歌斐資產 GOPHER ASSET MANAGEMENT | 10th 组合有道 稳见未来 | CVINFO 投中信息

在不确定时代寻找确定性

中国PE二级市场2020年发展趋势及展望

2020年6月

研究方法论

报告研究范围：2019年，多样化的交易模式崛起为国内PE二级市场的发展提供更多想象空间。本报告将关注范围由狭义的传统的LP份额转让扩展至广义PE二级市场交易，将简单交易架构（LP份额转让）扩展至复杂交易架构（如：接续基金、资产包转让、LP份额要约收购、管理团队拆分等）。

报告研究方向：1、国内对于PE二级市场交易类型划分标准不一，报告将重新定义广义的PE二级市场交易范围，并对各种交易模式进行分类；

2、从全球/国内双视角出发，分析PE二级市场2019年发展态势；

3、通过PE二级市场头部机构调研，解析头部机构投资策略；

4、各类交易模式的经典案例剖析；

5、后疫情时代，面对国内外宏观环境的重大不确定性，中国PE二级市场发展的趋势与展望。

《在不确定时代寻找确定性
中国PE二级市场2020年发展趋势及展望》

报告核心要点

需求

国内PE二级市场渗透率较低，有较大提升空间

对标全球PE二级市场占VC/PE市场的渗透率（7%），我国2019年整体PE二级市场的渗透率仅为0.5%。未来市场规模存在较大提升空间。

供给

供给端需求叠加新冠疫情，PE二级资产/份额交易折价率或将扩大

从国内供给端来看，受存量VC/PE基金密集到期、金融机构违约、中小企业融资难、自然人流动性匮乏等因素，叠加新冠疫情的双重影响，出让需求将进一步扩大。供给提升将致使资产交易折价率扩大。

架构

复杂交易架构案例呈上升趋势

2020年初，君联资本、昆仲资本两笔复杂交易的相继完成，预示着我国对PE二级市场的认知正逐渐升级。目前国内PE二级市场中,简单份额转让交易占比87%，而复杂交易如份额/资产打包、接续基金、基金重组等由于操作难度高，具备估值定价及交易执行能力的管理人较少，目前处于蓝海状态。

挑战

PE二级生态有待进一步完善

PE二级市场对于买方管理人从项目挖掘到估值定价、交易执行的经验及能力均提出了较高要求，人才储备和生态环境还有待进一步完善。

一、 PE二级市场概念解析
二、 PE二级市场发展现状
三、 PE二级市场交易案例分析
四、 PE二级市场发展趋势及展望

PE二级市场的广义理解

国内PE二手交易存在已久，传统LP份额转让仅是冰山一角

PE二级交易(Secondaries Deal)主要指从已经存在的LP手中购买相应的私募股权基金份额（份额交易），也包括从GP手中购买私募股权基金中部分或所有的投资组合（资产交易）。PE二级市场出现的意义在于满足现有投资人获得流动性的需求，是私募基金的一条新的退出渠道。

在国内的一级股权市场，历年来已普遍存在以二手交易的方式实现买卖各方不同需求的案例，例如常见的基金LP份额转让、单一标的资产转售等。

实际上，这些交易模式都属于PE二级市场范畴，而PE二级市场还存在着更加丰富交易方式及结构设计以匹配多样化的需求。

简单交易架构

- 基金单一LP份额转让
- 单一资产股权转让

复杂交易架构

- 多只基金份额转让
- 资产包出让
- 接续基金（单项目接续，多项目接续）
- 管理团队分拆（Spin-out）
- 要约收购（Tender Offer）

……

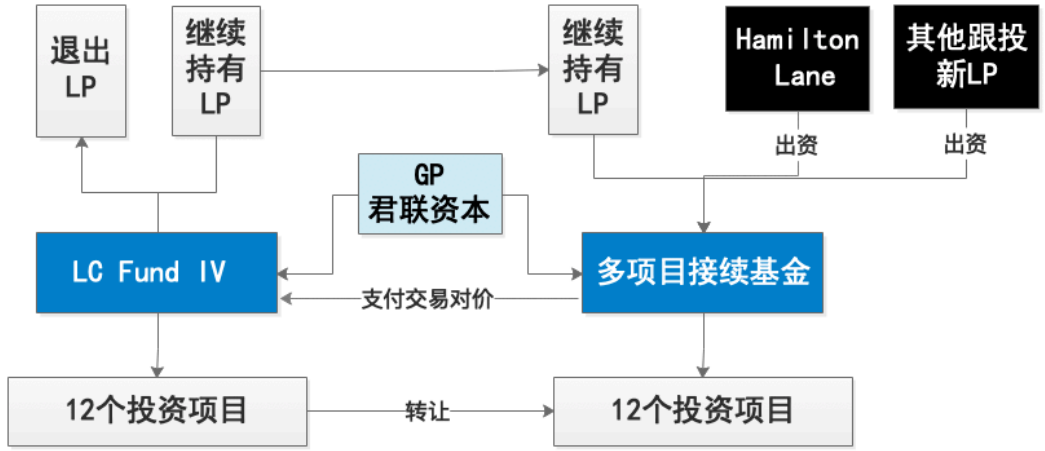


PE二级市场交易架构从简单到复杂趋势明显

近年来，领先人民币市场买方及卖方纷纷涉足PE二级市场复杂交易，形式以美元为主，架构从由简入繁趋势明显

君联资本接续基金案例

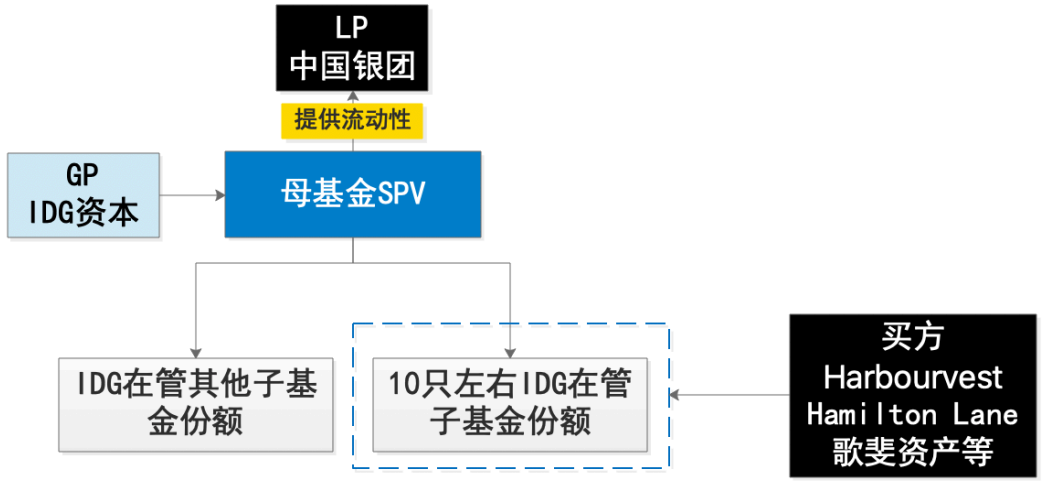
- **基金总规模：**2亿美元
- **出让标的：**2008年成立的LC Fund IV 中的12个投资项目
- **交易时间：**2020年2月
- **买方LP：**汉领资本Hamilton Lane等
- **中介机构：**Campbell Lutyens



交易目标：继续持有即将到期的原基金优质资产包

IDG基金份额打包出售

- **交易规模：**5亿美元左右
- **出让标的：**LP份额包，10支左右的IDG在管基金份额
- **交易时间：**2018年
- **最终买方LP：**HarbourVest、Hamilton Lane、歌斐资产等

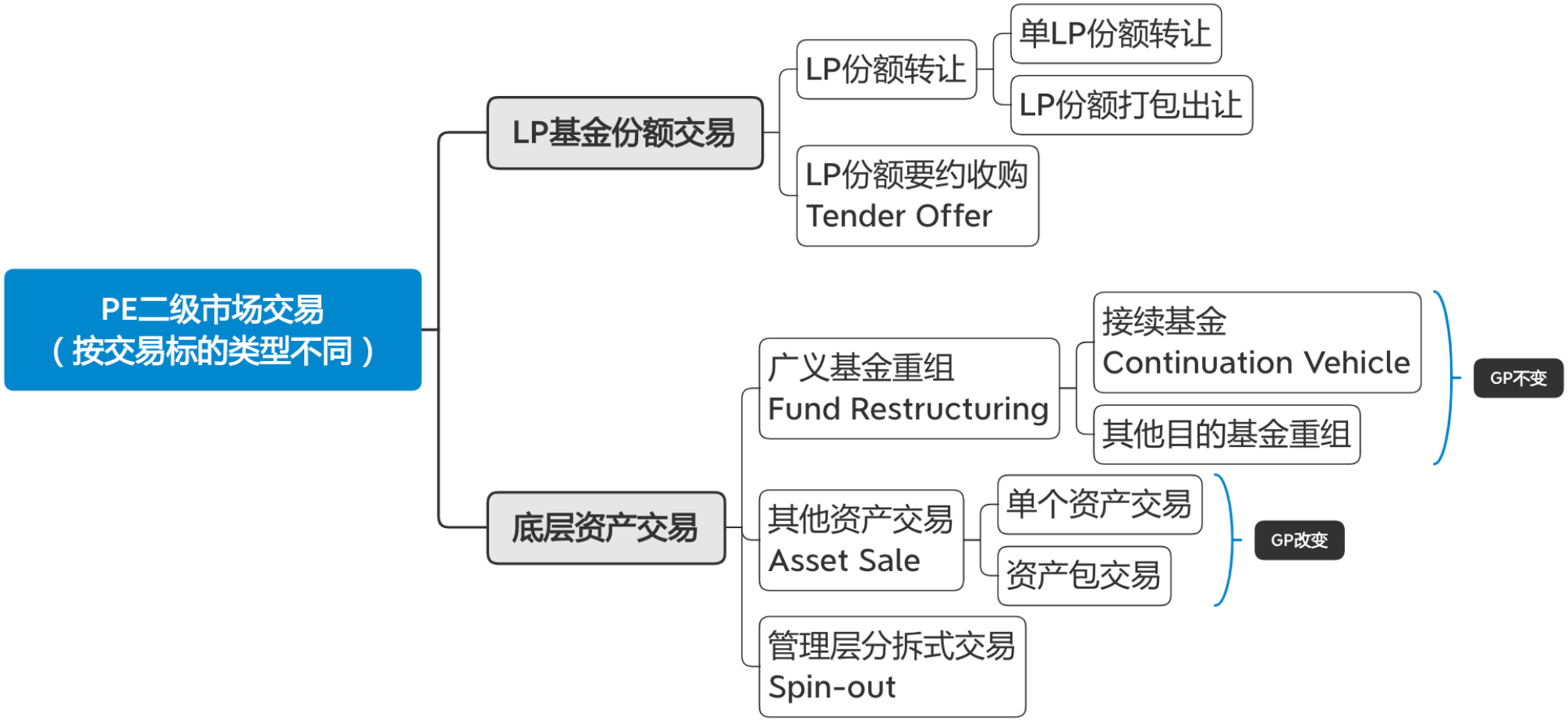


交易目标：为LP提供流动性，获取优质份额

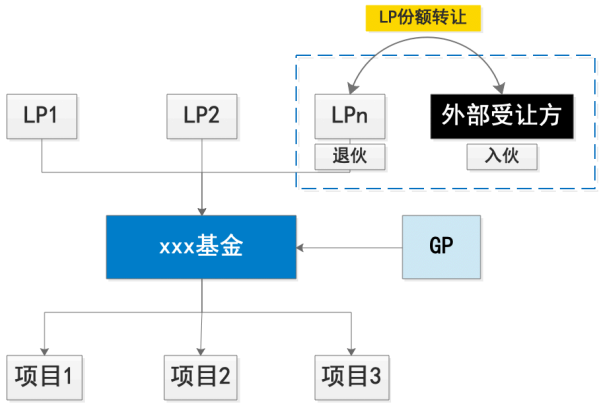
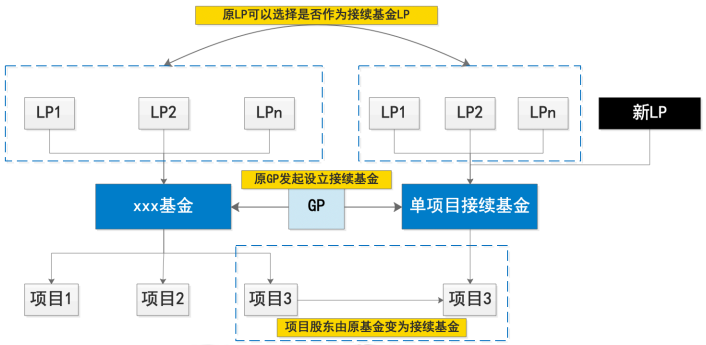
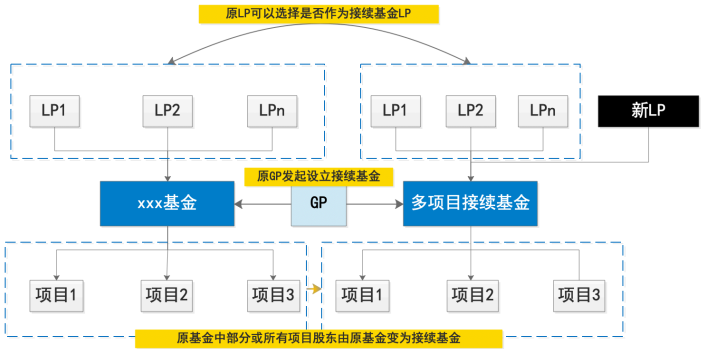
案例来源：投中研究院通过公开信息梳理总结

