

张乐 快乐投资的那些事儿

本报记者 张璐 李成成

最初的德同只管理美元基金，在 2010 年做了 8 支人民币基金，这 8 个基金是分别与 5 个政府引导基金合作的，包括长三角的无锡、杭州、珠三角的广州、深圳、渤海湾的北京中关村以及西三角经济区的重庆、成都和西安。目前全国的布局已经完成。

2006 年至今，德同资本从最初的 1.5 亿美元资本金，发展至管理着 5 亿美元和 25 亿人民币的庞大规模，其影响力位居世界风险投资公司前十位。德同资本高速成长的背后究竟隐藏着怎样的高招与诀窍，让人百般求索。为此，记者专访了德同资本的投资总监张乐先生，倾听他的快乐投资之道。

做投资不仅要会选人 更要会做人

记者：众所周知，在考虑投资项目上，一般来说分为四大因素，管理者、商业模式、项目潜在收益与风险衡量，能告诉我们，你最看重哪个因素吗？

张乐：这需要做一个综合的考虑。真正的投资者都是带着一种挑剔及审视的目光看待每一个企业，从这个角度说，世界上没有一个企业是完美的，总会有各种问题。不过企业有问题不可怕，关键是作为一个投资人，你要主观地分析和判断此类问题能否很好地解决。

举个例子来说，刚才提到管理者因素，我们认为投资就是投人，因此这也就是投资者最为关注的因素，即人的问题。从企业的团队来看，总会有相对比较薄弱的环节，也就是其短板所在。如果财务管理相对是短板，我们可以增强财务人员；市场营销力量较弱，我们可以补充营销力量；最为核心的是创始人是否可靠和开明。

有这么一类企业家，虽然他不善于亲力亲为，但他特别会用人，这照样也可以解决团队的短板问题。又比如说你问到商业模式创新，投资人特别是早期投资人比较看重创新技术以及创新模式，但我们也要清楚创新的定义。

其实真正的创新要求很高，世界上也不会同时涌现出很多的创新。有时几个投资机构一窝蜂去投资某一个企业，企业标榜创新，但更多的是概念炒作，所以投资者要避免追求“伪创新”。

说到项目潜在收益和风险衡量，华尔街有这么一句话“回报和风险是成正比的”。这句话是什么意思呢？就是说回报越高承担的相对风险就越大，然而这是一个必要条件，绝不是充分条件，也就是说，风险大的投资不一定收益就高。

正理解风险和收益之间的辩证关系对基金管理人来说非常重要，你刚才问追求收益和风险防范哪个更重要，我认为一个好的 GP 首先要保证资金的安全，不能因为追逐可能的高收益来承担过高的风险，从而导致资金打水漂。

综合上述这些情况，在选择项目的过程中一定要综合地考虑管理者、商业模式、收益与风险等各方面因素，在保证资金安全的情况下再追逐收益。

记者：面临多个 GP 同时竞争一个项目时，采取哪些具体的措施和手段，以保证获得项目，又不伤同业 GP 的和气？

张乐：在过去几年，尤其是面临人民币基金的蓬勃发展时，投资人都经历过很多次竞争。我比较幸运，只要我看中的项目最后都顺利地投了，而且我出的估值还比较便宜。

前面提到投资就是一个投人的过程，所以基金和企业能够走到一起是由多方面因素决定的。浅层次的原因可以说是缘分，深层次的原因可以说信任感，协同增效等各方面因素的综合考量。所以也可以说投资也是一种 People-Business，一旦你和企业建立了这种信任，他觉得你投进来会对自己的企业有帮助，他不会太在意你的估值。

记者：如果你与同行都想投资一家企业，当这个投资意向提上日程时，也就开始了与这家企业的接触交往，那么临时去和企业建立关系，这个时间就比较短，要与企

业管理者快速地建立信任关系，你是怎么做？

张乐：这个问题问得好。如何与企业家在较短的时间建立信任感？我觉得投资和做人是一个道理。真诚、专业，带着帮助企业解决问题的理念去做投资，你会发现投资很简单。

今年年初，我在重庆投资了新中天环保，新中天环保的业务包括两块：电子废弃物的处理（如废旧电脑、电视、空调、洗衣机等）以及危险废弃物处理（如化工废渣废气等）。

当时有很多基金在看这个项目，最后公司只选择了德同。最后在投的过程当中，我们特意邀请了重庆科风投一起参与。我这样做的的原因是重庆科风投和德同在资源和优势上互补，德同比较擅长的是资本市场，重庆科风擅长的是政府资源和整合，我们两家基金一起投资，协调合作，才能取得更好的发展，新中天环保将来就更有可能发展壮大成为西部第一乃至全国第一的环保企业。

