

创造阿尔法收益： 私募股权基金 中国市场经济经营之道

依靠贝塔收益实现增长的时代已经终结，创造阿尔法收益将成为制胜中国市场的必备能力。

作者：Ivo Naumann, Joseph Ngai (倪以理), Nick Leung (梁敦临), Oliver Ramsbottom, Vivek Pandit, Wouter Baan



一直以来,中国私募股权(PE)行业都在增长轨道上。受强劲发展的经济推动(2010年中国经济在全球GDP中占比9%,到2019年,这一比重达16%),投资者对PE的需求也很旺盛,使得中国PE市场成长为全球第三大市场。2019年新增投资金额约为600亿美元。

然而,也有一些因素制约着中国PE行业的增长。国有企业向来在市场上居主导,积极收购资产。私营公司往往不愿出售业务,更愿将企业留在家族名下。在收购交易中,企业买家一直是强有力的竞争者,因而有吸引力的交易数量有限。这些因素导致2019年中国PE市场占GDP的比重仅为0.5%。即便是调整了国有企业占行业较大权

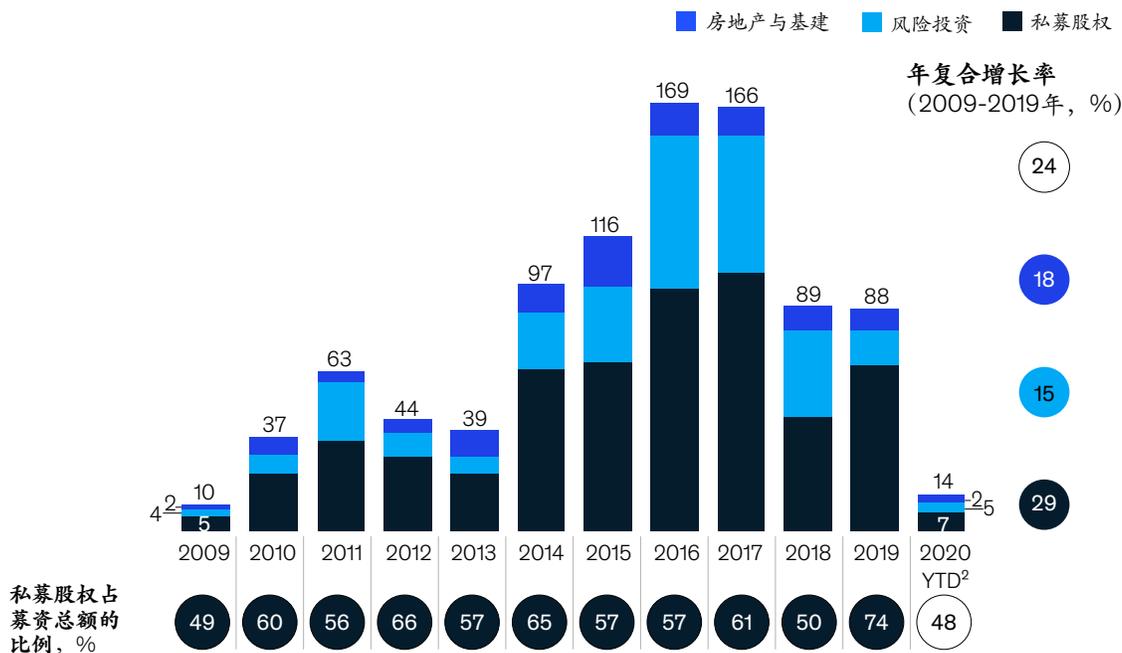
重这一因素后,中国PE占GDP之比依然远远落后于英国(2.6%)和美国(去年为2.2%)等较发达PE市场。

这一差距表明,中国PE市场仍有增长空间,而且可能将迎来变革。显然,投资者依然乐观,认为未来中国市场将继续涌现出新机会。在2009年到2019年间,在中国经营的PE公司募资的年复合增长率为29%,增速领跑所有主要资产类别(见图1)。同时,市场中还出现其他一些变革迹象:自2014年以来,中国基金的平均规模翻了两番,而且随着新的共同投资人加入,交易复杂性也大大增加。

图1

2009-2019年私募股权基金在总募资中的增速超过风险投资及房地产与基建

大中华地区私募市场募资¹, 十亿美元



¹包括所有已关闭的在中国大陆经营的基金管理人所募集的聚焦大中华地区和亚洲的基金,以及其他聚焦亚太地区基金(大中华区为投资重点之一)募资总额的40%。

²2020年1月至7月。

注:大中华地区包括中国大陆、香港、澳门、台湾。

PE类型包括并购型、成长型、混合型、平衡型、重整资本型、共同投资基金;风险投资包括早期、初创期、种子轮、扩张/后期基金;房地产包括未上市房地产基金、房地产共同投资;基建包括未上市基建基金、基建基金。

资料来源:Preqin

新冠疫情对经济的影响可能会为PE带来更多机会。尽管2020年初的交易量同比下滑70%以上，但交易出现反弹的可能性很大，部分原因在于诸多现金短缺的公司如今正在重新考虑旗下的业务组合，其中许多公司可能会成为潜在收购目标。

目前存在一个明显的行业趋势：资金正越来越多地流向规模最大、业绩最好的PE公司。2015年，前十大专注于大中华区的PE基金在整体募资中占比23%（根据5年往绩均值计算）；到2019年，这一比例升至30%。如果说过去很多PE公司还能从中国宏观经济增长中大幅获益，那么今后，随着交易竞争日益加剧，仅仅依靠贝塔收益将难以为继。

