

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



目录

前言	02
内容摘要	03
样本简述	05
1. S交易参与角色及交易类型	06
2. S交易的优势及难点	10
3. S交易流程及中介机构的作用	15
4. 费用承担	20
联系我们	25



前言

中国的私募股权基金行业在经历了多年探索之后已进入稳步发展阶段。近年来，私募股权基金在有效服务实体经济、推动高科技领域创新发展、促进民营和中小企业发展等方面发挥了积极作用。截至2023年9月，我国登记备案的私募股权投资基金和创业投资基金管理规模达14.34万亿元。在国内外宏观环境发生复杂深刻变化的形势下，投资者对资产多元化配置和流动性需求明显提升，叠加国家出台多项支持政策，S基金（Secondary Fund）在国内私募股权二级市场中的表现愈加活跃，金融机构的投资参与度大大提高。

继2021年发布《中国私募股权基金调研报告——运营管理篇》之后，普华永道于2023年对国内93家头部私募股权和创投机构围绕S基金相关问题进一步展开专题调研。本次调研采取在线问卷形式，内容包括国内S基金的兴起与发展优势，S基金吸引投资者的特点、交易难点、交易流程等方面。参与本次调研的受访者主要为国内头部私募股权和创业投资管理机构的合伙人或首席财务官，受访机构管理资产规模（AUM）约1.49万亿元。

通过本次调研，结合普华永道长期服务于私募股权市场发展的实践经验，希望能够深度展现国内私募股权市场和S基金发展的新趋势，为市场参与者提供专业洞察和实操建议，助力私募股权行业健康可持续发展。我们诚挚欢迎业内外各界人士交流分享见解。



内容摘要

S交易类型及参与者

由于国内目前的S基金行业处于早期阶段，以GP主导的S基金较少。尽管S基金的GP评价标准和其他基金一样，但是由于S基金涵盖的行业更广，所以对人才专业性要求较高，国内从事专业管理的市场化S基金相对稀缺。

本次调研关注了受访者在S交易中已参与的角色和考虑参与的交易类型。调研结果显示，在买方、卖方及买方和卖方各类参与角色中，国资机构占比均约为两成至三成。超过60%的受访者已经或希望作为卖方出售基金份额或资产，而作为买方的这一比例仅为10%。中国私募股权市场已经进入存量优化时期。

本次调研还对买方的投资偏好进行了了解。对投资于私募股权基金感兴趣的受访者达到86%，高于对创业投资基金感兴趣的受访者比例。同时，超过八成的受访者对基金投资期结束后或延长期的基金份额或资产更感兴趣。

S交易的优势及难点

流动性更强、底层资产的确定性大、资金回流速度快是S交易颇受买卖双方青睐的优势，这使其成为存量基金退出途径的一个选择。同时，S基金也成为投资者主动性资产配置的重要方式之一。调研结果显示，为投资者提供流动性和延长管理人的管理有潜力的资产为受访者普遍认可的优势。S交易具有抗周期性、确定性和安全性的特点。我们观察到，买卖双方交易定价存在差异、买卖双方交易时间匹配问题和缺少成熟的撮合方是S交易市场中存在且被普遍认可的三个交易难点，本次调研也反映了这三个难点的具体体现的方面。

针对S交易中的接续基金交易类型，为解决交易过程中的利益冲突问题卖方需向其有限合伙人咨询委员会（LPAC）披露交易过程中的具体信息，大部分或接近半数受访机构认为需向所在基金LPAC披露的最重要事项为“待转让项目估值的假设及模型”和“GP与接续基金LP之间的经济关系”。

内容摘要

S交易流程及中介机构的作用

本次调研关注了S交易流程及中介机构的作用，超过九成的受访者认为，作为S交易的定价基础，估值尤为重要。底层资产估值是基金份额估值定价的核心，而基金份额的估值定价又是交易成功的关键环节之一。

受访者普遍认为，聘请中介机构进行估值有利于“为交易定价提供依据”、“保证信息对等，增强买卖双方信心”、“使投资人对于资产未来收益作出合理预期”以及“估值结果更全面反映资产状况”。同时，40%及以上的受访者认为，聘请中介机构进行估值有利于“降低利益冲突”。

费用承担

本次调研对S基金的管理费率及S交易中的费用承担予以关注。其中，S基金的管理费率可能会伴随生命周期的变化而调整，但大部分受访机构预期S基金管理费率区间为1%至2%之间。对于交易费用的承担，买方身份的受访机构和卖方身份的受访机构对尽调费用的承担方呈不同看法；对于其他交易费用，大部分买方及卖方的受访者均认为应由买卖双方共同承担。



样本简述

本次受访机构的基本情况如下：

管理资产规模(AUM)：在管基金规模50亿元以上占样本数量70%，50亿元及以下占30%。根据中国证券投资基金业协会(AMAC)统计，截至2023年9月登记备案的私募股权基金总管理规模为14.34万亿元，本调研样本的管理资产规模约1.49万亿元。

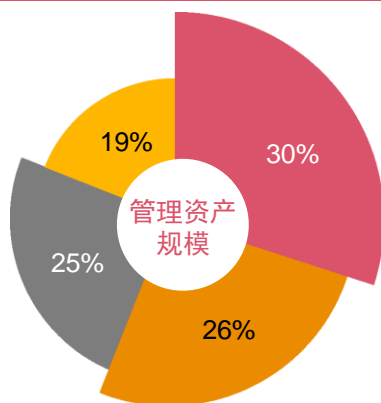
在管基金类别：涵盖不同阶段的直投基金数量占样本总量82%。在管基金中包括S基金的受访机构有12家，占样本数量的13%。

基金管理人：国资背景管理人占样本数量24%。根据新世纪评级¹以及投中网统计²，2022年新募集大型基金的管理人多为国资背景，国资已成为我国基金管理行业中重要的角色。

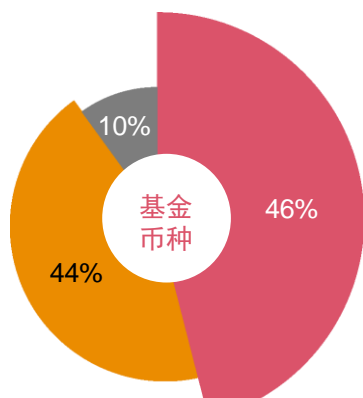
参与情况：参与过S交易的受访机构数量为35家，占受访机构总数的38%；仅对S交易感兴趣但未参与过S基金交易的受访机构数量为58家，占受访机构总数的62%。

