

## GP 主导型 S 交易专题（一）— PE/VC 基金募投管退新思路

作者：杨李 | 宋继聪 | 胡瑶 | 陈章全

### 专题引言

中国正面临百年未遇之大变局。经历了近三十年的高速发展后，中国私募股权投资行业也面临转折，进入存量优化时代。能否解决“募资难”“扎堆热点”“投后不足”“退出难”等长期困扰中国私募股权投资行业的难题，是各机构在新局面下可否突围的关键。

诚然，中国私募股权投资行业发展面临的很多现实问题是与中国经济目前所处发展阶段和发展模式所相呼应的，很多现实困境并非靠机构自身努力而可得到完美解决。过去三年，因新冠疫情防控所需，叠加世界政治经济形势的重大变化，中国私募股权投资机构的业务开展严重受挫。不过从另一角度来看，在经历了十几年的急速扩张后，过去三年市场的相对沉寂让更多机构开始重新审视市场和自身。短暂焦虑之后，越来越多机构静下心来仔细研判市场变化并谋定长期策略。这是行业逐渐成熟的一个重要标志。

与一个行业成熟相伴，二级市场（Secondary Market，“S 市场”）通常应运而生，中国私募股权投资市场也不例外。2020 年被许多私募行业人士称为中国私募股权 S 市场的元年，这并非是说此前中国私募股权投资市场中不存在私募股权投资基金份额资产的二级市场交易（Secondary Transaction，“S 交易”）。但若我们以 2020 年为界观察，可发现 2020 年前中国市场中发生的 S 交易更多是投资者为解决自身流动性需求的偶发性交易，而 2020 年后越来越多私募股权买方机构都将 S 交易提升到策略层面探讨实施，并开始出现更为复杂的 S 交易类型。从 2020 年至今，过去三年中国私募股权 S 市场呈现爆发式增长，增长率连年高位运行，有研究机构预估 2030 年 S 交易规模至少将达 1.3 万亿元。同时，一些专注于 S 交易的专业化 S 基金入局，众多引导基金、市场化母基金、金融机构和外资机构等各类机构也纷纷拟定 S 策略，各地各类新设立的 S 基金不断涌现。

不过，尽管取得可观增长，相较更为成熟的境外私募 S 市场，中国私募 S 市场的发展仍处于早期阶段。境内外私募 S 市场现状的一个显著差异体现在市场中频发的 S 交易类型。在境外成熟市场，GP 主导型 S 交易（GP-led Secondary Transaction，“GP 主导型 S 交易”）已占据私募 S 市场半壁江山；反观中国私募 S 市场，虽然也出现了一些 GP 主导型 S 交易的成功案例，但市场中的占据绝对主流地位的 S 交易类型仍为以 LP 基金份额转让为代表的 LP 主导型 S 交易（LP-led Secondary Transaction，“LP 主导型 S 交易”）。事实上，境内外私募 S 市场的发展轨迹并不存在重大差异，境外私募 S 市场也曾经历 LP 主导型 S 交易占据市场绝对主流的早期发展阶段，而近年来境外私募 S 市场进一步发展的一个重要标志和趋势即为 GP 主导型 S 交易逐渐被更多市场参与者所了解和接受。

鉴察境外私募 S 市场的发展轨迹，市场已有广泛共识，中国私募股权投资市场的成熟将进一步挖掘 S 市场的巨量增长空间，对中国 GP 主导型 S 交易的关注和实践也正在走入寻常。寻求和发掘 GP 主导型 S 交易的市场富矿，既是私募股权机构提升主动管理的竞争力的内在要求，也是应对未来资产多元化配置的关键能力。面对特定的市场监管环境和差异化的商业诉求，如何寻求 GP 主导型 S 交易最佳的本土实践仍有待市场共同体的沟通与协作。应当肯定，立足国际视野和本土意识，厘清和掌握 GP 主导型 S 交易的舶来原理、实操要点和落地监管，对于顺利布局 GP 主导型 S 交易具有基础性意义。

基于对境内外私募股权投资市场动态的长期紧密追踪和深度参与，汉坤投资基金组谨此推出本专题研究，从基金律师的角度介绍和探讨全球 GP 主导型 S 交易的最新实践及其在中国境内的本土化发展。我们希望能基于对 GP 主导型 S 交易的动因及发展概况的梳理和对各交易类型的共性问题及其特殊考量的深入分析，结合对中国私募 S 发展现状和趋势的理解，与广大中国私募股权投资机构一起探寻新时期新形势下的募投管退新思路。

