

清科观察：《2018 年海外机构投资者典型模式研究报告》发布，寻找海外“金主爸爸”看这里！

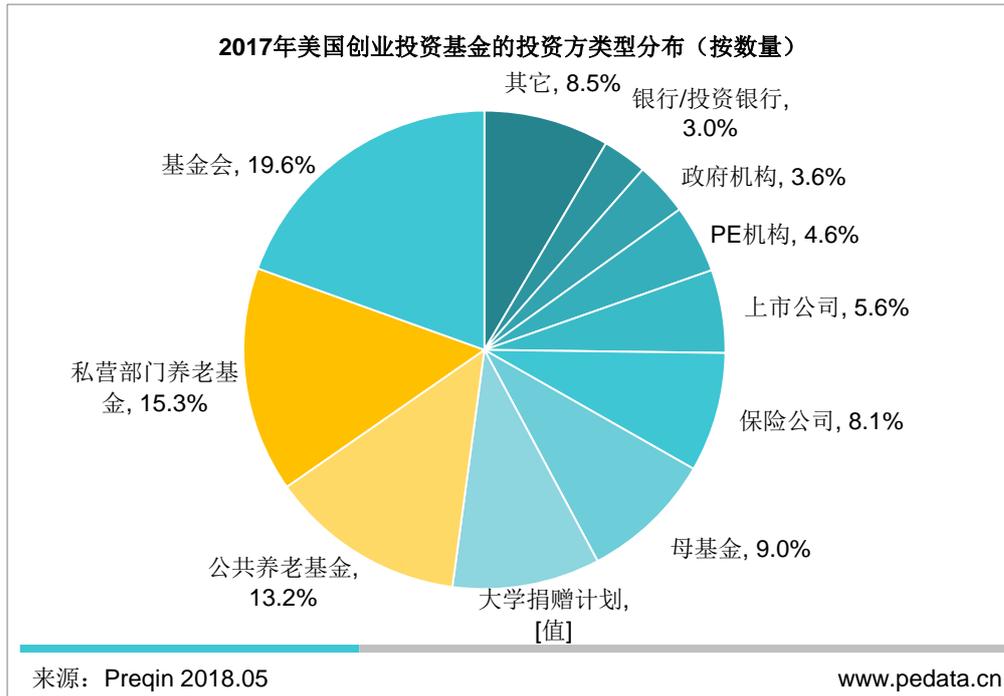
清科研究中心 付浩 2018.09

综述：2018 年上半年，受到《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下称《资管新规》）正式落地的影响，全国范围内的资产管理行业面临前所未有的困境。伴随着合格投资者门槛提高，“资金池”和资产期限错配模式被叫停，通道业务被切断等多重限制，股权投资行业顿时面临“断粮”的危机。然而需要注意的是，国外资金的源头活水并未受到《资管新规》影响，部分资金充裕的海外 LP 机构仍在积极寻求中国市场的投资良机。在此大背景下，清科研究中心发布《2018 年海外机构投资者典型模式研究报告》，向市场提供各类海外机构投资者的规模、资产配置模式和投资偏好，总结各类机构最新动态信息，以期丰富国内股权投资市场的募资来源，帮股权投资机构度过“资本寒冬”。

养老基金、家族办公室、大学捐赠基金和母基金成为美国创业基金的主要资金来源

美国股权投资行业数据库 Preqin 的统计显示，根据资金来源的企业类型，美国股权投资基金的募集投资方主要有基金会、养老基金（公共/私营部门）、大学捐赠计划、母基金、保险公司和上市公司等。从资金来源看，2017 年美国创业投资基金的主要投资方是基金会（主要为家族办公室）和养老基金，投资者数据合计占比接近一半。其他主要资金来源还有大学捐赠基金、母基金、保险公司和上市公司等。

