

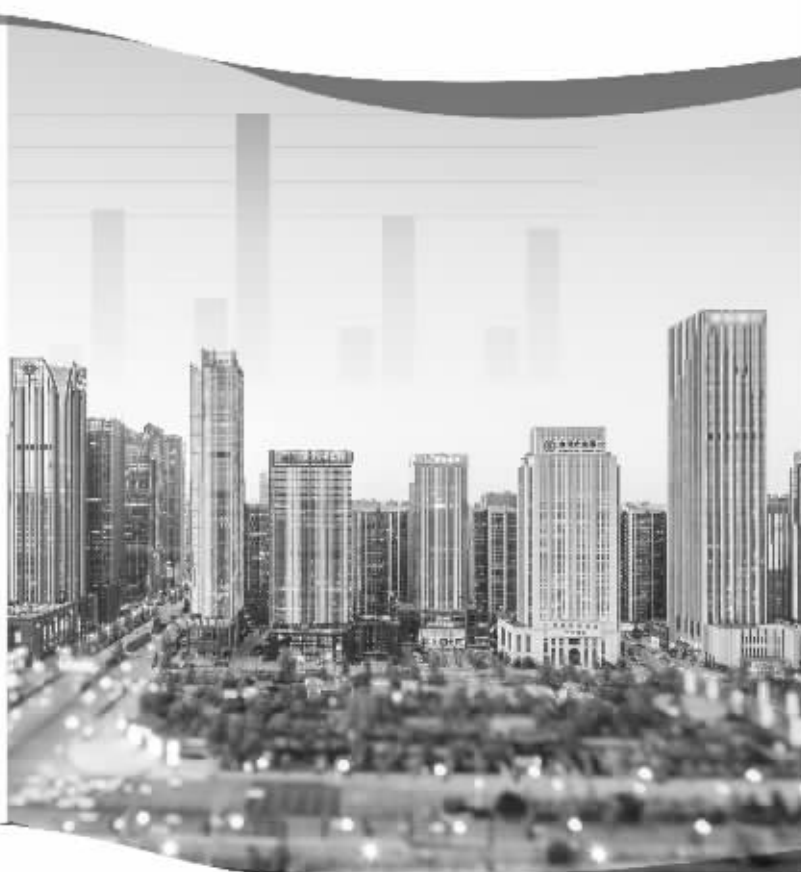
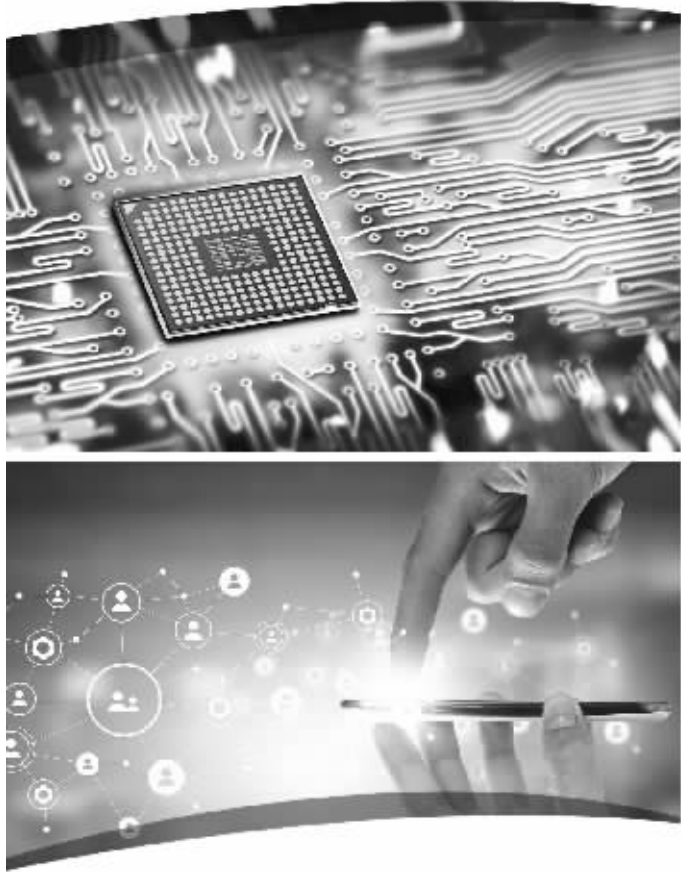
# 各路机构忙进场 S基金构建“多赢”生态圈

