

原创：中国企业携手私募股权基金对外投资指南

2016-09-08 走出去服务港

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，艾意凯咨询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《私募股权基金领域对外投资合作指南》，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。

《指南》具体内容主要包括：

1 认识私募股权基金

根据国际货币基金组织在2011年9月发布的报告，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，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。2009-2014年间，全球规模最大的300家私募股权基金投资公司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。

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。



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。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。三种主要的私募股权基金的组织形式包括公司制、契约制及有限合伙制。

私募股权基金的类型

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，主要对初创型或未步入成熟期的公司进行股权投资，中期的私募投资包括成长资本、并购资本及夹层资本等，而Pre-IPO资本和PIPE资本则属于典型的后期私募投资。

2 中国及上海私募股权基金投资现状

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。

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

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。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%。

私募股权基金境外投资未来发展趋势

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：

- ⊙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
- ⊙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

⊙中国私募股权基金参与海外并购未来会继续维持高位增长

3 国际市场私募股权投资动态

本《指南》对横跨美洲、欧洲、亚洲的美国、巴西、英国、法国、德国、俄罗斯、日本、澳大利亚、印度尼西亚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。以下是美国、德国和澳大利亚三个代表市场的介绍摘要。

美国

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%。其中来自中国的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。

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。

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。

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、电子零配件、软件、半导体等诸多行业及领域。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。

德国

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。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%。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。

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。

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。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。

澳大利亚

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。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%。

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。

2010-2015年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。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。

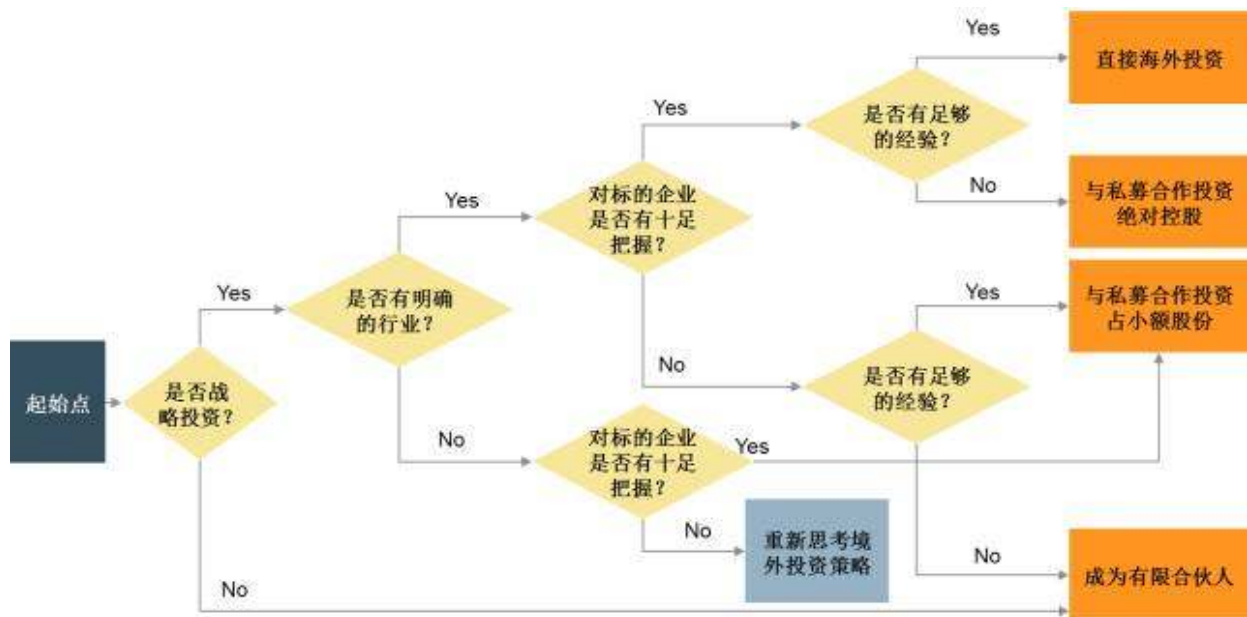
4 境外投资必经之路

私募股权基金在境外投资过程有一系列需要重点关注的步骤和环节，本《指南》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。

战略布局

中国企业与私募股权基金合作进行境外投资的战略布局涉及多个方面，主要包括对于投资方式和投资标的的选择，对于私募股权基金的利弊的理解以及对于多元化战略和投资持有时间的决策。

企业境外投资选择决策树



选择合适的境外投资方式：企业需要充分考虑所处行业在全球范围内的发展趋势以及自身的境外投资动机，并据此选择投资的方式以及与私募股权基金合作的方式。

寻找标的：企业需要充分利用多元化的渠道寻找投资标的，对项目进行充分的筛选与考察，并审慎确定条款清单。

私募股权基金在境外投资中的作用、风险及法律障碍：中国企业在进行海外投资、并购过程中需要注意，私募股权基金在本土企业海外投资中可以提供经验与技术支持，但也可能带来额外的风险，此外还面临着作为投资主体的法律障碍。

