

15万亿的S市场谁来接盘 | 易凯行研

核心观点

CORE VIEW

1、中国一级市场VC和PE投资行业正在面临两大难题，一个是募资难，一个是退出难。在很大程度上说，退出难是募资难的重要原因，募资难是退出难的必然结果。根据中国基金业协会的数据统计，**中国目前处于退出期和延长期的私募基金规模近15万亿**。把15万亿的规模放到一个更广阔的大图里看，中国当前社会消费品零售总额近44万亿，物流产业13万亿，商品房销售额11万亿，农业产业10万亿，健康产业10万亿，汽车产业9万亿，餐饮业5万亿，教育产业3万亿，家电消费市场仅有8,000亿。不难看出，仅就规模而言，中国15万亿规模的VC、PE存量市场已经大于很多影响中国国计民生的龙头产业。

2、**中国围绕S资产和S份额的交易在这个一级市场交易中的占比远远低于全球市场，未来S交易渗透率的持续提升将是中国一级市场投资的一个重要、显著和长期的趋势**。在全球市场，S交易在私募股权一级市场交易中的占比为15.8%，中国今天S交易的渗透率只有7.6%，而在三年前这一比例仅有2.6%。未来，随着越来越多的GP把更多的精力转向退出以及越来越多的新玩家进入S市场，S交易渗透率会进一步向全球平均水平靠拢。

3、今天的中国S市场由多种形态的交易构成：

（1）LP主导的交易--LP份额转让；（2）GP主导的资产转让交易（可以针对单个项目也可以针对某个项目组合）；（3）GP主导的接续基金（可以针对GP某期在管基金的全部项目、部分项目或单个项目）。在以上几种交易形态中，当前的主流还是LP份额转让和GP主导的单项目退出。在未来，**我们预期GP主导的接续基金会快速增加，GP主导的资产包转让和接续基金与LP主导的LP份额转让将长期共存**。除此以外，未来由买方驱动的S交易形态也会破土而出，如由买方发起和管理的直投S基金(Direct Secondary Fund)/双GP接续基金(Co-GP Continuation Fund)，或者由买方发起的涉及多个资产和多家GP的资产池交易。

4、今天中国S市场中的机构化买方并没有那么多，但很可能比想象的要多。当前专业化S基金在市场中占比不足5%，更多的买方集中在非显性的地方政府、金融机构、产业投资人等方向。长期而言，我们认为S市场的买方参与者将以专业化的S基金为主，而他们很可能是从上述非显性群体中脱颖而出的独立团队或独立主体。此外，未来S市场上也将进一步分化出领投和跟投的角色，头部的专业化S基金将形成品牌效应，成为挑选资产、主导尽调、设计架构和估值定价的领头羊。

5、S市场成交的可能性既取决于底层资产，也取决于管理人。相对而言，我们认为两类管理人和三类资产的交汇地带比较容易成交。两类管理人是指(1)与时俱进的白马型管理人和（2）行业专注的垂类头部VC。三类资产分别为：（1）准流动性（有明确IPO预期）资产；（2）具备龙头属性的资产；以及（3）顺应政策与行业周期趋势的高成长性资产。

6、虽然理论上说，一切的资产都有一个合适的价格，但基于今天的市场现实，**目前比较容易成交的S资产总体而言需要具备“优质资产”和“绝对价格竞争力”的双重标签**。二者相比较而言，“优质资产”可能比“绝对价格竞争力”更加重要。

7、虽然每个资产和交易的具体情况都不尽相同，但基于底层资产在当下市场环境中可以获得的**市场化估值为基础，20-40%的老股折扣率是一个相对适中的S资产定价区间**。影响这个折扣率的因素包括行业周期、企业基本面、未来退出(IPO/并购/回购)的价格和时间预期、出售迫切性和出售方心态等因素。

8、需要强调的是，在S交易中，买方的本质目的仍然是追求投资回报的确定性，而不是追求绝对的价格折扣。据统计，在海外S基金总体的回报中，来自于折扣的贡献度通常在19%-31%之间波动，其余70%-80%左右的回报仍然主要来自于资产本身的增值。**越是优秀的S基金管理人，投资的回报越不依赖于价值折扣**。

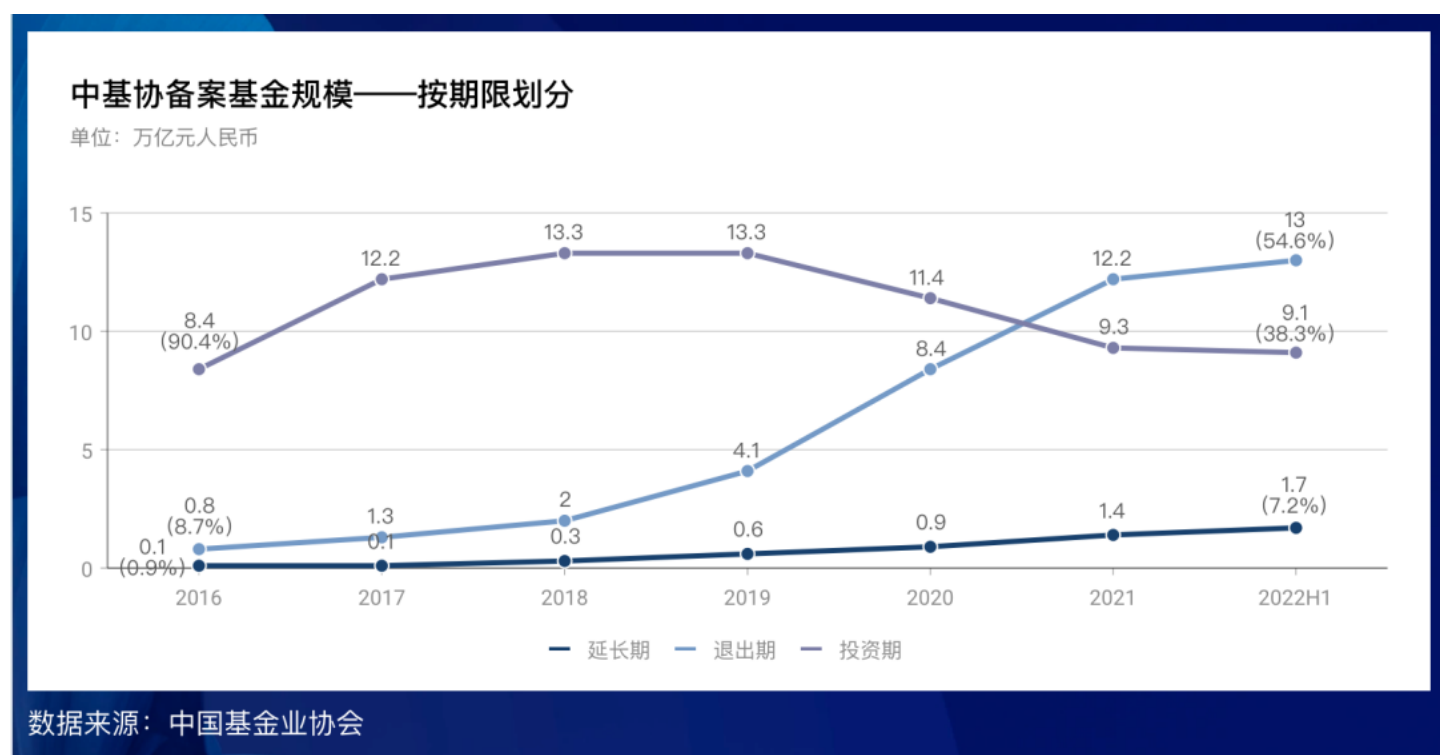
9、在中国S市场中，具有机构化能力和信用背书能力的专业服务机构显著缺位，客观上也让这个市场中的**交易达成变得更加困难**。尤其是在GP主导的接续基金中，由于需要面对新老LP利益冲突的问题，公允定价和程序正当性至关重要。这也为专业服务机构为交易双方围绕估值合理性和流程合规性提供深度增值服务提供了巨大的市场空间。

