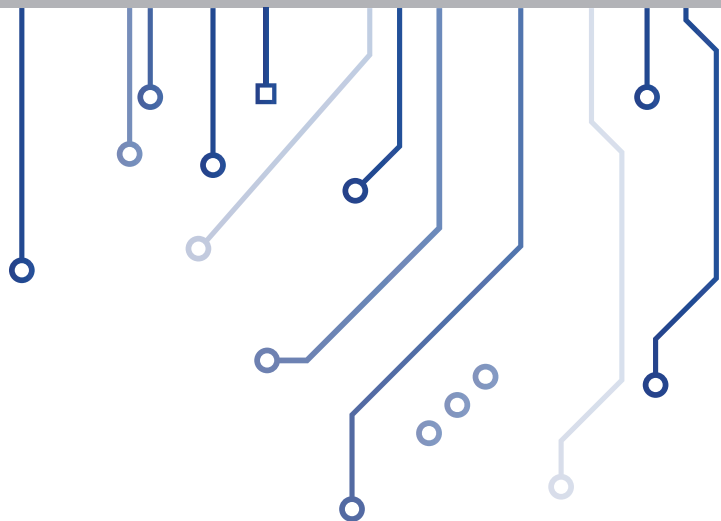
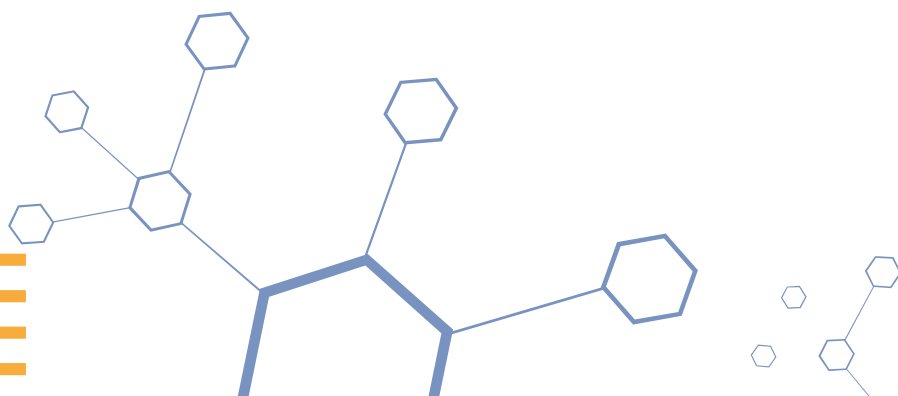


10001110010



中国私募股权
二级市场白皮书



1110010
10001110010

发布方： 光尘顾问
NEBULA ADVISORS

 执中
ZIERONS

合作机构： REFINITIV®

目录

第一章：市场概况及分析	01
1.1 全球私募股权二级市场概况	01
1.2 中国私募股权二级市场概况	03
1.3 中国私募股权二级市场过往交易分析	06
1.3.1 过往交易规模分析	06
1.3.2 过往交易基金标的分析	07
1.3.3 过往交易者偏好与特点分析	11
1.4 中国私募股权二级市场交易总结	13
第二章：私募股权二级市场重要参与方分析	15
2.1 存量资产规模分析	15
2.2 历史沿革与政策影响	16
2.2.1 银行系机构	16
2.2.2 证券系机构	17
2.2.3 保险系机构	18
2.2.4 政府引导基金	21
2.3 私募股权二级交易特征分析	23
2.4 私募股权二级交易潜在限制与机遇	24
第三章：私募股权二级市场的变革与进化	26
3.1 机构投资者的市场机会	26
3.2 政策逐渐完善，提升私募股权二级市场的制度建设	28
3.3 复杂的交易结构推动各方向专业化转型	29
3.4 交易模式创新引入多层次资金结构	32
3.5 多元化的第三方服务已现萌芽	33

前言

2020年，一场突如其来的疫情重创了全球经济，黑天鹅振翅来袭，各国经济活动均大幅减弱，消费和投资需求萎缩。已经持续两年的募资寒冬，更让早已“手无余粮”的机构投资人面临着巨大的管理和退出压力。但就像荒野中的麦穗，有人看到的是绝望，有人看到的却是希望；短期经济的大幅下滑叠加募投资金断崖式下跌，催生出了强烈的私募股权二级交易¹需求，在过去几个月中，深创投、TR资本等头部机构正募集旗下S基金，中国PE行业经过二十余年发展，二级交易的系统性机会似乎正在来临。

然而站在当前的时点之上，我们仍然会看到两种截然相反的事实：一方面是资管新规的推行、宏观周期的下行和大批基金的到期，对私募股权基金投资市场的影响越来越大。特别是随着人民币私募股权基金的规模增长和海外经验的深入互通，二手份额交易正日益成为人民币股权基金的“刚需”；但是另一方面，此前的S份额存量却并未顺利转化成为交投活跃的市场行为，那些理论上会出现的井喷式交易场面迟迟未至，想参与私募股权二级市场的买卖双方似乎都徘徊在市场边缘，被渴望和恐惧困扰着无法前行。

私募股权二级市场发展缓慢，非上市股权市场信息严重不对称固然是因素之一，然而上述观察到的一些现象也反映出一部分认知误区。比如，非专业机构买方往往会认为到自己手里的项目源大多数是“不良资产”，不相信自己可以拿到优质资产；而卖方也总是认为交易对手一定会“趁火打劫”，以不合理的价格坑害自己，产生惜售心理。

总而言之，交易双方都对当前市场的现状缺乏足够的认知，而种种相互矛盾的理论与现实也都说明，中国的S市场急需一张真实的“速写”，在迷雾中指引我们穿越周期。

¹ 本文的“私募二级交易”、“S交易”、“二手份额交易”、“份额交易”，均指“私募股权二级交易”或“PE二级交易”（PE Secondary），而并非指非公开二级市场中的阳光私募；“S份额”指的是私募股权基金份额的权益；“私募二级市场”、“S市场”指的是PE二级交易市场。

因此在过去3个月里，光尘顾问联合执中，携手全球金融信息及基础设施服务商路孚特(Refinitiv)，采用走访+调查问卷的方式访问了深创投、元禾辰坤、TR资本等20余家S市场中的主要参与者，同时通过分析当前一级私募市场上活跃的1,495家GP及它们所管理6,720只基金，筛选整理出了1,261笔有效交易，最终结合桌面研究、实地走访和数据分析等研究方法，重磅推出这份《2020中国私募股权二级市场白皮书》。

此份白皮书旨在通过对市场公开信息的梳理，深入分析中国S交易市场特征，同时第一次用可视化数据的方式，立体地展现了中国S市场的结构、容量、参与方和交易特点，许多观点在业界均为首次提出，如国内S市场呈现杠铃型分布、市场参与者呈两极化的状态、流程的机构化和专业化程度会影响交易金额和交易成功率等。我们希望本次研究为市场参与者更好地探索交易路径，营造更健康、有活力的私募股权投资生态提供参考依据。

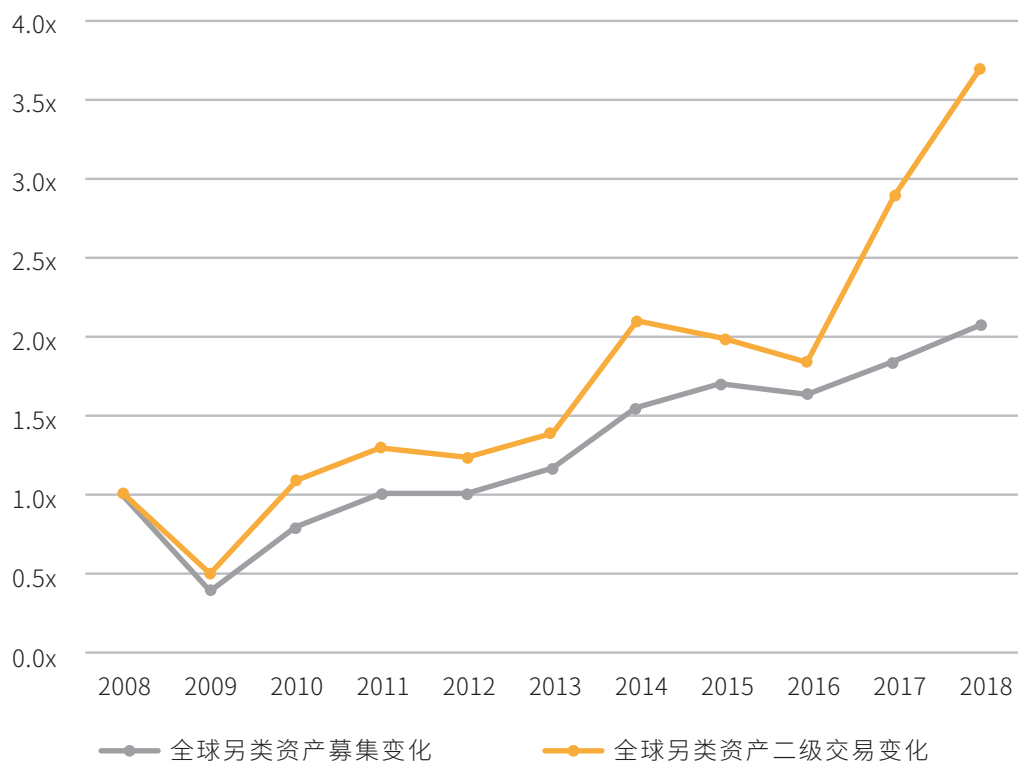
我们认为，理性客观地看待S市场给参与者的反馈，会提升集体的决策效率，使人民币私募股权投资市场快速向专业化、机构化发展。而一个健康有活力的S市场，不仅可以为流动性需求方提供解决方案，也可以为投资配置需求方提供标的。更重要的是，它可以通过市场对话机制，筛选出符合实体经济发展规律的底层资产和可为LP带来实际回报的GP管理团队。

第一章：市场概况及分析

1.1 全球私募股权二级市场概况

私募股权二级交易(简称“二级交易”或“PE Secondary”)是指转让或受让投资者已经持有一级市场基金份额或被投资企业股权权益的交易,但通常指的是与有限合伙人(“LP”)或基金权益相关的受让。

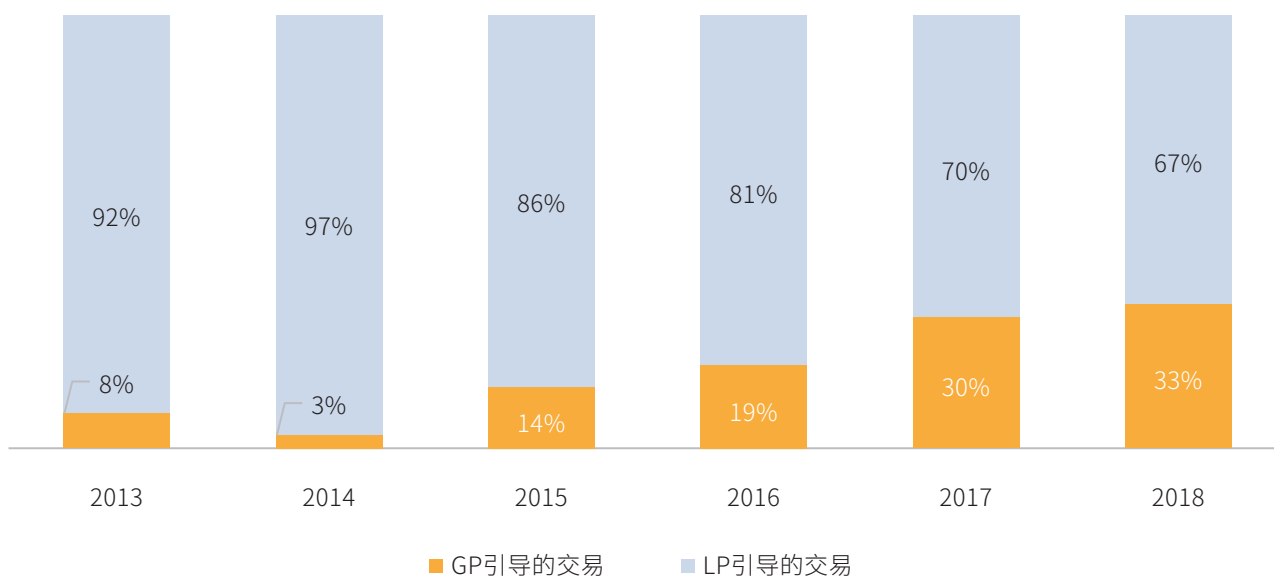
从交易规模来看,截至2018年,全球私募股权二级市场交易总量约为740亿美元,占当年总体募资市场(1.49万亿美元)的5.0%,增速十分可观;如果以十年为跨度进行比较,2018年全球另类资产募资规模仅为2008年的2.1倍,而私募股权二级市场则达到了2008年的3.7倍,后者较前者的增速高出了约76%(图1)。



▲图1:全球另类资产募资和二级交易变化

来源: 光尘研究部、Pitchbook、Greenhill

从交易形式来看,在2008年全球金融危机(简称“金融危机”)之后,全球私募股权二级交易的范畴已经变得非常广泛,除了传统的LP份额转让,基金管理人引导的交易(“GP-Led Transaction”)的全球市场占比已经从2013年的8%增长到2018年的33%(图2)。



