



编者按: IPO迟迟未能开闸, 宏观经济依然疲弱, 在这样的背景下, 处于资本市场上游的创投行业遭遇寒冬。面对募、投、管、退的全流程困难, 创投机构生存状况如何? 将如何越冬? 在A股之外, 创投能否找到新的投资蓝海? 带着这些问题, 证券时报记者走访创投机构, 听各位创投大佬谈市场、谈机构, 谈反思, 也谈机会。

张伟: 没有了“兔子”, 怎么办? 那就要养“兔子”, 养大养肥了再去收获。

廖梓君: 我非常看好新三板未来的市场容量, 这正是我们的机会。

彭春霞/制图

江苏省创业投资协会会长张伟:

私募“大资管”并购与定增皆可为

证券时报记者 王安平 胡学文

在“大资管”时代, 创投机构有何规划? 作为国内创投大省, 江苏机构数量、资质、管理资本规模, 大力倡导的行业自律等, 在业界均极具代表性。证券时报记者日前前往江苏, 就上述话题专访了江苏省创业投资协会会长、江苏高科技投资集团总裁张伟。

打兔子和养兔子

对于当前的创投行业大环境, 张伟深有感触: 去年江苏高投投了近40个项目, 和以前相比, 投资节奏放缓趋势明显。至于好项目难找的原因, 在他看来, 一方面缘于投资环境, 被投项目的状况在发生变化, 另一方面则是缘于投资基金数量的增多。

这就好像猎手去森林里打兔子。第一批进入森林的猎手, 由于兔子多, 只要进入森林, 基本上都能打到兔子, 这类情况在创业板开通前后1~2年内比较典型; 第二批猎手进入森林晚些, 但只要枪法好, 多少也能有收获; 而到第三批猎手时, 由于打猎者越来越多, 兔子的数量越来越少, 这个时候不仅仅要求枪法好, 还

要对兔子的生活习性、生存环境有所了解, 才有可能有机会打到兔子。”张伟认为, 当前的创投行业正处于最后一种态势, 创投机构要想有所收获显然不再那么容易, 降低预期收益率也应该成为必然。

在当前行业竞争日趋激烈的形势下, 一家机构如何在发展中先人一步? 张伟认为, 除了要对兔子习性、所在的环境深度了解外, 还要学会去养兔子。”

在遍地是“兔子”的时候, 创投机构多少都能抓到“兔子”, 所以机构之间看不出多大差别。不过, 一旦可打的“兔子”越来越少, 甚至没有了“兔子”, 怎么办? 那最好的办法就是参与到培育“兔子”的环节, 将“兔子”养大养肥了再去收获。

在“养兔子”方面, 江苏高投可谓颇有心得。张伟告诉记者, 深入理解周期的本质对创投很重要, 如产业周期、经济周期、产品周期和资本周期等。江苏高投非常注重抓住产业周期的机遇, 早在行业红火起来之前, 就对生物医药、新能源、文化产业等进行了提前布局, 组建专门的行业团队加强行业研究, 待到行业热起来时, 自身积累的条件也已成熟, 自然就获得了经济周期的红利。

“大资管”应与产业融合

无论是“打兔子”还是“养兔子”, 最终目的是为了猎获后脱手。那么, 在目前首次公开募股(IPO)停发、机构最主要退出通道阻塞的情况下, 创投机构好不好容易养好的“兔子”如何脱手又成了棘手问题。

张伟认为, 即便未来IPO开闸, 创投机构所投资项目通过IPO退出获利也会面临着变化, 那就是预期退出收益率的下降不可避免。因此, 过去那种全盘寄望于IPO退出的思路必须有所改变。

在他看来, 私募机构通过与公开资本市场相结合, 从而为投资项目退出创造机会不失为一条好路子。而这也与监管部门目前大力提倡的“大资管”概念不谋而合。

不过, 张伟认为, 这里所谓的“大资管”不能简单地混淆为私募股权投资机构直接去参与二级市场等, 而仍然立足于私募擅长的产业投资经验和研究能力, 沿着产业链寻找投资机会。张伟认为, 产业为本, 金融为器, 金融不能游离于产业之外, 创投应当为产业与金融的对接充当桥梁和纽带。”创业投资区别于其他资金的本质

