

私募市场投资之FOF
基金的力量



摘要：

- 配置私募市场投资组合时，对管理人的挑选蔚为关键。因为头部基金和尾部基金的收益离散程度非常之高，且这种差距在私募市场中要比在公开市场中体现得更为明显。这就要求投资者必须要能发现并有渠道接触到那些精于投资、且其管理的基金有望实现超额收益的普通合伙人。
- 有经验又有口碑的私募市场基金投资者（有限合伙人）都有渠道接触到头部的私募基金普通合伙人并投资于其管理的基金。FoF基金能让投资者直接受益于这种关系，能够投资于那些通过其他渠道无法参与投资的热门基金。
- 虽然每位客户的情况和目标可能各不相同，但我们认为，在建立对私募市场的基本敞口时，首先要做到策略、地域和投资年份的多样化。我们认为，对于投资者——尤其是那些尚处于投资计划早期的投资者来说，建立一定规模的二级市场和共同投资（Co-investment in private equity）敞口，是一种稳妥的做法。

引言

机构投资者、批发投资者、中介机构投资者以及私人财富投资者对私募市场的兴趣和参与度与日俱增。的确，众多投资者在持续扩大对股权、信贷、房地产、基础设施等各类私募资产的敞口，而这也降低了他们对公开市场权益类及固收类资产的配置。投资者之所以会寻求结构性地扩大私募市场敞口，原因包括追求私募投资高于同类公开市场的收益，以及私募板块具有相对于公开投资更为丰富的可投资机会集。

虽然大部分投资者都同意，投资于私募市场的策略十分正确，而且仅在他们的战略资产配置组合中占据一席之地并不足够，但是恐怕却没有太多投资者在开展私募市场投资的最佳方法上达成共识。本文旨在从以下三个方面进行论述：

- 1) 理解搭建业绩表现优秀的私募资产投资组合具有更高的复杂度。
- 2) 重点关注如何在私募市场投资实践中考量有关挑选管理人和搭建投资组合的主要因素。
- 3) 概述投资者为何应该考虑选用FoF基金，以及这种投资方法可如何帮助投资者在吃到私募投资全部红利的时候，还能应对在原有投资组合的基础上新增敞口的潜在风险。

对于如何帮助投资者将私募市场投资成功加入其投资计划，罗素投资拥有50年以上的经验，我们理解其中的复杂性、潜在的陷阱、风险以及FoF基金该如何成为投资者成功投资私募市场的一盏明灯。

