



执中“2022中国私募股权二级市场白皮书”显示

科勒资本募资额为2021年全球第一名

如下为科勒（北京）私募基金管理有限公司总经理杨战接受创业邦专访的实录，内容涉及中外S市场差异、S基金运营、GP主导交易的注意事项、政策监管等多方面话题，Enjoy：

创业邦：私募股权二级市场的存在价值在哪？

杨战：

私募股权二级市场是一个衍生品，简单理解有点类似房地产市场。比如，北京房地产市场已进入存量市场，二手房交易活跃，占总交易量的绝大部分比重，有点像中国的私募股权二级市场会陆续进入存量市场的道理一样；而雄安的房地产市场刚好相反，房地产发展时间延后北京，现在依然处于一手房交易时代，暂时不会出现大规模二手房交易。

这其实是从侧面就是了解PE 二级市场在整个行业中的所处的作用和意义。

创业邦：私募股权二级市场体量有多大？中国市场机会多吗？

杨战:

国外S市场发展要比国内早，目前有超过30年的历史，大概在2005年开始加速进入存量市场。但目前看，中国市场发展的速度更快。

去年，全球私募股权二级市场交易额达1,300亿美金，算是比较高的体量，我们预计它今后的5到10年里会继续发展。我们初步预计，2030年全球市场的交易规模可能达到5,000亿美金，将是相当大的体量。

国内人民币私募股权投资的市场发展还不到10年，大概在2014-2015年开始活跃，那时是全民PE。从时间点来看，人民币基金还没经历完整周期，很多基金刚刚到清盘期。

如果对比会发现，国内私募股权二级市场发展非常迅速，增长曲线更陡峭，可以说是陡然上滑，积累了天量的私募股权资产。

据不完全统计，目前国内以人民币计价的私募股权资产存量规模大概有12~20万亿，空间非常之大。其中也包含一些小GP做的项目基金。从行业发展来看，私募股权二级市场到了必须出现的时候。因为存量已经累计足够多，加之最近两年投资人追求流动性的诉求非常旺盛，S市场机会很多。

但现在，国内有操盘能力S交易的管理团队屈指可数。操盘买LP份额门槛相对低，容易出现价高者得的局面，竞争激烈。而GP主导的S交易，技术难度高，同时S买方承担的风险也更高，风险与收益会相对成正比。科勒资本更愿意积极参与复杂度更高的GP主导的S交易。

创业邦: 中外S基金募资额差距有多大？

杨战:

总体来说，中外数据差距很大。2019年全球私募股权二级市场募资额大概占一级市场的5%左右。我们在国内做过不完全统计，大概S基金募资额的比重可能占整个市场不到0.2%，中外大概有二十多倍的差距。数字差异大的背后，是中国这个行业正处在初级发展阶段。

创业邦: 对比国外，GP主导的交易会成为中国趋势吗？

杨战:

中国现在的一级市场是天量存量阶段，相比之下能提供流动性解决方案的买方资金量极少。去年，基金业协会的数据显示，高峰期大概是2014年至2017年，每年有大量基金备案。很多基金周期在5-7年，现在到了清盘期，延期无望，需要为LP寻

求退出，寻求流动性迫在眉睫。GP在LP压力下，寻求退出也有了很强的动力。这也是GP主导交易出现的大背景，这个趋势不以任何人的意志为转移，是行业发展的必然规律。但这种趋势何时成为主流，需要时间。

创业邦：中国VC/PE机构的管理人为何不积极参与S交易？存在认知问题吗？

杨战：我觉得有两个层面的原因。

第一，VC/PE机构的管理人都比较专注于项目层面，S交易操作层面的话题了解确实不多。

第二层面的原因比较复杂。先从S基金诞生说起，早期时的美国基金出现重大问题才会用S基金，当时一些大GP会尽量避免跟S基金发生关系，以免粘上‘不良’标签。而现在，越来越多GP开始主动找S基金合作，以期创造更多收益。目前，处在早期发展阶段的中国市场对S基金的认知度至多算中性概念。

