

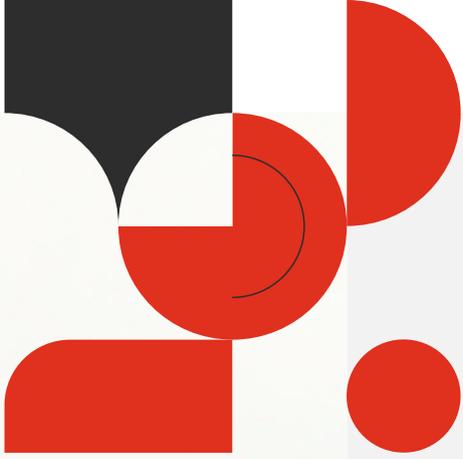


普华永道

砥砺前行
奋楫笃行

人民币基金特刊





目录

序言	03
第一章 概述	04
第二章 设立	11
第三章 募集	16
第四章 投资	22
第五章 投后管理	29
第六章 退出	36
第七章 基金运营	43
第八章 会计与估值	56
第九章 ESG	69
结语	75
特别鸣谢	79





序言

自2012年以来，伴随着经济社会发展与资本市场改革，私募股权基金行业历经非凡十年，实现跨越式发展，在规模及质量方面均显著提升。截至2022年10月，存量创业投资基金及私募股权投资基金（以下简称“人民币基金”）的基金规模达13.7万亿元人民币¹，成为助力直接融资体系、服务实体经济发展不可或缺的中坚力量。监管政策的日益健全与完善，加速了行业的规范化发展；政策与市场的双向驱动，促使募资结构持续优化。与此同时，股权投资市场开始迎接战略新兴产业与ESG投资的大时代。顺应投资环境的改变与产业发展的变迁，人民币基金正在不断发展中主动应对变化，在不确定性中发现并创造可持续的企业价值。

在建设中国式现代化的征程上，以人民币基金为代表的股权投资行业将紧跟时代大势，支持国家创新发展战略实施，践行可持续发展的责任投资理念，并在这一理念指导下，发挥基金投资引领功能；构建投后管理体系，提高投后增值赋能与ESG风险管控能力，并通过数字化转型实现高效运营与管理，提升核心竞争力和可持续发展潜力。面临更加多变与挑战的外部环境，人民币基金唯有砥砺前行、奋楫笃行，才能持续为实体经济的高质量发展作出贡献。

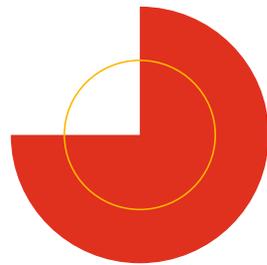
普华永道中国积极贯彻党和国家提出的新发展理念，构建新发展格局，着力推进高质量发展，秉承“解决重要问题，营造社会诚信”的企业使命，立足新时代，奋进新征程，继续为服务国家建设贡献专业力量。在此次再版的人民币基金特刊中，我们结合近几年宏观经济、政策环境以及股权投资市场的变化，从基金设立、募集、投资、投后管理、退出各个环节分享我们的洞察，并针对基金运营、会计与估值、税务、ESG等重点关注话题提供前瞻性的视角，希望能为业内同仁分享和提供有价值的观点与思路。

1. 数据来源：中国证券投资基金业协会



第一章 概述

市场概况



随着中国股权投资市场的快速发展，私募股权基金行业的监管逐步走向规范化，募资结构向机构化发展，投资聚焦战略新兴产业及ESG投资，资本市场进一步深化改革促使退出渠道更加畅通，市场参与主体多元化竞争，马太效应更加显著。

募资结构两级分化，国资背景投资人占据主导

伴随着2018年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）的出台，自律规则体系的逐渐建立，市场监管逐步走向规范化。2019年底疫情爆发，股权投资市场进入资本寒冬，新募集基金规模及数量自2018年至2020年整体呈现下降态势。2021年，我国疫情防控常态化，经济持续稳定恢复，经济运行稳中加固；监管层面出台多项政策，特别是险资银行等资金参与股权投资获政策“松绑”，进一步改善募资环境，增加长线资本注入；具有产业政策导向的国有资本成为重要资金来源，股权投资市场迅速回暖，较2020年，2021年募资总规模呈现大幅度增长，新募集人民币基金规模达1.9万亿元人民币，同比上升近90%。在国内外资本市场环境变化与疫情反复等因素的影响下，2022年上半年，募资市场活跃度小幅度下降，新募集基金规模及数量同比均有所下降²。

从募资结构来看，近年来两极化趋势愈发显著。一方面大规模基金积极设立，单支基金规模超百亿的战略新兴领域产业基金、政府引导基金、并购基金和基建基金纷纷组建，其募资规模在总体募资规模中占据较高比重；另一方面，单支中小规模基金募集规模连年下滑，但其数量占比居高不下。从投资人属性来看，国资背景投资人日渐成为人民币基金的重要出资方，其出资需求不仅仅是追求财务回报，而是战略性产业化等多元诉求。2022年上半年，国资背景投资人的披露出资金额占比已超七成³，继续发挥国有资本引导股权投资向传统产业转型、科技创新等符合国家战略导向的领域发展。

投资活跃度回升后放缓，聚焦战略新兴产业与ESG投资

与募资相匹配，中国股权投资市场自2018年开始进入两年下降期。随着国内疫情得到控制，2020年社会经济与股权投资活动逐步恢复正常，2021年国内经济复苏与宏观经济环境不断优化，股权投资市场进入热度空前阶段，投资金额和投资数量实现双增长，均已超过疫情前水平并再创历史新高。

2021年人民币股权投资金额达

9,100 亿元，

同比上升近60%⁴。

2022年上半年，在复杂严峻的国际形势及国内疫情多点散发影响下，中国股权投资市场步伐明显放缓，投资金额及投资数量均呈现下滑态势。

随着流量红利的耗尽与外部环境收紧，市场热点开始转移。2018年之后，国内造“芯”热潮兴起，半导体投资回归，2019年正式推出科创板，2020年推进注册制改革，新一代信息技术、生物医药、高端装备制造等领域获得政策倾斜，投资热度上升。整体来看，在硬科技的浪潮下，股权投资市场继续聚焦战略新兴产业投资；另一方面，在中国“双碳”战略目标的驱动下，减排效果显著的新能源受到国家层面更多的支持，包括可再生能源发电、智能电网等领域，新能源行业成为新的投资热点。除新能源行业以外，受政策引导的绿色交通、农业改良及新基建等ESG投资领域也得到股权投资市场的高度认可。

多层次资本市场建立健全，构建畅通退出渠道

2019年科创板的设立引发上市热潮，开板三年以来，共有400余家企业成功上市，总市值超5万亿元人民币，在中国资本市场改革进程中发挥了重要作用。2020年创业板注册制正式落地，资本市场改革进一步深化。在注册制带动下，创业板板块包容性和覆盖面增强，直接融资功能得到进一步发挥。2021年注册制改革持续推进叠加北交所开市，我国多层次资本市场结构进一步完善，进而带来境内上市市场活跃度的高涨，境内上市渠道相对畅通。2021年中国股权投资市场的退出案例同比上升，其中通过IPO退出的数量同比有较大幅度增长。2022年上半年境内外上市节奏放缓，IPO数量以及总融资额均同比下降。

随着注册制改革的全面推进，A股市场IPO数量将会持续增长，直接融资占比有望继续提升，且融资将进一步向高新科技行业、高成长性产业和价值创造型企业倾斜。此外，在注册制的推动下，随着IPO发行定价更趋市场化以及上市公司数量的持续增加，市场潜在的有产业并购需求的买方数量有望上升，对于人民币基金而言，作为项目退出次优选择的并购重组方式的重要性或将有所提升。除此以外，建立上市公司创投基金股东减持股份“反向挂钩”机制，启动人民币基金向投资者实物分配股票试点等措施，有利于进一步拓宽行业退出渠道。

境外上市方面，中概股仍存在不确定性，短期内利好A股及港股市场，后续随着中美审计监管合作推进，中企在美上市环境将会有所改善，长期来看，多层次退出渠道会持续存在。

重要行业政策回顾



行业监管逐步规范化

2018年4月，中国人民银行、银监会、证监会、国家外汇管理局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，意味着大资管统一监管的时代正式到来。对私募基金的募资、运营等产生重大影响，包括提高合格投资者的准入门槛、打破刚性兑付、严禁资金池业务，对私募基金杠杆比例和传统金融机构通过多层嵌套进入市场的行为进行了严格限制等。其中，商业银行理财产品明确规定不得直接或间接投资非金融机构发行的私募基金。

2019年12月，中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）在2018年1月《私募投资基金备案须知》版本的基础上，发布了新版《私募投资基金备案须知》，作为指导私募基金备案和运作的监管规则，突出强调了私募基金的投资本源，通过行业自律的方法实现引导行业健康发展。私募基金监管力度加大，自律规则体系逐渐建立。

2021年1月，证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，该规定的出台是监管机构贯彻落实有关防范化解私募基金行业风险要求的重要举措之一。规定共十四条，对私募基金监管的底线要求进一步明确，形成了私募基金管理人及从业人员等主体的“十不得”禁止性要求。我们将在后续设立章节对该规定的重点内容进行解读。

除上述重要监管政策以外，近几年来，基金业协会相继出台多项登记备案、信息披露等指导文件，完善自律管理体系，进一步提升工作效率及管理透明度，推动行业规范健康发展。



募资端支持性政策出台

2019年10月，发改委、中国人民银行等六部委联合发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》，针对资管新规第二条“创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定”从监管层面做了进一步的补充和明确。

2020年11月，银保监会发布《中国银保监会关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》，提出保险资金开展财务性股权投资，可在一定条件下，综合考虑各因素，依法依规自主选择投资企业的行业范围。

2021年1月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《建设高标准市场体系行动方案》，2021年11月，银保监会发布《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》，2021年12月，银保监会发布《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》，逐步加大银行业保险业在股权投资领域的出资力度。

2022年9月，全国社会保障基金理事会（以下简称“社保基金”）出台《全国社会保障基金理事会实业投资指引》，强化对国家安全、国民经济命脉和国计民生领域的长期股权投资，扩大市场化股权基金投资规模。

ESG相关政策出台

2018年11月，基金业协会出具《绿色投资指引（试行）》，鼓励基金管理人关注环境可持续性，强化基金管理人对环境风险的认知，明确绿色投资的内涵，推动基金行业发展绿色投资，改善投资活动的环境绩效，促进绿色、可持续的经济增长。私募股权投资基金管理人可参考该指引确定绿色投资范围，并根据自身情况对绿色投资的适用方法做出相应调整。

2022年5月，国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，提出中央企业集团公司要统筹推动上市公司完整、准确、全面贯彻新发展理念，进一步完善ESG工作机制，提升ESG绩效；立足国有企业实际，积极参与构建具有中国特色的ESG信息披露规则、ESG绩效评级和ESG投资指引。

2022年6月，银保监会印发《银行业保险业绿色金融指引》，要求银行保险机构明确绿色金融发展目标，从战略高度推进绿色金融，应当渐进有序降低资产组合的碳强度，最终实现资产组合的碳中和；首提ESG风险和信息披露，要求银行保险机构应当有效识别、监测、防控业务活动中的环境、社会和治理风险，公开绿色金融战略和政策，充分披露绿色金融发展情况。

2022年9月，中国保险资产管理业协会发布《中国保险资产管理业ESG尽责管理倡议书》，提出各机构要主动评估气候变化等ESG问题对整体投资组合价值、长期经济增长和金融市场稳定可能带来的系统性风险，将ESG因素纳入投资决策；鼓励各机构公开披露其投资活动中涉及ESG因素的公司战略和投资策略，保持信息公开透明。该倡议书将通过加强决策机制建设、提升信息披露能力，推动行业长期投资、价值投资。

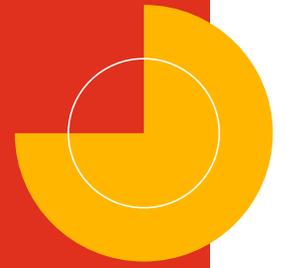
其他规范性文件相继出台

2019年1月，财政部、国家税务总局、发改委、证监会联合发布《关于创业投资企业合伙人所得税政策问题的通知》（财税【2019】8号），对创业投资企业个人合伙人适用的所得税优惠政策作出了进一步明确。对于备案成单一投资基金核算的创业投资基金，其个人合伙人从该基金应分得的股权转让所得和股息红利所得，按照20%税率计算缴纳个人所得税。此外，为支持创业投资发展，针对合伙制创业投资基金投资初创科技型企业，国家给予了额外的税收优惠政策。

2020年3月，证监会发布《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定（2020年修订）》，完善了私募基金投资企业上市解禁期与上市前投资期限长短反向挂钩的制度安排，对专注于长期投资和价值投资的创业投资基金减持其持有的上市公司首次公开发行前的股份予以支持，更好地发挥创业投资对于支持中小企业、科创企业创业创新的作用。该规定同时明确在基金业协会备案的私募股权投资基金亦可以参照创业投资基金适用减持优惠政策。



第二章 设立



证监会出台《关于加强私募投资基金监管的若干规定》

背景

近年来，私募股权基金行业快速发展的同时，也伴随着各种乱象，滋生和暴露出许多问题。为了进一步加强监管，严厉打击各类违法违规行为，严控私募基金增量风险，稳妥化解私募基金存量风险，提升行业规范发展水平，保护投资者合法权益，2021年1月，证监会正式颁布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（以下简称《规定》），并于发布之日起施行。规定是继2014年8月证监会颁布的《私募投资基金监督管理暂行办法》（以下简称《管理暂行办法》）以来，首个由证监会发布的直接针对私募基金业务的监管规范，正式将此前基金业协会已发布的自律规则通过规范性文件的形式进行了重申和细化，将行业内正在执行的规范纳入证监会的规范体系之中，表明了证监会加强对私募基金监管的态度和力度。

《规定》共十四条，对私募基金监管的底线要求进一步明确，形成了私募基金管理人及从业人员等主体的“十不得”禁止性要求。具体而言，主要涉及如下几个方面：一是规范私募基金管理人名称、经营范围，并实行新老划断；二是优化对集团化私募基金管理人监管，实现扶优限劣；三是重申私募基金应当向合格投资者非公开募集；四是明确私募基金财产投资要求；五是强化私募基金管理人及从业人员等主体规范要求，规范开展关联交易；六是明确法律责任和过渡期安排。

重点解读

优化集团化私募基金管理人监管

《规定》第五条要求基金管理人在申请登记备案前要确保股权关系明确，不得有代持、循环出资、交叉出资、层级过多、结构复杂等情形，登记时不得隐瞒，应如实披露。基金管理人如果计划在股权架构上有一些特殊考虑，例如计划员工持股或引入多方投资人等，需要说明该结构安排的合理性。对于同一实际控制人实际控制两家及以上基金管理人的情况，要明确多家基金管理人之间的区别，确保设置多家管理人的合理性和必要性，对各个设立的基金管理人能够“说得清、控得住、负起责”。对内部治理和风控体系良好的集团化私募基金管理人进行差异化监督，实现扶优限劣，进一步优化对集团化基金管理人的监督管理方式。

细化合格投资者要求

《规定》第七条对私募基金合格投资者规则进行了进一步细化：一是细化了《管理暂行办法》关于合格投资者的范围，明确对国务院金融监督管理部门监管的资产管理产品、合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者视为《管理暂行办法》第十三条规定的合格投资者，不再穿透核查最终投资者，不合并计算投资者人数，这一点为私募基金引入长期资金扫除了制度障碍；二是明确要求基金份额转让的受让人，需满足合格投资者身份及投资者人数限制的要求。

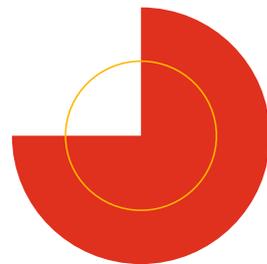
明确私募基金财产投资要求

《规定》第八条禁止基金管理人直接或间接将私募基金用于借（存）贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动，强调私募基金要回归证券投资、股权投资主业，重申投资活动“利息共享、风险共担”的本质。同时，遵从商业惯例，允许私募基金以股权投资为目的，为被投企业提供短期借款、担保，借款或者担保余额不得超过该私募基金实缴金额的20%。实践中，个别房地产基金可能会出于税收筹划目的，安排其持有投资以股权+债权的形式出现，且债类投资可能会超过基金实缴出资金额的20%，基金管理人需要重新考虑投资架构设计，以满足《规定》的要求。

强化私募基金管理人及从业人员等主体规范要求

《规定》第九条对基金管理人及从业人员等主体提出了规范性要求，主要包括严禁基金财产混同，要针对管理的不同基金，单独管理、建账及核算，禁止资金池运作、违规自融、不公平对待基金财产和投资者、从事内部交易、利用职务之便牟取非法利益、进行利益输送等违反法律法规的情形。实践中，基金与不同投资人签署的单边附属协议（side letter），代表基金管理人与投资者的不同安排，并不构成不公平对待投资者的行为，基金管理人需要自查和明确是否存在损害或潜在损害其他投资者利益的情况。

人民币基金管理架构的 税收考量



有限合伙制基金是人民币基金中最为常见的基金形式。针对合伙制人民币基金，其架构涉及的主体一般包括合伙制基金、有限合伙人、普通合伙人以及基金管理人。其中，有限合伙人为基金投资人，以其对基金认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任；普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任并基于合伙协议约定或接受全体合伙人委托成为执行事务合伙人以对外代表合伙企业及承担合伙事务；基金管理人则负责基金具体的投资管理运作（包括募集资金、基金备案登记、管理基金财产、制定投资策略、选择投资标的、投资标的投中及投后管理、收益分配等），基金管理人需在基金业协会登记备案。普通合伙人可以同时担任基金管理人。实务中，出于风险隔离的需求，尤其是在一个私募机构存在多支人民币基金的情况下，基金管理人通常由一个独立的经登记备案的实体而非普通合伙人担任。

在合伙制人民币基金管理架构下，不同主体所面临的税收影响不一。

就合伙制基金而言，其主要收入为对外投资取得的利息、股息红利以及财产转让收益。针对基金取得的收益，所得税上，合伙制基金并非所得税纳税实体，根据《财政部、国家税务总局关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》（财税【2008】159，以下简称“159号文”）的规定，合伙企业以每一个合伙人为纳税义务人。对于合伙企业生产经营所得和其他所得采取“先分后税”的原则，自然人合伙人缴纳个人所得税，法人合伙人缴纳企业所得税。但是，就增值税和印花税而言，合伙制基金是独立的纳税实体，如发生应税事项，合伙制基金需对应缴纳增值税及印花税。例如，合伙制基金处置股票，合伙制基金需按金融商品转让税目缴纳增值税及证券交易印花税。

就有限合伙人而言，其主要涉及前述先分后税原则下的所得税。法人合伙人按照适用税率（如25%）就其应分配部分缴纳企业所得税，个人合伙人一般适用“经营所得”税目适用5%-35%超额累进税率缴纳个人所得税。但在某些特殊情况下，个人合伙人可适用20%税率缴纳个税。其一是根据《国家税务总局关于〈关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定〉执行

