

下一次金融危机可能会集中在私人市场上

投资者向私人市场投入了数万亿美元，认为这是最新的成功公式，但涌入该行业的前提是廉价资本的持续供应。



就像美国次级抵押贷款是 2008 年金融动荡的核心一样，**未来的危机可能围绕繁荣的私人市场展开。**

投资者向非上市股权、私人信贷和早期或新风险融资投入了约 9.8 万亿美元，认为自己找到了最新的成功公式。除了众所周知的问题——**估值过高、乐观的假设、激进的会计计算和高负债水平，还有其他担**

忧。

首先，由于私人投资本身缺乏流动性，投资者不可能轻易止损。**套现手段主要依赖首次公开发行(IPO)和出售**，目前这很困难，尤其是以此前预期的价格上市或出售。

如果通过基金进行投资，授予最终投资者的赎回权与变现标的资产的能力之间可能会出现错配。在这种情况下，投资者可能面临被迫低价出售的风险，或因撤资限制而陷入困境，从而产生机会成本。

其次，**缺乏市场价格意味着估值不透明，经常错估投资或基金的价值**。非上市股权估值模型依赖于可比交易公司和私人融资轮。这些价值与市场价格之间的差异可能很大。Klarna 在 2021 年的估值为 460 亿美元，在 2022 年的 8 亿美元融资中，估值为 67 亿美元(下降 85%)。正如优步(Uber)和 WeWork 令人失望的 IPO 所凸显的那样，这并非个案。

私人房地产或基础设施通常被视为杠杆债券式投资，它们对日益增长的不确定性非常敏感，包括曾经可预测的收入、某个时间点的假定“终端”价值、融资成本以及投资结构中往往很复杂的选项等。

主观的方法和难以核实的投入可能导致私人投资估值的巨大差异。不

同内部管理基金之间或与其他资产管理公司之间的交易所产生的价值会受到潜在利益冲突的影响，因为经理的薪酬基于投资价值和业绩。**不频繁的估值意味着价格落后于不断变化的市场状况，导致投资者买入或撤出基金的实际收益和损失。**

第三，私募股权最初专注于在传统行业用大量借款购买的长期持有投资，而这些行业拥有低估的股票、强劲的现金流、低经营风险和业务改善的潜力。如今，除了杠杆之外，这些因素中的许多都经常缺失。

与产业向房地产和基础设施以外转移的趋势一致，交易不以房地产、厂房或设备等硬资产为担保，而是以互联网平台或软件等知识产权为支撑。

后者的价值更难衡量，更容易受到经济周期的影响。**不良资产的回收价值更难预测，因为有形资产的替代成本不再提供价格下限。**许多交易中有限的契约保护增加了风险。

第四，对于非盈利或现金流为负的企业，假定其能够获得经营所需的后续资金。**其他私人投资（通常涉及大量借款）面临再融资风险。**这些全都容易受到市场动荡的影响，尤其是如果动荡持续下去的话。

最后，私人市场表现出复杂的风险层次。2008年之后，证券化债务

和资产负债表外结构加剧了冲击，传统银行之外的所谓影子银行体系进行了重组。

如今，投资者经常通过不同层次的基金持有投资，有些基金是从银行或私人机构借款的。**私募股权贷款和非银行信贷的证券化显示出了人们熟悉的不透明性，并加剧了体系中的杠杆。**任何地方的资产价值下跌都可能在金融体系的其他地方造成不稳定。

近期高度管控的货币供应、低利率和人为抑制波动的历史，鼓励投资者承担往往无法量化、也不为人知的风险。大举投资私人资产的前提是，廉价资本的持续可用性是一种可持续的投资策略。它还**忽略了风险与收益之间不可改变的正相关关系。**

借用美国演员兼幽默作家威尔·罗杰斯(Will Rogers)的说法，金融市场的发展似乎是通过寻找新的赔钱方式来实现的，这令人惊讶，因为旧的方式仍然有效。