

VC/PE募资一季度同比降七成 找钱难困局如何破？

证券时报记者 张国锋

创投圈内流传着一个真实的故事：一家成立近五年的风险投资机构，今年春节回来后，除了前台，人人身上都背上募资考核指标，可以说是全员募资。

都说创投行业在大发展之后，即将迎来洗牌期，最终业内一定会出现“一九现象”，即 10%的人挣了行业内 90%的钱。当下，这个头部效应的威力正在逐步显现，首当其冲的就是募资端。

募资呈现两极分化

自从“双创”浪潮来袭后，加上政府引导基金的大举入场，中国的风险投资/私募股权投资(VC/PE)行业在近年发展迅猛。根据中国证券投资基金业协会最新数据显示，截至今年 3 月底，协会已登记私募股权、创业投资基金管理人 13905 家，私募股权和创业投资基金合计 28929 只，基金规模合计 7.35 万亿元。

不过，跟所有行业一样，快速发展过后，行业洗牌也在逐步到来，而最先表现出来的，便是募资端。

根据投中信息研究院提供的数据显示，2018 年一季度，中国 VC/PE 机构完成募集的基金共 103 只，同比下降 54.82%；完成规模 110.3 亿美元，同比下降 74.85%。

投中信息研究院助理分析师佟畅表示，从数据来看，今年一季度 VC/PE 基金在完成募集基金规模上达到了近一年来的最低值。尽管近两年政府积极发展引导基金，由政府引导基金作为 LP 的子基金在近几年纷纷成立，并且进入投资周期，但未来一定阶段内，VC/PE 基金募集依旧面临挑战。

现在募资比投资难，尤其是中小机构募资更难。这种现状在短中期内难以改变。”前海股权投资基金（有限合伙）首席执行官合伙人、前海方舟董事长靳海涛日前在一场创投论坛上公开发声。

歌斐资产创始管理合伙人殷哲在接受证券时报·创业资本汇（ID：chuangyzbh）记者采访时表示，现在中国有上万个机构投资者（GP），不可能每一家都能拿到钱，更何况是有限合伙人（LP）口袋中的聪明钱。但是可以看到的是，尽管总体行业处于募资难，不过头部 GP 的募资反而越来越容易，募资难的问题主要体现在新成立的 GP 当中。

头部效应显然正在 VC/PE 行业里渐渐发威。架桥资本副总裁、董事会秘书彭一郎负责架桥资本的募资工作，在实践中他发现，从去年下半年至今，募资难确实是目前投资行业内普遍反馈的一个问题。但他也发现，募资难有两极分化的现象。

近几年投资机构数量越来越多，把钱投入这个领域的 LP 也越来越多，但资金量充沛的时候，LP 会感到不知道投给谁。在这种情况下，最优选择无疑是头部 GP，也就是有历史、有品牌的基金。”彭一郎说，从近两年的情况来看，这个现象特别明显，一些大牌 GP 比如红杉、IDG 等募资肯定不难，处于挑选资金的状态。但是很多中小型的 GP，尤其是新成立、缺乏运营历史和品牌效应的 GP，募资变得比以往更加难。