口径的通知》（国税函【2001】84号）（以下简称“84号文”）的规定，合伙企业对外投资分回的利息或者股息、红利单独作为投资者个人取得的利息、股息、红利所得，适用20%税率计算缴纳个人所得税；其二是根据《财政部、税务总局、发展改革委、证监会关于创业投资企业个人合伙人所得税政策问题的通知》（财税【2019】8号）（以下简称“8号文”）的规定，对于备案成单一投资基金核算的创业投资基金，其个人合伙人从该基金应分得的股权转让所得和股息红利所得，按照20%税率计算缴纳个人所得税。此外，为支持创业投资发展，针对合伙制创业投资基金投资初创科技型企业，国家给予了额外的税收优惠政策。具体而言，根据《财政部、税务总局关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》（财税【2018】55号）的规定，合伙创投企业采取股权投资方式直接投资于初创科技型企业满2年的，该合伙创投企业的法人合伙人可以按照对初创科技型企业投资额的70%抵扣法人合伙人从合伙创投企业分得的所得，个人合伙人可以按照对初创科技型企业投资额的70%抵扣个人合伙人从合伙创投企业分得的经营所得。

就普通合伙人而言，其自基金取得的收入主要为业绩报酬。业绩报酬是指在满足有限合伙人本金回收以及门槛收益后，将剩余的收益按照一定的比例分配至普通合伙人。所得税上，普通合伙人因少量持有基金份额，其仍应按照“先分后税”原则缴纳所得税。而增值税上，业绩报酬是何性质一直缺乏明确税法依据，进而成为常见的人民币基金争议事项之一。实务中，有一种观点认为业绩报酬属于因管理基金事务而产生的服务报酬，需和基金管理费同样适用6%的税率缴纳增值税；而另一种观点则认为，业绩报酬属于跟投资基金产生的非保本投资收益，无需缴纳增值税。我们注意到市场上有部分基金会基于特定商业考量进行一些架构及协议上的安排，在部分安排下业绩报酬有可能会更偏向于非保本投资收益性质。我们建议可以关注各类特殊安排下业绩报酬的税务处理，以降低相关税务风险。

就基金管理人而言，其取得的收入主要为基金管理费收入，涉及的税负主要为增值税及所得税。增值税上，基金管理费属于金融服务项下的直接收费金融服务或现代服务业中的商务辅助服务，适用6%税率；所得税上，需根据基金管理人的法律实体形式进行税务处理，如公司形式的基金管理人一般适用25%税率缴纳企业所得税，合伙企业形式的基金管理人按先分后税原则由其合伙人各自缴纳所得税，税务处理相对清晰。

此外，海南、横琴等地“双十五”税收优惠政策陆续出台。包括：

- 《财政部、税务总局关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》（财税【2020】31号）规定，2020年1月1日至2024年12月31日，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按15%的税率征收企业所得税；
- 《财政部、税务总局关于横琴粤澳深度合作区企业所得税优惠政策的通知》（财税【2022】19号）规定，自2021年1月1日起，对设在横琴粤澳深度合作区符合条件的产业企业，减按15%的税率征收企业所得税；
- 《财政部、税务总局关于海南自由贸易港高端紧缺人才个人所得税政策的通知》（财税【2020】32号）规定，2020年1月1日至2024年12月31日，对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过15%的部分，予以免征；
- 《财政部、税务总局关于横琴粤澳深度合作区个人所得税优惠政策的通知》（财税【2022】3号）规定，2021年1月1日至2025年12月31日，对在横琴粤澳深度合作区工作的境内外高端人才和紧缺人才，其个人所得税超过15%的部分予以免征。

基于此，部分基金管理人出于自身发展的需要选择向当地迁址或在当地新设实体。但需要注意的是，享受当地的税收优惠政策，基金管理人需满足主营业务符合标准以及实质经营等重要条件。



第三章 募集

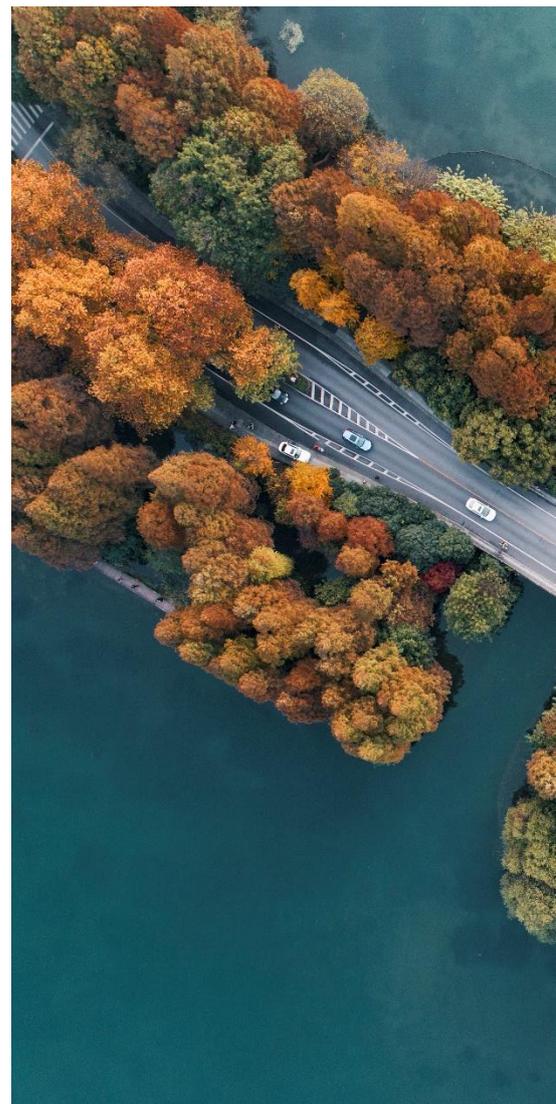
受宏观经济外部风险挑战和内部结构挑战的叠加影响，在疫情的爆发与反复、GDP增速放缓、经济基本面下行的压力下，私募股权基金行业的募资面临着严峻的挑战和压力，行业整体存在“募资难”的问题，长线资本进入股权投资市场依旧不足。

2018年至2020年，股权投资市场经历资管新规的出台、监管趋严、疫情的爆发等，整体募资呈现下降态势。2021年，我国疫情防控已呈现常态化趋势，国民经济平稳运行，股权投资市场逐渐恢复活力。与此同时，在国家鼓励险资、银行等参与股权投资，国有资本及产业投资加速入场，IPO常态化进而机构资金得以回流的各种因素共同推动下，2021年募资市场大幅回暖，新募集人民币基金规模达1.9万亿元人民币，同比上升近90%。2022年上半年，新募集人民币基金规模达7,200亿元人民币，其中，国有资本较为活跃，大额基建基金、产业基金频频设立，但市场化民营基金募资难度加剧，募资市场整体活跃度小幅下降，各类型投资人出资及机构募资整体呈现出新的格局⁵。

政策环境

为规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品监管标准，有效防控金融风险，引导社会资金流向实体经济，更好地支持经济结构调整和转型升级，2018年4月资管新规的出台，提高了个人投资者的准入门槛，并对私募基金杠杆比例和传统金融机构通过多层嵌套进入市场的行为进行了严格限制。商业银行理财产品明确规定不得直接或间接投资非金融机构发行的私募基金。

2019年10月，发改委、中国人民银行等六部委联合发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》（以下简称《细则》），针对资管新规第二条“创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定”从监管层面做了进一步的补充和明确。明确过渡期内，资产管理产品投资符合《细则》规定的两类基金，在金融机构加强投资者适当性管理以及向投资者充分披露和提示产品的投资性质和投资风险的前提下，可以将该产品整体视为合格投资者；同时适度放开嵌套限制，对于符合规定的两类基金接受资产管理产品及其他私募投资基金投资时，该两类基金不视为一层资产管理产品。《细则》的出台，在一定程度上缓解了资产管理产品对符合条件两类基金的投资限制，从政策上鼓励更多的资本投入早期基金以及符合产业发展政策的基金，最终实现金融为实体经济服务的目的。





2020年11月，银保监会发布《中国银保监会关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》，提出保险资金开展财务性股权投资，可在符合安全性、流动性和收益性的条件下，综合考虑偿付能力、风险偏好、投资预算、资产负债等因素，依法依规自主选择投资企业的行业范围。取消对险资在财务性股权投资的限制，无疑为私募股权投资市场带来了巨大利好。

2021年1月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《建设高标准市场体系行动方案》，指出稳步推进银行理财子公司和保险资产管理公司设立，鼓励银行及银行理财子公司依法依规与符合条件的证券基金经营机构和创业投资基金、政府出资产业投资基金合作，研究完善保险机构投资私募理财产品、私募股权基金、创业投资基金、政府出资产业投资基金和债转股的相关政策。提高各类养老金、保险资金等长期资金的权益投资比例，开展长周期考核。2021年11月，银保监会发布《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》，支持商业银行具有投资功能的子公司、保险机构、信托公司等出资创业投资基金、政府产业投资基金等，为科技企业发展提供股权融资。2021年12月，银保监会发布《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》，大幅放宽险资投资创业投资基金的要求，允许险资投资由非保险类金融机构实际控制的股权投资基金，取消投资单支创业投资基金的募集规模限制，支持保险机构加强与专业股权投资机构合作，为险资的灵活运用提供了适度自主性，丰富了创业企业长期资金来源。上述政策的陆续出台，为银行保险机构作为长期资本对人民币基金的出资持续落地奠定了基础。

2022年6月，银保监会印发《银行业保险业绿色金融指引》，要求银行保险机构明确绿色金融发展目标，从战略高度推进绿色金融；应当有效识别、监测、防控业务活动中的环境、社会和治理风险，公开绿色金融战略和政策，充分披露绿色金融发展情况。

2022年9月，社保基金出台《全国社会保障基金理事会实业投资指引》，强化对国家安全、国民经济命脉和国计民生领域的长期股权投资，扩大市场化股权基金投资规模，全面覆盖综合型、行业垂直、母基金、特殊机会等不同类型管理人，构建股权基金二级资产配置体系。

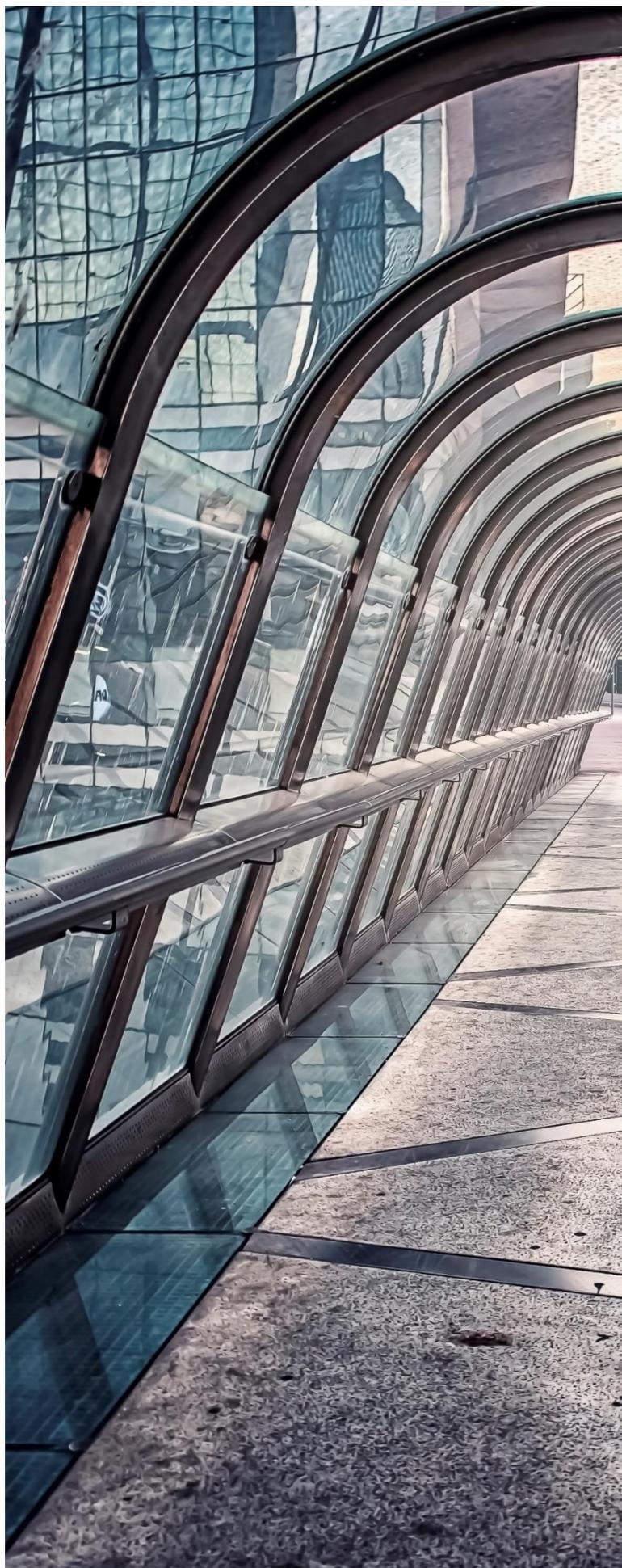
自上述一系列政策及指引的陆续出台，2022年上半年保险资金作为长期资本，继续加快对人民币基金的投资。同时直投力度也逐步加大，多支险资百亿级基金设立，聚焦基础设施、医疗健康、科技创新和环保节能等领域。而社保基金作为国家级的机构投资人，将会充分发挥股权基金在支持科技创新和实体经济高质量发展方面的独特作用，私募股权基金市场的长线资本将会进一步释放。

投资人规模及结构分布

近几年，募资结构持续分化且趋势愈发显著。募资规模分布上，2021年，数量占比90%以上的新募集基金规模均未超过10亿元人民币，中小型规模的基金大量募集，但整体资金规模占比不足40%。同时，新募集资金规模越大，其国资背景管理人的属性越显著，2021年，超过百亿元规模的新募集基金全部为国资背景管理人管理。2022年上半年，该分布特征继续维持⁶。

投资人结构分布上，从出资金额来看，政府背景投资人合计出资额最高，包括政府机构、政府出资平台以及政府引导基金，在募资市场中发挥了重要的资金支持作用，市场化母基金、险资、金融机构等长期资本合计出资金额占比逐步提升。从投资人国资属性来看，2022年上半年，新募集基金中，国资背景投资人虽然出资次数占比仅为12%，但认缴出资占比达70%⁷。国有资本通过直接出资、设立基金等方式为募资市场注入大量活水，投资人国资化已成为近年来募资市场的明显态势。

长期来看，募资端资金来源多元化趋势将会延续，国资背景投资人保持活跃的同时，非国资背景的市场化母基金、家族基金、实体企业等主体也将继续释放出出资活力，在政策和市场双向影响下，多元化主体构建的募资环境将持续改善。



政府引导基金存量优化，继续发挥募资主力军作用

截至2021年底，我国共设立近2,000支政府引导基金，目标规模约12万亿元人民币。2021年新设立政府引导基金115支，同比上升近3%，基金目标规模约6,600亿元人民币，同比上升7%。2022年上半年，新设立60支政府引导基金，目标规模约2,100亿元人民币⁸。新设立的引导基金从设立级别来看，呈现下沉式特点，更多的地市级、区县级引导基金设立定位更加聚焦特定领域。整体来看，我国各级各类政府引导基金，主要是产业基金为主，近两年各地开始加大对创业引导的投入，已然打开了新的格局。

由于早期成立的政府引导基金出现资金闲置、政策目标重复、投资效率低下等问题，2019年5月，国务院发布《政府投资条例》，加强对政府资金的预算约束，并规定“不得违法违规举借债务筹措政府投资基金”。2020年2月，财政部出台《关于加强政府投资基金管理提高财政出资效益的通知》，针对政府引导基金“政策目标重复、资金限制和碎片化”等比较严重的问题，提出对财政资金出资设立的政府投资基金加强监管，具体包括强化政府预算对财政出资的约束、着力提升政府投资基金使用效能、实施政府投资基金全过程绩效管理、健全政府投资基金退出机制、禁止通过政府投资基金变相举债、完善政府投资基金报告制度等。

政府引导基金作为政府与市场相结合的产物，涉及财政、金融、产业与国资，具有高度合规性、

风险高度可控性以及高度平衡性三个主要特点，其进行股权投资的目标是权衡政策性与市场化的关系，即产业引领和财务收益的平衡发展。我们观察到，政府引导基金在选择基金管理人及拟募集基金时，关注基金管理团队的背景与经验、历史业绩、投资策略及执行情况、决策机制及风控流程、基金整体运营情况等方面，同时考虑到政府引导基金资金来源的国有属性以及产业引导的政策属性，除上述关注点以外，更加看重管理团队对行业及产业链理解的深度，满足战略性新兴产业导向的项目资源储备，以及风险发现、规避及控制的能力。

政府引导基金经历近几年的快速发展，目前进入存量优化、精耕细作阶段。2021年开始，各类引导基金意识到重新审视投资战略、注重质量效果的重要性，将重心从设立走向重管理，求实效。一方面，通过放宽返投比例限制等举措，对于优质的基金管理团队及项目资源，灵活调整返投比例及返投方式，优化资源配置；另一方面，向市场化、专业化转变，提高运营管理能力。一是建立专业化的投资管理团队；二是决策机制逐步向市场化转化；三是完善政府引导基金的绩效考核体系，结合政策和产业引导目标，分层分类设计，利用信息化系统及时评价、预警风险；四是提高投后管理能力，定期了解参投基金项目进展、估值情况及退出安排；同时充分发挥引导基金的资源整合优势，促进参投基金重点项目的业务发展，创造并购机会，推动上市需求。

2-8. 数据来源：清科研究中心

政策放宽，保险资金加速入场

伴随着保险资金运用的监管政策逐步放开，险资配置的多元化格局逐步形成。尤其是在近年来固收类产品较难完全覆盖险资负债成本、二级市场股票投资波动较大的背景下，保险资金积极服务实体经济，在股权投资市场中的配置占比不断提高。

如何平衡险资助力推动实体经济增长与防范局部金融风险，是监管政策形成的重要考量。近年来，监管政策的调整总体趋于宽松，从资本总额、权益资产监管比例、投资标的等维度逐步减少对险资开展股权投资的限制，有助于险资根据战略或财务性目标自主灵活配置资产。2020年11月，银保监会发布《中国银保监会关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》，2021年12月，银保监会发布《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》，为险资作为长期资本对人民币基金的出资持续落地奠定了基础。同时，2022年6月，银保监会印发《银行业保险业绿色金融指引》，对银行保险机构进行ESG投资提出了新的目标和要求，引导险资向绿色发展投资领域倾斜。