▲ 图2:全球S交易形式分布

来源: Lazard

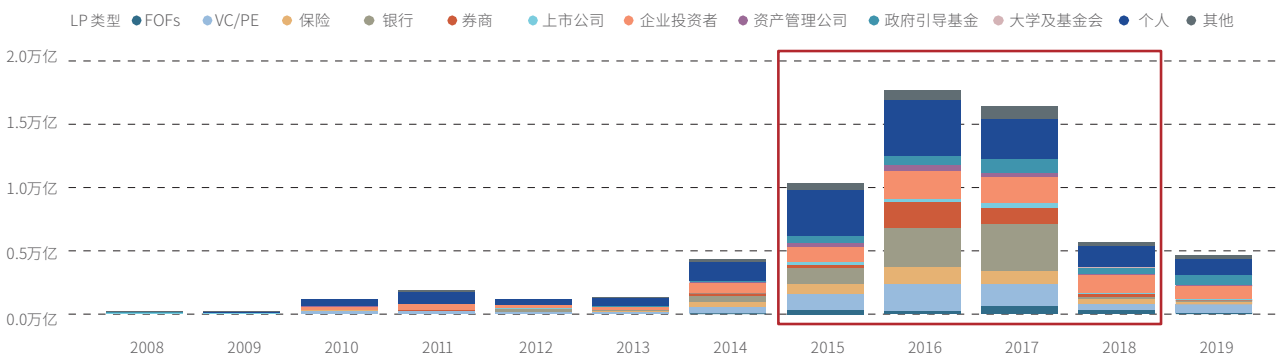
根据我们的观察,多元化的交易形式(例如要约收购、优先股投资、单个资产接续等)已经逐渐被市场参与者所接受。特别是在金融危机后,交易模式从最开始的应对监管要求、解套金融机构,到为不同市场参与者提供流动性解决方案,再到今天成为头部GP处理尾盘基金的必要方式之一,可以说全球PE二级交易的发展演化与PE一级市场投资策略的多元化相辅相成。目前PE二级交易已经覆盖各个另类投资领域,包括房地产、私募债、不动产等,为PE一级市场投资者提供了多样化的流动性解决方案。

1.2 中国私募股权二级市场概况

与全球私募股权市场已累计了半个世纪的成长经历相比，人民币私募股权投资自2007年合伙企业法修订开始，只走过了短短13年的时光，至今仍然是一个年轻、充满发展潜力的市场；但硬币总有正反两面，一个不容忽视的事实是：中国PE一级市场在快速发展阶段埋下的潜在问题已开始浮出水面。

根据我们的研究发现，目前一级市场现存的基金中，成长基金的数量占比高达57.3%，底层资产严重依赖于IPO实现盈利和退出。

造成这一情况的根源还是历史原因：在2015年开始的“双创”和“供给侧改革”推动下，大量资本涌入市场。2015-2018年的4年时间里，中国私募股权投资市场募集资金总量超过5万亿人民币，而参与到其中的大部分投资者此前并未经过一个完整的退出周期，缺乏对基金退出重要性的风险意识。在此背景下，2018年出台的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”）对整个金融市场的募资和投资行为进行了规范，试图通过上游资金的管控降低系统性金融风险。受资管新规影响，私募股权基金需要消除基金嵌套，抑制通道业务，然而猛然关上的“水龙头”却极大地增加了私募股权市场的募资难度和退出压力，大批进入退出期的基金面临无法清算的难题。在这样的背景下，人民币私募股权市场的参与者们迫切希望通过二级交易提供的流动性，解决基金退出难的问题。



▲ 图3: LP认缴出资趋势-按出资金额

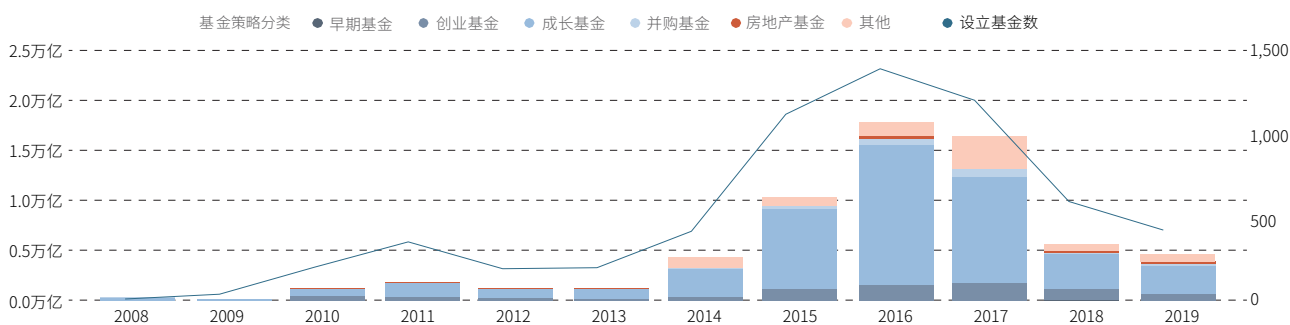
来源: 光尘研究部、执中交易通

与传统的认知不同,我们发现当前的中国PE二级市场更像是一个“散户”主导下的市场,这点和早期的中国股票二级市场非常类似。根据统计,中国私募股权二级市场整体规模超过488亿元,其中以民营资本为主交易总金额接近50%,真正专业的私募股权二级投资基金(简称“S基金”)占比甚少(详见1.3.3)²。

而对比海外2018年740亿美元的市场规模,我们认为中国PE二级市场尚未成型,主要原因有三:

第一,私募股权市场投资策略和阶段不一样,资产难以定价。中国一级市场策略主要集中在VC与成长投资,募资占比为82%,而并购基金只占4%³。相比之下,海外市场策略主要集中在并购投资。据Preqin的数据显示,海外私募股权基金中并购投资的募资金额占比达30%-40%,VC与成长投资策略的占比仅为15%-30%。

不同的投资策略导致了不同的交易方式:海外S交易大部分涉及企业发展与盈利能力稳定的标的,可以通过大数原则和保守方式测算;而中国以早期和成长期企业为主的市场则决定了“一事一议”的交易方式,投资人需要与每家被投资企业深度对接,了解具体发展和退出情况,方能进行合理的估值定价,而这既不利于提升交易的效率,也很难做到标准化。



▲ 图4:中国私募股权基金募资规模分布情况(左轴:金额分布-按基金策略分类/右轴:数量曲线)

来源:光尘研究部、执中交易通

² 本白皮书的数据来源,除特别标注,均来自光尘研究部、执中交易通。

³ 此处与图3、图4的基金设立规模统计不包括FOF基金。

第二，退出渠道单一，并受政策影响显著，退出预期不明朗。据Pitchbook统计，纵观全球创业投资基金，并购作为主要退出方式，占比高达70%。

相比之下，人民币股权投资标的退出渠道狭窄，主要依赖于IPO退出。据清科研究中心数据统计，2019年国内市场股权投资项目的并购退出数量只占总退出数量的14%⁴，远低于海外平均水平，而以中国股票二级市场的体量，显然无法单独承载如此巨大的退出需求。退出预期存在较大不确定性，无疑也极大地弱化了S交易的风险回报优势。

第三，行业未经历过周期，机构专业化和监管体系尚在摸索中。海外市场经过几十年的发展，经历过数个经济周期，市场参与者和监管体系均已成熟；而中国私募股权市场尚处于发展初期，还未经历一个基金运营的完整周期，应对全球经济波动的经验也十分有限，投资者专业化和机构化程度有待提升。

此外，作为重要的LP出资来源，各级政府的财政资金往往带有很强的行政属性，与市场化基金运营存在一定差异，而监管层对于市场信号的把握和应对，也大多会滞后于市场需求。

基于上述中国市场的特殊性，我们认为海外PE二级市场的发展路径虽然有借鉴意义，但绝不会只是简单地在中国照搬或复刻；换言之，海外PE二级市场的模式或许并不完全适用中国PE二级市场。

⁴数据来自于《2019年中国股权投资市场回顾与展望》(清科研究中心)

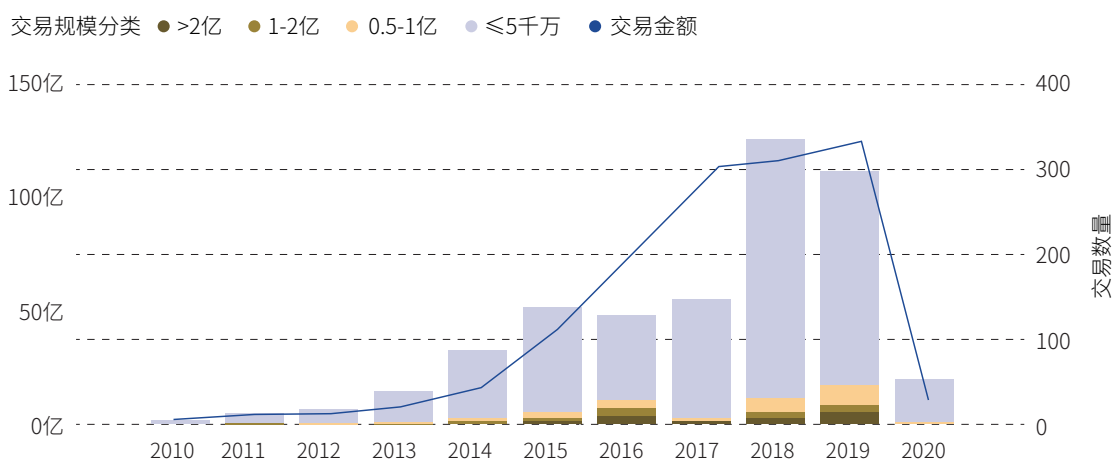
1.3 中国私募股权二级市场过往交易分析

• 1.3.1 过往交易规模分析

为了更加深入地研究中国PE二级交易的市场模式，我们整理了当前中国PE一级市场上活跃的1,495家GP以及它们旗下所管理的所有在中国证券投资基金业协会（“中基协”）备案的基金（中基协备案类型为“私募股权投资基金”和“创业投资基金”），作为基础数据库。

以此为蓝本，我们进一步筛选出了6,720支符合要求的基金：规模达到一亿或以上，且于2018年及之前成立的基金有对外的投资，由此剔除掉“僵尸基金”；同时，为了筛选出市场潜在具有S策略的基金，我们又加入了两条标准：该基金曾投资比自身早两年成立的子基金，且认缴金额在总投资认缴额中的占比超过20%，以便进一步缩小范围。

而在具体观察中国PE二级市场过往的交易情况时，为了作为有更全面深入、穿透性的分析，我们筛选整理了约200只S策略涉及的子基金股权工商变更记录⁵，并通过筛除识别不出卖方、或变更时间离基金成立日期少于1.75年的交易记录，以区分别除募资行为的工商记录，最后以每种买卖方类别匹配的单笔交易为单位，共统计了1,261笔交易⁶。另一方面，我们也同时收集了20余家机构投资者的调查问卷⁷，以了解在PE二级的市场现状和机构化买方的交易难点。



▲ 图5: 历年S交易规模 (左轴: 金额曲线/右轴: 数量分布-按交易规模分类)

来源: 光尘研究部、执中交易通

⁵ 预计当前市场上大部分S交易都已集中在这部分基金中。

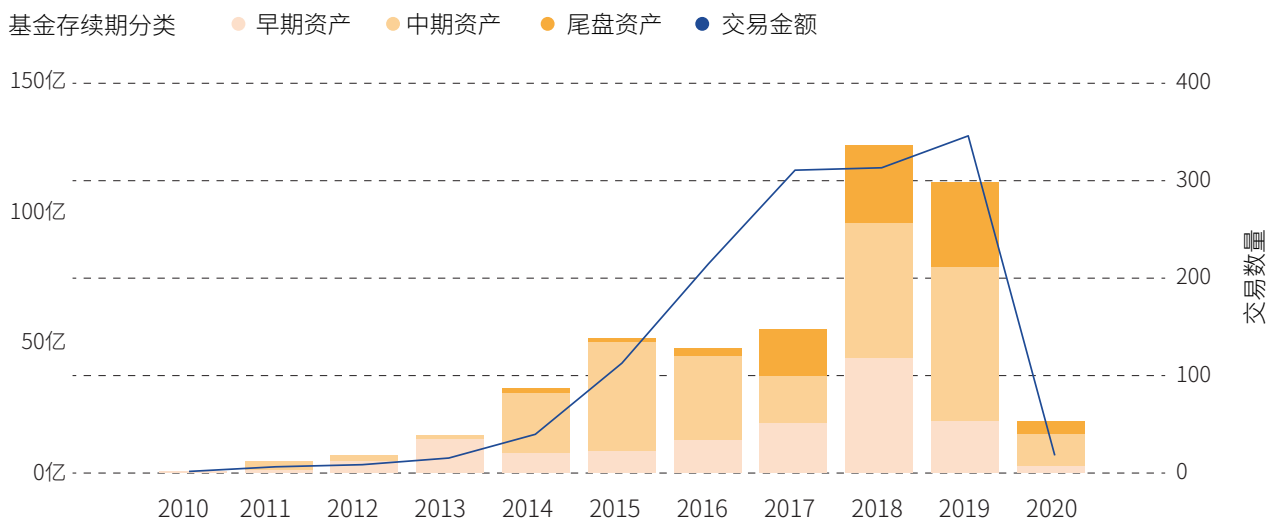
⁶ 对于未披露金额的交易份额大小，我们选择利用交易方类型匹配、标的基金规模和标的基金的策略类型进行推算。

⁷ 本次参与调研的机构主要为专注于私募股权投资的基金管理人，出资人背景多样，且大部分机构的投资诉求集中为纯财务投资。

资管新规触发流动性的诉求,促成S交易的供给。根据我们的统计与推算,2010至2020年初,中国PE二级市场的年平均交易规模至少有46亿人民币,总规模在488亿以上。从图5可见,2018-2019年的交易数量剧增,其背后的原因可能是宏观经济下行的大环境叠加资管新规的出台,使得投资者对流动性有更高的诉求,而这也与我们在访谈中得到的结论一致。事实上,根据调查问卷中的买方机构反馈,GP出售项目标的主要是由原LP对流动性诉求引起,且此诉求在短期内还会持续。

大额S交易于2018-2019年增幅明显。另一方面,我们看到金额超过2亿规模的交易在2018-2019年有明显增加,和资管新规的时间重叠,可以推测资管新规是促使大额交易发生的主要原因。根据调查问卷的结果显示,82%的机构在未来对发起S交易的意愿较高,会主动寻求S交易机会。可以判断,未来中国的S交易规模预计还将继续保持高位。

