

重磅交易吸睛 S基金长期发展潜力大

投资私募产品 风险何在

□本报记者 余世鹏

S基金(私募股权二级市场基金,实际上是私募股权的二次转受让)今年以来接连发生的重磅交易,持续引来业内高度关注。市场人士指出,S基金从诞生之初就受到市场青睐,其除了价格优势外,在当前背景下还具有项目源丰富、制度红利倾斜明显等优点,2020年-2022年将是有利于S基金投资的年份。但也要看到,与发达市场相比,国内S基金短期内尚有规模偏小、专业人才不足等难题。

重磅交易层出不穷

在私募股权投资领域,S基金是一类专门从投资者手中收购另类资产基金份额、投资组合或出资承诺的基金产品。据诺亚控股研究部另类投资研究经理余茜雯分析,1982年在美国成立的Venture Capital Fund of America (VCFA)是PE二级市场交易概念的首创。

数据显示,截至2018年底,当年全球PE二级市场交易达750亿美元,创历史新高。国内方面,据不完全统计,截至2019年11月底,S基金规模总量约在310亿元左右。在业内广为人知的是,在2019年12月10日,目标规模100亿元的深创投S基金在珠海宣告成立,深创投和格力集团为基石投资人。

今年一季度,疫情之下资本市场一波三折,但S基金发生的几起重磅交易,引来了市场极大关注。2月时,君联资本对外宣布完成2亿美元续期基金交易,该交易将为君联资本LC Fund IV基金的投资者提供流动性,最大限度扩大该基金投资组合价值。该次交易由汉领资本Hamilton Lane领投,交易资产组合包含12个投资项目,续期基金周期为5年。汉领资本亚洲投资联席主席夏明晨直言,这证明了汉领资本在中国私募股权投资市场的地位,以及处理二级市场基金重组交易的能力。

另外,一季度TR Capital重组了昆仲资本的部分人民币基金资产,其中涉及到7个投资项目,金额约1亿美元。昆仲资本创始管理合伙人王均表示,昆仲资本与TR Capital在2019年底已经就7个项目的股权二级交易达成一致,其中包括昆仲资本所投资的人工智能



本报记者 李亮 摄

公司爱笔智能(AiBee)和智能影像公司影谱(MovieBook)科技。

市场人士指出,上述案例表明,私募股权二级市场在全球范围内发展日益成熟,各参与方开始探索不同的交易模式,交易频次日益增多,交易结构日益复杂,其参与主体的类别也越来越系统。

价格优势+新机遇

S基金从诞生之初就受到市场青睐,首先在于其价格优势。市场分析人士指出,以配置投资后期的基金份额为主的S基金,最早可从投资首年就产生回报,平均在第5年就能收回过半成本。据此前相关研究报告显示,S基金内部收益率(IRR)平均在16.7%左右。

而当前新的市场环境下,S基金也迎来更多的新机遇。

余茜雯指出,S基金面临的第一个机会,是源于大量基金急需退出的“刚需”,这将直接影响到项目供应的数量。余茜雯分析称,在2010年-2018年这九年间,私募股权基金的存量规模不断扩大(其中在2014年前后,私募股权基金扩容速度加快,资金开始大幅流入一级市场),但考虑到大部分基金的期限是10年左右(其中投资期是4年左右),则早期开始激增的私募股权基金会在2019年-2022年迎来退出期;另外,S基金作为交易性策略基金,能够为PE/VC类基金提供除了IPO和并购之外的退出方式。因此,在2020年前后开始成立的S基金,有望

获得更多退出项目供给,挑选的范围也会扩大,“以基金到期的情况来看,2020年-2022年将是有利于S基金投资的年份。”

其次,余茜雯认为,在普通合伙人(GP)交易意愿增强的背景下,S基金更容易谈到合适的折扣,以较低的价格入场。余茜雯指出,在资管新规背景下,从2018年起PE/VC的资金募集艰难,机构有限合伙人(LP)违约率也有所上升,“此时的私募股权基金面临一个两难的困局:一边是提前制定的投资策略和等待打款的储备项目,一边是机构资金无法到位,最终投资节奏极容易受到影响。因此,GP更加希望有一笔资金能够替代违约的LP,从而不会影响原有的投资计划。能够做接续基金的交易,S基金正是合适的接替人选,也容易谈到合适的折扣,以较低的价格入场。”

