

华兴资本集团王欧:

投资者关系博弈是另类资产发展核心动力

□本报记者 刘宗根



王欧,华兴资本集团顾问,华菁证券董事,原中国投资有限责任公司(CIC)私募投资部总监。

向以资产配置为核心演变

2008年金融危机以后,美国迎来了十年牛市,核心的原因便是市场流动性充足。王欧认为,流动性持续泛滥给市场造成的直接影响是出现了越来越多的各类大型机构投资者。而资产规模的快速上升和投资收益的持续下降,推动了管理理念和业务模式逐渐从产品驱动型投资模式迭代为以资产配置为核心的现代资产管理模式。配置理念也从简单的股债配比到耶鲁捐赠基金的战略配置加战术调整,再到引入风险因子。

“各类机构投资者的涌入,以及投资另类资产领域的资金规模越来越大,给另类资产管理机构带来了前所未有的发展机遇。”王欧说,从千万美元级别到几十亿美元,再到几十亿美元,进而发展到一两百亿美元。发行间隔也从3-5年到2-3年,甚至出现每1-2年就募集一期基金的情况。

不过,单只基金有规模上限,发行节奏也会受投资人接受程度的制约,于是市场上开始出现各类“派生基金”。同时一些大型GP不再满足于在自己的传统领域发展,开始跨界涉足另类资产领域中其他大类资产,在并购、地产、信用、基础设施、对冲等领域全面发展。“黑石集团通过收购GSO打造了自身的私募信用平台黑石GSO,成为最为典型的平台型另类资产管理机构。”

他认为,平台型GP的出现,标志着美元市场上私募投资管理机构正式进入了2.0阶段。“全方位、一站式服务”逐渐成为这个市场上大型LP对GP的核心诉求。

顺应这一潮流,大型LP与GP之间的关系在LP的需求以及GP的积极配合下,逐步从产品驱动型演进到了全方位对接和全方位服务,进而变成了机构对机构的长期合作关系。“一个略显极端的案例是美国加州公

务员退休基金。它是全球第二大、美国规模最大的公共养老基金,但在基金投资上却曾经跌入低谷。”王欧认为,原因是GP组合数量过于庞大,“一度超过200个”。

在此背景下,LP对GP的筛选和评价,不再只是围绕特定产品回报的几个评价指标,而是变成了更复杂和系统的考量。从中衍生出LP对GP组合的系统性管理和持续优化,其重要性甚至超越了LP对产品组合的优化。同时,GP对LP提供的服务从简单围绕特定产品的服务也拓展成了机构间的全面服务。

王欧认为,在提供各项日益复杂、日益精确的标准化服务之外,对大LP提供的各项高附加值服务反过来也推动了GP自身的机构化建设。

“最直观的变化是,GP与LP团队间的互动不断加强。双方的互动从GP的募资团队带领基金核心合伙人进行募资路演,为大LP做一对一的上门路演,到定期、不定期的进行拜访。”他表示,大型尤其是平台型GP开始内部整合资源,主动上门推介适合特定LP的相关产品。

王欧认为,从GP向LP提供短期人员借调和人员培训服务,到为重要LP提供专门的跟投服务,再到为核心LP各部门提供综合服务,最后到为战略合作LP提供各类定制化服务。由于一些大型LP的要求越来越多,跟投、共投等意愿更加强烈,他们需要从GP处获取的信息也越来越多,越来越深,形式上越来越非标准化。因此,GP为这些重要LP提供的产品信息更多、更早、更全面、更定制化。

“面对有限的内部资源,尤其是面对愈来愈多、越来越复杂的LP需求,GP逐渐形成了一整套内部资源分配机制,将最多、最好的各类资源有计划地导向更重要的LP。”他说。

LP与GP关系不断深化

现阶段,大型机构投资人对跟投的诉求愈发强烈,从中亦能折射出LP、GP关系随着双方利益关系的深入而不断深化。王欧表示,比起跟投,共投对LP团队的直投能力要求更高。

例如,伦交所集团宣布同意收购Re-finitiv,后者于2018年下半年被黑石北美并购基金所牵头的财团收购。“黑石北美并购基金此前一直跟踪这个项目很长时间,因条件不成熟未能实质推进。后来GIC和CPPIB找到黑石,与黑石共同敲定了收购方案。从项目操作的第一天开始,两家大型LP就已经深度介入到项目中,并且承诺投入不菲的资本,为黑石完成上述收购提供了有力的保障。”他说。

而从双方诉求来看,王欧认为,GP核心诉求是不断把资产管理规模做大,衍生的诉求是穿越行业周期,即在行业或自身发展低谷阶段寻求核心LP支持,平复行业周期带来的发展风险。LP核心诉求是实现资产配置目标,跟大型GP建立机构化的关系,从GP处获得多样化产品,实现一站式的服务,并尽可能获得跟投、共投等机会。

“GP和LP核心诉求不断碰撞,在美元市场上催生了很多新的事物。比如从GP来看,不断有产品出现,无论是已有产品的衍生产品,还是全新的资产类别。另一方面,大型LP也为了避免频繁的进行再投资,而愿意投资一些周期较长的产品,黑石等推出的20年期Core PE基金就是这样诞生的。”王欧表示,

不过,这些复杂的互动关系还是主要发生在已经机构化的大型LP、GP之间,如果双方规模都不大,这些衍生诉求也会相应减少。实际上,对于数量庞大的中小型LP、GP,关系仍然停留在产品驱动层面。