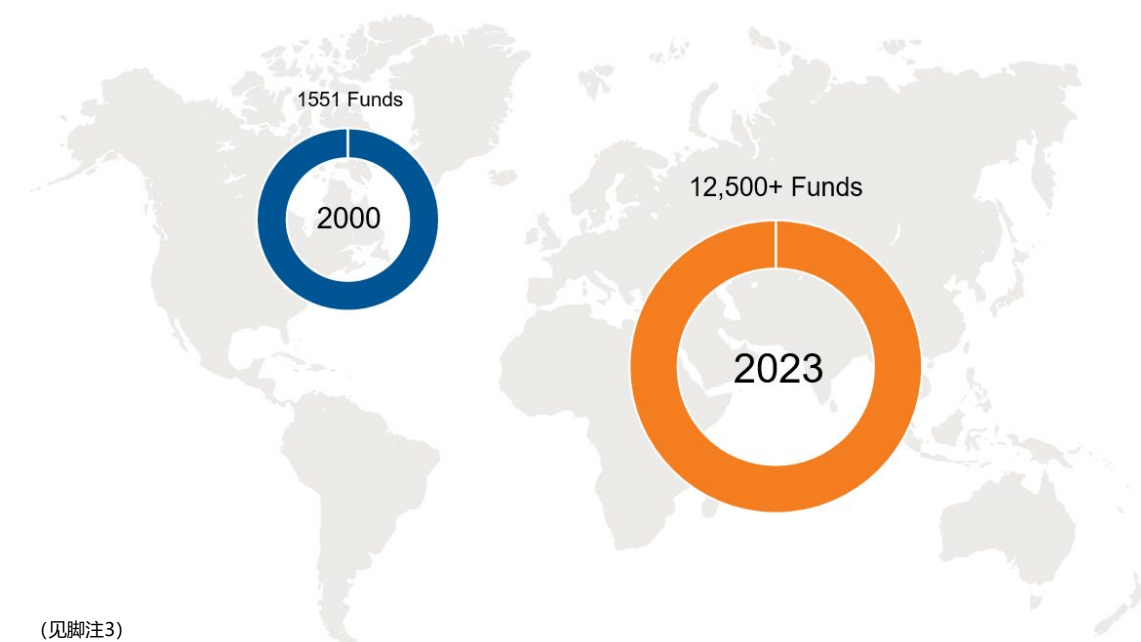
私募资产：管理复杂度

尽管私募市场对投资者与日俱增的吸引力本就存在，但投资者需要认识到，相对于传统的股债投资，私募市场投资具备更高的复杂度，需要投资者有所认识并给予充分考量。因此，我们先来看看私募资产投资实践中的一些关键因素。

投资活动

在如今，全球的私募资产管理规模总计达到11.7万亿美元¹。随着整个行业在过去逾20年里的增长，私募市场机构所募集的基金数量同样出现了指数级的增长。据私募资管机构Hamilton Lane²数据，私募基金数量在过去逾20年里增长超过700%，增长率极为惊人。从图1中可以清楚看到，已募集私募基金的数量从2000年的1551只，已增至如今的12,500只³。

图1：已募集基金数量增长情况

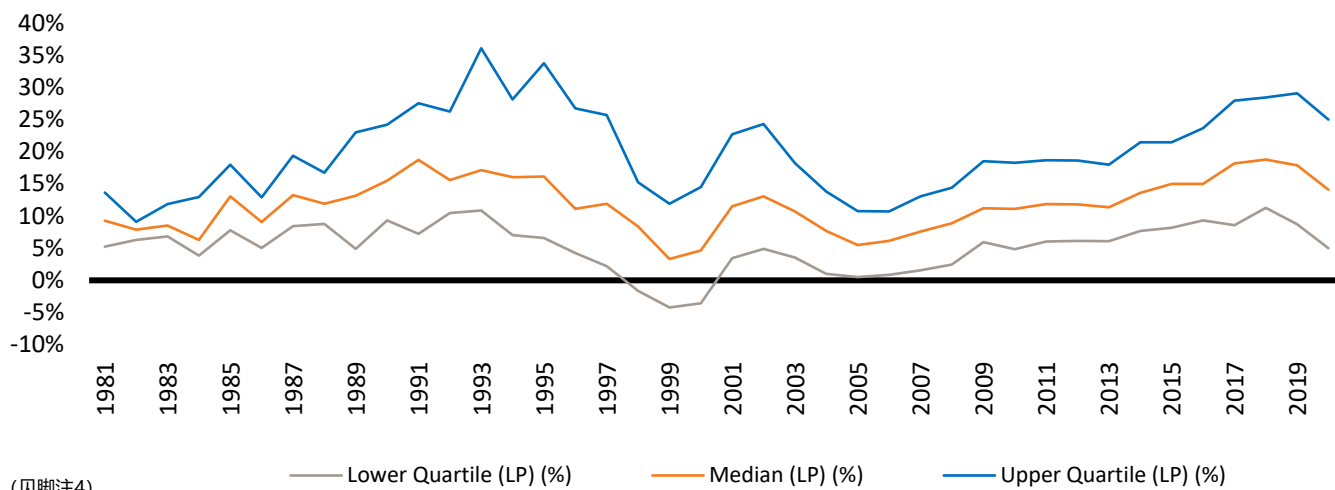


(见脚注3)