保险资金具有期限长、规模大、来源持续稳定等特性，是金融市场较为稀缺的长期资本，在服务实体经济方面有着天然的优势，是众多人民币基金青睐的机构投资者。但与此同时，保险资金也具有安全性要求高、强烈风控约束、投资策略有明确倾向等特点，对基金管理人的选择有着高标准和严要求。保险机构作为机构投资者在选择参投基金时，需按照监管政策中规定的基金管理人及拟募集基金的资质条件进行筛选，例如基金管理人的注册资本、管理资本规模、投资团队的经验是否达标、内控制度是否完善等；募集基金的类型、募资规模、协议条款、投资方向及标的是否满足条件等。

在监管政策的约束下，保险机构明显偏好具有国资背景的投资机构、头部绩优机构以及与保险机构联动较强的实体企业或旗下机构发起设立的基金，这背后隐含着保险资金更看重的是基金管理人持续性的业绩以及机构化的能力，包括管理能力、应对风险的能力以及协同能力等。从参股基金类型上，基于保险机构的低风险偏好，更偏好于投资阶段偏中后期的成长型基金以及基础设施基金等大中型基金，保险资金在创业投资基金中的配置比例不高，且集中在头部机构。

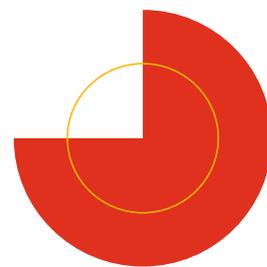
我们观察到，保险机构正在不断提高自身的投研能力，通过建立具备不同行业知识背景和经验的投资团队，对市场、行业、投资赛道进行专业研判。未来保险机构对参投基金的选择，伴随着监管政策的逐步放宽、保险机构投资管理以及风险管控能力的双重提升，将不仅仅局限于国有背景基金和头部市场化机构管理的基金，历史业绩优质或投资策略与保险机构相契合的“小黑马”基金预期会受到保险资金的更多关注。





第四章 投资

人民币基金投资行业分布现状

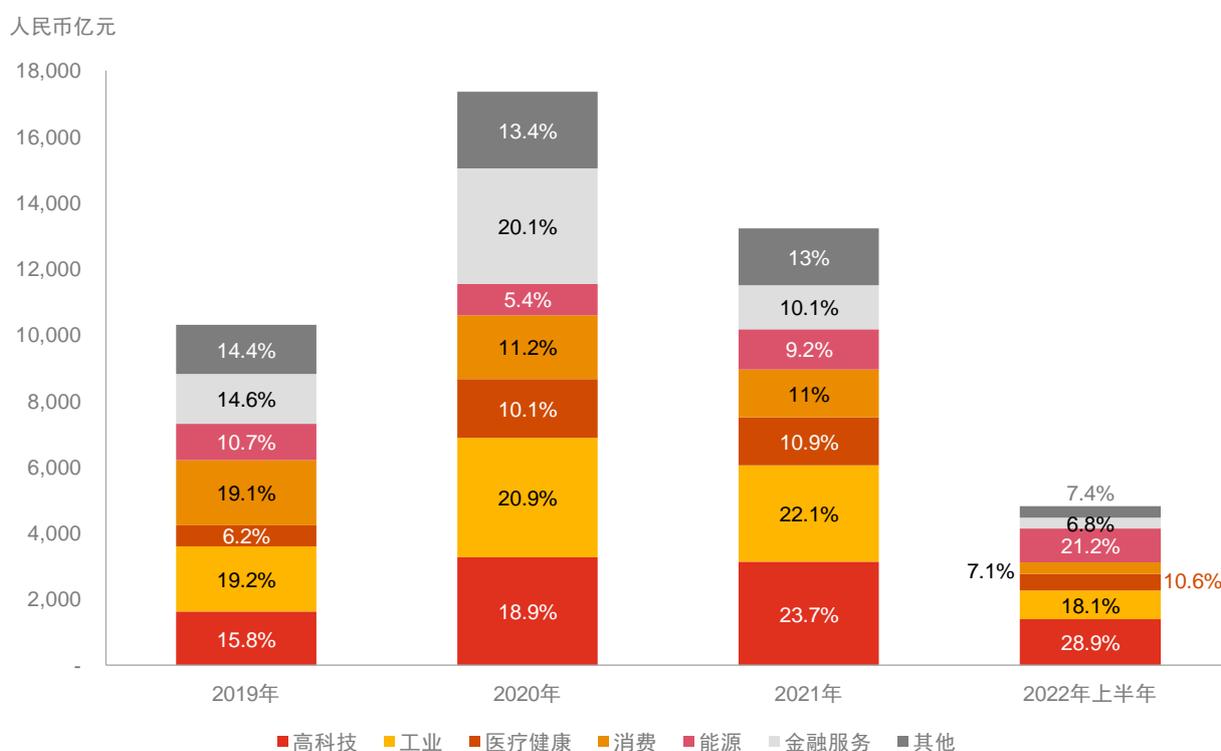


行业分布：高科技、工业及医疗健康赛道占据半壁江山，能源特别是新能源行业成为投资热点

自2019年以来，高科技、工业、医疗健康、消费、能源及金融服务投资占人民币基金投资金额比例超过80%。其中高科技、工业及医疗健康行业持续占据2020年以来人民币基金投资热点行业前三位，2020年合计占人民币基金投资总额的比例超过50%，且呈逐年增加的趋势。受到国际能源危机的影响，能源行业成为新的投资热点。2021年投资总额约1,222亿元人民币，2022年上半年投资总额已达约1,023亿元人民币，超过工业成为人民币基金的第二大投资热点⁹。

受严峻的国际形势及国内疫情多点散发影响，2022年上半年人民币基金投资热度有所下降，投资重点领域向高科技、工业以及能源领域集中。

人民币私募股权基金分行业交易金额





细分行业：能源行业地位提升，非传统/新能源成为投资热点

受疫情带来的全球供应短缺以及地缘政治动荡等影响，自2021年下半年起，国际能源危机日益凸显。同时，由于国内“碳达峰”及“碳中和”目标的逐步落实，能源行业，尤其是非传统能源行业成为新的投资热点。2019年至2022年上半年，能源行业占人民币基金投资额的比例分别为9.3%、6%、6.7%及7.2%¹⁰。

在全球能源转型的大背景下，可再生能源发电成为绿色低碳转型、实现净零排放的重要途径，全球可再生能源市场将保持高速增长。在中国“双碳”目标的驱动下，减排效果显著的新能源受到国家层面更多的支持。2021年，国家能源局发布的《2021年度全国可再生能源电力发展监测评价报告》指出，我国可再生能源发电量达2.48万亿千瓦时。2022年6月，国家发改委、能源局等部委联合下发《“十四五”可再生能源发展规划》，明确提出到2025年可再生能源发电量需达到3.3万亿千瓦时。相关一系列措施将有效推动新能源及其上下游产业如动力电池、新能源基础设施建设与维护等行业的发展。同时海外新能源市场需求同样强劲，在国际形势不稳定的环境下，保障能源安全成为欧洲各国的迫切需求，从而促进了欧洲可再生能源装机容量继续增加。

2021年四季度，人民币基金在能源行业投资总额约632亿元人民币，占2021年全年投资总额的52%；2022年上半年投资数量为49宗，投资总额达1,023亿元人民币，同比增长58%及213%¹¹。



细分行业：“硬科技”领跑热门赛道， 半导体芯片投资持续火热，“软科技” 前景可期

近年来，数字化应用席卷全球，市场需求的强劲以及政府政策的支持，软件、电商平台及IT技术服务等细分行业始终受到人民币基金的关注。2019年至2022年上半年，高科技行业占人民币基金投资额的比例分别为15.8%、18.9%、23.7%及28.9%¹²。

2011年，《中国产业发展和产业政策报告（2011）》首次提出“专精特新”概念。此后，随着国家政策的不断出台，鼓励“专精特新”中小企业的发展。2018年11月，工信部发布《关于开展专精特新“小巨人”企业培育工作的通知》，计划利用三年时间，即2018年至2020年，培育600家左右专精特新“小巨人”企业。自2021年起，中共中央国务院以及财政部、工信部等国家部委更是在战略规划及政策扶持层面，将支持“专精特新”企业发展提升到更高层次。

国家政策支持以及市场需求的发展带动资本的集聚，在以半导体芯片、高端制造以及新材料等为代表的“专精特新”企业中，半导体芯片行业以其固定资产投资相对较低，回报周期相对较短的特点，更加受到人民币基金的青睐。2021年人民币基金在半导体行业的投资案例数为133宗，投资金额达1,238亿元人民币，分别占当年高科技行业投资的23.6%及28.3%；2022年上半年投资案例数已达92宗，投资金额达754亿元人民币，分别占当期高科技行业投资的51.7%及54.1%¹³。

同时，在国家大力发展信创产业的战略背景下，软科技领域仍有较大的市场上升空间。国产软件企业不断加大研发投入，技术积累不断提高，产品日渐成熟，加之相关政策红利的推动，行业未来发展具有一定潜力。



细分行业：医疗健康行业投资保持活跃，凸显行业地位

自2020年起，随着新冠疫情的爆发，医疗健康行业地位明显提升，并持续吸引投资者的关注。2019年至2022年上半年，医疗健康行业占人民币基金投资额的比例分别为6.8%、10.1%、10.9%及10.6%¹⁴。

2020年，人民币基金在医疗健康领域投资数量300宗，金额达1,762亿元人民币，较2019年分别增长177%及186%。2021年医疗健康行业投资热度仍然不减，投资数量293宗，金额达1,445亿元人民币¹⁵。

近年来，养老、生育以及新冠疫情带来的医疗市场需求不断增长。2021年3月至12月，《关于国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》《“十四五”国家临床专科能力建设规划》和《“十四五”医疗装备产业发展规划》陆续发布，在政策方面强调全面推进健康中国建设，构建强大公共卫生体系、深化医药卫生体制，以推动医疗行业的高质量发展。

细分领域中，医疗服务方面，随着医疗改革持续深化，基于医疗服务高质量发展的纲领目标，医疗健康行业继续颁布多项支持政策，包括专科建设、医保改革、国产替代、医疗数字化、分级诊疗、集中采购、医疗行业资质开放即社会资本办医等，为医疗服务行业带来了新的发展机遇。

医药和生命科学方面，以创新为价值导向的生物医药及生物技术领域（如免疫细胞治疗产品、mRNA疫苗等）交易仍是医药行业的投资热点，体外诊断及心血管介入等耗材赛道、影像领域及具有消费性质的医美产品仍然吸引财务投资者的关注。医疗健康行业投资或将继续保持其活跃度。

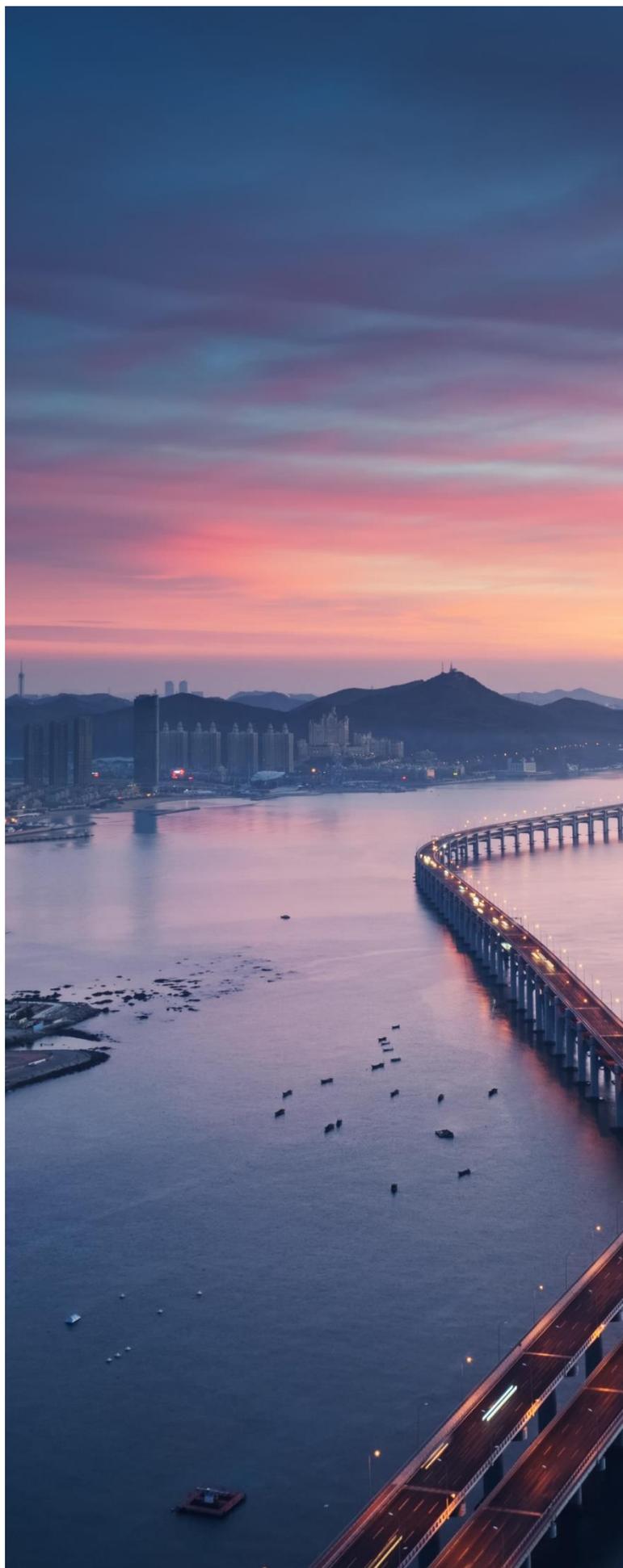
细分行业：消费行业投资 回归理性，长期仍有发展 潜力

2019年至2021年，随着数字化转型、新消费模式的兴起以及国家消费促进政策的不断出台，消费市场投资持续蓬勃发展。疫情的爆发虽严重冲击了酒店、旅游休闲及线下零售行业，但也对“宅经济”产生了巨大的催化作用。随着95后人群成为消费主力以及“国潮”概念的兴起，线上消费、直播带货、社区买菜等新兴消费模式迅速发展，融入中国文化元素的国货品牌备受追捧，消费行业愈发受到资本的关注。2019年至2021年消费行业占人民币基金投资额的比例分别为19.1%、11.2%及11%¹⁶。

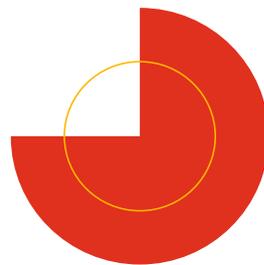
全球宏观经济形势和疫情反复逐渐削弱消费者信心，全球通货膨胀引发消费者对于消费成本上涨的担忧，加之消费行业进入门槛普遍较低，消费行业企业数量逐渐增多，导致存量市场竞争加剧，消费行业面临垂直整合，资本市场投资者对于该行业的投资趋于谨慎和理性。2022年上半年，消费行业仅占人民币基金投资额的7%¹⁷。

但长期来看，中国人口基数大，消费需求充分，消费结构升级空间大，随着消费场景复苏以及相关促消费政策落地和支持，消费市场将随着经济增长，逐渐走出阴霾，迎来新的发展机会。

9-17. 数据来源：汤森路透、投中数据及普华永道分析



人民币基金海外的 涉税问题



近年来，随着“一带一路”相关政策和基金投资需求、投资策略等因素的推动，人民币基金加快“走出去”步伐，纷纷寻求更多的海外投资机会。针对人民币基金进行海外投资，除需考虑境外直接投资（“ODI”）备案等监管因素以外，税收也是考量的重要部分，其面临的税收影响往往比人民币基金投资境内更为复杂，包括：

- 投资架构搭建的税务考量，例如选择由人民币基金直接对外投资标的公司，或选择通过特殊目的实体或海外投资平台进行投资；
- 境外被投标的公司当地的税收法规及税务影响；
- 预计投资退出方式以及对应的税务影响；
- 利润分回中国的税务影响；以及
- 境外税收抵免等。

此外，出于诸多考量，部分境内公司选择通过搭建红筹架构以寻求境外上市。红筹架构也渐渐成为人民币基金海外投资过程中广泛讨论的话题之一。而搭建红筹架构的过程及后续红筹架构运营的过程，将不可避免会涉及税务事项，具体涵盖人民币基金境内投资退出、境外投资入股、境外股权持有以及境外投资退出等各个环节。而其中最大的难点在于，商业上，对于投资人来说，搭建红筹架构并未导致其实际的投资标的发生变化，对投资标的来说，其投资人亦未发生本质变化。基于此以及现金流等商业考量，在境内投资退出环节，境内投资者所持有的股权往往会以较低的价格被转让至已事先设立的境外特殊目的实体（“SPV”）。而在境内公司估值较高的情况下，投资者的股权转让行为很可能会被税务机关认定为价格明显偏低从而重新核定其转让收入，并要求投资者就其财产转让所得缴纳所得税。此外，投资者投资至投资标的境外持股实体时，往往因缺乏足够现金而仅能进行少量实际出资，加之投资架构中底层境外SPV收购境内公司股权时所支付的对价较低，若未来发生退出事项并涉及中国所得税项，投资者是否可以以真实的投资成本作为其可扣除的税基，也同样面临较大的不确定性。就上述事项而言，我们建议人民币基金作为投资者在红筹架构搭建前就红筹架构方案的涉税事项，进行充分考量并进行合理的调整 and 安排。



第五章

投后管理

受全球经济增速放缓、国际环境与资本市场的确定性增大、投退估值差收窄、同业竞争日益加剧等因素影响，仅依靠投资优质赛道和优质企业获取高额收益的时代已然落幕。强化投后管理理念，提升投后管理能力，构建投后管理体系势在必行。

投后管理能力是基金运营的核心竞争力。在募集环节，是构建投资人信任的重要能力体现；在投资环节，是吸引优质被投企业的亮点，是以反哺决策与协议谈判的重要依据；在投后环节，是及时应对风险、履行股东权益、赋能被投企业的关键；在退出环节，是规划退出路径、找准交易时机、实现收益回款的重要判断。

但针对被投企业的投后管理如何管、谁来管、管到什么程度、如何提高管理效率效果，成为基金管理人关注的重要课题。

投、管本是一体，投后管理是投资策略的一部分，投“后”管理，但管理并不能后置

投后管理难、投后项目出险，基金管理人往往将其归咎于投后管理不到位，这些问题显现或爆发于投后，但并非源于投后，往往在投前便已露出端倪。因此，对于项目风险，应通过立项、尽调和投决时进行识别，进行充分论证后，可通过协议进行应对或者在投资交割后进行持续跟进。而在基金实操中，投后管理缺乏抓手，相关权益无法履行，往往是由于在投前谈判中未能约定，而进入投后则缺乏管理依据，因此投后管理要求应

尽可能在投前谈判时进行协商，并通过协议进行约定。所以投管一体化，管理理念与要求的前置，是做好投后管理的重要原则。

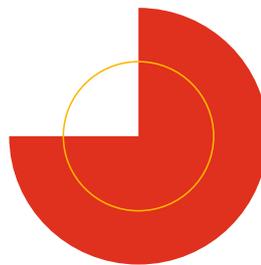
投后管理不应仅仅是基金管理人的尽职免责，更是以投资者权益最大化为目标，寻求合理风险下的资本与资产的增值