注释：

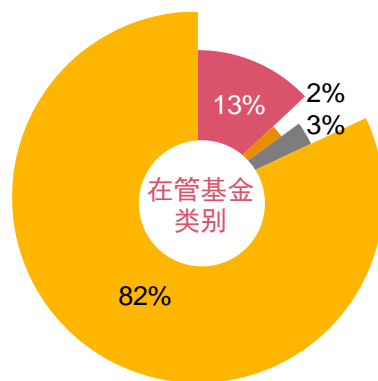
1. 资料来源：《2022年度中国私募股权投资行业信用回顾与展望》
2. 资料来源：《2022年中国创业投资及私募股权投资市场统计分析报告》



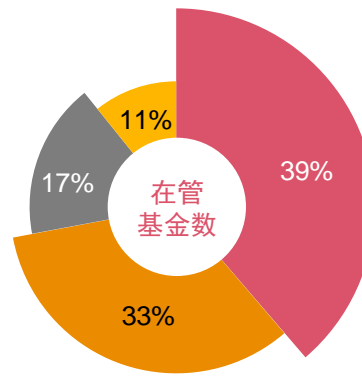
■ 0-50亿 ■ 101-300亿
■ 51-100亿 ■ 300亿以上



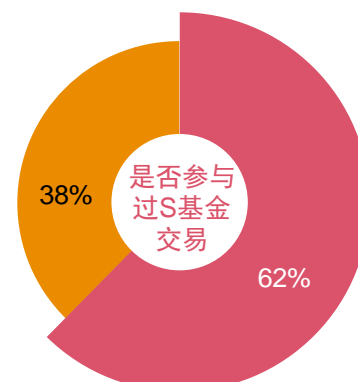
■ 人民币基金 ■ 美元基金
■ 双币基金



■ S基金
■ 纯母基金策略
■ 并购基金
■ 全投资阶段直投



■ 0-5支 ■ 11支-20支
■ 6支-10支 ■ 20支以上



■ 未参与 ■ 参与过

S交易参与角色 及交易类型



S交易参与角色及国资参与情况

调研结果显示，参与或考虑参与S交易的93家受访机构中，作为卖方出售基金份额或资产的受访机构比例高于作为买方购买基金份额或资产的受访机构比例。

在各类参与角色中，国资机构占比均约为两成至三成。

自S交易在中国兴起以来，国内私募股权二级市场快速增长。但随着大量基金进入退出期，市场上的基金进入存量优化时期，退出压力逐渐显现。

以买方及卖方的身份参与/考虑参与S交易的27家受访机构中，国资及非国资占比为



以卖方的身份参与/考虑参与S交易的57家受访机构中，国资及非国资占比为

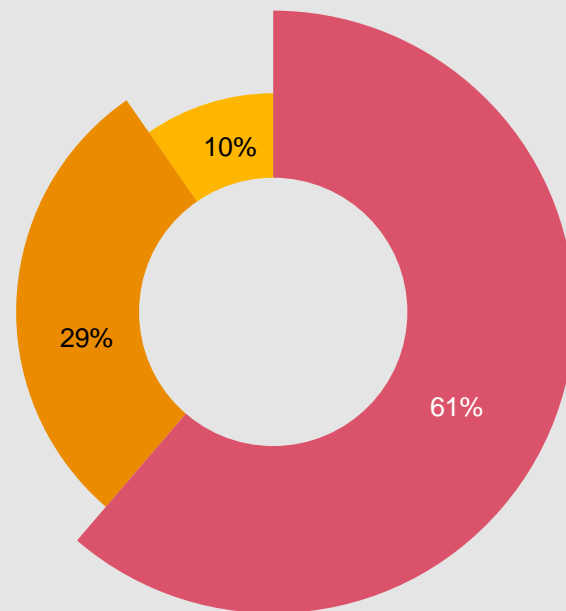


以买方的身份参与/考虑参与S交易的9家受访机构中，国资及非国资占比为

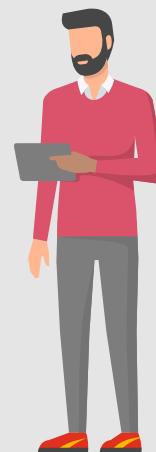


■ 国资 ■ 非国资

受访机构在S交易中的参与角色



■ 卖方 ■ 卖方及买方 ■ 买方



S交易参与角色

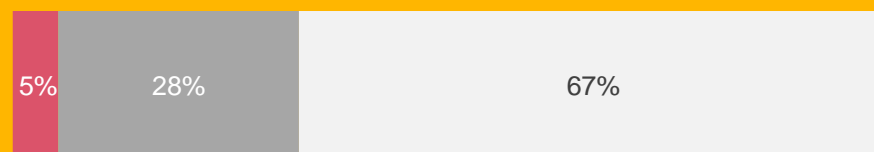
国内目前的S交易尚未成为主流的退出方式，S交易市场仍处于早期阶段。

本次调研中，实际参与或尚未参与过S交易的受访机构中，卖方的占比均更高，专业的买方相对较少。在庞大历史存量的基础上，市场对于S基金的接受度在逐步提高，交易手法的多样性和复杂性也在上升，交易规模进一步扩大。现阶段，国内S基金市场项目较为充足，不乏优质资产，但发掘真正的优质资产需要S基金机构具备较强的资产判断能力。随着市场参与方开始探索不同的交易模式，S交易频次日益增多，交易结构日益复杂，其参与主体也越来越系统化。

