纳美国联邦公司所得税的外国公司，各州和地方通常不对其征税。

美国联邦公司所得税通常在净收益（总收入减去准予扣减额）的基础上征收。总收入包括资本收益。对具体项目的扣减额适用各类限制，包括向外国相关方支付的利息。因关联方交易引起的应纳税收入应通过转移定价规则确定，这包括具体的报告和文件要求。在“受控外国公司”中持有股份的国内公司需将受控外国公司的特定收益和利润纳入应纳税收入。

对于特定的符合要求的国内生产活动，美国联邦应纳税收入可最高扣除（按照特别规则计算）净收益的9%。美国联邦公司所得税可获得特定税收减免，包括特定研发支出的减免以及外国来源收入的外国税收减免（外国税收可用以抵消对外国来源收入征收的美国联邦公司所得税，但受制于特定限制）。

外国公司还需：（一）就属于实际有关收入、且未被认为是重新投资于美国贸易或商业中的收益和利润按照30%的税率缴纳美国联邦分公司利润税。如果外国公司能够适用税收协定的优惠政策且满足特定其他条件，则该等税项可被避免或以较低税率征收，（二）对于不属于实际有关收入的特定源自美国的总收入项目按照30%的税率缴纳美国联邦预提税。如果外国公司能够适用税收协定的优惠政策且满足特定其他条件，则该等税项可被避免或以较低税率征收，且（三）就特定收入或付款项目征收预提税，以确保就实际有关收入征收美国联邦公司所得税。

表9.1 美国公司主要税务事项

公司主要税務事項	
联邦公司所得税	35%
州和地方公司所得税、特许权税和营业税	税率和税基根据司法辖区变化
州和地方销售税	税率和税基根据司法辖区而变化。一般而言，不适用于为再出售目的而购买的货物。服务通常无需缴纳销售税。
州和地方不动产转让税	税率和税基根据司法辖区变化
州和地方不动产税	税率和税基根据司法辖区变化
就外国公司收益和利润征收的联邦分公司利润税	30%。对于享受美国和中国避免双重征税协定项下的优惠政策、且在适用的美国联邦所得税法规项下被认定为符合条件的中国居民无需缴纳此税。
对于向外国企业支付的源自美国的股息、利息、特许权使用费以及总收入的特定其他项目征收的联邦预提税	一般而言是30%。根据美国和中国避免双重征税协定，股息、利息和特许权使用费可以适用降低后的10%税率（某些特许权使用费的适用税率为7%）

资料来源：高伟绅律师事务所研究与分析

美国境外私募股权投资美国市场

根据Capital IQ已披露的交易数据，2015年境外私募股权所完成的在美投资共计318亿美元。2010年到2015年期间，境外私募股权对美投资在经过几年的下降后在2015年大幅上升，完成的交易数量从2010年的109笔上升到2015年的146笔。2015年的平均单笔交易金额大约为2.2亿美元。

2015年，境外私募股权对美投资交易中，交易额排名前十的行业占比为84%，其中房地产以49%的比例排名第一，排名第二是公路及铁路交通行业，占比为22%，安保产品及服务、电子配件以及住宿餐饮业紧随其后，占比为5%左右（图9.6）。

就单个项目的交易金额来看，最大的项目来自公路及铁路行业，交易金额为57亿美元，占2015年所有非美国本土私募基金在美投资总额的22%；交易数最多的是互联网及信息服务业，在2015年共完成29笔交易，由于单笔交易金额有限（平均1,500万美元），互联网及信息服务业并没有出现在排名前十的行业中，仅仅占到整体交易额的1%。

房地产的交易数量在所有行业中排在第二，达到17笔，仅次于互联网及信息服务业的29笔，其平均单笔交易金额达到7亿美元，在一定程度上表明了目前房地产在美国是众多境外私募股权所青睐的产业之一。

中国私募股权美国投资情况

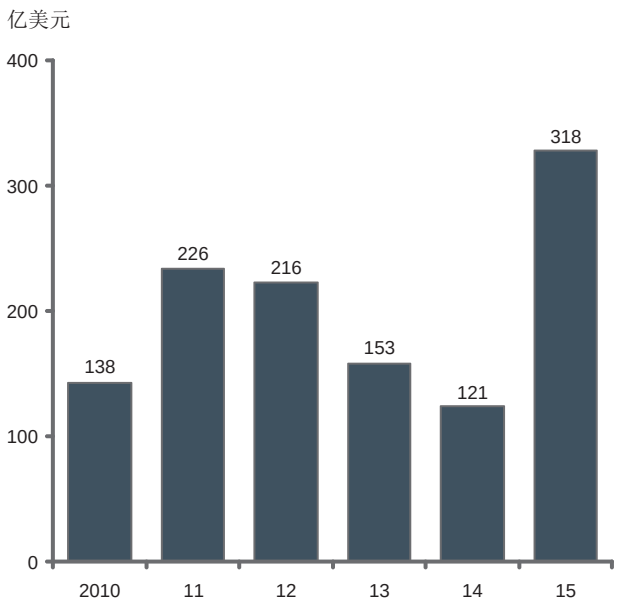
在所有投资美国的私募股权基金中，有中国私募股权参与的项目共计18个，投资总额达到196亿美元，占全部投资的50%以上，涉及的行业包括医药、汽车零部件、广告、电子元配件、软件、半导体等诸多行业及领域。

其中2015年完成的最大交易是由武岳峰资本、TownMemTek、北京集成电路基金子基金管理公司清芯华创和清华园区所设立的华清积业参与竞购的购芯成半导体（ISSI）根据。Captial IQ数据库的显示，其涉及金额达到8亿美元。这次收购是北京和上海两地基金的一次联合收购，而专家认为中国资本的联合收购模式将是集成电路行业未来并购的趋势。

2015年还有一项交易值得我们注意，该交易是由渤海华美（上海）股权投资基金管理公司与中航工业汽车联合收购美国瀚德汽车控股有限公司（Henniges Automotive）100%股权的项目，此次收购金额5.72亿美元。这也印证了美中汽车交流协会主席、美国百人会大中华区主席、春晖资本董事长汪大总所说的，“美国的汽车工业将会成为中国对美国投资的一个新亮点”。

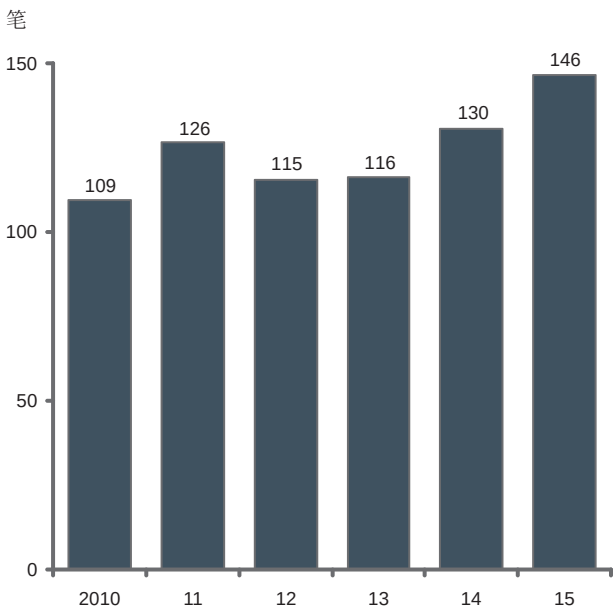
作为上海自贸区首只跨境并购基金，渤海华美由四家中外专业投资机构共同发起设立，发起机构分别是渤海产业基金、上海丰实金融服务有限公司、

图9.4 境外私募股权投资美国交易额（2010-15）



资料来源：Capital IQ

图9.5 境外私募股权投资美国交易数（2010-15）



资料来源：Capital IQ

案例分析：中航工业汽车联合私募基金渤海华美5.72亿美元收购美国瀚德

2015年9月10日，中航工业汽车与私募股权基金渤海华美联合收购美国瀚德汽车控股有限公司（Henniges Automotive）100％股权项目在位于密歇根州奥本山市的瀚德公司总部顺利完成交割，此次收购金额5.72亿美元，是迄今为止中国企业对美国汽车零部件行业最大的单笔投资。

汽车零部件制造属于高端制造业，国际汽车零部件行业呈产业集中态势，知名企业基本集中在北美、欧洲及日本。随着世界经济的发展，汽车零部件业出现了一批年销售收入超过百亿美元的巨型企业，如博世（德国）、江森自控（美国）、电装（日本）等。面对日益激烈的市场竞争和日趋严格的环保法规，国际汽车零部件行业近年来的产业转移速度加快。中国、印度等国家成为产业转移的主要目的地。

伴随着我国成为全球汽车产销第一大国，汽车零部件行业具有广阔的发展空间。但是本土零部件产业格局呈弱、小、散的状态，关键领域几乎全被外资占据，行业竞争力主要体现在廉价劳动力及资源成本。目前我国汽车零部件产业发展面临着四大主要瓶颈：

其一，整体制造水平低，无法适应用户对产品质量、交货期等全球化采购要求；其二，研发水平低，没有自主品牌，无法适应同步化研发要求；其三，在集成化、电子化方面较为落后，与整车企业只能实现少量附加值低的产品配套；其四，无法做到中性化发展，多数还只是停留在贴牌、仿制、代理等发展方式，存在没有竞争活力的地域保护、技术垄断等问题。

中航工业汽车定位为中航集团汽车零部件及汽车延伸产业发展的平台，以汽车零部件产业为核心，是全球化的汽车零部件系统供应商及相关产业的控股公司。2011年3月，中航工业汽车联合北京亦庄国际投资发展有限公司收购了全球转向系统知名企业美国耐世特汽车系统公司（Nexteer Automotive）100%股权，这是当时中国汽车零部件行业最大的一次海外并购。

渤海华美是中国银行旗下的私募股权投资管理人，也是上海自贸区首支跨境并购基金，其股东包括渤海产业基金、丰实金融、美国Rosemont Seneca Bohai LLC和桑顿集团（Thornton Group LLC）等，旗下管理数支私募股权基金。渤海华美也是国内罕见的人民币美元平行的双币跨境并购基金：人民币基金将由渤海产业基金和丰实金融在国内负责募集，而美元基金由外国合伙人负责在国际市场上募集，双币共同作用。

美国瀚德公司是一家有着一百多年历史的国际化汽车零部件制造企业，2014年实现销售收入8.25亿美元。在北美、欧洲和亚洲拥有15个工厂和五个技术中心。此次收购不仅能促进中航工业汽车乃至中国汽车零部件行业的技术升级，更重要的是藉此收购打破了中国企业难以进入全球主流汽配体系的困局。

当时持有美国瀚德的卖家是私募股权投资公司利特尔约翰公司（Littlejohn & Co.）。2014年7月，中航工业汽车和渤海华美开始与瀚德进行接触，当时瀚德正处在询价、接洽投行的阶段。真正开始与瀚德进行深入洽谈，是从2015年2月开始的。

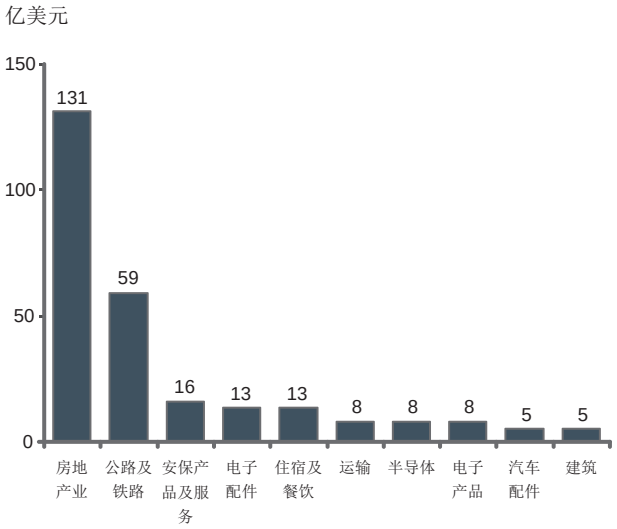
这个项目是渤海华美与中航工业汽车的首次合作，其中中国银行起到牵线搭桥的作用——中国银行是渤海华美的大股东，而中航工业是中国银行的老客户，中国银行还为这笔交易提供了并购贷款。

最终中航工业汽车联合渤海华美以5.72亿美元收购美国瀚德100%股权。在交易架构上，中航工业汽车控股51%，渤海华美占49%股权。渤海华美除了提供股权投资以外，还协调中国银行提供并购贷款。瀚德交割后的运营和整合将由中航工业汽车团队主导，渤海华美将主要在公司治理、激励机制、战略规划、资本运作等方面发挥积极作用。

业务收益方面，中航工业汽车计划首先通过整合保持美国瀚德近几年非常稳定的业务增长，在此基础上帮助瀚德的产品进入中国国产车的供应链体系，增加营业收入，然后通过业务协同降低公司的生产运营成本，提高收益。

从财务回报上看，渤海华美希望三年内将这部分资产完成上市，既能促进并购公司更好的发展，也能在合适的时机选择退出。

图9.6 境外私募股权投资美国行业分布（2015）



资料来源：Capital IQ

RSB LLC和桑顿集团（Thornton Group LLC）。渤海华美目前是中国银行旗下专注于跨境并购的平台，旨在在全球范围内寻求投资机会，重点专注欧美市场的并购项目。

此次收购既充分体现了产业资本和金融资本的完美结合，为中国企业走出去、实现产业升级提供了范例，又显示出上海自贸区在促进私募走出去方面的巨大优势。

最后，2015年中国私募股权还活跃在美国的生命科学领域。根据不完全统计，2015年共有8个已经完成的生命科学投资项目是由中国私募投资或参与投资的，接近总项目数（18个）的一半，合计金额达到2.9亿美元。

我们有理由相信随着中国经济的发展以及各项服务措施的完善，更多的中国私募基金会联合企业在美国发现与自身战略相契合的项目。■

表9.2 法律部分主要参考资料

主要法律法规	
外商投资限制	与外国投资者兼并、收购和接管有关的法规
外商投资常见风险	《海外反腐败法》 《出口管理条例》 《国际武器贸易条例》
可能适用于潜在投资的并购法律与政策	1976年《哈特·斯科特·罗迪诺反托拉斯改进法》 《萨班斯－奥克斯利法》 《多德弗兰克法》 证券交易所上市/监管规则

资料来源：高伟绅律师事务所研究与分析

其他参考资料：
Capital IQ
中国证券网，《渤海华美5.72亿美元并购汽车零部件公司》，2015年9月14日，
（http://company.cnstock.com/gszj/rdgs/201509/3563597.htm）

10. 巴西市场综述

基本指数（2015）			
2014经济表现	人口（百万）	202.8	
	国内生产总值（亿美元）	12,060	
	国内生产总值年增长率（%）（2014-15）	0.1	
	2015国内生产总值增长率预期（%）	-3.7	
	失业率（%）	6.8	
	净吸引外资额占GDP比例	4.1	
	净对外投资额占GDP比例	1.1	
政府效率	政府效率表现（排名*）	136	↓
	政府腐败指数（排名）	138	↓
商业效率	对投资者的保护（排名）	32	↑
	新开公司所需流程数（个）	12	
	新开公司所需天数（天）	83.6	
外商投资	外资所有权普遍程度（排名）	91	—
	投资政策对商业影响（排名）	108	↑
商业及融资环境	金融服务的购买能力（排名）	35	↑
	获得金融服务难易度（排名）	32	↑
	股票市场融资难易度（排名）	75	↓
	获得贷款难易度（排名）	85	—
	获得风险投资难易度（排名）	92	↓
人力创新	知识产权保护（排名）	83	↑
	高等教育（排名）	93	↓
	人才利用效率（排名）	86	↓

*共有140个国家或地区参与排名，排名越高则表明这个国家或地区在此项表现越好

↑ 排名比2014年有所上升
↓ 排名比2014年有所下降
— 排名维持不变

数据来源：世界银行，世界经济论坛

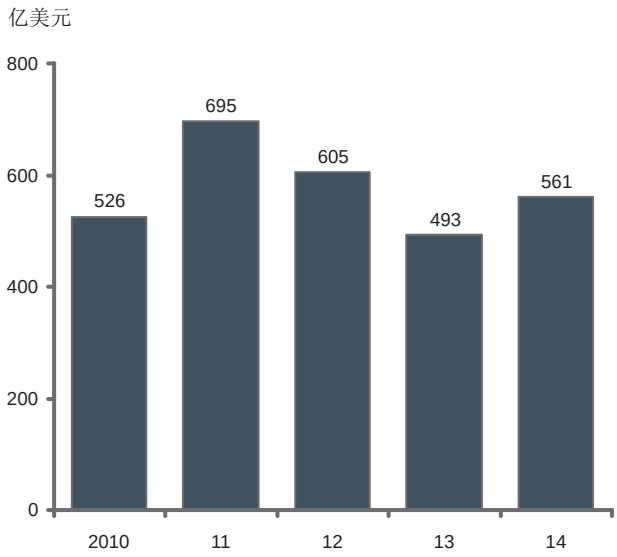
巴西接受外商直接投资（FDI）概况

巴西是南美洲地区陆地面积最大的国家，经济总量位居世界第七，是南美洲第一大经济体。目前，巴西人口占世界人口的3%左右，是世界人口第五大国，拥有庞大的消费市场。

经历了2005到2010年的爆发式增长，2010年至2014年期间，巴西吸收外商直接投资开始减速，并趋于平缓，年均复合增长率为1.6%左右（图10.1），主要原因是巴西的经济仍然经历着寒冬。根据2015年12月，巴西地理统计局发布的数据，巴西2015年第三季度GDP环比减少1.7%，同比减少4.5%，连续三个季度经济萎缩，这是巴西近20年来的首次。

金融市场预计，2015年巴西GDP将减少3.2%。2016年将继续减少。IMF预计2016年巴西的GDP会继续3.5%的负增长。连续两年经济出现萎缩是巴西自1930年以来就没有发生过的事情，这表明“金砖巴西”遭遇了1985年来最严重的经济衰退。

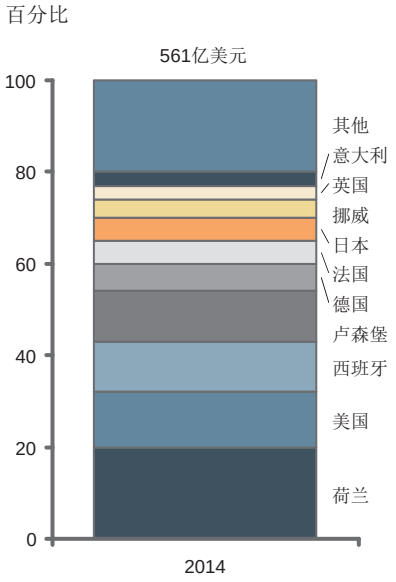
图10.1 巴西外商直接投资流入总额（2010-14）



资料来源：巴西中央银行

另外，从政府效率表现来看，巴西几乎在140个国家和地区中垫底。最近巴西又启动了总统弹劾程序，政治危机依然凸显，使经济的不确定性增加，抑制了外商投资。2015年巴西已发生三次大规模的示威游行，抗议罗塞夫涉嫌腐败，要求其下台。这些政治危机使得投资者对巴西持有怀疑态度，也让那些国际评级机构调低了对巴西的信用评级。

图10.2 巴西外商直接投资主要来源国（2014）



资料来源：巴西中央银行

2014年，传统经济发达国家仍然是巴西直接投资的主要来源国，荷兰、英国、西班牙、卢森堡等国对巴西的投资仍然占到整体的一半以上（图10.2）。

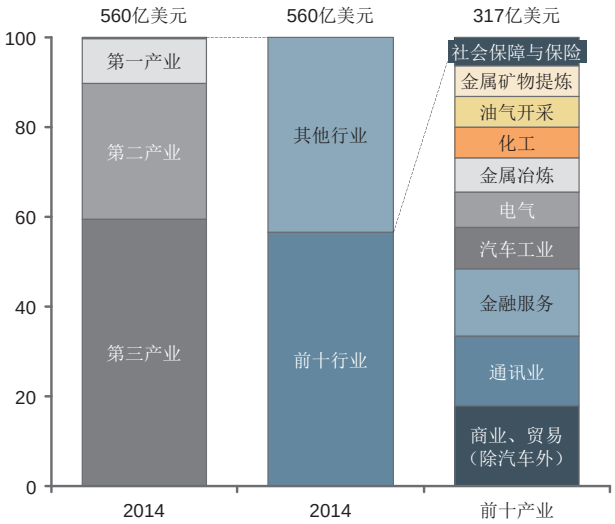
行业分布上，2014年流入巴西的直接投资50%是在第三产业，资金流入前十的行业为商业、通讯业、金融服务、汽车工业、电气行业、金属冶炼、化工、油气开采、金属矿物提取以及社会保障与保险业，流入资金占总量的57%（图10.3）。

中国对巴西的直接投资

中国对巴西的直接投资始于20世纪80年代，相比于中国对欧盟、东盟等国家投资要晚很多，但短短几十年里，中国对巴西的直接投资规模不断扩大，增长迅猛。从2003至2011年的数据来看，2005年之前中国对巴西的直接投资并不显著，每年只有几千万美元的投资，2005年之后开始直线上升，2010年，中国对巴西的直接投资达到了近五亿美元，较2003年的1,551万美元增长了将近35倍，虽然之后的两年内有所下降，但是仍然维持在一亿美元以上的水平（图10.4）。

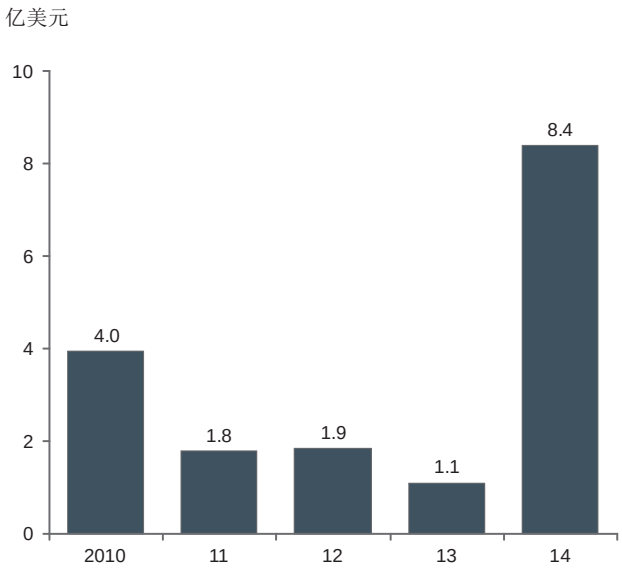
2014年，中国对巴西的直接投资约为7.3亿美元，比2013年以及之前都有了较高的增幅，这主要得益于稳定的双边关系、丰富的自然资源以及庞大的消费群体。

图10.3 巴西分行业境外直接投资（2014）



资料来源：巴西中央银行

图10.4 中国直接投资巴西总额（2010-14）



资料来源：巴西中央银行

2014年，比亚迪、中国建设银行、中石油、百度等都有投资巴西或者并购巴西当地的企业。据统计，中国对巴西的 直接投资主要集中在矿业、农业、渔业等自然资源行业，制造业，汽车、摩托车的销售和修理以及服务业。从最终投资额看，中国对巴西自然资源行业的投资尤其为高，占总投资额的90%。从投资区域看，中国对巴西的直接投资主要集中在巴西的东部与东南部等经济较为发达的区域，如里约热内卢州、圣保罗州、埃斯皮里图州和米纳斯州等。

2015年，李克强总理访问巴西，与巴西签订了35项投资、贸易和合作协议，涉及资金530亿美元，两国还宣布了建设“两洋铁路”的计划。两国领导人宣布，全球资产规模最大的银行——中国工商银行将与巴西联邦储蓄银行成立一个500亿美元的基金，向巴西基础设施项目投资。

法律环境

在决定向巴西投资时，投资者需要考虑一些独特的法律规定。例如，巴西不存在技术许可这一概念。如果双方签署了一份技术许可协议，则该技术许可将被视作技术转让，且于合同终止之时技术接收方即会被视作该技术的共同所有人。

专家观点

毛里西奥 • 弗兰卡
（Mauricio Franca）
艾意凯咨询
巴西董事总经理

巴西目前正面临着经济与政治危机。

从经济形势上看，巴西经济受到中国消费需求下降的冲击，对中国出口下滑。同时，糟糕的国家财政政策使得巴西财政收支极不平衡且不可持续。

从政治形势看来，巴西司法部近期披露了一起牵涉甚广的高层腐败案件。通常腐败案件的披露具有积极意义，但对巴西来说，这个案件的披露时机非常不利。这起腐败案导致巴西几个重要经济领域瘫痪，特别是建筑业、土建工程和石油行业，对巴西生产总值下滑有巨大的影响。

不过我们对外商投资者的影响看法是积极的，国家警察和司法部门系统似乎比过去更有效地执法。

外商投资限制概述

依现行《巴西联邦宪法》的有关规定，巴西内资公司与外资公司所享受的待遇基本没有差别，但是外国资本被禁止或限制进入若干领域。以医疗卫生领域为例，巴西近期对第8.080/1990号法案进行了修订，允许外资从事医疗卫生（主要为医院及医疗诊所）领域内的相关业务活动。同时，第8.080/1990号法案第53-A条规定，诸如临床分析实验室、人类遗传、医药及保健品生产及供应等在内的生物制药活动被视为是对医疗卫生体育的支持，外国投资者可自由地投资从事该领域内的经营活动。

所有投资巴西实体的外国资本均须通过巴西中央银行的外国直接投资电子申报登记系统（RDE-IED）进行登记（4.131/1962以及11.371/2006法案）。

外商投资的常见风险

由于巴西不是《商标国际注册马德里协定有关议定书》的成员国，外国投资者有必要向巴西国家工业产权协会（INPI）先行申请对其注册商标及专利等知识产权的保护。

巴西法律规定协议的准据法为该协议的签署地法律。因此，如果合同于巴西签署，即便双方一致约定选用其他法律，当地法官还是倾向于选用巴西法律作为管辖法律。为解决这一问题，我们强烈建议，在合同中妥善选择适合的仲裁条款，而且我们也建议即便选用巴西法以外的法律作为合同的准据法，合同双方也最好选择巴西境内的某一城市作为仲裁地。

巴西没有技术许可这一概念。如果双方签署了一份技术许可协议，则其将被视为技术转让，而且该协议终止时技术接收方将被视作该项技术的共同所有人。通过与巴西当地的合作方签订客制化的生产协议可以较好地实现在巴西生产产品的同时避免前述技术转让的相关风险。

在巴西设立子公司比设立分公司容易（设立分公司需获得联邦政府的特别审批）。广泛被采用的公司类型为有限责任公司及公众公司。有限责任公司更适合在巴西开始运营的初期并且可以随时转制为公众公司。一家巴西公司的总部必须设在巴西，其管理人员必须为巴西永久公民且其每一位股东均须委任其代理人（该代理人亦须为巴西永久公民）代表股东接受传唤。同时还提请注意，公司在确定经营范围时尽量不要太过宽泛，以避免被要求取得实际上并非为公司在巴西本土的运营活动所必需的特别许可及授权。

可能适用于潜在投资的并购法律和政策概述

在巴西进行任何并购之前必须要非常谨慎地分析继承债务所带来的风险——尤其是劳动及税收领域。

因此，如果外国投资者希望收购某巴西公司或与某巴西合伙方一起设立合资公司（或与之进行合并），必须谨记在收购任何已设立公司股份/股权或者受让巴西合作方的任何资产以设立新的公司之前，必须对目标公司和/或有关巴西合作方开展全面的法律、财务及商业的尽职调查。我们建议并购各方事先签署谅解备忘录，可以原则化有利于外国投资者的保密规定、尽职调查的时间安排以及交易的退出条款。

通过尽职调查，可以核实公司的真实状况，据此可以评估拟议操作模式的风险程度。在巴西，双方通常在完成尽职调查后就对合作方的股份/股权和/或资产价格进行谈判协商。

股份/股权买卖协议是基于尽职调查所发现的事实起草的。外国投资者可要求巴西合作方就股份/股权买卖协议提供一个有效保障措施（如托管账户），一旦外国投资者发现隐性债务（例如因巴西合作方未能提供信息引起），外国投资者即可援引该保障措施保护自身权益。

根据12.529/2011号法案，如交易中的一方在巴西市场的年收入总额等于或大于7.5亿巴西雷亚尔，且另一方在巴西市场的年收入总额至少为7.5亿巴西雷亚尔，双方签署任何文件前（如签署谅解备忘录之前）必须向巴西贸易及竞争委员会进行申报。

税务事项

巴西现行两套税务体制，分别是应税利润体制和推定利润体制。

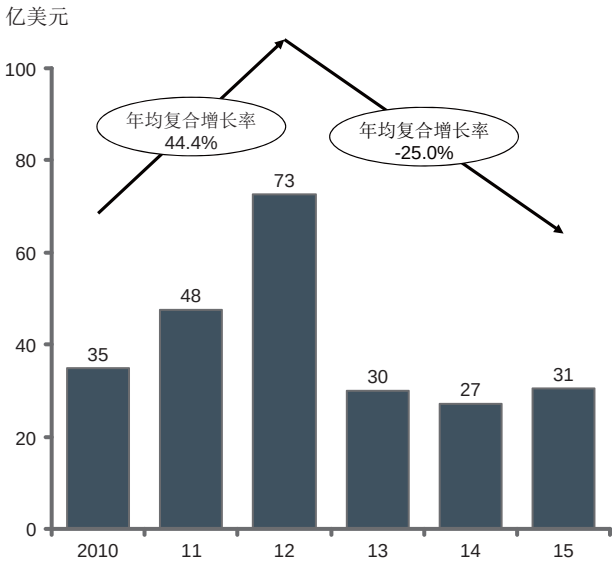
巴西境外私募股权投资巴西市场

2015年，境外私募股权在巴西市场投资总额约为31亿美元，相比2014年，只小幅上升了四亿美元，与2010-2015年期间的巅峰73亿美元相比，更是下降了152%。自2013年开始，境外私募股权对巴西的投资活动明显减少，主要因为巴西国内经济状况不佳，政治局势动荡不明。从投资交易数和单笔平均交易额来看，交易活跃度也逐年降低，平均每单交易投资额从2010-2012年的一亿美元降到2013-2015年的0.53亿美元，可见私募股权对巴西的投资越发谨慎。

投资行业分布上，交易额排名前十的行业占到了2015年所有私募交易额的近100%，其中医疗设施行业排名第一，占所有私募股权投资交易总额的65%，再生能源紧随其后排名第二，占比16%。其他热门的投资行业还包括药品零售、医疗服务、工程机械、互联网软件和服务等。

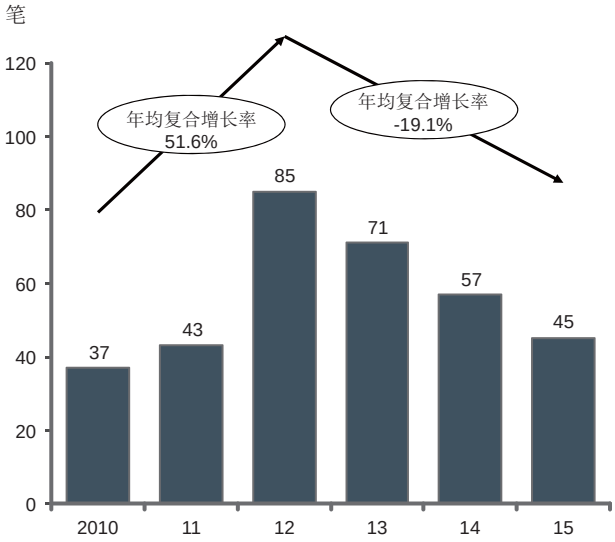
2015年单笔投资额最大的行业为医疗设施机构，成交金额超过十亿美元，占私募股权投资全年交易总额的32%，投资方包括全球知名的凯雷集团，出资约六亿美元参与收购巴西最大的医院连锁机构圣路易斯医院集团（Rede D'Or São Luiz SA）；

图10.5 境外私募股权投资巴西交易额（2010-15）



资料来源：Capital IQ

图10.6 境外私募股权投资巴西交易数（2010-15）



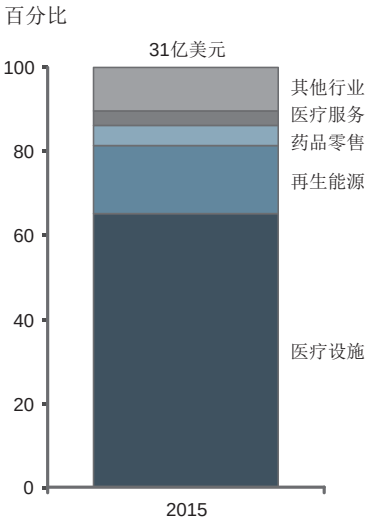
资料来源：Capital IQ

表10.1 巴西当地企业主要税率

比较	应税利润	推定利润（年度总收入最高不超过7,800万巴西雷亚尔）
计税基础	净利润核算，将法律规定的增加及扣除考虑在内。	推定利润取决于公司开展的业务性质。针对服务供应商：计税基础为销售总额的32%。
税率	企业所得税：15%（应税所得总额超过24万雷亚尔，另加收10%）。 法人盈利捐（税）：9%。	企业所得税：15%（应税所得总额超过24万雷亚尔，另加收10%）。 法人盈利捐（税）：9%。
应缴税额	企业所得税：15%（应税所得总额超过24万雷亚尔，另加收10%）。 法人盈利捐（税）：9%。	针对生产商/经销商： 企业所得税：总收入的1.2%（8%的15%）或超过24万雷亚尔的总收益的2%（8%的25%） 法人盈利捐（税）：1.08%（12%的9%） 针对服务供应商： 企业所得税：总收益的4.8%（32%的15%）或超过24万雷亚尔的总收益的8%（32%的25%） 法人盈利捐（税）：2.88%（32%的9%）
评税期	每季度或每年	每季度
损失	损失扣减至多为调整后净收益的30%，结余可用于未来的评税期，无时间限制。	最终损失不可扣减
影响两种体系选择的情况	赋税亏损扣减	针对联邦税和社会一体化税，分别按原税率3%和0.65%征收，但不实行新的抵免制度
纳税期间	一个日历年	一个日历年
社会一体化税/社会安全费	除少数个例外，多数公司须计算社会一体化税及社会安全费：总营业额的9.25%——通过非累进体系（借/贷体系，作为增值税）。	选择以推定利润计算的公司需按3.65%的综合税率计算社会一体化税及社会安全费。在这种情况下，不可能抵消因向第三方购买商品/服务产生的信贷。
工业产品税（联邦税）	依产品不同税率不同（0到300%）。 基础产品支付较低的税费，非必须产品（如奢侈品、雪茄等）支付更高的税费。	依产品不同税率不同（0到300%）。 基础产品支付较低的税费，非必须产品（如奢侈品、雪茄等）支付更高的税费。
商品流通服务税（联邦及州税）	同一州内，税率一般为18%依（1）州内或非同一州内交易；及（2）商品/服务种类的不同，税率及计税基础各不相同。	同一州内，税率一般为18%依（1）州内或非同一州内交易；及（2）商品/服务种类的不同，税率及计税基础各不相同。

资料来源：高伟绅律师事务所研究与分析

图10.7 境外私募股权投资巴西行业分布（2015）



资料来源：Capital IQ

而2015年交易数最多的行业是互联网软件和服务业，全年共计完成12笔交易，平均获投资额约550万美元，其后如房地产、教育行业都在2015年完成了三笔交易。

中国私募投资巴西情况

2010至2015年间所有投资巴西的私募股权中，中国只参与了一单交易，即2012年中投公司参与的巴西房地产行业的投资，其他投资方还包括新加坡政府、加拿大养老金、普洛斯（GLP）等，该项目投资总额为14.5亿美元。

从交易活跃程度来看，中国的私募股权还未向巴西实质性地迈进，当然这也显示出巴西对财务投资者的吸引力不大，大多数中国私募股权对巴西市场仍处于观望和考察阶段。■

案例分析：中投公司联合多方以14.5亿美元收购巴西Prosperitas公司旗下物流组合

2012年11月15日，中国投资有限责任公司（中投公司）、加拿大退休金计划投资委员会（CPPIB）和新加坡政府投资公司（GIC）联合物流服务商普洛斯以14.5亿美元收购Prosperitas旗下物流设施的两个投资组合，针对两个资产分别占比66%与100%。

长期以来，巴西陈旧落后的基础设施饱受诟病，与经济发展严重不对称。由于基础设施投资不足、公路、铁路、水路和管道等通行运载能力不足，造成交货不及时、运输成本偏高、物流服务质量难以得到保证。巴西的单位物流成本是经济合作国家（OECD）平均水平的2倍以上。

但巴西是南美洲最大的物流市场，同时也是全球发展最快的物流市场之一。2007年，巴西卢拉总统在执政期间推出了“加速增长计划”（PAC）。该计划意在通过政府对基础设施的投入，为经济发展提供重要的支撑。

中投公司成立于2007年，是经中国国务院批准设立的从事外汇资金投资管理业务的国有独资公司，是全球最大主权财富基金之一。从2009年开始，中投改变了此前过于偏重金融市场的投资策略，开始投资于资源、地产等更具抵通胀能力的非金融资产。

普洛斯（GLP）是亚洲市场领先的现代物流设施提供商，在中国的38个城市拥有并管理229个综合性园区，形成了覆盖主要物流枢纽、工业园区和城市配送中心等战略接点的物流网络。

巴西Prosperitas（百达）是巴西的一家投资银行，办事处遍布巴西、美国、英国和中国香港，在巴西国内和国际市场拥有超过27年经验，员工约1,100名。

此项目也是中投公司在巴西的首次投资，也是继2011年中投联手普洛斯（GLP）16亿美元收购日本物流设施后，再度合作投资物流业。

参与此次交易的国际财团设立了两个合资公司，分别是“稳定型合资公司”和“发展型合资公司”。

通过稳定型合资公司，财团收购了包含34个物流设施和一个开发项目的投资组合。普洛斯和中投分别拥有稳定型合资公司34.2%的股份，CPPIB为20.0%，GIC为11.6%。

通过发展型合资公司，普洛斯，CPPIB和GIC将收购包含五个开发项目的投资组合。普洛斯拥有发展型合资公司41.3%的股份，CPPIB和GIC分别拥有的股份为39.6%和19.1%。

两个合资公司总资产的88%集中在圣保罗和里约热内卢的主要物流市场，这两个城市为巴西贡献了40%以上GDP。

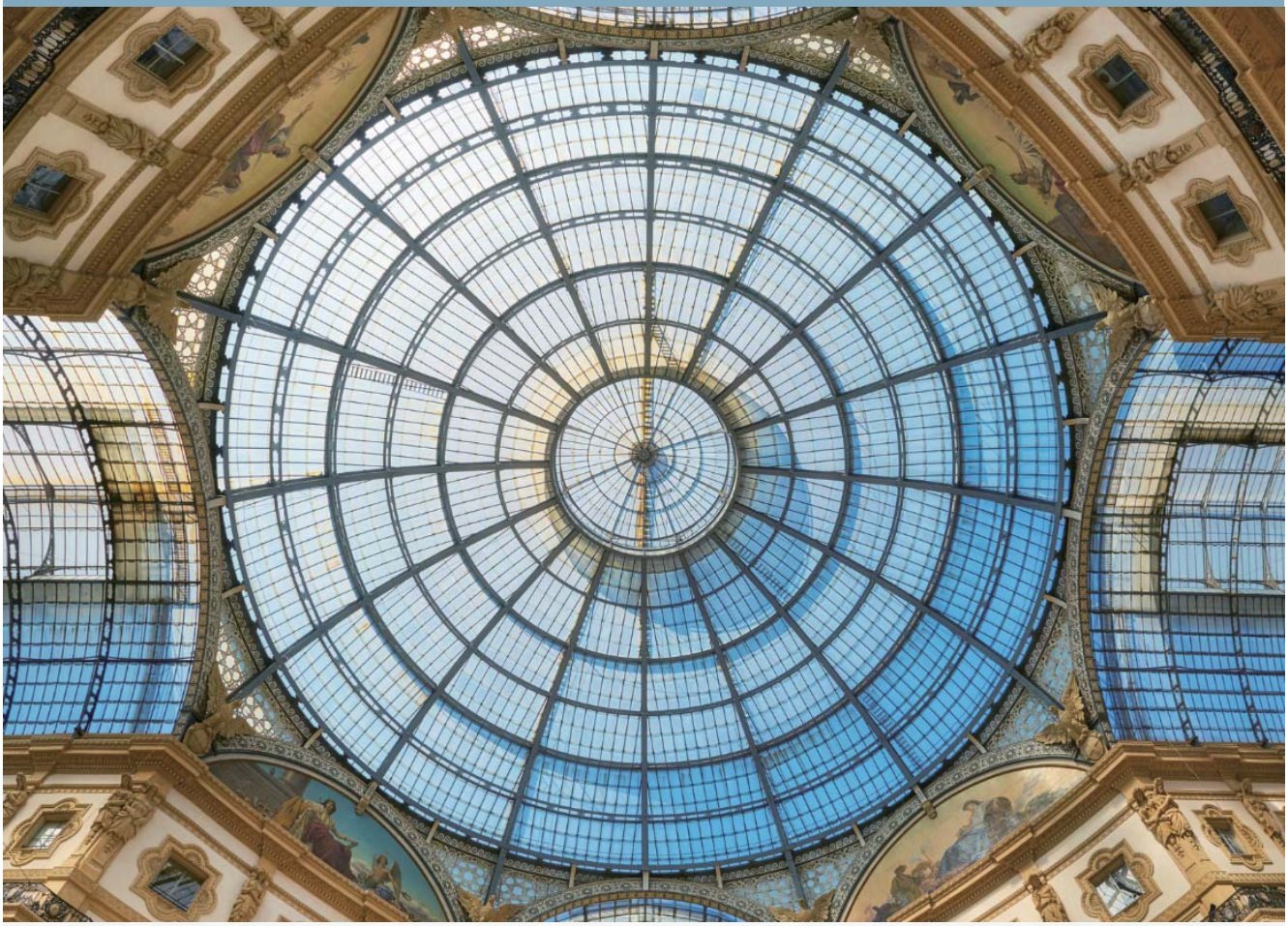
其中，稳定型合资公司拥有可租总面积达121.6万平方米，87%位于圣保罗和里约热内卢。该公司的稳定资产都完全出租，具有多样化的优质租户，平均租期为8.5年。

普洛斯派出了40人的团队，负责管理两个公司，普洛斯预测项目能够获得18%的内部收益率（IRR）。

其他参考资料：
Capital IQ
网易财经，《中投联手普洛斯巴西建最大物流平台 占34.2%股权》，2012年11月15日，
（http://money.163.com/12/1115/20/8GCM8NLB002526O3.html）

第四章

欧洲私募股权投资动态



International Markets — Europe
Section IV

11. 英国市场综述

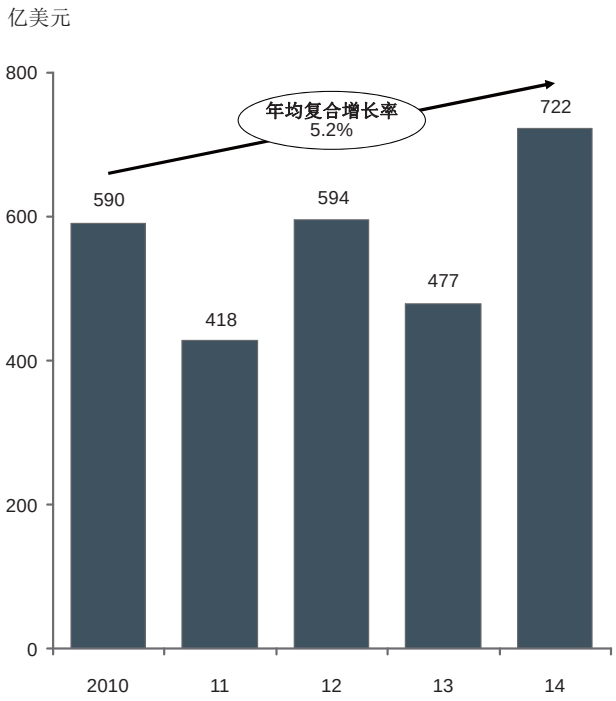
基本指数（2015）			
2014经济表现	人口（百万）	64.5	
	国内生产总值（亿美元）	26,765	
	国内生产总值年增长率（%）（2014-15）	2.9	
	2015国内生产总值增长率预期（%）	2.4	
	失业率（%）	6.3	
	净吸引外资额占GDP比例	1.5	
	净对外投资额占GDP比例	-2.6	
政府效率	政府效率表现（排名*）	14	↓
	政府腐败指数（排名）	17	—
商业效率	对投资者的保护（排名）	4	↑
	新开公司所需流程数（个）	6	
	新开公司所需天数（天）	6	
外商投资	外资所有权普遍程度（排名）	3	↑
	投资政策对商业影响（排名）	5	↑
商业及融资环境	金融服务的购买能力（排名）	19	—
	获得金融服务难易度（排名）	7	—
	股票市场融资难易度（排名）	7	↑
	获得贷款难易度（排名）	82	—
	获得风险投资难易度（排名）	14	↑
人力创新	知识产权保护（排名）	7	↑
	高等教育（排名）	18	↑
	人才利用效率（排名）	6	—

*共有140个国家或地区参与排名，排名越高则表明这个国家或地区在此项表现越好

↑ 排名比2014年有所上升
↓ 排名比2014年有所下降
— 排名维持不变

数据来源：世界银行，世界经济论坛

图11.1 英国外商直接投资流入总额（2010-14）



资料来源：联合国贸易和发展会议

英国接受外商直接投资（FDI）概况

历史上，英国在国际事务以及全球经济中扮演过重要角色。近几年来，英国仍然是欧洲最受欢迎的投资目的地之一。根据联合国贸易和发展会议（UNCTAD）的数据，英国在2010年到2014年期间，外商投资的年均复合增长率为5.2%。2014年流入英国的投资总额为722亿美元（图11.1）。

在资金来源上，老牌发达国家仍然是英国主要的投资国，其中美国、荷兰、法国、德国、卢森堡、西班牙等国占到60%以上的投资份额（图11.2）。

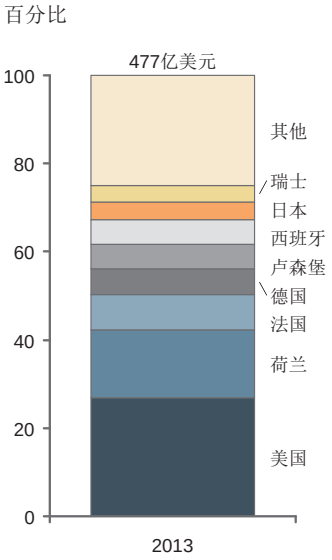
行业上，金融服务业占到了外商投资的43%左右，专业、科学及技术服务业为32%左右，接下来采矿业、金属制品业、计算机及光电产业、食品、饮料及烟草都是比较重要的外商对英投资领域。医疗以及生物科学则位居第八。

中国对英国的直接投资

据2014年度中国对外直接投资统计公报显示，英国是中国对外直接投资存量第八位的国家，达到128亿美元（图11.3）。

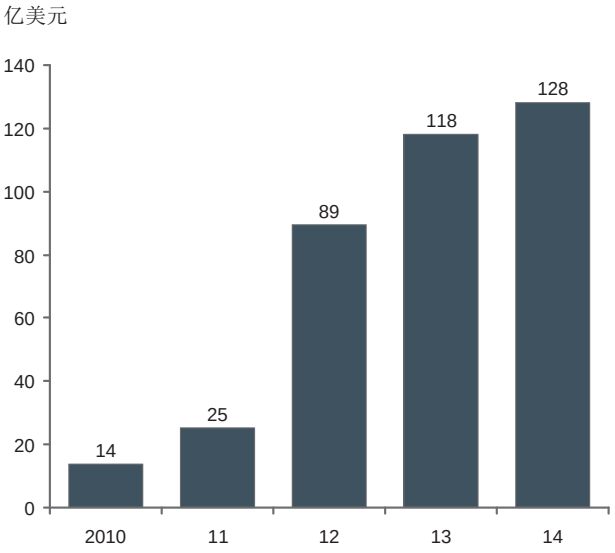
中国对英国的投资从2010年到2014年期间保持着年均复合增长率46%的速度。中国对英国的直接投资于2012年达到27.7亿美元的峰值，2014年则为15亿美元。英国已成为中国在欧洲的第一大投资目的地。

图11.2 英国外商直接投资主要来源国（2013）



资料来源：国家统计局

图11.3 中国直接投资英国年度存量（2010-14）



资料来源：中国对外直接投资统计公报

在2012年，有两笔交易备受瞩目。首先，中广核看准核能市场，耗资将近十亿美元收购了在英国伦敦上市的卡拉哈里公司（Kalahari）。卡拉哈里公司是湖山铀矿项目（Husab）的主要控股方。而湖山（Swakopmund）约50公里，拥有可观的八氧化三铀（U3O8）资源量。这笔交易于2011年12月宣布，2012年完成交割。

2012年还有一笔约为4亿美元的直接投资，主要方向是房地产领域。这两笔直接投资拉高了中国对英的全年投资总额。

中国2014年对英的直接投资主要流向房地产业、金融业、商务服务业、批发和零售业、制造业等，占当年全部对外投资总量的1.2%。

2015年英国外长哈蒙德访华之时，表达了英国对中国的重视。他在北京大学做演讲时表示，中国对英国投资额占到中国对欧洲直接投资总额的30%，仅2014年，中国企业在英国就启动了112个项目，创造近6,000个新的稳定就业岗位。

法律环境

外商投资限制概述

总体上英国对外国投资者投资英国公司并无准入限制或外汇管制措施。事实上，英国被认为是欧盟国家中对外资开放程度最高的国家之一。虽然英国政府在外商投资特定行业（例如水务、航空、电力、银行、保险或投资领域）时对其所有权比例作出了一些限制，但这些限制不适用外资对英国生物医药行业的投资。

在极少数情况下，英国政府可行使2002年《企业法》项下赋予的权力以对任何并购项目实施干预，但这种干预必须以“公共利益”为目的。目前，公共利益领域包括涉及国家和公共安全的事项、与传媒相关的特定利益以及与维护英国财政系统稳定性相关的事项。如果英国国务大臣在这些领域内实施干预，则其就拥有广泛的自由裁量权以采取各类措施进行干预，包括要求交易方作出承诺，直至禁止整个交易的进行。虽然英国政府在行使上述权力时颇为谨慎，且通常只会在涉及政治敏感事项时方会行使该项权力，但是英国政府确实有权指定新的涉及公共利益的行业。

外商投资的常见风险

英国政府非常欢迎外商投资，因此从监管角度

而言，外商投资英国公司的法律风险甚少。但在投资具体公司时，投资者仍应注意其章程性文件或重要合同中可能会有明确的反收购条款和控制权变更或外资所有权限制条款（尽管就英国公司而言这种可能性极小）。如果确实存在上述限制，一般尽职调查程序中都能发现，同时具体项目存在的任何商业或经营方面的风险亦能在尽职调查程序中被发现。

可能适用于潜在投资的并购法律和政策概述

监管申报：根据《欧盟并购条例》（EUMR）规定，如果交易后投资者能对目标公司施加“决定性影响力”，则无论投资者所在国为哪个国家，该等交易均须向欧盟委员会进行申报并取得其批准后方可实施。收购股份比例低于15%的交易不太可能被认为存在“决定性影响力”。若交易适用EUMR，则EUMR规定了一项欧盟范围内（包括英国）适用的“一站式”合并审批制度。如果不适用EUMR，则对于取得“重要影响力”（该标准低于EUMR标准）的交易需要在英国完成合并申报，但是如果投资者取得股权比例低于10%，且其在目标公司将不会委任自己的董事或在目标公司有其他重要投资，那么这样的交易不太可能达到需要申报的标准。在英国，并购申报采取自愿申报方式，而其他国家采取强制申报方式。但如果交易可能引起竞争法下的问题，我们建议对交易进行申报。

