
清科观察：国内 PE 二级市场已经萌芽，各方倒逼市场快速发展

清科研究中心 2019.04

经过 40 多年发展，全球 PE 二级市场交易规模和二手基金募集规模不断增长，交易机制不断完善，市场参与主体也日渐成熟且多元化。与此同时，我国股权投资市场历经 20 多年发展，管理资本量已接近 10 万亿，市场规模的不断扩大和监管政策的调整增加了市场对于 PE 二手基金交易的需求。与普通私募基金相比，投资 PE 二手基金具有规避投资风险、提高投资人资金流动性、优化投资组合等优势，正受到越来越多国内投资者的关注，清科研究中心也将对此进行持续跟踪研究。

根据国内外有关 PE 二级市场交易的研究，清科研究中心对私募二级市场及私募二级市场基金的定义进行了总结：

当投资者参股一支基金后，在基金完全实现清算退出之前，投资者可以根据自身情况，将所持有的私募股权投资基金份额或其他类型基金份额转让给其他有意向购买的投资者，这一转让及购买行为被统称为**私募基金二手份额转让交易（Private Equity Secondary Investment）**行为。基金二手份额的转让允许私募股权投资者（LP）提前从基金退出，为其提供流动性，从最初仅交易私募股权基金单一份额或基金组合，已经发展和延伸到非上市企业资产组合的二手份额交易，这类交易被称为**直投二手份额（Direct Secondaries, or Directs）**。由上述交易组成的市场通常被称为**私募二级市场（即 Private Equity Secondary Market）**，俗称**PE 二级市场**。私募二级市场交易对象涵盖范围较广，包括私募股权投资基金（包括早期投资基金、创业投资基金以及私募股权投资基金）、房地产投资基金、私募债权基金、基础设施投资基金、未上市企业股权组合等。

从交易模式来看，目前私募二级市场交易主要分为三类：一是基金二手份额转让，即投资者直接购买其他投资人持有的基金份额，以获得基金份额相应的权利与义务；二是直投二手份额，即投资者直接购买其他投资人持有的公司股权，交易标的一般为投资组合，而非单一资产；三是结构化二级投资，即基金组合的结构化投资，投资人出资购买卖方所持基金的部分权益，而卖方释放了部分流动性，且不必放弃未来全部基金的升值空间。

主要从事基金二手份额转让交易的基金被统称为**私募二级市场基金（即 Secondary Funds）**，俗称**二手基金或 S 基金**，是一种特殊的母基金。根据被交易的主要基金类型，私募二级市场基金还可被分为：私募股权二级市场基金即 PE 二级市场基金，房地产投资二级市场基金，基础设施投资二级市场基金等。根据主要交易基金的成立时间，私募股权二级市场基金可分为三类¹：早期私募股权二级市场基金（主要投资成立时间在 3 年及 3 年以内的二手基金份额）；成长期私募股权二级市场基金（主要投资成立时间在 3-6 年的二手基金份额）；成熟期私募股权二级市场基金（主要投资成立时间超过 6 年的二手基金份额）。

全球私募二级市场交易规模不断增长，GP 主导的二手交易成为市场重要组成部分

目前，随着股权投资市场不断扩容，全球私募二级市场交易规模随之增长，参与主体专

¹该分类来自于私募股权投资行业定量分析服务商 PERACS

业度和交易活跃度也不断提升。根据 Preqin 统计数据，全球私募二级市场的交易量自 2005 年开始显著上升，究其原因，一方面，2005-2008 年全球机构投资者对于私募二级市场基金的接受度越来越高；另一方面，金融危机初期，基金份额持有者出于恐慌情绪以及资金周转等需求也是促使基金二手份额交易量显著上涨的原因之一。此后，全球私募二级市场自在 2009 年经历了交易量大幅收缩后，又进入了稳定增长时期。2014 年，全球私募二级市场交易量出现小高峰，交易量增至 420 亿美元，是 2004 年的近 6 倍，如 2014 年上半年 Ardian 从 GE Capital 手中购买了 13 亿欧元的私募股权基金。2015 年和 2016 年的交易量相比于 2014 年出现小幅下滑，而 2017 年交易量又攀升至 580 亿美元，相当于 2016 年全年交易量的 1.57 倍，具有代表性的案例有 2017 年 Ardian 出资 17.5 亿美元购买阿布扎比主权财富基金 Mubadala Capital 持有的基金份额和股权资产，包括 14 个投资北美的并购和成长基金二手份额以及 14 个直投二手份额。

