

# 千亿险资跨界玩PE 三路线试水深浅

□本报记者 徐文擎 李超



CFP图片 制图/尹建

## 险资与专业私募机构合作更能扬长避短

□本报记者 徐文擎

继券商直投涉足股权投资引起PE界震动后,一个更大量级的机构投资者已经来了。对于险资的到来,PE界人士欢欣鼓舞,期待彼此之间的合作。在专业人士看来,相比起险资直投的方式,险资与私募股权基金的分工合作似乎更能扬长避短,迸发出火花。

### 分工合作扬长避短

天风证券直投子公司天风天睿投资有限公司认为,一般而言,保险资金具有长期、稳定的独特优势,这一特性有利于险资发挥长期投资的优势,而私募股权基金的期限较长,对保险资金优化资产配置、强化资产负债匹配管理都将起到不小的作用。

另一方面,前期发布的《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》对险资参与PE机构的投资做出了明确的规定与要求,这实际上也限制了险资可投资的标的。因此,他们建议险资可以多考虑与专业私募股权基金管理人的合作。

天风天睿以现存的保险系PE基金为例,合资源主要为新三板投资基金,首期募集资金规模为5.51亿元,目前已投资完毕;阳光资产管理公司旗下阳光融汇医疗健康产业成长基金为专注医疗健康领域的并购基金,首期募资10亿元,也已投资完毕。从上述已运作的两家保险系私募股权投资基金来看,虽然走出各自的市场化道路,但投向相对简单。与传统GP相比,险资系PE基金在专业能力、综合性服务水平及资源竞争上可能存在一定的差距。

一方面,PE投资是一种专业性很强的活动,需要专业的眼光和服务。成熟的GP往往在某些方面具有独到的眼光或能力,或者是积累了深厚的经验。随着市场尤其是项目方的成熟,PE“以钱制胜”的模式已悄然发生改变,“钱”之外的价值则显得越来越重要。

目前,我国保险机构的PE投研能力需要进一步加强,无论是在薪酬体系、人员团队、相关经验以及风险控制等方面,还不如专业的GP。因此,对于保险公司而言,要作为GP成功的管理好PE基金,首先要解决的问题就是如何加快人才队伍的培育和储备,有效提升自身的投资管理和增值服务。

另一方面,基于关系资源的GP则利用自己在业界千丝万缕的关系,利用没有完全市场化的资源或能力,展开项目抢夺,并进一步深化和业界的关系,使得竞争对手的进入壁垒越来越高。

目前,传统的PE投资领域已经逐渐形成一批团队较稳定、拥有较优秀历史业绩的机构,它们在专业投资能力、行业经验和资源的积淀以及投资后的增值服务和项目管理方面已具备了自身独特的差异化竞争优势。私募股权投资商业模式的核心是基金管理人,GP发起设立基金,在基金设立后,负有寻找项目、项目谈判与交易构造、监控被投资企业并实现投资退出等多种职责,同时还需对外代表基金执行合伙事务,并对有限合伙基金的债务承担无限连带责任,任何一个细节考虑不慎都有可能直接影响基金运营的成败。

### 险资进场具有带动作用

天风天睿表示,实际上此前保监会已经通过一系列通知、办法等单独文件的方式允许和规范保险公司投资私募股权基金,保险资金可以投资PE/VC/FOF,成为LP。此次征求意见稿只是从更高层级法规的角度对已有文件进行的整合,这使保险基金投资VC/PE的操作得到更高层法规管理,从而增强了合规性和效力。作为PE机构的GP而言,保险资金的时间期限与PE投资的时间期限比较一致,都注重长期的价值投资,而且险资的额度也比较大,从这个角度而言,业内私募基金管理人对与险资的合作都报有相当的期待,并积极争取。

