



中国证券投资基金业协会
Asset Management Association of China

| 推荐丛书 |

洪磊

| 译委会主任 |

FUND OF FUNDS INVESTING

FOF投资手册

[美] 丹尼尔·斯特拉曼 (Daniel Strachman) 著
理查德·布克班德 (Richard Bookbinder) 著
林 华 等 译

推动资产管理行业的规模增长与升级换代

全国人大财政经济委员会副主任委员、清华五道口金融学院院长 **吴晓灵** | 倾情作序 |

张红力 全国政协委员、中国工商银行副行长 **陶以平** 兴业银行行长 **李 浩** 招商银行副行长
金 李 北大光华管理学院副院长 **肖 风** 中国万向控股有限公司副董事长 **联袂推荐**



中信出版集团

股掌网 www.gucuan.com

FOF投资手册

[美]丹尼尔·斯特拉曼 理查德·布克班德 著

林华等 译

中信出版社

目录

译委会成员简介

丛书序

译者前言

题记

原版前言

第一章 在路上

现代对冲基金行业

对冲基金从何而来

三位智者

成熟投资者

对冲基金的繁荣时期

为什么是FOF

机构投资者喜欢对冲基金

第二章 什么是对冲基金

次贷危机和对冲基金

对冲基金是一个资产类别

流动性产生的问题

科技推动行业发展

激进主义是个新时髦词

私募股权与对冲基金

全球各地的对冲基金

另类投资

第三章 市场有多大

对冲基金的数据相当薄弱

报告薄弱

对冲基金的制度化

第四章 对冲基金投资

定价问题

对冲基金和新闻媒体

FOF的价值主张

费用

配置策略

精品投资

Ivy资产管理公司和纽约银行

第五章 理解另类投资既包括数学，也包括科学

对冲基金回报率

超额收益的来源

投资FOF

借助第三方销售

资金来自哪里

新晋基金经理

第六章 FOF为什么能取得更好的投资效果

早期的接受者

谁来投资

增长的资产规模

同质化的投资模式

知识的普及

向直接投资的转变

第七章 理解风险及尽职调查的必要性

长期资本管理公司事件始末

长期资本管理公司事件后又发生了什么

投资杠杆和流动性

理解尽职调查的含义

对盈利模式的理解

管理账户

尽职调查的重要关注点

管理费率的不断降低

第八章 基金的赎回

基金赎回需求

关于FOF的尽职调查

历史经验所得的教训

持有期限与投资收益

新的挑战

流动性问题

第九章 收费

业绩报酬

通常的费率水平

“多重经理人” 基金

费率与业绩间的取舍

第十章 投资杠杆与风险管理

杠杆与主经纪人

风险管理

风险

主经纪人的流动性问题

估值风险

对体制完善的公司的需求

第十一章 现有经验和未来趋势

从何处去发现风险

去杠杆

首选投资：FOF

一个时代的结束

第十二章 新型投资产品

130/30基金

对冲基金复制

新兴管理人的投资机会

新兴对冲基金投资的相关风险

第十三章 多策略基金和HFOF

亏损事件回顾

崩盘如何影响对冲基金行业

对冲基金行业的趋同

第十四章 FOF如何寻找基金经理

如何获得基金经理的信息

多种方法相结合

第十五章 结论

我们能达成什么共识

不要忽视尽职调查

事后诸葛亮

然而，我们依然相信

关于费用的回答

尾声 转折点

什么是气候变化

近期进展

机遇在哪里

绿色刺激下的经济

不要忘记

附录

标准尽职调查：（名称）基金

术语

致谢

译者简介

版权页

译委会成员简介

钟蓉萨

现任中国证券投资基金业协会党委委员、副会长，曾在中国环境保护公司工作。1992年11月进入中国证监会，先后在信息统计部、信息中心、机构监管部工作，历任主任科员、副处长、处长。2007年1月~2011年6月，任中国证券业协会党委委员、副秘书长。2011年6月~2012年4月，任中国证券业协会党委委员。2012年4月~2013年9月，任中国证券投资基金业协会党委委员、副秘书长。2013年9月至今，任中国证券投资基金业协会党委委员、副会长。

庞阳

中央千人计划金融创新特聘专家，中国资产证券化论坛常务秘书长。在资产证券化、私募基金、对冲基金、金融衍生品、量化投资策略等方面有丰富的市场经验和独特的观点。求学时期就读于复旦大学，获得学士学位，后在美国哥伦比亚大学获得物理学博士学位。曾是大型全球资产管理公司的合伙人，在美国、日本、中国成功创建多家资产管理、金融信息服务以及可再生能源投资开发企业。投入金融行业前，担任过美国哥伦比亚大学物理系助理教授，和诺贝尔物理学奖获得者李政道教授合作多年，并共同发表论文数十篇。

赵冰

现任中国证券投资基金业协会理财及服务机构部负责人。清华大学工商管理硕士。曾供职于中国证券业协会资格管理部、专业联络部、基金公司会员部，曾任中国证券业协会分析师委员会委员、基金销售专业委员会委员，还曾参与基金业协会筹备组的筹备工作，担任中国证券投资基金业协会投教与媒体公关部负责人。

丛书序

当前，中国经济步入新常态，经济结构不断优化升级，由投资驱动和要素驱动逐步转向创新驱动，促进经济可持续发展。资本市场作为资源配置的有效手段，能够发挥积极的市场调节作用，助力新常态下的经济结构转型。我国资本市场结构体系经过十余年的建设与发展，现已初步形成了交易所市场和场外市场并存，公募和私募市场互补，股票、债券、基金、期货及衍生品等多种金融产品兼备的多层次资本市场体系。市场化、法制化、国际化程度正逐步提高。当前，完善市场层次、结构、基础设施和监管体系，鼓励金融产品创新，发展证券期货服务业和专业机构投资者，深化改革、扩大开放，健全多层次资本市场体系，满足多元化投资者资产配置的需求，意义尤为重大。

私募基金于2003年进入公众视野，在此后的一段时间内私募证券投资基金都是以阳光私募基金的形式存在，即私募管理人以投资顾问的形式借助信托计划等正规金融机构的产品为载体进行投资运作。2007年随着《合伙企业法》的生效，私募股权基金获得了长足发展，2013年成为中国私募基金的里程碑。2012年《证券投资基金法》修订，将“非公开募集基金”纳入调整范畴，并在市场准入、投资范围、业务运作等多方面优化了行业业态，拓展了行业的发展空间。随着监管的完善，私募基金管理人和管理规模迅速增长，截至2017年6月30日，私募基金行业认缴规模约为13.12万亿元，实缴规模约为9.37万亿元，已登记私募基金管理人19708家，私募基金从业人员22.27万人。私募基金行业已成为中国资本市场的重要组成部分，私募基金如何控制风险、如何有效进行财富管理、如何合理配置社会资源，成为行业发展的重要课题。

一方面我们可以引进成熟市场的经验，发展引进基金产品，比如基金中的基金（简称FOF）、对冲基金。FOF由投资专家通过基金历史业绩分析，实现投资的二次优化和风险的二次分散，是基金行业稳健发展的重要形式。对冲基金因其投资策略灵活，多市场配置，可进行更好的风险缓释和风险收益调整。另一方面，我们需要引入科技力量，提高服务效率，加强信息管理，要警惕不同产品、不同市场、不同国家和地区金融风险可能相互传导、联动并放大。为此我们应加强风险识别，强化资本市场信息系统安全防护，建立配套的管理制度，实现金融业规范化发展。

在私募市场，由于私募基金产品运作透明度相对较低，信息披露相对较少，导致金融监管缺乏全面有效的信息，监管机构无法有效监控可能产生的金融系统性风险、制定相应的方针策略。私募基金产品的策略复杂、操作灵活，运作中杠杆和衍生品的运用如不有效控制，可能放大金融风险。因此，需要在保护私募基金自主运用权的同时，强化金融科技在金融服务业及金融监管方面的应用，积极利用大数据、人工智能、云计算等技术来改善金融信息和数据沟通的及时性、有效性，加强金融监管力度，提升跨行业、跨市场交叉性金融风险的甄别、防范和化解能力，发展技术驱动下的信息披露制度。

搭建基金事务管理平台是完善基金业自律管理的重要措施。基金事务管理是一种结合金融科技手段的应用载体，不仅为基金管理人提供估值核算、份额登记等服务，还为基金投资者和监管机构提供交易合规监测、信息披露等服务。这既降低基金运营成本，让基金管理人能更好地专注于投资角色，又能促进私募基金规范化、专业化发展。基金事务管理平台也能为监管机构分析资本市场整体情况，规范市场行为，预防金融系统性风险提供帮助。国外的基金事务管理一开始仅是出于基金管理人的业务需求而出现的，随后在对冲基金滥用高杠杆却缺乏有效监督的情况下得到进一步发展。许多国家和地区明确规定基金事务管理必须由专业的独立第三方机构承担，以避免潜在的利益冲突，并确保监管的有效性。

为推进中国私募基金行业长期健康稳定发展，中国基金业协会抱着审慎监管的态度，大力支持专业的基金事务管理在私募基金行业中的应用，特别是在FOF和对冲基金中。国际市场上，绝大多数的FOF都由基金事务管理方为其产品提供交易审核、财务报告、费用计算等多方面服务。此外，基金事务管理还可以帮助FOF优化资产配置，更好地监控子基金运作，提供复核金融工具风险报告，进行杠杆分析、压力测试、流通分析以及交易对手分析，为FOF的健康发展保驾护航。中国证券投资基金业协会决定引入《对冲基金管理指南》《FOF投资手册》和《基金事务管理指南》这套丛书的译本，并期待这有助于规范私募基金行业的操作流程、信息披露及风控能力，加强监管机构的监管能力及把控金融系统性风险的能力，最终完善资本市场的结构体系。

吴晓灵

2017年7月

译者前言

这是一本关于FOF的专业著作。FOF是专门投资于其他基金的基金，通过持有基金而间接投资于各种类型的金融资产，是结合基金产品创新和销售渠道创新的基金新品种，其本质就是多元化资产。本书是以丹尼尔·斯特拉曼（Daniel Strachman）和理查德·布克班德（Richard Bookbinder）为首的市场专家，向我们阐述了他们关于FOF的权威研究成果和重要理论观点。

当前，国内FOF市场发展还处于初级阶段，在产品设计、投资管理模式等方面还没有形成符合国内实际的体系与方法，在具体的投资管理流程上也存在诸多不足和缺陷。国内很多银行、保险公司、基金公司都已经开始或者正在推出自己的FOF管理产品，而大部分银行、保险公司以及企业年金等，已经在按照FOF管理模式管理自有组合。随着投资市场上品种越来越多、产品越来越复杂，普通投资者越来越难以驾驭和管理自己的投资，而FOF正是一个把复杂的投资品市场与投资者庞大的理财需求连接起来的桥梁。本书的作者通过一系列的高层次采访以及直接的行业洞察力，努力提供这一封闭而“秘密”领域的投资市场知识，通过解释FOF是如何工作的，如何在一个多样化的投资组合中使用它们，以及在哪里可以找到它们，使投资者能够理解投资于FOF的利弊，并且还提供了可以用来做投资决策的信息。

本书是中国证券投资基金业协会推荐丛书的其中一本。我积极联系对应的作者，委托中信出版社，通过激烈的竞争有幸拿到了本书的翻译版权。书中的专业性非常强，经过接近一年的不断字斟句酌，终于完成了本书的翻译。

在此，我首先要感谢清华大学五道口金融学院吴晓灵院长不辞辛苦，亲自提笔为本丛书作推荐序。感谢中国工商银行张红力副行长、兴业银行陶以平行长、招商银行李浩副行长、北大光华管理学院金李副院长、中国万向控股有限公司肖风副董事长的倾情推荐，感谢你们对我以及丛书的鼓励和支持。我要感谢参与到本次翻译中的每一位译者。其中，在美国金融市场工作十多年的朋友谢芳女士负责了本书第二章到第四章、术语表和附录的翻译初稿，南开大学涂红教授负责了第五章到第六章和第十章到第十四章共7章的翻译初稿，国寿安保基金管理公司的刘彬彬负责了第七章到第九章的翻译初稿，联合评级研究总监许余洁博士负责了第一章、第十五

章、尾声和其他所有内容的翻译初稿。洪磊会长、我和蔡长春确定了全书的术语对照表，并一同再三校对全书。洪磊会长在整体校稿的基础上提出了许多真知灼见，有利于我们对市场发展的理解。许余洁博士还多次与出版社老师们对接书稿的最后内容完善等工作。

联合评级研发部吴优女士、南开大学金融学院研究生刘婧安、申悦、朱安玲、江旭参与了本书出版前部分章节的阅读与校正工作，对于稿件的细节完善提供了许多帮助，在此一并感谢。

中国证券投资基金业协会的熊歆女士、汤玥玥女士对本书的成稿亦给予了大力支持和贡献，在此尤为感谢。

最后，我还要对中信出版社编辑的精心编校表示最由衷地感谢，没有大家精益求精的团队努力与合作，这本书的中文版本不可能如此顺利地与读者们见面。我们衷心地祝愿本书的引进，能够为致力于推动FOF发展与创新的政策制定者、市场上的参与机构及投资者，带来有益的参考价值。

林华

2017年7月于北京·金融街

题记

献给我的妻子费利斯、我的女儿利娅和我的儿子乔纳。

——丹尼尔·斯特拉曼

献给我的妻子阿琳、我的儿子乔纳森和道格拉斯。

——理查德·布克班德

原版前言

岁月短促，劳作浩繁……

——《先贤德训》，第2章第20节

在本书中，我们将简要回顾FOF的行业历史，考察在经历了麦道夫丑闻、次贷危机，以及许多对冲基金经理在过去几年间的失败表现后，行业今天的状况。我们的目标包括：为首次投资者寻找进入这个古怪、野蛮、奇怪和令人兴奋的世界的入口；为有经验的投资者提供最佳资本配置的投资指南。

根据我们的测算，对冲基金行业的资产规模在2007年超过了10万亿美元（或者真实数据是2万亿美元），2008年年底下降到6万亿美元（我们将在本书中进行讨论），快接近共同基金的资产规模。这本书会尽可能把事情简单化，为你提供一个公平竞争的环境以便做出决策。

对冲基金行业的资产增长由各式各样的投资者推动，包括养老金计划、捐赠基金、基金会、私人银行、家族办公室，以及那些寻求与传统多头投资不同回报的高净值人群。随着机构投资者及其配置经理寻求持续及未来的资本需求的解决方案，很多已转向投资FOF来满足其投资者的需求。考虑到对冲基金行业总资产并不总是处于上升状况，对冲基金行业迅速成长的驱动因素之一就是FOF行业的增长。

以最简单的语言来描述：FOF就是直接投资于各种对冲基金的投资合伙企业。它使得投资者可以通过一个单一的入口投资多元化的对冲基金投资组合，而不需要创建其自己的包含一系列对冲基金的投资组合。

对冲基金和FOF的经理建立了大型机构综合体，直接与传统的多头资产管理同行进行竞争。由于许多传统做多策略的投资回报率低于平均水平，“绝对回报”已成为投资组合管理中结构化投资方法的新模式。同时，它也需要随时进行调整和改进。

随着资本市场变得更加高效，投资者获取的回报水平已经放缓，留给他们的问

题是在不增加风险的前提下如何提高投资组合的业绩。本书将为投资者提供一个路线图，以及一套了解和评估投资并做出深思熟虑的投资决策的工具。

尽管司机已经习惯于依赖导航设备周游世界，想从“A”点到达“B”点，还是没有任何工具会比拥有地图和地理知识更为有效。对冲基金投资也是如此。投资决策并不像在电子表格中插入数字并获得预想结果那么简单。投资并不简单，绝不应该轻视。

本书为这个容易被误解而且不透明的投资领域提供了一个独特和有洞察力的概览。通过一系列的高层访谈以及直接的行业观察，我们努力让你进入这个一贯被认为是封闭或者神秘的投资市场领域。我们的目标是为你提供可以用来做投资决策的信息。

在接下来的篇幅中，我们将为你揭开FOF的“如何”和“为何”。我们的目的不是向你提供投资建议，而是让你更善于做出好的投资决策、更聪明的投资决策。我们希望你将本书用作FOF投资和另类投资的指南，将其视作一种在成为更好投资者的道路上可以反复参考的资源。

丹尼尔·斯特拉曼 理查德·布克班德

第一章 在路上

当我们开始写这本书时，世界范围内的对冲基金、FOF（Fund of Funds，简称FOF，中文翻译为基金中的基金）和另类投资都在正轨上运行。当然，也有暂时性的小问题，比如，始于2007年春天的次贷危机、贝尔斯登（Bear Stearns）的减价出售、雷曼兄弟（Lehman Brothers）的即将倒闭……然而，在没有丝毫准备的情况下，2008年12月11日的消息突然袭来。

相比1941年12月7日，这个永远记录在耻辱柱上的日子，[\[1\]](#)许多华尔街内外人士更加相信，2008年12月11日是有史以来最糟糕的一天。正是在这个12月11日，由于伯纳德·麦道夫（Bernard L. Madoff）因为一个巨大的庞氏骗局而被逮捕的消息传来，市场在周三下午关闭。我依然清楚地记得，当理查德给我（丹尼尔）打电话，告诉我麦道夫被捕的消息时，我坐在哪里，正在做些什么。我俩都非常震惊，正如1941年12月8日罗斯福发表了她的著名演讲使得珍珠港被炸为世人所知一样，麦道夫罪行的暴露，使得成千上万投资其公司的人都感到震惊、伤心、滑稽。

它之所以令人震惊，是因为最初的报道提及了一些世界上最受尊敬的基金经理和投资者；之所以令人伤心，是因为很多人将全部身家托付给了麦道夫，而现在他们将变得身无分文；而之所以令人感到滑稽（也许只有我们这么认为），是因为一些人在几个月前才成为它的投资者，甚至还有几周之前才加入的，他们都就尽职调查、研究和投资多样化的需求进行了详细的描述。然而，就是这些投资者——FOF的管理人，把大部分基金资产投给了这个唯一的基金经理，而这个人却被证明是个彻头彻尾的诈骗犯。

当然，麦道夫的情况也不是真的滑稽，就像1941年12月7日的事件一样。而2008年12月11日的事件多少有些讽刺意味。许多人在对冲基金和另类投资界发现了一些有趣的事。这些人努力工作创建产品、基金，提供 α （绝对回报，稍后我们将定义这个术语），但是因为各种问题，基金经理并不能与投资者设定的框框相适应。

受麦道夫丑闻的影响，2008年的股票市场和对冲基金回报低迷，对冲基金的行业前景在2009年年初似乎也不好。然而我们相信，随着时间的推移，麦道夫欺诈和

市场下行所造成的损失逐步恢复，投资者将继续看到FOF投资的价值。正是基于这个前提，我们决定继续我们的项目，写一本关于这个引人入胜又常常被误解、被认为高不可攀的投资圈的书。

[\[1\]](#)这里指第二次世界大战中，日本偷袭美国珍珠港事件。——编者注

现代对冲基金行业

从20世纪末开始到21世纪初，对冲基金已经变成了一个热门话题，被全球投资者所讨论。曾经被视作富人阶层神秘投资合作伙伴的对冲基金，现在定期出现在头版新闻中，并被经纪商、金融投资者和其他人代理销售，而且通常投资起点也不高，投资增量可以小到10000美元。

对冲基金参与到各种各样的业务的消息，几乎每天都会被提及。比如，在某种程度上起到了推动市场的作用，向陷入困境的公司提供融资，对受压迫房主的利用，或者袭击毫不知情的上市公司，等等。当然，还有针对华尔街新精英的消费习惯的报道，这些报道经常出现在报刊的社会版块和艺术媒体上，描绘这些现代强盗大亨穷奢极侈的生活。随着次贷危机的扩散、2008年和2009年年初经济的衰退，对冲基金经理们仍占据着头版，不仅有他们出手阔绰的消息，也有不管市场如何波动，他们依然能够获取利润、挽回损失的能力的报道。

你看，对冲基金时代已经来临了。这个独特的投资工具在全球范围内受到投资者追捧、探索、研究，唯一的目的是利用它为机构投资者和个人投资者创建最不可思议的、相关性最低的投资组合。

这些投资策略的诉求其实很简单：投资者相信对冲基金能够提供相比传统做多获取更多低相关性或无相关性的机会。这一理论，无论正确与否（我们将在后面研究），吸引了各种规模的投资者的目光，他们审查、分析对冲基金经理，研究这些投资能为其投资组合增加多少 α ，并进入他们的口袋。

α 是一个伟大的华尔街术语，几乎每个人都在谈论，但是许多人却认为它难以理解；事实上，这是个相当简单的概念，只是能够掌握的人很少。 α 的一个定义是“主动投资与被动投资的差额”。举例来说，如果一个标准普尔500指数基金赚了10%，多/空头股票经理赚了15%，那么 α 就是额外的5%。无论市场条件如何，获得 α 都是每一个投资者所寻求的目标。 α 是投资者与投资经理心目中的圣杯，因为这才是最关键的。这个差额不仅是投资者的回报，也是给基金经理的奖励。在后面的章节中，我们将讨论基金结构、费用和报酬，但是现在请记住这点：对冲基金投资是为数不多的，客户利益（有限合伙人/投资者）和资产管理人利益相一致的投资工具。客户是

投资者，基金经理是服务提供者。如果基金经理为投资者赚钱，两者都有回报：客户获得投资回报率，管理者获得佣金收入。如果经理不能带来利益，他们将赚不到钱，客户也不会付钱。这非常简单。假设你去屠夫那里买T骨牛排，告诉他你今天只会预先支付少量费用，但是只要你吃到的牛排符合屠夫承诺的质量，你马上会支付他全款。可以想象这些肉会有多好——没有一点多余的肥肉！

患难与共是对冲基金投资的关键因素之一。投资者和管理者的利益是完全一致的，这也是对冲基金行业增长的主要原因。重复上面这句话，因为这是对冲基金投资的本质，也是美国许多大型共同基金公司没能获得的力量。这就是为什么不管你读什么新闻或看什么金融新闻频道，都能发现有如此多的投资者正在为他们的投资组合寻找对冲基金的原因。

对冲基金从何而来

想要了解对冲基金在过去几年里为何变得如此受欢迎，我们需要回顾一下过去。时间回溯到1949年，从社会学家转变为记者的阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）在纽约市发起了他的第一个对冲基金——A.W.琼斯公司。琼斯推出他的基金后发现了两件事：（1）作为一名记者，他不能赚到足够的钱来满足他所希望的家族生活品质；（2）华尔街的人做的事也不都是那么难。他的基金起源于他之前在《财富》杂志上写的一篇文章《预测》。这篇文章研究发现，一些股票价格会以一种方式移动，而另一些股票价格却会以另一种方式移动，但无论以哪种方式移动，人们都可以赚到钱。琼斯拿到数据并假设，如果你创建一个投资组合，里面既有多头头寸又有空头头寸，那么无论市场向哪个方向移动，你都将跑赢它。

理论上讲，当市场上行，多头增长，投资组合多头头寸的增长值会超过里面空头头寸所造成的损失值。相反，琼斯相信，当市场下跌时，空头也是一样的道理。

一个人之所以卖出股票，通常是因为投资者认为当前股票估值过高，长期看，价格会回归；相反，买入股票是股票的走势使你相信股票的价格还会涨，市场只是给予了它正确的定价。投资者买入股票是期望股票价格会继续涨。相反，如果投资者相信目前股价过高，他们就会卖出股票。但是如果投资者目前没有持有这只股票（或者没有买这只股票），投资者将会采用做空策略，以期未来价格下跌时以更低的价格买入股票来偿还。

为了做空股票，你会从经纪商手中借入股票，并以当前的市场价格卖出，出售所得将存入你的账户。在未来，当股票价格下降时，你进入市场，购买与当初从经纪商手中借入的相同数量的股票，偿还当初以更高的价格出售的借入股票份额。最初出售股票所获金额减去你后来买回股票的金额，是你的交易所得收益，其理应不少于经纪人执行交易和借给你股票时收取的任何佣金之和。

做空对许多人来说是一个难以把握的概念。大多数人都明白怎么可以卖出一些你自己并不拥有的东西，然后再买回来偿还它，而且还有一个潜在的很好的利润空间。做空在对冲基金投资中非常常见，并且也是对冲基金区别于其他传统投资工

具、共同基金的一个特征。一旦你掌握了交易结构，你会发现这个概念很容易理解。

然而，这是不够的。持续一段时间，经历不同的市场周期都能成功地做空股票是非常困难的。大多数人都不擅长这件事，因为他们不懂得怎样做才是一个好的做空而不是坏的做空。当你买入一只股票，最大的风险是股价变为0（如果你在股价为每股20美元时买入一只股票，当股价为0时，你损失了20美元），这个损失是可以量化的。而做空股票时，股价可以穿过天花板，导致无限的损失（如果你在股价为每股20美元时做空一只股票，那么偿还这个头寸时，这个股票的价格可能是100美元、125美元、150美元，你的损失将是巨大的）。找到好的做空时机是非常困难的，并且绝大多数人都会错。做空不适合胆小的人！

然而本书并不是关于做空的。本书主要是关于对冲基金投资，以及更为重要的——通过FOF来投资对冲基金，所以我们不会花费太多的时间来讲做空。话虽这么说，我们还是要多说几句。我们相信使读者明白做空股票的内涵是我们的责任，所以我们会在接下来的内容中为你全面讲述。因此，请耐心等待下去，坦白地说，你还是会学到一些东西的。

做空股票不是简单的取决于你喜欢IBM公司（国际商业机器公司），不喜欢苹果公司，于是你买入IBM的股票，然后卖出苹果的股票。而是由以下这些步骤组成：找到一个公司，判断它是否正在经受盈利下滑、退步或者破产。遗憾的是，对于某些投资者来说，这样做就使得做空似乎变成了一种非美国式的或者不爱国的行为（从一家公司破产中打赌、获益）。这与我们一直被教育的关于商业、市场和美国方式相违背。在2008年夏到2009年间，一些金融公司和其他公司的股价遭受重创，很多人将其归咎于做空者，并且基于这个论断，华盛顿和其他很多国家的政府在这一期间禁止了做空。从本质上说，做空股票通常是基于一个假设，即公司将经营失败，它的管理是如此糟糕，即将倒闭，股价会归零；或者是基于短期内公司基本面的改变，押注股票价格将会因此下降。如果你真的想了解更多关于做空的内容，可以在维基百科（Wikipedia.org）中输入“shorting a stock”查看结果，或者发电子邮件联系我们，邮箱是dsrb@hedgeanswers.com。

A.W.琼斯公司是完全资本主义的，因此不仅相信做空的概念，也相信在下降的市场中使用做空手段作为对冲工具来保护多头是有价值的。“我的父亲做了关于股票如何移动的研究，并决定把他的理论应用到他的基金实践中。”阿尔弗雷德的儿

子托尼·琼斯说，“他早就知道这个问题，他不是是一个交易员或投资者，而是一个好的营销人员，所以他最终招聘来交易员，并专注于筹集资金用来合作。”

琼斯合伙人，从很多方面来看，对于基金经理和投资者来说都是一个成功的投资。不像今天的大多数对冲基金，琼斯不收取管理费，他只收取激励费。托尼说，这就是琼斯认为的保持他的利益与他的投资者相一致的方式。“我父亲相信，管理费的问题是，你最后要做的是资产募集业务而不是资产管理业务。”他补充说。

今天的琼斯模型，包含做多和做空头寸的资产组合，是所有对冲基金的基本前提，也是在数量和总资产中最受欢迎的策略的基本前提。共同基金或者长期债券投资只能做多，因为这些投资的获利依赖各自的市场上涨，而对冲基金不一样，因为它既可以做多又可以做空，所以理论上不管市场往哪个方向移动都可以赚钱。这个概念很简单：创建一个做多工具，然后为了赚钱做空市场，而不管市场环境如何。和琼斯只做多和做空股权不同，今天的基金经理可投资任何产品：债券、货币、大宗商品、衍生品、房地产贷款等。这样做的目的很明确：使用任何可以使用的工具获取 α 。

三位智者

虽然琼斯是早期的行业之父，但在对冲基金的版图上，真正成功和有投资实力的是另外三个基金经理。在我们看来，乔治·索罗斯（George Soros）、迈克尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt）和朱利安·罗伯逊（Julian Robertson）这三个人，为对冲基金今天在投资界的流行做出了巨大贡献。讨论对冲基金，而不关注他们及其各自超过30年的追随者在全球市场的工作，就是不完整的。三位智者在他们研究的领域都是独一无二的，除了一件小事——他们都自称是对冲基金经理。

有无数关于这些智者的文章和文字出现在金融和社会媒体上，其中有些故事是正确的，有些是错误的。我们除了描述他们把琼斯模型继续发扬这件事，不会再深入描绘其他的。我们有理由认为，如果没有索罗斯、斯坦哈特、罗伯逊，对冲基金将不会走到今天的位置。一位对冲基金投资者和行业观察者说，他知道再没有其他人可以接触那么多不同领域的资产管理业务，并负责创建那么多基金。他们每一位的贡献都是不可估量的。

虽然这些人为对冲基金树立了一个正面的形象，但显然，还有很多行业的负面新闻。暂且不管2007年、2008年和2009年，在次贷危机、老牌投资银行贝尔斯登和雷曼兄弟的破产以及房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）的危机之后发生的最突出的事件是，长期资本管理公司（简称LTCM）破产的威胁以及随后的美联储救助计划。LTCM的创始人兼形象代言人约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）和他的同事们，把全球金融危机的恐惧永恒地传达给每一个机构投资者，以及每一个普通投资者。

在2002~2007年的杠杆膨胀期间，1998年金融巨头LTCM的空前借款已经被人完全遗忘。不仅仅是梅里韦瑟所创建的LTCM公司以复杂但无效的模型震撼了世界，过了不到10年，华尔街以及房利美和房地美又重复了无节制的行为。1998年天才们的模型和2007~2008年的历史都表明：投资者、监管机构、基金经理和掌权者们对痛苦的记忆是短暂的。

同样地，这本书不会太多关注LTCM以及相关的人。关于LTCM，我们建议阅读罗杰·洛温斯坦（Roger Lowenstein）的《当天才失败：长期资本管理公司的兴衰》

(When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management, 兰登书屋, 2001), 这本书翔实地记载了LTCM危机的前中后期。我们真的是没有什么可以补充的了, 除了再次说, 不要相信你读到的一切, 你应该问问你自己, 你能相信谁?

