

S 交易价值探讨！ | 清科《2020 年中国私募基金二手交易定位与价值研究报告》正式发布

清科研究中心

2021 年 6 月，北京金融监管局等 6 部门联合发布《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点工作的指导意见》，标志着北京成为国内首家基金份额转让落地的试点城市。随后在 11 月 30 日，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，这意味着上海成为了继北京之后，第二个拥有国内 S 基金公开交易平台的城市。除北京、上海外，国内许多城市包括三亚、苏州、青岛、广州等也开始进行私募股权二级市场交易的研究和探索。在此背景下，清科研究中心发布《2020 年中国私募基金二手份额交易市场研究（一）之二手交易定位与价值研究报告》。该报告除了常规的全球和中国私募股权二手份额交易现状分析外，还基于国内市场退出压力，从“高龄”人民币基金、政策性资金、资管新规三方面引发的风险角度，剖析国内私募基金二手份额的交易价值。

疫情后，全球 S 基金募集迎来爆发

2020 年由于新冠疫情的出现，全球金融资产价格遭遇重大影响；2020 年上半年疫情较为严重时大量金融资产估值下跌明显，这一情形促使了大量资金涌入 S 基金，推高 2020 年 S 基金的募集总金额。截至 2020 年末，全球较为知名的 S 基金管理公司大多数完成了新一期 S 基金募集。其中 Ardian Secondary Fund VIII 和 Lexington Capital Partners IX 两支 S 基金各募到 140 亿美元¹，合计贡献了全年全球 S 基金募集总额的 14.6%。其余各新基金的募集额度也属于历史较高区间。据 PEI²统计，截至 2020 年末，全球 S 基金募集总金额已经打破全球 S 基金募集规模的历史记录。清科研究中心预计新募集的 S 基金将在全球范围内收购低估的股权类资产，促使疫情后下跌的基金估值水平回归理性区间。

