

券商直投:扔掉奶瓶的少年

直投业务模式正从依靠保荐转向押宝基金投资与管理

编者按:国内券商直投业务启动至今已有6个年头,因过度依赖投行业务而广受诟病。“保荐+直投”业务模式遭叫停已久,而今券商直投的商业模式正从自有资金投资为主转为基金管理和基金投资为主,新模式将引领券商直投进入2.0时代。

证券时报记者 游芸芸

券商直投从过去强烈依赖投行的婴幼儿,终于走向少年,最终与市场其他私募股权投资资金(PE)一决高下。这个过程中,券商直投的行业理解力、市场敏感性、项目判断力正在持续增强。”中信证券一董事总经理表示。

“保荐+直投”模式叫停,倒逼券商直投商业模式从自有资金投资为主转为基金管理和基金投资为主。据了解,目前超过10家券商已将业务重点转向直投基金管理和投资业务。

PE募资艰难

2011年7月中国证监会颁布的《证券公司直接投资业务监管指引》,是不少券商直投进行战略谋变的直接诱因。此前国内券商直投普遍采用的业务模式主要是“保荐+直投”被明确叫停,只要是投行已签署协议的项目,直投便无法再跟进。

2012年《证券公司直接投资业务规范》明确券商直投基金转为事后备案管理,投资范围扩大到股权投资基金、创业投资基金、并购基金、夹层基金等直投基金及以上基金为主要投资对象的直投基金。

随着券商直投业务由试点转入常规,券商直投打开了“另一扇窗”。然而,2012年PE市场面临调整,各类投资机构均受到较大冲击。尤其券商直投的投资者准入门槛要求必须是机构投资者,单个机构投资者投资金额应在1000万元以上。

另一个不乐观的消息是,近年来PE人民币募资正呈现走低之势。投中集团研究报告统计显示,2012年PE募资完成规模275.35亿美元,同比下降44.3%。

清科研究中心数据显示,2013年上半年风险投资/私募股权(VC/PE)募资总额78.25亿美元,较去年同期下降57.6%。今年8月,中外创业投资暨私募股权投资机构新募集基金环比下降63.7%,同比下降51.3%。

渠道谋变

2012年至今券商直投募资越发困难。招商致远一位人士称,券商直投近两年发展并不顺利,多种因



彭春霞/制图

券商直投成立合伙企业实现激励分配

证券时报记者 游芸芸

类合伙制已渗入券商直投基金公司。证券时报记者获悉,继券商直投下属单只基金引入合伙制后,华南地区某券商率先在行业引入直投团队,成立合伙企业参与基金管理公司激励分配的类合伙制。

激励侧重稳定和长期

记者获悉,华南地区某券商今年率先施行直投团队成立合伙企业,以实现直投激励分配的新制度。具体方案是:券商直投团队成员共同出资成立一家合伙企业,在券商直投下属的基金管理公司中,这家合伙企业与券商直投公司为共同管理人,拥有相对平等的法律地位。

据悉,券商直投基金分给团队的利润将以合伙企业方式分配给团队成员。多家受访的直投负责人表示,目前该种模式基本上算是完整意义上的合伙制。上述华南券商直投的类合伙制方案两大核心因素是分配原则与激励平衡,其中激励平衡包括长期和短期的激励平衡,以及个人与团队的平衡,从而保障激励的稳定性和长期性。

招商致远一位内部人士表示,券商直投实施合伙制个人部分不固定,与个人的业绩贡献挂钩。

这和投行的准合伙人制度有所不同,投行团队业绩奖励主要和单个项目收益挂钩;券商直投的业绩奖励可以考虑和具体一期基金整体挂钩。一期基金做完了,下一期基金根据个人对前一期基金的贡献调整合伙结构。累积制度可对历史贡献进行量化,避免简单将项目奖金分掉。”国信弘盛总经理龙涌表示。

上述华南地区某券商直投所成立的合伙企业,重点量化每一期基金团队成员的贡献率,形成个人积点,并滚动到下一期基金。团队成员根据其在一期基金的累计积点数量,参与二期基金一定比例的优先分配权,历史贡献不清零。

