

私募基金流动性解决对策

清华大学私募股权研究院

研究部

2017 年 12 月

私募基金流动性解决对策

清华大学私募股权研究院研究部

摘要

本报告首先剖析了私募基金流动性问题产生的根源，回顾了成熟市场中为解决私募基金流动性而形成的私募基金二手份额交易市场，并探讨了在这种流动性交易市场下衍生出的私募二级基金、私募股权证券化等金融形态的发展情况。我们的研究表明：（一）私募基金流动性较差源于监管、契约和运作三方面的需求，但成熟资本市场运作中已经衍生出私募基金二手份额交易市场；（二）境外私募基金二手份额交易市场中主要有以下几类主体参与：1）份额卖方主要是为了缓解流动性问题或调整资产结构配置的资产管理公司、公共养老基金等；2）份额买方可以是个人或者机构，美国有一些专门为个人投资者提供服务的初创公司，但并非市场主流；纳斯达克开辟了专门的二级市场（SecondMarket）供机构投资者参与私募二手份额交易，补充了现有退出机制的不足、为私募基金投资者多层次退出提供了渠道，3）一系列中介机构（如投行、尽调公司、电子交易平台、社交网络及其他代理中介或顾问等）为整个交易运转提供了保障，且在这一新兴市场中寻求到新的发展机遇。（三）在私募二手份额交易的基础上，衍生出了一系列专门的金融形态：1）可以通过基金索取权质

押（CFOs）形式将私募基金二手份额证券化出售，这一类交易目前在全球范围内尚无成熟市场，只以各种成交案例形式出现，在金融危机之后活跃度下降；2）私募二级市场基金是私募二手份额买方的主要参与者，这类基金收益一般在 15%-20% 左右，优于私募市场整体收益水平，2014 年开始全球私募二级市场开启了加速增长时期；3）我国的私募二级市场交易需求较大，但目前缺乏成熟的中介机构提供多维度专业化服务，使得交易效率降低。（四）本研究认为在中国现有法规与监管环境下，针对如今市场中存在的既定流动性需求，现阶段应注重规范基金份额受益权协议转让、设立私募投资母基金等现有交易机制，促进私募市场上为此提供专业化服务的中介机构成长，以降低此类交易中的信息不对称和提升交易效率，着力培育健康有效的金融市场环境，为未来设立专门的交易平台等提供基础。

一、 私募股权基金的结构化非流动性问题

（一）私募股权基金结构化非流动性的定义

私募股权投资的运作方式是由专业化的管理机构负责管理有限合伙人的资金、并成立私募基金投资于企业标的。在这个过程中，无论是私募基金投资于企业标的还是有限合伙人投资于私募基金中的资金都极度缺乏流动性。一方面，私募基金在投资于初创企业后需要经历数年才有可能实现盈利退出；另一方面，有限合伙人的资金也必须在基金中封闭 10 年甚至更多，在这段时间内他们对基金没有控制权、也没有提前退出的通道。私募股权基金出资人（即有限合伙人）在基金尚未从被投资企业退出、并尚未将资金返还投资者之前面临的这种资金流动障碍被称为结构化非流动性。

（二）私募股权基金结构化非流动性的成因

私募资金在被投资企业中流动性不高易于理解，因为企业成长本身需要耗费时间，而企业未公开上市之前，投资者份额无法公开交易，但一个更值得思考的问题是，私募基金本身的投资者为什么也会承受这种流动性限制呢？

从美国的业界实践规范看，有限合伙人（即基金实际出资者）面临的非流动性问题主要来源三个方面。

其一，联邦证券法规禁止投资者通过公开市场出售其在私募基金中的份额。由于在证券监管要求下，公开注册和发行证券及维系公开

上市的公司均需耗费大量时间、资金和披露成本，为了降低私募基金的这类成本，普通合伙人通常直接将私募基金的有限合伙份额出售给“合格投资者”——即财富净值超过 100 万美元或者年收入超过 20 万美元的个人，以及资产规模在 500 万美元以上的机构。

其二，有限合伙契约也限制了基金投资者流动性。基金管理机构限制投资者流动性主要出于两方面考虑，首先，由于美国 1940 法案¹规定符合某些特定条件（投资者在 100 人以下、未授权投资者不超过 35 人，或仅出售给“有限个体”²）的基金可以免于注册，而基金投资者将份额再次转让后可能会使得基金不再符合免于注册的合规要求；其次，出于商业层面的考虑，投资者早期退出基金会对基金管理机构声誉造成损害，为此，管理机构通常会在有限合伙契约中规定一系列限制投资者转让基金份额的条款³，以便将这类对流动性要求较高的投资者筛选出去。