明石投资管理有限公司董事总经理张胜利也表达了类似的观点,并且进一步解释称,“保险公司每年必须保证一定的偿付能力,且保险资金的成本相对较低,一般不愿意承担高风险去博高收益,能在支持实体经济的前提下获得一些较低风险的可靠收益就比较满意了。所以这类资金能够进场并产生正面效应,会对其它类型的资金起到一个示范和带动的作用。”

明石投资管理有限公司董事总经理张

3月,保监会网站公布《关于修改保险资金运用管理暂行办法的决定(征求意见稿)》(简称《险资运用办法》),改动达29处。其中,对保险资产管理机构的明确界定,拟放开保险资金对创投基金等私募股权基金的投资,放开专业保险资产管理公司自行发起设立保险私募基金等,引起业内广泛关注。

36氪披露的数据显示,截至2015年底,保险资金投资私募股权基金的规模达1980多亿元。险资早已成为国内重要的机构LP,有70余只基金获得险资投资,包括弘毅、中信产业基金、红杉、九鼎、TPG、KKR等人民币和美元PE以及一些市场化VC、夹层基金。保险业2015年总资产达12.36万亿元,根据保监会规定,权益类资产不高于上季度末总资产30%的要求,理论上保险资金可用于股票和股权投资的规模超过3.7万亿元。

“险资运用再松绑,无疑对私募股权投资行业的长期健康发展有很大好处,并且险资涉足股权投资有其自身转型发展的内在需求。如果能分工明确,密切合作,会达到事半功倍的效果。”某大型PE执行总裁称。

### 需求推动“跨界”投资

事实上,这不是险资在私募股权投资领域的首次获得松绑。2010年9月、2014年12月、2015年9月,保监会分别通过《暂行办法》、《通知》等形式对险资涉足私募股权领域的范围逐步明确和扩大。此次《险资运用办法》的修订将上述内容均纳入办法,一并规定,更加规范。

最近的一次是去年9月10日,保监会发布《关于设立保险私募基金有关事项的通知》,结合保险资金期限长、规模大、负债稳定等特点,对设立保险私募基金进行具体规范。目前,保险资金发起设立的私募基金已有两家:其一为光大永明资产管理公司联合安华农业保险、长安责任保险、东吴人寿保险、昆仑健康保险、泰山财产保险等险企成立的合源资本;另一家为阳光保险集团单独发起的阳光融汇资本。而保险私募基金政策

开闸后,平安、华泰、泰康等大中型保险公司也纷纷寻求参与的可能。不仅如此,保险系资产管理公司也以直接投资股权项目或以LP(有限合伙人)身份参与其它基金的方式,成为保险体系内的类PE机构。

某保险资管人士评论称,监管部门在对保险资金运用的金融工具准入方面,体现了逐渐向实体经济靠近的趋势。从现状来看,目前保险机构在参与相对成熟的股权投资基金时,一般是多家保险机构作为有限合伙人,投资范围包括新三板市场相关企业股权、含未挂牌企业股权投资、挂牌企业的协议转让、定向增资和做市交易等。

一家PE基金高管表示,在保险资金运用的渠道方面,其配置的热点随着金融市场的形势不断变化,尤其是监管新政后非保险类的另类资产配置比例逐步提高,而私募股

权投资平均年化收益率在15%~30%左右,是保险资金的重要配置方向,在固定收益类资产收益率下行、股票市场持续低迷的背景下,股权类资产更成为保险机构获取超额收益的重要渠道。

不过他认为,保险业内设立私募股权基金刚刚起步。大型保险公司较早开展,中小保险则开始尝试少量投资。目前,具备股权投资资格较少,尤其是中小保险公司需要以合适的方式参与股权投资。从发展趋势上来看,保险资金股权投资的领域正在从传统的银行等战略性股权投资扩展到互联网等新兴行业。

