

中国 PE Secondary 交易数据首次发布，清科二十年重磅献礼！

清科研究中心 付浩 2020.06

私募二手份额交易、S 基金和私募二级市场在全球范围内已有三十年的历史，国外关于这一市场的基金募集、交易规模和交易分类统计也有了较成熟的数据体系。但在国内相关概念尚属新鲜事物，大多数 LP/GP 仍不甚了解二手份额交易的目的、类型和交易结构，市场上也没有相对成熟的 S 基金募集统计、成交量统计和参与 LP 类型的统计数据。为了服务蒸蒸日上的国内私募二级市场，清科研究中心基于中国证券投资基金业协会公开信息、私募通数据库，利用大数据技术手段、问卷调查、实地访谈等多种方式收集和整理了国内 S 基金募集、二手份额的交易量、参与 LP 分布、交易类型和特征等全方面、多维度的市场数据，汇集成《2019 年中国私募基金二手份额交易研究报告》，供股权投资市场的从业机构和人才参考，共同推进国内股权投资市场长期健康发展。

这份干货满满的报告都有哪些看点呢？且待本文为你稍作介绍。

分门别类！二手份额交易的策略展示

私募基金二手份额交易的策略经过数十年的发展，已经衍生出各式各样的交易方式，尤其在欧美等成熟的交易市场，交易形式和策略不断推陈出新，且随着交易总数量的上升，GP 在交易中的角色更为主动和积极。下方图片列举了部分目前较为常见的基金份额交易类型。

私募二手份额主要有两大类——老股转让、基金 LP 份额转让



一、企业股权的交易——“老股转让”

本质上属于老股转让，绝大多数投资机构已参与过这类交易，一般采用上轮估值或者在此基础上补息；也可能根据资产实际状况和双方需求进行溢价和折让；

二、基金 LP 份额转让

按照交易原因可主要分为以下五类，不同类型交易的定价策略也有较大差异

	违约盘	调整组合/流动性需求	到期盘	募资（老带新）	与知名 GP 建立联系
适用场景	<ul style="list-style-type: none">资管新规后不符合出资要求上市公司爆仓疫情等特殊事件引起违约	机构业务调整	<ul style="list-style-type: none">基金存续期已到买方多为民营机构，国有机构很难参与，为部分市场 S 基金投资策略之一	知名机构新一期基金募资	参与主体多为三方或 P2P，成交较少
定价策略	基金原值	原值或原值补息	固定价盘，可能存在利益输送等问题。	视情况而定	视情况而定

