



# 中国私募基金管理的退出困境 及解题思路初探

2023年2月





# 目录

第一章 日新月异，国内股权投资行业现状： 热门赛道难觅，退出渠道受阻	3
第二章 与时偕行，当前投资环境下的破局之法： 做好价值经营，讲好退出故事	9
第三章 推陈出新，股权投资机构的转型升级： 从经营理念到退出实操的转变	11
第四章 着眼当下，投资项目退出的关键诀窍： 大胆构想，仔细论证，谨慎避坑	14
第五章 竿头一步，实操工具赋能全投资闭环： 德勤投资项目增值服务一览	17

# 前言

我国私募股权投资基金起步于上世纪80年代末，迈入21世纪后，得益于国民经济的高速增长与资本市场改革红利的释放，其数量 and 市场规模增长了几百倍。根据中国证券投资基金业协会统计，截至2022年11月底，我国存续私募基金管理人近2.4万家，存续基金超过14万只，管理资金规模超过20万亿人民币。

然而迅猛发展的同时也暴露出行业规范有待完善、市场化程度低、配套生态体系不健全等问题。随着国内经济增速放缓与逆全球化趋势蔓延，当前股权投资机构面临退出难的困境。在此背景下，投资项目退出需要逐渐回归价值本身。

本文围绕股权投资机构成功退出的主题展开，从当前国内股权投资机构特征与行业趋势角度分析“退出难”困境的根源——缺乏价值经营的投资故事，继而深入讨论企业如何从经营理念、运营体系、实操等方面讲好故事，包括退出故事的具体方法与案例分享。此外，凭借丰富的从业经验，德勤提供一系列方法论与赋能工具以全方位赋能企业成功退出，包括被投企业诊断、价值提升、尽调等退出相关服务。



# 第一章 日新月异，国内股权投资行业现状：热门赛道难觅，退出渠道受阻

### 中国股权投资机构的特征

在过去二十余年里，得益于国民经济的高速增长与资本市场改革红利的释放，我国私募股权投资市场蓬勃发展。彼时工业化与城市化进程如火如荼，互联网等新兴行业更是处于高速增长的上升阶段，以阿里巴巴为代表的独角兽接连涌现，创造的IPO神话吸引了一波又一波“赛道理论”的忠实信徒。在此背景下，国内私募股权机构逐渐形成了“热门赛道+明星IPO = 超级项目”的盈利公式，能否押中大热赛道、成功登陆二级市场成为掘金的关键。

在该盈利公式的指导下，国内股权投资机构普遍呈现出重投前、轻投后的特征，具体表现为：

- **忽略对“赛道”里“赛手”的价值创造：**
  - 投资者在投资故事塑造方面高度依赖外界对赛道趋势的判断，而未对被投资企业内涵价值做深度挖掘。
- **忽略项目退出的重要性：**
  - 在退出策略上，高度依赖IPO的单一退出路径。在国内，创投、成长基金90%以上项目退出主要通过IPO实现，并购基金、S基金发展相对滞后。而在相对成熟的美国市场，PE基金的前三大退出路径则是：并购退出（52%）、PE二级市场接盘（即S基金，43%）、IPO（5%）；
  - 在组织建设上，缺乏对投后团队资源投入。投后由各自独立的交易团队负责，依赖团队的直觉和主观判断，管理与退出质量不一，且出现投前投后来回跑的现象；
  - 在实操层面上，忽视主动收集证据、验证投资理论的重要性，导致缺乏丰富投资故事的完整叙事链条。

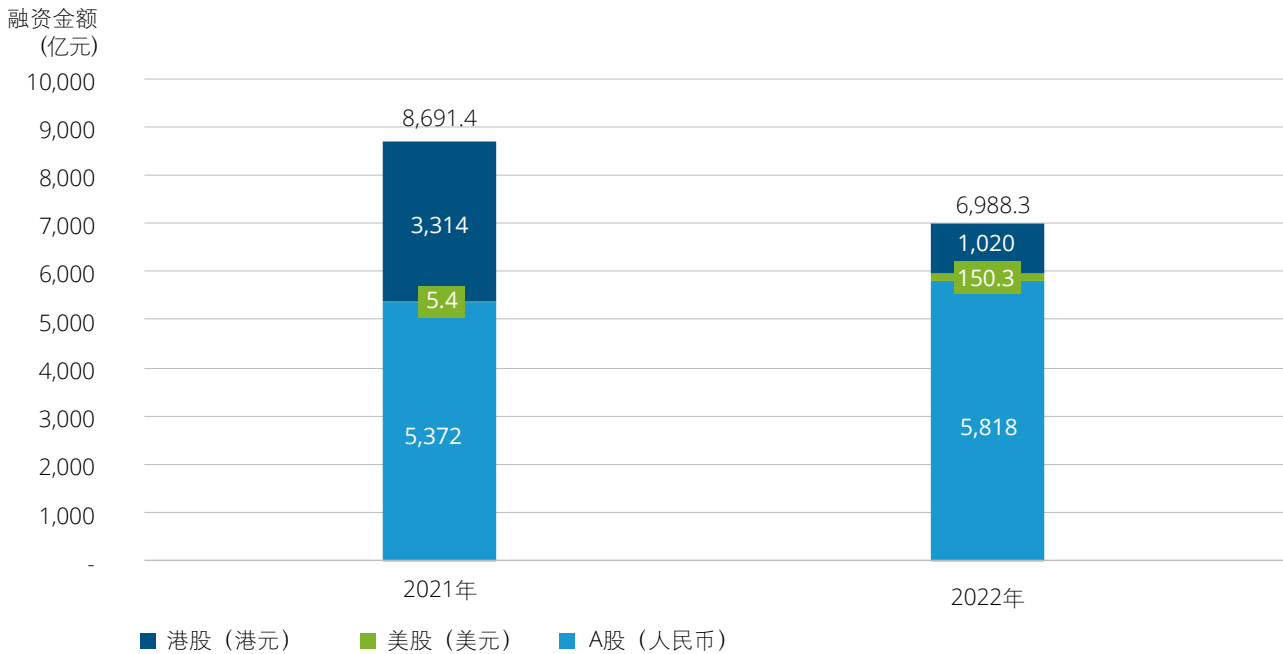
### 中国投资行业近年投资困境

- **IPO资本市场现状及趋势**

近年来，在复杂多变的国际形势与经济环境下，“热门赛道+明星IPO = 超级项目”的盈利公式逐渐失灵：
- **热门赛道难觅，且溢价严重：**竞争红海下，投资机构对热门赛道趋之若鹜，出现僧多粥少的现象，一些非专业化机构对大热赛道的盲目追捧更进一步助长了估值泡沫。