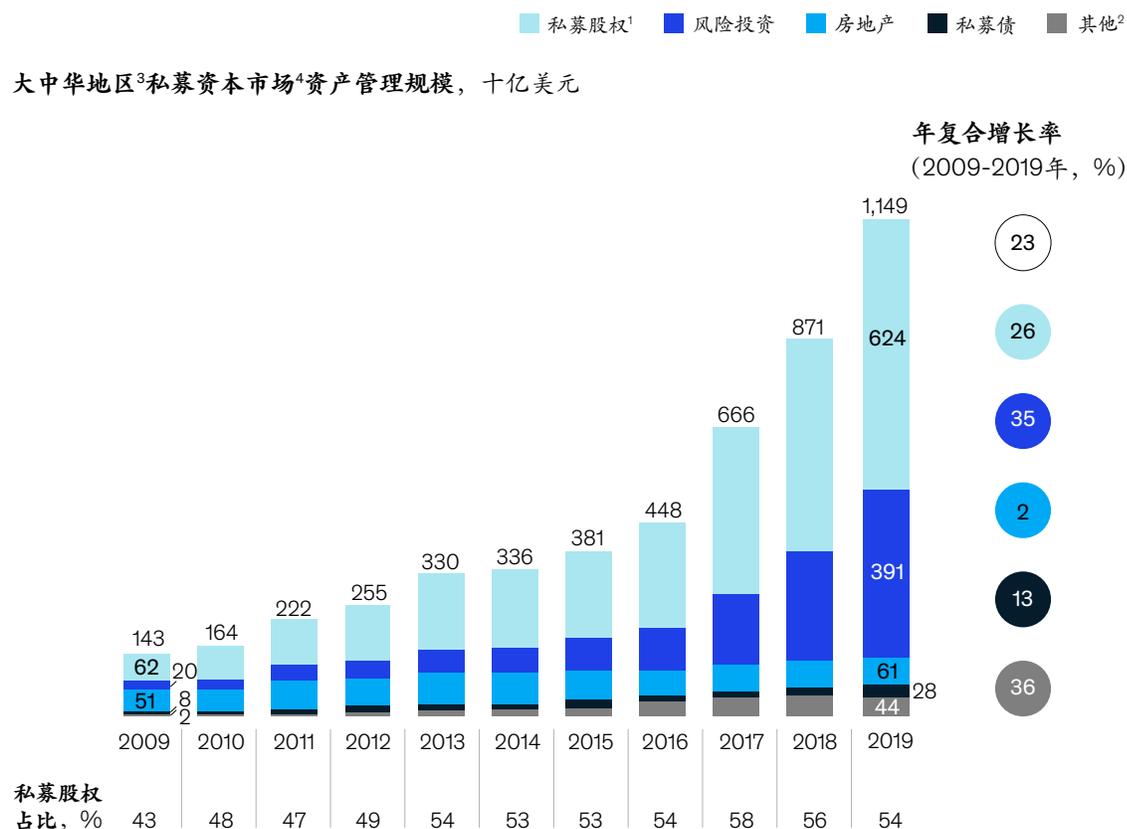
此外，有一类基金并未从经济增长中获益：即本土普通合伙人（GP）所募集的人民币基金。这类基金的募资金额在2017年到2019年间大幅减少，这正是这段时期中国PE公司募资总额下降的主要原因（见图3）。

由于竞争加剧，标的公司的估值可能会保持在较高水平。同时，在华PE公司还要面对持续的贸易和地缘政治紧张局势带来的不确定性与风险。

为持续增长、保持繁荣，在华PE公司的第一要务是获取新的能力并调整战略，为被投资公司创造价值。

图2

私募股权和风险投资一直是大中华区增长最快的私募投资工具



¹私募股权：平衡型、并购型、共同投资、多管理人共同投资、二级私募股权交易、增长型和重整资本。

²其他包括基础设施和自然资源投资基金。

³大中华地区包括中国大陆、香港、澳门、台湾。

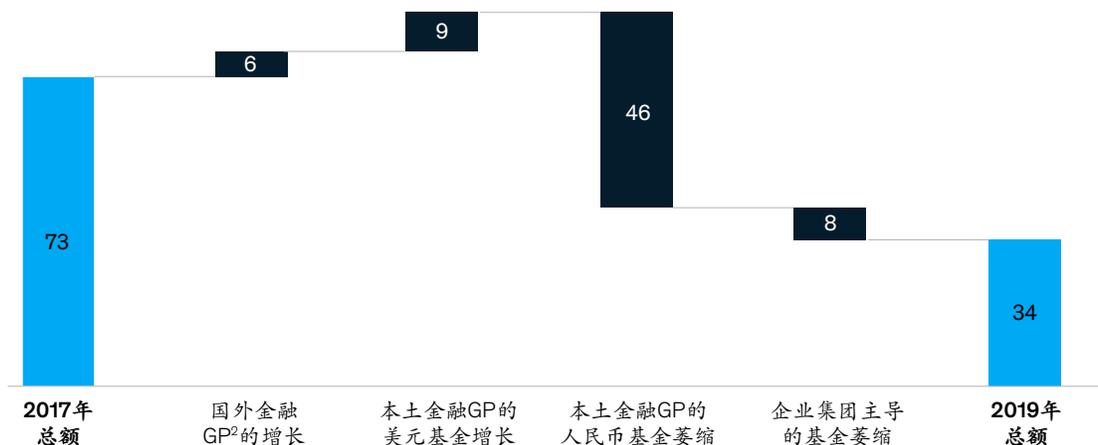
⁴包括这些基金在大中华区以外的投资。

资料来源：Preqin

图3

募资最大降幅来自本土GP的人民币基金 (降幅约为2017年市场总规模的65%)

聚焦于大中华区的PE融资，十亿美元，不包括政府主导基金



¹包括所有已关闭的在中国大陆经营的基金管理人所募集的聚焦大中华地区和亚洲的基金，并包括其他聚焦亚太地区基金（大中华地区为投资重点之一）募资额的40%。

²本土普通合伙人。

注：大中华地区包括中国大陆、香港、澳门、台湾。

私募股权包括并购型、增长型、混合型、平衡型、重整资本型、共同投资型基金。

资料来源：Preqin

过去，基金也会谈起创造阿尔法收益，将之作为“加分项”；如今，在这个充满挑战的经济环境下，创造阿尔法已成为取得成功的必备条件。

为确保能为被投资公司增加价值、跑赢市场、成为创造非凡回报的投资机构，我们认为PE公司需采取以下四项关键措施。

- 1. 向有限合伙人 (LP) 传达新颖、明确的价值主张。** 普通合伙人需要清晰阐释其创造价值的差异化策略：提升专业化程度，或向相邻资产类别扩展以实现规模化。
- 2. 实现人才、治理和组织卓越。** 作为专业服务公司，人才至关重要；在某些专业人才稀缺的中国PE市场上更是如此。

3. 完善交易发起和执行方式。 在行业层面，更丰富的专业能力以及与潜在被投资公司建立信任关系能够有效帮助PE进行项目寻源。此外，对特定资产的价值创造具备清晰观点和完备计划，也可提升PE在更复杂交易方面的执行能力及之后的价值实现能力。

4. 尽早为成功退出做准备。 要实现成功退出，筹备工作的启动时间应至少比计划退出时间提前18个月，这样才能让资产持有人有时间构建令人信服的股权投资故事。

面对新的挑战，只有立即采取行动并做出改变的公司才能续写成功。为帮助私募股权投资人和其他相关人士更好地了解中国私募资本市场，我们研究了相关行业数据与趋势，发现该市场仍有很大增长空间。新冠疫情可能会进一步加快这些趋势，并为深谙其理的PE投资人带来新机会。