Page 1

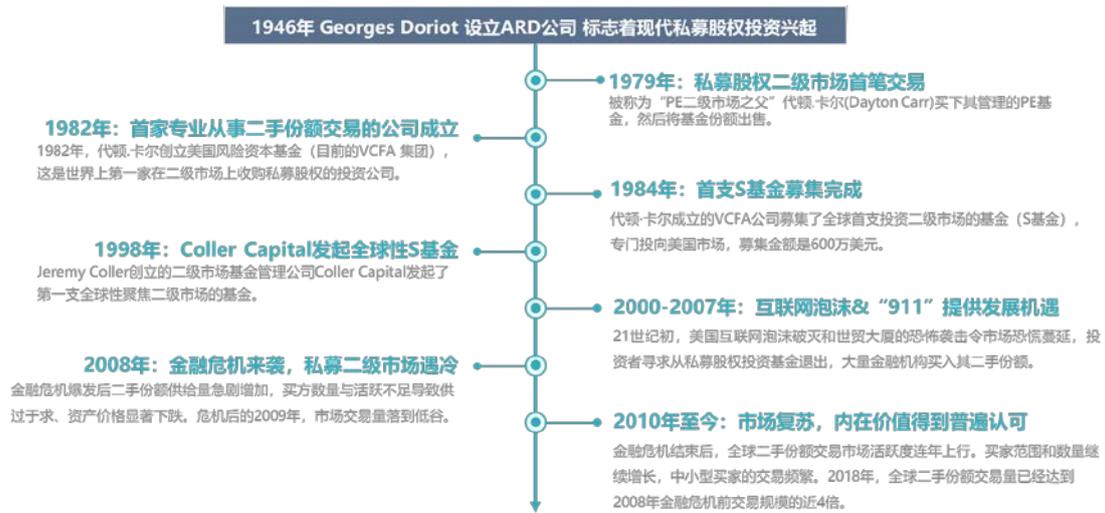




掌握大局！全球私募二级市场最新动态一览

全球范围内的私募基金份额二手交易兴起于 20 世纪 90 年代，经过数十年的积累，目前欧美地区的二手份额交易市场、S 基金市场已经发展至相对成熟的阶段。私募基金二手份额交易市场的形成并非一蹴而就，而是在私募股权投资市场发展有一定阶段、根据实际交易需求逐渐形成。整体而言，现阶段全球私募二级市场参与主体专业度较高，交易活跃度逐年稳步上升，交易规模已不容小觑，成为股权投资市场重要组成部分。历经 40 年发展，全球二手市场已初具规模。

图 1 全球私募二级市场发展历程

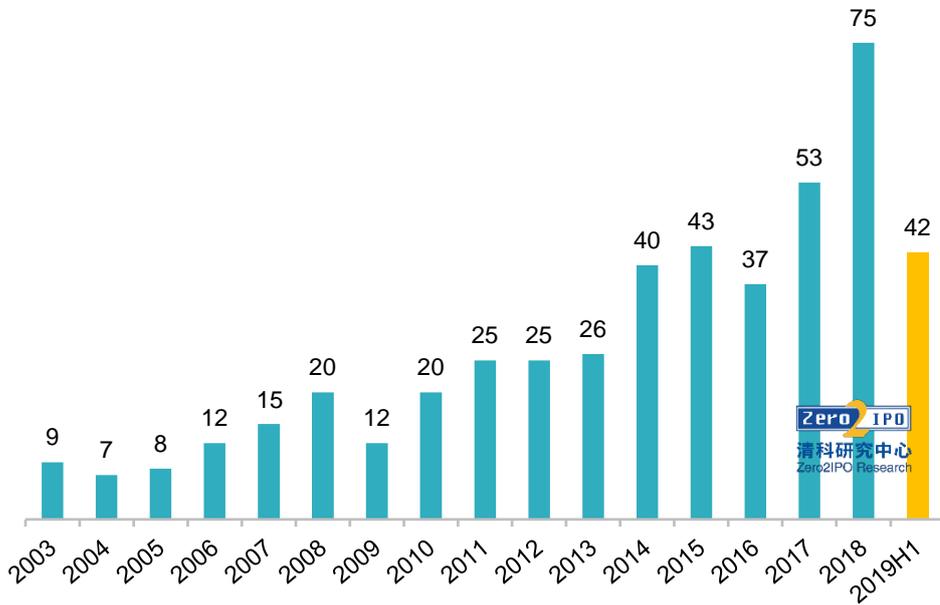


Preqin 与 Greenhill 统计数据¹显示，2018 年全球范围内发生的二手份额交易总量已经达到 750 亿美元，同比增长 41.5%。自 2013 年以来，全球私募二手份额交易市场的年均复合增长率高达 23.6%。截至 2019 年上半年末，全球市场二手份额交易量已达 420 亿美元，同比上涨 56%，仍在维持着高速增长势头。

¹ 2019H1 数据源为 Greenhill，其余为 Preqin；比较发现 Greenhill 与 Preqin 在 2015-2018 年期间的数据高度一致，因此可以组合呈现。