• 1.3.2 过往交易基金标的分析



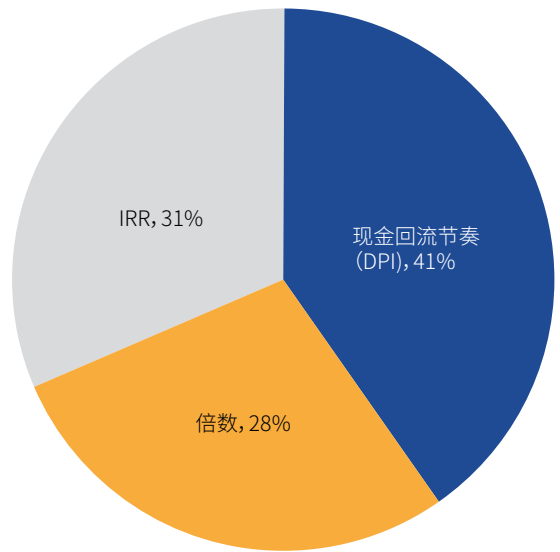
▲ 图6: S交易标的存续期分布 (左轴:金额曲线/右轴:数量分布-按存续期分类)

来源: 光尘研究部、执中交易通

市场更看重现金回流的节奏。根据存续期的不同，S交易标的基金份额可以分成早期资产（“Early-S”）、中期资产（“Mid-S”）和尾盘资产（“Late-S”）：其中早期资产存续期1-3年，处于基金投资期，卖方因监管合规诉求或急迫流动性需求进行出售的概率较大；中期资产存续期4-6年，处于基金投资晚期或完成期，卖方为锁定收益而出售的概率较大；尾盘资产存续期为7-10年，处于基金退出期，卖方因收益、流动性或管理维护成本愿意出售。

图6显示了不同交易年份S交易标的的资产性质：大部分成交交易标的为中期资产，由此可见，看重可预期DPI的卖家无疑是当前的市场主流，而调查问卷的结果也印证了机构买方最偏好中期资产（占S交易标的的42%），此外，从对交易定价指标的重要性分布也可以看出买方对于DPI的重视，其重要性占到41%；相比之下，倍数和IRR的重要权重只有28%和31%。

例如上汽恒旭资本合伙人费飞就对我们表示，上汽恒旭目前重点关注两类S基金机会：一是3年内预期DPI能够达到100%的项目，二是5年内DPI能达到在100%的项目，对于第一类的IRR要求会比第二类略低。在过去一年里，上汽恒旭评估了近20笔S交易机会，并完成了其中的4起。费飞认为，这些交易很好地帮助他们完善了自身投资组合的流动性，在现金分配（DPI）和账面估值（MOC）方面都获得了令人满意的短期回报，大幅缩短了基金的J-curve曲线。

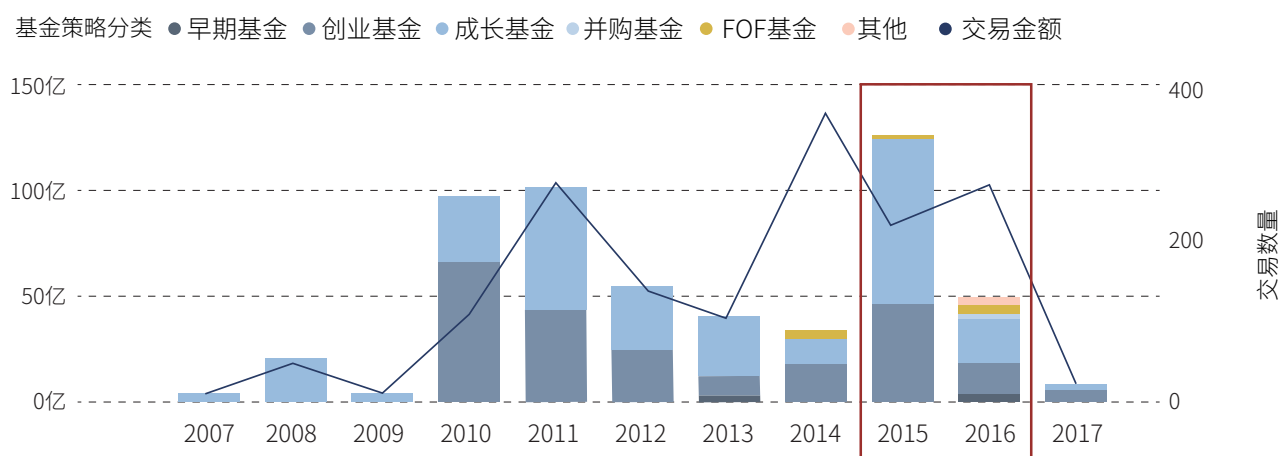


▲ 图7: 交易定价指标的重要性分布

来源：光尘2020年市场问卷调查、执中交易通

近年市场对于基金清盘需求上升，而认缴违约的成功交易较少。私募股权基金的平均存续期在10年左右，因此2008年成立的基金在2018年之后达到存续期上限，中国私募市场也迎来了第一批基金退出和清算的周期。从这个角度来看，2018-2019年尾盘交易增加，也反映了LP对于基金清盘退出的需求。

另外，认缴违约型交易仅为份额转让市场的冰山一角，大部分中期和尾盘资产交易都没有被披露。因而通过公开披露和机构投资者披露而获得的对认缴违约份额转让的市场认知需要修正。



▲ 图8: S交易标的成立时间分布 (左轴: 金额曲线/右轴: 数量分布-按基金策略分类)

来源: 光尘研究部、执中交易通

标的基金折扣大。2015-2016年在“双创”和“供给侧改革”的推动下，大量资本涌入市场，推高资产价格，导致当时投资期的基金底层资产定价达到顶峰。因此在属于买方市场的2020-2021年，虽资产价格回调，卖方进行S交易时，预计基金折扣普遍较大。

问卷调查结果显示，市场化投资者认为未来2年内的S交易中，低于6折的交易占比会从11%提升至19%，高于8折的交易占比会从43%降至36%。如果基金即将到期，面临逾期压力，可能会进一步增加折扣力度。

子基金规模/策略分类	早期基金	创业基金	成长基金	并购基金	FOF基金	其他	总计
>30亿		1.4%	54.8%		2.6%		287亿
10-30亿		7.3%	14.3%	0.3%	0.1%		106亿
5-10亿		1.0%	5.3%			0.9%	37亿
≤5亿	0.2%	4.9%	6.7%		0.1%	0.0%	58亿
总计	1亿	72亿	396亿	1亿	13亿	5亿	488亿

▲ 图9: S交易标的分布-按子基金总规模、投资策略分类

来源: 光尘研究部、执中交易通

交易标的以成长基金为主, 被投企业的退出预期比早期基金和创业基金更有预见性。从各子基金参与S交易的金额来看, 成长基金交易金额占总比为81.2%, 与中国私募股权投资策略分布相符, 2007-2017年成立的成长基金募资金额占总比为56.0%。

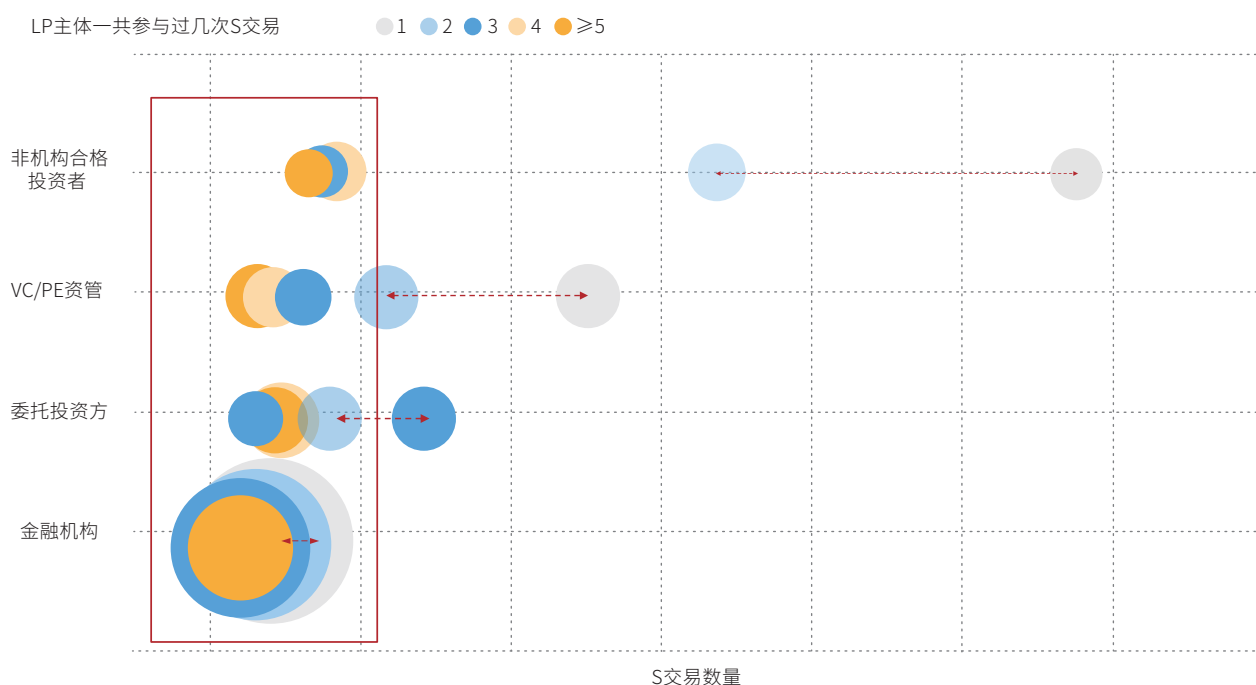
S交易聚集在头部基金, 规模大于30亿的基金份额贡献超过50%的S市场交易规模。在私募股权投资时, 投资人看重GP机构的投资能力和品牌声誉。考虑到市场存在大量未进行工商登记的机构间份额转让, 可以预测知名GP管理的基金交易的实际比例更高, 印证了S交易规模聚集在头部基金的市场印象。

受访嘉宾也表达了类似观点, 如元禾辰坤合伙人王吉鹏在访谈中表示, 现阶段股权投资市场上, 基金份额交易热度较逐年提升。但从投资的本质来说, 基金份额交易最重要的还是要关注资产质量本身, 基金份额交易的优质资产占比也符合“二八”甚至“一九”的统计规律, 好资产永远是稀缺的。

问卷调查结果显示, 机构买方安排备选项目(Pipeline)最倾向于已合作GP(53%), 其次是白马GP(26%)/黑马GP(20%), 因此在衡量标的的GP时, 市场投资机构会结合过往的合作经验、以及GP的能力与业绩。

1.3.3 过往交易者偏好与特点分析

本白皮书将S市场参与方划分为4类投资者⁸，主要从交易数量、交易金额、交易对手层级、LP主体参与S交易次数这四个维度分析各类投资者在S交易市场的参与情况：

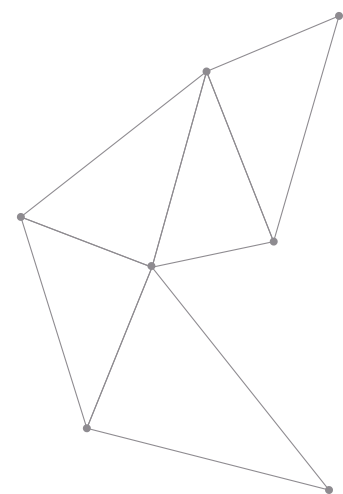


▲ 图10: LP主体参与重复交易数量(X轴)与金额中位数(气泡大小)

来源: 光尘研究部、执中交易通

图10显示,在交易数量上,非机构合格投资者LP是最活跃的S市场参与者,对流动性诉求最大。图11进一步显示,约70%的交易都由决策流程较为简单的民营资本(个人、企业投资者等)完成,且与其他类型LP进行的交易中67%为卖出。问卷调查显示:在市场化机构作为买方的交易中,卖方以个人、民营企业为主(57%),与数据分析吻合。这一方面显示了人民币PE市场的LP结构特征,另一方面也表明该类型投资者对于主动管理流动性的需求;可以预测,在近期此类投资者依然会保持重要参与者的角色。

⁸分类说明:“非机构合格投资者”:上市公司、企业投资者、个人、其他;“VC/PE资管”:VC/PE、资产管理公司;“委托投资方”:FOFs、公共养老金、大学及基金会、政府引导基金;“金融机构”:保险、券商、银行。



		卖方				
LP主体类别		非机构合格投资者	VC/PE资管	委托投资方	金融机构	总计
买方	非机构合格投资者	28.6%	11.7%	2.5%	1.0%	43.8%
	VC/PE资管	15.4%	9.6%	2.3%	1.0%	28.3%
	委托投资方	12.8%	8.2%	1.8%	0.8%	23.6%
	金融机构	2.0%	1.6%	0.3%	0.4%	4.3%
	总计	58.8%	31.0%	6.9%	3.3%	100.0%

▲ 图11：S市场参与方交易数量占比分布情况

来源：光尘研究部、执中交易通

同时，随着监管要求的落地和机构投资专业化的提升，金融机构在S市场中的重要性也会越来越突出，只不过参与的方式会更加多样化。

我们预计，资管新规将加速资本市场参与者的迭代，风险承受能力低、流动性需求高的个人投资者将逐渐退出S市场，金融机构、市场化母基金以及带有国资背景的机构（如政府引导基金）将更有动力出售。问卷调查结果显示，未来，这些卖方的占比预计会从现在的44%提升至59%。

从单笔交易金额来看，金融机构出售的份额较大。其中，金融机构间的交易份额中位数最大，超过1.3亿。受资管新规的影响，金融机构如商业银行、保险机构需要通过份额转让，调整在私募股权市场的资金配置。

从交易对手来看，不同信息层次间的交易更容易达成（图12）。一个非常有意思的现象是：VC/PE资管与同类机构交易意愿反而较低，可见机构投资都想利用信息的不对称来获利，由此导致了信息对称间交易反而更少。

在金融机构参与的S交易中，不同类LP的交易金额中位数明显小于同类LP交易。原因可能在于金融机构的单笔投资较大，所以转让的份额标的往往限制了出资能力较小的市场参与者。另外，金融机构投资的基金要求较高，所以基金管理人可能对交易对手的专业性和资金周期有较高的要求，从而把交易限制在金融机构之间。

从LP重复参与S交易次数来看，信息劣势方⁹会有更多的一次性参与者。从图10可以看出，参与过3次或以上S交易的主体，在不同信息层次参与S交易总次数类似；但信息劣势方，如非机构合格投资者，明显会有更多参与过1次的投资者。一次性参与者的诉求可能分为两类：一是因流动性诉求而新进入市场的卖方；二是以前S市场的买方，由于信息劣势，投资回报没有达到预期等，选择退出S市场，甚至是PE市场。因此，当信息优势提高，资金周期属性变长，一次性参与者的占比逐渐减少。