其三，有限合伙制权益的操作方式也限制了其可转让性。一般而言，私募基金投资者并不是一次性兑现所有承诺出资，投资者最初只需缴付承诺出资的 20-25%，这在一定程度上使得投资者有了一定的腾挪空间；那么基于这种操作方式，基金管理机构也会随时发出缴纳通知，接下来的基金份额购买者将需要面临这种不确定的流动性风险，

¹ See generally, Levin, *supra* note 19, Chapter 10; see also, Hurdle, *supra* note 34, 8-11.

² 个人投资资产在 500 万美元以上、或者机构投资资产在 2500 万美元以上。

³ 业界通常将此成为“一切都由普通合伙人说了算(GPs hold the Key)”。参见 Matthew Sheahan, *GPs Hold the Key*, VENTURE CAP. J., March 1, 2004.

也给份额转让增加了难度。此外，私募基金的信息透明度较差，基金原本的出资者应当对基金未来收益和投资池的前景有更多信息，因此份额出售就会形成典型的“柠檬市场”现象，逆向选择风险和搜寻成本将会降低任何想要出售的基金份额价值。

二、 境外市场私募股权基金流动性问题的解决途径与发展现状

针对上述私募基金内部 LP 面临的非流动性问题，纵然基于监管要求、契约设定和操作需方面的原因使得私募基金投资者面临流动性限制，但为了缓解这一问题，业界逐渐衍生出了诸多帮助私募基金行业打破这种流动性限制的操作方式。

基金投资者可以通过将手中持有的基金二手份额（**Secondaries**）出售获取流动性，在此基础上私募二级市场衍生出了专门以基金二手份额为标的的私募二级市场基金（**Secondary Fund**），或者将现存私募投资份额组合进行证券化（**Securitisation of Private Equity**）等新兴业务。本部分将分别阐述这些技术手段在国际及国内市场的发展现状与前景。

（一）私募基金二手份额交易（**Secondaries**）

一般情况下，当私募基金投资者参股一只基金后，在基金完全实现清算退出之前，投资者根据自身财务状况、对现金流的需求变化等原因，可以将所持有的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（**Secondaries**）转让交易行为，由这一交易组成的市场被称为私募二级市场。

在私募基金二手份额整个交易过程中，运作参与者除了基金份额的买方、卖方之外，提供估值及法律咨询等服务的中介机构也扮演着颇为重要的角色（如下图 1 所示）。但这类交易中的中介机构不像在并购交易市场上的机构那样成熟和普遍，通常而言，基金二手份额市场中介机构包括投行（例如 Evercore, Greenhill Gogent, Credit Suisse, Houlihan Lokey, Lazard, UBS）、尽调公司（例如 Tullet Prebon Alternative Investments, Cebile Capital LLP, Setter Capital Inc）、电子交易平台（例如 Nasdaq Private Market- SecondMarket）、社交网络（例如 SecondaryLink）以及成熟的基金代理中介（例如 Campbell Lutyens, Park Hill Group, Triago），一些其他独立的顾问机构如 LP 分析师等也开始逐渐兴起，在这类市场上开辟新的业务领域并不断拓展商业机会。

