

2024年全球并购趋势 展望：私募资本

2024年2月



普华永道



01

概览

私募资本迈入新时代，大量价值创造机会涌现，并购交易有望进入蓬勃发展期



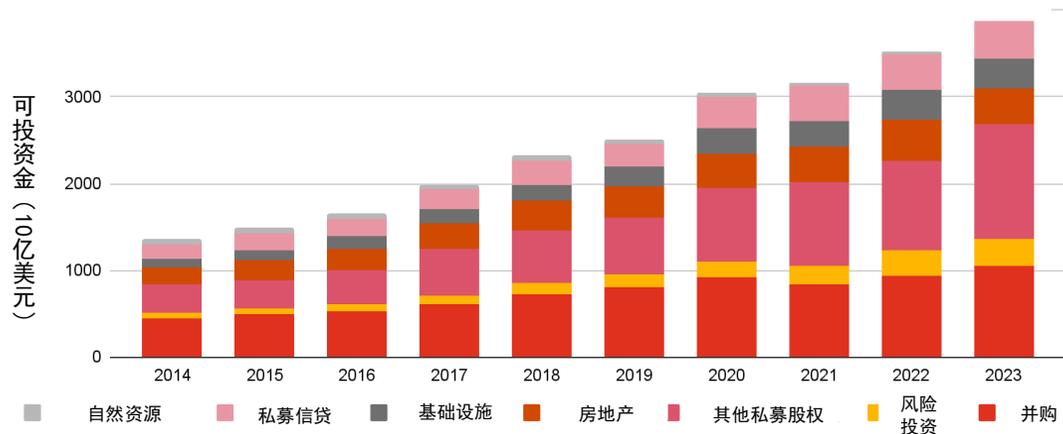
2024全球并购趋势展望 - 私募资本

随着投资环境趋于稳定，投资者对2024年并购交易的稳步回升变得更加乐观，我们预计2024年全球私募市场的前景整体偏积极。受宏观经济、地缘政治和其他因素的共同影响，近几年的交易活动并不稳定。2021年，并购交易量和交易额双双创下新高，随后在2022年和2023年间又急剧下降至十年来的最低水平。2023年，通货膨胀导致企业经营利润下滑，同时，利率上升，令投资人很难获取满意的回报，私募股权（PE）投资也随之急剧放缓。此外，未来资本成本的不确定性也令交易定价变得困难。PE投资人发现，由于传统贷款机构自身正在应对一系列的挑战，新的杠杆收购融资面临着更多挑战。

2024年初，伴随着通胀趋缓、利率预期下调以及股市近期的上扬，我们相信，并购活动复苏的钟声已经敲响。这对于手持创纪录可投资金的私募资本而言是个好消息，但同时，普通合伙人（GP）在投资和分配方面也面临着来自于有限合伙人（LP）越来越大的压力。私募资本的资产管理规模（AUM）已达到12万亿美元，较2019年几乎翻番。这说明了私募资本的未兑现盈利已大量累积，也表明了许多投资亟需退出变现。我们预计，未来12个月内市场上将出现不少待售资产。