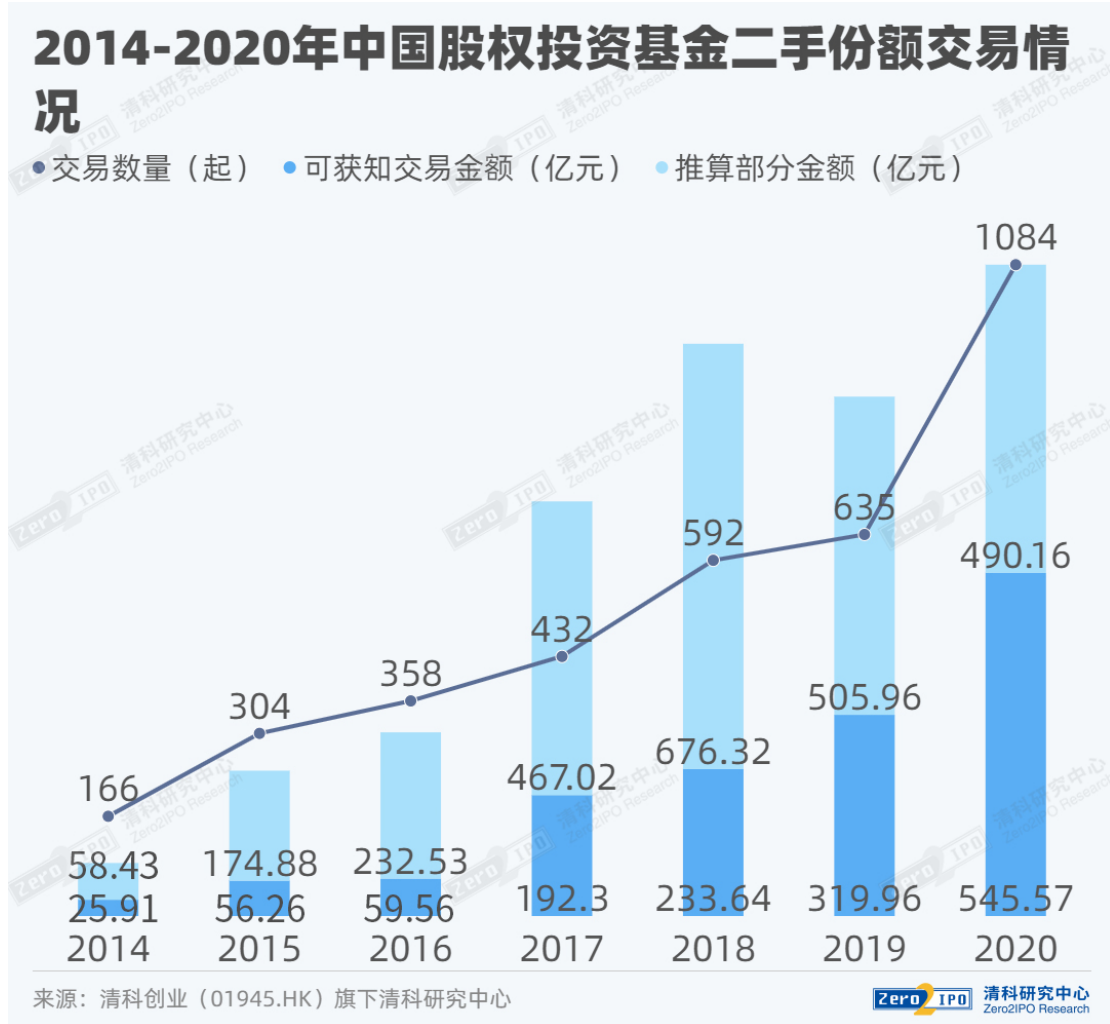
中国二手份额交易市场延续增长趋势

2014-2020 年期间国内二手份额交易市场渡过萌芽期进入了探索活跃期，增长势头明显。根据清科研究中心统计，2020 年我国股权投资基金二手份额交易事件共发生 1,084 起，可获知交易金额的案例共 571 个，交易金额为 545.57 亿元，剩余交易按照推算，1,084 起

¹ Ardian 还额外为这支基金(ASF VIII)募集到 50 亿美元的共同投资额度 (co-investment capital)。

² 即 Private Equity International, 一家国外股权投资市场研究机构。

交易事件的交易金额可达 1,035.73 亿元人民币。数据表明，2020 年的交易数量与可获知交易金额同比分别上升 70.7%和 70.5%，达到 2014 年水平的 6.53 和 21.06 倍。近五年我国二手份额交易市场热度显著上升，且仍处于高速增长阶段。