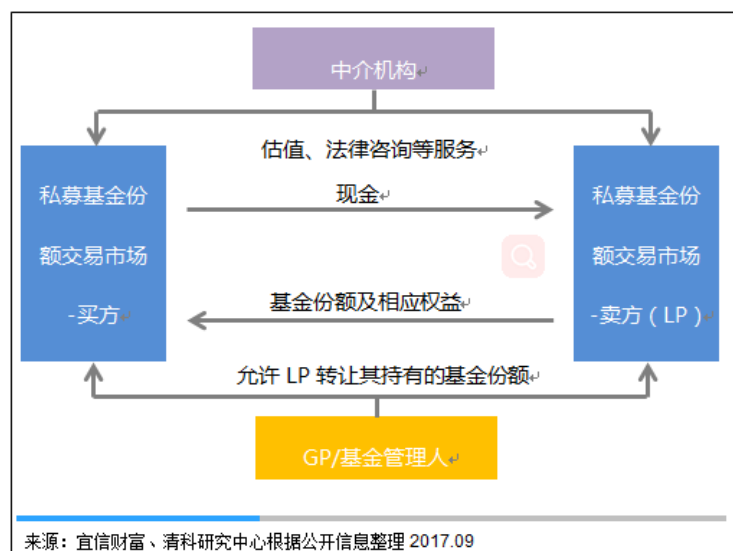


图 1 私募基金二手份额交易参与主体

按照私募基金二手份额净资产价值或出售价格的大小,购买方可以是个人或者机构投资者,因为一般而言资产价值小于 2500 万美元的二手份额通常难以获得二级市场基金的青睐,但个人投资者往往由于极度信息不对称而面临极大挑战。在 2000 年初期,美国市场上涌现了一批为此类二手份额交易提供专门服务的初创公司,第一家专门的线上交易平台“PrivateTrade.com”在运作两年后(2000.05-2002.04)被纽约私募份额交易平台(New York Private Placement Exchange, NYPPE)收购,但这类平台通常在成为真正的交易平台之前都必须扮演做市商和投行中介的角色,但实际上往往很难撼动这类私募交易里的私募关系。所以迄今为止,美国市场上各类针对私人投资者的二手基金份额交易平台并不活跃,二手份额“零售”市场的交易仍然呈现出流动性驱动、非正式为主、不透明和无效率等特点。

与此相反,私募基金二手份额的机构交易市场相对更为活跃,美国的州立养老金在政治和经济利益驱动下成为了私募基金二手份额交易市场上的活跃参与者,通过基金二手份额交易市场平滑资产配置。纳斯达克也逐渐完善了对这类二手份额交易的服务平台(Nasdaq Private Market-SecondMarket),自 2009 年 2 月起允许投资于私募股权、地产基金、对冲基金、FOF 等有限合伙制基金的份额在此交易⁴,通过这一平台,有限合伙人能够将其未来的资金承诺转让给其他投资者,这为私募基金出资者提供了更多层次的退出渠道,使得机构投资

⁴ Shanny Basar, *Nasdaq Opens Portal to Private Market Growth*, FINANCIAL TIMES (March 1, 2007).

者在私募基金“买入并持有”的交易策略基础上持续向前迈进，这进一步促进了二手份额交易量提升。

（二）私募二级市场基金（Secondary Fund）

私募二级市场基金（Secondary Fund）是上述私募基金二手份额交易市场买方的主要机构参与者，与 FOF 不同，这类基金更加积极地寻找陷入流动性困境的 LP，并通过折价购入其手中的二手基金份额获取收益。根据 Evercore Partners 提供的统计数据显示，这类基金的主要标为寻求流动性或需要重新调整资产配置的资金管理机构、家族基金办公室、金融机构、FOF、公共养老金等各类私募基金的有限合伙人（如下图 2 所示）。

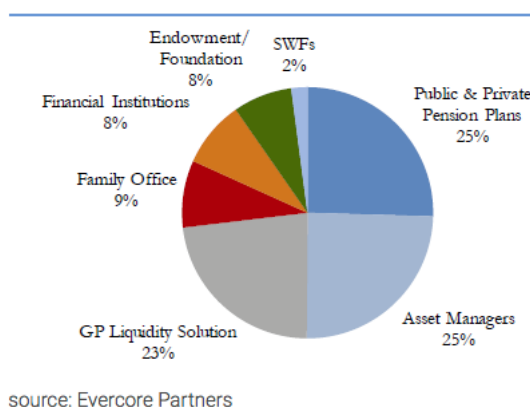


图 2 私募二级市场基金的标的来源

2014 年，全球私募二级市场开启了加速增长时期。2017 年上半年全球私募二级市场交易量已达 220 亿美元，相当于 2016 年全年交易量的近六成，预计 2017 年全年全球私募二级市场的交易量较 2016 年有所上涨。经过近三十年的发展，全球私募二级市场已逐渐发展成

为交易量巨大、逐年稳定增长、参与者众多、且对全球金融市场具有重要意义的大型交易市场。

与全球私募市场的整体收益情况相比，私募二级市场基金自 1998 年以来的收益情况始终优于全球私募市场的整体收益情况，且呈现与全球私募市场的整体收益逐渐拉大差距的趋势（如下图 3 所示）。私募二级市场基金的优异表现主要来源于私募二级市场基金交易较为灵活，购买时常有折价，确定性较高且投资期限较短。