01

15万亿的中国S市场

近年来，人民币基金密集涌入退出期，叠加LP普遍对DPI提出了更高的要求，基金管理人退出的压力前所未有地倍增。

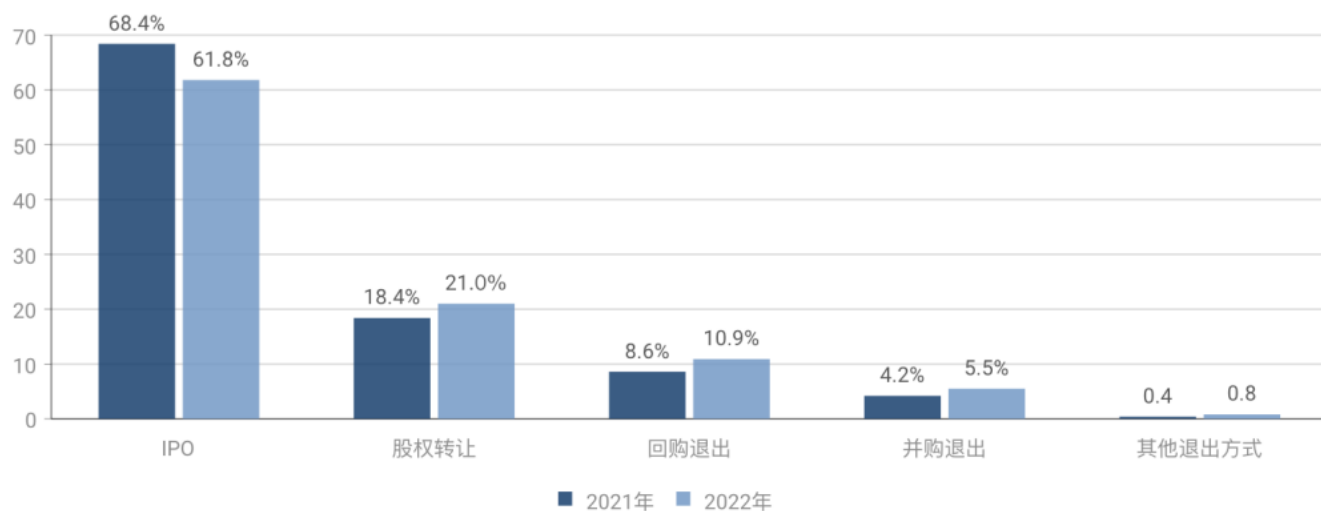
根据中国基金业协会统计，目前处于退出期和延长期的基金数量合计超过3.7万支，对应基金规模近15万亿，占总注册基金规模的61.7%，而这一比例还在持续提升。



把15万亿的规模放到一个更广阔的大图里看，中国当前社会消费品零售总额近44万亿，物流产业13万亿，商品房销售额11万亿，农业产业10万亿，健康产业10万亿，汽车产业9万亿，餐饮业5万亿，教育产业3万亿，家电消费市场仅有8,000亿。不难看出，仅就规模而言，中国15万亿规模的VC、PE存量市场已经大于很多影响中国国计民生的龙头产业。

与此同时，我国私募股权投资的退出渠道相对有限，IPO发行的显性和隐性门槛较高、并购市场的成熟和活跃度不及海外，总体来说难以满足日益增长的基金退出需求。据统计，在2022年退出案例中，61.8%的数量来自IPO，尽管占比较2021年下降了6.6%，但毫无疑问IPO仍然是最主流的退出渠道。

国内股权投资市场退出渠道占比——按退出案例数

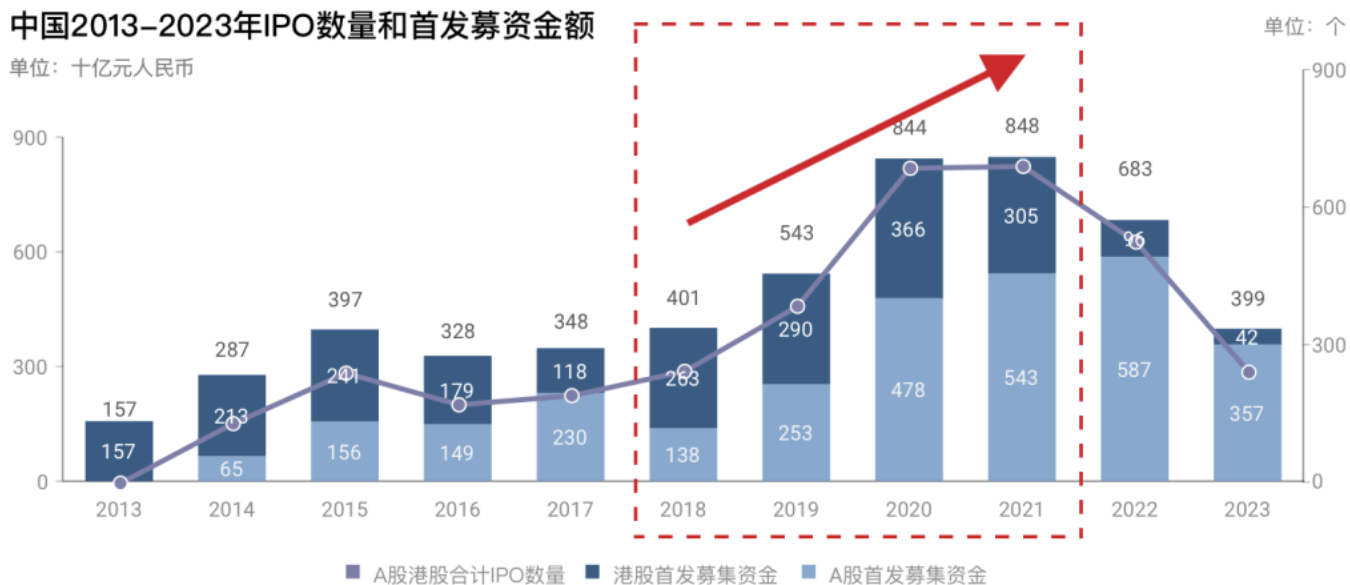


数据来源：中信证券《中国资本市场深度研究：政策新周期，创投新生态》

在2018-2021年，我国的资本市场经历了港股18A改革和科创板的开板的政策红利期，未盈利生物科技公司以及具有科创属性的企业上市门槛显著降低，彼时IPO的繁荣一定程度上掩盖了日渐累积的退出问题。