记者：由于 GP 通常不干涉项目的具体运营与管理，在完成项目投资后，如何进行项目的维护和管理，特别是如何克服地域因素进行管理？

张乐：这个问题涉及到投后管理方面，人的因素更为重要了。我们前面提到投资也是对企业家的信任，信任企业家能管理好公司。

从这个角度说，地域因素不是障碍。客观地说，我认为在中国投资界，投后管理不系统，很多基金甚至都没有投后管理的功能。相比较而言，德同在投后管理方面下了大功夫。

举个例子，我在 2011 年投了上海梁江通信，这个企业的产品是通信的信令系统。投资完成后，我们考虑到企业的销售相对薄弱，首先就给企业引进了负责销售的高管；其次，帮助企业制定完善产品线的战略规划，由一两个产品慢慢发展到一系列的产品。我还推荐了前华为的高管加入企业的顾问委员会，为企业的发展出谋划策。

再举一个例子，我去年投资了海洲化学，投资海洲是因为这个企业有循环经济的概念，即把化工园区产生的废弃物综合利用起来形成循环经济。投完之后，我们着手做了以下几件事情：第一，做好整个内控的优化；第二，带来战略合作伙伴包括一家德国企业与其进行合作；第三，我们还在帮助企业制定与未来发展战略匹配的资金规划。我们投资后，海洲今年的业绩是去年的两倍，目前处于快速成长期。

不过也需要强调，投资人不是行业专家，企业家才是行业专家。投资人要清楚自己的定位，切不可过深地介入运营。好比开车，投资人就是应该坐在副驾驶座位上，而不能夺了方向盘自己来开车。

记者：如果项目投产后，行业产能面临过剩，在不能上市退出的情况下，一般会选择什么样的退出策略，既能保证 GP 资本金的安全，又不伤害被投项目？

张乐：一个国家经济发展的晴雨表是证券（股票）市场，作为好的私募股权投资者，一定要比证券市场早一年到一年半的时间看到行业的发展趋势，这就是我们所说的前瞻性。

怎样体现前瞻性？就是要把握经济发展的脉动。你刚才问为什么会面临产能过剩的局面，简单地说就是投资者没有把握好行业发展的周期，大家都去投资的时候你也投，大笔资金流入了一个特定行业，这个行业的发展过快，从而导致产品的供求关系不平衡，就意味着产能过剩。产能过剩其实就是投资界羊群效应导致的一个必然结果。你看看团购行业从发展、繁荣到衰败，也很好地说明了这个道理。所以我觉得投资人一定要有自己的眼光和判断，不要人云亦云。

我们如何避免遇到产能过剩的情况？一定要对特定行业有周期性的判断，只有把握了周期的脉动之后，就不会出现第一年投资，第二年就产能过剩的情况。

记者：当 LP 选择 GP 时，如果两只 GP 在绝对收益和内含收益率均一致，应该如何选择？

张乐：募资环节是基金在运作过程中的第一个环节。现在的情况，其实大家有可

能听过，目前是募资的寒冬。为什么呢？创业板是 09 年开板，很多人民币基金是 06 年前后设立的，人民币基金的存续期一般是 7 年，大约到 2013 年结束。

目前的情况，A 股市场的退出不容乐观。没有退出，当时的 LP 就还没有拿到分回来的钱，导致了资金的供求关系发生了变化。所以在整个 VCPE 行业中出现募资难的问题。在这种情况下，他们选择 GP 更要看中业绩的回报了。

这里面有几个要素，第一，你作为基金管理人有没有成功的业绩或者说你上一个基金运作投资项目的回报是多少，如果回报很可观，那么说明你业绩好，我就可以信任你，把钱交给你。业绩就包括绝对回报和内部收益率两个指标来衡量；第二，现在的 LP 更加规范，标准更高，除了对你业绩的要求，还会看你是怎样赚钱的。LP 更喜欢 GP 有自己的投资理念和思路，而不是盲目跟风或者凭关系做所谓的 PreIPO 项目。不难理解，如果一个 GP 大部分项目是跟投，那么作为 LP 是不愿意将钱交给这样的 GP 去管理的。

