

# 地方“S式”资金接力大行其道 流动性“缓冲带”仍待拓宽

□本报记者 杨皖玉

在私募股权创业投资市场里,专注二手基金份额转让的基金被称为“S基金”。S基金主要从投资者手中收购企业股权或基金份额,相关交易也被称之为“S交易”。近期,地方掀起设立S基金热潮,最新案例就有厦门采用S母基金的形式,以期撬动更多资金流动性。

S基金作为私募股权创投基金的退出“缓冲带”,正在被越来越多的地方国资、引导基金所青睐。中国证券报记者调研发现,相较于市场化S交易折价“捡漏”的套利目的,地方设立S基金多为接手自己之前的基金,以释放当地财政、银行等资金流动性。

然而,S基金并非地方退出的终极目标。在全行业退出渠道受阻的背景下,地方发力S基金存在一些难题仍然待解。如交易的估值分歧、区域股权市场操作的局限性,以及S基金尚未形成规模效应等。



视觉中国图片

## “缓冲带”效应受青睐

自6月19日国务院办公厅印发《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》(“创投17条”)后,针对其中提到的系统研究解决政府出资的创业投资基金集中到期退出问题,以及支持发展创业投资二级市场基金,近日已有地方展开行动。

7月12日,自贸领航S母基金完成工商登记,注册名为“厦门自贸领航接力股权投资合伙企业(有限合伙)”。据了解,这是全国首只专注于投资S基金策略的母基金。

自贸领航S母基金的目标规模20亿元,首期规模5亿元,由厦门自贸片区管委会与厦门创投共同设立。自贸领航S母基金的存续期原则上不超过7年,包括4年的投资期和3年的退出期,最多还可行2年的延长期。

今年以来,各地掀起S基金设立热潮,上海、安徽、四川、厦门在内的多个地区宣布设立当地首只S基金,以期通过S交易解决当地股权投资退出难题。

S基金常被看作私募股权创投基金解决退出问题的“缓冲带”,也称“接力基金”或“接续基金”。今年各地成立的S基金名称中不乏“接力”的字眼。

如4月,安徽首只S基金——合肥市共创接力创业投资基金合伙企业(有限合伙)完成注册设立,总规模28亿元。5月,成都科创接力股权投资基金有限公司完成注册,系四川首只S基金,该S基金总规模15亿元,由成都当地多家国资企业联合出资设立。

一只基金进入退出期,由于各种原因无法完成退出,但为了解决投资者资金回笼的压力,便会通过设立S基金的方式,将此前投资者的基金份额或项目“接力”过来,以基金换“时间”。一方面延长了项目的退出时间,另一方面缓解了投资者的资金流动压力。中国证券报记者了解到,对于各地国资或政府引导基金来说,设立S基金,主要是为地方财政、银行、保险等资金缓解流动压力。

此前,各地所设立的S基金仅具备受让基金份额或资产包的功能。作为一只母基金,自贸领航S母基金通过对其他市场化S基金出资,有望像引导基金投资市场化基金一样撬动更多的社

会资本,有望发挥更大的缓解流动性作用。对于这一点,主要体现在自贸领航S母基金对返投比例的要求方面。

据了解,该S母基金的投资返投比例要求为S母基金实缴金额的1.2倍。这意味着,若某只S基金获得自贸领航S母基金1亿元的投资金额,应完成1.2倍的返投任务。根据要求,只要是投进厦门区域内的项目,都可以计入返投范畴,引进的基金也可以按比例来计算返投。即厦门市通过20亿元的S母基金,有望给本地的股权投资释放出不低于24亿元的流动性。而母基金出资各只S基金时往往会设立最高出资比例,因此其释放的流动性可能远比24亿元多。

## 聚焦地方资金纾困

在私募股权创投市场的市场化交易中,S交易常被看作套利策略,受让方接手转让方的“打折资产”,实现优质资产“捡漏”的目的。中国证券报记者采访了解到,地方国资或政府引导基金争相设立S基金的背后,其主要目的并非“捡漏”,而是更看重S基金的资金流动性释放功能。

执中ZERONE数据显示,2023年,参与S交易的260亿元政府资金中,处于退出期的资金达197亿元,处于清算期的资金为56亿元,处于投资期的资金仅为7亿元。

“地方设立S基金的目的主要是为了接续自己之前设立的基金份额,释放出一定的资金流动性。”水木资本董事长、母基金研究中心创始人唐劲草在接受中国证券报记者采访时表示,与市场化S基金相比,地方S基金的规模较大,且转让方式一般是以接手基金份额为主。