私募资本的腾飞

2014 - 2023年全球私募资本可投资金，按基金策略分



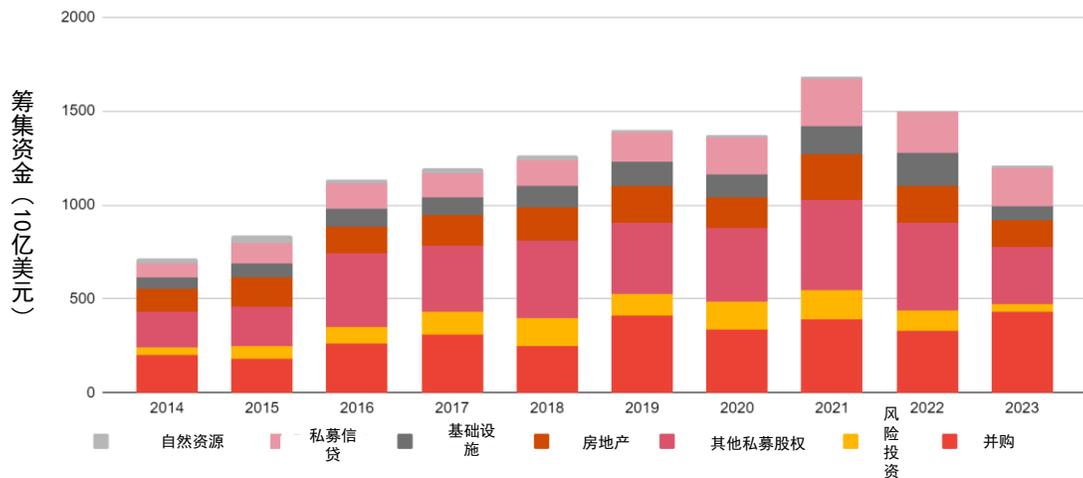
备注：其他私募股权投资包括成长型基金、平衡型基金、母基金、S基金及其他。

资料来源：Preqin

过去十年间，私募资本的发展异常迅猛。在相对较短的时间内，它已成为并购交易增长的重要驱动力，连续几轮的募资为未来数年的交易提供了充足的资金。过去十年中，全球私募可投资金以11%的年复合增长率（CAGR）持续增长，至2023年，规模已达到创纪录的3.9万亿美元，分布于不同的资产类别，如：私募股权、风险投资、房地产、基础设施、私募信贷和其他私募资产。

私募资本的腾飞

2014 - 2023年全球私募资本募资情况，按基金策略分



资料来源：Preqin

尽管私募资本取得了令人瞩目的增长，但也未能幸免于并购市场的波动。伴随着新收购和退出交易的减少，2023年相比2021年，募资额下降约30%。然而，一些知名的国际私募机构却逆势而上，在2023年仍募得了其有史以来规模最大的基金。

私募资本的腾飞

- 基于LP的资产配置及其对价值和增长潜力的看法，各资产类别呈现出不同的募资能力。例如，与前一年相比，2023年风险投资、房地产和基础设施类别的募资下降比例达到两位数，而并购基金在同一时期的募资却上升了30%。
- 由于LP将基金业绩作为评估GP能力和决定投向的首要考虑因素，相比成熟基金，新基金在募资时会面临更严峻的挑战。此外，资本成本的上升，过去数年间付出的高昂交易对价，以及更加严苛的交易条件，都令越来越多的基金普遍感受到回报下调的压力。因此，我们预计，部分私募股权并购基金在2024年的募资中也将遇到困难。虽然，专注于特定细分领域会有利于基金吸引LP投资，但我们认为规模更大，拥有高于行业基准回报记录的成熟基金，更可能在募资方面保持成功。2024年，随着公开市场和私募市场估值差距进一步缩小，LP对于过度配置私募资产的担忧可能会有所减少。我们相信，这将令LP维持当前的配置，并可能增加对某些特定资产类别或地区的投入，从而令募资整体规模上升。
- 从地域角度看，投资者将可能遵循以下策略：
 - 关注在北美市场的持续增长和扩张；
 - 致力于拓展亚洲市场，特别是在印度、韩国、日本和东南亚的扩张；
 - 将中东市场纳入资本来源和投资目的地；
 - 持续关注在英国和西欧的成熟市场和机会主义市场

私募资本迈入新时代，大量价值创造机会涌现，并购交易有望进入蓬勃发展期。

“私募机构深刻理解业务重塑的必要性。市场将从以金融手段为主要获利方式逐渐发展到更强调获取优质交易机会，并通过战略变革、运营优化和数字化转型实现价值创造。”

Eric Janson

普华永道美国合伙人，

全球私募股权、房地产和主权基金业务主管合伙人



扫描二维码查阅英文版全文

02

2024年私募资本市场 关键主题



2024年私募资本市场关键主题

注重卓越运营和价值创造

随着资本成本的上升，投资人获取满意的投资回报变得更加困难。交易方需要调整投资策略，最大限度地提高每笔交易的回报潜力。为充分实现买方和卖方的价值创造潜力，私募投资者需要在建立和加强自身能力方面做出努力，重点包括：定义、验证和执行稳健的、具有高度针对性的价值创造计划，该计划是以提高业绩表现、促进收入创造和增长、优化资产负债表为核心。这要求投资者在整个交易周期中，包括从交易假设到交易完成以及投后价值实现的整个过程，为其交易团队带来深厚且一致的行业专业技能、技术和数据驱动的战略，以及价值创造思维。