另外,余茜雯还提到,近两年不断有制度改革出台(如科创板的推出和减持新规的改革),对于投资这些企业的基金而言,等待企业上市的时间缩短,投资速度变快。而S基金购买的是有一定存续时间的资产包,大部分的资产本身就处于退出期,制度红利背景下,这类资产的退出概率变大、等待上市的时间缩短。

阶段性难题仍待解

但就阶段性发展而言,国内S基金也存在规模偏小、专业人才不足等难题。

清科研究中心报告指出,中国二手份额交易市场是伴随着股权投资人民币基金的大量出现而兴起的,基本发源于2010年之后,落后于北美发达的二手份额交易市场约20年。具体看,在2012年-2019年上半年期间,中美两国的股权投资基金总募集规模已经在同一数量级(均超过了1万亿美元大关),但中国S基金的募集总金额仅为美国约五分之一。

有市场分析人士指出,现阶段中国私募二级市场的矛盾在于成熟的二级市场基金和专业人士远远不够。相较于PE/VC投资,S基金在交易结构、尽职调查、退出管理等方面有很大区别。

此外,上述市场分析人士指出,当前国内S基金参与方较少,市场尚未形成统一的估值体系。清科研究中心统计指出,在2014年-2019年上半年,股权投资市场人民币基金的二手份额交易主要参与方为非上市企业、富有家族及个人、私募基金管理人、上市公司、母基金(FOFs)等。就金额而言,非上市企业、上市公司是近年二手份额交易的主要买方,高净值家族及个人、金融机构私募基金管理人是主要卖方。但是,保险、母基金、政府引导基金等长效资金的交易参与度,仍有待提高。

在交易机制上,上述市场分析人士直言,目前PE二级市场缺乏专业的财务顾问、会计师、律师等中介机构,多数中介并不具备相关的交易经验,甚至占据市场两边叫价,再加上居高不下的成本,也容易导致交易效率低下。

高腾国际侯明伟: 亚洲高收益债将迎配置良机

□本报记者 吴娟娟

疫情蔓延导致近期全球金融市场部分品种估值出现错位。截至一季度末,彭博数据显示,亚洲高收益债券收益率升至近六年来的新高。对此,高腾国际固定收益投资负责人侯明伟认为,经历了今年3月的下挫,亚洲高收益债券将迎来配置良机。

侯明伟拥有24年固定收益投资经验。此前曾任职野村国际担任董事总经理及资深投资经理,也曾任职保德信金融集团担任新兴市场固定收益投资团队的高级投资经理。

从错杀品种中寻找机会

侯明伟介绍,三月份全球债券市场“超卖”,一部分亚洲高收益债券沦为“不良资产”。值得注意的是,部分品种沦为不良资产并不意味着资产的基本面出现了问题。所谓的不良资产,是指收益率超过20%的资产。市场恐慌情绪驱动下,即便债券的基本面没有发生变化,但是收益率飙升超过20%,也被认定为“不良资产”。

虽然不良资产的违约风险较高,但不能一概而论,这里也包含一部分错杀品种,因此存在抄底机会。此外,部分没有沦为“不良”的高收益债也存在抄底机会。他进一步补充说,目前亚洲约四分之一高收益债券到期收益率超过15%。值得注意的是,2008年高收益债违约率峰值为16%。侯明伟认为,固定收益投资者要做好2020年高收益债违约率可能会走高的风险前瞻。抄底前要想好,懂得选择什么时候买,买什么,如果发生违约怎么操作。目前市场环境下,在基本面研究基础上综合把握择券、择时和回报分析的策略,才能捕捉到高收益。

中资美元债难言底部

3月第二周,中资美元债一度遭遇抛售,同时流动性告急。随着美元荒缓解,中资美元债流动性问题也有所缓解。侯明伟介绍,目前中资美元债的流动性有所缓解,但是要待增量资金入场,中资美元债的情况才能真正改善。“当时投资者要卖券几乎都卖不动,即使是质地最好的品种也丧失了

流动性”。他表示,目前中资美元债反弹,部分买家人场。但依然是卖家多,买家少。情况改善还要看到新的投资者进场。近期已有一部分投资基金和机构前来中资美元债市场抄底。他认为,等到更多“扛”得住的长线投资者进来,这些投资者从“不能扛”的交易对手手中拿货,才能确保流动性的平稳。