- IPO通道收窄，形成“退出堰塞湖”，港交所、北交所陆续推出利好政策，效果暂未显现：
  - 受地缘政治影响，境外退出上市渠道从2021年的7月份开始断崖式的下降，2022年中国企业赴美上市只有16家，同比下降62%。募资金额仅5.4亿美元，下降96%。港股方面，因为港股跌到历史低位，所以今年只发行了82支股票，下降了15%，融资额1,020亿港元，下降了69%；
  - 内地退出渠道上，行业规范化进程下，IPO监管审核趋严，IPO的受理时间也在加长，过会率下降。截至2022年12月9日，上海、深圳主板等候上市的正常审核状态企业数量为275家，较2021年12月31日等候上市的229家增加46家，2022年新增受理548家IPO申请，2022年发行新股413支，新股数量降低了16%，募资金额增长了8%；
  - 从上市地来看，热门赛道投后企业主要集中在A股上市，其中又以上交所上市为主，2022年北交所上市企业有所增加，深交所上市企业对应有所减少。北交所和全国股转公司于2022年下半年推出挂牌上市直联审核监管机制，通过直联机制，优质企业可以实现常态化挂牌满一年后1-2个月内在北交所上市，预计未来会有更多企业选择在北交所上市；
  - 从行业来看，投后企业中TMT行业2022年IPO退出数量相较2021年增加，增幅约为80%；新能源行业和智能制造行业两年的上市公司数量波动不大，生命科学行业、汽车行业和新消费行业2022年相较2021年则呈现减少趋势；
  - 受惠于港交所主板上市规则中新增第18A章《生物科技公司》的利好政策，生命科学行业约有35%的公司选择在港交所上市，其他行业则主要通过A股上市。同时，即将推出的港交所《上市规则》以让特专科技公司于港交所主板上市的上市制度（18C章），也将为TMT、新能源、智能制造行业企业开辟又一上市通道。

图1: 2021年-2022年中企境内外上市融资金额情况



数据来源: 清科研究中心, 德勤分析

• S基金顺势而起的现状及趋势

S基金 (Secondary Fund) 作为私募股权一级市场环节流动性的重要工具, 近年来受到广泛关注。其基本概念是将私募股权份额通过二级市场交易的基金, 亦即是私募股权二次转受让。私募股权二级市场交易也被简称为S交易, 包含份额交易和资产交易两大类。份额交易专指私募股权二手份额交易; 资产交易指从私募股权投资者手中购买基金中部分或所有的投资组合, 包括资产包交易、基金接续、基金重组等类型的交易。

- 国内S基金现状

早于2014年, 国内二手份额交易市场即已进入萌芽阶段。2020年7月, 国务院常务会议首次明确提出, 在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点, 标志着S交易的发展正式受到了国家政策的关注与

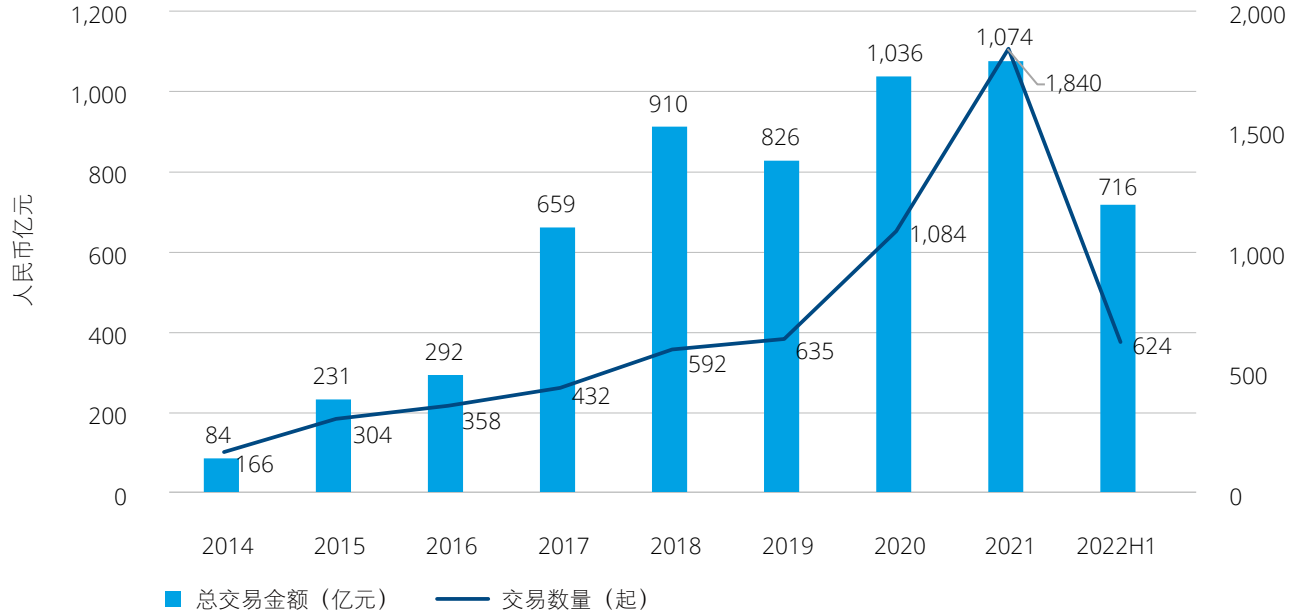
支持。2020年12月, 中国证监会正式批复同意在北京股权交易中心开展股权投资和创业投资份额转让试点, 北京成为获得该项试点的首个地区; 2021年11月, 中国证监会批复同意在上海区域性股权市场开展私募股权和创业投资份额转让试点, 上海成为第二个S基金份额交易平台试点地区。

在政策的扶持与推动下, 目前国内S基金的规模稳步发展:

尽管就绝对数字而言, 当前国内S基金的成交量依然相对较低, 但在一级市场由增量转为存量阶段的背景下, 随着交易平台、工具、制度等基础设施建设不断成熟, 交易产业链不断完善, 越来越多的资金将涌入S基金市场, S交易将会愈发活跃。



图2：中国股权投资二手份额交易情况



数据来源：清科研究中心，德勤分析

### - S基金主要交易方式

以下四种交易模式是目前国内常见的S基金基本交易模式，前三种交易为私募基金份额原持有人的退出方式增加了可选项，刺激了私募股权二级市场的活跃度，而第四种交易则目的在于解决 GP 募资难题的问题，此种类型交易可以增加基金规模，为现有 LP 提供增资机会。

- **LP型交易 (Sale of fund interests)** : 是最常见也是最传统的S基金交易模式，也称为基金份额交易，是由S基金（买方）收购基金份额持有人LP（卖方）持有的基金份额，同时S基金将会替代原有LP的一种交易方式。
- **直投型交易 (Direct sale)** : S基金（买方）购买卖方（基金）直接持有的一家或者多家公司的股权，表现为部分或者全部股权的转让。交易完成之后，S基金拥有标的公司的直接所有权。