所以我们能补充的是你可能正想知道的内容: 答案很简单, 我们可以为你提供很多关于FOF投资的内容。我们不仅有能力, 而且很愿意这样做。你看, 这就是这本书的书名——《FOF投资手册》。

我们的目标是, 通过解释FOF是如何工作的, 如何在一个多元化的投资组合中使用它们, 以及在哪里可以找到它们, 使你能够理解投资于FOF的利弊。我们不会给你投资建议, 也不会给你推荐具体的FOF。但我们将对如何对基金经理做尽职调查这一内容提出建议和策略, 为此你需要继续阅读本书。思路很简单, 这本书将是一个学习FOF的路线图, 它将作为你寻求投资组合工具时的一本可以重复使用的参考书。这本书为你提供了各种各样的工具, 使用这些工具, 你可以判断出, 随着混乱的投资世界而来的这些人中, 谁才是可以让你托付辛苦挣来的钱的人。

也就是说, 我们邀请你读下去, 看看对冲基金行业这十多年是如何以及为何发展过来的。

成熟投资者

我们相信现代对冲基金行业的发展可以追溯到成熟投资者的发展。成熟投资者指相信以下这两件事的投资者：（1）市场有涨有跌；（2）他们需要专业的投资经理为其机构或资产池获取回报。

成熟投资者的兴起可以追溯到1987年的股市崩盘。1987年10月发生的事情可以与利率从1981~1982年的历史高点下降后，一年前开始的经济放缓相联系。周一（1981年10月18日），由于投资者寻求锁定利润，估值过高的股票开始迅速下跌，但真正的罪魁祸首是程序交易员和投资组合保险的卖家。由于程序交易的大规模卖出，加大了在任意价位退出的压力。然而，压力不仅仅来自程序交易，随着市场的继续下跌，刚刚被引入的投资组合保险被迫抛售，投资者需要确保他们的损失能够被保险所覆盖。

20年后，由华尔街新发明的复杂金融产品再次给投资者造成了严重的损失，导致了始于2007年的相关的次级抵押贷款和信用危机，目前危机还在继续。

1987年的崩溃，导致那些专注于捐赠、基金会、私人银行和家族办公室的大量资产池的投资人士，意识到在动荡的市场中保存资本需要投资于可以承受市场涨跌的产品或基金。这种信念就是，要能够捕捉到市场无效性，并做好市场下跌的准备，资金就需要投资于对冲基金。这些投资者相信对冲基金无论市场涨跌都可以创造利润，并且通过把资本交给基金经理，就可以保护他们的资产。投资界的这种信念，再加上华尔街意识到为对冲基金提供服务是一个非常有利可图的生意，导致这个市场在20世纪的90年代和21世纪得到了蓬勃发展（见图1.1）。

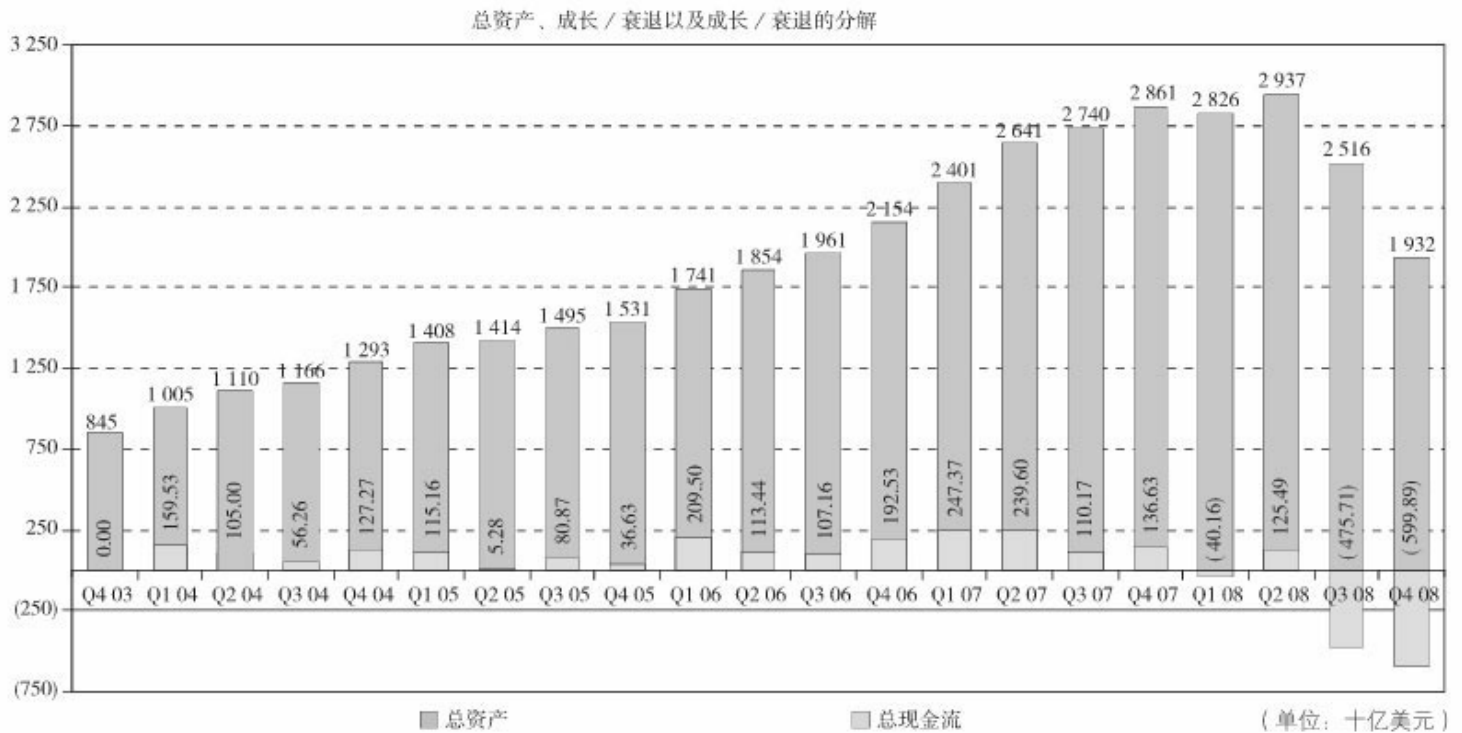


图1.1 从1990年对冲基金行业的成长情况

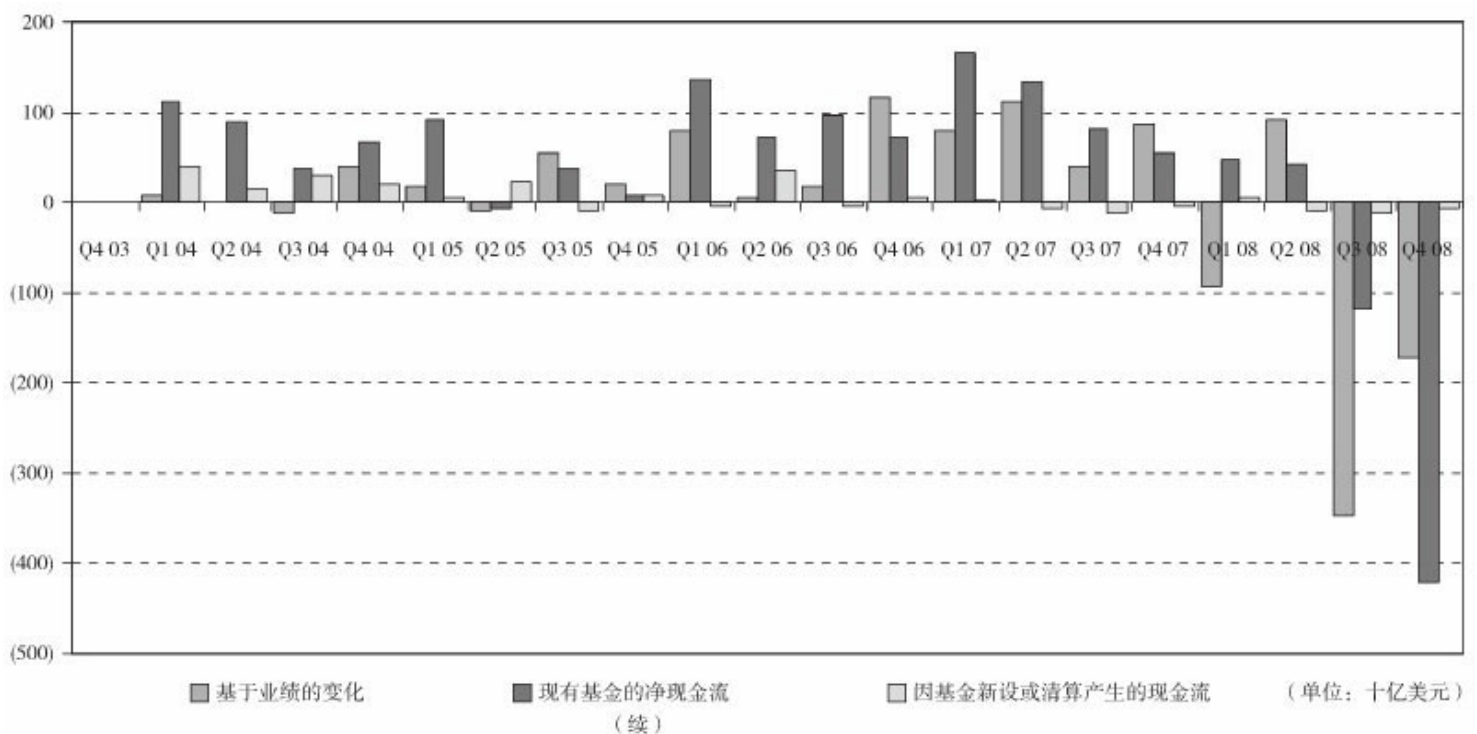


图1.1 (续)

简而言之，这两个信念促进了对冲基金在资本市场的成长，并且成为了世界范围内的资本市场上的一支巨大力量。在21世纪的初期，可以为对冲基金提供服务是非常光荣的，许多华尔街的公司和服务提供者（为基金经理而不是代理商/经销商提供服务的公司）因此获得进入这项即将爆发的业务的立足点，它们也将因此而快速

发展。



对冲基金的繁荣时期

“20世纪80年代是对冲基金的野蛮成长期，” 艾斯纳有限合伙公司（Eisner LLP）的合伙人彼得·特斯塔韦德（Peter Testaverde）说。艾斯纳是纽约的会计师事务所，专门与从事对冲基金的经纪人/经销商合作。“然而，没有什么可以与之相比，在20世纪90年代中期，对冲基金行业的增长达到了巅峰。”

对冲基金行业经历的第一个转折点，是被称为“亚洲流感”的金融危机，危机严重冲击了1997年7月的东南亚经济：泰铢崩溃让泰国经济陷入疲软，政府决定货币不再同美元挂钩。巨额亏损影响了市场的所有领域，该地区大多数国家的股票、债券、货币和房地产都遭受重创，并且似乎见不到底。亚洲的损失传到欧洲和美国，导致全世界的市场下跌，很多人认为全球经济衰退会接踵而来。全球市场下跌持续到1998年的春天和夏天，并见证了LTCM所获得的紧急救助。这些事件则导致了对冲基金的大规模增长。

来自美国各地的华尔街人发行了各种对冲基金，几乎穷尽了所有可能的策略，希望满足投资者对产品的不同需求，这些产品与公共债务或股权市场有较低的相关性。不管市场的方向如何，投资者都在寻求获得正回报。要做到这一点，他们需要增加其他的投资组合，因为现有的持有股票、债券和其他投资的投资组合，只有当市场上涨时才能获得利润。

另类投资的诞生

21世纪之初，“另类投资”这个词不仅出现在资金管理词汇表中，大众媒体在讨论多/空股权投资基金及固定收益套利策略时也会有所涉及。自从LTCM崩溃后，10年来，对冲基金已成为成熟和不那么成熟的投资者讨论的主题。

对冲基金一直是华尔街的禁果，似乎里面的每个人都想咬一口。已经过去的10年是动荡的，但对于管理者和投资者来说都是值得的。基金经理和投资者创造了财富，甚至在次贷危机带来损失后，对冲基金还是巩固了他们在投资界的地位。对冲

基金已被广泛接受，但旅程还远未结束。只做多头的投资者知道，投资产品如果只有一个方向，那就像坐着没有刹车的雪橇下坡。而对冲基金正好相反，有巨大的制动能力。这样做的原因很简单：对冲基金是一个引擎，许多投资者，比如机构投资者，需要用它不断满足其成员的金融负债需求。

自2000年以来，那些为机构投资者（即养老基金、捐赠基金、家族办公室和保险公司）提供投资建议和指导的机构得出结论，认为对冲基金是一类资产类别，这些资产应该进行配置。这种认识导致了这些投资巨头大规模的资本流入。如同精灵离开了瓶子一般，对冲基金开始遍地开花。然而，这些巨大的资产配置（2009年4月纽约梅隆银行发布的一份报告显示，投资者在2009年第一季度末配置到对冲基金的资产预计有大约1万亿美元）仍有许多问题，投资者在投入他们的钱之前需要弄明白这些问题的答案。

在20世纪90年代初，大学捐赠基金和基金会等成熟投资者联合高净值投资者和家族办公室成为对冲基金的早期尝试者，而大型公共退休计划也开始评估这类资产。尽管有LTCM崩溃的挫折，机构投资者依然开始深入地研究所谓的秘密世界的对冲基金，并寻找最好的工具作为切入点。这些最早进入对冲基金的机构投资者从以前只懂多头的投资咨询公司中寻求建议，在2000~2002年，开始从对冲基金逐渐转移到FOF。

尽管投资者和咨询者不断提出各种担忧，比如这种投资于其他投资基金的产品，其有效性如何，但它仍是一个有效而简单的获得此资产类别的方式，其原因很多，下面是一些要点：

-
- 这是进入对冲基金行业的单一入口。
 - 缺乏广泛的内部研究的投资者，可以依靠在FOF领域经验丰富的专业人士，在一系列的对冲基金经理中配置资产。
 - FOF投资提供了多元化手段。
 - 基金经理采用了持续不断的风险管理措施。
 - 通过FOF投资对冲基金可以提供特定的风险/回报，而这些是通过单个经理人投资所达不到的。

投资者使用FOF来达到之前所列的目标。虽然金融媒体经常挑刺说对冲基金是“邪恶轴心”的一部分，但这显然是不对的；这只不过是媒体的一种吸引受众的手段，以此来卖出更多报纸并获得评级分而已。实际情况是，即使遭遇了2008年的挫败与赎回，对冲基金在未来数年仍有希望吸引新老投资者大规模的资本流入，无论是通过直接投资还是通过FOF。

为什么是FOF

一般来说，许多投资者投资对冲基金的首个选项是FOF。这些投资工具提供了一个进入对冲基金世界的单一入口，从而与各种风格和策略进行及时对接。大多数FOF都有研究团队、项目组合管理团队和风险管理团队，投资者可以通过将资本投入这些产品来充分利用这些团队。

所有证据都与麦道夫的情况相反，FOF为投资者提供了一个机会，避免对冲基金崩溃的地雷和欺诈，同时也向他们提供了在发生崩溃或欺诈时的损失覆盖。养老金、捐赠基金和保险公司的投资者，连同他们的董事会和资产配置人，需要避免“职业风险”事件。FOF被认为满足了新手和经验丰富的投资者的心理和生理需要，当风险或激励无法起效时，FOF为投资者提供了一个承担责任的替罪羊。

然而，在过去的几年里，特别是在2008年12月，FOF遭受了投资回报的下滑，同时投资策略已经开始从“主流”的对冲基金策略转向激进投资、复杂的衍生品策略以及更多依赖流动性较差的私募股权策略来获取回报。

与此同时，许多FOF投资者开始评估自己直接投资对冲基金的收益，而不是通过现成的FOF配置。即使FOF投资没有辜负他们所描述的“训练有素的对冲基金投资方式”，更多的投资者还是开始直接进入对冲基金市场，期望能够在有限控制风险的基础上，增加收益。

FOF投资者直接进入单一经理对冲基金的第一阶段发生在2005~2007年，当时对冲基金回报下降，同时投资者也质疑FOF投资组合管理所收取的二次费用。另外，FOF投资者要求更高的透明度，并认为直接投资将提供这种额外的投资组合和头寸的透明性。结果就是，一些机构投资者决定直接去投资对冲基金。

2008年的对冲基金和FOF的低收益，固定收益、套利和衍生品策略的崩溃，推动更多经验丰富的大型机构投资者离开FOF进入对冲基金。大型投资者相信，他们可以得到更多符合其投资和资产/负债要求的定制化的投资组合，可资监控投资组合的更大的透明度，当然还有更为有利的收费结构。在麦道夫丑闻前，那些溃败的知名公司，比如Amaranth、Zwirn，以及贝尔斯登资产管理公司迫使许多投资委员会认

真考虑是否使用FOF进行投资。不管投资委员会和顾问的决定如何，研究表明，FOF（麦道夫除外）能够提供直接投资所没有的更高层次的多元化。而通过FOF投资的多样化能力，能在一定程度上限制特定的崩溃或欺诈事件对投资者资产的影响。

多元化101

说到影响，我们举个例子，有两个养老金计划，其中一个计划投资单一基金经理，另一个则投资FOF，两个计划都是1亿美元的资产。第一个投资者把他所有的投资都给了麦道夫，结果当欺诈被曝光时，全部资产都损失掉了。第二个投资者把他所有的资金投资于FOF，进而FOF经理把这些平均配置到10个子基金，麦道夫欺诈被曝光后，导致亏损了1000万美元。他们都是经历了损失和欺诈的受害者，但第二个显然做得更好。

潜在的问题是：FOF投资所导致的额外费用或成本水平是否是值得的？我们稍后会再详细讨论。基于前面的例子，我们能得到的初步的反应是，答案是肯定的。但请继续往下读，以确保明白我们为什么会得出这样的结论。

机构投资者喜欢对冲基金

当机构投资者的队伍浩浩荡荡地冲进对冲基金这块“处女地”时，许多人不再满足于这些经理们提供给大众的现成的产品。很多投资者都要求根据他们的特定的投资需求或希望和预期，为他们量身定制投资专户。

这些投资者也需要更复杂的报告过程和风险测量系统来准确评估风险和收益，并据此来确定 α ，而这个 α 则是不管钱包大小，所有的对冲基金投资者都想要、需要和期望的东西。

α 是什么

α 是什么？就如本章前面所提到过的， α 是潜在投资在风险调整基础上的业绩度量，是与行业基准或指数基于风险调整的回报率的比较。

α 用作度量一个投资相对指数的回报。例如，如果基金经理在一个日历年度内上涨了15%，而基准指数标准普尔500指数上涨10%，那么这个基金经理的 α 将为5%。如果该指数和基金经理都上涨了15%，基金经理的水平将直接与市场挂钩，或者在本例的情况下，直接与指数挂钩，产生的 α 为零。换句话说，投资者不需要跟着基金经理进行投资，可以直接投资反映指数的ETF（交易所交易基金）。

投资者寻求 α ，不是为了去确定一个投资与指数的相关性，而是将其作为投资对冲基金而不是传统多头基金的理由，因为传统多头基金击败指数的机会很少甚至根本没有。

同时做多和做空市场，是真正保证成功的唯一途径。然而，拥有可以同时做多和做空的投资工具，尽管有些混乱，仍然代表了资本市场的一个非常重要的领域。在过去的几年中，对冲基金和FOF行业已经从在做投资决策时通过握手传递“相信我”的态度（谢谢麦道夫和其他人），进化到了现在的不管有多少钱，做任何投资之前都需要进行复杂的尽职调查、背景调查和对手群体分析。因此，为使你的或别

人的资产更加有效，你需要考虑尽职调查，而不仅仅是基于关系或营销手册做出决定。你和其他人要做的下一步就是翻过这一页，开始了解对冲基金和经理尽职调查的重要性。

第二章 什么是对冲基金

尽管我们不想把这本书写成对冲基金的入门读物，但我们首先还是需要给对冲基金下个定义。

对冲基金没有公认的定义，通常来说，对冲基金是指一种投资工具，它广泛投资于各种证券和资产，但是投资公司本身没有按照美国的《1940年投资法案》（简称《40法案》）进行注册。因此，对冲基金不能像共同基金那样，面向投资者销售基金份额，而是发行有限合伙权益。根据《40法案》，对冲基金不可以像共同基金那样在市场上公开发售，它只能通过非公开市场，对达到一定收入和资产标准的私人客户进行销售。

尽管如此，在经历了2008年的次贷危机和麦道夫诈骗案后，美国国会开始考虑对对冲基金的一些要求和管理条例进行修改。到目前为止，我们还没有得到确切的消息，因此并不确定以后到底会如何变化。但是，有一个事情是肯定的，就是在2010年年底以前，一定会有一些改变发生。我们不知道以后会发生什么，也不知道什么时候会发生，但是我们知道，改变一定会发生，可能变得更好，也可能变得更坏。

次贷危机和对冲基金

理解2009年年初对冲基金投资的机制很重要。

对冲基金只接受合格投资者或超级合格投资者。对冲基金经理在接受这些投资者前，就对这些投资者进行过收入和资产测试。在这本书交印时^[1]，合格投资者的定义是个人资产净值（简称NAV）超过100万美元，或者年收入超过20万美元，机构客户投资者资产不能少于500万美元。

按照《美国1933年证券法》规定，对冲基金不可以发布广告。电话拜访、电视广告、路边广告牌或者网络广告都是不允许的。

对冲基金只能够通过私募备忘录向合格投资者宣传销售。事实上，所有的市场推广材料都必须包含关于对冲基金和私募投资的风险警示和免责声明，这样，理智的投资者在完整阅读材料后如果投资此类产品就不会被认为是头脑过热的行为。这些风险警示、免责声明连同其他一些说明，大概有10000字左右。

尽管私募备忘录因管理人不同而千差万别，因为每家的私募备忘录是由不同的专注于对冲基金的律师事务所“私人定制”的，但是大部分私募备忘录都概括说明了投资经理的投资策略、投资组合中证券的定价方法，并详细说明了基金经理与投资者之间矛盾的解决方法，以及与投资相关的风险与费用。基金经理和投资者的矛盾通常并不多，可能包括通过关联经纪商下单而不是通过外部经纪商下单等。其他的矛盾还包括，一个基金经理可能同时在不同的基金上使用不同的策略，某个基金可能会因为某件事获益，而别的基金可能不会。矛盾也可能是跟雇员有关的，例如雇员在董事会中当董事，或者介入基金以外的其他生意中。这些私募备忘录也会详细描述基金与什么人有什么生意来往，并详尽提供基金经理及其组织的相关情况。私募备忘录中与收费相关的章节是投资者最感兴趣的部分。这部分详细说明了基金经理如何争取费用以及费用如何支付。通常，对冲基金的基金管理费是1%~2%，另含20%的激励费。而FOF大部分收取1%~1.5%的管理费，以及10%的激励费。

^[1]本书英文版在2009年出版。——编者注

对冲基金是一个资产类别

一些批评意见认为，对冲基金不是一个资产类别，只是一种奖励基金经理的补偿计划。这种意见往往是由共同基金经理提出的。共同基金经理通常被成熟投资者看作是资产募集者而不是投资管理者，因为他们一般只从管理的基金中提取管理费，而很少或几乎无法从基金业绩中受益。

对冲基金利用投资策略，在不同的市场环境中获取绝对收益。它与传统多头投资者寻求超过基准指数的相对收入不同，对冲基金经理不会满足于“我们的基金去年比标普500指数做得好”。传统多头基金经理则会满足于自己的基金仅仅亏了5%，而基准指数已经亏了10%。对冲基金寻求的是在各式各样的市场环境中都能取得正的收益。还记得我们在第一章中提到的 α 吗？

许多对冲基金常常使用杠杆来获取更高的收益，同时利用复杂的风险控制工具来降低投资组合的波动率。对冲基金和传统做多基金的最大不同在于，对冲基金广泛使用卖空证券（股票、债券、商品、ETF等）来对冲多头头寸，从而从空头头寸中获取正回报。所谓卖空，是指基金经理卖出自己实际上并没有的证券（股票或债券），目标是等未来市场价格下跌后，可以以一个较低的价格购回，从而赚取回报。

许多对冲基金用对冲作为套利的策略（比如固定收益与可转债套利）以产生符合市场周期的低波动率收益。

除了股票、债券，对冲基金经理还可以利用货币、期权、ETF、商品合约、衍生品、私募、天气期货、人寿保险合同、财产抵押贷款以及贸易索赔等。当然，这个列表还可以继续延伸，对冲基金的基本策略就是在全局范围寻求市场的无效性，并从中获益，这在全局范围内的任一市场均是有效的。

不幸的是，由于市场的全球化以及24小时的不间断交易，市场的有效性已获得了很大提高，比起前几年，对冲基金经理现在不得不花更多的时间和精力来寻求新的获利机会。

流动性产生的问题

当然，对冲基金的低流动性也会对某些投资者造成额外的阻碍。在市场下行或压力错位期间，会出现流动性枯竭、市场停顿、交易难以进行的情况。许多对冲基金经理和投资者在2007年、2008年和2009年经历了这种情况，当时发生了次贷危机，似乎大家都只要现金，这使得很多人开始怀疑对冲基金到底能给投资者带来多少价值。虽然在这个问题上争议还在继续，但是投资者在做出投资对冲基金的决策时，除了考虑以上问题以及最近发生的事件，还要牢记以下因素：

-
- 杠杆的使用：过去5年，对冲基金利用杠杆在向上的市场环境中增加了收益，但是在向下的市场环境中，杠杆可能会导致收益下降或者在债券和信用市场中的标准差增大。
 - 不良表现：当预期收益无法达成时，有些对冲基金可能会通过增加投资风险来提高收益或弥补过去的损失。
 - 流动性：投资者必须弄清楚，流动性条款及风险概况是否与投资相匹配。
 - 投资风格的改变：有时，资金的流入和基金经理的丰厚报酬也不足以让基金经理专注于他们的核心业务，或者保持符合其投资风格的投资策略。比如，习惯进行股票多空投资的基金经理，就不应该去投资固定收益证券。
 - 透明度：如果卖空头寸被公布或者激进的买入计划被公开，就可能损害基金经理的经济利益。由于无法获知全部投资头寸，缺乏做空头寸的投资者只能依赖不完整的投资组合模型。
-

对冲基金使用的投资策略有相当的广度和深度，最常见的策略包括：

- 全球宏观策略。

- 商品交易顾问基金（简称CTA）/期货投资基金。
- 多空股权。
- 特定行业的多空股权。
- 风险套利。
- 固定收益套利。
- 按揭抵押套利。
- 资产支持证券套利。
- 兼并套利。
- 统计套利。
- 可转债套利。
- D条例利用发掘。
- 信用套利。
- 新兴市场。
- 多种策略。
- 事件驱动。
- 问题资产投资。
- 定量模型资产抵押型贷款。
- 卖空。
- 激进投资。
- 碳排放交易。

● 天气衍生品交易。

尽管在20世纪90年代对冲基金兴起时，这些投资策略大多就已经被使用过，但由于资本市场变得更加有效，市场参与者变得更加成熟，利差与回报已逐步下降，这些都推动着对冲基金经理继续找寻更多的途径来挖掘市场的无效性。

科技推动行业发展

推平这一行业门槛的最大贡献力量之一是，彭博（Bloomberg）系统在行业中的快速成长、广泛接受和普遍使用。这套系统创建了无数的分析工具，对大多数投资策略和风格进行跟踪、建模。当彭博系统可以从交易员的桌子上搬到他的家族办公室，并且可以通过网络或黑莓手机访问时，随时随地的实时分析便成为了可能，从而消除了以往财富管理人从市场攫取利润的优势。

今天，只要动动鼠标，你就可以得到世界各地几乎所有证券的实时价格和信息。互联网作为投资界的一个工具，它的发展繁荣，缩短了财富管理世界中富人和穷人的差距。各式各样的投资者相信，通过技术手段，他们就可以战胜市场。但是，数据表明，事实并非如此。市场还是会有一定的空间，留给基金经理和专业的投资者来探索机会。

市场继续发展，由于机会变小，盈利能力消失，一些策略会不再得宠。这使得华尔街和其他投资者需要研究开发新的策略以达到盈利的目的。

一些无效的策略

举例来说，兼并套利是20世纪90年代一个稳定且获利颇丰的策略，但是，随着交易枯竭，以及2000~2003年科技泡沫破裂后，收购兼并活动几乎完全消失，兼并套利收益降低，基金经理资产减少。更少的并购交易，意味着更窄的利差和更少的利润空间。技术进步也是合并套利减少的原因之一，因为技术进步提供了新的分析和建模工具，加快了收购交易公布时公开信息的流动。交易员可以用彭博系统马上来为一个收购交易定价，从而削弱了旧学院派基金经理通过经验定价的优势。

随着新千年早期的科技大爆炸发展起来的新策略，以及在最近的次贷危机中取得了成功的策略（主要包括信用套利和激进投资），投资者似乎已逐步离开那些普通的多空股票、债券的基金经理以及老式的基础投资，而转向了使用问题资产投资和信用套利的策略。

投资者相信，信用套利的投资经理通过将买卖信用保护作为对特定债券进行多空操作的代理，或者一个可以提高衍生品市场杠杆率的工具，能够将对冲套利提升到一个更高的层次。当次贷危机发生时，许多受害者，如贷款公司、银行以及许多备受瞩目的对冲基金公司都垮台了，而那些精明的基金经理，因为深刻了解次级市场、房贷现金流和结构，通过大量卖空实现了巨大的获利。

激进主义是个新时髦词

新千年后，激进投资也是个广为接受的投资策略。这种策略本质上也是一种传统做多策略，通过提高机构在公司治理中的持股比例，如果管理有效，可以实现股东价值的最大化。不像以往通过购买大量的股票来影响公司决策，许多知名的基金经理和投资者，包括纳尔逊·佩尔茨（Nelson Peltz）、威廉·阿克曼（William Ackman）、爱德华·兰伯特（Edward Lampert）、马里奥·加贝利（Mario Gabelli）和卡尔·伊坎（Carl Icahn）都曾经和公司管理团队一起来改善公司管理，从而“增加股东价值”。但是如果改善计划没有被管理层实施，没有实现股票价格提升的话，这些基金经理和投资者也会变得充满敌意，因为他们相信，这是他们的公司，股东价值理所应当被最大化。

尽管美国国会激发了全民对AIG（美国国际集团）和银行业高管薪酬制度的愤怒，但是激进投资者多年前就已经站到了创建公平竞争环境的最前沿。激进投资者可能会积极鼓吹用资产或全部门出售、资产剥离、提高分红、股票回购等各种各样的手段来提高股价。当然，当大量股票控制在投资者手上时，流动性会变得很差，合伙人的收益可能在每个月都有很大的变动。有时，基金经理的自负看似抬高了股票价格，但实际上可能会伤害到公司和股东双方的利益。

其他一些新策略可能并不常用，但正在逐渐成长起来，包括灾难债券、碳排放交易、天气衍生品、保费金融产品、人寿保险合同以及资产支持贷款等。在一定程度上，对冲基金变得越来越像私募基金，在不断增长的资产管理领域发挥了更多的作用。对冲基金已经开始为一些交易提供资金，甚至在一些行业内直接参与运作。其中，最著名的案例发生在汽车制造行业，对冲基金Cerberus（瑟伯罗斯资本管理公司）收购了克莱斯勒，并收购了通用汽车旗下GMAC（通用汽车金融服务公司）51%的股份，最后在2009年进行了剥离。ESL投资公司的爱德华·兰伯特也以参与收购的老牌零售商西尔斯（Sears）和凯马特（Kmart）公司的经营而著名。克莱斯勒的收购案最后在2009年5月1日成为头条新闻，由于美国总统奥巴马的介入，克莱斯勒宣布破产，并完成与菲亚特的合并。

私募股权与对冲基金

同样，近年内一些大的私募股权投资公司开始设立对冲基金业务，这样这两类业务的差异变得模糊起来。过去私募股权投资公司为那些数十亿美元以上的融资提供杠杆，而对冲基金的同行主要进行10亿美元内的重组和周转交易。

在2002年春天，美国证券交易委员会（简称SEC）着手对对冲基金行业进行一个调查研究，对象包括对冲基金服务提供者和投资者。根据2003年SEC的工作报告，其中日期为2003年9月的一份《对冲基金的隐含增长》报告指出：“对冲基金往往为市场和投资者带来实际的收益。例如，我们观察到，很多对冲基金通过对证券价值的全面研究，会根据预测和价值驱动原则对头寸进行控制。这些头寸能够加强流动性，同时提高市场的有效性。另外，对冲基金通过有价值的投资组合多元化配置，为投资者提供了一个重要的风险控制工具，因为大多数情况下，对冲基金与广泛的债券市场和股票市场不是正相关的。” [\[1\]](#)

简单地说，SEC似乎已得出资本市场需要对冲基金这样的结论。问题是，在最近监管频频失效的情况下，这份研究报告能有多少作用呢？但不管怎么样，我们喜欢对冲基金！

SEC报告的主要目的是，建议对冲基金、对冲基金顾问、对冲基金中的基金要在SEC进行注册。报告也考虑到了对冲基金的一些问题，包括：

-
- 估值、适用性以及费用公开。
 - 对经纪交易商资本介绍服务的监控。
 - 对冲基金产品大规模融资的许可。
 - 拥抱一个“最佳实践”政策。
-

SEC并不是唯一一个研究对冲基金如何运作的机构，实际上，它已成为全球很多

监管机构考虑的议题。英国金融服务局（简称FSA）和国际证监会组织（简称IOSCO）都在倡导针对这一行业的变革。IOSCO在2007年发布了一个关于对冲基金估值的报告，FSA则呼吁对冲基金有更加透明的费用和赎回政策。毫无疑问，对冲基金行业将会发生改变。问题是，它真的能解决这些所谓的问题吗？还是只会为律师创造更多的收费项目，并且导致更严重的官僚主义？

[1]资料来源：The 2003 Securities and Exchange Commission Report, "The Implications of the Growth of Hedge Funds"。

全球各地的对冲基金

虽然越来越多的对冲基金在亚洲、澳大利亚、中东和拉丁美洲相继成立，但其在全球范围内的接受程度还仍然处于初始阶段。美国媒体和选举出来的官员并不是唯一的总是最早站出来谴责对冲基金的（他们认为对冲基金对市场波动性造成了影响并进行串通定价），其在欧洲和亚洲也一样面临挑战。在德国，一个政府官员称对冲基金为“schabe”（意思是蟑螂），这个评价表现出德国政府对对冲基金的担忧。德国及欧洲其他国家的监管者为对冲基金设置了各种障碍，使得对冲基金在自由市场上募集资金及吸引投资者困难重重。

在这种情况下，华尔街尽其所能为对冲基金在如此艰难的环境中成长寻求可以逃避监管的解决方案。华尔街创造了一系列类似债券的结构化产品，这使得德国及其他欧洲的机构投资者能够通过购买相关产品而投资到对冲基金中。因为德国政府不允许投资者直接投资对冲基金，而投资者又希望能够获取对冲基金的回报，华尔街通过将对冲基金包装成类似保本票据和结构化产品的债券，创造了能被德国投资者接受的产品。这仅仅是华尔街天才为一些机构投资者，比如保险公司以及其他一些受到限制的公司找到绕过监管限制的方法，从而投资对冲基金的一个例子。

另类投资

对冲基金是被广泛称为“另类投资”的投资类型中的一种投资工具。如果从投资管理行业的成熟度以及投资曲线上的资产组合来看，我们认为对冲基金不应该被打上“另类”的标签。以前，投资顾问通常把对冲基金称为“其他”投资，现在，对冲基金已经如此常见，不仅被接受，也已经被期望作为多元化投资组合的一部分。

另类投资可以以有限合伙人、有限责任公司、信托或者公司等方式来构建。除了对冲基金，另类投资还包括私募股权基金、房地产基金、杠杆收购基金、风险投资基金、离岸基金工具，当然还包括FOF。另类投资的投资者包括大学捐赠基金、基金会、养老金计划、投资公司、家族办公室、高净值人群等。配置到另类投资的资产金额因投资者的风险属性而异。有些投资者可能会将全部资产投资到一个单一的或者一系列不同的对冲基金中，而更多的投资者则会配置一部分资产到对冲基金中。传统的FOF投资者通过FOF基金经理的专业知识来实现资产组合多元化投资。

许多人依然相信，对冲基金应该被归类为另类投资，但这可能是不对的。真正的另类投资应该是直接投资到比如林地、房地产、石油、天然气、风险投资、私募股权等领域。投资者投资对冲基金是为了寻求获得与公开市场或者传统做多投资相关性更小的绝对收益。

投资者渴望和需要 α ！不像真正的另类投资，对冲基金可以提供更短的流动性，一般从几个月到一年不等，虽然在某些情况下也有可能长达3~5年。

尽管一些怀疑论者认为，对冲基金是基金经理谋取高额回报的手段（我们相信，那些说这个费用高的人，往往就是那些无法得到这些费用的人），但投资者的要求也是符合投资组合目标的净回报和风险属性。简单地说，对冲基金经理和投资者的目标是一起实现共赢。

近些年来，在没有多少直接监管的情况下，对冲基金已经可以为投资者和一般合伙人创造非常好的收益。2007年春，次贷危机的爆发，大量对冲基金广为人知的出色表现连同贝尔斯登外部对冲基金的突然倒闭，一系列事件将对冲基金推上了新

