



# 传承笔记

---



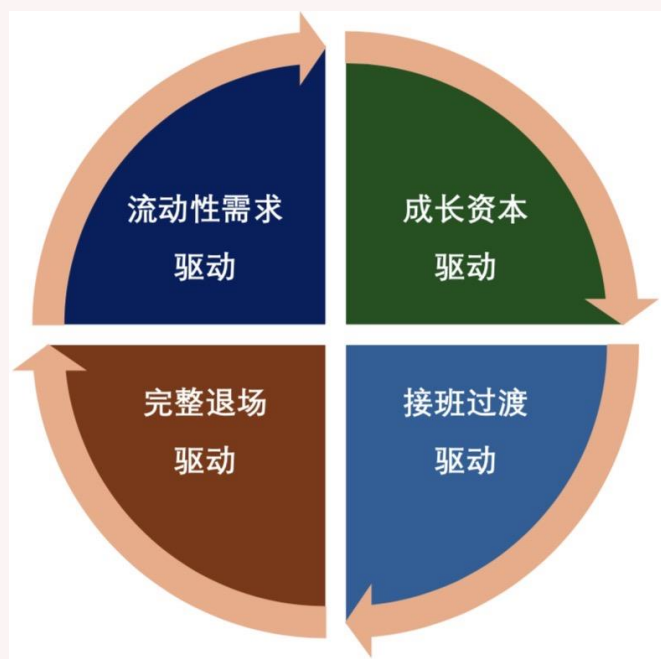
## 当资本敲门时：家族企业引入私募股权基金的策略地图与心法

家族企业引入私募股权基金（PE），早已不再是「卖盘退场」的代名词。随着日本因传承断层而催生的 PE 并购潮在 2025 年超越每年三万亿日圆的交易规模，以及亚洲家族办公室直接投资占比攀升至投资组合的四分之一至三分之一，引入 PE 已成为家族企业在「保留控制」与「加速成长」之间的一条策略性中间路。本文从四个维度——交易动机、结构选择、条款设计、文化整合——剖析家族企业引入 PE 的关键考虑，并辅以 earn-out、tag-along / drag-along、董事会席位、优先清算权等实务条款解读，帮助第一代创办人与第二代接班人理解：PE 既可以是传承的助燃剂，也可能是控制权的稀释器。关键在于谈判前的自我准备、买方视角的价值梳理、以及家族治理框架的事前安排。

## (1) 为什么这个话题突然变得迫切

过去十年，亚洲家族企业面对的环境出现了三股结构性变化。第一，第一代创办人陆续步入七十至八十岁区间，但接班人不足或无意接班的比例显著上升。日本就是最戏剧性的例子——根据 Bain & Co. 数据，日本私募股权交易规模已连续四年突破三万亿日圆，2025 年截至 10 月更同比增长逾 30%，达 291 亿美元，其中相当比例源自家族企业因传承困境而主动「卖身」予 PE。第二，家族企业所处行业正面临数位转型、ESG 合规、跨境拓展等资本密集型挑战，仅靠内部现金流已难以维持竞争优势。第三，香港、新加坡相继推出家族办公室税务优惠及 LPF（有限合伙基金）等新型架构，使 PE 与家族资本的对接管道前所未有地丰富。

在此背景下，「引入 PE」不再只是创办人退场前的最后一步，而成为一个可在企业生命周期的多个节点灵活使用的工具：少数股权融资、成长资本注入、家族成员部分变现、收购接班、员工持股计划融资、甚至为 IPO 铺路。理解这些不同情境下 PE 的角色差异，是家族决策的第一课。