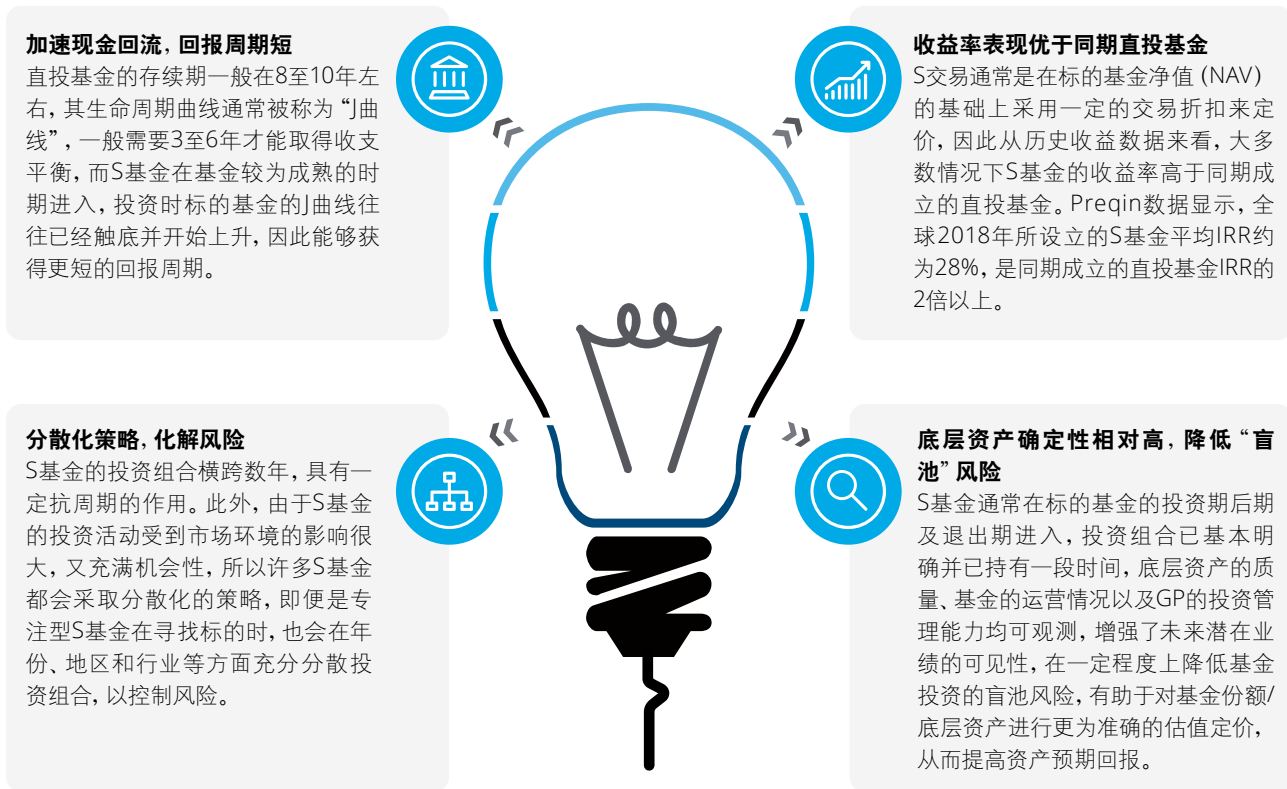
- **收尾型交易 (Tail-end sale)** : S基金（买方）购买GP（卖方）即将到期的基金中所有的剩余资产，帮助全部原LP提前退出，锁定基金回报。
- **扩充资本型交易 (Expanding Capital Sale)** : 是私募基金向S基金增资，从而扩大基金规模的一种交易方式。在这种交易方式下，S基金可以通过增资扩股的方式来投资该基金原有的投资组合，并且无需成立一个新的GP来管理项目。

根据实际交易过程中买卖双方不同的商业利益诉求，S基金也在基本交易模式上衍生出了一些特殊的交易模式，如：**捆绑型交易 (Stapled Sale)**，在收购私募股基金投资人的出资份额，或者购买该基金在被投资企业中的股权时，承诺对该基金原GP未来募集的新基金予以出资的交易方式。

### - S基金的优势与特点

除了能够作为流动性工具为LP退出变现提供路径, 由于S基金通常已经是较为成熟的基金, 有更强的确定性, 其本身作为一种投资方式同样具备一定的优势:

图3: S基金的主要优势



资料来源: 德勤分析

### - S基金的交易风险及实操难点

尽管S基金受到广泛关注, 国内的S交易尚处于早期阶段, 实操过程中仍然存在诸多难点:

#### - 交易信息不对称

份额转让方主要从GP获取信息, 可能存在GP不愿意透露其底层投资组合及投资策略或底层项目信息过度处理/账面收益偏向乐观的情况;

#### - 估值定价谈判

国内私募股权二级市场估值方法论与实践研究尚未在市场中形成相对统一的规范标准, 交易结构的复杂化, 均影响价格认定与交易达成;

#### - 转让方决策流程繁琐

部分金融机构或国资背景企业, 内部审批和决策流程较为复杂, 且各部门决策出发点存在分歧导致最终交易无法推进;

#### - 不同交易及资金背景的个性化处理

不同资金背景的S基金买卖双方, 如国资/险资, 在交易所关注的侧重点及合规性要求不尽相同, 在交易过程中需要从这一角度重点关注买卖双方的个性化需求。

### - S基金的发展趋势

从长期来看，国内S基金的发展将会更加多元，逐步进入优胜劣汰的阶段，建立起行业生态圈。目前的需求端有大量存量资产，发展势头强劲，而推动生态圈的建设同样也离不开资金供给方、交易平台、中介服务机构的共同参与，各市场参与者从不同方面助力整个行业的发展。

目前北京和上海两个交易平台还处在建设初期，相关的规则、限制、流程亦处于摸索阶段。未来交易平台将会建立起相对完善的规则制度，发挥市场培育和引导作用，带动交易规范性的提升。广州、三亚等地已经相继发布支持S基金发展、鼓励份额转让等政策规定，全国份额转让试点范围扩大指日可待。

S交易的估值定价是一个主要难点，所涉及的不仅仅是简单的某个底层投资项目估值，需要综合考虑投资组合构成、投资阶段、项目数量、流动性、未来退出时点、整个资产组合溢价程度等方面，从不同的维度去判断这个组合的风险、收益和流动性。随着S交易结构的不断

复杂化，买卖双方对专业的中介服务机构的需求会大幅增加。随着未来平台交易案例持续增加，所积累的经验更加丰富，专业服务机构也有更多机会磨练提升专业度，在交易架构设计、估值定价等方面助力市场更多S交易突破关键节点。德勤作为专业的财务咨询服务机构，在传统的基金业务板块已深度参与到“募投管退”各环节，也希望可以在未来S基金的市场发展轨迹上，发挥作为专业中介机构的力量，共同推动整个生态圈的建设与发展。

随着市场的不断优化、完善，未来S基金的信息披露、合规性、流动性、估值定价以及交易安排会更加系统、成熟。从国外的经验来看，S基金是PE/VC行业发展到一定成熟阶段的必然产物。在大多数基金无法及时退出从而存在流动性困境的情况下，S基金可以有效地解决退出难题，为退出提供新的思路。