图 1. 2017 年美国创业投资基金的投资方类型分布（按数量）



“耶鲁模式”风靡大学捐赠基金，藤校基金青睐私募股权

大学捐赠基金（University Endowment）是发源于美国高等学府的一种校友捐赠机制，校方设立基金管理校友的捐赠资产，并依靠资本运营利得覆盖学校部分科研和教育经费开支。捐赠基金是大学维持教学研究水平、保持良好学术品质的重要资金来源。根据美国国家学院和大学商务办公室联合会（NACUBO）统计，截至 2017 年 6 月，全美国捐赠基金规模 10 亿以上的高校共 96 所，共计管理基金规模 3949.6 亿美元。

表 1. 2016 年美国高校捐赠基金规模前十名

学校名称	2016 年捐赠基金 (\$B)
Harvard University 哈佛大学	\$35.67
Yale University 耶鲁大学	\$25.41
Stanford University 斯坦福大学	\$22.40
Princeton University 普林斯顿大学	\$21.70
Massachusetts Institute of Technology 麻省理工大学	\$13.18
University of Pennsylvania 宾夕法尼亚大学	\$10.72
Texas A&M University—College Station 德州农工大学	\$9.86
University of Michigan—Ann Arbor 密歇根大学安娜堡分校	\$9.60
Columbia University 哥伦比亚大学	\$9.04
University of Notre Dame 圣母大学	\$8.75
TOTAL	\$166.33

来源: usnews.com

耶鲁大学捐赠基金(Yale University Endowment)成立于 1718 年, 主要为了学校运营、学术科研提供资金支持。截至 2017 年, 耶鲁大学基金会管理规模为 271.8 亿美元, 名列全美高校基金会第二位; 1997-2017 年的平均年化收益达到 12.5%。耶鲁大学基金会以其优秀的收益表现, 被誉为“美国高等教育界最成功的基金会”。由于其投资策略偏重于在新兴事业中寻找“非常规资产”并且凭借这一策略大获成功, 业界也因此为该策略起名为“耶鲁模式”。

“耶鲁模式”的投资策略核心在于一改主要将资产配置在高流动性的公开市场股票和债券的传统投资方式, 转向加重在低流动性的私募市场的配置比重。YIO 管理人大卫·斯文森认为, 替代与衍生资产本质上往往比传统的有价证券的定价效率低, 这为通过积极管理来利用市场低效率创造增值提供了机会。高校基金会具有资产规模稳定、抗风险能力强的特征, 其具有的长期视野适合于开拓这些流动性非常低、投资风险较高但隐藏着高回报率的市场。

养老金规模超四十万亿, 股权投资机会大受欢迎

养老金(Pension Fund)是指为缴纳者提供退休后经济支持的基金或计划。养老金一般具有大量资金储备, 是最常见的大型机构投资者之一。据 Thinking Ahead Institute 统计, 2017 年全世界的养老金总资产规模已经超过 41 万亿美元, 是资产管理行业当之无愧的巨无霸。由于养老金具有风险承受度高、流动性要求低、偏好长期投资的特征, 成为了全球范围内各类非标金融资产的理想资金来源。对于私募股权市场而言, 养老金也是最重要的机构投资者之一。

表 2. 全球养老金资产规模前 20 位一览

	国家	养老金名称	资产规模	统计年度
1	美国	Federal Old-age and Survivors Insurance Trust Fund (Social Security)	\$2,743	2017
2	澳大利亚	Australian National Superannuation Scheme	\$2,530	2017
3	日本	年金積立金管理運用独立行政法人	\$1,103	2015
4	挪威	Government Pension Fund of Norway	\$898	2015
5	美国	Civil Service Retirement and Disability Fund	\$898	2017
6	美国	Military Retirement Fund	\$654	2017
7	美国	Thrift Savings Plan (TSP)	\$483	2016
8	韩国	National Pension Service (NPS)	\$419	2015
9	荷兰	Stichting Pensioenfonds ABP (ABP)	\$388	-
10	加拿大	Canada Pension Plan and CPP Investment Board	\$317	2017
11	加拿大	Caisse de dépôt et placement du Québec (The Caisse, or CDPQ)	\$299	2017