图 1 2003 年至 2017 年全球私募二级市场交易规模变化情况（成交量，十亿美元）



来源：Preqin 2019.03

此外，根据 Collier Capital 最新发布的《The Private Equity Secondary Market》报告，也同样印证上述趋势。该报告显示，2018 年全球私募二级市场交易总量高达 720 亿美元，再次刷新市场记录，且 GP 主导的二手交易逐渐成为私募二级市场重要组成部分，预计 2019 年全球私募二级市场交易总量继续增长，涉及交易总额将高达 800-900 亿美元。

与普通的私募基金相比，私募基金二手份额转让交易具有以下三个明显优点，**第一，规避盲选风险。**投资者在私募二级市场投资的基金都是已部分或全部完成搭建的投资组合，一般至少已经投资 50.0% 的承诺资本，投资组合风险更容易被识别。**第二，规避 J 曲线效应，补充现金流。**私募股权基金的期限一般时间较长，基金运营前期现金流一般为负，随着时间推移，基金运营到中后期，投资价值逐渐显现，基金的后期收益会快速收正。PE 二级市场投资可以规避基金生命周期中的低估阶段，同时享受中后期的收益，有效缩短持有期限。同时，二手份额转让方可通过出售持有的基金份额以及时获得所需现金，增强资金流动性。**第三，分散投资组合风险。**当前社会技术创新周期日益缩短，产业生命周期越来越短，投资不

确定性增加。通过私募二级市场投资者可以根据自身需求选择不同投资策略，优化投资组合，在确保投资收益的同时，降低投资风险。

2018 年全球 S 基金募资放缓，亚太地区交易需求增长较快

根据 Preqin 统计数据，2008 年至 2018 年 11 月，全球共募集 341 支私募二级市场基金，募集总金额为 2,636.60 亿美元，历年募集的私募二级市场基金的平均规模维持 8.43 亿美元。Ardian、Strategic Partners Fund Solutions（2013 年被黑石收购）、Lexington Partners 等均为全球较大的私募二级市场基金管理机构，其中，Aridan 在私募二级市场基金领域的管理资本量最大，其管理的 Ardian Secondary Fund VIII 规模高达 120 亿美元，是迄今为止规模最大的 S 基金。此外，亚洲地区开展私募基金二手份额转让交易和私募二级市场基金业务的机构数量较少，较为知名的机构为韩国的 STIC 和日本的 ANT Capital。

具体来看，2017 年全球二手基金募资创历史最高纪录，募资数量和已募集金额分别为 47 支和 465.4 亿美元，同比上升 34.3% 和 57.6%，如黑石集团旗下私募二级市场投资平台 Strategic Partners Fund Solutions 募资完成 75 亿美元的七期基金，Goldman Sachs AIMS Private Equity 旗下的 Vintage Fund VII 募集 72 亿美元、Alpinvest Partner 管理的 Alpinvest Secondaries Fund VI 募集完成 65 亿美元，三支基金总规模约占当年全球 S 基金募资规模的二分之一。此后，2018 年前 11 月全球二手基金募集下降至 34 支，已募集金额也仅有 261.4 亿美元。前 5 大 S 基金募资总规模达到 153.5 亿美元，占 2018 年前 11 月全球 S 基金总募资金额的 59.0%。其中，landmark Partners 管理的 Landmark Equity Partners XVI 基金规模最大，达到 70 亿美元，但整体来看，S 基金的设立规模略有下滑。