在此背景下，“唯赛道论”与“唯IPO论”都不再适用，股权投资机构亟需打造新的盈利公式。



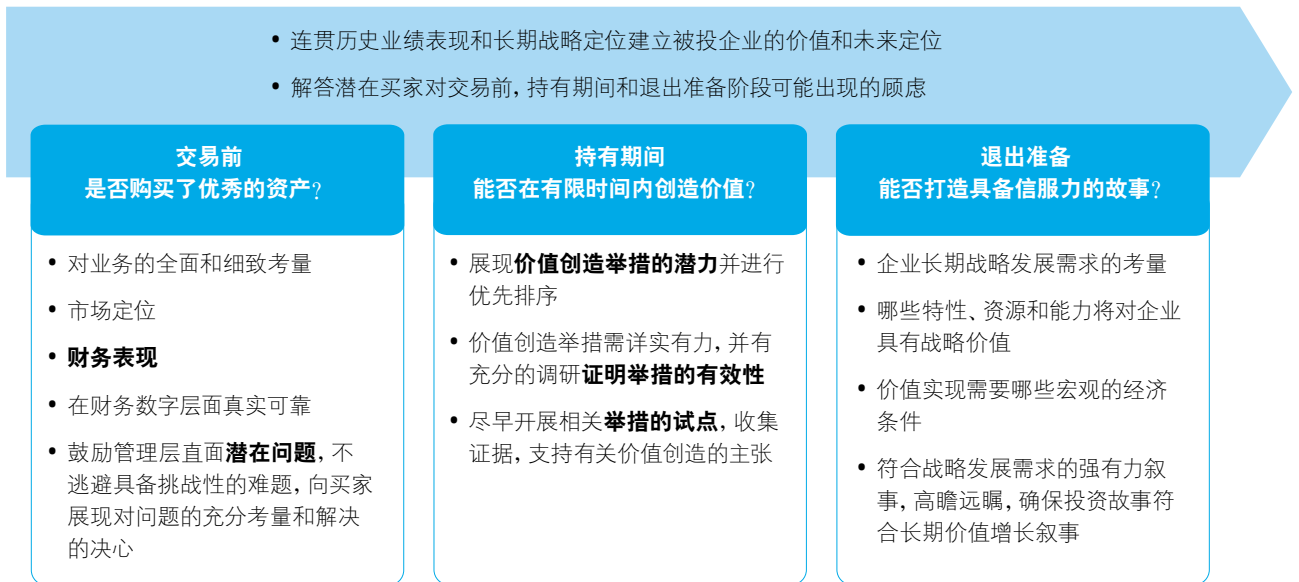
# 第二章 与时偕行，当前投资环境下的破局之法：做好价值经营，讲好退出故事

面对赛道掘金难、退出难的困境，股权投资机构应在比拼赛道布局之外，注重比拼赛手的内涵价值，通过卓越的投后管理，打造价值经营的退出故事，实现成功退出。

### 价值经营故事的目的与要素

股权投资机构应从交易的全生命周期出发, 以终为始, 识别价值增长机会, 通过收集证据有连贯性地构建有价值、有潜力的投资故事, 以解答潜在买家对交易前, 持有期间和退出准备阶段可能出现的顾虑:

图4: 讲好退出故事的关键要点



资料来源: 德勤分析

- 交易前: 是否购买了优秀的资产?
    - **在交易前对标的业务进行全面和细致考量。**对优秀资产的判定往往是多维的, 包括赛道潜力、标的资产在市场的定位、财务表现、运营表现等等;
    - **注重潜在风险的识别与未来价值挖潜。**如验证财务数字是否真实可靠, 鼓励管理层直面潜在问题, 不逃避具备挑战性的难题, 从而向未来买家展现对问题的充分考量和解决的决心。
  - 持有期间: 能否在有限时间内创造价值?
    - **展现价值创造举措的潜力并进行优先排序。**投资者可结合基金运营资金情况, 回顾被投资企业自身业绩表现, 审查现金流、成本控制表现, 在评估过程中初步识别价值提升的方向, 包括收入、运营、资产效率等层面。列举的价值创造举措需详实有力, 并有充分的调研证明举措的有效性, 并根据实施可行性、落地时长与难度、实施影响力等方面对价值创造举措进行优先级排序。
    - **尽早开展相关举措的试点, 收集证据, 支持有关价值创造的主张。**针对识别的举措, 进一步设计价值提升计划与完成路线图, 制定提升目标与相应激励措施以推动价值提升计划的落地实施, 价值提升期间定期监督和报告项目财务业绩情况并及时对提升方案做出相应改善调整, 通过试点期的数据积累做好增长预测、为价值创造故事作背书。
  - 退出准备: 能否在未来实现可持续性增长?
    - **了解标的企业长期战略发展的需求, 高瞻远瞩, 确保投资故事符合长期价值增长。**投资者需从宏观环境到内部资源禀赋的层面对标的企业的长期战略发展需求进行梳理: 价值实现需要哪些宏观的经济条件? 哪些特性、资源和能力将对企业具有战略价值?
    - **打造符合买方战略发展需求的定制化“价值创造故事”。**通过数据和事实诠释被投企业的价值创造理念, 并针对潜在买家所处的行业和发展目标, 发掘标的企业对买方的独特协同潜力, 在投资故事中凸显拟退出标的对特定买家的独特吸引力。
- 综上所述, 一个好的退出故事应刻画优秀的赛手, 并描绘其在短期与长期持续性发力的增长潜力。

# 第三章 推陈出新，股权投资机构的转型升级：从经营理念到退出实操的转变

为解答潜在买家的前述问题，一个好的价值经营故事必不可少。然而当前私募股权投资机构在退出环节存在依赖尽调、退出管理各成山头、质量不一等诸多问题，导致欲讲好价值经营的故事却出现心有余而力不足的情况。构建讲好故事的能力并非一蹴而就的过程，需要自上而下的转变，从基金经营理念，到管理体系、运营体系建设，再到退出实操，每一个环节的能力构建都需要长足的演变。

### 经营理念——从财务投资到价值运营，植入讲好故事的基因

讲好投资故事的第一步，应从理念上由“投机”转变到“投资”：基金需要从“高举高打”的短期套利交易模式转向“精耕细作”的长期价值创造模式，进而穿越周期，实现基业长青；故而经营理念上需实现从财务投资到价值运营三大转变。

#### • 盱衡全局，摒弃机会主义：从局部到整体

树立统一的整体投资战略来指引整个投资周期活动。投资机构应从全局视角出发，从项目退出的时间批次安排、退出协同等方面对整体资产组合价值进行最优的考量，以平衡大产业间的风险、抵御行业衰退，并把握危中之机，抓住低估值投资机会。

