

VC/PE基金“募资难”真相

□投中研究院 国立波

过去几个月,在去杠杆和资管新规大背景下,基金募资难的论调甚嚣尘上。对政策不确定性和流动性收紧的心理使得业界内外对募资难的声音格外敏感。

笔者认为,从国内外VC/PE基金募资规律和国内VC/PE行业的发展阶段来看,募资难并不能完全反映VC/PE行业的真实现状,甚至可能是个伪命题。

对于大多数市场化VC/PE机构来说,募资一直不是件容易的事情;而募资难易与单个VC/PE机构所处的发展阶段和业绩关系更为密切。

VC/PE行业是个高淘汰率的行业。从数据统计来看,能够募到第五期基金的VC/PE机构往往经历了九死一生。对于一家初创的VC/PE机构来说,募集第一只基金往往最难。

1985年黑石成立时,创始人彼得·彼得森曾当过美国商务部部长和雷曼兄弟老大,而史蒂夫·施瓦茨曼也是雷曼的著名银行家。这样一对明星组合募资在募第一只基金时也是困难重重,在募资过程中吃了不少闭门羹。

彼得森在《自传》中对那段经历印象深刻:“被我们视为最可能点头的19家客户,一个不拒绝我们。总共有488个潜在投资人拒绝我们。”

海外数据显示,募集完首期基金的VC/PE机构在后续募资时,市场淘汰仍然十分惊人。根据国外三位学者的研究,他们统计了海外2917家VC/PE机构的募资情况。这些机构仅有33.6%能够募集完成第二期基金,而仅有10%能够募到第四期基金,能够募到第五期基金的就更少。当然这里是“一期基金”的概念,而不是“一只基金”的概念。为了避免利益冲突,美元基金募集下一期基金一般需要3-4年间隔。

国内的许多PE基金机构往往和多个政府引导基金合作,同时募集多只基金。如果按照“一期基金”来计算,由于人民币基金存续期比美元基金短,就算按照2年间隔计算,国内人民币VC/PE机构能够募到第五期基金的应该也是凤毛麟角。

这轮所谓VC/PE基金“募资难”的背后根源之一:市场自我调整机制和优胜劣汰开始发威。人民币VC/PE基金爆发始于2014年、2015年。根据中国基金业协会数据,截至2017年底,国内共有各类VC/PE机构12953家,管理基金规模达到7.2万亿元。在12953家VC/PE机构中,仅管理一只VC/PE基金的机构占比高达49.5%,管理2-4只基金的占比23.7%,管理5-9只基金的占比6.1%,管理10只以上基金的占比仅为3.3%。而管理规模在10亿元以上的VC/PE机构仅占11.4%。

从数据来看,国内绝大多数的VC/PE基金还很年轻,管理规模较小,经验较少,超过50%的机构还没有完成一只人民币基金的经验积累。从2014年、2015年开始计算,经过2-3年的投资期之后,这些机构也开始纷纷募集他们的第二只基金。

从海外的数据经验来看,保守预测这些机构达到50-60%的市场淘汰率也不足为奇。在目前市场情况下,募资往往“冰火两重天”,分化和头部效应越发明显。能给LP带来好回报的机构成为竞相追逐的对象,基金超募不是问题;而无法为LP带来好业绩的基金管理人募资当然难上加难,雪上加霜。

资管新规并不是本轮所谓VC/PE基金“募资难”的根源,充其量只是导火索而已。资管新规确立私募专门法优先原则充分表明私募基金不是《资管新规》关注和规范的重点,只不过与私募基金发生交集的其他资管产品规范间接会对私募行业产生连锁反应。立法者对私募基金

特别对创业投资基金采取了相对宽容和宽松的态度,体现了VC/PE作为专业机构投资者的一员,其对实体经济、创新创业、新旧动能转换的作用总体上得到了认可。

与VC/PE基金发生交集的大多是银行资管产品。从一家大型商业银行数据来看,银行资管产品非标部分其实大多数投资的是债权投资,股权类投资只占不到20%。而股权类投资中,70%左右投资结构化的类股权基金,属于明股实债,而投资于市场化的VC/PE基金所占比重不大,不超过三成。

这轮所谓VC/PE基金“募资难”的另一大背后根源:中国的VC/PE经历过去十年的超高速增长面临巨大的瓶颈。

资金的阶段性过剩和阶段性错配严重影响行业的健康、可持续发展。如何有效解决发展中的烦恼,值得业界深思。从投中研究院统计的数据来看,今年一季度完成募集的VC/PE基金仍然以投资于Pre-IPO阶段的基金为主,数量上占比75%,而金额上占比82%。