参与过S交易的35家受访机构中，以何种身份参与：



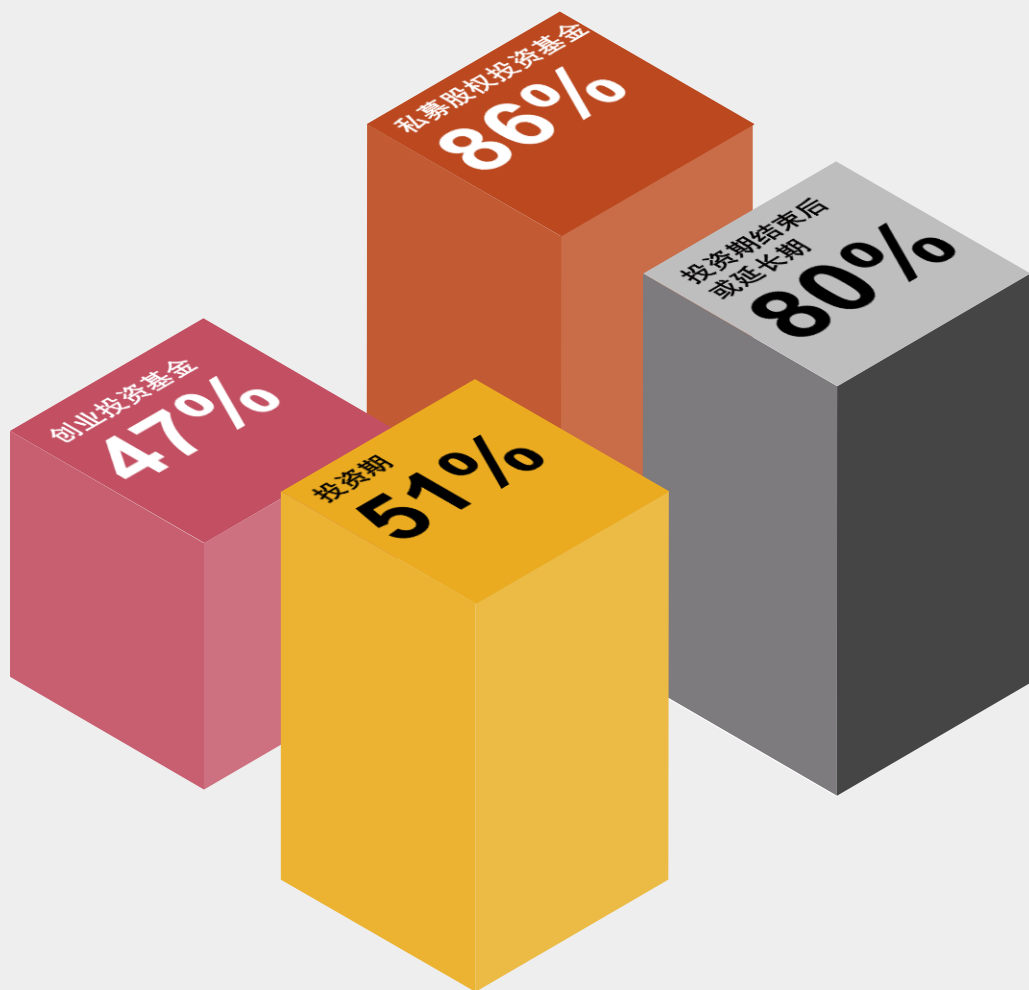
未参与过S交易的58家受访机构中，计划以何种身份参与：



■ 买方 ■ 买方及卖方 ■ 卖方

买方感兴趣的基金类型和基金所处阶段

● ● ● 买方角度



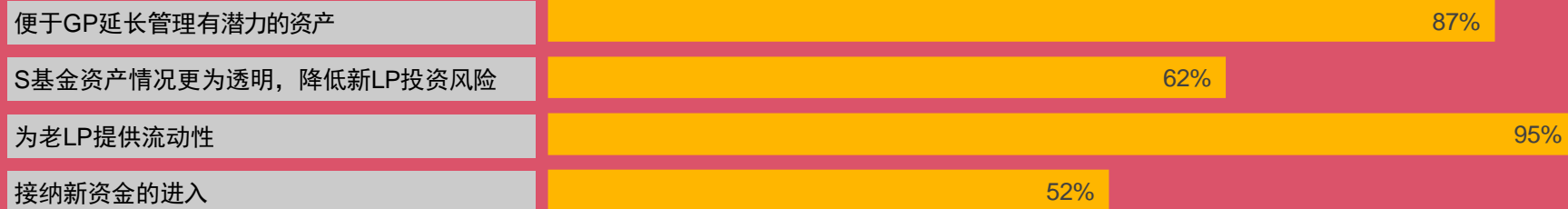
调研结果显示，在受访机构中，更多的买方表现出对私募股权投资基金更强的投资意向，达到买方总数的86%；对创业投资基金感兴趣的比例占买方总数的47%。

按基金所处阶段来看，受访者对处于投资期结束后或延长期的基金投资意向更高，占比达80%；对处于投资期基金感兴趣的比例为51%。

S交易的优势及 难点



S基金在中国兴起与发展的优势



注：受访机构可以按其实际情况进行多项选择，因此百分比加总不等于100%。

自2016年起，国内S交易的交易量和交易笔数开始出现明显的上升趋势。

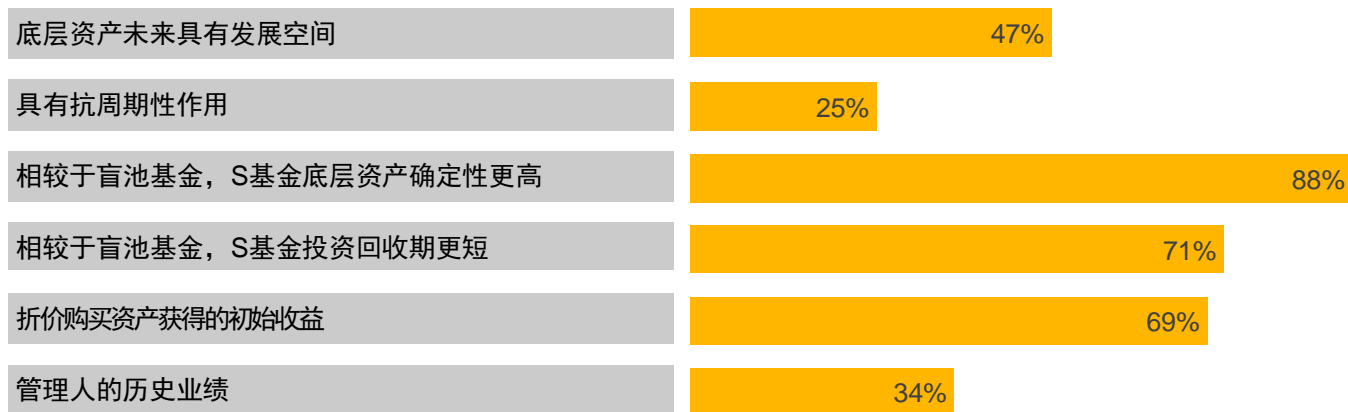
调研结果显示，超过半数的受访者认可S基金的兴起与发展的四个优势，“为老LP提供流动性”、“便于GP延长管理有潜力的资产”、“S基金资产情况更为透明，降低新LP投资风险”和“接纳新资金的进入”。