《并购条例》：该条例是适用于已上市英国公司的一整套有约束力的规定，其目的在于确保在并购交易中英资上市公司的股东能够得到公平对待，同时有机会对并购交易的优缺点作出判定。该条例规定，如果投资者与其一致行动方取得一家英资上市公司30%或以上的表决权，则该投资者须发起对于该上市公司的强制性要约收购。另外，即使投资者并购取得的权益未达到30%的标准，也有可能触发《条例》中的相关要求（例如披露义务），并可能影响将来其他投资者启动任何要约收购的行为和条件（比如价格）。

《披露与透明度规则》（DTR）和《上市规则》（LR）：DTR和LR规范众多监管事项，包括英国上市公司及其股东的持续披露义务，并对英国上市公司证券的特定交易或英国上市公司达成交易的交易程序作出了限制或规定。比如，DTR中规定，如果投资者在一家英国上市公司的持股比例达到一定标准，则须公开披露其持股信息。LR规定，公司与任何大股东之间的特定交易须经股东批准。

滥用市场地位和内幕交易：如果投资者持有一家英国上市公司相关的未公开价格敏感信息（“内幕信息”）（投资者自身的交易意向除外），则一般禁止投资者进行任何证券交易（否则将构成1993年的《刑事司法法》中内幕交易的刑事犯罪或者构成2000年《金融服务和市场法》中滥用市场地位的民事犯罪）。

英国税收制度概述

英国当地企业，即在英国或英国管理或控制地成立的企业，须对其全球范围内的收入和所得缴纳企业所得税。自2015年4月1日起，对大部分公司适用统一的企业所得税税率20%。

通过在英国的永久性机构在英国从事贸易的非英国企业，须对其可归于该永久性机构所取得的利润缴纳企业所得税。并非通过在英国设立的永久性机构在英国从事贸易的非当地企业则无需缴纳企业所得税或资本收益税，但仍需对来源于英国的收入缴纳所得税（相应的英国所得税基本税率为20%，企业的应税收入水平在所不论）。

中英两国之间最新签订的避免双重征税协定中禁止对个人和企业的收入和资本收益进行双重征税（于2011年6月27日签署，2013年2月27日修订，并于2014年1月1日起生效）。该协定使得针对利息和特许权使用费征收的英国预提税税率从20%降低至10%。

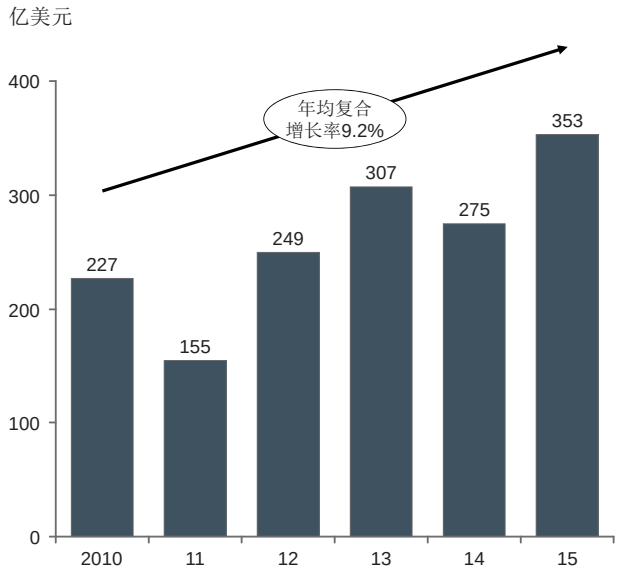
表11.1 英国当地企业主要税率

英国当地企业适用的主要税率	
企业所得税	20%[1]
增值税（VAT）	增值税标准税率为20% 优惠税率为5%
不动产转让税	含增值税后交易对价的4% （假定不动产价值超过500,000英镑且非住宅不动产或混合型不动产）
预提税	利息和特许权使用费税率为10%[2]。英国对资本收益或来源于英国的股息不征收预提税。

1 自2015年4月1日起适用。2014年4月1日至2015年3月31日税率为21%。
2 英国的利息和特许权使用费的预提税税率为20%，但根据中英两国的避免双重征税协定，该税率总体下降为10%

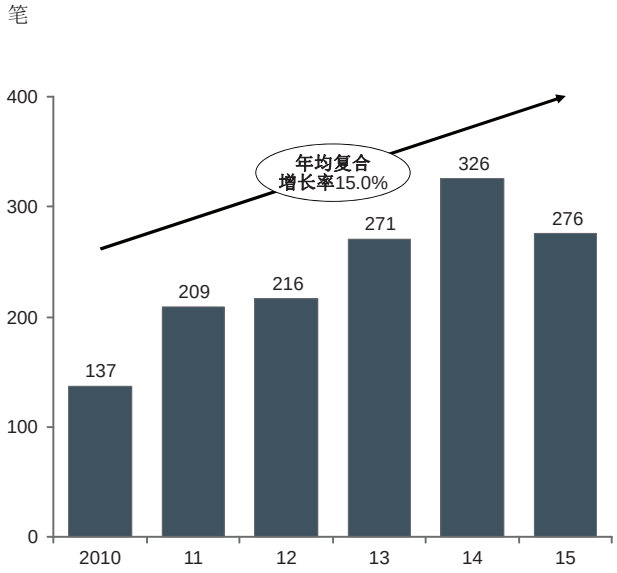
资料来源：高伟绅律师事务所研究与分析

图11.4 境外私募股权投资英国交易额和交易数（2010-15）



资料来源：Capital IQ

图11.5 境外私募股权投资英国交易数（2010-15）



资料来源：Capital IQ

对英国企业纳税人不单独征收资本收益税，且对该等实体资本收益适用的企业所得税实行统一税率。

英国企业纳税人须每年进行企业所得税纳税申报。公司还需进行增值税登记并按月或按季进行增值税纳税申报。如果一家公司在英国雇用员工，则需按照所得税预扣（Pay as You Earn）制度，由雇主从雇员工资中预扣英国的个人所得税和社会保险缴款并将预扣金额上交至英国税务海关总署（HMRC）。

贷款利息扣除额需满足“全球债务最高额”的规定。根据该规定，相关英国公司的融资成本超出全球集团外部融资成本总额时，其借款净额的成本不得扣除。债务最高额标准适用于每一相关集团成员公司的净债务总额超出集团全球总债务额（不包括每一集团成员公司的债务低于300万英镑的情况）75%的情况。

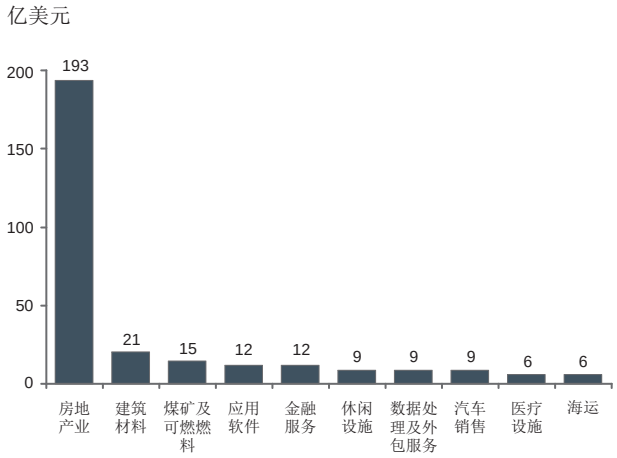
根据受控外国公司（CFC）制度，英国公司在英国境外的子公司的利润可归为英国股东公司的利润。

转移定价税制对关联方之间交易规定了记录保存要求，并规定为英国税收目的基于正常交易定价原则作出调整。

英国境外私募股权投资英国市场

2015年非英国本土私募股权在英国市场共完成交易276笔，交易额达到353亿美元。从2010到2015年期间，非本土私募直接投资于英国的交易额年均复合增长率达到9.2%，从2010年的227亿美元上升到2015年的353亿美元，约占外商直接投资总额的24%左右，平均单笔交易额达到1.3亿美元（图11.4、图11.5）。

图11.6 境外私募股权投资英国行业分布（2015）



资料来源：Capital IQ

根据不完全统计，2015年非本土私募股权在英国完成的353亿美元的投资中，前十行业为293

专家观点

安得鲁·阿拉姆（Andrew Allum）
艾意凯咨询
英国董事总经理

我们看到来自中国的投资者对英国的商业服务有强烈的兴趣。由其是他们注意到中国机构与高质量的英国企业合作成为潜在客户与合作伙伴的价值。

例如英国的教育产业，商业信息平台及专业招聘行业等。同时，我们也看好英国接受越来越多的外商投资。

亿美元，占比83%。这前十行业分别是房地产业、建筑材料业、煤矿及可燃燃料、应用软件、金融服务、休闲设施、数据处理及外包服务、汽车销售、医疗设施和海运业。其中房地产的交易额占到了境外私募投资总额的一半以上，高达195亿美元（图12.6）。

从交易数目来看，交易数量第一、第二的行业分别是房地产业以及互联网软件及服务业，分别有47笔交易以及45笔交易，后者由于单笔投资额较低，仅为五百万美元/笔，所以交易总额不高，但该行业仍颇具吸引力。

2015年英国非本土私募交易数额最大的一笔交易是由印度尼西亚金光集团出资建立的私募基金对于亚洲矿产资源有限公司（Asia Resources Minerals Plc）的收购，涉及的金额高达15亿美元。

在所有投资英国的非本土私募股权中，美国私募股权仍然是最重要的投资方，大约一半的交易有美国私募参与，交易额达到145亿美元。

中国私募股权投资英国市场

2015年，有中国私募股权参与的对英直接投资大约有四笔，主要集中在房地产领域，总额大约九亿美元左右。在这一轮的私募投资中，中国的保险公司借助自有私募基金或者联合其他私募基金的方式频频出手英国地标性建筑。其中最大的一笔交易是平安人寿通过香港的私募房地产基金管理公司基汇资本收购了伦敦市中心一栋地标性建筑Tower Place。此次交易是继2013年7月平安收购位于伦敦市金融区中心的劳埃德大厦（Lloyd's Building）后，基汇资本协助中国平安人寿收购的又一处地标性建筑。据统计，整体的收购交易额达到五亿美元左右。

而中国人寿也在2015年联合卡塔尔投资局投资99 Bishopsgate大厦，持有其40%的股份；泰康人寿在2015年也联合基汇资本投资收购伦敦金融城Milton Gate办公楼。■

案例分析：基汇资本代表中国平安收购伦敦市中心地标性建筑Tower Place

2015年1月，基汇资本代表中国平安成功收购了伦敦市中心地标性建筑Tower Place。尽管收购价格并未被公布，但据知情人士透露，收购金额约为4.2亿欧元。

Tower Place的出售方是一只开放式房地产基金，由睿富投资（RREEF Investment GmbH）管理。作为德意志银行资产管理部下的房地产投资管理部门，睿富投资是全球最大的房地产投资管理公司之一。2014年9月，德意志银行对Tower Place的估值为3.69亿欧元。

2007年中国发布《保险资金境外投资管理暂行办法》，允许境内保险公司运用自有外汇或购汇进行境外投资。2012年10月，保监会发布《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》，支持险资逐渐将触角伸向海外。截至2015年初，保险业总资产超10万亿，而险资海外投资的比例只有1%左右，具有非常大的提升空间。

中国平安保险（集团）股份有限公司成立于1988年4月，总部位于深圳，是一家将金融保险、银行、投资等金融业务整合为一体的综合金融服务集团，其总资产超四万亿元人民币，净资产约三千亿元人民币。2008年，中国平安获得中国保监会批准，可运用不超过上年末总资产15%的自有外汇资金和人民币购汇资金投资海外股票市场和重大股权项目，这也是业内首家保险公司获批足额境外投资。

基汇资本自香港地产世家的吴继炜和吴继泰兄弟创办，2005年从美国市场起步，总部设在香港，专注在大中华及全球其他高进入门槛市场的房地产投资管理。目前，基汇资本筹集的股本已超过35亿美元，管理资产金额达75亿美元。

从2010年至今，基汇资本已经代表中国平安、泰康等亚洲客户在伦敦收购了7个项目，如2012年的Vintners' Place、2013年的Lloyd's Building、2014年的Exchange Tower等。

人民币从升值进入小幅贬值是险企出海投资的大背景。中国平安走出国门的另一个原因，在于国内缺乏能够与保险资金相匹配的可投产品。世邦魏理仕（CBRE）在今年1月发布的一份报告显示，国内大多数一线城市写字楼市场面临的主要挑战是投资回报率偏低，目前只在4%-5%之间。而在伦敦市中心的优质地段，保险企业可以买到一个具有永久业权的写字楼，并且可能是将整栋长期租给一或两个银行等大型企业机构租户。这类租户的信用等级都在AA甚至AA+，而租约一般是10年到20年，中间每隔数年租金还可调涨。这种投资机会在中国目前非常少。此次交易标的Tower Place位于伦敦最负盛名的EC3保险业区域中心，地段优越。是一座由知名建筑师Norman Foster爵士设计，铁狮门（Tishman Speyer）建造的甲级办公及商业综合大楼，使用面积达3.57万平方米。目前大楼的出租率为99.3%，大部分租给达信保险（Marsh & McLennan）作为其英国总部所在地。这对中国平安来说，无疑是一笔低风险、收益又很稳健的投资。

近几年英国政府对中国资金也保持一种欢迎态度。中民投在今年2月就宣布与总部基地全球控股集团合作，投资约10亿英镑共同建设英国伦敦新国际金融城。而对绿地、万达等国内开发商，英国政府也欢迎它们去买地建房。

如剔除汇率等因素，Tower Place的年租金可使中国平安该笔投资的年投资回报率稳定在6%左右。

其他参考资料：
Capital IQ
中国新闻网，《基汇资本携手中国平安人寿成功收购伦敦地标性建筑》，2015年1月23日，（http://www.chinanews.com/cj/2015/01-23/6998879.shtml）
中国证券报 中证网，《基汇资本携手中国平安人寿成功收购伦敦地标性建筑Tower Place》，2015年1月2日，（http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201501/t20150123_4627729.html）

12. 法国市场综述

基本指数（2015）			
2014经济表现	人口（百万）	65.8	
	国内生产总值（亿美元）	23,614	
	国内生产总值年增长率（%）（2014-15）	0.2	
	2015国内生产总值增长率预期（%）	1.1	
	失业率（%）	9.9	
	净吸引外资额占GDP比例	0.3	
	净对外投资额占GDP比例	1.1	
政府效率	政府效率表现（排名*）	49	↑
	政府腐败指数（排名）	31	↑
商业效率	对投资者的保护（排名）	14	↑
	新开公司所需流程数（个）	5	
	新开公司所需天数（天）	4.5	
外商投资	外资所有权普遍程度（排名）	19	—
	投资政策对商业影响（排名）	70	↑
商业及融资环境	金融服务的购买能力（排名）	27	↑
	获得金融服务难易度（排名）	29	↑
	股票市场融资难易度（排名）	18	↓
	获得贷款难易度（排名）	17	—
	获得风险投资难易度（排名）	29	↓
人力创新	知识产权保护（排名）	14	↑
	高等教育（排名）	25	↓
	人才利用效率（排名）	29	↓

*共有140个国家或地区参与排名，排名越高则表明这个国家或地区在此项表现越好

↑ 排名比2014年有所上升
↓ 排名比2014年有所下降
— 排名维持不变

数据来源：世界银行，世界经济论坛

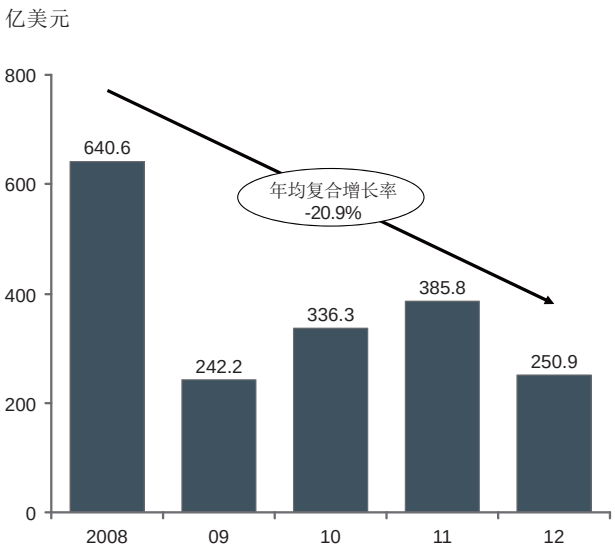
法国接受外商直接投资（FDI）概况

法国吸收外资的规模远小于法国对外部的投资。以1999年到2010年期间为例，境外资本对法国的投资累计2,790亿欧元（约合3,027亿美元），年均为210亿欧元（约合228亿美元）；而同期法国的对外投资总额高达8,680亿欧元（约合9,420亿美元），年均为670亿欧元（约合727亿美元）。另外，法国吸收的FDI每年的变动也很大，2008年高达640亿美元，而2009、2012年的投资额都只有250亿美元（图12.1）。

2013年，来自卢森堡、荷兰、美国、德国和英国的投资占到总额的67%，由于卢森堡是著名的避税天堂，所以来自卢森堡的投资较多可能是实际投资方取道设于卢森堡的工具公司进行的（图12.2）。

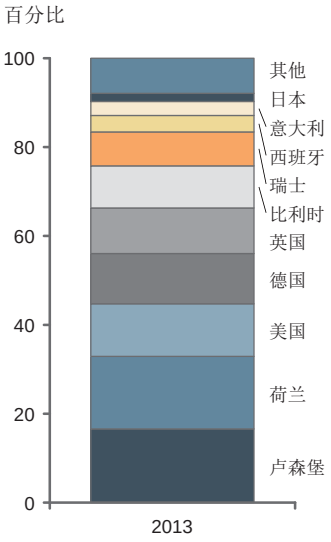
2013年外商投资前五大热门行业依次是房地产业、金融及保险服务业、汽车维修业、信息通讯业以及采矿业，其中房地产业所获投资额占到总量的近三分之一（图12.3）。

图12.1 法国外商直接投资总额（2008-12）



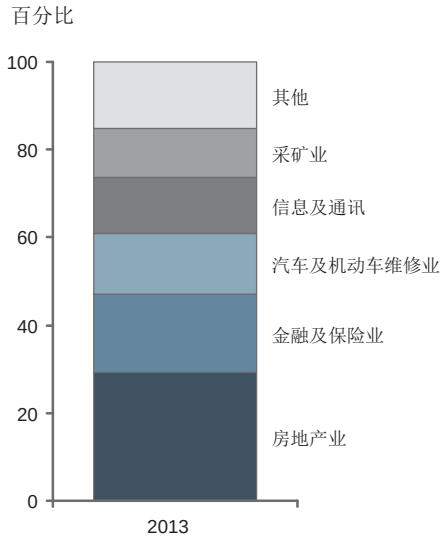
资料来源：联合国贸易和发展会议

图12.2 法国外商直接投资主要来源国（2013）



资料来源：法国银行

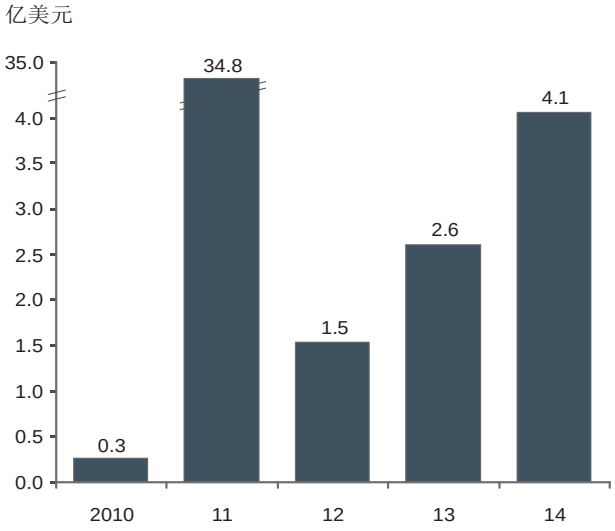
图12.3 法国外商直接投资行业分布（2013）



资料来源：法国银行

2014年中国直接投资（投资者包括企业和私募股权）法国的金额达到四亿美元（图12.4），延续了历年来投资额逐年上升的趋势。然而，总体而言，法国对中国投资者的吸引力相对较低，2003-2010年间中国对法国的投资总量只相当于同期对英国和德国投资总量的25%。这主要是因为目前中国与德国的贸易关系更紧密，从而为中国投资者创造了更多的投资机会。一般情况下，良好的贸易关系是促进经济合作的基础，在目标国家投资并购的几率也得以增加。

图12.4 中国直接投资法国总额（2010-14）



资料来源：中国对外直接投资统计公报

法律环境

劳动法是投资法国时需要考虑的主要问题。企业很难处理劳动力缺乏和劳动时间灵活性的难题，尤其在法国，人力税的标准很高，这是在法国投资时需要适应的一个文化现象。

外商投资限制概述

法国法律规定了投资自由原则，但对部分外商投资设立了特定限制：（一）取决于交易类型和交易价值，部分外商投资项目需要履行事后行政申报程序；或者（二）外商投资涉及到法国战略领域的投资（包括与保护公共健康相关的投资活动，每项投资的战略性质根据个案具体确定）时，须经法国经济部的事前批准。

对于来自欧洲经济区以外的投资者，须经事先批准的外商投资交易包括收购在法国注册成立的公司、收购在法国注册成立之公司的分支机构以及收购在法国注册成立之公司超过33.3%的股权。对于欧洲经济区以内的投资者，须经事先批准的外商投资交易仅包括收购在法国注册成立的公司及收购在法国注册成立之公司的分支机构。

如果某项外商投资交易是须经申报或批准的，投资者必须提交申请，未提交申请的，可能会被处

以行政和刑事处罚。

此外，若外国投资人在相关交易须经事先批准而未作出相应通报的，则相关投资直接或间接签订的任何合同将被视为无效。

如果交易须作事后行政申报的，则只需在投资完成后进行申报即可。如果交易须经事前批准，则须在交割前提交申请，法国经济部作出决定的等候期为其收到完整申请后的两个月。

外商投资的常见风险

本部分主要讨论《法国劳动法典》中规定的与监管相关的法律风险。

法国法律遵从欧盟既得权指令：根据《法国劳动法典》第L.1224-1条的规定，在进行业务出售时，卖方员工的劳动合同将依照已订立的条款和条件自动转移至买方。仅在极少数的情况下解雇转让员工才被允许，并且在转让前禁止裁员。

《法国劳动法典》第L.1224-1条适用于业务或公司的合并、出售或重组交易，或者在转让任何自主经济实体（见欧洲判例法和法国最高法院判例法中的定义）的同时以资产出售的方式转让部分业务的交易。

如果需要工会（Comité d'Entreprise）对某一项目提供意见，则在就交易作出任何决定前，必须事先听取工会的意见（即应提前足够的时间以取得工会的意见，并且在任何情况下均须在签约、交割前）。业务的买卖双方必须通知其各自工会（若有）并听取其相应的意见。

对于法国公司股东出售其所持有的公司绝大部分股权的交易，根据《法国劳动法典》第L.2323-19条规定，通常需要事先取得工会的意见，因为在法国最高法院看来，股本出售相当于业务出售。

在所有上述情况中，在作出交易决定前必须征寻工会的意见，这就意味着工会必须根据雇主提前足够的时间所提供的详细（书面）信息进行正式投票表决。同时，工会可以要求任命一名专家以协助其完成表决。

法国一项与“社会连带经济”（loi relative à l'économie sociale et solidaire）有关的新法律中规定，在员工人数少于250人的公司，员工就公司控制权转移或业务转让拥有知情权，旨在使员工也能有机会要约收购相关股份或业务。公司应在出售股权或业务前提前至少两个月告知员工相关信息。如果公司设有工会，最晚应在就拟议出售向工会征询意见时向员工提供相应信息。如果相关的股份或业务出售交易违反了上述规定，则其应被归为无效，除非所有员工均已明确告知雇主其不会在上述时限内作出收购要约。

除上述义务外，相关法律还要求特定企业（员工人数少于250人的企业）每隔三年都要告知其雇员届时员工收购公司的相应条件（法律规定、有利条件、不利条件、可获得帮助等）。不过目前，相关实施细则尚待制定。

在出售部分业务时，相关交易方应在将员工代表转移给买方前须通知法国劳动监察部门并取得其事先批准。

如果交易方未按照法律要求在规定时间内征询工会意见，则可能构成刑事犯罪，这将导致最高3,750欧元的罚金或最长一年的有期徒刑（原则上，未征询工会意见的情况并不会被处以有期徒刑）。在法国，刑事责任将会被施加于管理人员（公司总裁或其正式任命的代表）个人之上且将记入其个人犯罪记录。应注意的是，除未征询工会意见的情况外，如果在同工会进行商议并向工会提交议案后但工会尚未就所提交的议案发表意见的情况下仍继续拟议交易的，也将产生刑事责任。此外，上述情况下，法律实体本身也须就此承担相应的刑事责任；如果认定罪名成立的，除众多附属行政制裁之外，该法律实体最高将面临五倍于法定代表人个人罚金数额的罚金。

工会还可申请禁令救济，并申请就拟议交易充分征询意见期间中止交易。

专家观点

约翰·托马斯（John Thomas）
集团总裁，
澳大利亚
维珍航空

鉴于中国游客对全球旅游业日渐重要，中国企业在离岸旅游市场的投资日益活跃完全在意料之中。虽然中国企业可以选择战略合作，股权收购是巩固重要战略合作的长期手段。不同于传统投资者，中国投资者对其投资年限更有规划。

全球旅游市场整体的强劲增长势头将推动投资者更多投资于价值链中的每个关键环节。例如，海航集团对机场地勤服务提供商Swissport的投资、对离岸机场的投资、对航空餐食供应商Gate Gourmet的投资也在洽谈中。

非公开交易

收购法国公司权益常见的形式是收购该公司的股份。收购方通过收购目标公司的股份取得其投票表决权。请注意，法国目标公司的章程中可能对单个股东可行使的投票表决权数作出了一定的限制。

买方可竞标收购目标公司的业务及全部资产，或者在适当条件下竞标收购目标公司的某些特定资产。

除了收购外，法国法律还规定了合并方式，即两个独立的法国实体合并成一个实体。所有权利、义务和资产通过“概括继承”的方式依法转让给合并后的公司。

尽管法国也存在合资企业形式，但法国法律中并无“合资”这一概念，“合资”行为适用合同法和公司法中的总则规定。合资形式可以是非注册实体（基于契约安排的保密性联营企业，其本身并不具备法律权利能力）或注册公司。

公开交易

《法国商法典》中规定，任何个人或实体，单独或与其他个人、实体一致行动，持有或放弃持有某法国上市公司的超过5%、10%、15%、20%、25%、30%、1/3、50%、2/3、90%或95%已发行股份或表决权的，须在其持股情况超过上述相关限额之日后的四个交易日内（不包括超过限额当日）告知该公司其持有的股份或表决权数量。

法国股份竞标收购规定中的一个重要概念是公平对待目标公司股东原则。据此原则，如果竞标人所收购的股份达到规定的持股标准，该竞标人必须发出强制性要约（offre publique obligatoire）以收购目标公司已发行的全部股份。尽管存在一些特例，但总体上来说，当某一股东单独或多个股东共同取得一家上市公司超过30%的股份或表决权时，强制性要约收购的要求就会被触发。

税务事项

法国企业所得税的征收依照属地主义原则，即仅针对在法国开展经营活动企业（比如在法国设立永久机构、附属代表处或一个“完全的商业周期”）所产生的营业收入征税。因此，原则上通过法国境外经营企业取得的营业收入并不是法国企业所得税的征税对象。

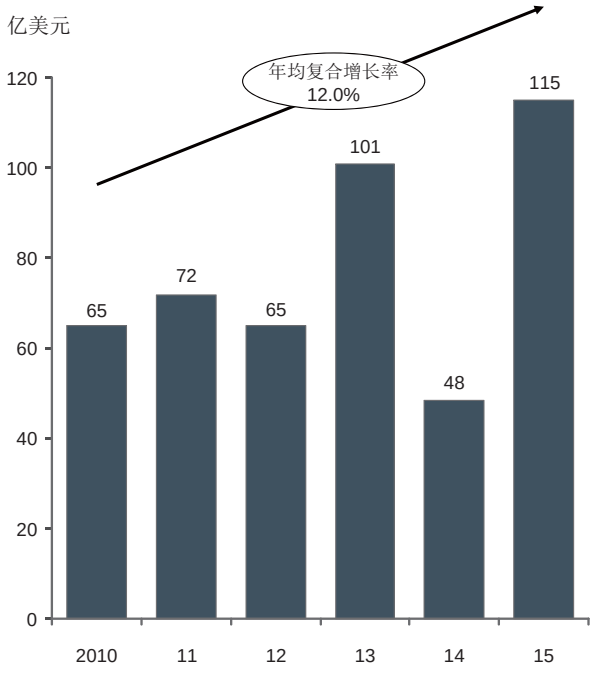
2014年12月28日最新生效的《中华人民共和国政府和法兰西共和国政府关于对所得避免双重征税和防止偷漏税的协定》明确禁止双重征税。

表12.1 法国当地企业主要税率

公司适用的主要税率[1]	
企业所得税（CIT）	33.1/3% [2]加3.3%的社会附加税（针对大型企业），超大型企业另收10.7%的特殊缴款（即最高组合税率为38%）。
增值税（VAT）	一般税率[3]：20% 优惠税率：5.5%、10%
地方经济捐税	各地不同，但最高为增值额的3%
不动产税	取决于地方主管机构每年确定的具体系数以及不动产的类型
转让税	交易股份有限公司的股份，转让税税率为0.1%；交易其他公司的股份，转让税税率为3%[4] 交易出售土地和建筑，转让税税率为5.8%（外加公证和公告费用） 交易法国一项持续经营实体的权益或知识产权（专利除外），转让税税率为3%到5%[5]
预提税[6]	股息预提税税率为30%（根据中法两国税收协定可享受的优惠税率为5%或10%）[7] 利息预提税税率为0% 许可使用费预提税税率为33.1/3%（根据中法两国税收协定可享受的优惠税率为10%）

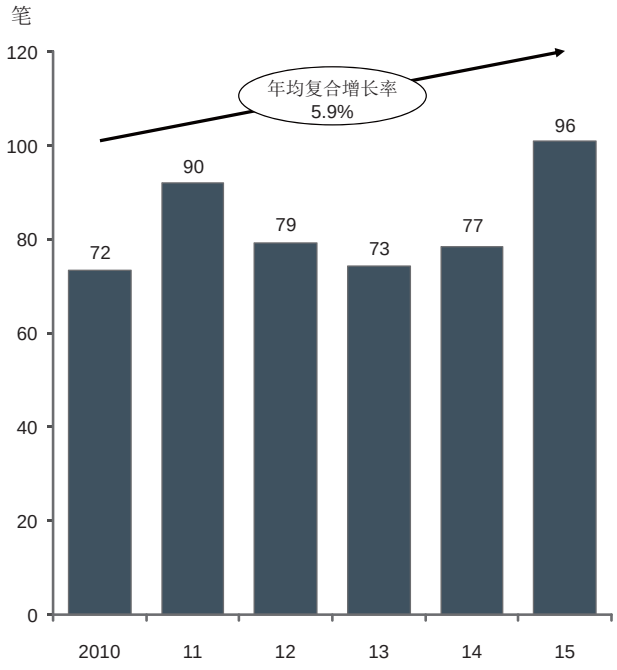
1 法国的税种非常之多，表格中所列名目并不涵盖所有税种。
2 2016年12月30日前，对于中小型企业而言，其首笔38,120 欧元收入将享受15%的优惠税率。社会附加税适用于年营业额至少达到7,630,000欧元的企业，对其超过7,630,000欧元所得税的部分予以征收。10.7%的特殊缴费适用于年营业额超过2.5亿欧元的企业。
3 特定制药产品适用2.1%的增值税税率。
4 0.1%的税率适用于股份有限公司（sociétés anonymes）、简化股份公司（sociétés par actions simplifies）、股份两合公司（sociétés en commandite par actions）以及其国外同等实体。3%的税率适用于其他类型企业，针对出售价款超过23,000欧元的部分征收。5%的税率适用于交易主要资产为不动产的非上市公司股份的情况。
5 专利销售（brevets）原则上须缴纳125欧元的固定登记税。
6 支付到非合作国家或地区的收入将适用75%的税率。
7 根据避免双重征税协定，如果受益人持有法国派息公司至少25%的资本，则预提税税率达5%；其他情况下预提税税率为10%。

图12.5 境外私募股权投资法国交易额（2010-15）



资料来源：Capital IQ

图12.6 境外私募股权投资法国交易数（2010-15）



资料来源：Capital IQ

针对净收入总额征收的企业所得税税率为33.1/3%，若加上特定附加税，实际综合税率最高为38%。符合条件的知识产权收入和知识产权相关资本收益可享受15%的优惠税率（加上特定附加税）。出售股份所取得的资本收益可免征企业所得税（但须符合特定条件），但其中交易总额的12%应被重新计入应税收入额。

纳税人须每年进行企业所得税纳税申报，并分四期缴纳企业所得税。增值税纳税申报一般按月进行。法国公司或在法国的分支机构如果在法国雇佣员工，则雇主无需为拥有法国税收居民身份的员工代扣代缴个人所得税，但雇主须为其代扣代缴社保费用。

在日常经营的过程中产生的损失可无限期地往以后年度结转，但可用于抵扣既定年内应税利润的最高抵扣额为100万欧元，以及超过100万欧元的应税收入部分的50%。

利息抵扣应税收入存在着众多复杂的限制性规定，包括但不限于资本弱化规定以及通用的利息最高抵扣额规定（根据该最高抵扣额规定，若利息支出净额超过300万欧元，则利息抵扣额限于利息支出净额的75%）。

如果针对国外公司的收入当地所适用的有效税率低于法国针对类似收入所适用税率的50%，则根据受控外国公司（CFC）法则，外国公司的利润可计入法国股东的应税收入额。

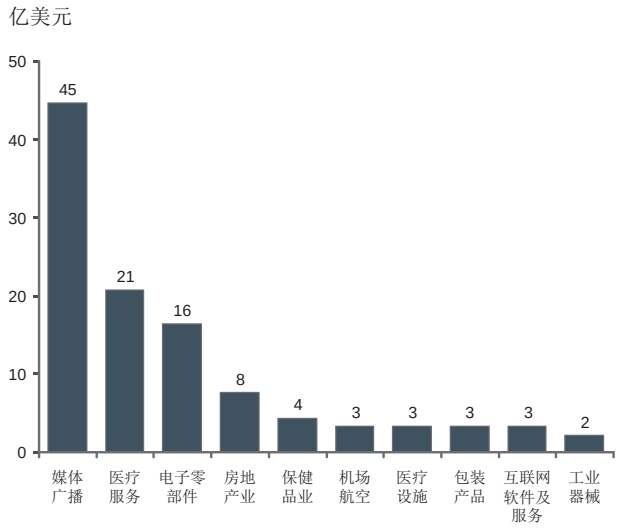
关联企业之间的交易适用正常交易定价原则。如果关联企之间未在正常交易定价原则上进行交易，则根据具体转移定价法律，利润将被重新调整（但这一规则亦有若干例外）。税务主管机关可要求居民企业提供其与非居民实体之间开展交易相关的具体转移定价文件。如果不提供上述信息的，将被处以罚款，罚款金额为调整后利润的5%或受限于上述信息要求的相关交易额的0.5%（取金额较高者，最低罚款额为10,000欧元）。

法国公司可享受特定的税收激励措施，特别是研发活动方面的税收优惠，具体优惠是为当年研发支出额的30%（不超过一亿欧元部分适用30%，超出部分适用5%，对特定中小型企业适用特殊税率）可于税前列支。

法国境外私募股权投资法国市场

2015年，境外私募股权在法国市场的投资额约为115亿美元，交易数量为96笔。2010-2015年6年间，投资金额的年均复合增长率为12%，交易数量的年均复合增长率约为6%；具体到单个年份，交易金额和数量都呈现一定程度的波动。2015

图12.7 境外私募股权投资法国行业分类（2015）



资料来源：Capital IQ

表12.2 中国私募股权投资法国交易额及交易数

年份	交易金额（万美元）	交易数量（笔）
2010	0	0
2011	0	0
2012	4825	1
2013	7	1
2014	0	0
2015	3789	2

资料来源：艾意凯研究与分析

年平均单笔交易金额约为1.2亿美元，而2010-2015年6年间的平均交易额为每笔0.96亿美元。

行业上，交易额排名前十的行业占到了2015年所有私募股权投资交易的95%，其中媒体广播行业占全年的39%，医疗服务、电子零部件、房地产分别以18%、14%和7%紧随其后。

从单个项目的交易金额来看，2015年最大交易额的项目来自于广播行业，虽然仅有一笔交易，但金额却高达44亿美元。与新型行业相比，传统行业，如建筑、机械、房地产行业投资活跃度下降，但单笔交易获得的金额仍相对较高，而TMT、医疗行业则是新型行业中的佼佼者。

投资交易数量最多的行业是互联网软件及服务，全年完成18笔来自境外私募股权的投资，平均每笔约为1,600万美元；第二活跃的行业是房地产行业，全年完成10笔交易，平均每笔约为7,600万美元。

中国私募股权投资法国市场

2010-2015年的六年间，有中国私募股权参与投资法国项目的共计四笔，投资总额为8.6亿美元。其中2012年的投资来自于中投集团，出资约4.8亿美元投资法国的欧洲通讯卫星公司。2015年共有两笔交易，包括中投集团投资法国购物中心以及香港富泰资产管理联合山东高速投资收购法国第四大机场图卢兹国家机场。由于全球经济形势严峻，诸如法国等部分欧洲国家政府陷入资金紧张的困境中，所以政府愿意出售部分国有资产，也使得国内有实力的私募股权及集团能够趁此机会，加快境外投资步伐，进行海外扩张。■

案例分析：山东高速集团联合香港富泰资产以3.08亿欧元收购法国图卢兹机场49.99%股权

2014年12月5日，由山东高速集团与香港富泰资产管理有限公司组成的联合体，以3.08亿欧元的价格，成功中标获得法国第四大机场图卢兹机场49.99%股份。法国政府及地方机构仍然持有该机场50.01%股份。

国际上很多国家和地区都很重视并大力推进临空经济的发展。目前世界上大型机场如爱尔兰香农机场、美国达拉斯沃斯堡机场、香港新机场等，均迅速发展成为区域性临空经济枢纽。据悉，法兰克福航空城贡献了当地近10%的GDP及12%左右的就业岗位，增加了当地政府的税收收入，促进了所在区域的产业升级。

近年来，我国临空经济区得到了较快发展，一方面是因为航空大都市概念的引入，另一方面和目前盛行的地产经济有直接的关系。然而，目前国内大多数临空经济区中的产业结构与布局不尽合理，例如一些大型跨国企业在临空经济区内没有原材料、零部件的配套企业，对临空经济区中的其他企业没有形成带动作用。

山东高速集团成立于2001年，是一家以投资、建设、经营、管理公路、高速公路、桥梁、铁路、港口、航运、物流为主业的综合型国有独资特大企业集团。截至2015年10月，集团注册资本200亿元，年营业收入500亿元。投资经营领域涉及全国22个省、海外106个国家和地区，投资总额700亿元。

香港富泰资产于1998年在香港创建，多年来于国际市场锁定投资重点产业，包括航空业、基础设施、金融业、电信、资讯科技及能源业，目前管理资产约150亿美元。

法国图卢兹机场是法国第四大机场，2013年客运量750万人次，货运量为六万吨，下设16个国内航线和44个国际航线。2013年机场公司总资产约3.17亿欧元，营业收入约1.17亿欧元，净利润约530万欧元。法国政府持有60%股权，图卢兹工商局持有25%股权，图卢兹当地政府持有15%股权。

由于山东省调低高速公路最低收费标准，高速公路利润率快速下降，山东高速集团急需拓展新业务，多元化发展增加盈利。机场业务是山东高速集团比较看好的投资标的，在国内，山东高速已经入股济南机场。而2014年7月，法国政府决定对外出售图卢兹机场49.9%的股份，立刻引起山东高速集团的关注，并联合拥有多年欧洲航空业投资经验的香港富泰资本，开展了图卢兹机场的激烈竞标。

最终2014年12月，山东高速集团与香港富泰资产管理联手以3.08亿欧元中标，两家中国公司还得到了加拿大一家工程设计与建筑集团兰万灵公司（SNC-LAVALIN）的支持。并且此次收购于2015年3月份获得山东省发改委的批准。

根据收购方案，山东高速集团通过全资子公司——山东高速（新加坡）有限公司与富泰资产管理有限公司合资，在香港新设空港产业投资控股有限公司（由山东高速新加坡公司出资51%，富泰资产出资49%），并由其收购中国空港产业投资有限公司，然后以中国空港产业投资有限公司下属全资子公司翘华有限公司在巴黎设立特殊目的公司的方式收购法国图卢兹机场公司49.99%的股权。

此次收购完成后，法国图卢兹机场公司的股权组成为：山东高速集团与香港富泰资本管理公司持有49.99%的股份，图卢兹工商会持有25%的股份，地方行政区域持有15%（南部比利牛斯山大区、上加龙省和图卢兹大都会城市共同体各持有5%），法国政府持有10.01%的股份。

其他参考资料：
Capital IQ
新京报，《山东高速集团收购法国机场获批》，2015年3月17日，
（http://epaper.bjnews.com.cn/html/2015-03/17/content_566660.htm?div=-1）
山东高速集团官网，《集团公司2015年十大新闻事件揭晓》，2016年1月26日，
（http://www.sdhsg.com/main/news/page.jsp?id=6488）

13. 德国市场综述

基本指数（2015）			
2014经济表现	人口（百万）	81.1	
	国内生产总值（亿美元）	32,268	
	国内生产总值年增长率（%）（2014-15）	1.6	
	2015国内生产总值增长率预期（%）	1.5	
	失业率（%）	5.0	
	净吸引外资额占GDP比例	0.22	
	净对外投资额占GDP比例	3.07	
政府效率	政府效率表现（排名*）	15	⬇
	政府腐败指数（排名）	22	⬆
商业效率	对投资者的保护（排名）	50	⬆
	新开公司所需流程数（个）	9	
	新开公司所需天数（天）	14.5	
外商投资	外资所有权普遍程度（排名）	48	⬇
	投资政策对商业影响（排名）	42	⬇
商业及融资环境	金融服务的购买能力（排名）	14	—
	获得金融服务难易度（排名）	18	—
	股票市场融资难易度（排名）	17	⬆
	获得贷款难易度（排名）	35	⬇
	获得风险投资难易度（排名）	25	⬆
人力创新	知识产权保护（排名）	20	⬆
	高等教育（排名）	17	⬇
	人才利用效率（排名）	11	⬆

*共有140个国家或地区参与排名，排名越高则表明这个国家或地区在此项表现越好

⬆ 排名比2014年有所上升
⬇ 排名比2014年有所下降
— 排名维持不变

数据来源：世界银行，世界经济论坛

德国接受外商直接投资（FDI）概况

德国是一个稳定、连接、开放的市场。作为欧洲最大的经济体，德国比其他欧洲国家更快地从全球经济危机中复苏。

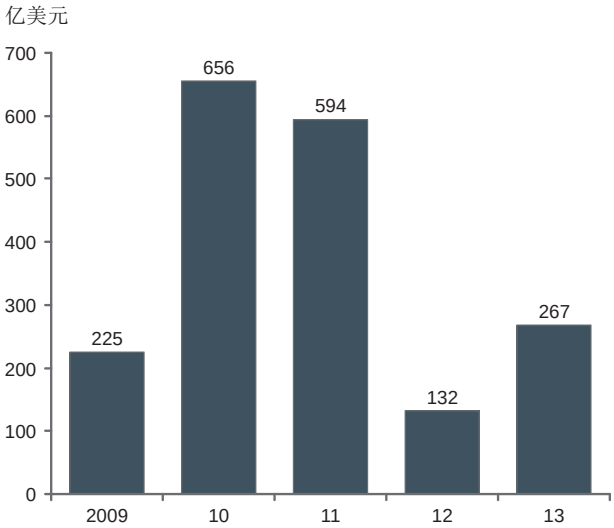
从2009年到2013年，外商对德直接投资呈现波动，2010年与2011年为波峰期，达到600亿美元，随后2012年和2013年分别下降到132亿美元和267亿美元的水平（图13.1）。

数据表明目前德国仍然是欧洲经济体中最坚挺的一个。在吸引外资的行业中，德国的工业机械和设备、商业、金融服务业以及信息通讯技术和软件业都相对更受外资青睐。从项目来源国来看，德国大部分的境外投资项目来自欧美发达国家，其中美国是德国最主要的境外投资来源国，占比达到17%，中国则是德国的第二大投资国，瑞士、英国、法国、荷兰等发达国家紧随其后，占有一定比重（图13.2）。

中国对德国的直接投资

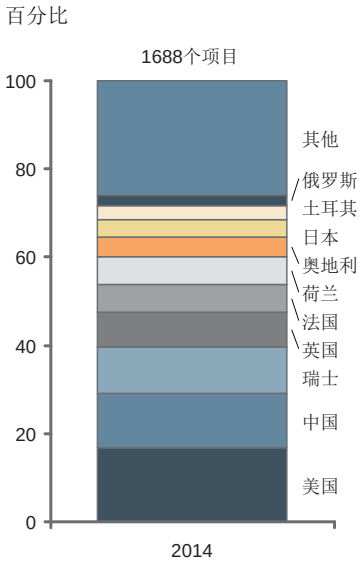
中国对德国的直接投资从2010年到2014有了稳步的提高，年均复合增长率达到36.7%。（图13.3）

图13.1 德国外商直接投资总额（2009-13）



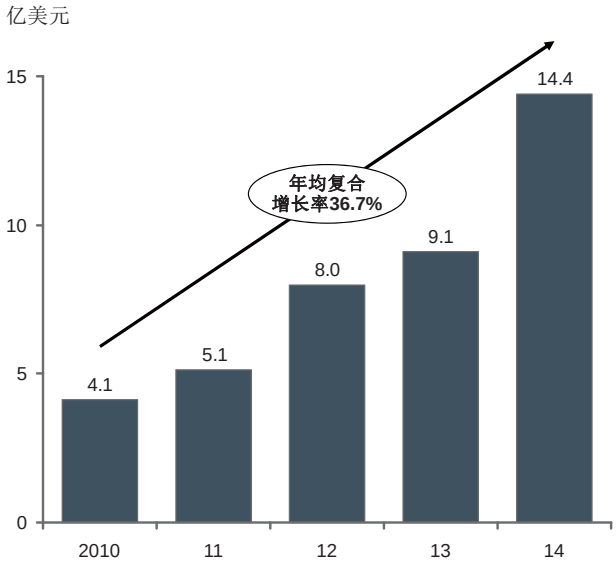
资料来源：经济合作与发展组织

图13.2 德国外商直接投资主要来源国（2014）



资料来源：德国联邦外贸与投资署

图13.3 中国直接投资德国总额（2010-14）



资料来源：中国对外直接投资统计公报

在2014年达到14.4亿美元，占到中国当年总体对外直接投资额的1.2%，是当年第九位的投资目的地国家。在德国，中国主要投资的行业是制造业、批发和零售业、科学和技术服务业、金融业等。

根据德国联邦外贸与投资署的统计，中国目前在德国有大约190个新建投资（绿地投资）项目，是目前所有国家中在德国拥有新建投资项目最多的国家（第二位美国拥有168个新建项目）。如果加上并购项目，目前中国在德国拥有的整体项目数达到了211个，仅次于美国的282个。

2014年我们既看到了传统的制造业里，中国企业收购德国企业的身影，例如中国航空工业集团公司收购海力达公司，也看到了复星集团历经三年成功收购德国最大的私人银行H&F银行。

随着中国经济的高速发展，德国的各大行业都已有中国企业的身影。

专家观点

卡琳 • 冯 • 克耶林（Karin von Kienlin）
艾意凯咨询
德国董事总经理

近两年来，德国政府减免了大额投资的审核要求，我们发现中国投资者正在参与越来越多的大型交易。

五年前，欧洲投行并不认为中国投资者是重要的投资方，不过现在中国投资者财力越发雄厚，已成为并购交易中的主流竞标者。另一方面，中国本土市场需求巨大而多元化，所以许多欧洲资产愿意出售给中国，以推动欧洲低于预期的经济增速。

法律环境

外商投资限制概述

原则上，德国对外国投资开放，且对外国公司在德国的直接或间接投资不设定任何具体限制或审批要求，但应注意以下除外情况。

德国联邦经济与技术部（“经济技术部”）有权审查并禁止或限制非欧盟（例如中国）投资者直接或间接收购德国企业25%及以上的表决权。这一审批要求不限于任何特定行业。虽然对于直接或间接收购25%及以上表决权的交易无需通知德国政府，但如果德国政府在交易签署后决定禁止或限制该等交易，则已签署的交易可能无效。经济技术部有权在签署相关投资协议后的三个月内启动审查程序。通常建议当事方在签署任何相关投资协议前向经济

技术部作出申报，只获得其颁发批准证书。如果经济技术部没有在申报后的一个月内作出决定，批准证明将被视为授予。有关一般投资审批的详情在《德国对外贸易法》和《德国对外贸易规则》中明确规定。

如果外国投资者间接收购或持有某德国公司超过50%的股份或表决权，或直接收购或持有某德国公司超过10%的股份或表决权，且该德国公司的资产总额超过300万欧元，则该公司的关键信息必须为统计目的而向德国联邦银行申报。受制于特定豁免，超过12,500欧元的跨境付款必须向德国联邦银行申报。

外商投资的常见风险

投资德国的相关法律风险在许多方面与投资其他法域的风险相差无几。然而，鉴于中国投资者近年在德国投资的经验，以下三个方面值得特别注意：

雇员转让：外国投资者通常认为，如果以资产交易的形式进行某项投资，则与雇员有关的义务可被搁置一边。事实并非如此。为符合欧盟规定，德国法律（《德国民法典》第613a条）要求从事特定业务的雇员将自动转让给该等业务的买方。因此，投资者不被允许在该等收购过程中选择特定部分的雇员，而必须承担全部（而非部分）转让时已经受聘的该等雇员，及其全部权利和索赔。其中特别包括与养老金义务有关的雇员索赔。无论在收购时养老金义务是否已经获得相关经费，该等义务的估值值得特别关注并应由专家执行。

财务危机及破产中的购买：如果投资者希望收购面临财务危机的某公司股份或资产，则如果被收购公司在收购之后破产，其任何资产的出售都可能受到质疑，并被宣布无效和不可执行，如果资产在提交破产申请前的最后三个月内被出售（整个风险期为提交申请前的十月），则该等风险将特别高。该等风险可以通过按照市场价格立即完成交易而减小；然而，由于资产交易的完成通常复杂且耗时，因此很少符合该等“现金交易”的要求。

补贴：如果被收购公司是或之前是创业公司（在德国生物医药领域通常如此），应审查收购是否会引发该等公司向国家或公共信用机构偿还其之前提供的任何补贴的义务。

可能适用于潜在投资的并购法律和政策概述

除《德国对外贸易法》、《德国对外贸易规则》，德国没有规定外国企业对德投资或相关并购程序的一般法规或政策。《德国民法典》是出售及转让德国公司股份或资产的法律依据。此外，对于投资者可能在德国境内使用的收购工具的法律形式（例如有限责任公司或有限责任合伙企业）也有具体规定，即《德国商法典》、《德国有限责任公司法》以及《德国股份公司法》。如果投资通过收购上市股份进行，则相关程序适用《德国证券收购和接管法》。

税务事项

居民公司，即注册地址或管理和控制地点位于德国的公司需就其全球收入纳税（所谓的无限税务责任）。公司所得税加团结附加税的合并税率为15.8%。与贸易税加总，对公司利润征税的实际税率大约为30%。非居民公司将只就其德国来源的收入纳税。非居民公司从其德国分公司取得的收入需按照适用于利润的税率正常纳税。

通过1985年6月10日签订的《中华人民共和国和德意志联邦共和国关于对所得和财产避免双重征税和防止偷漏税的协定》（2014年3月28日签署的新协议起实施），双重征税将得以避免。