闻头条。而后来的麦道夫庞氏骗局让对冲基金常驻媒体头版。对于这个行业，人们的观点莫衷一是，但是基金经理依然在生存和发展。

结构化产品的使用、流动性差的私募基金，以及对冲基金快速满足贷款者需求的能力，推动了可以为投资者带来更多回报的金融创新工具的产生。显然，这是市场无效性的新地盘，只有那些最敏捷的投资者才可能获得回报。从对冲基金或者FOF投资者的角度看，更高的无关性回报和 α 符合投资者的目标，但同时，这也对投资者提出了一整套全新的尽职调查和合规要求。

第三章 市场有多大

似乎每一个华尔街的人都想为对冲基金工作，或者运作一个对冲基金。同时，似乎每个普通老百姓也都想投资对冲基金。当然还有一些像我们这样的人，只是想了解到有多少对冲基金以及这些对冲基金到底管理着多少资产。虽然前面两个论断都是正确的，但是想知道最后一个问题的答案却几乎不可能。

对冲基金的数据相当薄弱

全面的对冲基金数据非常匮乏。由于没有统一的数据库，对冲基金经理向不同的数据库报告结果全凭自觉，因此基本上不可能对对冲基金行业进行真正的统计。对于共同基金，美国国会的一项法案要求他们每天向美国金融行业监管局（简称FINRA）[\[1\]](#)汇报回报率和管理的资产金额，而对于对冲基金则没有这种要求。如果希望对对冲基金行业进行管理，这对国会和政府来说确实是一个需要修正的严重问题。

有10个以上受认可的对冲基金数据库按照一定的规则来收集和公布对冲基金数据。最值得关注的包括瑞士信贷/特里蒙特（Credit Suisse/Tremont）、对冲基金行业网站（hedgefund.net，简称HFN）、晨星（Morningstar）和巴克莱集团（Barclay Group）等。许多基金经理或者因为不接受新的投资，或者不愿意对这些数据库公开业绩，可以简单地不承认自己基金的存在，并且选择不向这些数据库公司提供数据。因为没有强制的报告要求，大部分数据库只是尽其所能收集信息。那些历史上表现出色的对冲基金愿意公开他们的数据，而那些表现不好的则不愿公开。这个行业的情况听起来确实很荒唐，虽然没啥意义，但是现状就是如此。

许多服务商，包括主要的经纪商和信息源，比如Infovest 21和Lipper Hedge World等都曾调研过行业的规模，但是数据可能并不准确。最近一次的调查是在2008年，它指出，对冲基金行业管理的资产规模大概是2万亿美元。

技术是有用的

最好的一份关于对冲基金规模指标的报告是PerTrac（PerTrac金融解决方案有限公司）的年度研究报告。PerTrac创建于1996年，它为对冲基金投资者提供了一套分析软件解决方案，用以编制构建投资组合的一系列度量指标，并生成针对全部对冲基金策略的基金经理绩效跟踪报告。PerTrac汇集了11个数据库的数据，包括巴克莱、CogenHedge、CISDM、Eureka、对冲基金行业网站、对冲基金研究、

Lipper/Tass、Morningstar/Altvest，以及MSCI（摩根士丹利资本国际公司）对冲基金指数，他们从2003年开始每年发布研究报告，公布对冲基金规模。这个报告通常在每年的第一个季度发布，已经成为被广泛认可的行业指标。我们将2008年的研究报告结论附在了本书的附录中。

在截至2007年年底的报告中，PerTrac发现，尽管数据库之间有数据重叠的现象，而且这种现象还在继续扩大，但是对冲基金很少会对超过2~3个以上的数据库报告数据，只有一个对冲基金同时向11个数据库报告数据。实际上，在全部11个数据库的12000个样本中的绝大多数对冲基金和FOF，只向一个数据库报告数据。

2007年的研究报告发现，新发行的对冲基金数量在减少，尽管这个现象非常有意思，但是我们并不清楚到底有多少对冲基金没有参加统计。PerTrac的一个雇员梅雷迪斯·琼斯（Meredith Jones）解释道，考虑到早期特别大的对冲基金发行增长率，当这个行业逐步成熟时，新对冲基金成立的速度下降似乎是必然的。她说：“新的对冲基金建立速度下降，反映出资产流向了知名的对冲基金和FOF，这会阻止一些新的对冲基金进入市场。”

[1]美国金融行业监管局（简称FINRA）是美国最大的独立监管机构，负责监管在美国境内开展业务的证券公司。根据其网站介绍，它监管着5000家经纪公司、173000个分支机构、656000个注册证券代表。它的主要职责是通过维护资本市场的公平从而保护投资者，此外，它也负责所有共同基金的监管。更多信息可以访问其网站：www.finra.org/index.htm。

报告薄弱

除了对冲基金行业的数据报告问题，还有第二个衡量市场规模的瑕疵：市场规模是大众和行业刊物在估算行业资产规模时才会用到的。简单地说，就是没有考虑杠杆，因此数字可能差10倍以上。

“总资产”这个数字，实际上是基金的权益总和，而不是投资的总资产。加上杠杆后的基金经理的总风险敞口，才能真正代表风险资产总额。而对冲基金经理会将每只基金的“权益”发布并通知投资者。

杠杆

基金经理一般在多/空股权交易中使用的杠杆范围是合伙人资本的1~1.5倍，也就是50%的杠杆。换句话说，一个拥有1.00美元资本（或股权）的经理可以投资1.50美元的资产，许多基金策略可以采用更高水平的杠杆，在一些情况下大于200%~250%。

例如，一个多/空股权对冲基金，有限合伙人股权有1亿美元，可能会投资1亿美元的多头和8000万美元的空头。总敞口为1.8亿美元，而净风险敞口只有2000万美元。

那么，总资本是如何计算并报告给投资者和外部数据库的呢？基金经理报告了1亿美元的合伙资本，但实际可用的交易资产可达1.8亿美元。风险资本实际上是1.8亿美元。这样，基金经理须评估的投资组合波动性市场风险是1.8亿美元，而不是1亿美元。对于每1.00美元的价格移动，将有一个1.80美元的投资组合价格在变动。在2008年，当创纪录的赎回发生时，投资者都看到了杠杆的巨大影响。

在从低到高的杠杆率规模内，多/空股权基金经理对杠杆的使用还是相对稳健的。固定收益套利和衍生品策略通常使用更高水平的杠杆，一般超过实际股权投资10倍。而抵押贷款支持债券使用的杠杆率更高。许多其他套利策略，包括可转债

套利策略和公司债券套利策略，使用的杠杆率通常是2~4倍。这些杠杆用于提高收益、期限。

如果我们使用2007年的PerTrac报告结果来看对冲基金的规模，权益资本是2万亿美元，而对冲基金行业的实际资产总额被大大低估了。当考虑总投资规模时，这个数字可能超过了10万亿美元，与2008年去杠杆开始之前，约11.5万亿美元^[1]的共同基金资产规模相当。

风险管理

风险管理者关注系统性风险、波动性以及杠杆，他们总是评估投资组合资产的总风险敞口和净风险敞口。拥有10万亿美元的对冲基金资产，连同表外项目，如衍生品、互换交易、特殊目的实体 [它又包括担保债务证券（简称CDO）和担保贷款证券（简称CLO）]，市场风险和波动性肯定大于市场“接受”的1.5万~2万亿美元。

当研究对冲基金行业的总规模时，正确的基准应该要考虑市场总风险，而不是总权益或基金投资的总资产。换句话说，2007年，当对冲基金行业的总权益可能达到2万亿美元时，在2007年年底行业实际控制的资产已超过10万亿美元。这还只是资产负债表上的风险资本，不包括表外使用其他杠杆工具的衍生品或信用违约互换产品。简而言之，对冲基金资产已变得非常庞大，绝不能再被视作“家族作坊”了。

以下结论基于2007年的年度报告：

● 认定了15250只单一经理的对冲基金，以及7400只FOF基金，相应地，2006年的数字是，13675只对冲基金和6100只FOF基金。

● 认定了4600个一般合伙人，而2006年有4900个。

● 35%的单一经理的对冲基金是美国的在岸基金，66%是离岸基金，与2006年的数据相比基本不变。

● 13%的FOF是美国的在岸基金，87%是离岸基金。

数据显示，FOF的总资产约为9800亿美元，1/3的FOF管理着少于2500万美元的资产。

单一经理基金的资产是1.41万亿美元，其中250个资产超过10亿美元。1/3的单一经理基金管理着少于2500万美元的资产。

[\[1\]](#)资料来源：PerTrac数据。

对冲基金的制度化

随着行业的发展，以及人们对对冲基金接受度的提高，很多人说基金行业正在制度化。这导致大型对冲基金继续发展和扩张，有350多个资产规模大于10亿美元的对冲基金产生。

我们在审视FOF行业时，会发现它与对冲基金有点不同。FOF的资产从2000年年底的840亿美元增长到2008年的1万亿美元。根据位于纽约的金融并购咨询和战略管理顾问公司Freeman & Co LLC提供的数据，自2000年以来，FOF的复合年增长率是44.1%，而对冲基金是21.3%。

Freeman的数据显示，2000只对冲基金和FOF在2000年的资产为4910亿美元，其中FOF占17%，2007年第三季度总额为18.1亿美元，FOF资产占全部对冲基金资产的55%。显然，随着越来越多的投资者进入对冲基金，FOF获益最大。[\[1\]](#)

人们在启动一个对冲基金或FOF时常常问起的一个问题是：进入的障碍是什么？在这里，我们提出一个不同的问题，它也是许多投资者常常提出的：投资FOF的障碍是什么？

高收费或双重收费的存在，被认为是最普遍的投资障碍。在麦道夫欺诈案发生后，这种观点甚嚣尘上。但是，如果撇开欺诈问题，更长期的FOF投资者看起来似乎比新投资者更满意这种安排。我们相信那些针对双重收费（虽然这确实是基于实际情况）的批评是没有道理的，毕竟，成熟的FOF机构在投资组合管理中发挥了重要作用，为对冲基金投资提供了多元化的策略。当然，麦道夫案使很多人质疑基金经理是否以及如何配置资产。虽然费用总是大家关心的问题，但是我们要再次说，唯一抱怨收费的人是那些不能收取费用的人。总之，你的得到总是与付出相匹配的，因此，请确保为你购买的东西付出了相应的代价，反之亦然。

尽管对费用问题的讨论仍然不够充分，另一个主要问题却随之而来了，那就是透明度。关于透明度，观点太多，不可能在这一章内把这个问题说清楚。我们稍后会谈到透明度，必须说，透明度是很重要的，不能忽视。因此，你应该提出问题，得到答案，并确保你弄明白了答案。如果没有，你可能最终会碰到麦道夫案、特里

蒙特 (Tremont) 案或费尔菲尔德格林威治集团 (Fairfield Greenwich) 案。虽然这些案子还没有最终的定论，但是不幸的是，谁都知道第一个案子的后果。

[\[1\]](#)资料来源：Personal interview done by Richard S.Bookbinder, April 25, 2008。

第四章 对冲基金投资

对冲基金和私募股权的交叉或融合，为投资者和基金经理共同工作并从市场中获取利润提供了新的机会。然而，随着行业融合，投资者关心的问题也更多，而且更关注他们的钱是如何投资的。所有对冲基金以及其他投资的营销文件都会注明：“过去的业绩并不能代表未来的表现。”在不断变化的环境中，投资者是在对美好的未来押注。

定价问题

对冲基金投资的挑战之一，是主观和周期性的投资组合定价。投资组合中的特定头寸的定价或者“盯市”，对于流动性不大或交易不频繁的证券（也就是私募股权）可能是一个复杂的问题。基金经理通常使用从公开渠道获取报价和从主经纪人或管理层获得内部报价相结合的方式。华尔街经纪商协会也向基金经理提供定价数据。对流动性不大和不流动的头寸，挑战又各有不同。

为了标准化定价、减少定价管理和计算每月业绩的需求，财务会计准则委员会（简称FASB）引入FASB 157公允价值计量准则，来确定年度审计过程中的公允价值，目的是降低基金经理以市值计价的偏差。这里主要针对如下3个问题：公允价值定义、用于确定公允价值的方法，以及提供额外披露及其结果。

会计准则

为了界定公允价值，FASB为投资组合建立了三级分类体系，每个级别都设置了要求。第一级别是市场中活跃头寸的报价或“可观察价格”。对在证券交易所有报价的股票来说，这是很容易的。第二级别是直接或间接可观察的资产或负债。这一级别的产品可能没有可观察的价格，价格是基于金融工具（例如利率互换）来确定的。第三级别包括“不可观察的价格”，例如私募股权、房地产贷款或复杂衍生品。这一级别可能需要使用模型来定价及考虑出售该头寸的时机，要把当前的市场价格和流动性考虑到定价中，尽管该头寸可能没有市场也没有流动性。大部分对冲基金经理也许会认为，由于没有已知市场，价格已经固定，价值不会变化，因为市场流动性不会导致信贷的恶化。

无流动性证券

传统意义上来说，对冲基金投资者最大的挑战是无流动证券的定价问题，但是2007年的FASB 157准则，对对冲基金经理和美国商业银行业提出了新一拨的问题。审计师和银行审查员迫使存款类机构“降低”难以估值的证券的价格，并对股本权益进行减值，但这个问题对冲基金行业的影响还不是那么清楚。现在，与拥有长期锁定头寸的投资者类似，对于持有私募股权并寻求流动性的投资者来说，发现定价是一个主要问题。在2008年和2009年年初的衰退时期，这一点尤为明显，当投资者几乎所有的投资策略都经历巨大损失时，他们需要赎回对冲基金和FOF。许多大型对冲基金选择限制或暂停赎回，申明市场中的价格不正确，或者基金经理无法以可接受或合理的价格销售头寸。很多基金经理在他们的私募备忘录中放置了一个鲜为人知的项目，称为“闸门”。

闸门条款允许基金经理对任何投资者限制或停止赎回，其出发点是，如果允许投资者退出可能会破坏整个投资组合，并导致其他投资者遭受损失。暂停赎回和闸门的使用于2008年下半年和2009年年初在公共媒体上引起很大争议，在对冲基金投资者中影响则更为显著。显然，许多投资者认为基金经理对限制赎回和闸门的使用并不必然是从投资者利益最大化的角度出发的，而只是为了他们自己。投资者对基金经理的暂停赎回和使用闸门的反应还有待观察，现实是，有些基金经理会因为使用这个限制手段遭受损失，而另外一些基金经理则会继续茁壮成长。这归结于他们的沟通能力，他们要解释为什么有必要采取暂停赎回和闸门条款。

对冲基金和新闻媒体

每当对冲基金上新闻头条时，针对“神秘的”对冲基金影响市场并改变金融和政治历史的指责就会层出不穷。对冲基金一直被描述为“神秘的”，但使用谷歌随便搜索一下就会发现，包含“对冲基金”这个词的搜索结果超过1130万页^[1]（顺便说一句，谷歌在少于0.21秒的时间内找到了这1130万页）。随着新闻媒体继续对冲冲基金进行恶意攻击，不间断地发布关于这些投资工具及运营者的负面报告，许多对冲基金投资者选择不再理会这些片面信息，开始将对冲基金的神话与现实分开。但不幸的是，我们发现，如果没有这些有影响力和有趣的神话在市场上盛行，任何关于这个广受欢迎的对冲基金的讨论都是不完整的。

大型对冲基金公司倒闭对市场有重大影响

正如我们在2006年Amaranth倒闭时所见到的，影响限于策略的直接投资者。60亿美元的投资者资产一夜蒸发，Amaranth对冲基金的直接投资者受到严重影响，而FOF由于整体的多元化投资，月回报率只受到微小影响。大多数FOF平均拥有20个以上的不同基金经理管理的头寸，风险敞口分散在不同的策略和行业范围内，FOF经理为投资者提供了降低风险的投资工具。当Amaranth倒闭时，因为投资的多元化，其余的资本市场几乎没有受影响。在2008年的最后3个月，全球的对冲基金在所有资产类别内大量出售证券来满足年末赎回的需求，而传统多头投资者与那些寻求现金安全的投资者一样，就是在倾销证券了。

虽然对冲基金也是抛售的一部分，但原因并不是大基金的倒闭，而是各类投资者联合卖出的结果。现实中市场是相互交织在一起，没有单一的基金或一组基金可以导致金融市场崩溃。在600亿美元的麦道夫欺诈案曝光后，市场并没有崩溃。即便麦道夫事件在投资专业人士中引起了相当多的讨论和争论，它造成的惊人损失没有改变市场。公平地说，随着市场间的互相交织，关联度越来越高，大型基金复合体会对市场造成影响——实际上，它们已经这么做了。单个基金经理不可能对市场造成全面的破坏，大多数基金经理认为市场的破坏是由政府造成的。

对冲基金是危险的，因为其使用衍生品

因为衍生品的使用是非常复杂的，依赖于基础产品的开发、创建和量化模型的分析，所以，衍生品仅限于资深的投资者使用，包括那些拥有专业工作人员对其进行研究的对冲基金。当衍生品用作对冲时，它通常会降低投资组合的波动性，并提供降低风险的低成本的工具。如果用来做大赌注，衍生品可能会将投资组合的波动性提高到一个更高的水平。简单地说，没有人真的知道如何定义衍生品对投资组合的影响，因为这些都要看衍生品合约的使用程度。在某些情况下，因为利用杠杆，衍生品可能会给基金及其投资者带来巨大的问题。在其他情况下，使用衍生品可以显著地增加 α 。现实是，不是所有的衍生品使用都是坏的。使用得当时，衍生品可以是资本市场的重要组成部分。

使用杠杆的坏处

大多数对冲基金不使用杠杆或有限地使用杠杆，从市场中寻求机会获得利润。在传统的琼斯式多/空头股权情形下，基金经理使用T条例^[2] (Regulation T) 要求的杠杆。T条例，是由美国联邦储备委员会制定的，规定了经纪商可以给予客户用于购买额外证券的信用额度或保证金额度。无论多大规模的个人投资者都可以借到持有资产50%的金额，包含个人投资者可以在其经纪账户中使用的金额。一些基金，如传统固定收益或抵押贷款支持证券套利基金，可使用的杠杆水平更高。在2007年，杠杆使用达到了峰值，基金经理能够借到其证券价值的12~15倍金额。现在，鉴于目前的次贷危机和银行审查员要求的去杠杆，杠杆倍数已大大减少。在2009年，大多数固定收入经理能够获得3~10倍的杠杆。当讨论过度杠杆时，有两件事情似乎很有趣。第一件事是，杠杆就是借款，大多数美国人每天都会使用，他们买房子、汽车或使用他们钱包里的信用卡时，都在使用借款。第二件事是，传统银行和投资银行都过度使用杠杆，通常会超过他们的资产负债表的25~30倍，而许多人认为这也是造成信用危机和世界经济混乱的部分原因。它迫使全球纳税人在2009年年初来处理这个烂摊子。

对冲基金策略是利基的还是离奇的

对冲基金，往往被视为华尔街公司过去高度戒备的自营交易部门的延伸。毕竟，那些最好的对冲基金有部分就是从华尔街最大的交易部门中诞生的。这些交易部门能让有创造性思维的人来挖掘市场无效性，利用大型资本和投资银行的分配能力为他们的股东赚取巨额利润。对冲基金企业家开发他们的商业模式，关键是要能够复制他们上一个基金的风格和策略，然后开发新的对冲基金业务。今天，对冲基金已经取代了以往许多自营交易部门，因为对冲基金只需要应对他们的投资者和监管者。而大多数投资银行已经合并到传统银行，或者自己正在转变为传统银行，因此，他们都不再使资本处于风险之中，风险承受者已经被替代了。对冲基金填补了资本市场的这个关键领域，他们把华尔街遗弃的东西又拾起来了。

对冲基金是使用非公开信息的全天候交易员

随着对冲基金行业变得更加全球化，以及其许多策略中交易仓位的流动性下降，证券的持有期已经变得越来越长。所有要求信息公开的人都可以随时随地获取财务信息，同时FD条例^[3]（公平披露条例，Fair Disclosure）已经使竞争变得更为公平。当投资回报放缓时，对冲基金都在寻找那些使用更少的策略，而其中许多策略是较长期限的。自2000年以来，由于对冲基金数量的不断增长，市场流动性也开始不断增加。许多新金融产品，如天气衍生品、私募股权投资、房地产等，已经为许多具有独特资金需求的项目提供融资，而这些新产品资金都来自对冲基金。这其中的许多交易都不需要遵循传统的信息披露要求。

然而，大多数基金讨论这些交易是因为它们与基金的整体业绩相关。此外，过去几年一些在纽约和其他司法管辖区被起诉的内幕交易案件的发生，使得许多人都明确了什么是公开信息，什么不是公开信息，包括那些可以从非公开信息中获利的后果。证券交易委员会，尽管在麦道夫案中表现很失败，对打击贩卖非公开信息还是采取过相当积极的手段的。

对冲基金费用太高了

虽然基金费用上升，但是由于回报符合投资者的目标，到2007年年末，对冲基金行业资产增长到了近2万亿美元^[4]。而在2008年和2009年上半年，对冲基金行业由于表现不佳，产生了大量赎回，费用再次成为许多投资者关心的问题。我们只能说：在大多数情况下，唯一真正抱怨费用的，是那些不能获取费用的人。当投资者要求减少费用时，费用就会减少。2009年可能迎来一个较低费用的新时代。

对冲基金不会告诉我们他们投资了什么产品

随着对冲基金行业的制度化，这一点就不再成立了；对冲基金经理了解投资者对执行特定的尽职调查，使用风险模型分析他们的投资组合的需要。因此，对冲基金经理为投资者提供更丰富的关于投资策略的信息，甚至大多数还提供具体仓位信息。如果基金经理不愿意提供可接受的透明度，投资者就应忽略掉这个基金。

FOF收取第二层费用，这降低了回报率

这个说法是正确的。然而，额外费用是有依据的，FOF经理为不能通过自己实现投资回报率目标的投资者提供一定水平的服务和专业知识。直接投资单一策略的经理，需要大量的内部专业知识和扎实的投资基础。FOF费用应该足以覆盖基金提供的资源，包括研究、尽职调查、持续监测、适当多元化的投资组合，以及投资者风险的降低。问题是，一些基金不能保证自己的承诺，并很少提供有价值的服务。选择FOF对一些投资者是合适的，但是对另外一些则是不合适的，关键问题是付出能否与回报相匹配。

对冲基金不喜欢FOF

虽然对冲基金给人的印象是喜欢接受新的资产、渴望成长，但是如果你向对冲基金经理询问他们对FOF的看法，答案却不总是正面的。大多数对冲基金做出的回应是，FOF是“信息大杂烩”，“总是寻找费用折扣”，或“不断重新选择基金经理”（或者这种情况是因为几个月业绩不好后就退出那个基金）。这是有问题的，因为基金经理不喜欢那些占用他们很多时间的投资者，也不喜欢那些要求较低费用的投资者，以及仅仅根据业绩表现而进出基金的投资者。事实上，FOF需要花费相当多的资源和时间，除非目前的策略不再可行，或者变化已经在组织内发生，赎回才是值得的，否则他们都不愿意对其配置进行更改。对冲基金喜欢“黏性”资产，如基金会、捐赠基金或养老金，这些机构对一个周期内的长期投资感兴趣，而不会每季度都进行变换。但是，很多FOF会用很长时间来进行慎重、全面的尽职调查，以确定投资策略。这些FOF作为黏性投资者而受到对冲基金经理的欢迎。许多投资者，包括少数FOF，在不断地寻找下一个投资热点，为寻求未开发的 α 而不停变换基金经理。坦率地说，这些人通常不会成功，而且往往累个半死。因为对冲基金想要稳定的资产！许多对冲基金把这些黏性资产与银行业的核心负债相比较，存款人寻找的是一个全方位的服务关系，而不仅仅是现金的利率和期限。

[1]资料来源：Google search, April 13, 2009 : www.google.com/search?hl=en&q=hedge+funds&btnG=Google+Search&aq=f&oq=。

[2]资料来源：Regulation T, www.finra.org/Industry/Compliance/RegulatoryFilings/RegulationT/index.htm。

[3]资料来源：Regulation FD, www.law.uc.edu/CCL/regFD/index.html。

[4]资料来源：2007 PerTrac Hedge Fund Database Study, March 4, 2008。

FOF的价值主张

FOF经理提供了大多数投资者自己无法完成的基础服务：构建多元化对冲基金组合，在节省成本的前提下，提供有吸引力的回报和流动性条款。很多投资者可能会认为，构成FOF行业主要门槛的启动成本相对较低，所以启动一个FOF是比较容易的。而现实情况是，想要成功，基金经理需要管理大量的资产，才能让业务变得可行。

一旦资产规模超过了5亿美元，基金经理就可以实现规模经济。但是，在达到这个规模之前，一些FOF难以在市场中参与竞争。规模大小关系重大。基金经理必须能够为基金运作的基础设施提供资金和工作人员，这样才可以寻找、审查、配置和监控投资组合中的对冲基金经理，而这还不包括处理日常工作以保证业务运行。

FOF的投资者

鉴于2007年和2008年对冲基金表现不佳，以及发生麦道夫丑闻，许多投资者已经对FOF产生了偏见。当那些FOF经理在市场上宣称提供“多元化投资组合”，但实际上全部或大部分资产都投资到单一的基金或策略时，在我们看来就是一种犯罪。这对我们来说是个不幸的警钟，它提醒我们，Amaranth和Zwirn的崩溃以及Bayou的欺诈才刚刚过去。任何高水平的尽职调查或监管，都不能将欺诈或破产彻底消除。这些都是自然发生的。然而，那些靠简化背景调查或运行评估的走捷径模式会使情况变得更糟。FOF是有意义的、重要的和值得投资者付出费用的原因在于，投资者是在购买服务，而这些服务投资者要么自己无法提供，要么自己获得的代价过于昂贵或费时。

费用

截至2008年年底，根据我们不科学的、直接的统计，FOF平均收取1%的管理费和10%的激励费用。FOF因其“附加层费用”而经常被批评，但是除非投资者准备自己建立投资、尽职调查、研究、合规、会计和报告团队，FOF的费用实际上并不高。FOF经理作为投资组合经理，提供独特和专业的服务。我们的研究表明，FOF经营费用超过0.5%，这意味着FOF业务实际上是一个低利润率的生意。但是，因为FOF业务是可扩展的，随着FOF的资产规模的增长，业务也会越来越好。只要FOF能够在低波动率的情况下实现高于平均回报率的回报，在我们看来，就有足够的理由来收取当前水平的费用。

许多FOF经理会提出各种我们不能认同的理由来证明他们费用的合理性。如果有人向你兜售这些理由，在我们看来你应该反问：“你将如何做到？”如果FOF经理声称能够做到以下这些事情，那你也应该问问同样的问题：

-
- 投资到不公开的基金经理中去。
 - 投资到别人找不到的基金经理。
 - 实现高于平均水平的业绩。
 - 发现新的和正在崛起的基金经理以及投资策略。
-

FOF经理本来就应该投资到不公开的经理中去，找到别人找不到的基金经理，并发现新的策略，但是这些都不会让FOF变得与众不同。因此，你对这些声明要保持怀疑的态度。

配置策略

选择和配置一个对冲基金的持续挑战之一是基金经理的规模。许多投资者喜欢自称他们是第一个发现和投资到最新、最伟大的不为人所知的基金经理的投资者。但是，容量是问题之一。新的正在崛起的经理可能有一个伟大的想法，但没有交易记录。他可能容量有限，无法让业务运作起来。FOF经理和其他大型机构投资者经常会问：“你能为我的基金保留多少容量？”这通常是尽职调查的最后问题之一。由于FOF能够快速指出新的有能力的基金经理，因此规模成为业绩的最大挑战。大多数策略，如小盘或特定行业策略的基金可能有规模限制；大多数大规模的FOF在配置初始资本之前有规模限制，或有可以配置给一名经理的最大资本金额的限制。

FOF经理面临的挑战是将资产投资给在不限资产的同时还能保证不稀释回报的经理。如果这是一个问题，FOF经理就会找那些可以接受无限量资本的更大的基金经理。遗憾的是，在这种情况下，许多FOF将跟其他大规模的FOF一样，不断投资相同的“家喻户晓”的产品。大型基金投资组合中，相同头寸的冗余配置可能会导致无法按照模型运作或者在市场危机发生后无法运作的问题。在Amaranth事件爆发之后，许多FOF投资者发现，虽然他们投资不同的基金经理，实现投资组合多元化，但实际上这些基金拥有相同的Amaranth头寸。Amaranth曾经是一个广受尊敬的对冲基金，投资它本该是个聪明的多元化策略，但大型机构配置的多个FOF却对相同的对冲基金进行了重复配置，结果证明这是无法达到投资目的的。

今天的一个投资趋势是配置者及其顾问只投资于“大牌”，或几十亿美元规模的FOF。结果是，投资者可能不会重视对FOF经理的研究，也不会去主动发现新的未被发现的经理的能力，因为他们有容量问题，且只能对有能力接受更大的资本流入的大规模对冲基金进行配置。举个例子，小盘股权经理总是通过研究那些不被广泛覆盖或追踪的公司，从而寻找具有独特优势的公司，但是由于容量问题，这些经理无法成为FOF的投资对象。这个问题就变成了：“投资大型公司，比如微软、IBM等公司的大部分研究数据都是公开的，但是这到底能为股权经理们增加多少价值呢？”答案是：“很少或没有。”因此，我们相信最好避开那些大规模的不能明确他们策略的FOF，因为他们的规模限制了他们的执行能力。

那些研究和投资小盘股票或其他特殊策略的FOF经理，相比大规模的FOF，可以收取到更高的费用，因为寻找和投资到新的优秀的基金经理更具挑战性。而与此同时，许多大型多策略的经理们看起来也开始像FOF了，这进一步把水搅浑了。

当寻找对冲基金经理时，FOF寻找的是那些具有竞争优势的经理。据一个在麦道夫案件中受害的大FOF——特雷蒙特咨询公司（Tremont Advisors）的前总裁罗伯特·斯楚尔曼（Robert Schulman）说：“你是在寻找那些有能力收集到别人收集不到的信息，然后能由此做决定的经理。这些东西无法在公开印刷的资料中找到，也不会有人主动来与你分享。”斯楚尔曼认为，投资者应该支付费用，让大多数FOF去了解他们的行业，并探索下一代对冲基金或策略。

精品投资

随着对冲基金行业的制度化，这个以前的不为人所知的小行业、神秘的精品屋，正在变成大型的资产管理公司，它们可以执行投资银行交易，从事商业贷款，进行房地产融资，持续管理全球证券公司的大规模投资组合。因此，这些大型对冲基金成了华尔街最大的投资银行客户之一。这些曾经是小公司的对冲基金吸收了许多大型的、备受尊敬的华尔街投资银行的特点，包括以下内容：

-
- 采用风险管理系统来监控并对投资组合进行压力测试。
 - 使用技术来支持公司的投资过程和内部投资系统。
 - 对高度重视的投资者客户的透明度。
 - 加强与受尊敬金融机构的战略合作关系，强化分销系统。
 - 通过与员工共享所有权以显示共同利益。
 - 具有前瞻性的能力。
-

根据PerTrac最近的研究^[1]，截至2007年年底，市场上有近7200个FOF。FOF成功的要素与对冲基金不同，分销是其最重要的因素。

机构名望

根据Freeman & Co.的首席运营官和总经理埃里克·韦伯（Eric Weber）的判断，品牌是关键。他指出，没有一家独立的FOF进入了资产管理规模排行的前9位，而在前16名中也只有一个独立的公司。最大的基金公司都是大资金管理集团的一部分。独立基金不能成长的原因是市场不想让感知风险与小公司有所关联。记住，

没有人因为购买IBM计算机而被解雇；对FOF也是一样的，没有人因为投资高盛银行、纽约银行或摩根大通银行的FOF而被解雇。

寻找分销渠道是小型FOF面临的重大挑战。

韦伯说，在美国和海外有许多大型资产管理公司和私人银行提供分销渠道，这是小规模参与者难以竞争的。投资顾问在客户教育中发挥了关键作用，从而为客户提供了另一种层次的FOF分销手段。

随着对冲基金行业的发展，以及广为人知的欺诈及破产事件的升级，投资者对透明度的需求增加了。那些规模更大、资本状况更好的FOF能够开发最先进的风险管理系统，配备人员进行更深入的研究，并对新创建的策略进行尽职调查。这些努力需要更高层次的财务、法律、管理监督，并付出成本代价。同时，许多资产少于10亿美元的中等规模的FOF、企业，正在得到更多的生意，因为他们相比一些规模更大的同行能取得更好的业绩。虽然对冲基金和FOF的投资者都在寻找市场与主要策略和指数的相关性或低相关性，但是有一个事实是清楚的：FOF的规模和增长率之间是正相关的。临界规模是资产增长的关键，许多FOF主要关注规模的增长。

据PerTrac统计[\[2\]](#)，截至2008年，FOF管理的资产规模达7500亿美元，这个行业真是一个富人与穷人的故事。埃里克·韦伯认为：“许多小基金因为没有可扩充资产的能力而被困住了。”

韦伯的公司在并购市场中努力工作，他们与FOF做交易已经有一些时间了。韦伯和他的同事帮助买家进入市场，又帮助企业家卖掉他们的业务，还帮助母公司剥离他们持有的FOF子公司，等等。

[\[1\]](#)资料来源：2007 PerTrac Hedge Fund Database Study, March 4, 2008。

[\[2\]](#)资料来源：2007 PerTrac Hedge Fund Database Study, March 4, 2008。

Ivy资产管理公司和纽约银行

FOF行业的催化剂是2000年纽约银行购买Ivy资产管理公司的事件。Ivy和纽约银行27亿美元的合并案显示了具有强大的分销伙伴，同时也是全球知名的战略伙伴的好处。到2007年年底，其资产规模已增长到150亿美元以上。^[1]然而，近来的发展，包括业绩不佳等问题，都造成了基金复合体资产自2007年以来的大幅下降；在写这本书时，行业内很多公司的资产已减少到50亿美元以下。

根据Freeman的说法，截至2007年已经有超过35只FOF的并购交易，交易规模按照资产计算超过10亿美元。一方面，FOF卖家的动机一直都是希望获得流动性或持续规划能力，以及来自母公司或外部股东的压力，还有在通常的情况下，获得更大的分销系统、更大的规模或增强品牌影响力。另一方面，FOF的买家则需要快速进入市场，而不是试图建立一个组织、交易跟踪记录或自有品牌。大多数买家希望利用收购对象的品牌和分销能力，而不是从根本上建立自己的品牌和分销能力。

2008年第一季度金融高管论坛对315家银行和金融高管在2008年2月的调查（由美国银行家与格林威治联营公司联合发布）得出结论：银行相对其他金融机构在信任 and 信心方面存在优势。^[2]这里显示的信任水平略高于2004年第三季度进行的类似调查的结果。相比于其他金融服务机构的优势，为银行机构继续沿着收购或自建另类投资平台的增长路径前行增添了动力。

麦道夫

在麦道夫欺诈案件之后提出的一些问题有：FOF究竟发生了什么？为何尽职调查变得如此失败和愚蠢？为什么FOF无法发现欺诈？

所有这些问题的答案很简单。根据麦道夫接管办公室的数据，实际投资于麦道夫的FOF少于100个。而在2008年年底全球有总数超过7000个的FOF^[3]，这意味着仅有略多于1%的FOF配置了麦道夫的基金。在我们看来，麦道夫支付给他的投资者的

费用是造成配置人避开投资策略的原因。麦道夫一案的最后结果还有待观察，但有一件事是肯定的：在写这本书的时候，很明显我们还有更多需要知道的内容。

投资者最后必须问的问题是大型基金经营者收取的回报的成本是否合理，或者有没有更小的特别的FOF可以做到在不把风险提高到令人不安的水平的前提下提高 α ，并提供不同投资组合的多元化。这就归结于人们相信什么，以及认可的资产配置的好处在哪里。

[1]资料来源：New York Times, "Company News: Bank of New York Acquires Ivy Asset Management," August 10, 2000, sec.C, pg.3. Management at Ivy and The Bank of New York refused to confirm or deny the rumors of the decrease in assets.