⁹ 4类投资者信息优势从大到小的排序：金融机构、委托投资方、VC/PE资管、非机构合格投资者。



1.4 中国私募股权二级市场交易总结

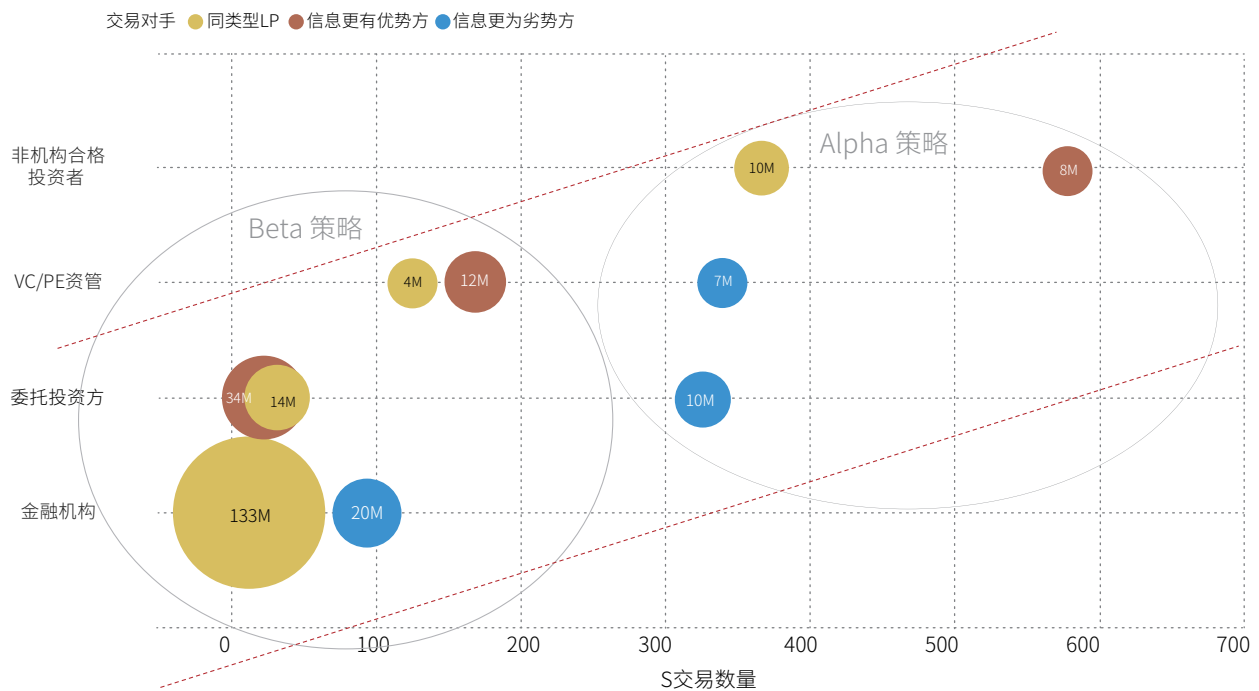
结合交易数量和单笔交易金额的数据,可以发现国内S市场呈现杠铃型分布,市场参与者呈两极化的状态。一方是处于信息劣势但决策流程高效的个人、企业投资者,另一方是处于信息优势但决策流程冗长的市场化机构。

市场普遍认为个人和企业投资者在市场上处于弱势。但实际上,从已经成交的案列分布来看,S交易中民营资本的经验已经非常丰富,并且大部分集中在知名一线品牌。个人、企业的资金周期较短,作为卖方参与S市场,可以满足流动性诉求,而作为买方则可以通过购买中后期资产,实现更快的现金回流。

追求财务收益的决策流程,往往会忽略卖方诉求,导致交易效率和成功率低。调查结果显示,53%的机构表示投资S策略的储备金在2-7亿元,其决策流程类似于直投项目,追求纯粹财务收益。大部分卖方参与S交易是为解决:1) 基金到期、2) 认缴违约、和3) 流动性诉求(调查显示共计82%),可见交易双方存在一定的诉求错配。

在我们看来,买方过度追求自我的财务收益,容易忽略交易对手的非财务诉求。例如交割紧迫性、信息披露可能性、与GP的长期关系等,反而会对交易效率和最终的交割成功率造成阻碍。

市场化机构能力过高,难以区分Alpha和Beta投资机会。机构买方相信GP配合尽调和独立判断,是推动交易的先决条件,然而调查显示只有45%的GP会主动配合提供所需的资料,这就导致估值定价困难。机构买方对市场的覆盖越广、资产理解越深,在充分的市场信息前精挑细选可比项目,反而会因为追逐单个项目的Alpha机会,而放弃了可能通过保守定价和快速流程可带来的Beta收益。



▲ 图12: S交易数量(X轴)与金额中位数(气泡大小, 单位: 百万)-按交易对手分类

来源: 光尘研究部、执中交易通

民营资本在S市场的交易经验已经领先于市场化机构, 这来自于不同头寸的投资流程和判断效率。市场化机构在问卷反馈中验证了这一点, 他们认为S交易最大的难点包括买卖双方报价预期差异大(22%)、资产价格弹性大(19%)、环节复杂且时间紧迫(16%)。反之个人和企业决策流程更加简化, 更偏向小规模S交易, 以降低单笔交易金额来减少判断失误所带来的损失, 所以成交概率更高。

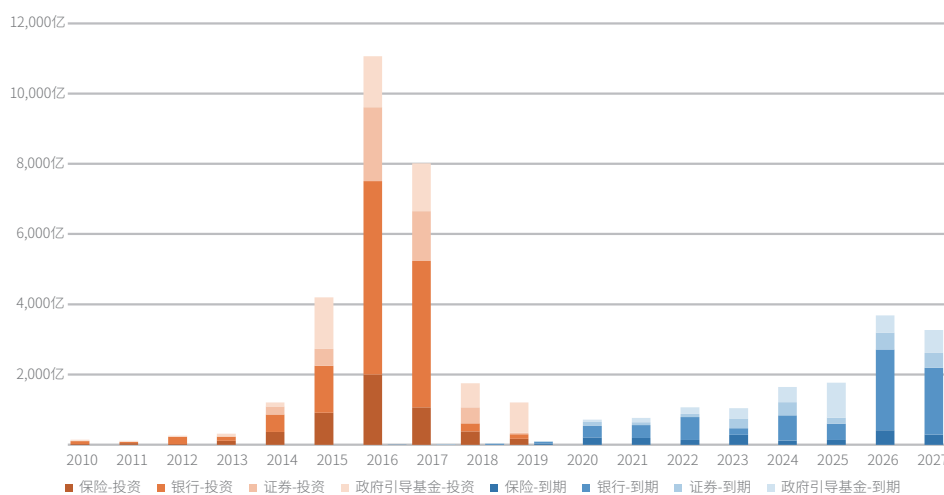
骐骥一跃, 不能十步, 个人及企业投资者长期积累的丰富的交易经验, 反而使其在PE二级交易中能更敏捷地抓住机会。

第二章：私募股权二级市场重要参与方分析

2.1 存量资产规模分析

在当前资本寒冬环境下，国内S市场呈现出明显的“买方市场”特点，手握弹药的机构投资者无疑具有极高的话语权和议价权，其中以金融机构与国资背景投资者最为市场所看好；无论是银行、券商、保险公司亦或者引导基金，都已成为当前S交易中不可忽视的重要出资力量。然而受监管及资金属性影响，这两大出资人往往也只能是“戴着镣铐跳舞”，其配置策略受到社会舆论与政策导向的左右和影响，短期内或难以承担“白衣骑士”的重任。

但从长期来看，未来随着S市场的发展壮大和投资者教育的不断深入，我们相信在经历了萌芽探索、井喷发展以及规范转型期的机构投资者，必定会在中国PE投资市场的专业化探索的道路上持续前行下去。面对行业规范改革的阵痛，PE二级交易的灵活退出方式，或许可以协助他们顺利转型，推动中国私募股权市场整体性健康发展。



▲ 图13：金融机构和政府引导基金出资/到期规模¹⁰

来源：光尘研究部、执中交易通

¹⁰ 数据库仅收录587支引导基金作为样本分析，募资和到期规模可能小于实际值。

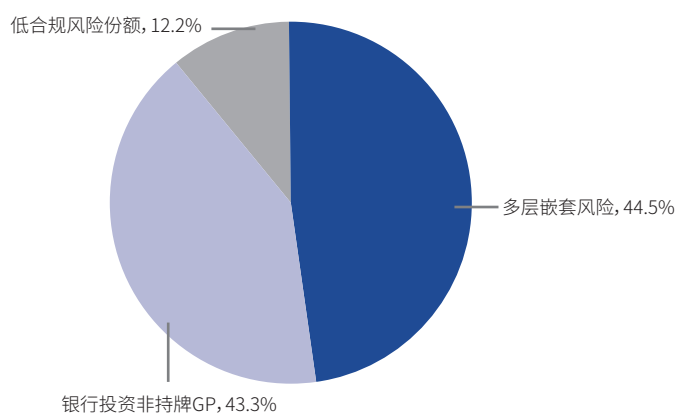
2.2 历史沿革与政策解读

• 2.2.1 银行系机构一退出压力巨大，短期内银行系或扮演卖方角色

银行系统进入私募股权市场的资金可观，但多层嵌套严重。在“双创”大发展和“供给侧改革”的双重刺激下，银行机构对私募股权的投资在2016、17年达到了最高峰，累计金额逾九千亿。庞大资金的注入，无疑为中国互联网及科技创新的发展壮大做出了巨大贡献，但在金融分业监管的模式下，也导致了嵌套错配情况严重。

新规架构下，约90%银行投资存在合规风险(图14)。2018年4月27日，资管新规出台，监管层采用穿透识别监管的原则，明确提出了消除多层嵌套和通道的要求，直接导致了此前被广泛采用的“多层嵌套+间接投资”模式在法律层面面临实质障碍；另一方面，针对此前银行系资金通过海外子公司或者通过银行理财产品将进入股权市场的做法，2018年9月26日，银保监会发布了《商业银行理财业务监督管理办法》(银保监会令2018年第6号，简称“《银行理财办法》”)，进一步限制了商业银行理财产品对于一般私募基金管理人管理基金的投资。

猛然踩下的刹车，不仅掐断了股权投资行业传统的银行募资通道，也直接导致了2018年以来的股权募资寒冬。虽然在其后的两年时间里，央行、发改委等多部门先后发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》和《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》，在一定程度上为银行系资金进入股权私募行业留下了后窗，但新入资金依然较此前大为减少。在这种背景下，存量资金如何退出便成了银行系机构面临的首要问题。



▲ 图14: 银行系机构持有合规风险份额比例¹¹

来源: 光尘研究部、执中交易通

¹¹ 此处，根据《银行理财办法》，若商业银行及其子公司投资于非持牌金融机构管理的基金，则可能面临合规风险；倘若金融机构投资子公司/资管公司使用其他金融机构理财资金进行私募股权投资，则可能存在潜在通道业务风险。

虽然系统内可以消化一部分违规存量,但需处置存量仍然可观。我们认为,通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务或与持牌GP的合作可以化解一部分合规风险,但过渡期结束后,体系内无法消耗的即期份额依然将十分可观,银行系仍将持有至少上万亿的存量私募股权份额。在这样的背景下,或许PE二级市场是当前银行最适配的调仓方式。

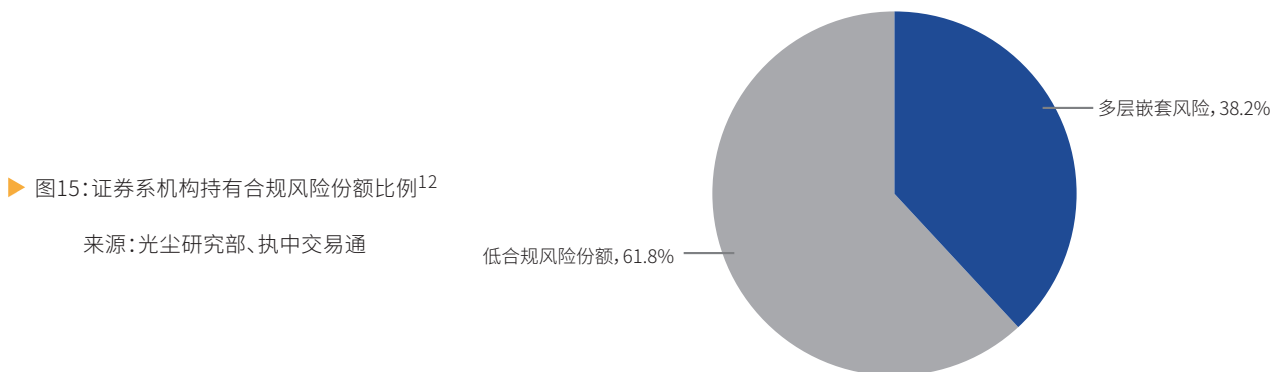
银行机构有精进业务的压力,但短期精力集中在处置违规资产。长期来看,期限匹配会倒逼银行提升主动管理及盈利能力,非标到期后银行应有动力去配置高收益率的权益资产。但从短期来看,我们预期银行类机构或许更倾向于在PE二级交易中扮演卖方角色,其主要精力将首先集中在处置存量资产之上。

• 2.2.2 证券系机构—资本寒冬下灵活退出、砥砺前行或为券商系机构核心议题

在分业监管的背景下,除了银行系资金外,券商资金也大量涌入私募股权市场。自2014年开始,国内各大券商公司投入到私募股权市场的金额呈几何增长趋势,并于2016年达到投资规模的顶点。从2010年至2016年,券商投资公司投资年复合增长率为132%。

监管趋严,强化母子公司一体化管控,证券系投资规模迎来了第一个下行转折点,约38.2%证券系持有份额存在潜在合规风险。2016年12月,中国证券业协会起草了《证券公司私募基金子公司管理规范》,2018年出台的资管新规先后限制了银行资金流向券商私募领域,缩小了券商私募子公司的募资范围。据统计,截至2020年12月31日资管新规过渡期结束,仍约有38.2%的证券系份额由于多层嵌套及资金池等原因,存在潜在合规风险,需考虑如何妥善安排(图15)。