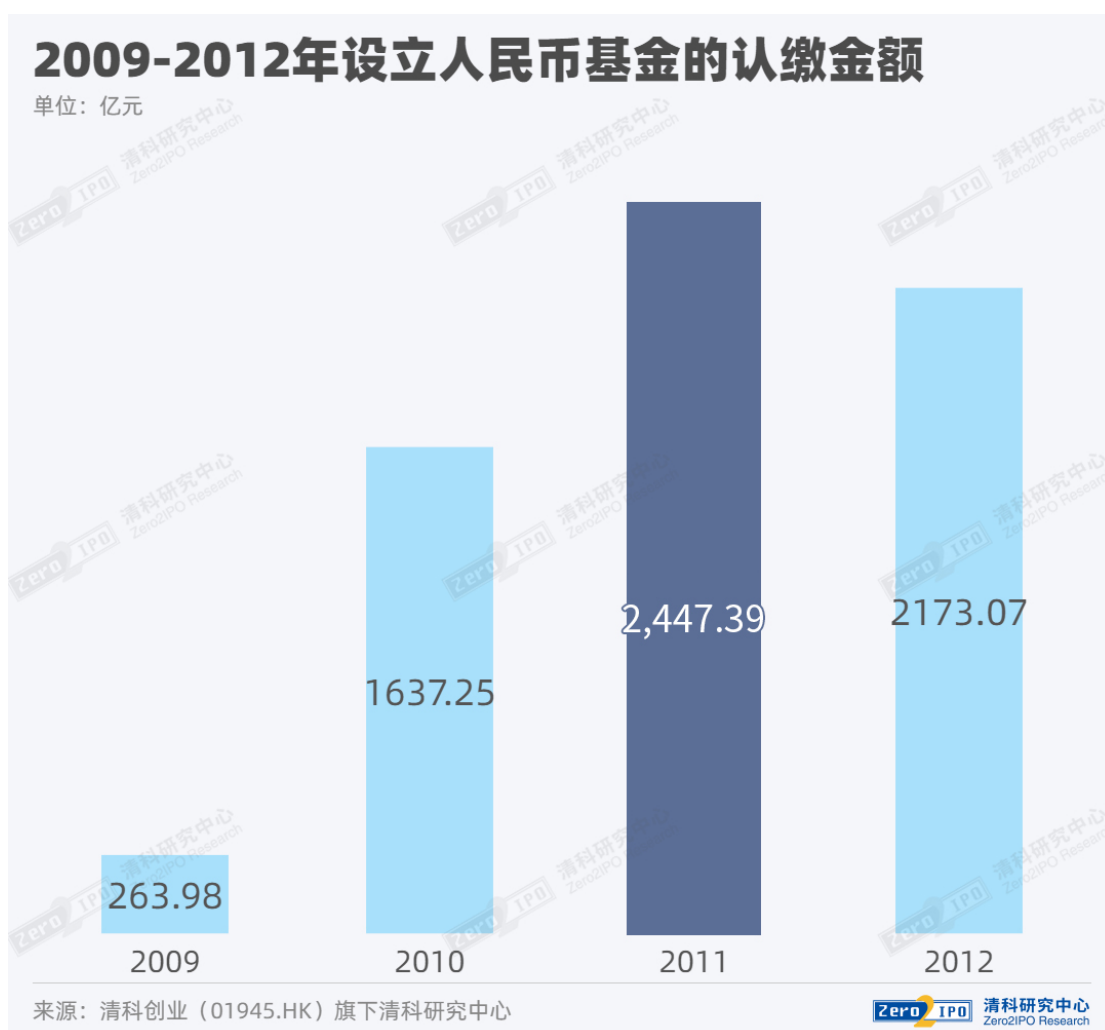
中国股权投资市场退出难题亟待 S 交易缓解

国内股权投资起源于上世纪末到本世纪初，并在 2009 年 A 股创业板推出之后逐渐获得关注。2012 年起，中国移动互联网领域创新创业氛围热烈，股权投资市场与之呼应也迎来快速增长期。2009-2017 年这一特殊时期的人民币基金快速扩张，引发三大类退出需求。

1. 2009-2011 年期间首批参与人民币股权投资基金的 LP，基金已经到期，仍有部分难以退出。

以大多数私募股权基金的存续期 7-10 年来计算，2010-2014 年募集完成的 2,771 支基金已经陆续进入清算期。截至 2021 年 3 月 31 日，根据中国证券投资基金业协会公布的备

案基金情况，2009-2012年成立的基金中，依然有约**6500亿**规模的资金尚未实现退出。其中绝大多数资金在2010-2012年期间开始参与基金出资，至今已经存续8-10年。



2. 2013-2015年期间大举入局的政府引导类资金，已经或即将进入退出期，部分引导资金面临退出困境。

据清科研究中心统计，2013-2019年期间，政策性资金（政府出资平台及引导基金）作为LP向股权投资市场出资共计1.88万亿元人民币，其中2013-2017年增速最快，年化复合增长率达到57.5%。快速增长的引导资金最终同样需要寻求退出通道。截至2020下半年，2013-2015年入市的政府引导基金存续时长大多已超过5年，即将进入退出期。据测算，当下将要进入退出期（2013-2015年成立）的引导性质基金总规模大约**4000亿**人民币，未来两年即将进入退出期（2016-2017年成立）的基金规模接近1万亿。