这表明,虽然一二级市场倒挂的趋势越发明显,通过市场套利在现在的市场环境已不可持续,但通过一二级市场套利,仍然是VC/PE机构核心的投资逻辑和惯性思维。大量资金集中在Pre-IPO阶段,导致好项目稀缺,估值水涨船高,投资难引发的各种怪现象也层出不穷。做投资沦为不折不扣的苦差:一方面感到所谓“募资难”,另一方面又有大量的存量资金投不出去,投出去了一不小心又产生估值倒挂。

这一因徒困境显示VC/PE行业发展面临巨大瓶颈。不改变资金在Pre-IPO阶段的过剩和错配,引导更多资金配置到早期阶段或者产业重组阶段,中国的VC/PE行业就像一头负重生病的骆驼,已然无法向过去一样轻装前进。

新技术带来想象空间

汽车及大出行领域投资再度升温

□本报记者 刘宗根

日前,汽车及大出行领域再现巨额融资,春华资本、高瓴资本、晨兴资本等多家VC/PE机构现身。实际上,过去一年多来,相较其他行业,汽车及大出行领域虽然融资案例数量有所减少,但是单笔融资金额却不间断创下新高。

业内人士认为,新能源、无人驾驶等技术的应用为汽车及大出行领域带来了新的想象空间,随着车主消费习惯网络化、年龄结构年轻化、服务要求多样化程度的加深,汽车后市场满足消费升级需求的领域将迎来更多投资机会。

VC/PE机构再度加码

对于不少VC/PE机构而言,汽车及大出行领域的吸引力仍在。8月2日,小鹏汽车宣布完成签约总额40亿元的B+轮融资,春华资本、晨兴资本以及小鹏汽车董事长兼CEO何小鹏的联合领投。除了多家老股东外,高瓴资本、K11、钟鼎创投等投资方也首次现身。

“从全球来看,汽车行业的自动化、智能化和网络化占据了六成以上的投资,其中一半来自私募股权投资机构,另外一半则主要来自谷歌、百度等科技类公司。”上海某PE机构合伙人表示。

软银旗下愿景基金对此贡献巨大,有统计显示,软银对出行领域投资金额累计约合2000亿元,几乎囊括了出行、自动驾驶、汽车交易、地图、物流仓储等所有领域。

在国内,除了资本巨头外,传统车企同样倾注了不少精力。比如上汽集团成立上汽创投,围绕新能源汽车、智能网联、移动出行服务生态相关领域,孵化、投资产业链早期项目。

此外,还有滴滴出行、蔚来汽车等汽车及大出行领域新锐。不久前,有消息称,软银和滴滴成立合资公司,即将在日本为本地居民和游客提供出租车打车服务和智能交通解决方案。

智能化带来新想象空间

“过去车企只是把车造好以后卖给经销商基本就不管了,客户如何买车以及维修保养跟其关系不大。现在由于移动互联网的出现,利用互联网思维去承载车主和车企之间的互动,带来了新的巨大的想象空间。”国内某专注于汽车及大出行领域的PE机构管理合伙人表示。

艾瑞咨询日前发布的《2017年中国复购车用户研究报告》显示,2009年以来,我国新车销量保持井喷之势,连续多年位居世界第一。与此同时,汽车销量增长率却连年下降,主机厂等行业上游希望通过推新迭代、新能源、无人驾驶等技术的应用等方式,挖掘新兴市场消费及需求,保持汽车消费的稳定提升。

“信息化是汽车及大出行领域的核心痛点,可以简单概括为安全、快速和省钱。实际上,通勤效率的成果和投入相比仍然还有巨大差距。”北京某软件服务商副总裁认为,在汽车保有量上升为全世界第一的背景下,如何简单有效的让停车收费更加准确,将依旧是难题。

前述某专注于汽车及大出行领域的PE机构管理合伙人表示,自动驾驶尤其搭载人方面,哪怕不到无人驾驶,部分简单的功能听起来简单,实施起来却并不容易。“比如自动驾驶,如果在拥堵的情况下,如何能够自动跟车,解放驾驶员的时间?”

有分析认为,汽车制造商、科技公司,以及创业公司经常通报目前的状况。但没有数据支持很难验证各公司的说法,也无法判断到底谁的无人驾驶技术最先进。

业内人士认为,按照利润贡献度来看,目前中国整个汽车市场,前装市场利润贡献度接近70%,汽车后市场仅占30%,而且品牌分散。随着车主消费习惯网络化、年龄结构年轻化、服务要求多样化程度的加深,汽车后市场满足消费升级需求的领域将迎来更多投资机会。

优秀普通合伙人稀缺

有限合伙人角逐私募机构股权

□本报记者 高改芳

科勒资本最新发布的《全球私募股权晴雨表》(简称《晴雨表》)显示,有限合伙人通过专业基金持有普通合伙人管理公司的股权正成为私募股权行业的主流。六分之一的有限合伙人已经采用了这一投资策略,而该比例可能会增加到三分之一以上。