现在，咱们中国市场尽管发展比较快，但对S的认知需要时间，大家都在追求上市退出，目前只有少部分机构在考虑S基金这个方向。

创业邦：

怎么看待目前中国市场出现的捆绑交易？通过这种方式募资算是中国特色吗？

杨战：

这种模式就是你投我的新基金时，我把老资产卖给你，同时你再投下一期基金。不能说这种所谓的“搭售”、“捆绑交易”模式是中国特色。美金基金也有类似的搭售状况，但整体的运营流程或逻辑跟人民币基金存在很大差异。总体感觉，类似模式目前在国内还有完善空间，买卖双方应该挣的是市场判断的钱，而不是其他。

美元基金GP一般会考虑“捆绑交易”是否会损害到原来LP利益的潜在风险。交易本身应该实现GP、老LP、新LP三方共赢，大家应该奔着长期主义合作。在美国，如果出现一种损害LP的情况，SEC会介入，大部分GP很爱惜自己的羽毛，会极力避免潜在的诉讼。但目前在国内市场，还存在一些问题，这跟我们所处的早期发展阶段有一定关系。

创业邦：为什么国外GP主导的单一资产交易较多？

杨战：

过去两三年，国外GP主导的交易逐渐增加，现在已占据S交易半壁江山，其中单一资产交易量较多。究其原因，除了跟很多国外基金到期要解决流动性问题有关外，

还因为S交易已经成为国外并购基金的重要退出路径之一，通过S交易，并购基金可以保留资产更长一段时间，以期获取更高收益。另外，国外基金管理人和投资人会将S交易作为调整现有投资组合的工具，就跟买股票调仓的道理一样。咱们目前玩法还比较简单。但人民币市场目前已经到了爆发点。

创业邦: 作为S基金行业的老司机，一般怎样选择GP？

杨战：

第一个，GP应该清楚交易的终极目标是三方共赢，避免短视地伤害老LP利益。

第二，GP主导交易时，比较清楚找S基金的目的。我们在做项目时，经常碰到一些GP找S基金时一直强调潜层次的“退出”原因。其实，除了退出，更应该重点考虑为什么现在节点退、后续计划是什么、拿出部分还是全部资产、退出后想实现DPI超过1，还是实现基金清盘等等。

之所以讨论如上问题，是想了解清楚管理人的思维方式和理念。这很大程度上决定了今后买卖双方是否有比较好的合作前景。一味追逐短期利益的GP，很容易被买方淘汰掉。S基金投资也是投管理人。

创业邦: 如何规避买到类似K12教育等难以预测到风险的资产？

杨战：

如果投资组合中出现了受政策影响较大的行业，例如K12教育类公司，回报可能会受到较大影响。针对一个资产，我们一般会通过回购、下行保护等结构性的安排以规避风险，否则会很难下手，除非我们比较笃定某个赛道的某个资产。

其实，S基金运作中的重中之重是分散风险。如果资产包中包含教育类等项目，我们会对价格提出更高要求，以减少不可预测的风险。

科勒的投资策略是产生稳定、预期、可持续的回报。我们干了30多年，做了八期全球化基金，没有一期基金赔钱，我们给LP提供的是长期可持续性的回报，不会给LP爆炸性回报，我们只做符合我们风险收益逻辑的交易。

创业邦:

回看历史，哪些年份成立的S基金回报偏高？2022年会是创办S基金的好年份吗？

杨战：

总体来说，当市场低迷时，大家对流动性需求最强烈。离我们最近的一个例子是2008年全球金融危机的时候，美元市场可以六折买到高质量的标的，简直不可以想象

。回头来看，当年成立的S基金基本成为最好投资回报的基金之一。整体来说，一些年份会出现一些特殊机会，找到一些比较有吸引力价格的资产。

2022年确实是入场比较不错的一年。但是，在实操中并不见得容易做成交易。因为买方想低价买资产，但市场可能还没有完全传导到卖方手里，或卖方对估值的预期还是比较高，或者对流动性的诉求没你想象中的那么强烈。这时，买卖双方心理预期差距比较大，会导致没有交易的情况产生。就跟买房子的逻辑一样。

创业邦: 国外，GP主导的S交易已经首次超过LP主导的交易，占据S交易的半壁江山。面对复杂的交易，GP怎样避免S交易出现后续的挑战，如何避免踩坑？

杨战：

S基金是VC/PE管理组合非常有益的工具。大家比较容易理解，比如有基金的尾盘交易，基金到期，延无可延时可以利用S基金解决退出问题。另外，管理的基金中出现想变现的LP，也可以找S基金去谈，以解决流动性问题。每家S基金的能力范围不一样，现在国内很多S基金主要操盘购买LP份额这种简单交易。一旦涉及复杂交易时，建议GP跟比较有经验买方合作，多方洽谈，不能只把事情单纯交给中介，一定要自己深度参与，因为里面的坑太多，如果处理不周全，会给自己今后留下很大隐患。