这种私募基金数量上的庞大增长，使得投资者需要有一定的规模、专长和全球性的资源，才能有效地找出、评估和筛选全球私募市场中居于头部的投资机会。

此外，**对管理人的挑选**也是决定着业绩表现的关键。不像传统的权益类和固收类管理人所实现的收益分布相对比较趋同，私募资产管理人的业绩表现差异可以大得惊人。如图2⁴所示，头部基金和尾部基金的收益离散度非常之高。事实上，不同基金的年度内部收益率（IRR）之差甚至高达25.24%。这就使得能否选对管理人变得无比重要，因为哪怕再完美的市场观点，再周全的投资组合构建，都会因为选错管理人而无法达成投资目标。因此，投资者必须要能找出并接触到那些表现出色、有望实现超额回报并据此构建投资组合的管理人。

图2：内部收益率，按投资年份统计⁴



业务尽职调查

业务尽职调查（下称“业务尽调”）是挑选私募市场基金流程中的一个重要环节，业务尽调专门用于评估备选管理人的业务、合规、运营和IT等风险，以便帮助投资者避开那些可能导致投资者承受损失、运营和/或信誉风险的陷阱。鉴于私募市场投资天然缺乏流动性，该环节显得格外重要。因为它能够帮助投资者了解管理人业务中除却投资风险以外的额外风险，对管理人的能力做出更加全面的评估。

业务尽调审核中应当分析的主要领域包括：

- **业务风险**：分析管理人的业务结构，以及卖方监管、包括机构增长在内的战略规划流程、治理、管理层监管监督，还有机构的IT基础设施和业务持续性规划。
- **运营风险**：审核管理人从交易执行和交易对手方监督至结算和对账的整个交易流程十分重要。
- **合规**：这方面审核的是管理人的合规监控及报告、个人交易制度、赠礼招待及防范利益冲突制度、符合监管机构规定的合规情况、个人信息安全以及记录留存情况。
- **基金**：包括对基金结构、招募文件的审核、对服务提供商关系的核实和对关键人员的背景调查。

法律文件的审核与磋商

审核和磋商法律文件，诸如投资私募市场基金所涉及的私募基金招募说明书、认购协议、合伙协议修订、附加协议等，是整个投资决策流程中的一个极为关键的环节。

投资者一定要审核管理人有关任一投资机会签署的所有潜在的基金文件。详尽了解有关各项条款的所有信息和专业知识，包括有关策略、关键人员、利益一致性（例如普通合伙人的承诺资本和超额收益的分配）、收益分配和估值方法、管理费用及其他可以/不可由基金承担的费用、收益分配顺序等方面的限制性条款，确保符合受托义务与责任。该流程还包括仔细了解当前市场内有关私募市场投资的条款与条件，确保投资者的利益得到保护。

监控和报告

在作出投资后，投资者还需要另外关注管理人对私募市场投资组合的持续监控和报告情况。这需要管理人具备多种资源和系统，以便有能力进行相应的监控、追踪和有效监控，包括：

- **监控方面：**交割后的投资监控，年度股东大会、加入有限合伙人咨询委员会
- **报告方面：**数据的收集和整合，这包括承诺资本、资本催缴、收益分配和各项收益指标的计算，即内部收益率（IRR）、实缴资本（TVPI）、公共市场等价物（PME）等