德国没有资本税和单独的资本利得税。如果资本利得不能免税，则其将作为公司所得税和贸易税税基的一部分。

公司纳税人必须每年为公司所得税和贸易税提交纳税申报单，每月或每季度为增值税提交初步纳税申报单，并每年提交增值税纳税申报单。公司通常有义务预付税款。在德国拥有雇员的公司必须为其雇员预提工资税，并将税款缴纳至税务机关。公司有义务为此提交工资税申报单。除此之外，公司必须预提对其全体雇员的社保拨款。

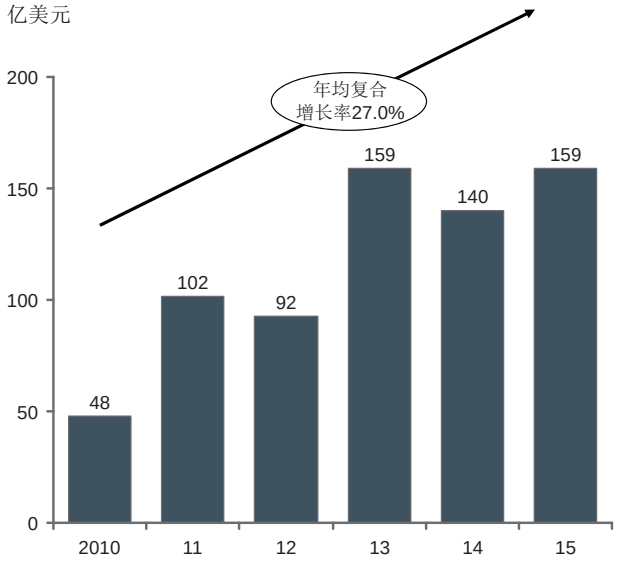
为保护税务收入，如果利息净支出超过300万欧元，则利息扣减将受到限制。按照受控外国公司制度，外国公司的利润可能归于德国股东。转移定价制度要求记录保留，并按照公平原则调整收入。一般反滥用条款使得财务当局能够驳回为税务目的设立的虚假法律架构，而选择使用这类法律架构只是为了在无正当商业理由的情况下获得税务优惠。

德国境外私募股权投资德国市场

从2010年到2015年，非德国本土的私募股权在德国完成的投资金额以年平均27%的速度增长。从2010年的48亿美元到2014年的159亿美元，投资的总金额数目翻了三倍之多。

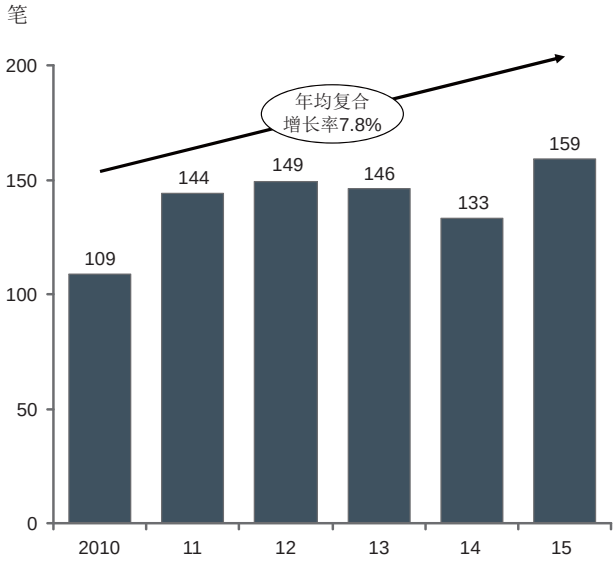
私募股权在德国投资的项目数也从2010年的109个项目增长到2015年的159个，平均复合增长

图13.4 境外私募股权投资德国交易额（2010-15）



资料来源：Capital IQ

图13.5 境外私募股权投资德国交易数（2010-15）



资料来源：Capital IQ

表13.1 德国当地企业主要税率

公司主要税项	
公司所得税 加团结附加税	15% 公司所得税的5.5%
贸易税	7%至17.15% （取决于城市，原则上可抵免公司所得税）
增值税	通常税率：19% 优惠税率：7%
不动产转让税	3.5%至6.5%（取决于联邦政府的规定）
不动产税	取决于城市和物业类型
预提税	对股息、利息和出售股份的资本利得征收25%的预提税（在特定情况下，95%免税） 对特许权使用费征收15%的预提税

资料来源：高伟绅律师事务所研究与分析

率也达到了7.8%，平均单个项目的价值大概是1亿美元左右（图13.4）。

根据不完全统计，从目标企业所从属的行业来看，非本土私募股权投资德国的前三大行业占据了总量的69%，这三大产业分别是石油和能源开采及生产、房地产业以及生命科学行业。

从私募股权交易项目数量来看，2015年完成项目最多的是房地产业，大约有31个项目，而互联网软件与服务业以及应用软件业紧追其后，分别为23个及10个，但它们的交易额却仅排在第九位和第20位，占所有投资额的2%左右。

2015年公布的最大一笔私募股权在德投资是由俄罗斯百万富翁米哈伊尔•弗里德曼（Mikhail Fridman）所投资的LetterOne基金花费56亿美元从德国公用事业巨头莱茵企业（RWE）手上收购油气开采及生产加工企业DEA。作为欧洲领先的电力和天然气公司之一，莱茵企业（RWE）用能源供应近2,000万电力客户以及大约1,000万天然气消费者。

除此之外，我们也看到在德国医药卫生领域的交易，欧洲私募股权Cinven收购了德国医药实验室运营商Synlab，大约交易数额有17亿到20亿欧元。收购了的Synlab将与Labco合并成为欧洲第一的医药实验室运营商。

中国私募股权投资德国市场

目前，在德国投资的中国机构绝大部分是企业，而中国的私募股权基金目前尚未在德国市场上形成一定的气候。从Capital IQ数据库的统计来看，尚没有发现2015年由中国私募主导的在德直接投资项目。

究其原因是中国目前和德国合作的主要领域仍然在生产制造业，因此吸引的更多的是企业类型的战略投资者，正如我们稍后案例所介绍的那样，有一些投资德国的中国企业会联合私募一起在德国投资项目，这也是目前“产”、“投”结合的大趋势所至。我们相信随着中国在德国项目的不断开花结果，越来越多的私募会和中国企业一起来到德国，帮助中国企业发掘德国市场的价值。■

专家观点

卡琳·冯·克耶林（Karin von Kienlin）
艾意凯咨询
德国董事总经理

中国的国有基金与企业收购者已经将欧洲，尤其是德国市场作为其并购浪潮的主要目标。除了非常活跃的国有投资公司中投公司和一些在全球范围内都非常活跃的企业之外，两个以国有资金为背景、拥有超过千亿美元的投资主体都即将开始在欧洲寻找具有吸引力的标的。

近年来，许多中国的私募股权基金在包括欧洲在内的诸多地区都进行了积极的跨境并购和投资。在未来，我们相信中国的私募股权基金会继续积极进行跨境交易。弘毅投资的总裁称跨境投资将是弘毅的业务重心之一。国开金融近期与全球性的私募股权基金公司Permira达成合作协议，Permira成为国开金融唯一的欧洲私募股权投资合作伙伴。

经历了1980年代相对缓慢的起步之后，中国投资者们获取了宝贵的一手经验，在2000年以后便加快了收购的步伐。在来自西方的领先的法律、财务和战略顾问的鼎力支持下，中国的决策者们纷纷将目光锁定在了相当大型的目标上。

在德国，IT巨头联想对PC制造商Medion价值约6亿欧元的的收购和三一重工对混凝土机械领域的竞争对手Putzmeister的价值3亿6千万欧元的收购都引人瞩目。中信产业基金在这一并购中与三一重工联合并持有Putzmeister的10%的股权。

除去上述知名的交易外，中国的收购者们的兴趣主要集中在国家在各类五年规划中明确扶持的产业。能源行业便是其中之一。中投公司近年来就对能源企业进行了大量投资，例如法国的GDF Suez S.A.和俄罗斯的Nobel Oil。

尽管如此，此类战略投资的最典型案例仍然是汽车行业。汽车行业过去20年来一直是，我们相信在可见的未来仍会是，最为关键的战略发展领域之一。

这一战略不仅是为了满足中国国内市场快速增长的轿车与货车需求，也是为了在中长期通过顶级的产品征服国际市场。为实现这一宏伟目标，中国的汽车制造商需要加强其技术水平，途径正是与德国企业的并购与合作。

最初是中国汽车制造企业与德国企业进行合资这一经典做法，包括北京奔驰、上海大众、华晨宝马等。但为了实现充分的自给自足，中国的汽车企业及其供应商正积极地直接收购专业技术。近期的典型案例包括重庆轻纺收购密封件制造商Saargummi，宁波华翔收购内饰企业Sellner，均胜电子收购PREH，中信戴卡收购KSM铸造集团，以及北方凌云收购汽车锁闭系统制造商Kiekert。

值得注意的是，上述收购中有两起的目标公司已破产，交易面临着巨大的困难。但是中国的投资者们不仅成功收购了这些目标，还得到了起初持否定态度的客户们（亦即大型德国汽车制造商）的支持。这些OEM现在正在逐步接受将关键零部件交由中国企业的子公司来提供。

中国的收购者不仅对零部件提供商感兴趣，国有基金中投公司公开表达了对于梅赛德斯奔驰的兴趣，体现出其野心。此外，中国的私募股权基金和企业一直在多个其他行业进行投资，例如：弘毅投资对意大利混凝土机械制造商CIFA的投资、中信产业基金对意大利服装企业Ochirly的投资、复星国际对法国度假集团Club Med和希腊首饰零售商Folli Follie的跨境投资、赛富中国对英国电影制作与发行企业Sky Land的投资，等等。

我们认为目前欧洲经济的乱局正是投资欧洲的绝佳机会。复星国际的董事长称他正在准备投资德国和英国的高新技术企业，因为欧洲的经济乱象拉低了这些地区的企业的估值。

艾意凯咨询通过对最近刚完成的一些案例的仔细研究，总结出了如下的主要成功因素：

一、购买方需要向目标公司的管理层、员工、供应商、客户、投资者、政府及社会大众等各相关方提供一个清晰的并购战略和意图：为什么要购买这家公司？在接下来的几年里，这家公司会有怎么样的变化？公司的长远规划是怎么样的？

二、购买方必须有良好信誉和交易记录，且用一种积极主动和公开透明的方式来进行交流。

三、速战速决，快速而直接的谈判会让买方和卖方同时受益。

四、向目标方提供一个“一揽子计划”，除了有吸引力的交易价格之外，还应包括其他的量身定制的考虑因素，比如负债融资、债务担保以及专利权保护等等。

除了一些通用的并购原则，中国投资者还需要一些其他的原则以获得在欧洲的成功。以下原则不仅适用于欧洲，也适用于其他海外市场：

一、提出一个更具体细致的并购方案，通过所有可行的渠道来进行沟通；

二、尽早让被并购企业的管理层参与交易，争取得到他们对并购的认可，以获得其他相关方的支持；

三、以中欧并购的成功案例为代表，进行公关性质的沟通——展示中国企业海外收购成功的既往记录；

四、放慢并购后整合的进度，使得双方有更多的时间来向彼此学习对方的处事方法；

五、建立有效的企业文化管理体制，减少双方的文化冲突。

案例分析：中国化工集团联合汉德资本、国新国际投资9.25亿欧元收购德国克劳斯玛菲

2016年1月11日，中国化工集团联合汉德资本、国新国际投资有限公司以9.25亿欧元（约合10亿美元）收购私募股权公司Onex集团旗下的德国克劳斯玛菲集团100%股权，其中中国化工集团占比66.7%，汉德资本与国新国际投资占33.3%。

化工行业经过100多年的发展已经成为全球最大的传统基础产业。进入21世纪以来，以美国为代表的发达国家经济放缓，而能源成本的不断上涨，环境要求的愈发苛刻使得石化产品利润变薄。同时，全球化工产业通过不断的并购、联合等战略措施调整产业结构，强化核心业务，逐步形成了一批专业性强，市场化程度高，处于技术垄断地位的大型跨国公司，如埃克森美孚、中石化、中国化工集团、英国石油等。

受到国内外经济环境的影响，2015年我国化工行业面临着效益下滑、产能过剩、成本上升、资源环境约束以及创新能力不足等诸多挑战。与此同时，受融资成本较低、大量的资产剥离以及合理的估价等影响，全球化工并购交易市场渐入佳境，而中国正在成为全球化工并购的主导。2015年中国化工集团以71亿欧元的价格收购意大利轮胎公司倍耐力（Pirelli），安徽中鼎密封件以9,500万欧元现金收购德国注塑企业WeguHolding GmbH，这些并购案例背后凸显出中国企业“走出去”的决心。

中国化工集团公司是中国最大的化工企业，有化工新材料及特种化学品、基础化学品、石油加工、农用化学品、轮胎橡胶和化工装备6个业务板块。中国化工集团在全球150个国家和地区拥有生产和研发基地，在世界500强列265位，2015年营业收入450亿美元。

汉德资本是一支专注于欧洲工业技术投资的领先亚洲—欧洲跨国私募投资基金，主要聚焦智能制造、高端装备、节能环保、先进材料和医疗技术等五大投资领域，首期基金于2015年3月设立，规模10亿美元。

国新国际投资有限公司从属于国资委成立的中国国新控股有限责任公司，于2012年5月份在香港成立，在经过一次增资后，国新国际投资成为国家外管局下属一家专门从事外汇储备投资子公司，主要从事海外实业投资。截至2015年5月26日，国新国际的注册股本已达93.56亿美元，其中博远投资（隶属于国家外汇管理局）总计出资84.2亿美元，占比90%。中国国新占比为10%。

德国克劳斯玛菲集团创立于1838年，是全球领先德国橡塑化机制造商，拥有三大品牌：克劳斯玛菲（KraussMaffei）、克劳斯玛菲•贝尔斯托夫（KraussMaffei Berstorff）和耐驰特（Netstal）。克劳斯玛菲公司2014年营收为11亿欧元，2015年预计增长10%。

中国化工集团从2005年开始稳步实施海外并购战略，一步步收购了安迪苏、凯诺斯、罗地亚等多家海外企业，获得了宝贵的生产技术与海外市场。早在2012年麦迪逊资本（Madison Capital）出售克劳斯玛菲的时候，中国化工集团就很感兴趣，但最终被私募公司Onex以5.68亿欧元收购。而至今Onex也持有克劳斯玛菲接近4年，按照私募惯例，已进入出售期，所以Onex希望寻找买家接手克劳斯玛菲。

中国化工集团认为克劳斯玛菲的发展潜力巨大，尤其是在重要的中国市场。中国化工与克劳斯玛菲在产品和市场上互补、战略和组织上匹配、管理和文化上相容、协同效应显著。通过这次收购，中国化工集团将加快产品组合和业务整合，率先实现“中国制造2025”目标。

中国化工集团公司及其控股公司中国化工装备有限公司在德国设立的项目公司作为一方，与加拿大Onex公司控股的Munich Holdings II Corporation S.a.r.l.于2016年1月9日签署《股份购买协议》。收购后，中国化工集团将保留克劳斯玛菲管理层和员工，保持现有的企业结构。公司的经营和企业责任仍留在欧洲。

此外，中国化工集团公司旗下上市公司天华院也拥有塑料加工技术（挤出机和反应过程技术），与克劳斯玛菲业务存在一定的竞争关系。中国化工集团公司如果收购克劳斯玛菲集团公司完成，将按照之前出具的《关于避免同业竞争的承诺书》的相关承诺，规范同业竞争，节省成本。

其他参考资料：
Capital IQ
财新网，《汉德资本联合中国化工、国新国际9.25亿欧元收购德企》，2016年1月11日，
（http://finance.caixin.com/2016-01-11/100898245.html）

14. 俄罗斯市场综述

基本指数（2015）			
2014经济表现	人口（百万）	143.7	
	国内生产总值（亿美元）	9,998	
	国内生产总值年增长率（%）（2014-15）	0.6	
	2015国内生产总值增长率预期（%）	-3.8	
	失业率（%）	5.1	
	净吸引外资额占GDP比例	1.23	
	净对外投资额占GDP比例	3.03	
政府效率	政府效率表现（排名*）	102	↑
	政府腐败指数（排名）	89	↓
商业效率	对投资者的保护（排名）	88	↑
	新开公司所需流程数（个）	4.4	
	新开公司所需天数（天）	11.2	
外商投资	外资所有权普遍程度（排名）	123	↑
	投资政策对商业影响（排名）	116	↑
商业及融资环境	金融服务的购买能力（排名）	67	↑
	获得金融服务难易度（排名）	69	↑
	股票市场融资难易度（排名）	88	↓
	获得贷款难易度（排名）	57	↓
	获得风险投资难易度（排名）	66	↓
人力创新	知识产权保护（排名）	124	↓
	高等教育（排名）	38	↑
	人才利用效率（排名）	50	↓

*共有140个国家或地区参与排名，排名越高则表明这个国家或地区在此项表现越好

↑ 排名比2014年有所上升
↓ 排名比2014年有所下降
— 排名维持不变

数据来源：世界银行，世界经济论坛

俄罗斯接受外商直接投资（FDI）概况

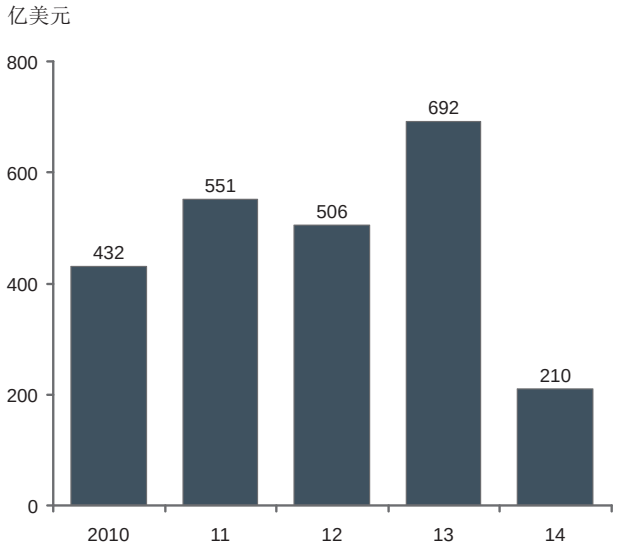
2014年全年俄罗斯接受外商直接投资总额共计210亿美元，而2013年这个数字是692亿美元。相比2013年，2014年境外投资者对俄罗斯的投资下降了69.7%。究其原因是自2014年初，欧盟及美国因乌克兰事件对俄罗斯实行了多方面的制裁，而欧盟和美国过去一向是投资俄罗斯的主导力量。

根据俄罗斯联邦统计局的统计，2013年俄罗斯FDI的主要来源国是瑞士、塞浦路斯、英国等。2013年，中国虽然占俄罗斯全年FDI总量的不到5%，但值得注意的是中国首次进入前10，除中国以外，亚洲没有其他国家上榜。

中国投资俄罗斯起步相比欧美较晚，但前景普遍被看好。两国交易中大型国有企业间的投资是目前最多的形式，往往受到两国政府的大力支持。中俄的贸易关系当前也处于历史高点。中国对俄投资的领域主要仍集中于传统行业，包括房地产、矿产资源、能源行业等。

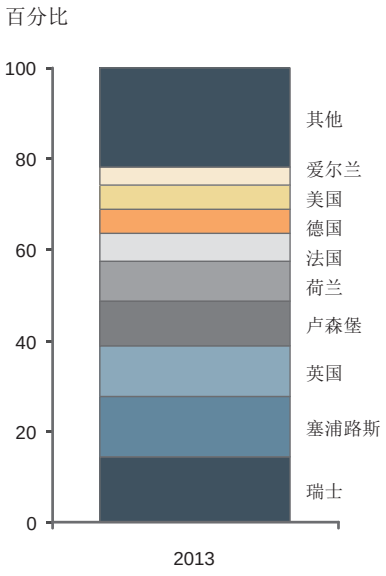
总体而言，俄罗斯对外商投资持欢迎和鼓励态度，不过对特定领域的投资仍有一定投资限制。另

图14.1 俄罗斯外商直接投资流入总额（2010-14）



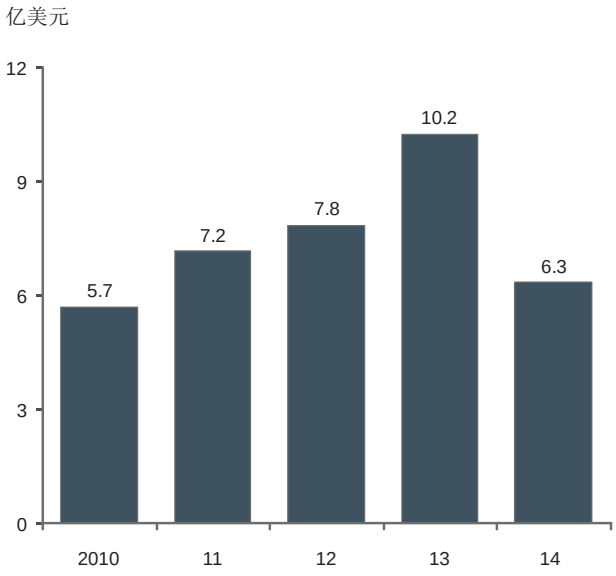
资料来源：俄罗斯联邦统计局

图14.2 俄罗斯外商直接投资主要来源国（2013）



资料来源：俄罗斯联邦统计局

图14.3 中国直接投资俄罗斯总额（2010-14）



资料来源：中国对外直接投资统计公报

一个风险因素是俄罗斯与欧美的政治关系。目前各国对俄的投资与其说是商业交易，不如说更多受到政治外交因素的影响。

法律环境

俄罗斯的立法制度与司法体系为稳定与完整，有利于保护资本和投资者。一些优惠政策也在国内逐步实行，比如创建自由贸易区等。境外机构和本国机构合作的相关立法也在逐渐改善和优化。

尽管外商投资在俄罗斯受到普遍欢迎和鼓励，但在俄罗斯对特定战略领域的投资仍会受到《俄罗斯联邦有关外资进入对国防和国家安全具有战略性意义行业程序法》的限制。开展某些业务必须获得许可证，其中有些行业许可由具体部门立法规定，其他由联邦法律统一规定。

俄罗斯外商法律规定个体注册程序需分别向国家税务部门、国家统计委员会、社会基金注册，总过程大概3到4周。另外，联合股份公司需跟俄罗斯银行注册股票。

在特殊情况下，根据创始人的资产和销售额，在成立俄罗斯公司前必须先经过俄罗斯联邦反垄断部门批准。

在俄罗斯投资有一些特别对外商的限制，这些限制主要用于保护公民的权益、健康及合法利益。总体而言，外商在俄罗斯跟本地投资者享有同等待遇，在商务活动范围内的许多条件都与本地合法企业一样。

根据俄罗斯联邦或地方权力部门的法律，投资俄罗斯的外商有权保护自身权益，同时也有资格追偿不合法行为所带来的损失。除非在俄罗斯联邦法律或国际法律案例中有明确要求，国有化和国家征用不得涉及外商财产。

税务事项

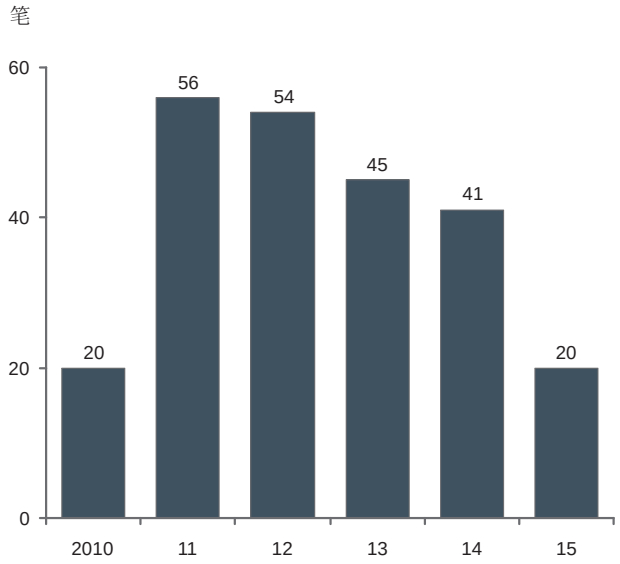
凡是在俄罗斯执行外商活动30天以上的注册商业机构都需要纳利润税，非注册机构则不被要求纳税。俄罗斯税收立法权涵盖了俄罗斯联邦的税法与相应所采用的法律。捐税和赋役分别在俄罗斯联邦与地方层面实施。

境外投资涉及的在主要税项是利润税，俄罗斯利润税率为20%，其中2%为联邦预算，18%为地方预算。地方利润税率若通过地方当局所的审核，在一定条件下能够减免到13.5%。

俄罗斯境外私募股权投资俄罗斯市场

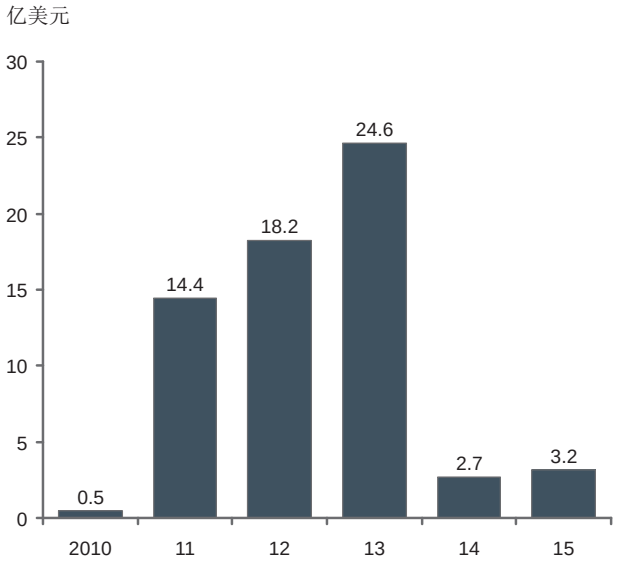
2015年，境外私募股权在俄罗斯市场完成的投资交易数为20单，投资总金额共3.2亿美元。2010-2015年间，俄罗斯市场获境外私募股权投资的总额达64亿美元，巅峰值发生在2012年和2013年。2014年以前（2010-2013年），俄罗斯获得

图14.4 各年度境外私募投资俄罗斯交易数（2010-15）



资料来源：Capital IQ

图14.5 境外私募投资俄罗斯交易额（2010-15）



资料来源：Capital IQ

境外私募投资的金额平均每年有270.7%的复合增长率；从数量上看，2013年共完成45笔交易，比2010年的20笔翻了一倍还要多。

不过2013年以后，交易金额和交易数量明显下降，主要是政治因素，俄罗斯受到欧美的经济制裁，俄罗斯国内金融、能源等领域都受到较大影响。

2015年境外私募股权投资俄罗斯的方向和领域集中在三个行业（银行业、互联网软件和服务业、电子设备业），其中银行业占全年交易额的84%。

从2010-2015年的综合数据来看，境外私募股权亲睐的行业主要包括房地产业、银行业、住宿旅游业、互联网软件和服务业以及自然矿产业等。数量上，6年间最活跃的行业是新兴互联网行业，名列前三的行业都与互联网相关：互联网软件及服务业，累计完成58笔交易；在线零售业，累计完成22笔交易；应用软件业，累计完成12笔交易。

2015年单笔金额最大的交易是由一家荷兰的私募股权基金 Promsvyaz Capital 注资2.66亿美元投资于俄罗斯工业通讯银行。而2010-2015年期间私募股权参与的单笔金额最大的交易是来自房地产业，由摩根士丹利于2013年投资位于莫斯科的购物中心，投资总额达12亿美元。

中国私募股权对俄罗斯投资情况

中国私募股权在6年间只参与了1笔交易（同时期中国企业参与了12笔交易），是由顺为资本投资俄罗斯“淘宝”ToBox，与顺为共同参与ToBox 投资的还有小米。ToBox是一家扎根于莫斯科的电商平台公司，办公室坐落在莫斯科CBD中心。

表14.1
2010-15中国私募股权投资俄罗斯金额及交易数

年份	交易金额（亿美元）	交易数量（笔）
2015	0.5	1

资料来源：艾意凯研究与分析

相比企业更多投资于俄罗斯的传统能源行业，私募股权显然对新兴行业更感兴趣，但总体而言，中国私募股权现阶段仍聚焦美国等拥有相对成熟技术和产品的市场，未深入涉足俄罗斯、巴西等“后起之秀”。加之俄罗斯当地政治和经济情况动荡，故投资者更为谨慎。■

案例分析：小米联合顺为资本5,000万美元A轮收购俄罗斯电商平台ToBox10%股份

2015年12月03日，小米科技联合顺为资本以5,000万美元的价格在A轮投资收购了俄罗斯跨境电商平台ToBox约10%的股份。

近年来，跨境出口电商一直处于政策的默许区，各大平台也纷纷采取行动占领市场。然而，随着各平台都各自提高了自己的入驻门槛，使国内个人卖家很难再通过这些平台从事出口业务，而出口电商模式也随之趋于单一化。

目前，俄语独联体国家共有约3亿人，互联网覆盖率达70%，2015年人均可支配收入为5,000美金，电商市场规模约400亿美金，且每年增长率达25%。国内不乏盯上了这片蓝海市场的大平台，如京东俄罗斯站、速卖通、大龙王等。

并购方之一小米科技正式成立于2010年4月，是一家专注于智能手机自主研发的移动互联网公司。小米手机、MIUI、米聊是小米科技旗下的三大核心业务。

顺为中国互联网基金（顺为资本）是小米创始人雷军于2011年10月底成立的创投基金，目前所管理的资金规模超过2亿美元。顺为资本的出资方包括国际知名主权基金、家族基金及大学基金会等。该基金重点关注中国互联网相关行业，投资方向包括移动互联网、电子商务、社交网络平台等。

盒子科技（ToBox）成立于2015年6月，是一个同时覆盖了俄罗斯本土电商以及中俄跨境电商两种业务的电商平台。网站充分地利用了“中国供应链 + 海外本土电商 + 当地网红卖家资源”的模式，在其上线一周内，便达到了每日数万注册用户的增长量，一时间占据了各大媒体头条。

ToBox的创始人是一位在俄罗斯长大的中国90后冯霖。据冯霖介绍，目前公司团队共有60余人，除他本人之外均为俄罗斯人，多数来自Yandex（类似百度）、VK（类似微博和微信）、QIWI（类似支付宝）等俄罗斯本土大公司。而冯霖则是做中俄进出口贸易、货代出身，2012年曾加入大龙网负责俄罗斯、巴西市场。

竞争层面上，之前提到的大平台例如京东俄罗斯站、速卖通等，由于物流时效及客服语言不通等问题，都无法方便有效地面向C端。小米和顺为这次收购ToBox，也是看到了ToBox相对于这些国内跨境电商平台所具有的独特优势。

在物流方面，ToBox与淘宝类似地接通了本地所有物流服务商的API，卖家自己选择物流商发货，针对中国卖家跨境物流方面则采取与XRU.com等第三方物流商合作的轻模式。

在支付方面，ToBox已经与中国建设银行莫斯科分行达成清算意向，将来愿意联合中资银行在俄罗斯开展互联网支付业务。并且，ToBox正在申请俄罗斯央行的第三方支付牌照，预计今年年底会拿到审批。从某种角度讲，ToBox的主要竞争对手已经不是国内大型跨境电商，而是俄罗斯本土的电商平台。

冯霖表示，目前ToBox涉及的主要市场仍在俄罗斯及独联体国家，但未来将会逐渐向巴西、印度尼西亚等其他发展中国家和地区开始市场拓展。

其他参考资料：
Capital IQ
36氪，《在电商落后中国3年的俄罗斯，Tobox如何靠网红效应打造当地“淘宝”？》，2015年12月1日，（http://36kr.com/p/5040342.html）

第五章

亚太私募股权投资动态

International Markets — Asia Pacific
Section V

15. 日本市场综述

基本指数（2015）			
2014经济表现	人口（百万）	127.1	
	国内生产总值（亿美元）	46,010	
	国内生产总值年增长率（%）（2014-15）	-0.1	
	2015国内生产总值增长率预期（%）	0.8	
	失业率（%）	3.7	
	净吸引外资额占GDP比例	0.20	
	净对外投资额占GDP比例	2.60	
政府效率	政府效率表现（排名*）	18	↓
	政府腐败指数（排名）	15	↓
商业效率	对投资者的保护（排名）	32	↓
	新开公司所需流程数（个）	8	
	新开公司所需天数（天）	10.7	
外商投资	外资所有权普遍程度（排名）	22	↑
	投资政策对商业影响（排名）	46	↑
商业及融资环境	金融服务的购买能力（排名）	28	↑
	获得金融服务难易度（排名）	26	↑
	股票市场融资难易度（排名）	12	—
	获得贷款难易度（排名）	19	—
	获得风险投资难易度（排名）	21	↑
人力创新	知识产权保护（排名）	6	↑
	高等教育（排名）	21	—
	人才利用效率（排名）	40	↓

*共有140个国家或地区参与排名，排名越高则表明这个国家或地区在此项表现越好

↑ 排名比2014年有所上升
↓ 排名比2014年有所下降
— 排名维持不变

数据来源：世界银行，世界经济论坛

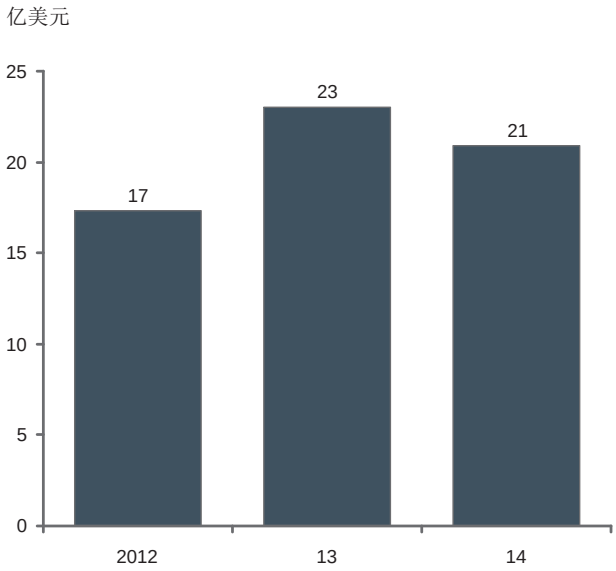
日本接受外商直接投资（FDI）概况

相比其他发达国家，日本市场对外商的吸引力一般，且近年来接受外商直接投资的总额没有显著的增长。净吸引外资额占GDP的比例也是常见发达经济体中较低的，2014年为0.2%，该比例不及美国的三分之一（0.8%），同时也比亚洲及其它地区的新兴经济体低，如印尼2014年净吸引外资额占GDP的比例为2.9% 。

根据日本外贸组织（Japan External Trade Organization）的统计数据，2014年日本FDI的主要来源国是美国、荷兰、法国、新加坡、英国等，来自这些国家的FDI总值占日本接受外商直接投资总额的82%。投资热门行业包括金融保险业、通讯业、房地产业和精密仪器业。

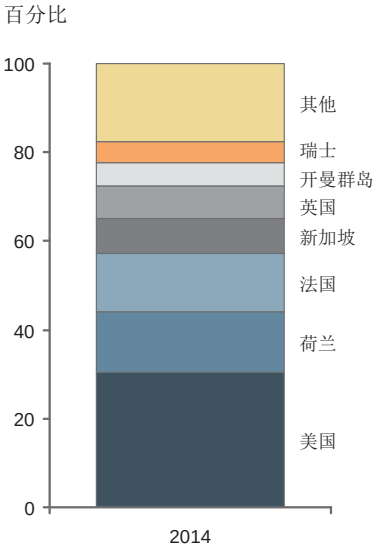
相比之下，中国直接投资日本的FDI增长迅速。根据中国统计局的统计，2006-2014年间，中国对日本直接投资年均增长33%，其中2014年的投资总额是3.94亿美元。不过虽然增速较高，中国仍然

图15.1 日本接受外商直接投资总额（除去撤资后净额）（2012-14）



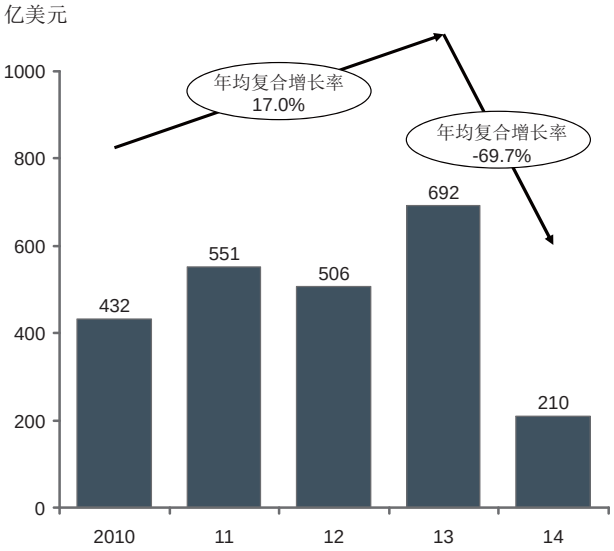
资料来源：日本外贸组织

图15.2 日本外商直接投资主要来源国（2014）



资料来源：日本外贸组织

图15.3 中国直接投资日本总额（2010-14）



资料来源：中国对外直接投资统计公报

没有进入前十国家。比较知名的中国对日投资包括美的集团收购日本东芝的白色家电业务、鸿海集团收购夏普公司66%的股权等。

过去外商直接收购日本企业的难度较大，通常需要通过合资形式。日本政府也在通过各种鼓励措施吸引外商投资日本，进而促进经济增长，包括降低税收、扩大自由贸易协定的覆盖范围等。

法律环境

外商投资限制概述

日本一般对外商直接投资持开放态度，但在特定敏感行业存在例外。在投资时，外商需注意几个方面，例如劳动事项、日本语言和在医药行业经营实体所需的许可或批准。

总体而言，除了对于涉及到国家安全、第一产业、基础设施及能源等有限行业作出了明确的准入限制外，外国资本直接投资日本已实现自由化。

根据日本《外汇及外国贸易法》，外商投资“敏感行业”需提前申报，而外商投资其他“非敏感行业”则仅需在完成投资后递交一份正式报告即可。

外商投资的常见风险

在尽职调查中普遍存在的一个问题是，公司没有足额支付员工工资。从法律上来讲，公司必须支付员工加班工资，但基于种种原因，例如公司文化，员工会少报自己的加班时间。

在这种情况下，公司对其员工可能负有隐性债务。

另外，日本的相关劳动法律法规对公司裁员作出了严苛规定，因而一般来说公司将很难裁员。而且日本的法院更趋向保护被替换或被裁员的员工。

虽然日本公司日益国际化，但其仍主要依赖日语。因此，尽管翻译既费时又耗钱，仍有必要为投资者安排翻译以使其能够参与公司相关的经营管理活动，例如参与董事会会议等。

可能适用于潜在投资的并购法律和政策概述

除《外汇及外国贸易法》外，尚有其他法律亦对外商投资施加了限制，这些限制主要存在于有关国家安全问题的行业，例如国防工业、媒体及航海业等。

税务事项

在日本，对法人的活动所产生的所得要征收法人税（国税）、地方法人税（国税）、法人居民税（地方税）、法人事业税（地方税）以及地方法人特别税（国税，尽管该等税款连同法人事业税一起要向所在的地方政府进行申报和缴纳）。

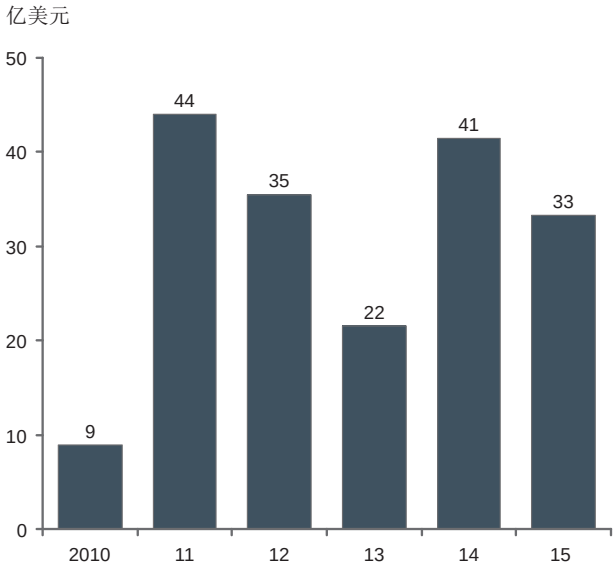
下表中税率是基于特定前提并且适用于某种类

表15.1 税务事项

公司主要税项			
应纳税收入分项	低于400万日元	400万至800百万日元	高于800万日元
法人税	15.00%	15.00%	25.50%
复兴特别法人税	1.50%	1.50%	2.55%
都道府县民税	0.75%	0.75%	1.27%
区市镇村民税	1.85%	1.85%	3.14%
法人事业税	2.70%	4.00%	5.30%
地方法人特别税	2.19%	3.24%	4.29%
综合税率	23.99%	26.34%	42.05%
实际税率	22.86%	24.56%	38.37%

资料来源：高伟绅律师事务所研究与分析

图15.4 境外私募投资日本交易额（2010-15）



资料来源：Capital IQ

型的中小型企业。例如（一）表格中的税率的适用期间为自2012年4月1日起（或该日之后）的3个会计年度；（二）表格中法人居民税和法人事业税的税率是以东京为例；（三）公司资本金在1亿日元或以下。表中的税率不适用于资本金为5亿日元或以上的大型企业的全资子公司；以及（四）上述税率将根据不同情况（例如资本金数额、雇员人数以及公司办公室的地点和数量）以及时间而有所变化。

日本境外私募股权投资日本市场

2015年，境外私募股权在日本市场完成的投资总额达33亿美元，全年交易数量为49笔，平均每笔交易额约6,800万。而2010-2015年间，境外私募股权对日本的投资有超过30%的年均复合增长率。从数量上看，投资日本的交易数也从2010年的21笔上升到2015年的49笔，年均复合增长率约为18.5%。不过每年的交易总额和交易数量略有波动。

2015年，在所有境外私募投资日本市场的交易中，交易额排名前八的行业占到了总量的98%，其中房地产业获得的投资额占全行业的40%，位列最热门行业，排名第二的是电子产品业，占全行业总额的17%，紧随其后的是旅游及酒店业和可再生电力业，占比分别是13%和10%。

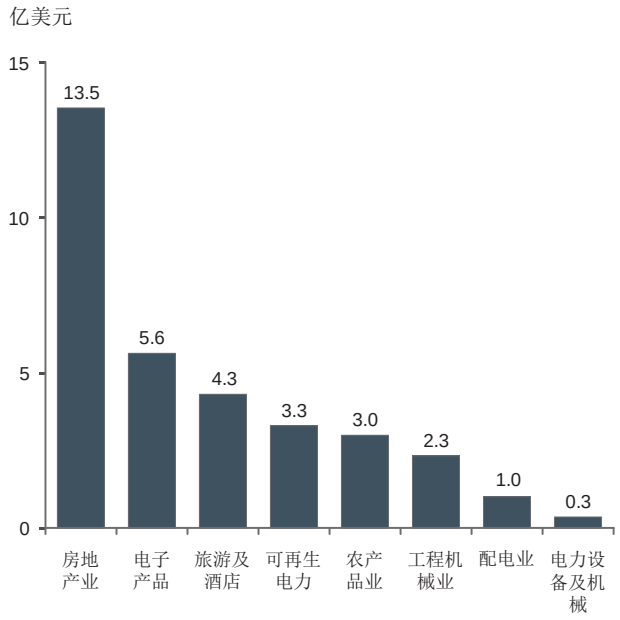
从单个项目的交易额来看，2015年境外私募股权投资日本的单笔第三大交易来自房地产业，由中投和美国领盛投资（LaSalle Investment Management Inc.）共同收购日本东京都目黑区的雅叙园商业综合体（Meguro Gajoen），金额约为12亿美元（前两大交易未披露投资方，投资总额分别是16.7亿美元和15亿美元，分别投资于银行业和电影娱乐业）。

而交易最为活跃的行业是互联网及信息服务业，全年完成交易11笔。这与其他发达国家的情况类似，如境外私募股权投资美国2015年交易数量最多的也是互联网及信息服务业，可见TMT作为近年来最热门的新兴行业，受到境外私募投资者的追捧。不过虽然交易数量居多，互联网行业获得的投资总额为0.36亿美元，占总量不到1%，平均单笔获得投资额仅330万美元。房地产业的交易数量排名第二，全年完成交易4笔，平均每笔投资额达到12.8亿美元。纵观各国获得境外私募投资热门行业，房地产业是传统行业中最受私募股权青睐的行业之一。

中国私募日本投资情况

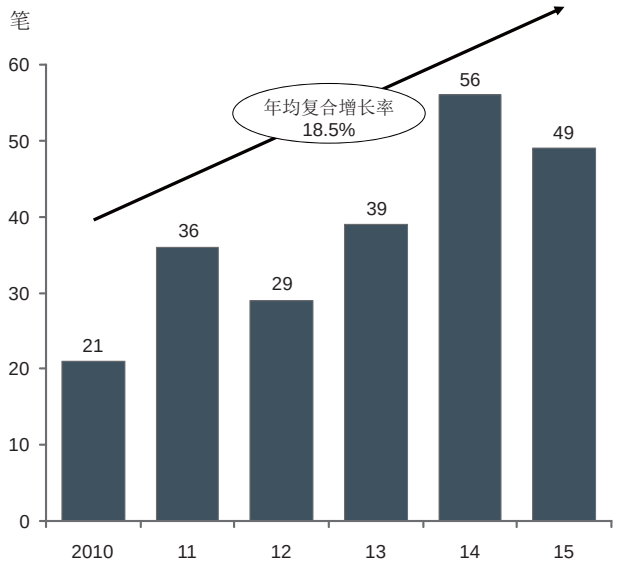
2010-2015年间，在所有投资日本的私募股权项目中，有中国私募参与的有7单，投资总额达到32亿美元，占6年投资总额的17.4%，投资涉及行业包括房地产业、电商业、餐饮业、互联网信息及服务业、软件业和医疗供应链业。

图15.5 境外私募投资日本行业分类（2015）



资料来源：Capital IQ

图15.6 境外私募投资日本交易数（2010-15）



资料来源：Capital IQ

日本	
外商投资限制	《外汇及外国贸易法》
外商投资常见风险	《劳工标准法》
可能适用于潜在投资的并购法律/政策	《反垄断法》 《公司法》

其中2015年完成的最大金额的交易是中投集团联合美国领盛投资共同收购日本东京都目黑区的雅叙园商业综合体（Meguro Gajoen），如前文所述。该地产项目包括酒店、办公、商业地产等，占地面积约37,000平方米。日元贬值以及日本房地产稳定的年回报率是吸引中投投资的主要原因。针对此次交易，领盛日本收购部主管奥村邦彦（Kunihiko Okumura）也表示，各国养老金投资基金和国家主权财富基金对日本房地产市场始终保持着浓厚的兴趣，他们也是日本房地产市场上主要的投资者。

虽然中国对日本投资有大幅提高，但中国企业对日投资的规模远低于日资企业对华投资的规模。根据日本外贸组织的统计，2015年整年，日本对中国直接投资额超过100亿美元，而中国对日本直接投资则不到10亿美元，这表明中国企业对日投资水平有待提高，也预示着巨大的发展潜力和广阔的成长空间。■

案例分析：三七互娱公司联合东方星辉基金收购日本知名游戏公司SNK Playmore

2015年8月6日，中国网络游戏公司三七互娱与私募基金东方星辉并购基金联合收购日本知名游戏公司SNK Playmore 81.25%股权，项目在日本大阪完成股权交割。此次收购金额6,350万美元（约合人民币4.24亿元），其中东方星辉出资5,080万美元。这也是目前中国文化传媒企业在日本进行的规模最大的收购案。

网络游戏诞生于二十世纪七十年代，近年来，全球网络游戏市场规模已从2007年的78.97亿美元增长至2011年的167.96亿美元，年均复合增长率为20.76%，而后随着网络游戏的盛行，2015年全球游戏收入预计会上升9.4个百分点，达到915亿美元。

上世纪80年代开始，日本就被具有划时代意义的游戏席卷，例如《最终幻想》《合金装备》《生化危机》等，但随着开发成本上升，日本发行商对游戏的选择越来越保守，然而欧美的游戏开发者会开发更具有创新性的作品，日本游戏产业与欧美游戏产业在发展道路上的差异越来越大，日本的游戏产业也在一步步走向衰退。

与此同时，作为我国互联网产业中增长最快、市场潜力最大、影响最深远的焦点产业，游戏产业发展潜力巨大。然而，行业面临的种种不确定因素，也引发了我国网络游戏产业对新的商业模式和发展趋势的探索。我目前国游戏产业整体发展放缓，网页游戏已基本达到顶峰，客户端游戏用户黏性下降，但仍具有不可替代性。另一方面，手机端游戏热度高，社交元素有效地增强了游戏黏性。然而，我国依然缺乏创造原创游戏品牌和持续运营品牌的能力。过去十几年国内游戏业的发展，完全属于国人的游戏品牌屈指可数，随着国内IP热的出现，行业公司的版权意识有了极大的提升，但一大批国内公司纷纷从日本引进热门动漫IP，也侧面反映了国内原创游戏及品牌运营能力的缺失。

三七互娱（上海）科技有限公司成立于2011年，专注于网页游戏和移动游戏运营，同时积极布局游戏研发，是中国互联网30强企业和十强游戏平台公司。2015年三七互娱的营业额达46.6亿元人民币，净利润达5亿元人民币。

东方星辉投资基金是东方证券旗下的私募股权投资基金，由东方星晖（北京）投资基金管理有限公司管理，该基金核心成员由东方证券直投业务的骨干组成，拥有丰富的跨境并购及文化传媒娱乐行业的上市、并购及投资经验。

日本SNK Playmore公司前身SNK成立于1978年，是日本老牌的大型街机和家用主机游戏开发商，曾旗下知名游戏IP包括《拳皇》系列、《侍魂》系列和《饿狼传说》系列等。SNK公司因经营不善于2001年破产，将知识产权转售给韩国Playmore成立SNK Playmore。

首先，东方星辉和顺荣三七联合出资设立上海喆元文化传媒有限公司，并于2015年7月与喆元文化签署增资协议，星辉上海认缴人民币33,900万元，顺荣三七认缴人民币8,500万元。

完成增资的喆元文化通过持股100%的境外投资平台LedoMillennium Co., Ltd. 公司收购了川崎英吉先生及川崎夏世女士持有的SNK Playmore Corporation的81.25%股权，收购金额为6,350万美元。本次交易获得了SNKP公司的绝对控股地位。相关方已于2015年8月6日在日本大阪完成上述股权交割。

在本次交易过后，中方将着眼于SNK旗下知名IP的运作工作，未来将会在动画、漫画与电影等领域内与其他公司展开合作。

本次中国资本收购SNK，一方面有助于中国公司更好地掌握IP资源，另一方面也可以助力中国游戏公司更深度地了解海外游戏的运作模式，为中国游戏进军日本乃至全球游戏市场打下基础。

其他参考资料：
Capital IQ
手游网，《知道么 2016年游戏行业前景发展的五大趋势》，2016年1月29日
（http://news.shouyou.com/news/01292016/093955570.shtml）
凤凰游戏，《<拳皇>开发商日本SNK被国内三七互娱收购》，2015年8月7日，
（http://games.ifeng.com/pcgame/chanye/detail_2015_08/07/41075795_0.shtml）

