

# 制胜中国私募股权市场： 专访加拿大养老基金 投资公司亚太区PE业务 董事总经理苏昭

作者: Ivo Naumann和Wouter Baan



新冠疫情引发诸多深远影响，比如在企业和工作场所加速使用数字通信工具。然而，无法当面交流也给中国私募股权（PE）行业带来了一些影响。这一领域高度依赖信任关系，有限合伙人（LP）不愿出资给素未谋面的公司。因此，疫情促使中国PE募资开始向成熟度高、规模更大的普通合伙人（GP）集中。

然而，加拿大养老基金投资公司（CPPIB）董事总经理、亚太区私募股权业务负责人苏昭表示，积极进取的GP仍然可以脱颖而出。这家加拿大资管公司在全球的资产管理规模超过4,000亿加元。

CPPIB的投资身份既是GP也是LP，这让苏先生能够以独特的视角去探究中国PE行业合作模式的发展演变过程，并能够了解那些具备特定行业独特专识或掌握有效战略的GP是如何抓住“市场白地”、吸引到越来越敏锐和挑剔的投资人的。

此次，苏先生受邀与麦肯锡驻上海的全球董事合伙人、大中华区私募股权咨询业务负责人Ivo Naumann以及麦肯锡驻香港的全球副董事合伙人Wouter Baan座谈，一起探讨最值得关注的四大行业、全球资管公司如何推进GP的制度化、以及为何二级市场退出在中国变得越发重要。

**麦肯锡：**中国私募股权市场迅速扩张，规模已达世界第三，但其在GDP中的占比仍相对较低。您对未来市场有什么看法？与过去会有什么不同？

**苏昭：**与美国相比，中国PE市场还处于起步阶段，因此我们仍有很强的增长潜力。PE是公司融资的重要手段，而且中国政府在鼓励企业进行更直接的融资，这非常适合长期PE投资人。同时，市场也在不断发展，交易类型从以少数参股的增长型投资为主、发展到更多控股型并购交易。这样的趋势将继续支持中国市场增长。

**麦肯锡：**中国GDP增速放缓将对PE造成什么影响？给寻找募资和投资机会带来什么影响？

**苏昭：**主要的影响在于价值创造来源的转变。在10到15年前，PE基金仍可以跟随宏观潮流，从行业的成倍扩张中受益。如今，PE收益越来越多源于交易后的价值创造。私募股权交易已变得越来越复杂，所需资源也越来越密集。在募资方面，投资人会更加深究GP如何创造收益，以及该策略在未来是否可持续。

**麦肯锡：**未来PE将在哪些机会或领域实现增长？

**苏昭：**三大长期、可持续的趋势将支撑市场并带来值得关注的机会，即消费升级、颠覆性的业务模式和生产提升。中国PE业务的基础设施也在不断发展，因此我们拥有更多的可用人才。顾问网络也有了进步，并且出现了更多的债务融资选择。这些意味着将有更多值得关注的控股型交易机会。从行业来看，我们认为以下四个领域非常值得期待：医疗、消费品、金融服务和科技。



## 苏昭

### 个人履历

#### 教育背景

美国西北大学凯洛格商学院  
工商管理硕士  
对外经济贸易大学  
文学学士

### 职业成就

加拿大养老基金投资公司 (CPPIB) 董事总经理、亚太区私募股权业务负责人, 领导公司在亚太区的PE业务, 该公司在全球的资产管理规模超过4,000亿加元。

曾任贝恩资本亚洲私募股权投资董事经理, 聚焦大中华地区市场, 曾任贝恩公司驻上海的亚洲金融服务业务经理。

曾担任业务发展经理, 为爱立信在中国的扩展做出贡献。

曾在中粮集团担任4年交易员。

**麦肯锡:** 新冠疫情将对PE行业造成什么影响? 目前交易似乎并不活跃, 然而在上一次危机中, 交易活跃度曾在探底后的约6-8个月即迅速反弹。这一次是否会发生类似情形?

**苏昭:** 新冠疫情给业界带来了前所未有的冲击。GP在资产管理方面花费了大量时间去支持被投公司。就交易活跃度而言, 疫情导致的社交隔离带来了巨大挑战, 人们无法进行面对面交流, 交易项目寻源和尽调都变得更加困难。此外, 危机仍在发展, 还存在许多不确定性。这些因素在过去的几个月中造成了行业的停顿。

不过, 中国的形势正开始好转, 在“抗疫”型交易领域有一些机会: 比如线上医疗业务或在线教育业务, 它们在某种程度上因疫情而受益。交易的恢复速度将比上次全球金融危机更快还是更慢? 我认为尚不确定, 需要看疫情如何发展。在回报方面, GP面对新交易会变得更加谨慎, 甚至会提高考虑交易的门槛, 因此可以预期, 那些能够通过的项目可能会比在非特殊时期达成的交易回报更高。