中国私募股权业现状

随着市场的成熟，专注于大中华区的PE基金正在调整投资策略，交易类型从少数股权投资转向控股型交易，后者可以对被投公司的运营和增长施加更大影响力。

随着过往业绩透明度提升，加之LP更倾向与数量有限的几家基金合作，这些因素推动募资越来越向少数几家基金集中。我们预计，随着时间的推移，绩优者与落后者之间的差异将越发明显，行业集中度也将进一步提高。对于能够创造价值的基金而言，成功的退出仍将是一大挑战，在华经营的基金目前仍主要依赖企业买家来实现退出。

市场日趋复杂、成熟，仍有增长空间

2019年，私募股权基金和创投基金在中国的投资总计660亿美元，而在英国的投资为710亿美元，美国为4,710亿美元。

我们预计LP将继续关注中国。在本次调查中，一些领先LP在访谈中告诉我们，他们希望资产配置能够反映出一个国家和地区在全球GDP中的比重。然而，多数机构在中国的资产配置比例尚未达到相应水平，2019年中国在全球GDP中占比16%。鉴于中国从现在到2024年对全球GDP增长的贡献率预计将高达25%，未来LP对中国的关注将有增无减。

随着在华投资的增长，中国的PE交易规模也在扩大。2019年的平均交易规模已增至7,500万美元，远高于2009年的3,600万美元。而且大规模交易有所增加：过去10年间，规模在5亿美元以上的交易占比和数量均有所上升。2009年，这样的超大型交易仅有四笔（占总数的1%），而2019年则为40笔（占比4%）。

我们预计，在华经营的基金将越来越多地寻求控股型交易。此类交易让投资人能够直接管控资金配置、人才和退出战略。事实证明，在收购少数股权的交易中，投资人很难充分影响被投资公司。目前，并购型基金的增速超过成长型基金。从2009年到2019年，并购型基金的年复合增长率为105%，而成长型基金同期的年复合增长率仅有16%（见图4）。

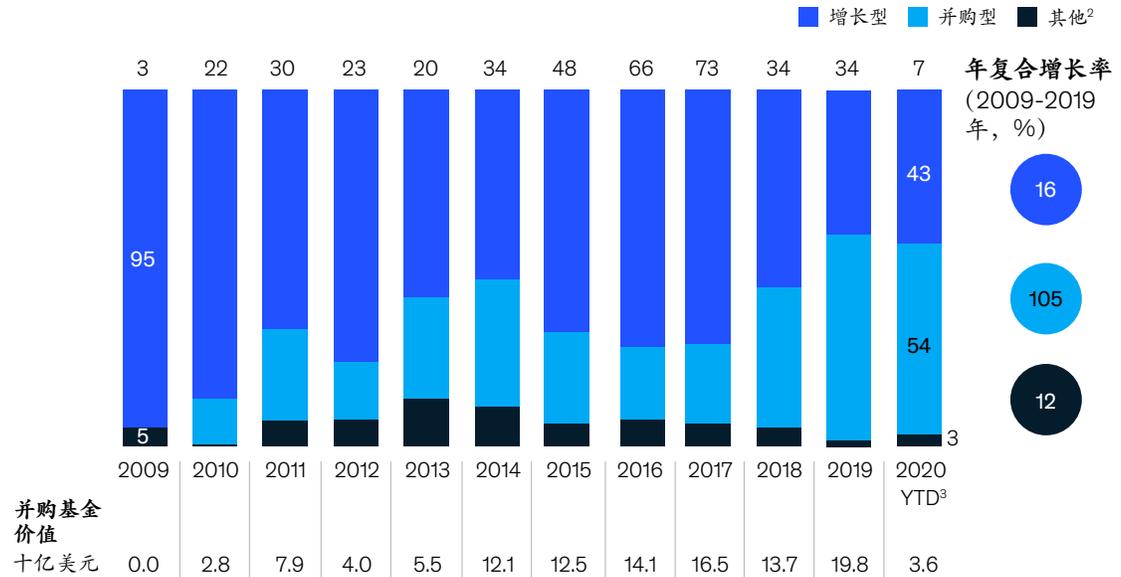
自2015年以来，这一反差尤为明显：成长型基金的募资金额出现了19%的年均下滑，而并购型基金则每年增长12%。2019年并购型基金的总价值达到200亿美元的历史最高水平，在募资总额中占比58%。

募资的大量集中也引发了担忧。人们担心GP手中可投资金过多是否会抬高资产定价并破坏行业自律。尽管自2016年以来，可投资金增长近一倍，但到2019年，资金“待投年份”（即以当前投资水平做出一定规模投资所需的时间）为2年，并未大幅延长，而且与全球水平（1.9年）也大致相符（见图5）。无论如何，资本的差异性可能都已不及从前，从而更加凸显了创造阿尔法收益的重要性。

图4

PE募资正在转向并购型基金

聚焦大中华区的各类PE募资规模¹，十亿美元，%，不包括政府主导型基金

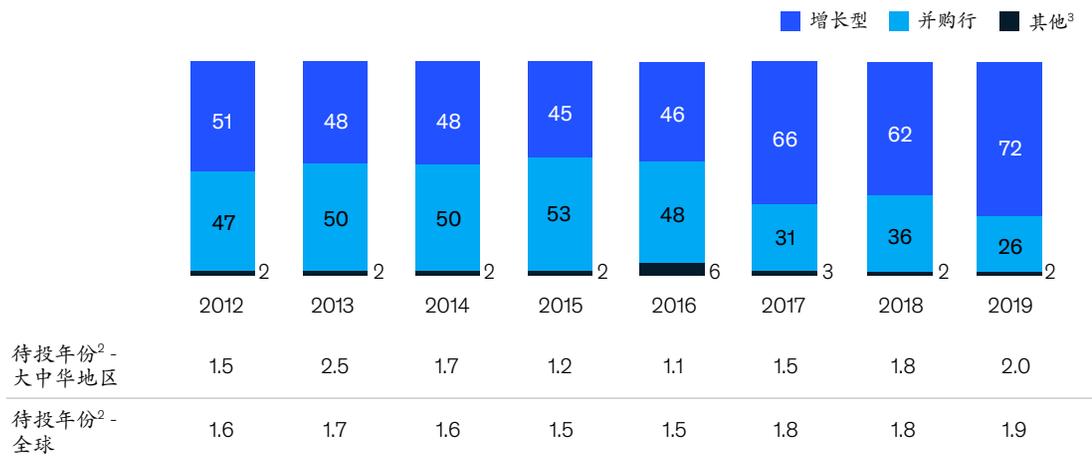


¹包括所有已关闭的在中国大陆经营的基金管理人所募集的聚焦大中华地区和亚洲的基金，并包括其他聚焦亚太地区基金（大中华地区为投资重点之一）募资额的40%。
²包括混合型、平衡型、重振型、共同投资。
³2020年1月至7月。
 注：大中华地区包括中国大陆、香港、澳门、台湾。私募股权包括并购型、增长型、混合型、平衡型、重整资本型、共同投资基金。
 资料来源：Preqin