PE二级市场交易模式分类

按照交易标的类型的不同，PE二级市场交易可分为LP基金份额交易及底层资产交易

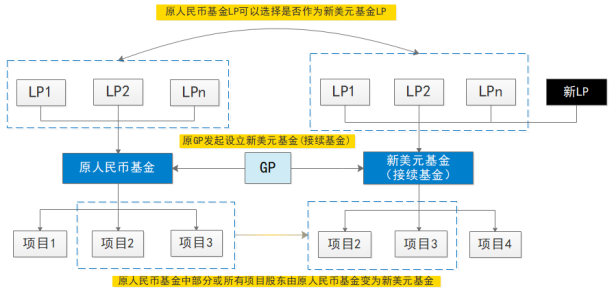
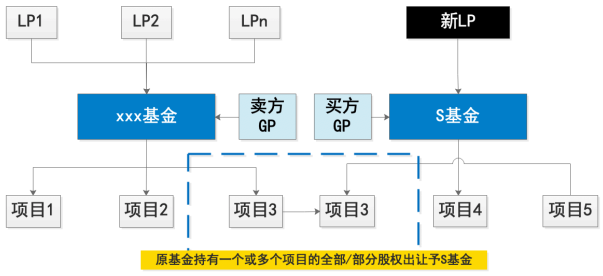
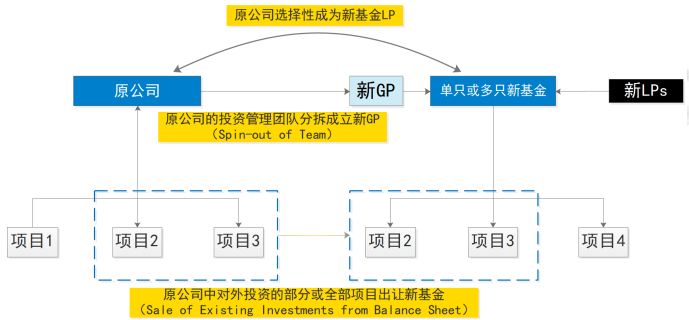


各类交易模式常见交易架构

	LP份额交易类	底层资产交易类	
交易模式	**传统LP份额转让 & 要约收购**	**单项目接续基金**	**多项目接续基金**
特点/差异	**交易标的：**基金份额 **相同点：**两者都为LP份额转让 **区别：**发起方不同 ➢ **传统LP份额转让：**出让LP发起 ➢ **要约收购：**外部受让方发起，LP可选择是否接受	**交易标的：**底层资产——单个项目 **交易目的：**原基金临近到期，但希望继续持有某一个资产 **交易特点：** 1、接续基金与原基金由同一个GP管理； 2、原基金LP可以选择进入新基金也可选择退出。	**交易标的：**底层资产——多个项目 **交易目的：**原基金临近到期，但希望继续持有其中多个资产 **交易特点：** 1、接续基金与原基金由同一个GP管理； 2、原基金LP可以选择进入新基金也可选择退出。
常见交易结构图			

各类交易模式常见交易架构

底层资产交易类

交易模式	基金重组	底层项目出让	管理层拆分式交易
特点	**交易标的：**底层资产——多个项目 **交易目的：**改变LP出资人结构，为LP提供流动性等不同目的 **交易特点：** 1、由同一GP发起设立新基金进行重组； 2、与接续基金结构类似但目的不同。	**交易标的：**底层资产——单个/资产包/部分股权 **交易目的：**出让不愿意继续持有的资产/为LP提供一定流动性。 **交易特点：** 受让方基金GP发生改变	**交易标的：**底层资产——单个/资产包 **交易目的：**基金管理团队分拆，带走已投资项目。 **交易特点：** 原基金管理团队分拆，成立新管理公司，募集新基金，受让原基金已投资资产。
交易结构图			

歌斐資產 GOPHER ASSET MANAGEMENT | 10th 组合有道 稳见未来 | CVINFO 投中信息

一、 PE二级市场概念解析

二、 PE二级市场发展现状

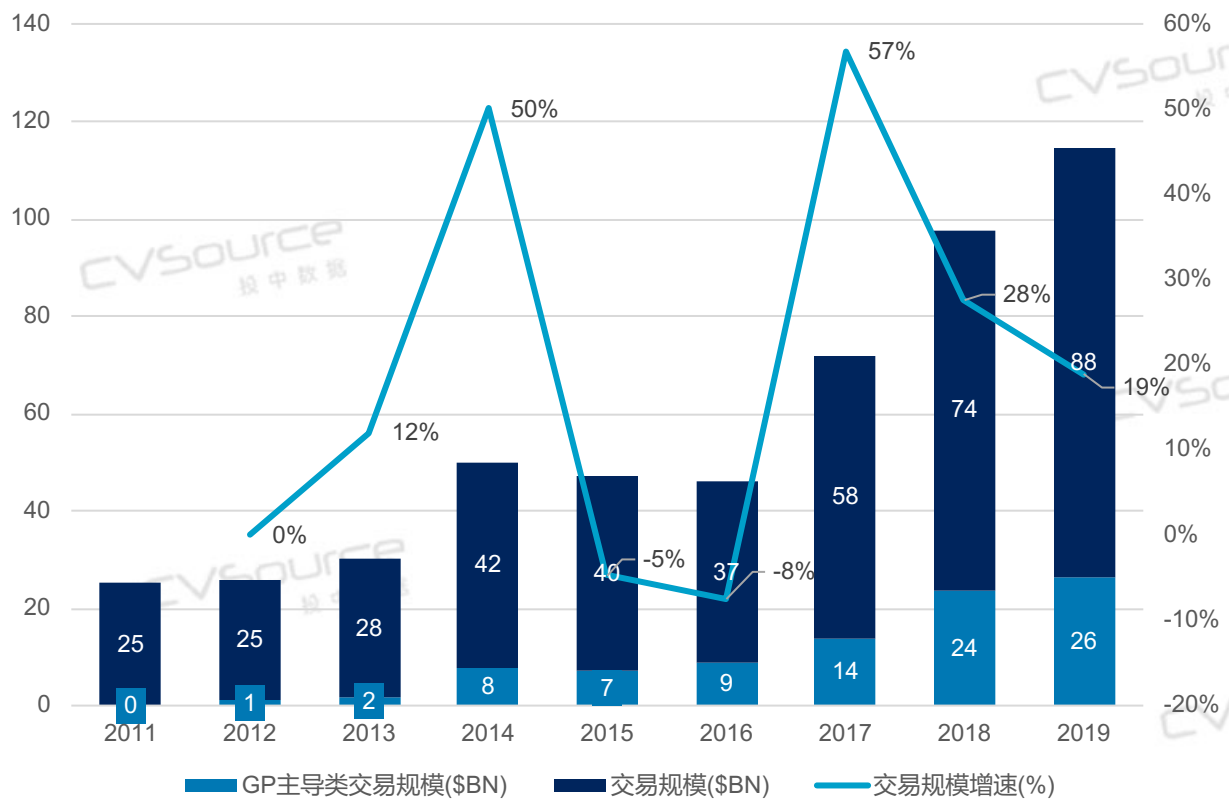
三、 PE二级市场交易案例分析

四、 国内PE二级市场发展趋势及展望

全球PE二级市场——交易规模与主导方式

全球PE二级市场交易规模连续第三年保持高速增长，GP主导类交易受关注程度提升，占比呈上升态势

全球PE二级市场交易规模与GP主导类交易规模占比



核心发现

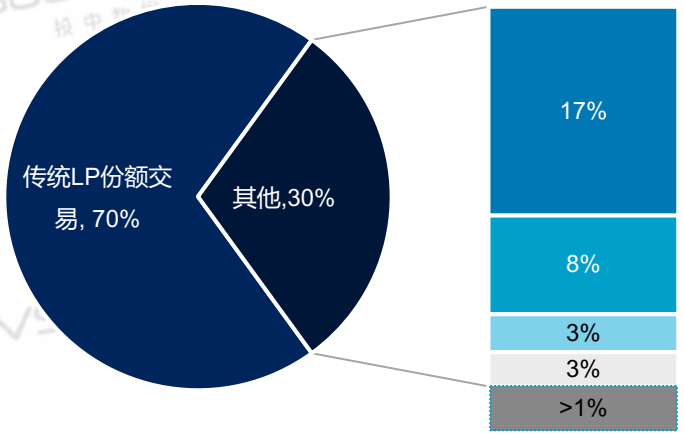
- 自2016年开始，全球PE二级市场交易规模已连续三年保持持续上升态势。
- 2019年全球PE二级市场交易规模再创新高，达到880亿美金。
- 2019年，GP主导类交易占整体交易规模比重为26%，相较于2018年上升2个百分点，整体呈上升趋势。

