

浅谈私募股权投资中的投后管理业务

李新颜

(中科招商投资基金管理公司上海总部, 上海 200120)

摘要: 投后管理业务是私募股权投资运作流程中重要的环节, 联系着投资与退出, 是关系到私募股权投资增值服务能力的核心所在, 改变目前投而不管的局面, 建立专业化的投后管理团队, 是未来私募竞争的重点。

关键词: 投后管理, 私募股权投资

私募股权投资, 也称 PE (Private Equity), 近年来发展如火如荼, 甚至出现“全民 PE”, 及言必称“PE”的“全民 PE 现象”。2010 年以来, 发展速度之快超出市场预期, 募集基金无论在数量上还是单体规模上均屡创新高。根据清科研究中心发布的报告显示, 2010 年共有 82 只可投资于中国内地的私募股权投资基金完成募集, 募集金额 276.21 亿美元。基金数量与募集规模分别为 2009 年的 2.73 倍与 2.13 倍。与此同时, 退出案例数量均创下历史新高, 投中集团发布的报告显示, 2010 年中国上市的 490 家企业中, 具有 VCPE 背景的 220 家, 占比达 44.8%, 超过 2007-2009 年 3 年 VCPE 背景中国企业 IPO 总量。另一方面投资项目估值也高烧不退, 市场中出现服务内容趋同化, 拼价格成为无奈的选择。针对这一状况, 客观上需要强化投后管理业务, 完善业务链中投后管理内容提升价值创造空间。

一, PE 及其盈利模式

(一)、PE 的概念及其特点

私募股权投资简称“PE”, 是指对非上市企业进行的权益性投资, 并以策略投资者的角色积极参与投资标的的经营与改造, 通过上市、并购或管理层回购等方式, 出售持股获利。私募股权投资的资金, 一般采取非公开发行的方式, 向有风险辨别和承受能力的机构或个人募集。

PE 有以下重要特点: 一是针对特定的人群进行非公开方式募集; 二是以权益资本的形式投资于非上市企业; 三是对投资标的辅之以增值手段并通过恰当的退出机制实现获利。

（二）、PE 运作流程

PE 的完整运作流程可以用“募投管退”四字来概括。

募是指基金募集，基金管理人针对特定的人群以不公开的方式进行募集路演并达成合作意向，双方在签署募集核心法律文件后设立基金成立。

投是指基金投资，基金管理人（设立专门的投资团队）寻找潜在项目，通过层层筛选和评估，在对项目企业进行尽职调查后设计个性化的投资方案，双方根据投资协议完成资金注入和股权交割。

管在私募业务中特指投后管理，基金管理人在完成对企业的投资后，为帮助企业做强做大，适度参与管理，为企业提供一系列增值服务，并筹划合适的退出方式，以达到资本增值的目的。

退是指基金退出，退出方式主要有上市、兼并收购、股权回购和清算等方式。

由此可见，投后管理联系着投资和退出，是 PE 项目投资之后，退出之前的短则 1-2 年，多则 3-5 年的时间之内，对所投资项目进行管理的所有业务的总称，是整个运作周期中占比最长的流程段。

（三）、PE 盈利模式五段论

我们进一步去考察私募股权基金盈利模式可以发现，通过五个阶段完成完整的价值形成周期，即价值发现、价值持有、价值提高、价值放大、价值兑现。

1、价值发现

在以未上市企业为主潜在项目中发现具有良好投资价值的项目，并与创业者达成投资合作共识。在此过程中，核心考察管理团队、项目的行业地位、未来是否能实现快速增长等等。

2、价值持有

在对项目充分尽职调查后，基金完成对项目公司的投资，成为项目公司的股东，持有项目公司的价值。在投资前会完成一系列的设计，包括实业设计（资本利得）、运营设计、产权设计、资本设计（资本上市等）、其它设计（例如法规设计、社会责任设计）。为最大程度保护投资人利益，基金管理人会要求项目公司签订对赌协议。基金持有股份一般不会超过 20%，股份太高，则会降低原创业团队的积极性。

3、价值提高

私募股权投资基金是提升企业价值的催化剂。基金利用其所拥有的资源平台自身的

优势，例如战略、市场、供应、技术、管理、财务等方面，改进企业的经营管理，把投资的企业做好，使企业得到优化，企业的内在价值（资本利得能力）得到有效提高。

4、价值放大

基金对所投资的项目，培育 2—3 年后，其价值（资本利得能力）获得提高，通过资本市场公开发行股票，或者溢价出售给产业集团、上市公司，实现价值的放大。

5、价值兑现

所投资项目在市场上市后，基金管理人选合适时机和合理价格，在资本市场抛售项目企业的股票，实现价值对基金公司的最终兑现。

二、 PE 投后管理现状及问题

长期以来，PE 经过多年的耕耘，建立了完善的资金募集及投资流程，形成了各自的风格和特点。在募投管退四大流程中，募集、投资已经非常成熟，退出在策略上已经融合与投资交易结构设计之内，实施则更多的依赖于投资银行等金融中介机构。相对的，在投后管理方面，一直没有受到足够的重视。

目前，活跃于中国市场中的投资机构在项目投后管理的人员配置大致可分为两类：项目经理负责制以及专门团队负责制。前者是指项目负责人除负责项目的开发、筛选、调查和投资外，也负责投资完成后对被投企业的管理工作。但随着市场竞争的加剧，也倒逼投资机构日益重视管理机制建设，不断探寻新路子——设置专业的投后管理团队专司对项目的投后管理，而投资团队专注于项目开发。