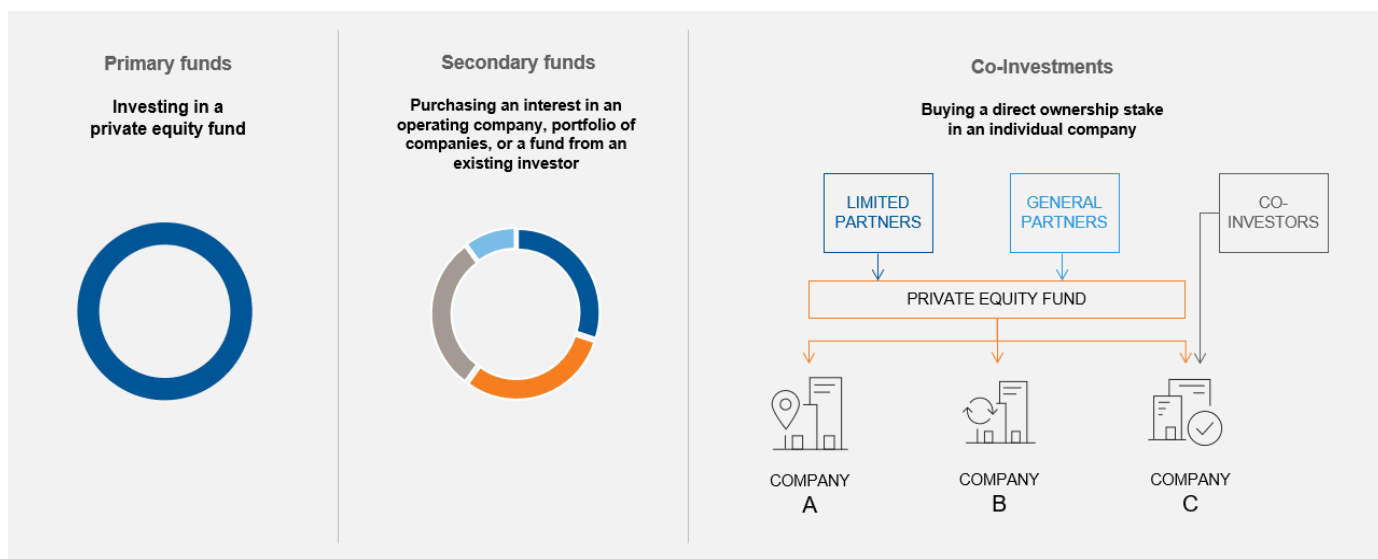
如何做出投资

自行或委托构建FoF基金

私募市场投资组合的构建可通过以下两种方式中的任意一种完成。第一种是聘请投资专业人士组成内部团队，负责执行投资计划所需要的投资流程。对于有些投资者来说，这是一种不错的办法，但是需要考虑到聘请专业人士、管理人挑选流程中的尽职调查、内部监控及报告制度、法务费用等方面的相关成本。另一种办法则是利用FoF基金建立敞口。所谓FoF基金，指的是一种由专业人士统一或单独管理的投资工具，其中所有的投资职能（即管理人挑选、投资组合构建、持续监控）和非投资职能（即业务尽调、法律审查、报告）均委托交给第三方机构管理。这种方式能将投资者从构筑和维护私募资产投资计划的重任中解放出来，让投资者能以相对较低的承诺资本实现足够多样化的投资组合。

切入途径

投资私募市场主要有以下三种途径：



随着私募市场可投资标的集在过去20年里的发展演变，二级市场基金和共同投资的重要性也有所增长。但是，为二级市场基金和共同投资机会成功发掘资源、承销和设计结构所需要的专业能力及资源水平，是除了最大型且经验最丰富的投资者以外的其他投资者所不可企及的。因此，巧妙利用FoF基金，能够让投资者自由选择以上三种途径建立敞口。

投资组合构建

私募市场解决方案在设计时会考虑到投资者自上而下的战略目标和现有的投资组合敞口的总体情况。投资组合的构建流程所依据的信息包括风险回报目标、流动性考量以及对特定的投资题材、板块和/或地理区域建立敞口的意愿。

虽然每位客户的情况和目标可能各不相同，但我们认为，在建立对私募资产的基本敞口时，首先要做到策略、地域和投资年份的多样化。

尤其是那些尚处于投资计划早期的投资者，在我们看来，建立一定规模的二级市场 and 共同投资敞口会是一种稳妥的做法。我们的事实依据是，投资者在计划早期存在负收益风险，特别是在基于J曲线作出一级基金投资时。以私募股权为例，如果整个投资组合对二级市场基金和共同投资的配置达到可观比例（40%-60%），投资者就可以更快完成承诺资本的实缴，更快实现回报，并有机会更早实现正收益。