数据来源：Greenhill Global Secondary Market Trends & Outlook，投中研究院整理

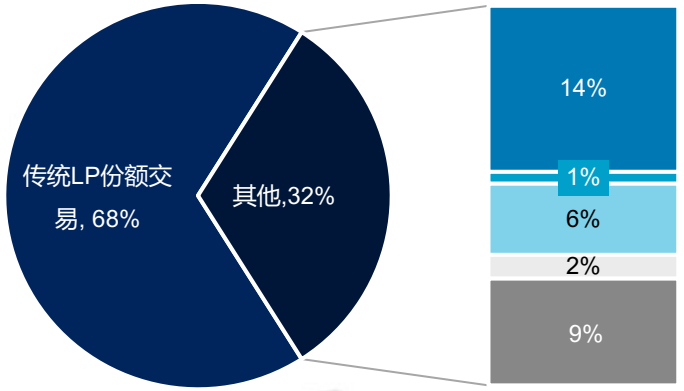
全球PE二级市场——交易模式变化

2019年，LP份额转让仍然是全球PE二级市场的主要交易模式，而在GP主导交易中，接续基金占比已超80%

2019年全球PE二级市场交易模式



2018年全球PE二级市场交易模式



多项目接续基金

单项目接续基金

其他资产交易（包括strip sale）

LP份额要约收购

管理层分拆式交易

数据来源：Greenhill Global Secondary Market Trends & Outlook， 投中研究院整理

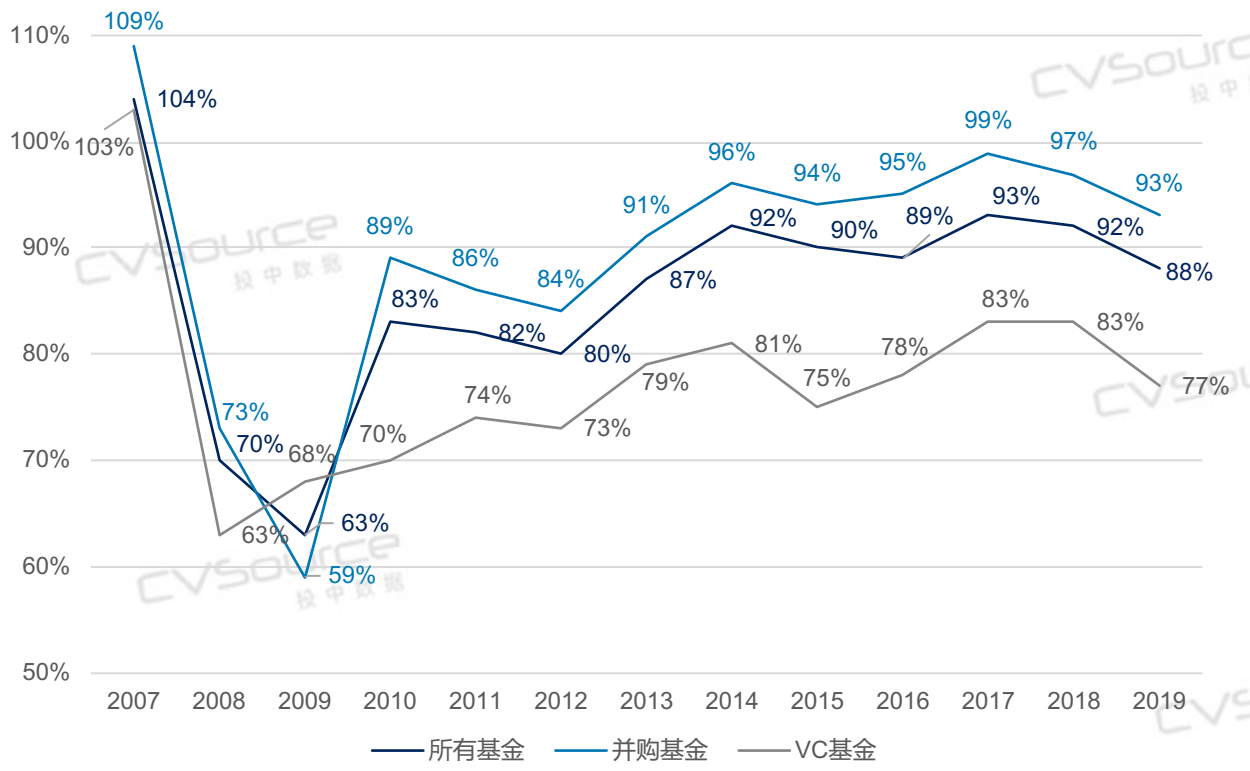
核心发现

- 相较于2018年，2019年**LP主导交易**占比上升2个百分点，仍然为市场**最主要的交易模式**。
- GP主导交易中，接续基金占比整体呈现快速上升趋势。2018年单项目与多项目接续基金规模占GP主导交易的**47%**，而这一比重**在2019年上升至81%**。
- 管理层分拆式交易占比由9%下降至1%。投中研究院认为其主要原因是：早前年份外资银行对PE分支机构的剥离及独立运作较为盛行，目前各外资银行业务剥离已基本完成，因而对管理团队分拆模式的交易需求下降。

全球PE二级市场——交易折价

2019年，全球PE二级市场交易折价较2018年有所上升，受疫情影响，投中研究院预计2020年交易折价将进一步上升

全球PE二级市场各类基金交易价格占NAV比重



核心发现

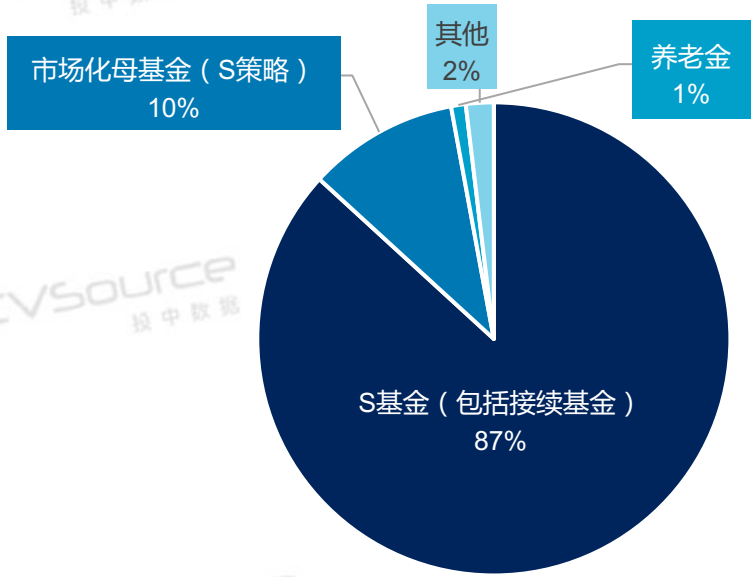
- 2019年，全球PE二级市场交易折价延续前一年趋势，继续上升，平均交易价格为NAV的88%。
- VC类基金份额及其底层资产仍然为交易折价最高的标的类型。
- 考虑到全球经济基本面受本轮新冠疫情影响较大，实体经济相较于金融危机时期受波及面更广，预计2020年全球PE二级市场折价将进一步提升。

数据来源：Preqin，投中研究院整理

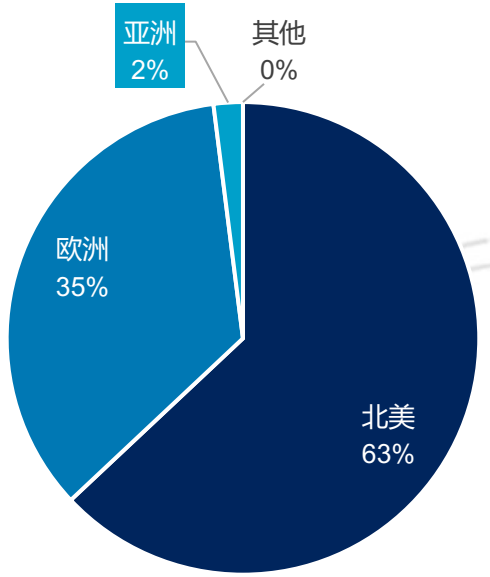
全球PE二级市场——买方类型及地域分布

2019年，欧美S基金仍是PE二级市场最大参与方

2019年各类PE二级市场买方出资额占比



2019年PE二级市场买方地域分布



数据来源：Setter Volume Report FY2019，投中研究院整理

核心发现

- 2019年全球PE二级市场交易买方中，专业S基金与市场化母基金（S策略）出资额占几乎全部比重。
- 买方集中地仍以欧美为主，亚洲买方占比仅为2%，与成熟市场仍存在一定差距。

87%

的PE二级市场出资额由**S基金（包括接续基金）**贡献

98%

的PE二级市场买方分布于**欧美地区**

中国PE二级市场——买方规模

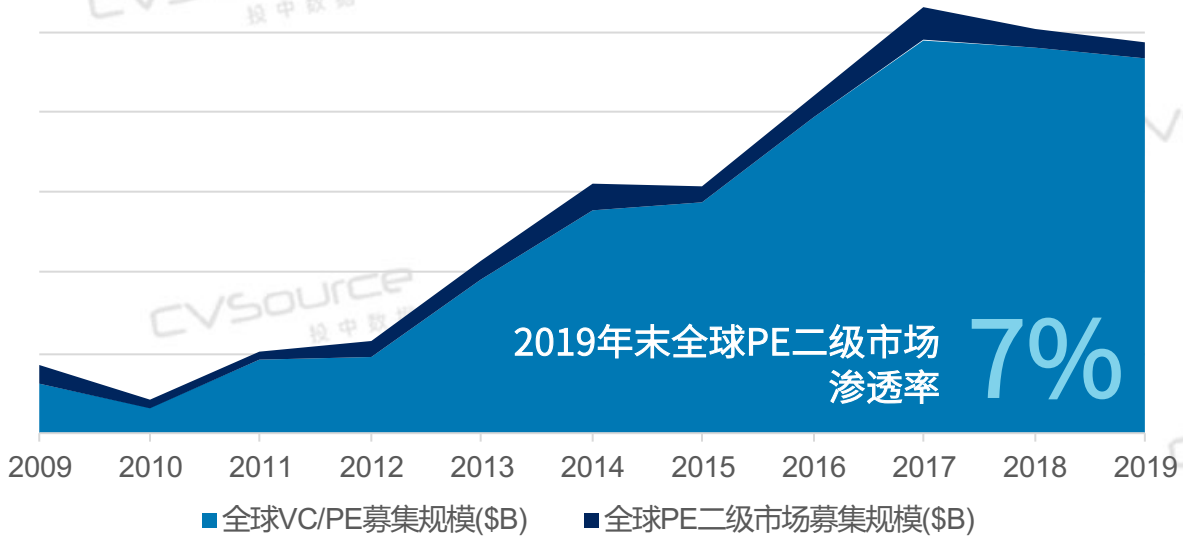
对标全球市场，中国PE二级市场买方规模仍然不足，存在较大的增长空间

渗透率

【PE二级市场募集/在管规模】 占 【私募股权VC/PE基金整体募集/在管规模】的比重

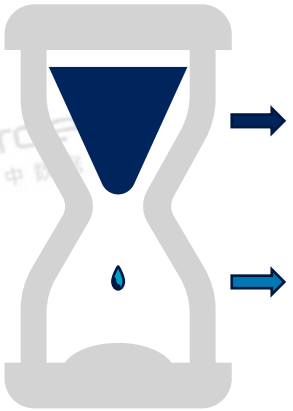
反映了PE二级市场对整体私募股权投资市场的贡献程度

截至2019年末全球PE二级市场渗透率



数据来源：Preqin，投中研究院整理

截至2019年末中国PE二级市场渗透率



2019年末国内VC/PE在管规模9.74万亿

2019年末国内PE二级市场在管规模约500亿

2019年末国内PE二级市场
渗透率 0.5%

数据来源：中国证券投资基金业协会，投中研究院调研

国内PE二级市场——投资策略的演进历程

经过数年摸索，我国PE二级市场投资策略逐渐升级，专业程度不断提升

2013年
专项S基金出现

国内股权市场出现流动性需求，歌斐资产成立了国内首支S专项基金。

2015年
P+S+D策略出现

市场中出现买方逐渐试行P+S+D策略，通过策略的动态结合构建投资组合。

2016年
尾盘策略出现

大量基金进入尾盘阶段，基金存续期即将到期，买方将尾盘交易纳入投资策略中。

2017年
动态观察池完善

买方通过过往交易和市场资源持续关注市场上基金的历史业绩和投资动态。

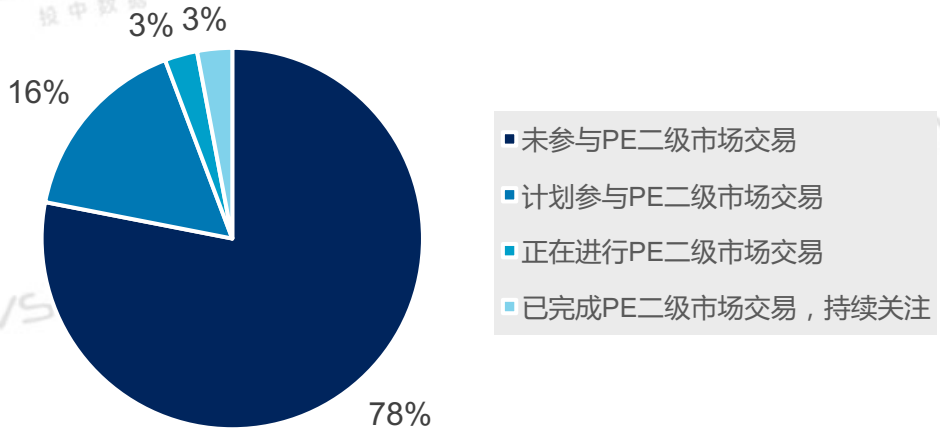
2018年
多策略结合

各类型买方基于自身特点和投资风格，不断构建和完善多种策略相结合的投资方式，交易结构开始丰富。

国内PE二级市场—— 市场活跃度

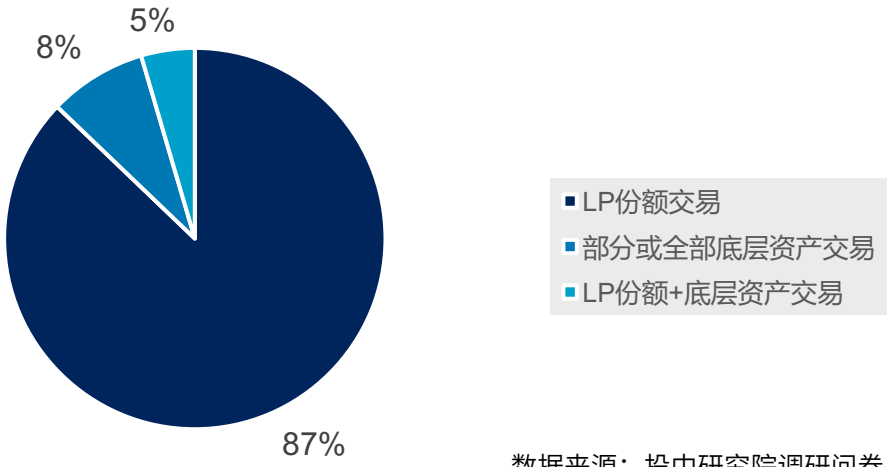
我国PE二级市场还处于发展初期，VC/PE基金管理人参与度较低，传统LP份额转让交易为主要交易类型

