

潜在规模惊人 PE二级市场或迎来爆发

目前多数私募股权投资属于有限合伙人份额转让,且大都在私下进行

证券时报记者 陈中

私募股权投资(PE)一级市场洗牌之际,正是PE二级市场萌发之时。

随着PE行业陷入低潮,有迹象显示,越来越多的有限合伙人(LP)和基金管理人(GP)都开始利用PE二级市场这个“中途退出”渠道实现PE资产流动的目的,PE二级市场的交易机会也随之出现。

根据清科研究中心的报告,私募股权投资二级市场通常是指从已经存在的LP手中购买相应的私募股权投资权益,该市场交易通常也包括从GP手中购买部分或所有投资组合的交易行为。目前,无论是在欧美国家、还是在国内,PE二级市场的交易行为均以第一种情况居多,即LP的份额转让为主。尤其在中国,在PE投资人通常以个人资本为主体的情况下,一些LP急需利用PE二级市场实现PE基金的退出和资产变现。而在

这个市场仍处于萌发阶段之时,PE二级市场是选择公开交易还是私下交易,交易双方是否成熟,就显得十分关键。

全民PE退潮 二级市场应运而生

如果说PE一级市场是“头啖汤”,那么PE二级市场显然是不那么显眼的“剩菜”。

根据基母投资董事总经理石育斌的观察,两年前他们提到PE二级市场这个概念时,业内很多同行还不能理解,皆因彼时PE一级市场投资火爆。但去年以来,随着PE行业进入洗牌阶段,全民PE热潮逐渐降温,PE二级市场开始受到越来越多的关注,专注于私募二级市场流通的中介机构也逐渐进入大众视野。成立于2009年的基母投资,也就是在此时开始发力。据介绍,基母投资是中国

第一家专注于私募股权投资二级市场投资与服务的专业性机构。

石育斌说,“一级市场发展一定程度必然会导致二级市场引起人们的注意。直投PE基金在经历野蛮生长之后,必然要进入‘精耕细作’的阶段。”

清科研究中心近期发布的报告指出,目前私募股权投资二级市场投资潜力巨大。由于2003-2005年为中国私募股权投资募资活跃期,而多数基金的投资周期在5-6年,这意味着,大多数PE基金目前已投资完毕并逐渐进入收获期。在募、投、退等市场压力逐渐增大的情况下,2011年以后以解决流动性为主要因素的二级市场投资机会陆续涌现。

石育斌则认为,这个市场兴起的根本原因是PE资产固有的缺乏流动性问题。有些LP出现资金需求,希望变现PE资产;也有些LP本身没有强烈的资金需求,只是为了优化手中的PE资产配置。出于这些原因,形成了PE二级市场的卖方;另一方面,有些机构或个人希望购买某些经过募集期和开放期、已经关闭了的基金份额,或者为了间接分享某些好项目经营成果而购买基金份额,这就形成了PE二级市场的买方。

另据权威PE市场研究机构Preqin2012年全球LP投资战略调查,现阶段有19%的LP认为私募股权投资二级市场为最佳投资机会,16%的LP认为在2012年之后依然有较好的投资机会。LP认为,私募股权投资二级市场投资机会要高于风险投资基金、大中型并购基金和成长基金等。

迈向新繁荣周期 潜在规模惊人

中国PE二级市场的潜在规模到底有多大?可能谁也不说清楚。

据统计,2010年全球私募股权投资二级市场的销售额高达250亿美元,为2009年的3倍,比2008年的历史高点还要高出近70%。石育斌认为,从全球范围来看,私募股权投资二级市场从2010年已开始向新的繁荣周期迈进。

曾有业内人士测算,2003年-2011年国内PE的投入金额超过1万亿元人民币,其中只有不超过15%的本金已经退出,这意味着仍有8000多亿元的投资尚未退出,这可能是中国PE二级市场的潜在规模。

清科研究中心分析师刘碧薇对记者表示,8000亿元只是一个理论上的数字,真实的情况或许并非如此。LP提

前退出的渠道有很多种,例如有相当部分LP的退出是直接将其基金份额卖给其他LP,或者卖给基金管理人,这种内部交易就不能算作PE二级市场交易的范畴。

基石资本合伙人、董事总经理陈延立就给记者举了这样的例子,曾有LP提出以20%的溢价,将股权卖给他们。陈延立认为,现阶段PE二级市场仍然是一个夹缝中的机会型市场,可能难以形成大的体量。清科研究中心的报告也指出,中国LP多以散户为主,仅有少数机构投资者、政府机构以及政府引导基金持有少数基金份额,而且所拥有的份额规模较小且比较分散,很难促成大规模的交易。

交易方式: 公开还是私下?