研究数据显示,目前保险资金股权投资增速较快,但占保险业总资产比重和占PE行业总资产的比重都相对偏低,绝对数量仍然可观,未来进一步增长的空间巨大。

### 三路并进试水

保险这种大体量资金进入PE领域的路线图无疑备受关注。记者了解到,目前险资参与PE市场主要的三种方式包括保险资管直投、以LP身份参与基金和保险系PE基金直投。对于不同的主体,投资方向上所受的限制不同,但对资金安全和收益稳健的要求却高度一致。

北京某保险资管人士称,经保监会批准,他所属资管公司可投的八大重点行业包括银行、非银金融、现代商贸物流、农业、资源能源、养老、医疗、汽车。投资上述行业的公司股权,只需在保监会报备,一定时间内无负面反馈,便可进入到下一程序。但如果所投项目不在这八大行业,则需要向保监会报批。

“报备需要等待的时间较短,报批则比较麻烦,我们需要按照审批要求准备一系列的材料,等待审批的结果资金才能出去,其中等待时间就不好把握,如果是需要资金到位的项目肯定不适合来找我们投。而报批项目的多少要根据市场冷热的程度,如果市场比较火热,走报批的资金就会大一些,相反则少,总额上并无控制,但整体体量上仍然不及报备的多。”上述人士说。

他特别强调,由于保险资金涉足私募股权投资仍然是比较新的事情,所以他之前看到的走报批渠道且获得通过的项目,多是“明股实债”和地方债务平台的项目。

“所谓‘明股实债’即本质上符合债券

的性质,但采取股权的形式,通过一系列的保底条款或结构设计来达到保险资金对于收益的要求,而这种收益有多少,要根据每个案例具体来确定,没有行业具体的惯例。”他透露,尽管目前他们所投项目更多关注标的资产本身的质量,而不需要“具有国资背景”这些额外的条件,但所参投的项目都是偏向大中型。

第二种方式是以LP身份参与其它PE基金。“我预计PE基金管理人应该非常欢迎险资这个新的LP,因为他们现在的募资压力很大。但我们在选择GP(普通合伙人)时可以说是‘千里挑一’,对其整体资产规模、单只基金规模、退出项目、历史业绩都有要求,很不好投。”他解释称,基金管理人达到监管部门规定的要求是挑选底线。相关规定包括“注册资本不低于1亿元,已建立风险准备金制度”、“管理资产余额不低于30亿元,且历史业绩优秀,商业信誉良好”等十项原则,其中对管理团队专业性和从业经验的要求更是达到“超高配置”。

“这些都是由险资的属性决定的。”他说,在具体交易设计上,一些股权投资基金设计成投资期、退出期各占一半的模式,每年收取认缴金额的2%作为管理费,必要时可适当延期。在收益分配上,扣除管理费及其他公司运营费用后,若基金收益不足全体合伙人年实缴资本的8%,则普通合伙人或

基金管理人不享受业绩报酬,收益全部分配给参与该项目投资的全体合伙人。若基金收益超出全体合伙人年实缴金额的8%,在保证参与该项目投资的全体合伙人年预定收益率8%的基础上,整体投资收益的20%作为业绩分成给基金管理人。

对于第三种方式,即阳光融汇资本、合源资本这两家由险资直接成立的PE基金,上述人士称,保监会则直接给他们划定了一定的资金额度和投资范围,在所限范围内的投资会有比较大的自主权。“保监会批准成立的就只有这两家,试点的意义明确。试点需要探索精神,但也不能太激进,体量太大和太小的保险公司可能都达不到试点的要求。”

记者了解到,目前保险机构参与的股权投资基金已计划投资在线教育、污水处理、信息服务、医疗云平台、中高端在线旅游等多个项目。上述保险资管人士表示,一些社会资本参与度低、尚未形成资本竞争的行业有着明显的价值洼地,具备大量优质资源,非常适合保险资金参与。