国内管理人PE二级市场参与意向调研



数据来源：投中研究院调研问卷

国内PE二级市场交易类型分布



数据来源：投中研究院调研问卷

核心发现

- 2020年，投中研究院通过问卷形式调研了市场上超过400家的私募基金管理人，并就其PE二级市场的参与情况及意向进行了考察。
- 调研显示，78%的私募基金管理人未参与过PE二级市场交易，仅有6%的管理人已完成或正在进行PE二级市场交易，另有16%的管理人计划参与PE二级市场交易。

78%

的私募管理人未参与PE二级市场交易

87%

的交易为LP份额交易

国内PE二级市场——卖方需求现状

受宏观环境变化及实体经济下行影响，PE二级市场卖方GP及LP的出让诉求进一步提升，主动型需求逐步显现

卖方LP需求

被动需求

- 中国高净值人群的规模及其持有的可投资资产受实体经济下行与市场波动影响较大，流动性需求提升；
- 中小企业融资难问题未有效化解，叠加宏观环境影响，流动性需求上升；
- 二级市场股价波动，上市公司质押保证金不足，流动性需求提升；
- 各类企业债务展期、债券发行难度加大，流动性需求上升；
- 《关于加强政府投资基金管理提高财政出资效益的通知》明确了将加强对设立政府投资基金或注资的预算约束。加大存量政府引导基金的退出需求。

主动需求

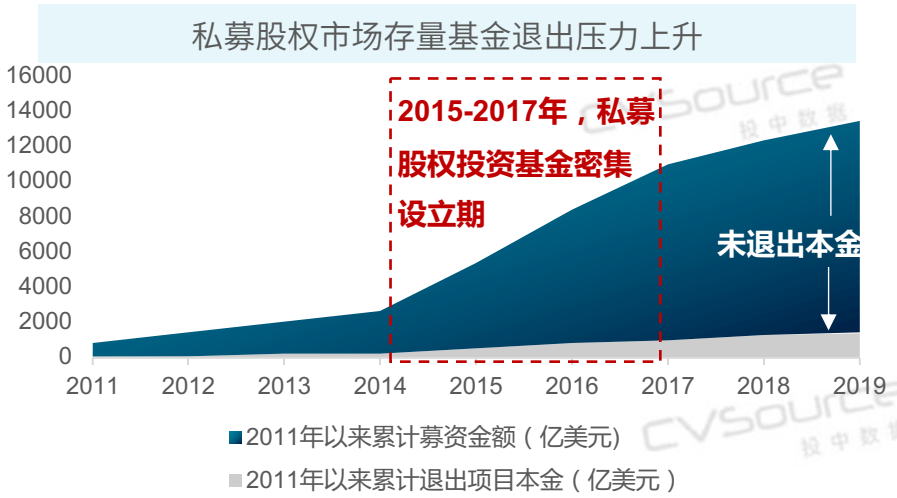
- LP出于对资产配置结构优化的考虑，主动调整大类资产配置比例。

VS

卖方GP需求

被动需求

- 2015年前成立的基金面临现实的退出需求；
- 2015-2017年间密集成立的基金，也将在接下来几年内集中到期，潜在退出需求上升；



- 受宏观环境对LP出资能力影响，自然人及企业出资无法到位的情形进一步加剧，GP急需寻求解决LP后续出资困难的途径。

主动需求

- GP自身的战略布局改变亦或是对LP结构的重新调整、DPI提升等目的将提升其二手份额或项目的出让意愿。

国内PE二级市场——交易模式图谱

通过PE二级市场满足LP/GP诉求的案例逐渐增加，传统交易模式竞争逐步加剧，复杂交易正成为头部机构关注的主要方向

		LP份额转让	底层项目出让	接续基金&基金重组	
LP诉求	流动性需求	某PE基金份额交易	GP出让某激光雷达项目为LP提供流动性	接续基金受让某高端制造基金资产包 (Multi-asset Continuation Vehicle)	国内常见
	投资组合再平衡	某FOF打包出售超配子基金份额	重仓了某半导体项目的基金出让该项目		
GP诉求	基金临近到期	某即将到期FOF转让部分子基金份额	某即将到期VC基金转让所持文娱项目	某基金即将到期，GP用接续基金继续持有其中某龙头家具公司 (Single-asset Cont. Vehicle)	正在增加
	增加可投资资金	通过Early Secondaries解决LP后续出资困难的问题，保障GP弹药充足		某RMB基金转为美元基金 (Fund Restructuring)	
	战略调整		某医疗产业投资集团转让底层资产包	某国有投资集团改制时剥离投资团队和持有项目 (Spin-out)	国内少见
	监管政策因素	某政府引导基金出资预算收紧，转让未出资部分份额	GP出让某成熟期项目，因其投资额超出LP监管政策要求	某投资机构因监管限期整改要求，对存续期内基金进行重组 (Fund Restructuring)	

歌斐资产——PE二级市场围绕GP/LP不同诉求提供的解决方案之案例总结

国内PE二级市场——主要参与方

买方

S基金 | 市场化母基金FOF（S策略） | 接续基金

买方性质	机构名称	机构性质
GP例举	歌斐资产	市场化母基金管理人
	开元国创	市场化母基金管理人
	平安资本	市场化母基金管理人
	远海明华	市场化母基金管理人
	元禾母基金	市场化母基金管理人
	深创投	政府引导基金管理人
	盛世投资	政府引导基金管理人
	新程投资	美元S基金管理人
	科勒资本	美元S基金管理人
LP	保险资金、产业背景出资人、上市央企、地方国企、自然人等	



卖方

LP份额持有人 – LP份额交易

- 高净值个人
- 私营非上市企业
- 上市公司
- 国有企业
- 政府引导基金
- 市场化母基金FOF

基金GP – 底层资产交易

- 君联资本
- 昆仲资本
- 正心谷创新资本

接续基金、基金重组类交易的GP即是卖方GP也是买方GP
此处纳入卖方考虑

国内PE二级市场——头部S基金管理人画像

国内S基金管理人普遍都具备母基金背景，通过多年子基金管理经验积累，形成独特的价值判断原则

母基金管理人身份

能够为S基金提供充足的项目来源

话语权更强，更有可能从GP处获取到真实的底层资产信息

数据库系统支撑

管理人通过自建数据库的形式，持续跟踪已合作的优秀子基金管理人的投资业绩。数据库的存在提升了选品的精准度及估值的准确性

估值定价体系

头部S基金管理人多数都在过往FOF基金管理的过程中，形成了一套符合自身标准及要求的子基金估值定价体系



直投团队辅助

PE二级市场投资相比于普通FOF基金更加关注核心底层资产价值，直投团队能够辅助管理人准确完成底层资产价值判定

已具备一定市场影响力

从选品、估值到谈判、交易执行，PE二级市场的投资相比于传统PE投资对管理人估值能力、谈判能力，交易执行经验提出了更高要求，目前市场买方管理人多为经验丰富且拥有一定口碑的优秀机构

数据来源：投中研究院访谈总结

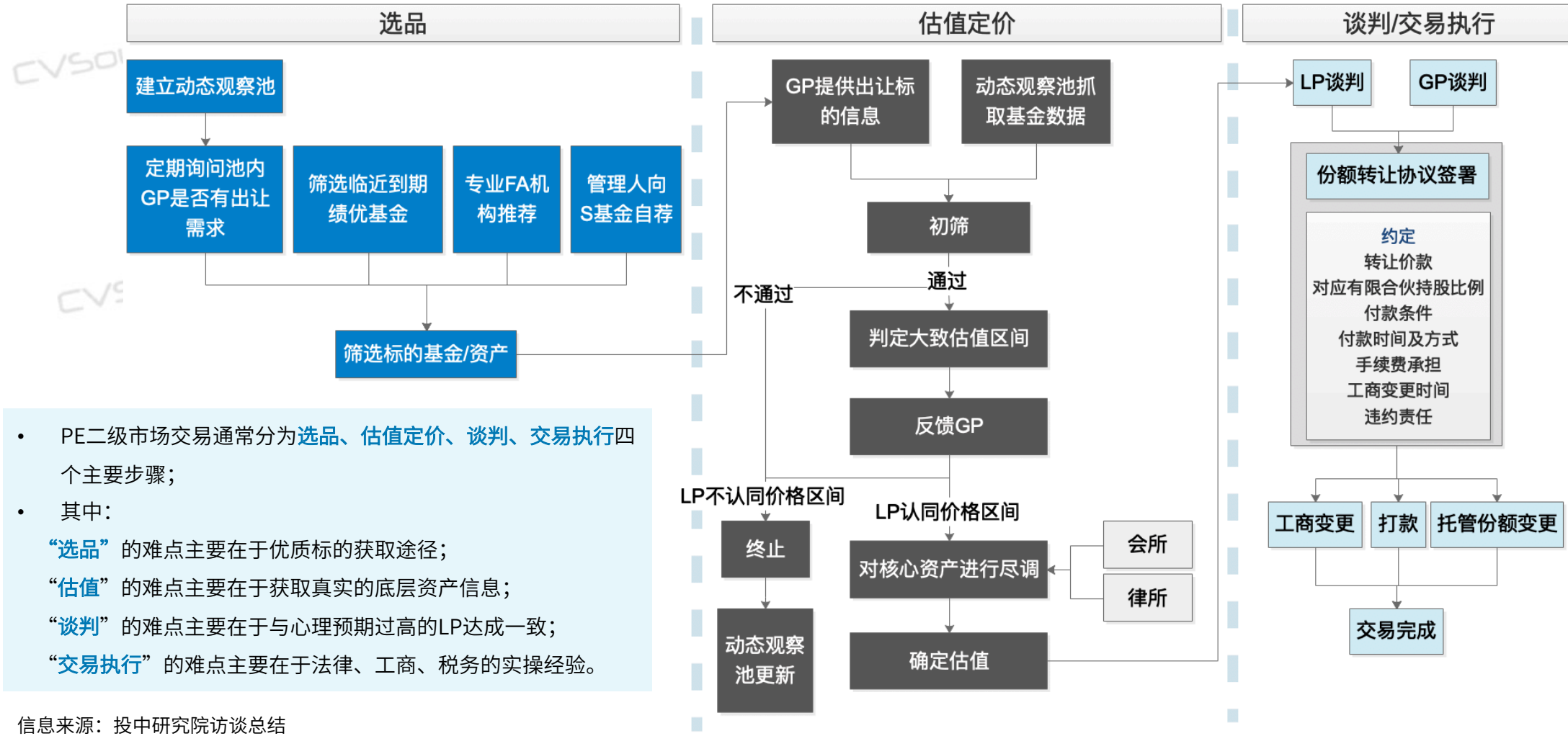
国内PE二级市场——头部S基金投资策略

三类典型机构投资策略对标

	机构1	机构2	机构3
机构特点	• 知名市场化母基金管理人	• 政府引导基金受托管理人	• 央企背景市场化母基金管理人
项目获取	• 建立“核心池”覆盖优质基金及管理人 • 通过子基金季报跟踪头部GP投资业绩，定期维护“核心池” • 主动寻找：已过延长期基金	• 主动寻找：利用政府引导基金背景，询问业绩优秀的子基金 • 接受FA推荐	• 主动寻找：利用市场化母基金背景，询问业绩优秀的子基金 • 接受FA推荐
核心策略	• 关注基金份额中的核心资产 • 对是否进入退出期无要求，关注核心资产NAV集中度，即优质资产NAV占基金整体NAV的比重 • 关注退出预期&现金回流速度	• 大比例接LP份额+小部分直投项目 • 以退出为标准判断是否投资，因此主要看退出期基金 • 成立至少满3年，未来3-4年退出收益能覆盖投资成本	• LP份额 • 主要关注点：1、退出预期强 2、成长性高 • 基金投资进度超过三分之二 • 基金整体估值2倍或更高，有折价空间 • 除估值外还需考核现金回流速度 • 对NAV占比较大的项目会做详细尽调
估值方式	• 基于：FOF业务累积的价值判断+定期维护的“核心池” • 结合：项目、基金、交易层面的现金回流预测，计算估值合理区间	• 独创二手份额关键指标考察表（卖方GP填写） • 通过自建数据库，提取GP及基金信息 • 结合关键指标及数据库信息，依照自身已建立的估值方法，完成份额估值	• 基于“组合判断”和“概率统计”两大原则 • 结合项目、基金的维度，以自身建立的S基金投资定价体系，通过估值验证、项目评级、估值调整、折扣确认、盈利测算五个步骤，完成份额估值
共性	✓ 母基金管理人，GP资源积淀丰富	✓ 以退出为导向，关注现金回流速度	✓ 自建数据库，覆盖优秀GP及子基金，为估值提供参考依据