2010年,北京金融资产交易所发布《北京金融资产交易所私募股权投资交易规则》,成为国内首个私募股权基金二级市场交易的平台,也正式开启了PE二级市场交易的公开化进程。

不过,目前的现状是,由于多数PE二级市场的交易都是LP的份额转让,因此交易多在私下进行。公开交易的多为国有创投企业转让,有些地方政府还针对国有创投的股权出让出台了相应的管理办法。例如,上海和深圳都要求国有创投在产权交易机构公开进行。

“一个多方认可的交易平台缺点是难以保证私密性。”石育斌说,据基母投资了解,目前很多交易私下进行,其优势在于买方往往为卖方所熟知,交易成本(比如尽职调查、法律文件起草和审核等)较低,也更容易得到基金GP的认同;缺点就是,如果卖方身边恰恰没有合适的买方存在,就可能造成交易的停止,而且交易价格上因为没有竞争,可能导致溢价较高。拥有多年PE市场经验的外资股权投资机构LGT Capital Partners全球执行董事兼中国区首席代表方远告诉记者,相比通过公开形式竞价,海外投资机构也大多倾向于私下交易。

多数交易在私下进行其实并不奇怪,这反映了PE的本质属性。”石育斌说,私募股权基金的“私”字,不仅指不公开募集,也包括不公开进行项目投资。也就是说,私募基金的融资和投资两个环节都可以是不公开的。PE二级市场交易,不会也不应该破坏私募基金的“私”募本质。

观点 | Point |

知名母基金管理人谈PE二级市场现状: 专业买家匮乏 政策监管决定市场前途



图中人物左边为葛琦、右边为方远。

本报资料图片

证券时报记者 陈中

中国PE二级市场大发展的机会已然到来。怎样看待目前市场上买方匮乏的状况?哪些因素将成为影响未来中国PE二级市场发展的关键?证券时报记者就这些问题采访了两位国内知名母基金管理机构的负责人——北京道合金泽投资管理有限公司(下称“道合金泽”)执行合伙人葛琦、LGT Capital Partners(下称“LGT”)全球执行董事兼中国区首席代表方远。

买方匮乏意味着有发展空间

证券时报记者:纵观国内PE二级市场,目前本土人民币非专类型或专类型的PE二级市场买方都十分匮乏,买方多为外资母基金(FOF,即基金中的基金)以及外资投资银行,您怎么看这种状况?

葛琦:从中国PE二级市场的目前的买卖双方来看,买方,尤其是专业的买方比较少。主要是因为这个市场的交易本身就比较复杂,无论是交易的定价、交易结构都更为复杂,需要专业机构来操作,而中国PE行业发展的历史较短,具备这种专业能力的机构自然就比较少。

对于目前参与PE二级市场的买方来讲,这种现状既有好处,也有坏处。好处是,买方缺乏就意味着有空间发展这个市场;坏处是参与市场运作和宣传的人员与机构很有限,一个专业化的市场还没有完全成型。

方远:买方匮乏的状况,源于国内PE二级市场现在面临的交易难题。另外,从买方的角度来看,可能也并清楚怎样估值,谁来估值,怎样成交。此外,从PE二级市场的本土买方来看,机构投资者参与度还不够。目前保险公司从理论上讲是可以投资PE二级市场的,但囿于监管规则的限制和要求,实际上并未成行。从卖方的角度来看,目前市场上卖家的一个明显的特点是“不愿意亏”,对于所出让资产的价格并没有一个合理的预期。这些原因都造成了目前PE二级市场有机会,但交易并不是特别活跃的现状。

未来可探索PE基金证券化

证券时报记者:随着2010年《北京金融资产交易所私募股权投资交易规则》的发布,国内PE二级市场开启了公开交易的进程。不过目前绝大多数PE二级市场的交易仍是私下里进行。您怎么看待这两种交易方式?