基金管理人对于投后管理应该明确总体目标与策略，这往往与基金的战略定位、历史沿革和管理特点相关，市场上很难有机构的投后管理是相同的，但回归基金运营最初的本质，基金管理人应遵循投资者权益最大化的核心目标原则，再结合机构自身管理定位与特点形成具体投后管理目标与策略。

具体而言，基金管理人开展的投后管理工作，大致可分为管控与服务。管控类更多从股东权益保障出发，如外派董监高履职、重大事项及风险监测、关键条款履约跟踪等，各基金管理人根据自身组织机构设置及管理要求，不断完善路径、手段与机制，以实现基金管理人在项目投后管理中的勤勉尽责。但更重要的是，基金应通过被投企业公司治理及日常工作对接，及时获取或参与被投企业的重要事项，并通过其财务数据与经营数据的分析与持续监测，在过程中识别潜在风险与需求，按“须”与按“需”进行主动参与和及时跟踪应对，并提供适当的指导与意见，如重要经营方向制定、重要人事任免、重要投融资等。从而对项目的持续增长、基金收益及退出回款的实现进行有效评估，及时采取应对措施。

综上所述不难看出，投后管理对于基金管理人并非是对某一阶段项目的管理要求，也不仅仅是勤勉尽责的体现，而是落实基金战略定位与投资策略的核心能力，是保障投资者权益和实现基金收益的关键支撑体系。

构建投后管理体系

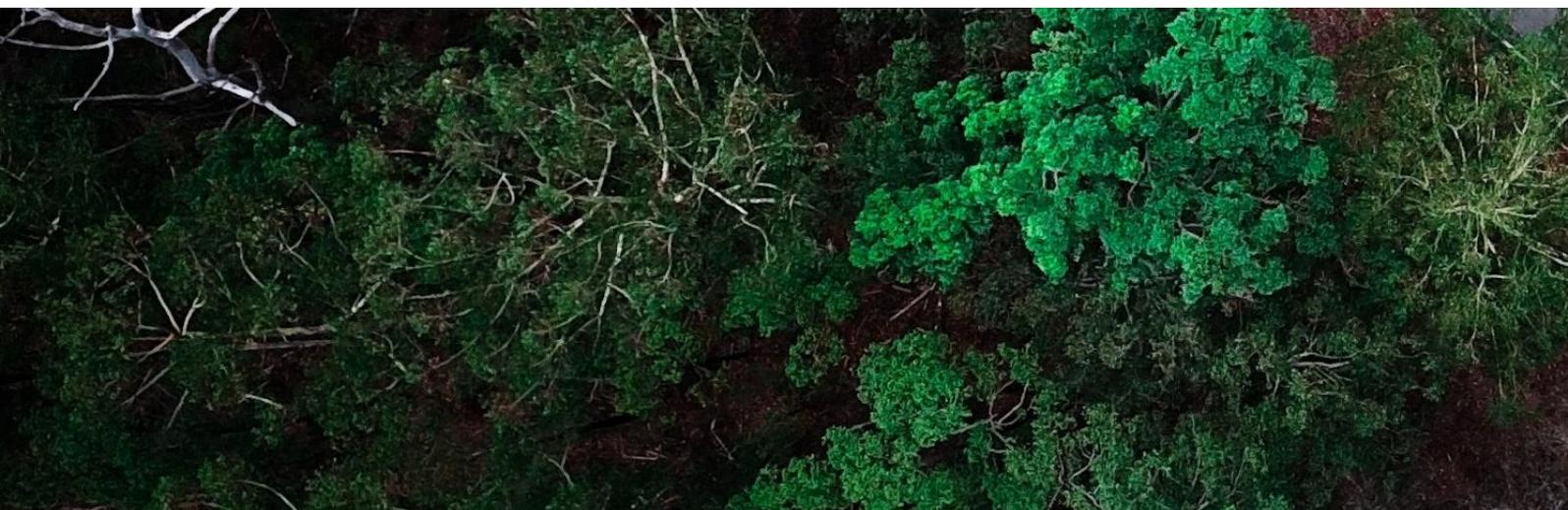


提高投后管理能力，逐步构建和完善投后管理体系对基金管理人至关重要，基金管理人应根据基金战略与特点构建具有自身管理特点的投后管理体系，并进行动态持续优化，以及时对应市场变化，支撑基金战略目标的实现。对于投后管理体系的构建，一般可从策略定位、组织保障、核心能力构建、流程与管理要求、机制保障及数字化手段支撑6个维度进行诊断与强化：

1、匹配的策略路径是前提：投后管理策略应该与基金战略定位与使命愿景、投资策略相匹配，并形成清晰投后管理策略和实现路径，这是基金管理人开展投后管理工作的前提。

2、完善的组织机制是支撑：目前大部分基金采取“谁投谁管”的组织分工形式，这在一定程度上保障了投前、投后管理思路和信息的有效贯穿，但对于统一管理要求的落实及基金资源合力的对外输出存在较大实操难度。因此在实操过程中，基金通常会由一个部门对投后管理工作进行统筹管理，制定相关的制度与流程以保障内、外部合规管理要求的落实，并对投后工作进行统筹协调，以更好地集中基金整体资源与能力，进行对外服务与赋能，同时强化监督闭环管理，督促管理理念与要求的落实。在这个过程中，我们观察到如下两个趋势：

- 一是中后台部门的管理能力在逐步产品化，成为基金对外辅导和资源对接的重要能力来源；
- 二是各基金根据自身业务与管理情况和定位，逐渐形成专业化分工的投后管理团队，如二级市场交易团队、控股企业管理团队、境外项目管理团队、资产运营管理团队、科技赋能团队等，纵横双向以更专业的方式进行投后管理工作。



3、深刻的行业洞察是根本：投研一体化已经在各基金管理人中形成了较深的共识，基金管理团队对于行业及细分赛道的研究、洞察与判断是指导投资决策的关键能力，同样也是开展投后管理工作的核心能力要求。投资团队应成为最了解企业、最懂行业的人，包括了解企业新的利润和收入增长点，如何更好地完善商业模式，能否通过并购扩大规模等，才能在投后管理工作中及时识别偏离、风险，判断交易时机，赋能企业运营等，深刻的行业洞察与深度的企业了解是基础。

4、专业化运营能力是核心：相较于投前决策，投后管理往往是任务与事项驱动型，形成清单化的投后管理事项尤为重要，并且应该明确到操作要求，如基于投后管理策略与要求，应该做什么、谁来做、怎么做、做到什么标准、如何更有效率效果、如何保障其运行落实。随着基金投后管理的不断精细化，投后管理呈现出3个特点：

- 项目分级分类，管理策略与手段差异化
- 管理要求指标化、工具化、信息化
- 标准工作外包化

5、健全的管理机制是保障：匹配投后管理策略与要求，对于监督评价机制、考核激励机制应进行逐步完善，对于投资业绩、项目风险、投后关键任务的履行等进行全面评价，并通过监督评价与考核激励促进管理理念与要求的落实。

6、先进的科技技术是助力：毋庸置疑，信息化、数字化建设已经成为投资管理机构的必然发展趋势，信息化和数字化平台是固化管理与合规要求、进行管理留痕与文档留存、数据收集与分析、风险评价与预警、管理提示与任务跟进、报表报告自动生成的重要手段。构建宏观层面关键指标实时监测，中观层面关键任务及时跟进，微观层面具体要求按计划落实的投后管理平台，是落实管理要求、赋能团队的重要举措；同时，可以通过投后管理平台的构建更好地促进基金管理资源与能力的聚合，并进行服务需求的收集与对接，有效助力投后服务的开展。



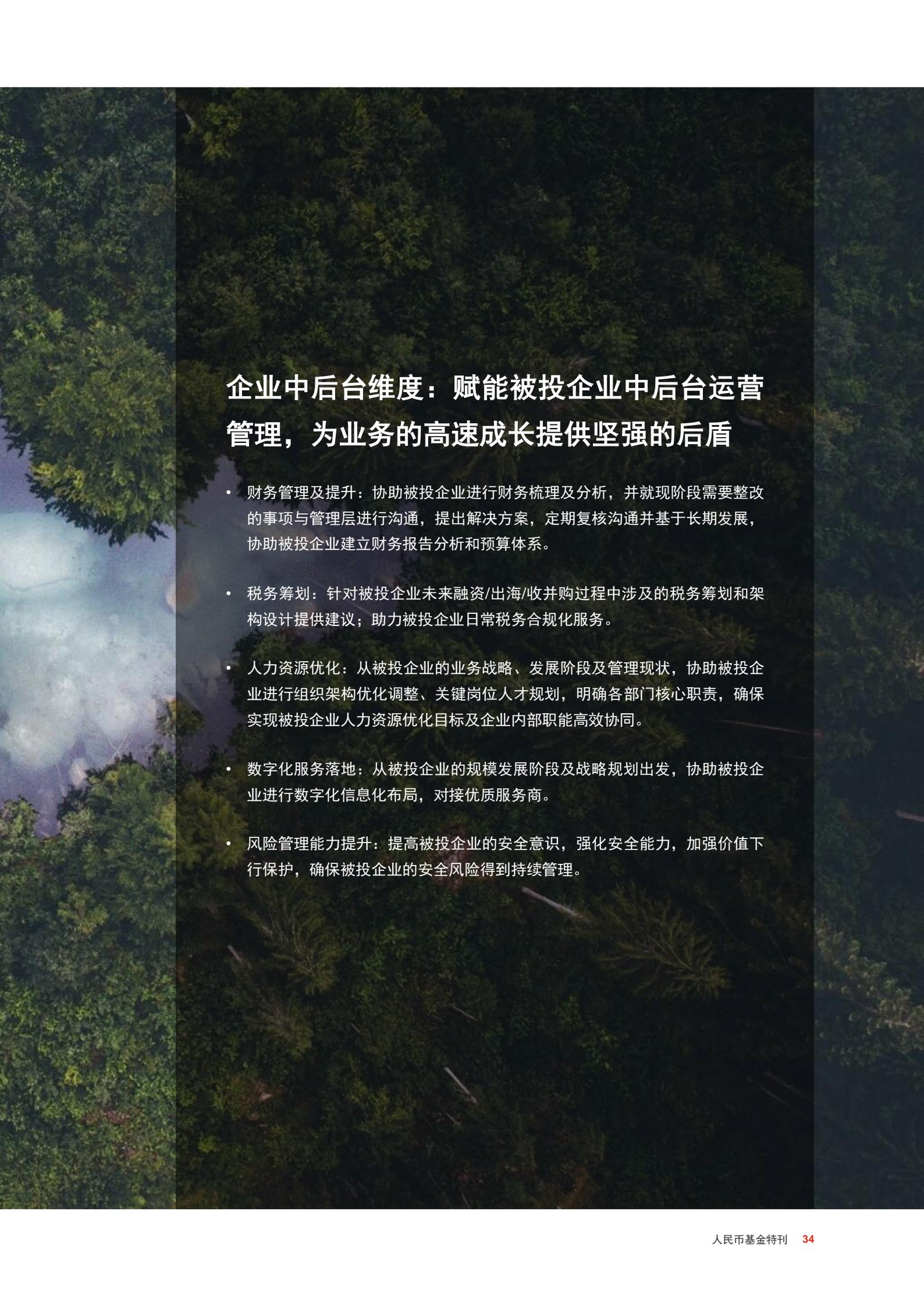
投后增值赋能

人民币基金的投后管理包括风险管控及赋能服务，其中后者通过向被投资企业输出有价值的增值性服务，即根据被投企业的实际发展需求，提供包括但不限于战略、财税、人力资源、融资等多方面专业化支持，最大限度地保障被投资企业价值的保值增值。投后增值赋能是人民币基金发挥自身资源与能力为被投资企业提供服务的过程，更是价值再创造的过程。

我们发现，以下三大维度对于赋能被投资企业至关重要：

业务维度：以市场为导向、基于对业务全面而深入的理解，为被投资企业提供前端业务相关支持、助力被投资企业更好地释放增长潜力

- 业务增长战略：基于市场机会、竞争格局、以及内部能力等多维因素考量，协助被投资企业制定面向未来的增长策略、商业模式、核心举措及实施路径等。
- 业务组合优化：基于整体战略考量，协助被投资企业审视业务板块组合，辨明提升、优化、整合机会及具体的落地举措。
- 业务运营体系：从运营模式、能力配置、运作机制、运作流程、监测体系以及管理工具等维度协助被投资企业提升运营效率。
- 业务赋能：针对被投企业业务发展的特定议题，提供培训、研讨、外部资源对接等赋能支持。



企业中后台维度：赋能被投企业中后台运营管理，为业务的高速成长提供坚强的后盾

- 财务管理及提升：协助被投企业进行财务梳理及分析，并就现阶段需要整改的事项与管理层进行沟通，提出解决方案，定期复核沟通并基于长期发展，协助被投企业建立财务报告分析和预算体系。
- 税务筹划：针对被投企业未来融资/出海/收并购过程中涉及的税务筹划和架构设计提供建议；助力被投企业日常税务合规化服务。
- 人力资源优化：从被投企业的业务战略、发展阶段及管理现状，协助被投企业进行组织架构优化调整、关键岗位人才规划，明确各部门核心职责，确保实现被投企业人力资源优化目标及企业内部职能高效协同。
- 数字化服务落地：从被投企业的规模发展阶段及战略规划出发，协助被投企业进行数字化信息化布局，对接优质服务商。
- 风险管理能力提升：提高被投企业的安全意识，强化安全能力，加强价值下行保护，确保被投企业的安全风险得到持续管理。

资本维度：基于长期发展视角，寻求符合长期战略的融资/并购机会

- 基于对被投资企业长期发展战略的理解以及对被投资企业现状进行全方位的“健康自查”，协助被投资企业制定整体的融资策略，进行资本市场路径规划。
- 为被投资企业提供估值诊断服务：协助被投资企业进行战略拟定和商业模式梳理、识别价值驱动因素和风险点，进行市场需求对标分析，协助被投资企业进行估值和场景分析，助力被投资企业实现资本结构优化及财务表现提升。
- 基于被投资企业的资本市场需求和规划，为被投资企业寻找潜在的买方/投资者，协助被投资企业进行投资意向书的谈判、完成尽职调查并协助对股东协议及被投资企业治理条款体系进行优化与提升。
- 根据被投资企业业务发展需求，寻求并购机会，助力被投资企业实现规模/协同效应。

随着被投资企业的快速发展，人民币基金应充分发挥其投后赋能价值。我们发现，创始管理团队在运营管理能力进化、认知层面的迭代，被企业战略规划、对接资本市场等方面，需要人民币基金给予更深层的帮助与支持。





第六章 退出

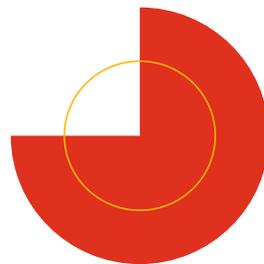
随着股权投资市场的快速发展，大量人民币基金已逐步进入退出期，受疫情及市场波动的影响，投资人要求有序退出带来的压力，如何在恰当的时点选择合适的路径退出，实现资本增值，成为基金持续发展的重中之重。近年来，伴随相关政策的出台，我国私募股权基金行业的退出环境显著改善，注册制改革正式落地并逐步深化，建立上市公司创投基金股东减持股份“反向挂钩”机制，启动人民币基金向投资者实物分配股票试点，拓宽行业退出渠道。

人民币基金传统的退出路径，以IPO、并购和股权转让三种方式为主。近年来，A股资本市场改革日新月异，注册制的推行开启了A股资本市场的全新时代。2019年科创板设立、2020年创业板注册制改革引发的上市热潮，使大批人民币基金实现被投资企业成功上市；2021年注册制改革持续推进叠加北交所开市，境内上市渠道相对畅通，被投资企业上市数量较上一年度大幅上升。2022年上半年，整体上市节奏有所放缓，IPO总量和融资额均同比有所下降，但整体来看，在稳增长和全面注册制改革的政策下，A股仍保持常态化发行。境外上市方面，美股受中美审计监管谈判的影响，新股上市基本处于停滞状态；港股受全球资本市场氛围影响，新股上市同样表现不佳，数量与规模均同比下降。

与资本市场的改革节奏相匹配，并购逐渐回归业务整合本质。与并购退出相比较，股权转让方式退出相对活跃，其中创投基金选择以该种方式退出的占比高于私募股权基金。2022年上半年，受宏观环境影响，股权投资行业整体投融资节奏放缓，已到期或即将到期的基金面临的退出压力进一步加大。

虽然我国建立健全多层次资本市场带来了IPO市场的蓬勃发展，但仍无法满足市场日益增长的退出需求，进而催生了二手交易的需求增加。通过私募股权二级市场基金即S基金进行份额转让实现人民币基金退出的新路径，开始受到市场的关注和重视。相较于国外成熟资本市场，我国S基金起步较晚，份额转让的行业实践也刚刚起步，在国家和地方政策的支持下，S基金生态建设有序进行，市场也将逐步走向成熟与完善，未来将成为私募股权基金行业生态体系不可或缺的一部分。

建立健全多层次资本市场



截止2022年上半年，我国资本市场上市公司总市值超过75万亿元人民币，上市公司数量近年快速增加，总数已逾4,700家，成为全球第二大资本市场。2019年至2021年，A股IPO发行数量分别为201家，394家和492家，首发募资金额分别为252亿元、470亿元和538亿元。IPO数量和募资金额均逐年大幅增加。2022年上半年，上海证券交易所、深圳证券交易所以融资额计算，分别成为全球第一和第二大的上市目的地¹⁸。A股资本市场整体实现增量式发展归功于全面注册制改革的开启。包括全面推行注册制在内的各项精准、高效、务实、协同的资本市场全面深化改革政策措施加速落地，促使人民币基金的退出环境持续改善。

注册制改革带来更便捷的退出机制

从2019年初设立科创板并试点注册制方案出炉，到2020年8月创业板注册制首批企业上市，再到2021年11月北京证券交易所揭牌，A股注册制改革已经走过三年多的历程，稳扎稳打，步步为营。经过这三年多的改革实践，A股资本市场的参与各方在规则制定、监管审核、中介执业等各方面共同探索出了适合中国国情的道路。发行上市条件的多元化、以信息披露为核心的审核理念、股票定价和发行环节的市场化、二级市场的投资者适当性管理、强化发行人第一责任、压实中介机构责任、常态化退市等各方面都实现了重要突破，一些困扰A股资本市场多年的复杂问题探索到了解决方向。注册制改革为企业与投资者提供了诸多的政策红利，为人民币基金提供了更加便捷的退出机制，具体体现包括：