虽然我们并不认为投资时间点会对私募股权投资产生影响，但我们确实认为，根据当前的市场和机会来看，通过优质普通合伙人进行的二级市场投资确有价值，因为二级市场的一大优势就是能够降低盲池风险。因为二级市场基金投资所投资的是已有的承诺资本，要在投资前对这些资产进行尽调并非难事。标的资产越透明，其未来潜在表现的可见度就越高，包括短期退出、潜在资产升值和正收益拐点。这些全部有助于为投资者提供更好的短期业绩成果。此外，若全球经济在未来几年迎来下行，二级市场基金投资者还将有机会以比当前更低的资产净值折让价格买入权益，进而提高未来的预期收益。

FoF基金用于私募市场的优势

为何FoF基金能够吸引投资者？













更稳定的回报模式

如图3所示，无论基金的投资年份是在哪一年，私募市场策略的回报率都存在着相当高的离散度。2007年至2020年间，表现最佳策略与表现处于尾部策略的平均离散度达到27.7%。利用整合了不同策略的FoF基金，能为投资者提供更加稳健的回报。除了涵盖不同子策略（包括并购基金、二级市场基金、风险投资）的多样化投资外，考虑到这种资产类别的长期性，投资年份的多样化也同样重要。这能让投资者降低过度集中于特定投资年份对应的特定经济环境的风险。

图3：私募市场策略总体内部收益率对比，按投资年份统计

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	10-year horizon IRR*
	11.2%	13.6%	18.9%	19.4%	21.3%	18.7%	20.2%	24.9%	23.4%	30.1%	32.2%	32.1%	43.8%	42.1%	18.2%
	10.8%	13.6%	13.4%	15.2%	16.9%	17.3%	17.5%	23.2%	21.4%	27.8%	32.0%	30.8%	38.0%	40.2%	16.8%
	10.1%	13.1%	12.7%	13.6%	16.7%	15.6%	16.7%	20.3%	20.6%	24.3%	30.3%	26.0%	36.0%	30.5%	16.6%
	8.9%	11.3%	12.3%	13.5%	16.6%	15.5%	15.2%	18.5%	18.8%	22.3%	27.2%	25.3%	35.6%	29.7%	14.2%
	6.3%	7.7%	11.5%	13.2%	14.9%	14.6%	12.3%	16.5%	14.8%	21.5%	19.9%	24.2%	31.1%	26.7%	14.0%
	5.8%	7.6%	11.5%	11.4%	14.1%	13.7%	11.9%	12.8%	14.1%	15.1%	18.8%	19.5%	30.3%	26.0%	12.8%
	5.3%	5.9%	11.1%	10.8%	11.8%	13.7%	10.7%	12.6%	13.1%	13.8%	18.4%	15.4%	28.3%	24.8%	12.8%
	5.1%	4.8%	8.8%	8.3%	8.9%	13.0%	9.0%	11.1%	11.1%	11.3%	16.0%	15.1%	20.9%	22.8%	10.4%
	3.6%	3.8%	6.8%	7.7%	5.8%	7.1%	6.8%	10.3%	9.8%	9.9%	11.2%	13.2%	12.5%	16.5%	8.8%
	2.3%	-3.5%	1.4%	-5.2%	2.7%	1.4%	6.6%	6.4%	7.3%	9.6%	8.2%	8.6%	11.1%	8.7%	4.7%

 Buyout	 Funds of funds	 Growth-expansion	 Infrastructure	 Oil & gas
 Private debt	 Value-add real estate	 Opportunistic real estate	 Secondaries	 Venture capital

(见脚注5)