S基金具有底层资产确定性高以及资金回流速度更快等特点，成为存量基金退出途径的另一个选择。同时，在宏观市场不确定性更强的大背景下，S基金也成为投资者主动性资产配置的重要组成。

S交易为什么吸引投资者？

调研结果显示，受访机构最认可的是“相较于盲池基金，S基金底层资产确定性更高”这一特点，接近九成的受访者认为这是S基金吸引投资者的最主要原因。

本调研从底层资产的发展空间、抗周期性作用、S基金底层资产确定性、S基金投资回收期折价购买资产获得的初始收益、管理人的历史业绩等维度进行分析，买卖双方对各选项的选择比例均不存在显著差异。



注：受访机构可以按其实际情况进行多项选择，因此百分比加总不等于100%。



解读

抗周期性 指基金周期性特点不明显或没有周期性，即指与国内或国际经济波动相关性不强。S基金可以实现时间维度的多元化，即使投资于同一GP旗下基金，S基金也可以通过投资于GP在此前不同的经济周期阶段所募集管理的基金，来减少因投资时间和特定经济周期对投资表现的影响。S基金采用分散化策略配置资产，投资组合横跨数年，具有一定抗周期性。

相较于盲池基金，S基金底层资产确定性更高 盲池基金是指在募资时未确定底层资产的私募股权投资基金。与私募股权基金一级市场投资相比，买方购买的是已经持有确定底层资产的基金份额，其对应的投资组合较为清晰，更容易对投资组合现状和未来进行研判，从而合理定价。此外，S基金在参与投资时，被投子基金通常处于投资期尾声或已进入退出期，投资组合透明度更高，子基金整体的回报状况更加清晰，有效地降低了“盲池”风险。通过对拟投子基金或拟投资项目开展充分尽调，S基金团队对子基金份额及底层资产可以通过适当的定价，提高资产预期回报。从实践经验可以看出，S基金有机会投到此前错失的独角兽企业，也是受益于底层资产透明化，使得投资的准确性大大提高。

相较于盲池基金，S基金投资回收期更短 在盲池基金中，直到基金退出或分配的阶段LP才能拿回投资成本和超额收益。相比而言，S基金从VC或PE基金的中后期开始投入，距离项目回收的时点相对更近，缩短了负业绩状态周期，整个S基金的现金回流较快，具有更短的回报周期。

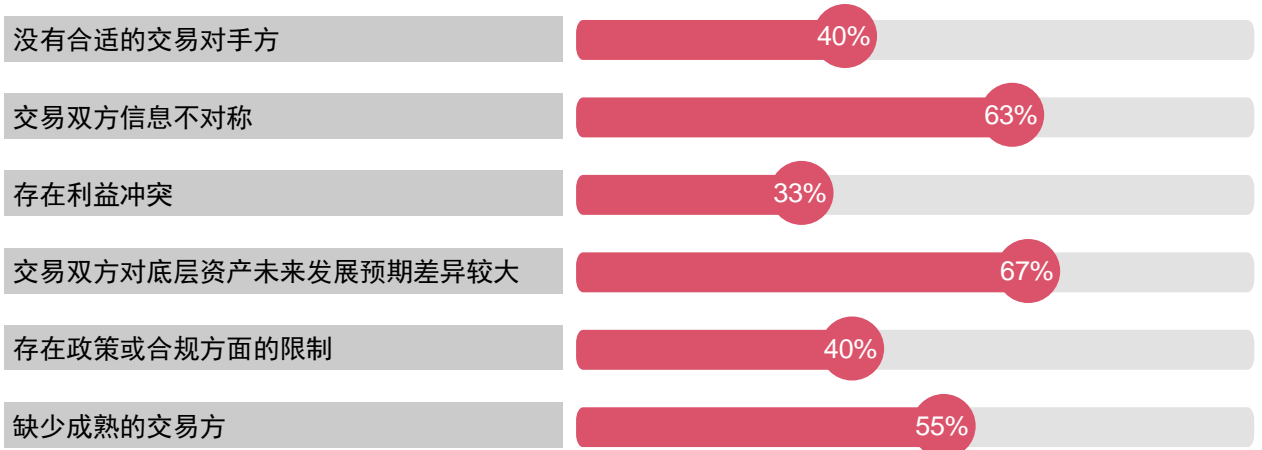
折价购买资产获得的初始收益 通常在退出定价方面，S基金会获得退出时估值的一定程度上的折扣，在受让子基金或项目时，也会享受折扣优惠，折扣部分成为了S基金的一个收益来源。产生价格折扣主要由于卖方自身或市场流动性紧张。在私募股权基金二手份额交易中，卖方为加快基金份额流转速度，尽快实现退出，一般情况下会以较优惠的价格转让。在S基金入场之后，底层基金和资产继续增值，是S基金第二个且是最主要的收益来源。