16. 澳大利亚市场综述

基本指数（2015）			
2014经济表现	人口（百万）	23.7	
	国内生产总值（亿美元）	8,888	
	国内生产总值年增长率（%）（2014-15）	2.5	
	2015国内生产总值增长率预期（%）	2.2	
	失业率（%）	6.00	
	净吸引外资额占GDP比例	3.19	
	净对外投资额占GDP比例	-0.13	
政府效率	政府效率表现（排名*）	26	↑
	政府腐败指数（排名）	19	↑
商业效率	对投资者的保护（排名）	69	↓
	新开公司所需流程数（个）	3	
	新开公司所需天数（天）	2.5	
外商投资	外资所有权普遍程度（排名）	14	↓
	投资政策对商业影响（排名）	49	↑
商业及融资环境	金融服务的购买能力（排名）	24	↑
	获得金融服务难易度（排名）	19	—
	股票市场融资难易度（排名）	14	—
	获得贷款难易度（排名）	39	↓
	获得风险投资难易度（排名）	40	↓
人力创新	知识产权保护（排名）	13	↑
	高等教育（排名）	8	↑
	人才利用效率（排名）	20	↑

*共有140个国家或地区参与排名，排名越高则表明这个国家或地区在此项表现越好

↑ 排名比2014年有所上升
↓ 排名比2014年有所下降
— 排名维持不变

数据来源：世界银行，世界经济论坛

澳大利亚接受外商直接投资（FDI）概况

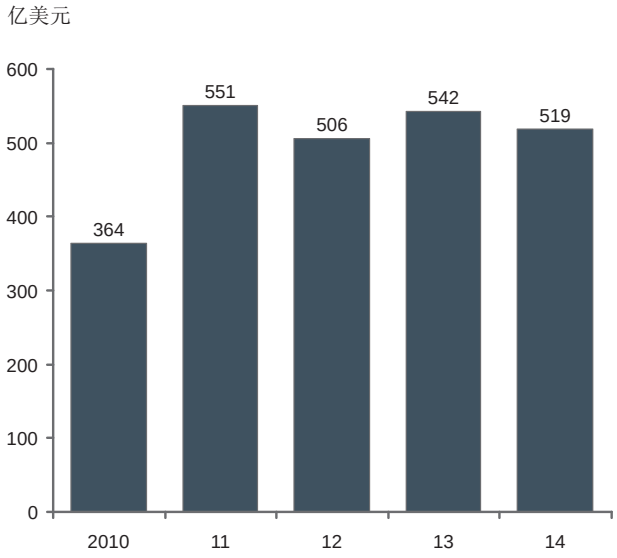
过去20年澳大利亚经济增速稳定，年均GDP增长3.3%。2015-2019年，澳大利亚仍被看好，将是发达经济体中增速最高的国家之一。

澳大利亚十分欢迎境外投资者，近十年来境外直接投资在前期维持平稳增长，后期则稳定保持在较高水平。2014年澳大利亚接受外商直接投资达到519亿美元。2014年的总量相比2008年增长了11%，高于其他经济发达国家的增长率，这凸显了澳大利亚对境外投资者的吸引力。

澳大利亚境外投资的增长动力源自经济的持续发展以及与贸易伙伴，尤其是亚洲投资者日益紧密的合作。对澳大利亚FDI增速最快的国家为中国，但欧盟以及美国仍然是对澳投资的主力军。中国对澳洲直接投资的增速在过去五年中的年增长率保持在42%；新加坡位列第二位，年增长率为19%；日本的年增长率是12%，排名第三。

中国是澳大利亚最大进出口贸易伙伴。2014年，双方的商品及服务贸易超过了1,600亿澳元，

图16.1 澳大利亚外商直接投资流入总额（2010-14）



资料来源：澳大利亚统计局

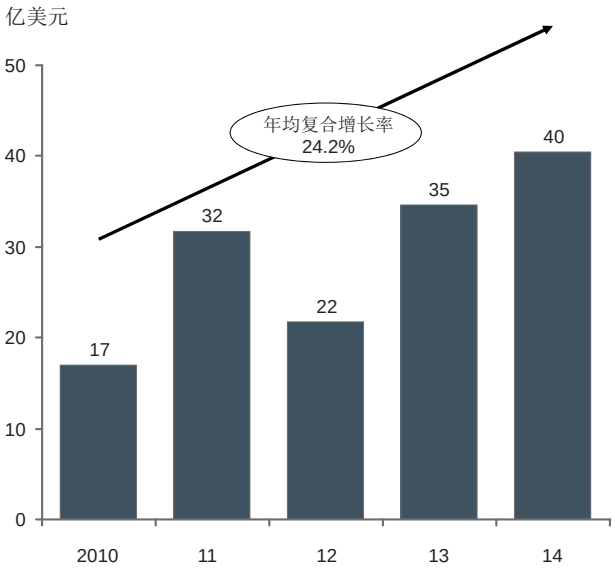
专家观点

斯图尔特·维斯特莫尔（Stuart Westmore）
艾意凯咨询
澳大利亚董事总经理

近十年来，由于国际金融危机后的许多不确定因素，澳洲的大量投资主要流入食品和医疗行业，即“刚性需求”行业。这两个行业在金融危机后仍有增长的势头，主要由于人口老龄化（医疗）和出口需求增长（食品和农业）。

不少私募投资的早期项目已经到了成熟退出阶段，因此，中国投资者近期也在积极寻找首批私募基金已退出的优质标的。比如2015年至今，HealtheCare（私立医院集团）这类有良好定位和高效医疗资产的公司为中国投资者所亲睐。这也推动了医疗相关资产的交易，如医院网络和癌症治疗等。不少其他行业的资产，如快消行业、上游农业产品供应商和牧场类地产（如Kidman家族）也吸引了中国投资者密切关注，同时这些澳洲企业也看好从中国日益增长的健康新鲜食品市场获利。

图16.2 中国直接投资澳大利亚总额（2010-14）



资料来源：中国对外直接投资统计公报，艾意凯研究与分析

是澳大利亚对外贸易总额的25%。澳大利亚为了增加其对中国贸易投资伙伴的吸引力，于2014年11月与中国签署了自由贸易协议。该协议的签订拓宽了中国企业进入澳大利亚农业、能源、天然资源等主要行业的渠道。这些行业因为符合中国经济快速增长的需要，跟中国投资者的契合度很高。

此外，澳大利亚的境外投资审核委员会（FIRB）对非敏感行业的资金审核门槛，从2.48亿澳元提高到了10.78亿澳元，这将会继续增加中国投资者跨境投资的机会。

2014年，中国对澳大利亚的投资领域相对集中，主要为采矿业和房地产业，从净投资额上看，采矿业（金属、煤矿）名列第一，房地产业第二，这两大行业占当年投资总额的80%；存量上，仍然是采矿业和房地产业分列前二，占存量的近80%。截止2014年底，中国共在澳大利亚设立近600家境外企业，雇佣外方员工8400多人，同时2014年第一家中国企业赴澳洲上市。中国投资者对澳洲市场的热情可见一斑，加上两国贸易关系的进一步加强，预期未来中国对澳洲投资将进一步升温。

法律环境

澳大利亚的外商投资需遵守相关澳大利亚主管机关的国家利益审查和申报义务。生物医药行业在澳大利亚受到相对较严的监管，但同时投资人可获得特定优惠政策。

外商投资限制概述

澳大利亚对外商投资有着复杂的法律及政策。外商对澳大利亚公司及资产的投资如果超过规定门槛，可能需要受到审查（视个案情况而定），由此确定该交易是否有悖澳大利亚国家利益。

外商在澳投资的法律规定主要是1975年《外资收购及接管法》、1989年《外资收购及接管规则》以及澳大利亚外商投资政策。外商对澳投资涉及外国人投资及外国政府投资。

根据外资收购接管法，外国人指（1）非澳大利亚常住居民的自然人；（2）公司，公司中对其享有控制权益的人（单独或联合其他人）非澳大利

亚常住居民；或（3）信托财产的受托人，而受托人中对信托财产享有实质利益的人（单独或联合其他人）非澳大利亚常住居民。

外资政策规定外国政府投资者包括：（1）外国政治体；（2）实体，其中某一外国政府、其代理或相关实体对其总计持有15%或以上的利益（不论为直接或间接持有）；（3）实体，其中两个或两个以上外国政府及其代理或相关实体对其总计持有40%或以上的利益（不论为直接或间接持有）；（4）以其他方式被外国政府、其代理或相关实体及任何联合公司控制或可能为其控制的实体，包括作为控股集团组成部分的实体。

外商对澳投资是否需要申报取决于投资类型及外国投资者的身份，私人投资者或外国政府投资者将适用不同规则。

除其他投资外，对价值超过2.48亿澳元的澳大利亚公司或业务的投资、对特定敏感行业的投资以及外国政府投资者的所有投资（不论其投资价值），必须通报澳大利亚财政部长，由财政部长判定该交易是否有悖澳大利亚国家利益。在实践操作时，投资者（或其顾问）就拟议交易与FIRB进行沟通，FIRB就投资者提交的提案向财政部长提供建议。

外商投资的常见风险

外商对澳投资时需考虑以下常见问题：1）企业并购的一般风险，包括但不限于A.知识产权（诸如专利、设计及版权）的保护；B.符合产品标识要求、产品责任及保险相关规定；C.符合贸易惯例——遵守误导及欺诈行为相关禁止规定以及其他消费者保护要求（诸如强制向第三方销售以及了解重大的索赔诉求）；D.供应及购买协议是否适当；E.控制权变化限制及财产/融资安排上的产权负担；F.遵守税法规定；G.生产及仓储场所是否适当以及场所在租赁条款或环境及规划法律中的使用限制；H.场所污染；以及I.各州及联邦法律下就使用及处置危险化学品、危险物料及废弃物的各类许可及执照，职业安全以及劳动法问题；2）反腐败和反贿赂；以及3）外汇风险，特别是与融资计划有关的外汇风险。

可能适用于潜在投资的并购法律和政策概述

澳大利亚并购审查制度也适用于将严重削弱或可能严重削弱澳大利亚某一特定市场竞争的资产或股份收购投资（不论直接或间接收购）。2010年《竞争和消费者法》（CCA）第50条禁止规定的焦点在于拟议收购将如何对市场竞争产生影响，而非审查。

澳大利亚的竞争法由CCA规定并通过澳大利亚竞争和消费者委员会（ACCC）实施。

当一项并购同时满足以下两项条件时，鼓励合并各方在并购完成前向ACCC进行申报：

1）并购各方的产品和/或服务是可替代或互补的；2）并购后的公司在相关市场中占有超过20%的市场份额。

虽然在澳大利亚对并购予以事先申报是自愿的，但当并购引起竞争问题时，通常的做法是先申报获得批准，再进行拟议交易。通过以下三种方式可以取得对拟议交易的授权：1）ACCC非正式并购审查；2）ACCC正式批准；或3）澳大利亚竞争仲裁庭授权。

仅当ACCC审查后认为并购不会违反CCA第50条规定（即严重削弱澳大利亚相关市场的竞争）时方会批准该并购。但另一方面，如果有证据表明并购会为澳大利亚民众带来福利，即便该并购会严重削弱竞争，澳大利亚竞争仲裁庭仍会给予授权。非正式并购审查是评估拟议并购交易最常用的方法，因为非正式并购审查在审查时间、信息要求及保密方面有一定的灵活度。

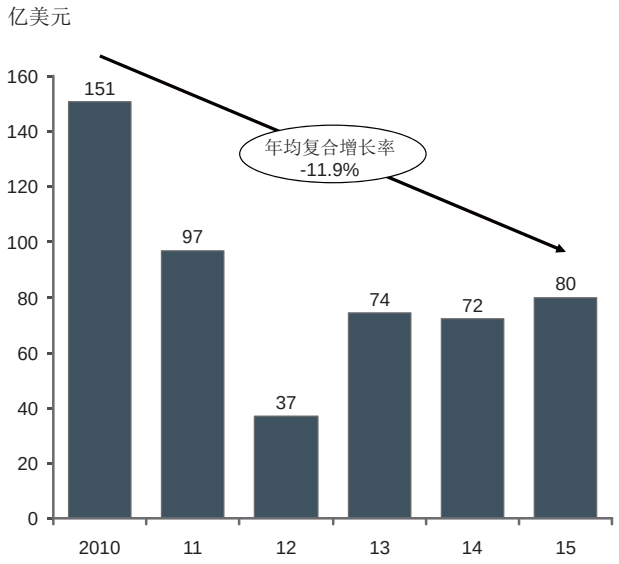
需要指出一点，即使并购各方决定不向ACCC做自愿申报，ACCC也可能通过其他渠道，如媒体报道、从并购各方竞争者或其他政府部门处获悉拟议并购交易。例如，如果并购各方向FIRB报批，FIRB有可能会在批准之前向ACCC询问拟议交易有关情况，以确保拟议交易无垄断问题。

如果事先未取得ACCC的非正式批准，而拟议交易又被发现违反CCA第50条禁止规定，那么ACCC可能会诉诸法庭要求处以罚款、申请获得禁止拟议交易继续进行的禁令或就已进行且违反竞争法相关规定的收购出具剥离相关资产或业务的命令。此外，ACCC可能会按照CCA第87B条规定接受可执行承诺书。这些是ACCC在某些并购个案中用以处理并购垄断问题的方法。

澳大利亚境外私募股权投资澳大利亚市场

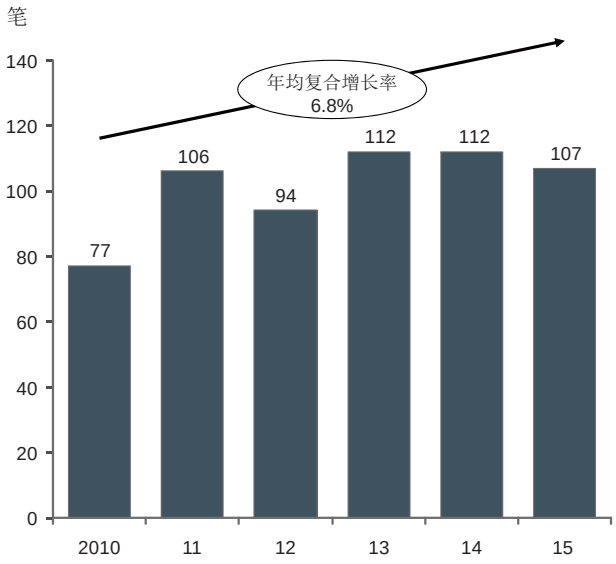
2010-2015年，境外私募股权对澳大利亚市场的投资总额达到511亿美元，其中峰值为2010年的151亿美元。2015年来自私募股权的投资额相比2010年下降了47%。从数量上看，境外私募的投资仍属活跃，从2010年的77笔上升到2015年的107

图16.3 境外私募股权投资澳大利亚交易额（2010-15）



资料来源：Capital IQ

图16.4 境外私募股权投资澳大利亚交易数（2010-15）



资料来源：Capital IQ

笔，6年年均复合增长率近7%。不过这意味着平均单笔交易的交易额在逐年减小，2015年这个数值约为0.75亿美元。

2015年，境外私募股权投资的前十大热门行业共获投资约78亿美元，占全部投资额的97%。其中房地产业所获投资占前十行业的49%，占总量的47%，钢铁及煤矿、化学品、建造工程等行业紧随其后。从2015年行业热度来看，澳大利亚的优势吸引点仍在自然资源行业，除上述行业，前十行业还包括农产品、石油天然气开采、再生能源等行业。

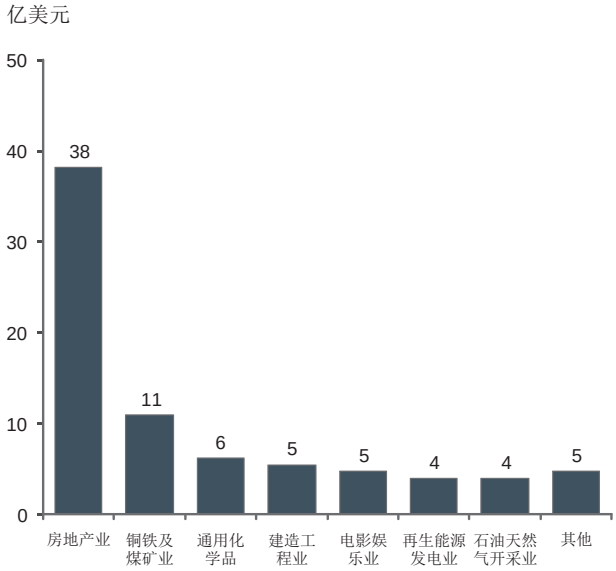
2015年单笔交易金额最大的项目来自中国，由中投集团投资澳大利亚的房地产集团，交易金额达到约18亿美元。这也是目前中投在澳大利亚金额最大的投资。

而交易数最多最活跃的是钢铁及煤炭行业，2015年全年共完成交易24个，平均每笔获得投资4,500万美元。房地产业、互联网软件和服务业在交易数上分列第二和第三位，分别完成17笔和10笔交易；房地产业平均每笔获得2.2亿美元，可见境外私募对澳大利亚稳健型资产的偏好。

中国私募澳大利亚投资情况

6年间所有投资澳大利亚的私募股权项目中，有中国私募股权参与的项目共计15个，投资总额

图16.5 中国直接投资澳大利亚行业分布（2015）



资料来源：Capital IQ

达到44亿美元，涉及的行业包括房地产、钢铁及煤矿、金矿、石油天然气开采、再生发电、航天国防、燃料和包装食品行业。

2015年中国私募股权参与四笔澳大利亚投资，金额最大是由中投出资收购写字楼，本次中投收购标的资产组合共有位于悉尼、墨尔本和布里斯班三

表16.1 2010-15中国私募股权投资澳大利亚金额及交易数

年份	交易金额（亿美元）	交易数量（笔）
2010	0	0
2011	1.71	2
2012	7.56	3
2013	3.20	5
2014	0.20	1
2015	31.63	4

资料来源：艾意凯研究与分析

个城市的9座办公楼。中国投资者对澳洲商业地产的关注度正快速提升，2014年，中国有史以来第一次超过美国成为澳洲最大外商直接投资来源国，而其中的资金有近一半流入了澳洲地产领域。

2015年第二大交易是广东广晟资产管理有限公司对澳大利亚上市公司PanAust（铜金矿开采和生产商）的收购，出资9.8亿美元后，中方持股比例从此前的23%上升到70%。2015年还有一笔值得关注的交易是由弘毅资本出资3.3亿美元投资澳大利亚的能源公司桑托斯（Santos Limited）。此项交易是桑托斯减少债务、支撑其资产负债表的计划措施之一。

从中国私募股权投资者的投资方向来看，现阶段最关注澳大利亚的稳健型资产，故投资方向集中于自然能源和房地产行业。在未来中澳贸易加强的基础上，中国私募股权可能会进一步探索并投资澳洲的其他行业。■

案例分析：新希望集团联合厚生投资收购澳大利亚基尔科伊畜牧业

2013年12月3日，新希望集团联合私募基金厚生投资以近5亿元人民币收购澳大利亚第四大牛肉加工商基尔科伊畜牧业公司（Kilcoy“KPC”）的100%股权。

伴随全球活牛饲养量的增加，牛肉产量呈现出波动增长的趋势。2000年全球牛肉总产量为5,317.3万吨，2014年全球牛肉总产量上升到5,969.0万吨，牛肉产量上升幅度不大，主要是由于贸易条件恶化、主要饲养国家牧草质量下降等原因。根据联合国粮农组织的数据，全球牛肉生产分布与全球活牛饲养的分布一致，主要集中在印度、巴西、中国、美国、阿根廷、澳大利亚等国家，2013年前三大牛肉生产国家的产量占全球总产量的62%左右。

随着我国消费水平的不断提高，对牛羊肉的消费也大幅提升。中国日报数据显示，从2008年到2012年全国牛肉人均消费量从4.3公斤增长到 5.6公斤，年复合增长率6.7%。但我国人均牛肉的消费量依然偏低，在每年5公斤左右，低于全世界人均10公斤的水平，更低于发达国家人家50公斤消费量。虽然需求不断增长，但是我国牛肉供给却不断下滑。从2008年到2012年，我国肉牛存栏量从8900万头减少至6500万头。

国内供需缺口产生牛肉进口需求。我国每年进口牛肉量大概50万吨，仅占牛肉消费量的7%，远远不能满足增长的需求。其中澳大利亚是我国进口牛肉的主要来源，占进口量50%以上。据澳洲肉类活畜协会（MLA）统计，过去五年间澳大利亚对华牛肉和小牛肉出口总值增长了3273%。尤其是近两年我国肉牛产业发展纷繁复杂，养殖业进入高成本时代，生产供求维持“紧平衡”，价格“倒挂”明显，国产牛肉价格普遍超过进口牛肉。

新希望集团创立于1982年，是首批中国农业产业化国家级重点龙头企业之一。集团拥有农牧与食品、化工与资源、地产与基础设施、金融与投资四大产业集群，截至2015年初，集团在海内外近30个国家拥有分子公司约600家，销售收入超过900亿元人民币。

厚生投资成立于2010年3月，由新希望集团及其下属子公司四川南方希望实业有限公司担任有限合伙人，王航等三名自然人担任普通合伙人。厚生投资目前管理3支基金，其中新希望产业投资基金I期为人民币基金，主要投向大农业、泛食品、现代医疗及其他生活消费产业。新希望产业投资基金Ⅱ期为美元基金，产业出资人有新希望集团、三井物产（日本）、ADM（美国）、淡马锡（新加坡）等，投向大农业、泛食品及其他战略新兴产业。成立四年，厚生投资已投资了包括北京新发地 （中国最大的农产品批发市场）、二商食品（中国最大的腐乳供应商）、宁夏伊品（中国最主要的氨基酸产品供应商之一）等十多个项目。基尔科伊畜牧业公司（Kilcoy“KPC”）创立于1953年，是澳大利亚第四大的牛肉加工商，每年加工超过260,000头牛，每年销售额为三十多亿元人民币，10%多的销售额供应本地市场，80%以上的销售额供应海外市场，包括美国、日本、韩国、中国等地，在中国KPC的代理商是中粮集团。

2013年12月，新希望集团联合厚生投资收购澳大利亚基尔科伊畜牧业公司，投资近5亿元。双方从接触到并购完成，前后历时五个月左右。

收购完成后，新希望保留了KPC原有的管理团队，而新希望没有派出任何管理人员或是财务人员，使得整个项目平稳过渡到新的股东掌控下。通过这次并购，新希望获得KPC强大的牛肉加工与销售业务，完善了其全球产业链中重要的一环——产品供应；另外从行业和中国市场未来趋势的判断，KPC也会是一个优良资产。新希望可以帮助KPC扩大产品品类，针对中国市场开发更加高附加值的产品。而新希望也在国内投资扩建销售渠道，为KPC产品更多地打入中国的超市做准备。KPC能够通过新希望更好地抓住快速增长的中国市场，扩大业务规模，增强新希望的综合业务实力。

其他参考资料：
Capital IQ
凤凰财经，《厚生投资详解新希望“出海”逻辑》，2016年4月16日，
（http://finance.ifeng.com/a/20160416/14326878_0.shtml）
新浪财经，《新希望首披澳洲KPC并购内幕 厚生投资成幕后推手》，2014年8月18日，
（http://finance.sina.com.cn/chanjing/gsnews/20140818/115120042733.shtml）

17. 印度尼西亚市场综述

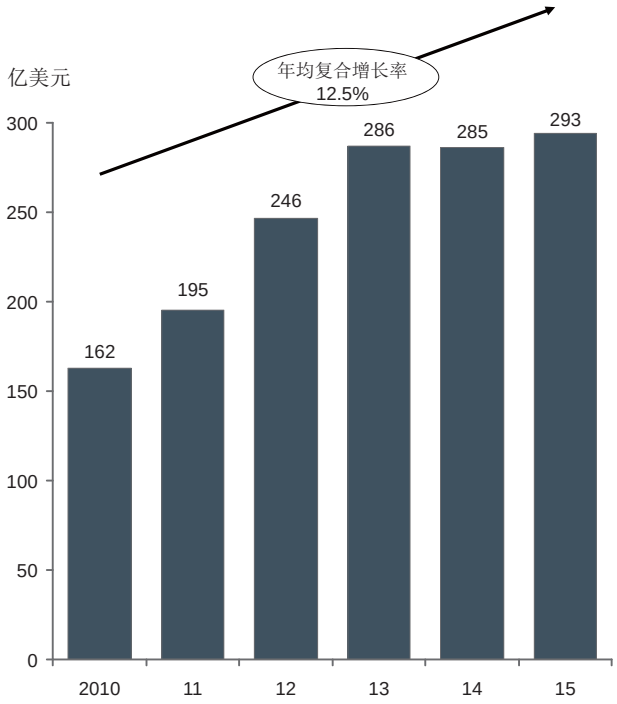
基本指数（2015）			
2014经济表现	人口（百万）	252.2	
	国内生产总值（亿美元）	4,717	
	国内生产总值年增长率（%）（2014-15）	5.0	
	2015国内生产总值增长率预期（%）	4.7	
	失业率（%）	6.20	
	净吸引外资额占GDP比例	2.97	
	净对外投资额占GDP比例	1.17	
政府效率	政府效率表现（排名*）	46	⬆
	政府腐败指数（排名）	57	⬇
商业效率	对投资者的保护（排名）	42	⬆
	新开公司所需流程数（个）	10	
	新开公司所需天数（天）	52.5	
外商投资	外资所有权普遍程度（排名）	67	
	投资政策对商业影响（排名）	87	⬇
商业及融资环境	金融服务的购买能力（排名）	40	⬆
	获得金融服务难易度（排名）	45	⬆
	股票市场融资难易度（排名）	34	⬇
	获得贷款难易度（排名）	15	—
	获得风险投资难易度（排名）	17	⬇
人力创新	知识产权保护（排名）	48	⬇
	高等教育（排名）	65	⬇
	人才利用效率（排名）	80	⬇

*共有140个国家或地区参与排名，排名越高则表明这个国家或地区在此项表现越好

⬆ 排名比2014年有所上升
⬇ 排名比2014年有所下降
— 排名维持不变

数据来源：世界银行，世界经济论坛

图17.1 印尼外商直接投资流入总额（2010-15）



资料来源：Capital IQ

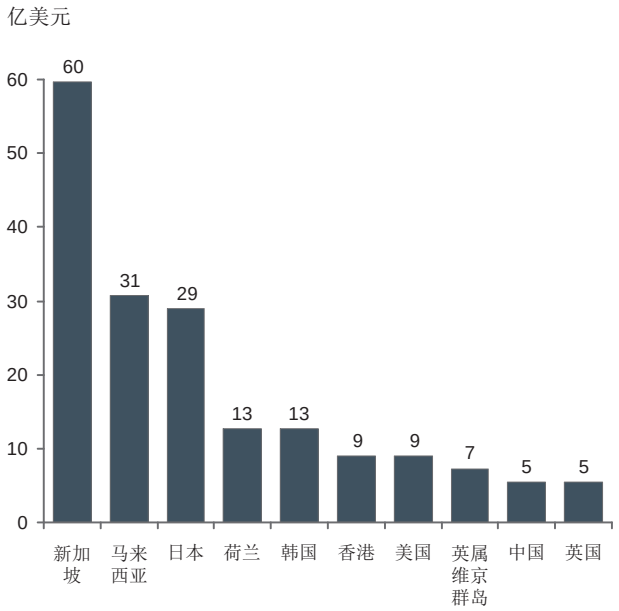
印尼接受外商直接投资（FDI）概况

2010年到2015年，印尼吸引的国外直接投资的年均增长为12.5%，从2010年的162亿美元增长到2015年293亿美元。主要的境外直接投资领域为采矿业、食品业、运输及仓储业、通讯业、金属、机械和电子行业、化工和医药行业。这些行业占到了全部外商投资的50%以上。

根据统计显示，印尼接受的境外投资中，来自亚洲的直接投资占到整体的51%以上，其中东盟国家的投资达到总量的30%，非东盟国家的投资为20%左右。

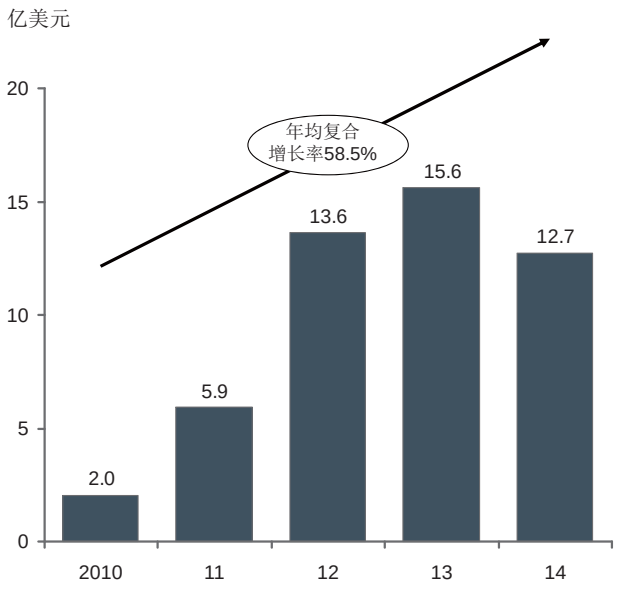
2015年前十大投资国 / 地区占到全年印尼境外投资总额的62%，其中新加坡、马来西亚以及日本位列前三，总投资额为118亿美元，占到整体40%左右（图17.2）。

图17.2 印尼外商直接投资主要来源国/地区（2015）



资料来源：印尼投资协调委员会

图17.3 中国直接投资印尼总额（2010-14）



资料来源：中国对外直接投资统计公报

中国对印尼的直接投资

根据印尼官方的统计，中国2015年对印尼的直接投资占到总体境外投资的2%，而由中国香港直接投资印尼的资金则占到总体境外投资的3%。根据项目数量来看，2015年中国在印尼完成的项目数共有1,052个，香港完成的项目数有422个，分别占到整体项目数的6%和2%。

根据2014年中国对外直接投资统计公报的分析，2010年到2014年期间，中国对印尼的直接投资年均复合增长率达到58.5%，2014年投资总额比2010年增长了5倍之多。从行业的存量分布来看，中国对印度尼西亚的投资主要集中在以下几个产业：电力、热力、燃气和水的生产供应业、制造业、采矿业、批发和零售业、以及金融业等。其中单单在制造业，中国在印尼便有9.85亿美元的投资存量。在东盟国家里，印尼是中国第二大投资目的地国家，目前投资存量达到近68亿美元。不过离中国对新加坡的206亿美元投资存量相比，仍然有不小的差距。

法律环境

外商投资印尼市场需要注意投资领域的限制，其中限制最大的是能源业与矿产业。虽然印尼政府把促进投资列为支持国家经济发展的重要事项，但境外投资者仍需考虑印尼的投资环境有大量不可预测性。

外商在印尼允许成立两类法律实体：外商投资有限公司（PT PMA）和代理处（KPPA）。

外商实体的投资许可证发行由印尼投资协调委员会（BKPM）主要办理。BKPM为外商投资开通了线上窗口，协助办理许可证申请并提供其他相关服务。为了简化流程，印尼投资协调委员会同时建立了一个国家级的综合平台来处理过去需要多个机构和政府部门批准的许可证。

在印尼外商直接投资由印尼法律25/2007管制。这项法律说明所有在印尼的外商直接投资必须以“有限责任”形式进行，外商持有公司的股份。另外，印尼政府在总统法令39/2014里指明对外商直接投资的各项限制，称为“负面清单”，主要统一不同行业领域的外商直接投资限制。

总统法令39/2014里注明，某些行业领域允许外商投资者可以持有100%的所有权，而除此之外的行业领域，外商持有股权则限制在20%至95%的范围内。

在印尼投资需考虑各项发展中国家所存在的风险，尤其因为政治因素导致的不稳定对外商投资有很大的影响。其中几大注意事项包括：

第一，贪污：印尼贪污指数虽然近年来逐渐改善，政治性贪污每天仍然出现在头条新闻中，激起了不少民众的不满；

第二，基础设施：印尼缺乏优质和广泛的基础

专家观点

玛纳斯 • 塔莫地亚（Manas Tamotia）
艾意凯咨询
新加坡董事总经理

受下列因素影响，东南亚地区的并购持续稳健发展：

地区内大型企业及企业集团在固守其在本国市场的主导地位的同时，意识到东盟经济共同体在区域一体化上的潜在影响。例如，泰国酿酒公司（泰国著名食品饮料及房地产公司）通过收购卡西诺集团在泰国的零售业务Big C来拓展其分销网络。与此同时，这些企业也利用东盟经济共同体来开拓毗邻的其他东南亚国家的业务，比如泰国酿酒公司收购了新加坡星狮集团。

通过纵向一体化策略及拓展客户群体，日本企业及越来越多的韩国、中国及印度企业也在东南亚市场中积极寻求扩张机会。

私募在东南亚市场取得了各异的成绩。受政策对特大型收购的限制，以及本地、区域性、亚洲的资本提供方众多，导致竞争激烈，估值要求严苛等，一些大型全球并购基金近年来在市场中表现平平。反而提供中间市场成长资本投资（即1000万-1亿美元的交易规模）的投资者在开发优质投资机会后取得了更骄人的成绩。

中国企业将在东南亚投资市场中为私募基金带来极大裨益，尤其当投资不仅仅是资本注入，而是额外附加进入新市场的机会、领先的科技、先进的供应链及规模效应等。

在东南亚，消费品及医疗行业一如既往受到私募基金的热捧。我们建议投资者转变对某些行业的固有偏见，如建筑业、工业品、农业等，以求转向竞争较弱的并购机会。

设施，给经济和社会发展带来限制。印尼近期的宏观经济发展说明现有的基础设施无法支持经济水平的可持续增长；

第三，种族宗教暴力：印尼出现过长久和组织性暴力行为，其中种族与宗教在印尼社会影响较深，投资者需要考虑此因素。

税务事项

在印尼注册设立的企业需就其全球收入在印尼缴纳企业所得税。自2010年起，根据印尼的法律17号条款（36/2008），企业所得税率为单一税率25%。上市公司如有一定的实收资本在证券交易所进行交易，则其适用税率可减少5%。

外商在印尼投资能获得相应的投资抵减。投资土地、建筑物、工厂和设备的投资总额中，30%可以用于抵减净利润，年限为6年，比例每年减少5%。根据政府法规，52类行业和某些区域的77类其他行业可以享受该税收优惠政策。

某些特定企业适用的税率包括：1）石油：只有合同签订并批准后才能适用优惠税率；2）采矿：一般矿业公司的应纳所得税额取决于取得税收优惠待遇的时间；3）建筑：建筑企业需按照合同价值的2%至6%缴纳最终企业所得税，整体或部分的建筑活动均需缴纳企业所得税；4）房地产：房地产企业需就土地或房屋所有权转让价值总额的5%缴纳最终企业所得税；5）土地和房产租凭：应按租凭资产总值缴纳10%的最终企业所得税；6）外国钻井：总收入按照3.75%的有效税率缴纳企业所得税，税后净利润需缴纳20%的分支机构利润税；7）非居民国际航运：公司需就营业收入总额的2.64%缴纳企业所得税。

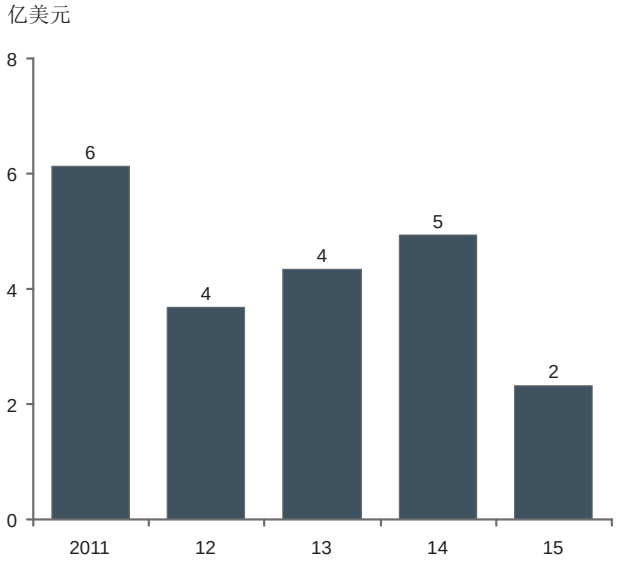
印尼境外私募股权投资印尼市场

根据Capital IQ的统计，非本土的私募目前在印尼直接参与投资并不活跃，从2011年到2015年在印尼直接投资的由私募股权基金参与并完成的交易数虽由12笔上升到39笔。但和其他国家相比，仍然不能够吸引到大量的投资。

由于项目的整体数量相对较少，投资的偶然性比较大，但是观察从2011年到2015年所有有私募基金参与的项目，主要还是集中在电商以及互联网软件两个主要的行业。根据公布出来的数据显示，互联网软件行业在2011年到2015年的五年间共完成有私募参与的交易34个，电商行业有21个。两个行业的交易数量占到了整体交易总量的40%以上。

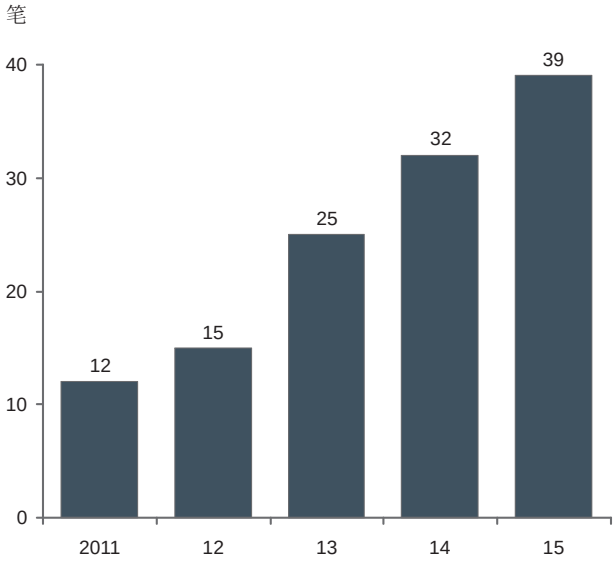
从交易额来看，电商行业也是所有公布交易的行业中交易额最高的行业，达到了6亿美元，平均单笔交易三千万美元左右。

图17.4 境外私募投资印尼交易额（2011-15）



资料来源：Capital IQ

图17.5 境外私募投资印尼交易数（2011-15）



资料来源：Capital IQ

从单笔交易的角度来看，最高交易额的交易行业出现在电商行业，由乐购（Tesco）联合瑞典金纳威克投资（Investment AB Kinnevik）和淡马锡等投资基金公司对在线电商平台来赞达（Lazada）的两次投资，共计5亿美元。

来赞达不仅仅在印尼有销售网络，更重要的是它在东南亚的其他国家，例如泰国，马来西亚都有销售，受到了很多的关注。

除了电商领域，在食品、消费品、消费者金融、电信、制造业等领域我们也看到了一些由私募股权参与的大于1亿美元的交易。但是总体上，私募股权愿意较大规模投资的行业还是在一些与消费者密切相关并且私募股权基金本身比较擅长的领域。

中国私募股权投资印尼市场

中国私募股权在印尼的投资相对比较少，根据Capital IQ的数据库信息，我们看到有两笔交易，分别是2014年完成的由旦恩创投投资印尼的电商平台WOOK和由戈壁合伙人有限公司（Gobi Partner）投资的Tripvisto.com。

WOOK是连接大中华区优质品牌和印尼零售商的平台。为大中华区的品牌商提供直达印尼1万多家零售商的扁平化渠道，其在印尼有强大的本土地推团队，帮助企业在印尼实现快速增长；另一方面，WOOK为印尼的零售商提供供应链平台、售后服务支持和供应链金融服务等。

另一项小规模投资是由戈壁投资Tripvisto.com，帮助其实现A轮融资。交易额大约一百万美元。Tripvisto是印尼的旅游和休闲服务提供商，戈壁的投资将会帮助Tripvisto改善并提高其产品与服务。虽然中国私募股权对于印尼的投资目前看起来仍然不是十分活跃，不过我们相信印尼作为目前亚洲投资的蓝海地点，未来仍有不错的前景。■

其他参考资料：
Capital IQ
投资界，《旦恩创投凌代鸿：为什么要投资印尼电商WOOK》， 2015年5月11日，
（http://news.pedaily.cn/201505/20150511382457.shtml）
黑马网，《【融资首发】B2B移动电商平台WOOK获3000万元A轮融资》，2014年12月15日，
（http://www.ebrun.com/20141216/118400.shtml）

案例分析：旦恩创投领衔腾讯电商控股等四家投资人投资印尼B2B移动电商平台WOOK

2014年12月，WOOK获得了3,000万元A轮融资，由旦恩创投、吴宵光（腾讯电商控股前CEO）、杨向阳（源政投资董事长）和黑马基金联合投资。

印度尼西亚有2.52亿人口，人均GDP为3,500美元，相当于2008年的中国。同时，印尼的人口结构十分年轻化，30岁以下的人口占比为60%。虽然印尼目前的零售业态落后，但是这个市场正处于人口红利期，消费需求旺盛，升级潜力非常大。印尼整体人口收入水平不高（中产阶级月收入为人民币3,000-5,000元），但是群众对消费的概念普遍超前，对新品牌、新潮流接受程度很高。此外，印尼当地的消费金融体系以及信用卡透支和分期付款的消费习惯让这个市场很有活力。

几年来中国互联网发展的红利也波及到东南亚，东南亚的许多国家跨过了有线互联网的阶段，直接进入了移动互联网的时代。印尼的脸书和推特用户数量在全球排名前四，微信的用户数也是除中国以外的国家中最高的。

虽然移动互联网发展迅速，但印尼传统的消费制造业却毫无作为，像家电、3C这样的基础消费升级产品，其所有的供应链几乎都不在印尼。消费制造业的缺失和日韩品牌的衰落开始无法满足印尼中产阶级日益高涨的消费需求，这给来自中国的品牌和产品带来了巨大的机会。

旦恩创投成立于2012年，是国内优秀的早期风险投资机构，主要聚焦于环保新能源、先进制造业、生物与医药技术、电子信息与互联网等领域，其最近的投资案例包括北京优势财富、五彩鹿、解放杯、艺考帮、收货宝等。

WOOK是印尼非凡电讯有限公司内部孵化的移动互联网产品。非凡电讯公司已经在印尼市场深耕了四年，它旗下的“VIVAN”的品牌，如今已是印尼3C配件行业第一品牌。WOOK是连接大中华区优质品牌和印尼零售商的平台。一方面，WOOK依靠其在印尼强大的本土地推团队，为大中华区的品牌商提供直达印尼一万多家零售商的扁平化渠道，帮助中国企业在印尼实现快速增长；另一方面，WOOK为印尼的零售商提供供应链平台、售后服务支持和供应链金融等服务。

目前WOOK在印尼有五家分公司，三个办事处，整个团队共有320人，其中本地员工占了将近300人。其在印尼全国已经拥有完善的分销与零售客户网络，零售网点超过10,000家。

印尼是一个巨大的消费市场，而中国有着庞大的制造业资源，WOOK看到了资源互补下的巨大市场，在其中起到连接中国品牌和印尼零售商的作用。通过向中国优秀互联网公司的学习，WOOK建立了一个融合O2O模式的B2B移动电商平台，把中国优秀的制造业高效嫁接到印尼的消费者需求。平台的一端是大中华区的制造商和品牌商，他们有先进的制造力，但是没有精力和能力开拓海外市场。平台的另一端是印尼当地庞大的线下零售商。印尼的现代连锁业并不发达，全国最大的手机连锁店仅有500多家门店，最大的家电连锁还不到50家门店，而且价格缺乏优势。对于零售店而言，通过WOOK可以找到有质量保证和售后服务的好产品，直接与中国厂商对接，去掉中间环节，降低进货成本。更重要的是，WOOK正在与印尼的工商银行合作，为零售店主提供金融支持。同时，WOOK还把大量的零售商整合起来，可以到上游厂家大规模团购、定制产品，获得像连锁店一样的议价能力，为零售商取得价格优势。

另一方面，WOOK团队在渠道管理上有丰富的本土化经验，并能将现代化的IT手段和管理效率运用在印尼这种相对原始和落后的市场中。印尼消费市场高度依赖进口，本土基本没有制造业，尤其是消费电子，所以这个市场上的小型消费电子类分销渠道必须掌握优质供应链资源并做好扎实的供应链管理，整合境外的供应链资源、同时结合本土情况进行落地就成了所有消费电子产品在印尼的必经之路。WOOK团队中国的供应链与技术开发团队的规模在2015年突破了100人，对接国内优质产品资源，这在印尼市场的渠道商中是极为稀有的。

据WOOK总经理王凯透露，2015年WOOK平台的月销售额达到3,000万人民币。

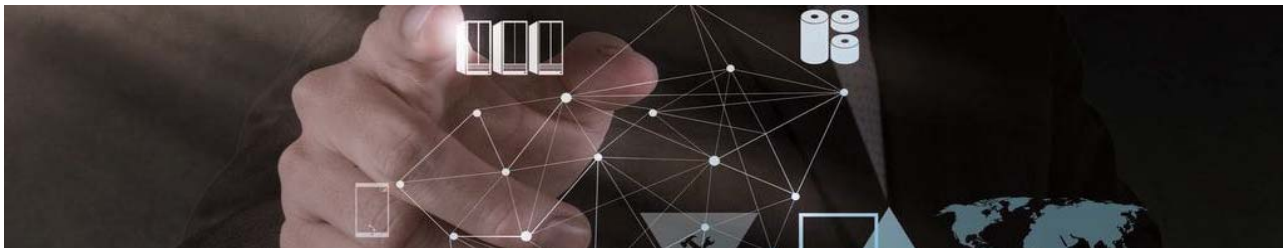
在传统的销售模式下，印尼进口商一般挣20%，批发商挣10%，小批发挣7%，零售商挣30%。而WOOK使国内工厂和品牌商直接对接印尼线下零售商，在这个模式下，能保证15%的毛利润。

第六章

境外投资必经之路——战略布局

The Inevitable Path for Outbound Investment — Strategy Planning

Section VI



18. 选择合适的境外投资方式

企业境外并购策略

很多企业在投资本土的增长出现了困境之后就自然而然想到了海外市场，希望借助海外的扩张来获得更多的利益空间。这本无可厚非，但是是不是所有的企业都适合境外投资？企业适合什么样的投资方式，必须要和实体企业的战略相结合了。

首先，每个企业都要回答我们为什么要“走出去”。

所谓“走出去”一般来说是指在全球范围内开展业务的经营战略。从微观层面讲，“走出去”战略是国际化经营战略，实施主体是各类企业。走出国门，代表了各类企业张开双臂去迎接已经到来的国际化浪潮。从宏观层面讲，“走出去”不仅是企业战略，更是国家战略，中国通过进一步扩大对外开放，利用国内外两个市场和两种资源，合理地弥补自身薄弱环节，发挥比较优势，更大程度地参与国际分工和国际市场竞争。

俗话说，“三思而后行”，对于中国企业来说，在决定是否要把步子迈向海外前，首先需要回答如下三个问题，以解决自身战略布局：

未来若干年，企业所处行业在全球范围内有哪些主要发展趋势？

面对全球化经济的发展趋势和现状，中国企业首先需要对自身所处行业进行全球化的判断和思考。

未来三到五年甚至更长时间范围内，全球范围内的行业发展趋势有哪些？这些趋势性变化有哪些是需要通过国际化手段来解决和追赶的？中国企业对自身行业环境的了解、对趋势变化的判断，包括对自身所在位置的定位，都有助于帮助企业进行下一轮布局思考。

面对全球发展趋势，未来的机会与挑战有哪些？全球市场格局会产生怎样的变化？

从中国企业的角度来看，如果行业的未来增长点依旧主要在中国本土，那是否意味着短期内的当务之急是快速占领本地市场，获得先发本土优势？而如果企业判断未来若干年国外市场依然是该行业的重要阵地，那么尽快加入全球竞争行列无疑是企业需要做出的战略布署和变化。

全球格局的变化始终是个动态的过程，企业需要根据自身所处的位置进行评估和预测，同时针对自身的判断安排相应的战略布局。全球市场的格局变化，将很大程度上影响着企业是否需要“走出去”这一关键性决策的确定。

在未来的全球行业格局里，企业有怎样的战略愿景与目标？企业未来的市场重心是专注国内还是将全面拓展海外市场？

并非所有企业都应该或适合走出去。事实上，部分行业的企业更适合就地本土发展，例如存在政策监管或垄断的资源型行业。然而，对于大多数服务类、产品类行业的企业来说，获取资源和技术支持，转而通过国际化的过程来提升自身竞争力，或者是占有国际市场先机，都是“走出去”的重要动因。

专家观点

滕勇
艾意凯咨询
中国副董事

外商直接投资与并购是中国企业能够快速获取有战略优势的新资产非常有效的工具。尤其是并购，能够快速的拉近资源缺口的距离，使得企业能够移向更加盈利的产品。随着中国企业寻求满足日益增长和更成熟的市场需求，这种趋势将继续增长。

此时，在企业的不同发展阶段，是否适合“走出去”也不是一个一概而论的标准答案。因此，只有企业自身最适合也最亟需回答这个问题，战略先行，再论走或是留。

再者，我们要回答我们凭什么“走出去”。

当企业完成对未来一段时间内的战略规划布署后，一旦明确“走出去”路线，中国企业亟需也是必须要做的，便是进行系统的“自我诊断”。这一“知己”的战略过程，是基于对企业过去和现在的认识，更重要的是要把企业放到假设的、甚至是已经了解到的海外市场环境下，客观评估自身实力，思考为什么走出去、走出去想要获得什么、以何种方式走出去、走出去之后的步骤做法等等一系列实际问题。

这一“自我诊断”至少要从以下三个角度出发：

企业现有的核心竞争力是什么？这种优势是如何为企业带来过往的成功的？

回答这个问题，是企业对自己的一个“认知”过程，对于许多本土企业来说，能够在国内站稳脚跟具有一席之地，一定有其自身优势，然而这种“本土优势”能否在走出去的过程中转化为“国际化”优势，则需要企业自己把脉诊断。

为了实现企业在未来全球行业格局中的战略愿景与目标，企业在未来需要具备哪些核心竞争力？

企业现有的核心竞争力已经帮助企业在国内市场奠定了基础，但这并不意味着就能帮助其实现未来的战略愿景，特别是针对要在国外市场打开局面这样的目标。那么，为了实现既定的战略愿景与目标，企业需要在未来建立哪些核心竞争力，这必须与需要进入的未知市场环境、企业自身资源配置、时间规划、行业情况等因素结合进行综合考量。

对于上文中提到的核心竞争力为资源能源类企业，获得资源就意味着拥有了核心竞争力，因此获取更多资源特别是全球范围内的海外资源则成为未来的国际化重点方向，而为获取海外资源所要培养和积累的关系能力都是该类型企业所应该必备的。如若其走出去的目标和方式是输出本土优质产品与服务，以本土资源打开海外市场的姿态“走出去”，那么显然需要了解海外市场需求和供给情况，提升自身在海外市场的品牌和渠道拓展能力，这几点是过去本土企业不一定给予足够重视的方面。

企业该如何建立在现有核心竞争力的基础上，发展或获取未来所需要的核心竞争力？是否需要通过国际化的手段获取未来所需的核心竞争力？

核心竞争力的获取，并不一定只有“自我发展”或“自我挖掘”一种途径，对于“时间就是金钱”的商业社会来说，突破海外市场弥补短板的“短平快”方式更多地落在海外并购、海外合资等吸收国际化要素的手段方式上。当然，也并不是所有的本土企业都适合海外并购，蛇吞大象消化不良的情况，也是时有发生的。

因此，企业需要自我回答这样的问题，是否需要通过国际化手段，是否有能力和有准备以国际化的商业运作手段弥补其所缺乏的核心竞争力，还是以自我复制的方式走向海外。这需要企业决策者的判断，根据企业本身的性质目标所决定。

最后，我们要回答我们“走出去、做什么”。

明确且制定了短时间内海外拓展方向，同时完成了对企业自身的核心资产及能力优势评估，结合自身行业及产业特点，中国企业对于“走出去、做什么”这个问题应该有各自不同的答案。