[2]资料来源：The Financial Services Executive Forum First Quarter 2008, American Banker and Greenwich Associates.

[3]这个数字直接取自麦道夫投资者列表，该列表已经在多个新闻和资讯网站公开。

第五章 理解另类投资既包括数学，也包括科学

为了更好地评价对冲基金经理的个人业绩表现，以及对冲基金投资组合的表现，我们有必要去了解对冲基金回报率的影响因素及其驱动因素。在2000~2001年的科技泡沫之后，投资者认识到许多对冲基金的回报率充其量只能用平庸来形容，它们之前的业绩表现不过是被新股发行（简称IPO）歪曲了。在市场崩溃之前，这些投资者还以为自己做出了正确的投资决策。

随着科技股价格泡沫的破碎，大量投资者的资产大幅缩水。正如沃伦·巴菲特所说：“退潮时，才知道谁在裸泳。”投资者必须学会分辨哪些基金具有投资价值。而投资者选择FOF进行投资的原因在于，他们相信FOF经理有能力去评估所投资的基金，以及发现哪些基金的业绩表现不过是市场题材炒作的结果。

对冲基金回报率

对冲基金回报率受到多种因素影响，包括以下内容：

- 股票市场的表现。
- 收益率曲线形态。
- 信用利差。
- 利率的走势。
- 波动性。

股票价格

全球股票价格显然是对冲基金业绩表现的决定性因素。正如许多人说的“水涨船高”，在牛市中，所有的基金经理看起来都是出色的，但是当市场下跌时，会发生什么？基金经理具备什么样的技能才能从空头头寸中获利？哪类基金经理具备从空头头寸获利的技能？哪类基金经理具备卓越的才能及坚定的信念来判断市场趋势？以美国次贷危机为例，在出现大量违约事件之前，尽管传统的策略是持有多头头寸，但是经理能否预测到市场崩溃，并构建空头头寸？

收益率曲线

对冲基金收益率同样受到收益率曲线形态的影响。向上倾斜的收益率曲线对经济和股票价格是有益的，对包括可转债套利、固定收益套利和资本结构套利在内的

套利策略的实施也十分有利。当经济情况好转时，有许多方式可以开拓市场。一个水平或下降的收益率曲线对投资者来说就像一场噩梦；由于市场停滞或者朝着不好的方向发展，此时投资者基本上没有获利机会。利率下降使得公司资产负债表和收益情况变好，而利率上升则给公司带来挑战。固定利率、收益率曲线向上倾斜的经济环境对许多固定收益套利策略的实施有利。

信用利差

信用利差对于对冲基金回报率也有非常重要的影响。正如我们在2002年三大公司丑闻事件及2007~2008年次贷危机中所看到的，当信用利差扩大时，债券价格便面临下行压力。基金经理可以从交易有利的一方获得收益，可以采用多种方式，这就意味着他们也可以从收紧的信用利差中获利。如果信用利差一直保持不变，这对回报率就构成了威胁。因为当市场不景气时，很难从市场中获利。

利率

随着资本市场的全球化，大部分市场之间是紧密联系的。正如我们在2007~2008年的那场危机中所看到的，大部分市场之间是正相关的。简单来说，美国市场上出现的问题同样会在欧洲市场上出现。在华尔街乃至全世界都有一个不成文的规则：“美国打个喷嚏，世界其他国家就会感冒。”在我们写这本书的时候，全球市场似乎正在服用超大剂量的感冒药。

在20世纪五六十年代，投资者情绪化地说：“对通用汽车有利的就是对整个国家有利的。”遗憾的是，我们在整整40年后才意识到，情况已不再如此。

波动性

市场波动性是影响对冲基金回报率的又一个因素。对于波动性，最广泛采用的

测量方式是芝加哥期权交易所波动指数，也即我们常说的VIX（芝加哥期权期货交易所使用的市场波动性指数）或恐慌指数。

VIX用来反映对未来市场波动性的预期。在低波动率的市场环境下，传统观点认为获利机会更多。VIX指数飙升则意味着回报率的大幅波动，而股票市场比较平稳的年份里对冲基金的表现通常是较好的（见图5.1和图5.2）。

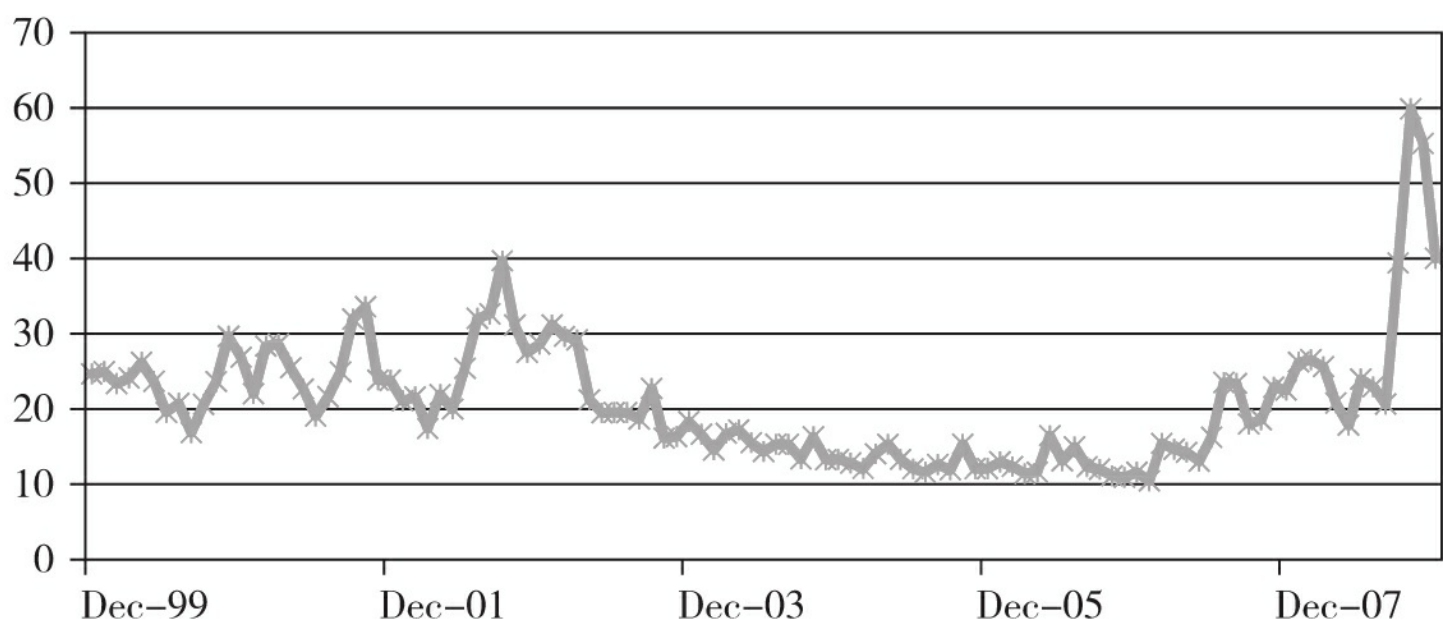


图5.1 根据VIX指数测得的1999~2007年每年股票市场的波动性

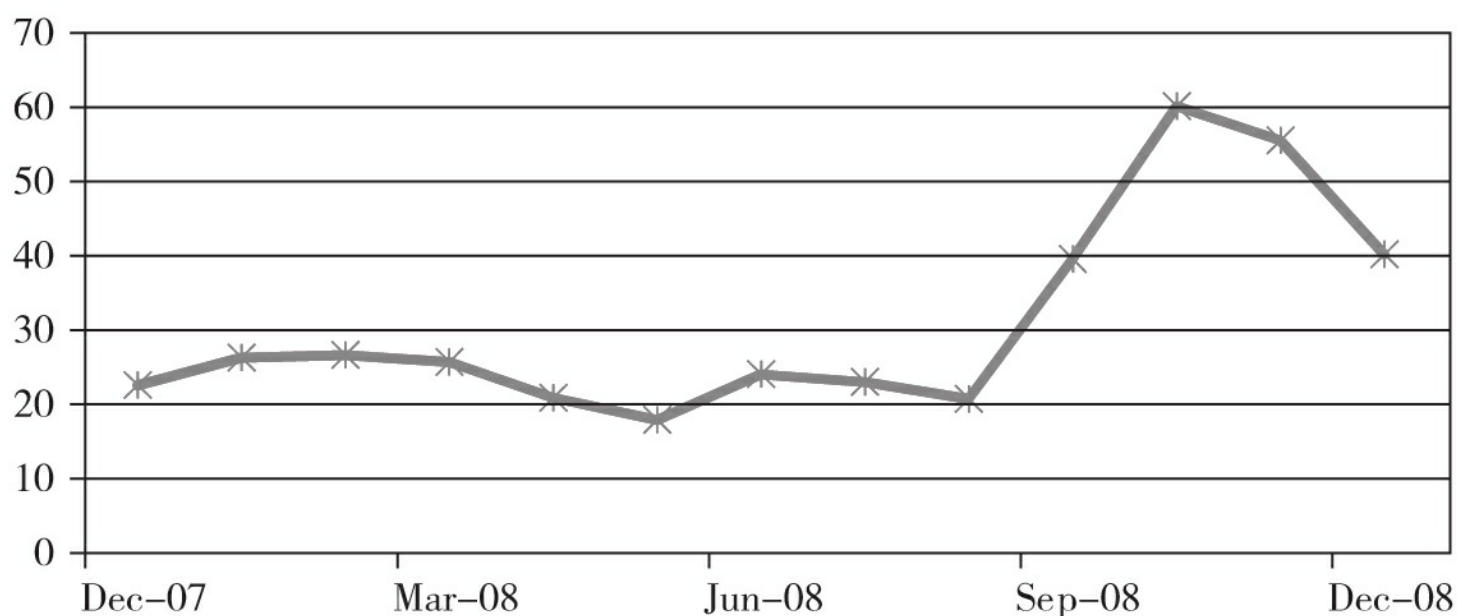


图5.2 2007年12月~2008年12月VIX指数变动情况

在剧烈波动的市场中，表现最好的往往是专业卖空者和期货投资基金。卖空者

善于在市场下行时进行投资。期货投资基金经理从大宗商品价格的大幅上涨中获利，因为股市下行时投资者往往会转向黄金、白银、石油以及其他大宗商品等避险资产。然而前述两类策略在市场中的占比十分有限，截至2008年年底的数据显示，所有对冲基金管理资产中使用这两种策略的比例仅为5%。

超额收益的来源

上文所说的每个因素都影响到组合收益并事关组合能否取得超额收益。任何一个因素的变化都可能影响到组合的回报率。举个例子，一个5倍杠杆的投资组合，若其配置资产的价格增长2%，最终这个投资组合的回报率为10%。然而，若其配置资产的价格下降3%，回报率则为-15%，如果基金经理减持以满足融资方追加保证金的要求，则损失会更大。只有基金经理具有足够的聪明才智，以及对市场各方面因素的变化有良好的把握，才能够实现组合盈利。

尽职调查的重要性不言而喻。在进行尽职调查时，投资者必须根据上面列出的各项因素对经理的表现进行评估。提问一个固定收益基金经理信用利差收紧时如何投资才是一个好方法。或者可以问，收益曲线呈现反向或者水平时，固定收益基金经理会如何投资？又或者，在VIX不变或下降时，可转换债券套利基金经理如何能有不凡的表现？以及那些营销材料中所罗列的投资策略是否真实存在并且会在投资中被使用？从2008年次贷危机中我们认识到，如果有些事情好到令人难以置信，那么它多半不是真的，投资者必须对于投资细节刨根问底。如果答案说不通，就不要投资，结论就是这样。

一个简短却有意义的案例研究

在最近开展的尽职调查中，我们遇到一位利用可转换债套利策略的基金经理。这位基金经理曾在可转换债套利指数向好时斩获了不错的业绩。在受到进一步质疑后，他透露自己曾投资于PIPE（私人股权投资已上市公司股份）。所谓PIPE，是指缺乏流动性并很难对其进行定价的私募股权，该类证券发行时相对于公开市场一般都会有一定折扣。在他的交谈中，我们可以越发肯定的是，他并不是一位真正使用可转换债套利策略的基金经理，而只是一个PIPE基金经理，只是在广告宣传中他宣称自己使用可转债套利策略罢了。最终我们当然放弃这个经理了。

需要再次强调的是，投资者要关注基金经理的业绩表现，并同所处市场环境做

对比，以便更好地了解获利来源及其可持续性。如果投资者真的在乎自己的资金，那就一定要完成这项工作。

投资FOF

通常来说，FOF一般通过少数几个重要的分销商进行分销。无论直销还是分销，本质上都是在募集资金。很多时候投资业界不喜欢把这个过程称为“筹集资金”，因为这个词多少带些负面含义，他们更习惯用“分销”或“直销”这样的词汇来代替。

大多数的基金经理一开始都会选择最便捷的途径来进行资金募集。这些渠道包括朋友、家族或者以前的同事，属于靠熟人关系募集的资金。这部分熟人不会在意基金的历史业绩、投资风格、投资策略或者是办公配套设施，并且对于基金经理有良好的信任度。由于这类资金的获得难度最低，所以被形象地称为“低果先摘”。这部分资金会成为基金经理最早期的筹码。

接下来基金经理便会向那些对自己的投资策略感兴趣的高净值投资者以及机构投资者广泛推销这只基金。多数基金经理会尝试通过层层关系来获取尽可能多的潜在客户。募集资金的能力决定着基金的规模增长以及成功与否，是基金管理公司在成长道路上要不断面对的挑战。

聚集投资资金

许多基金经理对资金募集都抱有一种“基金搭建完成后自然会有投资者”的想法。他们认为只要基金在风险可控的条件下业绩足够好，投资者自然会找上门。同时他们也相信，在其他朋友、同事以及现有投资者之间形成的口碑效应一定会为他们吸引大量投资者。但毫无疑问，这是最低效的募集方式，因为这种守株待兔般的营销方式能带来的潜在投资者少之又少。

而基金经理守株待兔式的营销想法也不是没有逻辑的支撑，他们认为潜在投资者在考虑投资FOF时会先做足够多的数据挖掘工作以找到满足他们投资条件的基金。然而我们的经验却是，通过这种数据挖掘方式找到的基金通常都有较长的历史业绩，并且资产规模一般在10亿美元以上。

借助第三方销售

FOF经理可能借助第三方销售公司向潜在投资者推销自己的投资策略。第三方销售公司，是指那些专业为FOF等各类基金经理提供基金销售服务的机构。但问题是，第三方销售公司里所谓的“营销专业人士”通常并不精通投资策略的内在运行机理，同时对策略细节也知之甚少，因而无法与投资者进行有效沟通，所以大多数情况下第三方销售公司所起的作用不大。

除了对投资策略的细节不甚了解之外，许多第三方销售人员对于销售FOF的回报也不满意，这也是第三方销售公司难以在FOF销售方面有所作为的重要原因。一旦他们认为报酬较低，便会对这项销售任务草草了事。传统的FOF收费模式包括1%的管理费用和高于门槛收益率以上部分10%的业绩报酬。这种费用结构低于对冲基金的收费水平，自身较低的费率决定了FOF不可能给第三方销售公司以较高的销售费用。

较低的销售费用，以及FOF经理普遍要求其提供通过该渠道进行投资的投资者的详细信息，导致第三方销售公司并不愿同FOF经理开展销售合作。第三方销售公司的能力取决于其挖掘客户并同客户建立良好关系的能力。在销售FOF以外的基金产品时，个人投资者、机构投资者以及FOF管理机构是第三方销售公司的重要挖掘方向。而在销售FOF产品时，第三方销售公司只能挖掘个人投资者以及机构投资者，潜在投资者中就少了FOF管理机构这一类，这也使得其不愿开展FOF产品销售业务。

资金来自哪里

对冲基金、FOF以及另类投资采用的是一种新的募资和创收模式，它们正引领着华尔街最新的投资潮流。

在市政债券承销业务利润比较丰厚的20世纪80年代，整个市场大概有35家市政债券主承销商。随着该项业务利润的不断压缩，目前只有几家投行在从事该项业务，一级承销商的数量从20世纪90年代的巅峰时期的46家下降到目前的19家。[\[1\]](#)

从20世纪70年代到90年代，绝大部分投资银行和商业银行都设有大型市政债券部或大型政府债券部。当华尔街的高级经理人认为对冲基金风险太大或利润过少时，对冲基金前景何在？华尔街是否从历史的错误中得到教训？而谁又知道，从2009年开始，市场正悄然发生着变化。

每个投资对冲基金并获得成功的华尔街金融机构，无不在显示着与对冲基金及FOF建立的战略伙伴关系是多么有价值。理论上合营企业能为双方同时带来收益，但这是否也代表着投资者利益的最大化？分享一只对冲基金收益的2%~20%，比起他们管理多头基金拿到的50~75个基点的收益要大太多。

为了发现新的投资想法并甄别出其中卓越的投资管理人，越来越多的新投资者们必须依靠中介机构复杂的分析和尽职调查来判断投资是否可行。与此同时，尽管刚经历金融危机的冲击，但强大的吸引力还是使得全球金融机构和私人银行也越来越多的参与对冲基金等另类投资。因为对冲基金具有同时市场中做多和做空的特性，所以投资者们逐渐认识到要想使得自己的组合资产在任何市场走向中都能保持增长，投资对冲基金是非常必要的。

募集资金

无论对基金经理还是银行来说，募集资金都是获利的关键。华尔街公司又能多大程度地推销出他们的产品？是选择成本更高的内部销售模式，还是寻求独立的第

三方销售平台更为有利？这些问题一直困扰着华尔街多年从事募资工作的人士。还有一个关键性问题是中间商扮演的角色是否仅是销售代理？还是投资顾问？抑或是有募资任务在身的营销人员？

尽管在麦道夫事件后市场发生了诸多变化，但在如今的华尔街模式中，销售的代理冲突问题仍然普遍存在。销售代理们并不总是真正在为他们的客户利益着想。令人担忧的是，投资者往往对受雇于知名机构的销售人员所销售的产品过度信任，而实际上这种信任感并无基础。保持质疑精神一定是麦道夫事件给我们上的最重要的一课。在我们看来，第三方销售公司一定要对他们所销售的产品做足功课，并且保证这些基金财务状况的透明度。与此同时，投资者也要投入更多时间去了解自己投资的产品。

2008年金融危机后，我们认为投资者应该对他们所持有的资产的透明度有更高要求。问题的关键不在于为了获取信息和数据，而是投资者要知道如何去处理它们。美国国会认为《对冲基金透明化法案》的颁布会使得整个行业透明度更高。投资者应如何处理所获数据？拥有这些数据价值何在？大多数人认为对冲基金的透明度本来就很低，并且对冲基金经理担心数据外流。我们并不认同这一看法。基金经理都是会向投资者提供资产信息的，真正的问题在于这些数据对他们的投资有什么样的帮助。同样，麦道夫事件给予我们的另一点启示便是对这些信息的准确性所应秉持的质疑态度。关于这一点我们会在这本书之后的章节中介绍。这里我们假定数据是准确的，并且投资者知道如何利用它们。

上述都是些很难找到答案的问题。许多投资者在做投资前要想把这些问题和答案真正落到实处是一件非常困难的事，为此，人们选择投资FOF。当FOF在为客户做投资时，会完成上述所有涉及的工作。FOF经理的工作内容就是开展尽职调查，挑选合适的基金来进行投资，然后获得收益。

最近几年在FOF行业中形成的另一个趋势是，FOF还被机构投资者用作寻找新生代有潜力的基金的工具。

[1]资料来源：Federal Reserve Bank of New York web site, www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed02.html。

新晋基金经理

有许多FOF投资于尚未被挖掘的无名基金，一旦这些基金得到市场的认可，FOF就会赎回自己所持份额，并继续找寻下一只进行投资。尽管从某种角度来说，FOF所带来的投资便捷性是它在市场中的一项优势，但能找到一个规模尚小、未被挖掘、不存在于其他人搜索视线范围内的基金，是其能够提供给投资者的真正优势。

为资产配置选择合适的FOF，这个过程常常需要耗费少则数月多则数年的时间。在这个过程中投资人首先需要打一连串的电话，接着是与基金经理的一系列面谈，然后需要与基金管理公司的高管、后台支持人员及研究分析师会面，对投资细节进行商讨，其中包括核对参考资料和服务方的情况，雇用第三方独立机构对负责公司运营、挑选基金经理以及资金托管的人员背景进行审查。整个过程并非想象中的那么容易，毕竟投资不是一件随随便便的事，它关系着投资者实实在在的资金。

尽职调查

在麦道夫事件之前，基于资金来源的性质，大部分人认为机构投资者以及他们的投资顾问都有一套严格的审查和尽职调查模式。然而，许多养老金计划、大学基金、家族办公室、保险公司以及他们的咨询公司却在这场骗局中遭受了不小的损失，这让他们的尽职调查显得并非尽如人意，甚至对小部分对冲基金投资者来说，所谓尽职调查就像烟幕弹一样为掩人耳目罢了。诸如此类形式的尽职调查是我们不希望继续看到的。

无论是单一策略基金经理还是FOF经理，他们都必须清楚整个投资决策的过程，并在市场调研的过程中对所投标的进行独立的评估。尽管市面上很多FOF和对冲基金都符合投资者的要求，但在实际中投资者却反映与营销人员或团队的合作经历很糟糕。傲慢的态度和令人恼怒的事相当普遍。投资者没必要忍受这些，因为这是你的资金，如果他们在回答你的问题时显得很不耐烦或态度傲慢，就不要与他们合作。你可以发邮件告知我们，dsrb@hedgeanswers.com。

基金募集实质上就是一份销售工作。有的人理解这一点，有的人不理解。它仅仅是一份工作而已，谈不上好坏。销售几乎没有什么荣誉感可言，而且很多基金公司似乎在频频更换自己的销售人员。但市面上却很缺乏经验丰富的专业销售机构，如果你前几天刚跟某个人谈完事情，不要惊讶几天后你将跟另一个人处理后续事宜。

整个销售过程会持续很长的一段时间，在这期间，无论是投资方还是咨询方都常常发生人事变动。因此，FOF的销售人员要对基金的策略和组织架构等细节性内容紧密关注。并且，由于许多投资者初次涉足投资领域，再加上投资过程常受到时间的限制，因此投资策略的教育也同样重要。

提出问题

FOF专业人士向潜在投资者询问的最基础也是最有意义的问题是：他们的投资需求是什么？投资期望又是什么？反过来，投资者应该询问FOF经理赎回底层基金的原因以及何时选择赎回的问题。

与FOF机构的投资经理和风控经理的面对面交谈会优化你的投资决策。但是，这并不意味着几场会议就足够了。许多投资者在和FOF经理交谈后都很满意，但满意还不够。你需要去获取相关资料，同财务人员面对面交谈并对其背景进行审查。许多人曾说，麦道夫的投资方案肯定通过不了投资测试；但实际情况是，很多一度被认为是严谨的对冲基金和FOF经理，最后也被麦道夫事件所牵连。尽管评审团对于他们是否真正参与这场骗局未下定论，也许他们从一开始就知道这是一场骗局，但也许他们从始至终都被蒙在鼓里。有一件事是可以肯定的：如果他们对审计和计算资产净值的会计师事务所进行过翔实的审查，那么肯定会发现其中存在的一些问题。

得到解答

FOF必须直观而通俗地解释其策略与其他公司的不同之处，并能解释他们是怎样获利的。这不仅仅是关乎几个基点的事。开展尽职调查时，许多FOF经理习惯于让一

堆分析师都参与到对冲基金的尽职调查过程中。但这可能只是一个障眼法，他们不过是想制造他们在认真工作的表象。我们认为FOF经理只需带上几名代表去参加会议就足够了，这其中包括负责基金管理并熟知投资运作的能手。人多手杂，参与的人数过多有时并不是件好事。

与华尔街的传统观点一致，大多数投资经理认为，那些把项目建议书做的最厚的经理管理的基金最好。建议书有多厚没有必要比，真正重要的是其中的内容和包含的信息。投资者的日程通常非常满，基金经理可能只有30多分钟的时间向其介绍自己的产品，因此更应该保证阐述的简明扼要性，当然不能顺手把整本书抛给投资者，几页纸的内容就足够了，并应就投资者的疑问与其进行公开探讨。

投资者希望对风险的管理、研究的过程、投资团队和高级专业人员的背景，以及FOF是否适合自己当前的投资都有一个了解。与此同时，投资者也希望能了解当前的投资环境及FOF的配置情况。他们希望能对当前经济的整体运行情况有一个把握，以及FOF将如何适应未来经济和市场可能面临的变化。

根据预先确定的定量要求，基于各类数据库对FOF进行一番筛选后，投资者或顾问将陆续跟进对潜在FOF经理的现场尽职调查。除了开展与公司重要投资人员、操作人员以及法律合规人员会面等日常的尽职调查流程外，一致的投资哲学与投资策略也是让投资者对一个FOF经理产生好感的来源。在对底层对冲基金投资组合及其投资策略进行审查时，投资者必须要知道它们在FOF资产组合中是如何相互配合的。要求FOF经理对其投资进行后续监测对于投资者确保其风控系统的真实有效性同样非常重要。

尽职调查过程

在尽职调查确定所要投资的基金经理人选的过程中，使用的最有效的工具就是“投资建议书”（Request for Proposal），即RFP。在资产管理领域，RFP就好像是资产管理公司为正在寻求特定风格投资的潜在投资者提出投资建议的企划书。投资者通过他们的投资顾问对外宣称他们正在研究满足其投资要求的基金经理，在这个过程中，他们会邀请经理们完成RFP的填写，并写一份正式的推荐意见书以说明每只基金的投资策略优于同行的理由。基金经理只需耐心等待这些潜在投资

者的积极回应。

许多诸如《养老金计划与投资》(Pensions and Investments)之类的金融刊物都会为RFP开设专栏。每个RFP都有一套独特的问题设置,其中包括基金经理的历史业绩、公司的设立背景、发展沿革及主要负责人,也包括公司的法定结构、费用结构、所做的投资概况以及风控体系。RFP少则15~20页,多则50~60页不等。

许多大型对冲基金和FOF都有专职负责RFP的人员。随着对冲基金行业的逐渐成熟,如今RFP已被对冲基金经理当作一种主要的营销工具在使用。它是项目建议书的文字演示,也是营销书籍的演示文稿。简单来说,它主要是文字而不是图片。

经理都乐于让设计人员花费时间在RFP中插入大量图片、行业对比图(尤其是那些显示经理业绩在行业前10%或前25%的图表)以及一些组织架构图和相关附录,但这样做会使得RFP看起来不过是附带很多精美打印页面的冗长文档。

如今,咨询公司或其他直接投资者都把RFP上提供的关于基金经理及其投资策略的信息作为开展尽职调查的第一步。它用一种标准的格式向投资者提供简明的信息。这些信息要么用在尽职调查过程中来评估基金经理,要么仅仅用来丰富内部数据库。在很多情况下,投资顾问和FOF经理都会自诩他们的数据库中存有成千上万的基金经理的资料,但最后只会挑选出其中表现卓越的一小部分。这种相对比例的提及在他们看来似乎很重要。

基金经理担心的一个问题是,RFP被认为是营销的一部分,因此在宣传给潜在投资者或现有投资者之前,必须得到相关法律审查机构的批准才可对外公布。因为对冲基金被禁止广告行为,所以在其将RFP提供给现有或潜在投资者之前,必须谨慎对待文件内容并做好保密工作。律师们对这一点感到非常棘手,一些基金经理要求他们签署保密协议,以防这些信息被泄露出去。

保持对投资的持续监测

一旦决定投资,接下来最重要的是跟进。持续的监测过程包括花时间与专业投资人士进行交流,以及阅览中期报告。投资者要保证能收到及时更新的RFP,从中知晓自上一期报告以来所发生的变化,其中包括投资组合的任何细节变动以及未来展

望。除此之外，FOF经理应将任何人事变动及时告知投资者，包括核心员工的入职和离职，以及对其业绩表现的评估结果。

下面3条规则在一定程度上可以保证投资者资金的相对安全：

1. 如果一件事好得令人难以置信，那么它多半不是真的。

2. 凡是不雇用知名度高、推崇度高以及业内经验丰富的服务供应商的投资公司，都不值得你去投资。

3. 不要投资那些你询问相关信息却总不能得到及时回复的公司。

这些规则不仅适用于对冲基金、FOF以及私募股权基金，也适用于其他所有投资。你有权利要求你的资金被妥善管理。你要多问，并且要求获得解答；如果你对得到的回复不满意，那就寻找其他合适的公司。总归是有一些精明的人在做着正确的事情的，投资者要永远相信这一点。

第六章 FOF为什么能取得更好的投资效果

FOF的主要投资者是高净值客户、家族办公室、各类基金会及机构投资者。对冲基金的投资者构成与FOF并无本质差别。对冲基金的投资者所偏好的投资工具至少符合以下特征之一：

- 与公开债券市场和股票市场不相关或相关性较低。
 - 市场环境不佳时业绩能够战胜市场（不亏损），市场回暖后能够抓住机会取得丰厚回报。
 - 对于在固定收益和信贷方面缺乏专业技能，或没有专业投资团队来分析单个对冲基金策略的投资者来说不能涉足。
 - 意图通过投资对冲基金来降低投资组合整体的波动性和风险敞口。
-

早期的接受者

基金会及捐赠基金在20世纪90年代便开始投资于对冲基金，他们最先认可对冲基金的投资者。由于基金会及捐赠基金要求持续而高额的投资收益，并且需要每年获得其本金一定比例的收益分配，他们在投资对冲基金这件事上走在了其他机构投资者的前面。

拥有大量资产的家族办公室也是比较早的开始投资于对冲基金和FOF的投资者之一。尽管如乔治·索罗斯、朱利安·罗伯逊和迈克尔·斯坦哈特等明星对冲基金经理所采用的全球宏观策略在20世纪90年代备受追捧，但许多家族办公室还是认为有必要在不同大类资产及投资策略间进行分散化投资。有鉴于此，家族办公室便产生了鉴别对冲基金经理的服务需求。我们的调查显示，只有少部分家族办公室有能力鉴别对冲基金经理。绝大多数的家族办公室对于对冲基金经理的鉴别的主要依据都是基金经理的口碑，而关于基金经理口碑的相关信息则大多是在诸如乡村俱乐部聚会这类社交活动中得来的（听起来是不是很熟悉）。

20世纪90年代早期，FOF经理大都在为筹集资本以开展业务而挣扎。这一阶段，处于初创阶段并且尚在为筹集资本而挣扎的FOF与财大气粗的家族办公室间难以建立合作关系。而两者间合作关系的建立始于一些大型家族办公室进军FOF管理行业，并在行业内建立了在对冲基金筛选及投资方面具有较强能力的FOF管理机构。由于大型的家族办公室与机构投资者较为相似，因此其与FOF的合作较为契合。自此私人财富管理与机构投资两个领域开始趋同，均开始通过投资对冲基金来追求超额收益。

选择基金经理

家族办公室和FOF的联合源于家族办公室意图学习基金筛选及尽职调查的技巧。在投资FOF的过程中学习FOF如何筛选基金经理并如何在市场中获利，这点对于投资者来说很有吸引力。这种合作关系还有一个优势是，投资者可以掌握筛选基金经理

的必要工具以及获得进入未知投资领域的途径。许多家族办公室由成功的企业家所创办，所以如果可以使家族获得超额收益的话，他们仍然乐意投资于那些没有太多历史业绩的基金经理。

Landmark Management是一家位于纽约的多家族办公室，该公司的特里普·参孙（Trip Samson）是该策略的率先使用者之一。

特里普的公司管理着数个家族办公室的资产，并且在20世纪90年代中期就开始投资于对冲基金。其投资组合的目标除了分散公开市场风险外，还需分散旗下数个家族持有的股票头寸的风险。在特里普开始把目光投向对冲基金的时候，他遇见了两个同样开始涉足FOF的金融行业“老兵”。这两个人都需要资本，且都希望扩展自己现有的关系网。而特里普拥有资本，并且想涉足对冲基金行业，同时他认为与这两位行业老兵合作会是双赢的。事实证明正是如此。那个时候，FOF的投资回报与对冲基金一样都极为可观。他们的冒险获得了成功。