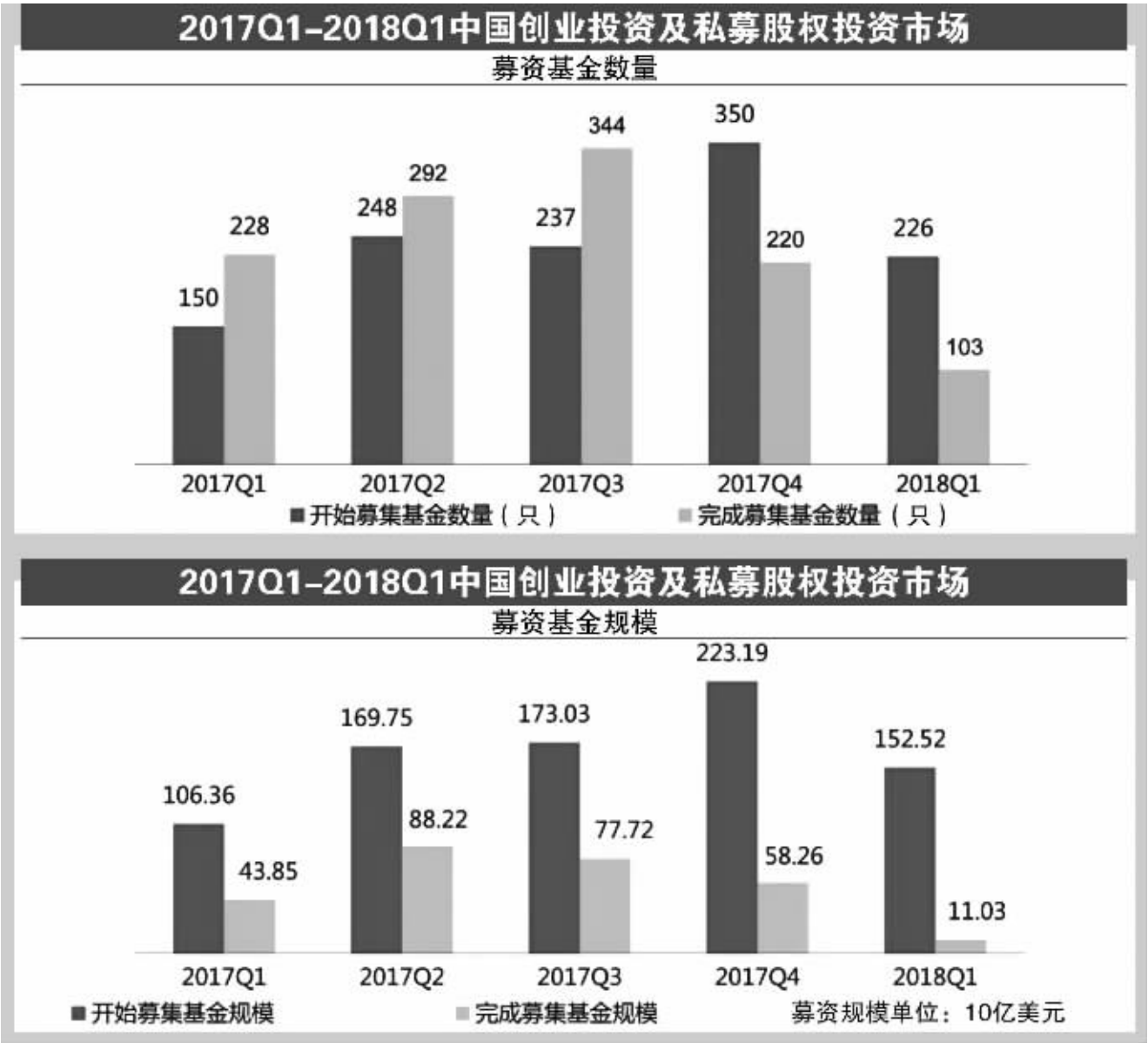
募资难原因是什么？

在澳银资本董事长、创始合伙人熊钢看来，募资难背后有两个原因，第一个是结构性、机制的原因，第二个是伦理的原因。

熊钢指出，从结构性来看，目前的 GP 和 LP 其实是一种杠杆关系，此前这种杠杆关系动辄达到 20 倍左右，让 LP 挣钱变得很难，没有解决投资者和被投资者之间的风险共担问题。从伦理来看，投资并不是一笔买卖，而是信托关系，如果 GP 自己不出资也很难说服 LP 给你出资。

熊钢认为，VC/PE 行业本身应该是一个小产业，如果过度扩大，就会导致行业走向两个极端：第一是 GP 规模越来越大，变得越来越像银行，而且会越来越倾向于二级市场，最终只能保证基本收益；第二批小型的、没有能力的 GP 全部死掉。

事实上，风险投资的参与者一定是长线甚至是超长线的，是具备高容错、能够权衡不确定性的认知的人，而且追求的是比较高的回报。如果 LP 出资给你，结果投了这么长的期限、流动性也被锁定的情况下，你的收益可能只比银行高



