

# 股权投资的关键是把握“时机”

□TPG中国管理合伙人 孙强

私募股权投资(Private Equity, 涵盖风险投资, 通称VC/PE)自1990年代初登陆中国, 至今已渗入各行各业, 塑造了一批以阿里巴巴、百度、京东、携程、今日头条、小米、滴滴、58同城等明星企业为代表的成功案例。然而, 一将功成万骨枯, 在每一个成功企业背后, 都有成百上千个类似企业夭折在路上。在红杉、鼎晖、IDG、凯雷、华平等成功私募基金的下面, 也有成批投资回报平庸的机构。那么, 私募投资的成功之道何在? 不少初入行者发问。

我认为VC/PE投资成功的关键是对“时机”的把握。“时机”这两个字, 分别代表时间和机会。

时间, 是VC/PE投资的天敌。任何一只基金都有5-12年的存续期, 其中一半是投资期, 另一半是收获期。在3-6年的投资期内, VC/PE基金的管理者要把募集来的资金全部投出去, 过期未投的资金, 必须退还给出资人(Limited Partners, 有限合伙人)。通常单个项目投资不超过基金总规模的10%-15%, 整个基金的项目在10-20个之间, 也就是说投资期内每年至少要投3-6个项目。基金筛选项目的比例大多为百里挑一, 投3-6个项目, 很可能要上看上百个项目, 这需要大量的时间, 还要加上基金的尽职调查和审批流程。投资期中的项目筛选、尽调、谈判和审批是VC/PE投资面临的第一个时间压力。如果基金管理者的时间分配不科学, 效率不高, 投资目标就很可能完不成。迫于压力, 有些基金管理者因急于求成而放宽投资标准, 最终造成投资失误。

VC/PE投资面临的第二个时间压力, 是投后管理。VC/PE需要在基金存续期内扶植企业快速成长, 达到预期回报后才能退出。如果假设投资和退出的估值倍数相当, 那么价值的提升主要来自于企业利润的增长。在整体经济GDP增长率为6%-7%、行业竞争激烈的环境下, 被投资企业要保持高速增长, 必须有优秀的管理层和强有力的执行能力。十多年的存续期看起来很长, 但其实一晃而过, 时限到时, 企业增长乏力, 价值很难提高。

VC/PE投资的第三个时间压力, 是退出和套现。退出的方式不外乎上市、战略出售、回购三种, 每一种都需要提前策划, 具体实施也需要时间。上市的窗口时开时闭, 大手交易的机会随



孙强: 现任TPG中国管理合伙人, 黑土地集团创始人兼董事长。在美国和亚洲有近30年的私募投资经验, 曾在华平(Warburg Pincus)服务20年, 为华平创建了中国业务并担任亚太区主席、全球管理委员会成员。加入华平以前, 孙强曾担任高盛亚洲投资银行部执行董事。

着股市动荡稍纵即逝, 因此基金要抓住机会迅速出手。

VC/PE投资的进入和退出的时机(timing)都至关重要, 抓住了合适的时机, 就能大致决定投资是否成功。以零售业投资为例, 前十几年是零售业的黄金发展期, 但近年来受电商摧毁, 价值急剧下降。如果当时的VC/PE投资人没能及时退出, 今天就后悔莫及。其实择机退出, 比看准进入的时机更难——市场低迷时觉得卖出可惜, 市

场高涨时怕失去未来收益; VC/PE投资者永远在贪婪和恐惧中徘徊。

如果时间是一条纵轴, 那么对机会的把握, 则是决定VC/PE投资成功与否的横轴。“机会”来自哪里?

首先来自创新浪潮, 例如计算机革命、生物科技、光纤通讯、新能源、互联网、社交媒体、共享经济等等。成功的VC/PE投资者, 都在不同程度上抓住了这些浪潮带来的机会。所谓时势造英雄, VC/PE的投资成功, 来自于它们扶植的明星企业和新创的行业。以往在中国进行技术创新很难, 因为这要依托于过往的技术积累、全球化的用户基础和深厚的商业逻辑。但今天, 全新的技术领域使发达国家和发展中国家都处于同一起跑线上, 如人工智能(Artificial Intelligence)、无人驾驶、社交媒体、大数据、机器人等, 中国企业没有过往的成熟技术和现有体制的束缚, 反而能够打破常规, 一跃而超过西方国家, 处于领先地位。

商业模式的创新, 在中国更为突出。很多在国际上开创新商业模式, 比如网上游戏和手机游戏、共享汽车和共享单车、共享办公、快速送餐、到家服务等, 都有爆发性的增长。正是借力这类创新、庞大的用户市场和后发优势, 中国产生了世界上最多的独角兽企业, 它们从1亿美元到10亿美元估值的跃升, 比西方国家快了数倍。