是携带了人力资本, 合格的机构必须能够依托专业能力为企业发展的各个阶段提供针对性、贴近式增值服务。反之, 创投如果不根植于产业发展之中, 那么将彻底失去生存的土壤。

并购也是一个典型的退出方式。据张伟介绍, 去年江苏高投有6例并购退出, 有个别项目的并购退出收益并不亚于IPO退出收益。更难得的是, 他们还了解到, 已经退出的被投资项目在经过3个月的“蜜月磨合期”后, 与并购方形成了良性的聚合效应, 真正实现了并购“1+1>2”的效应。

此外, 定增业务也为江苏高投所重点关注, 张伟认为, 这也是私募“大资管”的未来发展方向之一。据他透露, 未来江苏高投不会直接从事二级市场投资, 因为这与创投应该与产业紧密结合的主旨不符, 不过对参与上市公司定增充满兴趣, 但方向依然是沿着集团重点跟踪并布局的行业、产业链去做。

有研究机构调查数据显示, 面对“大资管”时代的来临, 66.7%的机构表示, 将继续精耕细作, 做专业创投机构; 另外33.3%的机构表示, 将逐渐过渡为资产管理机构, 开展多元化产品业务, 增强抗风险性。对于未来一年的规划, 26.6%的机构计划投资定向增发; 有67.1%的机构并不打算投资二级市场。

激励不足人才难留 国资创投成黄埔军校

国有创投激励机制不足的负面影响, 随着近年来创投行业的蓬勃发展而日益凸显。但无论是深创投模式, 还是达晨模式, 最终还是取决于政府主管部门态度。

证券时报记者 胡学文

国内具有标杆性地位的私募股权投资(PE)机构总裁李万寿的去职, 在创投界瞬间炸开了锅。关于这位颇具盛名的创投大佬为何突然去职的传闻众说纷纭, 不管其背后有着怎样的内情, 最终都撇不开深创投内部争论已久的激励机制问题。

事实上, 国有创投激励机制问题并不孤例, 类似李万寿这样的国有创投高管离职也并非新鲜事。在他之前, 深创投的历史上已经前后经历了阎治东、陈玮两位高层的去职。去年达晨创投高管晏小平跳槽鼎晖也是一例, 据说晏的待遇在大鼎晖后直升5倍。华东地区一家大型国有创投机构高层也向证券时报记者坦承, 由于激励机制不足, 公司业务骨干人员流动颇大, 言语中颇为无奈。

大多无缘分享利润

据德勤管理咨询公司合伙人吴胜涛介绍, PE机构激励方式主要有三种: 公司层面股权激励, 基金/项目收益分成(即carry), 项目跟投机制。

一般来说, 市场化的PE机构激励机制目前基本接轨国际通行做法: 1.5%~2%的固定年费和20%的净利润分成。固定年费按年收取, 用来支付基金日常运作、基本工资等费用支出; 20%的净利润分成则更受关注; 不少PE人士前期投资收益主要靠这一块兑现。据证券时报记者了解, 关于20%净利润的具体分成比例、兑现时限、兑现方式等, 大多另有具体约定, 并且附有一定条件。

而对于国资PE来说, 激励方式则很难通过利润分成体现, 股权激励就更不太可能了。尽管深创投高管没有股份, 但就深创投目前采取的项目跟投、净利润分成而言, 有国有创投人士评价称, 在国有PE公司中已经很不错了。”

深创投多少还有每年8%的净利润可以分成, 我们是一个点都没有。”华东地区一家大型国有机构高层人士言语中对深创投现有的激励制度很是艳羡。眼下, 创投的日子都不好过。

据前述人士介绍, 去年除工资待遇外, 额外的一分钱都没有, 甚至连一线投资经理都不如, 他们还有跟投收益。中部地区另一家国有PE机构的人士也告诉记者, 收入只有基本工资和绩效奖金以及跟投收益, 根本无法分享利润。

业内“取经”达晨模式

同样拥有国资背景的达晨创投, 目前所采用的做法较为国内同行所认同。2006年, 达晨选择主动转型, 创立了创投管理公司, 以达晨管理团队为主, 吸收一些战略伙伴参与, 管理公司的激励和决策机制参照国际惯例执行。