图5

尽管可投资资金总量创新高，但待投年份与全球水平基本一致

大中华地区的PE基金 - 可投资资金¹，百分比



¹包括聚焦亚太地区、以大中华地区为投资重点之一的基金的可投资资金。
²持有年份的计算方式：用承诺出资但尚未部署使用的PE资金除以过去3年PE交易量的往绩均值。
³包括混合型、平衡型、重整资本、共同投资。
 注：大中华地区包括中国大陆、香港、澳门、台湾。私募股权包括平衡型、共同投资、成长型、并购型、重整资本型基金。
 资料来源：Preqin、AVCJ

向大型GP集中

市场的不断成熟让潜在LP们能够更轻而易举地评估GP业绩，这导致资金向大型GP集中。近期的一项调查表明，过往业绩、项目储备和过往业绩可追溯时长是当前筛选GP的前三大因素¹。同时，出于对运营效率和合规方面的考虑，LP也倾向于与有限数量的基金打交道。新冠疫情可能更加快了这一趋势：由于缺乏当面交流的机会，LP们或许更愿意选择自己已熟悉的GP。2019年，以专注于大中华区的私募股权

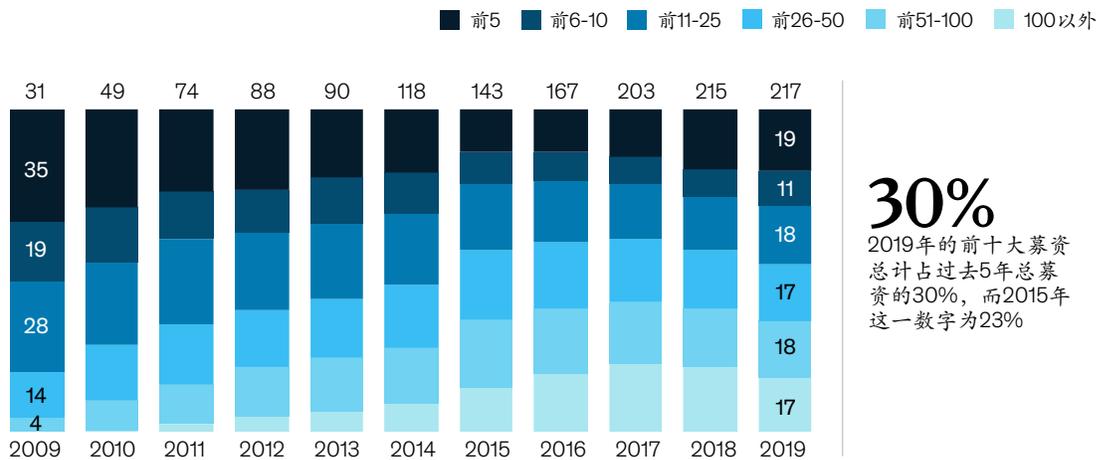
基金的平均规模已从2009年的9,300万美元增至8.16亿美元。

尽管我们在美国等其他市场也看到了类似趋势，但中国市场的集中度更高（见图6）。基金平均规模扩大的趋势可能会延续。这一点从大中华区新GP增长停滞上也能反映出来。2019年，首次募资基金的比例至少是过去10年来最低的，只有13%，而在2020年前5个月这一比例甚至更低（见图7）。

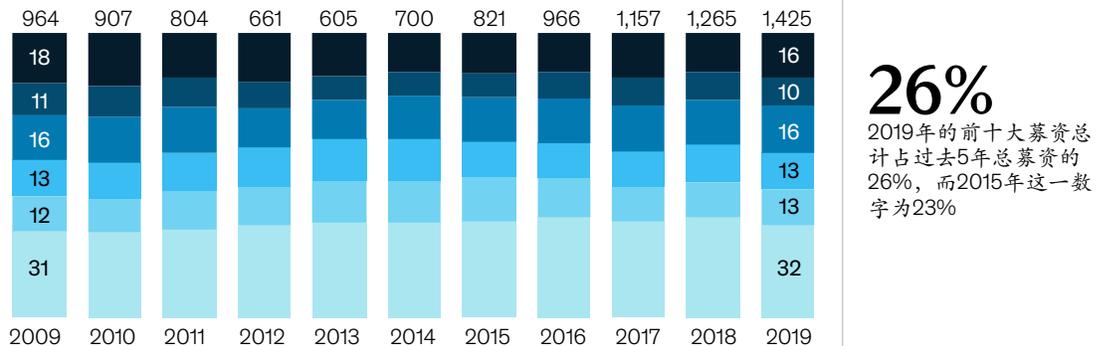
图6

中国的募资越来越向最大型基金集中

金融GP¹大中华地区的PE募资²，过去5年累计值，十亿美元，百分比



美国私募股权募资，过去5年累计值，十亿美元，百分比



¹本土普通合伙人。

²2020年1月至5月，金融GP募集11只基金，总募资额为64亿美元（前5名基金占总额的87%），对过去5年募资的累计值影响相对较小。注：大中华地区包括中国大陆、香港、澳门、台湾。私募股权包括并购型、增长型、混合型、平衡型、重整资本型、共同投资基金。私募股权包括并购型、增长型、混合型、平衡型、重整资本型、共同投资基金。