数据来源:投中信息研究院 官兵/制图

“现在募资比投资难，尤其是中小机构募资更难，这种现状在短中期内难以改变。”前海股权投资基金（有限合伙）首席执行官合伙人、前海方舟董事长靳海涛日前在一场创投论坛上公开发声。

在澳银资本董事长、创始合伙人熊钢看来，募资难背后有两个原因，第一个是结构性、机制的原因，第二个是伦理的原因。

一点，那 LP 出资给你的价值在哪里？”熊钢说，从这点来看，募资难是个必然现象，不仅现在难，将来也会更难。

在业内人士看来，CDR 制度下优质海外上市中概股的回归，以及未上市独角兽企业的 IPO，这些预期将分流掉部分市场资金，也对 VC/PE 行业的募资产生影响。

在熊钢看来，目前国内已经出现了一二三级市场价格倒挂，也是让不少 LP 对一级市场望而却步的重要原因。在他看来，现在一级市场动辄估值几十亿，已经高于不少上市公司的市值。事实上，一级市场和二级市场之间最大的差异就是信息披露，上市公司的可透明度、商业信息越高，软价值也会越高。而一级市场是不公开透明的，不少独角兽企业你可能连它的资本结构都不清楚，但是估值却高得吓人。这是中国市场的错配，当中其实有很多机会，很多 LP 宁愿在二级市场亏得明明白白，也不愿意在一级市场糊里糊涂输掉了。”

投中信息研究院院长国立波表示，募资难是个伪命题。对于一般 VC/PE 机构来说，募资没有不难的时候，募资难是常态化的。对于新机构来说更明显。数据显示，在国际上，只有 40%的 GP 能够募集到第二期基金，而在中国，这个比例或更低。

国立波认为，过去两年，募资市场行情高涨；而在今年初，募资市场开始降温，这是之前高位震荡后的调整。而金融去杠杆比如限制银行资金进入，大批结构化基金面临整改，保险资金本身并不活跃，以及银保合并等机构调整，也给募资带来更大挑战。

资管新规将加剧募资难

生活已经如此艰难，但对于很多中小型 VC/PE 机构来说，苦日子还没真的来到。

2017 年 11 月，一行三会、外汇局

联合出台了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（简称“资管新规”）。今年 3 月 28 日，中央全面深化改革委员会第一次会议通过《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，这意味着监管改革即将落地。

据了解，资管新规提升了合格投资者的认定标准，能够参与私募股权投资的个人 LP 门槛变高。同时，资管新规限定了多种类型资金的人场，比如银行理财资金等。这样一来，有些以银行通道为主的市场化母基金募资受限，VC/PE 机构便很难从这类母基金获得资金。

一旦资管新规落地，从面上来看，熊钢认为，一定会加剧募资难的现象。但是他强调，这次新规的推出，对于少数优质 GP 来说是个利好，而且对于整个创投圈的生态环境也是利好。他认为，资管新规推出后，可以杀掉一批高杠杆、自己不出资、并且以独角兽等个别成功案例忽悠人的 VC/PE。

殷哲也指出，资管新规的出台非常有意。他表示，国内的金融行业发展至今，潜伏的很多问题正在逐渐暴露，包括资金错配、高杠杆等。在他看来，资管新规的核心就是去杠杆、控风险、回归资本的本源。在这个前提下，有些利用到银行资金的 VC/PE 基金，可能会受到政府的限制和影响，需要对自己的持续投资行为进行调整。但是总的来说，殷哲认为，长痛不如短痛，看到问题就要去纠正。而且有了这样一个新的政策指引，也可以让行业内的从业行为变得更长期、更可持续。

彭一郎也认为，资管新规的出台对整个金融行业有非常积极意义。它的出台，显示了国家要降杠杆的决心，要把在金融领域空转的资金驱赶到实体经济中去，这个方向对于整顿整个金融行业的效果是很明显的。

至于对 VC/PE 的影响，彭一郎认

为，资管新规实际上是间接产生影响，它整顿的并不是私募股权行业，而是整个金融系统降杠杆。不过它的出台必然会加剧募资难的现象，而且会加速行业的二八分流。最后能留下来的只有两类机构，一类是头部的、有很大品牌规模的机构，另一类是在某些细分领域有特色的、专业的机构。”