**麦肯锡:** 这些变化对PE基金本身意味着什么? 他们应该怎样调整才能在投资策略、人才、价值主张方面保持成功?

**苏昭:** 基金需要做两件事: 一是对所投行业或市场具有一流的前沿洞见; 二是打造志同道合的合作伙伴关系网络。中国市场变化很快, GP想要创造价值就必须站在行业洞见与动态的最前沿, 他们需要成为CEO和公司高管的伙伴。这意味着他们需要基于行业趋势评估, 更加重视行业分析与创新。

在伙伴关系方面, PE是资源集中型行业。GP需要充分利用内部和外部的所有资源, 而建立潜在在合作伙伴关系网络(包括LP和行业高管)是有效利用这些资源的关键。在CPPIB, 一直以来我们的直接PE投资都遵循伙伴关系模式。多年来, 我们不断努力加强与GP们的有效联系。我的团队致力于将CPPIB的全球最佳投资实践带到亚洲。

作为一家全球公司, 我们拥有行业专家、以及在交易尽调和资产管理方面的专识与能力。我们希望将这些引入本地市场, 帮助我们的合作伙伴在更深层面发展其业务。

**麦肯锡:** 中国的PE交易流程正在如何演变, PE公司是否已做好准备去应对您谈到的那些转变?

**苏昭:** 未来私募股权的大部分收益将源于价值创造。创造阿尔法收益很重要, 但并不容易, 因为这需要GP转变能力。我们可以回顾一下10到15年前中国的交易, 当时在对GP做尽调时, 主要强调其交易发起能力以及做复杂交易的能力。如今, 这些要素已经越来越同质化。因此, 如何能更好地成为特定业务的所有者就变得格外重要。我们看到中国的GP在这方面已取得长足进步, 无论是建立内部团队、还是利用外部合作伙伴和顾问方面。

创造阿尔法收益的关键在于了解特定投资领域中哪些业务模式最为重要, 之后便是找到合适的人才去执行合理的战略, 并成为有助于企业发展的股东。中国市场在这方面是否做好了准备? 对于某些行业, 例如消费互联网, 中国可能已经领先于美国市场。许多新的商业模式正在涌现, 这其中有GP们的贡献。他们帮助公司确定哪些模式有效、哪些无效。总体而言, 中国市场仍在发展, 仍然会有一些人才短缺问题。但随着时间推移, 人才会出现, 市场也会做好准备。

**麦肯锡:** 人们经常谈到运营团队或被投资公司价值创造团队的角色与作用。您对其重要性有什么看法? 其中哪些因素是有效的, 哪些是无效的?

**苏昭:** GP会采取不同的方法。一种是建立专门的运营团队。他们会聚焦资产管理和价值创造。其他一些GP则聘用职业经理人, 并将他们部署到被投资公司中作为全职管理团队。两种方法都有效, 归根结底是要为您的被投资公司或待解决的特定问题分配最合适的人才。其次, 无论是您自己的运营团队、还是进入公司开展业务的适任经理人, 作为GP, 重要的是如何确保该价值创造工作有问责机制、激励措施和负责人。至于是选择自建运营团队、还是继续聘请职业经理人, 两者皆可。

**麦肯锡:** 我们看到募资越发向少数基金集中。这一趋势会持续吗? 从LP角度看, 什么因素促使您投资于少数几家GP?

**苏昭:** 新冠疫情加速了这一过程, 因为在做虚拟尽调时, 比起和一家新的GP做线上交流, LP更放心与熟悉的GP合作。即便如此, 新的管理机构仍然可以通过在特定行业的卓越表现、或通过提供独特的“市场白地”策略脱颖而出。作为LP, 当我们考察一家新GP时, 永远会问这样一个问题: 该GP能够给我们的投资组合带来哪些我们没有的东西? 如果新的管理机构能够在

这方面展现其独特性，那么他们仍会有机会。另外，我们希望与GP之间利益充分统一。我们希望GP在为投资人创造收益的同时也能够获得应有的回报。

在PE行业，规模很重要。一方面，你需要足够大的规模才能去争取某些交易，而业务规模也可以带来协同效应。另一方面，增长速度过快会分散GP的注意力并引起利益错位。作为LP，我们始终注重帮助GP培养他们创造回报的“秘密武器”以便与市场共同成长。

**麦肯锡：**我们有可能在中国看到哪些专业化类别或独特策略，您能否给出一些例子？

**苏昭：**医疗是我们非常喜欢的行业。在该领域寻求机会时，我们越来越重视评估机会所需的特殊专业能力。例如，我们去年投资了一家新的管理机构，是一家聚焦中国医疗行业的基金。GP团队成员都是医学博士，他们的专业知识会带来独特的见解和视野。将这些GP纳入我们的关系网络具有非常重要的价值，他们带来的不仅是我们以往难以评估的新交易，还有可以为我们所用的专业知识。