得益于与这些事业起步阶段基金经理的关系，特里普开始将业务扩展到对冲基金直接投资领域。其业务的扩展不仅帮助其实现客户的投资目标，同时也使得公司及客户在2000~2002年的科技泡沫中全身而退。特里普发现该时期FOF的投资过度分散化了，于是他选择直接投资对冲基金。他的企业已经成为一个专业的FOF经理。

在与家族办公室的广泛接触中，FOF逐渐被特里普及很多既希望投资于对冲基金又不愿雇用相关团队的投资者所认可。即便是那些自身经验丰富，不吝惜于人力成本，并且以直接投资为主的家族办公室，也不会放弃和FOF的合作关系，他们通常把FOF作为外部研究资源的提供方。一般来说，家族办公室在投资对冲基金的过程中更为关心所投资基金的定制化程度，而不像传统机构投资者那样更关心组合的波动性，他们力图通过投资更为定制化的产品而获得“出其不意”的高额投资回报。相对于FOF能够分散风险的优势，家族办公室更为偏好长期持有定制化对冲基金而带来的税收优惠。而在家族办公室投资FOF的时候，他们更喜欢诸如新兴市场投资、不良资产投资或特定行业投资这类利基投资策略。

谁来投资

每个家族办公室的投资标准都不尽相同。但可以明确的是，忽略掉部分市场动荡时期以及个别欺诈案例的影响，随着全球范围内高净值客户和家族办公室资产的不断增长，这一类投资者的资产势必会不断地涌入对冲基金及FOF之中（见图6.1、图6.2和图6.3）。

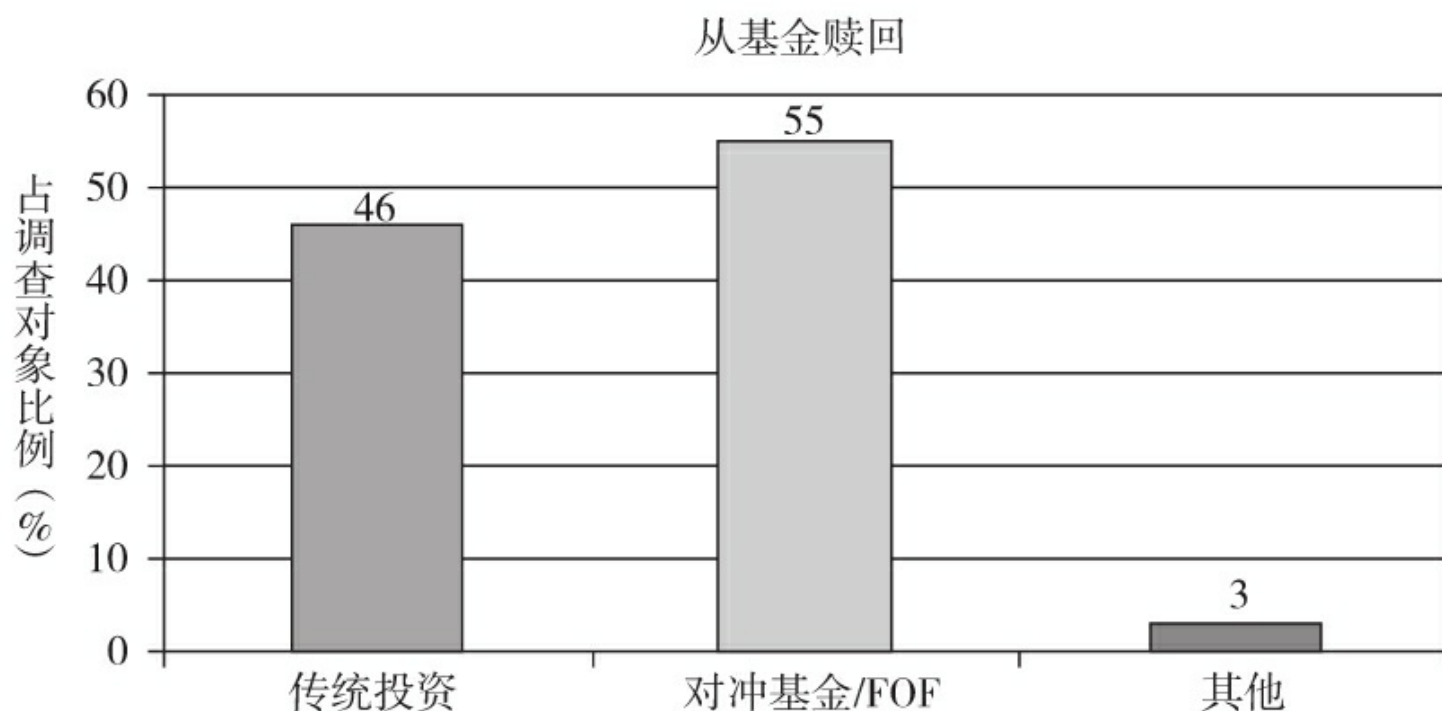


图6.1 希望从基金经理处赎回资产的投资者比例

资料来源：IPI家族业绩跟踪调查，2008

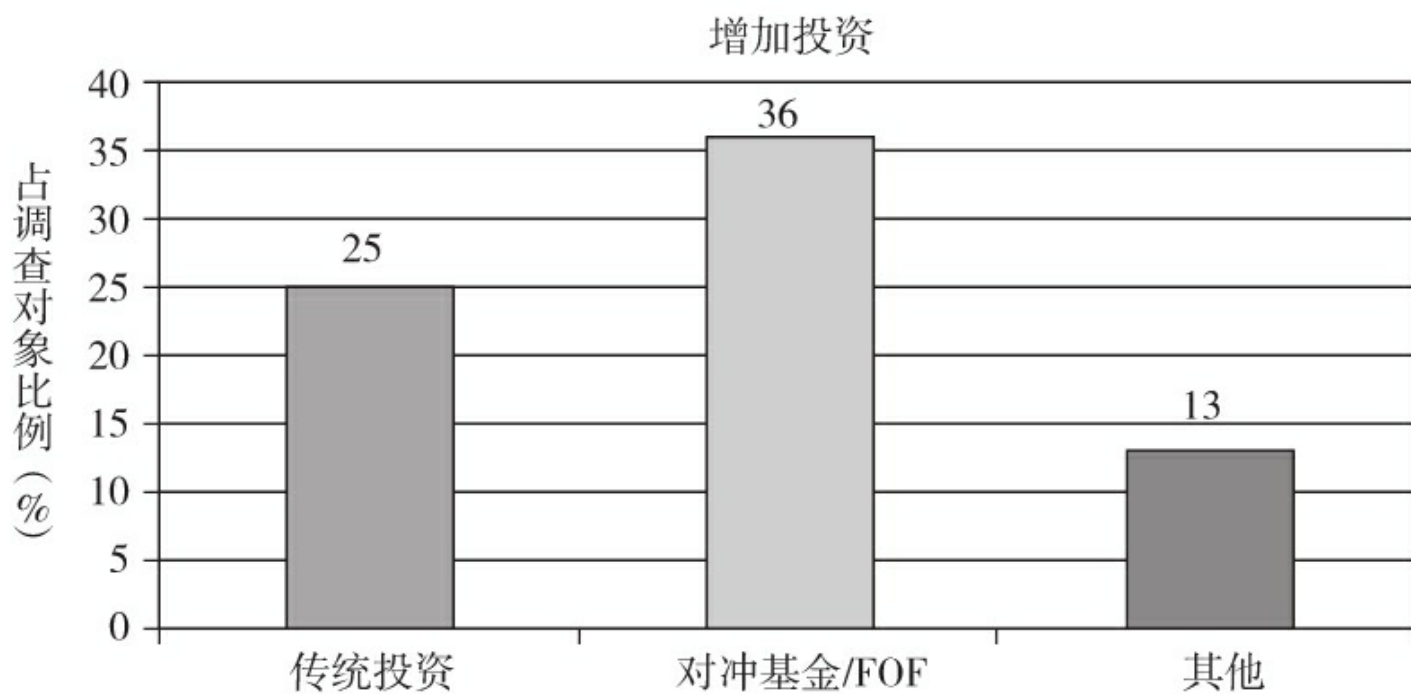


图6.2 希望增加投资的投资者比例

资料来源：IPI家族业绩跟踪调查，2008

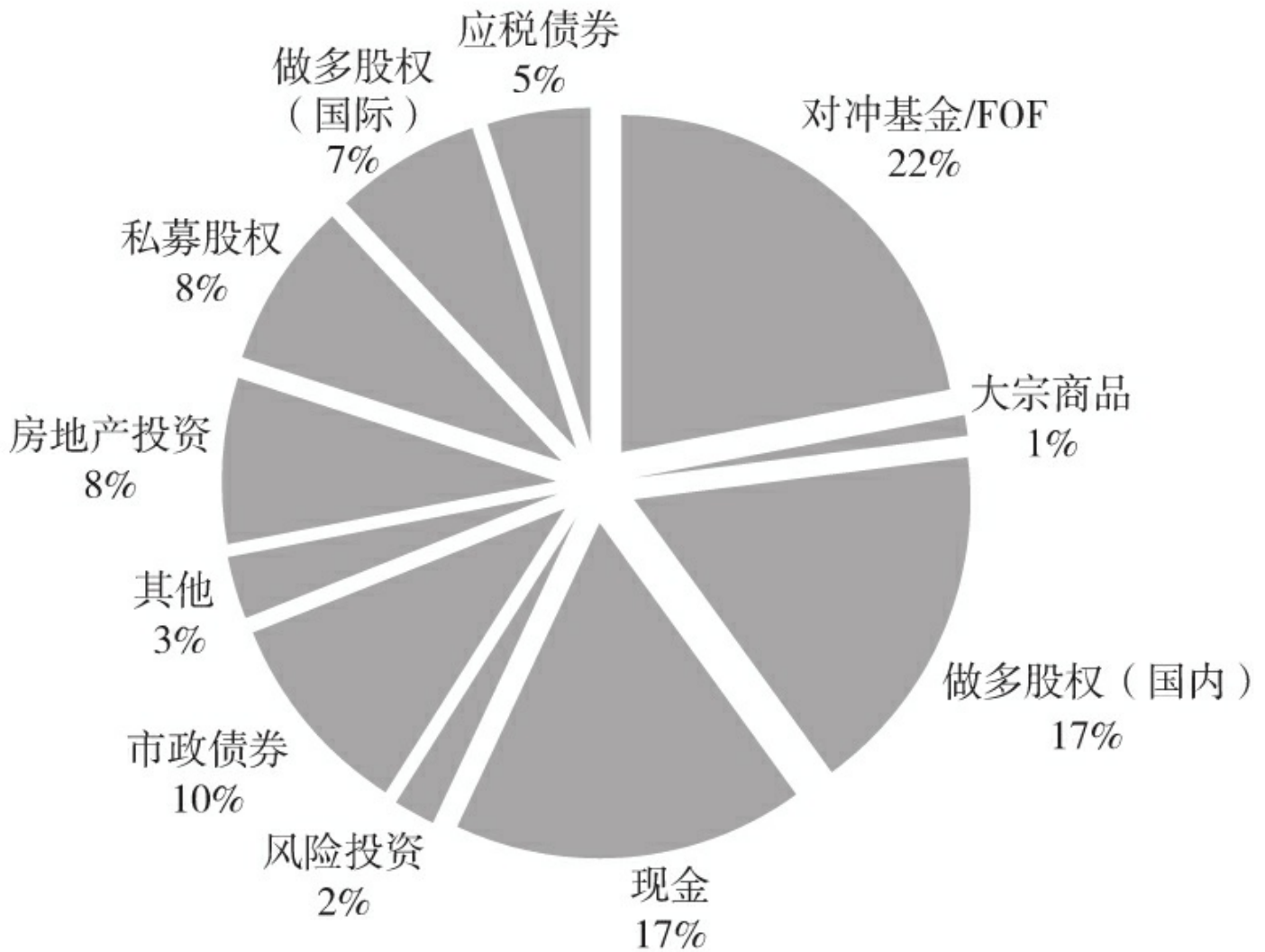


图6.3 2008年平均资产配置情况

家族办公室在内部结构及组织形式方面与机构投资者较为不同，他们通常都是向有决策权的家族成员汇报投资建议并由有决策权的家族成员直接做出投资决策，这样对于机构投资者的投资流程来说更为高效。而更为高效的投资决策程序对于投资者及其所投资的基金来说都是更有利的。许多机构投资者的投资决策程序却日渐低效，他们受困于对投资策略以及组合管理不甚了解的董事会所制定的条条框框，因而无法迅速做出决策。

过去数年中，推动资产管理行业规模不断壮大的一股重要力量是大型州立养老金。大型州立养老金无疑是市场上的“庞然大物”，它们懂得并善于利用自己的规模优势及市场地位。著名的大型州立养老金包括阿拉斯加永久基金（Alaska Permanent Fund）、马萨诸塞养老储备投资（Massachusetts Pensions Reserves Investment）以及宾夕法尼亚雇员退休基金（Pennsylvania State

Employees Retirements System)。

对冲基金与私募股权基金类似，它们相对于共同基金受到更少的监管，都有锁定期安排，并且都能够将基金经理与投资人的利益绑定。无论是在对冲基金行业还是在其他投资领域，基金经理敢于投资于自己所管理的基金都是正面的信号。无论是FOF在对其拟投资基金进行调研时，还是投资者在与拟投资FOF进行交流时，基金经理有没有投资于自己所管理的基金都是首先要被问到的问题。

随着对冲基金行业及FOF行业的不断壮大，许多大型的对冲基金及FOF管理机构开始效仿共同基金的公司组织模式。上述行为引发的一个问题是：对冲基金及FOF经理的重心是放在营销方面还是投资管理方面？毕竟共同基金中很多基金经理的工作重心在营销方面而非投资管理方面。共同基金经理的工作重心之所以放在营销方面的一个重要原因在于共同基金的管理费是按照基金规模收取，而非根据基金业绩表现情况收取。由于共同基金经理不会因为出色的投资业绩而获得额外回报，所以他们最近的策略就是使得业绩保持在平均水平。同时，由于很多共同基金都是上市公司，股东们往往看重基金经理能否将其管理基金的规模做大，而其投资业绩则显得次要一些。

增长的资产规模

投资者最关心的是投资回报，而非管理人的管理规模是否增长或者管理人的资产分配问题。而一个合理的有限合伙结构必须达到既能保护合伙人的利益又能保证实现有限合伙投资目标这两个目的。投资者在投资之后，也要警惕大额资本流入有限合伙稀释其投资收益，或者会对有限合伙投资目的造成影响的合伙结构改变。

大学基金会也是对冲基金和FOF的早期认同者。哈佛大学基金会及耶鲁大学基金会是对冲基金行业的两个著名的直接投资者，其投资对冲基金行业的时间均可追溯至多年以前。而那些因为没有完善的投资团队导致不具备直接投资对冲基金的能力的小型大学基金会，则会通过投资FOF而间接投资于对冲基金（见表6.1）。

表6.1 全部资产按照资产类别配置的平均占比

2008 NACUBO 捐赠研究©2008 国家大专院校商务官协会									
全部资产按照资产类别配置的平均占比*									
投资池资产	股权 %	固定收益 %	房地产 %	现金 %	对冲基金 %	私募股权 %	风险投资 %	自然资源 %	其他 %
超过 10 亿美元	39.4	10.8	6.4	1.4	22.6	10.0	3.6	5.3	0.5
5 亿~10 亿美元	42.5	14.6	6.1	1.9	19.2	7.7	2.8	3.5	1.7
1 亿~5 亿美元	50.4	16.5	4.1	2.5	16.4	4.3	1.2	3.0	1.7
5 000 万~1 亿美元	54.1	20.3	4.2	4.4	11.5	1.8	0.5	1.9	1.4
2 500 万~5 000 万美元	57.6	20.8	4.1	3.4	10.4	1.0	0.3	1.2	1.1
小于等于 2 500 万美元	55.9	27.1	2.2	8.1	3.3	0.6	0.3	0.4	2.1
公开	51.7	21.4	3.5	4.8	11.0	2.9	0.8	2.4	1.6
独立	52.0	18.1	4.4	3.4	13.8	3.5	1.2	2.2	1.5
等权重平均	51.9	19.2	4.1	3.9	12.9	3.3	1.0	2.2	1.5
基于美元权重平均	40.0	13.1	6.5	0.5	21.0	8.4	3.2	6.5	0.9

* 744 家机构提供了投资池资产类别数据。

2003 NACUBO 捐赠研究©2005 国家大专院校商务官协会

全部资产按照资产类别配置的平均占比^a

投资池资产	股权 %	固定收益 %	房地产 %	现金 %	对冲基金 %	私募股权 %	风险投资 %	自然资源 %	其他 %
超过 10 亿美元	44.8	18.6	4.2	1.8	19.9	5.2	3.0	1.9	0.7
5 亿~10 亿美元	54.4	18.2	4.2	1.4	13.4	4.2	2.7	1.1	0.4
1 亿~5 亿美元	56.5	23.5	2.9	2.7	8.3	2.2	1.3	0.8	1.8
5 000 万~1 亿美元	58.7	27.2	2.8	4.9	4.3	0.6	0.3	0.1	1.1
2 500 万~5 000 万美元	60.2	27.7	2.6	3.5	4.2	0.2	0.2	0.1	1.4
小于等于 2 500 万美元	57.0	29.8	2.2	6.6	1.6	0.2	0.1	0.0	2.5
公开	58.1	27.9	2.1	4.0	4.3	0.9	0.5	0.4	1.6
独立	56.7	24.9	3.1	4.0	6.9	1.5	0.9	0.4	1.6
等权重平均	57.1	25.9	2.8	4.0	6.1	1.3	0.8	0.4	1.6
基于美元权重平均	49.4	21.4	4.5	1.5	13.5	3.8	2.7	2.4	0.8

^a 705 家机构提供了投资池资产类别数据。

资料来源：2008 NACUBO 捐赠研究©国家大专院校商务官协会

在研究过程中我们发现了一个很有趣的现象：过去数年间风险承受能力较强的大型机构投资者加大了另类投资（诸如对冲基金、FOF）的比例，而小型机构投资者在“控制组合下行风险、提升组合分散程度”等旗号下也加大了对于另类投资的配置。

对冲基金如何运作

“FOF投资是理解对冲基金如何运作的第一步。” Perella Weinberg Partners公司的鲍勃·博尔特（Bob Boldt）如是说，该企业是一家位于纽约的金融服务企业。大多数投资者，包括基金会、捐赠基金、养老基金，都在以一种创新的方式获得超额收益。FOF经理的职责就是从 β 中分离出 α ，或者以低价买入 β ，并用不同的策略实现 α 。大型州立养老基金出于安全考虑，只将3%~5%的计划资产涉足对冲基金，而基金会和捐赠基金则在寻求高收益方面表现得更为激进。将投资FOF作为认识对冲基金的第一步是一个不错的选择，不过随着另类投资领域的不断发展，FOF的投资者会逐渐转变为对冲基金的直接投资者。

然而个人退休计划基金才是这个市场上伺机而动的“庞然大物”。随着“婴儿潮一代”进入黄金年龄段，个人退休基金开始尝试利用多空投资工具来保护其资产的安全。可是对于一些个人退休基金计划来说，其风险意识觉醒的有些晚。

2009年1月，规模排名前1000的个人退休基金计划的资产由于股市波动缩水了近10000亿美元。排名前200的确定给付退休金计划（DB Plan）损失了近16.5%的资产，排名前200的确定缴费退休金计划（DC Plan）损失了近13.7%的资产。根据一直追踪该行业的《养老金计划与投资》杂志反映，这是过去30年来最惨烈的一次下跌。[\[1\]](#)

总之，退休基金在次贷危机中的表现一塌糊涂，其在投资管理方面亟须改变。投资于对冲基金等另类投资品种是公认的能够使退休基金投资重回正轨的有效途径，也是其弥补因投资亏损而产生的缺口的希望所在。

养老金计划与对冲基金

最大的几家给付退休金计划所配置的对冲基金规模从2001年9月的32亿美元增长到如今的763亿美元，其中包括386亿美元的直接对冲基金投资和377亿美元的FOF投资，总体增长幅度高达51%。这些数据表明大型养老金计划目前偏爱投资于FOF，但逐渐也在涉足单一策略的基金和能够帮助他们达到投资目的的定制化另类投资。

鲍勃·博尔特认为：“养老金计划在对冲基金领域中的投资规模还应再扩大3%~5%。但许多养老金计划管理人对于对冲基金的作用并不清楚，他们的投资还将继续依赖于他们的投资顾问。在这种情形下，挑战就在于投资顾问们应如何向他们的客户普及对冲基金方面的知识了。”

鉴于麦道夫的丑闻事件，博尔特的言论更显意味深长。投资者需要具备相应的知识储备，并能理解他们的资产是如何被运作的。遗憾的是，大多数投资者没有时间或专业化背景来完成这个工作。这样的结果就是，这部分养老金计划尤其依赖他们的投资顾问来做投资。

投资者内部的一些问题

对于那些正在做基础设施投资的养老金计划，直接投资是他们的下一个目标。博尔特认为基金会和捐赠基金已经开始在行动了，并且向对冲基金领域增加的投资表明它们有更高的回报要求。与利用FOF来满足对冲基金投资需求的投资者不同，基金会和捐赠基金愿意承担更高的风险并获取更高的投资回报。博尔特已经察觉到一些做传统投资的基金经理正在逐渐增持对冲基金。

每个投资者对对冲基金都持不同的看法。比如一些投资者将其作为一项资产进行投资，另一些投资者却将其视为一种结构性投资工具，其持有目的是为了协调整体资产的风险敞口，并使得调整市场敞口的灵活性达到最大。对冲基金经理不仅操作空间大，而且也更容易发现新的投资机会。当然，这其中也存在着一定风险。

目前没有一个模型来量化对冲基金的投资风险，但可以确定的是它与投资者的风险偏好以及资产负债率的要求有关。作为投资者一方，应尽早去理解其中的投资细节以权衡资产的风险和收益。

基金会和捐赠基金在过去十年的时间中一直致力于向他们的投资委员会普及相关的知识（或是采用接受大学投资专业教授再教育的形式），相比于传统的对冲基金投资者，他们的投资具有不同的风险属性。当市场发生不好的变化，比如出现崩盘或者发生骗局事件时，养老金计划管理人便将责任推给咨询机构。尽管风险事件发生的可能性不大，但是基金的管理人会时常宣称配置到FOF的资产规模很小，并且投资咨询机构依然很负责任。

“咨询机构满足了投资者推卸责任的投资心理需求，” 纽约资本市场风险投资咨询机构（New York-based Capital Market Risk Advisors）的创始人兼主席莱斯利·拉尔（Leslie Rahl）如是说。“直接投资对冲基金的风险无疑会更大，但却能让投资者定制投资组合，独立完成投资决策并知晓投资的风险所在。”

[1]资料来源：Christine Williamson, "Top 1000 funds drop close to \$1 trillion," January 26, 2009, Pensions Investments. www.pionline.com/apps/pbcs.dll/article?AID=20090126/PRINTSUB/301269981/-1/PENSIONFUNDDIRECTORY.

同质化的投资模式

为什么投资顾问向客户推荐的投资产品往往都是规模较大的FOF产品？虽然大部分公司都在这么做，但也有少数几个投资咨询机构是真的在尽心尽力为他们的客户推荐对冲基金和其他投资形式。绝大部分投资咨询机构未曾投入财力去打造一个对于对冲基金的投资策略有深入研究和理解的研究团队，相反，他们对对冲基金的理解还很肤浅，无法达到专业的程度。在他们看来，一只好的FOF或者对冲基金的特征就是资产规模大、历史业绩好，并且是许多大型投资机构的标的物。这是老一代的做法，新一代投资顾问们呈现出的面貌就完全不同了。他们在另类投资的大环境下成长起来，具备专业技能来对对冲基金进行深入研究，逐渐完成着由FOF向直接投资对冲基金的转变。2008年次贷危机后，投资者对投资建议报告等开始持更为审慎的态度，尽职调查也更用心，仔细审慎在整个行业中显得更为重要。

之所以把对冲基金和FOF纳入另类投资范畴，是因为相比于只能做多的传统投资工具而言，他们的不同之处在于可以同时做多和做空市场。然而一些初次涉足FOF的机构投资者对其业绩并不满意，背后的原因之一在于指导他们做相应投资者的投资咨询机构缺乏对对冲基金行业的充分了解或不具备相应的投资技能。这些在审查和挑选对冲基金时要求具备的技能与只能做多的传统投资完全不同。对冲基金投资策略变化多端，这就要求投资咨询机构和投资者都赶上其发展速度。原因之二大概是FOF经理存在的问题了，他们不知道这些初次涉足的机构投资者们想要在所披露的报告中看到什么，也不知道他们应该更为详尽地解释背后的投资策略、资产的流动性、整个投资过程以及对投资的展望。

但倘若能形成相互沟通的模式，投资者对管理人的业绩表现、披露的报告以及费用安排的满意度也会随之提升。

关于投资顾问

投资顾问们不仅在当前和近期内面临挑战，在将来很长一段时期内也同样如

此。对于他们来说，当前的挑战来源于投资对冲基金所面临的风险。同时，他们还必须向其客户普及关于对冲基金风险与收益的知识；而需要对对冲基金及其策略进行深入研究是他们在近期内面临的第二大挑战。这使得很多投资顾问直接将背后拥有强大研究团队并由大型基金经理所管理的FOF作为投资对象。

Clearbook投资咨询公司（Clearbook Investment Consulting）的布鲁斯·格雷汉姆（Bruce Graham）常年与养老金计划、捐赠基金和基金会保持着合作。他认为客户的专业水平是其认可对冲基金的重要前提条件。“对于基金会和捐赠基金来说，需要一年的时间来搭建这个过程，但对于大型养老金计划来说，至少要2~3年。”他如是说，“虽然时间耗费长，但如果想令他们涉足对冲基金的投资，我们别无选择。”

然而，格雷汉姆与其机构投资者之间的沟通仅限于一些电话交流和3小时的中期会议，并且其中关于对冲基金的投资交流只占很小一部分。尽管面临着一系列的问题，诸如时间的挑战、投资者缺乏经验、急需专业知识的普及等，格雷汉姆仍常常推荐他的投资者把对冲基金和FOF作为超额收益来源而配置到他们的资产组合中。

对所选及预选基金进行后续监测在投资顾问看来也是一件很有挑战性的事。其中的工作包括将管理层变动、周期业绩报告以及收益的分配及时告知投资者们，也会涉及一些诸如“为什么基金表现总与市场背道而驰”的问题。站在投资者的角度，则要求他们必须与对冲基金和FOF经理定期保持联系。一旦经理不再提供相关信息或不愿意开报告会，这种情况下他们应立即赎回投资份额。不要去涉足那些宣称自己不愿意讨论投资策略是因为这样做会对资产组合造成风险的基金经理。总而言之，后续对风险的管理与监控与此前挑选投资标的的过程同等重要。

投资顾问们在与客户交流沟通的过程中应保持积极主动的态度。他们必须对客户随时可能涉及的问题有所预料，并确保自己能对答如流。更为重要的是，一旦投资结果没有达到投资者预期，他们必须有应对方案来解决此事。

知识的普及

知识的普及过程非常重要。现今的分散化投资组合中纳入的不再仅仅是股票和债券等传统金融工具，而是正在迅速发展的新型金融工具，比如衍生品、信用违约互换或者证券贷款工具（Term Asset-Backed Securities Loan Facility，简称TALF）。要知道资金的具体流向，投资者需要去学习的还很多。如今我们都身处24小时不间断的全球市场之中，投资者需要随时做好风险防范工作。2007~2008年的次贷危机警示我们必须随时保持危机感，因为没有什么是不可能发生的。在过去两年的时间内，投资者都很受益于他们的投资顾问源源不断地向他们普及的知识以及在市场波动时为他们提供的技术支持。至于其他投资者，却把时间耗在了寻找新的投资顾问上。

在过去数年里，机构投资者为了增加投资回报，对投资顾问在对冲基金领域的投资能力也更为看重。尽管大部分投资顾问近些年都在建议投资房地产和私募股权，但在过去的两年间，对冲基金的知识普及以及对其进行深入研究的需求越来越多，无疑对投资顾问的专业能力也提出了更高要求。这使得投资咨询机构大幅裁减传统投资人员，并大幅增加对冲基金专业人士。

随着机构投资者对对冲基金以及其他新的投资产品的认可度不断提高，对冲基金逐渐进化成新的主流投资工具。但由于其独特的投资策略以及缺乏标准化的披露体系，研究对冲基金相比于传统投资更有难度。

对冲基金和FOF的推荐和评估过程中重要的一环就是对投资者的知识普及。向投资者清楚阐明什么是对冲基金在实践中非常有难度。因为一旦有投资失败的事件发生，媒体便会对对冲基金行业诟病不断，这在一定程度上会对投资者造成负面影响。

许多养老金托管机构出于对“头条风险”的恐惧，不愿意投资对冲基金。几乎没有哪一家机构愿意花时间来了解对冲基金背后的投资策略和结构。他们不愿意为了追求潜在的丰厚回报而去承担头条风险。如果投资顾问在知识普及的过程中老是犯错，最终也会于事无补。在很多案例中我们都发现投资顾问代表常常是一些转行的野心十足的年轻分析师或销售人员，并且他们中的大多数都有跳槽的打算，这对

投资者和管理人双方无疑都是一个噩梦。资金托管机构无法与这些投资咨询人士搭建起信任的桥梁，后果也就可想而知了。保证知识的普及与销售同步开展有助于延长对潜在投资者的知识普及周期。

“直接投资对冲基金对知识和时机的把握都提出了更高的要求，”莱斯利·拉尔说，“如果投资者不愿意在这上面花费时间，那他们最好选择投资FOF。”

理解对冲基金的过程很像理解债券的内在机理。对于大多数投资者来说，弄懂利率、收益率和债券价格三者之间的关系是件很困难的事。债券类刊物上经常出现这么一句话：“当债券价格上涨时，其收益率在下降。”倘若投资者对这句话理解起来都有困难，那就更不用谈对对冲基金的理解了。为了让投资者知道钱去了哪里，投资顾问以及公司上上下下都应注重对其进行金融理论的普及，这隶属于他们本职工作的范畴。

在经历了2000年的科技泡沫和2008年的次贷危机后，资金托管和投资咨询机构逐渐意识到对冲基金在组合资产风险分散方面的优势。实际中，对冲基金相比于传统投资工具而言，在风险管理和增加超额收益方面表现得更好。同时，会计部门在托管机构的报表中把养老金计划作为一项负债核算。既然对冲基金和FOF的使用为降低整体资产组合的风险提供了解决方案，那么养老金计划的发起方当然愿意为其埋单。

对冲基金的早期认可者中很多是通过FOF接触到这些策略的，现在他们逐渐转为直接投资对冲基金，目前他们主要是与一些利用套利策略的成功对冲基金合作。一部分机构投资者选择独自完成投资，另一部分则是通过FOF来定制个性化的投资委托与FOF经理合作完成投资，在这种投资方式下投资人可以依托于经理的专业技能和背景知识。另外，一些FOF经理与对冲基金经理正一起打造管理账户类的投资工具，以方便投资者对其资产及其透明度进行监督。

养老基金投资者

随着投资者对全球非主流投资工具逐渐重视并试图利用离岸市场的利基策略获利，专业化的投资需求不断增加。

ABP是一家为荷兰270万退休人员提供养老金服务的公司，在2007年便拥有超过2770亿美元的资产。它是对冲基金的早期认可者。在过去7年的时间内，其管理团队积极投资于另类投资产品，目前其超过20%的资产都投向了对冲基金，并且历史业绩相当突出。[1]

普华永道在2008年3月份的报告中显示，ABP公司计划在2009年将其另类投资规模提高到所有资产的26%。如果真的是这样的话，将与哈佛和耶鲁大学基金持平。当然，在经过了2008年的次贷危机后，我们并不清楚ABP公司是否仍有这样的计划。[2]

大学捐赠基金

2005年10月，凯瑟琳·克里希留斯（Kathryn Crecelius）女士开始担任约翰·霍普金斯大学（Johns Hopkins University）的首席投资官，全权负责捐赠基金管理工作。早年她曾将MIT（麻省理工学院）捐赠基金投向另类投资领域。在约翰·霍普金斯大学任职期间，她将原来投资于FOF的资金赎回并重新投向单一策略基金中，其背后的投资团队在另类投资方面花费了相当多的精力。

克里希留斯并不看好FOF。她的观点就是，她之所以被聘于此就是为了打造可以主动管理资金的内部团队。“归根结底是谁来运作基金会或捐赠基金的事，这应该由有能力的投资团队来完成。”她如此说道。

约翰·霍普金斯大学指派专业人员来进行资产的管理，但是其他的机构仍然通过委员会来做这项工作。许多大学和中学都设有投资委员会、捐赠基金管理机构以及外聘活跃于业界的投资顾问，这种架构无疑会带来诸多的问题。平日里，基金会和捐赠基金依托于投资顾问的投资建议，然而一旦投资出现问题，这些投资顾问也是替基金会和捐赠基金背黑锅的人选。

增长的驱动因素

作为一名并购方面的专业人士，埃里克·韦伯（Eric Weber）认为，对冲基金资产规模的增多是由于需求的拉动。

“新涌现出的对冲基金和FOF投资者都是不希望再投资于债券等传统金融工具的那部分人。”他说，“投资顾问告诉他们可以投资对冲基金，他们就真的那样做了。”

据我们的经验，对于养老金计划来说，对冲基金投资的学习周期一般是5年。只有当他们对FOF投资中学到了足够多的知识后，他们才有能力独立投资对冲基金。

莱斯利·拉尔认为在进行直接投资前，投资咨询满足了专业投资机构内部托管方投资的心理需求。同样，当业绩下滑时，他们也是被责骂的对象。“毕竟，刚涉足对冲基金的投资者不具备进行直接投资的专业技能和知识储备。”她补充道，“在某种程度上，他们只是对对冲基金有所了解，便认为他们可以进行相关的投资了。”

[1]资料来源：ABP Statistics—ABP at a Glance, www.abp.nl/abp/abp/english/about_abp/about_us/abp_at_a_glance/default.asp.