上市标准多样化、包容性更强

注册制下，科创板、创业板及北交所对公司的盈利要求放宽，允许尚未盈利的公司上市，并设立了以市值为核心的多元化的上市标准以满足不同行业、不同规模、不同发展阶段企业的上市需求。以往业务发展较为成熟，业绩表现充分显现的企业才有可能上市，现在处于发展阶段有发展潜力的优质企业也可上市。从而为企业在业务发展的前期阶段登录资本市场，更早地获得资本助力提供了有利条件。此外，允许海外架构的公司及同股不同权的公司上市，为特殊股权架构企业在境内上市开启了大门，增加了市场的包容性。

审核透明度大大提升，审核效率大幅提高

注册制下制度体系更加完善，审核规则更加明确，审核程序、内容、过程公开透明。证监会与交易所分别出台审核问答，明确审核关注与审核标准。相较以往的窗口指导和隐性门槛，审核透明度大大提升。企业可以更加明确地判断自身是否符合

上市要求，在哪些方面需要提升改进。此外，注册制改革以来，审核效率也大幅提升，审核时长大幅压缩。注册制审核规则明确在6个月内完成审核，即审核不超过3个月，反馈也不超过3个月。大部分的企业可以在4-5个月完成审核，审核效率越来越高，大大加快了投资人的退出进程。

审核可预期性大大提升，上市与否的确定性更强

注册制下审核常态化，项目在规定期限内完成审核，相较以往多次暂停IPO，审核通过率波动较大的情况，审核进度更明确，过会率趋于稳定。不能过会的企业，在受理后的问询或检查中就会知晓。相比于以往排队几年后才被否决，目前的制度可以节省企业时间。审核可预期性大幅度提升。缩短企业上市流程，让优质企业上市的确定性更大。这有利于让投资人更专注于所投企业的基本面、质量和发展前景，减少对项目周期、退出渠道、退出机会的担忧。

18. 数据来源：Wind数据

多层次资本市场为人民币基金退出提供通畅、多元的渠道

A股注册制改革显著提升了资本市场对优质企业的吸引力，推动上市公司结构发生明显变化。多层次资本市场补齐短板，逐步实现协同互补、错位发展。各交易所的板块定位清晰，更加精准地为不同行业、不同规模的企业提供直接融资的平台。

- 科创板定位面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合，引领中高端消费，推动质量变革、效率变革、动力变革。
- 创业板顺应创新、创造、创意的大趋势，重点服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。创业板设置了若干传统行业的负面清单，但仍然支持与互联网、大数据、云计算、自动化、人工智能、新能源等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的创新创业企业。
- 北交所是服务创新型中小企业主阵地，服务更早、更小、更新的初创企业，聚焦“专精特新”小巨人。同时，北交所特有的向沪深交易所的转板机制，强化了多层次资本市场互联互通，丰富企业成长的路径。

被投企业在A股上市地选择和上市机会的增加为人民币基金退出提供了更加通畅、多元的渠道。





全面注册制箭在弦上，未来可期

2022年3月两会期间，政府工作报告中就推进资本市场重点改革作出部署，提出“全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展”。证监会在传达学习贯彻全国两会精神会议中提出，以更加严实的作风落实全国两会部署，“扎实推进全面实行股票发行注册制改革，统筹推进资本市场基础制度建设、法治体系完善、监管转型与监管能力提升等重点改革任务落地见效。”2022年4月，证监会主席易会满在上市公司协会会员代表大会上发表主题为《奋发有为 迎难而上 努力开创上市公司高质量发展新局面》的讲话，并指出：“资本市场坚定深化改革的方向不会变”“将扎实推进全面实行股票发行注册制改革平稳落地，以注册制改革为牵引，统筹推进资本市场基础制度建设、法治体系完善、监管转型与能力提升等重点改革任务落地见效”。2022年10月，国家主席习近平在二十大报告中指出：“健全资本市场功能，提高直接融资比重”。证监会在传达二十大精神和二十届一中全会精神会议中提出：“坚持金融服务实体经济的宗旨，全面深化改革，完善多层次市场体系”“加快建设中国特色现代资本市场”。从近期密集的高层政策导向来看，A股全面注册制已经是箭在弦上，号角渐进。

注册制改革全面推进后，A股市场IPO数量将会持续增长，直接融资占比有望继续提升，且融资将进一步向高新科技行业、高成长性产业和价值创造型企业倾斜。市场规模扩容，市场波动放大，市场风格将转向理性和价值导向，对投资者的投资水平和风险承受能力提出更高要求，同时将推动国内证券市场由投机市场向成熟的投资市场转变。随着资本市场市场化程度的明显提高，上市资源不再稀缺，二级市场扩容，上市公司的估值也将不再高估。随着一二级市场估值水平收窄，人民币基金不仅需提升优秀项目的识别能力，还需强化投后服务为被投资企业增值。注册制的全面推行，不仅会改变投资基金的投资阶段、投资策略，拓展其退出渠道，还将提升其专业能力，从长远来看，将使国内投资基金向成熟市场靠拢。

此外，在注册制的推动下，随着IPO发行定价更趋市场化以及上市公司数量的持续增加，市场潜在的有产业并购需求的买方数量将有望上升。对于人民币基金而言，作为项目退出次优选择的并购重组方式的重要性或将进一步提升。

人民币基金实物分配



2022年7月，证监会发布了《证监会启动私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点，支持私募基金加大服务实体经济力度》的通知（以下简称《通知》），明确在满足适用法律法规相关减持规定与信息披露要求的情况下，私募股权创投基金可将其持有的上市公司股票实物分配给符合条件的投资人。2022年10月，证监会已原则同意开展私募股权创投基金向投资者实物分配股票首单试点，其他符合条件的基金实物分配股票试点申请也正在积极有序推进过程中。

向投资者进行实物分配股票（Distribution in kind）是国际私募基金市场中一种常见的制度安排，是指基金管理人与投资人约定，将基金持有的上市公司首次公开发行前的股份通过非交易过户方式向投资者进行分配的一种安排。个别成熟的人民币基金在有限合伙协议中也会对此条款有所预留，但在实操层面，涉及股票的实物分配一直面临着诸多障碍。

《通知》明确了实物分配的对象须是所上市公司首次公开发行前的股份，明确了参与试点的人民币基金以及接受实物分配的基金投资者需满足的条件，同时，人民币基金进行实物分配应当适用有关减持规定，可以占用集中竞价交易减持额度进行股票分配，也可以占用大宗交易减持额度进行股票分配，占用减持额度后，相应扣减该基金的总减持额度，且应按照相关减持规定以及信息披露有关规定，履行信息披露义务。

对于人民币基金及其投资人而言，所投资的项目通过上市退出变现获取高收益回报，无疑是主流且最理想的退出路径，但二级市场股价波动的不确定性、减持规定的限制、投资人对未来市场判断的不同等，无疑加大了基金管理人的项目退出

压力，对存续期已到亟待清算但无法在二级市场尽快处置变现的基金，更是增加了退出收益不确定性风险及时间成本。《通知》的出台，为人民币基金申请证券非交易过户提供了制度依据，但相关实施细则、业务指南目前尚未发布，包括有意向参与试点且符合条件的基金管理人向基金业协会提出试点申请及具体操作方案之后，基金业协会如何进行筛选和判定，中证登对此类型非交易过户具体的办理流程、提交材料要求等，也待相关业务指南发布后才能明确。

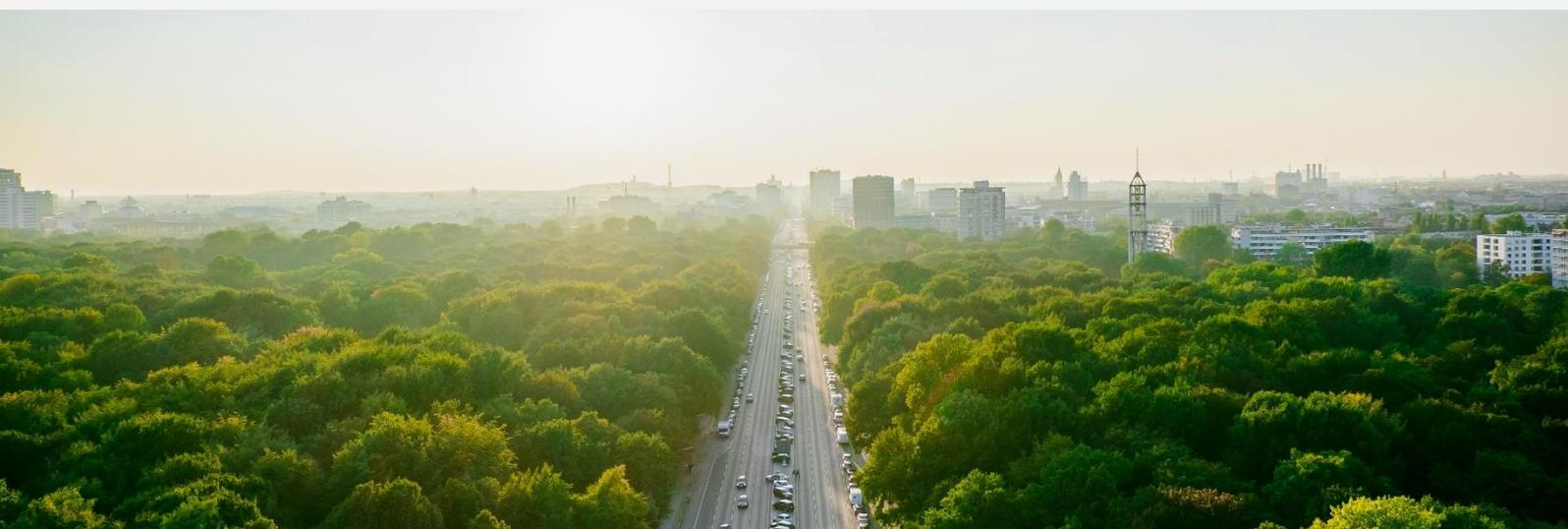
除上述实施细则以及业务指南尚待确定以外，人民币基金进行实物分配的实操过程中，还会面临其他各种不同程度的挑战。在协议条款方面，基金管理人需要与投资人商议确定涉及实物分配的前提条件、决策机制、分配时点的选择以及分配时股价的约定等。对实物分配有意向的基金管理人，可参考行业中成熟美元基金的做法，结合人民币基金及投资人的需求拟定相关协议条款。实务中，个别美元基金在进行实物分配时，通常由普通合伙人或基金管理人根据协议约定，做出所持上市公司股票分配的决议，包括分配的股票名称、数量及分配时点的股价如何确定等，并向投资人发出具体的分配通知。在账务处理方面，实物分配可理解为基金处置股票与基金分配同时进行，即视同将分配的上市公司股票按照约定的股价进行处置，终止确认处置股票对应的成本，并将股价与账面价值的差额，计入当期损益；同时将实物分配的金额作为基金的非现金分配入账。财务报表层面，实物分配同时会影响人民币基金现金流量表的相关列报与披露。

除此以外，人民币基金还需考虑不同类型投资人的实际情况，判断进行实物分配的可行性，包括投资人是否具备证券市场投资资格、是否具备投后管理能力等。对于缺乏投资管理经验的机构投资者，持有被分配的上市公司股票反倒增加了其投后管理的难度及不确定性，而此类投资人更愿意将上市公司股票继续交由具有丰富经验的基金管理人进行投后管理。如果不同类型的投资人对于实物分配无法达成一致，人民币基金实物分配也可能面临阻碍，最终无法实施。

从税收角度，现行税收法规并未对人民币基金进行实物分配的税务处理出台明确的规定。在缺乏明确配套税收政策的情况下，就人民币基金分配股票而言，针对合伙制人民币基金，所得税角度，依据先分后税原则，实质上需考虑该分配是否导致基金层面产生“应纳税所得”。如前所述，会计上，如果在基金实物分配中视同基金将股票转让，账面需确认“已实现收益”，基于此，该部分“已实现收益”将被税务机关视为是基金“应纳税所得”的一部分并要求各合伙人按照先分后税原则缴纳所得税。特别是，如果人民币基金备案为单一核算的创业投资基金，则其个人投资人

可就其应分得的股权转让所得适用20%税率缴纳个人所得税。否则，个人投资人应就其应分得的经营所得（包含股权转让所得）适用5%-35%税率缴纳个人所得税。增值税角度，人民币基金本身是独立的增值税纳税人，实物分配股票已经构成了转让股票，因此，人民币基金分配股票需按照“金融商品转让”税目按适用税率或者征收率缴纳增值税及附加税费。印花税角度，人民币基金作为出让方需适用千分之一税率缴纳证券交易印花税。鉴于实物分配一般是在人民币基金临近清算、实物资产出于种种原因难以变现且人民币基金少有现金可分配的情况下发生，前述因实物分配所产生的税款该如何最终完税也是实物分配环节中需要面临的现实问题。

即使《通知》中涉及的具体细则、操作指南，以及配套的税收政策均尚待明确，实操中可能面临的问题和挑战也同时存在，但其发布对完善人民币基金退出机制，拓宽退出渠道，兼顾各类投资人差异化需求，促进资本市场及私募股权基金行业稳定健康发展，都有着积极且重要的意义。





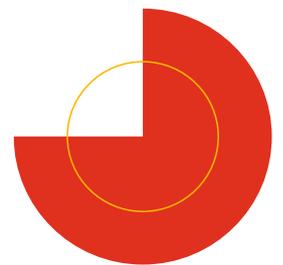
第七章

基金运营



随着基金资产管理规模的增加，对基金运营管理的运作架构、机制设计及质量效率提出了更高的要求。在政策与市场的推动下，基金管理人敏捷管理、统筹管理及专业化能力是基础，更需要体系化支撑。而降低运营成本、提升管理效率，数字化转型是关键。通过数字化规划，实现流程及规则的设计与固化，数据及时获取与透明化，匹配投资业务发展需求，满足投后管理及中后台管理需要，在降低基金运营各个环节沟通成本的同时，实现合规与风险管控。除此以外，基金管理人需提升财务、税务管理水平，提高安全风险意识和能力，借助数字化转型实现运营管理能力的进一步提升。

数智化运营



四重动能助推人民币基金数智化跃升

政策动能

《“十四五”数字经济发展规划》强调，要建立数字经济竞争优势，加强数字基础设施建设，协同推进数字产业化和产业数字化，促进产业融合发展。面向重点行业 and 企业的转型需求，培育一批数字化解决方案供应商。因此，打造综合的数字智慧平台，赋能投资管理是大势所趋。

产业动能

一方面，人民币基金本身持续增长的规模使基金管理难度大幅上升，基金前中后台运营管理的各个环节亟需通过数字化升级满足日益增长的数据管理需求。

另一方面，监管层对产业反垄断和反不正当竞争的行政执法力度不断增强，基金在进行股权投资中需要高度重视交易中涉及的经营者集中申报义务，这对基金的内部控制管理能力、风险识别速度提出了更高的要求。

运营动能

疫情下人民币基金的财务管理受到更大的压力，需要更敏感的数据分析系统以及时识别运营风险。数字化转型有助于控制基金自身运营成本，同时也有助于跟踪被投资企业运营状态。

数字化动能

人民币基金“数字资本化”是大势所趋以及构建全新护城河的必经之路。数字化将无序、混乱的原始数据整合为有序、有使用价值的数据资源，为既定应用场景及商业目的进行加工、开发，形成可供业务部门应用或交易的数据产品。当数据通过交换传递价值后，即实现了数据价值的过程。未来，通过数据资产货币化或证券化两种资本化方法，赋予数据资产以金融属性。

图 基金前中后台日益增长的数据管理需求



数字化管理平台发展趋势

目前，风险投资及战略投资已从信息化迈向数字化、智能化，随着数字化需求的提升，软件供应商也有相应的成长。传统软件厂商的项目定制化通过根据业务需求添加功能，未来的平台将更具前瞻性、系统性地提供增值服务，旨在打通业务及管理系统之间的信息壁垒，实现数据资本化。

图 投管系统发展历程



图 投管系统商业模式

4类资管系统公司	商业模式特点
数据服务供应商 + 投管系统开发公司	具有数据和行业研究背景；在投资管理系统可提供较强数据支撑，同时可提供业内生态圈资源
专攻投管软件开发公司	由国内大型投资机构IT部门起家；具有较强IT系统能力，同时有丰富的国内投资管理业务经验
国外投资管理系统公司	将已有国外成熟投管解决方案通过中国区代理模式对国内市场进行开发
综合系统开发公司	拥有多种IT产品线，投管系统为其中一个产品。投管作为大型集团企业各业务线开发系统的一个部分进行推广

行业痛点

根据普华永道的调查显示，超过七成的人民币基金采用了投资管理系统辅助日常工作，六成的机构计划在未来两年内引入或继续发展信息化技术。尽管如此，仍有不少基金表示难以通过数字化应用满足基金运营效率提升的需求。因此，尽管大家都在关注数字化转型，但转型举措的执行力和效果并不强。

尤其在人民币基金的运营管理中，常常面临监管汇报要求高、合规风控事项多、被投资企业数据穿透难等问题，这就要求具备较强的数字化能力，应对业务上的需求。然而在数字化过程中，基金管理仍旧面临以下痛点：

1

采购了投资管理系统，但在实际使用中遇到了各种阻碍和瓶颈，难以和业务有效地协同

2

即使落地了投管系统，但无法有效地沉淀业务所需的运营及财务数据，难以实现业财一体

3

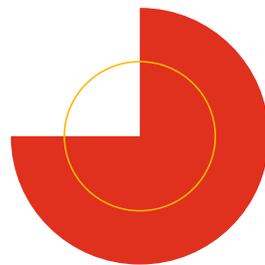
即便沉淀了部分数据却无法进行有效的数据分析，难以指导投资决策及投后增值服务

数智化解决方案

超越数字化，从数字化到数智化，普华永道建议，基金管理人需要一站式、模块化、数智化的投资解决方案，打造一个“端到端”的全面投资管理平台，同时把第三方的专业服务能力衔接到解决方案中，采用“咨询+产品”的服务模式。倾听市场的声音，从基金管理人自身的个性化需求出发，打通不同层级的数据壁垒，构建流程管控、数据挖掘、行业研究和专家洞察全链条的解决方案，帮助基金管理人将各个环节形成闭环，实现从单纯的投资数据管理过渡到沉淀数据创造投资价值的过程。

基金管理人需要重新审视投资寒冬下的风险和机遇，利用数字化平台工具完成信息整合及业财一体化，通过大数据分析、数据可视化、数据洞察等手段，识别投资价值创造机会、协助投资业务决策做出最优判断，实现从数字化到数智化的跃升。

业财一体化



数智化时代下业财一体化的机遇与挑战

越来越多的人民币基金将目光聚焦在如何通过有效的投后业财分析充分挖掘被投企业的潜在价值。在数智化时代背景下，促进了以数据为驱动，融合大数据技术、业务、财务的一体化投后经营分析模式。

面对多变的数字化环境，人民币基金对被投企业的业财一体化分析在数智化转型趋势下产生新的机遇：如何通过充足的数据来源反映被投企业真实经营状况与精准信息，实现投资人对业财分析的多元化和对被投企业的实时监督和反馈，从而进一步放大业财分析支持投后管理决策的价值。