□本报记者 杨皖玉

多只处于退出期的私募股权基金目前正在寻求基金份额受让方。其中,一只总规模10.75亿元的产业互联网综合类基金,拟转让2000万元的基金份额,基金的预期收益较为明确。

在业界,专注类似上述二手基金份额转让业务的基金被称为“S基金”(Secondary Fund)。与传统私募股权基金直接收购企业股权不同,S基金从投资者手中收购企业股权或基金份额,交易对象为其他投资者。囊括S基金等“二手”业务的市场则被称为私募股权二级市场。

今年以来,S基金市场交易活跃,引来信托、券商、保险等机构纷纷布局,在私募股权二级市场快速发展的同时,S基金投资的思路各异。



视觉中国图片 制图/杨红

## S基金交易步入快速发展期

近日,一只处于退出期的产业互联网综合类基金,正在寻求2000万元的份额受让方。据ZERON数据显示,这只基金成立于2017年,总规模10.75亿元,已投资了12个项目,TVPI(Total Value to Paid-in,该指标表示已缴资本预期可以获得多少收益)达1.45倍。

“今年的6月中旬,不到半年时间,我们基金份额转让平台的规模已经突破50亿元,无论基金份额转让还是质押规模,都实现了快速增长。”北京股权交易中心总经理成九雁表示。

在不少业内人士看来,作为继首次公开募股(IPO)、并购之后的又一大退出策略,叠加“尾盘时刻”以及近几年的宏观经济背景,S基金迎来了发展加速期。

近期,执中官网挂出的9则基金份额转让信息中,超过三成是2017年、2016年成立的基金。“当前市场有一个结构性挑战——‘尾盘时刻’,需要解决基金到期退出的问题。”科勒(北京)私募基金管理有限公司总经理杨战表示,当前国内的美元基金和人民币基金都积累了很多的存量资产。经过近20年的发展,美元基金的基金管理人日趋成熟,参与S基金交易,相关资产质量比较可观,资产规模仍将继续增长。自2014年到2016年“PE浪潮”后,人民币基金发展迅猛,经过7、8年的发展,当时成立的基金于近期集体进入清盘期。有市场数据称,人民币基金存量资产可达12万亿元-15万亿元,存量资产的增长率非常高。

在上海东方证券创新投资有限公司总经理金兆强看来,S基金市场将迎来系统性机会。他表示,美元加息周期、地缘局势、货币政策等因素,叠加今年以来海外债市场波动,导致二级市场决定一级市场的逻辑主线发展,因此私募股权二级市场将呈现波动向上走势。

“可以将S基金视为一个主题专题基金。当经济增长在某些行业遇到挑战的时候,直投基金的打法可能遭遇不确定性,S基金将大有可为。”招商局资本执行董事田一迪认为。

执中ZERON发布的《2022年中国私募股权二级市场白皮书》显示,2021年国内S基金交

易达353次、交易金额为668.07亿元,增长153%。银行理财公司、保险、信托、券商等金融机构在S基金市场上发起猛烈攻势,多路买方资金进入S基金市场。

“近一年的时间里,从保险公司到资管公司,再到银行理财公司,我们发现越来越多的机构在探索这个市场。”北京股权交易中心副总经理黄振雷表示,与此同时,私募股权二级市场的交易策略也越来越多,在北京股权交易中心近一年的交易中,基金份额转让、打包资产、接续重组等方式层出不穷。此外,2020年12月10日北京股权交易中心获批准在全国试点基金份额转让之后,有关私募股权二级市场的政策“供给”逐渐增多。

## 选资产 也选GP

作为基金二手份额的承接者,有观点认为,S基金充当了劣资产“接盘侠”的角色;也有观点认为,S基金能够折价“捡漏”一些绩优资产。深创投S基金总经理吕豫认为,做好S基金投资的核心是考验投资人“挑选资产转化为处理资产”的能力,投资人要能够对GP(普通合伙人)的不同资产分门别类进行处理,这触及“为什么GP要把最好的资产给你”的核心问题。

在具体实践中,不同背景的投资机构,在进行S基金投资时的思路有一定的不同。

“S基金交易过程中,首先要选择资产,其次是选择GP。”老牌私募股权投资机构组尔利创始人邓爽表示,实际上,大部分的S基金份额掌握在优质GP手中,因此要进行考察。挑选资产上,首先观察每一个项目估值的合理性,因为很多行业泡沫膨胀,要对项目进行仔细甄别;其次是研究对应资产成长逻辑的确定性,考察管理人对行业赛道的专业分析和直投能力;最后是对项目退出的时点判断。挑选GP上,S基金投资过程中,最关注GP的退出能力,因为国内大部分GP退出能力较弱。