一条被并购案改变的职业路途

记者：2006 年至今，德同资本从最初的 1.5 亿美元资本金，发展至管理着 5 亿美元和 25 亿人民币的庞大规模，高速成长的原因是什么？

张乐：德同发展的确很快，不过非常健康。最初德同只管理美元基金，在 2010 年做了 8 支人民币基金，这 8 个基金是分别和 8 个政府引导基金合作的，包括长三角的无锡、杭州、珠三角的广州、深圳、渤海湾的北京中关村，以及西三角经济区的重庆、成都和西安。目前全国的布局已经完成。

德同把大部分管理费都用在了投资活动以及全国的布局上。我们认为今后竞争会很激烈，做项目一定要扎根，要有本地团队。举个例子，当你听到重庆有一个项目，马上就飞过去看，看完就回来，这么做无法和当地的企业家有深入的交流，因此一定要有本地团队。

我目前兼任德同重庆的总经理，回想 2010 年刚到重庆，眼前一抹黑，谁也不认识，拿到一个有两百多家企业的名单。我就对我的团队讲这个名单值得关注，但不作为重点。

为什么？因为你能拿到这个名单，别的基金肯定也有这个名单，最后大家都追逐这些名单上的企业，一定会面临价格战的问题。所以说真正好的项目一定是靠挖掘出来的。怎样挖掘？靠你出差那么几天，能挖掘出好企业吗？答案是否定的。所以需要扎根在当地，要建立一个本地团队。

另外一点就是德同在发展过程中不断优化投资流程。德同遵循的是一种三维的项目执行体系。这三维包括：

一、区域覆盖，我们在全国有 8 个子基金，10 个本地办公室，把全国分成 8 大片区实现广覆盖，这样既保证了高质量的项目来源，也不会漏掉当地的项目。

二、行业研究，目前德同有 5 大行业，清洁能源、消费、医疗、TMT、高端制造，每个行业都有一个团队专门做行业分析，这样由行业小组自上而下地系统分析，配合区域覆盖，自下而上地项目挖掘，两个维度的配合能保证不丢掉任何一个项目。

三、项目执行，有了高质量的项目源，还需要有严谨的执行来保证避免风险。我们也有专门的项目执行团队，所以在德同内部，每个项目都至少有两个人，一个人立足本地做至下而上地系统挖掘，一个人负责项目执行，三人配合再加上两个合伙人交叉把关，这样的项目做起来质量就很高了。

德同在每一个项目都是按照这三个维度来执行，达到稳和准的效果。正是基于这样的架构，做出的业绩可圈可点，所以发展得比较快。

记者：我们注意到，德同资本的 10 位合伙人，绝大部分有海外教育经历，跨国公司 & 大型科研机构工作经历、高学历背景，请问是什么因素将 10 位合伙人凝聚在一起？

张乐：德同合伙人的背景其实都不太一样，合伙人的经历比较互补。有的合伙人



『投资人小传』

●张乐，现任德同资本的投资总监，就读于有麻省理工大学斯隆商学院，获得 MBA 学位，并拥有哈尔滨工业大学的电子工程学的本科和硕士学位。之前，在高盛投资银行部任职，具有丰富的投资经验，曾参与领导多个上市、投资以及并购项目。除此之外，还在华为公司海外部（美国）担任过高级经理，也就职于阿尔卡特公司担任产品经理。

是成功的创业者后来转型做投资，有的合伙人具备财务背景，从四大会计师事务所出来，有的合伙人有很深的法律背景。此外，合伙人中海归和本土都有，比较多元化。你想想，从团队构成来讲，如果大家都是相似的，看问题都是一个思路，这样一定有问题。正是因为大家有不同的背景，所以用不同的思维在思考一个问题，才会碰撞出火花，看问题才会更加全面。

记者：是什么原因促使您从实业公司管理转向股权投资的？

张乐：我在企业工作了 7 年，从最初的工程师，到产品经理，再到国际营销等，经历了企业运作的多个部门。真正触动我投身金融行业是早年在华为做的一个并购。

那是在 2001 年的美国。当时华为一个潜在客户，就是美国第二大长途运营商，以前叫 WorldCom，现在叫 MCI，其负责技术呼叫的总监打电话告诉我，在硅谷有一家企业的专门做密集波分复用设备，它在 MCI 中做了一个非常成功的实验局，从达拉斯到华盛顿，效果非常好。该公司正在融资，估值大约 1.5 亿美金，他问华为有没有兴趣参与投资这个企业。