葛琦:PE二级市场的转让毕竟是商业交易行为,交易者一般对私密性要求高比较自然,尤其是卖方,可能都不太愿意去公开“提前退出”的行为。总体而言,私下交易要多于公开交易。我们目前的PE二级市场交易机会主要来源于GP和卖家。

不过,并非所有PE二级市场交易都是如此私密,很多国有出资为主的PE的权益转让,原则上都是在产权交易机构公开进行的。将来如果某

些产权交易所所有这些资源和能力探索证券化的进程,针对一些稳健型的优秀的PE基金,把基金份额变成可交易的份额,开发出份额化的产品,将比较适合公开交易。不过,从金融资产交易方式来看,一般来说大宗交易往往比较适合私下的协商交易进行;而份额化的小额交易,往往比较适合公开市场操作。

方远:在国际市场上,公开交易过程首先是由PE二级市场的中介机构拿到项目资源,将项目包装好,再找到两三家比较可能成交的FOF,通过几轮竞价达成交易。更多的情况则是直接通过有限合伙人(GP)或者卖家。一般来说,私下交易更受欢迎。就我们参与的PE二级市场交易来看,基本上是“二八开”:20%的交易公开完成,80%的交易是私下完成的。

买方专业能力有待提升

证券时报记者:您认为哪些因素将决定中国PE二级市场的发展前景,影响行业发展的瓶颈会是什么?

葛琦:目前我们还没有明显感觉到市场发展的瓶颈。业内讨论比较多的定价问题,实际上也是买方专业能力的问题,买卖双方的讨价还价也是正常的市场行为。对于买方来说,关键在于识别PE资产的质量,作为专业的机构需要迅速地作出判断,由于PE二级市场的交易往往时间要求比较紧,这就对买方的专业程度要求更高,不仅要识别资产质量,也要判断GP的质量。道合金泽的业务模式是既做PE基金投资,也做PE二级市场投资,这方面的优势就比较明显。

方远:首先是政策因素,PE二级市场的发展绕不开政策因素。这个市场到现在还找不到一个对口的监管部门,未来究竟是归到哪个部门还是哪几个部门监管,甚至是不是可以考虑不用监管等等,这些问题将决定这个市场的长期命运。第二是卖家与买家的成熟度问题,成熟的买卖双方有利于这个市场的快速发展。第三是这个市场应该有合理的风险和回报,让卖家、买家、中介机构有良性互动,让市场的买家有合理的退出预期,同时卖家也能满足流动性需求、套现需求等。

链接 | Link |

葛琦:北京道合金泽投资管理有限公司执行合伙人。道合金泽(Diligence Capital)是中国领先的专业组合基金管理机构,近两年连续被中国有限合伙人联盟(CLPA)评选为最佳人民币FOF。

方远:LGT Capital Partners全球执行董事兼中国区首席代表。LGT是全球排名前十位的私募股权母基金管理机构,目前在全球管理220亿美元的对冲基金和私募基金,其专注于全球PE二级市场的基金规模达30亿美元。



IC/供图

单靠IPO退出难以为继 PE发展拐点来临

中国PE二级市场发展联盟”昨成立,将在受理转让申请、征集意向等环节提供服务

证券时报记者 肖渔

近期新股发行价格大幅下降,私募股权投资(PE)投资回报率明显回落,再加上中国企业海外上市难度日渐增加,PE投资机构想单独依靠新股公开发行(IPO)退出形式在基金存续期内实现高额回报已经变得非常困难,迫切需要发展PE二级市场等多元化退出渠道兑现盈利。在此背景下,“中国PE二级市场发展联盟”应运而生。

在昨日的中国PE二级市场发展联盟”成立仪式上,深圳市创新投资集团、九鼎投资、LGT Capital Partners等国内外80余家知名PE机构踊跃加入。

新股发行价走低 促使PE市场进入发展拐点

据联盟发起方之一北京金融资产交易所董事长兼总裁熊焰介绍,2011年我国PE投资行业全年募资总额达4224.78亿元,投资总额达2542.81亿元,创造了中国PE市场的历史新高。但与此同时,受欧债危机和全球金融危机的负面影响,整个PE市场在第三、第四季度开始呈现出一定的紧缩迹象,募、投金额均较高点出现了回落。伴随着市场募资难、投资人承诺资金不到位以及IPO退出案例减少等情况的出现,我国PE市场已经开始面临一个发展的转折点。