目前人民币基金在提升对被投企业业财一体化分析水平方面，存在的痛点主要集中为：

- 决策层面：投资人无法直观且快速地掌握被投企业经营和管理情况，缺乏成体系的精细化分析结果以支撑经营管理决策。
- 运营层面：对业务问题的分析呈散点状，未建立完整的经营业绩分析体系，无法直观发现关键业务驱动因素。
- 系统层面：业务系统数据和财务系统数据未能对接，大量原始数据且不同的数据口径导致差异，无法统一使用或追溯，同时缺乏一体化的分析工具。

通过高度整合被投企业业务与财务数据，构建业财一体化，达到信息互通，利用技术赋能被投企业经营分析职能，支持业务发展，成为人民币基金投后管理的重要发展方向和目标。

如何应对：一体化的业财分析方法

数智化的一体化投后业财分析需要被投资企业IT、业务、财务条线三方共同的努力。易于使用的低代码IT系统平台工具支持以及良好的数据质量是支持业财融合、实现一体化经营分析的前提；通过对业务及财务条线的进一步梳理，基于人民币基金以及被投企业的双向需求设计合适的分析逻辑与体系，是实现一体化经营分析的路径，建立在统一的业财数据基础上的可视化多维度展示及细化的KPI指标，能为人民币基金带来丰富的洞察，识别潜在的价值提升机会，支持经营决策。

- 业财信息转换与对接：基于财务报告与经营报告天然差异，通过规则、框架、流程、指标、维度、颗粒度、系统等方面的对接与转换，首先满足被投企业财务信息的准确性与业务数据的明细度。
- 报表统一与定制化多样展示：通过业务与财务流程梳理，基于低代码IT平台工具的业务模型、财务模型、配置功能，将标准、流程、沟通机制内嵌，实现对被投企业业财一体化分析的闭环管理与目标要求。
- 经营分析能力提升：从投资人层面考虑人民币基金经济指标，实时追踪投资项目投资回报，全貌掌握投资组合的具体情况；从投资赛道层面分别定制针对不同行业的运营指标，分行业监控各被投企业的业务运营，发掘潜在的驱动因素或增长壁垒，制定发展策略；从被投企业层面考虑基于不同发展阶段、投资占比，关注不同的财务业务指标，实时追踪被投企业本身财务与业绩表现，结合投资目标调整投后管理策略。

税务管理数字化



基金管理人旗下所管理的人民币基金往往不限于一两支。尤其是对大型私募基金管理人而言，其所管理的人民币基金数量庞大，所面临的税务事项更为繁杂，从而面临着更大的税务合规挑战。例如，一项合规的合伙制基金所得税申报需要：

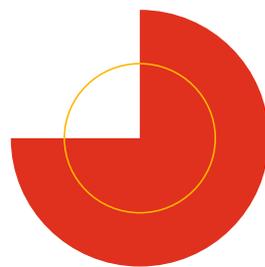
- 对基金合伙协议中的各项条款（尤其是收益分配条款）进行分析；
- 掌握项目投资成本及收益情况；
- 识别基金合伙人，尤其是在发生合伙人增减资、入伙、退伙及份额转让的情况时；
- 对接财务信息，掌握基金当期收入、费用、利润情况；
- 确定合伙人应税所得分摊规则并编制应税所得分配表；
- 将应税所得分配表提供给法人合伙人供其处理自身所得税事项；
- 代为申报自然人合伙人经营所得个人所得税（包括预缴申报及年度汇算清缴申报）、创业投资基金选择单一基金核算情形下个人合伙人的股权转让所得涉及的个人所得税代扣代缴申报、合伙企业对外投资取得的股息、利息所得涉及的个人所得税代扣代缴申报（按次）等。

此外，人民币基金还会面临各项税务问题及争议事项。由此可见，如果完全依赖人工进行税务管理，往往会存在工作量大、效率低、人力成本高、质量无法得到保证等问题。对此，税务管理数字化提供了一条新的问题解决路径并逐渐成为趋势。

具备一站式解决人民币基金从基金应税所得分配到纳税申报全流程事项，一键生成纳税申报表及各合伙人应税所得分配表功能的税务数字化管理平台，可大大提高人民币基金纳税申报的效率及准确度，并能够有效节省人工工时，为人民币基金的税务合规工作提供便利。



基金财务管理提升



财务管理历经几十年的发展，逐步从注重核算的传统型财务向支持业务的价值型财务转型，未来将在数字化和业财融合方面实现跨越式发展。和传统行业相比，私募股权基金行业起步较晚，但发展迅速。私募股权基金行业的财务管理有自身的特点，既可以从传统行业的财务管理中汲取经验，又要遵从行业发展规律。提升财务管理，赋能业务发展，是最终的财务愿景所在。

财务工作的难点和挑战

人民币基金有其特有的发展脉络、组织架构和业务特点。因此，其财务工作也有相应的难点和挑战。例如：

- 私募股权基金行业处于快速发展期，存在财税政策法规不明确、各地对政策的解读和执行情况不一致的情况，使其合规成本不断增加。
- 基金管理公司与基金的财务职能单一，往往没有匹配足够的财务人员。普华永道2021年发布的《中国私募股权基金调研报告》结果显示，配置到财务、税务、法务、合规岗位的人员仅占15%。其中专职财务人员的占比更少，经常有身兼多岗或是配备非财务背景人员的情况。
- 核算主体繁多，非标业务种类多，有不同的运作模式和管理要求，缺乏标准流程，增加了核算难度。
- 业务系统、财务系统以及配套系统的开发和使用时并不充分，系统之间互联互通存在障碍，业财一体化程度低。
- 财务管理信息化程度低，存在大量的手工工作和重复劳动。大多基金财务只能呈现基础财务数据，缺乏对业务决策的支持性作用。



财务管理提升的洞察和建议

在“提升财务管理，赋能基金发展”的财务愿景下，我们从以下三方面来探讨人民币基金财务管理提升：

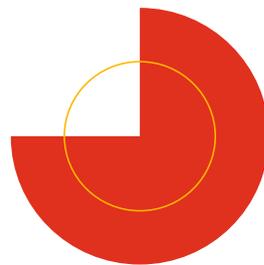
第一、标准化和专业分工。从数据治理标准化的角度，分析数据报送和展示的需求，按照合理的维度和颗粒度收集信息（包括基础数据和变动数据），打通信息流，实现一次输入、多次输出；从流程标准化的角度，建立数据清洗、统一口径、交叉比对等标准的数据处理流程，提高工作的准确性和效率。越来越多的基金和管理公司正在考虑借助外部资源、利用专业化分工的优势，将日常财务工作外包给专业团队来提高基础财务工作的效率。

第二、信息化和自动化。选择符合人民币基金长期稳健发展需求的财务及基金运营系统，运用系统来实现基金财务管理过程中流程和数据的信息化。同时，运用自动化工具来串联不同系统中的数据、减少信息流过程中的手工处理、高效执行重复性任务和 workflows。有了信息化和自动化的基础支持，可以让财务数据进一步发挥更大的作用。

第三、价值型财务转型。在财务职能拓展方面，从财务会计向管理会计转型，从着眼于合规到支持战略和业务；在流程驱动方面，财务是基金数据的集合中心，财务人员应该对所掌握的数据信息进行充分利用，细分数据颗粒度，依靠系统对数据进行处理和展现，为管理层提供决策的数据支撑，体现财务真正的价值；在观念更新和能力建设方面，数字化背景下的财务管理提升对财务人员转变观念和综合能力提出了更高的要求，需要既有财务能力，又有数字化能力的复合型人才，引领价值型财务转型。



基金信息安全风险管理



随着数字化建设投入增加，人民币基金在运营、投资项目审批和投后数据收集分析等环节使用系统和技术手段进行线上管理，对基础设施的稳定性和抗风险能力提出了新的挑战和要求。因此，人民币基金需要全面提升安全与合规管理能力建设，加强韧性，实现长足发展。

人民币基金面临的挑战

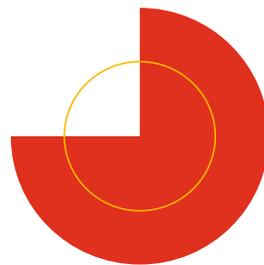
- 专职安全合规管理人员不足：部分人民币基金缺乏安全合规的专业知识，面对不断出台的安全监管要求和执法细则，应变能力不足，甚至有部分基金尚未设立专职的安全合规人员。
- 重要系统的安全性评估缺失：大部分人民币基金使用定制化开发的信息系统，在系统上线前或发生重大功能更新时没有进行专门的安全测试，可能存在重大安全漏洞，被黑客利用后造成机构的经济和声誉损失。
- 数据管理较为分散：在业务开展过程中，人民币基金掌握大量第三方企业的经营、财务、人员信息等，面临数据管理分散的问题和数据窃取的压力。
- 应急管理碎片化：面对突发事件，部分人民币基金缺乏统一的管理体系和针对不同类型风险事件的处置计划，只能被动响应，导致响应速度慢、沟通不畅、资源调度效率低等问题。

强化安全与合规管理能力

针对以上挑战，人民币基金可以从不同维度强化安全与合规管理能力，为业务发展保驾护航。

- 增加专职的安全合规管理人员：为灵活面对复杂的安全风险和合规要求，人民币基金需提升管理层的安全意识，增加专职的安全合规管理人员，落实安全合规管理职责。
- 常态化安全测试提升网络安全能力：随着信息系统对人民币基金日常运营的重要性提升，人民币基金应加强系统日常安全运维管理，通过渗透测试、漏洞扫描、社会工程学测试等方式评估基金的安全防御能力和员工安全意识，及时进行漏洞修复和安全整改。
- 构建数据安全和隐私保护屏障：全面提升数据安全水平，建立数据安全与隐私保护体系，对于投资人信息、项目数据、交易信息等建立数据分类分级管控策略，定期对数据处理活动及采取的保护措施进行审计。
- 构建业务连续性管理体系：建立标准化体系化的业务连续性管理，识别关键业务流程和依赖的关键资源，梳理完善人民币基金的风险事件处理流程，制定业务连续性计划和应急预案，减少各类风险事件对基金造成的不良影响和财务损失。

税务关注问题



近年来，我们注意到税务机关逐步加大对于私募股权基金行业的监察力度，以规范相关税收行为。例如，《财政部、税务总局关于权益性投资经营所得个人所得税征收管理的公告》（财政部、税务总局公告【2021】41号）规定，持有股权、股票、合伙企业财产份额等权益性投资的个人独资企业、合伙企业，一律适用查账征收方式计征个人所得税。同时，独资合伙企业应自持有上述权益性投资之日起30日内，主动向税务机关报送持有权益性投资的情况。该文件完全取消了持有权益性投资的合伙企业核定征收个人所得税这一纳税路径，并对合伙企业提出了额外的信息报送要求。因而，私募基金行业中越来越多的投资者（包括个人合伙人及机构合伙人）及管理人开始关注人民币基金的税务合规问题，而人民币基金的涉税事项主要集中于基金运营阶段。

在基金运营过程中，人民币基金涉及的税种一般包括所得税、增值税以及印花税等。其中，对合伙制人民币基金而言，所得税处理相对而言更为复杂，也更容易在实务中遇到争议事项。我们注意到部分人民币基金在运营过程中仍存在一定涉税风险。这些涉税风险或是因为对现行税法的不熟悉，或是因为缺乏明确的税法规定所引发。例如：

合伙人应税所得与合伙协议约定、会计利润存在差异，合伙人未严格按先分后税原则纳税

如前述章节所述，合伙企业并非所得税纳税实体，合伙企业生产经营所得和其他所得采取“先分后税”原则由各合伙人作为纳税义务人分别缴纳所得税。合伙企业合伙人是自然人的，缴纳个人所得税；合伙人是法人和其他组织的，缴纳企业所得税。前述“生产经营所得和其他所得”包括合伙企业分配给所有合伙人的所得和企业当年留存的所得（利润）。同时，《财政部、国家税务总局关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》（财税【2008】159号）亦对如何分摊各合伙人的应税所得作出了明确约定，即按照合伙协议约定的分配比例、合伙人协商决定的分配比例、合伙人实缴出资比例、合伙人数量平均计算的先后次序确定分摊比例。因此，不论基金是否实际分配，如果基金层面产生应纳税所得额，基金合伙人即需要按税法规定就其应分配的所得缴纳所得税。

实际业务中，典型的合伙协议约定的分配顺序一般是先依次返还有限合伙人及普通合伙人的实缴出资，再根据出资比例分配收益，当基金收益达到一定门槛收益率时又将涉及超额收益分配。该分配原则实际上是合伙人之间的现金流分配原则，并未直接约定基金账面利润及应税所得应当如何分配。同时，由于基金应税所得是基于基金会计利润并经过一系列纳税调整计算得出，因此，基金应税所得也不完全等同于基金会计利润。因此，基金管理人必须对现行税收法规有足够的了解并能够对争议性问题的税收口径有一定的把握，才能保证合伙人因投资合伙企业取得的所得进行合规纳税申报。当然，实务中，基金管理人所面临的不仅是合伙人的税务合规问题，其还需要面临各合伙人实际收益与税负的匹配程度等商业考量，如何权衡商业安排和税务合规，也成为基金管理人的难题之一。



个人合伙人适用税率错误

如前述章节所述，个人合伙人仅可以在84号文及8号文规定的情形下适用20%税率缴纳所得税。除此以外，个人合伙人自合伙企业分配的所得应按照“经营所得”税目适用5%-35%税率计算缴纳个人所得税。也正是因为8号文的出台，部分地方采用的针对合伙企业取得的股权转让所得其个人合伙人适用20%税率的执行口径自此缺乏理论基础，近年来各地也陆续开始取消这一地方性政策，若个人合伙人仍盲目适用20%税率申报纳税，其将面临一定的税务风险。

多层合伙企业之间所得时间及性质难以确定

在实务中，多层合伙即合伙企业投资于另一合伙企业的投资架构十分常见。但是，由于缺乏明确的税法规定，多层合伙架构往往面临着更多税务不确定事项并由此产生更多税务争议。例如：合伙企业从另一合伙企业分配的所得性质在税收上如何界定；在底层合伙企业产生应税所得后，上层合伙企业的合伙人何时纳税；在上下两层合伙企业中存在按单一投资基金核算的创业投资基金时，个人合伙人如何进行税务处理等。

在当下日趋严格的税收监管环境下，人民币基金的税务问题会逐步显现且并不仅限于以上几点，税务合规已然成为人民币基金需重点关注的事项之一。如何做到税务合规，税务争议事项如何解决，是人民币基金亟需思考且无法避免的问题，我们也十分愿意与各人民币基金管理人及投资人分享我们的观点并提供专业协助。

QFLP基金的税收问题

QFLP试点最早在上海开展。自此之后，中国多个城市相继推出QFLP试点，以吸引更多的境外投资者投资中国境内市场。但是，在QFLP这一投资模式为境外投资者提供投资路径的同时，境外投资者亦面临着一定的税务不确定性。

具体而言，常见的QFLP投资架构为境外投资者作为有限合伙人投资于中国境内设立的合伙制基金，合伙制基金对境内标的公司进行股权投资并将其取得的收益按约定分配给各合伙人。因此，一般来说，在QFLP模式下，作为中国境内的合伙企业，合伙制基金取得的财产转让收益、股息或者利息等收益应并入其生产经营所得按照“先分后税”原则由各合伙人就其应分配的所得缴纳所得税。

对于作为有限合伙人的境外机构投资者而言，其作为中国企业所得税法下的非居民企业应进一步根据企业所得税法的相关规定确定其取得所得的纳税义务。即：

1. 非居民企业在中国境内设立机构、场所的，应当就其所设机构、场所取得的来源于中国境内的所得，以及发生在中国境外但与其所设机构、场所有实际联系的所得，缴纳企业所得税。该情形下，非居民企业适用25%的企业所得税。
2. 非居民企业在中国境内未设立机构、场所的，或者虽设立机构、场所但取得的所得与其所设机构、场所没有实际联系的，应当就其来源于中国境内的所得缴纳企业所得税。该情形下，非居民企业适用10%的预提所得税。

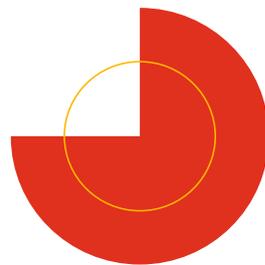
由于缺乏直接明确的税收法规支持，在QFLP投资模式下，境外机构投资者是否仅仅因为作为有限合伙人投资于境内合伙制基金，就被认定为在中国境内构成机构、场所从而应适用25%而非10%的税率缴纳中国企业所得税仍然存在不确定性。如果相关收益汇出在适用10%预提所得税的情形下，其是否可以进一步享受中国与QFLP投资者所在国家或地区之间的税收协定待遇也存在不确定性。我们建议QFLP基金管理人可与税务机关就该不确定事项进行提前沟通并对相关税法更新保持持续关注。



第八章

会计与估值

全面实施新金融工具准则



背景

于2017年3月，财政部修订发布了《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》（CAS 22）、《企业会计准则第23号—金融资产转移》（CAS 23）和《企业会计准则第24号—套期会计》（CAS 24），于2017年5月，财政部修订发布了《企业会计准则第37号—金融工具列报》（CAS 37）（以下简称“新金融工具准则”）。

新金融工具准则的修订内容主要包括：

一是金融资产分类由现行“四分类”改为“三分类”，减少金融资产类别，提高分类的客观性和有关会计处理的一致性；

二是金融资产减值会计由“已发生损失法”改为“预期损失法”，以更加及时、足额地计提金融资产减值准备，揭示和防控金融资产信用风险；

三是修订套期会计相关规定，使套期会计更加如实地反映企业的风险管理活动。

执行企业会计准则的非上市企业自2021年1月1日起施行新金融工具准则，同时，鼓励企业提前执行。人民币基金作为未上市企业，从2021年1月1日起，全面采用新金融工具准则。



分类与计量

新金融工具准则下，根据管理金融资产的业务模式和金融资产的合同现金流量特征，将金融资产划分为：（1）以摊余成本计量的金融资产；（2）以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产；（3）以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

新金融工具准则下金融资产的分类，区分债务工具和权益工具两类。其中，对债务工具的分类主要基于报告主体管理金融资产的业务模式，以及合同现金流是否代表本金和利息的支付（“SPPI”）。

企业管理金融资产的业务模式是其管理金融资产以产生现金流量的方式。业务模式决定了现金流量是否来自收取合同现金流量、出售金融资产或者兼而有之。

- 如果持有一项债务工具的目的是为了收取合同现金流量，且该现金流量仅代表本金和利息的支付，即满足SPPI的要求，则该债务工具将被分类为以摊余成本计量的金融资产；
- 如果债务工具的合同现金流量满足SPPI的要求，且主体的持有目的既为了收取资产的合同现金流量又为了出售资产，则该债务工具将被分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产；
- 如果金融资产所包含的现金流并非仅仅是对本金和利息的支付，则其应分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。