## 一、什么是 GP 主导型 S 交易？

### （一）S 交易 — 二级市场交易

S 交易，即二级市场交易，是相对于私募基金募集一级市场交易（Primary Transaction）而言的一个概念。一级市场交易指的是私募基金初始设立时投资者认缴/认购私募基金份额的投资交易，而在私募基金募集完毕后，投资者对私募基金既有投资者所持有私募基金份额及/或底层投资组合资产的买卖转让交易则为所谓的二级市场交易/S 交易。

之所以会出现 S 交易，原因是主要针对私募股权及风险投资、私募债权、房地产、基础设施等非公开另类资产投资的私募基金通常采取封闭化的运营模式，故在预先拟定的通常长达数年、十几年、甚至数十年基金期限届满之前这些私募基金的投资人无法退出回收资金以获得流动性。虽然可以说对封闭式私募基金进行投资的投资人在初始投资的时候即应已有预期是以放弃一定流动性来博取更高收益，但正如“唯一不变的只有变化本身”，谁也无法预见到数年、十几年、甚至数十年的时间区间会发生哪些扰乱预期的变化。

所以，S 交易的最初动因和形态即为面临资金紧张困境的私募基金投资人（LP）将自身持有的私募基金份额或组合资产转让给其他方以获取流动性。市场上通常认为第一笔私募基金 S 交易为美国风险投资基金（VCFA）创始人 Dayton Carr 于 1979 年收购其合作伙伴 Thomas J. Watson, Jr. 持有的风险投资基金权益的交易。由于卖方 LP 面临紧急资金需求通常愿意接受在其持有的基金份额公允价值基础上一定折扣的转让价格，且相对于新基金受让既有基金份额意味着有更明确的底层资产和更可明确预期的资金回收，一些专业投资机构看到商机开始募集专门用于收购这些私募基金份额或底层组合资产的基金，即 S 策略和 S 基金。目前全球范围私募 S 市场内最主要的参与者如 Collier Capital、HarbourVest Partners、Lexington Partners 等机构在上世纪九十年代就募集设立了他们的首只采取 S 策略的基金。早期 S 基金通常单只规模仅在数千万美金以内，而如今数十亿美金规模的 S 基金屡见不鲜。

私募二级市场交易的发展进程与特定时期的宏观经济及一级市场资产流动性需求紧密相关。2008 年金融危机结束后，全球私募二级市场交易规模快速增长，基于私募投资者股权资产配置需求的不断升级以及流动性的多样化需求，私募二级市场交易已发展成一个价值超千亿美元的庞大市场。据国际投行 Jefferies 统计，2021 年全球二级市场交易总量首超千亿大关，总量达到 1,320 亿美元；2022 年尽管全球经济形势呈现一定波动，私募二级市场交易规模仍维持在 1,080 亿美元高位，其预测 2023 年全球私募二级市场仍将迎来良好的增长趋势。而 Evercore、Lazard 及 PJT Parkhill 等其他机构也预测了 2023 年的

进一步发展。



## (二) GP 主导型 S 交易 — GP 发起的 S 交易

早期私募二级市场 S 交易绝大多数为投资人自发的基金份额及组合资产转让，即相关交易是由作为私募基金新旧投资人的买方 LP 和卖方 LP 自行主导。而从 Jefferies 的统计数据可见，从 2020 年来全球 S 市场发生了一个显著变化，即由 GP 主导型 S 交易数量和交易规模迅速攀升，时至今日已占据全球私募二级市场 S 交易的半壁江山。2020 年开始三年全球经济发展受新冠疫情所累，私募二级市场 S 交易在宏观经济弥漫不确定性的环境下依然保持韧性，GP 主导型 S 交易更是受到市场广泛青睐并在经济波动期实现逆势增长，成为私募二级市场中具有显著增长活力和探索前景的交易类型。究其原因，很大程度是因越来越多市场参与者认识到 S 交易可作为 IPO 和 M&A 以外私募基金的重要退出渠道之一，而 GP 主导型 S 交易还可成为 GP 对投资组合积极进行主动管理的一项有用工具。