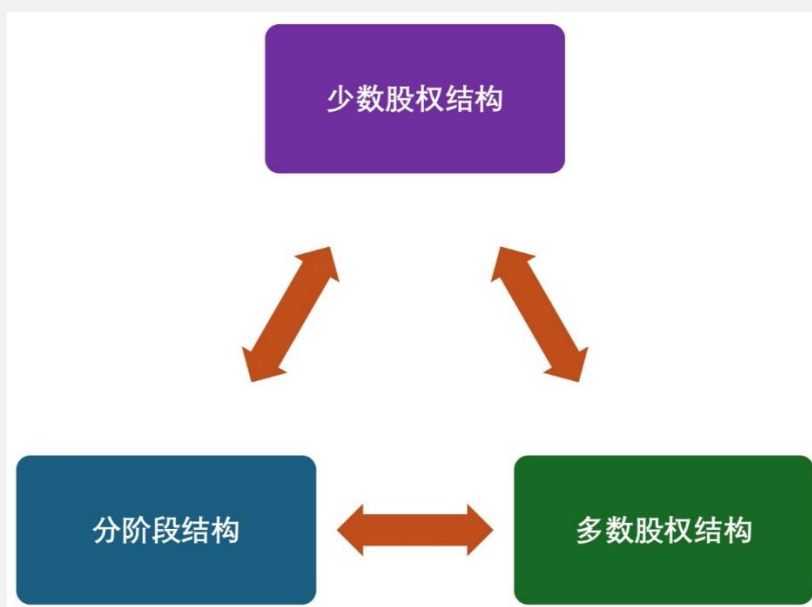
## (2) 四种典型交易动机，四种谈判逻辑

- **流动性需求驱动：**当家族部分成员希望变现持股、另一部分希望继续经营时，传统做法是内部回购，但常因现金不足而陷入僵局。引入 PE 做少数股权交易，可让欲退出者拿到合理对价，留下者继续主导经营。有人将此称为「少数资本解决方案」（Minority Capital Solution），它的核心优势是家族保留控制权，PE 作为财务投资者而非战略买家。
- **成长资本驱动：**企业有清晰的扩张蓝图，例如进军东南亚市场、收购补强型目标、建设智能工厂，但家族不愿以个人担保向银行融资，也不愿稀释至失去控制。此时 PE 的「增长资本」（Growth Equity）通常以 20%-35% 的少数股权注入，搭配反稀释、优先清算、董事会席位等保障条款。
- **接班过渡驱动：**创办人无接班人、或接班人尚未成熟，PE 可作为「过渡管理者」，协助引入专业 CEO、建立董事会治理、强化财务制度，并在五至七年后将公司卖予战略买家或上市。KKR 2013 年以 80% 股权收购松下医疗部门、后改组为 PHC Holdings 并于 2021 年上市，是这类交易的经典例子。
- **完整退场驱动。**创办人决定全面退出，PE 作为控股型买家（Buyout）接手 100% 股权。此时谈判焦点转向估值、earn-out、竞业禁止、过渡期顾问安排等。有专家建议家族在此情境下应走完四个准备步骤：以买方视角审视自身、聚焦盈余质量、预先处理财税问题、规划出售所得的财富管理架构（例如设立家族办公室）。

### (3) 结构选择：少数、多数还是分阶段？

结构决定权力。家族需在三种主要结构中作出选择：

- **少数股权结构**（PE 持股 20%-49%）：优势在于控制权留在家族，但 PE 通常会要求一篮子「少数股东保护条款」（Minority Protection Rights），包括重大事项一票否决权（如并购、举债超过某门坎、年度预算、CEO 任免）、董事会席位、定期财务报告权、优先认购权等。家族需特别留意：这些否决权的范围若过于宽泛，实质上等同把控制权交了出去。
- **多数股权结构**（PE 持股 51%以上）：意味着家族让出董事会多数，但仍可保留 10%-30% 股权与管理权，享受未来退出时的「第二桶金」。这在欧美中型家族企业中相当普遍，称为「第二口苹果」（Second Bite of the Apple），统计上常见家族在 PE 接手后的二次出售中再获得相当于首次交易 60%-100% 的回报。
- **分阶段结构**（Staged Investment）：是近年香港、新加坡家族喜爱的折衷方案。第一阶段引入 PE 少数股权并设定业绩里程碑，达标后 PE 可按预定公式追加投资至多数股权，或反之家族可按认购权回购。这种结构让家族「先试水温」，但条款谈判极为复杂，估值公式、触发条件、僵局处理机制都需仔细推敲。