对于权益工具的投资，应当始终以公允价值计量。为交易持有的权益工具必须分类以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，对于其他非交易性的权益工具，管理层可以在初始确认时对工具逐个做出不可撤销的选择，指定以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。如果做出此类选择，所有的公允价值变动，除了作为投资回报的股利计入当期损益外，均计入其他综合收益，且后续不得转入损益，亦没有减值要求，但以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产终止确认时，之前计入其他综合收益的累计利得或损失应当从其他综合收益中转出，计入留存收益。

初始分类确定后，新金融工具准则对金融工具的重分类提供了指引，在仅限于企业改变其管理金融资产业务模式的情形下，允许金融资产的不同类别之间进行重分类。重分类应当以未来适用法处理，企业不得重述以前确认的任何利得、损失（包括减值损失或转回）或利息。

影响

根据行业惯例以及有限合伙协议的约定，人民币基金通常符合企业会计准则中投资性主体的定义（如下），也因此在新金融工具准则实施之前，已经对所有投资以公允价值计量，且其变动计入当期损益。

- 以向投资者提供投资管理服务为目的，从一个或多个投资者处获取资金；
- 唯一经营目的，是通过资本增值、投资收益或两者兼有让投资人获得回报；
- 按照公允价值对几乎所有投资的业绩进行考量和评价。

对于这一类人民币基金，应当注意新金融工具准则的两点影响：

1. 对于以摊余成本计量的债权类资产，比如银行存款、应收款项等，新金融工具准则引入了新的减值损失模型—预期信用损失模型，改变了以往基于已发生损失来确定是否计提减值。基金管理人需重点关注金额重大的应收款项，考虑使用新减值模型确定12个月预期信用损失和整个存续期预期信用损失。
2. 新金融工具准则对人民币基金财务报表列报和披露的主要影响，比如：以摊余成本计量的债权类资产使用预期信用损失模型计提的减值准备所形成的预期信用损失，列示为信用减值损失，同时需要在财务报表中披露使用预期信用损失模型进行减值的会计政策及相关信用风险。

我们也注意到，有些人民币基金并未将自身认定为投资性主体，在新金融工具准则实施后，对于按照该准则确认的投资，应当按照上述要求考虑对投资的分类与计量。



延伸思考

1. 可转换债券是人民币基金常见的投资类型，其除按一般债权类投资的特性到期收回本金、获取约定利息或收益外，还嵌入了一项转股权。通过嵌入衍生工具，基金获得的收益在基本借贷安排的基础上，会产生基于其他因素变动的不确定性。新金融工具准则下，基金持有的可转换债券不再将转股权单独分拆，而是将可转换债券作为一个整体，分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。
2. 人民币基金持有的投资中，由于向被投资企业派驻董事，对其财务和经营政策有参与决策的权力，进而对被投资企业构成重大影响。根据证监会2020年11月发布的《监管规则适用指引—会计类第1号》（以下简称“会计类1号”），第18条澄清和明确了关于风险投资机构对联营企业或合营企业投资的分类。即风险投资机构、共同基金以及类似主体可以根据长期股权投资准则，将其持有的对联营企业或合营企业投资在初始确认时，确认为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，以向财务报表使用者提供比权益法更有用的信息，但该选择仅是长期股权投资准则对于这种特定机构持有的联营企业或合营企业投资的特殊规定，不能指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。
3. 站在投资人角度，如何对所持有的人民币基金份额进行分类和计量，是行业中母基金及其他机构投资者关注的热点。2021年1月，财政部、国资委、银保监会及证监会共同发布《关于严格执行企业会计准则切实加强企业2020年年报工作的通知》（财会【2021】2号），其中第12条明确，对于可回售工具，例如某些开放式基金的可随时赎回的基金份额，以及发行方仅在清算时才有义务向另一方按比例交付其净资产的金融工具，例如属于有限寿命工具的封闭式基金、理财产品的份额、信托计划等寿命固定的结构化主体的份额，如果满足CAS 37第三章中规定的分类为权益工具的条件，发行方在其个别财务报表中应当作为权益工具列报，在企业集团合并财务报表中对应的少数股东权益部分应当分类为金融负债。由于上述金融工具对于发行方而言不满足权益工具的定义，因此对于投资方而言不属于权益工具投资，投资方不能将其指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。根据该通知，**有限寿命的人民币基金，属于上述通知中提及的封闭式基金，承担到期日前向投资人交付现金或其他金融资产**的合同义务，符合金融负债的定义。对于投资人而言，相对应的，**其对人民币基金的投资也不属于权益工具投资，进而不能将其指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。**

人民币基金符合投资性主体定义时，将其持有的对联营企业或合营企业投资，也应确认为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

财政部发布《资产管理产品相关会计处理规定》



为配合落实2018年出台的资管新规，细化对资产管理产品（以下简称“资管产品”）会计处理的指导，解决资管产品因自身经营特点和监管要求等面临的特定会计问题以及统一各类资管产品的会计实务，提升会计信息质量，助力资管行业健康发展，财政部于2022年5月发布了《资产管理产品相关会计处理规定》（财会【2022】14号）（以下简称《会计处理规定》）。该规定包括对资管产品相关会计处理规定、会计科目设置和主要账务处理以及会计报表格式的细化规定和指引。

《会计处理规定》对私募股权基金行业也有参考价值。



持续经营假设

资管产品的会计确认、计量和报告应当以持续经营为前提，除非资管产品以不同于产品说明书等文件初始载明的计划进行清算并导致资产无法按照公允价值处置。资管产品具有有限寿命本身不影响持续经营假设的成立。

财政部会计司在其2021年发布的《金融工具准则实施问答》中已说明，根据《企业会计准则—基本准则》并参照相关讲解，持续经营，是指在可以预见的将来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。在持续经营前提下，会计确认、计量和报告应当以企业持续、正常的生产经营活动为前提。

明确这个基本假设，就意味着会计主体将按照既定用途使用资产，按照既定合约条件清偿债务，并根据企业会计准则进行确认、计量和报告，而不是按照企业破产清算有关会计处理规定处理。因此，封闭式基金、理财产品、信托计划等寿命固定或可确定的结构化主体，有限寿命本身并不影响持续经营假设的成立。同时增加了以非持续经营为前提的例外条件，即“以不同于产品说明书等文件初始载明的计划进行清算及导致资产无法按照公允价值处置”。实务中，根据产品说明书或合同初始载明的计划进行清算的资管产品，如在事先约定的到期日清算，仍适用持续经营假设。

与《会计处理规定》中明确的以有限寿命为特征的会计主体相同，人民币基金通常为有限寿命的封闭式基金，有限寿命本身并不影响持续经营假设的成立，即根据有限合伙协议的约定，如人民币基金按照协议约定的到期日清算，直至约定的到期日时点，基金仍适用持续经营假设。

关于持有投资适用的准则

《会计处理规定》就根据《企业会计准则第33号—合并财务报表》（财会【2014】10号）属于投资性主体和不属于投资性主体的资产管理产品，分别强调了其持有投资适用的准则。其中，资管产品为投资性主体的，其持有的对不纳入合并财务报表的子公司的权益性投资以及对联营企业和合营企业的权益性投资，应当以公允价值计量且其变动计入当期损益。



*上图中满足条件是指：满足《企业会计准则第2号—长期股权投资》（财会【2014】14号）第三条（二）的规定的风险投资机构、共同基金以及类似主体持有的、初始确认时按照22号准则的规定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（“FVTPL”）。

人民币基金通常满足企业会计准则中投资性主体的定义，具体如下：

- 以向投资者提供投资管理服务为目的，从一个或多个投资者处获取资金；
- 唯一经营目的，是通过资本增值、投资收益或两者兼有让投资人获得回报；
- 按照公允价值对几乎所有投资的业绩进行考量和评价。

参考《会计处理规定》，应将其不纳入合并范围的子公司、具有重大影响的作为联营企业或合营企业的权益性投资，以及作为金融资产确认的其他权益性投资，以公允价值计量且其变动计入当期损益。



“净资产”

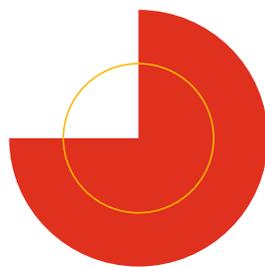
可回售工具（例如某些开放式基金的可随时赎回的基金份额），以及发行方仅在清算时才有义务向另一方按比例交付其净资产的金融工具（例如属于有限寿命工具的封闭式基金、理财产品的份额、信托计划等寿命固定的结构化主体的份额）属于CAS 37第三章所提及的特殊金融工具。这类特殊金融工具并不符合权益工具的定义，当满足CAS 37第十六条、第十七条、第十八条的要求时，则发行方在其个别财务报表中作为权益工具列报。若不满足上述相关准则要求，则应分类金融负债。

由于产品条款的差异，并非所有资管产品份额都能满足作为权益工具列报的条件。《会计处理规定》用“净资产”而非“所有者权益”，避免了将不符合权益列报条件的投资份额列报为金融负债所带来不必要的复杂性，且单独列报归属于投资人的净资产符合行业惯例，为报表使用者提供了有效和相关的会计信息。

人民币基金作为有限寿命的封闭式基金，承担在基金到期日之前向投资人交付现金或其他金融资产合同义务，满足金融负债的定义，但由于行业中大多数基金在运营过程中，根据相关协议的约定，当所持投资项目退出时，基金管理人应尽快向投资人分配项目处置款项，因此并不满足仅在清算时才有义务向另一方按比例交付其净资产的金融工具，无法满足按照权益工具列报的条件。

即使不满足权益工具列报的条件，人民币基金亦可参考《会计处理规定》，将投资人享有的投资份额作为“归属于合伙人的净资产”在报表中进行列报。

估值的现状 与发展



准则更新与估值指引发布

近几年来，随着私募股权基金行业的快速发展和相关法规的不断完善，人民币基金参与各方对估值工作的重视程度不断提升。根据财政部的要求，作为未上市企业的人民币基金，最晚应于2022年1月1日起实施其于2017年发布的一系列新金融工具准则，采用公允价值对其持有的金融资产进行计量已成为基金运营的基本要求。同时，基金业协会于2018年发布了《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》（以下简称《估值指引》），《估值指引》结合国外的相关经验和国内的投资实践，参照企业会计准则的要求，提供了符合中国私募股权基金行业要求的估值工作基本框架。

估值的作用和意义

对于人民币基金的管理人来说，定期估值不仅是合规工作的重要组成部分，同时也是对外信息披露和内部风险管控工作中不可缺少的重要环节。根据我们的观察，过去几年中，以母基金为代表的机构有限合伙人对信息披露工作的要求越来越高，尤其是在穿透搜集被投资项目关键指标和理解公允价值形成过程方面提出了相当细致的要求。与此同时，近期国内行业监管政策以及资本市场走势变化很大，外部不确定性增强，定期估值有助于基金管理人及时发现和处置风险项目，也有利于管理投资人的预期。此外，在募资阶段，越来越多的潜在投资人在评价基金管理人提供的过往业绩说明时，更倾向于采用经审计或评估的公允价值作为判断依据。





我们的观察

基于我们目前的观察，参考最近融资价格法由于原理相对简单，操作性强，是基金管理人最常用的估值方法。值得指出的是，参考最近融资价格法虽然操作简单，但在使用过程中需要大量信息辅助判断该方法的适用性问题，如果不加判断或判断失误，则可能导致估值结果出现重大偏差。在实际操作中，距离估值时点多久的最近融资价格可以使用，投融资双方是否独立以及各轮次的权利是否相同等都是运用参考最近融资价格法时必须考虑的关键问题。我们建议基金管理人参考《估值指引》对参考最近融资价格法关键技术要点的说明，结合投资项目的实际情况，综合考虑各种信息确认该方法的适用性，必要时可以基于最近融资价格进行估值校准。

估值校准是以公允的最近融资价格为基础，对其中蕴含的被投资企业股权估值模型使用的输入值进行主观校准的过程。

对于发展较为成熟的企业，基金管理人可以根据被投资企业所处的行业，选择驱动被投资企业估值的最主要的财务指标（如收入、利润、预期未来现金流），比较分析其在估值日与最近融资时点所蕴含的估值倍数与市场倍数的差异，结合宏观环境及被投资企业所处行业的变化对最近融资价格进行校准。

对于初创及早期企业，由于一般的财务指标（如收入、利润、预期未来现金流等）较难应用于估值模型，因此多采用“里程碑”法进行校准。初创及早期企业的“里程碑”的基准包括财务（如收入增长率、现金消耗率等）、技术（研发阶段、专利取得等）、市场（市场占有率、用户增长率等）等多个维度，基金管理人可比较上述一个或多个维度在估值日至最近融资时点的变化以判断公司发展是否符合预期，当投资公司自身、所在行业及经济环境较最近融资时点发生显著变化时，通常需要对被投资企业公允价值采用适当的估值方法（如情景分析法）进行相应调整。

市场乘数法是实践中另一种常用的方法。相比参考最近融资价格法，市场乘数法需要更多的市场参数，计算过程也更为复杂。基金管理人在运用该方法时一般会遇到如何选择合适的可比公司或可比交易案例，如何应对由于二级市场大幅波动造成的市场乘数不稳定以及如何在一、二级市场巨大的估值水平差异中找到平衡等问题。我们建议基金管理人全面考虑《估值指引》中对市场乘数法应用的说明，谨慎选择可比公司或可比交易案例，考虑采用情景分析法等更为综合的方法。

基金管理人在通过适当的估值方法得出被投资企业股权的公允价值后，下一步需考虑将整体公允价值分摊至组成被投资企业股权价值的各金融工具中。如被投资企业对于各轮次投资人的权利（如优先清算权、赎回权等）存在梯度机制安排，且这些安排可能在各投资人以既定整体估值退出时触发，则该等各轮次投资人的权利差异将会被反映在分摊结果中。

实务中，基金管理人在设计分摊模型时，主要多采用情景分析法考虑以下主要退出场景：

- i. 被投资企业清算或被整体出售时：触发优先清算权。
- ii. 投资人持有股权被赎回时：触发赎回权。
- iii. 公司完成公开发行或其他情况导致各轮次投资人权利差异消除时。

基金管理人结合被投资企业的实际情况和实践经验，根据上述情况发生的概率，采用期权定价模型中的看涨期权量化计算各轮次投资人对被投资企业退出价值的求偿权，并将计算结果反映在各金融工具的公允价值中。如需要了解分摊模型的具体应用，可以参考基金业协会于2018年发布的《中国基金估值标准》中的非上市股权投资估值范例汇编部分。

2022年，在新冠疫情反复、地缘政治不确定性增加以及全球经济增长放缓的大环境下，基金管理人在估值过程中可能会面临更大的挑战。我们建议基金管理人从被投资企业的实际经营情况出发，参照企业会计准则的要求并结合《估值指引》中列述的技术要点说明，采用适当的估值方法及合理的预期假设，综合判定被投资企业公允价值的变化。在适用的情况下，可考虑综合运用多种估值方法，并对估值结果的差异进行分析，结合各种估值方法的适用条件、重要参数的选取依据、估值方法的运用过程等相关因素，综合判断后确定最合理的估值结果，必要时可以寻求估值专家的帮助。



未来估值发展

随着整个行业的发展，部分资产管理规模较大的头部基金管理人，开始将全部或部分投资项目的定期估值工作交由第三方估值机构执行。普华永道2021年发布的《中国私募股权基金调研报告》结果显示，大约14%的早期及天使基金使用过第三方估值机构，其他类型的基金这一比例更高，达到33%以上。未来随着行业规模进一步扩张及各方对估值质量要求的进一步提高，相信第三方估值机构的参与会越来越多。

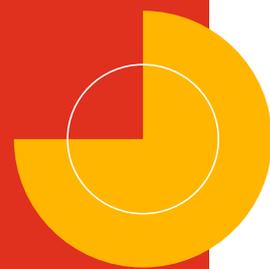
值得注意的是，近年来市场上出现了一些估值的自动化工具，开始尝试利用数字化技术提高估值工作的效率。目前来看，这些尝试取得了一定的效果。例如，在面对大量需要估值的项目时，可按估值方法难易程度对项目进行分层筛选，批量处理估值方法相对简单的项目，个别分析估值方法相对复杂的项目。数字化工具在收集和整理估值所需要的基础数据方面优势明显，可在筛选过程中发挥重要作用。然而，由于估值涉及大量的主观判断，要真正实现估值过程的自动化还存在不小的障碍。随着各种数据的不断积累和人工智能技术的不断成熟，预计其在数字化估值工具的应用将会更加完善。





第九章
ESG

为什么关注ESG



ESG并不是一个新的理念，而是由来已久，旨在提倡关注企业在环境（Environmental）、社会（Social）和公司治理（Governance）方面的表现。

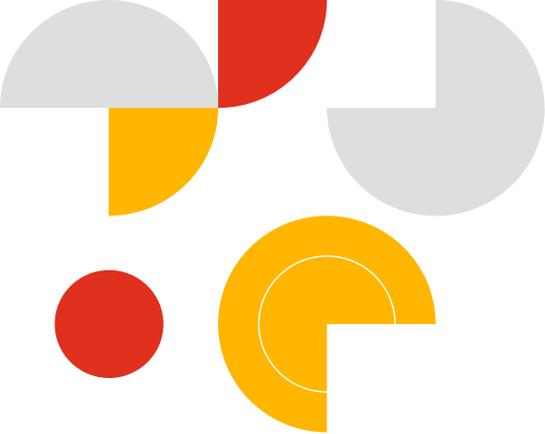
近年来，随着全球气候变化导致的环境问题不断突出、新冠疫情背景下国际间合作模式正在经历变革，以及世界各主要经济体增速放缓所带来的经济转型需求，ESG正不断深入人心，逐渐成为政策制定者、监管者、企业管理者、投资者、金融机构等重要利益相关方对可持续发展战略实施的重要考量。

根据PwC2021年度全球私募股权基金责任投资调研¹⁹，越来越多的投资者将可持续发展融入到投资理念中，已经投资了或者计划未来1-2年投资于ESG主题基金。

《2022年普华永道资产和财富演变进程》报告中，预计2026年全球资产管理公司的ESG相关资产规模将从2021年的18.4万亿美元增加到33.9万亿美元，ESG资产管理规模的增长速度将远高于整体资产和财富管理市场的整体增速，有望在不到五年的时间内占全球资产管理规模总额的21.5%。同时，基金管理人的ESG投资理念也成为投资人考量的重要标准，并对其提出了考核与披露要求。绝大部分基金管理人相信，ESG投资相较非ESG投资可产生更高的回报。