“机会”的另一个来源是危机, 比如金融危机、行业危机和债务危机等等。动荡之中, VC/PE基金能够发现投资、重组、再造企业的机会。这类投资, 把握时机更为重要, 必须是在谷底进入, 复苏时退出。

好的VC/PE投资, 不应只是追逐项目, 而是基于从宏观到微观的分析、从行业到企业的选择。投资最终能否成功, 取决于初期的判断和投后情况的演变, 这里面太多变数, 很难准确预测, 所以投资的成败, 也有相当大的运气成分。没有一个投资人能确保所有的投资决策, 时机把控都是准确的, 只能看准大方向、大趋势、判断创业者及其团队的素质和商业计划的逻辑性。

VC/PE在中国的发展, 不过二十多年, 今天很多从业者还没有经历过一整个投资和兴衰的周期。优秀的VC/PE投资者, 应该在泡沫翻腾的时候保持冷静, 在低谷时耐得住寂寞, 在顺利的时候高歌猛进。

审时度势、抓住时机, 是VC/PE投资的真谛。

## PE控股型投资升温背后: 投后管理更复杂

□本报记者 刘宗根

“控股型投资”被不少业内人士认为是2017年PE市场的关键词之一, 不过升温背后挑战也不小, 资本方如何与创始人团队磨合, 实现双方利益的最大化, 成为有意加码该项业务的PE不得不思考的问题。

### PE热议“控股型投资”

2017年年终盘点之际, 不止一位PE投资人在公开场合提及“PE控股型投资”, 包括中信产业基金董事总经理胡腾鹤和TPG德太投资中国区管理合伙人孙强, 后者所在的机构是世界上最大的私募股权投资机构之一。

“控股型投资”何以成为当前PE口中的热词?

基石资本董事长张维在接受中国证券报记者采访时表示, 在代际传承等因素作用下, 部分公司的治理结构出现了一些问题, 倘若有资本的驱动, 产业整合的机会将大大增加。“资本+产业整合”正是所谓的“控股型投资”。

胡腾鹤认为, 从卖方角度看, PE控股型交易市场上的卖方在增多: 越来越多的“企二代”不愿意接班或者是由于能力有限而无法接班, 创业者面临着把公司控股权转让的情况。此外, 国企混改也可能导致一部分国企让渡控股权; 从买方角度看, 包括中信产业基金在内的越来越多PE考虑做控股型交易, 不过控股交易的核心是能力建设, 后续能否管好企业将是一个巨大的考验。

因此, 胡腾鹤的结论是, 中国会像国际市场一样, 控股型交易将逐步成为市场主流。他指出, 从募资和投资的视角看, 2016年整个国际VC/PE市场, 控股型交易和成长性投资的规模之比均在2:1到3:1之间。也就是说, 在海外成熟市场, 控股型交易在规模上具有压倒性优势。

“控股型投资往往不会出现在最新的行业上, 新兴公司如火如荼增长的时候, 被并购的意愿其实并不高。”张维表示。据记者粗略统计, 2017年至今, 控股型并购近10起, 包括现象级的高瓴资本和鼎晖投资牵头百丽私有化、PAG太盟投资集团拿下珍爱网的绝对控制权等, 升温迹象明显。不过从行业来看, 仍然是以消费等传统行业为主。

### 磨合创始人团队

业内人士指出, 与KKR、黑石集团、凯雷等国际投资机构相比, 国内PE的大型“控股型收购”历史较短, 控股仅是第一步, 后续的管理和退出才是关键。

“控股型收购其实充满挑战, 它意味着企业家团队和资本方在公司治理上有一段较长时间的磨合。普通的财务性投资属于锦上添花的类型, 控股型投资则需要承担更多的责任, 甚至是解决资金压力。”张维表示。

从以往经验来看, 不乏收购未达最初预期, 资本方与创始人之间博弈甚至最终走向纷争的例子。比如俏江南与鼎晖投资和CVC Capital Partners的“曲折”联姻; 再比如雷士照明创始人吴长江三次被资本方“驱离”, 和其牵手的是赛富基金(彼时名为软银赛富)的阎焱和高盛。

“以房地产来比喻的话, 如果说做住宅是中学生水平, 那么做商业地产就是大学生水平。其实投资也一样, 控股型投资就是大学生水平。”在张维看来, 控股型收购投后管理的关键在于对两个方面的理解: 一是对产业的理解和洞见, 二是对公司治理的理解以及和创始人团队的磨合。除了为控股企业实现价值增值、为管理团队提供股权激励之外, 资本方更需要在创始人团队和自身之间找到一个合适的载体, 为双赢创造有利条件。