通道业务资金阻塞,资本价值波动大,券商私募行业无疑面临转型自救。在上述背景下,券商系资本首先需要考虑的是如何利用投融资优势及其公开市场经验,更好地引导被投资企业参与并购整合,优化上市策略,配合私募股权同业和政府资金完成自身转型,抓住发展新机遇。因此在短期内,我们预期券商系机构更多出现在S交易的卖方市场。

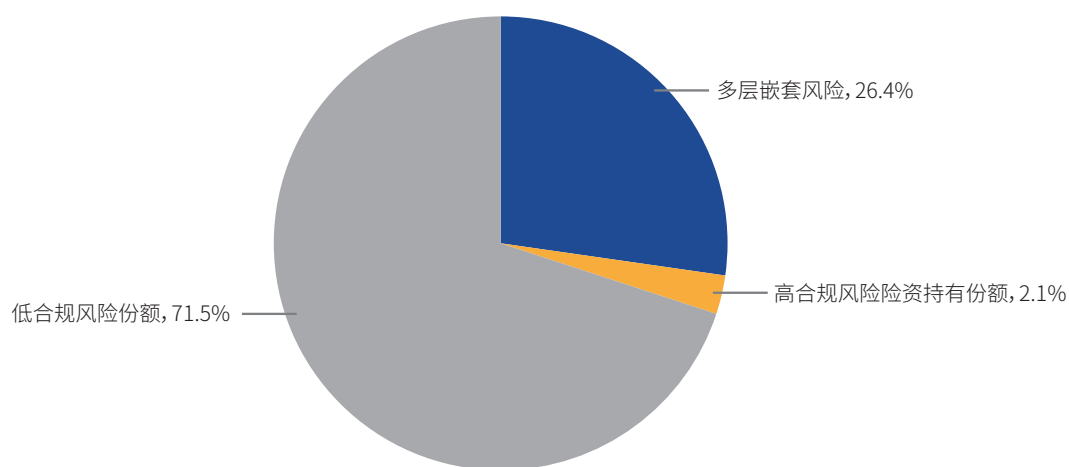


¹² 此处,倘若金融机构投资子公司/资管公司使用其他金融机构理财资金进行私募股权投资,判断存在潜在通道业务风险。

• 2.2.3 保险系机构—危中择机, 份额交易提供潜在机会

经济繁荣辅以政策激励,自2012年起,中国的保险公司开始通过基金和直投,将大批资金投资到了私募股权市场。险资在私募股权市场投资规模约5000亿。相比于银行系资本,资管新规对于保险资金的影响并不大。而作为真正的长期资金,险资也越来越多地被视为取代传统银行资金的最佳出资人选。

监管趋紧,合规压力对私募股权配置影响较小。受到资管新规影响,部分保险机构资管公司此前受托投资的部分金额,可能面临涉及多重嵌套及资金来源端的期限错配的风险。此外,《保险公司偿付能力管理规定(征求意见稿)》中明确提出的偿二代“三维标准”,使得过往在投资配置上过于激进的中小型保险机构不得不减少其在风险相对较高的私募股权市场的配置。然而从整体观察,政策合规影响并不大,仅约有30%的私募股权投资存在潜在处置需求。

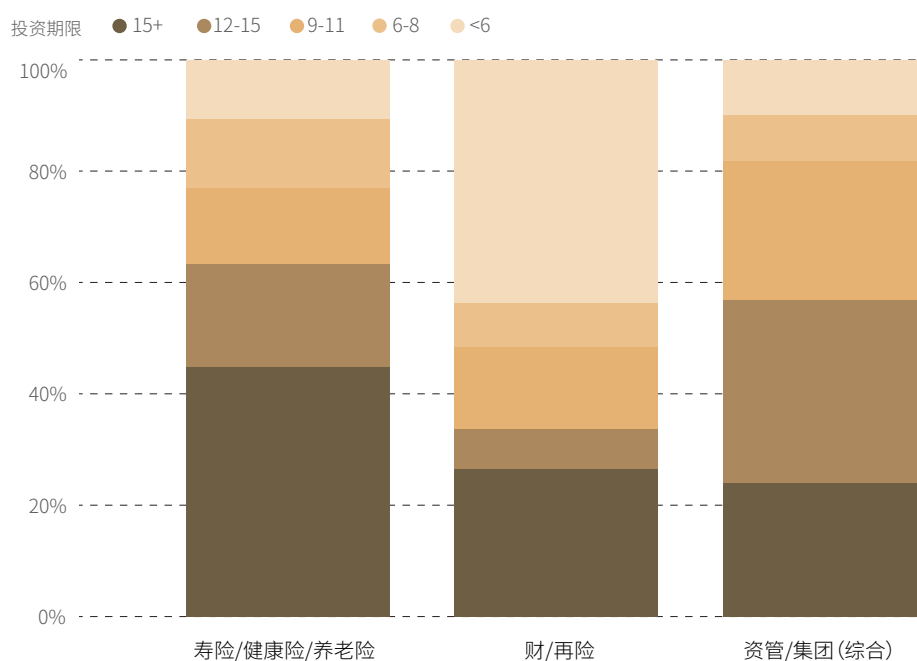


▲ 图16:保险系机构持有合规风险份额比例¹³

来源:光尘研究部、执中交易通

¹³ 高风险险资持有份额根据2019年风险综合评级为C/D级的保险机构所持有的未到期份额;倘若金融机构投资子公司/资管公司使用其他金融机构理财资金进行私募股权投资,判断存在潜在通道业务风险。

另一方面，私募股权配置在保险机构资产负债管理中的作用也较为明显。可以看到不同类型保险机构在加强资产负债管理，通过匹配与资金端周期相符的私募股权配置，缩小久期缺口，防范流动性风险，降低潜在的利差损风险，增强保险韧性的支撑。

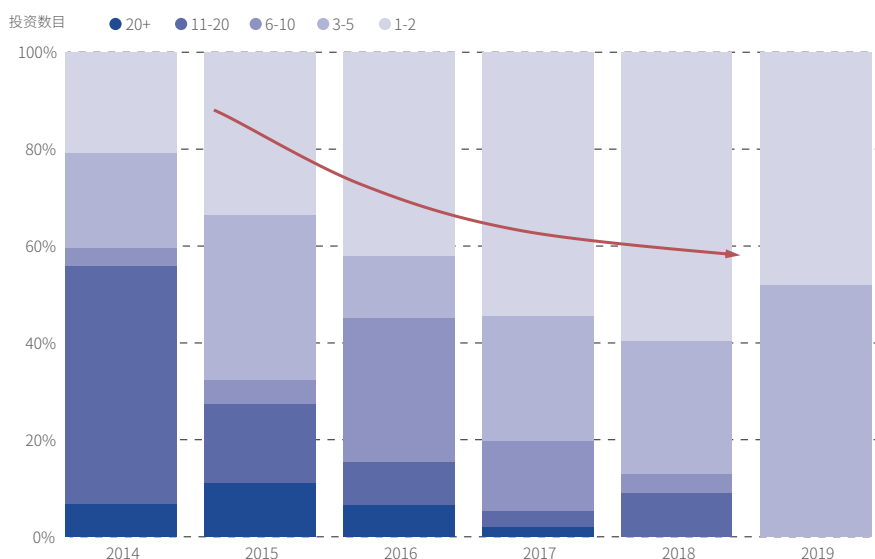


▲ 图17: 保险机构投资子基金的期限金额分布-按保险出资类型

来源: 光尘研究部、执中交易通

但从现实来看，虽然利好政策不断，当前保险资管整体股权配置仍相对较低。据保险资产管理业协会发布的2019-2020年保险资管业综合调研数据，股权投资计划仅占保险资管产品存续总规模的5.5%。

导致这一结果的原因，或许是近期实体经济的整体低迷，让私募股权市场暂时丧失了对险资配置的吸引力。经济下行期间，政府和企业对资金的需求推高了债券利率，而保险基金投资部门往往有着更低风险的偏好，这使得部分可提供稳定收益的类债权资产挤占了险资本该配置给股权投资的份额。此外我们发现，即便配置于私募股权市场，保险机构也更加倾向于具有明确标的或稳定回报的单项基金。



▲ 图18: 保险机构投资子基金的项目数量分布-按基金成立年份和出资金额

来源: 光尘研究部、执中交易通

PE二级市场或许是当下险资增大对股权基金配置的最佳切入点,但不是每个机构都能拿到门票。当前低利率环境加大利差损失风险、资产负债匹配难度增大、再投资压力凸显、投资收益压力陡增,保险资金运用面临巨大挑战。在外部环境及自身转型双重压力下,保险行业步入实质性分化期。

对于中小型保险公司,自身团队直投能力有限,参与私募股权二级市场可以大幅提高配置效率。然而在市场出清,经济增速下行的宏观环境中,能够以合适的价格作出反向操作,有很大的商业风险,这需要机构有明确的战略目标和完善的执行技能。

因此我们预计,未来大多数保险机构将选择从众或者原地不动,而少数机构将有望“危”中择“机”、脱颖而出,而这也是历史给予他们的特殊挑战与机遇。

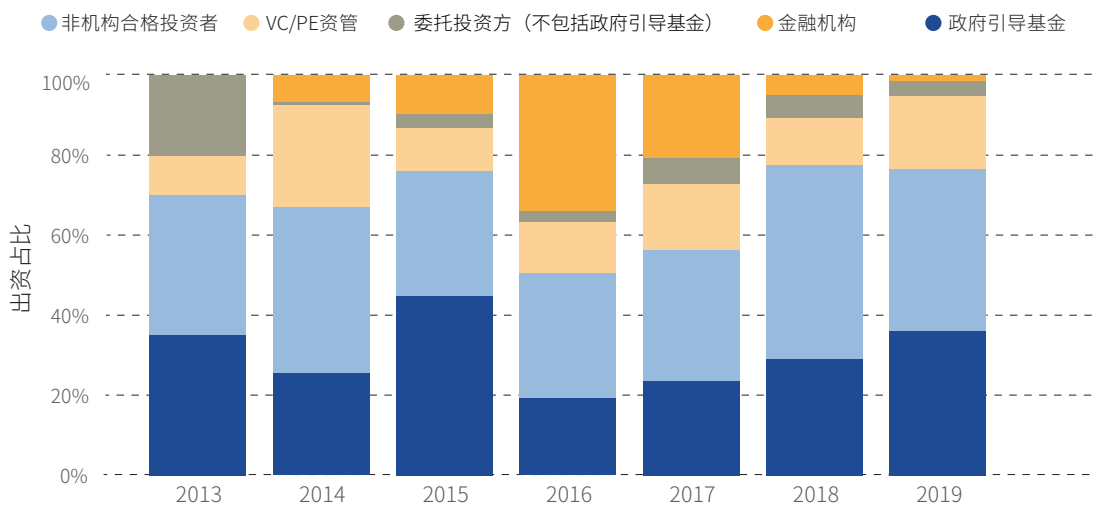
• 2.2.4 政府引导基金—逐步与市场机制接轨，更好发挥引导和协调行业发展作用

政府引导基金是指政府出资设立并按照市场化方式运作的非营利性基金，旨在通过利用财政杠杆吸引社会资本投入实体经济，创业投资资本供给，拉动地方经济发展和投资。**换言之，在成立初期，政府引导基金就有着不同于其他资金的“非财务”投资诉求。**

我国政府引导基金的发展共经历了三个阶段。2002年-2007年为探索起步阶段，以2002年中关村创业引导基金的成立为我国引导基金的开端；2008年-2015年是规范运作阶段。2008年，发改委发布了《关于创业引导基金规范设立与运作的指导意见》，明确了政府引导基金的性质与宗旨、基金设立的资金来源、基金的运作原则与方式等。2015年随着两大国家级引导基金——400亿元的国家新兴产业创业投资引导基金与600亿元的国家中小企业发展基金先后成立，各地方政府也开始纷纷设立引导基金，我国的引导基金发展进入快速发展的第三阶段。**自2015年起，各级政府引导基金规模已至千亿级别，成为了资本市场的主力军。**

然而，经历过高速发展后，政府引导基金也进入**结构性调整阶段**。2020年财政部发布的《关于加强政府投资基金管理提高财政出资效益的通知》（简称《通知》）明显限制了地方政府的出资能力。同时，资管新规也影响了政府引导基金通过金融机构募资撬动社会资本的能力（图19）。

此外，《通知》也**进一步要求政府引导基金更加市场化、多元化**。《通知》要求设立基金时要规定存续期限和提前终止条款，并设置明确的量化指标。在此压力下，引导基金亟需提升资金利用效率，对于投资效率不高的子基金，可能存在清退撤资的操作。



▲ 图19: 引导基金投资的子基金的出资结构变化

来源: 光尘研究部、执中交易通

PE二级市场或许可以提供灵活的处置方案。据我们统计，政府引导基金的平均存续期为10.3年，大量存量基金将于2022年起到期，并于2026年达到顶峰。基于政府引导基金的退出诉求，大量被投子基金需要在其退出前实现底层项目的退出。然而退出渠道的狭窄，叠加其他涉监管规范、急需退出的LP“踩踏”，都使得这些子基金的退出难以顺从预期，市场急需一个灵活的处置方案，例如利用私募股权二级市场，协同发力，实现子基金的项目全盘退出。