LP 主导型 S 交易和 GP 主导型 S 交易作为 S 交易的两种类型，其产生和发展均与资产流动性需求相关，但在适用场景、交易架构和底层逻辑上也存在一些差异。究竟什么类型的 S 交易被称为 GP 主导型 S 交易，是否指交易双方主要靠 GP 来介绍、交易主要由 GP 负责来撮合？我们理解，所有的 S 交易都免不了至少三方参与：作为“卖方”的老 LP，作为“买方”的新 LP，以及标的私募基金的基金管理人（GP）。LP 主导型 S 交易中也需要 GP 的参与和配合，而 GP 主导型 S 交易概括指称所有由 GP 来主动发起的 S 交易。

LP 主导型 S 交易和 GP 主导型 S 交易两种类型 S 交易的差异简要概括如下：

	LP 主导型 S 交易	GP 主导型 S 交易
<b>适用场景：</b>	LP 主导型 S 交易在市场上较为普遍，常见情形包括既有投资人为了资金回收需求、锁定投资回报或为优化资产配置、降低风险敞口等因素寻求减持或转让基金份额。据国际投行 Lazard 统计，养老基金是全球市场上 LP 主导型 S 交易的主要卖方，主要动因是对投资组合进行平衡优化。	GP 主导型 S 交易主要基于 GP 有意愿长期持有投资组合资产，核心诉求在于为既有基金争取更多的资金或更长项目持有时间，并通过释放基金资产的流动性对投资人/投资组合进行结构优化和实现长期投资收益共享。
<b>交易架构：</b>	在 LP 主导型 S 交易中，投资人向受让方转	在 GP 主导型 S 交易中，GP 通常主动寻求与

	LP 主导型 S 交易	GP 主导型 S 交易
	让基金份额，双方履行基金文件约定的份额转让程序后，受让方成为基金的新投资人（或仅为内部受让），并根据转让协议约定继受投资人在基金的各项权利义务。交易条款主要由买卖双方协商达成，一般不影响 GP 和其他投资人在基金项下的权利义务安排。	新老投资者协商，根据具体商业诉求安排定制化的交易方案。在当前市场上常见的交易类型中，GP 需要代表基金与外部资金方开展谈判，确定基金份额转让/投资组合收购的最终条款和条件，并据此由投资人自行选择继续持有或提前退出，从而实质完成对基金及其底层资产的资金注入/生命周期延续。
<b>底层逻辑：</b>	在 LP 主导型 S 交易中，新老投资人就基金权益进行直接交易，实质是市场资金主动匹配可投资资产的过程。鉴于私募 S 市场底层资产具有高度的分散性和竞争性，传统的 LP 主导型 S 交易也呈现出相对零散特征。	在 GP 主导型 S 交易中，GP 将主动筛选和出售具有长期投资价值的可投资资产，向内部资金和市场资金开放投资机会，凭借优势的市场辐射能力和交易主导能力，GP 能够定制交易方案以适配复杂化、组合性和大规模的资产流动性需求。

## 二、GP 主导 S 交易的动因 — 从“僵尸基金”处置到主动管理工具

传统上，S 交易主要是为了解决既有投资者的短期流动性需求，而由 GP 主导的 S 交易通常发生在基金临近期满清算而仍持有无法处置分配的资产，即所谓的“僵尸基金（Zombie Fund）”，因此市场可能认为 GP 主导型 S 交易释放一些负面信号。这可能是导致很多优质投资机构不敢轻易触碰作为流动性解决方案的 S 交易的一个重要原因。

三年新冠疫情及国际政治经济形势的变化加剧了私募股权投资机构面临的募投管退困境，在此情况下越来越多的机构开始重新审视自身策略，更深入全面地认识到了 S 交易不仅作为一种流动性解决方案和重要替代退出渠道，更是一种积极进行 LP 构成和投资组合管理工具的潜力。越来越多的知名投资机构也开始探索 S 交易可行性，从自身投资组合中挑选优质资产来发起交易。随着交易规模攀升，市场对 GP 主导型 S 交易的偏见也渐被打破。

GP 发起此等交易的动因多种多样，可能是为了满足老 LP 流动性需求，也可能是为了实现 LP 构成多元化、募集额外资金和延长项目持有期限等等，具体而言包括但不限于：