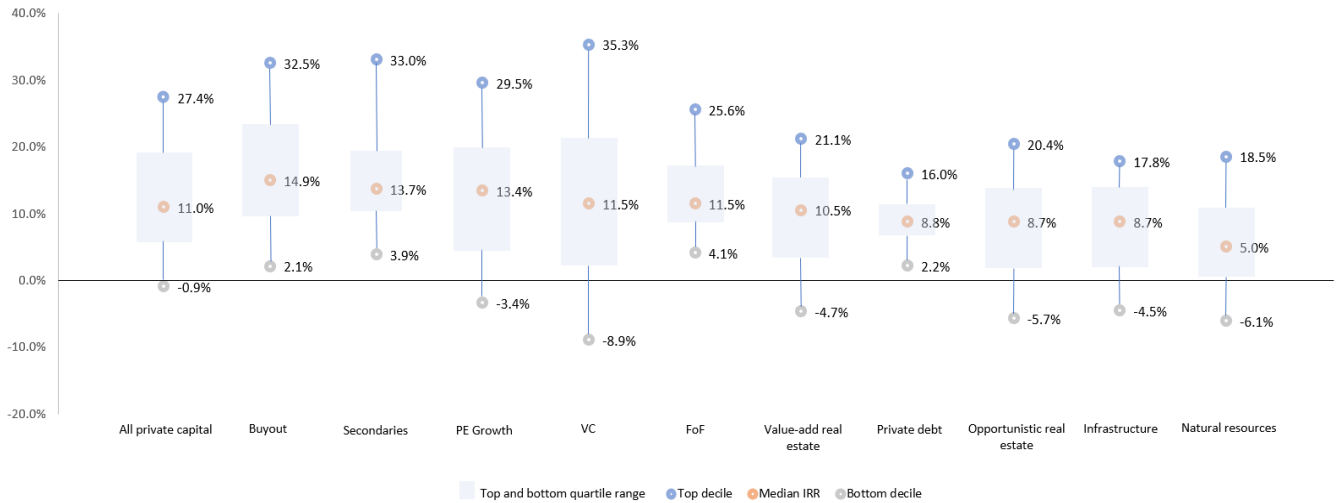
通过投资组合多样化来应对下行风险

利用FoF基金策略，通过合乎规定的投资组合构建流程，可以有效地应对投资的下行风险。如图4⁶所示，哪怕是表现最差的FoF基金，其收益更是远高于其他策略类型中表现最差的管理人。

有了更多的底层管理人、策略和资产供选择，FoF基金便可做到出色的多样化投资，不必再依靠单一策略或基金取得收益。

例如，一只基金通常只会投资10-20种资产，而FoF基金往往能让投资者同时投资超过200种资产，并且分布在不同的地理区域和板块。

图4：封闭式私募基金的内部净收益率，按策略统计（投资年份为2002年至2016年）



(见脚注6)



成功取得头部私募市场基金的份额：选择FoF基金的投资者，将能够接触到经验丰富、业内信誉度高并且有途径投资于头部机构的私募市场投资者，并直接受益于他们的关系网，有机会投资于通过其他途径难以触及的热门基金。经验丰富的私募市场投资者还会拥有必要的资源，能够持续监控全球各地管理人和基金的表现，从中找出具有吸引力的投资机会纳入投资组合。经验和专业知识是在任意时刻都能从私募市场的众多选择中挑选出最佳管理人和最佳产品的关键。



现金流管理：考虑到私募市场投资组合的资本催缴和收益分配频率，FoF基金可以帮助减轻投资者管理标的资产现金流的负担。



降低复杂度：FoF基金的一大优点，便是能为最终投资者减轻投资私募市场时因为复杂度的提升而带来的负担，同时又能让最终投资者享受投资私募资产所带来的种种红利，例如接触到比公开市场更为丰富的机会集，从而实现卓越收益。



接触到专项基金管理人的途径：我们认为，那些专门投资于特定板块（工业、科技、消费）或细分市场（例如中小规模的并购基金）的管理人，相比广泛型管理人而言，大概率具备更为明确的专业知识。这种专精的专业知识能够直接转化为可持续的价值创造机会，在收购、业务转型和退出阶段均有涉及。相关例子包括用于生成投资机会的自建网络、拉动EBITDA增长率的经营及战略举措、通过转让对投资组合成分企业的投资份额实现价值最大化等。