2013-2019年政府引导基金作为LP的出资总额

单位：亿元



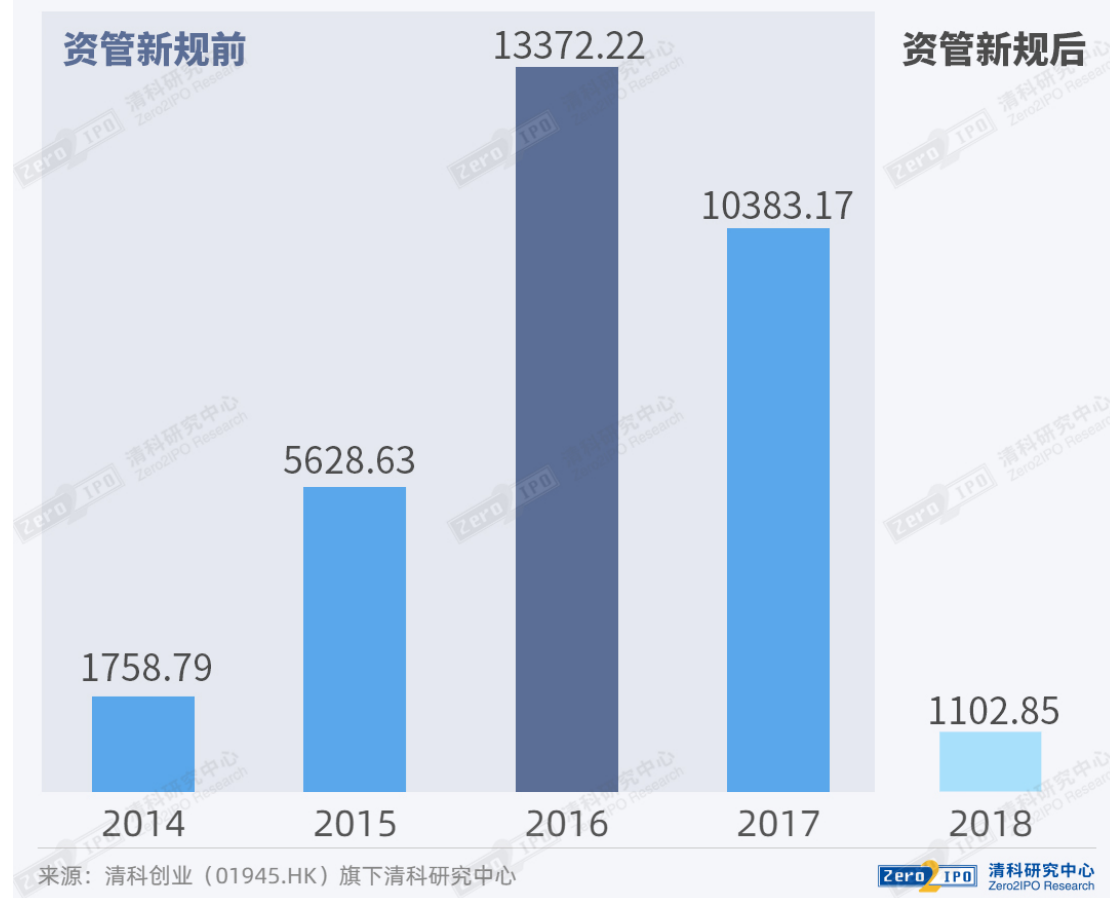
3. 后《资管新规》³时代的资管产品合规化退出引发二手交易需求

2014-2016 年的创新创业热潮带动了股权投资行业的繁荣，吸引大量资金流入私募股权基金和创业投资基金。2018 年《资管新规》出台之后，这些资金面临有序清退，其退出以及退出后留下的资金缺口均有待 S 基金与二手份额交易机制补足。下图呈现了 2014-2018 年历年流入 VC/PE 市场的资管/理财产品的规模；由图可见 2015-2017 是以资管产品为代表的金融机构大规模进入一级市场的关键时段，2017 年 11 月《资管新规》(征求意见稿)发布之后资管/理财资金流入一级市场的通道关闭，此后流入规模迅速下滑。