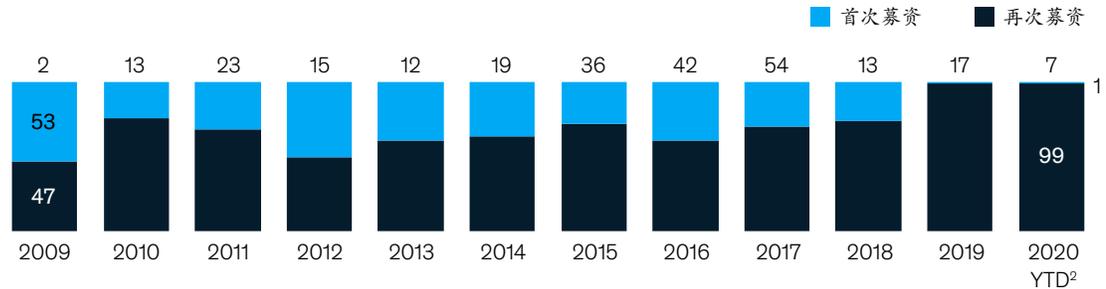
资料来源：Preqin

¹ Preqin投资者调查。

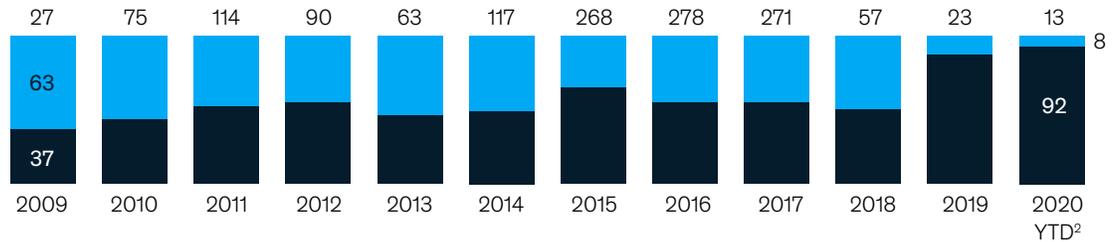
图7

2019年有往绩可循的中国GP才能募到资金, 新基金数量降至历史低点

金融GP¹大中华区的募资, 十亿美元



募集基金数量, 百分比



¹本土普通合伙人。

²2020年1月至7月。

注: 大中华地区包括中国大陆、香港、澳门、台湾。私募股权包括并购型、增长型、混合型、平衡型、重整资本型、共同投资基金。

资料来源: Preqin

行业集中度如此之高, 这让许多小基金未来面临着更大挑战。实际上, 2009年募集的基金中, 规模不到10亿美元的基金占比88%, 而在2019年这一比例仅为20%。2017年新基金共募资163亿美元, 但2019年的新基金募资额仅为不到2亿美元。

高度依赖企业买家

大中华地区PE的主要退出途径是出售给企业买家。自2016年以来, 企业购买占到退出价值的80%~90%, 占退出交易数量的70%~90% (见图8)。

过去5年来, 退出交易的数量减少而规模扩大。中国市场的退出交易总数在2014年达到229笔的峰值, 但到2019年已降至112笔, 而同期平均单笔退出交易价值从9,600万美元攀升至2.67亿美元。

IPO退出占比大幅下降, 2010年至2014年间, IPO退出占退出交易价值的40%~60%, 而到2018年至2019年, 这一比例已大幅降至5%左右。二级私募股权交易的退出占比始终相对较小, 2014年至2019年间平均为6%。不过许多GP预计二级私募股权交易的数量可能会增多, 部分原因在于PE持有的公司数量在不断增长。在中国, 这种对企业买家的依赖意味着, 企业的并购支出若有所波动, 则将会对整个PE市场构成风险。

GP需要创造阿尔法收益

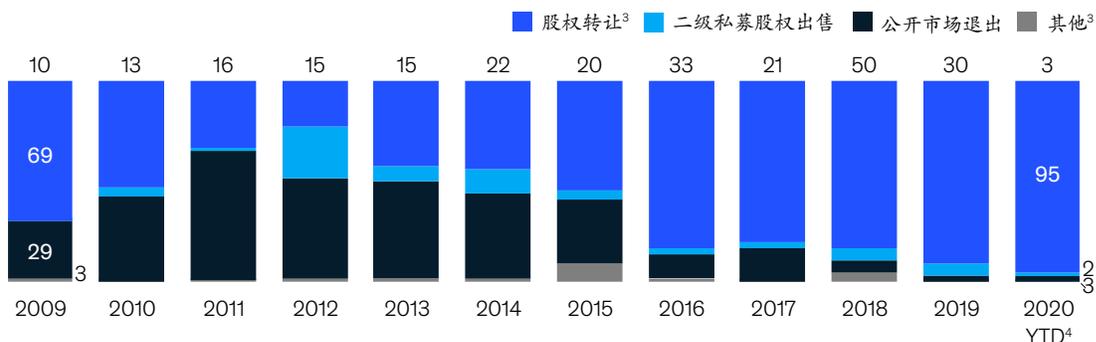
近年来, 中国经济增长虽然仍很强劲, 但增速却逐年稳步下滑, 2019年实际GDP增幅为6.1%, 远低于2010年的10.6%。在新冠疫情前, 麦肯锡全球研究院预计, 2022年至2024年间中

图8

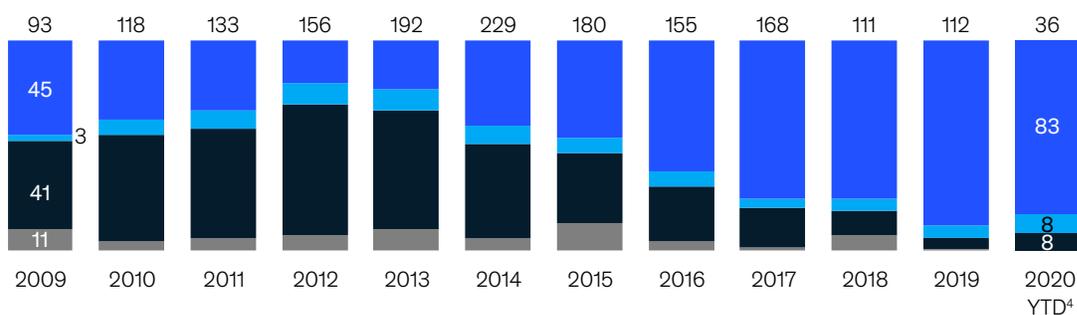
股权转让是PE投资退出的主要途径，自2016年以来约占全部退出的90%

大中华地区¹ PE投资资产²的退出交易

(1) 按交易退出价值划分，十亿美元，百分比



(2) 按交易退出数量划分，百分比



¹ 大中华地区包括中国大陆、香港、澳门、台湾。

² 由PE公司持有的全部投资组合。

³ 股权转让包括通过向企业集团买方出售股份或被其并购而退出；二级私募股权出售包括通过向PE或VC投资人出售股权而退出；公开市场退出包括IPO和公开市场出售（投资组合持有人通过二级市场出售其股份）；其他包括股权回购和破产清算。