#### (4) 条款设计的七个关键战场

- **估值与 earn-out:** 家族企业估值常因盈余质量不一而出现买卖双方差距。Earn-out 机制将部分对价递延、与未来 KPI 挂钩。要点是：earn-out 占总对价比例若过低，卖方缺乏动力；若过高，卖方会大幅折让其价值、甚至为达标而做出风险决策。建议家族要求 earn-out KPI 清晰可量化（避免「EBITDA」等可被会计处理操纵的指标）、设定上下限、并明订买方不得做出损害 earn-out 达成的经营决策。
- **Tag-along 与 Drag-along:** Tag-along（随售权）保护少数股东：当 PE 未来出售其持股时，家族可按相同条件一并卖出。Drag-along（强制随售权）保护多数股东：当达到一定比例股东同意出售时，可强制其他股东一并出售。家族若是少数方，务必争取 tag-along；若是多数方，需评估 drag-along 的触发门槛是否合理，避免被 PE 借助触发机制强迫退出。曼联案例中，Glazer 家族保留 drag-along 权，使持股近 30% 的 Ratcliffe 在 2025 年 8 月后须随家族出售决策一并售出，是现实中的典型运作。
- **董事会组成与保留事项 (Reserved Matters):** 家族需争取董事会多数席位（若为少数股权交易），并将保留事项列表限制在真正影响股东根本利益的事项，避免日常经营被 PE 微观管理。
- **优先清算权 (Liquidation Preference):** PE 通常要求非参与型优先清算权，即退出时先取回本金再按比例分配剩余。若 PE 要求参与型或多倍优先清算权，家族须警惕：这在退出价值不理想时会严重侵蚀家族回报。
- **反稀释条款 (Anti-dilution):** 建议谈判为「加权平均」(weighted average) 而非「完全棘轮」(full ratchet)，后者对家族未来融资极为不利。反稀释条款本质上是：如果公司将来以更低估值发新股，早期优先股投资人的「有效入股价格」要下调，以补偿其持股价值被摊薄。
- **锁定期与竞业禁止:** 创办人通常需承诺在交易后 3-5 年不得竞业、不得挖角员工，并可能被要求将部分股权再投资 (Rollover Equity) 以示信心。家族成员的就业条款、薪酬、离职补偿也需在股东协议中厘清。
- **退出机制 (Exit Mechanism):** PE 基金有 5-10 年退出压力，家族需在协议中明确：PE 可选择的退出路径 (IPO、战略买家、二次出售)、家族的优先购买权、若达退出窗口而无法达成共识的僵局解决机制 (如「俄罗斯轮盘」、「德州射击」条款等)。「俄羅斯輪盤」和「德州射擊」都是為了解決股東「僵局」的強制買賣條款設計，用來逼其中一方離場。「俄羅斯輪盤」：一方報價，另一方選擇「用這個價買你」或「用這個價賣給你」。「德州射擊」：雙方各自密封報價，出價高的那方用自己的價格買走對方股份。

### 反稀释条款操作：

- 公司创始人持有 100,000 股，A 轮投资人持有 100,000 股（每股 1 元，投资 100,000 元）。
- 创始人与 A 轮投资人各持有 50% 股权
- B 轮投资人以每股 0.1 元价格，投资 1,000 元，获 10,000 股
- 如无反稀释条款：创始人（约 47.6%）、A 轮投资人（约 47.6%）、B 轮投资人（约 4.8%）

### 「完全棘轮」（full ratchet）：

- 「完全棘轮」的核心概念是：只要后一轮发行价格低于前一轮投资人的转换价，就直接把前一轮的转换价重设为「新一轮的最低价格」，完全不考虑新股发行数量。
- A 轮转换价直接从 1 元调到 0.1 元。
- A 轮 10 万元按每股 0.1 元计算，可拿 100 万股。
- 创始人仍持 10 万股（约 9%），A 轮投资者持有 100 万股（约 90%），B 轮投资者持有 1 万股（约 0.9%），总股数 111 万股，创始人持股被极度稀释。

