

私募基金寻找标的及持有时间

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。

文/王景焯、腾勇、卜曦云

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。

多元化项目寻找渠道

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。

伴随着行业的迅速发展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。

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。通常会为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 (Termsheet) 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交易进程、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。

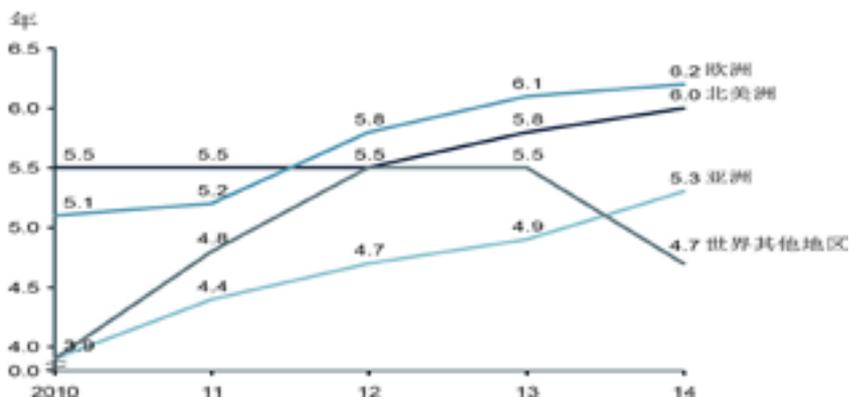
在实际操作中，大部分投资者会把确定条款清单这一过程放在尽职调查程序开始之前。因为在条款清单中，往往会对双方的权利义务都做约定，而尽职调查是在双方都同意条款清单内容的基础上进行的，如果等到尽职调查完再来确定清单，可能使得条款清单中某些内容对目标企业不利。

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，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。

投资持有时间

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

图1 私募股权基金投资持有时间（按地区划分）（2010-14）



资料来源: Preqin

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，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。

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。●

本文选自《运筹帷幄，把握先机——中国企业携手私募股权基金对外投资指南》，由艾意凯咨询受上海市商务委员会委托编制。