S交易难点

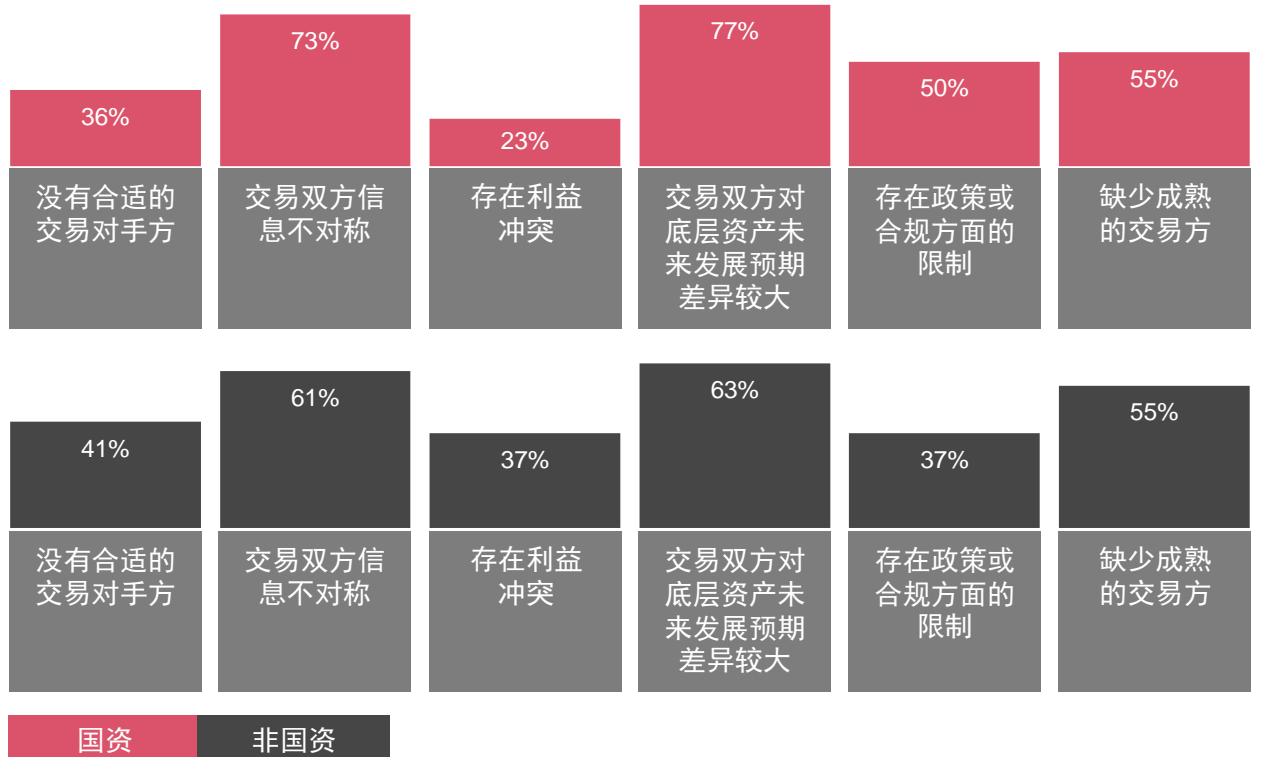
调研结果显示，“交易双方对底层资产未来发展预期差异较大”“交易双方信息不对称”以及“缺少成熟的交易方”是S交易的主要交易难点。

定价是S交易买卖双方关注的重点。交易双方信息不对称、对底层资产未来发展预期较大会导致买卖双方对于资产的估值定价存在差异。买卖双方对于交易时间需求的匹配对S交易的促成也存在重要影响。买卖双方信息不对称及利益冲突，可能导致买卖双方错过交易的窗口期；政策和合规方面的限制，对于交易流程时间造成的影响也可能使得买卖双方无法达成一致。缺少成熟的交易撮合方会在一定程度上影响交易对手方的选取。

调研发现，在所有受访的国资机构中，认为“政策或合规方面的限制”是交易难点的比例达50%，而在所有受访的市场化机构中，这一比例为37%。因此，在进行有国资基金参与的S交易时，需要加强对合规性的关注。



注：受访机构可以按其实际情况进行多项选择，因此百分比加总不等于100%。



S交易流程及 中介机构的作用



S交易流程中最受关注的问题

S交易流程

寻找买方 转让方可以自行寻找受让方，或者通过GP撮合、FA撮合、本基金其他LP介绍、熟人介绍等方式获取交易信息。或者通过场内交易对接资源。

尽职调查 S交易通常涉及受让方针对标的基金、标的基金已投资的底层资产、转让方开展的正向尽调，需要对尽调对象进行深度、全面的风险识别。同时，也伴随着对意向受让方的反向尽调，以确保意向受让方具有成为标的基金投资人的适当资质。

估值定价 基于尽调获得的标的资产的相关法律、财务和商业情况，投资人将进行投资决策和定价。

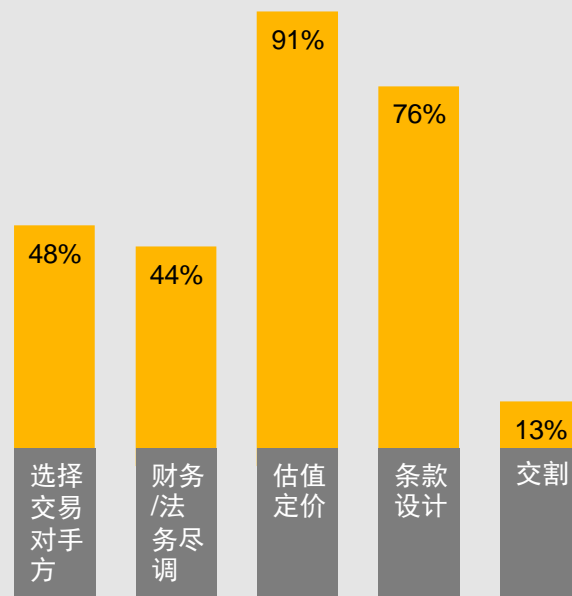
在完成估值评定后，交易进入报价环节，基于报价环节产生的交易价格，转让方还需根据基金的组织形式，按照《公司法》《合伙企业法》等法律法规以及基金合同约定，通知基金现有的其他投资人行使优先购买权，以确定最终受让方。