“控股型并购是市场发展的必然趋势。”在孙强看来, 面对市场对并购投资的需求, 在投后管理上是否有足够的信心是投资人必须要考虑的问题。

# 发展模式量质并举 创投行业分化持续

□本报记者 徐金忠

随着国内创新创业的持续推进以及经济转变发展方式等, 国内创业投资近年来发展迅速, 各类创投机构、创投园区和小镇等, 在全国各地如雨后春笋般崛起。

伴随着行业的快速发展, 发展的质量越来越受到重视, 行业内机构不断分化的局面同时到来, 业内正在迅速形成具有核心地位和指标意义的机构。但同时, 不少机构在成立之后, 业务开展缓慢甚至艰难, 在创业投资领域渐渐失去活力。由此, 行业和行业机构的持续健康发展越来越成为各方关注的话题。

### 创投行业快速发展

资料显示, 近年来, 私募股权(创业)投资基金呈高速发展态势。尤其是2015年以来, 我国陆续出台财税政策扶持、高端人才激励等有关优惠政策, 引导私募基金积极投资实体经济, 支持创新创业企业做优做大做强。目前, 私募股权(创业)投资基金作为实现技术、资本、人才等创新要素与创业企业有效结合的投融资工具, 已发展为促进产业转型升级和经济结构调整的重要资本力量。

根据中国证券投资基金业协会统计, 截至2017年9月底, 已登记的私募股权、创业投资机构达1.2万家, 在管基金2.6万亿, 总规模达6.48万亿。另据清科集团创始人、董事长倪正东介绍, 截至2017年11月, 股权投资行业有1.2万家投资机构, 8.5万亿元管理规模。中国已成为全球第二大股权投资市场。同样, 在并购方面, 2017年前11个月并购投资交易额达1.44万亿元, 同比上升

7.58%, 共完成交易2155起。此外, 前11月, 行业退出成绩也十分喜人, 共有1029笔IPO退出, 创历史纪录, 远超过2016年551笔的退出数量。

事实上, 创投机构作为金融服务实体经济、引领产业升级的重要途径, 继续获得各方面的支持, 保持飞快的发展势头。例如, 为培育经济发展新动能, 激发创新创业, 甘肃省人民政府办公厅下发《甘肃省人民政府关于促进创业投资持续健康发展的实施意见》, 明确将加强政府引导和政策措施扶持, 优化创业投资发展环境, 培育多元创业投资主体, 多渠道拓宽创业投融资渠道, 进一步促进创业投资持续健康发展, 推动产业结构调整和产业转型升级。证监会主席助理宣昌能此前也公开表示, 坚持新股发行常态化, 为风险投资、创业投资提供了便利、畅通的退出渠道, 极大推动了创投行业的迅速发展, 吸引大量社会资本流向创新创业活动, 为更多初创企业提供了成长和发展的良性循环, 有效促进了社会优质资本的形成, 有效助力推进“去杠杆”重点任务。

### 行业分化已在路上

在创投行业持续快速发展的同时, 行业主管部门和行业内机构对于行业的发展有了更多的认识。当前, 除了继续快速发展以外, 量质并举、持续健康发展已经成为各方的共识。在此背景下, 行业内机构的分化持续, 行业正在呈现新的发展态势。

中国股权投资基金协会会长邵秉仁表示, 随着市场规模不断扩大, 市场参与者越来越多, 竞争越来越激烈, 优胜劣汰越来越显著。投资机构

向着投资阶段细分、行业细分的专业化方向发展。但从投向来看, 股权投资基金助力实体经济的作用并没有得到很好体现。数据显示, 2016年股权投资市场的投资案例当中, 投资金额排名前两位的分别是互联网和金融, 而真正投入到实体经济当中, 例如制造业、电子及光电设备行业的, 仅占到总投资金额的三分之一。

邵秉仁认为, 过去两年, 实体经济中很多传统的产业正处于去产能、转型升级的过程中, 长期还是要依靠市场的力量, 通过产业转型升级从而增强竞争力, 形成新的经济增长点。在这个过程中, 技术升级和创新蕴藏了大量的股权投资机遇。但这两年股权投资行业的基金更多流向于虚拟经济, 主要是服务业, 这与股权投资主要应该投入中小企业和实体经济的初衷不相吻合。股权投资基金只有主要投入到实体经济当中, 才能够发挥最大的作用。

对于上述观点, 上海一家股权投资机构人士表示, 创业投资机构到了需要抛弃此前大跃进发展、抱团炒作热点的阶段, 扎扎实实推进自身专业化发展道路, 服务实体经济, 这将是创投机构真正的发展机会所在。“近年来, 创投行业一方面是马太效应明显, 目前在市场上为大家所熟知的基本就是那么几家机构, 大量机构成立之后, 默默无闻甚至是渐渐失去活力; 另一方面是大家抱团, 一窝蜂炒作热门概念、热门项目, 这可以说是因为项目优质、吸引力大, 但同时也反映出不少创投机构盲目跟风。未来, 创投机构一定要有自己的特色, 走专业化、细分化的发展道路。而且在发展方向上, 一定要与金融服务实体经济的大方向保持高度一致”。