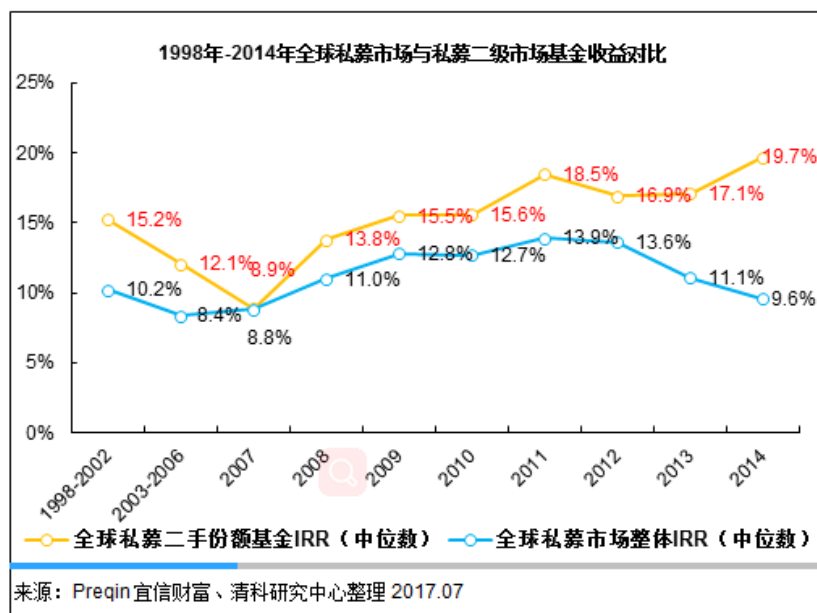


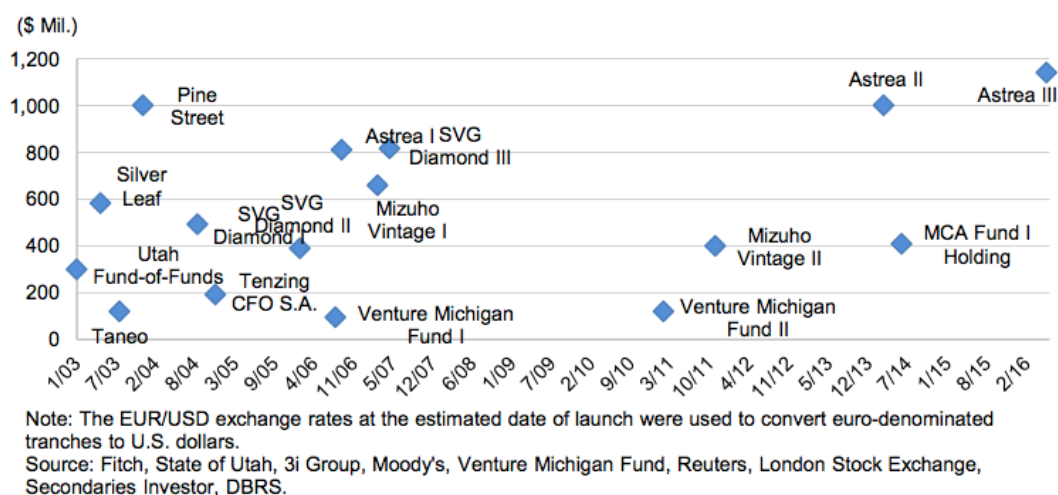
图 3 1998-2014 年全球私募市场与私募二级市场基金收益对比

（三）私募基金份额证券化（Securitisation of Private Equity）

私募股权基金份额证券化是建立在分散的私募股权基金份额基础上的一个更为新兴且专业性较强的一种结构化金融产品，主要以基金索取权质押形式出现（Collateralized Fund Obligations, CFO），即在权益实现之前构建多层级债券以打通私募基金的资金流动性。

目前看来，这类证券化交易一般作为基金管理公司提供的特殊金融产品或服务、为特定买卖双方进行撮合交易，主要在美国和欧洲市场上以个别交易案例的形式出现。下图 4 展示了从 2003 年至 2016 年以来全球范围内的私募基金份额证券化交易案例。可以看到在金融危机之前，这类 CFOs 交易相对活跃，但在金融危机之后，基金份额证券化市场陷入低迷。