国内PE二级市场——交易流程

PE二级市场交易的各个环节都要求管理人具备比普通一级市场交易更强的实操能力



- PE二级市场交易通常分为**选品、估值定价、谈判、交易执行**四个主要步骤；
- 其中：

“选品”的难点主要在于优质标的获取途径；

“估值”的难点主要在于获取真实的底层资产信息；

“谈判”的难点主要在于与心理预期过高的LP达成一致；

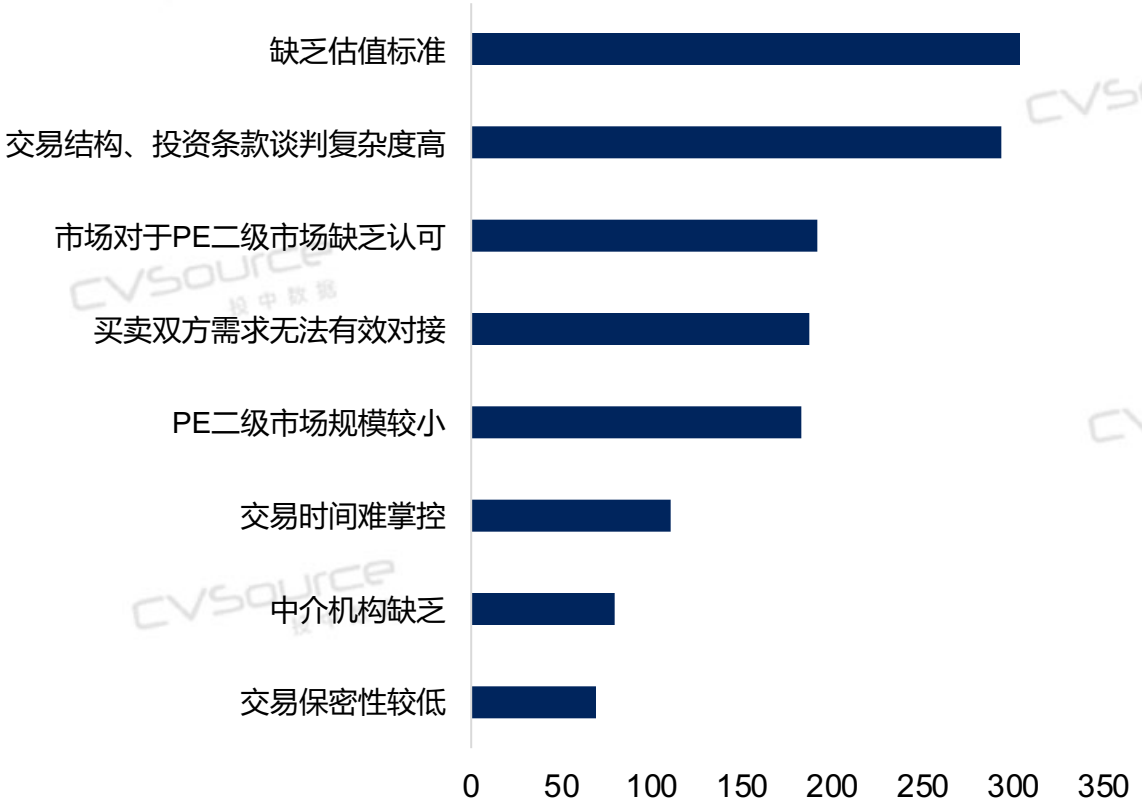
“交易执行”的难点主要在于法律、工商、税务的实操经验。

信息来源：投中研究院访谈总结

国内PE二级市场——交易难点

“估值缺乏标准“”认知缺乏“被普遍认为是阻碍我国PE二级市场发展的主要问题

私募基金管理人普遍认为的参与PE二级市场交易的难点



数据来源：投中研究院调研问卷

S基金管理人认为的参与PE二级市场交易的难点

S基金管理人A

- 法律确权；
- 签合同/打款时间顺序；
- 税务认定；
- 卖方GP提供的底层资产材料真实度无法保证。

S基金管理人B

- 买卖双方对出让份额估值差异较大；
- 交易对于卖方GP配合度要求较高；
- 份额质地普遍一般，优质份额缺乏或估价过高。

S基金管理人C

- 市场对于PE二级市场认知较为缺乏，对于交易折价的关注度过高，存在“接盘”误解；
- 卖方GP估值不谨慎导致LP对份额预期过高。

信息来源：投中研究院访谈总结

国内PE二级市场——交易难点解析

“折扣”不应是PE二级市场的本质，PE二级市场更应关注核心资产未来的增长潜力，因而管理人对资产的价值判断至关重要

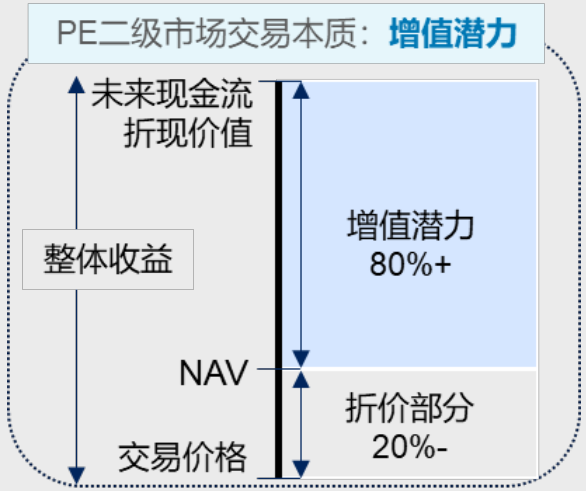
缺乏估值标准

- 是S基金管理人及其他私募基金管理人共同认为的核心交易难点；
- 多数参访S基金管理人认为，基金管理人对于在管基金估值的审慎度不足，导致LP份额持有人对基金表现预期过高。在S基金给出交易报价时，基金公允价值与LP份额持有人心理预期不符，是导致价格谈判困难甚至失败的主要原因。

市场对于PE二级市场缺乏认可

- 是阻碍目前PE二级市场发展的重要因素；
- 国内LP对于PE二级市场的认识还较为单一。过于关注交易折价所导致的“接盘侠”的心理仍然存在。忽略了核心资产未来的增值潜力才是PE二级市场交易本质。

延伸阅读



- 对交易标的价值的准确判断是S基金管理人的核心竞争力，也是S基金投资的基础。管理人如何结合宏观现状及行业发展趋势对交易标的进行估值定价及增长判断是考验S基金管理人能力的关键指标；
- 疫情对底层资产的实体运营产生了短期或长期的影响，增加了资产价值判断的不确定性。但另一方面，疫情也暴露了企业的短板，加速出清了非优质资产，有利于提高组合的清晰度和集中度；
- 在疫情的大环境下，优质S基金管理人应当更加关注资产确定性的成长趋势，并有机会适当捕捉因短期影响带来的流动性折价幅度的提升机会。

歌斐資產 GOPHER ASSET MANAGEMENT | 10th 组合有道 稳见未来 | CVINFO 投中信息

一、 PE二级市场概念解析

二、 PE二级市场发展现状

三、 PE二级市场交易案例分析

四、 国内PE二级市场发展趋势及展望

案例1：
LP份额打包转让

交易标的

出让方所持有的60余支基金的基金份额

交易规模

20亿美金已出资份额
+
10亿美金未出资份额

出让方

加州公务员退休基金（CalPERS）

受让方

5支S基金以及部分私募基金

案例来源：《Private Equity Liquidity: A Perspective on the Secondary Market》- Goldman Sachs Private Equity Group，投中研究院整理

交易背景：

加州公务员退休基金（CalPERS）是美国最大的公务员退休基金。作为全世界最专业的机构LP之一，CalPERS从成立至今通过多元化的大类资产配置方式，在承担有限风险的前提下最大化投资收益。

在历史投资中，部分CalPERS投资的基金取得了较为优异的投资回报，并获得了CalPERS的持续出资，但也有部分GP由于业绩平平或募资情况不佳与CalPERS合作关系日渐疏远。

根据远期战略规划， CalPERS决定减少PE合作机构数量，将主要资金及精力集中于已建立良好合作关系、业绩优秀的核心管理人。

解决方案：

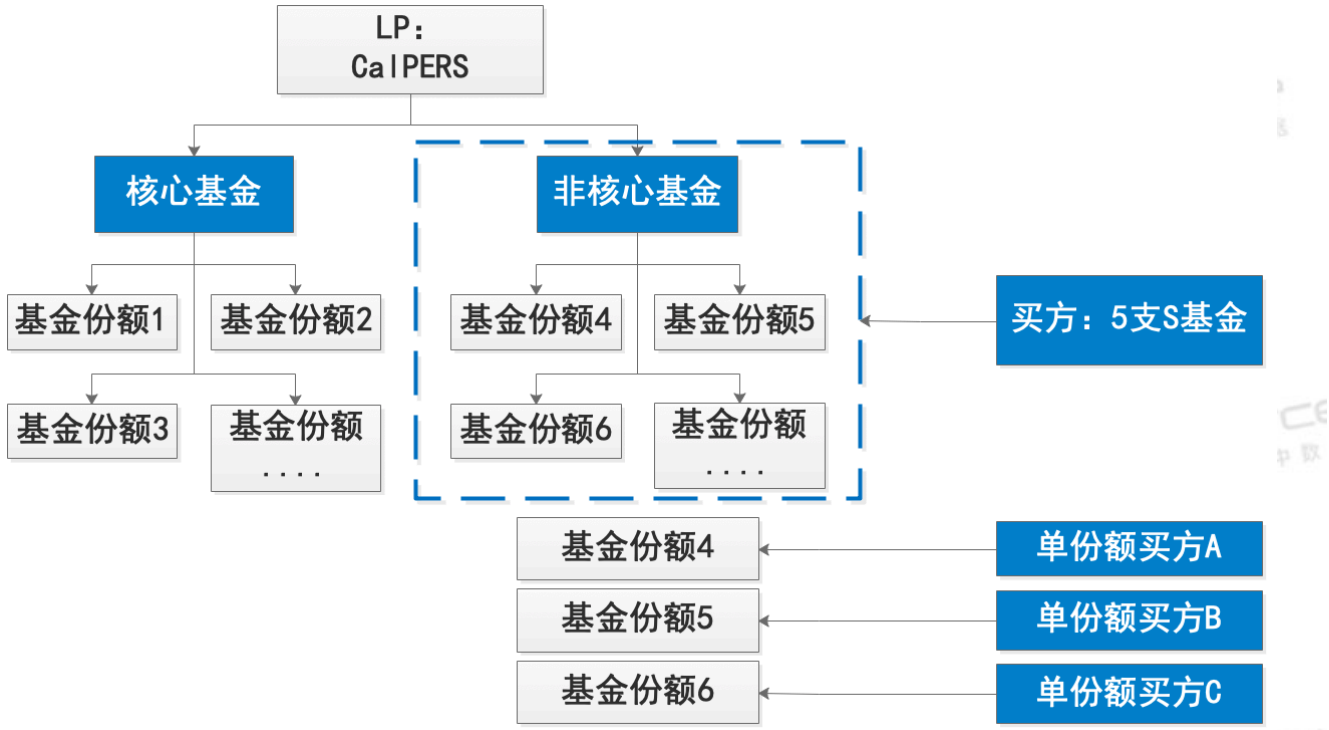
CalPERS将所有非核心管理人所管理的基金份额打包放入SPV中，并聘请第三方顾问公司在二手份额市场上以拍卖的方式进行出让。该SPV中的基金份额不仅包括CalPERS已不再继续出资的早期基金，也不乏由于规模较小、管理成本较高， CalPERS不得不出让的绩优基金。