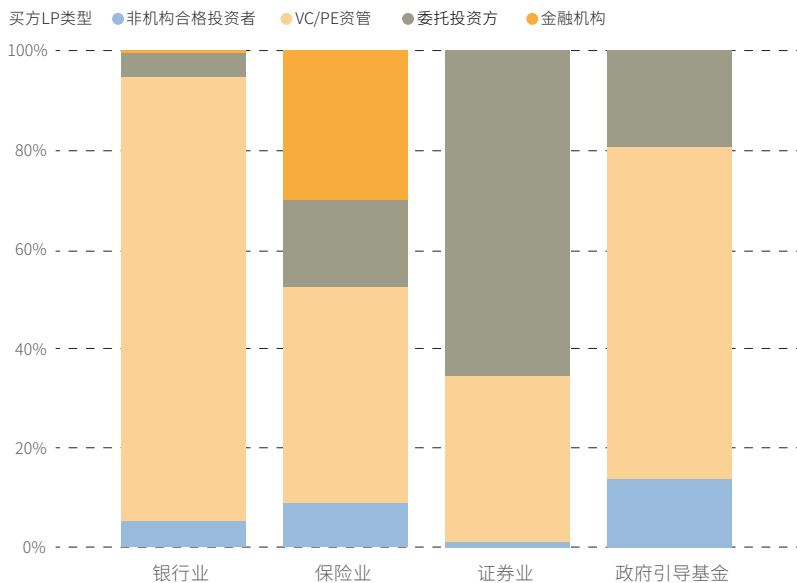
此外，相比于千亿级别的存量市场，在研究数据范畴内，政府引导基金在2016-2020年累计参与的S交易金额不足10亿元，随着未来大量基金到期，这样的退出速度无异于杯水车薪。因此我们有理由相信，随着政策的不断优化和革新，政府资金参与的基金份额定价会逐渐与市场机制接轨，提供有效市场供给。

2.3 历史私募股权二级市场交易特征分析

由调仓优化到处置风险份额，监管收紧催生金融机构尾盘份额交易。资管新规出台前，金融机构进行的PE二级交易多出于锁定优质项目、优化配置或提升整体财务回报为考量，因此这时的S交易多以早期及中期的资产为主。然而随着2018年后政策的逐步收紧，处置存在合规风险的尾盘资产也逐渐被金融机构纳入了交易的考虑范围。

受资管新规影响，近两年机构买卖角色转变分明。受新规去杠杆、去刚兑、反嵌套的整改压力影响，以2018年为分水岭，合规风险份额持有较多的银行/券商系金融机构在PE二级交易中扮演的卖方角色比例逐渐上升；与之相对的，那些影响较小、资金相对充足的险资机构作为买方出现的频率也随之增加。

市场参与者多为机构份额受让方，调整期或为发展契机。从历史数据来看，此前的PE二级交易中，市场化参与者收购了约80%机构转让的份额（图20）。然而，新形势下，资管新规对金融机构及政府的深度市场参与提出了更加严格的要求，促进各金融机构回归业务本源。这一过程必然需要灵活多元的退出机制予以承接，也需要拥有相对丰富资金的金融机构提升对退出的参与度。



▲ 图20: 受让金融机构出售份额的LP类型分布-按交易金额

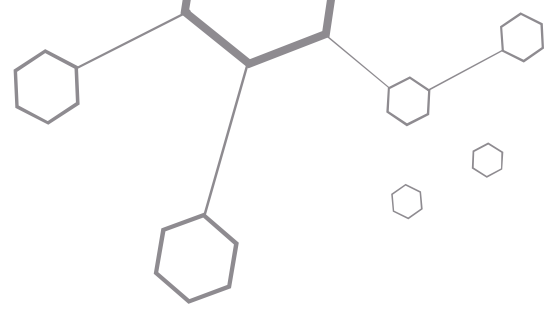
来源: 光尘研究部、执中交易通

2.4 私募股权二级市场交易潜在限制与机遇

无论是金融机构，还是政府引导基金所持有的份额，在短期内均有或多或少的调仓需求。我们可以看到，资管新规颁布后，一系列配套规定致力于通过鼓励金融机构子公司入场，加强体系内风险份额退出消化，去除此前的多重嵌套及通道业务，希冀资金“脱虚向实”，推动资金回归资产管理本质。

	最新适用政策	PE二级交易的利好政策和动态
银行	《商业银行理财子公司管理办法》 (银监会2018年第7号令)	鼓励银行理财子公司入场 :明确商业银行理财子公司可以与符合条件的私募投资管理人合作,进入股权投资市场。从2018年下半年银行机构开始正式进军私募至今,工农建交中五大行在私募股权投资领域全部聚集。2020年5月25日,基金业协会公示信息显示,交银资本管理有限公司完成私募备案登记。机构类型为私募股权、创业投资基金管理人。
保险	《保险资金投资股权暂行办法》 《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》	鼓励资管产品加大对创业投资的力度,并逐步提高股权投资类资管产品比例,拓宽间接投资范围 :明确将“投资股权”列入保险资金运用法定形式中,放开医疗、基础设施等行业的间接投资投资范围。随着险资投资创投基金政策的完善、股权投资比重的提高,股权投资行业的募资渠道有望得到拓宽。
证券	《关于证券公司子公司整改规范工作有关问题的答复》(证券业协会,2018年)	拓宽券商政府合作,放宽二级管理子公司设立限制 :明确证券公司私募基金子公司可以与地方政府投融资平台、国家重点扶持产业龙头及知名外资机构合作,在取得相关机构无异议函后成立二级管理子公司。
	《证券期货经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(试行)》(证监会,2019年1月)	2020年1月3日,上海国泰君安创新股权投资母基金中心(有限合伙)成立,根据公告,国泰君安股权投资母基金首期基金认缴意向总规模约为80亿元。
政府引导基金	《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》(发改财金规〔2019〕1638号)	政府引导、创投基金获多层嵌套豁免 :明确资管产品投资创投基金和政府出资产业投资基金时,该两类基金不视为一层资产管理产品。2020年4月28日,专注不良资产处置的深圳资产管理有限公司成立,经营范围不仅包括收购金融机构和非金融机构的不良资产。其股东深投控、罗湖引导基金和中国国新过去5年大量参与了VC/PE基金和各类型企业的股权投资,未来对这些资产的收购和处置可能成为深圳资产管理有限公司的方向之一。

然而,PE二级交易在当前中国法律体系下,仍然面临着一些流程性的障碍。相关买卖双方主体进行交易时,需要仔细核查正式有限合伙协议,根据其特殊情况对交易流程及架构逐案进行调整。



	最新适用政策	PE二级交易的流程障碍
总体	《合伙企业法》	<p>在伙LP被通知要求: 有限合伙人可以按照合伙协议的约定向合伙人以外的人转让其在有限合伙企业中的财产份额, 但应当提前三十日通知其他合伙人。</p>
		<p>在伙LP优先购买权: 当前《合伙企业法》的机制为默认享有, 即除非合伙协议明确排除, 合伙人对外转让目标基金份额的, 同等条件下其他合伙人享有优先购买权。</p>
		<p>份额出资瑕疵: 若标的份额存在未履行或者未全面履行出资等瑕疵, 则受让方作为有限合伙人加入合伙企业(“子基金”), 可能会承担因标的份额瑕疵导致的法律责任。</p>
		<p>份额权利瑕疵: 若标的份额已设立质押等权利负担的, 则该负担将构成履行转让协议的实质性障碍, 质押登记影响工商登记变更, 同时受让方支付转让款亦会引起提存或提前清偿债务。</p>
金融机构	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(“资管新规”)	<p>多层嵌套限制: 若金融机构购买份额所使用的是资管产品资金, 或投资份额中存在资管产品, 需核查是否存在可能构成违规的多层嵌套结构。</p> <p>打破刚性兑付: 若在新规实施前, 金融机构所持有的份额存在相应刚兑条款, 在退出安排时, 需与原基金其余合伙人探讨相应权利填补机制, 可能会影响份额退出节奏</p>
	《私募投资基金监督管理暂行办法》	<p>合格投资者要求: 指具备相应风险识别能力和风险承担能力, 投资于单只私募基金的金额不低于100万元且符合下列相关标准的单位和个人: 净资产不低于1000万元的单位; 金融资产不低于300万元或者最近三年个人年均收入不低于50万元的个人。</p> <p>金融机构购买份额时, 使用通过汇集多数投资者资金直接或间接投资于私募基金的, 管理人应当进行向上穿透式核查。</p>
政府系与国资背景	《企业国有资产交易监督管理办法》(“32号令”)	<p>国资审批与进场交易: 基金份额交易可能涉及“企业国有资产交易”, 国有企业作为买方和卖方均有可能涉及评估和评估核准/备案程序; 但“32号令”第六十六条为“政府设立各类股权投资基金投资形成企业(股)权对外转让”留下空间, 需具体参考各地政策。综合各地方性规定, “投资时在投资协议及相关合同中载明退出条件和退出方式的, 可以按照合同约定退出”, 为政府引导基金份额的转让留下政策活口。</p>

总体来看, 历史上一些份额交易盛行在机构圈子内流转, 而新退出方式也存在复杂性与不确定性, 因此中国PE二级市场机构间的交易始终较为缺乏。然而, 资管新规过渡期将逝, 传统圈子内处理方式或许已无法消化此部分风险份额。如何能突破传统惯性思维的限制, 采取更灵活的退出方式辅助行业顺利转型, 已经成为所有市场参与者需共同探讨的课题, 在我们看来, 这无疑也为机构间交易提供了新的机遇。

第三章：私募股权二级市场的变革与进化

3.1 机构投资者的市场机会

根据以上趋势可以看出，基金份额交易正日益成为人民币股权基金的“刚需”。市场发展资管新规的推行、宏观周期的形势和大批基金的到期，特别是随着人民币基金的规模增长与海外经验逐渐深入互通。但是另一方面，想参与S市场的买卖双方受限于种种困难和制约，始终无法将巨大的存量转化成为活跃的市场行为。正如深创投S基金投资部总经理吕豫在访谈中所言：一级市场存量股权的资产证券化是一个巨大的金矿，但鉴于股权投资的专业性和一级市场股权价值评估的难度，加之私募基金信息不透明的本性，这个金矿始终没有打开。

所谓“在现实中找问题，在历史中找答案”。2009年创业板的横空出世，曾开创了人民币基金高速发展的“全民PE时代”，仅仅10年时间就追上了美国近半个世纪私募股权的发展步伐。而S交易的出现与兴起，似乎也将在经历一个类似的红利时代；据清科研究中心数据统计，2012年至2019年上半年，中国的股权投资基金募集总量已经与美国处于同一量级，均超过1万亿美元的大关，然而相比之下，中国同期S交易总规模却仅为美国的约1/7，交易总金额更是只有美国的约 1/50¹⁴。从这个角度来看，未来国内S交易市场增长空间与爆发式增长潜力，都将较“全民PE时代”更为可观。

带着这样的历史视角，我们欣喜地注意到了当前市场中已显露的一些确定性趋势。比如政策层面上，相关注册制及减持新规的出台和多层次资本市场的逐步完善，正在为PE二级市场提供了多样化的退出选择与流动性预期；而交易结构上，我们也看到一些借助接续基金实现延期重组、借助基金重组实现“变道美元”的案例开始出现；此外，Whitehorse Liquidity Partners和17 Capital等海外机构设计的结构化产品的交易结构，正为国内的交易参与者们提供充足的参考借鉴，促使其向专业化转型并彼此走向紧密链接合作；而从交易参与方而言，海外资本的关注，险资等长期资金LP的入场，也让更多专业的机构化投资者开始引领这个市场；多元化的专业中介服务机构与交易服务平台已现萌芽，逐步满足市场中日以上升的交易需求，在信息不对称的市场环境中高效对接双方需求，并创造价值。



¹⁴数据来自于《2019年中国私募基金二手份额交易研究报告》(清科研究中心)。

市场机构化会为多方创造价值 and 机会。我们相信，在这个过程中，买方将会逐步摒弃“接盘”、“捡漏”的心态，理解S交易的本质，以其价格发现与价值判断的能力，获得相对确定性的收益，提升其在资产配置中的价值；而卖方也将逐步将S交易，从流动性紧张下被动的资产变现方式，转化为资产组合的主动管理，提升整体DPI的流动性解决方案；GP也可以通过多种S交易策略满足LP结构调整、后续基金募资、人民币基金出海等多种需求，从而在整个交易中秉持更加积极开放的态度。而这一切，都将带来更加高的关注度与参与度，更加优质的资产质量与交易参与方，更多元化的交易模式与市场参与方，更加高效透明的市场规则与交易机制。

这些确定性的趋势，都让我们这个朝阳市场充满着希望，也预示着市场已经在准备着迎接一个时代性投资机遇的到来。

3.2 政策逐渐完善,提升私募股权二级市场的制度建设

相关政策的发布和松绑,企业IPO退出有了更多便利性。2020年3月6日,证监会同时出台《上市公司创业投资基金股东减持股东特别规定》(2020年修订)(以下简称《特别规定》)和《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统股票公司转板上市的指导意见》(以下简称《指导意见》)。其中《特别规定》取消了投资期限在五年以上的创业投资基金减持限制,为VC/PE的退出全面松绑,旨在鼓励真正从事长期投资的基金更为便捷地退出;而《指导意见》则为新三板注入了更多流动性,也为新三板上市公司的转板和基金退出提供了更多可能。

科创板推出和创业板注册制改革,提振行业对于退出渠道的信心。2019年6月13日,科创板宣布开板,从名词提出到挂牌交易,科创板只用了220天,也再一次创造了“中国速度”。整个2019年,共63家VC/PE背景的中资企业登陆科创板,退出回报总规模为1090.19亿元¹⁵。2020年4月27日,中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》(以下简称《总体方案》),标志着创业板注册制改革拉开了序幕;相比于科创板主要定位的硬科技,创业板主要是支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合,与科创板相辅相成、互为补充。科创板和创业板注册制在一年间的先后落地,无疑将使私募股权投资行业退出渠道更加多元和畅通。

除上市退出外,政策也为创投企业通过产业并购退出创造了条件。2019年10月,《上市公司重大资产重组管理办法(2019修正)》出台,鼓励上市公司通过并购重组吸收优质资产,激活存量资产。2020年4月27日通过的《总体方案》中,更加强调发挥市场机制作用,尊重市场规律,为上市公司自主、便利和高效地利用并购重组做大做强主业,提升“硬实力”提供有力的制度支撑。

总体而言,自2019年以来,多方政策的修订使得私募股权市场的退出渠道更加丰富与合理,实际操作更加畅通,也进一步提升了市场对于S交易的流动性预期。

¹⁵数据来自于《2019年IPO年报:中企全球募资创八年新高,A股科创引领半壁河山》(投中信息)。

3.3 复杂的交易结构推动各方向专业化转型, 走向紧密链接合作

S交易的复杂性, 需要参与方具备成熟的技能和方法论。无论是作为机会型投资还是作为资产配置手段, 份额交易在提供机会的同时, 也对市场生态体系中的交易各方提出了更高的要求。据我们观察, 目前市场上只有极少数参与者具有进行S交易的必要资源, 而能够给出具有吸引力的价格和条件的机构同样是凤毛麟角。