#### • 转危为机，主动介入运营：从被动到主动

改变原先被动等待宏观环境改善的理念，对被投资企业进行深度投后管理，开展前瞻性研究和风险预测，通过具体措施的制定和落地，实现投资组合价值提升。

#### • 未雨绸缪，做好事前准备：从价值止损到价值锚定

股权投资企业应提前预测风险，制定预防措施，确保被投企业运营财务健康，避免投资减值。

### 体系建设——管理运营体系提质增效，构建讲好故事的能力

价值运营的经营理念的贯彻落实与行之有效的管理运营体系密不可分，如何搭建配套职能来支撑整体战略的落地往往是投资机构在转型中亟待思考的难题。

#### • 完善整体资产组合管理体系：

- **在资产组合评审的环节，植入价值运营的战略考量：**重新梳理资产组合评审环节，应基于全局投资的大战略，重视单个项目与整体项目组合之间的联系，通过退出的排兵布阵使整体资产组合价值最大化；
- 制定**针对资产全生命周期的组合拳打法**，打造募投管退业务环节的良性闭环：基金需要建立针对性的投后管理打法，量出为入，以退为进；通过多样化的投资退出机制达成价值高效实现。

#### • 运营体系提质增效：

- **建立知识经验的萃取机制：**抓取募投管退各环节中可复用的共性能力，如并购整合、并购买家接洽、退出方式判断、利益相关方谈判等，实现核心能力平台化、标准化、专业化，提高成功的可复制性；
- **配套职能建设，提升投后管理团队的专业化：**完善中后台的体系建设以增强职能与业务的衔接，实现前中后台业务联动以深度发掘基金内部各部门间协同效应。投资机构可重新梳理职能定位，厘清前中后台职能边界，设立专职的管退职能，避免实际工作中出现投前投后来回跑，同时加大中后台资源投入，诊断私募基金客户业务能力短板，进行相关职能建设，对前台有效赋能；
- **兼顾过程与结果的综合考核机制：**基于价值运营的经营理念，在相应项目考核机制上，应重点关注整体项目的价值提升与变现，在KPI设置上，融入单个项目退出策略对整体战略契合度的考量，以匹配整体方向和利益。



### 项目退出实操——价值提升与变现, 讲好故事的方法

具体到单个项目的退出环节, 德勤总结出以下三点讲好成功投资故事的关键要点:

- **系统性提升运营:** 寻求运营提升和业务改善的机会, 积极转型, 实现企业价值的内在增长。将改进成果融入投资故事, 在出售前12-18个月与潜在买家分享。
- **瞄准高净值领域:** 企业重新定位, 进入高端细分领域, 例如高精尖科技, 实现利润的长期可持续增长。
- **放眼长远:** 以更果断的举措充实中长期价值创造计划, 为潜在买家创造价值奠定基础。在此基础之上, 股权投资机构可通过以下持续性和系统化的过程, 不断完善与优化投资故事, 为成功退出做好准备。

图5: 有条不紊地持续丰富投资故事



资料来源: 德勤分析



# 第四章 着眼当下，投资项目退出的关键诀窍：大胆构想，仔细论证，谨慎避坑



### 项目退出的潜在风险与挑战

在项目退出的执行层面, 投资者往往会面临重重不确定性带来的挑战, 如较高的时间成本与潜在的价值损耗。常见的项目退出主要误区体现在退出路径的选择和退出准备工作两方面:

• **误区一: 未能在项目退出之初选定合适的退出路径。**多轨并行不但意味着额外的时间精力耗费, 更大大增加退出时点、退出价值以及退出准备工作上的不确定性。标的公司性质也会因退出路径的不同而产生差异, 因此外界对公司的绩效考量也各有侧重, 投资机构需要针对性地准备不同的投资故事。如:

- 通过股权转让的方式退出, 标的公司仍作为私有化企业, 市盈率 (PE ratio) 为潜在买家所关注;
- 通过IPO上市退出, 对标的公司则具有更高的合规及披露要求, 面向的购买者在业绩考量上则更注重财务报表的关键指标, 如收入, EBITDA等; 由于该种方式退出时间较长, 在投资故事的准备上应避免“短跑冲刺”, 误将IPO视为交易终点, 而导致上市后续企业业绩增长乏力, 影响价值变现;
- 通过战略收购退出, 标的公司变为大集团下的一个业务单元, 此时的投资故事则更应结合潜在买家自身的资源禀赋, 定制化地突出与标的的潜在协同效应, 潜在买家收购标的的考量重心则由财务转向业务导向, 如标的产能、技术专利等;
- 通过LBO的方式退出, 标的公司因杠杆增加, 潜在买家则重点关注其现金流的稳定性、可预测性, 以及账面上是否具备大量资产。

值得注意的是, 退出路径的不确定性带来的潜在影响可能是多方面的, 包括退出所需时长、合规要求、价值变现等方面, 因此如何通过合适的被投公司扫描确定最优路径是项目退出的关键。

• **误区二: 未能做好充分的退出准备工作, 缺乏系统性的实施方案。**募、投、管、退的投资闭环中, “管”和“退”的重要性往往被投资机构所轻视。如何做好资产的价值

管理与提升——在退出前期制定行之有效的增长方案, 并收集好合适的证据, 通过详实可靠的数据支撑投资故事, 将是项目成功退出的前提。而如何做好退出启动工作以配合最佳退出时点——考虑到基金年限, 行业周期, 投资机构整体投资组合战略, 标的自身表现与增长曲线等方面, 需要周密地提前规划好配套准备工作, 以把握住最佳退出窗口期、最大化变现资产价值。

### 案例分享: X机构IPO退出的挑战与应对

案例中的X机构收购了一家全球领先的制造型企业, 持有3年后上市。在IPO退出之初, 市场价不及预期, 股价在最初半年都低于发行价。究其原因, 该机构在退出过程中主要触犯了以下误区:

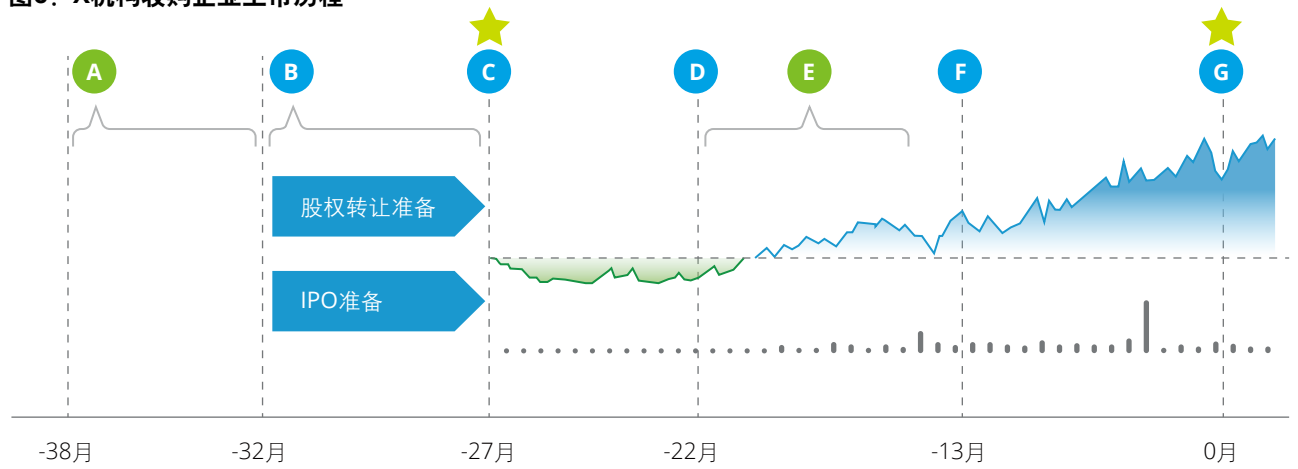
- 未在退出之初选定退出路径, 同时进行股权转让(Trade Sale)和上市转让(IPO)计划, 然而未能找到合适的股权转让买家, 谈判达成合适的交易金额;
- 增长故事未能持续, 上市后客户因大量囤货需求疲软, 减少购买行为, 导致企业面临不能完成销量预算的挑战;
- 退出前准备工作不足, 业务部门难以提供准确可靠的收入预测, 未能实现月度目标并且利润率面临压力。