多元化战略：企业在制定多元化战略的时候需要思考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；另外还是要思考实施多元化战略的时机是否合适。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。

投资持有时间：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。

投资实现

投资的实现需要从资本获得、风险评估、交易结构与条款设计、尽职调查到基金合作伙伴选择等等一系列步骤的审慎实施。

资本需求：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。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。

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；税务风险和法律风险。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。

交易结构设计和重要条款：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。此外，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。

尽职调查：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。

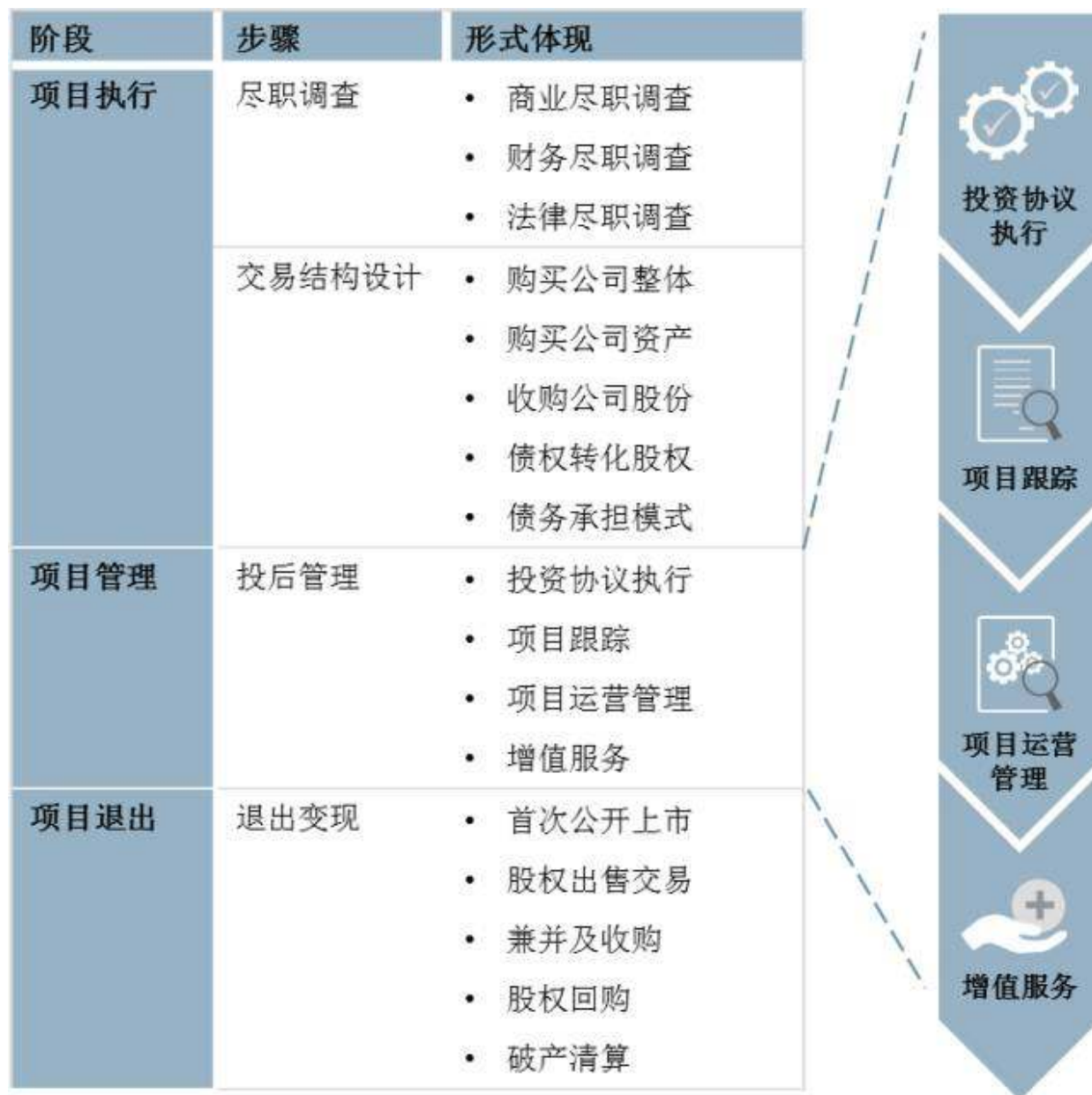
选择基金合作伙伴：我们总结了优秀的私募股权基金普遍具备的几大特质：专注且长期的投资主题、强大的关系网、客观系统的调查与分析、清晰的战略规划 and 目标、顶尖的管理团队、绩效考核的文化。这些特质一方面帮助企业更好选择合适的私募股权管理人来合作，另一方面也为其他私募股权提供参考。

投后管理

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。并购后，随着公司面临的经营环境不断变化，项目投资的不确定性和风险会随各种因素影响而增加，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。

后续管理的阶段和步骤



投后管理还包括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。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。

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。

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，能够协助中国的企业迈开步伐、走向世界。

来源：上海市商务委、L. E. K.（艾意凯）咨询。