⁴ 2020年1月至7月。

资料来源：AVCJ

国经济增速将在5.1%至5.4%之间。当前这场危机可能导致中国经济增幅下降，尽管与全球平均水平相比仍很强劲。

然而，经济增速放缓并没有让投资者降低回报预期。2019年8月的《Preqin投资者调查》发现，58%的LP仍期望投资大中华地区的PE和VC基金期望项目年化净回报率的预期达到

或超过15%，另有10%的LP期望回报率超过30%²。在宏观经济快速增长不再是必然的情况下，资金正越来越多地流向顶级基金。如此一来，控股型交易将更为抢手。

多年来，中国宏观经济的持续高增长让PE能依托整体市场增长获得贝塔收益。然而，在当今环境中若要实现预期回报，PE公司没有其他选择，只能从贝塔收益转向阿尔法收益。

² 2019年8月，Preqin对50多名投资人进行调查，并将结果发表在《Preqin市场聚焦：大中华地区创新经济中的私募股权和风险投资》报告中。

在华经营的PE需要采取以下四项关键措施，方能成功实现组织转型、打造出创造阿尔法收益的能力：

1. 传达新颖、明确的价值主张

GP必须拥有明确的价值主张才能够脱颖而出。在过去，成立一支运营团队可能就足够了，但如今竞争门槛越来越高。GP需要明确阐释其价值创造主张，必须证明自己有能力 and 人才去积极管理被投资资产并能规模性地创造价值。

GP在寻求发展和确定其独特价值创造主张时，有以下两个选择。其一，它们可以选择提升专业化程度。对于发挥被投公司的全部潜力以及迅速应对意外情况（如新冠疫情所带来的破坏）而言，行业专知与专长都变得越发重要。此外，具备战略性专长（如危困公司处理或企业分拆上市）的基金将获得更多资产，并且相比综合型基金，它们在资产定价方面更具优势。

GP的另一个选择是向相邻资产类别扩展以实现规模化。与众多全球公司一样，中国领先的GP已开始转型涉猎多个行业或领域，如信贷、房地产或基建等。同时，养老金、保险公司和其他中国投资机构也增设了PE部门。规模经营可以提高品牌知名度、增加交易机会（如获得更大、更复杂交易或跨境交易的机会）、实现后台规模效应、增强风险分散能力，并有可能在不同资产类别间实现协同效应。例如，一些基金利用其公开市场或债务市场团队来支持被投公司的债务融资、IPO筹备或补强型并购活动。

2. 实现人才、治理和组织卓越

在中国，人才仍然非常稀缺，特别是在私募股权等专业服务行业。尽管具备丰富经验和专业能力的人才数量正在增加，其中一些人甚至可能曾经与PE投资人共事，但如何找到并吸引这些人才仍然是一大挑战。

组织流程和组织架构制度化

在中国这样的高速增长环境中，由创始人经营且业务集中的小公司可能能够成功。但随着公司的发展，这样的模式将会遭遇越来越多的困难。GP需要加强人才培养举措、建立更大的人才库、储备背景更丰富的人才、确定正式的继任计划并制定新的组织流程和架构。中国很多本土公司的创始人都已年满50、甚至60岁，却仍无意放手，没有制定退休计划。而在未来的募资行动中，LP们很可能会问及继任计划。

为提升人才的多样性，PE公司可以在招聘和人员培养过程中融入相关指导原则和举措。PE公司还可以建立正式组织架构并明确定义相关职能，为组织引入基于严谨分析和事实的决策流程。

而且，PE公司应该超越传统上只注重财务风险管理的做法，发展更多能力去主动管理网络安全和声誉风险。

将新的流程和架构固化到组织中，这对于GP逐渐从高度依赖贝塔增长转向更关注阿尔法收益，也将带来益处。经过验证的战术手册和组织架构能确保GP吸取行业最佳实践并有效利用公司在特定领域的经验和专识。一些中国公司正在围绕数字化、采购和运营等主题打造内部专业能力。这类专业能力手册能够大大缩短项目实施时间，在某些情况下，可提速6到12个月。

尽管其他亚洲市场或成熟市场的某些专业性战术手册可以给在华PE提供借鉴，但中国市场在很多领域都需要一套量身定制的计划。原因在于，中国有独特的数字化环境，投资分散在各个行业、较为零散，而且相关能力很难实现跨行业或跨地区通用。

为了创造出持久影响力，在华经营的PE公司需要具备综合能力，既有职能专识、设计和实施价值创造计划的能力，还要有变革管理能力。PE公司往往善于聘用职能专家，但却常常忽视后两类能力。

由一支较小的核心团队在被投公司中协调与安排转型计划，可能是更佳解决方案。为此，PE公司需要与内部和外部专家紧密合作。

提早在被投公司启动人事变革，实现人才与价值相匹配

为了与被投企业管理层建立良好关系，PE公司往往会推迟对被投公司高管层的变革。尽管大多数PE公司都声称在投资中倾向于选择优秀的管理团队，但根据我们对全球180笔投资交易的分析，只有44%的被投公司CEO能够从交易签署一直留任到交易退出。平均而言，在交易完成后的2.2年内，CEO就会被替换。我们在中国地区也看到了类似趋势，因此尽早进行人才评估至关重要。

人才评估包括两个主要部分。首先，GP需要确定被投公司中25至50个最重要的角色。这些角色通常关系到公司当前的息税折旧摊销前利润（EBITDA）的创造，或者对未来某个能够产生并获得的EBITDA流至关重要。这些角色可能雪藏于组织的更深层级，而非高管层。那些能够推动价值创造的关键角色同样不可忽视，例如关键地区的销售主管或产品开发负责人。其次，GP需要确保在这些关键角色上拥有合适的人选；应当为每个角色列出关键任务清单并评估当前在任高管的履职能力。³

例如，某家总部位于中国的大型PE基金要求在交易完成后立即对每家被投公司进行人才/价值配置评估。通常组织中2%的人会创造80%的价值，因此需要在整个组织中找到这些人才。为了找出核心价值创造者，首先，交易团队和运营团队会共同评估最大的价值创造机会，并确定实现该价值所需的技能和思维方式。然后，他们会评估适任人选是否到位，尽快替换不适任人选并努力留存并激励适任者。

规范和完善GP的人才储备

由于中国的人才池相对较浅，特别是具有PE经验的高管人员，因此在中国寻找并留住合适的人才尤为关键。未来，人才竞争可能会加剧，拥有合适的人才将变得更加重要。随着基金的平均规模不断扩大，为被投公司创造价值所需的能力门槛也在不断提高。疫情下的经济环境可能为主动获取顶尖人才提供了绝佳的机会。