### 「加权平均」（weighted average）：

- 核心概念是：新转换价 = 旧转换价与新一轮发行价按「股份数量权重」计算出来的加权平均价，既考虑价格也考虑新股发行数量。
- 融资金额合计 = A 轮 100,000 + B 轮 1,000 = 101,000 元。
- 融资后股份合计 = 创始人 10 万股 + A、B 轮 11 万股（10 万 + 1 万）= 21 万股。
- 透过加权平均计算，新有效价约为 0.918 元（101,000 元 / 110,000 股）。
- A 轮 10 万元 / 0.918  $\approx$  约 108,900 股（约 49.7%）；创办人仍 10 万股（约 45.7%），新投资人 1 万股（约 4.6%），总股数约 218,900 股，创办人股比明显比 full ratchet 情况好得多。

## (5) 文化整合：被低估的成败关键

技术条款固然重要，但无数案例证明，文化不合才是家族与 PE 合作破裂的主因。文化契合（Cultural Fit）是筛选 PE 伙伴的首要标准：PE 是否认同家族的长期愿景、对员工的承诺、小区责任，将决定交易完成后的合作质量。

PE 的本质是「买入就是为了卖出」（Buy to Sell），持有期通常 5 – 10 年；家族办公室则是「买入就是为了持有」（Buy to Hold），可跨代持有。这种时间视角的根本差异，若在交易前未经充分沟通，往往在第三、四年因策略分歧而爆发。

实务上建议家族在尽职调查阶段反向调查 PE：与其投资组合中的其他家族企业创办人深度访谈、了解 PE 在顺境与逆境中的真实作为、评估其行业专业度与增值能力，而非仅看其品牌与基金规模。



## (6) 给家族决策者的六项行动建议

- **先治理、后融资：**在引入 PE 前，先完成家族宪法、家族理事会、股东协议等内部治理框架，避免在外部资本进入时才匆忙处理家族成员间的分歧。
- **双轨准备：**同步准备「卖方视角」与「买方视角」两套文件，前者用于对外推介，后者用于自我审视。
- **选对顾问团队：**除财务顾问外，必须有独立于 PE 的法律顾问、税务顾问、以及 —— 尤其关键 —— 家族信任的传承规划顾问，确保交易结构与家族长期传承目标一致。
- **预先规划出售所得的税务与资产保护结构：**涉及香港、中国内地、BVI、开曼等多地架构时，需提前评估 CFC (Controlled Foreign Corporation)、CRS (Common Reporting Standard)、税务居民身份等议题，避免交易完成才发现税负远超预期。
- **保留「核心资产」于家族信托：**若家族企业包含品牌、商标、不动产等核心资产，可考虑在交易前将部分资产分拆至家族信托持有，再以授权方式给经营公司使用，既保留家族对核心资源的控制，也优化税务结构
- **为下一代保留位置：**即使第二代暂不接班，也可在股东协议中为其保留未来回购选择权、董事会观察员席位或咨询角色，使 PE 合作不至于斩断代际传承的可能性。

## (7) 结语：把 PE 视为策略伙伴，而非仅是资本提供者

家族企业引入私募股权基金，本质上是一场关于「时间、控制与信任」的博弈。谈判桌上的条款固然关键，但更深层的问题是：家族是否清楚自己想要什么样的未来？是希望企业在五年后成为亚洲区域龙头，还是希望它在第三代手中以更平稳的步伐传承下去？

PE 可以是优秀的加速器，也可能是僵化的拘束衣，差别不在资本本身，而在家族能否带着清晰的愿景、完整的内部共识、以及专业的顾问支持走上谈判桌。当资本来敲门时，家族要回答的不是「该不该开门」，而是「我要邀请对方走进客厅、书房，还是整座宅院」。

### 免责声明

本文件仅供教育、研究及专业讨论之用，不构成法律、税务、投资、信托或任何其他专业意见。任何具体个案均须由合资格法律、税务、投资、信托、及相关专业人士根据实际事实、司法管辖区、文件及最新法规作出独立判断。