[2]资料来源：PricewaterhouseCoopers, “Transparency versus returns: The institutional investor view of alternative assets,” March 2008, www.pwchk.com/webmedia/doc/633422068336988144_fs_trans_vs_return_mar2008.pdf.

向直接投资的转变

在投资者从FOF到对冲基金的投资转变中，他们偏爱于选择那些名声在外的大型基金公司。除了那些受到投资者追捧的大公司，有许多小而优的基金公司未能进入大众视野。

遗憾的是，许多投资者并未抓住这些投资机会，反而继续追逐大型基金的投资。在这种情形下，大型基金的规模越来越大，名声也越传越远。由于对冲基金有广告禁令，找寻基金经理也大多凭借口碑效应。如此看来，品牌效应在这个行业中的重要性就不言而喻了。

只有在业绩得到投资者口口相传的称赞后，基金的品牌效应才得以建立。问题却在于最后的结果并不如期望的那般好。在做投资的过程中，品牌效应始终取代不了尽职调查，投资者应一直将尽职调查放在首位。

第七章 理解风险及尽职调查的必要性

系统性风险通常被用于形容金融机构与资本市场间的一系列连锁反应，也就是一个市场参与者的倒闭使得其他机构不能独善其身的风险。1998年俄罗斯债务违约后长期资本管理公司的崩盘被公认为系统性风险导致市场混乱的最典型案例。

长期资本管理公司事件始末

许多书籍都曾提及过这个“天才”们所组建的公司的失败案例。由所罗门兄弟公司 (Salomon Brothers) 班底打造的长期资本管理公司始于1994年，其年均投资回报率达到了不可思议的40%以上，长期资本管理公司的投资经理们一度认为他们可以掌控投资界。约翰·梅里韦瑟 (John Meriwether) [\[1\]](#)，以及由学者、交易员、前美联储官员构成的长期资本管理公司投资团队，利用投资杠杆将公司12.5亿美元的管理规模放大到超过100亿美元的投资规模。1998年夏，在全球范围内不同市场、不同投资品种上进行了大量套利交易的长期资本管理公司最终倒下了。此时，长期资本管理公司的投资经理们通过众多复杂模型的使用，广泛地在发达市场及新兴市场上进行债券及权益投资，他们在众多市场都持有大量的头寸。加之投资杠杆的过度使用，一场灾难在酝酿之中。随着俄罗斯宣布债务违约及亚洲金融危机的影响不断蔓延，长期资本管理公司所持有资产价格不断下跌，其持有的组合被迫进行止损操作。最终长期资本管理公司因无力追加保证金，在美联储的协调下被接管。简而言之，天才们一败涂地。

1998年9月末，纽约联邦储备银行召集众多华尔街投资银行、商业银行的高层一同讨论长期资本管理公司造成的一系列困局的解决办法。参与该讨论的权贵们对于长期资本管理公司“大而不倒”的市场地位普遍认同，于是必须达成一个能够保证长期资本管理公司所举债务不发生违约的解决方案。纽约联储建议14家机构给予长期资本管理公司36亿美元的流动性支持，以使得长期资本管理公司的组合可以平掉头寸并进行清算。该方案意图通过对长期资本管理公司的流动性支持来削弱其对金融体系及银行体系的一系列不利影响。

长期资本管理公司的管理层一度坚信在他们所使用的模型框架下组合收益来源间的相关性极小，投资杠杆的使用会增强组合收益。在俄罗斯债务违约发生后资金普遍向避险资产转移的过程中，流动性及信用成了投资者首要的关注点。在此背景下，长期资本管理公司不同交易、不同头寸间的相关性陡增；高杠杆导致的变现压力使得形势更为棘手，此时长期资本管理公司已经不可能从危机中全身而退。在此案例中，系统性风险就是长期资本管理公司崩盘及其引发的全球资产价格连锁性下跌给全球金融机构带来的压力及风险。如果后续参与救助的14家机构没有介入，长

期资本管理公司崩盘引发的全球资产价格下跌应该会更为严重，可能会给全球市场造成更大的冲击及不利的影响。

长期资本管理公司事件结束后，世通公司（WorldCom）、阿德菲亚（Adelphia）通讯公司、安然公司（Enron）、环球（Global Crossing）电信公司在2001~2002年曝出的一系列丑闻接踵而来，无不给金融体系的稳定性带来了严峻的挑战。

此后的次贷危机则再一次让我们看到存在于对冲基金、商业银行、资本市场、投资银行以及华尔街精英间的不可割裂的联系。此次危机中，先后不到6个月的时间里贝尔斯登、雷曼兄弟、美国国际集团等机构便失去了自由之身，同房地美、房利美一同加入了“国有接管”（Conservatorships）的阵营。

[1]长期资本管理公司创始人。——译者注

长期资本管理公司事件后又发生了什么

历史不断重演，1998年及2002年的那些故事在2007年披上了“次级债务”的外衣而再次浮出水面。“次级债务”一词始于华尔街，指向不符合抵押贷款标准的借款人发放的债务。在政客们的鼓励下，包括商业银行、储蓄银行以及华尔街的投资银行在内的金融机构一直提供房地产抵押贷款服务，以助力民众实现拥有房产的美国梦。然而互联网泡沫破碎后，投资者对于房地产的看法急剧变化，认为房地产投资是他们能够赚取利润的唯一投资标的，坚信房地产价格至少不会下跌，甚至坚信房地产价格会一直上涨。为抓住这一商业机遇，具有极强创造力及发行能力的华尔街金融机构决定为现有及潜在的偿付能力较差的投资者发放房地产抵押贷款。为此，众多机构都为次级债务发放设计了金融产品，类似的金融产品被形象地称为“问题资产包”（teasers）。

系统性风险的进一步解释

房地美和房利美对“贷款价值比（loan-to-value）不低于80%”这一房地产贷款发放标准严格执行了许多年。换言之，借款人必须支付20%的首付款并经过严格的财务状况及偿付能力审查程序才能获得贷款。然而次级贷款打破了上述标准，贷款价值比被不断提升，甚至到了100%，同时贷款审查程序也被严重简化。除此之外，贷款的利率结构也被设置为初期较低（诱骗利率），而在之后的利率调整日调整为较高的利率，这样的利率结构使得借款人未来很难保证还款。

尽管贷款机构被冠以“利用不对称信息的掠夺者”的恶名，还是有越来越多的机构涉及次级贷款业务。在零首付（或低额首付）的刺激下，越来越多的人加入到买房大潮中，房地产商们也应势在全美范围内积极开工新项目。此时，银行欣喜于新开工房地产带来的信贷增长，议会则欣喜于房地产业带来的经济增长，而借款人则欣喜于稳定且低利率的贷款。而正欣喜于新增次级贷款规模已经赶超符合严格按按揭标准的传统贷款规模的房地美和房利美并不满足，他们仍试图将次级贷款的发放标准进一步降低以继续推进发放规模的增长。为了追求更高的营收和利润，房地美

和房利美又踊跃地将次级贷款资产放进了他们的自营交易组合中。

次级贷款利益链上最大的受益者是谁呢？当然是华尔街上的金融机构以及对冲基金行业。华尔街上的机构们利用他们从全球知名高校雇来的金融工程领域专家，借助一系列假设及预期违约模型的构建及研发将次级贷款的本息现金流“拆解重构”成新的金融产品并定价。华尔街精英们不断将来自全美的次级贷款现金流“打包”，并将打包资产划分为不同级别以满足不同类别投资者的投资需求，他们在上述的业务模式上获利颇丰。

恐怕没有什么能带来此般皆大欢喜的局面了，贷款机构以及将次级贷款重构为结构化产品的投资银行都获得了丰厚的利润，承销商和分销商们也取得了丰厚的佣金，次级贷款的利益链条堪称完美。以穆迪、标普为代表的各大评级机构对于这场次级贷款盛宴也是青睐有加，抵押贷款产品的增加意味着全市场债务融资规模的增加，而这一切都会带来评级业务量的增加。金融工程领域的专家们构建各种模型及假设，基于这些模型和假设的结构化产品在金融市场上不断被交易。

部分对冲基金也雇用了大量的金融工程专家，他们十分清楚华尔街对于抵押贷款产品设计及定价是基于一系列错误的假设。贷款机构对于借款人偿还能力的把控力度比市场的预期要差很多。可调整利率贷款开始调整为高档利率之时，借款人开始品尝到了他们自己种下的恶果。而此时抵押贷款产品的销售也成了问题，华尔街对此类产品显现了“消化不良”的迹象。抵押贷款产品由此得到了一个形象的名字——“有毒资产包”（toxic waste）。

结构性投资工具

直到2007年，结构性投资工具（简称SIV）并不为人所熟知，它也是大量抵押贷款产品的流向之地。结构性投资工具特指金融机构设立的一种离岸基金，金融机构设立其主要用途在于出售短期限债务融资工具融资后，购买各种抵押贷款证券化产品。结构性投资工具通过更高的短期收益率吸引投资者，其通常做法是在商业票据市场出售短期债务工具进行融资后购买期限较长的债务工具。恐怕没有投资者真正了解结构性投资工具的运作机理以及为什么可以提供较传统货币市场工具更高的收益率，然而谁又会真正在意这些呢？结构性投资工具所发行的短期债务融资工

具被给予AAA的评级并通过花旗银行等一系列大型金融机构销售，鉴于此，投资者对于其安全性当然信任。但最终投资者对于上述产品的信任还是崩塌了，随之也停止了对于此类产品的购买。

上述产品出现信任危机的导火索源于贝尔斯登所管理的一只房地产抵押贷款对冲基金的崩盘。该基金广泛投资于抵押贷款产品以及担保债务证券。随着2007年年初房地产抵押贷款违约率的攀升，抵押贷款产品基础资产的现金流愈发不可预测。并且该基金为了博取更高收益使用了投资杠杆，此时基金的业绩表现开始承压。之后投资者们渐渐对市场风险的变化有所察觉，随之而来的不安情绪使得投资者们采取了赎回基金的行动。突然而来的大笔赎回使得前述基金的基金经理深深受困于两大难题——定价难题及流动性难题，这两大难题正是对冲基金领域一直难以应对的问题。鉴于贝尔斯登在抵押贷款产品市场举足轻重的地位，其无法为抵押贷款产品定价并进行变现的事实成为了市场的隐忧。

华尔街为该基金提供融资服务的主经纪人们此时也表达了忧虑，并决定采取行动对他们为该基金的借款头寸进行保护，继而他们冻结了该基金向其融资时提供的质押资产。同时在该基金急需流动性的情况下，还有一些机构收紧了他们一直提供给贝尔斯登的融资信用额度。金融市场多个领域产生的系统性风险使得该基金陷入了严重的流动性危机。

就此，关于怎样理解系统性风险已经耗费了两节篇幅的笔墨。长期资本管理公司的案例似乎离我们太遥远，接下来我们将着重讲述2007~2008年发生的事情，并探寻事态在未来的走向，尽管历史仍在被书写。

投资杠杆和流动性

从前文提及的经典案例中可归纳出两大主题：投资杠杆与流动性的关系，以及不同策略、不同资产间无相关性的假设。固定收益领域的一位出色前辈在2007年的流动性危机后如是说：“使用杠杆就好像你永远不需要说‘对不起’。”系统性风险的存在也说明无论是不同的策略之间还是不同的资产之间，不可能是完全不相关的。

许多对冲基金策略都以使用投资杠杆博取高收益。除了华尔街金融机构的自营交易部门外，房地美和房利美也通过高投资杠杆的使用博取高投资收益。令人惊讶的是，诸如房地美、房利美这样的获得政府支持的公司以及华尔街的自营交易部门的投资杠杆倍数要高于固定收益对冲基金通常5~10倍的水平。

一般来说对冲基金的头寸要比该基金的净资产高，所以投资杠杆的使用会产生放大利润或亏损的效果。当信用利差扩大、违约风险上升或者利率水平上升导致质押资产价值缩水时，便会引发追加质押资产以维持保证金水平的需要。

在前述的很多案例中均发生过资金融出方提高融资担保条件，迫使投资组合在短时间内进行资产变现的情况。而那些持有流动性较差的资产，或是杠杆资金出借人对于持有资产的折算价值更低的组合，在应对必须变现以维持保证金水平的局面时则更为被动。流动性压力下，原本不相关的资产之间也变得相关起来，这就是系统性风险。

次贷危机

2007年春夏至2008年间，资本市场上发生的一切让人有一种似曾相识的感觉，期间发生的事情与1998年夏天如出一辙。对冲基金为了维持保证金水平在不断变现资产，与此同时对冲基金大量持有的资产支持证券及抵押贷款支持证券由于难以定价^[1]，使资金融出方调低了折算价值。更糟糕的是，市场上的资深专家对于这些以

房地产抵押贷款为基础资产的证券化产品在此种形势下该如何定价也束手无策。数个星期间，市场上固定收益产品的价格普遍缩水了一半甚至更多。迫于变现压力，投资者们开始变现流动性及定价均不存在问题的普通资产，这样做是为了维持保证金水平。但此时公司债信用利差的走宽又给市场带来了新的变现压力，许多基金陷入了深深的绝望之中。接下来的剧情和之前的历次市场动荡并无差别，流动性越差的资产在面对变现压力下折价越多，其减持对于组合业绩带来的负面影响也越大。投资杠杆又一次给市场以沉重教训。

海外市场也迅速察觉到了美国市场的异动，此前数年由美国销往全球的次级贷款产品在海外市场也发生了大幅的价格下跌，金融危机迅速从美国市场蔓延至全球。而此后事态的发展已不局限于固定收益市场。次级贷款产品的大幅贬值开始后金融市场上败军一片，超过100家全球性抵押贷款公司及知名金融机构成了这场危机的牺牲品。以下是部分在这次危机中倒下的著名机构：

-
- 新世界金融公司。
 - 贝尔斯登。
 - 北岩银行（Northern Rock）。
 - 雷曼兄弟。
 - 美国国家金融服务公司（Countrywide）。
 - 美林银行。
 - 房利美公司。
 - 房地美公司。
 - 美国国际集团。
 - 美联银行。
 - 华盛顿互惠银行。

- 布拉德福德—宾利银行 (Bradford & Bingley) 。
- 印地麦克银行 (Indie Mac) 。
- 海波银行 (Hypo Real Estate) 。
- 富通集团。

从前述案例中我们可以归纳出，所谓系统性风险就是由市场混乱引发流动性紧张进而导致机构竞相抛售所持有的同质资产，致使金融体系崩溃或近于崩溃的多米诺骨牌效应。而投资者出于变现压力而被迫减持组合中其他的非相关资产行为，则会使得上述效应的后果进一步恶化。虽然学界关于次贷危机起因的争论仍在继续，但本文相信，过度使用杠杆的大背景下发生的资产定价难度的陡增及资产流动性的迅速丧失是这次危机的直接原因。当风险由华尔街蔓延至银行业进而扩大到更大的范围，整个信用市场近乎于瘫痪。

[1] 由于基础资产（房地产抵押贷款）的现金流及违约率发了剧烈变化，其打包而成的资产支持证券的定价变得困难。——译者注

理解尽职调查的含义

理解系统性风险的含义是本章所要解决问题的第一步，下一步我们需要理解尽职调查的含义。在选定一个基金经理并投资其所管理的组合前，进行必要的尽职调查是十分有必要的。无论在“自上而下”还是“自下而上”的研究框架下，在投资及后续的营运过程中，均需要对于潜在的基金经理的投资风格与投资组合的风险收益特征是否相符合进行不断的评估。

尽职调查主要包括两大步骤：第一步为对于投资组合及其基金经理投资风格的定量分析，第二步为对于上述两点的定性分析。对于基金的投资者，尽职调查还包括对于基金投资过程的评估。上述评估过程均需要对基金经理的前台、后台部门进行充分的实地调研，并同时要考虑税收、监管及法律等相关问题。

尽职调查是对冲基金领域最常用也最常被误用的术语之一。在投资银行领域，尽职调查指机构对于拟投资或拟并购企业的营运、管理及财务等方面进行的全面的调研。在对冲基金领域尽职调查的含义则更为丰富，它包括鉴别基金经理、与管理团队的交流、进行问卷调查等一系列形式，而这一切均旨在为一个对冲基金经理或FOF经理所管理的产品的后续投资操作提供决策依据。

简而言之，尽职调查就是为寻找合适的经理所进行的全部调查研究工作。

风险方面的尽职调查

以下是一些需要遵守的基本原则：

● 成功的投资者总是在不同的策略及不同类别资产间寻找投资机会，然而最终进行投资的往往只是备选机会中的少数，错过一些好的投资机会是谨慎投资的必要代价。

● 对基金经理的背景及特点进行调查了解是十分有必要的。

● 投资者应该避免涉入自己不熟悉的投资策略中。

所有投资者投资决策的做出均会使用一系列评估方法并经历一系列评估步骤。许多投资者都建立了一套定期更新的规则程序用以筛选基金经理。而经验丰富的FOF经理及机构投资者会开发专属而稳定的定量、定性评估体系，该体系包括尽职调查问卷及严格的准入程序。

为什么要投资FOF

一篮子对冲基金的筛选、跟踪、价值评估以及业绩报告等工作需要极强的专业性及丰富的相关经验。而FOF经理则是专门从事上述工作的机构，他们对对冲基金进行持续地跟踪及研究。FOF经理通常都拥有一支覆盖基金业务各方面，并在专业知识及从业背景方面足以驾驭对冲基金复杂投资策略的专业团队。

FOF投资组合构建的焦点在于通过对不同投资理念的研究以精选出能够战胜市场的投资经理。在做出最终的投资决策前，还应该从整个FOF组合的角度对每一个拟投资对冲基金的基金经理及投资策略进行评估。对于基金经理的评价可以考察其业绩水平与行业基准的比较情况，也可以从FOF组合下行风险控制的角度考察某一名基金经理与组合其他拟投资基金的基金经理间的相关性，还可以考察其业绩水平与同类基金收益水平的比较情况。

大学基金会及家族办公室等类型的投资者通常委托第三方机构及咨询公司进行尽职调查，但受托机构进行尽职调查的步骤和我们上文所述的并无差别。另外，FOF管理机构的研究团队在尽职调查的每一环节上都会配备专注于该环节的相应分析师。而在许多更大型的FOF管理机构，分析师会按照固定收益、衍生品、股票多空等大类资产类别来进行专业分工。通常投资者对于市场风险是有一定容忍度的，但他们对于操作风险基本上是零容忍的。

无论是哪一种尽职调查方式，投资者都需要进行充分的尽职调查并形成正式的书面投资意见，然后依照一系列严格程序提交投资决策者进行审批。许多投资者都会使用特定的调查问卷对于拟投资项目的的基础数据进行搜集（读者可参阅本书附录提供的调查问卷示例）。

尽职调查的实际操作

由谁来进行尽职调查是一个经常被问到的问题。许多投资机构都安排年轻且教育背景良好的分析师与对冲基金经理进行访谈，不幸的是从实际操作的角度来看这些年轻分析师对于对冲基金知之甚少。大多数年轻的分析师们并没有投资组合管理的经验，他们中的大多数也没有投资过对冲基金，甚至在股票及债券投资上的经验都很少，但是他们却负责向投资决策人员提供投资建议。资深分析师应该多外出进行调研，而年轻分析师应该留在办公室负责类似会议纪要整理一类的工作，这样的分工被一些投资机构所认同。遗憾的是，很多投资者认为分析师越多越好，却并不重视他们的经验。

上述情况并非存在于所有类型的投资者中，FOF经理则青睐那些拥有众多资深而老练的专业人士的投资管理人，对于他们而言业内“老人”是一个加分项。业绩越优异的投资机构往往在研究及尽职调查岗位上的人力投入比较少，他们倾向于更多地雇用那些经验丰富并深谙投资之道的行业“老兵”。打算投资于FOF的投资者可以咨询一下是否一个由60个年轻分析师组成的管理机构相较于一个由12个行业“老兵”组成的机构更具吸引力。

2007~2008年次贷危机期间，对冲基金的业绩普遍发生了大幅波动，更有很多对冲基金公司在危机中破产。但仍有许多FOF基金经理在危机期间很好地控制了组合风险，原因仅仅在于他们坚持自己理解的投资策略。

次级贷款产品相关的投资策略被大学基金会以及FOF经理等机构广为接受，然而最终所有人发现自己都没有很好地理解这个投资策略，甚至策略的假设最终都被证实是错误的。众多机构因为这一策略的应用已遭受巨额的损失，并且损失还在继续扩大。类似的案例还有麦道夫骗局，没有人真正理解价差执行转换套利策略（split strike conversion strategy），人们忽略市场规律而盲目地相信并投资于这一策略，后来便发生了大家都知道的那场骗局。

对盈利模式的理解

当你遇到那些晦涩难懂的投资策略时，远离它是最明智的做法。诸如不良资产投资、小市值股票投资等策略本质上都很怪异，评价这类策略的收益情况时应该检测其与整体市场指数之间的相关性。2007~2008年间，市场上众多投资策略都与市场指数及其声称“不相关”的其他策略表现出了极强的相关性。相对从基金经理口中获得的组合运作情况，进行实地调研以及随机抽查组合的持仓情况更能让投资者了解组合真实的运作情况。当然如果能够完全理解基金经理的分析过程则是更好的。

对冲基金会利用市场的无效获利，这使得权益基金经理不得自己管理组合的持仓情况以及对其他对冲基金的持仓情况进行分析。而基金经理对于管理组合进行压力测试则表明他对于组合在市场波动时可能招致的损失进行过评估。

初始投资完成后便进入了尽职调查的第二阶段——对于所投资组合的跟踪分析及评价，这一步要持续很长时间。对一项投资的初始研究、尽职调查以及投资执行通常要耗费几百个工时，而后续的跟踪研究通常会耗费75个工时。初始投资完成后便会对投资组合的收益及风险/收益目标进行持续分析，并对管理机构及基金经理进行持续监督。投资者也可以通过将基金经理的业绩与其他同类产品基金经理的业绩进行比较，以对基金经理进行评价。

持续性尽职调查应对于对冲基金经理的规模是否随其管理规模的扩张而扩张予以关注，公司只有不断进行扩张才会给管理层以压力，激励其对公司不断进行完善。初始投资完成后对于经理提供的定期说明文件以及推介材料也应该查阅，以对基金经理是否发生变化进行判断。此外，对于年度报告及K-1文件也应该予以关注，以便对于经理的审计机构的更换情况（及更换原因）、估值方法的变化及组合对于弱流动性资产、“侧袋投资”（side-pocket investments）的配置情况及时掌握。同时也应该对于有限合伙人的资本转移及现金流情况予以关注，以保证有限合伙人的利益和普通合伙人是一致的。

换言之，如果普通合伙人从有限合伙中支取了大量的资金，就应该关注一下其支取资金的原因了。普通合作人进行资金支取是为自己牟利还是为员工牟利？管

理层对于基金经理的持续发展是否足够专注始终是一个需要重视的问题。

透明性的问题

对冲基金的投资人总是希望基金的运营能够更为透明，然而基金经理对于组合的情况总是倾向于保持缄默。对冲基金并不为美国的《信息自由法》（Freedom of Information Act）所管辖，然而投资者还是更习惯于对于组合策略及持仓信息进行披露的透明程度，这些对于他们做出投资决策是十分必要的。

整个研究过程中很多因素都会导致尽职调查效果不佳。投资行业的资深专业人士习惯于使用以下要列举的这些手段，并理解与基金经理交流的重要性。FOF应该更多地对所投资基金进行访谈，以深入地观察基金经理的实际投资操作，而不是停留在书面报告所反映的内容。

时间的掌控 与一个基金经理交流时，不要想着下一场交流活动的事。如果进行中的交流会影响到下一场的交流活动，那么就推迟或取消下一场。对冲基金经理与运动员比较类似，当他们进入老一套打法开始谈论更为细节的内容，并且披露一些之前没有谈及过的事实及细节的时候，你应该仔细听取，而不应离开。如果时间会影响到下一场交流，那么就将下一场交流的时间进行调整。首次会面交流的时间应该持续一个小时。首次会面交流的重要目的在于尽可能地收集信息以判断是否有和对方继续接触的必要时。通过与基金经理的首次交流，FOF管理团队应该对是否有必要进行一个实地调研做出判断。不要提问谁是基金经理或谁是CFO（首席财务官）这种问题，这些问题都可以从对方的推介材料中找到答案，并应该在交流活动开始前就已经掌握。应该提问一些诸如CFO如何与员工保持互动的问题，向对方索要风险报告，或向基金经理提问诸如为什么使用ETF（交易型开放式指数基金）对冲风险而不是通过卖空股票进行对冲的问题。

黑莓手机 把你的黑莓手机关机并放到口袋中，即便是在业务繁忙的时段也要这样做，毕竟对于尽职调查来说，耐心听取及仔细记录才是最重要的。除非是后台同事会向调查团队发送调查问卷，否则便没有必要保持手机开机。如果是对方的基金经理在使用手机，就应该探究一下原因：他是正在进行一笔交易，还是厌倦了与投资者的交流？如果基金经理在与潜在投资者交流时都不能百分之百投入，那么你如

何相信他在管理你的资产时会足够投入呢？

切断网络 虽然这一条听起来有些不相关或是亵渎，但是我们的大量时间的确浪费在网络上。网络在一定程度上降低了生产力。回到办公室，多浏览数据，做同业比较分析，或是研究一下为什么新兴市场国家的投资不断增长以及这个趋势为什么会威胁美国的就业。关掉iPod（苹果公司音乐播放器），关掉ESPN（娱乐与体育节目电视网），有很多的事情需要去做。在访谈及日常的工作中也应尽量少用网络进行消遣。同时，对于对冲基金经理交易、研究部门网络使用情况的调查也能够得到许多信息。员工的屏幕上都是什么呢？是Edgar、彭博，还是公司仓位很重的上市公司的网站？或者你应该问问他正在浏览的网页能给工作带来哪些助益。

尽职调查中提问的关键点

在对FOF基金经理进行尽职调查的过程中有些问题是势必要问及的。这些问题与FOF基金经理对其要投资的基金进行尽职调查时所关注的问题比较相似，主要包括：

-
- 管理人的组织架构及近期变动。
 - 研究及尽职调查部门人员的资质。
 - 运营及财务部门人员的资质。
 - 公司架构的复杂性。
 - FOF产品的关键条款。
 - 投资决策程序。
 - 流动性分析，主要关注于赎回时限、赎回限制条款以及是否有“侧袋投资”几点。
 - 投资杠杆的使用情况。
 - 风险管理质量。

- 基金持有人的基本情况。
- 所使用的每条策略的特性及复杂性。
- 近期财务报告的审阅。
- FOF投资管理团队职业道德情况的调查。
- 内部控制制度及程序。
- 风险控制相关的问题。
- 管理人在灾备方面的安排。
- 基金净值的报告方式及时限。
- 投资运作的透明性。
- 管理人的目标。

上述的大多数问题都比较浅显，我们只对最后两个问题的细节做更为深入的讨论。

投资运作的透明性 在对冲基金领域，投资运作的透明性问题对于管理人和投资者来说都是一个触及神经的问题。许多对冲基金都不情愿对持仓情况进行较为详细的披露，有些对冲基金甚至会要求投资者签署文件，放弃对于投资运作的知情权。投资运作的透明性问题所涉及的正是对冲基金经理能够做出睿智投资决策的秘密武器。虽然对冲基金的主要顾虑在于，投资者获得了对冲基金的持仓信息后会利用这些信息进行投资操作，然而大多数投资者希望投资组合的持仓能够保持一定透明性的首要考虑，还是确保基金经理按照事先确定的投资策略及投资范围进行投资操作。如果一个基金经理声称组合的分散程度较高，而事实上你发现组合只持有4只证券并且每只的配置比例都是15%，这肯定是一个很危险的信号。

投资运作的透明性对于FOF投资者同样很重要。出于不想使得自己耗费精力进行尽职调查而筛选出的基金经理，或是组合对于一些知名基金的基金经理进行了配置的信息暴露在投资者的视野中，FOF经理也不愿将其组合所配置的基金经理的姓名进

行披露。正如权益类对冲基金经理不愿向潜在投资者透露他们的重仓证券一样，许多FOF对于他们尚未披露的重仓基金的信息也是三缄其口。然而FOF投资经理对于潜在投资者关于FOF组合持仓情况的询问保持缄默，会阻碍潜在投资者投资的决心。

管理人的财务目标 下一步要确认的是管理人的财务目标。管理人在经营过程中是比较看重投资组合的良好运作还是公司的盈利，这一点很重要。对于一只费率结构为2%/20%的对冲基金，只要管理人保持长期稳定的高于市场的收益，便可长期获得丰厚的经济回报。

但FOF的经济回报和对冲基金大不相同。通常FOF的固定管理费都比较低，并且还要面对持有份额较大的机构投资者施加的降价压力。由于费率方面的压力以及FOF管理行业内一些始终试图进军对冲基金管理领域的传统大型机构不断进行兼并，FOF经理在基金销售方面的忧虑要高于对于组合投资运作的忧虑。一些FOF经理可能已经掉进了销售陷阱，即公司在销售方面的开销超过了研究方面的开销，这些问题在尽职调查的过程中是比较难于发现的。通常来说，基金经理每年最低的管理及营运开支约为其管理规模的千分之五，低于该水平管理人则无法实现持续发展。

管理账户

2008年次贷危机中，包括雷曼兄弟破产、权益和信用市场的急剧大跌、麦道夫诈骗案以及一些知名对冲基金对于锁定期及赎回限制条款的不合理设置的一系列事件使得人们对于典型的对冲基金产品结构产生质疑。许多投资者认为是时候去改写对冲基金投资的规则了。换言之，由于简单的投资一只对冲基金的风险太大，投资者们开始探寻一种不同的产品结构以提升自己对于对冲基金投资的安全性。一个可选的方式就是以管理账户的方式。“管理账户（managed account）”经常会与“独立账户（separate account）”混淆，管理账户指一只对冲基金为某个客户单独设立的一个投资组合，而独立账户是为那些寻求个性化委托管理以及避免与其他投资者的资产混同运作而带来风险的大客户而设立的账户。管理账户这种产品结构在市场上已经存在了很久，其历史可以追溯至20世纪80年代，然而直到2008年下半年次贷危机发生之时它才为市场所关注。

包括FOF在内的对冲基金投资者投资的都是一种传统产品结构的对冲基金产品——综合基金（commingled fund）。在这种产品的框架下，不同投资者共同持有一只基金的部分份额并按份额分享基金收益，并且面对同样的基金契约条款（包括但不限于费率、流动性安排、锁定期及投资运作透明性条款）。这种产品框架下投资者对于组合运作的了解仅限于基金经理所披露的信息，而基金经理则对于基金由投资到运营各环节全盘掌控，有权决定每笔交易及对手方，而投资者只能被动接受基金经理做出的选择。

但管理账户与之不同，他主要着眼于克服传统对冲基金产品结构的不足。管理账户关键的一点不同是投资运作的透明程度，他向其最终投资者披露足够详细的组合持仓信息，这给投资者的风险控制及投资监控提供了便利。例如，当投资者考虑追加或减少对于对冲基金的投资时，他能够通过不同基金经理对组合进行的错综的权益资产多/空操作而看到组合的真实持仓情况。更为透明的组合投资运作使得投资者对于基金经理投资风格的变化能够及时掌握。如果一个基金经理声称某管理账户对金融股比较关注，你可以观察他是否在组合中配置了诸如沃尔玛这种与其所宣称的风格不同的股票。而对于传统的综合基金，如果基金经理没有做足够多的说明，投资者看到的只是组合配置了沃尔玛的股票。

除了在投资运作的透明性方面具有优势之外，由于管理账户所持有的资产的所有权归投资者而非管理账户，这种产权关系使得投资者被欺诈的可能性降低，并提升了投资者对于其投资资产的控制程度。管理账户的投资者仍需承担市场风险，但其所承担的操作风险大大降低。例如，管理账户诸如行政管理人、审计机构等中介服务的选择权在投资者而非对冲基金经理手中。在对过去十年间的基金欺诈案件进行回顾后会发现，许多案件中行政管理人或审计机构都有所参与。同时管理账户的资产与对冲基金管理的综合基金的资产也需要进行隔离。虽然管理账户的资产为投资人所控制及拥有，但他们需要授权基金经理对于其投资的管理账户进行投资操作。而使得基金经理进行上述行为则需要投资人与基金经理之间签署法律合约，合约中会明确基金经理所需遵循的个性化的投资指引以及投资者拥有取消基金经理对于管理账户交易权限的权利。相对于条款比较宽泛的对冲基金合同，投资者与基金经理签订的关于管理账户的合约内容更为具体细致。

对冲基金的赎回限制条款在2008年年底~2009年年初备受关注，然而对于管理账户这一问题则不存在。投资者可以随时变现管理账户中的资产，如果基金经理拒绝投资者的变现要求，投资者可以更换一个同意执行变现操作的基金经理。鉴于2008年次贷危机中所吸取的教训，投资者对于投资运作透明性以及流动性风险两方面有了更高的要求，在此背景下管理账户对于对冲基金投资者则更有吸引力。

管理账户的另一个优势在于投资者在基金经理选择方面无需考虑与基金公司管理规模大小及变动相关的一系列风险。Concept Capital（经营主经纪人业务的一家小型公司，是SMH Capital的附属公司）的弗兰克·纳波利塔尼（Frank Napolitani）说过，管理账户的操作风险及管理风险较低，这使得投资者在对初创阶段的基金经理及管理规模较小的经理进行投资时的顾虑有所降低。“能够使投资者更为安心的事总是没错的。”他如是说。

当投资者投资于初创阶段的基金经理或者管理规模较小的基金经理时，管理账户有助于控制由此产生的操作风险。投资者在投资于管理规模较小的基金经理的综合基金产品时会比较犹豫，而在投资这类公司的管理账户时则不会。

Lighthouse Partners是一家成立于1996年的全球知名FOHF（专门投资对冲基金的基金）管理机构。Lighthouse于1999年开始涉及管理账户业务，并在最近5年以此作为公司的战略性业务进行发展。该公司的管理规模目前为50亿美元，并形成了一套以管理账户为主要载体进行对冲基金投资运作的主要架构。Lighthouse