另外，需要做到程序正义，才能经得住考验。所谓程序正义，简单理解就是走招拍挂流程，或者寻找中介，让大家都看到信息。如果做到程序正义，后续不怕出现挑战，不管交易本身赚钱赔钱，都属于商业风险，买方卖方都需要承担。比如，国有资产交易到北京股权交易中心、上海股权托管中心转让，走合规流程，可以避免国有资产流失等情况出现。但如果交易过程信息不公开不透明，出现后续问题的可能性就比较大。

再就是，国内很多管理人学习能力强，很快认识到利用S基金能创造更多价值，但在学习过程中生搬硬套，并未了解到交易背后的真正逻辑。其实，每家基金资产不一样，GP对S交易的认知不一样，LP组成不一样，每笔交易都非常个性化。在什么节点做什么事情，以什么方式沟通都非常重要，方法论非常多。并非GP卖完资产就完事儿，多跟专业买方沟通非常重要。

比如，基金有20个LP跟有2个LP的管理方法完全不一样。假如有20个LP时，不可能让所有LP都同意，每家LP会有这样那样的想法，这事就需要从大多数LP的利益考虑，要尝试用最好的方法把交易做成。反之，如果只有2个LP时，一对一沟通就相对简单。

再比如，如果基金的投资组合比较大，这么多公司如何估值，会对交易价格产生比



较大的影响，里面的花样比较多，水也很深，就需要双方以长远眼光和三方共赢思维看待问题。私募股权投资行业是长线的活，一定不能有侥幸心理。S交易应该是多方共赢的局面。

很多人管S基金叫“接盘侠”，确实有一定贬义色彩，这跟行业发展阶段有一定关系。因为S交易的本质是“私募”，必然会在买卖双方信息不对称的情况下，导致交易中会出现这样那样的问题，甚至也出现所谓“买方不如卖方精”的说法。这也正是行业魅力之所在。

其实，买方不会只做简单的接盘。从某种程度上讲，科勒资本已形成一套自己的方法论，避免少踩坑。现在，我们看到很多刚刚加入S基金的，觉得这事非常容易，想要撸起袖子准备大干一场，有时真为他们捏把汗。大家要对行业要有敬畏之心，很多经验短时间内也很难复制。我在这个领域待了很多年，依然有很多事情不知道

。

创业邦: 中国S交易生态尚不健全。中介的作用是什么？

杨战：我觉得有两个作用。第一，如果GP不懂时，中介可以帮助做流程。

第二，让交易过程实现“程序正义”。一般可以请第三方中介介入，对原有的份额或资产价值进行评估，其实就是走比较简单的招拍挂流程。中介其实是程序正义的一部分，帮助基金实现或部分实现所谓的招牌挂，其实就是FA角色。但目前国内中介市场还处在早期阶段，中介数量屈指可数，水准参差不齐。有些中介确实懂一些流程，但完全按照一级市场的操作方法，效果会差很多。

另外，就国资基金退出来来说，通过中介平台走招拍挂流程，可以防止国有资产流失，规避卖方潜在的政治风险。类似北京股权交易中心，就能提供比较好的交易场所

。

创业邦:如何看待监管？

杨战：

从政府和监管的角度，政府是支持S市场，也陆续出台各种举措。市场早期发展时，如果有人不守规矩，破坏行业秩序，容易扰乱市场信心，而重建信心难度会很高。所以，监管非常重要。从监管者的角度，他们也希望在行业发展早期通过联合有S交易经验、比较规范的机构，把行业规则确定下来。

S交易，尤其GP主导的交易本身非常复杂。科勒资本也希望和大家一起努力、一起实践，一起维护正常的行业秩序，共建良好的行业生态。科勒资本积极参与的私募

股权二级市场也是北京“两区”建设比较重要的一部分。

我们对这个市场很有信心的，现在国内的S基金市场在爆发增长的前夜，它的快速发展符合行业发展规律，且不以任何玩家的意志为转移，最后谁能参与或参与得比较好，就是八仙过海各显神通了。