图 2 2003-2019H1 年全球私募股权二手份额交易规模（成交金额，十亿美元）

2003-2019H1年全球私募二手份额交易规模（成交金额，十亿美元）



全新数据！人民币基金二手份额交易大揭秘

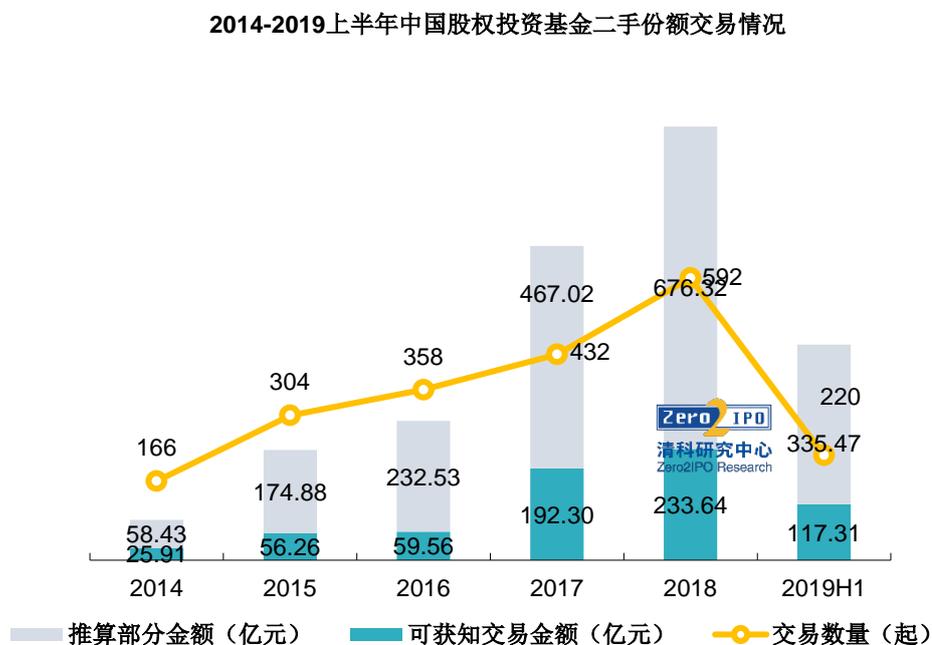
国内二手份额市场总量快速增长，交易热度明显上升[申伶俐1]

2014-2019 上半年期间，中国股权投资事业经历了快速增长和逐渐稳定的发展阶段，整体市场规模的扩张为二手份额交易提供了广阔天地。与此同时，在近期国内去杠杆、控风险、稳金融等监管措施的作用下，股权投资基金份额持有人的转让退出需求也与日俱增，国外先进私募二级市场的成熟交易体系渐获关注。两者共同作用下，国内的二手份额交易已经进入上升期，**二手份额交易增长迅速。**

现阶段，国内股权投资市场一级交易（即直接投资）的数据已经较方便获得。而二级交易（二手份额交易）方面的数据仍属空白。清科研究中心经过探索、研究和测试，基于中国证券投资基金业协会与国家企业信用信息公示系统的公开数据，总结出一套可用于涉及人民币基金二手份额交易事件的判断体系。并基于上述判断体系对国内人民币基金的份额交易情况进行统计分析。按工商系统信息反映出的既定事实，**2018 年我国股权投资基金二手份额交易事件共发生 592 起，可获知的交易金额为 233.64 亿元。**由于不同地区工商系统提供信息的维度差异，真实的交易金额难以全面统计，故采用可获知金额的部分数据推算未知部分的交易金额，利用这一方式**推算的 2018 年交易金额可达 676.32 亿元人民币。**数据表明，