随着基金更加注重将可持续发展的理念纳入投资战略，可持续投资越来越受到重视。根据普华永道的《全球私募股权投资责任投资调查报告2023》，70%的受访者将价值创造列为其环境、社会和公司治理（ESG）活动的三大驱动力之一。尽管如此，投资者仍普遍认为，各私募资产类别的可持续投资仍有待加强。

GP的整合与专业化

我们持续看到基金内部的专业化趋势，通过专业化的基金策略或市场关注，提高其专业化能力。随着资本成本的上升，基金专业化的趋势将会更加明显，价值创造将更加受到重视。虽然规模较小的机构能够在自己的利基领域发挥专业性，从而获得一定优势，但规模较大的机构往往可能获利更多。目前，我们已看到一些GP整合的案例，鉴于各机构正迫切在基金差异化方面做出成效，我们预计市场上还会出现更多的GP整合。

LP资源向少数规模较大的GP倾斜，这也推动了GP整合的趋势。当LP更看重基金历史业绩和现有资源时，规模更大的成熟GP具有更多优势，而新进入者很难与之竞争。然而，我们仍然看到一些成熟的中型GP同样在市场上拥有一席之地，因为他们可以为LP提供不一样的投资策略，使其在大型和中型市场间进行多元化的配置。

2024年，我们预计GP份额交易（即GP利用LP筹集的资金购买另一GP的份额）将会增加。对于出售基金份额的GP来说，此类交易有助于吸引更多有能力的合伙人，为基金注入资本，并解决基金的存续问题。由此，持有投资基金份额的GP也能从其他基金的收益和资产负债表中获益。虽然大多数GP份额交易主要集中在私募股权领域，但这些持有GP份额的基金也在寻求多样化的投资组合，既包括投资地域上的多样化，也包括另类资产管理人类别上的多样化。

2024年私募资本市场关键主题

监管环境与合规性

私募机构正面临越来越大的监管压力，尤其是围绕反不当竞争的监管。来自美国、欧盟和其他国家日益严格的监管审查令私募股权基金在投资时必须更加谨慎。例如，美国司法部（DOJ）和联邦贸易委员会（FTC）已明确表示，他们希望在涉及特定私募股权交易时加强反垄断执法，包括卷起交易（rollup transaction）和涉嫌引起不公平竞争的交易。最近，美国金融稳定监督委员会特别关注私募股权基金在保险行业的活动，及其对整个经济环境系统性风险的潜在影响，因此，私募机构可能面临更严苛的监管审查。

此外，包括欧盟《企业可持续发展报告指令》（CSRD）在内的一系列环境、社会和公司治理法规，已正式生效。这些法规，加上对欧盟另类投资基金管理人指令（AIFMD）的更新，以及持续存在的网络安全、数据保护、反洗钱和客户背景调查相关的问题，正迫使许多基金管理人重新评估合规方法，尤其在应对交易方面的合规性问题。

《企业可持续发展报告指令》更新并加强了对有关企业必须报告社会和环境信息的规定，越来越多的企业被要求必须对其可持续发展情况作出报告。《企业可持续发展报告指令》为企业提供了深入了解其可持续发展成效，以及为优化成本效率做出数据驱动决策能力的机会。我们认为，这将有助于为企业建立竞争优势，并带来价值创造的机会。随着投资者越来越多地要求私募股权基金和主权财富基金将可持续发展融入投资策略，他们也更加认识到可持续发展对于其自身及投资组合的影响。

第二支柱税务框架（ Pillar Two tax framework）的引入，意味着某些跨国企业将适用15%的全球最低有效税率，无论其在哪个司法管辖区经营。这将重塑私募机构的合规和交易模型基础。其影响深远，私募机构必须采取积极主动的立场，方可成功。伴随着税收全球化新规、技术人才的稀缺，以及税务申报的复杂性，对于税务数据集中化、数字化和云转型的需求与日俱增。

新增的法规和合规要求令资产获取变得更加复杂，也可能给企业现有的技术基础设施和系统带来压力。而为了满足报告的要求，增设一个合规职能部门，很可能对基金及被投公司增加额外的成本。