分析人士认为,保险资金投资私募基金的发展方向将主要落脚于主动管理型基金和专项基金两个方面。前者将主要看好新兴市场,有投资潜力的行业以及代表未来消费模式和方向的行业;后者则可能主攻混改、并购等风险容易识别的项目以及和不动产、优先股、PPP相关的夹层基金。

### PE“列队欢迎”入场

不过,PE人士认为,相较于直投方式,险资做LP更能发挥其优势,并且对险资入场持极其欢迎的态度。

“险资涉足私募股权投资的优势在于资金体量大且是相对成熟的投资者,对市场有一定程度的认知。如果这种类型和体量的投资者能够进来,对支持创新创业事业、促进PE行业和新三板市场的长期发展都是一件好事。”天星资本主管合伙人、执行总裁黎志明说。

与普通的LP相比,除了体量大、对市场认知能力强等特点,保险资金的稳定性也更强。“这也意味着他们对GP的要求会更高,这和社保基金一定是由最优秀的公募基金来操盘类似。”不过他表示,保险系PE基金在团队的建设和锻炼上可能还需时日,险资借助PE机构参与市场则是事半功倍的一种方式。目前,天星资本也正在积极地推进与相关保险公司的合作。

明石投资管理有限公司董事总经理张

胜利也表达了对险资入场的欢迎态度。他称,由于保险资金的投资原则一直是以安全稳健为主,预计大部分保险公司还是会优先与有险资合作经验的GP展开合作,借助私募基金本身专业的投研能力和丰富的市场经验,支持实体经济的发展。“国际上的经验也是如此,例如美国一些实力强大的保险公司会自己发起设立投资基金,但大多数仍然是和一线的GP合作。”

他透露,明石投资先后与生命人寿、天安财险等保险公司合作过,基金既可以采取“单独GP”也可以用“双GP”模式,保险公司有一定的否决权,“这主要是为了满足部分保险公司对投资安全性上的要求,基金就是一切皆可谈,再用协议的形式固定下来。”

盛世投资总裁张洋认为,险资涉足PE行业会给市场带来一个大体量的配置型稳定资金提供方,同时也会显著地增强市场资金的周期,有利于中国私募股权市场的长期

性建设。

险资的主要优势在于资金体量和相应的品牌优势,但对于细分领域小项目和深入行业研究方面险资可能会存在不足,因此,谁能够在市场上给保险资金提供一个稳定收益的一揽子大批量资金解决方案,就有可能和他们达成协议和合作。

“险资由于资本周期长,对资金的安全和稳健要求较高,而低风险大容量和配置功能较强恰恰是母基金的固有特性,母基金是最好的承接大体量险资的平台,这也为盛世投资提供了和险资合作的机遇,我们会积极和保险资金进行合作,预计保险系的资产管理公司,会寻求大体量资金的解决方案,而盛世投资会争取给他们提供一揽子的交钥匙工程。”

他还提到,尽管参与时间不长,目前保险资金涉足私募股权的比例非常低,但是绝对金额已经显现,险资进入一级市场可以撬动更多的社会资本进入创新创业领域。

## 保险投资探索新渠道

□本报记者 李超

在股市波动、债市收益率下行的背景下,寻找优质资产成为保险机构着力解决的问题。一方面,保险资金投资渠道陆续扩围,潜在的投资空间相继拓展,为其获取更多收益提供了可能;另一方面,险资在新的投资领域仍处于起步阶段,面临一定挑战。分析人士表示,近期监管部门拟修订险资运用办法,将利好能够把握市场机遇的保险机构,保险资金资产配置策略组合将越发丰富,并逐步改善长端利率曲线。在私募基金业务操作和资产证券化投资方面,很多保险机构尚缺少相关经验,团队和实操技巧都需要经过一段打磨过程,对于探索新的投资渠道仍抱有谨慎乐观的态度。

### 配置策略组合将更丰富

近日,保监会就《关于修改保险资金运用管理暂行办法的决定(征求意见稿)》(简称“征求意见稿”)公开征求意见,拓宽保险资金投资范围成为行业关注的焦点。资产证券化产品、创业投资基金、私募基金成为新晋的投资品种被纳入险资关注范围。