面对破发困境, X机构采取了及时的应对措施:

- 首先通过数字化分析和项目投资回报管理提高了收入预测和利润率;
- 设立新的研发中心, 开拓新产品以满足新增客户需求实现销量提升;
- 基于市场数据分析和提升产销协同成功保持收入和利润增长;
- 通过收购海外同行业企业实现业务版图的拓张。

最终, 经过三次分批出售股权, 该私募基金历时38个月最终实现项目退出的筹备到完全退出, 其中IPO上市后历时27个月。

图6: X机构收购企业上市历程



**A** 退出前38个月：业务部门难以提供准确可靠的收入预测，未能实现月度目标并且利润率面临压力，团队通过**数字化分析和项目投资回报管理**提高了收入预测和利润率

**B** 退出前32个月，启动双轨退出计划，同时进行股权转让(Trade Sale)和上市转让(IPO)计划

**C** 退出前27个月，成功IPO

● 退出应对举措

**D** 退出前22个月，宣布设立新的研发中心以便服务新增客户需求

**E** 上市6个月后销售显示疲软，团队通过**市场数据分析和提升产销协同**成功保持收入和利润增长

**F** 退出前13个月，宣布收购澳大利亚企业，拓展海外业务

**G** 私募股权基金通过数次公开市场出售股份成功完成退出

资料来源：德勤分析

### 最佳实践总结

基于上述X机构的投资案例，我们总结出项目成功退出的最佳实践所应具备的关键要素：

- **退出路径选择**：对退出路径进行审查并仔细评估，根据评估结果及实际需要调整其资产策略；在既定退出路径的前提下，基金经理与管理团队对股权故事的理解及讲述应保持高度一致；
- **退出前准备**：制定持续性的增长策略及有效的治理实践，从而为平稳顺利退出提供基础，包括利用关键绩效指标跟踪退出准备情况等。

要做好上述两项，跑完“价值变现的最后一公里”，在投资闭环“退”的环节中通常包含以下三个关键步骤：

- **组建团队**。创建退出委员会，成员包括投资委员会成员、交易团队、投资组合运营主管、运营团队成员。专业化的团队是成功的退出路径决策、准备工作开展、具体落地实施的重要前提。
- **项目提前诊断**。在制定具体的退出策略时，应根据内外部因素评估预期退出路线，尽早确定退出路线是充分退出准备的必要前提：
  - 外部考量因素包括：近期市场情况和业绩、市场对行业

的评价与讨论、行业退出估值动向、倾向的退出时机；

- 内部考量因素包括：其他业绩改善和运营提升机会、潜在买家要求的关键业绩里程碑、可持续发展的业务和价值创造计划、投资故事中的潜在弱点、管理层执行计划准备。
- **持续改善**。基于选定退出路径做好投资故事的数据支撑，尤其对于IPO等长期、多次的退出过程，更应着重IPO后市值的提升，谨防“短跑乏力”陷阱：
  - 为了防止给潜在买家留下退出前刻意创造价值的印象，在退出前（特别是最后12至18个月）持续改善并保持价值创造的势头；
  - 在创造短期价值和长期价值之间取得平衡，以便让买家可以在所有权转让后第一天平稳过渡并自己创造价值；
  - 为了进一步建立信誉，随时准备好应对“为什么没有利用某些机会”相关的讨论，并作出客观解释（例如市场时机不好或公司现有能力不足等）；
  - 主动解决潜在的非运营性问题，例如养老金债务、未决诉讼或劳动纠纷、未决的法规变化或特定宏观风险敞口；
  - 为了防止买家发现重大问题和提出困难问题，卖家应主动与潜在买家讨论，有效降低退出过程中脱轨的风险，实现资产的全部价值挖潜。

# 第五章 竿头一步，实操工具 赋能全投资闭环：德勤投资 项目增值服务一览

从基金管理方法论到实际执行层面中往往需要模块化的工具和资源，而传统私募基金重投资，轻运营的行业特性使得基金层面缺乏实用的管理方法工具箱。同时历史期间的纯财务投资无法在运营层面为基金提供技术诀窍和管理经验，面对被投企业纷乱复杂的实际运营问题，基金往往不知所可。

德勤借助于国内外各行各业项目经验，为股权投资企业提供多方位视角，根据提供量身定制的被投资企业价值提升退出管理解决方案，全方位赋能投资者实现价值提升与变现。

### 资产评估：内外部扫描

针对项目退出路径选择难的痛点，德勤提供被投资企业诊断服务，从最大化项目长期价值与整体资产组合的全局发展视角，通过及时转向和投资组合调整解决价值下降的问题，同时在项目准备退出之初便协助制定适合标的的退出路径与相应退出计划。其主要工作内容包

- 诊断和验证投资组合公司在现有增长趋势下的业绩轨迹；
- 评估价值增长潜力，并评估分析绩效结果与预期理想状态的差距；
- 从财务和业务两个角度确定增长策略，制定行之有效的实施举措；
- 制定任务清单和切实可行的实施计划。

### 拟退出项目价值提升：利润率提升

针对资产的自身条件，德勤提供积极主动的对策以应对外部通货膨胀，维持较高利润率：

- 制定利润保护措施，以减小通胀压力下投资组合盈利表现的波动；
- 评估现有定价策略，采取有效的手段以抵消通货膨胀的压力，例如灵活的定价机制、与客户就保障利润达成的协议、优化的产品组合等；
- 寻找降本增效的机会，如通过已验证的最佳实践手段优化采购策略，包括制定长期协议、建立战略供应联盟、达成成本波动容忍区间协议等。