交易结果：

整个交易时长约为1年，绝大部分SPV份额最终出让给了5个S基金买方。

部分PE机构仅看重SPV中的单个份额，不愿意参与SPV的竞价，这些份额则采用提前出让的方式单独出让给意向投资人。

LP份额打包转让



参与各方交易诉求

- **卖方LP：** 1、加深与业绩已验证的核心管理人合作
  2、剥离非核心基金，降低管理成本
  3、资产重新配比
  4、打包绩优基金及普通基金，平滑交易折价
  5、优先交易意向份额，提升整体回报
- **买方S基金：** 以相对较优的价格及较短的投资时间，获取相对确定的投资回报
- **单份额买方：** 避免参与拍卖，直接购买意向资产

案例2：
要约收购



交易标的

5个出让方所持有的基金份额，份额中包括26个未完全退出项目



交易规模

10亿人民币左右



出让方

某即将到期基金中5位LP所持有的基金份额



受让方

某国内知名老牌S基金

案例来源: 歌斐资产

交易背景：

标的基金为中国某投资机构发行的第三期人民币基金，基金存续期为3+4+1+1，基金即将进入延长期。该基金投资的30个项目中，已有4个完全退出，但退出的项目DPI不足20%。基金中部分LP已有较为迫切的退出意向。基金26个未完全退出的项目中，有10个项目已上市并处于锁定期内，其余部分项目已完成股改并启动IPO进程，且由于项目多处于高新技术领域，上市确定性较高。出让时基金净值3倍左右。

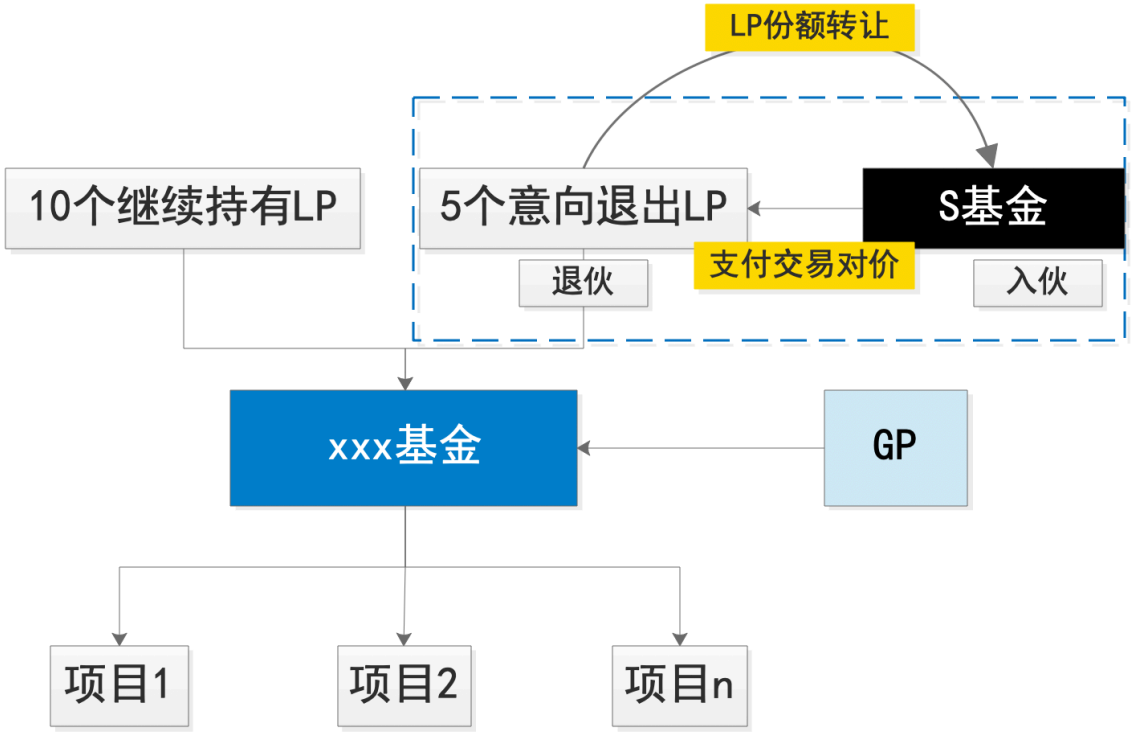
解决方案：

该买方S基金与GP协商一致，向原基金所有LP（共10名自然人LP）发起要约收购。原基金LP可以选择以协商后的要约价格退出，或选择继续持有基金份额。

交易结果：

交易时长约为1年。S基金管理人在3个月内完成尽职调查及估值确定，与原基金GP就交易价格进行协商，GP负责与原基金LP就转让意向及转让价格进行沟通，最终有5个LP确定转让意向，其他10个LP在基金中继续持有。

交易结构图-要约收购



参与各方交易诉求

- 5个意向退出LP：获取流动性
- 5个继续持有LP：继续持有基金份额，获取未来收益
- GP：继续持有项目，获取未来投资回报
- S基金：以相对较优的价格及较短的投资时间，获取相对确定的投资回报

案例3：
底层项目出让

交易标的

一家拥有多个品牌的国际时尚公司

交易规模

2,000-3,000万美元

出让方

中国领先的成长型基金之一

受让方

新程投资

案例来源: 新程投资，投中研究院整理

交易背景：

出让方作为中国领先的成长性基金之一，计划募集其成立以来第三支人民币基金。新基金重要意向出资人之一对管理人在管基金DPI有一定要求。然而管理人在管两支基金由于投资进度较快，且部分项目已上市且暂时处于限售期，DPI回流暂时仅有10%，无法达到出资人要求。

解决方案：

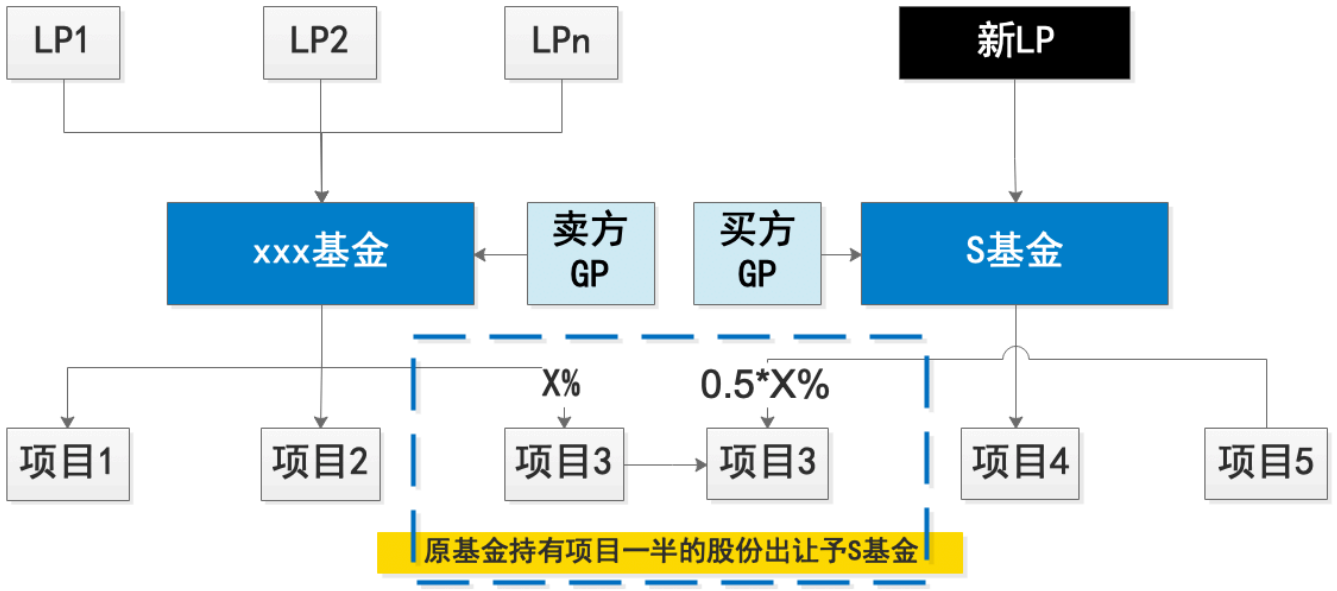
新程投资在理解了管理人诉求后，从现有两支基金的已投项目中选定了一家拥有多个品牌的国际时尚公司作为交易标的。该公司主营业务为面向中高端客户的品牌服装的创意设计、工艺技术研发及生产销售。公司同时经营超过8个品牌，在全球拥有2,000余家实体零售店。交易时该公司正在筹备港交所上市。

双方约定出让方向受让方出让其持有标的的一半份额，在获取DPI的同时，保留部分股份享受未来资产增值。

交易结果：

此笔交易于3个月内完成交割，出让方成功完成新基金募集。目前该标的已完成港交所上市，交易双方均获得可观投资回报。

交易结构图-底层项目出让



各参与方交易诉求

- 卖方GP：1、提高基金DPI，完成新基金的募集
  2、降低底层资产IPO退出不确定性风险
  3、锁定部分投资收益
  4、保留资产未来增值潜力
- S基金：以相对较优的价格及较短的投资时间，获取相对确定的投资回报

CVSource 投中数据

案例4（海外）：
管理层拆分式交易(Spin-out)



交易标的

J.P Morgan Partners持有的全球策略的并购和PE投资组合



交易规模

超过10亿美元



出让方

J.P. Morgan Chase



受让方

一支大型的S基金，一支大型养老金

案例来源：《Private Equity Liquidity: A Perspective on the Secondary Market》- Goldman Sachs Equity Group, 投中研究院整理

交易背景：

在J.P. Morgan Chase和Bank One合并之后，还存留着两个银行之前各自进行PE投资的团队，一个是J.P. Morgan Partners(J.P. Morgan Chase的原有PE团队)，一个是One Equity(Bank One的原有PE团队)。经过细致的分析后，银行最终决定保留One Equity团队为受银行控制的内部PE投资团队，并把较大的J.P. Morgan Partners拆分成一家独立主体。整个交易的核心点为如何将J.P. Morgan Partners有效地拆分，本次交易有很多需要考量的因素，包括这个团队管理的体现在银行财报上的数十亿美元的资金、拆分后拥有独立主体的新投资机构的投资策略调整优化、和新投资机构无法使用J.P. Morgan品牌的既定事实等等。

解决方案：

尽管J.P. Morgan Partners除了在银行财报上管理了数十亿美元的资金外还管理着大约17亿美元的来自于其他第三方的资金，但因为此次从J.P. Morgan Chase的拆分，其仍需募集新的资金。J.P. Morgan Chase承诺为拆分成立的新投资机构CCMP Capital（原J.P. Morgan Partners）出资上限为10亿美元的资金，并将J.P. Morgan Partners持有的9.25亿美元的PE投资组合出售给了一支大型的S基金以捆绑式交易(Stapled Primary)的方式换取这支S基金成为新投资机构CCMP Capital的新基金的锚定出资人。

交易结果：

1. 本次交易在2006年Q2完成，一共有三个参与方：卖方、买方、本次交易中的PE团队CCMP Capital（原J.P. Morgan Partners）。
2. 本次交易通过一支大型S基金和一支大型养老金（该养老金是J.P. Morgan Partners的原有投资人）完成。
3. CCMP Capital目前是一家独立运营的投资机构，在本次交易完成后，其设立的第一支新基金募集完成34亿美元。

案例4（国内）：
管理层拆分式交易(Spin-out)

交易标的

一个从纳斯达克上市私有化回国，目前在科创板上市的项目

交易规模

不详

出让方

某国有独资的投资公司

受让方

从出让方(原公司)Spin-out拆分后新成立的投资机构

案例来源: 投中研究院通过公开信息梳理总结

交易背景：

出让方在本次交易时正在进行混合所有制改革，且存在流动性需求。在出让方（原公司）曾经主导负责该交易标的海外私有化退市回国的原公司一名高管看好该交易标的且计划继续持有。