S交易流程包括寻找买方、尽职调查、估值定价、交易谈判、交割与资金结算、工商与基金备案变更

在S交易流程中，受访机构最为关注估值及条款设计的问题。

超过**九成**的受访者认为，作为S交易的定价基础，估值流程尤为重要。

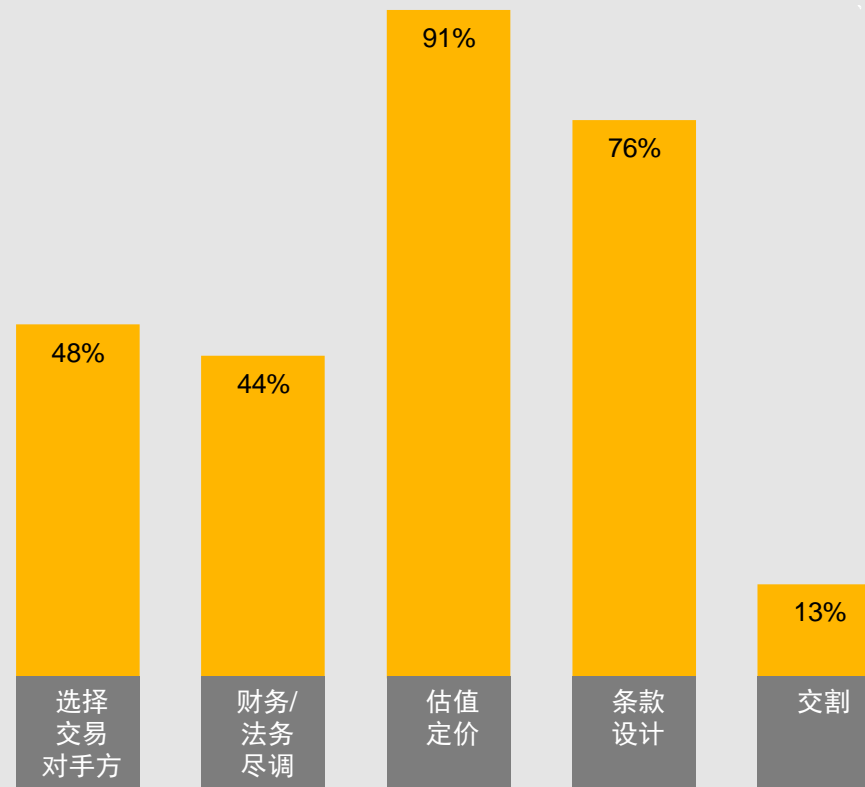


S基金交易流程中最受关注的问题

交易谈判 经过交易条件和条款谈判后，交易双方需签署相应交易文件，主要涉及份额转让协议、基金合同以及附加协议（Side Letter）。

交割与资金结算 交易文件签署完成后，各方将根据交易协议的约定，核查交割先决条件并进行交割与资金结算。

工商与基金备案变更 交易交割完成后，还需办理工商变更登记手续并完成基金业协会的重大事项变更手续。在目前的政策体系下，有限合伙企业转让变更需要协调工商登记机关、基金业协会等多个部门。



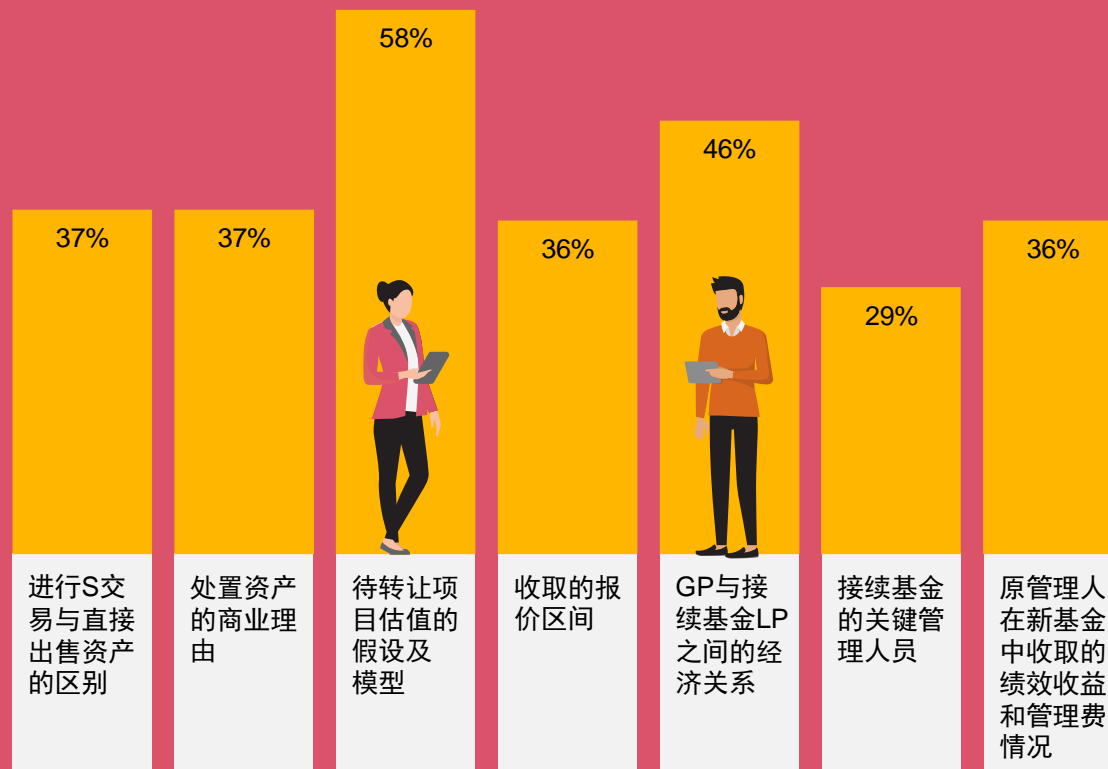
注：受访机构可以按其实际情况进行多项选择，因此百分比加总不等于100%。

接续基金交易前需向基金投资人 咨询委员会披露的内容

针对S交易中的接续基金*交易类型，按照美元基金惯例，为解决交易过程中的利益冲突问题，一半的受访机构认为需向所在基金有限合伙人咨询委员会（LPAC）披露的最重要内容是“待转让项目估值的假设及模型”和“GP与接续基金LP之间的经济关系”。