在金兆强看来,重要的是GP的治理结构要好,GP要有投后管理能力,擅长投资部分行业赛道。“更注重GP本身的专业性跟我们的专业投资相匹配。目前,我们是围绕着国家战略的选

择方向进行投资。尤其是跟科创板相关的,类似于新材料、新能源、半导体、生物医药等领域。”他说。

在一些保险系投资机构看来,与私募股权一级投资相比,S基金投资的久期较短,他们和S基金有着天然的“亲近感”。

“险资对现金分红要求比较高,由于管理团队有任职期限,保险资管的基金投资在考核上有一些细节层面的考量,可能无法全部投资新基金,因此对S基金份额交易兴趣浓厚。一方面可以满足收益率的需求,另一方面缩短了投资期限。”英大保险资管公司股权投资事业部负责人李洁璇说。

光大控股S基金负责人李恒宜表示,目前光大控股的S基金投资中,一期基金主要LP(有限合伙人)中有保险资金,因此在项目筛选、投资标的价值判断和偏好、预期收益等维度,需要与险资特点相契合。此外,由于光大控股在港交所挂牌,因此还有跨境投资的特点,团队项目覆盖科技创新、医疗健康、新基建等领域。

中航信托股权投资部的负责人侯昉称:“随着经济发展转型和地产业务的整体转型,对于非标业务,我们未来会配置什么资产,这是一个很重要的挑战和话题,团队非常重视股权投资方向。”

## 估值难题待解

诸如S基金究竟是“接盘侠”,还是“捡漏者”等问题,不少投资者认为,市场对S基金的认知与理解有待进一步提升。此外,行业目前存在估值定价难、项目转化率低、生态系统不完善等多方面的问题。

“有时候基金份额转让价格便宜,但内部团队觉得可能存在某种问题;有时候觉得转让价格太贵,投资团队望而却步。”对于估值定价这一问题,李洁璇认为,S基金交易需要独立的第三方机构提升信息透明度,明确定价标准。

他表示,特别是新会计准则后,基金的估值会对投资人的财务报表产生影响。对于交易S基金份额的定价,普遍都设立了一个基准日,但在基准日以后,如果基金实际净值出现大幅回撤,对后续谈判将产生一系列影响。有鉴于此,险资

要尽量缩短交易周期,避免基金实际净值过度偏离基准日净值。

工银资本总经理陆胜东认为,当前S基金市场最大的挑战是资产和价格的匹配问题。他认为,首先,对于银行、证券、保险、信托等金融机构来说,监管环境有相应的配套政策来明确买卖双方非常重要;其次,S基金交易的“游戏规则”同样重要;最后,市场需要一个价值发现机制,即信息披露要公开、透明。

“基金份额转让平台绝不仅仅是一个通道,只提供份额转让和质押服务,而是要更好地汇聚买方和卖方的各种多元化的需求。只有把买方和卖方有效汇聚起来,这个平台才能更好发挥功能,体现价值。目前市场的核心难题还是在定价,如何估值,我们和专业机构开展合作,相互赋能,希望把市场的生态体系建设得更好。”成九雁表示。

“我们眼里看到的有几百亿元的项目体量,但其中能转化的只有极少一部分。”杨战认为,当前S基金项目转化率较低,原因主要有两点:第一是机构处理复杂问题的能力,如果S基金交易只是简单的比价,并不是一个理想的市场环境;第二由于转化率较低,对人力的成本要求比较高,S基金交易过程对人力的消耗非常大。

此外,杨战表示,国内S基金的生态系统目前比较薄弱,中介、评估、税务、法务等环节“需要时间去沉淀”。还有市场信心方面,需要更多的细分环节和领域,正确认识和接受S基金。“当大家看到了S基金有了稳健的回报后,会吸引更多的LP进来,形成一个良性循环。”

具体到交易流程和制度上,邓爽认为,比如有背景的投资机构,积极响应号召,通过直接或者间接投资,对国家鼓励的政策领域做出了巨大贡献,目前希望出售过往已投资资产,现金回流后继续循环投入新的政策扶持行业。在“实操”退出时,市场缺乏清晰的流程指引与制度安排,这也是需要进一步完善的地方。

她还提到,参考海外S基金市场的发展,交易中普遍使用金融杠杆;但国内相关机构在交易配套资金方案层面尚属于起步阶段,特别期望看到国内S基金市场能够使用金融杠杆。S基金项目对底层资产清晰,现金回流亦清晰可测算,借用金融杠杆或能实现“多赢”局面。