PE人才发展应该注重多个维度。随着行业迈向更高的专业化程度，PE人才也需要更加专业化，他们应有能力尽早发现潜在投资目标的价值创造机会，并与管理层合作去实现这些机会。GP不应该拘泥于拥有传统财务背景的人才，要积极招募转型和数字化等领域以及在定价、运营等特定职能领域的专家。PE公司应建立一张跨地区、职能和行业的广泛顾问网络，以便能够迅速集结团队。

最后，GP需要做好准备去重新构建合伙人制度。为吸引和培养下一代领导者，未来PE公司的股权结构应反映出不断变化的领导团队结构。曾担任主导合伙人的创始人需要开始放手，并将更多的交易分配给下一代领袖。发达市场的GP在这方面走得更远。但在中国，随着创始人年龄的增长，制定明确继任计划变得越来越重要，加之LP越来越关注这一点，继任计划将成为一个更加突出的问题。

³ 有关匹配人才与价值的更多信息，请参见<https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/linking-talent-to-value>。

评估PE公司的组织健康度

尽管投资人已开始采取更为结构化的方法来评估被投公司的人才,但大部分PE并未以同样严格的标准审视自身组织。中国某大型PE公司从与业绩相关的七个维度对员工进行了调研。它们分析了领导力、组织方向感、创新和学习等诸多主题。调研结果在证实公司实力的同时,也突显了领导层的一些不足,公司高管团队为此有针对性地布置了一系列的人才辅导与发展课程。

评估PE基金的人才价值主张

为吸引和留住最优秀的人才,PE公司需要仔细调整薪酬、非财务激励、文化和职业发展机会等各个环节。财务激励发挥着重要作用,而强调整体文化和职业路径则可加强PE基金的人才价值主张。运营团队的员工经常担忧,认为相比交易部门的同事,他们的价值没有得到足够重视。随着运营团队的重要性日益彰显,打消运营部门员工的顾虑对于吸引适任人才至关重要。

3. 完善交易发起和执行方式

过去,那些增长迅速的目标公司,其所有者往往并不热衷于出售多数股权,因为他们没有必要这么做。同时,PE投资人自身若没有相应的能力,也倾向于投资一个管理团队并选择信任这个团队去经营被投公司。因此,中国大部分的PE投资交易都是少数股权投资(过去10年平均来看,此类交易的数量占比超过90%⁴,价值超过80%),这表明中国GP可能并没有在并购型交易定价或执行方面投资相应的能力及人才。

在华经营的GP需要增强并购型交易和其他更复杂交易的项目寻源能力,并培养对可投资产进行判断与定价的行业专业能力。他们还必须提升后续价值创造能力。为此,GP必须建立项目寻源的专业能力,并提升运营团队能力。

建立交易寻源和执行能力

很多交易需要几年时间才能完成,因此PE公司有时时间去主动评估机会,在许多西方市场这都是普遍做法,但迄今为止这点在中国却较为少见。无须讳言,许多中国PE公司往往只是在卖方发起之后,才会被动地对投资机会做出反应,结果导致其对行业和目标的了解不足。

然而,我们也看到在有些交易中,PE公司开始主动行动并获得了先发优势。采取如此做法的PE往往能与标的公司管理层建立更紧密的关系、与行业专家合作制定更精准的投资逻辑、并在更长时间内跟踪行业动态和类似交易。在行业内打造人际网络,并与潜在标的公司和顾问建立联系,这些都十分重要;而且在中国市场尤其如此,因为随着中国第一代企业家们进入退休年龄,预计将有更多家族企业待售。PE应该广泛搜寻并优先关注家族企业,通过参与并制定具有战略性的所有权过渡计划,来主动与这些企业接触。

此外,当前的经济形势可能会为专业化投资人带来更多机会,比如帮助陷入困境的公司获得贷款融资。补强型并购的机会可能也会增加。不过,由于卖方还在根据宏观经济环境的变化来调整估值预期,合适的机会可能仍需等待数月才会出现。

⁴ <https://www.avcj.com/>, 麦肯锡分析。

交易执行也至关重要。在新冠疫情和中国经济增长放缓的背景下, GP (尤其是规模相对较小的公司) 必备的核心能力之一就是搜寻和处理更为复杂的交易。鉴于当前的经济形势, 复杂交易(如重新考虑业务组合的公司将部分业务拆分出来)的数量可能会增加。

例如, 某在华经营的PE公司意识到股权拆分的潜在价值, 同时也发现自身缺乏执行此类交易的能力。而该基金的一名合伙人具备该类交易的必要知识, 于是公司为他匹配了建设相关能力的资源。该合伙人定期对行业进行扫描, 以确定适合做股权拆分的企业(其较长期目标是主动与这些公司建立联系)。他们还在早期与能够就股权拆分或相关行业提供建议的外部专家及标的公司的管理团队建立了联系。

提升运营团队效能

随着全球PE公司都在寻求更高投资回报, 很多公司都在组织中建立了运营团队。这些团队致力于为被投资公司提供战略指导和支持, 例如推动可衡量的绩效改善、监控与报告、支持更广泛的变革工作。然而我们观察到, 很多情况下, 这些运营团队往往被作为特殊任务小组, 他们的职权范围狭窄, 而且往往不是投资主题的核心组成团队。尽管运营团队已成为大多数大型PE公司的既有组织架构的一部分, 但其规模和构成却相差很大⁵。

运营团队非常重要, 尤其是在危机期间。我们回顾了2009年以来120家活跃PE公司的业绩, 并计算了其在全球金融危机之前、之中和之后的回报。我们的调查结果显示, 运营团队在经济低迷时期最有价值。在2009年至2013年期间, 拥有运营团队的GP, 其内部收益率比没有运营团队的GP高出约500个基点。

以一家亚洲大型PE公司为例, 该公司曾领投过一家全球生物科技公司, 从2014年A轮投资进入, 持有至2018年IPO退出。该PE公司利用深厚的行业研究能力和制药行业专识为被投资公司提供战略支持, 尤其是帮助被投资公司制定了在中国和美国的产品上市计划。PE公司的团队积极参与被投资公司管理团队在商务策略、注册政策、临床开发、国际合作战略和人才招聘方面的工作。

PE公司若要着力发掘阿尔法收益, 则应通过以下做法提高其运营团队效率:

A. 聚焦运营价值。根据我们的经验, 许多运营团队无法抓住最能带来影响力的增值点。如果不对最具改进潜力的领域进行量化, 可能就无法充分挖掘其价值。此外, 由于交易团队并不了解被投资企业中的哪项资产最具增值潜力, 有时他们可能会对运营团队应该在哪些资产上投入更多时间造成不必要的干扰。我们发现, 比起努力挽救陷入困境的资产, 进一步提升优质资产往往能带来更多价值。PE需建立有益的价值创造大局观, 以深厚的专业和行业专识去识别、衡量并创造价值。