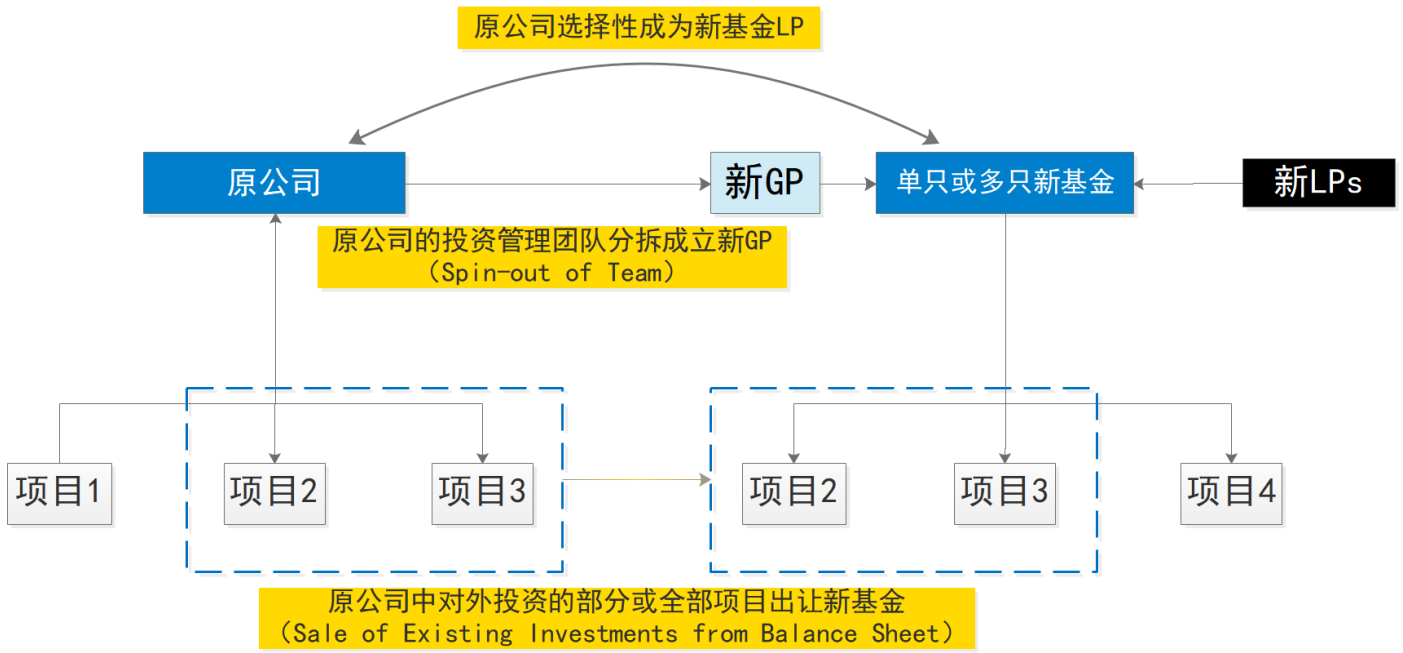
解决方案：

出让方(原公司)在展开混合所有制改革期间，进行了本次管理层拆分式交易(Spin-out)，上述提到的该高管在此期间成为了新设立的投资机构的实际控制人并担任法定代表人。由于该交易标的的交易规模较大，故在新成立的投资机构下为该交易标的设立了多只专项基金共同持有该交易标的，通过公开渠道查询股权结构显示，这些基金的LP出资人由高净值个人、其他投资机构、第三方财富管理机构等多种类型组成。

交易结果：

1. 出让方通过此次管理层拆分式交易(Spin-out)，实现了其流动性需求。
2. 受让方通过本次交易继续持有该交易标的。据公开信息和该交易标的在科创板上市的招股书显示，该交易标的于2019年在科创板上市，受让方的多只基金现持有该交易标的总股本占比共计约11.5%，并将于2022年解禁。根据2020/6/2收盘价显示，该交易标的市值超过1000亿人民币，受让方现持有该交易标的账面价值超过120亿人民币。
3. 通过本次管理层拆分式交易(Spin-out)，原公司曾主导该交易的投资管理团队和其他部分人员从原公司spin out，加入新设立的投资机构。
4. 目前，该投资机构经过几年发展，已成为某战略性新兴科创领域的头部投资机构。

交易结构图-管理层拆分式交易(Spin-out)



各参与方交易诉求

- **卖方GP：** 1、公司结构战略性调整
  2、业务分拆需求
  3、投资策略调整
  4、投资组合管理
  5、流动性需求
  6、锁定部分投资收益
  7、增加持有时间实现投资收益最大化
- **买方GP：** 实现独立决策机制
- **S基金：** 1、替卖方解决流动性需求
  2、看好交易标的预期发展

案例5：
基金重组(Fund Restructuring)



交易标的

原人民币基金持有的8家公司



交易规模

5,000 - 6,000万美元



出让方

中国一只领先的人民币基金



受让方

该GP的首期美元基金，二级市场买方（新程投资）

案例来源: 新程投资，投中研究院整理

交易背景：

原人民币基金的GP是中国一家领先的投资机构，过往主要运营的均为人民币基金，在2018年的时候计划开展美元基金业务。该GP接触到PE二级市场中的买方，该买方针对该GP的诉求，展开了交易结构较为复杂的基金重组交易。

解决方案：

本次交易的本质是由人民币基金转为美元基金的基金重组交易。

该PE二级市场买方（新程投资）主导了本次交易，该GP设立了首期美元基金，并以这只首期美元基金作为多项目接续基金(Multi-asset Continuation Vehicle)的方式受让原人民币基金中持有的某内容创作与分享的视频网站、某互联网出行平台、某创新药物研发公司、某领先金融科技公司等8家公司的投资组合。

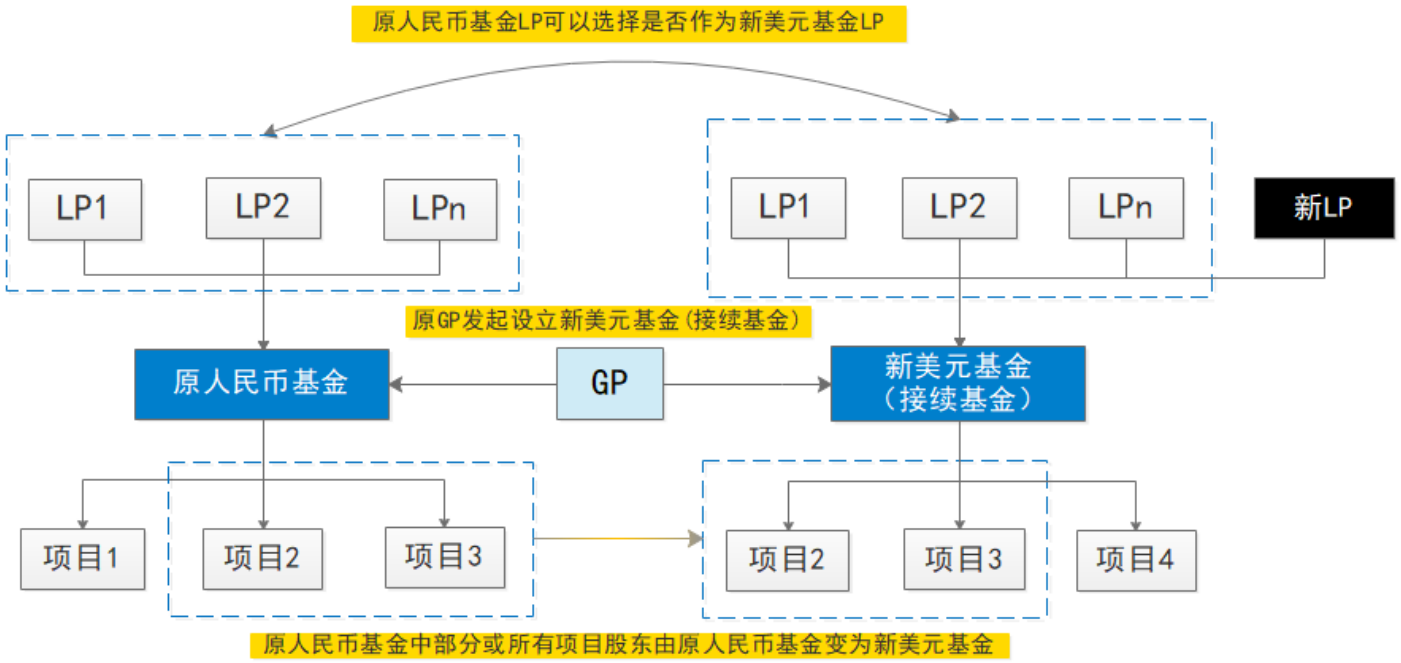
该PE二级市场买方对这只首期美元基金进行了出资并担任LP。

本次交易还涉及到了捆绑式交易(Stapled Primary)，买方承诺在本次交易外会为该GP的后续新美元基金出资并担任LP。

交易结果：

1. 首期美元基金成功设立，并受让了原人民币基金持有的8家公司的投资组合，交易在2018年5月左右完成，交易规模在5,000-6,000万美元。
2. 该PE二级市场买方出任了首期美元基金的LP，并引入了了某顶尖主权基金作为该美元基金的LP，为该首期美元基金的成功募集提供了有效支持。
3. 本次交易涉及到捆绑式交易(Stapled Primary)：该GP在一年后的2019年成功募集了第二期美元基金，该PE二级市场买方按约定成为了第二期美元基金的LP，并为第二期美元基金引入了更多的高质量美元LP。

交易结构图-基金重组 (Fund Restructuring)



各参与方交易诉求

- GP：1、投资策略调整
  2、投资组合管理
  3、战略性调整
  4、LP结构
  5、募资策略
  6、投资组合管理
- 卖方LP：流动性需求/投资组合管理
- S基金：1、替卖方解决流动性需求
  2、看好交易标的预期发展