究其原因, 相对于普通的股权交易, S交易的整个流程和环节都要涉及资产的管理机构(GP), 这极大地提升了交易信息的获取难度和交易结构的复杂性。比如大部分GP对S交易的私密性高度在意, 害怕被竞争对手接触敏感底层项目信息; 此外, 表现出让资产的意向是否会让市场对自己的资产和质量产生误解? 让交易对手去尽调被投资企业是否会让企业对自己产生不良印象? 这些为了促成S交易的行为和举动, 都会对底层资产、GP和其他LP产生影响, 进而招致GP的怀疑和犹豫, 因此通常情况下GP的配合意愿不强, 且对交易结构和交易对手非常挑剔, 除非标的转让失败影响它基金的运营或下一期基金的募集。

访谈中的嘉宾也表示了类似的观点。例如上汽恒旭资本合伙人费飞认为, PE二级市场交易方可能即是买家又是卖家, 每家机构的交易诉求, 财务回报标准, 以及决策流程都不一致, 优质的S基金份额还牵涉与GP的深度合作, 使得整个行业比起投资新基金市场和直投项目市场更复杂。

而嘉实财富-君实资产总经理郎朗也认为, 现阶段市场中存在较为突出的三个不对称(即“三差”):

1. 标准差: 对于标的份额资产的尽调流程、定价方式、交割安排等环节, 买卖双方常存在一定的标准偏差, 不同类型机构会基于其自身经验制定交易相关标准, 甚至出现“苹果与梨”的比较;

2. 信息差: 受限于底层资产的透明度、管理人的配合意愿等因素, 买方、卖方及管理人间往往存在较大信息不对称。过大的信息差也是众多专业投资机构止步不前的原因;

3. 预期差: 基金份额交易属于非公开市场业务, 加之在国内兴起时间较短, 交易各方尚未形成有效的交易机制与网络, 买卖双方的预期及需求难以准确对接。预期与需求的偏差也常带来“错位”的交易机会, 增加各方无效工作。

因此对于卖方来说：

与国际接轨，引入第三方机构或将是大势所趋。在我们看来，GP对于积极配合交易对手与扩大市场询价范围、寻找更有实力的买家，本质上是一种互相矛盾的两难抉择。这不仅考验卖方的内部流程和交易意愿，也对卖方掌握充足的市场信息有更高的要求。而在全球成熟市场，由第三方中介机构经手的PE二级交易占63%¹⁶。三方机构对市场的感知可以更好地为LP相对低频的交易诉求，寻找合适的买方，针对资产发展情况制定优化价格的交易方案。

这种趋势同样与我们调研的结果不谋而合。对此，元禾辰坤合伙人王吉鹏表示，基金份额交易本身具有低频、高值、信息不对称等天然属性，在每年基金份额交易额逐步提升的大背景下，整个行业需要有一个具备公信力的、专业的交易平台来共建优良生态；而嘉实财富-君实资产总经理郎朗也认为，当前S市场迫切需要像执中、光尘顾问这样的专业机构参与其中，以对垂直场景的深度理解赋能交易，实现行业的“降本增效”，并助推行业长期繁荣。

而对于买方来说：

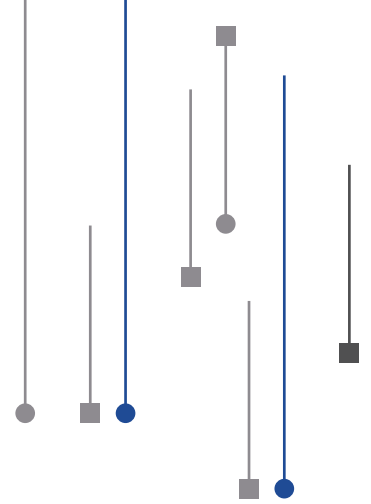
从过往全球交易的LP分类来看，买方主要以大型的S基金为主，其中规模排名前12的买方甚至占据了整个市场80%的交易¹⁷。由此可见，买方的体系化能力建设可以形成长期的护城河，已经成为LP创造稳定投资收益的源泉。

对于大型的配置型投资机构，我们认为系统性S交易机会代表了一种特殊资产配置的Beta策略。因此在实施的过程中，应更多围绕系统性全市场覆盖和机构自身的配置诉求，避免整体战略上的偏差，采用保守的大数原则和跟踪头部标的来规避风险；而对于资金规模较小，回报要求较高的机构，在众多标的中择优、甚至是个案交易的Alpha策略或许是更为合适的选择。

在我们看来，一笔S交易能否最终成功，最重要的在于能否满足卖方的迫切流动性需求，以及能否提供完整可执行的交易方案。从这个角度来看，市场对于买方能力要求可拆解为以下三部分：

¹⁶ 数据来自于《2018 Secondary Market Overview Report》(Campbell Lutyens)。

¹⁷ 数据来自于《H1 2019 Secondary Market Survey》(Evercore)。



1) 提高过会流程和判断能力:由于PE二级交易的交割流程存在不确定性,缩短交割时间可以减少不确定性因素,所以买方需要提高执行能力和效率,提高交易成功率。

2) 更多关注卖方的非财务诉求:非财务诉求包括战略诉求、创造品牌价值等,买方可以在交易环节中增加创造性元素,满足卖方的多元化诉求,避免零和博弈。

3) 建立良好的市场口碑和合作生态体系:从长期来看,有执行能力的买方在市场上的名誉也至关重要,因为好的市场口碑有利于重复交易,同时保持与第三方服务机构以及交易平台的紧密联系,有利于交易线索的持续挖掘。

对此,元禾辰坤合伙人王吉鹏也认为,基金份额交易需要一定的抓手来提升成功的概率,包括聚集广泛的行业资源、建立良好的GP关系、完善有效的评估体系,可以更好的创造具备竞争力的总体回报。他建议关注S份额中的创新投资机会,在适当的时机下,尝试要约收购、基金重组、团队分拆等创新的基金份额投资方式,在风险可控的范围内,降低交易成本,提高最终收益。

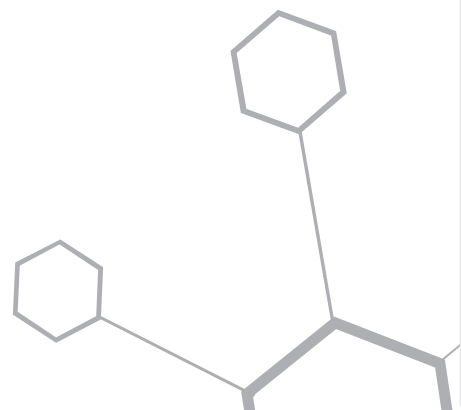
3.4 伴随交易模式的创新,引入更加多层次的资金结构

S交易系统性机会的涌现,带来资产质量的不断提升,使得投资者对于PE二级市场的认知在逐步修正。市场对于PE二级交易已经在从“接盘”心态到资产配置需求的转换过程中,随之而来的更加创新的交易模式与结构也在逐步提升S基金在私募股权领域乃至整个另类资产中配置价值。而通过对海外交易结构的学习和创新,围绕着S交易的多种产品策略(GP管理公司投资、夹层投资、房地产和基础建设S交易等)也已展露雏形,不断推进市场向前演化。除了传统参与私募股权行业的机构外,有更多的新玩家正在被吸引加速入场。

在市场层面,中国PE二级市场已经引发了一些亚太乃至全球市场买家的关注。例如TR资本管理合伙人Frederic Azemard对我们表示,TR资本已经屡次成功完成架构更为复杂的人民币转美元的重组类项目。在他看来,此类项目有机会可以达成三方共赢的结果:1) 现存人民币基金LP获取流动性,实现有机退出;2) 原人民币基金GP有效完成美元基金的募集;3) TR资本基于对资产组合价值的分析判断,达到预期的投资回报。

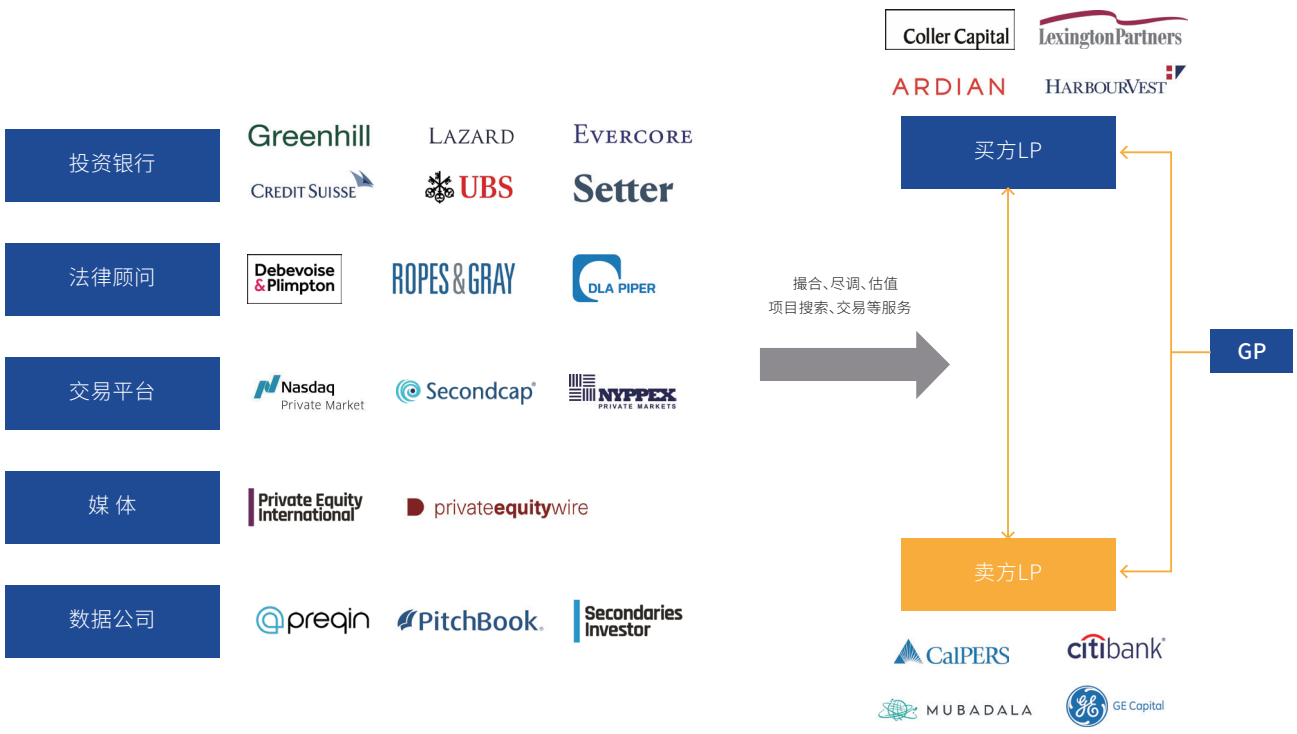
无独有偶,2020年初,备受关注的昆仲资本和君联资本的两笔交易背后同样有全球买家的身影。我们有理由相信,随着中国对外资机构进入门槛的降低,这类国际买家相信会成为强有力的新生力量。

值得注意的是,未来国内S基金的资金结构也将会更加丰富。PE二级市场具有底层资产明晰,投资风险较低,现金流可预见的特点。这些特点对手握大额资金,但风险耐受程度较低的长期资金而言具有天然的吸引力。如前所述,随着认知的深入和政策的逐渐放开,金融机构在PE二级市场里的参与度会越来越高。资产管理公司、保险、银行理财子公司、券商等机构也已经进场分食。新的参与者会对市场生态形成带来新的血液,也将引起市场生态的进一步变革。



3.5 多元化的第三方服务已现萌芽

通过对于海外私募股权二级市场的生态体系的观察,我们发现除了直接参与交易的买卖双方外,还有不少第三方服务机构的身影。主要包括财务顾问、会计事务所、律师事务所、交易平台等,它们为私募股权二级市场交易提供估值、财务、法律咨询和信息交流等服务。Preqin的调研报告显示,私募股权二级市场中,超过六成的市场参与者在一半以上的交易中借助交易平台或中介的帮助,其中96%的市场中介和交易平台位于欧美发达市场。



▲ 图21: 海外私募股权二级市场生态图

纵观海外市场，第三方服务中介以及信息工具和交易平台对于市场交易效率的提升拥有巨大的推动作用。

交易投顾业务在私募股权二级市场中扮演积极角色。私募股权二级交易常常出现资产多、投资规模大、利益诉求分散等现象。顾问机构对宏观交易环境、微观退出预期、和多方利益诉求进行评估和协调保证，能够保障复杂的S交易在每一个环节确保交割能顺利完成。

美国由于市场成熟的金融体制与长期的金融实践，已经孵化了大量诸如AltAsset LP-GP Net、SecondaryLink、Trusted Ingsight这类类似于社区网络的服务型平台以及Preqin这类的数据平台。完善的信息披露机制使平台仅需要提供数据支持以及投资者资质界定、信息隐匿、私密交流（VDR）等方面的在线技术支持，即可链接、服务、积累大量的买方、卖方与投资顾问。于此同时，外部大环境的推动，直接促生了如SharesPost、SecondMarket为代表的在线交易平台，通过交易机制设计、投资者适当性管理等机制进行交易双方的匹配与在线交易，并进一步进化出NASDAQ Private Market（NPM），为买卖双方提供投资认证、估值、尽调、文件、交易发行、风险、监管的全流程服务。

对此，路孚特中国区董事总经理陈芳也在访谈中表示，第三方服务机构和信息平台对S市场的发展有着重要的作用。在她看来，S交易相对于其他交易具有五个特点：第一，市场信息透明度更低；第二，需要更强的专业性，用来判断资产价值；第三，在交易的过程中，涉及的环节更加繁杂；第四，底层资产很难确定标准价值；第五，需要格外注意合规风险及法律风险。因此，建立健全一个被业内公允的信息平台和一套符合S交易业内评估体系，综合引进各种专业团队支持，将会极大促进S市场信息的透明度，降低买卖双方获取信息的成本，为资产增信，从而促进交易的达成，提高整个市场的交易量。