从海外拓展的不同需求和组织形式，我们可以将中国企业国际化战略划分为四种不同的形式（见图18.1：国际化战略选择）：

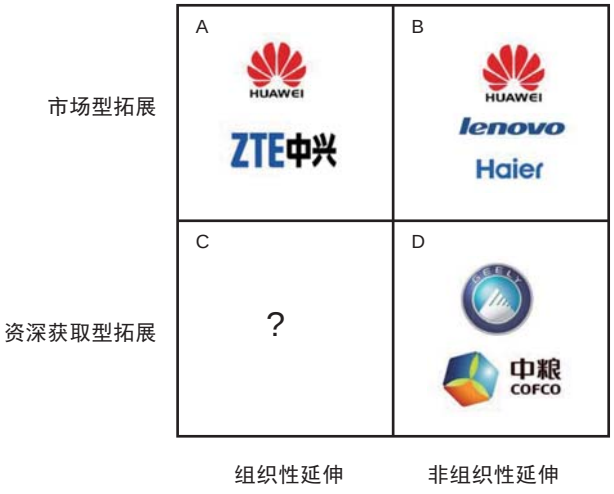
A.市场型拓展+组织性延伸

以华为、中兴为代表，将优势业务带出国门走向全球，主要以将国内优质业务及管理人员派驻海外、国内组织延伸至海外市场的方式，占领海外市场。

B.市场型拓展+非组织性延伸（并购）

以联想为代表的部分中国企业，意在把自有品牌延伸到海外市场，但主要以收购、并购海外领先

图18.1 国际化战略选择



资料来源：艾意凯研究与分析

企业的方式，不以国内人员和组织的拓展，而是以资本换取品牌资产入驻。此类企业往往在通过并购拓展的同时，也积极推进自身业务在海外市场的组织性拓展。

C.资源获取型拓展+组织性延伸

指不通过收购、并购等方式，完全依靠复制或转移自身组织和人员体系获取当地资源和核心业务能力，进行拓展。（目前较为少见）

D.资源获取型拓展+非组织性延伸（并购）

指通过收购、并购等方式，主要以资本而非人力和组织延伸获取当地资源及核心业务竞争力。并购所获得的各类资源，往往能够帮助企业提高在本国市场的竞争力，或者能够凭此直接进入海外市场。吉利汽车、中粮等的并购案均在此类。

通过对拥有一定行业覆盖度的知名企业的案例进行研究，我们发现上图所列的B与D为中国企业常用的国际化战略。采纳B战略的企业往往也兼顾A战略。而在采纳D战略的企业当中，不同类型的企业通过并购所获取的资源差异明显，有些以矿产粮食等有形资源为主，而有些以技术等无形资源为主。

企业开展私募股权投资的方式

根据投资性质的不同，企业开展海外私募股权投资常见的方式主要可以分为企业通过参与设立私募股权基金和企业协同私募股权基金进行投资两种方式。前一种方式下，企业往往并不是投资项目的发起方，而是通过投资私募股权基金间接持有标的公司的股权，多见于财务投资性质的股权收购；后一种方式下，企业往往以实现战略收购或产业并购为目的，与私募股权基金组成联合体共同开展海外收购。

企业参与设立私募股权基金间接投资

这种模式下，投资项目往往由私募股权基金主导和发起。私募股权基金投资机构发现投资机会后，作为普通合伙人（GP）发起设立基金并向企业和其他合格的投资人募集资金，成立私募股权基金后开展投资。

多数情况下，企业以LP身份投资到私募股权基金投资机构发起设立的私募股权基金（有限合伙）。私募股权基金投资机构较之企业更擅长投资项目的执行和管理，一般会作为基金的GP。GP一般另外设立子公司，作为私募股权基金的管理人。私募股权基金直接持有目标公司股权，成为目标公司股东。

作为私募股权基金的LP，企业将认缴私募股权基金的主要份额（通常为90%以上），间接成为目标公司的股东；私募股权基金投资机构作为GP，往往仅在名义上认缴少量份额；GP（通过其子公司作为基金管理人），承担基金运作管理、投资决策，和参与被投公司管理等工作。由于LP不参与基金管理和投资决策工作，所以该种模式下企业可以获得财务性投资收益，但通常不会取得对目标公司的控制权或决策权。

在投资期结束后，私募股权基金一般可通过标的公司上市、标的公司控股股东回购、向第三方转让股权等方式实现溢价和退出。企业可依据合伙协议约定的利益分配方式获取投资收益。GP则主要通过收取超额收益和通过其子公司作为管理公司收取管理费的形式获得收益。

企业联合私募股权基金投资机构共同投资

这种模式多见于企业主导的产业并购，即企业寻求通过并购实现产业链整合、业务升级或市场拓展等目的。相比于企业单独开展并购，私募股权基金投资机构的加入往往可以产生更多的优势。例如，私募股权基金投资机构的加入可以降低企业投资成本和现金流支出，增加企业收益；私募股权基金机构海外并购经验丰富，可为企业的海外并购保驾护航，减少投资风险；如合作的私募股权基金机构市场信誉良好，可帮助企业迅速建立与目标公司的双向信任，提高交易确定性；另外，私募股权基金投资机构可以为企业提供丰富的投后整合和管理经验；另一方面，拥有实业经验的企业也正好弥补了私募股权基金投资机构的不足。

典型投资结构是企业通过与私募股权基金投资机构共同出资设立特殊目的公司（SPV，主要用于持有目标公司股份）。这种模式下，企业通常为并购项目的主导方，因此企业一般选择持有SPV中的多数股权以确保对目标公司的控制权。私募股权基金投资机构通常持有少数股权且承诺不会寻求SPV的控制权，或认购SPV的不享有投票权的优先股。交易阶段，通常由SPV与目标公司签署交易合同；之后，企业和私募股权基金投资机构通过向SPV增资的形式将资金注入SPV，完成投资。私募股权基金投资机构为保障其退出渠道，一般会在投资之前与企业达成协议，如在一定时期内，目标企业未实现整体出售或上市，私募股权基金投资机构可通过向企业溢价转让其所持SPV股权的方式实现投资收益和退出。

企业与私募股权基金合作的选择

当决定走出去是企业必须采用的拓展形式之后，企业就要切实思考通过哪种形式去实现境外投资。

正如本书第一章中所阐述的那样，直接投资是比较直接的方式，是企业通过直接对境外企业的并购实现其海外拓展的需要，这些直接投资的企业往往在资金方面都比较的充足，并且筹资成本不高。

但是对于海外投资经验尚不丰富的中国企业来说，直接投资海外仍然是有相当大的风险以及不确定性的。所以部分中国企业选择了与私募股权基金合作的方式，来进军海外市场，利弊在本章的第一小节已有详尽叙述，这里不再赘述。

本节讨论的重点则是在两种不同的合作方式之间——成为私募股权基金的有限合伙人以及与私募股权基金共同合作去投资，究竟如何选择的问题，我们认为需要从几个维度来考虑。

第一，企业要明确所要投资的对象是战略性投资还是财务性投资，以此来决定采用哪种方式来进行境外投资。

战略性投资，就是指对企业未来产生长期影响的资本支出，具有规模大、周期长、基于企业发展的长期目标、分阶段等特征，影响着企业的前途和命运的投资，即对企业全局有重大影响的投资。

这类投资通常资金需求量较大，回报周期较长，并伴随较大的投资风险。因此，企业战略性投资的风险投资特征往往也非常明显。企业战略性投资事实上是市场竞争的产物。企业制定战略性投资，目的是建立明显的竞争优势，在国内外市场的竞争中获胜。企业在市场中的竞争地位加强，企业价值的实现和增加才有可靠保证。

也正因为企业战略性投资是要建立起企业的竞争优势，使得企业在市场中的地位有所加强，战略性投资的标的企业主要是和投资企业处在同一个价值链上的，或者是能产生比较强的协同效应的。

类型一：兼并相同类型的企业，如光明收购以色列食品商特鲁瓦（Tnuva）。特鲁瓦不仅是以色列最大的乳制品企业，在肉类、冷冻食品等领域也有优势，可以与光明在技术研发、市场营销、渠道通路等方面形成协同效应，也可以汲取以色列高效现代农业的经验，促进光明全产业链的精细化发展。

类型二：兼并产业链上下游，如安徽中鼎控股收购德国抗震降噪企业WEGU。德国WEGU在抗震降噪方面具有世界领先技术，能为汽车总成、电动汽车提供智能解决方案。而中鼎股份在汽车零部件制造和国内市场销售方面能力突出，通过对WEGU的收购和整合，丰富了中鼎的产品系列，与其现有产品形成协同效应，从而使中鼎能够为整车厂商提供高端减震降噪橡胶产品，提高了产品的核心竞争力。

类型三：投资其他可行的多元化产业，江河创建收购澳洲连锁眼科医院（Vision Eye Institute）。作为中国的建筑装饰企业，江河收购眼科医院展现了其布局医疗服务产业链的野心。江河此前即与北控医疗设立联营公司开拓医疗健康产业，双方通过并购、参股、托管等多种运作方式进行医院管理服务、医疗设备、生命医疗等产业的投资。而此次收购加快了江河引进国外先进管理经验和技术的步伐，江河希望能为己进一步发展医疗健康业务奠定基础。

财务性投资，就是指以获取中短期财务价值为目的，主要通过溢价退出实现资本增值的交易行为，包括单一股权投资和混合型投资。财务性投资一般不参与被投资企业的直接经营与管理，一般也不派驻董事。

这类型的投资往往是中短期行为，并且是为了实现某一个比较重要的中短期目标而进行的。例如收益性目标、成长性目标、市场占有目标等等。

由于财务性投资时间上的限制，意味着财务性投资者要能够看见标的尚未被其他投资者看见的潜在价值，这样可以在未来的投资中快速退出，实现溢价。所以财务性投资者在投资标的的时候通常要看在3-5年内有没有什么快速提升价值的方法，例如财务性投资会从考察市场状况及其变化中去捕捉投资机会；从国家政策的调整中去寻找投资机会；从产业政策的变化中寻找投资机会。以今日资本投资京东为例，2007年今日资本首轮投资京东1000万美元。而中国电商迅速展露头角的年份恰恰是2003至2006年间，当当、卓越、阿里巴巴、淘宝、京东等互联网电商的佼佼者都是在这一期间被消费者所了解熟知的。正是因为赶上市场的“风口”，今日资本投资京东获得了100倍的回报。

专家观点

孙德岚
（Stephen Sunderland）
艾意凯咨询
中国董事总经理

在生命科学领域，中国公司的创新能力越来越强，但目前这些创新大部分集中在商业模式方面。拓展国际市场能帮助中国企业发展其他方面的创新能力，因为公司获得了新的海外市场需要开拓，国际化也让公司有了更多的创新需求。

财务性投资在之前的国际化战略中可以理解为是资源获取型拓展和非组织性延伸的一种形式（图19.1）。一般情况下，瞄准财务性投资的企业主要是希望从更广泛的行业中获取超额回报。

通常情况下，如果一个企业想要战略性投资某一个标的企业的话，成为某私募股权基金的有限合伙人就不太合适，因为在有限合伙制的私募股权基金中，普通合伙人承担更多对交易的执行和操控，而有限合伙人对交易的管控就比较弱。

所以，偏重战略性投资的企业比较适合与私募股权基金共同去投资的这种形式，而偏重财务性投资的企业则适合成为某一个私募股权基金的有限合伙人。

第二，企业还要明确未来是否有一个明晰的投资行业主战场，自己是否需要有主动权或主导权，这点也是判断如何与私募股权基金合作更加有利的标准之一。

有些企业在海外收购的时候比较看重自己对于整体交易的主导与控制。主要是因为所投资的行业是自己未来主要发展的方向，或者已经有了相关的经验，或者做好了深入学习的准备。因此对于交易的全过程都要求有自己的主导权和主动权。

中国大型企业在兼并其他目标行业企业的时候，一般情况下都需要拥有绝对控制权，因为他们对要整合的企业已经有了一个清晰的想法。所以我们建议在未来想要发展的主战场行业，企业若已经有了比较明晰的判断，直接投资的方式或者是由私募股权基金协助来完成一部分海外整合的方式将有助于未来企业的发展。

对此，最典型的案例莫过于联想收购IBM个人电脑业务这单交易了。在其融资构成中，有3家国际投资公司共花费3.5亿美元认购联想集团增发的新股。其中，德太集团（TPG）投资2亿美元，泛大西洋集团（General Atlantic）投资1亿美元，新桥资本（New Bridge Capital）投资5000万美元。交易完成后，这三家私募股权基金占据了约10.2%的新联想集团的股份。除了为联想收购提供融资，得太集团、泛大西洋集团以及新桥资本运用自身的行业经验，对联想集团的收购及后期整合都提供了很重要的支持。

在企业很了解自己的投资行业，并且目标也很明确的时候，直接投资或者与私募股权基金合作投资则是主要的合作方式。这两种方式的差别主要在于企业对于境外市场是否熟悉，因为私募股权基金在交易的时候所起的作用除了资金的支持外，更多是利用其在海外地区的资源帮助更好地整合后续的交易。

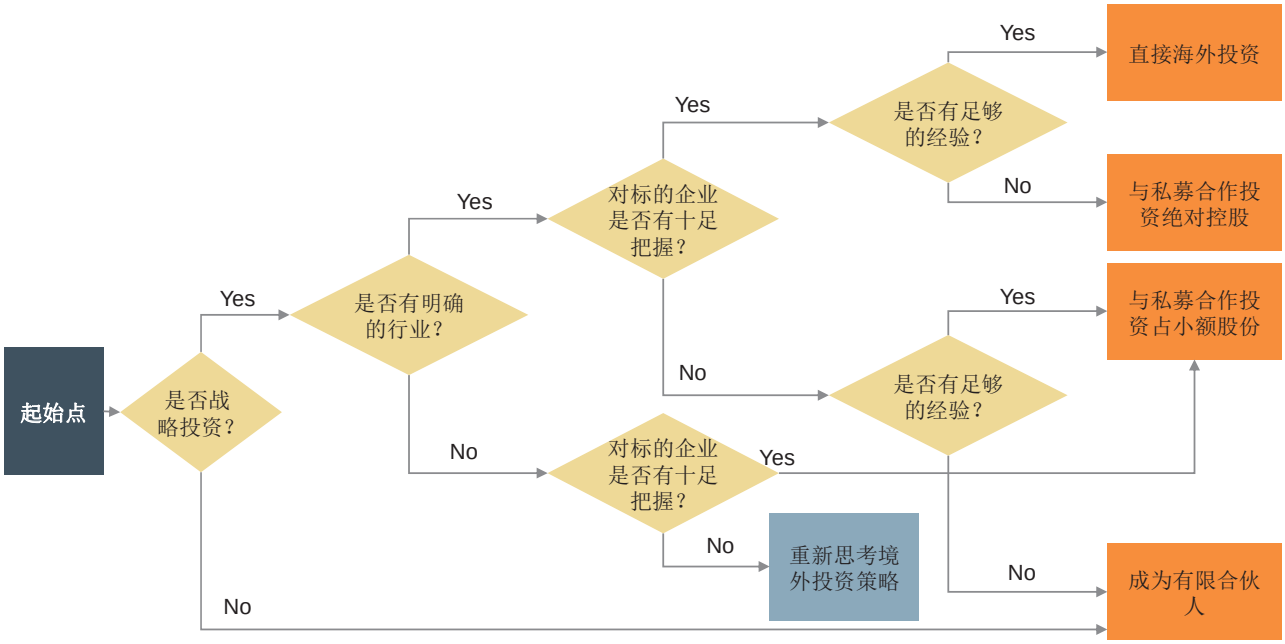
那么，是否有例外，当企业并不是特别清楚自己对于这个标的企业的远景，对于自己的战略尚有明确的空间，那么是不是只有成为私募股权基金的有限合伙人这一条路呢？

其实我们也看到有些交易中，私募股权基金虽然占据了控股权及交易的主动权，但是仍然有企业及产业投资人的身影。

国开熔华之前就有一笔这样的交易。国开熔华看中了德国的一家专注于药物洗脱球囊研发和销售的公司，通过一年多的了解以及沟通之后，国开熔华联合远大医药和珠海金控收购了这家德国企业70%的股份。国开熔华在这个交易中拥有绝对的控股权，并且在交易完成后仍然主导该德国企业的产业链整合以及产品技术进入中国操作流程（具体案例详见本章案例部分）。

在这笔交易中，我们看到其实对于远大医药这家企业来说并没有特别选择绝对的交易控制权，反而选择与私募股权基金合作，因为远大医药虽然在医药行业有很深的行业经验，但是对于是否要将药物洗脱球囊这一块业务作为未来主攻的方向尚有待考察，再加上远大并不想过多介入管理国外公司运营。因此选择与私募股权基金合作，让私募股权基金拥有主导权，自己则占有一小部分股份，既能够保持自己的影响力，又能够避免过多地介入管理与运营，还能够在未来时机成熟的时候从控股的私募股权基金手上买下相关股份。

图18.2 企业境外投资选择决策树



最后，一个企业如果对于某一行业有了一定的了解，但是对于具体的进入时机仍有些犹豫，也没有特别心仪的收购对象或者合作伙伴，不妨成为某一个专业私募股权基金的有限合伙人。在投资的过程中，逐渐了解这个行业，也了解相应的目标企业，为自己未来投资奠定一定的专业基础。

第三，企业要明确自己目前是希望投资一个标的企业，通过整合资源来实现自身实力的最优化，还是投资一系列标的，寻找未来可能的优化方向。有些企业对于某一个企业或者标的已经有了势在必得的决心，确认这个标的企业或者公司是能够为将来企业的发展奠定一定基础。在这样的条件下，我们认为企业直接投资或者与私募股权基金合作一起去投资标的企业是比较好的路径。

而有些企业其实目前并没有特别的标的。在这种情况下，企业如果对于境外投资还是有一定的兴趣，也对于所要投资的行业有一定认知的前提下，仍然可以选择做私募股权基金的有限合伙人，顺利走出去。

当然，如果企业对于自己的目标行业和投资标的都不清晰，但是仍然想要进行战略投资，那么可能就需要外部力量介入，通过专业的咨询机构帮助寻找筛选合适的行业或者标的。

根据我们之前所介绍的内容，我们制作了企业境外投资选择方式的决策树，这个决策是建立在企业已经确认了“走出去”战略且在资金上并没有特别压力的基础之上的。■

专访：弘毅投资CEO赵令欢

赵令欢
弘毅投资
董事长、CEO

从中国企业的角度出发，如何在“直接投资”和“与私募股权投资机构合作”这两种模式中选择？

弘毅过去参与了很多中国企业海外投资的项目，也帮助企业成功收购标的。从中国企业角度出发，伴随着“走出去”战略的逐步落实，中国企业对海外收购有很大的需求，但由于过往的发展中主要聚焦于中国市场，境外运作的经验和视野往往有限，而这方面恰好是私募股权投资机构的优势，其国际视野、资源网络、国际资本运作能力往往比实体经济企业更丰富，企业可以充分利用私募股权投资机构的这些优势，寻找合适的合作伙伴。

中国企业应该选择怎么样的私募股权投资机构合作？

从私募股权投资机构的角度来说，其自身成功取决于投资企业的价值增值。我认为出色的私募股权投资机构不仅仅能够带来资本，而应该是“带着资源的资本”，了解企业兴衰的规律，从而帮助企业做出更好的选择。另一方面是中国企业在选择合作伙伴的时候，要重视其投后整合的能力。以弘毅投资参与国企改制为例，弘毅近期参与了几例上海的国企改制，企业选择弘毅作为合作伙伴的首要原因是弘毅规范、透明、经得起政策和时间的考验，同时在投后管理中能够为企业提供战略提升和资本运作的帮助，当然包括对企业海内外并购的支持和直接参与。

过去弘毅在与企业共同参与的投资中扮演什么角色？

以中联重科收购意大利CIFA的100%股权为例。2008年，中联重科作为战略投资人出资60%，弘毅投资联合高盛以及一家意大利当地的私募机构作为财务投资者共同出资40%。在收购完成之后，弘毅帮助中联和CIFA顺利进行整合，并实施了一系列增值举措。

这个案例很好概括了弘毅在一系列海外投资中更多的是以“共同投资人”（Deal Sponsor）的身份出现，不同于一般的财务投资，弘毅擅长帮助企业进行投后的整合和管理，帮助中国企业适应国际化市场。另一个可以佐证“共同投资人”的交易案例是联想收购IBM PC业务。在当时的环境下，很少中国私募机构有跨国收购的经验和能力，所以当时我们和TPG以及通用电气参与到交易中，他们在全球范围内有丰富的收购经验。

总而言之，弘毅的特点是作为“共同投资人”，凭借自身在海外市场的经验弥补中国企业海外经验不足，通过投后管理和增值服务让标的充分升值，并最终实现投资回报。

境外投资如何寻找合适标的？

我们在寻找交易的时候有几个重要的原则：

1）我们只做自己了解的行业；2）我们进行投资，大部分情况下希望以股东的身份参与，相比于投资银行和顾问，更多以“共同投资人”的角色出现，直接投资并直接参与投后整合。

境外投资的投后管理如何实施？

相比寻找交易，投后管理和整合的重要性更值得重视。国际环境下的管理和运营往往是国内企业所欠缺的。而我给中国企业海外收购的建议是一定要强调投后整合。注重投后整合进而帮助标的增值，最理想的状态是买方在收购之前就明确收购的目的和投后管理的方向。

以中联境外收购为例，完成对CIFA的收购之后，我们依托于CIFA已有的成熟的团队，帮助中联在全球快速开拓市场并更好地结合了CIFA与中联在技术、品牌、制造、市场方面的优势，实现了良好的整合效果。

锦江对法国卢浮集团的收购也是如此，锦江虽然已经做成了中国最大的酒店管理集团，但仍缺少全球酒店连锁管理和运营经验，而卖方管理层的经验和能力就显得弥足珍贵，良好的整合将帮助锦江快速在境外拓展发展版图。

另一个不同的案例是马上诺（PizzaExpress）。相比帮助中联重科“走出去”，“引进来”，通过投资境外标的并引入中国是另一种对外投资模式。弘毅对于马上诺的收购就属于后者，收购和投后整合的目标是引入中国市场所需要的产品和服务，并将其打造为以中国为重要市场的国际公司。值得一提的是，锦江集团也作为战略投资者投资于马上诺，由于锦江本身是餐饮及酒店服务业的巨头，也有帮助KFC进入中国的成功经验，能有力地支持马上诺的发展并持续增值。

弘毅作为第一家入驻自贸区的私募股权投资机构，您认为上海自贸区有什么独特的优势？

跨国收购中，国外企业最关注两个“确定性”：一是交易的确定性，二是资金的确定性。很多时候，

如果不能保证这两点的确定性，即便出价再高，也不一定能竞标成功。而之前的情况是，大量中国企业有海外收购诉求，但因为事先审批的要求输在了起跑线上。

上海自贸区成立之后，由事前审批改为事后备案，大大加强了中国企业“走出去”的确定性和效率。

总体而言，我认为自贸区的优势主要体现在两个方面，

一是上海市政府工作人员的专业能力非常出色。政府和自贸区的相关领导对于规则的理解、法律的理解、国际环境及国际规则的理解都非常出色，专业能力也很强；二是上海的地缘优势。上海是国际金融中心，无论从政策上还是商业环境上都非常有吸引力。

您给想要“走出去”的企业什么样的建议？

第一，“走出去”动机要纯，企业要有切实的为了发展所进行的境外投资或者收购的需要，不能盲目为了名头而“走出去”。并购的成功率很低，而跨境并购风险更高，成功率更低。

第二，准备要充分，包括资金、资源、人员甚至思想上的准备。很多企业往往容易低估投后整合的难度。“走出去”必须准备充分，才不会低估难度或者误判。

第三，寻找有国际经验的金融合作伙伴作为共同投资人，双方在资源和经验方面形成互补。

19. 寻找标的

不同于借贷或股票类的投资，私募股权基金在进行财务投资的同时，也会为投资标的提供企业发展战略、管理人才及产业合作关系等增值服务。这同时也是一项以战略投资为初衷的长期投资，其运作流程往往是长期持久的。就创造价值来说，私募股权投资机构通过募集资本、寻找交易和投资管理等一系列运作来获取丰厚的收益。

不同机构的投资领域和特点不尽相同，但大体的运作模式是有迹可循的。大多数私募股权基金运作具有一些共同流程与基本方法，总的来说可分为五个阶段：寻找交易、尽职调查（交易评估）、交易结构设计、后续管理、退出变现五个阶段（如图19.1）。

多元化的项目寻找渠道

好的投资项目是私募股权投资成功的重要基础，而如何以较低的成本和较快的速度寻找并获得高质量的项目则是投资能否成功的关键。

不同渠道提供的项目信息质量存在差异，顶尖的私募股权机构中，投资经理在充分利用行业关系及管理层社会网络等资源的同时，也会积极整合投资银行、咨询公司等外部渠道，以期用多元化的项目渠道降低风险。私募股权基金有时也会直接联系目标公司表达投资兴趣，而如果对方也有兴趣，双方将会进行初步接触或谈判。

利用私募股权基金会议及协会

伴随着行业的迅速发展与从业人数的不断增长，一批致力于协调中国私募股权行业的机构及从业人员，通过论坛和峰会等形式交流行业信息、保障行业利益。同时，加强国际资本与中国资本之间相互了解的行业协会也逐渐建立起来。在这里，我们对活跃在中国私募股权投资领域相关的行业协会进行了整理和筛选，供行业相关人士和企业检索参考，可作为发现项目的契机或通道之一。

表19.1 内部渠道与外部渠道的比较

渠道类型	概述	主要途径
内部渠道	充分利用战略合作伙伴、行业关系及管理人员的社会网络等资源，收集项目信息	• 战略合作伙伴 • 行业关系 • 管理人员社会网络 • 股东关系
外部渠道	积极地整合投资银行、管理咨询公司等专业机构获取项目信息，并深化合作	• 商业/投资银行 • 管理咨询公司 • 证券公司 • 其他专业服务合作伙伴

图19.1 私募股权基金创造价值过程示意图

表19.2 重要的私募会议名录

英文名称	中文名称
Asia Private Equity Forum	亚洲私募论坛
Annual AVCJ China Forum	《亚洲风险投资期刊》中国论坛
China Limited Partners Summit Global Alternative Investment	中国有限合伙人峰会
Management Conference	全球另类投资管理峰会
FundForum	基金论坛
Super Return	《超额回报》
Super Investor	《超级投资者》

资料来源：艾意凯研究与分析

《超额回报》

《超额回报》会议在全球已经连续举办了18个年头，建立起了强大的国际影响力和声誉，是业界知名的创业投资和私募股权会议，能够为与会者提供无与伦比的全球化平台，结识来自世界各地的行业巨头。《超额回报》在各地的分会议也遍布了全球主要的私募股权投资市场。

《超额回报》在中国于2011年首次举办地区分会，是中国私募股权行业高质量的会议，专注分析中国市场中最值得关注的问题，只有最顶尖的LP和GP才会被邀请成为会议的发言人。今年是《超额回报》在中国举办的第六届，中国与会者普遍认为《超额回报》是私募股权行业高质量的活动，参与其中能够获得大量优质的交流机会。

同时，我们也对国内和亚洲知名的私募股权行业会议进行了整理和筛选，供行业相关人士和企业检索参考：

表19.3 亚洲知名私募协会

英文名称	中文名称
LPACN	中华有限合伙人联合会
CVCA	中华股权投资协会
HKVCA	香港创业及私募投资协会
SVCA	新加坡风险及私募投资协会

资料来源：艾意凯研究与分析

中华有限合伙人联合会（LPACN）

中华有限合伙人联合会始创于2008年9月，由活跃在中国的全球主要有限合伙人策划和发起，旨在为国内外私募股权机构投资者提供一个最可靠的非营利互动平台。联合会自成立至今，已有五十余家全球领先的有限合伙人机构加入，均为在中国非常活跃且有巨大影响力的有限合伙人机构，管理的资本合计上万亿美元。这些机构先后在中国投资了上百家领先的创业投资基金以及私募股权投资基金，成为支撑中国创业投资和私募股权投资市场不断发展的主要力量。

项目的筛选、初评与考察

项目初步筛选，是投资经理根据目标公司提交的投资建议书或商业计划书，初步评估项目是否符合初步筛选标准，是否具有良好发展前景和高速增长潜力，进而判断是否存在进一步投资的可能。对于少数通过初步评估的项目，私募股权基金将组成专门项目组对目标企业进行考察，最终确定是否通过初步筛选。

项目初评，是投资经理在收到项目的基础资料后，根据自己所在的私募股权基金的投资风格和投资方向，对创业项目进行初步评价。各家私募股权基金通常都有一套自己的投资策略，包括投资规模、投资行业、投资阶段选择等，因此，在项目初评阶段，基金经理通常根据直觉或经验就能很快判断。由于项目初评只对项目的一些基本信息进行考察，因此对于通过初步评估的项目，投资经理需要进行

专家观点

王靖
复星地产
海外及股权
投资业务，
副首席财务官

不同类型或者不同战略的投资者选择标的的标准不同。

产业投资人一般会选择自己专注的领域和行业，这就一定程度上决定了寻找海外标的的市场和地区。比如网络和高科技的投资者，主要市场应该看美国、印度和以色列等。而如果从事制造业的投资。显然东南亚是最适合的标的寻找方向。投资者必须要认清自己的战略发展。

专访：中华有限合伙人联合会（LPACN）

张白羽
中华有限合伙人协会
执行董事

中华有限合伙人联合会（LPACN）的会员是什么类型？

LPACN的会员均为机构投资人，管理资金规模较大。LPACN的平台上没有高净值个人，因为个人大多没有形成规范和长期的投资策略。

LPACN如何服务LP/GP？

早期LPACN的主要工作是帮助海外LP更好地投资中国，现在同时致力于帮助中国LP投资海外市场。

LPACN为其会员提供交流、教育与研究服务，每年举办聚会、研讨会、培训会、政府拜访等多项活动，并不定期就行业热点问题发布白皮书。

协会也会帮助对接LP与GP，比如一些海外的LP会员在国内曝光度不高，导致GP与LP之间的信任建立缺乏机遇，还有一些GP过去只管理人民币基金，但缺乏美元基金管理及募集经验，协会会从中挑选一些优秀的GP推荐给LP。

对接活动早于2010年就开始了，近年来逐步规范化、常态化。2012年曾在澳门召开了较大型的GP路演，现在每年举办一到两次GP培训活动，请LP会员过来针对GP的表现提出看法和意见。

LPACN针对准LP能够提供哪些帮助与指引？

LPACN目前每年都与清科集团合作，在其举办的“中国有限合伙人峰会”（China Limited Partner Summit）上开展一个LP的培训，了解准LP的各类需求，然后让资深的LP就这些需求提供一些建议。

准LP既包含地方引导基金，也包括一些企业及高净值个人以及多个高净值个人共同设立的家族办公室。

私募行业行为准则有哪些？

目前的行业准则来自全球最大的LP机构ILPA（Institutional Limited Partner Association），总部在多伦多，招募的会员皆为原始的机构有限合伙人，不包括母基金。ILPA在2010年发布了《私募股权准则》（Private Equity Principles），由全球200多家LP背书，2011年，又对其做了修改，发布《私募股权准则》第二版，LPACN就这一版本与ILPA合作，将其译成中文并在中国私募股权投资行业推广。这本书是不错的参考。

进一步的调查研究，对项目进行技术和经济方面的评价，从而更全面地了解项目未来发展前景，主要的步骤包括：

- 在进行完整的尽职调查前，初步调查目标公司营运的核心要素；
- 了解目标公司竞争优势；
- 核实基本信息，如分销平台的规模，成本策略等；
- 对目标公司股权关系及财务状况进行初步调查以评价其成为备选标的的可行性。

项目考察，是指根据商业计划书对项目进行综合研究评价后，投资经理进行一系列更深入的考察研究工作。通常会对目标公司的员工进行访谈，询问相关问题，并让创业者就一些关键问题做一次口头介绍或演讲。投资经理可通过这次会面获取更多有关项目的信息，核实商业计划书中所描述的项目的关键事项，了解私募股权基金能够以何种程度参与企业管理和监控，目标公司愿意接受何种方式投资和退出，考察创业者的素质及其对创业项目成功的把握等。

确定条款清单

条款清单（Term sheet），是指私募股权基金在有投资意向的前提下，向目标企业提交的供双方最终投资交易使用的时间进程、交易结构、投资方利益保护、费用、企业估值等各种关键性、原则性的条款。一般来说，正式投资协议会包含条款清单中的内容。

在实际操作中，大部分投资者会把确定条款清单这一过程放在尽职调查程序开始之前。因为在条款清单中，往往会对双方的权利义务都做约定，而尽职调查是在双方都同意条款清单内容的基础上进行的，如果等到尽职调查完再来确定清单，可能使得条款清单中某些内容对目标企业不利。

专访：国开熔华CEO徐晨昊

徐晨昊
国开熔华产业投资
首席运营官、董事总经理

国开如何发现标的，形成这项交易？

从私募运营的角度出发，我们一直非常注重寻找交易（Deal sourcing），会积极主动寻找前景好的项目。我们在过去交易中有涉猎的领域都建立起了关系网络和优秀的合作伙伴，这对我们丰富项目寻找的渠道有十分积极的作用。

从这项交易涉及的心血管产品来说，标的公司的产品已经进入了大量销售和争夺市场份额的阶段，而这一阶段支出非常庞大，需要大量资本投入，包括之后的上市需求也对资本投入有很高的要求。

从标的公司出发，当时管理运营由创始人主要负责，包括从科研到运营的全方位管理。但创始人的强项在研发，并不擅长市场推广和商业管理。加之创始人此前曾与产业投资者（企业）有过合作，过程并不是非常愉快，所以这次在其财务顾问的建议下，来到中国寻找财务投资者。

此次与国开合作的远大医药在这笔交易中扮演了什么角色？

我认为海外收购的目的主要有两种："买技术"或者"买市场"。

就这项交易来说，远大医药作为产业投资人，在中国市场有成熟的分销和线下网络。这些关系和网络能够最大程度上帮助标的公司开展中国市场的业务。不过从出资比例来看，这项交易还是由财务投资者来主导，由我们来负责一系列的整合和管理工作。董事会的组成也是国开占两席，而产业投资人远大医药和原股东各占一席。

这项交易国开的价值体现在哪里？

我们更像是交易的一个牵线人，把各方联合到一起，然后将各方资源汇总到一起，形成一加一大于二的效果。

具体交易中，国开的价值主要体现在两个方面：一是准确估值的能力；二是设计交易结构的能力。交易结构的设计需要经验和一系列安排，包括人民币换外币、资金出海、税务方面的安排以及具体的交易方式等。

同时，国开也是这项交易最大的出资方，这就要求我们更多从买方和股东的角度去考虑问题。比如现在我们在整合资源，准备下一轮融资，因为产品在临床阶段中国的资金支出会逐步增加。

由于标的在德国，当时在谈判的时候有没有考虑引入德国当地的私募机构进行联合收购？是不是会简化过程？

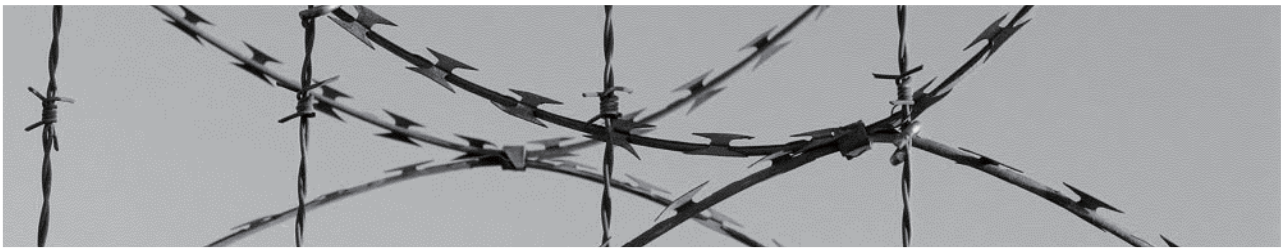
我个人认为这项交易没有当地的机构参与效果可能会更好。首先，如果有国外企业或者机构参与的话，退出渠道很难统一。不同国家的投资者需求并不一样，很难达到目标一致。可能我们打算在国内上市退出的时候，国外投资者需要考虑他们在中国股市无法出售股票的情况。而对私募基金来说，保证退出通道的顺畅十分重要。其次，无论是上市还是其他方式的退出，我们都更看好中国的资本市场，潜力和市场都更大。最后是由于目前的现状，导致中西方投资者在投资理念上仍存在较大分歧。

国开在这项交易过程中遇到什么挑战？希望给中国私募和企业哪些建议？

一是要适当运用杠杆，特别是未来海外并购不断增长的情况下，对杠杆的使用能帮助我们中国企业和私募更进一步。

二是要学会控制交易的各种操作费用（Transaction cost），包括律师团队、咨询顾问和财务顾问的支出等。这和交易规模有关，对于每笔投资金额在几亿人民币左右的基金，海外项目动辄上百万美元的中介费用和操作费用就是一笔非常大的支出，所以要注重这部分的把控。

需要说明的是，这类条款清单在实践中对于双方并没有法律约束，具体条款在尽职调查完成之后才能确定。虽然不具有约束力，但条款清单中的很多内容最终都会转化成投资协议的一部分力，这时候双方意见一致会为后期投资协议的谈判节省很多时间。但条款清单中的排他性条款、保密条款通常有法律约束力，双方都应严格遵守。从行业经验来看，私募股权基金和目标企业签订单独的保密协议也很常见。■



20. 私募股权基金在境外投资中的作用、风险及法律障碍

私募股权基金在境外投资中的作用

中国企业在进行海外投资、并购过程中通常会面对以下风险：挑选收购对象的决策风险、政治风险、财务风险、整合风险等。私募股权基金的介入会降低或者有效化解上述风险的存在。具体而言，私募股权基金在本土企业海外投资中可以发挥以下几方面的作用：

广泛的关系和信息网络

目标公司可能存在垃圾资产、隐性债务等潜在的风险和隐患，由于信息不对称，并购方往往难以对目标公司进行准确评估，进而增大企业选择收购目标的决策风险。选择与自身的发展需求及战略目标相匹配的海外收购目标，降低挑选收购目标的决策风险对于意图进行跨国并购的中国企业，是进行并购的第一步。私募股权基金可以充分发挥其在相关产业界以及各大中介机构的广泛关系和信息网络，帮助收购方获得更深层的信息。尤其是那些在目标公司东道国有过投资经验并与当地的中介机构有过合作的私募股权基金，他们的参与将会大大降低收购方选择收购目标的决策风险。

专家观点

很多时候，中国企业投资者仍然被国外的投资对手所挑战。在并购项目上，国外的投资者，相比中国投资企业在组织交易，执行能力和经验上更有优势。与一家私募股权合作投资能够大的增加中国并购者的潜力和优势。

陈玮
艾意凯咨询
中国董事总经理

淡化国家色彩

部分西方国家的投资审核机构对任何敏感的入境外国投资都会进行审查，尤其是对与中国政府有关联的企业所进行的投资的审查更为谨慎。私募股权基金的介入可以淡化国家色彩，降低政治风险。

《经济学人》的调查报告显示，2004-2009年，5000万美元以上的海外并购交易绝大多数（81%）是由国有企业进行的。报告认为这是外国政府关注中国投资的一个重要原因，不仅因为很多交易涉及自然资源的控制，也因为国家所有权对被收购企业有不公平竞争的好处。联合私募股权基金共同参与海外并购将会大大降低这种政治风险，淡化中国企业（尤其是国有企业）的并购主体角色。需要注意的是，即使是与私募股权基金合作对外收购仍然有很大的失败可能性。

因此，可考虑设计一种国企与私募股权基金合作的有效模式，以规避外国政府对国企身份的审查。在模式选择上，可以借鉴Public-Private-Partnership（简称PPP）模式，中文通常翻译为“公私合伙”。传统的PPP模式作为政府提供现代化、高质量的公共服务的一种有效策略，具体是指政府与私营商签订长期协议，授权私营商代替政府建设、运营或管理公共基础设施并向公众提供公共服务。该模式涵盖多种安排，如合营、特许经营、外包等。

拓宽融资渠道

私募股权基金的介入可以拓宽融资渠道，提高企业并购能力，降低财务风险。尽管近年来我国企业进行海外投资的融资渠道呈现多元化趋势，但目前几乎80%的中国企业都存在本金不足的困境。尤其是对于中小企业以及民营企业而言，融资更是困难，且这些融资方式的程序较复杂、效率较低，难以适应国际市场快速的变化形势。对于资金消耗较

大的跨国并购活动，企业可以借助私募股权基金所拥有的资本和融资渠道优势来减轻企业自身的资金压力。借助私募股权基金的资本，并购企业更易获得银行融资，甚至可以进行杠杆收购（当然，杠杆收购也存在一定的风险，后文将对杠杆收购的风险作简要分析），进而提高投资回报率。

提供技术支持

私募股权基金可以利用其经验和人才储备为并购提供具体的技术支持，降低整合风险《经济学人》的调查显示：82%的中国高管认为，缺乏境外投资经验以及管理技能是中国公司海外收购面临的最大挑战，只有39%的受访者表示他们知道如何对海外收购对象进行整合。私募股权基金具有丰富的并购整合经验和人才储备，能为收购方提供具体的技术支持，少走弯路，加速并购。

通常情况下，并购后的整合才是决定并购能否真正取得成功的关键。整合能力的缺乏是中国企业海外并购中的一个“软肋”。在中国企业大多缺乏管理全球性公司的经验和人才的情况下，中国企业可以将自身的成长、发展经验同私募股权基金的并购整合经验相结合，同时也可以通过私募股权基金的信息网络物色优秀的管理人才。

私募股权可能带来的风险

作为金融工具的一种，私募股权基金犹如一把双刃剑，使用得当大有裨益，然而对于那些对私募股权基金的利弊尚无深入理解的企业家而言，若未处理好产业资本和金融资本的合作关系，也很有可能为企业带来如下的潜在风险：

杠杆收购中负债比率过高，加大偿还风险

由于私募股权基金获得高收益的前提之一是能够以较低的成本获得较高比例的杠杆融资，所以私募股权基金更倾向于高负债比率的杠杆融资。据英国金融监管局（Financial Service Authority）在2006年对部分银行的一项调查显示，这些银行参与的杠杆收购中，收购项目的平均负债比率极高，而这些贷款在有些情况下并不是完全理智的。由于杠杆收购是收购成功后利用被收购公司的利润和现金流清偿负债，因此，在如此高的负债比率下，被收购公司需要承担巨额的利息。这不仅会使被收购公司的效益受到影响，也会大大增加拖欠贷款的可能性，更为严重的是可能会引起被收购公司的信用能力下降，进而导致并购方的收购目标无法实现。

另外，在杠杆融资的过程中，贷款的周期性较长，参与者众多，交易结构复杂，有时还会使用债券等金融衍生工具。因此，当债务拖欠发生时，谁是损失的承担者非常难以确定。这些不确定的因素也会影响整个交易结构，降低交易效率，放大风险。2008年经济危机之后，私募股权基金融资结构的弊端以及风险开始不断暴露出来，欧美发达国家的监管部门已经开始对这种融资方式进行反思，这种融资结构在今后将会受到一定的挑战。

内幕交易及道德风险

在并购方与私募股权基金接触的过程中，交易参与各方将获悉影响股票价格的大量敏感信息，这就容易导致内幕交易的发生。整个私募股权基金投资的交易结构日益复杂，参与方众多，这也增加了内幕交易行为发生的可能性。由于经济利益的驱使，投资参与方有可能将内幕信息透露给其他人，或者自己利用内幕信息牟利，这都大大增加了道德风险发生的可能性。一旦消息扩散将可能使并购方面临极为被动的局面以及重大的经济损失。

“短期资金驱逐长期资金”的风险

当“短期资金驱逐长期资金”这一经济学定律应用于对投资者的评价时，此时“长期资金”是指战略投资者，而“短期资金”则是寻求短期回报的财务性投资者。私募股权基金具有“短期性”，即以追求短期利润和快速获利为目的。与战略投资者不同，由于基金具有约定的期限以及期限内为投资者获得回报的压力，因此，私募股权基金并不倾向于进行长期投资，而往往在较短的期限内通过一定

的退出机制而将股权形态变现为资金。在极端情况下，这种现象可能导致并购方收购目标无法实现，甚至可能严重影响收购企业自身的发展。

私募股权基金投资行为的短期性可能导致“柠檬市场”（Market for Lemons）的产生，即市场上将可能逐渐充斥“短期资金”而挤压“长期资金”的生存空间。从信息经济学的角度看，“短期资金”之所以能够驱逐“长期资金”，很大程度上是基于信息不对称基础上引发的道德风险和机会主义行为。因此，透明的信息披露是制约这些行为的重要方法。企业在与私募股权基金合作的过程中除了要通过其他专业机构对目标公司进行谨慎细致的尽职调查，还应要求私募股权基金对相关信息进行披露，在相关信息的基础上作出判断，切不可盲目信任私募股权基金。

被收购企业质量下降的风险

由于私募股权基金投资短期性的特性，其入主被收购公司后往往不是最关注企业自身的成长性，而通常是通过一系列的财务运作或再次进行收购兼并、重组、裁员等改变公司的账面价值及账面收益，从而获得优秀的财务报表，然而公司质量却可能并没有实质上的改善。另外，私募股权基金也可能通过发放股利的形式掏空被收购公司，由于私募股权基金往往采用杠杆收购的手段，其所获得的股利可能远高于其投入的成本。

私募股权投资基金投资主体的法律障碍

我国的私募股权投资基金普遍规模偏小，所持有的资金无法满足大宗海外并购交易，其原因之一就是根据目前我国的法律法规，很多资金尚不被允许投资私募股权投资基金。例如社保基金和保险资金目前在我国的投资限制没有完全放开，而在国外社保基金和保险资金早就成为私募股权投资基金的主力。

对外投资并购的管制

我国是对外汇进行严格管制的国家，外汇进出都需要严格的手续。目前，通过私募股权进行境外投资，需要在发改部门进行项目备案，在商务部门进行对外投资备案，并在银行办理外汇登记，之后才能从银行换取外汇，将外汇汇往目标公司所在国。

对外投资并购回归境内资本市场的障碍

由于我国资本市场对上市企业（尤其是互联网类等高科技企业）的估值远高于美国、香港等国家和地区的估值，因此私募股权在我国境外投资的企业，可能会考虑在我国资本市场上市。或者，参与私募股权投资的我国上市公司，可能会考虑将所投资的企业注入上市公司，提升上市公司市值。但是此类企业在我国资本市场上市或资产注入，根据此类企业的类型，需解决一系列法律问题。

第一，如果私募股权投资的境外企业是采用了VIE（Variable Interest Entities，可变利益实体）等红筹架构在境外上市或准备上市的公司，需要寻找有能力的境内投资者，收购该企业的境外投资者股份，使该企业股东全部变更为中国身份，进而拆除VIE架构。而且，在拆除VIE架构时还需要注意，过去在搭建VIE架构时境内投资者的对外直接投资是否进行了外汇登记，如果未进行外汇登记，此时需要补齐外汇登记手续。

第二，如果私募股权投资的境外企业在我国境内没有实际经营，则需该企业在国内开展实际经营满三年后，且符合当时的上市条件后，才能申请上市。

第三，私募股权投资的企业在我国上市的，包括私募股权在内的原有股东所持有的股份，需经过至少十二个月的锁定期后方能进行交易。如果私募股权构成该企业的控股股东、实际控制人、关联方或者对该企业业务有一定影响，则锁定期会延长至三十六个月。因此，私募股权投资的企业在我国上市的，私募股权等股东不能立即套现退出。

第四，如果我国企业参与私募股权，投资于境外企业，并希望将境外企业资产注入境内上市公司，则上市公司无法直接采用向境外企业发行股份的方式购买资产。为规避该项规定，上市公司的控股股东往往需要直接与私募股权合作，由控股股东获得对境外企业的控制权后，将境外企业注入境内非上市公司，再由境内上市公司以发行股份购买资产的方式，将该部分资产注入上市公司。在这其中，如果构成重大资产重组的，还需要满足监管机构的股票停牌与信息披露的要求。

涉及国有资产监管的法律障碍

如果境内企业属于各级国有资产监督管理机构（“国资机构”）履行出资人职责的企业及其各级

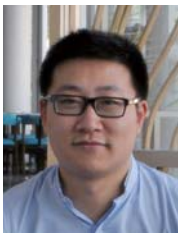
专家观点

刘雄威
中欧国际
工商学院
教授

总体而言，企业直接境外投资或者企业与私募股权基金合作等两种模式都能行得通。相对的，国内大型企业，比如华为，因为拥有足够的资本和经验，会更多自行直接境外投资的模式，不需要与私募股权合作。同时，对于许多大型企业来说，从银行贷款比与私募股权公司合作获得资金的成本更低。

对于中型企业，与私募股权公司合作则更为有利。因为参与境外投资的私募股权一般都有跨境投资的交易专家与相关经验，能够更好分析标的公司，对境外文化也有更深的理解，能更好地完成投资项目。

目前中国企业大多拥有充足的现金但是相对缺乏新技术，所以更愿意投资海外以获得技术和人才。未来5-10年，我相信中国企业会更多投资海外。



冯林
易界网
创始人、
首席执行官

以我们服务国内上市公司的经验而言，资金的来源有两种模式：一是上市公司直接投资，通常会配以并购贷款，境内配或者境外配都可行；另一种是上市公司使用自身有一定参与度的资金，比如上市公司是这笔资金的GP或者LP，剩余所需资金则来自银行或保险公司。

中国上市企业在境外投资时选择直接投资还是与私募股权合作应当考虑以下五个因素，

资金充足程度，在企业没有充足资金的情况下，只能成立并购基金。当然这与并购标的的大小、企业可用现金流的多少有关。

监管程度，与私募股权做并购基金的时候，前期监管要求一般比较低，披露程序相对容易。

成本分析，对上市公司来说，与私募股权合作的资金成本是相对高的。如果上市公司能够直接投资，付出的溢价会相对比较小，资金成本更低。

财务和战略价值，上市公司直接并购能够立竿见影，私募主导的话可能会有一定时间上的滞后。

股价风险，由于上市公司的各种重大信息必须及时对外公开，所以市场看好或者不看好这单交易会即刻反映在上市公司的股价上，但收购之后6-12个月的时间段才最为关键。所以上市公司考虑直接收购的风险较大，而由私募出手，为收购留有消化时期，可等1-2年之后才逐步对外公布。

高岗
华夏幸福基业
国际法务部
负责人

企业选择直接投资还是与私募股权合作，很大程度上取决于投资资金的来源。

首先说非实业公司，以中国的保险公司在海外投资房地产为例，保险公司有庞大的资金以及投资获得回报的压力，并且这些资金主要来自其保险业务，在现有政府对险资直接投资的管控机制下，与私募基金合作是更适合的方式。另一方面，针对这类情况，一般来说保险公司本身没有专业的房地产运营团队，直接进行实业投资风险较高，通常会选择借道私募基金或其他投资机构。

另外，像国家主权基金这样的机构，既会投资知名的基金作为单纯的有限合伙人，在特定情况下也会倾向于与其他私募合作，成为共同GP，获得一定的参与及管理权。

而一些较大的实业公司，会偏向不与基金合作，而进行直接投资。主要有三个原因：

首先是实业公司本身有极强的资本募集能力，一些实业巨头在过去有多次募资和收购的经验，直接投资时各个阶段在实际操作中都要比与私募基金合作更有效率。其次是实业公司在进行海外投资时，会更多从自身产业布局做考虑。希望获得资本经营的完全自主权，方便日后进行产业投资延伸。最后，另外相比实业公司的直接投资，私募基金募集资金是需要一定时间和资金成本的，很多时候这部分因素也会影响企业境外投资的效率。

专家观点

张白羽
中华有限合伙人协会
执行董事

企业直接投资一般是投特定领域，比如中粮集团、新希望集团，投资自己所在的行业，对企业而言，跨行业投资难度比较大。

企业如果想做海外资产配置，那么仅作LP，或者与海外GP合作共同投资的风险相对较小，是更明智的选择。

子企业（“国有企业”），并以私募股权的方式对境外企业进行直接投资的，还需对境外企业的相关资产进行评估，并需在相关部门对该投资项目进行核准或备案。

可以看出，国有无论是向境外企业投资还是转让境外企业股权，其程序都比较复杂，需要主管部门核准、备案或者决定，不确定因素较多，完成交易的时间较长。因此，如果涉及国有企业参与私募股权对境外企业进行投资，需要对整个投资方案进行整体规划，考虑到从出资到退出各步骤中可能涉及的国有资产监管的要求，通过合理设置交易架构，优化审批程序，降低审批风险。■