从投资入手破除募资难

政策与市场的双重压力下，VC/PE 行业的大洗牌是否已经到来？

彭一郎认为，由于 VC/PE 基金的投资周期都比较长，有很多基金现在正处于投资期内，短期内不会看到有大洗牌的现象，但未来三五年会逐渐显现。

他指出，与过去相比，实际上现在的募资渠道更宽。以前，大部分国内的 VC/PE 机构募资都是针对上市公司董事长、高净值人群等，但近些年出现了很多政府引导基金，还有很多财富机构可以选择。不过后者在他看来天然具有专业性，会有限选择头部梯队的机构。而谈到如何破除募资难的问题时，接受证券时报·创业资本汇记者采访的数名业内人士均表示，在募资端这个问题是无解的，只能从投资端入手。

殷哲表示，需要从两个维度去看。第一，假设全部资金都向头部倾斜，LP 也很难获得超额回报。第二，头部 GP 自己也在发生变化，这时候就需要市场去持续发掘明日之星。

在他看来，尽管募资变难，但这并不意味着新生代的机构就毫无机会。尽管综合能力与头部 GP 无法相提并论，但是这类机构的动能、机制和爆发力可能是他们的加分项。募集难是事物发展的正常现象，短期会有压力，但是从长期来说，是正常的。假设真的是 GP 做得好，也不会难到什么地步。”

彭一郎则表示，过往很多机构特别重募资，把资源更多投入到募资里面，投资反而没有跟上。但是机构的核心应该是投资，拿到好的资产给 LP 好的回报，对于把核心精力放到投资上的机构而言，募资不是难题，破除募资难的办法，还是在投资端。

靳海涛则认为，资管新规出台后，政府投资平台、保险基金、家族财富基金将成为创投资本的主力军。而要解决募资难的问题，大力支持母基金的设立，改善保险资金的考核办法以及鼓励家族财富管理人大是一条明路。

而从机构自身来说，靳海涛指出，要注意投资成本，不盲目追逐高价项目；减少套利性投资，增加成长性投资；投资阶段前移，以成长期项目为主，加大初创期项目的投资比例，并且更倾向于颠覆性创新型行业、产业优化型行业、消费升级型行业和环境友好型行业。

做好投后管理 创造企业价值才是王道

证券时报记者 张国锋

随着市场竞争越发激烈，越来越多的企业家意识到，一个企业的成长归根结底来自于业务的增长，而非简单地加杠杆和获得 IPO 估值倍数的增加。可以看到，一些有远见的风险投资、私募股权投资 (VC/PE) 机构越来越强调投后管理的工作。

在近日举行的第十二届中国投资年会·峰会上，诸多创投界专业投资人认为，无论采取哪种方法，投后管理应该专业化，而且将投后管理向前移，不光是投资尽调，移到发现项目，甚至是到 LP 融资，把投后管理最长的时间贯穿在投资当中，通过创造价值，获得退出项目较好的投资回报，最终为 LP 创造价值。

投后管理 三种模式对比

如何做好投后管理？业内莫衷一是。从实践来看，目前业内通常采用的有三种模式。第一种是成立专门的投后管理团队，第二种是投前、投后一体化，第三种是引入外部机构资源。

在业内人士看来，投后管理实际上是对投资效果的检验，它直接关系到后续退出的时间以及方式的决策问题。

从自身机构专注于集成电路和信息安全领域投资的特点出发，弘芯投资总经理江薇直言，他们主要采取的是投前、投后一体化的管理模式。在她看来，因为投资经理在开始研究投资项目时，实际上对这一细分领域有深入理解，跟被投企业和创始人、以及各个机构的负责人都有比较深入的沟通。

除此之外，弘芯投资专门成立了风控团队。江薇认为，投资经理既要管投前、又要管投后，精力会分散。在这种情况下，风控团队会在被投企业的投后管理过程中，给予投资经理支撑和辅助，让整个投后管理工作尽量做到专业化、及时帮被投企业解决问题。