据了解, 达晨的激励机制, 除了允许跟投和项目净利奖励外, 管理公司和投资团队有一定的股份, 核心团队有了明确的长远预期, 在整个利益安排上, 股东、团队都比较满意。达晨的这一做法曾引来不少国有机构“取经”。

达晨的高管团队一直比较稳定, 除了董事长和总裁的聚合作用外, 与较早采用了比较市场化的激励机制不无关系。”一位曾到达晨取经的业内人士如此评价。

不过, 达晨的经验未必能被其他国有创投完全复制。我们想朝这

个方向走, 但目前来看难度不小。”上述“取经”人士透露。

而且, 即便是达晨模式, 也依然难以留住人才。去年达晨创投晏小平离职投奔鼎晖的事件, 让业内震动不小。毕竟, 薪水直接从100万跳到500万, 这样的薪资待遇即便在达晨也显然难以一步到位。

彼时, 达晨创投董事长刘昱在和记者交流时曾透露, “下一步会考虑更多市场化的激励机制。”达晨创投的一位员工也坦陈, 目前拿到的薪资待遇在业内只属中上水平, 不乏有其他机构伸出让人心动的“橄榄枝”。

国资创投成“黄埔军校”

前述华东地区某国有创投内部人士则笑言, 我们留住的高管骨干更多是靠远大理想和自觉。”据介绍, 该公司的投资经理年薪大概在10万~15万元, 高级投资经理大概在20万元, 而公司高管待遇与市场化机构差距很大, 与传闻中深创投董事长靳海涛的年薪80万也差距不小。“一线投资经理还有业绩提成, 公司高管却没有。整体算下来, 投资经理收入高过高管都十分正常。”上述人士说。

但即便如此, 该公司去年还是走了好几个部门经理级别的骨干人员。我们简直成了业内的黄埔军校, 投资经理级别的业务骨干到了小机构基本上都是老总。”

前述中部地区国有PE机构的人士也表示, 尽管人员流失现象暂未出现, 但他直言, 这主要是因为公司地处内陆城市, 如果公司总部在深圳, 估计也会有很多人难以抵御诱惑。”

深圳创业投资同业公会秘书长王守仁此前曾表示, 面对激烈的市场竞争, 国有创投的激励机制不足是短板, 人才是创投机构的资源, 但人才流动是市场主导的。国有创投往往成为投资经理的培训学校。”王守仁说。

激励应因地制宜

国有PE激励机制不足的负面影响, 随着近年来创投行业的蓬勃发展而日益凸显。这让身在体制内的PE人士多少有些坐不住。

近年来, 国资PE在激励机制上积极寻求突围, 即便是在激励机制上已经有所突破的深创投、达晨等也依然没有停止寻求更大的突破可能性。但无论是深创投模式, 还是达晨模式, 最终还是取决于主管政府部门的的态度。国企改革, 尤其是在央企限薪的背景下要想有所突破实在不易。”前述中部地区国有PE人士说。

而另一方面, 市场化创投机构虽有高薪诱惑, 但也存在无法兑现的风险。同时, 国资PE往往拥有募资、项目资源等优势, 一旦去到小型机构, 这些优势就不存在了。

有业内人士就李万寿去职事件提出的观点颇值得玩味: 以往PE日子过得舒服, 内忧外患不显山水, 市场震荡必导致各种负能量在内部释放, 类似的风波”显然不仅只在深创投这样的大型PE机构身上发生。

国资PE和民营PE, 就好比安穩的大轮船和灵活的小舢板, 就看自己看重什么了。”前述人士如是说。所以, 是觊觎国企的背景和资源, 还是惦记民营的活力和机制优势, 对于身处其中的人们来说, 这一直是个问题!

从深创投离职、如今单干的阎治东认为, 解决国有PE激励机制问题应该因地制宜。他反对套用所谓行规或者海外成熟经验, 硬性将PE收益分成比例定在20%或是8%。利润分成比例应当由投资人与管理人协商产生, 尽量做到双赢。毕竟PE是一个长期的事业, 只有双赢的事情才能获得长远发展。”阎治东说。

君盛投资创始合伙人廖梓君:

新三板将成创投新蓝海

证券时报记者 彭潇潇

首次公开募股(IPO)闸门至今仍未开启。对于许多创投机构来说, 今年的日子是不是比往年更难过些? 在IPO财务大抽查的阴影下, 创投机构的收益会受到怎样的影响? 在行业大洗牌时期, 创投机构系统性的投资机会在哪里?