图 2 2008-2018 年前 11 月全球私募二级市场基金募集情况



来源：Preqin 2019.03

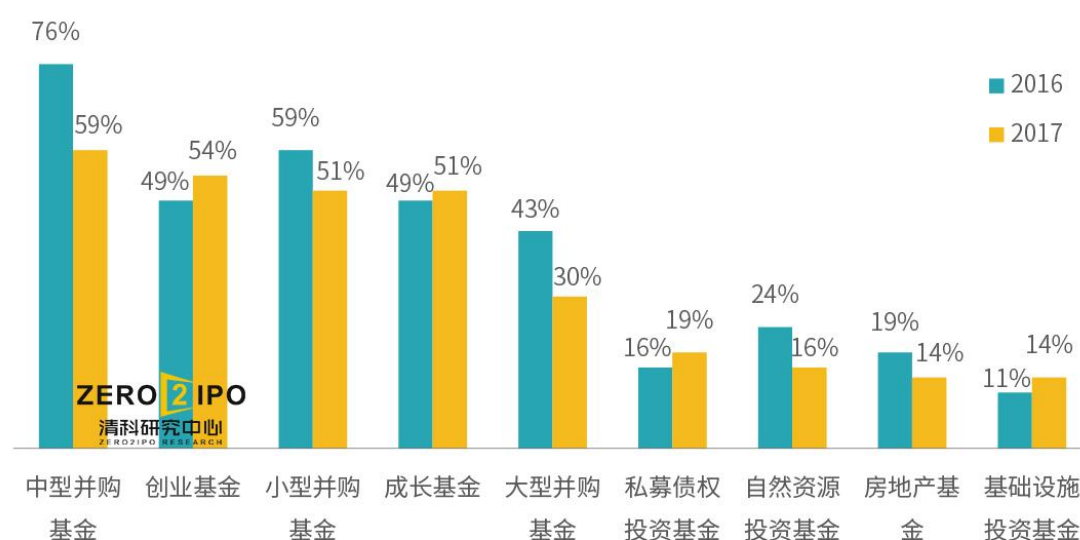
此外，从投资地域来看，Preqin 调研显示，目前未来 1 至 2 年全球基金二手份额交易

出售方仍然主要集中在北美和欧洲地区，但亚洲增速较快，目前占比已从 2018 年 Q1 的 10% 上升至 17%，这主要得益于亚洲私募股权投资市场的快速发展。

组合管理、流动性需求、策略转变是基金二手份额转让的三大动因

根据 Preqin 发布报告调研显示，从私募基金二手份额转让的基金类型来看，与 2016 年类似，2017 年全球私募二级市场小型和中型并购基金是主要交易标的，但是中型并购基金的交易占比已从 2016 年的 76% 下降至 2017 年的 59%。除私募股权投资基金外，市场继续满足投资者进行多元化投资组合的需求，2017 年基础设施基金购买占比已从 2016 年的 11% 上升至 14%，私募债权投资基金的比例从 16% 上升至 19%，私募二级市场投资者投资策略更加分散。