2018 年的交易数量与可获知交易金额分别达到 2014 年水平的 3.56 和 10.8 倍，近五年我国二手份额交易市场热度明显上升。

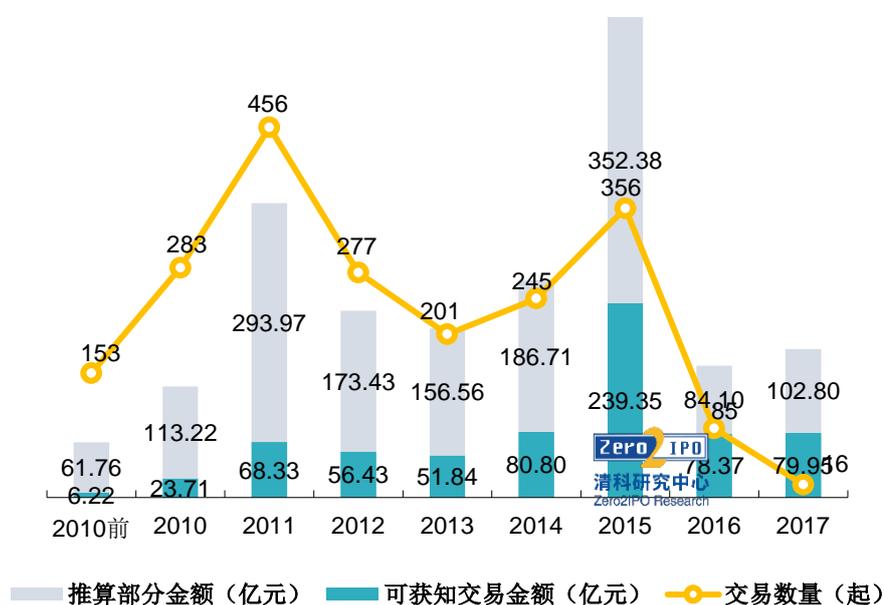
图 3A 2014-2019 上半年中国股权投资基金二手份额交易情况



从成立时间看，二手份额交易事件所涉及的股权投资基金的注册时间主要集中于 2011 年和 2015 年（图 3B）。众所周知，2014-2018 是我国股权投资市场规模增长最快的黄金时期。创立于 2011 年（该年新设立的人民币基金较多）的一批基金在这一时期内已经完成投资，逐渐进入投后管理与退出规划的阶段，其基金份额也因而吸引了部分欲缩短投资周期、对底层资产清晰度要求高的出资主体（LP），引发一波二手份额转让的高潮。另一方面，2015 年是国内“双创”与创投最活跃的一年，当年设立的股权投资基金数量同样创下历史新高，因此在面临后续监管压力时，这一批基金的份额转出需求也露出水面。成立于 2017、2018 年的基金则由于尚在投资期，尚不具备二手份额交易价值，因此亦尚未成为主要交易标的。

图 3B 2014-2019 上半年发生二手份额交易基金的注册年分布

2014-2019上半年发生二手份额交易基金的注册年份分布

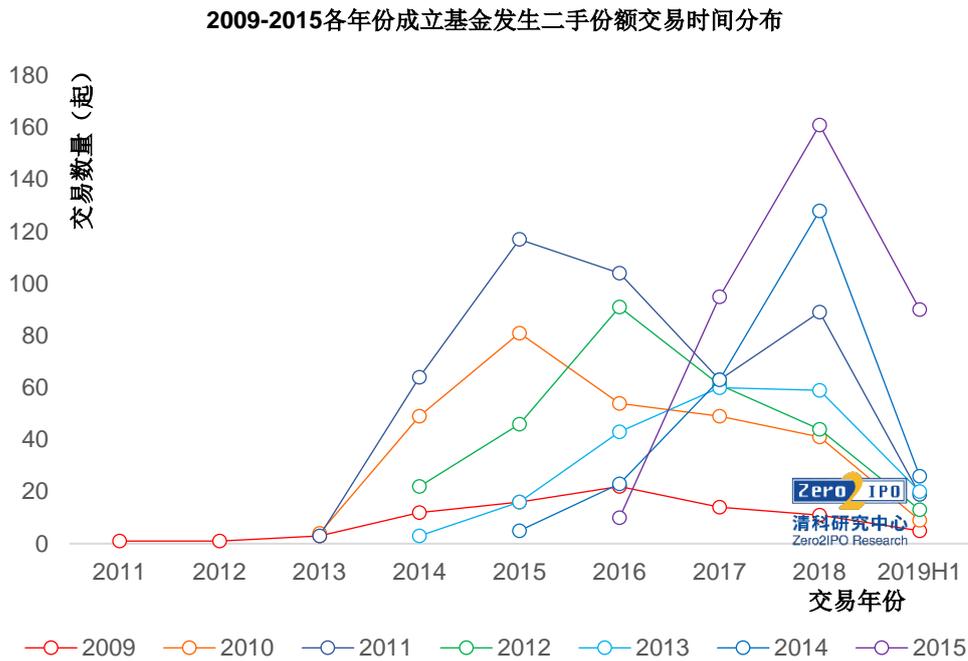


国内二手份额主要集中在成长期，不同年份基金交易活跃度明显不同

通常而言，股权投资基金的二手份额交易可按照发生阶段分为基金早期交易、基金中后期交易与基金尾盘交易。为了探究各个阶段交易数量的相对关系，按照基金成立年份划分，将各年度的二手份额交易数量与年份的关系用图表呈现出来，如下图 4。

从图中可看出，不同年份成立基金的二手份额转让活跃度存在一些规律。**第一，大部分基金的二手份额交易集中在成长期**，即成立后 4-5 年出现交易量峰值。目前国内基金的二手份额交易高峰一般发生在基金完成投资之后、进入退出期之前，即以“成长期交易”为主导。**第二，不同年份成立基金的交易活跃度整体存在差别**。这是由于历史上各年度股权投资市场人民币基金的设立募集总量存在波动。清科研究中心认为未来数年内，当 2016-2018 年成立的人民币股权投资基金进入份额转让高峰期时，二手份额交易的市场规模将迎来一次更大幅度的上升。**第三，稍早年份成立的基金在退出期可能存在第二次转让高峰**。主要原因是基金清盘时若仍有投资项目未达到退出标准，需要在此时通过份额转让完成重组和旧 LP 退出，避免“僵尸基金”长期存在。这一特征囿于国内股权投资市场人民币基金历史数据量不足，尚待后续年份的数据验证，清科研究中心也会保持持续关注。