泽泽资本创始合伙人毛伟雄则分享了他们在生物医药行业的投后管理做法。在他看来，尽管这两年生物医药的风口起来了，估值飞涨，但是实际上生物医药行业的风险也是非常大。有个“双十”定律，每一个药从研发到最后产品落地产生收益，是 10 年、10 亿美元。虽然这两年国家除了政策，去年也加入了 ICH 组织，这个周期会大大缩短，但是相比其他行业还是比较长。”

在这么长的时间里，毛伟雄认为，作为一家基金和一个投资人，需要做的就是四个字：用心扶持”。与此同时，要为这些企业做好更多资源的对接。

昊翔资本董事总经理王轶强认为，投后管理从内容上看有几个方面。从风险管理和运营管理角度来看，专业化的部分比较合适。但是如果聚焦于企业的增值、价值管理的话，中小型的机构更适合投前、投后一体化的模式，或者在某些项目上再加一个外部机构一起合作。

他指出，这主要是考核激励机制的问题，投后的激励机制的考核相对比较难，因为投后的工

作很难鉴定是投前投得好，还是市场其他原因导致退出比较好。也有可能是投后做得一般，结果因为其他原因项目发展很好。作为市场化的机构，如果考核激励不太明确，投后管理会形同虚设。滨海财富投资合伙人罗敏也认为，投前、投后一体化很有必要，因为每一个项目背后投资经理都倾注了很大的心血，他对这个行业和项目的了解程度要比别的团队更清楚，可以在跟企业沟通过程中获得很多的创造价值和同行业信息。与此同时，滨海财富投资也配置了专业的辅助团队，在上下游打造机会时也会邀请外部专家和中介机构协助。

投后管理 要看企业特点

鸥翎投资合伙人江天一则认为，作为行业基金，比较看重行业的增值服务，所以打法上采取的是前后贯通，尤其在投后注重加码。对于投后工作如何考核、激励的问题，鸥翎投资做了一个创新的尝试。我们在深圳有一个差不多接近 10 个人的投后团队，成员是从行业里找的其他公司 CEO 和二次创业的人，把他们派到所投资企业当顾问和高管。”

兴旺投资 CEO 熊明旺则强调做投后要帮忙不添乱。兴旺投资设立了一个好的激励机制，挣了钱有很高的奖励，同时对于项目亏损会进行处罚。如果项目出现了亏损，我们会根据本金比例罚这个团队投资金额的 10%~20%。这样会给投资团队非常大的压力，他会当成自己的事情去认真对待每一个投资的项目和投后的每一件事。”

此外，他指出，人都有惰性，在日常开发过程中都喜欢追新的项目。在这种情况下，兴旺投资在每周的例会上会把投后的项目放到最前面过一遍，在看新的机会之前会先回顾之前透过的每一个项目的进展，从而及时发现新的情况和问题。

复星锐正资本执行总经理刘思齐指出，公司的投后管理分三个层级，投资经理、基金内部的专业投后人员以及复星集团的投后人员。他强调，投后管理要看企业的特点，看企业目前所处的阶段，是刚成立、发展到一定阶段还是准备退出了。另外，他认为最重要的一点还需要看企业的创始人。CEO 是一个怎样的人。有的 CEO 主动性比较强，最好的方式就是只给他面上的指导，在关键点上给一些提醒，主要的方向还是他主导。还有一些创始人可能技术能力很强，但是商务能力欠缺，这时候投资经理就应该深入介入到企业管理当中去，包括帮助 CEO 找合适的合伙人。”

江天一指出，虽然说是投后管理，但是每一个项目都有一半活在投前干了。而在他们投资这个项目之前，基本上已经把后面的事情想清楚了。他指出，投后管理不单单是公司缺一个 CFO 就帮他找一个 CFO 这么简单，往往更在于投前就把公司的短板看清楚，同时对它的经营性策略进行调整，在投前沟通时把调整的方向定下来，然后做的时候通过投后管理，真正把策略性管理落实下去。

证券时报主管主办
聚焦创业投资类新闻
打造创客、投资者、网友互动交流平台

关注请扫上方二维码