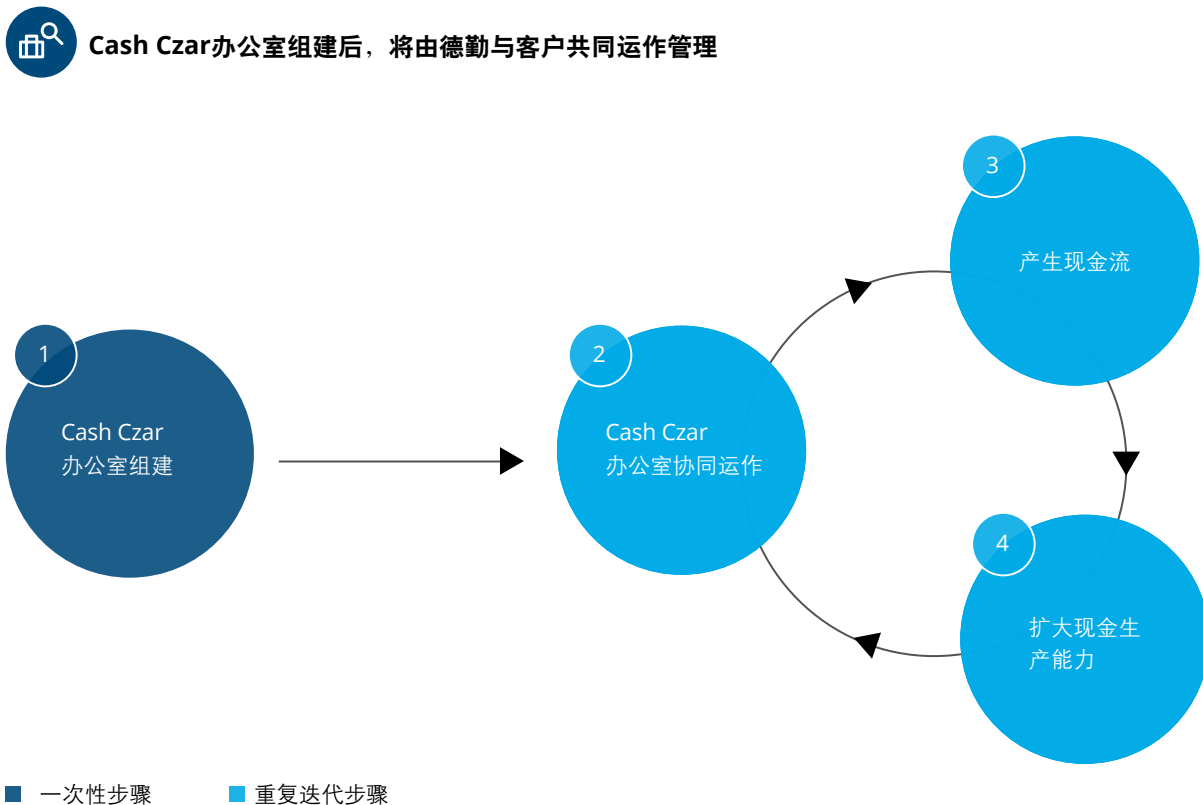
### 拟退出项目价值提升：现金流改善

德勤的专属现金流改善工具（cash czar），通过组建专项工作小组来实行短期速赢与可持续变革高效落地。该专项小组可由客户专人结合外部资源共同组建，通过建立体系化的、动态的评审与改善机制，持续优化现金流。具体工作包括：

- 设立Cash Czar办公室：梳理并拉齐协调项目有关成员（客户+德勤），设立项目章程、KPI、治理架构等；
- 业务代表和德勤专家将共同运营Cash Czar办公室：
  - 基线现金预测，确定现金增长潜力；
  - 调整运营活动以推动现金的产生，即账户审查，供应商审查，库存审查和财务流程审查制定目标；
  - 制定对策，弥合现状与目标差距；
  - 按照商定的节奏监测和报告营运资金情况。
- 产生现金流：
  - 共同落实经营改善的具体举措，实现月度现金增长目标；
  - 分析现金流流动性不足的根本原因，制定改善现金流的措施。
- 扩大现金生产力：
  - 监控和监督职能计划的实施；
  - 在实现过程中为职能部门提供按需支持；
  - 追踪并定期汇报实施结果。



图7：Cash Czar办公室运作机制



资料来源：德勤分析

### 其他配套服务

在具体退出过程的实操环节，德勤还提供一系列专属服务，构建项目退出一站式解决方案：

- 项目估值：针对卖方尽职调查忽略与潜在买方协同价值、增长故事缺乏定量数据支撑的痛点提供更具说服力与吸引力的尽职调查报告：
  - 通过不同估值方法，对拟退出项目的企业实体提供合适的估值意见和估值咨询服务；根据价值提升举措对未来增长提供数据支撑；
  - 帮助VCPE厘清估值分析的发现及结果，配合制定收购对价调整机制，为交易谈判提供助力。
- 卖方尽职调查：
  - 为拟退出企业提供一站式（包括财务、运营等）卖方尽职调查服务，通过数据和事实诠释被投企业的价值创造理念，打造具有吸引力的“价值创造故事”；
- 针对潜在买家所处的行业和发展目标，定制化尽职调查报告，凸显拟退出标的对特定买家的独特吸引力，最大化退出交易估值。
- 交易执行与交割相关服务：
  - 利用强大的德勤服务网络资源，帮助VCPE寻找潜在买方；
  - 德勤在审计、税务、咨询、战略与交易服务方面拥有成熟方法论及广泛经验，具有多能力和多经验的复合型赋能团队，配合投后管理团队协调被投企业、潜在买方、第三方服务机构等，提供端到端的综合交付能力；
  - 此外，德勤资本市场服务部可提供IPO前健康检查、IPO申报会计师等方面服务，助力企业内控、财务、税务全面提升，为VCPE项目退出保驾护航。

# 结语

中国私募股权投资行业仍处于不断规范化的成长阶段，与欧美成熟市场相比，我国股权投资市场仍然存在管理粗放、支持创新能力不足和投资生态不健全等问题。正所谓大浪淘沙，始见真金，在如今的复杂多变的环境下，投资机构更应加强专业化投资管理能力建设，重视投后环节，讲好故事，卖好价格，从而保持基业长青。

# 联系人

如希望对股权投资机构相关服务展开进一步讨论，欢迎联络：



**陈康勤**

德勤创投及私募项目领导合伙人  
德勤财务咨询并购交易服务全国主管合伙人  
电子邮件: conrchan@deloitte.com.cn



**陈维皓**

德勤管理咨询中国并购整合重组服务领导合伙人  
电子邮件: vicchen@deloitte.com.cn



**张志威**

德勤管理咨询中国合伙人  
电子邮件: cheeweeteo@deloitte.com.cn



# 作者

## 德勤管理咨询

### 张志威

德勤管理咨询中国合伙人  
电子邮件: cheeweeteo@deloitte.com.cn

### 冯亮

德勤管理咨询高级经理  
电子邮件: vofeng@deloitte.com.cn

### 周施悦

德勤管理咨询高级顾问  
电子邮件: vizhou@deloitte.com.cn

### 徐晓昀

德勤管理咨询顾问  
电子邮件: sharonxu@deloitte.com.cn

### 张心怡

德勤管理咨询分析师  
电子邮件: sheenzhang@deloitte.com.cn

### 邹源

德勤管理咨询分析师  
电子邮件: yuazou@deloitte.com.cn

## 德勤财务咨询

### 葛佩雯

德勤财务咨询总监  
电子邮件: pege@deloitte.com.cn

## 德勤资本市场服务部

### 王丽

德勤资本市场服务部高级经理  
电子邮件: lilywangbj@deloitte.com.cn

## 德勤创投及私募项目 (VCPE Program)

### 邓辰

德勤创投及私募项目高级经理  
电子邮件: jadeng@deloitte.com.cn

# 办事处地址

## 北京

北京市朝阳区针织路23号楼  
国寿金融中心12层  
邮政编码: 100026  
电话: +86 10 8520 7788  
传真: +86 10 6508 8781