我当时告诉他们，华为不做资本运作，所以不会参与。过了两个礼拜左右，技术总监又给我打电话，这个企业现金流出现问题，公司现有的股东，也是美国的一个风险投资机构想和我谈谈。后来我们就约在达拉斯的一个酒店吃早饭，他说希望华为作为战略投资者和风险投资基金联手投资 1000 万美金，年底公司就可以争取在纳斯达克上市。

当时我也不太理解，这个企业还没有赢利，怎么会上市？后来我们整理了一份报告，内部讨论了一下，觉得这个公司技术非常好，可以考虑发展战略合作。没想到过了两个礼拜，有消息传出来，因为现金流问题，这个公司破产了。

我们都很愕然，一个想在年底上市的企业因为现金流的问题破产了！之后，华为团队过去查看，发现技术的确领先，最后花了 300 万美金把公司买过来了。买了技术后，融合在华为的光网络产品线里面，非常好，过了两年，华为就实现了在欧洲的光网络订单。

这次并购对我触动很大，觉得资本市场非常玄妙并且有意思，就决定去商学院系统学习，因为我是工科出身，就选择了麻省理工学院，因为我开始进入金融行业。

记者：截至目前，您个人最满意、最不满意的投资项目分别有哪些？为什么？

张乐：我加入德同以后做了 7 个项目，2 个项目是美元投资，5 个项目是人民币投资，其中 6 个是主投，一个跟投作为资产配置。这 7 个项目目前看来都不错，一个在纳斯达克上市，一个中国创业板已经过会待发，还有 3 个已经递交了上市材料在排队。其中有 2 个项目的内部收益率超过 300%。

记者：有人认为，大量 GP 股权的存在，会造成未来我国资本市场减持压力增大，对这个问题，您怎么看？

张乐：我们应该正确理解减持压力是怎么形成的。很多创业板上市企业即将迎来解禁，对于 GP 来说，都会考虑落袋为安，会减持一部分，这就是大家讨论的减持压力。另外，目前新股发行暂停，八百多家企业在排队，市场担心这会大大增加上市企业的供给，从而导致货币资金的短缺，资本市场的供求关系发生变化。

我个人看法：第一点，加大股市的增量资金，这就要求国家对货币的供给以及资金的有效使用上出台一系列的政策，鼓励资金入市；第二点，改善股市中机构和散户的比例。中国证券市场中散户和机构的比例大约是 80：20，而美国的股票市场 80% 是机构，20% 是散户。散户越多，市场的投机气氛就越浓厚，大部分的散户没有专业的判断和信息来源，更多的是盲从，大家买什么我就买什么，这也是为什么中国 90% 的股民不赚钱的原因之一。健康的证券市场需要更多的机构化投资。如果价值投资者的比例多了，大家摒除投机心态，我想就不会出现所谓的减持压力巨大的现象。

张乐的快乐投资哲学

记者：您的个人投资哲学和策略是什么？

张乐：我自己的投资哲学是快乐投资。目前很多投资人都反映投资压力大。其实这是一个悖论。你想想，如果人在极度的压力下能做出好的投资来吗？人一定是在非常快乐的情况下，身体上、思维上的各项指标才能发挥到极致，这个时候做出的投资判断才是比较准确的。当然，这也和德同内部的工作氛围有关，德同内部是一种宽松的工作环境，合伙人之间的沟通比较顺畅，像一个大家庭。我想这这也是一个真正的合伙企业应该塑造的良好氛围。

记者：近期投了哪些？准备投的还有多少？

张乐：2012 年投了 2 家企业，都在重庆，一家是天圣制药，一家是新中天环保。最近还有三个项目在紧密跟进，预计 2013 年一季度完成。

记者：作为一名基金管理人，您认为 GP 在日常运营中，最重要的是什么，为什么？

张乐：这个和投资哲学是相关的。首先，投资人在日常工作中要保持一个乐观的心态。千万不要着急，要慢慢修炼内功；其次，我觉得 GP 要保证资金的安全，对 LP 交付的资金有一个系统、透明的监管和汇报体系；最后，我认为投资是一个 People-Business，人与人的沟通和交流最重要，GP 要多和 LP、被投企业、政府部门以及自己的团队交流。