近年来，也有不少机构倾向于将投后管理这一职责独立出来，由专门人员负责。目前中信产业基金、凯鹏华盈以及九鼎投资等多家机构已经组建了专门的投后管理团队。

项目经理负责制优势在于项目负责人从项目初期即开始接触企业，对企业情况更为了解。绝大多数机构采取这一模式。而设置独立的投后管理团队，优势在于投资项目负责人可以逐步淡出企业的后期培育工作，将更多的精力投入到潜力项目的挖掘开发中去，但其劣势则在于项目在投后环节更换负责人，加大被投企业与投资机构的磨合成本。

从实际效果而言，项目经理负责制下投资经理负责随后的投后管理，在机制上没有建立针对投后管理这一段的激励制度，因此很长时间内，投后管理完全取决于投资经理的个人专业能力和职业操守，出现投而不管的情况非常多。从总体看，不少机构并没有对投后管理着力太多，或重视程度不够，或出于成本因素的考虑。

三、 投后管理在 PE 运作中的意义

(一)、投后管理单独设置，是规模化基础上的专业化分工的需要

专门化的投后管理团队的建立，是 PE 发展到一定阶段，拥有足够的投资个数，不仅专业化分工成为客观需要，也已经在规模化的基础上更为经济的举措。规模化运作的基金中，在基金出资人关系管理、被投项目增值服务、项目退出路径选择与设计及与相关中介机构协调等层面的事务越来越多，凭借个人力量已经难以周详兼顾，建立投后管理团队进行专业化操作已经成为最为现实的需要。

(二)、重视投后管理是 PE 投资理念回归本质的表现。

PE 的收益来源于 2 个方面，一是上市公司与非上市公司的资本市场市盈率的落差，即非上市企业在上市后估值的增量，业内也称之为“PE 差”，其只是看到企业目前发展好才投资，在投资之后就考虑如何快速退出，采取方法的就是快速上市，但客观而言这不是 PE 长久性的盈利之道；另一个是投资项目成长性，投资项目利润的增长带来的价值增加。随着股权投资市场竞争的加剧带来项目估值也水涨船高，与资本市场市盈率水平的价差逐渐收敛，甚至在特定情况下还可能出现削平甚至倒挂，以 PE 差作为收益的主要来源越来越不现实，必须通过提升企业成长性来实现长期合理回报。

就本质而言，PE 能够取得较高收益的原因在于不仅提供狭义的货币资本，更是提供“企业家才能”这一生产要素，并且将资本与企业家才能二者有机的结合起来，以期实现“1+1>2”的效果，常见的方式有设置业绩承诺与对赌条款，对高管引入股权激励计划等。通过协助企业完善商业模式、提升产品和创新、加强管理团队等，共同把企业带到一个更高的境界会越来越成为有长远视野的 PE 的共识。

(三)、强化投后管理是塑造和强化 PE 竞争力的客观需要。

在现实中，PE 核心竞争力重点表现在优质项目获取能力、项目提升能力等。随着 PE 市场竞争的白热化，项目获取时越来越比拼 PE 的品牌、资金实力、成功案例、资源，其核心在于带给项目公司的增值服务能力。不少业内有识之士提出未来 PE 竞争的重点将在于投后管理业务。在项目获取端，基于价值提升理念的投后管理及服务，更容易打造创投企业的管理特色，进而增强投资环节的项目获得能力；在项目退出端，不断提升企价值的投后管理业务，使得企业上市成为水到渠成顺理成章之事，并且通过对上市中介机构的遴选和协调，选择最匹配的机构、最合适的退出方式及最恰当的退出时机，会形成成为资本赢利性和安全性进行双重保驾护航的效果。

四、 加强投后管理的建议及措施

随着大牌私募对于投后管理业务的强化，国内 PE 竞争将出现差异化，国内私募竞争的马太效应会越来越明显，竞争的重点也将从价格、品牌向增值服务的竞争倾斜，PE 回归价值创造和放大这个本质，也将驱动着 PE 朝着更加健康方向发展，有望迎来实业与资本之间更为有序的良性互动。

针对投后管理与服务的专业事项，本人抛砖引玉，谈一些自己的浅见。

第一，独立于投资团队，建立专业化的投后管理团队。投后管理团队介入被投资企业调研的全过程，从而了解和掌握项目全面情况。在日常工作中，建立健全投后管理团队与基金募集团队、投资团队的协调机制，确保信息顺畅传递。

第二，投后管理团队的工作重点在于建立企业资源共享平台，为企业提供关于税收筹划、人力资源评估及推荐、财务规范辅导、业务流程改善等具备共性特征的服务，为企业上市工作进程提供咨询及建议，分析研究基础资料准备情况，可能出现的法律问题和法律障碍，提出相应的意见和建议，协助企业调整上市工作思路。

第三，投后管理团队参与基金出资人关系管理，及时通报被投资企业的最新动态，提高信息披露的规范性及透明度。此外，从协助创投企业分析最佳退出时机的角度进行管理，从是否追加投资的角度进行管理，研究二级市场动态，针对已经上市企业的退出时机提出建议。

此外，投后管理业务应建立于处理好与企业管理层的关系，避免越庖代俎总体原则之上，重视投管能力的培育，着力于解决企业不擅长的非决策性业务，如资本运作、企业治理结构设计等，而在团队建设、市场销售等层面应以企业为主，投后管理团队提供支持。

参考文献：

- [1] 周丹，王恩裕. 私募股权投资基金存在性的经济学分析. 金融理论与实践，2007，(6)：67-69.
- [2] 吴晓灵：发展私募股权基金需要研究的几个问题[J]. 中国金融，2007年11月，j0—12页.
- [3]李斌冯兵等著：私募股权投资基金：中国机会[M]. 北京，中国经济出版社，2007年，第102-160页.