中国2013-2023年IPO数量和首发募资金额

单位：十亿元人民币



数据来源：Wind

2022年IPO发行数量和募资额的下滑已经初现端倪，直至2023年8月底证监会公告阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡后，9月以来IPO首发募资额断崖式下跌，月度环比降幅62.2%。最终，2023年全年A股首发完成募集资金总额3,565亿元，同比显著下降39.2%。预计未来一段时间，IPO作为国内私募股权一级市场最主流的退出渠道，形式依旧严峻。

当前是中国15-16年“双创”浪潮下大批成立的人民币基金密集到期的第一个节点，也是15年11月IPO暂停发行恢复后第一次迎来IPO节奏的收紧，叠加大批政府引导基金和金融机构作为LP的政策性退出刚需，看似多个偶然因素汇聚成了中国S市场兴起的动因，但从本质上看，S交易在私募股权一级市场渗透率的提高是历史的必然。

中国围绕S资产和S份额的交易在这个一级市场交易中的占比远远低于全球市场，未来S交易渗透率的持续提升将是中国一级市场投资的一个重要、显著和长期的趋势。在全球市场，S交易在私募股权一级市场交易中的占比为15.8%，中国今天S交易的渗透率只有7.6%，而在三年前这一比例仅有2.6%。未来，随着越来越多的GP把更多的精力转向退出以及越来越多的新玩家进入S市场，S交易渗透率会进一步向全球平均水平靠拢。



纵观全球S市场发展史，2008年金融危机是重要的转折点。在危机后全球经济萧条的大环境下，S交易逆势走向繁荣，在全球私募股权一级市场的渗透率也从2007年的约2%提高至2014年的10%以上，并在接下来的数年间呈现波动中上升的态势，于2022年达到15.8%。

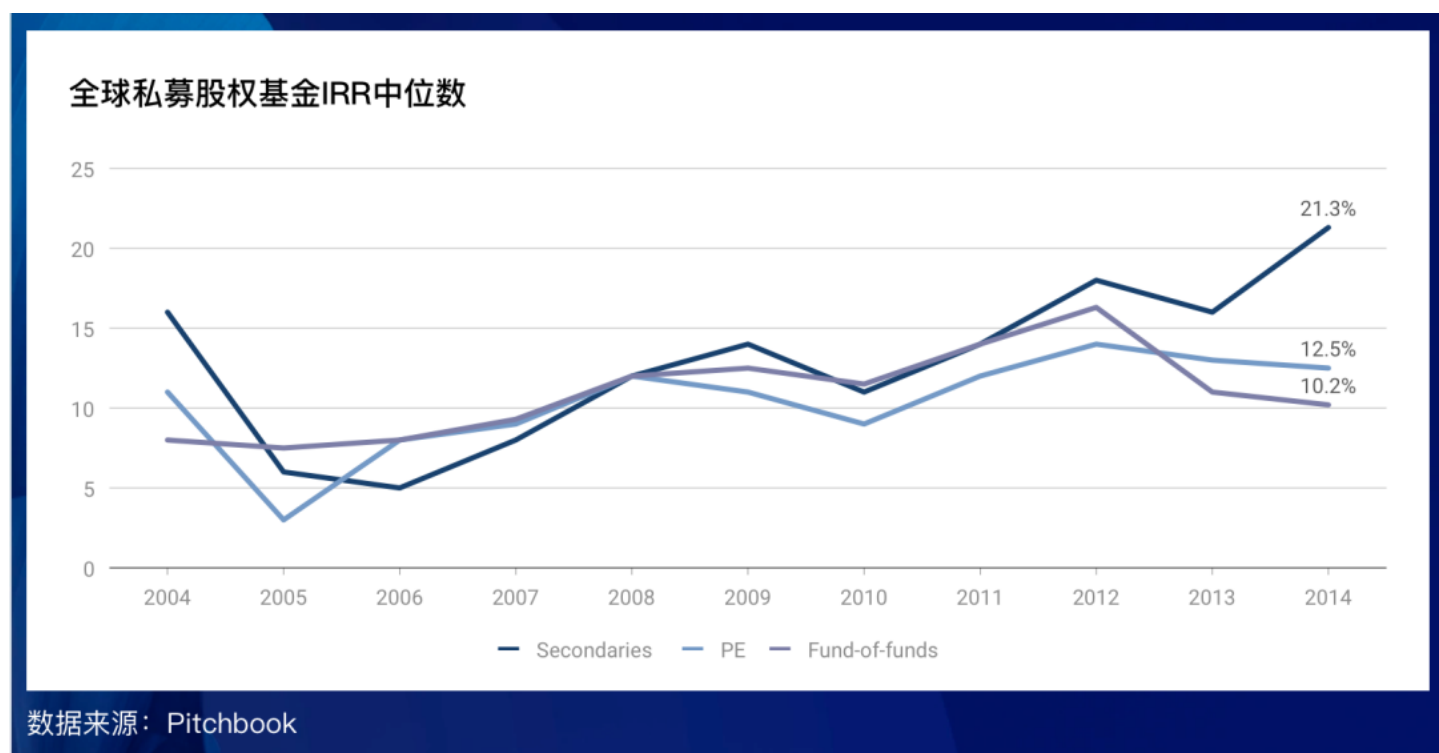
“为流动性而来、为收益率而留”，是S交易繁荣背后动因的最好注解。

为流动性而来

今天中国的私募股权一级市场所面临的**流动性问题，与资产和资本周期的错配密不可分**。所谓资产周期，是指私募股权一级市场投资企业的成长周期。以2023年成功发行上市的313家企业为例，他们从成立到上市平均走过了18年，各版块中平均上市“年龄最小”的科创板亦有15年。然而，从资本周期的角度，人民币基金的存续周期通常仅有7-8年，很显然与资产周期存在着错配。相比国外，国内这个问题更为突出是因为国内真正的“长钱”太少了。

为收益率而留

S交易不仅为市场创造了更好的流动性工具，同时也为S基金投资人创造了更稳健的回报。据统计在2004-2014年的十年间，S基金（Secondaries）以IRR中位数衡量的投资回报在大多数年份超越了母基金（FOF, Fund-of-funds）和直投资基金（PE），尤其是在2008年金融危机以后，S基金回报的优越性更为凸显，IRR中位数呈现曲折上升趋势，2014年达到21.3%，而同期直投资基金和母基金IRR中位数分别仅为12.5%和10.2%。