Historical CFO Transactions



三、 解决私募股权基金流动性途径的潜在问题

上述介绍了境外普遍采用的解决私募股权基金流动性问题常见的几种途径，但值得注意的是，本研究最初指出私募股权基金的这种结构化非流动性是由政策监管、行业操作规范和契约结构设定等一系列客观约束造成的，纵然后续实际发展过程中衍生出的流动性诉求使得市场不断涌现各类私募基金二手份额交易方式，也因此诞生了一系列相对完整的交易体系、获得了各类市场参与主体的支持，但上述途

径在法律法规的监管层面仍然存在一系列问题。例如这会使得 LP 份额转让后出现私募基金受益人超过限定（美国免于注册的人数限额为 100 人，中国的私募基金持有人限额为 200 人），转让后的持有人面临新的披露规范会与原先私募基金的私募特点相悖离的风险（如美国公募基金持有人会披露股权交易细节，包括私募基金的收益率、投资项目等本应保密的信息）。

针对这些问题，以美国为例，监管机构在整个二手份额交易市场形成过程中呈现出市场先于监管、并引导政策制定的回应模式。例如美国证监会最初的 144 法案对这类私募证券的持有方式和交易方式做出了严格规定，但却不适合这种长期持有的、未经注册的私募证券类型，于是 144A 法案又对此进行特殊约定，允许筹建二手份额交易市场供未经注册的证券自由交易，纳斯达克开设的 SecondMarket (PORTAL) 设立的初衷即是为此服务，但后来实际上仍较多用作私募一级份额（如初创公司原始股东、员工等持有的股票份额）交易，为初创企业在漫长成长过程中的一些原始股份提供流动性变现。

四、国内私募股权基金二级市场开放的必要性和可行性分析

（一）国内私募股权基金二级市场开放必要性

现阶段我国私募股权二级市场参与者较少，市场规范化和公开化程度较低，市场信息不对称情况较严重。虽然国内已建立多个私募基金二手份额交易平台，如北京金融资产交易所，上海股权交易中心等，但这些交易平台目前更多的是拓宽了交易信息披露的渠道，对私募基

金二手份额交易的实际完成、投资收益的最终实现而言，其发挥的作用仍然有限，缺乏具有较高专业素质的投资机构以及中介机构。目前国内私募股权二级市场具有以下三大发展趋势：

1) 私募股权基金 LP 逐渐增多，国内私募股权二级市场潜在需求巨大

自 2012 年以来，我国私募股权基金有限合伙人数量从 7511 家增至 19715 家，越来越多的投资者开始进入私募股权投资市场。随着私募股权基金有限合伙人的数量不断增多，其转让和购买私募股权基金二手份额的需求也将逐渐增长。

2) 国内私募股权基金退出压力大，私募股权二级市场投资机会巨大

根据私募通数据显示，2006 年至 2017 年前三季度，国内基金募集基金总额接近 5.6 万亿元，投资总额则为 3.4 万亿元，募资总额与投资总额之间的差额超过 2 万亿元；与此同时，2006-2017 年前三季度国内股权投资市场推出项目总数量仅为已投项目总数量的 38.8%，国内股权投资基金预计在未来将承受不小的退出压力。这一市场特点也为私募股权基金二手份额交易提供了广阔的需求空间。

3) 市场化母基金将成为私募股权二级市场基金发展主力

现阶段国内设立私募股权二级市场基金的机构较少，仅有几家市场化母基金设有私募股权二级市场基金业务，市场待开发程度较高。而自 2014 年以来，国内市场化母基金发展迅速，2016 年全年新增市

场化母基金已达 106 只，基金总目标规模已达到 4388 亿元。市场化母基金凭借专业的投资能力，丰富的私募股权二级市场基金管理经验，对国内股权投资市场深刻的理解，将逐渐成为私募股权二级市场发展的主力。

（二）国内私募股权基金二级市场开放可行性

针对上述我国私募股权基金市场发展过程中对流动性的切实需求，结合国外资本市场上对于解决私募基金流动性问题的实践经验来看，本研究认为初期阶段应当顺应现在的市场需求和实践情况，从基金份额受益权协议转让、设立私募投资母基金、建立二手份额交易市场等角度出发，不断建立和完善基金出资者权益份额的转让交易机制，并号召市场上培育各类成熟的中介机构为这类交易提供多维度专业化服务，降低交易中的信息不对称问题、提升市场效率，为这类交易的顺利推进提供成熟健康的金融市场环境。