而我们也欣喜的发现，尽管中国PE二级市场发展路径或许与海外不同，但市场中也已经出现了一批第三方服务与交易平台的先行者。我们相信，在多元化、多层次的市场发展趋势下，未来也或许会涌现更多专业的第三方服务机构与市场共同发展，并在过程帮助行业打通“话语体系”，推动行业进化。

附录：部分受访机构的观点分享

在本报告的撰写过程中，我们调查和访谈了诸多机构，对于未来市场的发展的一些观点也在此做一些分享。

元禾辰坤合伙人
王吉鹏

现阶段股权投资市场上，基金份额交易热度较逐年提升。从长远来看，参与者越多，肯定会有利于提高市场的流动性和活跃度，促进市场的健康发展。但从投资的本质来说，基金份额交易最重要的还是要关注资产质量本身。某种意义上来说，基金份额交易的优质资产占比也符合“二八”甚至“一九”的统计规律，即好资产永远是稀缺的。在这种情况下，要做好基金份额交易，还是需要一定的抓手来提升成功的概率。包括聚集广泛的行业资源、建立良好的GP关系、完善有效的项目评估体系，可以更好的创造具备竞争力的总体回报。此外，也可以关注S份额中的创新投资机会，在适当的时机下，尝试要约收购、基金重组、团队分拆等创新的基金份额投资方式，在风险可控的范围内，降低交易成本，提高最终收益。

基金份额交易本身具有低频、高值、信息不对称等天然属性，因此需要有更好的基础设施的参与，以提高交易效率，提升基金份额的流动性，形成良性循环。在每年基金份额交易额逐步提升的大背景下，整个行业需要有一个具备公信力的、专业的交易平台来共建优良生态。

上汽恒旭资本合伙人

费飞

国内私募股权二级市场刚刚起步，随着过去二十年的PE/VC行业的发展，衍生出了不少私募股权二级市场交易的机会，笔者所在的机构在过去一年间就评估了近20桩交易机会，并从中完成了4起交易，从而帮助我们管理的基金在现金分配(DPI)和账面估值(MOC)方面都在短期内获得了让投资人满意的回报，大大缩短了基金的J-curve曲线，甚至某种意义上来说，比起直投资基金还快。

在评估私募股权二级市场交易机会的过程中，我们从1) 基金数据库, 2) 投资标准, 3) 估值模型等多维度建立了评估体系，根据自身的情况，我们重点挖掘两类S基金机会，一是3年内预期DPI能够在100%的，二是5年内DPI能够在100%的，对于第一类的IRR要求比第二类要略低，通过不同期限S的组合，能够很好的完善我们的投资组合的流动性。

私募股权二级市场交易方既有像笔者所在的专业母基金机构，也有企业LP，以及政府LP，可能即是买家又是卖家，每家机构的交易诉求，财务回报标准，以及决策流程都不一致，另外优质的S基金份额还牵涉与GP的深度合作，以及整个行业所具有的私密性等特点，使得整个行业比起投资新基金市场，和直投项目市场更复杂，希望能够有更多的专业机构的参与，包括优秀的中介机构的参与，能够对中国S基市场的健康发展添砖加瓦。



TR资本管理合伙人

Frederic Azemard

TR资本认为，投资私募股权二级市场的策略优势在于降低投资风险且缩短项目持有期限。在TR资本投资过的33个PE二级市场项目中，有19个已实现全部/部分退出。

在投资风格上，TR资本奉行主动管理与深度参与投后的策略，这一准则同等适用于TR所采取的两种主流交易模式：

(1) 直接投资，主要交易形式为收购单个标的的现有股份。TR资本会主动寻找处于高潜力赛道的成长期优质项目，通过与公司管理层与退出股东的友好磋商，达成投资并促成原有股东顺利退出，获取良好现金回报的双赢局面；

(2) 基金重组，交易形式包括美元基金重组，与架构更为复杂的人民币转美元的重组类项目。鉴于流程中所涉及到的对手方较多且监管法律要求更为繁杂，交易过程的复杂度较高。但投入与回报同在，此类项目有机会可以达成三方共赢的结果，即：1) 现存人民币基金LP获取流动性，实现有机退出；2) 原人民币基金GP有效完成美元基金的募集；3) TR资本基于对资产组合价值的分析判断，达到预期的投资回报。

TR资本高度认可科技与数字化信息在投资决策中的重要性，并致力于发掘并联合优秀的技术合作伙伴（如执中数据），率先在私募股权行业中运用先进的技术手段与数据分析工具辅助决策流程，包括系统地管理追踪所搜集到的项目信息，动态管理工作流程与项目推进等。

继创投基金、政府引导基金、FOF之后，S基金可能是下一波新的发展浪潮。全面注册制推行后，一级市场的价差红利已无法覆盖一级市场投资的风险，因此，阶段持股、分散风险、可预期收益，可能是后PE时代资产配置的主流。

目前，在优质资产短缺的状态下，一级市场存量股权的资产证券化，是一个巨大的金矿，但鉴于股权投资的专业性和一级市场股权价值评估的难度，加之私募基金信息不透明的本性，这个金矿始终没有打开。S基金作为中间产品，可能会寻求到打开金矿的途径。

中国的S基金行业，刚刚起步。缺乏人才、缺乏经验，缺乏市场公认的估值体系，更没有标准化、规模化、市场化、数字化的经验。这需要我们共同探索、勇于实践，开创中国PE二级市场的发展之路。

深创投是借鉴国外经验结合中国实践的成功典范。深创投做S基金有自己优势：集团丰富的PE/VC投资经验；专业化、集团化、国际化战略；专业的研究、投资及管理团队；大量的项目资源；大量的LP资源；母基金与子基金的协同效应；遍布全国的投资与服务网络；良好的朋友圈与影响力等。

我们在S基金业务上，是新手，但不是新兵。我们要通过不断与各界学习和交流，逐渐实现以下目标：

- (1) 学习国际先进经验，结合中国实际，探索中国S基金的发展之路；
- (2) 培养S基金人才，培育S基金生态圈；
- (3) 以模型及数字化为基础，探索S基金的方法论、运作模式及估值体系；探索并实践符合中国实际的创新业务模式；
- (4) 寻求PE退出的二级市场新机会，培育一批S基金，推动交易所的形成。同时探索股权一级市场资产证券化的可能。

深创投S基金投资部总经理

吕豫

嘉实财富-君实资产总经理

朗朗

私募股权基金二级市场近年在国内逐渐兴起，不同类型投资机构的关注度与参与度日渐提升。不同于新设基金投资，基金份额交易中存在较大的决策障碍与隐性风险。是否能实现高效交易，既是参与者们共同努力的方向，也是观望者们需要跨越的内心沟壑。嘉实财富-君实资产经过一段时间的研究与实践，看到现阶段市场中存在较为突出的三个不对称，我们称之为“三差”：即标准差、信息差、预期差。

1.标准差：对于标的份额资产的尽调流程、定价方式、交割安排等环节，买卖双方常存在一定的标准偏差，不同类型机构会基于其自身经验制定交易相关标准，甚至出现“苹果与梨”的比较；

2.信息差：受限于底层资产的透明度、管理人的配合意愿等因素，买方、卖方及管理人之间往往存在较大信息不对称。过大的信息差也是众多专业投资机构止步不前的原因；

3.预期差：基金份额交易属于非公开市场业务，加之在国内兴起时间较短，交易各方尚未形成有效的交易机制与网络，买卖双方的预期及需求难以准确对接。预期与需求的偏差也常带来“错位”的交易机会，增加各方无效工作；

综上，我们认为，私募股权基金二级市场潜力巨大，但也需各方共同努力消除上述“三差”，使参与者们的需求得到切实有效的满足。在此背景下，市场迫切需要像执中、光尘顾问这样的专业机构参与其中，以对垂直场景的深度理解赋能交易，消除“三差”，实现行业的“降本增效”，并助推行业长期繁荣。

报告执行团队

光尘顾问:廖一帆,CFA、甄晓蕾,CFA、郭海莹、项上、郑晓峰

执中:刘睿冰、赵甜甜、王伟、叶圣洁、宋绍彦

路孚特:赵玉成

特约编辑:马文

特别感谢:参与问卷调查的20余家机构投资者和本报告撰写过程中给予支持的机构和相关从业人员。

关于我们:

光尘顾问:

北京光尘顾问有限公司是中国领先的机构投资卖方顾问,服务于基金管理公司、资产管理公司、保险公司、家族办公室等境内私募股权市场的机构投资者,提供新基金募集、私募二级交易投顾、战略咨询等专业服务。

www.nebulaadvisors.com

执中:

执中(Zerone)是一家专注为金融市场服务的金融信息科技公司,以“进化”为愿景,为金融市场提供进化力。

执中交易通是以金融数据和科技构建专业化信息及投资交易服务平台,为私募股权二级市场交易市场提供电子化平台,助力市场提高交易效率,提升市场流动性。

www.zerone.com.cn

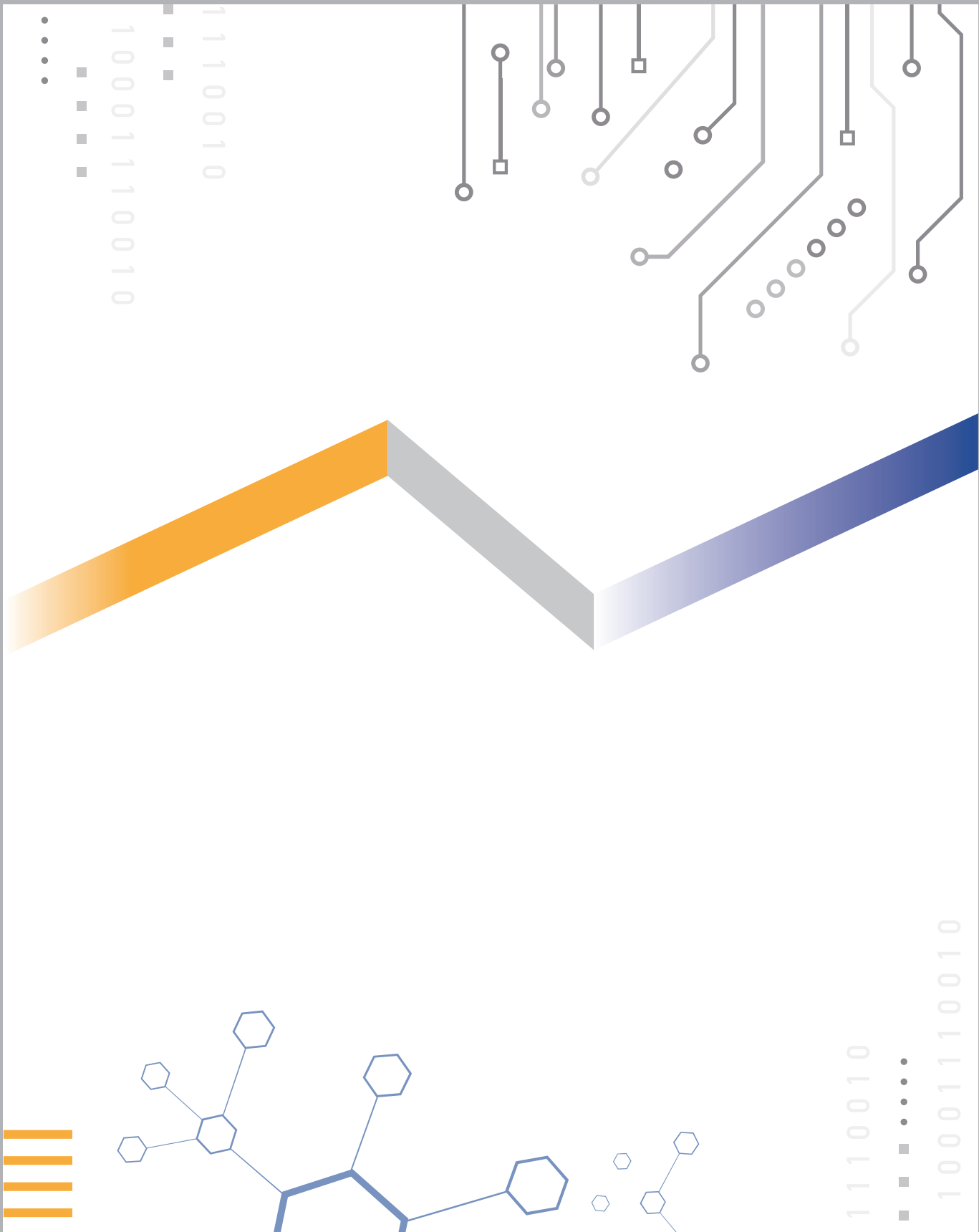
知识产权及免责声明

本报告由北京光尘顾问有限公司(“光尘顾问”)、和执中数据科技(北京)有限责任公司(“执中”)及路孚特编写。

本报告并不构成任何投资、法律或税务等专业建议。如有需要,您应当咨询相关行业专业人员获取该等建议。本报告呈现的观点和意见基于报告所引用的指定日期发布的数据,仅供参考,并不构成独立的研究报告或专业建议。报告中引用的公共信息、行业统计数据以及第三方观点来自认为可靠的来源,但光尘顾问、执中及路孚特这些第三方均不在此对这些观点的准确性和完整性作出任何承诺与保证。光尘顾问、执中及路孚特不对获取本报告的任何第三方就其基于本报告观点、意见采取的行动或做出的决定负有任何责任。

本报告研究结果可能包含基于当前数据和历史趋势的预测结论。此类预测本身具有风险和不确定性。应特别指出,实际结果可能受到无法预测或控制的未来事件的影响。光尘顾问、执中及路孚特不对实际结果或未来事件承担任何责任,并且明确声明,不就因使用或依靠本报告信息可能遭受的任何损害或损失承担任何责任。

本方不就市场状况、法律或法规变化承担责任,不承担修正本报告以反映本报告发布之日之后发生的变化、事件或情况的义务。



©2020 版权所有。上述材料内含或由此产生的所有版权归光尘顾问、执中及路孚特所有，未经版权所有人事先书面许可，不得以任何形式翻印、分发、修订、修改、改编、传播或翻译。