股权制不适用直投文化

近几年,券商直投在市场竞争中越发凸显激励机制短板。普通私募股权投资(PE)凭借其制度上的灵活性,在项目接洽时往往能获得更大的空间。相对而言,券商直投就显得非常呆板。”上海一家上市券商高管称。

如何在现有体制下,提高团队积极性并控制风险,一直是众多券商直投经营层的难题。

根据《证券公司直接投资业务监管指引》相关规定,直投公司设立直投基金,直投基金管理机构应采取有限责任公司或有限合伙企业形式。迫于体制限制,目前几乎所有券商直投基金公司均采取有限责任公司形式。

近几年,中信、国泰君安、海通、国信、招商等券商针对券商直投有效激励机制进行了有效尝试,其中包括试行管理团队参与收益分配(carry)。龙涌表示,国信证券持有弘盛基金

管理公司100%股份,一般合伙人(GP)从整个基金的利润中分走20%(即carry=投资利润*20%),一定级别员工可参与carry分配,但基金carry的期限偏长,真正拿到至少在5年以后。

“上述团队carry分配在实际操作中存在一定问题,无法实现稳定长期的激励效果。比如激励时间过长,如果中途离开,前面的工作就白做了。”中信证券一位内部人士表示。

曾有部分券商提出将券商直投基金公司作为券商直投的子公司,施行员工持股以解决激励问题,但多数券商直投高管认为,股权制度容易形成惰性文化,一些老员工因持股而缺少工作热情;而后加盟员工一旦参与股权分配,会稀释老员工权益。

部分券商研究发现,借用合伙制的法律形式单独约定团队分配,可以解决券商直投目前的激励短板。一是合伙制受到国资体系的约束较小;二是投行准合伙人制度在一些券商实施成效较好;三是合伙制度比股权更适合基金管理类企业的内在要求,有利于建立平等、开放、分享的企业文化。

安信乾宏一位人士称,合伙制度在直投领域的推行,很大程度上是基金机构投资人推动的结果,股东、投资人需要维持团队稳定,团队则需要组织提供一个长期稳定的预期。

事实上,几乎所有券商直投在单只基金中均实施或准备实施有限合伙制,以便实现投资人和项目利益的一致化。

券商直投管理单只基金实现有限合伙制的模式是:团队为普通合伙人出资1%~1.5%,在基金运作时,按基金规模提取2%~4%的管理费用;利润分配方面,有限合伙人收回其全部投资成本后,团队普通合伙人可从该基金投资收益中获取20%~50%的利润分成。

新晋合伙人应有同等机会

多位券商直投负责人表示,券商直投激励制度中较为忽视的是开放性。

深圳某大型直投高管表示,公司内部人才的上升机制与外部人才的引入机制同等重要。如果员工在基金运作后加入成为合伙人,只要对基金有贡献,最终他与初始合伙人应该拥有同样累计积点标准并参与分配。”

上述华南券商直投基金管理公司类合伙制方案中,直投公司内部的非合伙人在成为合伙人之前的贡献可以先计算虚拟积点,一旦其虚拟积点达到一定标准便升级为合伙人,并转为合伙人积点参与分配。

券商直投成立合伙企业的目的还在于为券商直投团队跟投建立一个平台。

中信证券一位董事总经理表示,证监会从2011年起允许券商直投建立跟投制度,其目的更多是从控制投资风险的角度出发。券商直投团队以入股形式成立合伙企业,作为直投基金的有限合伙人(LP)实现对项目跟投。

申银万国投资有限公司副总经理顾永喆表示,跟投可有效捆绑出资人与管理方,实现风险共担、利益共享,且一定程度上降低人员流动风险,是行之有效的激励机制。

开拓“泛投行”渠道

除运营模式的转变,券商直投项目来源突破了原有渠道。多家券商直投项目渠道上开辟了两个方向:首先是自有渠道建设。对自有投资团队按重点行业进行优化,同时着手建立自己的行业研究团队,通过行业聚焦取向拓深渠道。

与Pre-IPO(上市前)项目不同,投资前期项目需要更多以行业视角评估项目。国信弘盛行业研究团队已正式运作,7个人覆盖6个重点行业,包括生物医药、消费服务、节能环保、先进制造、新材料等。”龙涌表示。