的首席执行官凯莉·珀金斯 (Kelly Perkins) 对于公司的管理账户业务进行介绍说：“每一个管理账户都是Lighthouse所拥有及控制的一个独立而有区别的营运主体。每一个管理账户的资产都不会与其他投资者的财产混同，也不会受到其他投资者的操作及行为的影响。同时Lighthouse会选聘中介机构为公司的管理账户提供行政管理人、估值、净值计算以及设计等服务，这使得基金经理可以专注于组合的投资管理。”

Lighthouse的管理账户相对于传统的综合基金有许多优点，包括组合投资的每日披露以供投资者进行监督，没有关于锁定期、赎回、赎回时限以及“侧袋投资”方面的障碍条款，投资者对于组合持有资产的控制及所有权的加强带来组合安全性的提高，同时投资者可以按照自己的意愿更换组合基金经理的权利。凭借经验丰富、能力出众的投资及运营团队，Lighthouse使得投资者们相信，通过FOHF产品进行对冲基金的配置要好于自己直接配置对冲基金。

当然，管理账户也不是适合所有的投资者。当投资者考虑将传统的对冲基金配置转换为管理账户时，他们必须要面对三个问题。第一个不可避免要考虑的问题便是公司是否具备开展管理账户以及对管理账户进行监督的经验、团队及硬件设施。从Lighthouse的发展历程中我们可以看到，该公司发展管理账户业务历经很多年，而非在2008年次贷危机中一时兴起。打算涉入管理账户的公司应该衡量一下自己是否具备所需的人员及硬件。

第二个需要面对的问题是“经济性”的问题。对冲基金经理能够接受的最小管理账户规模是多少？大型的对冲基金经理对于每个管理账户的最低资产规模要求在2500万到5000万美元之间不等，能够达到这个规模要求的投资者数量不是很多。

第三个问题是并非所有的基金经理都乐于发展管理账户业务。那些投资策略主要为弱流动性资产定价套利的管理机构，以及有能力募集较大规模的综合基金的管理机构，对于管理账户业务并没有什么兴趣。综上，由于FOHF管理机构对于保持投资者和基金经理间利益一致性的不断追求，管理账户成为了对冲基金配置的更优方式。

投资于管理账户也需要进行尽职调查。Lighthouse的首席运营官罗布·斯旺 (Rob Swan) 表示，投资及运营方面的尽职调查仍是投资流程的关键所在，管理账户虽然在投资运作透明度及资产的所有权关系上相较传统产品更具优势，但你仍需要对管理人的投资能力进行尽职调查。

2009年随着对冲基金行业走出次贷危机的阴霾，管理账户的受追捧程度也逐渐下降。许多人会说管理账户只是次贷危机期间的“时兴货”，但我们认为个性定制且运营有效的管理账户仍是投资者配置对冲基金的一种更好的途径。

尽职调查的重要关注点

谈及对冲基金可信度的影响因素时，我们首先想到的应该是审计机构。虽然许多本土的审计机构精于对冲基金的审计业务，但是投资者对于全球性的大型审计机构还是更为信任。在投资对冲基金时一定要选择聘用至少在全国范围有资格开展业务的审计机构。如果一家对冲基金的审计机构不符合上述要求，那么不要考虑投资于该基金。过去十年对冲基金欺诈案的涉案机构聘请的基本都是审计业务能力较差的小型审计机构，或者说这些涉案机构聘请的审计方根本就没有开展审计业务的能力。

对冲基金可信度的另一个考量手段是背景调查。没有对一个对冲基金的基金经理进行背景调查便对其进行投资是十分不明智的。许多品行不端的基金经理都会有篡改简历、隐瞒违法经历的行为，甚至有的人在学历及毕业学校这样的问题上都有所欺瞒。还有些人声称自己是特许金融分析师（简称CFA），但事实上他们连CFA一级考试都没有通过。

通常对于基金经理尽职调查的最后一步便是背景调查工作，First Advantage Investigative Services是一家专门提供背景调查服务的机构，供职于该机构的兰迪·沙因（Randy Shain）对于背景调查工作这样评价：“作为对基金经理尽职调查的一个环节，背景调查往往被人忽视。机构投资者在提出背景调查需求时往往对于他们想调查些什么并不清晰。在我所写的《对冲基金尽职调查之如何对基金经理进行背景调查》[\[1\]](#)一书中曾强调过，你必须清楚你想通过背景调查了解到哪些信息，并将这些需求传达给背景调查服务提供方，才能保证背景调查工作的有效开展，只有这样你得到的背景调查报告才不会让你有含糊其辞或毫无用处的感觉。”

随着对冲基金领域欺诈事件的日益增多，无论机构是自己执行尽职调查还是委托第三方进行尽职调查，其把控风险的重要性日渐突出。有效的尽职调查及背景调查都是防范风险的手段。但是那些随意拼凑的、廉价兜售的尽职调查报告并不能起到防范风险的作用。经验丰富的机构认识到了这样的道理，虽然尽职调查的成本可能会比较高，但是调查不善的代价更为“昂贵”。

我们关注了一下市场上那些没有做尽职调查便进行投资的机构。比较令人惊讶的是，许多投资机构在进行投资前都没有打电话给拟投资基金经理的审计机构进行一个简单的了解。最近我们与一家拟投资基金经理的审计方进行了访谈，以了解拟投资经理的一些情况。访谈过程中并没有发现拟投资经理有什么问题，然而期间提及的另一个问题却让人有些震惊——当我们问及有多少机构会事先通过该审计机构了解其所服务的对冲基金经理时，审计机构的回答是15%。

[\[1\]](#)Hedge Fund Due Diligence : Professional Tools to Investigate Hedge Fund Managers。

管理费率的不降低

2008年后FOF管理行业的经营环境发生了诸多变化，固定管理费的降低以及大型机构投资者压低管理费的诉求日益增强使得行业的利润空间不断被压缩。由于费率方面的压力以及FOF管理行业内一些始终试图进军对冲基金管理领域的传统大型机构不断进行兼并，FOF经理在基金销售方面的忧虑要高于对于组合投资运作的忧虑。一些FOF经理可能已经掉进了销售陷阱，即公司在销售方面的开销超过了研究方面的开销，这些问题在尽职调查的过程中是比较难以发现的。通常来说基金经理每年最低的管理及营运开支约为其管理规模的千分之五，低于该水平经理则无法实现持续发展。

许多投资者在FOF投资领域另辟蹊径。Gregoire Capital是一家美国新泽西州的投资管理公司，其在为机构客户配置FOF方面已有超过10年的经验。该公司开创了一种新的产品类型——F3，即所配置资产为FOF的金融产品，并为每只F3产品通常配置8~10只FOF。该公司的基金经理斯科特·韦尔费尔（Scott Wolfel）介绍说，持有F3产品的总费率（即F3产品自身的费率与其所配置的FOF的费率加总）要比大多数FOF的费率低，也就是说F3产品相对于FOF产品的额外费用是负的。F3产品费率优势产生的原因在于其在所配置的FOF上得到了费用折扣，虽然F3产品自身收取0.25%/年的管理费，但是与其所配置FOF的年管理费加总后的总体费率也不过1.21%/年的水平。许多大型机构投资者都可以利用其资金规模优势与FOF管理人讨价还价，并获取费率折扣。

战术性资产配置

对冲基金经理实现正收益无外乎两个原因，运气以及战术性资产配置。Gregoire Capital要对超过3000只FOF产品进行风险评估并筛选出适合其投资者的标的。

Gregoire Capital的创始人吉姆·格雷瓜尔（Jim Gregoire）认为：“虽然基

金产品的规模一定程度上反映了其过往的业绩，但也不是说规模越大的基金就一定越好。Gregoire Capital最为偏好的是那种小而精、有特色的基金产品。”

具有独到的投资策略或者能够游刃有余地转换多种投资策略是实现超额收益的关键。许多投资者都认为“消息”是成功投资的关键所在，然而事实上策略性资产配置才是成功投资的最有利保障，实践中投资策略的灵活运用也往往是奏效的。拿新兴市场策略来说，过去10年坚持投资新兴市场，收效可能会很好也可能很糟糕。随着全球经济的不断融合，新兴市场与全球市场的相关性是逐渐提高的。灵活的使用该策略，合适的时机介入，合适的时机退出，才是明智的做法。对于主动管理FOF产品的基金经理，在经济放缓的背景下试图在业绩及风险之间实现良好的平衡就必须掌握好投资策略的动态使用。

评价FOF经理与评价对冲基金经理的框架相似。以下是评价框架的一些关键问题：

● 经理的团队及人员情况。团队各构成人员是否对其岗位有深入的理解，这个问题是在对冲基金行业尚不是很发达时对经理评价时要考虑的首要因素，目前对于组织机构不甚健全的小型经理比较适用。

● 经理是否有系统化的流程，投资团队是否有一套评估识别出色基金经理的标准，对于投资主体以及策略投资团队是否有自己的见解，抑或投资团队是否整日在进行诸如回收及整理调查问卷这样简单重复的劳动。

● 经理是否配备了先进完善的软硬件设备进行风险监控。

● 经理对于所管理的组合是否有全面而深入的理解，对于组合的流动性及风险特征是否了解。

尽职调查还需要对定期报告的问题进行关注。FOF基金经理及投资者都会使用定期报告，定期报告需要包括基金基本情况、业绩表现以及持仓分析等信息，并及时且准确。对冲基金行业的早期，诸如组合分析、月度业绩表现分析、组合净值计算以及投资者交流这些工作都是由对冲基金经理或者FOF经理完成的，目前这类工作大多都已经交给了外部的行政管理人。行政管理人提供上述服务所使用的数据是从主经纪人处直接获得的，由外部独立机构提供行政管理服务是行业的趋势所在。虽

然许多基金经理仍然通过自建后台完成行政管理事务，然而全球性的大型行政管理人在技术及成本方面日渐突出的吸引力使得基金经理对于自建后台还是服务外包的选择问题上不得不重新权衡。

经理会定期将数字表格形式的业绩数据通过电子渠道发送给投资者，但投资者往往需要更为精确而详细的数据。投资者对于诸如月度业绩初步统计、月度净值、季度净值一类数据的披露时效也比较关注，更为高效的信息披露能够提升客户体验。每月的业绩概要应该在次月初尽快提供给投资者，而月末组合最终净值及组合运作情况分析则应不晚于次月月中提供给投资者。组合的潜在投资者则有可能要求经理提供过往的K-1文件以及年报以了解组合的历史业绩，从而判断组合是否符合其投资要求。

设定一些规范性的标准用以评判对冲基金或者FOF的优劣，对于上述基金产品的筛选工作的确更为直观，但是一套筛选标准并不能适合所有类型的投资者，同样的标准对于不同偏好的投资者产生的效果不尽相同。不同经理所管理的基金在产品条款、历史业绩、波动性等方面各不相同，不同类型的投资者会依据基金的上述信息以及自身的实际情况进行投资决策，并且决策结果也会不尽相同。在尽职调查程序方面，不同类型的投资者会有不同的权衡。机构投资者在投资决策程序方面要求更为严格，其尽职调查程序也往往更长。尽职调查过程中投资者的关注点主要如下：

-
- 基金历史业绩的长短。
 - 基金费率及流动性。
 - 风险收益配比特性。
 - 团队及人员情况。
 - 投资运作透明性。
 - 经理在资产定价方面的策略。
 - 基金经理的历史沿革。
 - “头条风险”。

尽职调查过程中虽然投资者对于上述方面均会关注，但不同类型的投资者各有侧重。机构投资者往往比较重视历史业绩的长度、投资运作的透明性以及更低的费率，并且极度厌恶“头条风险”。高净值客户以及家族办公室和机构投资者关注的方面基本一致，但是为了获得更高的短期回报，会在一些标准上适度放松。许多人会在组合持仓的透明性问题上让步，但是在投资决策程序透明性方面绝不会让步。投资者必须确认FOF经理拥有一套完善的投资决策程序，并能够顺畅地执行该程序。

清晰认识基金经理

在谈及FOF行业的短板时，不可避免地要谈及优秀分析师匮乏这一问题。由于这一问题的严重性，投资者在筛选经理的过程中应该对其是否拥有出色的分析师以及是否重视研究团队的建设格外重视。正如许多学生都比较关注一所学校的“学生/教师比”，投资者对于FOF经理的“分析师/基金经理比”也应该予以关注。同时投资者还应该对比不同FOF管理机构的基金经理的跳槽频率，以及FOF经理的业绩与其基金经理跳槽频率间的相关性。

通常来说，付出与回报是成正比的。虽然FOF经理始终在力争提供让客户满意的服务，但毕竟高收益就会伴随着高风险。鉴于此，一个出色的投资者关系部门或是客户服务部门有利于经理顺畅地执行其投资策略。可惜的是，许多FOF经理在投资者关系及客户服务方面并不重视。

“如果你想让Amaranth、贝尔斯登、Sowood这样的机构替你管理资产，那么你就要变得足够精明。太多的投资者并没有能力驾驭其所投资的对冲基金。”一名出色的投资人曾经说。谨以此，送给所有的投资人士。

第八章 基金的赎回

对对冲基金经理各种投资决策的动因有一个较为全面及深入的理解对于投资者来说是比较重要的。基金经理也希望投资者能够理解他们各种投资操作的背后逻辑及动因。动因、抱负及保持领先优势的能力是一个优秀的基金经理区别于其他普通经理的3个方面。虽然基金经理在其职业生涯中所面临的主要挑战是追求持续且稳定的投资收益，但最大的考验并不在于投资业绩方面，而在于如何克服自负。投资者应该选择那些敢于直面市场并在投资中以不断挑战自我为动因的基金经理。更形象地说，优秀的基金经理的特征是：在为投资者及基金管理人工作时整个人都变得“唯利是图”。那么投资者怎样才能找到这种“唯利是图”的基金经理，在赎回时又该如何与基金经理沟通呢？

基金赎回需求

大多数时候，投资者之所以赎回基金都是基金业绩的问题所引发的。尽管不同类型的投资者在基金业绩何时才会选择赎回这一问题上的表现并不相同，但许多投资者都是追逐短期收益的。在基金行业中通常形象地称这些追逐短期收益的资金为“热钱”。

“热钱”的持有主体通常为高净值个人投资者或者家族办公室。这类投资者通常在投资方面不会做诸如尽职调查这类比较费功夫的工作，他们只是简单地投资于那些历史业绩比较优异的基金经理。

包括养老金在内的许多机构投资者对于基金的持续期通常会更长，他们比较关注基金是否产生绝对收益以及是否满足其精算师的负债组合需求。相对于短期收益，这类机构投资者更倾向于配置对其投资组合的波动性起到平抑作用的对冲基金或FOF。

机构投资者对于所投资基金的 α 、波动性以及夏普比率通常比较关注。标准差是衡量样本中个体相对于均值离散程度的指标，其也被用来衡量组合的波动性。标准差越高意味着组合风险越高，组合盈利及亏损的可能值也都会更大。在比较基金经理的业绩时，投资者对于其管理组合的标准差也应该予以关注。

如何挑选基金经理

假设你在两个权益基金经理间进行选择，两者的组合收益均为15%，但是其中之一的组合标准差为9%，另一个的组合标准差为12%，显然标准差更高的组合的波动更高。接下来我们进行一些更为细致的比较，对比一下每月的收益情况。在整体收益一致的情况下，每月收益的标准差为12%的组合收益波动明显更高些，这会使得投资者更为不安。通常来说，应该选择波动更低的基金经理，但是还应该深入分析一下其组合的收益来源。虽然组合收益来源分析并不好开展，目前也没有一套成熟的分析方法，但这是非常有必要进行的一项工作。

许多投资者在挑选基金经理时关注的另一个指标是夏普比率。夏普比率是对投资收益的风险调整度量指标，其衡量的是组合实现单位投资收益所需承担的风险水平。夏普比率由威廉·夏普（William Sharpe）所提出，该比率主要通过组合标准差及组合收益相对无风险利率（通常使用国债收益率）的差额收益这两项指标来计算并评价组合单位收益的风险承担水平。该比率的计算公式为：

$$\text{夏普比率} = \frac{\text{组合平均月度收益率} - \text{无风险收益率}}{\text{组合月度收益率的标准差}}$$

夏普比率越高越好。

具体来说，夏普比率等于1意味着每单位组合收益承担单位风险，夏普比率等于2意味着两单位组合收益承担单位风险。夏普比率为负意味着组合发生了亏损，也意味着需要承担更高的风险才能获得正收益。夏普比率有助于识别基金经理实现投资收益是依靠其投资能力还是更为冒险的投资操作。固定收益或一些套利策略这种低波动性策略一般夏普比率较高，而类似多/空权益对冲策略一般夏普比率比较低。通常来说投资组合夏普比率在2附近便是比较理想的水平，如果达到3便是十分出色了。更高的夏普比率以及更低的标准差是机构投资者所追寻的目标。

机构投资者们在对基金业绩实时跟踪的同时也在对基金的波动性不断进行量化分析。上述量化分析及由此做出的对于基金的下一步投资操作的重要参考指标便是标准差及夏普比率。

投资者赎回一只基金的原因多种多样，除了基金的波动性及风险水平较高会导致赎回外，基金投资风格转移也是一个重要原因。投资风格转移的外在表现不尽相同，最通常的表现就是对冲基金或FOF的经理在组合管理目标方面随着市场或者基金的实际情势的变化而发生变化，比如一只主题鲜明、低波动性FOF转型为对于多领域的基金均有配置的FOF。在一只FOF不断发展壮大的过程中，基金经理的关注点也可能由最初阶段的业绩逐渐向基金规模增长偏移。而在基金规模不断扩大所带来的配置压力下，基金经理面临要么提升基金风险偏好要么降低基金预期收益的两难选择。那些“小而精”的基金在历经多年发展终于成长为“庞然大物”后，业绩难免变得平庸。管理资产规模的上升使得许多基金的业绩不再靓丽，此时投资者最好的选择便是赎回。

也有许多基金经理在管理规模不断扩张的过程中，由于其团队建设及公司管理未能跟上其业务发展，从而影响了其投资管理的效果。出现这样的问题的公司往往不懂得怎样吸引优秀的人才，也不懂得怎样使得其团队在投资管理和投资者关系处理这两大任务方面实现良好的平衡。成功的基金经理往往能将其团队凝聚到一起，不断在市场上寻求新的机遇。而失败的经理即便组建了年轻且规模庞大的团队，也并没有发挥出团队应该发挥的作用。“几家欢喜几家忧”，成功的管理人在风云变幻的全球化市场上往往能把握机遇并转化为良好的业绩，与此同时失败者面临的便是没落。而对于管理人发展情况嗅觉良好的投资者，往往会成为那些失败管理人最早的一批赎回者。

关于FOF的尽职调查

在2006~2008年信贷市场扩张的浪潮中，许多参与其中的FOF都把握了良好的机遇，通过做空信贷产品实现了出色的投资业绩。当然，也有许多不精于信贷产品投资的FOF淹没于这波大潮之中。在不断变幻的全球资本市场中，随市场而变的能力尤为重要，出色的基金经理的特性便在于不因循守旧而善于在新的投资策略中寻求投资机会进而吸引更多投资者，一成不变的结果就是没落。基金经理的变动或是原来投资策略的失效都是一只基金风格转变的诱因。需要强调的是，对FOF的尽职调查、研究及投资，更接近于艺术而非科学，因此并不存在适用于所有情况的规则或者标准。就如世界上没有两片完全相同的雪花，不同的FOF也千差万别，而经验老道的投资者应该能够把握差别所在。

从传统的只进行多头投资的对冲基金到PE（私募股权投资）的基金，不同基金的投资决策程序是大为不同的。对于配置一只基金，更多还是主观上的一种决策，投资者更应该依靠自己的直觉而非过度地依靠数据分析的结果。

请牢记以下准则：对于对冲基金标准且严格的尽职调查是必要而且极具参考价值的。后续的跟踪性尽职调查应该坚持，并且尽职调查的内容及关注点应该随市场情况的变化而变化。

历史经验所得的教训

从长期资本管理公司事件及2008年次贷危机中的一系列案例中，投资者能够吸取到很多的教训。然而，基金经理们真的会因这些教训而有所改变吗？这个问题我们并不能做明确肯定的回答。

这个市场也有一些向好的改变，比如机构投资者们不再那么急功近利，他们对基金的承诺持有期限有所延长。还记得夏普比率和标准差吗？除非市场发生了一些巨大转变，否则投资者对于基金的评价不应只局限于一年内的得失。耐心对于投资而言是一种必备的优秀品质。

FOF通常不会经常调整仓位，也不会每个月更改投资决策，而且通常投资者对FOF的持有期都会超过一年。所以我们认为投资者应该更为耐心，你何时认识到耐心对于投资的重要性都不晚，因为你一旦认识到这一点，你一定会得到相应的回报。

许多基金经理在次贷危机到来之前的2006年便开始做空信贷产品，而有些基金经理则是从2007年才开始涉足这一投资领域的。资产的选择正确，但是时机选择错误，也导致了投资者和基金经理遭受了极大的损失。如果2006年投资的那些经理人可以再耐心等待9个月，他们就可以大赚一笔。但遗憾的是，他们并没有选对正确的时机。

我们将分析更进一步，抛开对于所配置基金筛选分析工作不谈，通过对于全球宏观形势的良好把握而寻找合适的时机，判断趋势到来时便果断地进行投资对于FOF至关重要。

持有期限与投资收益

如果连续一两个月基金表现情况都不甚理想，那么热钱FOF（非整个FOF行业，只占很小的一部分）就会选择赎回。2007~2008年次贷危机的过程中，感知到了风险的投资者都会急于赎回持有的基金。不同策略下组合资产的平均持有期限不尽相同，某些特定的投资策略的确会降低组合的流动性或延长组合资产的持有期限。在市场承压的背景下，诸如固定收益工具套利策略、困境证券策略以及衍生品策略这些会降低组合流动性水平的策略的风险便十分大。套利策略往往通过高投资杠杆的使用放大组合的总资产规模，这样做的后果便是组合的流动性较差。在赎回不受限制的情况下，如果你发现投资者都在追捧一个新的投资策略或是发现了尚未被广泛关注的“价值洼地”的时候，你会怎样做？即便基金的业绩表现并没有什么变化，大型投资者的赎回行为也会引发一波赎回的浪潮。无论是那些号称做量化投资的还是那些号称做价值投资的，任何对冲基金及FOF的投资思维还是摆脱不了“羊群效应”的困扰。

使用套利策略的投资者在面对赎回时境况会更为糟糕。无论是事件驱动、困境投资或是其他的套利策略，预期投资收益兑现的周期都会比较长。在面对赎回压力时，基金经理不得不在变现自己看好的资产或是限制基金赎回两者间进行艰难选择。

在基金的资产端期限（组合持有资产）与负债端期限（投资者持有期限）错配较为严重的情况下，基金经理不得不通过限制组合赎回的方式来控制组合的流动性风险。过去的数年间基金经理对于基金的持有锁定期限不断延长，从最开始的一个月、一个季度到半年、一年，现在已经有基金经理将锁定期设置为多年。FOF在配置一只对冲基金前应充分衡量其投资收益是否与其锁定期匹配。如果对冲基金的锁定期相当长，则要考虑投资于PE是否更为划算，毕竟从基金的期限角度来看已与PE无异。

新的挑战

底层配置基金锁定期的延长会给FOF经理带来一系列难题。FOF的优势之一便在于其随市场形势变化及所配置底层基金的业绩表现而动态调整资产配置的灵活性。而底层配置基金流动性变差会制约FOF的动态配置能力。尽管对冲基金经理们总是宣传他们使用的策略与市场是弱相关的，然而经历了次贷危机后所有的投资者及FOF经理都意识到事实并非如此。底层基金锁定期的延长以及更为苛刻的赎回条件使得FOF组合投资形势越来越复杂并且导致FOF的业绩下滑。

对冲基金领域中基金的规模是一个对于基金方方面面都会产生影响的指标。Infovest21的一项研究显示，新入行的基金经理要比那些老练的基金经理业绩更好，甚至会好很多。

如果一个基金经理刚从一家大型基金管理公司离职并且没有历史业绩可供参考，那么你要对他小心了。当然，也许他跳槽只是为了实现自己的抱负，或者他只是在找一个风险偏好更高的基金管理机构以更好地施展他的投资策略。

基金经理的组织架构也会引发风险。如果基金经理的责任由单纯的投资管理而转向要兼顾投资、销售以及投资者关系维护，那么其业绩则很有可能受到影响。市场上由于承担职能过多致使业绩下滑最后毁掉职业前程的例子不胜枚举。

Darwin仍然屹立在对冲基金行业之中，业绩良好且管理规模不断扩大。而对冲基金管理机构的平均存续时间只有三年，大多数管理机构的关门都是由于业绩不佳，这个行业就是这样残酷。

在预设的赎回日期前可以增加锁定期以限制基金的赎回。对冲基金的初始锁定期由1年到5年不等，并以1年为最多。过去的数年中，行业的趋势是设定更长的锁定期，延长到2~3年。那些因投资业绩良好而相对投资者有更强议价能力的管理人通常会设定更长的锁定期，他们会将锁定期条款明确于基金契约之中。

流动性问题

FOF相对普通的基金产品更被流动性问题所困扰。FOF所配置的底层基金因赎回压力不得不坚持弱流动性（或没有流动性）的资产时通常都会造成一定损失，如果底层基金使用了投资杠杆，这一损失还会被放大。

投资者如果去观察一下之前动荡时期的市场，都会发现市场大规模减持触发对于基金大规模赎回进而导致对冲基金抛售资产的现象。而在上述的背景下，FOF对于底层配置对冲基金的赎回也会加大其抛售资产的压力。危急时刻，投资者必须对于其所持有基金的赎回条款及窗口期了如指掌。

而市场动荡时期对于那些没有赎回压力且持有大量流动资产的基金则充满了机会，他们可以在那些深陷赎回问题而急于变现资产的基金身上大发横财。

赎回问题

赎回问题也是FOF风险控制的一个重要的关注领域。也许FOF设定的开放周期是每月、每季度或是每半年，但是其配置的对冲基金可能更希望每年开放一次。FOF为了满足其投资者的赎回需求，不得不寻求一些融资途径为其提供流动性。同时，FOF经理也不得不长期持有高流动性头寸以备不时之需。

在市场波动性急剧上升的2008年，持有大量弱流动性资产的基金经理增加了其管理基金的赎回限制，投资者被限制在只有在特定日期才能赎回基金，或是设定每次只能赎回一定比例的基金份额的门槛限制。

“25%门槛限制”的含义是，在一段特定时期内投资者最多只能赎回其持有的25%的基金份额。通常限定的时间长度是一季度，当然赎回的具体限制随着基金流动性的变化会有所改变。投资者持有一只基金通常有1年的锁定期及25%的门槛限制，这意味着他们在投资的第一年内不能赎回，锁定期结束后每个季度最多能赎回持有份额的25%。这些对于赎回的限制能够使得基金经理加大对于长久期及弱流动性资产

的配置比例。同时这些限制也能限制投资者在不同的基金产品间不停换仓。

赎回限制条款延长了锁定期，这使得投资者在进行尽职调查及投资决策时更为谨慎。锁定期的延长使得基金规模较为稳定，令基金经理在投资时更为得心应手，市场动荡时刻的压力也大大降低。然而，锁定期的延长也意味着对冲基金要像PE及不动产基金那样做更为长期的投资计划。当然，赎回限制的增加大大降低了投资者持有基金份额的流动性。

欧文·拉特纳（Irwin Latner）是位于纽约的一家律师事务所——Herrick Feinstein的律师，其专注于对冲基金的结构设计。针对对冲基金的大额赎回限制，他说：“如果在特定的赎回日期，一只基金的赎回申请总量超过了预先设定的一个临界值，就会触发大额赎回限制条款。”

“大额赎回限制条款被触发后，基金契约中通常都会给管理人两种针对超额赎回申请的处理选择，一种是将超额部分的赎回申请延后到基金的下一个开放日再予以兑付，另一种是按比例兑付本次的赎回申请。”拉特纳针对基金连续触发大额赎回限制的情况补充说，“如果基金在下一个开放日再次触发了大额赎回限制，则管理人依旧可以依照前述的方式去处理超额的赎回申请，直至某一个开放期该基金不再面临大额赎回的问题。不过现实的情况是，并非所有的对冲基金契约中都有大额赎回限制条款。”

FOF经理在进行尽职调查时应该关注基金所使用的投资策略是否有设定大额赎回限制条款的必要性。如果其策略中需要对ABS（资产抵押债券）、定向发行证券以及其他难以定价的证券进行配置，则设定大额赎回限制是有必要的。而对于诸如多/空股票以及固定收益工具套利这样的流动性情况较好的投资策略，则没有设定大额赎回限制的必要。

“大额赎回限制条款在对冲基金的私募备忘录（简称PPM）中应该充分说明，并同时应该对该条款对于投资者赎回基金限制所带来的风险进行充分披露。”拉特纳继续补充道，“管理人应向投资者解释其设定大额赎回限制的动因，即前述那些设定大额赎回限制的特定投资策略。管理人还应该就大额赎回的可能情境向投资者进行充分说明。”

那么，一个关乎FOF投资者利益的问题便摆在了面前，如果FOF所投资的基金触发了大额赎回限制，FOF的收益是否会受到影响？答案是肯定的。投资于设有大额赎

回限制的基金的FOF通常自身在赎回方面也会设定一些限制机制，原因如下：

● 由于FOF的资金规模较大，往往一些基金的大额赎回条款便是针对FOF所设计的。

● 如果FOF投资底层基金设有大额赎回条款，那么FOF自身也通常会设有大额赎回限制条款或者类似的赎回限制基准，以防止底层基金进行赎回限制时其自身没有足够流动性应对赎回的问题。

与高净值投资者相同，许多对冲基金业内人士都将FOF看做“热钱”。FOF在应对投资者对于自身的赎回申请时，会首先考虑赎回其所配置的流动性较好的对冲基金。对冲基金发生业绩下滑、投资风格转移以及基金经理离职等情况，FOF也往往是最早闻风而动进行赎回的投资者。如果FOF对于其投资基金的风吹草动不够敏感，那么其自身难免要遭遇赎回危机。良好的沟通是市场上各类机构渡过难关的重要手段。无论是FOF还是对冲基金，如何对其投资者“晓之以情，动之以理”，说服其将钱留在基金内，都是至关重要的。对于基金经理，最大的灾难并不是业绩不佳，而是与投资者的沟通出现了问题或者投资者对其内部管理产生质疑。

高水位法

传统基金产品与对冲基金、FOF、PE等另类投资基金产品的区别主要体现在两方面：费率结构和将投资者与基金经理利益捆绑在一起的机制。对冲基金及FOF经理的投资目标在于创造超额收益，他们所从事的才是真正意义上的资产管理。

对冲基金及FOF的收费主要包括两部分，固定管理费和业绩报酬。在投资者获利情况良好的情况下，经理可以收取固定管理费及业绩报酬。而在基金发生亏损的情况下，经理只能收取按照基金规模一定比例计提的固定管理费。

“所谓高水位法是指基金净值在没有高于之前的峰值的情况下，也就是基金净值必须相对其之前的峰值是正收益的情况下才能够收取业绩报酬。”拉特纳解释说。

暂停赎回

暂停赎回是一个让基金投资者恐惧的词语。通常情况下如果一只基金暂停赎回，一定是这只基金或者其管理人内部发生了很糟糕的事情。对于一只暂停赎回的基金，很有可能它离清算也不远了。即便是乐观些，暂停赎回的基金也至少是在估值或者流动性上遇到了比较大的麻烦。对于投资者来说暂停赎回是一个很极端的情况，毕竟大额赎回限制也是拒绝超过一定限额的赎回申请，而暂停赎回则是冻结了全部的基金财产。

暂停赎回通常是在大范围的市场动荡或者基金估值出现了严重的困难的情况下，一般其原因及背景的复杂性要远超大额赎回限制。暂停赎回对于一只基金来说是致命的打击，暂停赎回状态结束后，一般来说不会再有新的投资者申购该基金，基金规模会不断缩减直至清算。但是，如果基金净值距离其“高水位”仍有空间的话，投资者就仍有挽回损失的可能。

以贝尔斯登的固定收益对冲基金为例，在其宣布暂停赎回后的很短时间内，基金便因流动性危机以及组合资产无法估值而宣布破产。暂停赎回往往被看作是一只基金覆灭的开端。

无论是直接投资者还是FOF，基金的赎回限制都会带来极大的困扰。通常意义而言，除了比较靓丽的业绩报告外，基金所披露的信息大多不会是好消息。

第九章 收费

在对冲基金及FOF行业里，收费问题是争论最为广泛的一个问题。PerTrac提供的数据显示，对冲基金行业的平均收费水平为1.5%的固定管理费和20%的业绩报酬。

业绩报酬

在20世纪70年代中期之前，对冲基金大多只收取业绩报酬这一项费用。这意味着只有基金经理为客户创造了正收益才能收取报酬，但基金客户与基金经理的利益也实现了绑定。这种利益绑定机制是由琼斯于1949年发行基金时首先使用的。随着对冲基金运营复杂性的提高，其运营成本日渐增加，收费模式也开始发生变化。

在20世纪八九十年代对冲基金的费率结构通常是1%的固定管理费加20%的业绩报酬。随着投资者对于对冲基金的逐渐认可，对冲基金的管理费水平也逐渐攀升到1.5%的固定管理费加20%的业绩报酬的水平。然而在2007~2009年次贷危机期间，对冲基金费率的上升趋势却发生了逆转，为了保住基金规模，大量对冲基金都降低了费率并放松了赎回限制条款。对冲基金费率下降的趋势直至2009年才止住。

市场上对于管理费最为计较的往往都是那些没有能力创造良好业绩的基金经理。一只对冲基金的费率往往反映了其基金经理的价值，因此一个基金经理可以收取的费用就是市场对他的定价，不会高也不会低。我们从业的数年间从没见过抱怨费率问题的投资者，抱怨费率问题的都是基金经理及管理人。