对于这些问题, 日前, 接受证券时报记者采访的君盛投资创始合伙人、董事长廖梓君给出了她的看法。

并购只是个案 可遇不可求

证券时报记者: 您怎么看待IPO财务大抽查对创投行业的影响?

廖梓君: 这得一分而为二来看。这种搞运动的方式打断了企业的正常发展节奏, 在经济低迷期加剧了企业的阵痛, 但从创投机构的角度来说, 如果仅仅因为某一只基金进度受阻或者某个短期的政策行为就完

全干扰了正常经营, 就因此遭遇过不去的坎, 那就不对了。那说明机构缺乏长远的发展眼光, 对风险的把控能力还不够。如果一个基金组合中40%~50%的项目都出现了意外情况, 说明这个基金组合是有问题的。我们坚持投资组合中成功率要能达到80%。

证券时报记者: 君盛手中也掌握着很多前期项目, 在当前情况下基金收益是否会受到影响?

廖梓君: 君盛目前有6家企业在排队过会, 好在还没有遇到被刷下来的情况。按计划这些企业应该是去年就上市的, 现在IPO停掉, 肯定会受影响, 但因为投资之初已经做了保守预测, 对收益的变动已有合理预期, 所以这种影响不会是本性的。相信我们投资的企业不会仅仅因为晚上市1年或者2年就发生业绩的逆向变化, 相信它们能够穿越经济周期的波动, 甚至抵御证监会这种短期政策因素的影响; 对我们的基金来说, 账面值的波动周期可能会延

长, 比如原来预期1年就能达到的收益率, 要延长到2年后才能实现。

证券时报记者: 对于目前还在排队等待上市的项目, 君盛有怎样的考虑? 是否有并购退出方面的规划?

廖梓君: 现在这6家企业都还在按部就班地走程序, 暂时没有考虑并购。毕竟, 并购在中国市场上还是可遇而不可求的, 基本上都是个案。

另外, 我们投资的一些企业也准备在今年进入资本市场, 现在紧盯看着新三板的一些实施细则, 一旦出来, 会考虑是不是先走新三板; 同时也在考虑引入更大的机构投资者, 而不是像原来那样完全按照上市预期来安排企业的节奏。

证券时报记者: 和过去相比, 君盛的发展策略是否会有一些调整?

廖梓君: 没有太大的变化。我们始终坚持做理性投资者, 绝不拿投资者的钱去冒不该冒的风险, 强调风险和收益要相匹配; 同时, 对于公司的选择, 始终坚持既有的纪律和标准。从去年开始, 君盛内部要求以未来12~15倍市盈率作为退出的预测基准点, 按照这样的基准, 创业板估值即便在现有基础上腰斩, 我们的投资仍然能够获得较好回报。

四五年后

新三板市值将达上万亿

证券时报记者: 您如何看待今后一段时期内创投和资本市场之间的关系? 您似乎非常看好新三板的机会。

廖梓君: 对中国资本市场来说, 新三板开板的意义仅次于股权分置改革。新三板是多层次资本市场发展的一个重要举措。目前国内不管是创业板还是中小板, 都还是标准化的市场。而在国外, 比如在美国, 60%~70%都是非标准化的市场。新三板作为非标准化市场, 摆脱了行政约束的枷锁, 通过市场化途径可以实现资源最优配置。我非常看好新三板未来的市场容量, 相信4~5年后, 新三板上市企业可以达到4000~5000家, 市值轻轻松松就能达到上万亿元, 这不正是我们私募股权基金的机会吗?

另一方面, 目前A股市场除了银行股, 整体估值还是偏高, 从某个意义上来说, 大的系统性机会是没有了, 而新三板现在才200来家, 现在因为市场容量太小, 估值会比较低, 但等到这个容量到了2000~3000家, 平均估值会降到10倍以下, 届时不管是退出套现, 还是入场投资, 不是都有很大的机会吗?



寻找创投新蓝海 系列之一