侯明伟认为,整体来说信用市场还没有见底,中资美元债也难言底部。他表示,要看到四个迹象才能确定市场触底:首先,主要经济体的疫情蔓延曲线要趋缓,目前海外疫情蔓延情况还存在不确定性;第二,经济活动恢复,“恢复60%-70%,也算恢复的信号”;第三,债券从交易型投资者转手到持有到期类投资者,PE基金以及保险公司等长期投资者接盘;第四,知名企业破产,投资信用最大在于违约风险,现在市场只能预期违约率多高,但还没正式看到知名公司的违约。

看好中资房地产行业

“中资房地产一直是我偏好的板

块。这轮危机,房地产企业渡过难关的机会比其他行业高很多”。侯明伟预计,房地产企业会得到较大力度的政策支持。此外,部分房企偿债能力依旧强。虽然境外一级市场发债不太容易,但房企仍有其他渠道。通过境外的银团贷款也是一个融资渠道。

侯明伟也坦承,目前这个板块存在一定风险。首先,部分低评级的房企债有降级压力;其次是市场风险。此时在海外投资房企债需要较强的择券能力,而且需要能耐“扛”。他强调,此时一定不要进行杠杆操作。目前中资房企债的收益率已经比较可观。目前市场不确定性还比较高。他还建议投资者买组合,不要买单只品种,分散风险。

侯明伟近期将运作一只亚洲高收益债券策略产品。他介绍说,该产品将从BB评级中选择优质券,这部分组合占比约50%,另一部分将侧重获取资本利得,挖掘收益率较高的不良资产,占比配置约15%。通过包括构建模型、净值分析、偿还分析等自下而上的分析手段来管理风险。组合剩余部分通过行业分散来配置。

□好买基金 曾令华

买私募和其它投资一样,都是一个风险换收益的过程。不投资就没有风险,净值一回撤,投资者往往会念叨不投资的好处“全天候空仓策略”也就成为最佳策略。如果沉下心来思索,投资的风险到底有哪些,平常关注的风险,哪些是真的风险,哪些是伪风险?

其一就是运营风险。运营风险贯穿在私募的各个环节。最常见的运营风险是投向与约定不符合。例如,最近闹得沸沸扬扬的某私募,据媒体报道,其路演时约定投向为“哔哩哔哩在美IPO增发股份”,最终投向为美股上市“中概股”。如果属实,就是一起重大的运营风险。在2017年定增新规发布后,定增类产品投资受限,也发生过改变投资约定,投向其它品种的事例。

当然,这是比较显见的风险。在运营中,存在一些小的、不确定的风险。笔者记得2011年初在一家私募公司调研,偌大公司却只有投资总监在,他告诉笔者说,因为旁边修路,办公室意外停电。没有交易备案也是风险。运营风险看似低级,但想要避免有赖于良好公司层面全方面的管理能力。即使像公募基金有完备的人员,也会在如可转债转换、ETF申赎上时有出错。

其二就是投资策略风险。投资策略都有固有风险。北京一家私募以投资主要以小盘个股为投资对象,一度也是“年度冠军”,但在“定增新规”后重组股一蹶不振,这就是策略失效的风险。在海外对冲基金中,有一类空头基金,长期年化收益就是负收益。而带杠杆或者投资带杠杆的品种,天然就是风险。随着国内衍生产品的完善,一些投资期货、期权的产品逐步进入市场视野,衍生产品自身的高杠杆特性,不论是采取何种策略,套利也好,仓位管理也好,其隐含的风险不能忽视。产品越复杂,策略越精巧,不可控制的风险越大。

其三就是波动风险。波动是最容易观察到的风险,也是教科书上用来衡量风险的经典指标。波动对于长期投资者来说,更像是伪风险指标。试想有一个投资者,他是长期投资者,也不用杠杆,投资的钱是自己积攒的资金,波动对于他而言更像是计价资产的变动。而他带来的风险:一是波动带来了永久的损失。那么风险就回到了之前提到的策略失效和运营风险;二是波动太大,超过了自我的心理承受能力,或者对于产品信心度下降,认为会产生永久性损失,导致在低点时赎回。投资者永久损失,波动导致了风险。根本的原因还是在于对于运营、投资策略的质疑。

投资者投资私募时,能够观察到的风险刚好是上面文章倒过来的顺序,容易观察到的是净值的波动,其次才是对其策略的反思,最后才是深入到运营的一些细节。如果仅是波动,更多需要做到的是坚守以及寻求与管理人的沟通;如果是后两者,越早离开,越正确的选择。