2024年私募资本市场关键主题

聚焦主权财富基金

主权财富基金（SWF）已进入一个新的时代，为了寻找回报率更高的投资机会，他们正在私募市场增加投入。2022年，主权财富基金的收购活动相比2020年增加了一倍多。尽管他们在2023年的并购活动已回落到2020年的水平，但我们相信，这是因为具有挑战性的并购环境，并不表明他们的投资策略已从另类投资偏离。

2024年，我们预计主权财富基金将在更多元化的资产类别中继续资金战略部署，并将重点放在建立和扩大行业专业技能、地域分布，以及运营能力，即利用数据和分析更好地为投资和投资组合分配的决策提供依据。

主权财富基金很可能将继续构建更多的直接投资能力。然而，从被动型投资策略（如投资于二级市场或作为LP投资于基金）转为主动型投资，投资人需要具备一系列技术和能力，而目前许多主权财富基金仍比较缺乏。为进行更多的共同投资（即主权财富基金与私募股权基金作为共投资方一起投资），和更多的直接投资（即主权财富基金与私募股权基金作为竞争方参与同一个交易），主权财富基金需要与私募股权基金在协调与合作之间取得平衡。目前，已有中东基金通过搭建典型的GP/LP架构进行募资和资金管理。其他主权财富基金是否会跟上，还有待观察。对主权财富基金而言，这是一个新的探索领域。

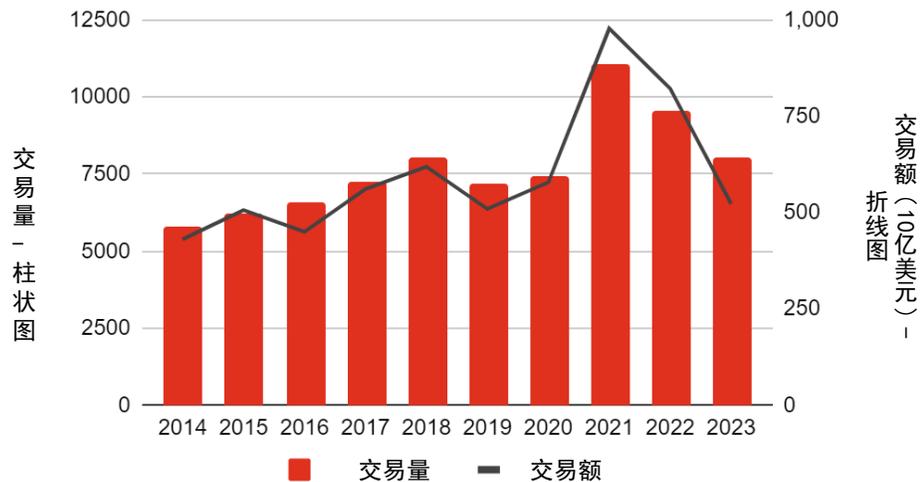
03

2024年展望 - 按私募资产类别分类



私募股权基金将适应并反弹

2014 - 2023年全球私募股权并购交易情况



资料来源: Preqin

由于募资受挫和受宏观经济因素影响,私募股权并购交易从2021年超过11,000宗的历史最高水平下降到2023年略高于8,000宗,仅两年时间就减少了27%。但2024年,私募股权的并购活动有望增加,具体原因如下:

- 债务市场恢复稳定,将为交易创造更有利的贷款环境。
- IPO市场很可能仍然无法作为通常的退出路径,卖方的出售意愿日益高涨。过去两年内,低迷的并购市场导致寻求被收购的公司有所增加。
- 被投企业对非核心资产的审阅,将引发资产剥离和处置,从而为私募股权基金创造更多投资机会。
- 买卖双方的估值分歧曾是导致2023年许多交易停滞的重要因素,但现在,估值差距似乎正在缩小。
- 上市公司私有化交易的机会仍然存在。我们预计,崛起于2022年全球股市调整之际的私有化交易有望继续蓬勃。但是,近期股价的上升可能会抑制一部分具有吸引力的交易机会的出现。
- 私募股权机构比以往更乐于通过平台收购的方式,进行一系列的收购交易。
- 越来越多的私募股权基金已转变策略,从尝试完美把握市场节奏转向全周期的并购方法,即穿越商业周期的高峰和低谷,进行投资和退出,从而降低投资风险。