与此同时,一些券商直投开发设立“泛投行”的合作机制——组建了直投的投行&投资部,目标是从券商投行招揽资深的投行专业人才。

这种方式一方面强化直投公司投行增值服务能力与专业优势;另一方面是拓宽“泛投行”渠道,包括其他券商投行以及在新股发行业务方面具优势的律师事务所、会计师事务所等中介机构,并将合作激励机制进行优化,包括增设当期投资完成奖励并提供远期的投资退出收益保障。

原先投行推荐项目须等到项目上市且变现盈利后才兑现激励,周期很长;当期奖励政策实施后,投资完

素叠加,从去年开始,不少券商直投转向以基金管理为主的运营模式。投中集团统计显示,截至今年5月底,约有15只券商直投基金获批成立,披露目标规模达360亿元。

证券时报记者了解到,目前至少5家券商直投基金目标规模超过15亿元,分别是中信并购投资基金(深圳)合伙企业、华泰紫金(江苏)股权投资基金、海通证券的上海文化产业股权投资基金、招商致远资本和国信弘盛。其中,招商致远资本、国信弘盛和中信并购募资规模均达到20亿元以上;中金佳泰产业整合基金目标规模达50亿元。

基金管理是行业新的发展方向,我们正在接触的管理项目不少。”安信乾宏一位人士称。

近些年,包括中信、海通、国信在内的券商直投基本保持每年至少运营1只基金的频率。这种模式是国信弘盛的一个重要突破。”国信弘盛总经理龙涌称。

北京某券商直投负责人称,券商直投通过基金管理,不但能够获得管理费以及自有资金收益,最重要是通过基金管理拓宽资源采集半径、寻找各个领域合作者,学习、收益两不误。”

价值链增值服务。

券商直投能够成为多个产业的投资整合平台,这也是区别于其他PE的最显著优势。市场上其他PE覆盖多产业时,面临资源寻找和汇集,而券商掌握庞大的上市公司、拟上市公司等资源,又拥有金融机构本身的属性优势,是优于其他PE之处。

与市场化PE机构相比,决策机制一直是制约券商直投的短板。此前大部分券商直投决策机制是集体决策,通常2/3以上通过决策即形成。但这种机制最大的问题是既无约束也无激励。项目一旦出问题,找不到直接责任人;项目成功后,决策人并未得到太多奖励。

跟投和合伙制机制能够较好地解决约束机制问题。决策人如若投赞成票,则需强制跟投,也就是说“举手即掏钱”。但仅有约束是不够的,因此

券商直投业务应回归投资本源

证券时报记者 游芸芸

私募股权投资(PE)市场正经历大浪淘沙,券商直投正站在市场化的十字路口。

“保荐+直投”模式屡屡被人诟病,券商直投似乎成为投行的寄生虫,专业性受到市场质疑。经过几年发展,券商直投正从踉跄学步到坚定行走。

募资是所有PE的难题。券商直投仅靠自身难以突破资金瓶颈,寻找投资人是历练的首个关卡。任何一只PE都希望一期基金募资完后,二期基金投资人结构不要有太大变化。因此,很多机构将目光锁定于大机构,如母基金、保险公司。

其次是能够找到战略配合的产业投资人,尤其是上市公司及关联方。这些机构通常在产业方面拥有明显优势,

券商直投希望与其形成不单只是投资和被投资关系,而是战略合作关系。很多上市公司或产业龙头对行业理解非常深入,券商直投借助其优势能够完善其投资链条和投资深度与广度。

一手握钱、一手握资源,是大型券商直投目前的主攻方向,尤其在新股发行暂停的当下,放眼更远未来,在行业并购、项目合作等方面,券商均可以提升专业互补能力。

与此同时,券商直投还拥有品牌、全价值链咨询和行业数据库等多项优势。如能给客户带来品牌提升和资本溢价;为客户优化资本结构,调整激励制度、提升公司治理等提供专业建议;券商拥有已投资企业、投行保荐企业等大量一手数据的研究与分析,据此可为被投企业提供有针对性的行业研究服务;还能在企业上市与并购过程中为企业提供完整的全