“就是说,投资人不仅把钱交给了普通合伙人管理,同时也参与所投资项目的生产管理。”某私募股权投资公司的相关人士向中国证券报记者解释。

《晴雨表》显示,87%的有限合伙人在其私募股权投资组合的整个生命周期内实现了超过11%的净年化回报率。可见,私募股权投资行业方兴未艾。

投资普通合伙人管理机构

通常情况下,有限合伙人为私募股权基金投资者,普通合伙人为私募股权基金经理人。

有限合伙人通过专业基金持有普通合伙人管理公司的股权正成为私募股权行业的主流。

国内某私募股权投资公司的相关人士分析,这一趋势的确值得关注。这说明投资者不再像理财产品那样,把钱交给普通合伙人之后就不闻不问了。他们越来越多地要求参与到所投资项目的管理中。

“我觉得现在很多有限合伙人都会有这个要求。但是每个项目的情况都不一样,内部的各种制衡也很复杂。”该人士称。

中国证券报记者在采访国内一家大型私募股权投资机构时了解到,假如项目投资规模为10亿元,那么有限合伙人会要求普通合伙人必须跟投100万元起。

《晴雨表》还显示,另一个在近期发展迅猛并成为主流的是由普通合伙人主导的二级市场。普通合伙人主导的交易在几年前才刚刚起步,如今交易量出现激增。《晴雨表》显示,此类

交易不太可能消失,有五分之四的有限合伙人认为普通合伙人主导的二级市场交易将成为私募股权领域的常规交易。

资产评估过高是所有投资者关心的问题,但这并不能抑制投资者对私募股权发现和创造价值之能力的信心,即使是在公开市场上。有86%的有限合伙人认为,根据具体情况,上市公司私有化交易对于私募股权仍然有意义。北美有限合伙人对此最为看好,98%的人支持适当情况下的上市公司私有化交易。

“怀疑公开市场积极管理的人应该看看私募市场。”科勒资本首席投资官杰里米·科勒(Jeremy Collier)表示,“私募股权的管理超乎寻常地积极。投资者认为,这种管理迄今为止运行良好,并且还将持续。有三分之二的有限合伙人表示私募股权的创新精神仍然活跃。”

五分之一的有限合伙人计划增加对另类资产的目标配置,三分之一的有限合伙人计划配置更多的私募股权。打算增加基础设施投资配置的有限合伙人比例为五成,而对于私人信贷资产,这一比例为五分之二。

近70%的有限合伙人打算维持当前的新增私募股权投资速度,他们认为这是一个长期资产类别,应根据整个市场的周期投入资本。三分之一以上的有限合伙人在继续进行投资组合的多元化,判断标准涉及地理区位、成立年份、产业部门、投资阶段和投资主题等多个纬度。

高素质管理人是关键

最近几年,有限合伙人对最佳私募股权基金的股权竞争日益激烈。超过五分之三的有限合伙人最近因担心将无法获得所期望的投资规模而在基金首轮募资时投资。

这很重要。《晴雨表》显示,管理着500亿美元以上私募股权资产的投资者认为,对投资回报最大的限制是无法将足够的资金投入他们

首选的经理人。

因此,毫不奇怪的是,找到未来的高素质经理人仍然是投资者关注的一个重点。十分之九的有限合伙人表示,自己的研究和推广计划最近促成了新的普通合伙人关系,而超过四分之一的投资者通过同行推荐缔结了新的普通合伙人关系。

如同普通合伙人,保护和激励高素质人才也是有限合伙人关心的问题。有超过一半的有限合伙人表示无法招募到素质足够高的人才,这严重制约了其从该资产类别中提升回报率的能力。

《晴雨表》显示了他们的观点很可能都是对的,还有他们的解决方法。超过一半的有限合伙人认为薪酬与业绩挂钩,但相较其他有限合伙人而言,其提供的总体私募股权回报超过16%的可能性要高出三倍(管理第三方资金和企业年金计划的机构最有可能将薪资与业绩挂钩)。

《晴雨表》还显示,五分之三的有限合伙人认为北美收购资本市场过热,而且目前普通合伙人过多、交易过少。有一半的有限合伙人认为欧洲收购市场也是如此。在亚太地区,情况则有所不同:三分之一的有限合伙人认为该地区缺乏高质量收购的普通合伙人。类似比例的投资者也对北美市场外风险投资普通合伙人持有此观点。

在亚太地区,东南亚收购的吸引力正在快速增长:四分之一的有限合伙人认为该地区的收购交易在未来三年内将更有吸引力。投资者对整个地区的收购前景持积极态度(虽然对于几个国家的市场而言,支持者和怀疑者的数量旗鼓相当)。

有限合伙人对该地区风险投资市场的看法更为明确:印度、中国和东南亚等新兴市场的吸引力看起来略强,而韩国、日本和澳大利亚、新西兰及其附近南太平洋诸岛等较发达市场的吸引力则有所下降。