私募股权基金将适应并反弹



2021至2023年，私募股权基金的退出下降了43%，比收购交易的下降幅度更大。这导致在不久的将来，将有大量的被投资公司面临投资退出。



私募股权基金的投资持有期平均为4~5年。许多在过去数年间进行的收购，目前已接近退出期。我们预计，2024年，许多私募股权基金将开始为潜在出售进行准备。尽管如此，另一些私募股权基金由于担心将在并购高峰期以高价收购的资产作退出，会导致投资人回报不佳，他们仍可能不愿出售。



私募股权基金将继续观察被投公司的表现，以确定最佳行动方针，即在有明确计划的前提下，选择继续持有资产、创造更高价值、提供更高回报，还是选择以可接受的回报退出投资。

私募股权基金将适应并反弹

公开市场和私募市场的波动仍然是GP和LP在做出投资和退出决策时所担忧的问题，交易放缓反映出市场的流动性问题。这些问题促使投资人在传统退出路径之外，寻求创新的基金结构和融资方案，以探索更多的退出可能性，具体如下：



接续基金：是指GP设立新的基金，用于承接到期基金中具有增长潜力的优质标的，同时，为LP提供灵活的退出选择，或投资变现，或以相当或更低的份额比例享有新基金的权益。



少数股权出售：少数股权出售可以使基金在进行部分收益分配的同时保留一部分未来潜在升值的可能。这种方式也很流行，因为它可以通过一定的结构安排，避免触发控制权变更条款，同时，保持现有的债务融资安排。



结构融资：既可以是利用金融工具为特定资产融资，也可以是利用非标准工具（如结构化股权、可转换债券等）为整个业务融资，它可以根据企业融资的需求，作出定制化的、低成本方案。在买方市场中，它还能提供有吸引力的风险收益可能。



资产净值（NAV）融资和优先股：它可以为GP向被投资公司注入现金，并为LP部分变现提供路径，同时它不会引发股权贱卖或失去所有普通股未来上行的空间。已有越来越多的GP转向资产净值融资和优先股，以适应不同的需要和目标，其中最常见的是，为现有投资组合公司注入流动性，进行附加型收购（add-on acquisitions），以及向LP分配收益。

风险资本仔细权衡风险和收益

2023年期间，地缘政治动荡、估值下挫、通货膨胀和利率上升，共同拖累了私募市场中各个资产类别的表现。其中，风险投资（VC）因其较高的风险回报率，受到了最严重的影响，不仅在投资方面，2023年风险资本的募资较前一年也下降了60%。尽管如此，气候技术领域的投资仍呈现出希望。虽然2023年风险投资的总体规模出现萎缩，气候科技投资在私募股权和拨款投资中的比重却有所增加，年增长速度由2014年的不足2%，持续增长至2023年的10%的。

2024年，预计中短期内利率将居高不下，风险资本可能继续持谨慎态度，缺乏流动性的初创企业因此将面临融资难题。其中一部分初创企业能够获得新的资金或过桥资金，而另一些流动性获取困难的企业可能会发现，出售才是他们最好的选择。

房地产投资者紧随大趋势

尽管房地产行业仍处于向高资本成本环境过渡的阶段，但随着近期在抑制通胀方面取得的进展以及全球利率的下降态势，房地产投资机构所处的商业环境已有所改善。我们预计这将提振投资者的信心，从而令2024年的房地产交易活动得以复苏。

中长期大趋势，如人口结构变化、住房支付能力、去碳化和数字化，是房地产投资机构在构建或重新平衡其房地产投资组合时，需要考虑的重要方面。全球人口老龄化趋势促进了医疗保健相关房地产的需求增长。而数字化趋势，包括人工智能的发展以及日益增长的数据运用和存储需求，推动了全球对数据中心的需求大幅增长。