从国外市场的发展历史来看,在

这种行业发展转折点上,投资人(LP)和资产管理人(GP)对于资产的流动性和项目退出的需求会尤其迫切,从而形成PE二级市场诞生和发展的新起点。”熊焰如是说。

据统计,目前我国PE投资的退出形式以IPO为主,占到披露案例的70%以上,而在美国等金融发达国家这个比例仅为10%-15%。随着今年新股IPO价格大幅下降,PE投资的回报率也明显回落。在深圳中小板和创业板退出案例的平均账面回报率分别为3.79倍和2.91倍,而在去年同期,两个市场的平均账面回报率则分别为4.88倍和6.53倍。伴随着中国企业在海外上市难度日渐增加,现在PE投资机构想单独依靠IPO退出形式在基金存续期内实现高额回报已经变得非常困难,必然需要其他多元化的退出渠道将账面盈利转化为现实盈利。

同样地,为了优化资产配置和改善流动性等目的,大量LP需要出售基金份额,也需要一个公共交易服务平台帮助其实现相关供求信息的高效匹配。因此,PE二级市场的建设和发展,对于完善我国私募股权基金退出渠道,提高私募股权基金资产流动性,具有重要的意义。

此外,与国外相比,中国PE市场有一个显著的特点就是国有资本占比较大。根据研究机构统计,国有资本约占50%的市场份额。要实现如此庞大的国有资本在PE市场上的合理定价、高效流动,并在交易过程中规避道德风险,客观上需要一个具备

伴随着市场募资难、投资人承诺资金不到位以及IPO退出案例减少等情况的出现,我国PE市场已经开始面临一个发展的转折点。

“行业处在洗牌过程中,种种现象表明,二级市场在这个时间点应该发展起来。”在此背景下,“中国PE二级市场发展联盟”应运而生。

市场公信力和完善交易规则的机构来提供交易服务。

现阶段为PE二级市场最佳投资机会

当前中国私募股权投资市场多数机构在募资、投资、退出环节都承受来自内外部力的不同程度压力,二级市场能够为投资者提供退出渠道,缓解资产流动性压力。”清科集团研究总监段宇宁在成立仪式上表示。

据深圳市创新投资集团董事长靳海涛介绍,去年底,在深圳工商注册的PE机构有2000家,其中大多规模较小,无论公司制还是合伙制状况参差不齐,很多人带着暴富梦想加入了这个行业。行业处在洗牌过程中,种种现象表明,二级市场在这个时间点应该发展起来”,靳海涛表示。组合基金管理公司LGT Capital Partners负责人表示,已经有更多的投资人愿意将资产配置在二级市场。这家管理着200多亿美元资产的公司就已把25%的资产配置在私募股权投资二级市场。

根据Preqin2012年全球LP投资战略调查,现阶段有19%的LP认为私募

股权二级市场为最佳投资机会。这份调查报告认为,亚洲乃至中国私募股权投资二级市场投资机会涌现。

但参会PE机构也表示,对于中国而言,目前中国私募股权投资市场生态圈尚未形成,交易碎片化,统一的市场环境与市场规则尚未形成,私募股权基金二级市场仍处于婴儿期,有三大风险需要防范:一是信息不对称现象存在,二是专业人才匮乏,三是可用投资工具缺乏。

正基于此,众多PE机构一致认为,由北京金融资产交易所、北京产权交易所、北京股权投资基金业协会、北京股权登记管理中心发起设立的“中国PE二级市场发展联盟”将为有退出需求的GP、LP提供一个公平、公正、运作规范的服务平台,有利于交易双方充分发现PE资产价值、分享PE资产增值和规范交易行为、规避市场风险。

目前PE机构私下交易确实存在,但是私下交易和依靠联盟和交易平台的情况是完全不同的。”靳海涛说。据悉,这一平台将在受理转让申请、征集意向、登记受让申请、组织交易等环节提供服务。