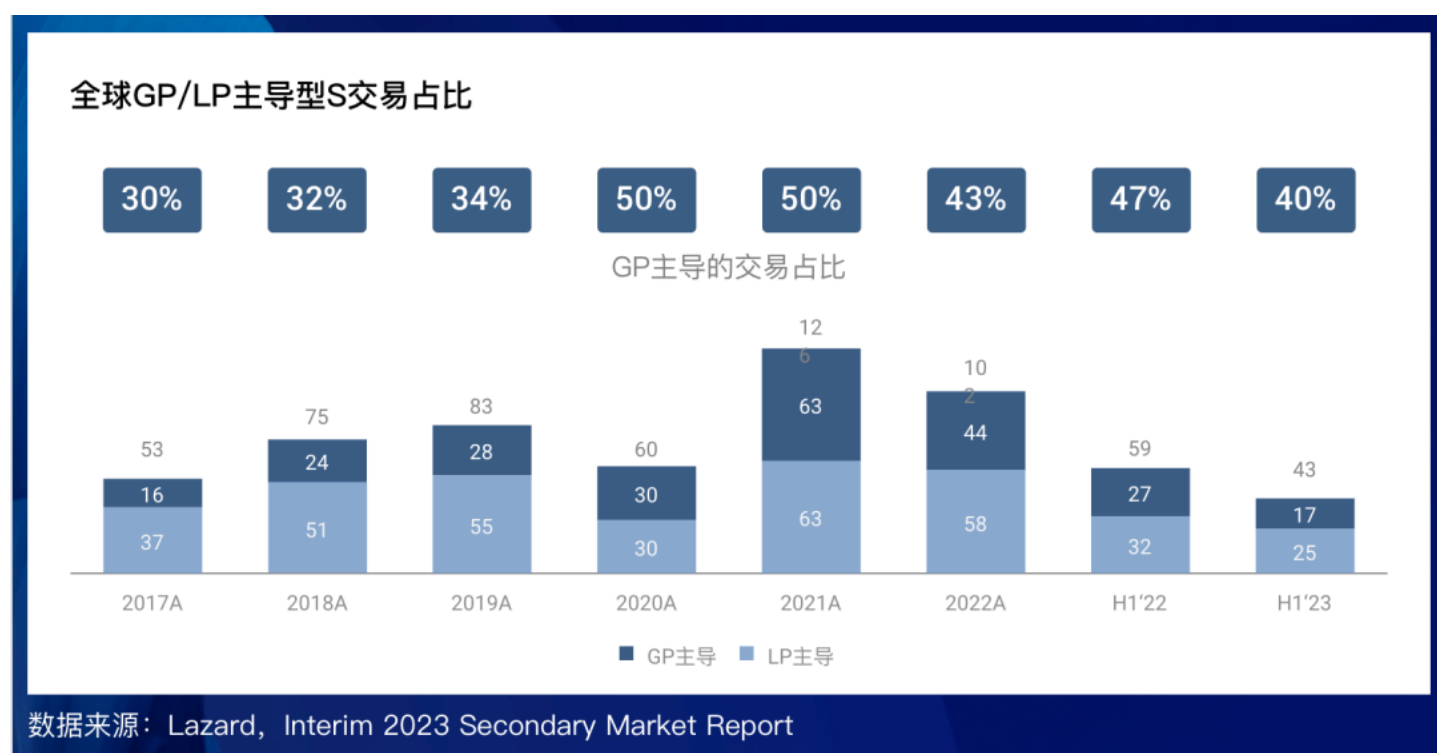
02

构成当下S市场的主流交易方式

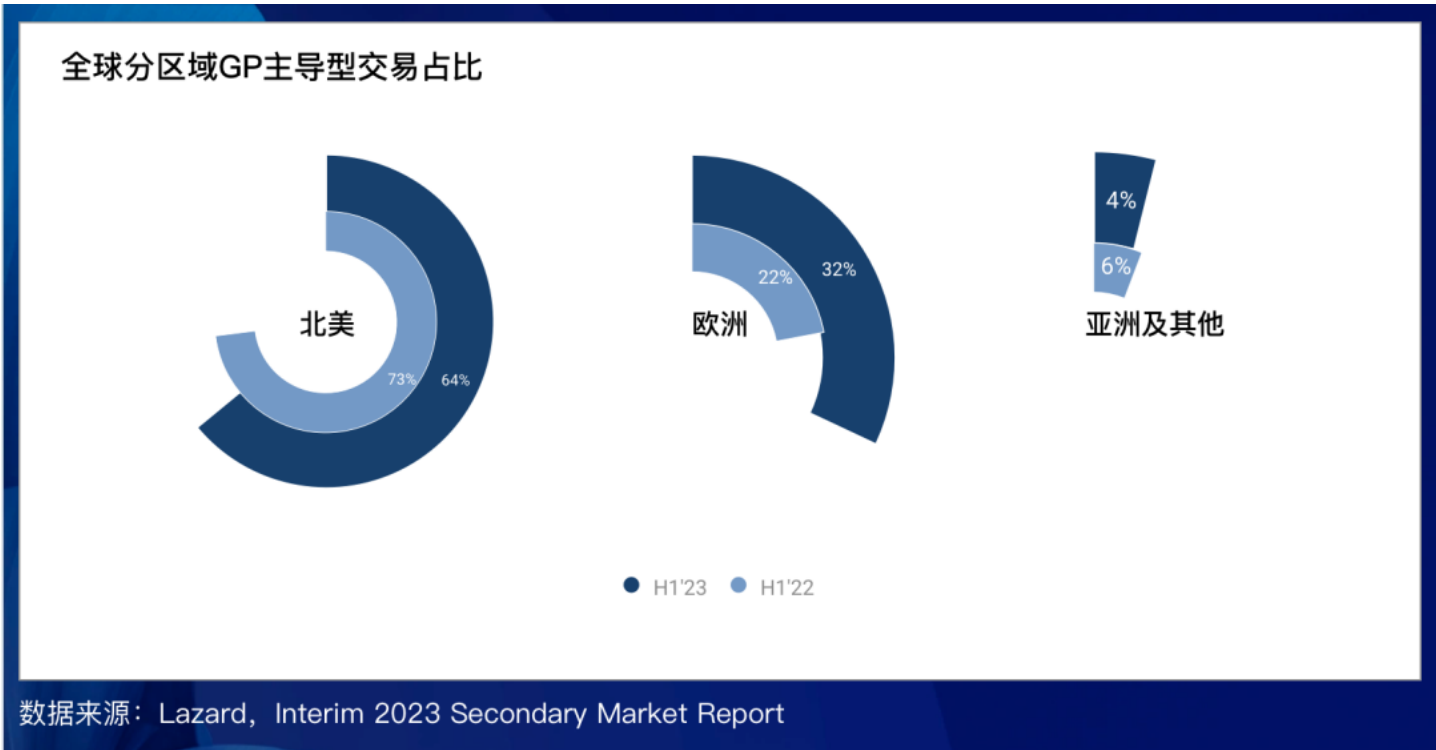
今天的中国S市场由多种形态的交易构成：（1）LP主导的交易--LP份额转让；（2）GP主导的资产转让交易（可以针对单个项目也可以针对某个项目组合）；（3）GP主导的接续基金（可以针对GP某期在管基金的全部项目、部分项目或单个项目）。在以上几种交易形态中，当前的主流还是LP份额转让和GP主导的单项目退出。