## 长沙

长沙市开福区芙蓉北路一段109号  
华创国际广场3号栋20楼  
邮政编码: 410008  
电话: +86 731 8522 8790  
传真: +86 731 8522 8230

## 成都

成都市高新区交子大道365号  
中海国际中心F座17层  
邮政编码: 610041  
电话: +86 28 6789 8188  
传真: +86 28 6317 3500

## 重庆

重庆市渝中区民族路188号  
环球金融中心43层  
邮政编码: 400010  
电话: +86 23 8823 1888  
传真: +86 23 8857 0978

## 大连

大连市中山路147号  
申贸大厦15楼  
邮政编码: 116011  
电话: +86 411 8371 2888  
传真: +86 411 8360 3297

## 广州

广州市珠江东路28号  
越秀金融大厦26楼  
邮政编码: 510623  
电话: +86 20 8396 9228  
传真: +86 20 3888 0121

## 杭州

杭州市上城区飞云江路9号  
赞成中心东楼1206室  
邮政编码: 310008  
电话: +86 571 8972 7688  
传真: +86 571 8779 7915

## 哈尔滨

哈尔滨市南岗区长江路368号  
开发区管理大厦1618室  
邮政编码: 150090  
电话: +86 451 8586 0060  
传真: +86 451 8586 0056

## 合肥

安徽省合肥市蜀山区潜山路111号  
华润大厦A座1506单元  
邮政编码: 230022  
电话: +86 551 6585 5927  
传真: +86 551 6585 5687

## 香港

香港金钟道88号  
太古广场一座35楼  
电话: +852 2852 1600  
传真: +852 2541 1911

## 济南

济南市市中区二环南路6636号  
中海广场28层2802-2804单元  
邮政编码: 250000  
电话: +86 531 8973 5800  
传真: +86 531 8973 5811

## 澳门

澳门殷皇子大马路43-53A号  
澳门广场19楼H-L座  
电话: +853 2871 2998  
传真: +853 2871 3033

## 南昌

南昌市红谷滩区绿茵路129号  
联发广场写字楼41层08-09室  
邮政编码: 330038  
电话: +86 791 8387 1177

## 南京

南京市建邺区江东中路347号  
国金中心办公楼一期40层  
邮政编码: 210019  
电话: +86 25 5790 8880  
传真: +86 25 8691 8776

## 宁波

宁波市海曙区和义路168号  
万豪中心1702室  
邮政编码: 315000  
电话: +86 574 8768 3928  
传真: +86 574 8707 4131

## 三亚

海南省三亚市吉阳区新风街279号  
蓝海华庭(三亚华夏保险中心) 16层  
邮政编码: 572099  
电话: +86 898 8861 5558  
传真: +86 898 8861 0723

## 上海

上海市延安东路222号  
外滩中心30楼  
邮政编码: 200002  
电话: +86 21 6141 8888  
传真: +86 21 6335 0003

## 沈阳

沈阳市沈河区青年大街1-1号  
沈阳市府恒隆广场办公楼1座  
3605-3606单元  
邮政编码: 110063  
电话: +86 24 6785 4068  
传真: +86 24 6785 4067

## 深圳

深圳市深南东路5001号  
华润大厦9楼  
邮政编码: 518010  
电话: +86 755 8246 3255  
传真: +86 755 8246 3186

## 苏州

苏州市工业园区苏绣路58号  
苏州中心广场58幢A座24层  
邮政编码: 215021  
电话: +86 512 6289 1238  
传真: +86 512 6762 3338 / 3318

## 天津

天津市和平区南京路183号  
天津世纪都会商厦45层  
邮政编码: 300051  
电话: +86 22 2320 6688  
传真: +86 22 8312 6099

## 武汉

武汉市江汉区建设大道568号  
新世界国贸大厦49层01室  
邮政编码: 430000  
电话: +86 27 8538 2222  
传真: +86 27 8526 7032

## 厦门

厦门市思明区鹭江道8号  
国际银行大厦26楼E单元  
邮政编码: 361001  
电话: +86 592 2107 298  
传真: +86 592 2107 259

## 西安

西安市高新区锦业路9号  
绿地中心A座51层5104A室  
邮政编码: 710065  
电话: +86 29 8114 0201  
传真: +86 29 8114 0205

## 郑州

郑州市金水东路51号  
楷林中心8座5A10  
邮政编码: 450018  
电话: +86 371 8897 3700  
传真: +86 371 8897 3710



因我不同  
成就不凡

始于1845

#### 关于德勤

德勤中国是一家立足本土、连接全球的综合性专业服务机构，由德勤中国的合伙人共同拥有，始终服务于中国改革开放和经济建设的前沿。我们的办公室遍布中国30个城市，现有超过2万名专业人才，向客户提供审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询、税务与商务咨询等全球领先的一站式专业服务。

我们诚信为本，坚守质量，勇于创新，以卓越的专业能力、丰富的行业洞察和智慧的技术解决方案，助力各行各业的客户与合作伙伴把握机遇，应对挑战，实现世界一流的高质量发展目标。

德勤品牌始于1845年，其中文名称“德勤”于1978年起用，寓意“敬德修业，业精于勤”。德勤专业网络的成员机构遍布150多个国家或地区，以“因我不同，成就不凡”为宗旨，为资本市场增强公众信任，为客户转型升级赋能，为人才激活迎接未来的能力，为更繁荣的经济、更公平的社会和可持续的世界而开拓前行。

Deloitte（“德勤”）泛指一家或多家德勤有限公司，以及其全球成员所网络和它们的关联机构（统称为“德勤组织”）。德勤有限公司（又称“德勤全球”）及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体，相互之间不因第三方而承担任何责任或约束对方。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构仅对自身行为承担责任，而对相互的行为不承担任何法律责任。德勤有限公司并不向客户提供服务。

德勤亚太有限公司（即一家担保有限公司）是德勤有限公司的成员所。德勤亚太有限公司的每一家成员及其关联机构均为具有独立法律地位的法律实体，在亚太地区超过100个城市提供专业服务。

请参阅<http://www.deloitte.com/cn/about>了解更多信息。

本通讯中所含内容乃一般性信息，任何德勤有限公司、其全球成员所网络或它们的关联机构（统称为“德勤组织”）并不因此构成提供任何专业建议或服务。在作出任何可能影响您的财务或业务的决策或采取任何相关行动前，您应咨询合格的专业顾问。

我们并未对本通讯所含信息的准确性或完整性作出任何（明示或暗示）陈述、保证或承诺。任何德勤有限公司、其成员所、关联机构、员工或代理方均不对任何方因使用本通讯而直接或间接导致的任何损失或损害承担责任。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体。

© 2023。欲了解更多信息，请联系德勤中国。  
Designed by CoRe Creative Services. RITM1273400



这是环保纸印刷品