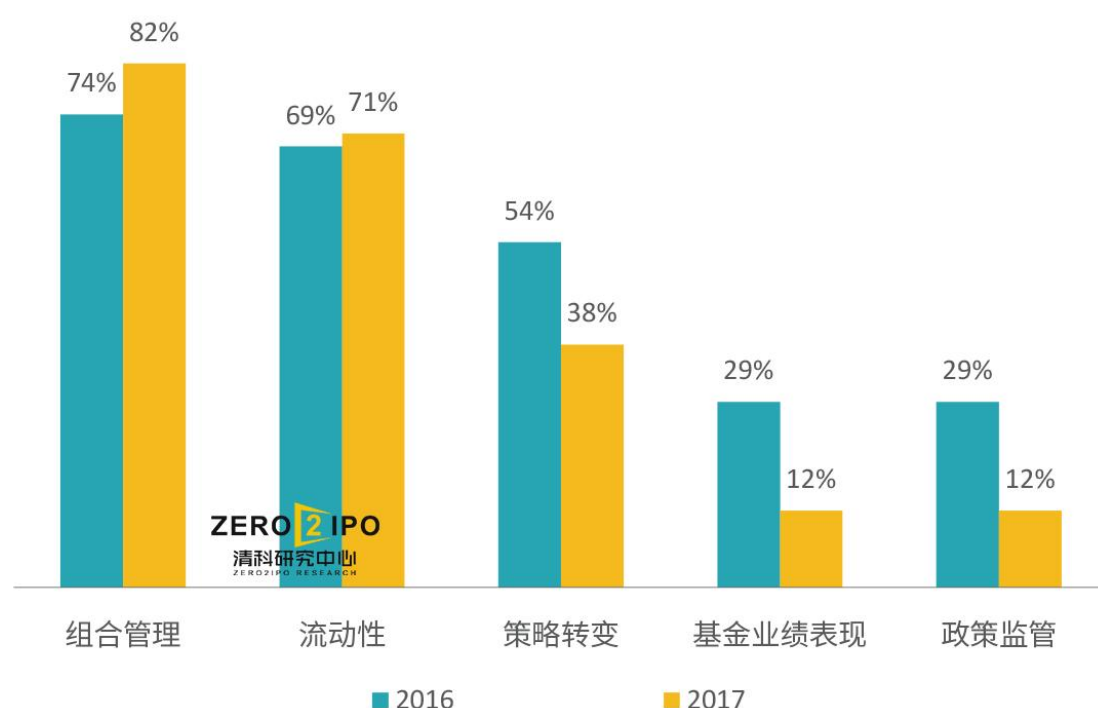
图 3 2016VS.2017 年全球私募基金二手份额交易基金类型分布



来源：Preqin 2019.03

从基金二手份额转让的原因分析，根据 Preqin 调研统计显示，**2017 年全球私募二级市场交易市场 82% 的基金二手份额购买者是出于投资组合管理的需要**。在全球技术创新和产业升级不断加快的背景下，LP 为增强投资组合的抗风险能力并保证投资组合的整体收益，会综合考虑不同产业的新特点，进行投资组合调整。**其次，资金流动性需求引发的 LP 基金份额出售占比达到 71%，排名第二**；一般而言，私募基金的存续期较长，投资者的流动性需求在投资基金存续期间可能有所改变，为实现资金周转目的，投资者会将所持有的还未到期的基金份额进行转让。**此外，还有一些 LP 因投资策略转变、基金表现和规避监管政策冲突而参与基金二手份额转让**。例如，根据发布的新巴塞尔协议 II 的规定，监管部门要求银行提高准备金来应对私募股权投资可能发生的非预期性损失，这一规定直接提高了银行投资于私募股权投资基金的机会成本。在此情况下，部分银行为降低投资成本将持有的部分或全部私募基金份额进行转让。在国内市场，2018 年 4 月发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“《资管新规》”）禁止了金融机构资管产品资金池、多层嵌套、期限错配等乱象，这一规定也成为国内投资者为应对监管压力而出售 LP 基金份额的一项重要原因。