**麦肯锡：**随着基金规模的扩大，您认为它们应采取怎样的策略？应该做专业化还是扩展更多资产类别？

**苏昭：**这两种策略在中国以及全球都出现过。有些基金想走高度专业化路线，那些专业的管理机构想变得更加专精，而不希望规模成为负担。他们每次都会对基金规模做一定限制，当需要资金时，再回到市场募资。因为持有太多资金，会产生花钱的压力，从而可能导致低效决策。

如果希望将基金机构化，并确保人才有可持续发展的平台，则比较适合去做更广的扩展，不同业务线之间也可能产生协同效应。

这两种方法都有其价值。在考察管理机构、考虑我们的战略演变时，我们希望保持LP和GP间的利益一致，并确保其战略所带来的持续回报能够让我们满意。

**麦肯锡：**您能否谈谈中国GP迈向机构化的进程？

**苏昭：**在中国，大多数GP仍属于第一代，与美国同业相比，创始人仍然是主导，并且还很年轻。我们还没有看到许多成功地从第一代过渡到下一代的例子，这在全球范围内亦然。

话虽如此，我们投资组合中的中国GP对于建立机构、团队或基金的下一代领导层，都已经有了越来越多的意识和思考。即便创始人仍高度参与日常工作，他们也已开始培养下一代的董事总经理，并让其在组织中承担越来越重要的角色。作为LP，我们很愿意帮助GP实现这种过渡。我们的全球经验会对中国的管理机构有帮助。

**麦肯锡：**与世界其他国家相比，中国仍处于起步阶段，您认为中国的基金在未来是否能够成熟起来并赶上更为发达的市场同行？

**苏昭：**无论是在专业程度、还是基金规模方面，中国一些管理机构已经足以比肩全球。他们享有后发优势，可以学习前人的经验，同时避免一些基金早期犯过的错误。

在过去10到15年中，中国的基金管理机构也经历了较大的行业变革，不仅仅是所投资行业的轮动，还有退出方式的改变。中国GP从中受益，获得了不同的投资观点，调整了自己的业务发展规划。随着时间推移，我非常相信中国将出现与全球著名机构不相上下的成功GP。

**麦肯锡:** 您如何看待中国退出市场的发展前景?

**苏昭:** 中国市场的发展将会像美国市场一样, 退出选项和渠道将更加丰富。这样的情形已经发生了。十年前, 大多数退出是通过在海外市场上市实现的。如今, GP可以在亚洲国内实现公司上市, 然后再从那里退出。因此, IPO渠道已经有所扩展。

同时, 无论是对财务投资人还是对战略投资人而言, 我们看到二级市场退出在中国变得越来越重要。这也有助于促进控股型交易机会。随着债务融资市场的发展, 出现更多的资本重组式或分红式退出也不意外。

**麦肯锡:** 作为LP, 未来您最关心什么?

**苏昭:** 作为LP, 我们非常注重与GP的长期关系。我们希望能和GP一起成长, 并在此过程中为他们提供支持。我们越发感到在整个价值链上深化与GP的关系非常重要。

作为全球资产管理机构, 我们的其他业务线也有可能和GP相关。例如, 我们的公开市场同事可以在GP上市某家被投公司的过程中提供帮助。从PE角度看, 我们希望在共同争取交易项目方面更多与GP合作。

这一过程有助于在双方团队间培养信任和相互理解, 这对于建立跨周期的长期持久合作关系非常重要。如今, 在考察GP时, 我们不再只是关注往绩、评估策略与团队, 还越来越注重能否与其建立深入持久的关系, 这点至关重要。

**麦肯锡:** 在中国和亚洲市场, 目前的可投资金额已创历史新高。这是否是对行业信任的标志? 是否存在与GP资金部署压力相关的风险? 比如造成资产价格虚高?

**苏昭:** 中国PE拥有良好的过往业绩, 各公司都实现了不错的回报, 因此从投资人的角度来看, 需求在不断增长。另一方面, 这确实给行业或GP带来了风险。

如果良好机会的供给跟不上需求增长, 就会产生回报压力。同时, 这意味着GP越发需要提升自己的能力和水平, 因为资金会越来越商品化。GP必须成为更优秀的资产持有人, 在拿到交易后能够实现价值创造。

对GP而言, 一定不要让规模增长超出掌控, 也不要因承受资金部署压力而做出可能损害招牌的错误决策。目前, 对于我们的GP, 我们还没有这样的担心, 大家都很自律。

## 关于作者

**Ivo Naumann**是麦肯锡全球董事合伙人, 常驻上海;

**Wouter Baan**是麦肯锡全球副董事合伙人, 常驻香港分公司。

© 2020 McKinsey & Company. 保留所有权利。