³ 《资管新规》：即《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号）

2014-2018年金融机构理财产品流入VC/PE的金额

单位：亿元



据清科研究中心统计，直至 2017 年底《资管新规》(征求意见稿)发布之前，已经有约 **3 万亿元** 规模的资管/理财资金通过金融机构流入 VC/PE 市场。典型的渠道为 信托公司、券商资管平台、基金公司的资管子公司 等。这些资金对应的基金份额需要在《资管新规》后续规定的过渡期内有序退出。这一前提下，二手份额交易机制将成为解决合规难题的有效途径之一。

中国二手份额交易市场的独特价值——风险化解

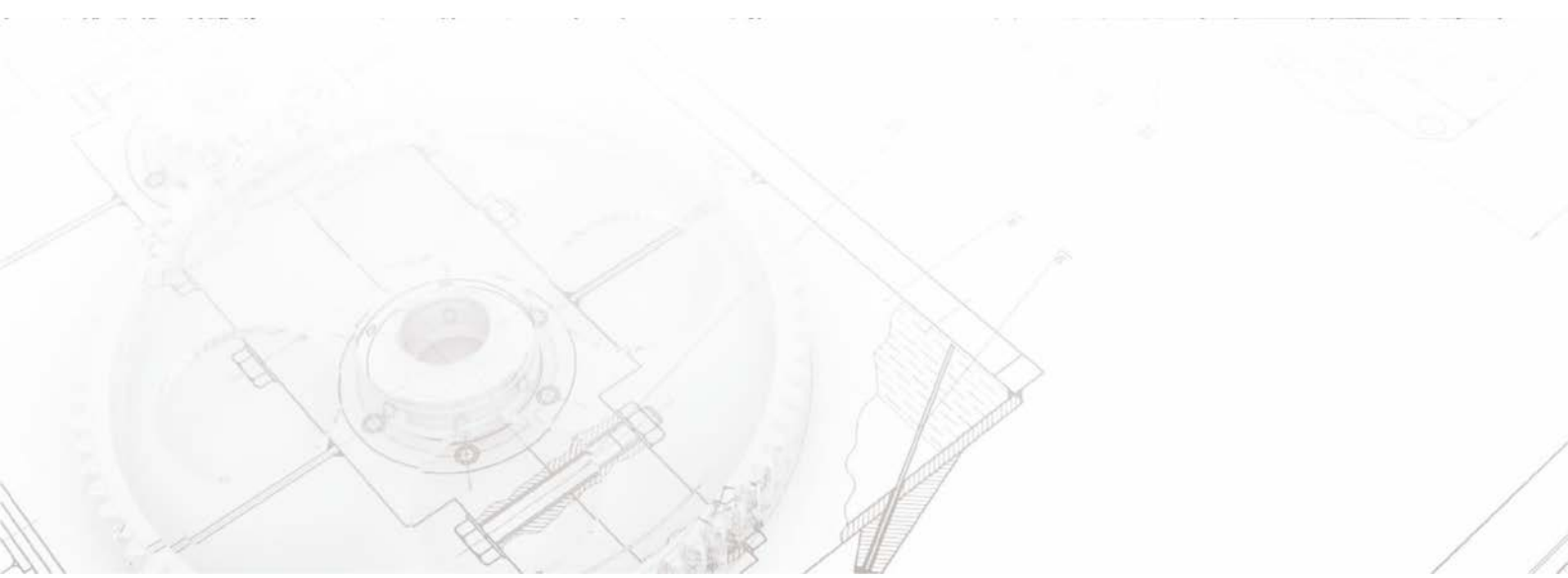
综合来看，中国当前二手份额交易市场正期待一套完善的交易机制和成熟的交易服务平台。当前对二手份额交易的强需求主要来自三个方面：1. 面临存续到期但短期难清盘的“高龄”基金；2. 首批政府引导基金所投资的子基金；3. 资管/理财资金以嵌套和期限错配、资金池等形式所投的 VC/PE 基金。三者分别因流动性需求、政府资金回流需求、合规达标清