在全球S市场，GP主导型交易和LP主导型交易两分天下。

国际通常根据S交易主导方的不同，分为LP主导型交易（LP-Led）和GP主导型交易（GP-Led）。LP主导型交易曾在S市场兴起时占据绝对主流，从可以观测到的数据来看，2007-2014年间全球GP主导型交易占比仅5-12%。而后随着市场的发展成熟，GP主导型交易的占比逐渐扩大至2017年的30%。直至近3年来，全球GP主导型交易的占比在40-50%之间波动，大体来说可与LP主导型交易旗鼓相当。

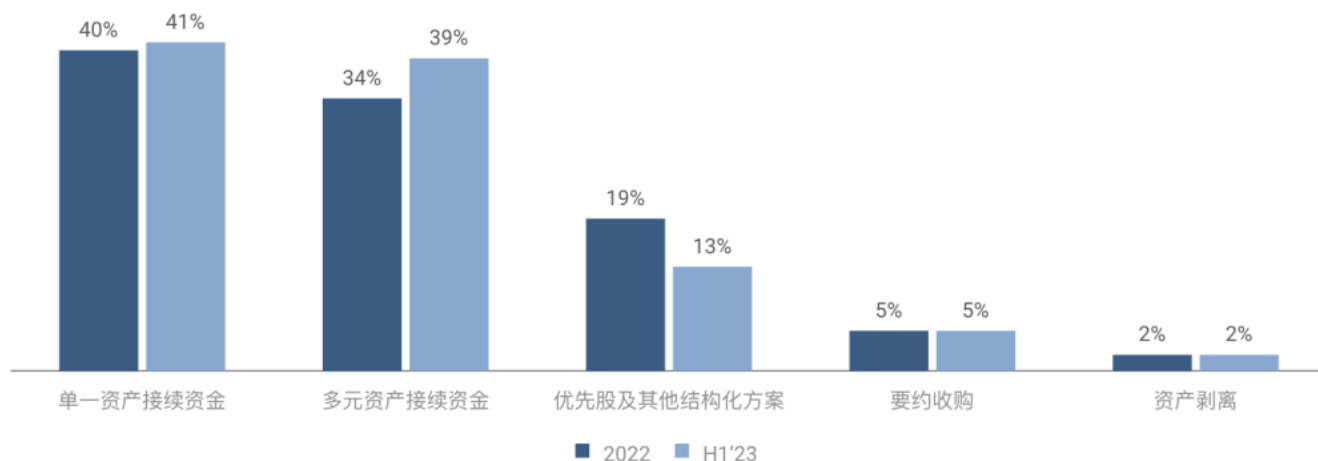


然而分地域来看，亚洲地区GP主导型交易占比仅4-6%，中国也不例外；相比之下，欧洲地区这一比例为22-32%，北美地区高达64-73%。由此可以看出，当下中国S市场的交易方式仍较为单一，仍处于初级发展阶段。从本质上说，LP份额转让根本上不解决GP和项目退出的问题，未来要去化中国15万亿规模的存量到期基金，GP主导型交易势在必行。



进一步，在全球GP主导型交易中，**接续基金已成为最为市场接受的类型，占比超过80%**。值得注意的是，单一资产接续基金几乎与多元资产接续基金的同等重要，二者在2023年上半年全球GP主导型交易中分别占比41%和39%。这意味着即使针对单个项目的退出，接续基金仍是比GP直接转让资产交易更为受欢迎的选择。

全球GP主导型交易结构——按交易类型占比



数据来源：Lazard, Interim 2023 Secondary Market Report

在未来，我们预期中国GP主导的接续基金会快速增加，GP主导的资产包转让和接续基金与LP主导的LP份额转让将长期共存。原因是一方面对于GP来说，接续基金不仅完成了老基金项目的退出，也同时完成了新基金的设立，优质项目的管理得到了有效的延续；另一方面大部分S买方亦倾向于以LP的角色参与投资，将项目交由优秀的GP继续管理。

当下国内S交易形式的相对单一，一方面符合市场发展早期的特征，海外成熟市场也经历过相似的阶段；另一方面，也由于具有机构化能力和信用背书能力的专业服务机构显著缺位。其是在GP主导的接续基金中，由于需要面对新老LP利益冲突的问题，公允定价和程序正当性至关重要。这也为专业服务机构为交易双方围绕估值合理性和流程合规性提供深度增值服务提供了巨大的市场空间。未来，丰富的交易形式、欣欣向荣的S生态需要多方共筑。

除此以外，未来由买方驱动的S交易形态也会破土而出，如由买方发起和管理的直投S基金(Direct Secondary Fund)/双GP接续基金(Co-GP Continuation Fund)，或者由买方发起的涉及多个资产和多家GP的资产池交易。

从国际市场的经验来看，S基金在充分竞争后逐渐分化出了差异化的投资策略，他们当中的部分成为买方驱动交易的重要动能，其中：

直投S(Direct Secondary)全球的典型代表如W Capital, Saints Capital等，亚太地区的代表如TR Capiital、NewQuest（已被TPG收购）等。

双GP接续基金(Co-GP Continuation Fund)的经典案例如2021年美国Revelation & Rosetta 合作的8500万美元的医疗接续基金，以及2023年两家新加坡管理人Basil Technology Partners (BTP) & Capital Square Partners (CSP)合作的7亿美元的亚洲科技服务接续基金。