注释：

接续基金指新老基金由同一个GP或管理公司或关联方管理，新基金接续老基金没有退出的资产组合。由GP主导的接续基金交易中，由于老基金和接续基金是由同一个GP或其关联方管理，交易资产为老基金持有的部分或全部投资组合，因此不可避免存在利益冲突，需要GP秉承公平、公正、公开以及投资者利益优先的原则来主导交易。而解决利益冲突问题最有效的方式是及时、充分的信息披露。在基金接续重组交易中，GP需要在早期向LP披露拟交易的架构、拟交易的投资组合、交易的重大影响因素、LP利益重大影响因素、发起交易的动机等，以便LP有充分的时间考虑是卖出还是继续在接续基金层面投资，以及预期的权利义务条款。交易执行时，老基金和接续基金都要严格按照基金合同履行关联交易决策流程，并及时将关联交易事项通知全体投资人。在关联交易定价方面可考虑引入独立第三方估值机构，这既是对投资人负责，也是对GP自身的一种保护。



注：受访机构可以按其实际情况进行多项选择，因此百分比加总不等于100%。

聘请中介机构进行估值的重要性

无论是基金份额转让还是资产直接转让，底层资产估值是基金份额估值定价的核心，而基金份额的估值定价又是交易成功的关键环节之一。如果没有可靠的估值作支撑，基金的业绩评估、行业业绩基准就缺乏可靠性，基金份额二级市场和S基金则很难发展。因此，基金二手份额的估值定价是交易流程中的重中之重。

当前，S交易市场参与主体主要包括完整的卖方、买方、交易平台、中介机构以及相关服务提供者。在涉及面复杂、专业门槛高的S基金二手份额交易中，第三方专业服务机构的参与不可或缺，这与S交易市场对于公信力的需求密切相关。第三方机构尤其是估值机构的参与，将在S交易过程中发挥越来越重要的作用。

超过50%的受访机构认为，聘请中介机构进行估值有利于“为交易定价提供依据”“保证信息对等，增强买卖双方信心”“使投资人对于资产未来收益作出合理预期”以及“估值结果更全面反映资产状况”；40%及以上的受访者认为，聘请中介机构进行估值有利于“降低利益冲突”。