其他参考资料：
张晓飞，《试论我国私募股权投资基金发展中存在的问题》，现代经济信息，2015年第22期
黄人杰，《私募股权基金支持中国企业海外并购模式的发展与实践》，第十届中国软科学学术年会论文集，2014
杨蕊瑜，《私募股权基金参与中国企业海外并购法律问题研究》，中国政法大学，2011

21. 多元化战略

企业的多元化战略（Diversification）又被称为多样化经营，即企业生产的产品种类的多样化。多元化经营是现代工业企业发展到一定程度后普遍采用的发展型战略，是企业为了获得更加持久的发展和获取更多的利润而采取的一种经营行为。

多元化战略究竟是能够帮助到企业成长，还是会使企业丧失重点从而失去在某个细分领域的优势，在商界以及学界都莫衷一是。

国内外学术界的主流论调都对企业多元化行为持严厉批评的态度，认为该行为严重地损害了公司的价值。例如：汤姆彼得斯、罗伯特沃特曼总结出美国卓越企业的八大特质，其中一项就是“坚持本业”，最失败的就是跨入许多不同类型业务的多元化企业；得出了美国企业多元化对于经营绩效是有害无益的观点；郎咸平教授认为企业应专注于行业细分市场，多元化战略终究是艰难的，除非有一个精心设计的多元化发展战略框架，否则，专业化经营才是风险较小收益较高的经营行为；另外许多中国学者也认为中国企业的多元化程度与其经营绩效呈负相关性。

在国内，企业多元化发展仍然是比较普遍的，并且被视作是企业发展到一定规模后，为实现企业“做大、做强、做久”目标的必由之路。尽管在发展的道路上，许多企业因为多元化战略而丢失了自己原有的竞争力，甚至有些企业最终破产出局，但是还是有相当多的中国企业义无反顾地投入到多元化战略当中，其中，海尔、格力、TCL等家电巨头也纷纷开始进入到地产开发和金融业；雅戈尔、杉杉等知名服装制造企业也涉及房地产开发或者化学品制造；华润、中国移动等一些央企也成了商业银行的股东，即使像万科也涉及了其他行业。

那么我们该如何看待多元化经营战略呢？企业是不是应该进行多元化经营呢？

如果说在之前章节中，我们讨论了普世的走出去战略以及其相关的私募股权基金合作选择问题，这里我们将重点来讨论企业多元化战略以及私募股权基金如何能帮助企业在多元化战略中有所斩获。

本节的多元化战略主要讨论的是企业跨行业的多元化战略，是在行业的层面上讨论的，因此垂直一体化这种在同一行业中的则不包括在本节所讨论的多元化战略的范畴。

多元化战略成功的要素

企业在设计自身战略的时候就要考虑自己是否真的需要进行多元化。通常情况下企业战略分为三个层次：公司战略、业务战略（竞争战略）、职能战略。多元化战略在公司战略中属于行业领域的战略。

一般情况下选择多元化战略是因为能够分散企业的战略风险，并且能够不断探索新领域，发现新的蛋糕。

例如著名的荷兰飞利浦公司，公司成立之初都是专注在生产碳丝灯泡，是19世纪末20世纪初欧洲最大的碳丝灯泡生产厂商之一。之后飞利浦不断探索其他业务线，从1918年开始，飞利浦朝着多元化方向发展，在医疗、家电以及照明这三块业务中不断发展，形成了多元化的飞利浦集团，并且还一度生产手机、电脑等电子消费品。

虽然在近几年我们看到飞利浦开始剥离一些非重点业务从而聚焦医疗以及照明这两大事业部门，但是如果没有飞利浦公司的多元化发展战略也就不可能有目前不断创新，改变人们生活的飞利浦。

再来说在五百强中历史相对比较悠久的强生公司。从1886年强生开始生产手术包扎用品开始，强生不断成长，业务拓展到三大领域。在消费品、制药以及医疗仪器行业上，强生不断发力，现在是

世界上规模最大，产品多元化的医疗卫生保健品及护理用品公司。

一直坚持多元化战略的强生目前名列全球500强中第20位。

两家著名的公司在多元化之后都经历了一些风雨，但是由于两家企业都是有不同的业务部门，因此能够分散风险，安然度过，并且寻找到自己的定位。

另外通过飞利浦和强生的例子，我们看到其实在创立初期和到后期成为全球知名企业为止，两家企业在发展中并没有迷失掉自己的主营业务。强生仍然在自己相当强势的医疗行业有所发展，同时兼顾其他个人消费品业务；飞利浦则继续在照明行业有所建树，同时也兼顾医疗创新行业。

所以多元化战略并不是说没有重点地拓展行业，而是有重点地试水其他行业。其实这个也非常好理解，就是企业能够在某一个行业里有所成就就是因为其在这个行业有一定的竞争力，这个竞争力并不是短时间其他企业能够跟上的，因此如果舍弃了这个竞争力，或者不去想方法利用好这个竞争力是得不偿失的。

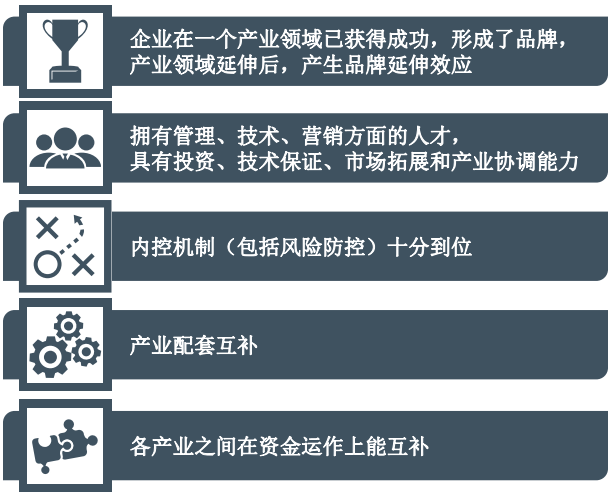
多元化战略的实施能够在行业受到冲击和挑战的时候，帮助企业继续前进。最著名的案例，莫过于IBM了，IBM是全球最大的信息技术和业务解决方案公司。最初的时候IBM的主要业务是商业打印机，之后转为文字处理机，然后到计算机及相关服务。

IBM在个人电脑行业受到强大冲击的时候，及时调整战略，将个人电脑业务出售给联想集团，从而果断从已经没有毛利的个人电脑制造市场上退出从而更加专注在技术与业务解决方案上。这就得益于IBM的多元化战略使用得当，使其能够在其他领域有所发展，及时调转船头。

并不是所有企业都像IBM那样幸运，处于同行业的惠普以及戴尔，其主要的业务是个人电脑的制造，由于业务相对比较集中，在行业出现一些动荡的时候就并不能像IBM那样快速掉头。当然目前惠普和戴尔仍然是业界有相当竞争力的企业，不过由于行业整体的变化，使得惠普以及戴尔失去了之前的光芒。

不过多元化战略也有其巨大的风险，正如我们开篇所说的那样，很多企业在进行多元化的发展中迷失了自己，使得自己在多元化的路上慢慢失去了重要的竞争力，经营上急转而下，甚至关门大吉。

根据一份对于中国322家沪深上市公司的实证研究发现，大约占样本54.7%的中国上市企业是多元化经营的企业。数据结果发现整体来看专业化企业的偿债能力、盈利能力、运营能力在不同程度上优于多元化经营的企业。所以说并不是说多元化战略一定优于专业化经营战略，多元化战略要成功，要满足以下五个条件：



所以说企业在制定多元化战略的时候还是要思考下自己究竟适不适合多元化战略，或者说是否满足实施成功多元化战略的条件；另外还是要思考究竟是否是现在就要开始多元化战略还是再等待一段时间。

多元化战略与私募股权基金

对于想要尝试多元化战略的企业，尤其是当企业实现多元化的主要方法是通过海外并购的话，与私募股权基金合作在一定程度上能够加速进程。

究其原因，这是和私募股权投资机构的专业优势分不开的。

首先，优秀的私募股权投资机构都有自己所专注的投资主题。在筛选投资项目之前，私募股权基金会先关注长期趋势的变动与发展，从而选择出相应投资主题。例如人口结构问题上，人口老龄化或者高收入家庭的地理分布不集中，会增加个人急救系统的需求；在消费者喜好方面，关注环境的消费者可能重视产品的社会价值，愿意牺牲部分产品性能，并支付更高的价格；在制度变化上，以美国为例，2012年起随着责任医疗组织（ACO）的出现，

在成本上有竞争力以及有效的医疗科技将被给予奖励等。

值得注意的是，针对长期趋势的投资，是经过严谨的研究分析和论证才可以执行的。因此，战略性的决策必须通过一套很规范有条理的分析系统，而且这种分析过程往往需要通过二度、三度审核。这才是商业世界做最优投资决定的方法。战略规划应基于长远分析，而非基于短期的趋势或者昙花一现的‘热潮’，即使这些热潮和噱头会受到分析师或者评论员强势的渲染和支持。如果上市公司可以采用这种私募股权基金的准则进行投资，长期回报必定会有很大规模的提升。这些主题确保了企业在和私募股权基金合作的过程中能够得到最佳决策建议。

其次，优秀的私募股权投资机构都有强大的关系网。每一个高管都知道，任何成功的销售策略，不仅仅是依靠产品本身或者服务的价值，与客户培养长期关系也很重要。私募股权基金和许多被投资的家族企业或者企业家都建立了关系。这些人脉在任何投资行为发生以前就已经建立，而且由此产生的信任经常可以促成交易，给私募股权基金带来一个比公开竞标更好的投资机会和价格。

和优秀的私募机构合作在一定程度上就已经是拥有了一整套的强大的行业人才库和关系网，有助于未来企业在多元化战略上的发挥。

再者，私募股权基金能够提供客观、系统的分析与调查。私募股权基金做出的每一个投资决定，都是用客观、系统化的方法，对数据和现实情况进行严谨的分析后产生的。在并购的时候，需要用一种系统的方法回答这样的问题：“为什么相对于别的买家，这个企业对我们来说更值钱？”如果答案是否定的，那私募股权基金就会选择撤离而不会用过高的价格收购该资产。在企业制定战略的过程中，也可以运用该准则全面收集客观信息，减少不确定性，从而最好地平衡风险和回报，做出有利于企业长期发展的决策。

借助私募股权基金的力量去投资一个标的，在一定程度上是有相应回报保证的，因为他们已经对标的企业进行过细致的调研和客观分析了。

最后，私募股权基金能够帮助目标团队建立一支优秀的管理团队，并且能够设立相对健全的内控机制，防范可能出现的风险。在这过程中，与其合作的企业能够不断从中学习管理的经验，培养人才，这也方便在之后的行业运营中掌握主动。

因此如果企业能够通过私募股权基金合作的方式来投资某标的企业或者行业的话，除了从标的上获得的财务回报外，其实还获得了一系列行业的经验，对于自己实施未来多元化战略是有助力的。

其实上文提到的四点在一定程度上契合了多元化战略取得成功的五大要素的重点部分。这就是与私募股权基金合作能够让企业尽快拥有“管理、技术、营销方面的人才，具有投资、技术保证、市场拓展和产业协调能力”并且通过“加强内控机制，防范经营风险”从而实现“产业间配套、互补”和“各产业之间在资金运作上能互补”

除了合作企业本身的品牌效应是不能因为与私募股权基金合作而被补足外，几乎其他的要素都能通过与私募股权基金合作得到补足。所以如果企业在多元化战略中，要进军并不熟悉的行业，通过与优秀私募股权基金的合作是能够帮助其尽快达成多元化战略目标的。

当然，如果企业想要进军投资界，投资私募股权基金也是一个不错的选择综上所述，我们分析了关于多元化战略的成功要素以及企业如何借助私募股权基金来学习新的行业从而实现其多元化战略。■

其他参考资料：
杨强、汪波、吕荣胜，《企业多元化战略的动因及其风险分析》，北京交通大学学报，2008年第3期

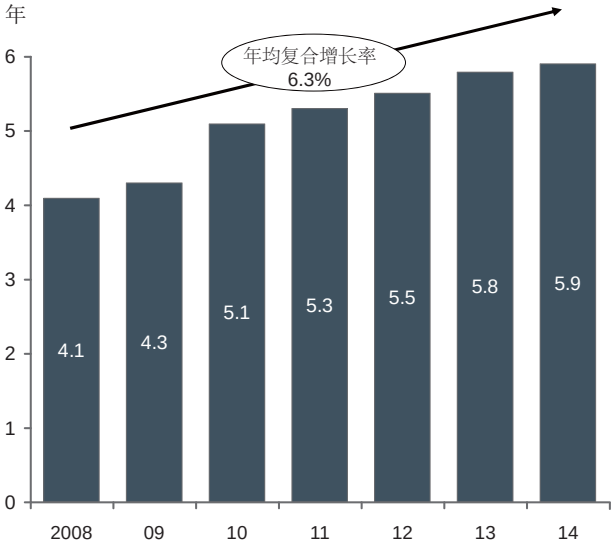
22. 投资持有时间

我们在前文中已经表述过战略性投资和财务性投资的区别，对于企业来说，战略性投资是一个长期投资而财务性投资则相对短期。其实，长期和短期本身都是相对的概念，并没有一个非常明确的分界点，战略性投资和财务性投资也是一样，在一定程度上也没有非常明确的分界线。就像巴菲特这样比较强调长期持有的投资家，有些股票在其初期的时候只持有了1到3年的时间。

具体到私募股权投资，有其一定的生命周期的，属于传统意义上的长期投资，绝大部分的私募股权基金会在3-6年这个时间周期内退出，因此企业有必要去了解私募股权基金的投资时间长度从而更好地来预计可能的回报。在一定的投资周期内，私募股权基金的投资经理将专注于通过一系列手段和操作提升被投公司的价值并将回报分配给基金的投资者。因此，投资持有的时间和退出时机的选择很大程度上影响了基金的募集规划及机构的投资周期。

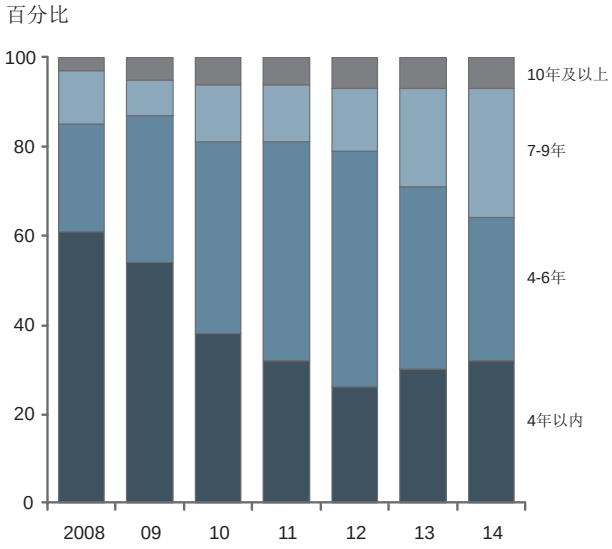
根据Preqin私募市场交易分析报告，受限于2008年金融危机后退出渠道的萎缩，近些年来私募股权投资机构的平均投资项目持有时间明显增长。2008年到2014年间，全球平均投资项目的持有时间从4.1年增长到了5.9年，年均复合增长率高达6.3%。而从投资时间来看，4年以内退出的短期投资从金融危机时的超过60%，下降到目前的32%；7年到9年的长期投资则从20%左右增加到30%，4到6年的中长期投资，从2010年开始超过短期投资。

图22.1 全球私募股权基金投资持有时间（2008-14）



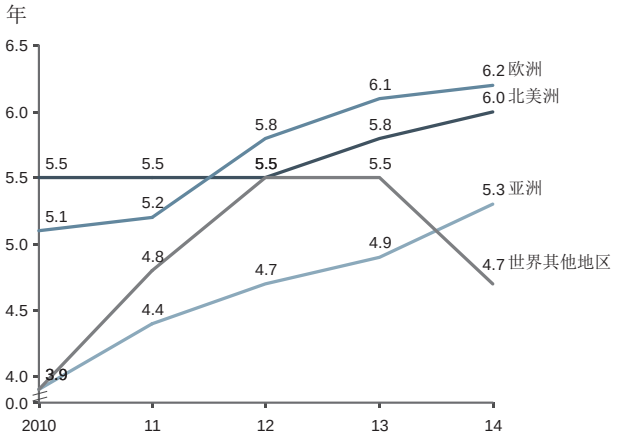
资料来源：Preqin

图22.2 私募股权基金投资持有时间分布（2008-14）



资料来源：Preqin

图22.3 私募股权基金投资持有时间（按地区划分）（2010-14）



资料来源：Preqin

从地区划分的角度上来看，私募股权基金投资持有时间过去几年在不同地域呈现差异化的变化趋势。2010年以来，相比欧洲，北美洲和亚洲的私募股权基金投资持有时间增长更快。其中亚洲的平均持有时间从2010年的3.9年增长到2014年的5.3年；而北美洲增幅则更明显，从2010年的3.9年增长到2014年的6.0年，目前几乎与欧洲持平。相比之下，欧洲地区的投资持有时间在2010年已经处于较长的阶段，为5.1年，到2014年增加到了6.2年。整体而言，由于退出渠道的限制，目前私募股权基金有倾向于中长期投资的趋势，但在经历过较快速度增长之后，未来私募股权基金投资持有时间的增长速度将放缓。■

其他参考资料：
Preqin
Benoît Leleux, Hans van Swaay, Esmeralda Megally, Private Equity 4.0, Reinvesting Value Creation, Wiley Finance, 2015 January

第七章

境外投资必经之路——投资实现

The Inevitable Path for Outbound Investment — Strategy Execution

Section VII

23. 资本需求

在私募股权基金中，普通合伙人与有限合伙人的价值与职能是不同的。有限合伙人的核心义务与功能就是出资，而普通合伙人的核心义务与功能就是对有限合伙人的资金进行管理。为此，只有有限合伙人足额且及时地履行出资义务，私募股权基金才有可能有效地与投资项目对接。否则，一旦有限合伙人的出资出现问题，私募股权基金就将成为“无米之炊”，不仅无法有效完成对外投资行为，甚至连基金的日常运作都会受到影响，乃至被迫停滞。

此外，在私募股权基金已经与被投资企业签订了投资协议的情况下，如果由于有限合伙人未能如期缴付出资而导致该基金无法履行向被投资企业的出资义务时，那么就可能导致该私募股权基金对外承担违约责任。因此，有限合伙人的出资方式，即有限合伙人如何履行自己的出资义务，是私募股权基金正常运作的核心问题之一。

招款通知

在美国等私募股权基金发展较为成熟的国家里，有限合伙人的出资方式基本上采取的是通知出资方式，即招款通知（Capital call）。这种出资方式是指，有限合伙人与普通合伙人签订投资者认购合同时约定有限合伙人对于该基金的认缴出资（Commitment），该认缴出资额是不需要有限合伙人在签署投资者认购合同当时或者其后的特定时点予以实际缴付的。相反，有限合伙人将等待普通合伙人的招款通知。在该私募股权基金实际运作过程中，当普通合伙人寻找到优质项目，完成了项目投资谈判以及正式签署投资协议之后，在该基金最终需要将资本实际投资于被投资企业之前，普通合伙人才会向有限合伙人发出招款通知，然后有限合伙人会在相对较短的时间内，如十个工作日内，将招款通知中载明的出资金额实际缴付至基金银行账户，从而使得该基金可以完成对被投资企业的注资。

一般而言，采取招款通知的出资方式，具有以下两方面的优点：1）对于有限合伙人而言，可以最大限度地利用自己的资金；2）对于普通合伙人而言，可以最大限度地提高基金的内部回报率（Internal Rate of Return, IRR）。

最大限度地利用资金

在采取招款通知的出资方式时，有限合伙人的出资时点是在基金成立之后需要投资体项目之时，而且有限合伙人承诺的出资总额也是根据基金投资项目的进程逐步实际缴付给基金的。为此，有限合伙人就可以根据这种出资方式的时间特征，最大限度地统筹安排自己的资金，以及安排自己是否具有资金实力同时参与投资多个私募股权基金。

例如，一些成熟的有限合伙人在投资于多个私募股权基金时，它可以将某个基金产生的收益作为自己向其他基金进行投资的出资额，而且还可以根据不同基金出现收益的可能时点以及招款通知的可能时点灵活安排自己的资金，从而最大限度地提高自有资金的使用效率。

提高内部回报率

对于普通合伙人而言，可以最大限度地提高基金的内部回报率。基金内部回报率是衡量一支基金业绩好与坏的最为重要的指标。通俗而言，内部回报率就是一支基金在管理有限合伙人资金过程中为有限合伙人所创造的资本收益率。

这个收益率显然包括两个要素：1）基金的收益总额；2）基金使用有限合伙人资金的时间。

在基金的收益总额不变的情况下，普通合伙人使用有限合伙人资金的时间越短，内部回报率显然就会越高。为此，成熟的私募股权基金普通合伙人

都会尽可能缩短有限合伙人资金在本基金银行账户上的停留时间，即尽可能不让有限合伙人的资金出现闲置。

由此，我们可见，“只有在基金实际投资项目之前才让有限合伙人真实出资”的这种招款通知方式，是最大程度地减少有限合伙人资金在基金内部闲置时间的有限合伙人出资方式。显然，对于一个视业绩为生命的成熟私募股权基金管理人而言，当然应该选择这种出资方式。

但是，招款通知这种出资方式也有一些缺陷，比如存在投资人出资违约的可能。在给予有限合伙人灵活安排自己资金运作权利的同时，也为有限合伙人日后是否能严格履行招款通知义务留下了不确定性。

在欧美等市场经济发展较为成熟的国家里，由于社会诚信体系较为健全，有限合伙人多为机构投资者，有限合伙人无法履行招款通知出资义务的情况是比较少见的，一般只会在宏观经济出现大幅波动、甚至出现经济危机时，才会出现。

有限合伙人的出资类型

整体而言，目前在我国私募股权基金产业内，有限合伙人的出资方式一般包括三种类型：1）一次性出资；2）分阶段出资；3）分阶段出资结合招款通知。

一次性出资

一次性出资一般包括两种情况：1）在基金成立之前，先以成立有限责任公司的方式进行“验资”，然后再正式设立私募股权基金；2）在基金成立之后，例如工商机关颁发企业营业执照之后的一段时间里，有限合伙人一次性将全部认缴的出资额缴付给基金。

在实践操作中，这种“一次性出资”方式一般主要出现在以下两种情况中：1）有限合伙人对于PE运作不甚了解，也没有寻求专业人士的意见，错误地认为PE出资就是这样的；2）有限合伙人基于一定的特殊性，例如国有企业的有限合伙人；招款通知　分阶段出资的方式可能会导致国有企业有限合伙人频繁地进行内部审批，这不仅会增加有限合伙人的运营成本，而且有时这种内部审批程序反而会导致有限合伙人的出资违约。

分阶段出资

对于分阶段出资，在实践操作中依据不同基金的特殊情况存在不同的类型。例如，分两次出资，两次出资的时间间隔一般为半年；又如，分三次出资，出资的时间间隔一般也多为半年；再如，分四次出资，时间间隔一般多为一个季度。

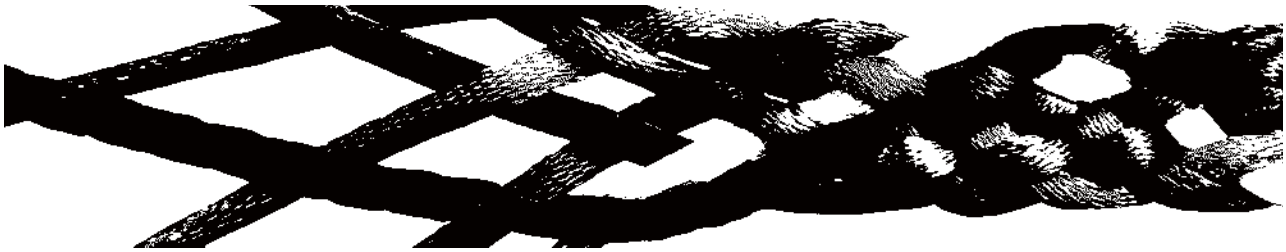
目前在我国私募股权基金的实践操作中，采取两次出资的私募股权基金居多。此外，无论分阶段出资的具体方式如何设计，一般而言，首次出资的时间多为在基金拿到营业执照之后的一段时间内，如十个工作日内。

另外，需要注意的是，分阶段出资是不考虑基金在运作过程中对于资金的需求状态的，即无论基金实际运作中是非常需要资金还是并不需要资金，有限合伙人都必须遵守原来有限合伙协议（Limited Partnership Agreement, LPA）中约定的出资阶段履行出资义务。

分阶段出资与招款通知相结合

分阶段出资与招款通知相结合是指有限合伙人的首期出资或前几期出资采取“分阶段出资”方式，即按照LPA中规定的时间节点履行出资义务。但是在此之后的出资，则由普通合伙人按照基金具体投资项目的情况，根据实际的资金需要向有限合伙人发出招款通知，从而完成有限合伙人的剩余出资。这种出资方式在我国当前私募股权基金的实践运作过程中并不常见。但是，随着我国私募股权基金产业的不断发展成熟，招款通知这种方式正在逐渐被有限合伙人与普通合伙人所接受，这种混合型的有限合伙人出资方式已经开始被越来越多的私募股权基金所采用。■

其他参考资料：
Benoît Leleux, Hans van Swaay, Esmeralda Megally, Private Equity 4.0, Reinvesting Value Creation, Wiley Finance, 2015 January



24. 评估境外投资潜在风险

在中国企业对外直接投资快速发展的同时，由于国际经营环境及管理的复杂性，并且国内缺乏专门的海外投资风险评估机构以帮助企业分析和评估海外投资项目的可行性，企业本身受信息渠道、自身评价或判断能力等方面因素的影响很难正确判断某项目在国外是否具有发展前景，因而中国境外投资面临着许多风险。从风险性质来区分，主要包括四大类：

- 商业风险；
- 政治风险；
- 税务风险；
- 法律风险。

中国企业在境外投资时，要取得成功，就必须在投资决策和业务经营过程中全面考量所存在的各种风险，并采取有效措施规避。

商业风险

市场风险，是境外投资中最关键影响最直接的风险之一。东道国宏观经济环境和对外直接投资企业所处的行业环境及产业问题，如行业产能过剩等，都会直接影响境外投资的成功与否。具体来看，宏观经济风险包括宏观经济发展不稳定、严重通货膨胀、国际收支失衡、汇率波动风险及利率风险等。其中汇率波动风险是对外投资经济风险中常见的风险，我国企业遭遇汇率波动风险的典型例子是1990年到1993年，由于卢布贬值，我国在俄罗斯或东欧经营的企业由获利变成严重亏损，甚至血本无归。

信用风险，是中国企业境外投资最常见的风险之一。在中国企业走出去的过程中，很大可能会寻求当地企业或者机构的协助与合作，由于对投资所在国信用体系理解不深或者合作企业的尽职调查不够充分，常常会遇到不诚信合作等信用风险。而一旦不诚信合作发生，中国企业的投资很可能会受到较大程度的损失，所以信用风险也是中国企业走出去中需要重点防范的部分。

环境风险，是中国企业走出去时需要关注的风险之一。在境外，时常发生中国企业投资后，因需满足环保法规要求而增加投入或迫使项目停产以及企业在投资生产过程中采取的环境保护措施达不到当地民众预期而引发抗议甚至损失的情况。不同地区的环境保护要求与门槛不同，由于环境保护门槛的提高加重了一些海外矿业投资项目的负担，甚至导致项目停产，比如中信集团的西澳洲磁铁矿项目就因当地的环保要求而加重了企业的时间成本和经济成本，同时增加了项目的不确定性。

专家观点

高岗
华夏幸福基业
国际法务部
负责人

目前来说，境外投资的风险还是集中在商业层面。主要原因是相比境外更成熟的投资机构，中国的海外投资及金融机构海外经验较少，对境外市场的商业活动了解不深。这也是中国国际化的必经之路。

法律层面，中国私募基金有两个注意事项，一是全球对于私募基金的监管环境一直在变化（尤其是欧洲），因此在境外募资时一定要确保符合海外相关法域对于私募基金的监管要求；二是，中国境内投资人直接投向海外没有具体项目的私募基金目前结汇比较困难。

专家观点

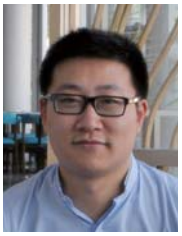
刘雄威
中欧国际工商学院教授

中国投资者与西方被投资的公司在双方的战略愿景上常见冲突，中国投资者更希望短期内标的公司有良好的财务表现，故更注重短期内的预测。而西方被投资的公司可能希望关注长远发展，做5年之后的长远规划。

文化差异：中国或亚洲企业多数收购行为是为了再出售。西方企业多数是为了使产品或服务有所提升，使整体生活水平得到提高。在投后的方案制定过程中，双方或许会在某些关键决定上出现分歧，比如预算如何分配，人才如何管理等这个过程可能导致原有的高端人才流失，故投资并购后的双方文化契合也非常重要。

政策差异：中国企业普遍不擅长进行深入的尽职调查，导致收购境外公司因为不同的国际会计准则，劳工法等而受阻。同时，中国企业也可能因为忽略境外市场的政策差异而高估标的公司。中国企业通过对政策差异的分析，才能更清楚自己风险和溢价的承担能力，进而合理出价。

缺乏参考性数据：中国企业缺乏足够的并购或境外投资数据来做相应的参考，比如怎样设计最优交易结构，判断合适的目标行业，以及如何规范分析标的公司。中国企业的参考数据和自身经验较少，可以考虑聘请专业的管理咨询公司进行辅助。



冯林
易界网创始人、首席执行官

投后管理是整个投资流程中最大的风险，买下了好的资产能否内部消化，投后能否让标的公司增值与管理层、新机制都息息相关。而传统的投资风险，包括了常见的财务和商业风险，还包括潜在的风险，比如重要人员的流失。

另外，要进行前期案例筛选。风险较低的项目一般都是未来收入可预期的案例，至少在未来2-3年内预测能有稳定的现金流。

最后，我们建议中国投资人在选择投资标的时优先考虑自己熟悉的行业和市场。我们的目标是帮助客户实现跨境和跨界投资，但我们的经验是，如果企业投资既跨境又跨界，则风险会高很多，企业必须拥有一支强大的管理和执行团队，并且深入考虑和评估风险后再进行实施。

人才风险是中国企业境外投资必须面对的风险之一，也是中国企业走出去遇到的最大瓶颈之一。国际兼并收购从开始到结束，需要审计师、会计师为目标公司做评估，需要媒体联络、游说集团，因为这关系到未来项目的政治风险以及大众接受的程度，需要技术评估。同时，企业人才是否能够有延续性，留住关键人才，累积境外投资的经验，亦是中国企业面临的挑战。这些境外业务开展的成败关键在于找到合适的人才并留住那些经验丰富的人才。中国企业走出去需要有创新能力、能够构架新游戏规则的人才和变革性人才。

知识产权风险，主要包括知识产权法律风险、知识产权壁垒风险、知识产权运营风险及知识产权滥诉风险四大类。我国企业经常在“抢滩”国外市场的过程中，由于对投资所在国的知识产权法律体系不了解，导致处于被动地位。在传统贸易壁垒日益受到国际条约限制的背景下，各国尤其是发达国家经常会以知识产权保护的名义，对我国企业涉及知识产权的货物商品、技术贸易和投资设置障碍，形成知识产权壁垒，阻碍我国企业境外投资的顺利开展。此外，我国企业在雇佣外国员工、委托开发、合作开发或直接投资过程中，很容易出现商业秘密泄露等问题，致使境外投资受阻或半途而废。我国企业在“走出去”之前，应当充分评估知识产权的风险，以免落入知识产权陷阱。

文化风险，在我国企业境外投资中常常被忽略，但这可能对境外投资的成败起到很关键的作用。境外投资不只体现在资本的国际流动，也体现在文化的交流、融合与碰撞。一些不健康的文化冲突很可能影响企业的政策运营，导致企业境外投资的损失。

2012年10月份，一家在柬埔寨的中资企业管理者由于撕毁柬埔寨亲王的画像，引起柬埔寨民众的抗议与骚乱，最后该管理者被警察逮捕，并被驱逐出境。

中国投资者在境外投资中曾多次遭遇劳工风险。在中国与全球化智库对中国企业“走出去”的120个失败样本中，有接近35%的企业曾经遭遇了劳工问题，并且很大可能会因此遭受经济损失。所以中国企业在开展境外投资前就需了解当地的劳工状况，与当地的工会建立联系与信任，为境外投资的顺利开展打下基础。

专家观点

高超
汉坤律师事务所合伙人

中国私募可能会因为来自发展中国家而受到不公平待遇。尤其境外投资时，如果投资方是国企或者拥有国资背景，会受到境外市场更严格的审查。

通过中国私募实施境外投资会比中国企业直接进行境外收购要容易，但有时候境外被投资方也会要求私募基金披露LP的信息。

政治风险

除了商业风险之外，政治风险也是每个“走出去”的中国企业无法回避的问题。政治风险由于发生几率较小、难以预见等原因常常被企业所忽视，但是一旦发生，投资者面临的损失更为严重。近期中东和北非局势的动荡让更多的人开始关注政治风险。利比亚爆发的武装冲突和内乱，属于典型的政治风险，它让中国部分投资者遭受了惨重损失。常见政治风险如战争、动乱、国有化、政府违约等。

很多境外投资项目都具有项目金额大，投资周期长的特点，这就决定了对项目长期进行风险管理的重要性。资源的短缺与其价格的高涨，民族主义和投资保护主义的盛行，政府的频繁更迭，政策和法律的变幻莫测，贫富差距的扩大，当地分裂分子的袭扰，种族、宗教和观念的冲突，环境污染的加重以及各种形式的内战等等让很多境外投资项目在东道国面临极大的政治风险。

根据中国与全球化智库对2005年到2014年的120个典型对外投资失败案例的分析中，由于政治因素导致失败的投资比例高达25%。影响比较大的案例如2011年我国投资利比亚的50多个大型项目由于利比亚战争而无法履行，对我国企业造成重大损失。

投资所在国不同政治力量的消长会对项目的经营产生相当大的影响，有时候很小的政治变化就会严重影响投资环境；同时，投资者资质、投资地区、投资方式等公司层面的因素也与政治风险紧密相关。为了判断一项特定的政府行为是否会对项目产生威胁，就要分辨清楚该政治风险的类型。

首先，需要区分公司特定政治风险和国家特定政治风险。公司特定政治风险指那些针对特定公司的政治风险，例如东道国政府宣布与某公司签署的合同无效，或者恐怖分子针对某公司的袭击，这类政治风险很容易识别。相反，国家特定政治风险并不是针对某一个公司，而是涉及整个国家，例如国家禁止汇兑或者东道国爆发内战。虽然投资者可以通过在合同或协议中设定仲裁条款、加强项目现场安全保障等措施来减少公司特定政治风险带来的损失，但是，投资者往往无力控制国家特定政治风险，只能在国家特定风险发生后，终止运营，退出该国市场。

其次，需要区分政府风险和不稳定风险。政府风险源于与政府权力相关的行为，这种权力可以是合法的，比如通过一定法律程序提高税率的行为；也可以是非法的，比如当地警察局的勒索行为。很多政府风险，特别是具有公司特定风险性质的政府风险，既包含合法成分，也具有非法性质。不稳定风险则来源于政治斗争，比如竞选时不同政治力量之间的冲突，由于对社会环境不满引发的骚乱等。

在评估政治风险时，应重点关注政府权力行为的合法合理性，政府制定和执行法律的能力，政府机关的腐败情况，当前政治分裂情况。有效管理政治风险主要包含两点：及时性与前瞻性。及时性就是要及时管理和降低可能对项目产生负面影响的政治风险；前瞻性则是指提前做好准备，为防止未来可能发生的政治风险制定方案并采取措施。善于对政治风险做出预测，不仅能够防范其发生带来的不良后果，还能带来意想不到的收益。要管理好政治风险，还须坚持在初期项目决策中就将政治风险作为是否投资的重要参考，一旦决定投资该项目，要在整个项目的周期内持续监测和管理政治风险。

专家观点

王靖
复星地产
海外及股权
投资业务，
副首席财务官

风险的种类很多，最常见的比如财务风险。从团队管理的角度出发，复星会采取两种常见的模式，一是在当地组建团队，即从当地进行招募专业人才；另一种是直接收购当地成熟的管理团队以更快拓展市场。不过为了规避财务风险，我们通常会指派财务负责人来加强对标的公司的管理，降低风险。

税务风险

在中国企业“走出去”的过程中，海外投资的税务问题受到越来越多的重视。常常发生中国企业在境外投资初期，甚至项目落地之后，管理层只侧重于业务，而忽视税务问题的情况。企业需要对被投资国当地税法及投资国与被投资国签订的双边税收协定充分理解，对相关投资活动是否需在当地缴税、适用何税种、适用税率及计税方法等问题做出专业判断。若决策阶段企业未全盘考虑税务因素，可能导致整个项目处于亏损状态或导致当地税局产生信任危机。

一个典型的案例就是中国某大型企业为拓展海外业务，扩大属下资源储备，决定收购非洲某个矿石项目，经过长时间的业务部门谈判。该企业最终完成了并购该矿产的所有程序，然而在并购完成一年之后，该项目受到当地税务机关的税务审计。在此次税务审计过程中，当地税务机关对并购交易的税务申报提出了异议。根据审计结果，该企业作为上市公司可能需要计提相应的递延所得税负债或准备金，涉税金额巨大，不仅直接影响了当期的财务表现，也对该企业的海外投资声誉造成了负面影响。

为避免触发此类风险，中国企业需要熟悉不同投资东道国的税制和特点，欧美国家的税收制度通常比较严谨且税负较高，比如卢森堡、瑞士等国。而一些欠发达国家和地区的税收制度不慎严谨，存在较大的不确定性，如印度税法规定某类获得能源部批准的电站项目可享受较低的税率，然而印度能源部早在2004年就取消了对该类项目的审批，这样该类外国企业是否可享受此较低税率就存在很大的不确定性。

此外，中国企业还需要关注国际税务政策的最新动态，例如经济合作与发展组织（OECD）受G20领导人委托，在2015年10月发布了税基侵蚀和利润转移项目（BEPS）15条具体的行动计划，旨在解决不同国家和地区的税制差异和征管漏洞，完善国际税务体系。中国以OECD合作伙伴身份平等参与BEPS行动计划，中国亦大力推进BEPS成果在国内层面的转化，包括完善税制改革、税收立法和征管体系，加强国际税收合作等。

针对境外投资的税务风险管控，中国企业可以从以下几个方面着手：

投前准备阶段。首先可以设计税务高效的交易架构，选择合适的中间控股平台，从而避免不必要的税务损失。一般来说，境外投资架构设计需要全盘考虑，主要包括企业长远的投资发展战略、双重征税协定、中国与投资所在国的税法规定、投资的灵活性、未来利润回报投资退出、税负重组及融资架构灵活性等。

然后需要对投资标的开展全面的税务尽职调查，一方面获得对投资标的目前主要税种的税务合规性状况、税务稽查情况、潜在的税务风险等的清晰认识；另一方面，可以在谈判中准确划分税务风险责任，避免中国企业为投资标的前期的税务遗留问题埋单，比如在协议条款中建立充分收购保障或赔偿保障机制等。

全过程税务风险管控体系。中国企业开展境外投资，需要建立起投资全过程的风险预判和税务风险管控体系。税务部门需要与商业战略相关部门保持及时沟通，以保证在任何重大商业战略实施前，其潜在的税务风险都能被有效识别并考量。另外，税务风险管控还体现在境外投资相关税务合规性管理的具体执行，监督好投资所在国及中间控股公司所在国的日常纳税申报工作。

目前，跨国公司普遍采用美国全国虚假财务报告委员会的发起人委员会（COSO）框架，对企业内部进行管控，COSO框架包括控制环境、风险评估、控制活动、信息沟通、监督等八大部分；与税务风险管控体系相结合，能够更好地控制企业税务风险。

投中关键风险点管控。税务风险管控是一个动态持续的过程，需要贯穿投资运营过程始终。其中关键点之一就是对商业实质的维护，在国际税务实

践中，各国家或地区对居民企业享受双边税收协定提供的优惠税率（如中国内地与香港的避免双重征税安排将股息预提，所得税税率由10%降至5%），都对商业实质提出了不同程度的要求，所以满足投资所在国对商业实质的要求是税务筹划的重要考量。

税务文档存档管理。税务风险管控的工作之一就是税务文档的归档与管理，好的文档工作帮助企业对税务工作有序管理，同时也给予企业在面临税务检查时的主动权，消除税务风险。

法律风险

除了商业风险、政治风险及税务风险之外，中国企业境外投资还面临严峻的法律风险。目前中国企业的国际化还处于起步阶段，境外投资法律意识不强，也对其他国家和地区的法律制度不熟悉。另一方面，不同国家和地区对于外国直接投资的政策要求与法律制度各不相同，外部环境不断变化，这些因素都造成中国企业在“走出去”的过程中，面临较大的法律风险。

根据中国与全球化智库针对境外投资“失败案例”的分析，失败案例中由于法律因素导致的失败或损失的达到16%。中国企业在菲律宾、赞比亚以及加蓬等国家都出现过法律诉讼导致项目无法顺利推进的情况。

对外投资要法律先行，但一些想“走出去”的中国企业认为法律咨询不能直接产生效益，法律意见束缚了决策者的手脚，往往只在项目进行到签署备忘录或者框架协议的时候，才让律师或者法务人员介入，但此时投资就存在较大的法律风险，一旦发生严重问题进入争议阶段，往往导致错失商机，遭受损失。

中国企业境外投资最常见的五大法律风险及对应策略如下：

不了解投资所在国家法律环境：中国企业往往被投资标的的商业机会、自然资源所吸引，就快速做出投资决定，但未考虑投资所在国的法律环境，可能就埋下了法律风险的种子。例如，中国某矿业公司被刚果丰富的铜、钴、黄金等矿产资源所吸引做出投资决策，而未对刚果的投资环境尤其是法律环境进行充分了解，等到发现开采出来的原矿必须经过一定程度的加工才能出口时，为时已晚。

为防范此类风险，中国企业在境外投资前，需要对投资所在国做一个法律环境调研，了解该国家对于境外投资的法律规定及企业运营管理的要求。

缺乏深度尽职调查：即使到现在，还有一些中国企业因为听信项目合作方的陈述，不做深入的尽职调查，就开展境外投资。这样情况下，一些潜在法律风险如所收购资产的合法性以及权属问题，目标公司有巨大的隐藏债务或者诉讼风险，甚至公司本身已经不再合法存在等，就会随之产生。

为防范此类风险，中国企业一定要在境外投资前，开展深入实地的尽职调查。遇到某些法制不健全的发展中国家时，要全面了解投资行业、企业的情况，与投资公司管理层、员工及当地政府沟通，以发现项目本身可能存在的、且通过简单的书面资料审查发现不了的问题。

逃避境内主管部门的审批：根据国内的法律，中国企业境外投资必须通过相关部门如国家发改委、商务部审批，并在国家外汇管理局备案。根据投资企业情况和投资领域的情况，一些项目还需要报备国资委、国土资源部等相关部门。但由于审批程序耗时较长，国内一些企业急于海外拿项目，往往逃避境内主管部门的审批，直接用境外的资金开展投资。

短期来看，这种行为似乎效率很高，节省不少时间。但长期来看存在几个问题，如合规性不符合要求存在处罚风险，未来项目上市或转让时，由于前期没有合法审批导致交易方不信任，阻碍转让顺利推进。

针对这类法律风险，中国企业只需要重视正规法律审批，企业提前跟相关部门深入沟通，准备好充分材料，就能顺利通过审批。另外，我国上海自贸区、横琴自贸区等都可以提供快速审批通道，所以没必要冒险逃避审批。

轻视项目流程管理：境外投资从前期筹备、谈判签约、项目交割到项目实施运营，是一个完整的系统工程，需要很严格的项目管控意识。从项目双方一开始的接触、签署保密协议和独家谈判协议，到组织尽职调查、企业内部审批，再到项目交割，都必须有严格和周密的计划，提高组织和决策的效率。一些企业在与合作方签署备忘录或者独家谈判协议之后，开始走企业内部审批流程，但由于事先与上级企业沟通不够，在独家谈判期限之内，未能走完公司内部审批程序，导致项目最后被竞争对手抢走；还有些企业在拿到项目基本信息后，立即开始在国内寻找合作方，却忽视了保密义务，最后因违反保密承诺，造成谈判失利或者项目的前期违约。

针对此类风险，中国企业需要加强组织流程的体系建设与培训，同时聘请真正专业的中介机构，有效防范风险。

法律文件管理混乱：中国企业境外投资过程中，针对法律文件的管理、归档、保管工作比较混乱，导致部分法律文件和资料缺失。在这种情况下，当中国企业需要将项目转让，则无法及时顺利应对受让方的尽职调查，在接到受让方提供的尽职调查清单时，才发现好多文件丢失，不得不临时补办。另外，由于法律文件丢失，还可能在面对境外诉讼时，由于缺乏法律证据而面临败诉。

针对此类风险，中国企业可以通过加强内部法律文件管理意识，建立文件归档机制，来防范风险。■

其他参考资料：
韩师光，《中国企业境外直接投资风险问题研究》，吉林大学，2014

25. 交易结构设计和重要条款

交易结构

交易结构设计，是指交易双方以合同条款的形式所确定的，用以协调与实现交易双方最终利益关系的一系列安排。其内容涵盖了交易主体组织结构、交易标的、交易方式、融资结构、退出机制等多个方面。在降低交易成本与风险的同时，实现交易双方利益的最大化，是交易结构设计的主要原则与目的。

当今的私募股权投资市场，无论是并购交易还是其他种类的交易，都需要面临诸多的行政审批与利益协调。交易架构的不同会对交易成功与否以及未来商业运营和税务筹划产生不同的影响。一个合理的交易架构可以促进买方实现其企业运营战略，为未来企业上市或退出提供灵活有效的优化方案，同时也能实现整体税务结构的最优化。下面我们将主要介绍对外投资中最常见的五种交易结构形式：

- 购买公司整体；
- 购买公司资产；
- 收购公司股权；
- 债权转化股权；
- 债务承担模式。

购买公司整体与购买公司财产

购买公司整体和购买公司财产，这两种交易形式常常被混淆。虽然针对公司的交易一般被理解为公司本身或整体的买卖；但在现实中，存在两种不同的情况，一种最终交割的是企业，一种最终交割的则是企业资产，购买公司和购买资产不仅在法律上是两个不同的概念，在财务、税务，操作程序中亦有很大区别。下面，我们将从法律、税务及资产经营的角度对其进行对比解释和分析。

从法律角度来看，所谓购买公司就是将公司作为一个整体来购买。作为法人，公司不仅拥有一定法人财产，同时也是多种契约的承担者，购买企业不仅是对法人财产产权的转让，也是其下有关契约之权利、责任的转让。

而购买资产一般只包括企业的固定资产、工业产权、专有技术、经营许可、营销网点等。购买财产时，契约的转让需要经过认真选择。举个例子，在购买过程中，如果法律尽职调查认为该企业在某些合同或契约中处于不利地位，可能会导致法律纠纷或涉及诉讼，投资方一般会选择购买财产而不是购买企业整体。购买财产后重新注册一家公司即可有效规避与原公司相关的法律诉讼。

从财务和税务角度来看，购买公司与购买资产的主要差别在印花税和所得税上。在国际上，若购买公司整体，原则上可继承被购买公司的累计亏损；用其冲减利润，可以减少现期的税收支出。不过，在我国，被购买公司若保留法人地位，则要求这些累计亏损需要之后多年经营利润来抵补，而不能用收购方的利润抵补。至于印花税，购买企业和购买资产的印花税在国外按不同税率执行，前者较低，一般为成交价格的0.5%，后者则高达5%到6%。而在我国，两者均为万分之零点五。对于将来企业或资产再出售所需的增值税，国内外两者之间区别不大。

从流动资产的处置角度看，购买企业通常要包括流动资产，如应收账款、应付账款、库存、成品、原料等；购买资产则不包括流动资产，由于此部分资产与生产过程密不可分，因而通常采取买卖双方签订委托代理协议，由买方代卖方处理库存，收取手续费，或以原料加工方式处理卖方的原料，收取加工费。

从总体上看，购买企业通常要涉及很多复杂的财务、税务及法律问题，需要投入较多的时间和费用，购买资产则相对简单。

收购股权

通过购买股权，并进一步控制公司是目前最常用的交易方式，投资方既可以从原有股东手中购买股份，亦可通过购买被投公司新增加的股份来获得股权，但两种购买结构对买方有截然不同的影响。

购买原有股东的股权可以获得控股权，并进一步进行全面收购。而购买增发的股权只能买到控股权而不能全面收购。而从买方支付的资金情况看，同样是收购控股权，通过购买新股比购买现股东卖出的股份需要更多的成本，且日后再发新股或股东增股，买方还要相应投入，否则股权将被稀释可能由此丧失控股权。

但购买新股对买方的益处在于投入的资金落在公司，仍由自己控制和使用，而购买原股份则买方投入的资金落在股东手中。因此，购买原股东手中的股份易被大股东接受，购买新股则比较受小股东和股市的欢迎。

债券转化股权与债务承担模式

债权转股权式交易，是指最大债权人在企业无力归还债务时，将债权转为投资，从而取得企业的控制权。此种方式的长处在于，既解开了债务链又充实了企业自有资本，增加了管理力量，可以使企业走出困境。

由于企业之间债务日益加重，债权转股权已成为现阶段我国比较常见的一种企业交易方式。如之前，中国光大国际信托投资公司的债务重组就是在亏损额10倍于权益的情况下进行的。换言之，债权转成股权时，债权人已损失了大部分本金。

由于债权转股权多是迫不得已而非自主选择的并购交易方式，成交价格以债务为准而非以评估后的企业实际价值为准，因此买卖双方均可能获利亦可能蒙受损失。

债务承担模式，也是企业兼并中出现的一种购买结构，其做法是在目标企业资产与债务等价情况下，买方以承担目标企业债务为条件接受该企业资产，卖方全部资产转入买方，法人主体消失。

这种购买结构就其本质而言是零价购买企业，其设计的初衷是保障债权人利益，从现实看，这种结构对买方而言可能存在巨大利益差别。若目标企业设立时资本充足，因经营不善造成资不抵债，那么买方以承担债务方式购买所支付的价格可能远远高于企业的真实价值，即使目标企业有某种特殊资源为买方所需，那么也要考虑是支付很高的代价，还是寻找替代资源。

另一种情况下，企业原有资本不足，几乎单纯靠银行贷款发展起来的（此种情况在我国很普遍），在此情况下，企业早处于负债经营状况，当其现金流量不足以支付利息时，企业将陷入破产境地。若按自有成本或市价法评估，企业资产价值可能远远大于其债务额，此时以承担债务方式收购，买方获利很大，这正是此购买结构的不科学之处。

债务承担模式和债权转股权模式都属于特定经济环境下的企业购买结构，从发展趋势看，它们将逐步让位于更规范、更合乎市场经济要求的购买结构。如当企业出现资不抵债或资大于债，但现金流量不足以支付利息时，先进入和解整顿程序，了结债权债务关系后，再由其他企业购买剩余资产，便比较合理。