退需求而需要从市场上寻求其所持有的基金份额转让接受方。根据清科研究中心的统计测算，三类 LP 对应的交易转让规模（供应规模）分别约为 6,500 亿元、4,000 亿元和 30,000 亿元。总计约 4 万亿元规模的资金正在等候二手转让退出。

二手份额交易具有多重功能，而对于此时的中国股权投资市场来说，还具有“**风险化解**”的功能。在欧美相对成熟的股权投资市场中，LP 对于私募基金的风险基本了解，对投资失败的可能性也会做出一定的准备，发展至今已较少出现非理性的出资行为。而中国的股权投资事业起步晚，在“双创”政策鼓励和少数成功项目的示范效应影响下，短时间内人民币基金快速扩张。市场在短时间内迅速膨胀，新手 LP 大量进入，势必吸引了一部分风险/期限与股权投资不甚匹配的资金。人民币基金的这些新进 LP 在出资时有一部分属于追逐热点或者随大流的性质，对风险和投资期限的认识不够到位、对股权投资基金的运作规律认识不足，导致基金后续运作达不到最初预期时产生较大心理落差。因此，部分基金出资人可能会陆续出现较为迫切的转让需求，而此时二手基金的存在即可在一定程度上满足这部分退出诉求，稳定市场情绪、避免引起更严重的资金链风险。

基于上述分析，清科研究中心认为私募股权二手份额交易在中国当前的社会环境之下具有双重价值。其一是通用价值，即作为非标资产的“量尺”提供资产定价、作为“润滑剂”提升一级市场资产流动性；其二是特殊价值，针对我国金融场所面临问题，二手交易可作“救心丸”发挥金融风险化解的关键作用。正是集两种使命于一身，私募二手份额交易才在近年来迎来最佳发展机遇，在活跃度和规模两方面屡有突破。

《2020 年中国私募基金二手份额交易市场研究（一）之二手交易定位与价值研究报告》目录



目录

01 ● 国际私募股权二级市场现状

- 1.1 全球二手份额交易总规模
- 1.2 全球S基金募集数量
- 1.3 全球S基金回报率统计
- 1.4 全球二手份额交易基金类型
- 1.5 全球二手份额交易定价走势
- 1.6 小结

02 ● 中国私募股权二手份额交易

- 2.1 中国二手份额交易市场整体情况
- 2.2 发生份额交易的基金类型
- 2.3 二手份额交易发生的阶段
- 2.4 二手份额交易参与方
- 2.5 国资参与二手交易情况
- 2.6 中国S基金设立与投资情况

03 ● 中国私募股权二手份额交易的价值

- 3.1 中国股权投资市场面临特有的退出压力
- 3.2 “高龄”人民币基金的退出需求分析
- 3.3 政策性资金的退出需求分析
- 3.4 后《资管新规》时代的资管产品合规化退出需求分析
- 3.5 中国二手份额交易市场的独特价值——风险化解

04 ● 2020年中国二手份额交易案例分析

- 4.1 君联资本：美元基金续期交易
- 4.2 昆仲资本：捆绑募资的币种转换交易
- 4.3 IDG资本：基金重组兼币种转换交易

05 ● 中国二手份额交易市场回顾与展望