图 4 2016VS.2017 年基金二手份额交易的动因分布



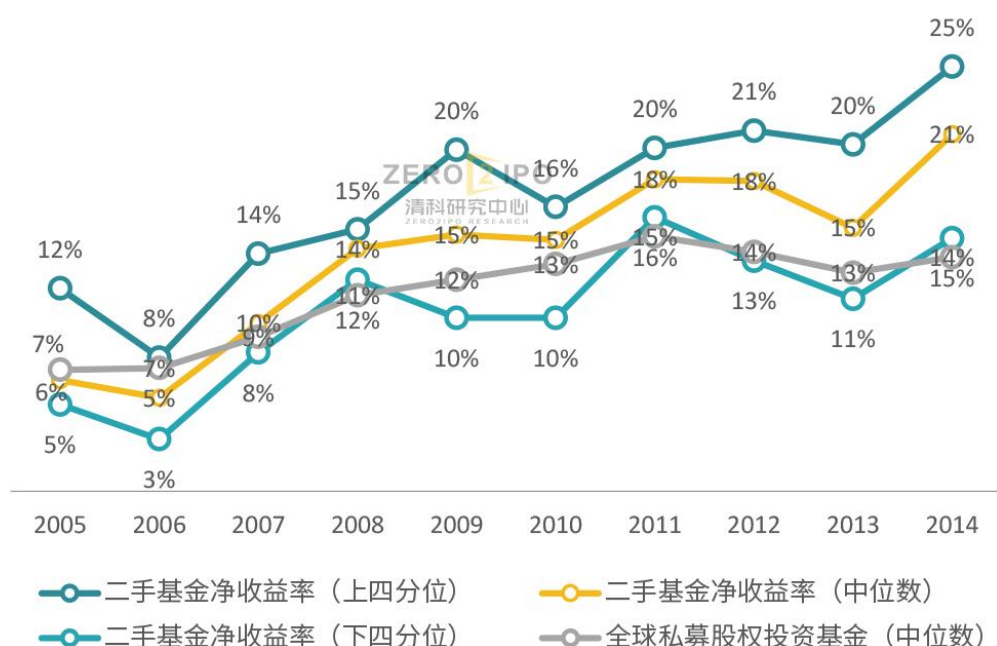
来源：Preqin 2019.03

全球市场二手基金收益达 21%，历史收益基本高于全球私募基金收益

根据 Preqin 发布最新数据统计显示，2005-2014 年全球二手基金收益率大体呈现上升趋势，且二手基金之间业绩差距较大。具体来看，2014 年全球二手基金收益率中位数为 21%，比 2005 年高 14 个百分点。另外，从二手基金收益率内部看，2014 年全球二手基金收益率上四分位为 25%，而下四分位仅为 15%，基金业绩差距较大。此外，与私募股权投资基金相比，二手基金收益率明显较高，私募股权投资基金收益率仅相当于二手基金下四分位的收益率。

私募二手基金收益高于普通私募基金主要有以下三个原因。第一，私募二级市场基金的投资策略决定了其投资失败率相对较低。被转让的基金份额由于已运作一段时间，基金已投资项目已被投资者所了解，易于投资者根据基金运作情况合理判断其未来表现情况。因此投资者从众多备选基金份额之中选出优质基金份额进行投资的难度较小。第二，投资周期较短。私募二级市场基金所购买的都是基金运作期间被转让的基金份额，这使得私募二级市场基金整体的退出周期也相对较短。第三，能够捕捉大量套利机会。私募二级市场买卖双方信息不对称情况使得私募二级市场基金能够捕捉大量价值被低估的基金份额，从而获取较高的投资收益。

图 5 2005-2014 年全球二手基金和私募股权投资基金净收益率分布情况



来源：Preqin 清科研究中心整理 2019.04

国内 PE 二级市场交易基础已具备，各方需求倒逼市场快速发展

近年来，在内部和外部环境的作用下，国内基金二手份额转让的需求正日益增长。根据清科研究中心研究显示，国内私募二级市场交易的动因主要有以下两点：

第一，随着国内股权投资市场规模的不断增长，退出压力迫使基金二手份额交易需求更加迫切。经过二十多年的发展，我国股权投资市场资本管理量已扩张为 10 万亿级别的庞大市场。截至 2018 年 12 月，在中国证券投资基金业协会登记的国内私募创业投资、股权市场投资机构已超过 1.4 万家，市场参与主体不断增多。市场规模的扩大为 PE 二级市场的发展提供土壤。与此同时，中国股权投资市场投资活跃度不断攀升，但基金退出压力较大，2018 年市场退出案例总数不足投资案例数的三分之一，部分基金现金回报不容乐观，面临延期问题。

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_14663