12	美国	California Public Employees' Retirement System (CalPERS)	\$326	2017
13	中国	全国社会保障基金理事会	\$251	2015
14	新加坡	Central Provident Fund	\$208	2014
15	美国	California State Teachers' Retirement System	\$206	2017
16	荷兰	Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn	\$183	-
17	马来西亚	Employees Provident Fund	\$185	2014
18	加拿大	Ontario Teachers' Pension Plan	\$176	2016
19	智利	AFP	\$160	2014
20	印度	Employees' Provident Fund Organisation	\$128	2015

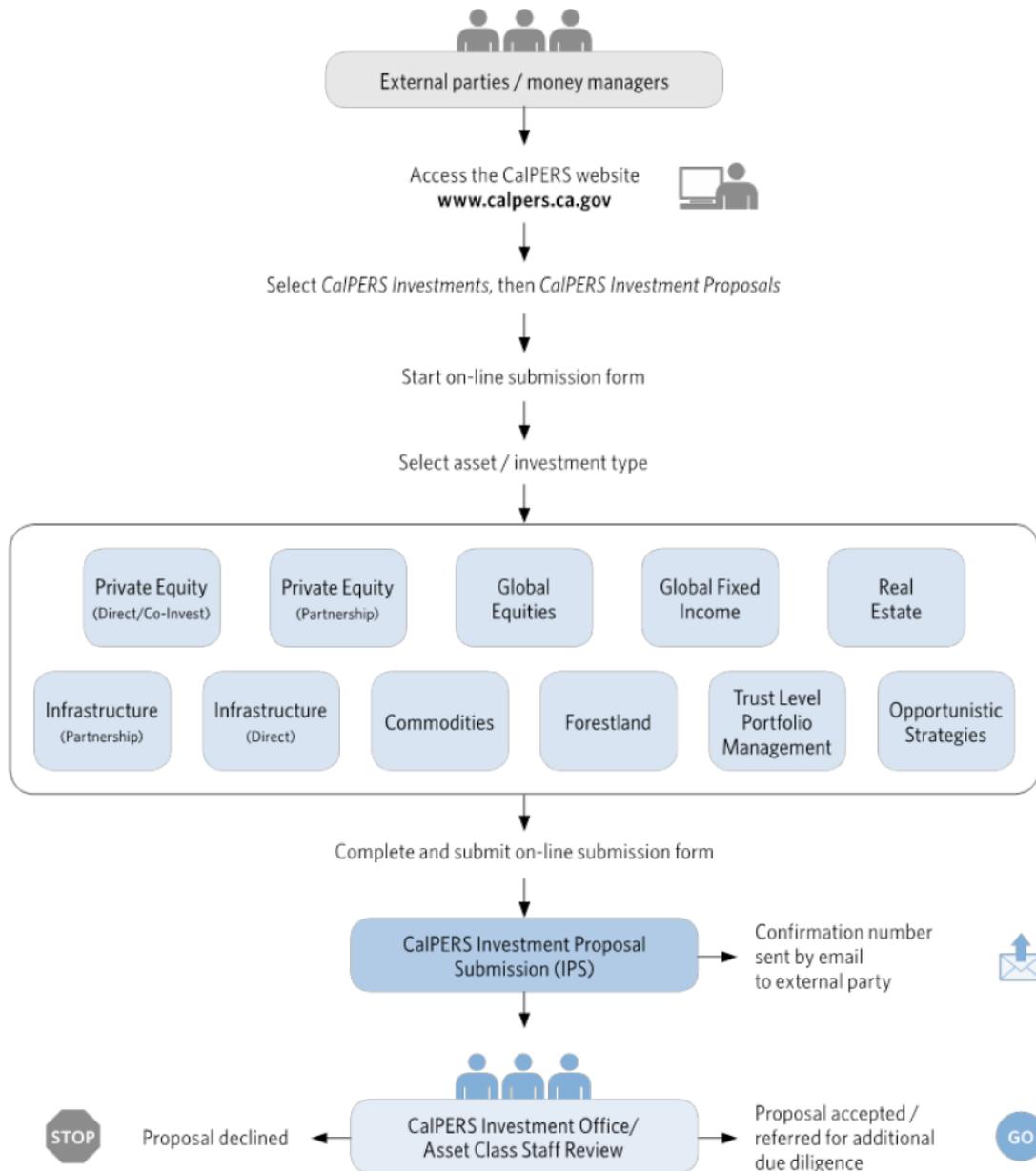
来源：公开的统计数据，清科研究中心整理

加利福尼亚州公务员退休基金（CalPERS）

根据加利福尼亚州公务员退休基金（CalPERS）官方公布数据，股票和债券是 CalPERS 的主要投资标的，私募股权投资占总投资比例不高。但由于整体体量庞大，CalPERS 仍然是私募股权市场不可忽视的一支力量。实际上，CalPERS 的私募股权投资业务属于重点版块之一。其通过直投/联合投资直接对接 PE 项目，或通过私募二级市场或母基金形式参与到 PE 投资。CalPERS 专注于长期投资，目标是通过增值投资管理方式提高回报。截至 2018 年 7 月，CalPERS 共投资 PE 基金 243 支，历史承诺出资金额共计 584.74 亿美元。可计算回报水平的 197 支基金中，盈利基金 177 支，平均内部收益率 12.98%，平均 MOIC 约 1.6 倍；亏损基金 20 支，平均内部收益率-8.53%，平均 MOIC 约为 0.7 倍。

CalPERS 官网给出了面向基金普通合伙人（GP）的合作指引手册。手册较为简明地给出一张申请流程图。若需要更详细的合作途径和步骤指引，可参考《Investment Proposal System (IPS) User Manual》。

图 2. CalPERS 投资申请流程简图



母基金各怀绝技，对全球股权投资市场充满信心