- **满足 LP 的流动性需求：**在新冠疫情和股权投资市场行情波动影响下，投资人平衡投资组合和回拢资金的需求上升，但诸如 IPO 和 M&A 的传统退出渠道整体收缩，通过私募二级市场交易获得流动性成为私募基金退出的替代方案，这是 S 交易近年获得市场青睐的直接原因。相较于 LP 主导型 S 交易，由 GP 来主导 S 交易，可利用 GP 在买方筛选、基金估值、资产尽调、条款协商等方面所具备的明显信息优势，使得 S 交易可以得到更有效率的执行，一定程度上也可弱化对基金运营可能带来的影响。
- **优化 LP 结构实现长期持有：**优质资产的回报规律与既定的基金期限可能并不匹配。不少 GP 不满足于将该资产到期出售给市场竞争者，而倾向于通过克服基金期限障碍实现资产的长期持有。传统延期机制可能无法通过投资人表决机制，也难以解决市场的不确定性。GP 主导型 S 交易通常给予投资人退出/继续持有的选择权利，从而对收益和风险偏好差异化的投资人进行重组，最终携手具有共同投资意愿的耐心资本参与底层资产的下一轮价值创造。考虑到项目公司表现各有差异，

GP 可以自行采取不同类型的交易架构对底层资产进行筛选和组合，藉由 S 市场继续持有选定的优质资产。

- **追加募资补足基金需求：**一级市场 LP 出资意愿下行和募资渠道不畅通加剧了 GP 募资压力，而 GP 长期持有优质资产往往需要更多的资金支持。此外，GP 主导型 S 交易在释放一部分资产流动性的同时，可用资金也相应随之减少，因此也加大了 GP 对于额外资金的迫切需求。GP 主导型 S 交易将优质资产进入二级市场，能够向二级市场投资者吸纳新的资金，用于项目投资或支付基金的其他成本。
- **实现 LP 构成的多元化：**GP 主导型 S 交易可能让私募基金吸引到可能原先暂不会参与其初始投资的新投资者，助力 GP 实现 LP 构成的多元化。相对于私募股权一级市场投资而言，LP 通过参与 GP 主导型 S 交易来对特定基金投资，该等投资具有相对确定的投资标的、领域和过往业绩表现，有利于降低外部买方陷入信息不对称产生的投资风险。GP 主导 S 交易，为尚未建立合作的买家输送底层标的明确、增值预期稳定的成熟资产的交易机会，为 GP 也提供了与更加多元化的 LP 建立合作关系的新路径。

### 三、PE/VC 基金募投管退新思路

GP 主导型 S 交易依托 GP 资源和专业能力，对于满足高度定制化的资产流动性需求具有天然优势，市场普遍预测 GP 主导型 S 交易在私募二级市场中的位置将更加重要。当前，GP 主导型 S 交易是私募二级市场增长最快且竞争较小的领域之一，整体处于发展中阶段，仍有较大的增长潜力和布局价值，并持续向境内私募二级市场输送交易经验和创新模式。

尽管与境外相比，境内市场上 GP 主导型 S 交易的经验和实例相对较少，但对于传统 PE/VC 基金带来的冲击和启示是显著的。随着境内私募股权市场进入存量优化时代，不同 LP 的诉求愈加清晰和多元，正在强势地对传统的基金募投管退模式发出挑战。可以预见的是，GP 对于私募二级市场交易的理解和主导能力，对于 GP 能否把握重要投资资源、扩展回报空间将具有更加重要的意义。结合海外专业 S 机构的发展模式和经验，需要 GP 发挥主动管理职责，提前在基金的募投管退环节布局 S 策略，筛选优质的投资组合并利用私募二级市场进行配置，从而拓宽管理资产的退出路径，为客户资产实现更优收益。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 杨李

电话： +86 21 6080 0360

Email: [li.yang@hankunlaw.com](mailto:li.yang@hankunlaw.com)

### 宋继聪

电话： +86 21 6080 0913

Email: [vincent.song@hankunlaw.com](mailto:vincent.song@hankunlaw.com)

### 胡瑶

电话： +86 21 6080 0951

Email: [ally.hu@hankunlaw.com](mailto:ally.hu@hankunlaw.com)