03

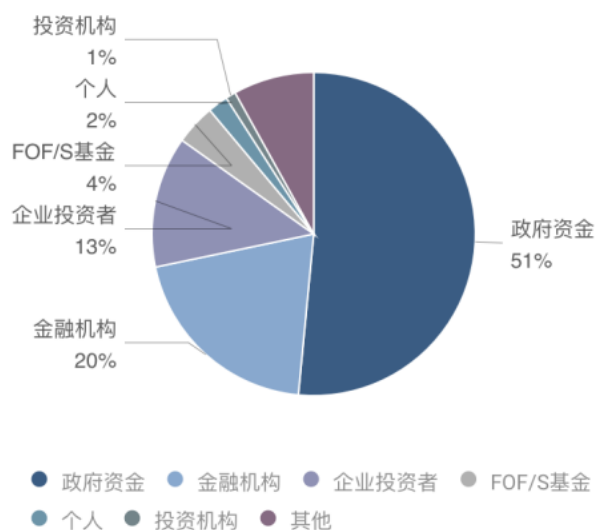
谁是S市场的接盘方

中国私募股权S市场发展了不到十年，近年来随着S基金呼声渐高，看似不断有新的投资机构出现或见诸报端，但买方画像似乎仍笼罩在一层厚厚的迷雾中。

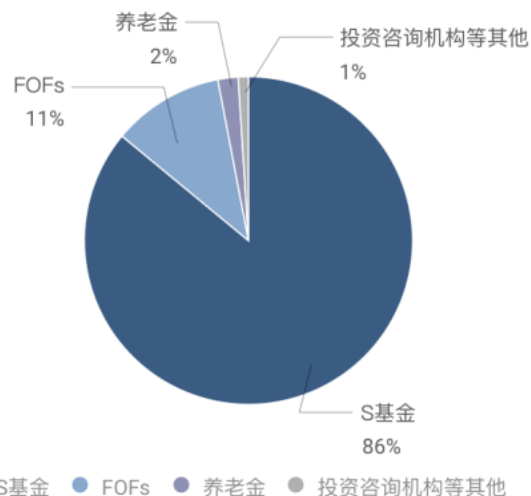
谁是中国S市场的接盘方？

今天中国S市场中的机构化买方并没有那么多，但很可能比想象的要多。当前专业化S基金在市场中占比不足5%，更多的买方集中在非显性的地方政府、金融机构、产业投资人等方向。长期而言，我们认为S市场的买方参与者将以专业化的S基金为主，而他们很可能是从上述非显性群体中脱颖而出的独立团队或独立主体。此外，未来S市场上也将进一步分化出领投和跟投的角色，头部的专业化S基金将形成品牌效应，成为挑选资产、主导尽调、设计架构和估值定价的领头羊。

2023年中国S交易买方结构——按交易规模



2022年全球S交易买方结构——按交易规模

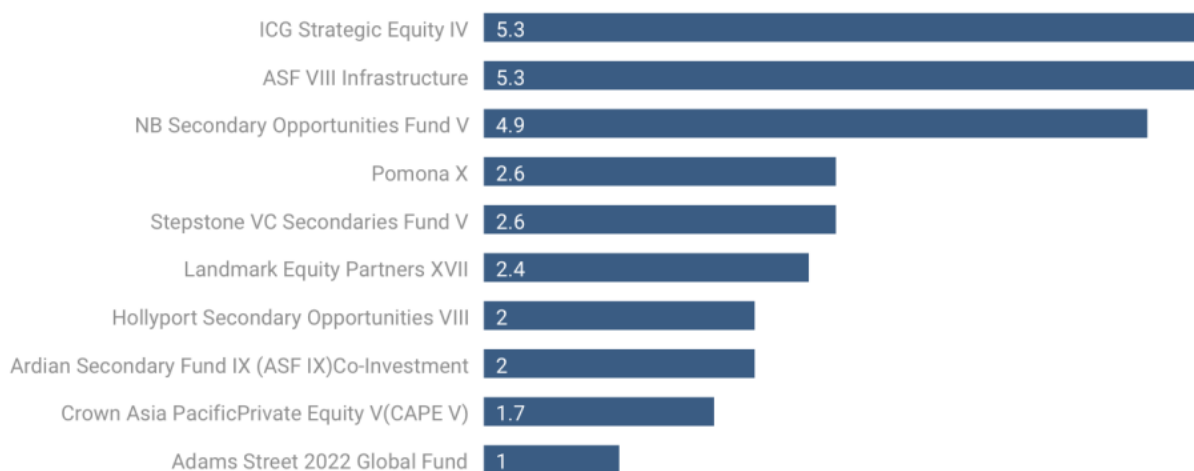


数据来源：母基金周刊《2023中国S市场研究报告》

数据来源：Setter Capital, Volume Report 2022

全球来看，**专业化S基金是最为主流且持续活跃的接盘方**，贡献了约86%的成交额。同时，从募资层面，2022年全球前十家最大的S基金募资额均在10亿美元以上，Top10募资额总计298亿美元，超过全年S市场募资额的6成，头部效应明显。由于专业S基金拥有丰富的交易经验和优秀的历史业绩，能够募集到更大规模的资金，从而形成良性循环，构筑了成熟、稳定的买方世界。

2022年全球募集规模前十大S基金（十亿美元）



数据来源：Private Equity International

而中国特色买方世界则迥然不同。政府资金以51%的成交额占据买方世界的半壁江山，其次是金融机构占比约20%，企业投资人占比13%，FoF/S基金合计占比不足5%。近年来，国内单支S基金的募资规模集中在5亿元至20亿元人民币的规模区间，总体来说体量有限，专业化S基金的发展方兴未艾。

接盘方的核心诉求和特点各是什么？

我们划分的S买方类型及诉求和特征分析		
S市场买方类型	核心诉求	特征
政府/国资平台	注重资金安全 平衡政策诉求和市场化收益	主要涵盖政府产业引导基金、国资背景的母基金及直投平台 偏好交易结构清晰、交易标的确定性高的成熟资产；重点关注符合政策产业引导方向的赛道，对手方为国资有助于过会，平衡政策诉求和市场化收益
金融机构	追求稳定收益 合理配置，风险可控	主要涵盖银行、保险、券商、信托、AMC、金融控股集团等持牌金融机构 通过S基金，实现股权投资风险与收益的组合优化，因此对安全性和稳定性要求较高；期望有一定净值折扣，实现金融资产投资收益
市场化LP/S基金-人民币	追求财务回报 资产多元化配置	主要涵盖市场化母基金、机构投资者设立的S基金 寻求资产多元化配置，多数投资人偏好可预期的中晚期资产，追求更高的确定性和更优的现金回流；部分管理人可平价或低溢价接手优质的早期标的
LP/S基金-美元	追求财务回报 资产多元化配置	主要涵盖品牌美元机构、通过外商投资股权试点（QFLP）设立的S基金 对执行合规要求较高，通常需要引入三方机构；基于海外市场更加成熟的S交易实践、容易接受接续、重组等创新交易模式，具备复杂交易的把控能力
企业投资者/CVC/家办	追求产业协同 或短期超额收益	主要涵盖上市公司、大型产业集团、富裕家族及高净值个人 产业投资人围绕公司战略进行投资，关注产业协同、赋能产业生态；家办倾向于追求超额收益，偏好期限短，回报明确的投资机会，决策速度较快

政府和国资：近年来迅速发展，现已成为单笔出资额最大的买方类型。在大批政府引导基金的整合或到期的背景下，政府和国资开始以直接或间接买方形式参与S交易，但是他们不一定以直接挂名S基金的形式出现，而是赋予如XX金控，XX产投等平台新的S投资策略。他们中的一部分已经并拥有或多或少的投资案例，更有一些机构能投资市外或省外标的。但是，由于各地政府的投资经验、产业引导方向、风险偏好和决策机制存在显著差异，熟悉各地产业政策、有过往合作经验、以及精准的项目匹配能力是促成与之合作的关键。