私募股权投资的重要条款

私募股权基金向目标公司投资时，往往仅能收购目标公司较少份额的股权，成为目标公司的少数股东，根据大多数国家的公司法，私募股权基金对目标公司的后续经营管理将缺乏控制权。而且，尽管私募股权在投资前进行了尽职调查，但目标公司会受其所在市场波动的影响，其业绩也受到目标公司管理层和多数股股东的影响，使得私募股权投资的风险较大。因此，为确保私募股权基金的投资收益，降低投资风险，私募股权基金在向目标公司进行投资时，除约定交易结构、交割条件和现有股东的承诺与保证外，往往还需要目标公司现有股东赋予私募股权基金特殊的权利。私募股权基金可以要求的特殊权利主要有以下几种，这几种特殊权利也构成了私募股权投资的重要条款，是私募股权基金与目标公司和目标公司股东进行投资谈判的重点之一。

重大事务否决权：为了保证目标公司经营管理的延续性，私募股权基金通常会保留目标公司的管理层和董事会，并保留目标公司对日常经营事务的决策方式。但是，目标公司的某些重大事务会对私募股权基金的利益造成重大影响，例如增发新股、并购、清算、进入破产程序等等。如果私募股权基金没有否决权，目标公司原有股东会或董事会会做出对私募股权基金不利的决定。为确保投资利益，私募股权基金会要求对这类重大事务拥有否决权。在条款上，此类否决权体现为要求对特定重大事务必须获得目标公司特定比例股权的批准。例如，如

果私募股权基金在投资后持有目标公司15%的股权，该特定比例可以设定为86%，这样在实质上给予了私募股权基金对重大事务的否决权。

董事任命权：除对重大事务的否决权外，私募股权基金一般也希望掌握目标公司的日常经营情况，对目标公司的日常经营情况产生一定影响。因此私募股权基金在投资条款中会要求有权任命目标公司董事会中特定数量的董事。私募股权基金可以任命的董事数目一般不会构成多数董事，但其将享有了解目标公司日常经营信息，并提出建议的权利，可以监督目标公司的经营决策，也会对目标公司批准日常经营事务产生一定影响，因此是私募股权基金的重要权利之一。

优先分红权：如果私募股权基金仅持有目标公司的普通股，目标公司的多数股股东可以通过延迟分红的方式，使得私募股权基金在投资期内无法获得持续的投资回报，而私募股权基金仅可通过退出时的股权转让款实现投资回报。这种安排实际上会损害私募股的投资利益，因此私募股权基金一般会要求优先分红权。

根据优先分红权，如果目标公司决定进行分红，私募股权基金应当优先于目标公司现有股东优先获得分红。只有在私募股权基金获得的分红达到一定数额或比例时，目标公司方可向其现有股东继续分红。而且，私募股权基金的优先分红权应当是可以累积计算的，即如果目标公司在某一年度没有进行分红，该部分分红可以累积到后续年度，只有当目标公司满足了私募股权基金在全部未分红年度的分红要求时，才可以向其他股东继续分红。

股份赎回权：由于投资的时间性较强，私募股权基金一般会要求在特定时间内获得期望的投资回报。因此，私募股权基金在投资条款中会约定股份赎回权，也就是通常所说的对赌条款。根据该权利，如果目标公司在约定时间内没有达到经营目标，或者未能实现上市，私募股权基金有权要求目标公司或目标公司股东以约定的价格赎回私募股权基金所持有的目标公司股份。需要注意的是，在我国的司法实践中，仅允许目标公司股东对私募股权基金进行赎回，目标公司不得成为满足赎回义务的主体。在美国等其他国家，目前并没有此种限制。

现金补偿或股权补偿权：同样出于满足私募股权投资回报的要求，私募股权基金可以要求设定现金补偿或股权补偿条款。该条款约定，如果目标公司在约定时间内没有达到经营目标，目标公司股份价格下跌，或者目标公司未能实现上市，则目标公司或目标公司股东应当向私募股权基金进行现金补偿或股权补偿。但是，此种安排会使得目标公司股权比例发生变化，影响目标公司股权稳定性，难以满足我国监管机关要求的公司股权权属清晰的要求，进而有碍目标公司在我国实现上市。所以，如果目标公司有意在我国上市，不建议设定此种权利。

优先认购权：优先认购权的内容是，在目标公司上市前，如果目标公司发行新股份，目标公司应当通知私募股权基金，私募股权基金有权按其在目标公司持有股份的比例，以同等条件优先认购相应份额的新发行股份。私募股权基金股东放弃优先认购权的，其他股东或目标公司股东以外的人方可认购。这种安排的目的是，防止目标公司以低于私募股权基金持有股份的认购价格发行新的股份，从而使得私募股权基金所持股份贬值或被稀释。

最低价条款：最低价条款的目的也是为了防止私募股权基金所持股份贬值或被稀释。最低价条款一般约定，如果目标公司在上市前引进新的投资者，且新投资者认购目标公司新发行股份的价格低于私募股权基金的认购价格，那么私募股权基金有权要求目标公司向私募股权基金无偿转让目标公司的部分股份，或者要求目标公司股东向私募股权基金支付现金，以使私募股权基金认购股份的价格降低到新投资者认购的目标公司新发行股份的价格。与优先认购权相比，最低价条款可以使私募股权基金免除筹集资金认购新发行股份的责任，减少私募股权基金的资金压力，使得私募股权基金可以便利地防止其持有股份被稀释。

优先受让权：优先受让权的内容是，如果目标公司现有股东转让所持有的股份，私募股权基金有权以按照其持有股份的比例，在同等条件优先受让所转让的股份。私募股权基金放弃优先受让权的，其他股东或目标公司股东以外的人方可受让。规定优先受让权的目的是防止目标公司现有股东以较低的价格将所持有的股份转让给第三人，从而避免私募股权基金持有的股份贬值；同时，在目标公司股份价格上涨时，私募股权基金可以分享股份价格上涨带来的利益。

共售权：共售权常见的规定内容是，当目标公司股东向第三方出售所持有的目标公司股份时，私募股权基金有权在同等条件下，优先于该股东或按照与该股东的持股比例，出售私募股权基金持有的目标公司股股份。设定共售权的目的是防止目标公

司股东以股份转让的形式，实现套现退出。目标公司的经营经常取决于特定股东（尤其是创始股东）的专业技术和在目标公司内的影响力。如果该股东套现退出，目标公司的经营将陷入困境，从而影响私募股权基金的投资收益。设定共售权可以避免此种情况。

强制出售权：强制出售权也是一种对赌条款，该权利规定，如果在约定期限内，目标公司没有实现经营目标，或未能实现上市，或触发其他特定条件，私募股权基金有权决定向目标公司股东以外的人转让目标公司股份。当私募股权基金行使该权利时，目标公司其他股东必须同意进行转让；而且，如果私募股权基金对外转让目标公司股份的价款未能达到一定的数额时，目标公司其他股东必须出售其持有的目标公司股份，并将股份转让价款转让给私募股权基金股东，直到达到私募股权基金事先设定的收益目标。

清算优先权：最后，在目标公司进行破产清偿时，如果私募股权基金未能提前实现退出，私募股权基金有权通过清算优先权条款减少损失。清算优先权一般有两种方式，一是直接规定私募股权基金优先于目标公司其他股东，在可分配剩余财产中优先受偿；二是规定在目标公司各股东（包括私募股权基金）分配完毕可分配剩余财产后，如果私募股权基金分得的财产低于其实际投资额，那么目标公司其他股东应当无条件补足私募股权基金的实际投资额。

地方私募股权境外投资相关条例及法规举例

关于私募基金的设立，首要考虑的问题就是注册地的选定，而各地出台的各种鼓励股权投资基金设立和迁入的政策，也成为基金管理团队在选定注册地时必须要考虑的重要因素之一。以下，我们将从税收优惠、落户奖励、办公住房、人才扶持等方面，对深圳前海、天津、上海自贸区几个地区的地方政策进行简要介绍。

深圳前海

税收优惠：合伙制股权投资基金和股权投资基金管理企业，执行有限合伙企业合伙事务的自然人普通合伙人，按照《个体工商户的生产经营所得》项目，适用5%-35%的五级超额累进税率计征个人所得税。不执行有限合伙企业合伙事务的自然人有限合伙人，其从有限合伙企业取得的股权投资收益，按照“利息、股息、红利所得”项目，按20%的比例税率计征个人所得税。

落户奖励：根据《关于促进股权投资基金业发展的若干规定》（深府[2010]103号)（下称“《若干规定》”），以公司制形式设立的股权投资基金，根据其注册资本的规模，给予一次性落户奖励：注册资本达5亿元的，奖励500万元；注册资本达15亿元的，奖励1000万元；注册资本达30亿元的，奖励1500万元。以合伙制形式设立的股权投资基金，根据合伙企业当年实际募集资金的规模，给予合伙企业委托的股权投资基金管理企业一次性落户奖励：募集资金达到10亿元的，奖励500万元；募集资金达到30亿元的，奖励1000万元；募集资金达到50亿元的，奖励1500万元。

根据《深圳市人民政府关于进一步支持股权投资基金业发展有关事项的通知》（深府办[2010]100号），对深圳符合《若干规定》相关规定的股权投资基金、股权投资基金管理企业，自本通知实施之日起或自获利年度起，前2年按照企业所得形成地方财力的100%给予奖励，后3年按照企业所得形成地方财力的50%给予奖励。“企业所得形成地方财力”是指企业缴纳的企业所得税中地方政府所实际获得的部分。

办公住房政策：根据《若干规定》，股权投资基金、股权投资基金管理企业因业务发展需要新购置自用办公用房，可按购房价格的1.5%给予一次性补贴，但最高补贴金额不超过500万元。享受补贴的办公用房10年内不得对外租售。股权投资基金、股权投资基金管理企业新租赁自用办公用房的，给予连续3年的租房补贴，补贴标准为房屋租金市场指导价的30%，补贴总额不超过100万元。

人才扶持政策：根据《若干规定》，股权投资基金、股权投资基金管理企业以及私募证券投资基金管理企业的高级管理人员，经市人力资源保障部门认定符合条件的，可享受深圳市关于人才引进、人才奖励、配偶就业、子女教育、医疗保障等方面的相关政策。

根据《深圳前海深港现代服务业合作区境外高端人才和紧缺人才个人所得税财政补贴暂行办法》（深府[2012]143号），在前海工作、符合前海优惠类产业方向的境外高端人才和紧缺人才，其在前海缴纳的工资薪金所得个人所得税已纳税额超过工资薪金应纳税所得额的15%部分，由深圳市人民政府给予财政补贴。申请人取得的上述财政补贴免征

个人所得税。深圳市人民市政府仅对适用个人所得税累进税率的工资薪金所得予以补贴，对适用个人所得税20%税率的一次性收入或偶然所得不纳入补贴范围。

其他：根据《关于促进股权投资基金业发展的若干规定》（深府[2010]103号），股权投资基金投资于本市的企业或项目，可根据其对深圳市经济贡献，按其退出后形成地方财力的30%给予一次性奖励，但单笔奖励最高不超过300万元。

天津

税收优惠：根据《天津市促进现代服务业发展财税优惠政策》（津财金[2012]24号），对在本市新设立并按规定备案的基金管理机构，自开业年度起的五年内，前两年按其缴纳营业税的100%标准给予补助，后三年按其缴纳营业税的50%标准给予补助。自获利年度起，前两年按其缴纳企业所得税地方分享部分的100%标准给予补助，后三年按其缴纳企业所得税地方分享部分的50%标准给予补助。新购建的自用办公用房，按其缴纳契税的100%标准给予补助，并在三年内按其缴纳房产税的100%标准给予补助。

办公住房政策：根据《天津市促进现代服务业发展财税优惠政策》（津财金[2012]24号），对在本市新设立并依照规定备案的基金管理机构，在本市区域内新购建的自用办公用房，按每平方米1000元的标准给予一次性补助，最高补助金额为500万元；租赁的自用办公用房，三年内每年按房屋租金的30%给予补贴。若实际租赁价格高于房屋租金市场指导价，则按市场指导价计算租房补贴，补贴总额不超过100万元。

人才扶持政策：根据《天津市促进现代服务业发展财税优惠政策》（津财金[2012]24号），对在本市新设立并按规定备案的基金管理机构，从外省市引进且连续聘任两年以上的机构副职级以上高级管理人员，在本市行政辖区内第一次购买商品房、汽车或参加专业培训的，五年内按其缴纳个人工薪收入所得税地方分享部分予以奖励，累计最高奖励限额为购买商品房、汽车或参加专业培训实际支付的金额；不在本市行政辖区内购买商品房、汽车或参加专业培训的，三年内按其缴纳个人工薪收入所得税地方分享部分的50%给予奖励。

其他：根据《天津市促进现代服务业发展财税优惠政策》（津财金[2012]24号），股权投资基金投资于本市企业或项目的，按项目退出或获得收益后形成的所得税地方分享部分的80%标准给予奖励。

上海自贸区

根据《国务院关于印发中国（上海）自由贸易试验区总体方案的通知》（国发[2013]38号），实施促进投资的税收政策。对试验区内企业以股份或出资比例等股权形式给予企业高端人才和紧缺人才的奖励，实行已在中关村等地区试点的股权激励个人所得税分期纳税政策。而根据在中关村等地区试点的纳税政策，即《财政部、国家税务总局关于中关村国家自主创新示范区企业转增股本个人所得税试点政策的通知》（财税[2013]73号），企业以未分配利润、盈余公积、资本公积向个人股东转增股本时，应按照“利息、股息、红利所得”项目，适用20%税率征收个人所得税。对示范区中小高新技术企业以未分配利润、盈余公积、资本公积向个人股东转增股本时，个人股东一次缴纳个人所得税确有困难的，经主管税务机关审核，可分期缴纳，但最长不得超过5年。■

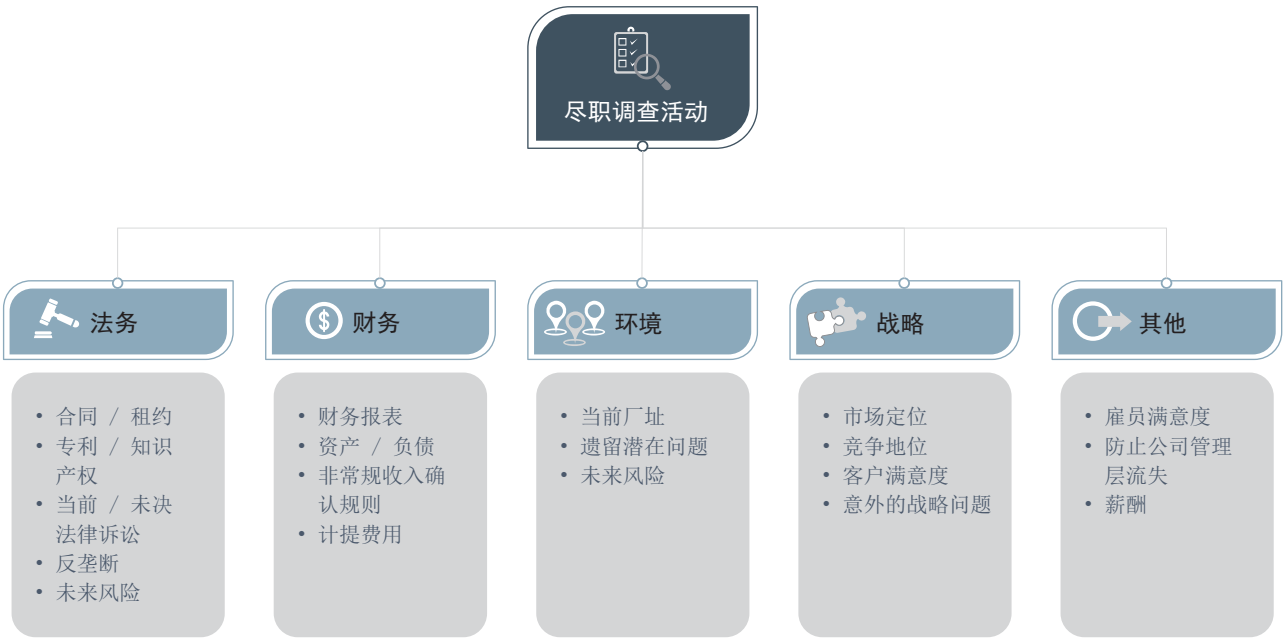
26. 尽职调查

尽职调查（Due Diligence），又称谨慎性调查，其内容包括公司的背景与历史、公司所处的行业，公司的营销、制造方式、财务资料与财务制度、研究与发展计划等各种相关的问题。

尽职调查对于项目的投资决策意义重大，详尽准确的尽职调查将帮助私募股权投资者了解企业情况，减少因双方信息不对称产生的诸多问题；调查结果将成为双方奠定合理估值并建立深入合作的基础。另外，尽职调查会对目标公司的单据、文件等进行系统调查，这本身又是一个保存和整理的过程，无论是对日后的管理还是其他运营都有较大的帮助。尽职调查的具体内容主要覆盖目标公司的运营、规章制度及有关契约、财务等方面，其中商业运营分析、财务税务情况和法律法务情况这三方面是调查的重点。由于尽职调查涉及的内容繁多，对实施尽职调查人员的素质及专业性要求很高，因此，私募股权基金往往会聘请专业机构，如管理咨询公司、会计师事务所及律师事务所等协助调查，为其提供全面的专业性服务。尽职调查一般包括针对一切与该并购有关的事项所进行的调查分析，我们将对其中三大种类进行剖析：

- 战略尽职调查：评估目标公司的商业模式及业务前景，其中包括判断市场发展潜力，业务吸引力，以及竞争状况等商业风险；
- 法律尽职调查：分析合同和其他文件，评估是否存在潜在的法律风险及诉讼案件；
- 财务尽职调查：判断公司账目是否一致，评估实际资产和负债状况及税务风险。

图26.1 尽职调查的主要类型



战略尽职调查

战略尽职调查，又称商业尽职调查，是指专业的管理及咨询团队分析研究目标公司的商业前景和未来发展趋势。

我们认为，战略尽职调查的重要作用主要体现在以下三点：

- 深入评估目标公司的未来价值（财务和法律尽职调查是回溯性的评估）；
- 指导后续投标和谈判战略；
- 确保目标公司的增值能够被收购方获取。

战略尽职调查通常由两个独立的阶段构成，每个阶段包括三个主要的部分。

第一阶段：外部环境分析

第一阶段为外部环境分析，其目的是得到详细的市场、客户和竞争对手情况，作为目标公司价值评估的基础。由于第一阶段的三个部分互为补充并可能有所重叠，它们通常会同时进行。例如，客户常常是竞争者信息的最佳来源，因此，在客户分析中进行的访谈会为主要者的分析提供重要的依据。

市场评估的目的是确定目前的市场规模，并预测与目标公司相关的细分市场的增长。评估的第一步是根据目标公司的业务模式对市场进行适当的战略细分。战略细分市场是指市场中需要特定的能力、资产和区域存在进行竞争的部分。因此，一个战略细分市场通常有一系列的竞争者、客户、服务要求或技术能力。战略细分市场可以有多种划分依据，示例如下。

按终端用户划分：由于不同行业的客户对供应商有不同的要求，许多制造企业是按照终端用户的行业进行划分的（比如电信、汽车、计算机等）。

按地域划分：服务性行业常常要求本地化业务，因此，地域是服务行业最常见的战略细分方法。

图26.2 战略尽职调查的主要部分

按价格别分：价格常常用作细分许多和消费者有关的市场（比如汽车、商品住房、服装），因为不同的商品价格往往体现了不同的产品质量、服务水平和销售渠道等诸多因素。

按技术划分：对工业产品来说，同样的市场需求可以通过不同的，相互竞争的技术来满足，因此，技术能力常常可以用来细分这些市场（如塑料与金属，自动与手动）。

一旦明确了市场的战略细分，就可以确定标公司当前所在的细分市场，同时也要判断未来它在哪些细分市场有能力展开竞争。

市场评估的最后一步，是通过预测相关战略细分市场的增长来对目标公司销售收入增长潜力的范围进行界定。重要的是，这时不仅要考虑负面因素，比如替代产品或技术的影响，而且必须要考虑正面因素，比如目标公司客户业务的预期增长对收购目标前景的影响。通过市场评估，可以建立一个完善的市场模型，用以确定各个战略细分市场的规模，而这将会为预测目标公司未来的销售收入提供重要依据，并最终影响对目标公司的估值。

客户分析能够为一项并购提供非常重要的深入洞察，因为它考虑了目标公司的客户对其未来购买行为的展望，以及他们对目标公司能否满足不断变化的市场需求的看法。艾意凯咨询通常首先根据市场评估中所建立的战略市场细分对客户进行识别，然后从每个细分市场中选择一部分具有代表性的重要客户进行访谈。

访谈的目的是为了了解当前客户的选择标准，客户认为这些标准会如何演化，与竞争者相比目标公司在这些标准上表现如何，以及要使目标公司在未来取得更大的市场份额所需要付出的代价等等。

竞争者分析的目的是研究目标公司如何在当前和未来的市场竞争中定位，从而进一步衡量项目的价值。这一分析的重点在于对当前的、直接的竞争对手进行分折，但是同样需要考虑新竞争者的进入市场所面临的壁垒和进入可能性，以及新进入者可能对目标公司构成的威胁。分析的最终目的是确定竞争对目标公司所构成的威胁以及存在的机会，并将这些潜在威胁和机会在之后的公司估值分析中一一量化。

战略尽职调查的前三个步骤需要做得多详尽？答案取决于两个考虑：1）你对目标公司及其所处的市场有多了解？2）收购交易的绝对价值有多大？交易的相对规模（与收购方拥有的资源相比）有多大？

表26.1 战略尽职调查的典型问题与活动

步骤	典型问题	典型活动
市场评估	• 目标公司的市场有多大？ • 如何进行市场细分？ • 各细分市场将如何增长？ • 是否存在替代技术或产品的威胁？供应商、政府或其他外部因素能否左右市场？	• 文献搜索 • 行业报告 • 专家访谈 • 建立市场模型
客户分析	• 谁是目标公司的主要客户？ • 客户的主要选择标准是什么？ • 目标公司在这些主要标准上的表现如何？ • 是否存在未被满足的需求？购买行为是否会发生变化？	• 将客户进行战略归类 • 识别关键决策人 • 与具有代表性的现有客户访谈 • 与尚未开发的客户及已流失的客户访谈
竞争者分析	• 客户的更换供应商的成本如何？ • 谁是主要的竞争对手？ • 竞争程度如何？ • 与目标公司相比，竞争对手的优势和劣势分别是什么？ • 新竞争者进入市场的壁垒是什么？	• 文献搜索 • 总结分析竞争者资料 • 与竞争对手和行业专家访谈 • 总结各种战略定位

资料来源：艾意凯研究与分析

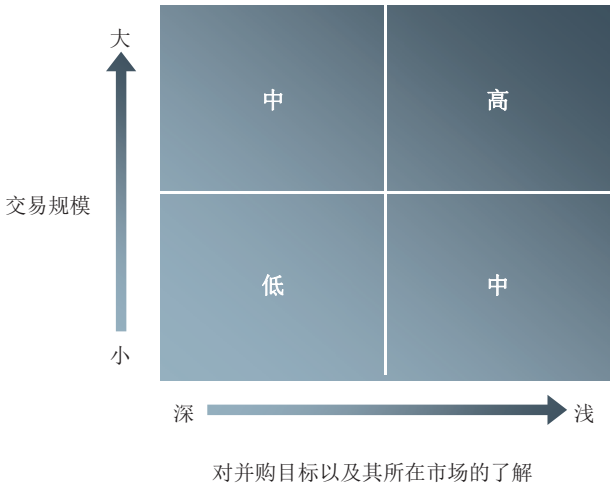
如果不考虑其他因素，目标公司在产品、服务、客户、竞争对手或地域上与收购方核心业务的差异越大，战略尽职调查就越要周密彻底。同样，需要股东和投资者投入的财务资源越大，战略尽职调查就越要详尽。而对于与收购方已有核心业务相近，在所熟悉的地域，以及所需财务投入较小的收购项目，第一阶段的工作量可以大幅减少。

第二部分：公司估值和谈判

第二阶段为公司估值和谈判，其目的是利用第一阶段所获得的战略信息，来确定一项收购真实的价值创造潜力，并在谈判过程中作出有根据的决定。这一阶段有三个独立的部分。

估值分析——在对目标公司估值时，建立现金流折现（DCF）模型来对损益表、资产负债表和现金流进行预测是相对比较容易的。难度更大的是形成各项影响估值结果的重要假设。要避免常见的“拍脑袋”猜测，则必须充分利用第一阶段的研究成果。例如，只有深刻理解未来客户购买行为以及竞争者相对定位，才能确保你对目标公司未来在每一个战略细分市场中能获得的份额作出合理的假设。将由此预测出的市场份额和每一个战略细分市场的预测规模相结合，才能有把握地预测目标公司的未来销售收入。

图26.3 战略尽职调查的深入程度分析

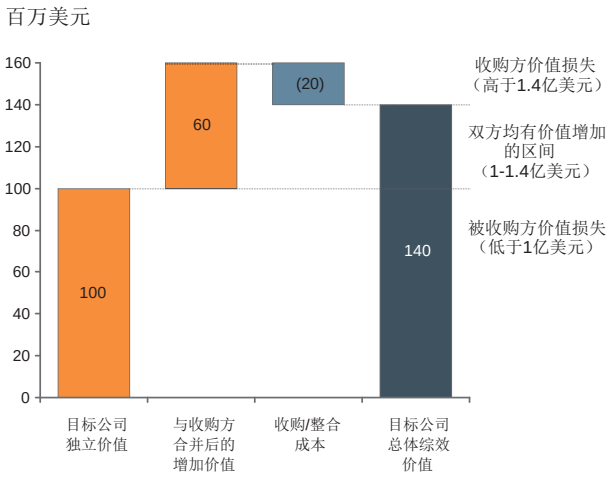


类似的过程同样适用于损益表上的成本部分。如果客户认为他们选择供应商时主要衡量供应商引进新技术的能力，那么可能需要维持或增加成本预测中研发预算的比例。关键是要将第一阶段中定性的信息转变为估值模型中定量的假设。如果无法在预测重要的损益表或资产负债表项目时作出有根据的估计，则需要进行更多的市场研究。

在对目标公司进行估值时，应进行两种独立的分析。首先应在假设公司运营保持现状的前提下对

目标公司的独立价值进行预测。这一价值通常是出售方所能接受的最低价格。然后应在目标公司独立价值上加上收购方得到目标公司所有权之后，双方销售收入、成本和资产负债表改善所带来的价值。收购增加的价值减去完成收购交易所带来的一次性成本的结果就　是目标公司对收购方的总体综效价值。这一价值应该是收购方所愿意支付的最高价格。如果收购方需要支付的价格超过了这一水平，那么完成这宗收购会损害收购方股东的利益。

图26.4 确认价值增加区间的估值分析

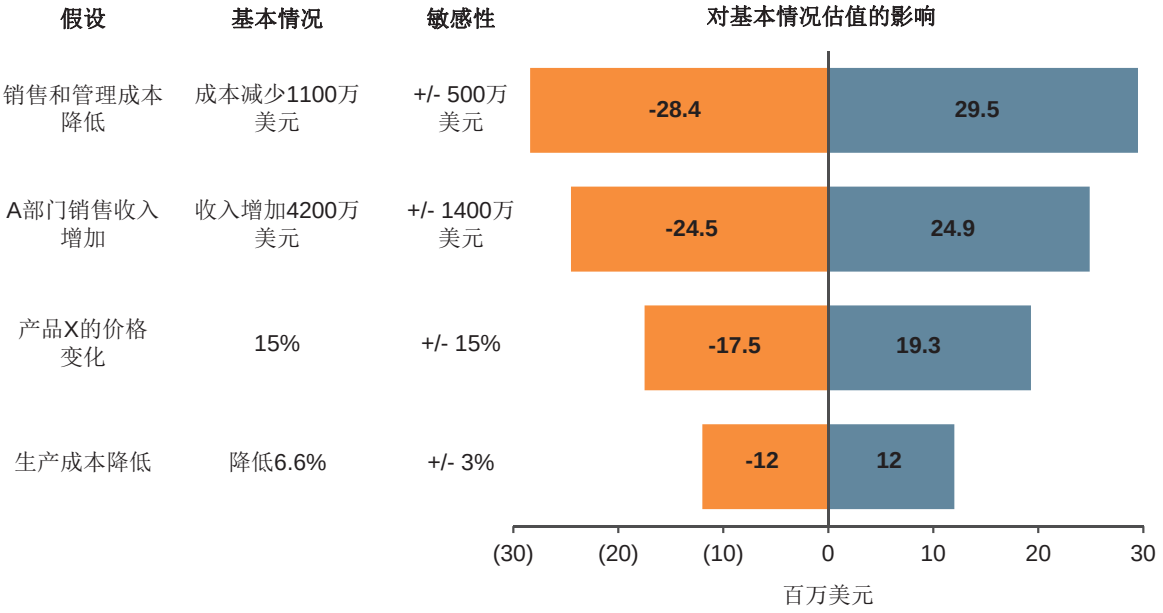


资料来源：艾意凯研究与分析

敏感度分析——在确定了基本假设下目标公司的独立价值和总体综效价值后，接着就需要针对主导估值结果的重要假设进行一系列“如果……那么……”的分析。无论战略尽职调查有多么详尽，也无论你对目标公司的了解有多么深入，在一些重要假设上仍然会存在不确定性。针对这些不确定性，我们必须进行敏感性分析，即将重要假设的值在某个范围内进行变动，并衡量这些变动对公司估值的影响。敏感性分析的重要性体现在三点：第一，它能够明确指出影响目标公司估值的几个最关键因素（通常决定目标公司价值时所需的诸多假设　能够通过敏感性分析精简为五至六个关键因素），因此在决定出价前的最后时刻，应该重点关注这些因素。第二，敏感性分析可以在作出购买或放弃一项特定资产时所承担的经济风险加以量化。这些决定通常都靠“直觉”作出，但经验表明，通过严密的敏感性分析得出的结论要准确得多。第三，在收购交易完成之后，敏感性分析可以帮助确定并购后整合工作的重心。

谈判——战略尽职调查的最后一步是在价值增加区间中确定出价。正如在估值分析中谈到的一样，目标公司的独立价值是出售方所能接受的最低价格，也是价值增加区间的下限；而目标公司的合并增加价值减去收购成本是价值增加区间的上限。当在这

图26.5 敏感度分析对重要假设的不确定性加以量化示意图



资料来源：艾意凯研究与分析

一区间中制定一个特定的出价策略时，我们应考虑多个因素。

收购方对于基本情况中各假设的确信程度：常用的原则是，目标公司估值对于重要假设的不确定区间敏感性越低，出价就应越高。不过当这些不确定性对收购方有利时，这一原则并不适用。

竞购方：潜在竞购方能获得越大的收购协同效应，收购方在出价时遇到高价竞争的可能性就越大。因此，收购方可能需要提出更高的收购价格。

其他估值方法：不同竞购方可能采用其他估值方法，如乘数估值法来确定其出价。根据这些方法所计算出的目标公司价值不同，应确定一个价值区间中较高或较低的出价。

放弃收购的战略影响：这代表了收购的机会成本。需要将收购交易带来的价值与次优的资本使用方案进行比较。其他方案的风险——收益情况越差，出价区间应越高。

降低股东的风险：收购可以通过现金、股权或两者结合的方式实现。在现金交易中，如果预期的协同效应实现，股东将获得由此带来的价值增长，而如果协同效应没有实现，股东将会承受由此带来的损失。因此，在现金交易中收购方承担了交易的所有风险。而在股权收购中，这些风险将由出售方的股东承担。因此，如果出售方有足够的动机保证以最佳的方式执行收购，或者收购方的股东承担付款过高的风险被降低时，收购方可以提出较高的竞价。

总而言之，详尽而系统的战略尽职调查与法务、财务、环境以及其他尽职调查一起，能够极大地提高通过收购创造股东价值的能力。常言道，“三思而后行”一这才是稳步前进的最好方式。

财务尽职调查

财务尽职调查，是指专业的财务和会计人员针对目标公司的财务情况及其他影响因素等进行调查。财务尽职调查一般所使用的方法包括实施财务文件审阅、对高管及骨干员工进行访谈和对历史财务数据进行比较及趋势分析，并最终以书面形式向并购方报告目标公司的财务及税务风险，以及实际的经营状况。它的工作主要围绕着人们关心或有利益关联的商业活动和相关财务数据而展开，最终目的是为了协助投资方消除财务上的信息不对称，对目标公司有更深入的理解。

我们认为，财务尽职调查的重要作用主要体现在以下三点：

专家观点

王景烨
艾意凯咨询
中国董事总经理

不少收购方容易忽视战略尽职调查，但对标的公司进行战略尽职调查的重要性完全不亚于财务或法律尽职调查。因为战略尽调除了分析标的公司的市场现状，还包含了对其未来表现的预期，这是收购方最为关注的方面；而更深入的战略尽调还会给出标的增值的多个路径，这相当于投资方的投后规划。

其一，充分揭示目标公司的财务及税务状况，规避可能的财务风险；

其二，分析公司以往的获利能力及现金流；

其三，了解目标公司的资产及负债（包含或有负债）、内部控制、经营管理的真实情况，为后续的交易谈判、投资决策及制定并购后的商业规划和整合提供重要的基础。

法律尽职调查

法律尽职调查，是专业的法务及律师团队对目标公司的企业资质、资产和负债、对外担保、重大合同、关联关系、纳税、环保、劳动关系等一系列法律问题的调查。广义上的法律尽职调查，可以分为两种，即并购类法律尽职调查和证券发行类法律尽职调查。针对私募股权投资目标公司的法律尽职调查属于公司并购类。它的工作主要与目标公司的法务情况有关，基于目标公司的法律文件及历史数据展开，根本目的是规避因信息不对称带来的重大法律风险。

我们认为，法律尽职调查的重要作用主要体现在以下三点：

其一，全方位了解目标公司的法务状况；从企业资质、资产状况再到合同情况、劳动关系，规避可能的法律风险，是交易中的一张“法律安全网”；

其二，分析公司以往的法律问题处理能力，评估是否有潜在的法律风险及诉讼案件存在；

其三，充分了解目标公司的担保及负债、法务历史和纳税记录等情况。以法律风险作为考量标准，协助后续有关风险及义务方面的交易谈判。

私募股权的法律尽职调查，主要目的是确定目标公司股权或资产的法律状况，发现目标公司的潜

在法律风险。对于在法律尽职调查中发现的风险，需要尽量在签订有约束力的法律文件前予以排除；如果无法排除，也需要目标公司在有约束力的法律文件中，要求目标公司在交割前完成特定事项，或要求目标公司或其股东对相关事项作出承诺与保证。通过法律尽职调查及上述救济措施，可大大降低中国企业及私募股权投资的法律风险，对暂时无法排除的法律风险，也可事先准备应对预案，或在有约束力的法律文件中约定，在法律风险发生时寻求补偿。企业可以将法律尽职调查报告与财务尽职调查报告、商业尽职调查报告综合考虑，确定是否对目标公司进行投资、投资金额是否需要调整、在有约束力的法律文件中是否需要增加相关条款等等。

企业通过私募股权基金对目标公司进行法律尽职调查，根据企业在私募股权基金中所处的地位，一般有两种方法进行。

第一，如果企业主导私募股权基金对目标公司的投资，企业可以要求私募股权基金聘请律师事务所对目标公司进行详细的尽职调查。律师事务所根据企业的要求和项目特定，向目标公司发出法律尽职调查清单，目标公司根据该清单提供相关资料。律师事务所将审阅相关资料，梳理发现的问题和法律风险，要求目标公司提供补充材料或说明情况，并撰写法律尽职调查报告。企业也可以对法律尽职调查报告草稿提出问题，由聘请的律师事务所与目标公司沟通，根据沟通的结果持续更新并出具最终版的法律尽职调查报告。

在对目标公司进行详细的尽职调查时，可以要求目标公司提供相关资料的原件；但在实践中，由于目标公司处于海外，提供原件确有不便，因而通常要求目标公司仅提供复印件即可。如果目标公司的资料较多，一般会使用虚拟数据平台（Virtual Data Room），由目标公司将资料上传到虚拟数据平台中，供企业或聘请的律师事务所审阅。

第二，如果企业是以私募股权基金的有限合伙人身份进行法律尽职调查，虽然理论上企业可以参加私募股权基金对目标公司的法律尽职调查的全过程，但在实践中，在企业受邀加入私募股权基金时，私募股权基金一般已经完成了各方面的尽职调查，律师事务所也已经出具了最终版的法律尽职调查报告。因此企业通常仅能对最终版的法律尽职调查报告进行审阅并提出问题，由律师事务所补充说明情况。必要时，企业也可以要求审阅目标公司提供的相关资料，以核实重要信息。

在针对目标公司进行的法律尽职调查中，一般包括以下九个方面的主要内容：1）目标公司基本情况；2）目标公司的知识产权情况；3）目标公司的融资和担保情况；4）目标公司的员工事务；5）目标公司的土地和建筑等重要不动产情况；6）目标公司是否合法合规经营，是否已经取得了从事相关业务所需要的许可等；7）目标公司在信息技术（IT）方面的情况；8）目标公司的主要供应商和客户情况；9）目标公司是否存在潜在诉讼或破产清算等。

法律尽职调查中需要注意的问题

法律尽职调查涉及内容十分广泛，在各个方面的内容中，需要着重注意以下问题。

目标公司基本情况：在此方面，主要应当注意目标公司是否是在注册地合法成立并有效成立的法律实体，目标公司是否存在子公司，或者是否与其他实体成立了合资企业。结合财务尽职调查和商业尽职调查，如果发现目标公司的主要资产或企业在该次交易中关注的重要资产实际处于目标公司的子公司或与其他实体成立的合资企业中时，应当进一步调查该子公司或合资企业的权属情况。如有必要，可要求目标公司对上述资产的权属情况进行调整，确保上述资产在该次交易交割时不涉及权属争议。

在股权结构方面，应当注意目标公司的股权结构是否明晰，是否存在企业收购的目标公司股权在未来被稀释的可能性，是否存在该部分股权无法保证企业的转让权或收益权的情形等。

专家观点

高超
汉坤律师事务所合伙人

对企业而言，境外投资与境内投资类似，需要对标的企业做分析和尽职调查，法律上需要审查很多细节，比如重大资产是否属于名下，标的欠款情况等。

投资方通常会在国内找一个法律顾问，同时在投资地区找一个海外的法律顾问。中方的法律顾问负责协调沟通，而海外的法律顾问负责执行层面的尽职调查，随后由中方律师审核结果再向中方投资者汇报。

在公司治理方面，首先应当注意目标公司的决策程序。例如，如需批准该次私募股权投资，是仅需董事会批准即可，还是也需要股东会批准。在董事会和股东会的批准程序中，构成合法举行董事会或股东会的要求，批准所需要的票数等。这些内容可以帮助企业确定目标公司的决策性文件是否符合其公司治理的要求，是否构成合法有效的批准。

其次，还应当注意企业或私募股权基金在完成该次投资后在目标公司是否具有一定的话语权或决策权。尤其是当企业或私募股权基金的投资占目标公司总股权比例较大时，企业或私募股权基金可以要求目标公司修改其公司章程和股东协议，以确保企业或私募股权基金在目标公司董事会享有一定的席位，或对特定事项具有否决权等等。

目标公司的知识产权情况：我国正处在由劳动力密集型经济，向资本密集型和技术密集型经济转变的过程中，在此过程中，我国企业普遍需要国外先进的技术和知识产权，很多企业进行海外投资的重要目的之一就是获得对目标公司知识产权的使用权甚至所有权。因此，我国企业或私募股权基金在进行海外投资中，需要重视调查目标公司的知识产权情况。

在法律尽职调查中，首先应当要求目标公司提供完整的知识产权清单，并分为专利、商标、技术许可合同、自行开发软件、域名、专有技术等各项分别提供。在各项知识产权清单中应当包括专利、商标、软件和域名的名称、申请注册的国家或地区、申请注册时间、申请号或注册号、是否获得注册或授权等。再根据目标公司提供的清单，核实上述情况，确定是否存在尚未完成注册程序，是否存在注册申请被驳回或权属争议的情形等。

其次，在法律尽职调查中应当审查目标公司的技术许可。技术许可可以分为两种情况考虑，一是目标公司从第三方获得技术许可，二是目标公司将自有知识产权许可给第三方。如果是第三方许可目标公司使用特定技术，需要注意该技术许可所涉及的技术及产品是否是我国企业关注的对象，该技术许可在地域和时间上的范围，是否是排他许可，被许可的技术是否可以由目标公司再转让给我国企业使用，许可费用的安排是否公平合理。此外还要注意该技术许可是否存在控制权变更条款，该条款是否会因为该次投资而被触发，从而使得目标公司失去对特定技术的使用权。

如果是目标公司许可第三方使用特定技术，则需要注意审查许可的范围，关注该许可是否会影响目标公司或我国企业使用该技术，是否会影响目标公司或我国企业在相关产品上的盈利能力。如果确实可能影响目标公司或我国企业的盈利能力，还应当考虑是否存在特定条款，可以使得目标公司撤销或终止该许可。

再次，在知识产权领域的法律尽职调查还可能涉及目标公司的专利与技术标准的审查。如果目标公司参与了某项技术标准的制定，通常会涉及强制披露相关专利，在特定条件下，还会要求目标公司对第三方进行许可。在此方面，需根据目标公司提供的资料，核实目标公司是否满足了强制披露的义务，是否需要对第三方进行许可。

最后，目标公司的知识产权与其经营和发展密切相关，因此，对目标公司知识产权的法律尽职调查应当与商业尽职调查结合起来；必要时还可以聘请技术专家，对目标公司知识产权的重要性进行评估。如果目标公司存在未申请专利的专有技术，对该技术效用的评价，必须依赖于技术专家。此外，如果目标公司的知识产权较多，同时目标公司所在领域存在较多知识产权诉讼时，目标公司的知识产权往往存在较大的潜在诉讼可能。如需评估目标公司的某项知识产权是否会卷入知识产权诉讼，该项知识产权的诉讼成功率等问题，我国企业或私募股权基金往往需要获得该领域的技术专家或专利代理的支持，针对该项知识产权进行深入的分析，以便做出较清晰的判断。

目标公司的融资和担保情况：在这一方面，主要应当注意目标公司是否存在数额较大的融资安排，目标公司的资产是否已经设定了抵押或质押等。对目标公司的融资安排，主要需要考虑融资的数额和时间，融资是否与目标公司的资产和现金流量相匹配。还应当注意，如果目标公司存在数额较大的融资安排，该次投资是否会触发融资文件的特定条款（如控制权变更条款等），从而使得目标公司不得不加速还款，进而影响目标公司的资金运用与安排。

与上述融资的法律尽职调查相关，还应当注意目标公司的抵押、质押或担保的情况。此种抵押、质押或担保既可以是为目标公司的利益，也可以是为第三方的利益而设定的。为第三方利益而设立的抵押、质押和对外担保，虽然不会立即形成公司债务，但如果第三方缺乏偿债能力，目标公司可能承担的或有债务会因而增加。因此，对于抵押或质押，要通过目标公司或目标公司资产所在地的抵押质押注册机构进行详细核查。如果目标公司为某第三方

提供的抵押、质押或担保的数额十分巨大，需要进一步核查该第三方的合法成立存续状况、股权结构和经营状况等。

目标公司的员工事务：在员工事务方面，应当注意目标公司所在地对劳动合同的要求，是否需要目标公司与劳动者签订书面的劳动合同，对于成立、解除和终止劳动合同有何要求，目标公司是否应当为员工缴纳强制责任险等等。而且，还要注意目标公司是否与员工签订有保密协议和竞业禁止协议，签订上述协议的员工范围是否足够完善，是否能够确保目标公司的商业秘密不被泄露。

如果目标公司位于美国、法国和英国等西方国家，还应当注意目标公司是否存在工会。工会在这些国家拥有较高的议价能力，往往会设定对目标公司不利的条款，对目标公司的运营成本产生较大影响。在此方面，应当注意调查目标公司与工会达成的集体协议的内容、集体协议可否因为该次投资而修改条款。

目标公司的土地和建筑等重要不动产情况：如果目标公司持有土地和建筑等重要不动产，需要核查该土地和建筑的权属情况。主要需要关注目标公司对上述不动产是否具有完全的所有权，还是仅拥有租赁或使用的权利。如果上述不动产是因转让而取得，或者目标公司仅有租赁或使用的权利，目标公司是否根据不动产转让协议或租赁协议等的约定，在约定的范围内合理使用了该不动产，是否存在违约的情况等等。

而且，企业和私募股权基金还应当注意，不动产所在地政府对该不动产的使用是否有特定限制。例如，该地政府是否会对土地使用进行重新规划，是否会因此而要求该处土地上的厂房迁址等。如果目标公司业务可能会造成环境污染，还要注意该地政府是否要求目标公司采取特定措施，降低环境污染的影响，或者要求目标公司取得特定许可证方可开展相关业务等。

目标公司是否合法合规经营，是否已经取得了从事相关业务所需要的行政许可等：在西方主要国家，很多商业活动并不需要行政许可。但如果目标公司从事矿产、通信、交通、金融、传媒、医疗等敏感行业，各国一般会要求目标公司取得特定的行政许可。一方面，如果目标公司尚未取得必需的行政许可，或者取得该行政许可存在一定障碍，将会影响目标公司的正常经营，也会减损目标公司的价值。另一方面，还需要特别注意审查目标公司取得的行政许可的范围，如允许从事的业务内容、地域、时间等，是否符合目标公司对企业或私募股权基金的描述，是否符合目标公司未来发展的要求。对于申请需要多个行政许可方可进行的业务，还要注意各行政许可之间的描述是否一致，防止因为各行政许可之间的差异而影响目标公司的业务范围。

此外，如果目标公司的业务或产品会产生环境污染、对普通公众存在健康隐患等负面影响，各国一般也会要求目标公司取得一定的行政许可。

目标公司在信息技术方面的情况：我国企业和私募股权基金有意投资的目标公司，往往对IT技术存在较大依赖。例如目标公司的设计、生产、物流控制、财务管理、客户管理等等，均要依靠专门开发的专业软件。如果目标公司未获得使用专业软件的许可，会构成对专业软件所有人的侵权，专业软件所有人有权提起赔偿请求，或者要求目标公司停止使用该专业软件。如果目标公司需要承担赔偿责任，会对其盈利能力产生不良影响；如果目标公司被迫停止使用该专业软件，则可能使目标公司的生产陷入停顿。因此，在对目标公司进行法律尽职调查时，应当要求目标公司提供其所使用的IT技术，尤其是专业软件的情况，以了解目标公司是否获得了专业软件的使用许可。

目标公司的主要供应商和客户情况：在对目标公司的主要供应商和客户进行法律尽职调查时，需要关注供应或销售合同中，目标公司是否对采购量或供货量有确定性的承诺，在付款、质量检验等方面是否存在对目标公司明显不利的条款。如果存在对目标公司不利的情况，企业或私募股权基金可以要求目标公司与供应商或客户协商修改合同条款，以尽可能争取对目标公司较优惠的安排。

目标公司是否存在潜在诉讼或破产清算等：一般而言，目标公司的诉讼情况可以通过目标公司所在国的法院检索系统进行核实。但对于潜在诉讼，则需要律师事务所全面调查目标公司的以往被诉情况、产品、服务、合同、员工关系、环保、现存未诉争议等各方面情况，必要时还需要目标公司书面承诺或保证其不存在潜在诉讼。

与潜在诉讼不同，目标公司是否存在潜在的破产清算情形，需要根据目标公司的经营情况综合判断，因而法律尽职调查往往无法得出结论性意见。但法律尽职调查可以通过破产清算检索，发现目标公司是否已经提交破产清算申请。如果目标公司已经提交破产清算申请，而企业或私募股权基金仍然对目标公司有一定的兴趣，企业或私募股权基金应

当根据目标公司所申请的破产清算类型，改变投资方案。以美国法为例，如果目标公司提交了清盘申请（Liquidation），企业或私募股权基金可以考虑收购目标公司清偿全部债务后仍然保有一定价值的资产。如果目标公司提交了重整申请（Reorganization），企业或私募股权基金可以考虑加入重整计划，以较低价格获得目标公司资产。此部分内容更为复杂，在此不复赘述。

总结

尽职调查后，投资经理应形成调研报告及投资方案建议书，提供财务意见及审计报告。投资方案包括估值定价、董事会席位、否决权和其他公司治理问题、退出策略、确定合同条款清单等内容。由于私募股权基金和项目企业的出发点和利益不同，双方经常在估值和合同条款清单的谈判中产生分歧，解决分歧的技术要求很高，需要谈判技巧以及专业第三方机构的协助。这时候就需要巧妙且合适的结构设计来保证双方利益的最大化。■

27. 选择怎样的基金作为合作伙伴?