从人民币市场来看,王欧认为,现阶段最突出的特征是LP和GP都相对不成熟,尤其是LP,尚未完成机构化过程,对另类资产投资的理解尚浅,对GP的需求基本停留于产品投资层面。尽管一部分外资GP在中国市场上开展业务已有一段时间,不少也开展了人民币基金业务,但是采用的模式还是把美元基金的逻辑直接照搬到人民币基金业务上。

“一个重要的原因是人民币市场发展时间短,受资本市场配套制度和设施不健全等因素制约,人民币投资在人民币资本市场退出,这个闭环并不算非常通畅,仍然存在一些制度性障碍。”王欧说。

不过,他也表示,在更长的发展周期内,相信人民币市场LP和GP的关系会沿着成熟市场发展的总体方向前行。在人民币流动性持续充盈的情况下,更多大型金融机构未来会加入进来,并逐步增加在另类资产领域上的资源配置。

“既然实力资本进入另类资产是必然的趋势,那么这些机构的需求发展也势必基本上和美元机构投资人的需求发展最终会更为接近,即主要是为了获取较好的财务回报。人民币市场的发展仍将体现出成熟市场的一些核心要素。”

“从另类资产管理行业来看,投资者关系博弈与互动,构成了行业扩张发展的核心动力。”华兴资本集团战略顾问、华菁证券董事王欧近日在接受中国证券报记者采访时表示。

王欧于今年8月加入华兴资本集团,他曾任中国投资有限责任公司私募股权投资部负责人,主导中投公司的私募股权和私募债权投资业务。

王欧认为,在美元市场上,黑石集团、KKR、凯雷投资集团等先后通过大型机构投资人的支持逐步跨界进入其他领域,形成一揽子另类资产的管理平台,也带动了在管资产规模质的飞跃。

王欧同时表达了对人民币市场的关注。“中国不缺大型金融机构和大型国企,但由于种种原因,这些机构对于另类资产的理解仍然处于初期阶段。”

从简单投融资关系起步

美国私募股权投资行业起步于上世纪初,发展至今经历了若干个经济周期,市场相对成熟。LP(有限合伙人)和GP(普通合伙人)的关系也随着行业发展更迭而不断演进。

王欧认为,在美元市场上,LP和GP定位泾渭分明,双方各司其职,这种安排为投资者关系的不断演变创造了制度性基础。

从早期阶段来看,LP不参与GP事务,对GP的要求是提供尽可能高额回报并合理控制投资风险。GP为LP提供的服务除投资收益外也相对有限,通常只是标准化服务。LP和GP可以称之为“产品驱动型关系”。

“这一时期,LP在筛选GP时,会重点考察基金的投资策略、投资业绩、团队组成、投资标的池以及合同条款等。其中最核心的因素是团队过往业绩记录,并由此衍生出一系列指标体系,包括年化收益率IRR、回报倍数MOIC和现金分配比例DPI等。”他表示。

对不同性质的投资人尤其是机构投资者来说,对所投基金业绩考核不同指标的权重并不相同。比如养老金、年金等投资人注重现金分红,对DPI高低和回款速度非常关注。而现金分红压力相对较小的投资人比如主权财富基金,则要求绝对回报水平,因此MOIC相对更重要。

王欧告诉记者,随着LP不断发展壮大,机构投资者也在不断完善基于IRR的一系列内部考核指标,尤其是内部员工薪酬激励制度大部分与基金组合年度投资收益率挂钩,而年度投资收益率的计算只能是基于IRR而非MOIC。

正是来自LP的压力,让GP纷纷顺应需求,将基金的业绩考核、投资团队的内部激励以及对LP的信息报送都逐步改为以IRR为核心。其中,帮助大型LP计算净IRR成为GP最早提供的定制化服务项目之一,由此拉开了GP对LP提供定制化服务的序幕。

传统上,比起二级市场,一级市场更关注投资的长期性和所带来的绝对回报,在IRR和MOIC之间通常更强调后者,认为“IRR只是基于一系列假设的理论计算”。所以,一些GP很长一段时间不接受LP提出的基于IRR的门槛收益率概念。

“最后一只接受门槛收益率的大型并购基金是KKR北美并购基金。这只老牌基金长期以来拒绝在合伙协议里加入门槛收益率条款。后来由于收益率偏低,同时投资人大幅缩小在并购基金的敞口,导致募资出现困难,经过与投资人艰苦卓绝的谈判后,KKR最终不得不低头,在新基金中增加了相应条款,使门槛收益率最终成为必备条款之一。”王欧说。

迄今为止,LP、GP围绕IRR的博弈仍在持续进行。王欧透露,为了提高IRR,一些GP开始在项目的投资初期使用借款投资,人为延后LP付款时间,通过上述手段提高IRR。“这种行为逐步扩散,成为业内不可言说的公开秘密之一,而LP对此也持默许态度。毕竟,更高的IRR对LP的员工来说,也是利大于弊。”

这一阶段,尽管双方此消彼长的力量变化持续发生,但本质上还是从产品出发的简单投融资关系。王欧表示,LP对投资组合的管理也基本停留在产品阶段,即不同策略、不同投资风格、不同投资地域的产品组合,随着时间的推移不断优胜劣汰。而对GP来说,则开始尝试优化LP组成,包括提高专业机构投资者比例、减少母基金占比、优化基金核心条款等。