金融机构：包括各类银行、保险、资管（AMC）等在S交易中也愈加活跃。背后的原因，一方面由于S资产的“明池”属性在周期和风险上相对可控；另一方面，交易折扣也为买方提供了安全垫和报表利润。但是，金融机构有各自差异化的风险回报偏好，以及不同程度的合规与风控要求，因此各家参与股权投资的尺度和活跃度差异很大。如我们在与某银行系资本合作的交易案例中，为了满足对方对于投资收益和安全性的需求，设计了优先劣后的结构化方案帮助其过会。因此，在与这类买方的合作中，了解他们的风险偏好、投资风格以及决策机制至关重要。

企业投资者/CVC/家办：往往围绕产业链投资，他们在自身“看得懂”的赛道内果断灵活、决策速度快。但是他们数量多、分布散，出手亦存在一定的机会性。企业投资者和CVC也是我们近几年重点拓展的投资群体，与这类投资人对接，需要明晰他们各自源于产业，并有别于纯财务机构的投资逻辑和范畴。此外，我们还关注到一部分家办已经超越了自身产业链的范畴，结合当下私募股权市场投资的热点，形成了自身的投资逻辑和投资品味，如在泛科技领域积极布局。

中国专业化S基金的现状和未来

民营机构：从中国S基金的发展历史来看，2013年首先是从歌斐资产为代表的市场化母基金而来，随后陆续涌现诸如星纳赫、盛世、纽尔利、博华等民营机构。

政府背景的S基金：直到2019年以后，上海、北京、深圳、江苏、陕西、四川等地相继成立了多支政府背景的S基金，如深圳的深创投、上海的孚腾资本、南京的南创投、北京的中关村创投等。

美元S基金，非美主权基金，中东财团：近年，部分美元S基金也开辟了国内板块，他们在这个领域已经从关注中国S市场，到以QFLP方式投资S资产，再到成立国内团队和人民币S基金。其中典型代表有科勒Coller, 汉领Hamilton Lane等。2022年以来更有一些非美主权基金，中东财团开始重视和参与国内S市场。

尽管这些机构作为买方目前仅贡献了不到5%的成交额，但长期而言，我们认为S市场的买方参与者将以专业化的S基金为主，而他们很可能是从上述非显性群体中脱颖而出的独立团队或独立主体，或是地方政府中市场化路线的践行者，或是金融机构中引领S交易结构化创新的先锋，亦或是果敢灵活的CVC/家办。

例如，2022年全球以53亿S基金募集规模排名第一的ICG Group便是著名的金融服务机构，其主营业务包括为各类企业提供贷款和信贷工具、进行股权和债权投资、以及为企业提供金融策略和风险管理的服务；历史募资总额排名前三的高盛，是典型投行系S基金管理人；又如全球另一大S基金管理人Ardian，其前身为安盛保险旗下的私募投资平台 (AXA Private Equity)，2013年分拆后独立，并凭借960亿美元的总管理规模成为欧洲市场管理规模最大且多元化的私募股权机构之一。

此外，未来S市场上也将进一步分化出领投和跟投的角色，头部的专业化S基金将形成品牌效应，成为挑选资产、主导尽调、设计架构和估值定价的领头羊。

04

什么样的S资产受欢迎

S市场成交的可能性既取决于底层资产，也取决于管理人。相对而言，我们认为两类管理人和三类资产的交汇地带比较容易成交。

两类管理人是指：(1)与时俱进的白马型管理人和 (2) 行业专注的垂类头部VC。

前者往往有十年以上的发展历程，并且在行业周期起落、热点赛道的更迭中始终保持与时俱进，旗下管理的不同Vintage Year的基金尽管投资策略和回报存在差异，但整体捕捉到了不同时代的机遇，回报方差相对较小且可观。后者则是坚守本心，不盲目跟风，结合自身的资源禀赋深耕垂直赛道，当行业风口到来的时候，他们以极低的进入成本获得了高倍数的回报。

三类资产分别为：(1) 准流动性（IPO预期）资产；(2) 具备龙头属性的资产；以及 (3) 顺应政策与行业周期趋势的高成长性资产。

(1) 准流动性（IPO预期）资产，典型如有(1年内)明确IPO申报预期的企业；(2) 具备龙头属性的资产，如已实现规模盈利的企业，包括垂直领域隐形冠军；以及 (3) 顺应政策与行业周期趋势的高成长性资产，典型如细分赛道中跑通商业模式或突破技术拐点的优质企业，新一代技术革新中的引领者，有能力做出“十倍好”的产品或大幅降低产品成本的开创者等。

虽然理论上说，一切的资产都有一个合适的价格，但基于今天的市场现实，**目前比较容易成交的S资产**总体而言需要具备**“优质资产”**和**“绝对价格竞争力”**的双重标签。二者相比较而言，“优质资产”可能比“绝对价格竞争力”更加重要。

“优质资产”

通过我们的项目执行和市场调研发现，S市场上“优质资产”依然具有很强的硬通货属性，在交易中往往价格较为坚挺，折扣率不大、甚至平价转让。而在另一端，劣质资产即使大打折扣也鲜有人问津。在我们了解到的已落地交易组合中，腰部以下/搭售资产贡献的交易价值极小，尤其是在接续基金中，能有效成交的通常都是优质资产的组合。

“绝对竞争力价格”

这里需要注意的是，“绝对竞争力价格”不等同于“绝对折扣”。由于通常来说S交易定价的基础是最新一轮的估值，而优质资产在最新一轮融资后，随着基本面逐渐向好、里程碑的分步实现，其价格的竞争力也会越来越强。关于当下S交易的定价折扣，我们将在下一个章节中详述。

05

当下S交易的定价环境

根据普华永道市场调研数据，S基金交易流程中最受关注的问题是估值定价（91%）。

虽然每个资产和交易的具体情况都不尽相同，但基于底层资产在当下市场环境中可以获得的**市场化估值为基础，20-40%的老股折扣率是一个相对适中的S资产定价区间**。影响这个折扣率的因素包括行业周期、企业基本面、未来退出(IPO/并购/回购)的价格和时间预期、出售迫切性和出售方心态等因素。

1、行业周期。代表了投资回报的贝塔（ β ），在上行周期中，行业将释放贝塔回报，反之亦然。在周期波动较为明显行业，如半导体零部件、储能，行业周期的对定价影响不容忽视，甚至在一些情况下重要性高于企业本身。

2、企业基本面。代表投资回报的阿尔法（ α ），包括企业的市场地位、竞争优势，以及财务报表、未来的增速、增长驱动等一系列直接影响到PS、PE、PEG、PB等估值倍数的参考数字。而这些数字和他们的变化趋势，直接影响着折扣率的高低。