图 4 2009-2015 各年份成立基金的交易时间分布

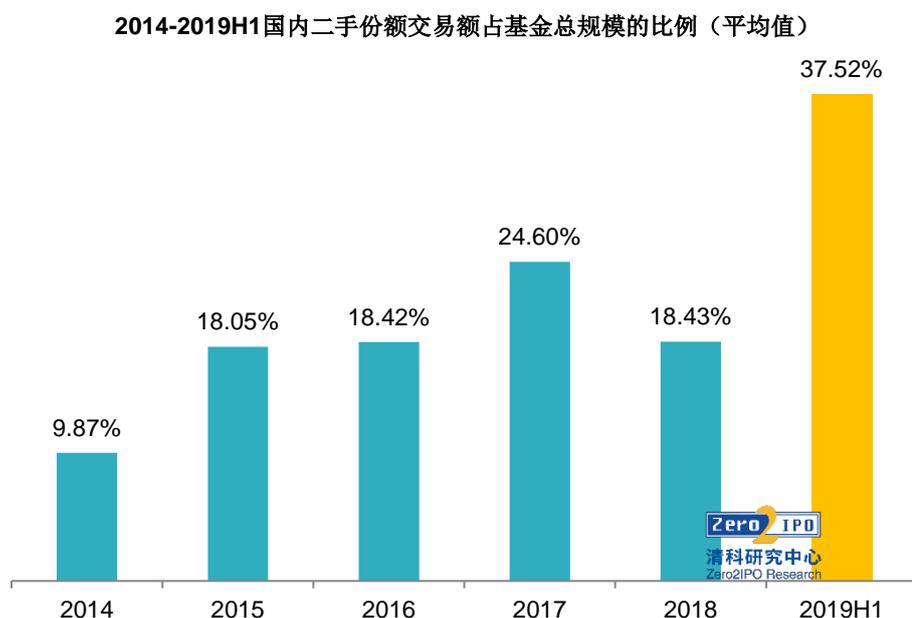


二手份额总量占整个基金规模将继续提升，将成为股权投资市场重要组成部分

2014-2019 上半年期间，国内股权投资基金的二手份额交易额总量在涉及基金总规模（以注册资本计）中的占比（相对规模）呈现波动上升趋势。图 5 显示，交易的份额总价在基金整体的占比在 2014 年时仅有 9.9% 左右，经过近五年的波动上升，2019 上半年这一指标已经上升至 37.5%。由于二手份额交易在国内市场逐渐普及、相关人才和知识储备的日益完善，未来二手份额的交易相对规模还将继续提升。

2014-2019 上半年期间，国内二手份额的交易相对规模（交易总量/涉及基金总规模）与股票二级市场走势出现了明显的相关性。众所周知，2015 上半年、2017 全年与 2019 上半年均为 A 股的上行周期，而 2016/2018 两年内则由于熔断机制试点、贸易冲突等因素影响而下行，这与图 5 二手份额交易的相对规模波动趋势不谋而合。另外从后文图 9 中可知，上市公司是近年股权投资基金二手份额交易中最重要资金净流入方。股市的走向一定程度上影响了上市公司的资金充裕情况，进而影响其参与股权投资基金二手份额交易的热情。

图 5 2014-2019 上半年二手份额交易额占基金规模的平均比例



资产配置是二手份额交易的主要目的，估值以成本法为主

针对国内二手份额交易相关参与方进行交易的原因、估值方式等维度，清科研究中心采用问卷的形式进行了统计调研（调研覆盖时段为 2018 年）。根据调研结果，份额交易中的受让方（买方）最主要的参与原因是进行主动资产配置，其他因素还包括受让基金其他 LP 转让的份额、与 GP 建立联系（一般为明星 GP）、缩短投资周期等。股权投资市场快速增长中，母基金、家族办公室、政府引导基金等各类 LP 主体均将基金的二手份额作为自身资产配置策略的一环，将二手份额交易作为投资 GP 和直接投资以外的组合丰富手段。“P+S+D¹”

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20205