总结

鉴于私募市场相比公共市场能够提供更高的回报和更丰富的可投资机会，投资者开始越来越多地转向私募市场以寻求更好的投资结果。不过，搭建和维护高绩效的私募市场投资组合需要对专门领域的相关研究、对投资组合的管理、对业务的尽职调查和相应的法律资源，而这些并非所有投资者的内部投资团队都能做到。归根结底，我们认为，对于大部分投资者而言，FoF基金能够帮助他们吃到私募市场的红利。凭借帮助投资者将私募市场纳入投资组合的超过50年的丰富经验，罗素投资在FoF基金领域有着巨大优势。我们能够作为投资者的领路人，帮助投资者成功开展自己的私募市场投资计划。

脚注：

1. 麦肯锡，《麦肯锡2023年环球私募市场回顾：私募市场转入低调》，2023年3月
2. Hamilton Lane，《2023年市场回顾》，2023年3月
3. 截至2020年11月在20年前之前的10年里募得资金的基金的管理人，对比截至2023年3月在过去10年里募得资金的基金的管理人
4. 康桥汇世 (Cambridge Associates)，所有私募股权，风投资本，成长股和并购基金，夹层资本和不良资产，1981年至2020年。所示收益已扣除各项基金费用。所示2020年收益是因为基金在早期阶段仍处于投资期，内部收益率可能并不显著，因此内部收益率并不能真实反映基金表现。近期开始投资的基金的收益可能低于上示收益，内部收益率有更大可能录得负数。仅为示意。上示收益对应的是第三方管理人管理的另类投资产品。并不代表本基金、罗素投资或其任何其他客户的实际投资内容。过往表现无法预示未来业绩。
5. Pitchbook，《量化视角下的美国市场洞察》，2023年第一季度
6. Pitchbook，《量化视角下的美国市场洞察》，2023年第一季度

QUESTIONS?



Visit russellinvestments.com/cn

重要提示

本材料之原文版本乃官方授权版本。译文仅供方便了解之用，更多内容烦请参照原文，原文版本乃唯一具有法律效之版本。

本材料中的观点基于创作时的市场环境及其他因素，随着时间变化和市场环境及其他因素的改变，本材料中观点也可能发生改变。本材料所包含的信息是从我们认为可靠的来源处获得，依现况基础提供，但我们不保证信息的准确性和完整性。

本材料中所阐述的信息、分析或观点仅作为一般信息提供给读者，不应被任何个人或机构作为对其具有针对性的建议或推荐对待。本材料不构成对任何证券的买卖的要约、邀请或建议，本材料中的任何内容均不构成任何法律、税务、证券或投资建议，也不构成任何对投资适当性的观点或任何形式的邀请。任何使用本材料的个人或机构都应咨询其可信赖的，并能够针对其具体情况做出建议的律师、会计师、财务或税务咨询顾问。

版权©罗素投资2023保留所有权利。本材料为罗素投资专有，未获得本公司的事先书面同意，任何人不得对本材料的内容进行任何形式的复制、转发，如需引用或转载本材料所载内容，请务必联络本公司并获得许可，并注明来源于“罗素

投资”，且不得对本材料中的任何内容进行有违本公司原意的删减或修改。

罗素投资管理（上海）有限公司为一家外商独资企业。社会信用代码：91310115329567272D，联系地址：上海市浦东新区陆家嘴环路479号56层5605室。罗素投资的所有权大部分被TA Associates所管理的基金持有，小部分所有权主要被Reverence Capital Partners所管理的基金持有。罗素投资的某些员工以及Hamilton Lane Advisors, LLC亦持有小部分非控制所有权。Frank Russell Company是本材料中的罗素商标以及所有与罗素商标相关的权利的所有者，Frank Russell Company特许罗素投资集团的成员公司使用上述罗素商标以及所有与罗素商标相关的权利。罗素投资集团的成员公司与Frank Russell Company以及任何在“FTSE RUSSELL”品牌下运营的实体均不存在任何形式的隶属关系。