B. 合适的运营团队配置。运营团队的架构应能够补强被投资公司的需求和基金的整体战略。运营合作伙伴或外部顾问不一定仅仅提供建议和指导, 他们也可以与管理团队一起工作, 提供特定行业的深厚知识与转型能力。因此, 除执行团队外, 运营团队还应包括相关行业专家和交易合作伙伴(或与之建立联系, 方便获得支持)。随着交易项目变得更加专业化、价值实现变得更加复杂, GP将需要考虑如何在各被投资公司间优化运营资源和外部专家资源。

⁵ 有关有效运营团队的更多信息, 请参阅Jason Phillips和Dhruv Vatsal发表的“私募股权运营团队与追求‘投资组合的阿尔法’”, mckinsey.com, 2018年11月6日。

C. 定期检视投资组合。运营团队和交易团队需要就投资组合的详细现状达成一致。月度投资组合检视应基于关键绩效指标 (KPI) 体系聚焦价值创造, 这些指标应在整个投资组合层面保持统一, 并且比基本的红黄绿状态分级更加精细。

检视应具有前瞻性 (例如包括后续工作, 未来3个月、6个月和12个月计划, 以及下一步应重点关注的KPI), 贯穿至退出的整个过程中, 并对应具体行动。

最近几个月来的形势表明, 基金及其被投公司需要充分考虑关键性的行业因素, 并对其可能的发展演化建立潜在情景。疫情期间, 拥有明确现金管理战略的PE公司, 比缺乏此类计划的公司更快掌控局面, 并能实现收购提速和市场份额增长。

D. 超越百天计划的详细运营手册。运营手册可以让GP在特定投资领域和执行领域建立起独特能力, 帮助GP快速改变被投公司并执行复杂的战略行动。例如, 经过验证的间接支出降本机制, 使交易团队在潜在的资金节省及资本回收方面更有信心。而详细阐释公司股权拆分和基本业务职能建立步骤 (以便其能够独立运作) 的战术手册, 则会让投资人对自己承担的风险做到心中有数, 对于实现投资回报的流程步骤也更有把握。

4. 为成功退出做好准备

在追求健康的回报时, 大多数GP都会把主要精力放在出色的交易上。尽管很多GP也深谙被投公司业务转型之道, 但他们往往对完美退出关注不足。

在华经营的PE公司必须应对另一项挑战: 退出途径仍很匮乏, 而有限的途径上也十分拥挤。几乎所有中国被投公司的退出路径都是在二级市场上被企业买家收购; IPO退出极为罕见。此外, 当前的经济形势可能会进一步限制企业买家的并购计划, 给业已十分拥挤的中国PE公司退出路径带来更大压力。

因此, 对中国投资人而言, 积极主动并及早启动退出规划 (至少比预计退出时间提早18个月) 就显得格外重要。那些更严格筹备退出计划的公司有能力将EBITDA提升2%到5%, 并能向潜在买家呈现令人信服的EBITDA增长证据。要实现这些成果, PE公司必须比计划退出时间提早18个月左右便启动相应计划; 在计划退出前的12到18个月, PE应着手进行第二轮绩效改善举措。PE投资人还应准备好应对买家提出的难题。

在退出前大约6个月, PE投资人应认真寻找并研究潜在买家, 并确定最能吸引他们的股权投资故事。从战术上讲, 有必要根据潜在买家群体的成熟度和认识水平来定制股权投资故事, 并在必要时进行投资人教育。股权投资故事应基于事实对棘手的问题做出回答, 并为下一个买家的价值创造故事埋下伏笔⁶。

PE公司应在最初就将退出计划纳入所有被投资公司价值创造的日程。理想情况下, 在准备出售前的两至三年, GP就应该考虑构建相关要素, 为下一个买家的股权投资故事和投资逻辑做准备。

管理层有可能需要为此启动新举措, 打造对未来买家至关重要的一些要素。

⁶ 更多有关股权投资故事要素以及为特定受众量身定制信息的内容, 请参阅Guillaume Cazalaa, Wesley Hayes和Paul Morgan发表的《私募股权的卓越退出: 讲述切题的故事》, mckinsey.com, 2019年8月1日。

结语

显然，在华经营的PE公司仍有很多机会，其机会之多，甚至可能超过以往。然而，在中国PE市场，投资人不能再依赖不断增加的交易倍数和整体市场增长来实现回报。GP需要打造新的运营能力，使其能够与被投公司的管理团队紧密合作，共同创造出阿尔法收益。

多年来，尽管中国的PE公司一直将阿尔法收益挂在嘴边，但现实中，它们仍主要依靠贝塔收益。而在经济增长减缓的新环境下，这些公司必须加倍努力，积极探索如何创造出真正的阿尔法收益。

尽管有些PE公司已经零星建立起一些能力，但更多在华经营的PE公司尚未通过我们上文所描述的系统性方式来打造起这些相应能力。如果PE公司能果断采用系统性方法增强其为被投公司创造价值的能力，便可赢得真正的优势。当前PE公司不仅要度过危机，还要为迎接下一个新常态做好准备，因此具备上述优势尤其重要。当前这场危机的持续时间和经济复苏时点都不确定，因此，PE能在多大程度上有效管理危机、并为复苏做好准备，将成为测试PE基金实力强弱的试金石。

如今，中国PE公司还有机会去学习如何创造阿尔法收益。而在不久的将来，创造阿尔法收益将成为PE公司生存、乃至繁荣发展的必备能力。

关于作者

Ivo Naumann是麦肯锡全球董事合伙人，常驻上海分公司；**Joseph Ngai (倪以理)**是麦肯锡全球资深董事合伙人，常驻香港分公司；**Nick Leung (梁敦临)**是麦肯锡全球资深董事合伙人，常驻上海分公司；**Oliver Ramsbottom**是麦肯锡全球董事合伙人，常驻台北分公司；**Vivek Pandit**是麦肯锡全球资深董事合伙人，常驻孟买分公司；**Wouter Baan**是麦肯锡全球副董事合伙人，常驻香港分公司。

作者感谢Gordon Orr (欧高敦)、李瑞航、李卓然、余玮玮、张佳洋、黄逸楠、朱文杰、Shivin Agarwal、Alistair Duncan、Glenn Leibowitz (王磊智)、鲁志娟和李晓韵对本文撰写及发布所作的贡献。

© 2020 McKinsey & Company. 保留所有权利。