但与此同时，本研究认为在中国现阶段法规与监管环境下，试图进一步推进私募股权基金上市（或设立交易平台）等举措的可行性和必要性较低。主要原因如下：

1) 从投资者契约来看，私募基金结构化非流动性特点决定了各类成熟资本市场的监管机构都要求这类基金主要向特定合格投资者募集，且对募集的投资者数量也有严格限制，这些监管思想的制定初衷就是匹配这类非流动性特点、而投资者也应当对这类投资的非流动情况有充分预知，因此大规模的公开转让需求不适用于这类基金类型；

2) 从市场环境来看, 私募股权基金上市或设立专门的交易平台需要在完善基金出资者权益份额交易体制的机制上进行, 但目前市场上缺乏成熟的中介机构提供多维度专业化服务, 使得交易中信息不对称问题难以解决、市场交易效率较低, 整个金融市场环境还尚不成熟, 开启这类交易市场的风险较高。

3) 从基金结构性质来看, PE 基金两种主要形式, A) 有限合伙模式, 这种基金形式本身在中国法律框架下本来就无法上市, 基金权益的转让本身就是退出, 主要依靠新三板等市场本身的流动性支持; B) 契约型基金, 如果上市 (或在一些交易平台挂牌交易), 很可能就会被认为变成了证券化, 这本身就与中国对私募基金的监管思想不相符合, 而且可能就要按照《证券法》或者《基金法》来规范, 按照《证券法》, 所有上市的证券人数必须要超过 200 人, 这显然与私募基金的要求相矛盾。

因此, 综合上述三方面原因, 现阶段我国私募基金的流动性解决对策应注重规范现有市场上已经自发形成的流通与转让的机制, 例如基金份额受益权协议转让、设立私募投资母基金等, 这是民间的自发金融创新, 已经足以实现 PE 基金份额转让的目的, 而且合规合法, 避免了上市成本, 同时交易成本也很低。我国应当在规范这类交易的基础上不断培育健康、有效的金融市场环境, 在此类交易机制成熟的基础上再探讨进一步的私募基金整体上市等问题。

五、结论与建议

本报告首先剖析了私募基金流动性问题产生的根源，回顾了成熟市场中为解决私募基金流动性而形成的私募基金二手份额交易市场，并探讨了在这种流动性交易市场下衍生出的私募二级基金、私募股权证券化等金融形态的发展情况。

首先，我们的研究表明，私募基金流动性较差源于监管、契约和运作三方面的需求，但成熟资本市场运作中已经衍生出私募基金二手份额交易市场。

其次，以美国为例，境外私募基金二手份额交易市场中主要有以下几类主体参与：1）份额卖方主要是为了缓解流动性问题或调整资产结构配置的资产管理公司、公共养老基金等；2）份额买方可以是个人或者机构，美国有一些专门为个人投资者提供服务的初创公司，但并非市场主流；纳斯达克开辟了专门的二级市场（SecondMarket）供机构投资者参与私募二手份额交易，补充了现有退出机制的不足、为私募基金投资者多层次退出提供了渠道，3）一系列中介机构（如投行、尽调公司、电子交易平台、社交网络及其他代理中介或顾问等）为整个交易运转提供了保障，且在这一新兴市场中寻求到新的发展机遇。

再次，在私募二手份额交易的基础上，衍生出了一系列专门的金融形态：1）可以通过基金索取权质押（CFOs）形式将私募基金二手份额证券化出售，这一类交易目前在全球范围内尚无成熟市场，只以

各种成交案例形式出现，在金融危机之后活跃度下降；2）私募二级市场基金是私募二手份额买方的主要参与者，这类基金收益一般在15%-20%左右，优于私募市场整体收益水平，2014年开始全球私募二级市场开启了加速增长时期；3）我国的私募二级市场交易需求较大，但目前缺乏成熟的中介机构提供多维度专业化服务，使得交易效率降低。

最后，本研究认为在中国现有法规与监管环境下，针对如今市场中存在的既定流动性需求，现阶段应注重规范基金份额受益权协议转让、设立私募投资母基金等现有交易机制，促进私募市场上为此提供专业化服务的中介机构成长，以降低此类交易中的信息不对称和提升交易效率，着力培育健康有效的金融市场环境，为未来设立专门的交易平台等提供基础。

参考文献：

Cannon, V. T. (2007). *Secondary Markets in Private Equity and the Future of US Capital Markets*. Working paper, Harvard Law School.