晨哨集团S基金研究总监韩琪表示,地方设立的S基金,解困范围多仅限当地,起到为地方国资流动性纾困的作用,并且流动性纾困目的大于追求回报目的。市场化S基金更看重风险调整后的收益回报,投资范围也不受限制。

中国证券报记者了解到,退出问题始终是私募股权创投市场的症结之一,而促使各地在今年普遍采取具体措施发力S基金,集中解决退出问题的原因,既有地方引导基金集中退出需

求的爆发,也有区域股权退出生态不断完善的原因。

清科研究中心报告显示,2022年处于退出期和延期的政府引导基金规模分别为12.97万亿元和1.7万亿元,处于退出期和延期的基金近两年持续增长。

“去年开始,许多已经展期的私募股权基金临近清算的时间点越来越近,私募股权基金退出难,出资人长期收不回资金,不能循环投资,新的产业发展需要资金投入。”韩琪说。

《中国私募股权市场流动性白皮书2024》显示,在S交易中最活跃的参与方是政府资金所涵盖的政府机构、政府投资平台、政府引导基金等。而政府资金作为卖方与作为买方,有40亿元左右的差额,至少有超过40亿元的基金份额由非政府类的资金主体受让。

这意味着,政府类基金份额接续的需求难以自我消化。自2023年以来,政府类资金在S市场“雷声大,雨点小”的趋势较为突出,即“有卖方但难见买方”,成交规模持续下降。

执中ZERONE数据显示,2023年政府资金无论是作为买方还是卖方的交易总额均有所下降。具体来看,2023年政府资金在子基金份额出售数量上较2022年有所增加,但在总交易金额上却出现了超过50%的下降。

自2020年北京股权交易中心开展基金份额转让业务以来,目前已有北京、上海、浙江、广东、江苏、安徽六地可以开展区域私募股权和创业投资份额转让工作。这意味着政府、国资类基金份额转让有了更多的退出路径和方式。

执中ZERONE私募股权市场业务专家田韬认为,私募股权创投基金份额转让试点成立以来的意义体现在三方面:第一,明确了国资类基金或项目退出的路径;第二,规范了基金及底层资产估值的方式;第三,公开挂牌的平台及试点的宣传为转让方提供了更大的覆盖面以及更多的机会。

## 地方“S生态”仍待完善

“S基金只是一个缓冲带,而不是终极的退出。”某业内人士表示。

数据显示,2023年S市场全年累计交易规模740亿元,自2019年以来的首次下降。中国

证券报记者采访了解到,今年一些业内人士对S交易规模并不乐观,“设立了S基金,之后如何退出”是不少机构推迟交易或降低交易的主要疑虑。

越秀产业基金副总经理、合伙人郭峰表示,与去年相比,今年S交易的金额未必会大幅增长,或许是持平或者小幅下降,“核心原因还是IPO通道没有完全打开,作为买方,会思考在这种市场环境中如何合理配置资产”。

由此来看,如果S交易市场情绪低迷,地方通过设立S基金缓解资金流动性压力的目的也将难以实现。

除此之外,政府引导基金、地方国资在从事S交易时,仍存在不少痛点。

“在交易时,地方往往采用当地国资委认可的评估机构或评估方式。”某业内人士表示。

唐劲草表示,地方背景S基金交易的估值体系与市场化的估值体系有时难以达成一致。中信建投资本高级副总裁俞越认为,项目估值的分歧是S项目“谈得多交易少”的原因。中国证券报记者了解到,近年来不少国资或政府引导基金在S交易中已经做出相对的让步,比如交易时以投资的成本价为底线,而不是以资产的账面价值为“保本”原则。

此外,区域股权市场试点在普及的同时,也存在阻碍S交易活跃度提升的可能性。

“区域股权市场试点覆盖范围比较有限,只能针对区域内的股权市场,也主要局限在国资之间的交易,对市场化GP、LP的作用相对有限。”某业内人士表示,目前国资份额基本需要通过区域内的交易所进行,可以是地方股交所,也可能是地方产交所、联交所等,目的是保证国有资产转让交易的合规性。但除了上海股权交易中心以外,其他地方的股交所并未强制要求国资份额转让交易的人场。与此同时,机构通过区域股权市场试点交易的公平性、可操作性仍待提升。

“S基金尚未形成规模效应,面对每年超过千亿元的退出需求,如今每年几百亿元的S基金杯水车薪。”唐劲草表示。

对于完善地方私募股权退出生态,韩琪建议,一方面,可尝试简化国资审批流程或者提供相应的免责条款,让国资份额能够迅速成交,从而提高市场效率;另一方面,需要明确折扣机制,让部分交易中的卖方敢于打折促成交易。