歌斐資產 GOPHER ASSET MANAGEMENT | 10th 组合有道 稳见未来 | CVINFO 投中信息

一、 PE二级市场概念解析

二、 PE二级市场发展现状

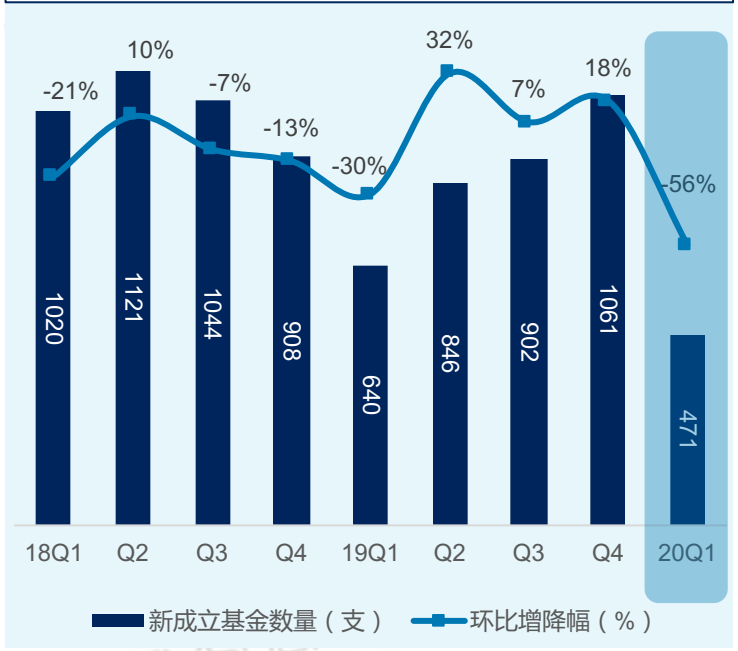
三、 PE二级市场交易案例分析

四、 国内PE二级市场发展趋势及展望

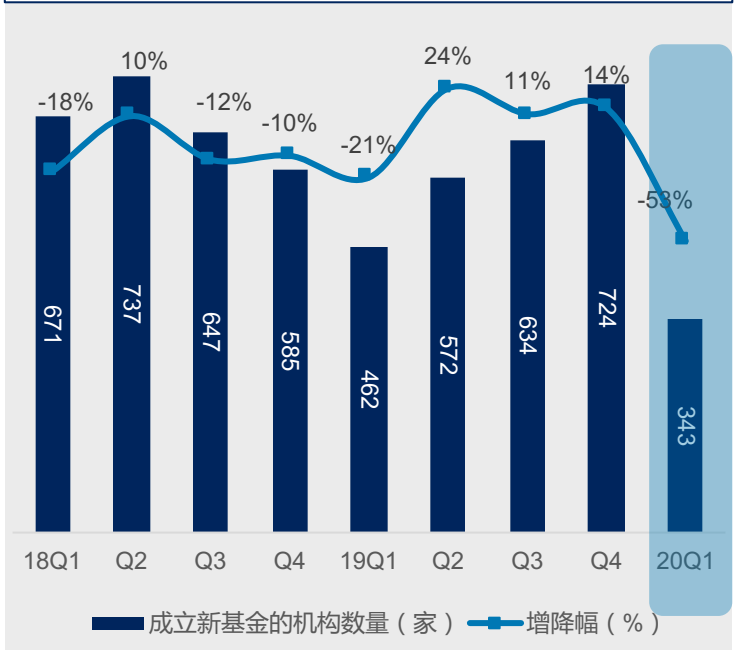
疫情对VC/PE市场造成的影响

受新冠病毒影响，2020Q1VC/PE新基金成立与投资大幅下滑，对于PE二级市场来讲是机遇也是挑战

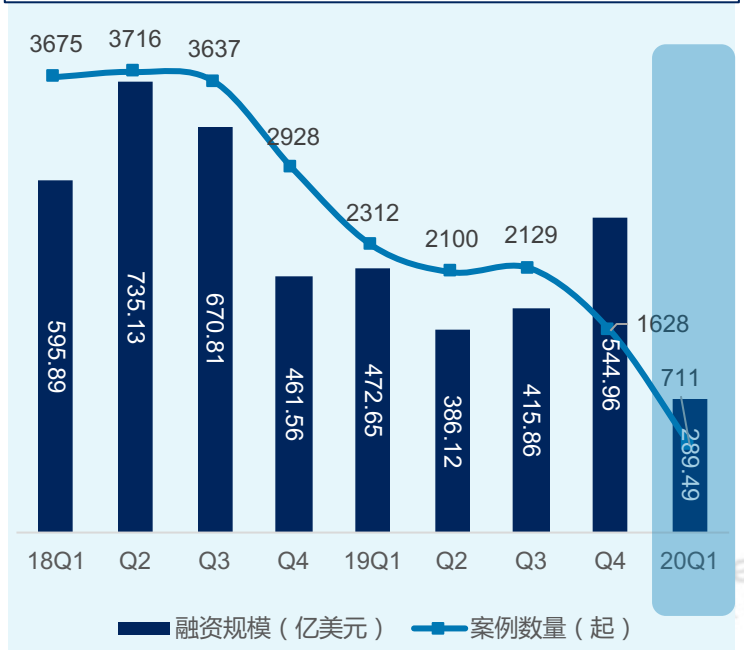
中国VC/PE市场新成立基金数量



中国VC/PE市场成立新基金机构数量



中国VC/PE市场投资情况



数据来源：CVSource投中数据

- 2020年一季度，受疫情影响，资本寒冬背景下的VC/PE募资市场再受重创，新成立基金471只，环比下降56%，仅有343家机构完成新基金的设立，降幅达53%；
- VC/PE的重要出资来源之一的企业投资人，由于线下业务开展受限，为维持自身业务正常运转，加强现金流管控，被迫选择放缓出资进度，募资形势极为严峻；
- 严峻的募资环境一方面可能导致存量基金LP后续出资困难加剧，未出资部分份额出让需求提升，为S基金带来新的投资机会；另一方面也对S基金自身募资能力提出了更高要求。

后疫情时代，PE二级市场买卖双方格局

卖方需求的大幅上升与有限的买方规模，供求关系不平衡加剧

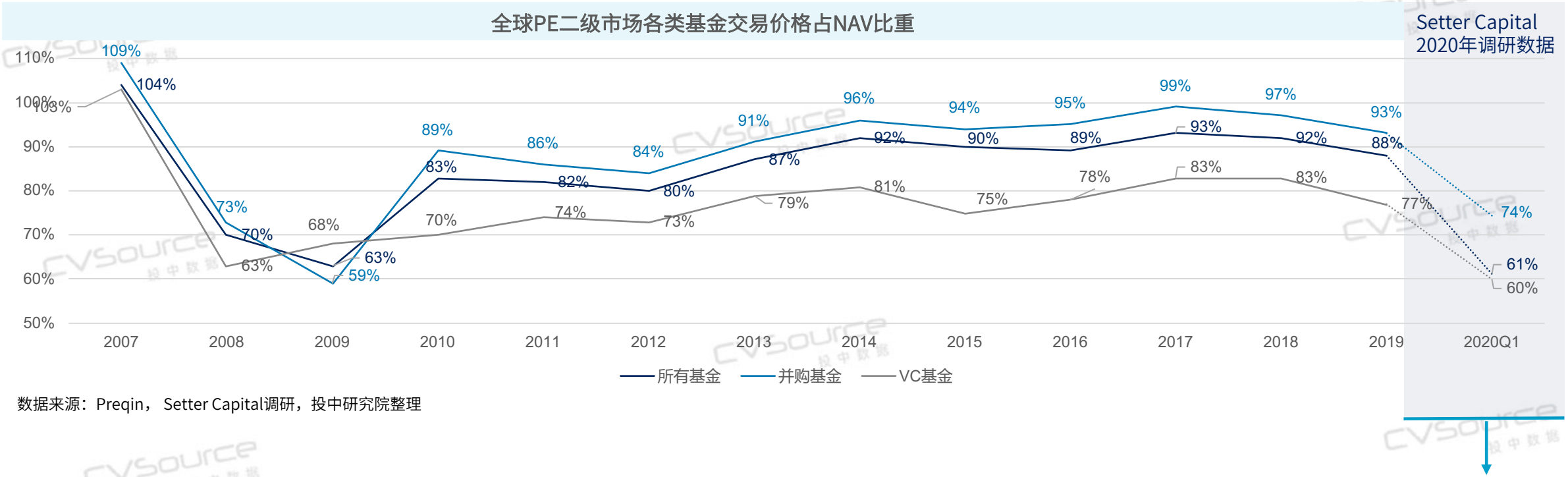


- 从流动性看，受宏观经济影响，民营企业现金流紧张，高净值个人资产缩水；
- 从私募股权市场退出看，私募股权行业过去十年繁荣发展后面临着大量存续基金到期而无法实现退出；
- 从政府投资基金诉求看，国家对其注资的预算约束，使得存量政府引导基金后续出资存在不确定性；
- 从资产配置角度看，无论机构投资者，还是私募股权投资机构均需要重新调整自身的资产组合，以期达到分散风险，获取平衡

- 从获取信息成本看，卖方对PE二级市场交易的主观意愿增强，买方获取有效交易信息所需时间成本相对减少；
- 从买方主观能动性看，买方开始主动用不同策略去市场上搜寻交易标的，并自建数据库、二手份额关键指标考察表、估值模型等工具，从而使交易价格科学、公允，交易时间可控；

后疫情时代，PE二级市场交易价格预估

参考2008年金融危机情况，投中信息预测2020年，国内PE二级市场折价将进一步提升



数据来源：Preqin， Setter Capital调研，投中研究院整理

- 2008年金融危机带来的流动性紧缩造成了PE二级市场份额/资产价格的大幅下降， 2020年新冠疫情的爆发导致全球经济基本面的下滑，加之美国作为PE二级市场重要的组成部分，受疫情及国内形势不确定性影响较强，势必对2020年全球PE二级市场交易价格造成严重影响。据Setter Capital在3月通过对市场活跃卖家的调研显示，PE二级市场资产整体的平均交易价格大约下跌了29.80%，交易价格占NAV比重为60%-75%区间。
- 由于国内PE二级市场历史交易价格可获得性较差，无法基于历史价格有效完成对2020年交易均价的预测。
- 考虑到中国对于本次疫情反应较为迅速，并且政策出台也较为稳健审慎，投中研究院认为，PE二级份额交易价格存在下行空间，但下调幅度将低于全球平均值。



在不确定的时代，国内PE二级市场发展六大确定性趋势

01 更迫切的出让需求

受疫情过后的基本面修复、资管新规带来的涟漪效应、政府引导基金严监管趋势以及中小企业融资难的现状影响，部分LP/GP出让需求愈发迫切

02 更专业的机构出资方

如保险资金等专业的LP出资人的加入是近两年PE二级市场资金端的发展趋势。专业的出资方将会对PE二级市场整体发展起到引导作用

03 更复杂的交易架构

随着传统份额交易市场的逐渐饱和，头部GP开始进军复杂交易的蓝海

04 更宽阔的安全边际

疫情及宏观环境变化带来优质交易标的交易折价的提升，为S基金提供更广阔的安全边际

05 更丰富的退出路径

注册制及减持新规的出台，多层次资本市场的逐步完善，为PE二级市场提供了多样化的退出选择

06 更成熟的中介服务

中介服务机构服务能力及内容的提升，能够为非母基金管理机构补齐进入PE二级市场的先天不足

投中倡议

从【关注折价】到【创造价值】

买方LP应该摒弃“捡漏”的固有观念，理解PE二级市场交易的本质——“以更高安全垫获取相对确定的投资收益”。S基金管理人的价格发现及价值创造能力，能够为投资人带来更快速的现金回流及更确定的投资回报，对现金流稳定性有一定要求的投资人来说，S基金与其需求更加匹配。

从【被动出让】到【主动退出】

LP因为流动性紧张，被动出让基金份额的情况在国内市场占多数。这种交易出让规模较小且质地平平。从退出来看，国内GP首选退出方式仍然是IPO，退出时间较长且收益空间已有下行迹象。由于长期资本的缺乏导致我国基金存续期普遍偏短，GP一味“赌IPO”有时并非最明智的选择。卖方GP选择通过PE二级市场择机进行项目退出，一方面能够提升PE二级市场交易标的质量，另一方面也能提升基金整体DPI，为LP提供一定流动性。

从【消极抗拒】到【积极参与】

在传统LP份额转让模式下，部分卖方GP在S交易的过程中缺乏动力，甚至因为考虑到自身口碑问题而配合意愿有限。GP对于底层材料的选择性披露，给买方估值定价带来较大困难，也阻碍了我国PE二级市场的发展。然而，PE二级市场复杂交易实则能够为GP提供多种需求解决方案，优秀的买方管理人也能为GP提供品牌背书，或为基金的后续募资提供助力。因此，卖方GP应该在PE二级市场交易中持更加积极开发的态度。

从【估值水分】到【估值公允】

基金管理人对于存量基金的估值需更加及时和审慎。基金NAV需要根据项目发展情况进行及时的调整，使LP能够及时、准确的了解基金投资情况。这一方面能够提升我国私募基金整体的诚信度及专业度，另一方面也能够在份额二次转让时提供合理的参照标准，更有利于交易的达成。

从【信息不对称】到【高效透明】

“第三方机构缺失” 是目前多数非母基金管理人不愿意参与PE二级市场交易的重要原因。PE二级市场中，第三方机构需要加速发展，以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，逐渐形成客观专业的PE二级市场估值定价标准，协助交易双方谈判。

报告发起与指导专家



殷哲

歌斐资产 创始合伙人、首席执行官
诺亚财富 联合创始人
yinzhe@gopherasset.com



曾纯

歌斐资产
私募股权投资合伙人
zengchun@gopherasset.com



饶智

歌斐资产
私募股权投资合伙人
raozhi@gopherasset.com



国立波

投中研究院
院长
Vincent.guo@chinaventure.com.cn

报告撰写



张旻轩

PE高级投资总监

歌斐资产

zhangminxuan@gopherasset.com



吴浠，CFA

高级分析师

投中研究院

sissi.wu@chinaventure.com.cn



姜岩

高级分析师

投中研究院

joey.jiang@chinaventure.com.cn



谢卓宏

高级分析师

投中研究院

evan.xie@chinaventure.com.cn

出品方介绍

歌斐资产成立于2010年，是诺亚控股集团旗下专业的资产管理平台。歌斐资产以母基金为产品主线，业务范围涵盖私募股权投资、房地产基金投资、公开市场投资、机构渠道业务、家族财富及全权委托业务等多元化领域。截至2020年第一季度，其管理规模已达1617亿人民币。歌斐资产的核心品牌理念为“组合有道、稳见未来”，公司秉持着“为客户创造长期绝对回报”的使命，致力于成为百年资产管理公司。

投中信息创办于2005年，现已成为中国私募股权投资行业领先的金融服务科技企业，致力于解决私募股权投资行业的信息不对称问题。投中信息目前拥有媒体平台、研究咨询、金融数据、会议活动四大主营业务，通过提供全链条的信息资源与专业化整合服务，以期让出资者更加了解股权基金的运作状态，让基金管理者更加洞彻产业发展趋势。目前，投中信息在北京、上海、深圳等地均设有办公室。

投中信息及歌斐资产感谢新程投资、远海明华、盛世投资、光尘资本等机构对于本报告撰写所提供的帮助！