为交易定价提供依据

86%

保证信息对等，增强买卖双方信心

69%

降低利益冲突

41%

使投资人对于资产未来收益作出合理预期

53%

估值结果更全面反映资产状况

55%

注：受访机构可以按其实际情况进行多项选择，因此百分比加总不等于100%。



费用承担

4

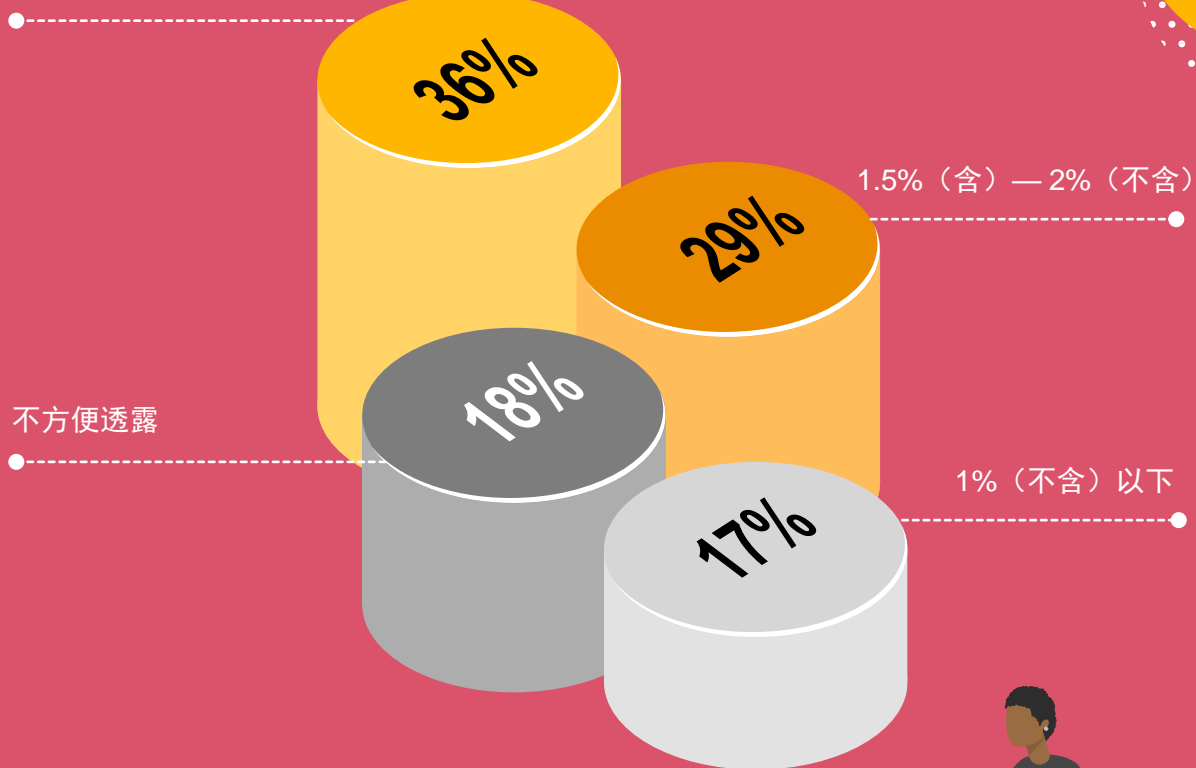


S基金管理费率预期区间

调研结果显示，大部分受访机构预期的S基金管理费率区间为1%至2%之间。

S基金的管理费率并不是始终固定的，同一基金的管理费率可能会随着其生命周期的变化而调整。

1%（含）— 1.5%（不含）



不方便透露

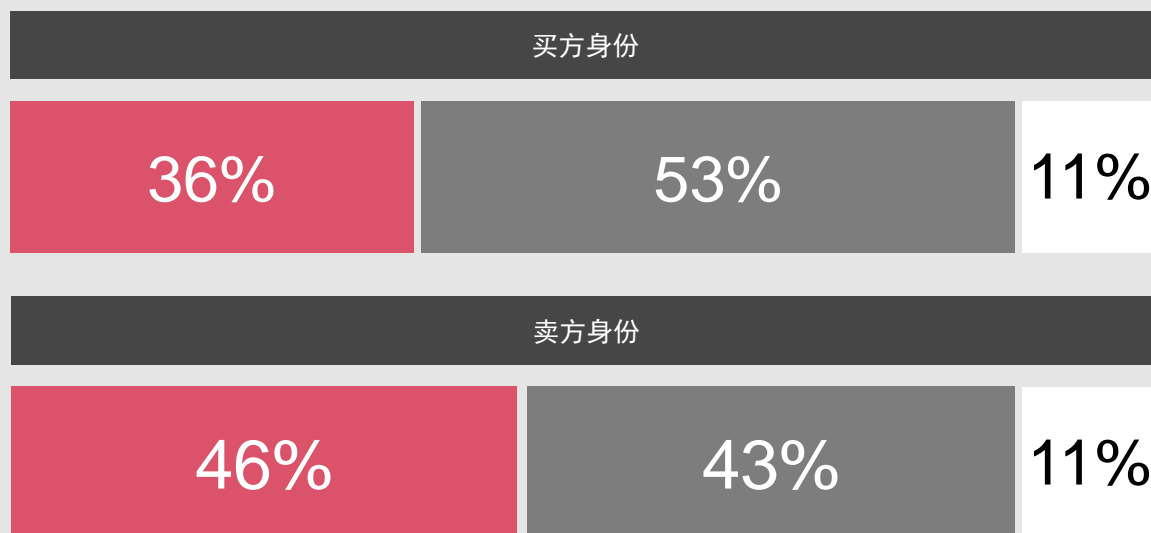
1.5%（含）— 2%（不含）

1%（不含）以下



S交易中各类费用的分摊 — 参与角色的角度

●●● 尽调费用



- 买方承担
- 卖方承担
- 买卖双方共同承担

调研显示，大部分买方身份的受访机构认为，S交易中的尽调费用应由买卖双方共同承担，占比为53%。

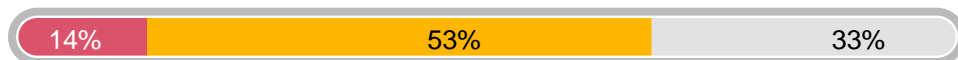
然而，卖方身份的受访机构中，认为S交易中的尽调费用应由买方承担的比例占46%。



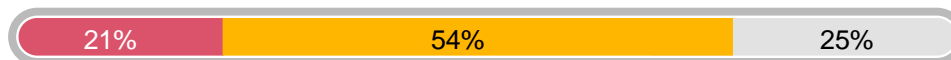
S交易中各类费用的分摊 — 参与角色的角度

调研显示，大部分买方身份的受访机构和卖方身份的受访机构都认为，S交易中的财务顾问费用、估值费用、税务咨询费用以及法务费用应由买卖双方共同承担。

财务顾问费用 — 买方



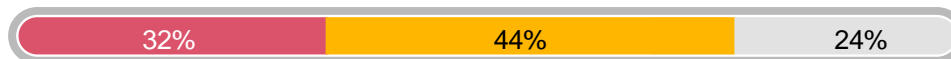
财务顾问费用 — 卖方



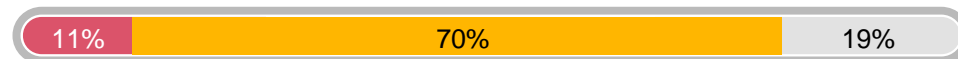
估值费用 — 买方



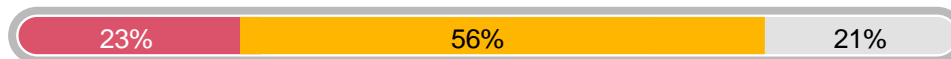
估值费用 — 卖方



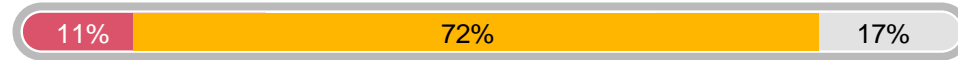
税务咨询费用 — 买方



税务咨询费用 — 卖方



法务费用 — 买方



法务费用 — 卖方



■ 买方承担 ■ 买卖双方共同承担 ■ 卖方承担

课题组

合伙人

魏益佳 李丽娜

总监

迟健

高级经理

于惠

经理

李泽伦



联系我们

北京



倪清

可持续发展市场主管合伙人
+86 (10) 6533 2599
qing.ni@cn.pwc.com



韩丹

普华永道中国金融业合伙人
+86 (10) 6533 2249
dan.han@cn.pwc.com



魏益佳

普华永道中国金融业合伙人
+86 (10) 6533 5766
allen.wei@cn.pwc.com



张勇

普华永道中国金融业合伙人
+86 (10) 6533 7475
dowson.zhang@cn.pwc.com



郭蕙心

普华永道中国金融业合伙人
+86 (10) 6533 5061
stacey.w.kwok@cn.pwc.com



李丽娜

普华永道中国金融业合伙人
+86 (10) 6533 5730
lina.li@cn.pwc.com



王茜

普华永道中国金融业合伙人
+86 (10) 6533 3605
grace.q.wang@cn.pwc.com



马芳

普华永道中国金融业合伙人
+86 (10) 6533 5257
mandy.f.ma@cn.pwc.com



迟健

普华永道中国金融业总监
+86 (10) 6533 7398
jian.j.chi@cn.pwc.com

联系我们

上海



单峰

普华永道中国金融业合伙人
+86 (21) 2323 3487
frank.shan@cn.pwc.com



张武

普华永道中国金融业合伙人
+86 (21) 2323 3861
alexander.w.zhang@cn.pwc.com



张炯

普华永道中国金融业合伙人
+86 (21) 2323 2263
joe.zhang@cn.pwc.com



朱宏宇

普华永道中国金融业合伙人
+86 (21) 2323 3662
eric.hy.zhu@cn.pwc.com



魏佳亮

普华永道中国金融业合伙人
+86 (21) 2323 8212
wei.light@cn.pwc.com



朱寅婷

普华永道中国金融业合伙人
+86 (21) 2323 5539
keiko.y.zhu@cn.pwc.com

深圳



王娟

普华永道中国金融业合伙人
+86 (10) 6533 3845
julianne.j.wang@cn.pwc.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。

© 2023 普华永道版权所有。普华永道系指普华永道在中国的成员机构、普华永道网络和/或其一家或多家成员机构。每家成员机构均为独立的法律实体。详情请见 WWW.PWC.COM/STRUCTURE。