相对一般企业而言，私募股权基金有着许多明显的优势，其中最为明确的可能就是其善于利用多种财务杠杆创新来增加投资回报率。但是资本运作方式创新并不能完全解释私募股权基金优于上市公司的资本回报率。私募真正的秘密武器，是其独特的、通过为被收购企业创造价值，进而增加股东回报的运营模式。这种运营模式的核心，本质是严谨的管理准则以及优秀的运营能力。

在外人看来，私募股权基金的管理准则，也许乍听过于理论化。但从某种意义上讲，我们不能否认这种管理方式其实就是企业管理最核心、最基本的原则。与上市企业不同，私募股权基金因为预先设定了退出目标，可以使其免于季度投资者会议以及其它披露要求的干扰，而且私募股权基金的管理层更能接受高层人事变更以及运营方式的变革。但在上市公司，管理层受诸多利益群体影响，想要把全部的精力放在创造股东价值上会困难重重。

基于这些认识，我们总结了优秀的私募股权基金普遍具备的几大特质，一方面帮助企业更好选择合适的私募股权管理人来合作，另一方面也为其他私募股权提供参考：

专注且长期的投资主题

在筛选投资项目之前，优秀的私募股权基金会先关注长期趋势的变动与发展，从而选出相应投资主题。例如青少年教育上，随着家庭收入的提高及对教育的重视，会增加优质教育的需求；在消费品方面，消费者越来越重视食品的安全性，并愿意支付更高的价格以购买健康安全的食品；在卫生服务上，老龄化过程及家庭收入的提高均会促进人们对高质量、便捷医疗服务的追求。

值得注意的是，针对长期趋势的投资，必须要经过严谨的研究分析和论证才可以执行的。因此，战略性的决策必须通过一套很规范有条理的分析系统，而且这种分析过程往往需要通过二度、三度审核。

唯有如此，才是商业世界做最优投资决定的方法。战略规划应基于长远分析，而非短期的趋势或者昙花一现的‘热潮’，即使这些热潮和噱头会受到分析师或者评论员强势的渲染和支持。如果上市公司可以采用私募股权基金的这种准则进行投资，长期回报必定会有很大规模的提升。

- 专注且长期的投资主题
- 战略规划和目标
- 强大的关系网
- 顶尖管理团队
- 客观、系统的调查与分析
- 建立绩效考核的文化

强大的关系网

每一个管理人员都知道，任何成功的销售策略，不仅仅是依靠产品本身或者服务的价值，与客户培养长期关系也很重要。私募股权基金重视和许多被投资的家族企业或者企业家建立关系，也是基于同样的原则。许多人脉在投资行为发生很早以前就已经建立，而且由此产生的信任经常可以促成私募股权基金的交易，带来一个比公开竞标更好的投资机会和价格。

上市公司的高管可以用同样的方法进行并购交易以及日常运营。比如企业发展中最重要的是客户和供应商，对于企业而言，应该考虑如何更早地洞察供应商的技术变革，如何更好地响应顾客偏好的变化。上市公司如果在内部和外部建立起良好的长期关系，同样可以为公司带来更好的回报。

客观、系统的调查与分析

私募股权基金做出的每一个投资决定，都是用客观、系统化的方式，对数据和现实情况进行严谨的分析后产生的。在并购的时候，需要用一种系统的方式回答这样的问题："是否相对于别的买家，这个企业对我们来说更值钱？"如果答案是否定的，那私募股权基金就会选择撤离而不会用过高的价格收购该资产。在企业制定战略的过程中，也可以运用该准则全面地收集客观信息，来减少不确定性，从而最好地平衡风险和回报，做出有利于企业长期发展的决策。

在上市公司的环境下，类似的分析流程也可用来支持主要的战略计划。但与私募股权基金相比，企业里许多分析使用的假设没有私募股权基金那么严谨，而且多数时候过于乐观。比如我们经常见到：一些收入的协同效应以及增长率可能估计过高；成本节省的夸大以及实现成本节省时间过短；重要成本项被忽略或者文化冲突甚至骨干员工离职等因素常常被忽略。当然，私募股权基金也有类似问题，但是私募股权基金会在投入资本之前通过大量客观分析，来保证决策的严谨性。

战略规划和目标

最佳的并购交易和最好的战略计划，都是从一个表述清晰的战略以及有实操性的计划开始的，并且两者缺一不可。没有一个可以执行的计划，再高深、严谨的分析都是空中楼阁。通常来说，私募股权基金持有的公司会通过以下行为来实现战略价值：

其一，高层人员制定并向企业所有层级人员传达清晰的战略目标；

其二，不是通过从上而下的"命令"方法达成员工共识，而是通过被市场验证的事实；

其三，制定短期的可以执行的战术性计划；

其四，将阶段性成果量化来激励员工，制定问责制度。

这种以结果为导向的思路是成功的私募股权基金最特别的地方，同时是上市公司能够学习且应该做到的。

顶尖管理团队

任何私募股权基金管理者都会告诉你，其对一项投资的信心，是源于对管理团队的信任及对该企业的市场或者商业模式的认可。正确的时机、合适的领袖加上正确的岗位，是成功的私募股权基金创造价值的最大来源。反之，如果不能有效地替换业绩不佳的团队，结果可能很危险。艾意凯咨询服务过的一家私募股权基金公司曾经说过："每次我们要替换一个不合格的CEO的时候都会问自己，为什么没有早点这么做。"做艰难的人事决定在理论上比较容易，但现实往往都会出现拖延，总体来看，这种决策的拖延基本源于以下几个因素：

首先，人性导向。多数人愿意给现任管理者一些机会。能成为高管的人都有一些成功的案例，即使他们的技能在未来可能会不适用。某些成功经理人的光环可能会蒙蔽我们洞察失责的CEO的能力，进而拖延我们做正确决定的时间。

其次，"希波克拉底誓言"。"首先，不要做任何伤害现状的事情。"人们通常会质疑，新的团队一定比旧的好吗？这种思维更偏向于维持现状，原因是人们认为任何对现状的改变会导致更多潜在风险。

最后，过渡成本。对于一个新的团队而言，即使很有能力，也需要时间和精力适应新的环境，过渡成本的存在是肯定的，而另一个方面新管理层所带来的优势可能是不确定的。很明显，私募股权基金的高管也不免偶尔失察，或者因为个人偏见而失算。但在私募股权的世界里，首位目标是股东价值最大化，故选择高能力团队的准则必须坚定实施。

建立绩效考核的文化

毋庸置疑，私募股权基金在制定绩效考核方面是世界领先的。接受投资的目标公司的高管主要报

酬来源和私募股权基金一样：公司价值的上升。但私募持股的时间相对短（一般4-5年），高价退出一直鼓舞着管理团队把精力集中在提高业绩上。高管的工资不仅大量跟业绩挂钩，他们还经常拿出可观的个人资金一起跟投。

这种退出导向的机制很难在上市公司复制。不过上市公司的期权往往是最相似的机制，但期权的回报不止取决于管理团队自身的表现，也跟整体股票市场有很大关系。我们认为股票期权是一种重要的激励机制，不过企业也可以考虑其他和长期现金流有关的鼓励机制。

简而言之，以上的准则可以拓展运用在任何机构，包括大型或小型企业、本土或跨国企业、制造业或者服务业等。而私募股权基金与企业的核心差别往往是私募股权基金有更专注和可持续的执行力，因此往往能带来更高的股东收益。■

专访：复星集团及复星股权投资

尚晓辉
复星集团
战略管理部，
高级总监

梁智
复星股权投资
高级投资经理

复星海外投资的现状如何？

复星近两年海外投资活跃，前期主要开展了大量探索工作，真正开始境外投资是在2010年。目前已投的主要项目有：

2010年投资法国地中海俱乐部（Club Med）；2011年希腊珠宝品牌Folli Follie；2012年投资台湾食品维格饼家。而2013年实施了7个境外投资项目，包括美国曼哈顿地标性建筑曼哈顿广场一号和伦敦金融城Lloyds Chambers大楼等。2014年实施了16个境外投资项目，包括在葡萄牙的保险集团Fidelidade；2015年同样实施了超过16个境外投资项目，包括投资加拿大的太阳马戏团。

从投资行业来看，复星强调“5+1”的行业战略，包括：

以保险为核心的大金融、以医药为核心的大健康、大地产、大宗商品、快乐时尚以及一大领域，互联网复星海外投资多数为战略性投资，除了少量基金投资存在退出的要求，其余都是战略性投资。

复星海外投资是如何决定投资模式的？

首先项目需符合复星海外投资的思路 —— “中国动力嫁接全球资源”。

接着我们会考虑项目的投资资金,目前资金主要有四个来源，包括自有资金、银行贷款、基金（人民币及美元基金）和保险资金，其中险资是成本较低、长效而稳定的资金。

实际操作中需要分析项目与哪类资金比较匹配，一般而言险资是首选，但由于险资监管严格、受限较多，所以不足部分需考虑其他资金来源。

上海自贸区对于吸引企业或基金进驻有哪些优势？

首先，上海是国际化金融中心，有国家政策支持，企业能找到发展所需的资源。

其次，对于希望实施境外投资的企业，在上海能找到全球化的专业服务。比如全球知名的律师事务所，大多在上海设立了办公室，其他地区无法获得这种便利。

另外，上海的政府部门和监管部门管理规范、流程清晰，效率走在全国前列。

具体而言，上海自贸区最直观的好处就是审批流程加快。2015年复星投资太阳马戏团的主要资金在浙江，起初由于操作层面的问题被拒绝，随后将资金转入上海，通过上海自贸区出境，完成得非常顺利。

缺乏海外投资经验的中型企业，如何实施境外投资？

如果企业没有境外投资经验，需要避免单打独斗，建议与国内有经验的企业或机构合作，合作方式主要有2种，一是与同行业有经验的企业或投资公司合作，比如复星；二是与有经验的基金合作，不过基金有退出时效，企业需要考虑锁定期。

另一方面需要考虑项目的性质，如果是战略性项

目，不建议中小型企业直接投资，因为审批过程较复杂；也可以尝试先跟投积累经验。

企业或私募股权基金“走出去”，可能存在的主要风险有哪些？

监管审批风险，如果投资标的属于国外的战略性行业，比如银行业、能源业等，监管审批会非常严格，耗时很长，所以没有境外投资经验的公司单独拿审批非常困难。复星第一次海外投资也是与国外有经验的公司合作完成的。**价格高估风险**，国外卖家可能对中国存在一定偏见，会期望中国买家出更高的价格。**投后管理运营风险**，比如标的公司员工的情绪管理问题，中国公司买下标的后，国外的工会、员工情绪可能受到影响，导致人才流失。**文化整合风险**，70%的跨境并购都没法达到预期收益，其中70%归咎于文化差异。中国企业对外投资需要审慎考虑，收购以什么身份，占股比例多少等。

从规避风险的经验而言，复星的境外投资采用“轻触模式”，单个项目早期先投资10%或20%，而不是立即100%收购。在持股一段时间后，如果观察到企业运转顺利，复星才逐步收购剩余的股权。地中海俱乐部也是从刚开始的9%持股，到18%，然后全部收购。同时复星投后管理主要依靠原有团队。看中项目管理团队，互相认可才可能收购标的，所以复星会处理并维系好与原有股东的关系，不会更换大量管理人员，可能只会派一个CFO参与日常管理。

复星如何帮助投资标的增值？

其实2010年投资之际，地中海俱乐部亏损较严重。复星选择投资是出于认可地中海俱乐部运营模式，并且看好中国海外旅游市场的良好前景，预测国人旅游模式会从“看景点”向“旅游度假”转型。

复星投资后帮助地中海俱乐部在国内开设新的度假村，第一家在黑龙江，第二家在桂林，第三家在珠海东澳岛，第四家在三亚，接下来还有丽江、安吉等，基本每年都会开出一家。因为复星拥有本土渠道和资源，使得国人对地中海俱乐部的认可度越来越高，进而走出国门以后也会选择地中海俱乐部在海外的度假村。收购地中海俱乐部初期，中国游客占地中海俱乐部游客比例不到1%，现在海外某些地区的地中海俱乐部中国游客比例已超过40%。复星的价值在于帮助地中海俱乐部极大地提升了品牌知名度。

企业与私募股权基金合作，双方选择的标准分别是什么？

从企业的角度出发，企业需要了解私募股权基金的过往投资经验，既要国际化，能够与境外公司打交道、了解境外资产，又要本土化，能够与国内企业对接。同时私募股权基金人员管理和沟通能力很重要。

从私募股权基金的角度出发，私募会首先考虑合作后的退出渠道和机制。私募与企业合作，希望企业能够提供行业经验和渠道优势。另一种情况是部分私募有自己的“投资哲学”，比如超过一定投资规模需要寻找投资伙伴。

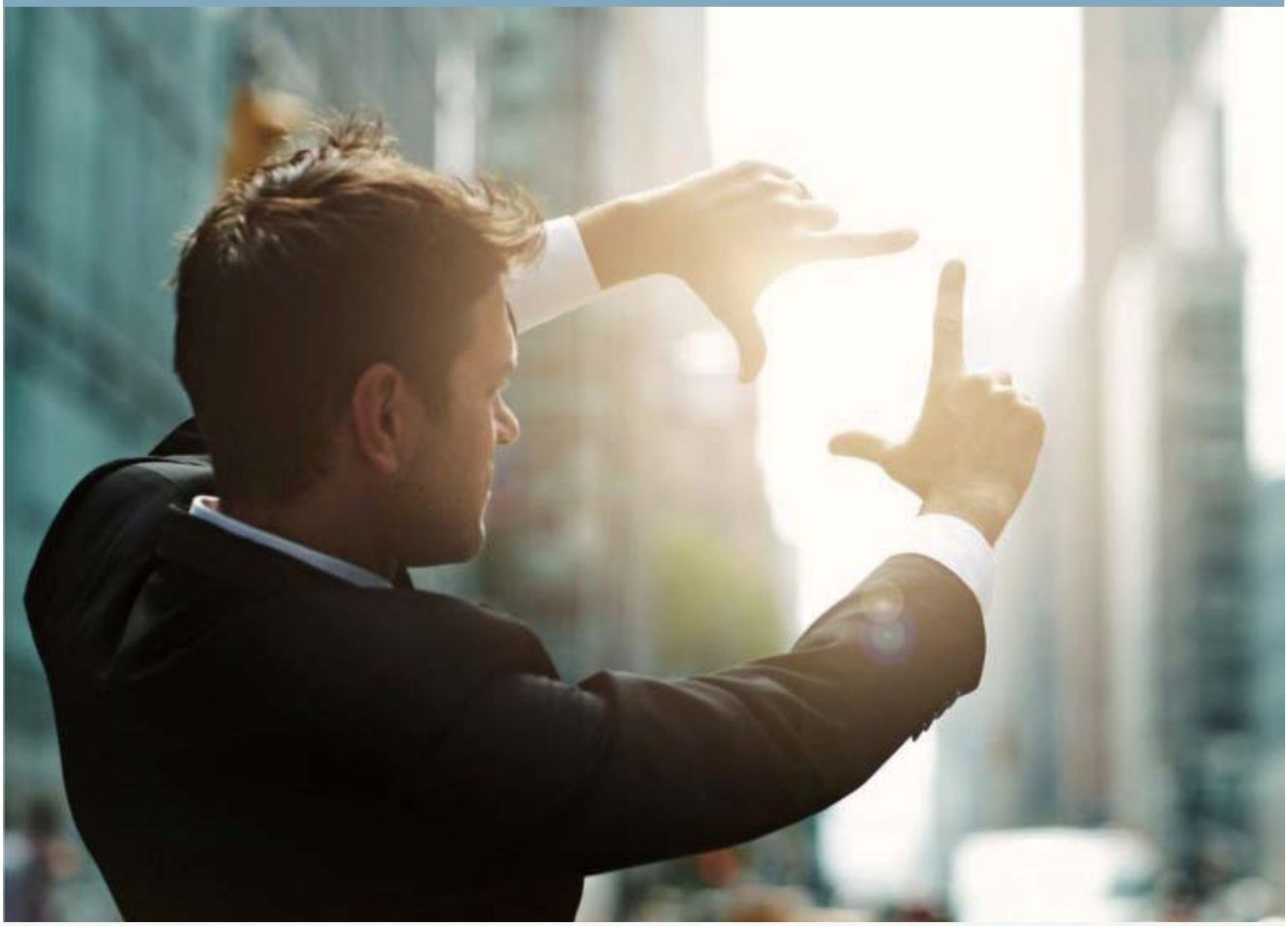
私募帮助企业寻找标的，指导交易流程和方式，而企业注入行业知识和经验，双方各取所长，做各自擅长的事情。

境外投资如何控制风险？

复星有独立的风险管控制度和风控团队，针对项目投后管理设置红、黄、蓝三种颜色的“警示灯”，设定汇报周期。如果是红灯，那么意味着风控团队判断该投资项目风险较高，投资团队需要频繁汇报项目进展。而“警示灯”的判断标准主要是项目的业绩数据、法律问题及文化问题。

第八章

境外投资必经之路——投后管理



The Inevitable Path for Outbound Investment — Post Investment Management

Section VIII

28. 并购整合与后续管理

成功的并购后整合需要有远见的战略思考、全面而周密的全局计划、以及可操作可评估的具体工作方案。具备以上这些条件，结合收购方融合内外部资源的能力、强大的执行能力，将为成功的并购后整合奠定基础。

并购整合的关键成功因素

艾意凯咨询为众多企业提供收购后整合的建议，在丰富的实战经验基础之上，我们整理了以下的关键成功因素。

企业并购后整合后需要取得：

- 一个高效的、与目标契合的整合计划，同时该计划能够被高效低成本地执行；
- 对于核心业务，拥有一个共同愿景、一个稳健的战略和一个清晰的业务汇报体系；
- 一个清晰的路线图，以此来利用合并后新平台产生新的增长机会，包括交叉销售、品牌延伸、采购战略、新产品开发和创新。

为了取得这些成果，并购后整合需要：

- 顺畅的领导权和所有权的管理，并由一个全身心投入的、完备的咨询顾问团队给予支持；
- 在位于中国和海外的团队之间实现高效的沟通与合作；
- 对假设和计划的不断地测试、苛求和挑战；
- 建立一个配置合理的指导委员会和项目管理办公室（PMO）；
- 能够高效地管理计划并提供具体措施的工具和模板。

并购后整合的具体实施方案

根据艾意凯咨询的经验，成功的并购后整合计划必须解决一系列问题以达到并购的预期效果。以下罗列了我们认为最重要的八个方面：

新组织的愿景和战略具体是什么？收购方需要深入地了解被并购方的愿景和战略，从而使得合并后的新组织能够达成战略目标，实现双赢。

预期的协同效应是什么？何时可以实现？收购方需要对双方的潜在协同效应有清晰的认识，深入分析，以评估可量化的协同效应，并且对并且对实现这些协同效应制定明确的计划和时间表。

应该设定怎样的目标、成果和时间进度表？收购方需要对整体的并购后整合计划订立切实可行的目标，分阶段进行评估，对实现该目标有全局的把控。

并购整合的流程应如何组织？收购方需明确在整合过程中要联系和动员被收购公司的哪些部门、哪些外部的资源、以及收购方内部的资源，并且妥善协调各方。对于核心矛盾点，需要重点分析和突破。

什么是主要的风险因素？如何能降低风险？收

专家观点

陈玮
艾意凯咨询
中国董事总经理

并购的成功很多时候取决于合理地将并购目标融入自身的长期战略规划，尤其是在海外投资中，标的公司的体制、文化、市场等与投资者存在较大差异的情况下，如何加强沟通，减少冲突，最大化双方的协同效应，是并购方在交易开始之前就要做好充分准备的。

购方需要请有经验的专家提前进行风险评估，并且让管理团队提前充分知晓这些潜在风险。对一些发生可能性较大的风险准备预案。

如何在整合的同时管理日常业务？收购前双方的管理流程往往存在差异，例如采购付款审批等。收购需要协调与被收购方之间的流程差异，及早统一，从而保证被收购公司日常运营的顺利进行。

如何让合并后的实体保持合并前两者的优势？保持双方合并前的优势是成功的并购后整合的重要标准。正确认识双方的优势所在极为重要，例如通常横向并购是为了获得品牌与渠道，纵向并购是为了节省成本和缩短产业链。

如何向员工、客户、供应商和股东传递相关的并购信息？收购方需要保证被收购方的员工、客户、供应商和股东充分知晓并购相关信息。形式可有多种多样，例如企业年会、供应商和经销商大会、企业内部杂志和邮件等，以促进并购后的整合顺利进行。

我们的方法包括了五个模块的工作：动员和熟悉、职能和流程评估、整合计划和路线图、增长计划和协同效应初步评估、以及新的增长行动方案。

模块一：动员和熟悉

模块一的主要目标是启动和介绍并购后整合项目，双方团队相互熟悉并融合，同时和管理层团队取得协调一致。

结果和产出包括初步工作的总结、更完善的工作计划（尤其是侧重于后续评估阶段）、一个完整的团队（清楚地知道并购后整合将如何进行以及会产生什么样的影响）。

主要任务如下：

- 准备并召开收购方负责人和被收购方高管的项目启动讨论会，讨论项目的目标、时间、管理以及如何实现一个有效的合作；
- 对现有的计划和战略文档的收集和消化；
- 建立项目管理办公室的模板和规章制度。

模块二：职能和流程评估

模块二的目标是明确需要完善、整合和开发的关键性的业务、汇报和管理流程；制定详细计划的特定整合任务的清单、制定整合计划工作所对应的权利和职责分工。

主要任务如下：

- 收购方与被收购方的各个职能部门的负责人和管理层进行一对一的会谈；
- 选择需要整合的关键职能部门、流程和系统（例如IT和财务等）；
- 从现有的基础出发，建立新的汇报框架和模板；
- 分配职责以领导整合计划的制定。

模块三：增长计划和协同效应初步预估

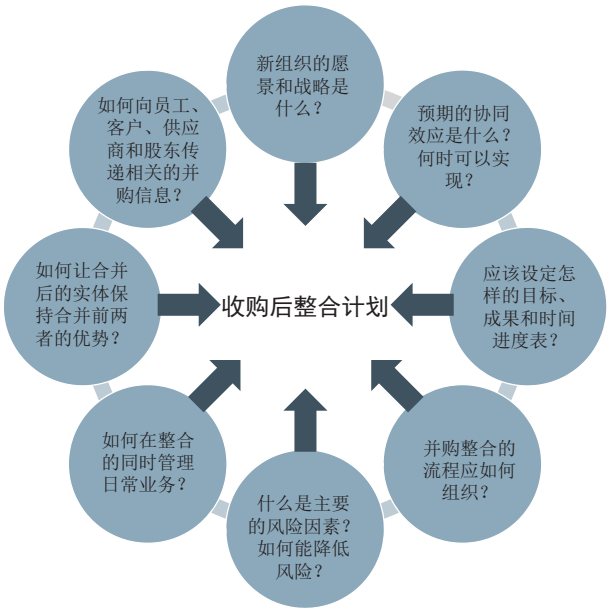
模块三的目标包括，1）评估并测试被投资公司的发展计划，确保为今后的业务发展建立起一套完整的、相互认可的发展目标；2）寻找潜在的业务增长方案并进行优先级排序，这些方案将在“过渡规划”阶段被进一步检验。

结果和产出包括对核心业务的共同愿景、稳健的战略和清晰的业务汇报框架；一整套潜在的新的业务增长行动方案，旨在能够利用整合的平台来创造价值。

主要任务如下：

- 评估管理层现有的战略目标、预测和计划；
- 明确业务增长预测背后的关键假设，并进行验证；
- 组织高管讨论会就原有的业务预测进行讨论并取得共识；
- 组织业务管理层讨论会进行“头脑风暴”式

图28.1 收购后整合计划的关键问题



资料来源：艾意凯研究与分析

讨论会，寻找能够利用合并后的新平台的潜在业务增长方案（例如交叉销售、品牌延伸、采购战略以及新产品研发和革新等）；

- 分配职责，明确各方在后继阶段中制定业务增长行动方案的职能和责任。

模块四：整合计划和路线图

模块四的目标是为整合涉及的职能部门制定相应的整合和执行计划。结果和产出主要是整合项目的详细的计划和路线图。

主要任务如下：

- 通过项目管理办公室来协调特定行动计划的制定；
- 若有需要，为计划制定的领导者提供分析支持；
- 用统一的模板建立执行计划文档；
- 为执行的行动方案制定相应的实施次序。

模块五：新的增长行动方案

模块五的目标包括，1）对每个被选中的行动方案制定具体的实施计划，包括（在需要时）对可能的效益作进一步评估；2）对整体的业务增长行动方案作出具体的、务实的执行路线图。

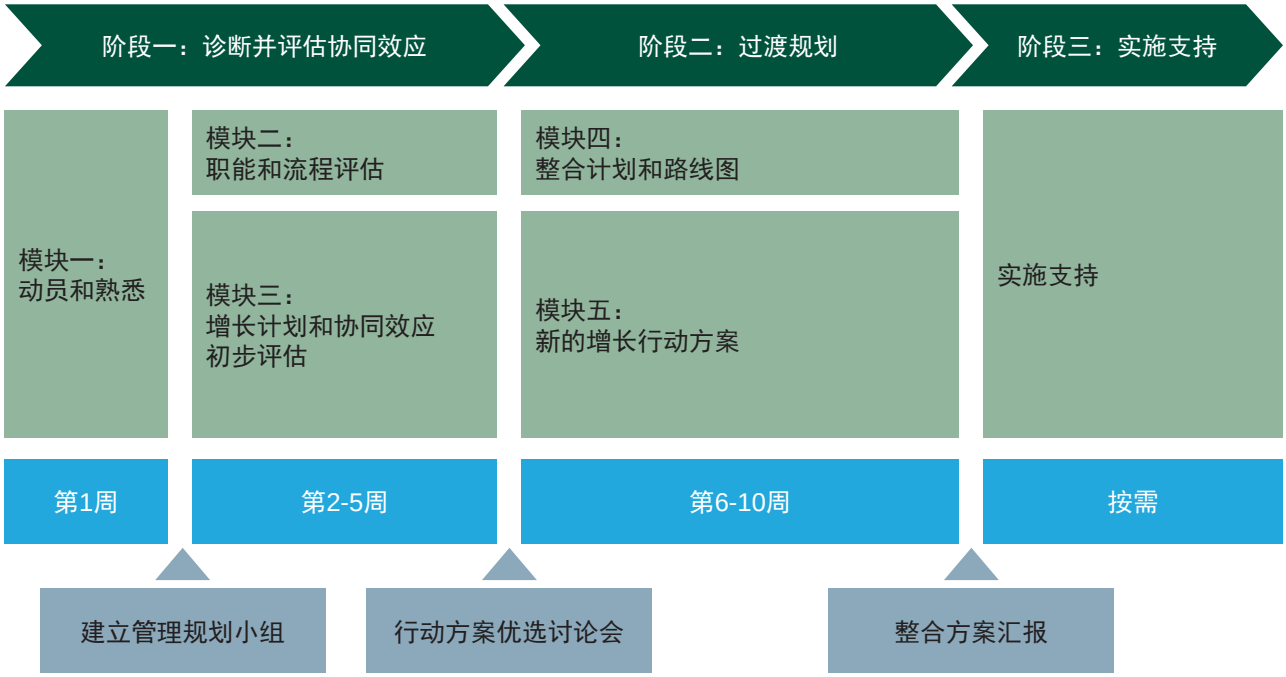
结果和产出包括，1）对每个新的增长行动方案的设计的建议；2）每个方案的具体的执行计划；3）利用新的整合平台所能达到的增长目标，并达成共识。

主要任务如下：

- 对每个行动方案根据复杂性和所需时间进行分类，并且对每个方案制定出具体工作计划；
- 通过研究和分析得到的假设来量化可能的收益增量，为行动方案的负责人提供支持。根据方案的要求，这些内容可能包括：分析公司和市场的历史数据、与相关职员的沟通来明确获益和需要控制的风险、与外部专家的有针对性的访谈等；
- 对每个行动方案的执行计划提供支持，包括职责、主要的工作步骤、所需时间、最优目标（按阶段）以及主要的风险和敏感性分析；
- 对方案的执行的逻辑顺序取得一致。

最后，为促进并购后整合中的各项方案顺利实施并尽可能达到理想效果，收购方需要对每个方案的计划和实施情况进行记录。图29.2为艾意凯咨询

图28.2 收购后整合三阶段工作中的五个模块



资料来源：艾意凯研究与分析

表28.1 后续管理的阶段和步骤

阶段	步骤	形式体现
项目执行	尽职调查	• 商业尽职调查 • 财务尽职调查 • 法律尽职调查
	交易结构设计	• 购买公司整体 • 购买公司资产 • 收购公司股份 • 债权转化股权 • 债务承担模式
项目管理	投后管理	• 投资协议执行 • 项目跟踪 • 项目运营管理 • 增值服务
项目退出	退出变现	• 首次公开上市 • 股权出售交易 • 兼并及收购 • 股权回购 • 破产清算

资料来源：艾意凯研究与分析

设计的方案模板。收购方可借用此模板，推进和引导方案在整个团队中的执行。

后续管理

后续管理，是指在完成项目调查、交易结构设计并实施投资后，投资机构监控标的公司及所在市场的发展动态，提供人才及技术上的战略帮助和其他类型的增值服务。

由于公司面临的经营环境在不断变化，经营发展会受到各种因素影响，从而增加了项目投资的不确定性和风险（如市场风险、政策风险、技术风险、管理风险、法律诉讼风险等），投后管理正是为管理和降低项目投资风险而进行的一系列活动。投后管理同样也关系到投资项目的发展与退出方案的实现，良好的投后管理将会主动减少或消除潜在的投资风险，实现投资的保值增值，因此投后管理对于投资的成功具有十分重要的意义。

投后管理工作可分为日常管理和重大事项管理。投资规模与增值服务投入度息息相关，投资规模越大，风险也随之增加，投资机构需精心构建投资后的增值服务体系，分配更多的资源。

日常管理主要包括与投资标的企业保持联系，了解企业经营管理情况，定期编写投后管理报告等管理文件；重大事项管理包括针对投资方的股东大会、董事会、监事会议案的审议、表决等有关事项。

随着机构投资项目的增多，项目经理项目管理难度加大，近几年也有部分机构将投后管理这一职能独立出来，由专门人员负责，而投资团队更专注于项目开发。专业化的投后管理团队，是投资机构发展到一定阶段，拥有足够的投资项目后，在专业化分工上的客观需要。一般的大型风投及私募机构都建立有专门的投后管理团队。■

案例分析：吉利的并购战略和后续管理帮助沃尔沃轿车扭亏为盈

2010年3月28日，浙江吉利控股有限公司与美国福特汽车公司就沃尔沃汽车公司签署了正式并购协议，吉利以18 亿美元购得沃尔沃100%的股权。

浙江吉利控股集团有限公司是中国汽车行业十强企业，1997年进入轿车领域。总部设在瑞典的沃尔沃汽车公司则成立于1927年，1999年被福特收购后销售额在过去数年来一直下滑，自2005年至2009年更是连续5年亏损，每年的亏损额均在10亿美元以上。吉利从2002年开始就已经关注沃尔沃，正式跟福特进行沟通近3年后，2008年底吉利首次向福特提交花了整整一年时间精心制作的竞购建议书，给福特留下了良好的第一印象。

吉利的并购战略核心为两点：1）“放虎归山”：是吉利李书福董事长提出的并购战略，要尊重沃尔沃作为豪华车品牌特有的经营方式和保持高端的技术和品牌的需求，同时吉利也给沃尔沃充分的支持。2）事先制定业务整合计划：在并购阶段就要设计未来的经营运作战略，甚至在并购之前把未来的团队都找好。一些高水平的中国职业经理人在并购阶段初期就已经被请到吉利，参与到吉利并购沃尔沃的谈判中，为未来在中国区任职做了相应铺垫。

在并购交易完成后，吉利也进行了积极的后续管理：1）文化融合：企业想要在全球成功，一定要建立全球性的企业文化，融合全世界最优秀的文化，包括不同的信仰和理念。为此，吉利在其拥有的海南大学三亚学院专门设立了全球性企业文化研究中心，聘请了将近20位来自世界各地著名大学和研究机构的教授任研究员，探讨和研究全球型企业文化理念。2）技术融合：在技术评价阶段，分别从技术需求和市场需求角度对目标企业的技术进行评估；在技术导入与内化阶段，初期采取技术共存的整合模式，即并购初期仍保持双方在管理和技术上的相对独立性；后期采取技术融合的整合模式，吉利加强自身技术整合能力，促进技术要素的融合双方共同研发新产品。3）品牌融合：2012年吉利与沃尔沃共同研发了豪华A级轿车S20；2014年沃尔沃在华首家合资企业-大庆沃尔沃汽车制造有限公司成立，吉利持70%股份；吉利和沃尔沃将于2017年发布代号为“L”的全新品牌，这是一款基于紧凑模块化架构CMA（Compact Modular Architecture）的新车。

最终，吉利对沃尔沃的并购实现了价值重现。2011年在很多企业停滞不前裁人减员的大背景下，沃尔沃在欧洲增加了5,000多个就业岗位。在2010年被吉利收购后，沃尔沃在2011年便扭亏为盈，中国以近5万辆的销售创历史新高，实现同比增长55%，成为仅次于美国和瑞典的沃尔沃全球第三大市场；2015年，沃尔沃集团全球销量首次突破50万辆，较2014年增长8%。此外，新能源汽车是吉利的战略发展方向，并购沃尔沃推动了双方在混合动力和清洁能源技术方面的合作；吉利于2015年发布了新能源汽车发展战略-蓝色吉利行。

29. 成功投资私募股权基金后的监督

当投资人对基金公司完成注资后，对私募股权基金的投后监督工作正式开始。由于私募股权基金是一项高风险的投资方式，且不能像公募基金那样可每天查询市场价格，灵活交易，所以对私募股权基金的管理与监督显得尤为重要。有限合伙人需要保持对基金全生命周期的监督，即使普通合伙人有义务密切监控投资项目的进展情况，有限合伙人依然需要主动参与并监督这些项目及整个基金的推进情况。

一般情况，有限合伙人可以在每年的投资人年会上看到公司基金的投资项目组合及各个项目的当前状况。在投资人年会上，普通合伙人会向有限合伙人汇报过往一年的投资项目、投资策略及阶段性成果。此外，有限合伙人还可以跟普通合伙人开展非正式沟通，了解基金接下来的招款、提款、收益分配与清算优先权等。

针对基金的投后监督工作主要目的是增强基金风险管控，降低基金受损的概率。有些潜在风险，如利益冲突，可以在早期检测出来；但有些风险，如投资项目的行业政策背离、基金管理团队核心人物离职等，则只能在基金投后监督过程中慢慢识别。

收益分配

私募股权基金的普通合伙人和有限合伙人如何分配收益是股权基金协议中的核心内容。平均来看，私募股权基金需要5-7年才能将基金收益分配给各个有限合伙人，通常的约定是有限合伙人支付给普通合伙人2-3%的年度管理费和盈利20%的管理分红。但即便是这些常见的约定，其实相差甚远。有的以实缴出资额作为计算基数，有的按认缴出资额计算，有的直接安排了各个年度的管理费点数，也有的更为复杂。

目前常见的私募股权基金收益分配方式如下：

- 整体分配，先回本再分利；
- 按单个项目分配，预留保证金；
- 按单个项目，并核算单个项目成本。

整体分配，先回本再分利。为了确保分配给普通合伙人的投资收益为净盈利，许多基金约定投资本金必须先回收，确实有了盈利才能分配给普通合伙人管理分红，这种分配方式也称“先回本再分利”。这种收益分配方式倾向于保护有限合伙人的利益，普通合伙人的盈利周期会相应推迟。

按单个项目分配，预留保证金。按单个投资项目分配，同时普通合伙人将其取得的管理分红部分预留在股权基金中作为保证金，在其他项目亏损时用于回拨补亏，也是股权基金中一种比较常见的分配方式。预留作保证金的金额一般占管理分红的40%-50%。

按单个项目，并核算单个项目成本。目前也存在个别基金按单个项目分配收益，但同时核算并扣除单个项目的投资本金、管理成本和之前亏损项目确认的本金亏损部分。

利益平衡

在规范的合伙制股权基金中，普通合伙人与有限合伙人的关系应该是：作为发起人的普通合伙人负责PE的经营管理和运作，包括寻找投资机会、管理被投资企业以及设计与实施退出方案等，对合伙企业的债务承担无限连带责任。而有限合伙人作为出资人，负责监督、建议以及选择普通合伙人，以其认缴的出资额为限承担有限责任。协调二者关系，合理配置二者权利义务，有利于提高普通合伙人管理基金的运作效率和积极性，保护有限合伙人利益，提高有限合伙人的投资热情，增强基金信誉和未来融通资金的能力，促进基金行业的发展壮大。但合伙制股权基金在实践中也暴露出了一些问题，

导致普通合伙人与有限合伙人关系失衡：

道德风险和逆向选择

普通合伙人存在道德风险和逆向选择，有限合伙人利益难以保障。有限合伙人作为委托方，将资金委托于作为代理方的普通合伙人进行运作管理，且有限合伙人不参与基金的日常运营。这样，普通合伙人与有限合伙人之间也就存在着委托代理关系及信息不对称问题。普通合伙人掌握更多关于基金经营状况和发展前景的信息，其工作的努力程度不能被有限合伙人精确观测。在其占有信息优势的情况下，普通合伙人很可能基于自身利益，采取对有限合伙人不利的投资决策，将企业资金和收入投资于能给自己带来最大利益的项目上，利用信息优势和资金优势进行内幕操作，将利益内部化，风险外部化，从而损害有限合伙人的利益。

激励约束不足及监督缺位

由于委托代理关系的存在，普通合伙人本身存在着道德风险和逆向选择，需要有效的激励约束及监督机制对其基金经营运作行为进行激励约束。但是，我国合伙制PE发展尚不成熟，缺乏有效的基金治理机制来激励约束普通合伙人，双方的权利义务得不到合理配置及规范。此外，在出资上，普通合伙人的出资比例较低，难以促使普通合伙人承担基金运作带来的风险。

过度干预

有限合伙人对普通合伙人过度干预，影响了基金运作的独立性和积极性。我国合伙制私募股权投资基金存在着有限合伙人不断介入普通合伙人正常运营，使普通合伙人不得不抽出大量时间应对有限合伙人的咨询和干预，甚至要协调不同有限合伙人之间的矛盾；在实际运作过程中，有限合伙人过度干预普通合伙人的经营运作，有的有限合伙人要求普通合伙人承诺一定的最低保障收益；部分有限合伙人甚至取代了普通合伙人，通过控制资金来全面控制PE运作。这都制约了PE 经营运作的独立性和积极性，降低了基金收益。

如何平衡好有限合伙人与普通合伙人的利益？

为了更好地平衡有限合伙人与普通合伙人之间的利益，监督股权基金投资的顺利推进，有限合伙人与普通合伙人可以从以下方面做改进：

- 优化分配模式的选择及分红机制设计；
- 建立普通合伙人的风险承担机制；
- 建立信息披露制度，缓解信息不对称风险；
- 强化普通合伙人的约束机制。

优化分配模式的选择及分红机制设计，是指有效地激励约束普通合伙人，可以通过分配模式的选择和薪酬机制的设计来进行，这里主要通过设计分配模式和分红机制来实现激励约束普通合伙人的目的。

建立普通合伙人的风险承担机制。为提高有限合伙人与普通合伙人的利益相关程度，可以考虑适当增加普通合伙人的出资份额和现金所占比例，且不允许其用管理费代替在本金中的出资，增强其对风险的管理能力。

建立信息披露制度，缓解信息不对称风险。应建立健全信息披露制度，普通合伙人信息披露的方式和范围由法律进行强制性规定；在披露程度上，普通合伙人与有限合伙人之间可通过协议约定信息披露标准，至少应不低于上市公司及公募基金向公众披露信息的标准，可以使有限合伙人及时掌握基金运营情况，保障投资人的知情权；普通合伙人需明确资金的投资方向。若要改变投资方向时，应提前向有限合伙人披露信息，确保有限合伙人有充足时间考虑是否抽回资金。若普通合伙人未遵守披露义务，普通合伙人应承担造成的损失。

强化普通合伙人的约束机制主要包括建立声誉机制、失信惩戒制度以及对普通合伙人的行为约束等。以声誉约束普通合伙人行为，建立普通合伙人信用档案，记录其从业年限、资金筹集、投资业务表现及收益状况等；建立普通合伙人失信惩戒机制，加大对普通合伙人失信行为的成本约束，使失信普通合伙人付出经济和名誉代价；加强对普通合伙人行为约束，对其经营管理权、单个投资项目投资总额以及债务使用做出限制。■

其他参考资料：

Benoît Leleux, Hans van Swaay, Esmeralda Megally, Private Equity 4.0, Reinvesting Value Creation, Wiley Finance, 2015 January

30. 私募股权基金监督报告

为便于有限合伙人跟踪基金的进展、项目组合情况，普通合伙人一般会定期提供基金监督报告。具体而言，私募股权基金每年会出具一份年度审计报告及三份季度非审计报告，供投资人审阅。有些机构如美国国际有限合伙人协会（ILPA）会要求季度报告也必须审计，但很少机构会这么做。

一般情况下，在有限合伙人确定投资一支新基金之前，就需要跟普通合伙人协商好监督报告事宜。主要包括报告频次、报告包含内容、报告展现形式（邮件、网页、文本等）、报告估值基准等。而这些报告内容涵盖投资组合中各成员企业的业绩表现情况、最新投资及退出信息和基金财务状况等。投资人在监督报告中看到的投资表现及估值，由于私募股权基金非公开交易的缘故，有效性存在较大限制。

此外，监督报告频次相对较低，因为多次集中报告并不能够帮助投资企业增加价值。另外，由于监督报告包括年度审计报告都存在一定程度的滞后性，所以有限合伙人应该主动与普通合伙人接触了解基金的最新进展。

监督报告的主要内容

私募股权基金监督报告的编制由于一些相互关联因素的影响具有一定挑战性。

首先，在投资退出之前，为一个投资项目估值存在较大的主观臆断性及市场波动影响，更不用说针对整个投资组合的估值；

其次，针对最初承诺投资、估值调减、收益分配、管理费用及项目提成的会计审计流程比较复杂；

第三，实际现金流与未实现资本损益之间的混淆也在一定程度上影响私募股权基金监督报告的准确性。

普通合伙人应当提供与基金投资有关的财务、风险管理、运营、投资组合、交易等详细信息，以保证普通合伙人能有效的履行信义义务并根据更新的信息而行事。有限合伙人对其知悉的信息应承担相应的保密义务。

管理费及其他费用

普通合伙人应当定期分次披露其在管理费项目列支的全部费用（即交易费用、财务费用、监管费用、管理费用、赎回费用等），并在每一期经审计的财务报告中体现各分类信息，并随附每一期的出资通知书和分配通知书。

由普通合伙人的附属机构向基金或基金的“投资机构”收取的费用也应当在每一期经审计的财务报告中分类进行披露。

图30.1 私募股权基金监督报告架构

出资通知书和分配通知书

出资通知书和分配通知书上提供的信息应符合“机构有限合伙人协会”制定的报告格式标准。还应每季度提供下一次出资和分配的预估金额。

有关普通合伙人的事项披露

出现下列情形之一的，应当立即向有限合伙人披露：

- 受管辖的法律或监管机关提出质询；
- 基金存续期间发生任何重大意外事件；
- 违反有限合伙协议或其他义务。

普通合伙人的实际权益或受益权发生变化的，普通合伙人的表决控制权发生变化的，或者基金文件的签署主体发生转让或变更的，应当向有限合伙人进行书面披露。这些情形包括但不限于：

- 设立上市主体；
- 向他人出售管理公司的股权；管理公司的股份进行公开发行；
- 设立其他投资机构。

风险管理

普通合伙人的年度报告中应包括基金及基金投资机构的重大风险及风险管理的信息，例如：

- 基金投资的集中度风险；
- 基金的外汇风险；
- 基金及其投资机构的杠杆风险；
- 基金及其投资机构的退出风险，即退出环境的变化；
- 基金的投资机构的战略风险，即改变或违背投资战略；
- 基金的投资机构的声誉风险；
- 基金及其投资机构的非财务风险，包括环境的、社会的和公司治理的风险；
- 可要求提供重大事件的即时报告。

财务信息

年报。基金应当在每一财务年度结束后90日内，按照国际有限合伙人协会的报告标准，向投资者提供基金及其投资机构的有关信息。

季报。基金应当每季度结束后45日内，按照国际有限合伙人协会的报告标准，向投资者提供基金及其投资机构的有关信息。

关于有限合伙人的信息

有限合伙人名录。包括联系信息，但特别要求不列入名录的有限合伙人的信息则不应提供。

基金募集完毕的文件。包括最终版的合伙协议和附加协议。

有限合伙人必须对所接受的敏感信息保密。合伙协议应明确约定允许有限合伙人内部讨论基金及相关活动事宜。有限合伙人应当支持普通合伙人按规定惩戒违反保密义务的有限合伙人。■

专家观点

高超
汉坤律师事务所
合伙人

普通合伙人向有限合伙人汇报的报告一般包含投资标的、投资金额、公司情况和投资回报情况等。私募股权机构一般都会有季报、半年报、年报，这些都是非公开报告，只有私募的有限合伙人才有权查看。

31. 退出变现

私募股权基金投资的退出，是指私募机构将持有的股权在市场上出售以收回投资并实现投资收益。私募股权基金的退出是私募股权投资环节中的最后一环，该环节关系到投资的收回以及增值的实现。私募股权投资的目的是为了获取高额收益，而退出渠道是否畅通则成为私募股权投资是否成功的关键因素。因此，退出策略是私募股权基金在开始筛选企业时就需要注意和考虑。

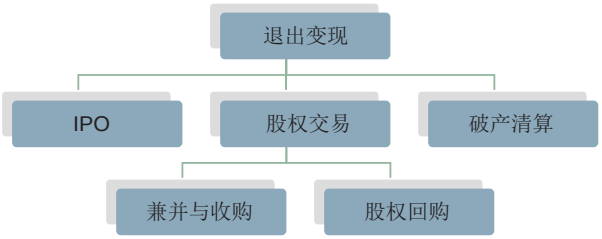
退出变化主要形式

从寻找项目开始到项目退出结束，是完成私募股权投资的全过程。在实际操作中，投资机构可能同时运作几个项目，但基本上每个项目都要经过前述的流程。而私募股权基金退出变现主要有几种形式。

首次公开募股

IPO按照发行市场地区分类，分为国内上市与海外上市；按照发行市场类型分为主板市场上市和二板市场上市。主板市场是一个国家和地区的主要证券市场，是多层次资本市场体系的重要组成部分。在中国内地有上海证券交易所和深圳证券交易所两家市场。二板市场一般叫做创业板市场或新市场，是与主板市场相对应的一个概念，是向中小企业和有未来发展前景的新兴企业提供融资机会的市场。

图31.1 私募股权基金退出机制



就国内的情况来说，目前私募股权基金所投资的企业多倾向于在创业板和海外上市。因为这些被投资企业往往规模小、财务指标达不到主板市场的要求。部分海外市场的上市门槛较低，也乐于吸收他国公司在其市场上市。另外在国内市场上市周期约为两年，而在海外市场只需几个月时间就可上市融资。中国证监会规定，中国企业符合以下条件可以在境外上市：“净资产不得少于4亿元人民币，最近一年税后利润不得少于人民币6,000万元，并具有增长潜力，按照合理的市盈率预期，筹资额不得少于5,000万美元。”

兼并与收购（M&A）

当被投资企业无法达到上市要求或投资机构认为企业未来发展潜力不大时，投资机构倾向于通过兼并与收购的方式退出资本。

兼并与收购可以带来协同效应。协同效应是指“并购后企业的产出大于并购前两家企业的产出之和，存在效率的改进。”可以体现为合并后企业整体规模扩大，边际成本降低，产生规模经济，外部融资能力也会有所提高。

一般涉及的第三方企业都是与被投资企业有产业关联性的。他们兼并收购标的企业是出于战略规划、收购技术、消灭潜在竞争者等目的。通过收购新企业，原本就实力雄厚的企业可以进一步壮大自身实力，在主营业务方面更上一层楼或在新领域方面有所开拓，或者可以掌握新技术并同时吸纳一批人才，其收购的企业也可能是未来强有力的竞争对手。因此，对于第三方公司来讲，并购一个好项目是益处多多的。

对于被投资企业而言，虽然面临着控制权丧失的风险，但被收购的好处还是有的。比如部分被投资企业可以继续保留原有投资，可以利用大公司已有的营

销网络、技术设备，达到资源共享。在不能独立上市或运作的情况下，被收购也是一个不错的选择。

并购已经成为了私募股权基金退出的重要方式。有资料显示，表现良好的公司中，80%是通过并购退出的。在资本市场发达的国家，并购市场非常活跃，许多私募股权机构选择并购退出，虽然它的收益在理论上不如IPO丰厚，但并购退出已成为了未来发展趋势。

回购

股权回购，是指通过投资企业或投资企业的管理层，将私募持有的企业股份按照约定的价格以现金、票据等有价证券赎回，使私募资本从投资企业中退出的行为，是私募股权机构实现退出的备选方式。一般在私募股权机构投入时投资双方就已签订好关于股份回购的协议，包括回购条件、回购价格和回购时间等，以保证当投资企业发展达不到预期时，私募股权机构已投入资本的安全性。

破产清算

破产清算（Write-off）是私募股权投资机构和被投资企业都不愿意接受的结果，也是投资失败的表现。所谓清算退出，是指被投资企业的技术不能达到预期水平或由于其他原因不能继续维持经营，采取清算的方式解散企业，私募股权基金根据清算规则获得部分资金的退出方式。清算退出有两种情况，破产清算和非破产清算。破产清算是指公司资不抵债而致使公司解散清算。非破产清算是指公司资产可以清偿债务而解散公司所进行的清算。

收益与风险是并存的，早期阶段的投资风险大，预期收益高，成熟阶段的投资风险小，预期收益低。根据Preqin的统计，在所有的退出方式中，私募股权投资总额的32%最终采用清算退出方式退出，会损失约36%的初始资本。

被投资企业的破产清算依照各国关于企业破产的相关规定，在中国依照《破产法》。破产清算偿付的顺序为债务、优先股、普通股。一般的私募股权投资采用优先股形式，因此偿付顺序在债务之后。有些私募股权投资采用股权和债权相结合的方式，而债权支付在股权之前。

基金收益分配

退出时也需要考虑基金收益分配的问题。一般情况，在有限合伙人确定投资基金时，就基本与普通合伙人协商好基金收益分配原则，如2%的管理费+20%的管理分红，并已写在合同里。在收益分配执行层面，存在利益纠纷可能。如果遇到失败的投资项目，破产清算程序中也存在许多法律风险，包括资产申报、审查不实、优先权、别除权、连带债权债务等。

退出过程中的法律问题

此外，基金退出过程中有限合伙人可能遇到不能退出或投资额无法收回的问题，这时需要采用法律武器保障自己的合法权益。这里可分为两种情况：

民事责任

主要通过合伙协议来规范普通合伙人的权利和义务。根据法律规定，有限合伙企业的普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任，有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担连带责任。在当有限合伙人不能退出时，若普通合伙人因违反对有限合伙人承担受托义务（例如普通合伙人的欺诈、故意不当行为、违约等行为）侵害了有限合伙人的利益时，普通合伙人应承担对有限合伙人的违约或者侵权责任。在这种情况下，有限合伙人通过合伙协议中利益分配和回购担保条款与对方调解、谈判、诉讼、仲裁以保护自己的权益。

刑事责任

如果普通合伙人在融资过程中非法吸收公共存款或集资，很可能触犯刑法。所以在民事调解、谈判、诉讼、仲裁都无法成功退出时，有限合伙人可审查普通合伙人是否有非法集资的行为、是否触犯刑法。有些时候，为了达到汇集更多资金的目的，基金可能引入大量有限合伙人，直到募集到足额的资金。

但是这样也就突破了合伙企业法关于合伙人人数的限制，触碰到了公募与私募之间的界限，从而出现了非法集资的嫌疑。如果普通合伙人触犯了刑法，有非法集资和非法吸收公共存款的行为，有限合伙人可以通过刑事诉讼程序挽回损失。但在实际执行层面，如果普通合伙人确实存在非法集资行为，需要等到刑事案件审结完毕后有限合伙人才能得到补偿，并且普通合伙人名下可能无可供执行的财产，就算胜诉也存在执行难的问题，所以有限合伙人需要事先对普通合伙人有充分的尽职调查，防范于未然。■

INSIGHTS@WORK®

L.E.K.

L.E.K.（艾意凯）咨询是全球领先的管理咨询公司之一，专注于帮助客户制定增长战略，评估投资和收购机会，以及改善组织和运营绩效等商业问题。成立于1983年的艾意凯在欧洲、美国和亚太地区的21个主要城市设有分支机构，拥有1,000多名专业咨询顾问。艾意凯于1998年进入中国开展业务。

近30年来，艾意凯一直为私募股权基金发掘、评估具有潜质的投资项目、提升投资组合的价值，并协助私募股权基金成功退出投资。在投资周期的各个环节，艾意凯凭借丰富的行业经验，向私募股权基金和金融投资公司提供专业的服务与支持。此外，在投资组合跨地区拓展业务过程中，艾意凯凭借其全球网络和本地经验为客户锁定合适的目标公司。

若需获取更为详尽的讯息，请联络：
艾意凯咨询（上海）有限公司

中国上海市南京西路1168号
中信泰富广场34楼
邮编：200041
电话：86.21.6122.3900
传真：86.21.6122.3988
电邮：LEKCHINA@LEK.COM

L.E.K. Consulting is a global management consulting firm that uses deep industry expertise and analytical rigor to help clients solve their most critical business problems. Founded in 1983, L.E.K. employs more than 1,000 professionals in 21 offices across Europe, the Americas and Asia-Pacific. L.E.K. has been on the ground serving clients in China since 1998.

For nearly 30 years, private equity (PE) firms have turned to L.E.K. Consulting to identify and evaluate attractive acquisitions, help their portfolio companies reach their full value potential and assist with successful exists. L.E.K. has a specialized expertise serving PE and financial sponsor firms, and we leverage our industry sector practices to provide deep industry experience throughout the life cycle of investing in an asset. In addition, our international reach provides local insights from L.E.K.'s teams operating in-region to support portfolio companies that are evaluating targets across geographies.

For more information, please contact:
L.E.K. Consulting Limited

Floor 34, CITIC Square
1168 Nanjing Road West
Shanghai 200041
China
T: 86.21.6122.3900
F: 86.21.6122.3988
Email: LEKCHINA@LEK.COM

欢迎关注艾意凯咨询官方微信
Follow L.E.K. China on WeChat

北京	Beijing
波士顿	Boston
金奈	Chennai
芝加哥	Chicago
伦敦	London
洛杉矶	Los Angeles
墨尔本	Melbourne
孟买	Mumbai
慕尼黑	Munich
新德里	New Delhi
纽约	New York
巴黎	Paris
旧金山	San Francisco
圣保罗	São Paulo
首尔	Seoul
上海	Shanghai
新加坡	Singapore
悉尼	Sydney
东京	Tokyo
弗罗茨瓦夫	Wroclaw

联系我们: 86.21.6122.3900 · LEKCHINA@LEK.COM · WWW.LEK.COM
欢迎关注艾意凯咨询官方微信

L.E.K.