母基金（Fund of Funds, FOFs）是一种以其他基金为投资标的特殊的基金。母基金根据所投资基金的不同可以分成多种类型，包括共同母基金、对冲母基金、私募股权母基金等。私募股权母基金（Private Equity Fund of Funds, PEFOfs）是通过对私募股权基金进行投资，从而对私募股权基金投资的项目公司间接进行投资的基金。根据 Preqin 数据显示，截至 2017 年 11 月，全球私募股权母基金总规模已经达到 3,810 亿美元。2017 年全球 PE FOFs 按照管理资本规模的 TOP20 排名情况如下：

表 3. 全球 PE FOFs 资产规模前 20 位

排名	母基金名称	资产规模(亿)	总部所在地
1	AlpInvest Partners	\$423	荷兰 阿姆斯特丹
2	Ardian	\$349	法国 巴黎
3	AIG Investments	\$246	美国 纽约
4	Goldman Sachs Private Equity Group	\$240	美国 纽约
5	Adams Street Partners 雅登资本	\$240	美国 芝加哥
6	LGT Capital Partners	\$230	瑞士 普费菲孔
7	Pantheon Ventures 磐石资本	\$226	英国 伦敦
8	Pathway Capital Management	\$206	美国 尔湾
9	Capital Dynamics	\$200	瑞士 楚格
10	Partners Group 合众集团	\$196	瑞士 巴尔楚格
11	HarbourVest Partners	\$178	美国 波士顿
12	PCG Asset Management	\$150	美国 圣地亚哥
13	GCM Grosvenor	\$140	美国 芝加哥
14	LGT Capital Partners	\$135	瑞士 普费菲孔
15	Horizon21 Alternative Investments	\$115	瑞士 普费菲孔
16	SL Capital Partners	\$93	英国 爱丁堡
17	Allianz Private Equity Partners	\$79	德国 慕尼黑
18	Portfolio Advisors	\$75	美国 达里恩
19	Commonfund Capital 凯门资本	\$75	美国 威尔顿
20	Horsley Bridge Partners	\$71	美国 旧金山