2020年，我国提出了双碳政策，并在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年计划和2035年远景目标纲领》中明确提出将“推动绿色发展，促进人与自然和谐共生”列为我国发展的一项重要纲领。2022年10月，党的二十大工作报告中再次强调了我国要通过统筹产业结构调整、污染治理、生态保护、应对气候变化，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，推进生态优先、节约集约、绿色低碳发展，并明确提出了“加快发展方式绿色转型”“深入推进污染防治”“提升生态系统多样性、稳定性和持续性”及“积极稳妥推进碳达峰碳中和”四个工作方向。在环境相关工作外，二十大工作报告中还聚焦了社会与治理方面的工作，提出要构建初次分配、再分配、第三次分配协调配套的制度体系，引导、支持有意愿有能力的企业、社会组织和个人积极参与公益慈善事业，扎实推进乡村产业、人才、文化、生态、组织振兴，消除影响平等就业的不合理限制和就业歧视，弘扬诚信文化，健全诚信建设长效机制。不难看出，ESG与我国坚持的可持续发展战略是高度契合的。

19. <https://www.pwc.com/gx/en/private-equity/private-equity-survey/pwc-pe-survey-2021.pdf>



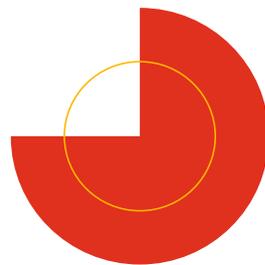
在此背景下，我国的监管机构陆续出台了一系列纲领性文件，加速我国金融机构与企业将ESG上升到战略层面，并推进ESG管理流程和体系的实施。从国家上层政策推动来看，国资委于2022年3月成立了社会责任局，主要职能之一就是抓好中央企业社会责任体系构建工作，指导推动企业积极实践ESG理念，主动适应、引领国际规则标准制定，更好推动可持续发展。2022年5月，国资委发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》提出中央企业集团公司要统筹推动上市公司完整、准确、全面贯彻新发展理念，进一步完善ESG工作机制，提升ESG绩效；积极参与构建具有中国特色的ESG信息披露规则、ESG绩效评级和ESG投资指引。2022年6月中国银保监会印发《银行业保险业绿色金融指引》，首次提出银行保险机构重点关注ESG风险。银行保险机构作为大型投资人，有义务从自身到被投资企业/基金建立顶层设计，优化治理架构，将ESG风险管理纳入投资流程，从而形成ESG风险闭环管理。

从资本市场来看，内地及香港证监会陆续出台ESG披露要求和指引，旨在引导准备上市公司及已上市公司落实ESG风险管理，加强披露透明度，全面反映可持续发展方面的实践和绩效。2022年1月，上交所发布《关于做好科创板上市公司2021年年度报告披露工作的通知》，要求科创50指数公司单独披露社会责任报告或ESG报告；同月，上交所、深交所更新《上市规则》，首次纳入ESG内容，包括在公司治理章节中纳入ESG要求、加强ESG披露规定，特别是负面事件的披露等。2016年起，香港联合交易所要求上市发行人必须披露ESG报告，并在2019年进行了修订，例如将ESG信息的披露建议调整为“不披露就解释”。近年来，随着气候问题受到越来越多的关注，香港联合交易所在2021年11月又刊发供上市发行人参考的《气候信息披露指引》，建议上市企业汇报符合TCFD²⁰指南的《气候信息披露指引》，并计划在2025年或之前强制实施。

因此，人民币基金将ESG纳入募投管退各个环节变得愈发重要，对上要满足国家政策的要求，对下要推动投资组合的ESG管理以满足资本市场要求。特别是在我国二〇三五目标中，许多目标都与ESG紧密相关，例如要广泛形成绿色生产生活方式、碳排放达峰后稳中有降、生态环境根本好转，要建成现代化经济体系，要实现人民生活更加幸福美好、基本公共服务实现均等化、农村基本具备现代生活条件、社会保持长期稳定，要基本实现国家治理体系和治理能力现代化等。社会经济的各个参与方对ESG的关注度和投入对于实现这些目标至关重要。人民币基金在我国社会经济中扮演着重要的角色，基金管理人需要积极将ESG因子纳入到募投管退各个环节，帮助ESG表现良好的企业更好发展，从而助力我国经济高质量、高效率和可持续的增长。

20. TCFD，即气候变化相关财务信息披露指南，由G20金融稳定委员会牵头成立，于2017年制定了统一的气候变化相关信息披露框架

募投管退中的ESG关注点



募资阶段：

市场上越来越多的投资人已经开始要求基金管理人必须建立行之有效的ESG管理体系，旨在督促基金管理人能够更加全面有效的实现风险管控。另外，国内投资人额外关注基金管理人在投资理念中是否响应国家宏观政策并履行社会责任，如双碳政策、共同富裕、科技创新、地域经济推动、数字化经济等等。投资人在注资后，也会经常与基金管理人沟通了解其ESG管理和落实情况，并要求基金管理人定期对ESG事项进行汇报和披露。有些投资人会额外重视应对气候变化风险，其自身倡议并承诺净零排放目标，因此对其投资的基金也建立相关要求，如制定脱碳目标，对投资组合进行气候风险管理等，这对基金管理人的能力提出了更高的要求。

投前阶段：

很多基金目前在项目选取阶段，依据国际相关指引，如国际金融公司（“IFC”）等，并结合国家政策和自身投资方向，建立了正负面筛选清单，从而在该阶段就确保标的业务不包含ESG高风险活动。

在深入了解项目阶段，基金会首先对标的公司进行“高阶ESG风险扫描”，对于重大的ESG关注点进行风险分析，判断项目整体ESG风险，并根据风险等级来决定后续ESG尽职调查的深度。

独立的ESG尽职调查能够有效识别ESG相关潜在的“非财务”合规、声誉或法律风险。传统的EHS（环境、健康和安全管理）评估可以帮助发现由于不遵守环境或劳动法规而导致的信息不对称，其目的是发现此类风险或不符合项，并评估补救的直接成本。后疫情时代，更加全面的ESG评估愈发获得投资者关注。ESG尽职调查应该成为投资者投资决策中的重要考量因素与企业转型的催化剂，同时推动价值，而不仅仅是合规。具有较高ESG水平的上市公司一般都有较好的风险控制能力，其结果表现为上市公司会面临更少的因环境、社会和公司治理问题导致的诉讼争议和监管处罚事件，具有较低的系统性风险。因此积极的ESG因素对公司产生的价值，同时体现在系统性风险的降低和非系统性风险状况的改善。另外，我们也看到很多基金将ESG尽调中发现的风险点考虑在投资定价或者投资协议中，并要求标的公司设立整改计划，持续进行监控。



● 投后阶段：

ESG投后管控包括投后ESG风险管理和ESG价值创造管理。投后ESG风险管理可通过相应的定量和定性分析实现，如建立ESG绩效KPI，投资组合ESG评价体系，突发事件管理和追踪等，以了解投资组合在ESG的逐年变化趋势，投资组合之间的ESG绩效差异，并更有针对性地对具体被投资企业进行ESG辅导。

当基金对被投资企业有较大影响力，可以更有效地进行ESG价值创造管理，与被投资企业一起识别重要ESG因素，建立应对和提升计划，并识别相关机遇进行可持续转型以解锁价值创造，如发行新产品/服务、品牌价值提升、净零转型等等。我们关注到基金管理人在获取ESG数据时也遇到了一些困难，比如难以定义系统化的指标，投资组合能力有限无法提供相关数据等。基金管理人首先可以设立一套所有投资组合均可用于报告的ESG指标，然后再针对行业或重点关注行业设定特定的ESG指标。另外，基金管理人可通过引入自动化的工作流程或操作系统来更有效地采集ESG数据。

● 退出阶段：

基金在退出阶段的ESG关注点主要集中在投资组合的上市准备和市值管理。首先，要了解上市地的ESG监管要求，在上市前进行差距诊断，明确ESG管理机制并推动内部能力建设。目前，香港联交所已强制要求上市公司披露ESG信息。管治层面强调董事会责任及全面参与ESG进度检讨、风险评估及报告审批；报告层面明确报告定量与定性内容要点、报告原则与方法论，敦促上市公司不断规范ESG报告流程，实现高质量的报告披露。上交所和深交所也正在研究制定相关政策和规则。另外，有效透明的披露以及第三方的独立鉴证能帮助企业提高披露的可信度，帮助提升企业的ESG评级，从而在二级市场受到更多关注以提高流动性。



An aerial photograph of a two-lane asphalt road winding through a lush green landscape. A red car is driving on the road. The road is flanked by dense green trees and bushes. In the background, there is a large body of water, possibly a lake or a wide river, with a dark blue-green hue. The overall scene is serene and natural.

ESG报告：

目前很多头部基金开始披露年度ESG报告，促进与各个利益相关方的交流。发布ESG报告可以帮助基金系统总结过往运营中的ESG进展和亮点，并有选择性的进行放大和发扬。通过ESG报告，基金可以系统了解其利益相关方，如政府、投资人、员工、社区、合作伙伴等的诉求，以发现可持续增长点；各利益相关方也可通过报告找到与基金的价值契合点。另外，发布ESG报告可以帮助基金提升品牌价值，传递价值主张，树立标杆，起到行业引领作用。

结语

展望未来，私募股权基金行业将立足于新的发展阶段，顺应新时代要求，贯彻新的发展理念，构建新的发展格局，奋进新征程，实现高质量发展。伴随着中国经济转型升级和创新发展战略实施，人民币基金将继续在促进社会资本形成，提高直接融资比重，推动创新投资、绿色投资，服务实体经济发展，推进中国式现代化的进程中发挥重要作用。

募资结构持续优化

近年来投资人结构不断调整，机构投资人占比不断提高，同时在募资市场内部也发生了一些新的变化：出资结构持续优化，市场化机构投资人特别是市场化母基金逐渐释放活力；国资背景投资人投向政策导向型大规模基金的同时也兼顾对早期投资机构的扶持；银行险资等资金参与股权投资市场的政策逐渐“松绑”，鼓励银行理财子公司和保险机构参与股权投资；政策支持社保基金扩大市场化股权基金投资规模，构建股权基金二级资产配置体系。伴随着支持性政策产生的效应逐步显现，监管环境规范化发展，中长期来看，我们认为机构投资人参与股权投资市场的潜力将会进一步释放，其专业化及成熟度也会逐步提升，资金来源多元化趋势将继续延续，募资结构也会继续向均衡化、机构化方向良性发展。

金融对外开放不断推进

党的二十大报告指出坚持高水平对外开放的总要求，为私募股权基金行业制度型开放指明了方向。随着金融对外开放不断推进，各地方QFLP、QDLP试点政策的相继落地，开放机制不断优化。外资进入国内股权投资市场渠道将进一步拓宽，跨境金融业务范围和规模扩大将会丰富境内人民币基金募资来源，推动募资结构持续改善优化；另一方面，境内资金对外投资将拥有更多便利，人民币基金积极“走出去”，在把控金融风险的基础上，拓展跨境业务范围，增强参与国际竞争的能力。除此以外，伴随着未来资本市场互联互通和跨境投融资通道不断拓宽，股权投资业务范围将会进一步打开。



“双碳”战略推动ESG投资需求及ESG理念的逐步深入

自2020年我国提出“双碳”目标以来，国家主席习近平多次在国内外会议上强调双碳战略的重要性。实体经济能源结构的绿色转型迫在眉睫，更需要绿色金融发挥其独有作用。截至2021年底，政府主导的绿色产业基金及市场主导的ESG私募股权基金的规模近5千亿元人民币²¹，主要投资水利、绿色交通、清洁能源、可持续发展的医疗、养老项目等，占同期人民币基金整体规模的比重仍存在较大发展空间。根据预测，目前碳中和领域的资金缺口达百万亿元，股权投资行业正在积极参与相关产业投资，未来将会在推动“双碳”目标实现的过程中发挥重要作用。

同时，ESG要素和理念的加入，将会为人民币基金及被投资企业带来可持续价值增长。越来越多的投资人将可持续发展融入到投资理念中，已经投资了或者计划投资于ESG主题基金，而基金管理人的ESG投资理念也将成为投资人进行投资考量的重要标准，并对其提出了考核与披露要求。我们认为，未来将ESG嵌入人民币基金“募、投、管、退”各环节的广度和深度将会进一步加强，ESG在股权投资行业的影响将会进一步加深。

21. 数据来源：波士顿咨询公司《中国ESG投资报告2.0》

ESG投资热点领域展望

我国要实现“双碳”目标，关键在于通过投资实现能源结构的调整，在此过程中将出现更多的新技术和新模式，带来更多的能源转型投资机遇。清洁能源技术投资，包括风电、光伏等新能源产业链均具有良好的成长性；智能电网建设领域以及能源清洁利用技术也将成为较大的投资需求领域。新能源汽车将是长期热门赛道，新能源汽车的整车品牌、充电桩和电池电机电控等领域有望诞生更多独角兽企业，相关的智能交通基础设施和无人驾驶产业链也会加大投资力度。

数字科技的发展与“双碳”目标相得益彰，数字科技是经济提质增效、绿色低碳发展的新变量，“双碳”目标引导数字科技与实体经济深度融合，打造经济发展的“绿色基因”。未来，能源互联网、智慧城市等数字基础设施方面的投入将持续加大，新的数字技术和商业模式将不断涌现。

在全球加速推动生物多样性议题的大背景下，作为触及地球上每一个人的行业，农业科技未来将成为ESG投资的重要项目之一。利用创新技术，实现精准农业、设施农业和再生农业，优化资源使用，以更少的资源生产更多的产品，让农业科技在减少温室气体排放和保护有限资源方面发挥重要作用。

同样的，生物技术不仅仅是关于医药领域的探索，在应对气候变化、生物多样性丧失，以及在农业和废物控制等领域开发无害环境和可持续的产品和技术的努力中，该行业也处于最前沿，覆盖面也极为广泛，农业、能源、制造业和运输等传统行业，与生物科学交织在一起或依赖于生物科学，均能实现更清洁、更绿色和更公平的可持续发展目标，这也促使该领域有望成为未来ESG投资关注的热点。

退出压力促使二手交易需求增加

随着股权投资行业的不断发展，人民币基金快速扩张后，现阶段已进入退出期。在疫情反复及全球经济放缓的大背景下，虽然IPO市场蓬勃发展，但退出渠道相对单一，加之政府引导基金逐步进入退出检验成果阶段以及资管新规要求金融机构提前退出等各方面叠加因素，人民币基金面临着较大的退出压力，催生了二手交易的发展。自2021年6月北京发布国内首个S基金交易试点指导意见之后，其他城市也在逐步探索二手交易的发展。对比国际，目前我国二手交易市场的基础建设尚不成熟，在政策环境、机构配套、估值体系和人才培养等方面尚处于初期摸索阶段，未来二手交易会越发活跃，构建良性的二手交易生态，实现二手交易的长期发展，推动具有中国特色的S基金在人民币基金退出阶段扮演重要角色。





提高核心竞争力势在必行

近年来，行业内头部机构在募投管退各个环节的竞争优势逐渐固化，腰部或新兴机构要在新一轮的排位赛中突围，占有一席之地，必须要修炼内功，而头部机构伴随着资产规模的不断增加，管理难度的加大，同样需要不断提升核心竞争力，才能保持领跑地位。一方面，在国有资本特别是政府引导基金为主导的募资环境下，要提升投资团队对不同行业产业理解的深度，确保产业引领和财务收益的平衡发展；另一方面，要加强投后管理的体系化建设和能力建设，加强基金管理团队“投资+服务”与“投资+赋能”能力，花时间和精力在存量资产整合上，提升投后增值赋能能力。除此以外，数字化转型将会是未来高效率运营和管理基金的发展趋势，利用数字化管理平台、数字化工具，实现业务数字化和决策智能化的转变。





特别鸣谢

指导委员会

刘晏来

普华永道中国内地及香港地区私募股权业务
主管合伙人
电话: +86 (10) 6533 8863
邮箱: roger.liu@cn.pwc.com

倪清

普华永道中国ESG可持续发展市场
主管合伙人
电话: +86 (10) 6533 2599
邮箱: qing.ni@cn.pwc.com

编委会成员

张勇

普华永道中国金融业审计合伙人
电话: +86 (10) 6533 7475
邮箱: dowson.zhang@cn.pwc.com

单峰

普华永道中国金融业审计合伙人
电话: +86 (21) 2323 3487
邮箱: frank.shan@cn.pwc.com

魏益佳

普华永道中国金融业审计合伙人
电话: +86 (10) 6533 5766
邮箱: allen.wei@cn.pwc.com

张武

普华永道中国金融业审计合伙人
电话: +86 (21) 2323 3861
邮箱: alexander.w.zhang@cn.pwc.com

韩丹

普华永道中国金融业审计合伙人
电话: +86 (10) 6533 2249
邮箱: dan.han@cn.pwc.com

朱宏宇

普华永道中国金融业审计合伙人
电话: +86 (21) 2323 3662
邮箱: eric.hy.zhu@cn.pwc.com

康杰

普华永道中国金融业税务合伙人
电话: +86 (10) 6533 3012
邮箱: oliver.j.kang@cn.pwc.com

钱江涛

普华永道中国金融业税务合伙人
电话: +86 (10) 6533 3129
邮箱: scott.qian@cn.pwc.com

凌悦秋

普华永道中国税务部流程外包和管理服务合伙人
电话: +86 (10) 6533 3136
邮箱: sally.ling@cn.pwc.com

李雪梅

普华永道中国资本市场服务部合伙人
电话: +86 (10) 6533 2927
邮箱: xuemei.li@cn.pwc.com

高洋

普华永道中国风险与控制部合伙人
电话: +86 (10) 6533 2882
邮箱: v.gao@cn.pwc.com

李睿

普华永道中国风险与控制部合伙人
电话: +86 (10) 6533 2312
邮箱: lisa.ra.li@cn.pwc.com

王莹

普华永道中国气候变化与可持续发展合伙人
电话: +86 (21) 2323 2887
邮箱: mendy.wang@cn.pwc.com

杨辉

普华永道中国并购咨询合伙人
电话: +86 (10) 6533 2258
邮箱: effie.yang@cn.pwc.com

孙盼

普华永道中国并购咨询合伙人
电话: +86 (21) 2323 5975
邮箱: nicole.p.sun@cn.pwc.com

吴勇

普华永道中国数字化另类投资合伙人
电话: +86 (10) 6533 2631
邮箱: roger.y.wu@cn.pwc.com

张承良

普华永道思略特中国品牌营销咨询合伙人
电话: +86 (21) 2323 2115
邮箱: leon.cl.zhang@strategyand.cn.pwc.com

魏青伟

普华永道中国并购咨询总监
电话: +86 (21) 2323 3708
邮箱: qingwei.wei@cn.pwc.com

联系我们

倪清

普华永道中国ESG可持续发展市场
主管合伙人
电话: +86 (10) 6533 2599
邮箱: qing.ni@cn.pwc.com

马芳

普华永道中国金融业审计高级经理
电话: +86 (10) 6533 5257
邮箱: mandy.f.ma@cn.pwc.com

www.pwccn.com

本文仅为提供一般性信息之目的，不应用于替代专业咨询者提供的咨询意见。

© 2022 普华永道。版权所有。普华永道系指普华永道网络及/或普华永道网络中各自独立的成员机构。

详情请进入www.pwc.com/structure。