聚焦基础设施

基础设施投资，因其能持续数十年提供稳定的现金流，成为了一种极具吸引力的投资资产类别。2024年，基础设施尤其是能源类基础设施，依然是投资活动中的亮点，因为投资者看好该领域，认为能源转型对社会实现净零目标意义非凡。我们预计基础设施这一资产类别将保持增长，尤其在基础设施开发方面，会出现更多的投资机会，包括：能源存储、运输电气化、航空和海洋业的替代燃料，以及数据中心等数字基础设施建设（如上文所述）。

在许多国家，无论是通过税收激励、政府背书的资金、促进投资的政策，还是通过政府对具体项目的干预，受政府法规政策的保护，资本持续流入基础设施领域。美国于2022年通过的《通胀削减法案》（IRA）和欧盟颁布的《绿色协议工业计划》等法规，都旨在为低碳基础设施项目吸引投资。不断涌入的资本持续推动投资者进入医疗保健等新兴领域，在这些领域中，基础设施投资的优势最初并不明显，然而确实存在。

私募信贷的影响力不断扩大

公开市场的融资结构性变化令私募信贷在增长方面优于其他资产类别。例如，其可投资金在过去10年的年复合增长率为15%，同期资产管理规模的年复合增长率为14%。这一增长巩固了私募信贷作为一种适合长期投资者的成熟资产类别的定位。

私募信贷的发展为寻求资金的公司提供了更多选择。越来越多的借款人正在转向灵活的资金渠道和量身定制的融资方案，他们通常会采用公募和私募融资相结合的方法。私募信贷在提供交易融资方面发挥着越来越重要的作用，截至2023年12月底，其全球可投资金已达到4,500亿美元，将为2024年增长的交易活动，提供有力的支持。

投资保险领域

随着私募资本寻求向新的资产类别扩张，并扩大其资产管理规模，保险业已成为他们关注的重点领域。我们预计，被长期资本管理机会所吸引的私募机构将进一步扩大对保险业的投资，并通过其具有很强发起能力的私募信贷策略。人寿和年金保险公司，及再保险公司都具备这些特点，他们还可以根据投资收益与相关政策要求回报之间的差额，提供将收入分配至不同业务线的机会。通常，在符合保险法规的前提下，当收购发生时，管理资产将从低收益的资产转向高收益的私募信贷资产。

2024年私募资本市场展望

随着通货膨胀和利率不确定性逐渐清晰，我们预计2024年的并购活动将迎来反弹。虽然，具体时机尚不确定，且各行业有所不同，但私募机构已为在更加稳定的经济环境中把握机遇做好准备。创纪录水平的可投资金、大量积累的投资组合公司，以及各类别投资者持续的投资需求，都将推动2024年及未来几年的交易。

数据说明

我们根据行业公认的来源提供的数据对私募资本市场趋势进行讨论。具体而言，私募可投资金、私募融资数据和私募股权并购数据基于于2024年1月5日从Preqin获取的截至2023年12月31日的数据。全球私募股权退出活动基于于PitchBook获取的截至2023年12月31日的数据。管理资产（AUM）数据也来自Preqin，基于其于2023年10月17日发布的《2023另类投资展望》。补充信息来自我们的独立研究。

联络我们

叶伟奇

普华永道中国购并交易服务主管合伙人
+86 (10) 6533 2199
waikay.eik@hk.pwc.com

刘晏来

普华永道中国咨询部市场主管合伙人
普华永道中国内地及香港私募股权基金业务
主管合伙人
+86 (10) 6533 8863
roger.liu@cn.pwc.com

黄耀和

普华永道全球跨境服务中国主管合伙人
普华永道中国购并交易服务市场主管合伙人
+86 (21) 2323 2609
gabriel.wong@cn.pwc.com

鲍德暉 (David Brown)

普华永道亚太区交易服务主管合伙人
全球企业融资及购并主管合伙人
亚太区私募股权及主权基金行业主管合伙人
+852 2289 2400
d.brown@hk.pwc.com

钱立强

普华永道中国交易战略及行业主管合伙人
+86 (10) 6533 2940
leon.qian@cn.pwc.com

www.pwccn.com/zh

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。

© 2024 普华永道。 版权所有，未经普华永道允许不得分发。
普华永道系指普华永道网络中国成员机构，有时也指普华永道网络。详情请进入www.pwc.com/structure
每家成员机构各自独立，并不就其他成员机构的作为或不作为负责。