来源: Preqin 统计数据

从 2000 年到 2008 年次贷危机爆发之前, PE FOFs 的募集数量与金额呈现快速上升的趋势, 并在 2007 年到达巅峰: 当年募集基金 160 支, 总计金额 553 亿美元。金融危机之后, PE FOFs 的募集情况相比巅峰时期减少了一半左右, 并长期维持在每年募集 90 支、金额 200 亿美元左右的水平。

Preqin 近期报告显示, 私募母基金 (PE FOFs) 对于新设立的中小 PE&VC 基金往往持有更加信任和包容的态度。表态“愿意投资初设基金”的 PE FOFs 管理者达到总人数 56%, 远远高于其他类型机构投资者 27% 的意向水平。这意味着母基金将很大程度扮演“雪中送炭”的角色, 国内的新兴投资机构在 2018 年“募资难”的大环境中, 中小型投资机构仍然保留着一线曙光。

家族办公室藏龙卧虎, 投资偏好风格各异

家族办公室是超高净值个人 (Ultra High Net Worth Individuals, 简称 UHNWI) 用于个人和家族的投资业务而成立的投资机构。超高净值个人/UHNWI 是指拥有可投资财产规模大于 3,000 万美元的个人 (财产不包括住所、收藏品、消费品和消费耐用品)。根据福布斯

2018 年全球富豪榜公布数据，全世界富有个人 TOP 100 中美国占据 31 席，中国占据 17 席，两国富豪总资产合计达到 1.61 万亿美元。TOP100 富有个人的财富总价值已经达到 2.81 万亿美元，其中 TOP 30 的总财富额 1.51 万亿美元，占据前 100 位富有个人总财富的 53.7%。

根据美国证券业协会（SEC）的定义，Family Office（家族办公室）是指：富有家庭为管理其财富，为其家庭的财务未来做出规划，并为家庭成员提供其他服务而设立的实体。单户家庭办公室通常为至少有 1 亿美元或更多可投资资产的家庭提供服务。芝加哥咨询公司 Family Wealth Alliance LLC 的高级研究总经理 Robert Casey 估计，美国目前有 2500 至 3000 个家庭办公室管理着超过 1.2 万亿美元的资产。

不同的家族办公室往往具有迥异的投资偏好。例如，中东地区的家族办公室偏好投石油/天然气，忌讳与博彩/武器/色情/猪肉/酒精等相关的行业；某奢侈品品牌家族在投资时仅考虑纺织服装、文化娱乐、化工制造等与家族主业相关的行业；美国某家族办公室不仅为家主服务，还帮助逾 2200 名高净值个人管理近千亿美元财富等。

主权财富基金高速发展，石油国家跃跃欲试

主权财富基金（Sovereign Wealth Funds, SWF）是指一国政府在满足外汇储备必要的流动性和财政收支平衡条件下，利用超额的外汇储备和财政盈余建立的专门的主权投资机构。主权财富基金由主权国家政府所建立并拥有，用于长期投资的金融资产或基金，其资金主要来源于国家财政盈余、外汇储备、自然资源出口盈余等，一般由专门的政府投资机构管理。2000 年以来，各国兴起创立主权财富基金的浪潮。截至 2013 年，全球主权财富基金的 AUM 达到 5.78 万亿美元。目前全世界主权财富基金前 20 位按资产规模排名如下。

表 4. 全球主权财富基金前 20 位

排名	主权财富基金名称	国家或地区	规模	成立时间	资金来源
----	----------	-------	----	------	------

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14752