3、未来退出的价格和时间预期。退出的方式可以包括IPO、并购、回购，这里重点讨论IPO预期，也是实操中最重要的定价影响因素。基于IPO的退出预期，一方面来自前述的行业贝塔和企业阿尔法分析，另一方面隐含了对当下政府和市场监管部门对于IPO上市的行业导向的理解和判断。**当IPO的预期**

清晰且强烈时，这类资产可能直接跳出以市场化估值为基础打折的定价逻辑，而采用二级市场相对估值法进行估值。

4、出售迫切性和出售方心态。上述三者对于定价的影响不论在新股还是老股交易中都同样适用，而出售方心态是老股交易中特殊存在的影响因子。过往在S市场兴起的阶段，确实存在急迫的卖方出于退出刚需不惜代价抛售的情况。但随着S市场发展到当下，出售方的心态也出现了微妙的分化：首先，仍然存在急切的出售方，以时间为第一考量，以成本法估值、甚至按成本打折进行定价；其次，部分出售方不论投资本金多少、账面MOIC多高，仍然坚守以公允价值为基础合理折扣；最后，还有部分管理人，而且往往是优质S资产的管理人，带有捆绑销售或“P+S”的复杂意图，也加大了成交的难度。

需要强调的是，在S交易中，买方的本质目的仍然是追求投资回报的确定性，而不是追求绝对的价格折扣。据统计，在海外S基金总体的回报中，来自于折扣的贡献度通常在19%-31%之间波动，其余70%-80%左右的回报仍然主要来自于资产本身的增值。**越是优秀的S基金管理人，投资的回报越不依赖于价值折扣。**正如全球S基金巨头AlpInvest的S业务负责人曾表示，公司前四支基金所创造的价值，其中约90%是由EBTIDA和公允市场价值的增长而驱动的，仅10%来自购买时候的折扣。

由于信息不对称和不同立场，当下买卖双方的价差已经是一个共识性的最大“deal breaker”，此时条款的设计则是弥合价差的重要手段。

据调研，S基金交易流程中第二受关注的问题是条款设计（76%）。

交易双方可以通过条款设计对未来风险和收益进行再分配，以解决在当下节点由于信息不对称，对于企业未来发展和退出预期差异导致的价格分歧。

典型化解价格争议的条款如优先股条款，包括优先级与劣后级投资人的区分设计。该条款尤其适用于面向以金融机构作为买方的大额S交易中。具体来说，可以将重视本金安全和门槛收益率，但对于超额回报要求较低的险资、银行系资本等吸纳为优先级投资人；同时以较高的后端收益分配来吸引风险偏好较高的劣后级投资人。最终，在满足各方差异化诉求的同时，促成一个更大的交易盘子。

Whitehorse是S基金中代表性的优先股策略 (Preferred Equity Strategy) 践行者，自2015年成立以来，Whitehorse专注于为另类资产提供结构化流动性解决方案。他们认为，在利用结构性产品为私募股权投资组合创造流动性方面，存在大量尚未开发的市场机会。Whitehorse现已成功完成超过200笔交易，投资总额超过180亿美元。在市场动荡的2023年，Whitehorse完成了第五期旗舰基金(Flagship Fund V)53亿美元的超募。

其他有助于化解价格争议的条款设计还包括夹层投资、对赌、延期付款等。

06

S交易中面临的核心难点和解决思路

1、接盘方过于分散，不容易找到。这很可能是短期内难以改变的事实，因此对于GP而言现实的解决思路很可能是：

1. 除了S基金外，去寻找其中相对有迹可循、且出资额较大的买方群体，如金融机构。
2. 招募专业化人才，建立投后管理退出的团队。
3. 与专业投行和服务机构合作。

2、买方双方价格预期差异明显，难以达成交易：

4. 在资产挑选上尽可能简化，构建清晰明了的退出组合，如3-5个项目，且留有一定的进退空间。(尽可能避免成分复杂、数量庞大的资产组合或搭售)
5. 组织合理的买方询价流程和报价机制。
6. 通过条款设计，结构化安排弥合价差。

3、交易底层资产（被投公司）配合度低：

7. 寻找对被投公司及其所在行业有所了解，典型的是在该领域产业链上下游有所布局的买方，能够通过外围尽调对底层资产有真实的了解和充分判断。
8. 寻找对被投企业发展有帮助的接盘方。
9. 尽可能在明确意向后，再组织买方团体接触被投公司，避免零散和反复的尽调需求。

易凯介绍

易凯资本是一家活跃于中国股权私募融资市场23年的第三方专业服务机构。自2000年成立以来，我们为健康、科技和消费领域的数百家客户完成了融资和并购交易，并在持续服务的过程中形成了易凯的品牌和公信力。

2023年我们组建了一支独立的GP/LP服务团队，从集团战略层面高度重视该板块设立，并不遗余力地投入人力和资源支持业务发展。我们将依托平台化能力汇聚集团各业务板块积累的行业和项目认知、以及机构覆盖和营销能力，提供值得信赖的服务。过去23年里，我们积累了大量多维度的交易经验，其中不乏控股权转让成功案例。我们的GPLP服务团队成员过往管理过超过50亿的S基金，拥有超过30笔S基金投资交易的经验，也操盘过复杂交易形式，如份额定价要约收购和结构化融资，这些都是我们提供值得信赖的GP/LP服务的坚实基础。

参考资料：

- 1.Lazard. Interim 2023 Secondary Market Report
- 2.Jefferies, H1 2023 Global Secondary Market Review JULY 2023
- 3.Bain & Company, Global Private Equity Report 2023
- 4.Setter Capital, Volume Report 2022
- 5.JP Morgan, 2022 Global Alternatives Outlook
- 6.PEI, GP-led Secondaries Mar23
- 7.Coller Capital, Global Private Equity Barometer Winter 2020-21
- 8.Lazard, Financial Sponsor Secondary Market 2019 Year-End Review
- 9.Preqin, Secondary Market Update H1 2019
- 10.Whitehorse (whitehorseliquidity.com)
- 11.Sfundlinker, 以GP为核心+低杠杆+复杂交易能力：凯雷旗下母基金AlpInvest的S策略研究
- 12.中国证券投资基金业协会（www.amac.org.cn）
- 13.中信证券，中国资本市场深度研究：政治新周期、创投新生态
- 14.母基金周刊，2023中国S市场研究报告

15.执中，中国私募股权二级市场白皮书 2023

16.诺亚财富，万字长文！揭秘“私募新贵”的前世今生：S基金赚的到底是什么钱

17.普华永道，中国私募股权基金调研报告2023-私募股权二级市场交易S交易篇

18.21世纪经济报道，独家专访Ardian大中华区主管姚斌超：全球最大PE二级市场基金的“大项目”策略

作者 | GP/LP投退业务团队 袁野、黄丹青