在具体表述上,征求意见稿新增“保险资金可以投资资产证券化产品,具体办法由中国保监会制定”、“前款所称资产证券化产品,是指金融机构以可特定化的基础资产所产生的现金流为偿付支持,通过结构化等方式进行信用增级,在此基础上发行的金融产品”、“保险资金可以投资创业投资基金等私募基金”、“前款所称创业投资基金是指依法设立并由符合条件的基金管理机构管理,主要投资创业企业普通股或者依法可转换为普通股的优先股、可转换债券等权益的股权投资基金”、“保险资金可以投资设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构,专业保险资产管理机构可以设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金,具体办法由中国保监会制定”。

保险业内人士认为,实际上,相关表述的增加是自2012年起监管层推进保险资金运用市场化改革的结果。2014年保险业新“国十条”出台以来,保险资金运用活力得以进一步发掘,投资收益率连创新高,保险行业整体业绩也有明显发展。而此次征求意见稿意在再度松绑保险资金投资,将利好能够把握市场机遇的保险机构。

华宝证券分析师艾潇潇表示,保险资金资产配置策略组合将越发丰富,并逐步改善长端利率曲线;同时,保险资金委托机制将带领资本市场进入“掘金大资管”时代,保险资管产品有望迎来第二春。2016年,保险业将重点加强保险资产负债管理,防范期限错配带来的流动性风险,实现资产负债的动态匹配。

### 谨慎乐观探索新渠道

与此同时,保险机构对于新提出的投资渠道的探索,仍抱有谨慎乐观的态度。2015年初,保监会批准光大永明资产管理股份有限公司以合源资本投资管理有限公司为基金发起人和管理人,设立北京合源融微股权投资中心(有限合伙),不久后,又批准阳光资产管理股份有限公司以阳光融汇资本投资管理有限公司为基金发起人和管理人,设立阳光融汇医疗健康产业成长投资管理中心(有限合伙)。2015年9月,保监会发布《关于设立保险私募基金有关事项的通知》,从制度层面确立保险资金可以设立私募基金并进行相应规范和管理。

保险资管人士表示,前述征求意见稿相关的提法,说明保险资管公司可以通过设立私募基金扩大资金可用量,长远来看是利好消息,业内的实践也已经证实设立私募基金的可操作性。但就目前情况而言,很多保险机构尚缺少相关经验,团队和实操技巧都需要经过一段打磨过程。

华泰资产管理有限公司总经理兼首席执行官杨平表示,计划2016年在资产公司下成立一个股权投资管理公司专门做PE,以便于在市场上更灵活地募集资金。目前,新公司人员已经初步到位。2016年将正式启动股权投资,PE的发展空间值得看好。“一方面,配合大众创业的需要;另一方面,在高负债率的市场环境下,股权的融资需求比较大,二级市场指数的下跌,对一级市场以及新参与者意味着更多的机会。同时,也会考虑一级半市场上的并购和夹层基金。”

此外,在资产证券化产品投资方面,保险资金也在权衡。某保险资管公司负责人表示,从市场化角度来看,具体的投资标的的选择依然要以产品本身质量和风控措施作为首要考虑因素,特别是保险资金对银行信贷资产支持证券的投资仍有一定门槛,具体操作层面将会非常谨慎。国泰君安证券分析师认为,虽然目前证券化市场总量相对于债券市场来说还不大,并且资产支持种类也不多,但保监会允许险资投资资产支持证券化产品,还是将有助于证券化产品市场发展。资产支持证券化产品到期收益率对于险资有一定吸引力。目前10年期AAA级的资产支持证券化产品到期收益率可以高于4%,较同期评级的企业债更有吸引力。不过,相关产品的评级和信息披露还需进一步完善,以促进市场的发展。