通常的费率水平

FOF的管理费水平通常要比普通基金产品低。大多FOF只收取1%~2%的固定管理费，也有部分FOF会收取1%的固定管理费及10%~20%的业绩报酬。FOF的管理费并不包括其所投资基金的管理费用，存在“双重收费”的问题。

FOF收费水平的表述形式通常类似于“1%加10%”，其具体含义如下：如果一只基金实现了10%的收益，那么FOF会收取1%的固定管理费，以及基金收益的10%即基金净资产的1%作为业绩报酬。

这样的费率设置是否合理

这样设置费率是合理的，因为FOF经理可以通过投资组合帮助投资者实现目标收益，但也存在投资者认为这样的费率太高的声音。作为对这类声音的回应，一些FOF将费率设置调整为当基金收益超过一定的收益比较基准后才会收取业绩报酬。

许多投资者投资FOF的目的在于获得绝对收益。而大部分机构投资者只是把FOF当作增强型的货币市场工具进行投资，他们投资FOF的目的在于获得超过LIBOR（伦敦同业拆借利率）或者国债利率这样的短期货币市场收益基准的回报。

如果FOF的业绩超越了比较基准100~500个基准点，那么投资者一定不会感觉收费过高。FOF的收费是否公道取决于产品的风险属性及其基金经理的投资能力。

合理的成本

FOF的一大优势在于给投资者提供了一个以比较合理的成本将其投资分散于多只对冲基金的途径。尽职调查、基金研究、资产配置以及凭借规模优势与底层基金经理讨价还价，这些对于单一投资者来讲都“昂贵”到难以承受，而FOF则能以一个合

理的价格使得投资者享受到以上优势。但有一点原则要再次强调，无论选择FOF间接投资还是直接投资，对于所投资基金进行尽职调查是必不可少的环节。麦道夫丑闻事件中，一些大型FOF事后被发现并没有进行尽职调查而比较随意地将FOF的资金投资于一两只基金。FOF的一项主要功能便在于进行分散化投资以弱化组合风险，如果FOF经理违背了这一原则，往往会给投资者带来沉重的损失。FOF在投资过程中，对于配置基金的选择以及每只基金配置的规模等方面都应该慎而又慎。

“多重经理人” 基金

互联网股票泡沫破灭之后，公司治理方式发生了很大的变化，许多投资者开始倾向于配置“多重经理人”基金大类的其中一类基金——多策略基金。多策略基金通常会由一支投资团队来管理，团队中的每个投资基金经理负责不同领域的投资。FOF是配置于不同策略的多只基金，而多策略基金则是在一只产品内使用多种投资策略，这是FOF与多策略基金的主要不同点。我们将在本书第十三章中对多策略基金进行详细讨论。

而最近三年中，许多对冲基金及FOF的投资者对于投资业绩都比较失望，投资者们对另类投资比较关注的两方面就是平庸的业绩表现以及费用。在对冲基金及FOF业绩极其靓丽的时代，基本上没有投资者在意基金的费用。通常来说，收费与基金的业绩并没有什么必然的联系。然而，投资者必须意识到，基金费用的一大部分是对基金的研究支出，而研究的目的则在于提高业绩以更好地使投资者获取收益。

运营成本

“运营一只对冲基金的成本大概是基金管理规模的0.5%。”特雷蒙特咨询公司的前任总裁罗伯特·舒尔曼（Robert Schulman）说。[\[1\]](#)

投资者支付基金管理费用的目的是获得投资回报，而非为基金公司的建设买单。然而事与愿违，一只20亿~30亿美元规模的FOF通常需要35~40人来管理及运营，而运营成本会超过1500万美元，这对于习惯投资于管理费只有基金规模15~25个基准点的传统型基金产品的机构投资者来说则显得比较昂贵。然而传统型基金产品的管理人的经历往往都在于不断地扩大基金规模，而FOF经理的主要经历大多在于投资组合的管理。

许多FOF经理面临的难题是，为了获得更大更稳定的基金规模要降低费率。而就像世界上其他事物的价值都在不断攀升一样，基金运营的成本也在不断上升。大多

数基金经理不喜欢在公开场合谈论基金费用折扣的问题，在尽职调查中这个问题也会被放在投资者提问的最后阶段。对冲基金经理有能力让投资者接受他们的报价，而FOF经理在差异化定价这方面却并不富有经验。

差异化

为了在市场竞争中处于更有利的地位，FOF经理也在进行各种差异化经营的尝试，比如尝试产品创新、提供咨询服务或者进行个性化的产品定制。

收费对于管理人及投资者都是一个很重要的问题。许多投资者都会表达对于费率水平的不满，尤其是在其对于基金经理的利益是否与投资者利益一致产生怀疑时。我们接触过的许多投资者都认为基金的费用应该随着其规模的增长而下降，然而现实的情况并非如此。虽然基金的收费广为关注且被诟病，但是投资者在基金筛选过程中最关注的因素却不包括费率，投资者关注的方面主要如下：

-
- 基金的收益（收益贡献来源以及稳定性）。
 - 基金团队的专业性。
 - 基金运营能力。
 - 基金风险控制系统。
 - 历史业绩情况及长度。
-

[1]这句话引自丹尼尔·斯特拉曼和理查德·布克班德2007年11月5日与舒尔曼在位于纽约州拉伊市西奥多·弗雷姆德大道555号的特雷蒙特的办公室里会面的谈话。

费率与业绩间的取舍

投资者对于基金费用的抱怨往往都源于FOF的管理人没能对投资者就基金业绩、市场形势、业绩比较基准以及投资决策过程这些因素之间的关系做出较好的解释。而那些能够使投资者对其投资过程有较好的了解，并能在市场形势变化时及时、良好地与投资者沟通并调整业绩比较基准的基金经理，更容易在激烈的市场竞争中发展壮大。投资者关心一切能够影响到投资业绩的因素，而基金经理是否能够与投资者就这些因素进行良好的沟通便显得十分重要。从长远来看，那些不善于与投资者沟通的基金经理，即便业绩良好，也会被市场淘汰。

金融危机之前FOF行业发展得尤为迅猛，凭借规模优势而获得的对其配置的底层基金的议价能力成了其向投资者进行推介的重要卖点，凭借该议价能力其大概能为投资者节省40~50个基准点的费用。而从2009年夏天开始，FOF行业的发展势头不再，整个行业开始为规模而挣扎。

世事难长久，FOF行业快速发展的势头不可能一直延续。FOF所带来的费用节约并不等同于良好的业绩，而投资者投资于基金产品的最终目的还是要追求良好的投资业绩。低廉的费率并不能成为一只基金的优势，基金经理能够创造稳定而优秀的投资业绩才是一只基金最大的吸引力。如果一只基金业绩优秀并且费率低廉，那投资者当然要毫不犹豫地选择它，但前提是投资者要确认真的存在这样的基金。费率与基金的业绩及合理规模这些要素间存在密切的联系，而市场的无形之手总会使得一只基金在这些要素间达到合理的配比。投资者在费率、业绩等方面做出的取舍选择也会不尽相同，就好比不同的消费者在购物时做出的不同选择，有的人选择去沃尔玛寻求廉价，有的人选择去蒂芙尼追求品质。

做一个聪明的投资者

良好的投资业绩源于投资者明智而谨慎的投资决策。如果投资者自身不具备做出这样的投资决策的能力，那么最好还是借助外部的专业机构人士来辅助投资决

策。

基金经理按照宣称的投资策略进行投资并实现了目标业绩是一只具有投资价值的FOF的基本特征。投资者应该确认一只FOF的费率结构是否扭曲了其风险收益属性，并判断其是否值得投资。

第十章 投资杠杆与风险管理

直到2007年流动性危机开始之前，对冲基金以及FOF一直钟情于投资杠杆的使用。尤其是那些熟练使用杠杆博取高收益的FOF。通过投资杠杆放大基金财产并配置投资策略较为保守、波动性较小且收益率与市场相关性较小的对冲基金，FOF的收益率便能增加数百个基点。投资杠杆使用的目的主要在于赚取融资成本与配资资产收益率间的利差，正由于融资成本较低，而配资资产的收益率较高，所以投资杠杆才会被使用。

杠杆与主经纪人

一些为客户提供主经纪人服务的大型投资银行是市场上重要的融资服务提供方。除投资银行外，许多商业银行也在积极向基金经理提供融资服务。提供融资服务的银行类金融机构并都不是美国本土的银行，诸如摩根大通银行、美洲银行、花旗银行、巴黎国民银行和法国兴业银行这样的货币中心银行，也为市场上需要使用投资杠杆的客户提供融资服务便利。银行提供融资服务的动因与对冲基金类似，由于其资金融出利率与融入成本存在稳定的利差，为对冲基金及FOF提供融资服务便成为一项获利稳定的业务。

诸如此类的交易，尽管在纸面上显得很复杂，但实际上却很简单。融资服务的提供方对基金经理开展尽职调查。如果融资的主体是FOF，便会根据对投资组合管理人以及组合的头寸的尽职调查情况来评价组合资产的质量、流动性，并确定其融资额度。这个过程完成后，资金融出方会要求对冲基金将其一定比例的资产质押给自己。基金资产质押给资金融出方有利于融出方控制风险，这点在整笔信用交易中尤为重要。上述的信用交易与银行为购房者提供按揭贷款在一定程度上类似，融资方的资信情况越好资金融出方对于其质押物的要求便会放得越宽。

FOF除了使用杠杆来提升组合收益之外，也将其作为一种组合头寸管理的工具。基金经理可以利用组合的融资额度对于未入账的申购资金提前进行投资，也可以应对超出组合现金头寸的赎回申请。流动性和估值并驾齐驱，只要底层对冲基金的流动性不紧迫或未处于其他流动性的压力之下，抑或未出现市场标志性问题，而当市场收紧、基金表现恶化时，许多银行收紧信用，这便会让基金经理和投资者双方都感到头痛。一部分人认为使用杠杆就像是在玩火，你会被它烧伤，另一部分人却又相信它是让市场运作起来的必需工具。无论是站在哪种立场上，对于基金经理来说，关键都在于让投资者知道杠杆是如何被运用的，并确保投资者明白基金公司的运作方式。

如果问次贷危机教给了我们什么，那便是“现金为王”，当现金枯竭时，剩下的便是一片沙漠。因此，投资者和基金管理者都需要时刻准备好，因为前一秒没有思考到的事或许很快就会变成你需要去思考的事了。

风险管理

当整个对冲基金行业被业绩下滑、欺诈丑闻等各种各样的问题深深困扰之时，包括FOF在内的诸多机构投资者对于对冲基金管理的透明性诉求会越来越强烈。换句话说，投资人想知道基金管理者的投资组合中到底有些什么。对冲基金在大众的印象里往往是比较神秘的机构，但在次贷危机后期的大环境下也不得不揭开自身隐秘的面纱来获取投资者的信任以及投资。尽管对冲基金在运作透明性的问题上比先前更为配合，对冲基金的投资者对于基金运作细节的了解较先前也明显增多，但是大量的对冲基金对于其组合持仓的详情仍然不愿意过多披露。对冲基金经理会向投资平台以及风控经理提供组合持仓的详细信息，但前提是信息的接收方需要对于发出者的持仓信息严格保密。在诸如养老金等对于风险控制要求较高的客户的争取之下，对冲基金也会向客户披露组合整体头寸情况以及一定程度的持仓信息，前提也是客户对于获知的信息需要严格保密。

投资者与他们的投资顾问的观点十分明确：“如果对冲基金想获得我们的投资，那么就需要让我们了解基金运作的细节。”

风险管理的起源可以追溯到20世纪80年代早期银行业开始对其资产/负债进行的管理。20世纪80年代许多银行的资产与负债都存在比较严重的期限错配情况，即吸收期限较短的储蓄但却放贷较长期限的贷款（比如30年期固定利率按揭贷款）。伴随着利率水平的不断攀升，并在1980~1982年达到高位，负债端的成本不断上升并最终超越了资产端的收益，资产负债期限错配情况较为严重的银行普遍陷入了亏损。此时银行业不得不开始探寻对于其资产、负债进行管理和压力测试的模型，资产/负债管理应运而生。

早期的资产/负债管理模型的核心在于对变化利率环境下的银行的收益进行压力测试，该模型在当时基本满足了银行业的风险管理需求。但由于该模型利率水平急速变动的假设，随着时间的推移其缺点逐渐暴露，不再能够满足银行业的需求。

风险管理运用越来越广泛，它的实现方式也被认为已经不再是一门科学，而更像一门艺术。1994年利率的上升导致了数个抵押贷款投资对冲基金惨败，其中包括固定收益投资领域赫赫有名的大卫·阿斯金（David Askin）所管理的阿斯金资本管

理公司。阿斯金通过利率衍生品对于利率走势进行豪赌，不幸的是他并没有赌对利率的走向，该笔投资使其损失了近5亿美元，巨额损失令其不得不清算了其所管理的对冲基金。[\[1\]](#)因衍生品投资而巨亏的不只是对冲基金，包括加利福尼亚的Orange County在内的许多杠杆水平较高的公司也曾因衍生品投资而破产。Orange County的财务总监罗伯特·西特伦（Robert Citron）投资于衍生品最终造成了公司巨亏15亿美元，被迫申请破产。[\[2\]](#)

伴随着1998年夏天的市场动荡以及长期资本管理公司的倾覆，整个市场开始意识到需要更为可靠的机制及工具来保护对冲基金投资者。在此背景下，量化分析方法测度风险应运而生。

技术手段

最近几年，风险管理看起来似乎已经发展为一门科学。但不像数学，它带有局限性。对于投资者和他们的投资顾问来说，寻求在不同市场环境下保证资产安全的方法显得尤为重要。理解一项投资的风险在整个投资过程中的重要性不容忽视。RiskMetrics和Measurisk两家公司在风险测度及风险控制解决方案提供等方面的服务在市场上占有绝对主导地位，经验丰富的机构投资者往往都会择其一采购相关服务。技术手段虽然重要，但是仅仅依靠技术手段显然是不足以控制风险的。

在最近的市场波动中，许多模型的效果并不好，主要原因在于许多模型都是基于历史数据，但显然历史并不是一直在重复。固定收益市场上有一句名言：“所有的牛市都结束于回购的谈判桌。”虽然这句话阐述的道理在市场上被反复验证，但每一次危机到来之前的先兆却仍然无从把握。Citron、长期资本管理公司、Petolon、Sowood以及其他采用高杠杆的固定收益对冲基金最终无不是因无法追加保证金而垮掉。但任何模型都无法准确地计算出风险将于何时或以何种方式爆发，即便最可靠的模型也无法预测融资提供方何时会对你的质押物进行重新估值或是调高保证金要求。

技术手段只是风险控制过程中的可用工具之一，投资者一定要清晰地认识到技术手段无非是将一系列繁冗的数字代入后便能得到一个结果的公式。投资者在使用技术手段得出各种风险测量数据的时候一定要结合自己的经验、直觉以及常识，对

于投资组合的风险程度进行独立客观的评估。

风险管理的定义

因此，到底什么是风险管理？其最简单的定义是“知道你拥有的是什么”。无论你是一个基金经理还是一个投资者，你需要知道你所拥有的是什么。对冲基金或是FOF投资者虽然能够知道自己持有的是什么，但要了解其中资产的定价、交易模式以及单独每只证券的流动性就是另外一回事了。

一项关于对冲基金收益的研究分析表明，对冲基金经理通过以下两种途径赚钱：要么在高杠杆的套利机会上下赌注，要么做不加杠杆的方向性投资。

在高杠杆上下赌注的情形中，输赢就取决于基金经理对于资产价格走势的判断以及是否在合适的时候止盈离场。在不加杠杆的方向化投资中，当赌注下错的时候，基金的表现也会很糟糕。然而，在两种情形下，损失也许是一样的。风控经理所扮演的角色就是甄别风险，理解其结构并判定具体的交易结果将如何影响投资组合和投资者的回报。或者，用投资组合经理的话来说：“风险管理指的是在投资者赎回基金份额前我们将基金的波动性及回撤控制在一定范围内。”

信息需求

风险管理的关键在于把可获取的数据转换成有用信息，但在对冲基金这样透明化程度较低的行业里这项工作是十分困难的。假设一个固定收益基金经理向投资者提供完整的组合持仓信息（包括债券、期货、期权、利率互换、信用违约互换以及定向发行证券），使得投资者和风控经理获得了充足的数据。此时的问题不再是你拥有多少数据，而是你如何利用手中的信息。

风控经理的角色就是利用这些数据转换成可以衡量组合整体风险水平的有价值信息。无论是高级合伙人、执行事务合伙人、首席投资官，还是对冲基金的投资者，都想了解风控经理得出的这些信息，这些信息的着重点在于风险而非收益。对于基金进行风险评估的频率根据基金相关主体的要求而不尽相同，并且对基金进行

风险评估的频率也要依据所需使用的相关组合数据提供的频率。

目前来看，对冲基金行业在风险管理方面还是比较薄弱，行业内缺乏能够为投资者以及管理人在风险控制方面进行把关的角色。在许多对冲基金中，风险管理主要由首席投资官来负责。而许多声称自己拥有完整风控体系的对冲基金，实际上只是提供由主经纪人编制的关于基金整体仓位情况以及流动性情况的报告而已。许多对冲基金经理在阐释其基金的风险控制措施时只是单纯地强调“基金投资于单只证券的比例不高于基金资产的10%”或者“基金会进行分散化投资，严格控制投资集中度”，而这一切并没有什么实际意义。

对于风控经理来说，最危险的事是出现流动性问题和融资难的问题。风控经理和投资者应该常问的问题是基金在糟糕环境下应如何生存下来。对冲基金善于在高波动性的市场环境下投资获利，但是当市场环境变得极其扭曲的时候呢？对冲基金所需面对的最糟糕情况便是在基金自身流动性出现问题时融资渠道却被堵死。

可以问问曾在贝尔斯登工作的专业人士上述我们所讨论的是否真实。我们可以预知答案将是什么。如果一家银行存在流动性风险问题，并且没有足够多的资本金来覆盖它的交易时，对冲基金便会被卷入一系列连锁反应中，并形成一个真正棘手的问题。

次贷危机影响风险管理

在贝尔斯登和雷曼兄弟破产后，对冲基金对于自己与主经纪人之间的关系更为重视，并且对于质押融资中关于质押物的相关规定更为关注。目前，在对冲基金将其持有资产质押给主经纪人融得资金后，其通常会将现金资产存放在开立于其他机构的账户中。对冲基金日渐担忧主经纪人破产会危及其质押物以及资金的安全，风控经理也在探寻这一风险的控制手段，虽然这一风险在几年前从来未被对冲基金视为风险。

对于投资者而言，风险管理不是获取最大的回报，而是进行多样化的投资。投资于盈利模式不同的多只基金，并且在组合中嵌入低波动性的基金是一个投资者构建其投资组合的合理选择。每一次与基金经理的交流都是了解其基金运作细节以及投资情况的良机，投资者应该就其感兴趣的方面充分提问，以获得足够的信息来判

断该基金经理的投资策略是否适合自己的投资组合。当然，如果投资者想要对于基金的未来走势有更为准确的把握，其需要关注并理解基金在宏观趋势方面的主题以及思路。

利率水平上升100或者200个基准点会对组合造成怎样的影响？权益证券下跌了5%或者10%会对市场流动性造成怎样的冲击？对于投资组合的风险分析由一些类似的问题所构成。综合各种模型所得出的结论，结合市场的实际情况方能对组合的波动性做出更好的预测。

科技的进步为投资者提供了越来越先进的风险控制系统以及越来越丰富的分析数据。第三方数据提供商已经能够提供从不同主经纪人及行政管理人处收集的近1000只对冲基金的仓位数据。这些数据以各种各样的方式进行处理，来向许多FOF和大机构投资者提供总的风险报告和基于管理者组合配置的需求而专门定制的分析报告。

VAR

次贷危机使投资者意识到ABS以及CDO的定价并非之前所想象的那么简单，华尔街广为使用的风险模型在危机中也变得毫无价值。华尔街上的大型机构，比如贝尔斯登、美林证券和花旗公司每年在风险管理上花费达数千万美元，而如今其中的两家已经破产，另一家也要靠政府的支持才得以勉强支撑。在次贷市场上，所有机构的风险评估程序以及各项风险指标都变得形同虚设。整个华尔街的头脑都不再清晰，风险控制也变得异常薄弱，最终大量复杂的证券变得无法定价或者一文不值。华尔街在规模以及利润的诱惑下抛弃了风险控制。在险价值（简称VAR）指一定的时间内，一定的置信度下，投资者最大的期望损失。但VAR并没能测算出由住房抵押贷款等信用工具的下跌所带来的市场风险。金融机构最终意识到模型并不能取代传统的尽职调查。次贷危机使得各种模型的缺点暴露无遗，各种各样的模型无一测度出ABS、CDO等证券的非系统性风险。并且，金融机构在风险面前也将风险的概念抛之脑后。

即便如法兴银行这样享有盛誉的机构投资者也未能幸免，暴露了其风险控制中存在的问题。像法兴银行这样的金融机构往往都以其完善的风险控制体系及流程为

傲，但讽刺的是一个初级交易员在这个完善的体系中都找寻到了漏洞。法兴银行的一名初级交易员杰洛米·科维尔 (Jerome Kerviel) 在一笔期货对冲交易中损失了71亿美元，而造成巨亏的交易是因为该交易员的一笔交易超越权限才被发现。^[3]如果该交易员没有事发的超越交易权限行为，是否其巨亏永远都不会被发现？只要对冲基金和投资银行以丰厚的奖金去激励交易员赚取高额利润，对冲基金和投资银行便要承担交易员们给其带来致命伤害的风险。而法兴银行的案例则提醒我们，虽然风控体系最终能够发现欺诈等不端行为，但发现时可能为时已晚。

^[1]资料来源：John Greenwald, Massimo Calabresi, Thomas McCarroll, Sribala Subramanian, Jane Van Tassel/New York, and William McWhirter/Chicago, "The Secret Money Machine," Time, April 11, 1994, www.time.com/time/magazine/article/0,9171,980522-4,00.html.

^[2]资料来源：Orange County Information, http://en.wikipedia.org/wiki/Orange_County,_California.

^[3]资料来源：Alan Katz and Gregorary Viscusi, "Trader Turns Société Générale Report into a Nightmare," January 25, 2008, Bloomberg, www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=awdX2SvGEIgE&refer=home.

风险

投资者必须通过有效的现场调研来对拟投资基金的风险情况进行评估，并且应该通过投后监督来对投资标的风险情况的变化进行跟踪。

正如前文提及的法兴银行的案例中所得到的教训，风险控制以及风险评估的程序应该根据现实的情况而制定。风险管理即应基于对风险的辨识和测度。风险并不总是一件坏事；当运用得当时，它会增加你的收益。没有风险时，回报也是最低的。但是，当对风险管理不善或者其未被正确定价时，对于投资者来说，投资的结果便不会让人满意。所有的风险管理模型都是量化的并被认为能够反映市场的波动，但量化模型的存在价值是向投资者和相关主体（如托管人、咨询顾问等）提供关于当市场趋势急转时对投资组合将会产生什么样的影响的信息。光有量化的方法是不够的。管理人和投资者在运用量化工具前应确保所有的前提假设是正确的，并且在量化工具转化为投资决策前要确保应该被考虑的信息未有遗漏。

风控经理应该在整个过程中扮演一个独立的角色，并且要涵盖和持续完成以下任务：

-
- 向董事会或财务部门推荐风险控制参数及其变化。
 - 牵头风险委员会。
 - 帮助高级管理层对公司和交易员进行风险管理教育，使风险事件发生的可能性降到最小。
-

在对冲基金风险集合中，风险的来源有多种形式：

-
- 信用风险。
 - 利率风险。

- 市场风险。
- 收益率曲线风险。
- 杠杆风险。
- 衍生风险。
- 流动性风险。
- 对手方违约风险。
- 操作风险。

正如我们在第七章对系统性风险所做的讨论那样，任何一种风险或是多种风险的叠加都会让投资组合遭受重创，都会让原本依赖的模型变得毫无用处。投资者必须清楚地知道在未来时间里各种风险因素间的内在联系和它们将会对投资组合的价值所产生的影响，不管这种影响是独立的还是由各项风险叠加所导致的。长期资本管理公司的破产为对冲基金行业的发展前景蒙上了阴影，但并未阻断对冲基金行业的发展，在此事件之后对冲基金行业开始蓬勃发展。系统性风险会带来阵痛，但是一旦跨越过去，市场仍将回归正常状态。

主经纪人的流动性问题

要想做出明智的投资决策，投资者必须理解对冲基金使用投资杠杆会对金融体系造成的影响。固定收益市场上存在大量的定制化的债券以及信用衍生品，这些金融产品难以定价，次贷危机期间它们让SIV投资者吃尽了苦头。由于主经纪人服务的提供市场是一个高度集中化的市场，该行业一旦发生流动性问题对市场造成的影响也会比较剧烈，贝尔斯登、雷曼兄弟以及美林在危机时对市场造成的冲击便能充分说明这一问题。

VAR模型以及现有的市场数据并没有将流动性限制和全市场融资服务提供方高度集中化这两个问题考虑进去，同时对于对冲基金持有定制化金融工具以及难以定价的金融工具的数量也估计不足。当资金源源不断流入对冲基金行业之时，整个市场通过投资杠杆套利的空间也会不断收窄，投资者必须时刻警惕对冲基金行业资金的流入、流出情况，以及其对于市场流动性情况所造成的影响。

当投资者回顾市场动荡以及投资组合遭受重创的历史时刻，以下这些一定不会被忽略：

-
- 1994年：利率上升和收益率曲线倒挂。
 - 1998年：长期资本管理公司崩盘和亚洲金融危机的蔓延。
 - 2001年：“9·11”事件。
 - 2000~2002年：科技泡沫破碎。
 - 2006~2008年：次贷危机。
-

投资者可以了解拟投资基金的管理人在上述时期的表现，并结合管理人在近期的表现来对管理人应对风险和危机的能力进行综合评估。

怎样去评估风险

当我们看投资说明书时，投资者必须注意到业绩表现的数字仅仅是数字而已，并且也仅代表着影响投资决策的一个因素。用GPS（全球定位系统）代替了地图的驾驶员常常会发现他们被导航到错误的道路上，同样的道理，投资时所依赖的各种技术手段也会时常失灵。GPS失灵时司机会停下来问路或是看一下地图，而对冲基金投资者迷惑之时应该把握的首要问题是投资杠杆的风险。

杠杆可以显著增加一项投资策略的回报。然而那些依赖高投资杠杆的投资策略的风险属性在市场形势发生了变化之后也会急剧变化。经历了次贷危机的对冲基金以及其投资者应该都会思考发生了以下情形时管理人该如何应对：

-
- 交易所及主经纪人提高保证金比例。
 - 当华尔街的交易商提高估值折扣（haircut）。
 - 市场上流动性异常紧张。
-

美联储的T条例对经纪公司给投资者的融资额度进行了管制并将其限制在50%的水平。换句话说，投资者将1美元的本金通过融资扩大到1.5美元进行投资。由于对冲基金的业绩情况比较好，主经纪人在为对冲基金提供融资服务时往往会授予其更高的信用额度。这也是对冲基金能够取得丰厚利润的原因之一。次贷危机之前，投资杠杆的使用几乎是不受限制的，权益类对冲基金的通常杠杆水平为2~4倍，固定收益对冲基金的杠杆水平可达5~10倍甚至更好，也就是说净资产规模为1亿美元的基金可以融资买入10亿美元甚至更多的抵押贷款支持证券。而次贷危机后投资杠杆的使用不像危机之前那样廉价以及随意，如果你想加高杠杆则需要拿出足以让人信服的理由。

投资杠杆及其风险

在平稳的市场中使用投资杠杆会提高投资收益，但一旦利率水平或者市场流动

性情况发生显著变化，投资组合则有可能遭到重创。1994年、1996年以及2007~2008年的历次危机中，每次都是交易商首先提高估值折扣，继而市场流动性情况急剧恶化。市场杠杆水平较高，使美联储有意或者无意地去引导市场降杠杆，导致市场形势恶化甚至转熊，这几乎成为每次市场危机的固定模式。这一模式的具体传导路径大体如下：美联储加息—债券价格下跌—交易上提高估值折扣—对冲基金被迫减持债券—利差变宽—股票价格下跌—市场杠杆水平下降。降杠杆的过程看似简单但充满痛苦，虽然始作俑者在这一过程中会得到应有的惩罚，但无数无辜的投资者也损失惨重。

利差拓宽会使得一些固定收益对冲基金更为活跃，但不会为整个固定收益市场带来繁荣。美联储加息的主要意图在于抑制经济过热以及控制金融体系中杠杆的水平。利差变宽会给大多数债券投资者尤其是高投资杠杆的对冲基金带来许多麻烦。估值折扣反映了把债券卖给对冲基金的华尔街交易商（投资银行或商业银行）施加的保证金要求。质押物不同，估值折扣也不尽相同：大多数流动性较强的证券（如美国政府债券，像房利美、房地美这样的机构发行的政府机构证券）的估值折扣一般从1%到10%不等，而不良债券的估值折扣则要达到50%。在2006~2007年的次贷危机之前，交易商很乐意只对机构抵押贷款支持证券实施1%~3%的估值折扣，由此鼓励了对冲基金使用的杠杆水平达到最大。其本质就是一只对冲基金仅凭100万~300万美元的资金就融资买入了1亿美元的房利美发行的债券。尽管33~100倍的杠杆听起来如此疯狂，但在历史上，由美国政府管制、FDIC（联邦存款保险公司）担保的银行也曾使用过15倍的杠杆，华尔街投资银行也曾使用过20~30倍的杠杆。然而，美联储和欧洲中央银行的这一举动迫使基金公司降低杠杆使用水平。我们都知道使用高水平投资杠杆有风险，但是降低杠杆是否会得不偿失，这才是我们需要思考的。

尽管利差的变宽会损害投资者的利益，但是估值折扣的变动会形成累积效应而给投资者以重创。真正致命的威胁则是由买卖价差和交易商市场利差变宽引起的被迫抛售债券，产生损失就在一瞬间。对市场系统性风险潜在问题的分析是风险管理的一部分，由此我们再次认识到风险管理是一门艺术而非衡量市场变动给投资组合造成的影响的科学。

估值风险

在市场动荡期，所有投资者都会对证券如何定价产生疑问。有些时候也可能产生由此衍生出来的其他问题。然而，针对证券如何定价这个问题的标准回答是：“每月或每季度我们会获得三个场外价格，取其平均数来确定市场定价。”

为了理解估值风险，首先要解决下述具体涉及固定收益策略的问题：

-
- 谁在为证券估价？是把证券卖给对冲基金的交易商吗？如果是的话价格具体又是什么，是最高价吗？
 - 最终价格是由风控经理、CFO抑或组合经理单独决定的吗？
 - 主经纪人或行政管理人获得的证券价格是否是独立于对冲基金之外的结果？
 - 是否使用了定价服务来独立定价？
-

对于权益类投资策略或流动性较差的资产配置而言，还有一个问题亟待解决：价格是如何根据所配置资产的交易量和交易频率进行调整的？然而，随着美国财务会计准则第157号的实施，基金经理以及他们的行政管理人和审计师是如何对持有资产定价的就很清晰了。

投资者要求的尽职调查应该包括了解基金经理关于定价的方针和步骤。大型的机构有审查和平衡系统以确保定价过程免受交易员的影响。然而，只要其定价过程是独立客观且可调整的，小型公司不会因规模小而错误定价。简单来说，对冲基金业务是由企业家创办的，这些企业家的观点就是“我的债券我做主”。听完基金经理和其投资团队关于资产定价的说明后投资者应该感到心安。然而，麦道夫骗局警示我们，投资者应该确保自己真的理解了基金经理的估值过程，并确保其方法准确无误，就算再细心也不为过。

投资组合的信息

风险管理的关键因素是了解FOF中配置的每只基金的相关情况。一些投资者要求所有拟投资的基金经理在做投资决策前向其研究团队披露投资组合中的持仓信息，并且很乐意签订保密协议以加强对持仓情况的保密，这也是对基金经理工作的尊重。持仓信息的透明性是很重要的，可以以此为依据来监管基金经理、部门，监控整个投资组合中可能出现的风险重叠问题。因为投资组合的持仓情况是随时间变动的，那么这个透明性就相当于反映了基金经理是否能够充分了解风险，是否能够评估降低系统性风险和市场风险的方法。通过观察FOF中的每只对冲基金，投资者能够确定基金的业绩表现是源于资产配置策略还是源于基金经理的选择情况。如果FOF的业绩结果与预期目标收益率产生偏差，那么投资者大概就要与基金经理进行中期电话会议或者是面对面的现场会议了，因为投资者需要知道产生这样偏差的缘故。

FOF投资者不会参与到投资组合的选择过程中，但是他们希望了解FOF经理对整个宏观经济的看法，宏观经济的变动会对投资组合带来什么样的影响，又是如何影响战术资产配置的。尽管争论有益，但是如果投资者觉得FOF经理对经济形势的整体把握与其严重不符，那么赎回大概是唯一的选择。

FOF经理很关键的长处就是他们能够在市场上行时获得丰厚的收益，而在市场形势紧张时保护其资金水平。FOF投资的资金回撤应该以风险和投资政策为风向标，并且要提供一个比单一管理人基金更好的投资选择。

大多数FOF至少会每个月提供一次最新的阶段性的业绩报告，如果允许的话有时会更频繁。与对冲基金类似，FOF经理也应该通过电话会议向投资者汇报最新的投资组合情况。除此之外，现场交流每年至少一次，最好是每年两次。

对于许多投资者来说，评估月度信息很困难。信息传递缺乏时效性令投资者头疼不已。由于缺乏标准化的综合数据库，价格、资产净值等涉及透明性的信息报告在一般情况下是基金经理或行政管理人通过邮件或传真交到投资者手中的。许多对冲基金数据库还没有更新以准确掌握基金的业绩表现，因此报告的时效性和准确性就打了折扣。再加上评估复杂的衍生品头寸和侧袋投资，信息评估就更混乱了。随着对冲基金业的逐渐成熟，行政管理人通过新的信息传递技术可以减少对投资说明书的依赖，也能够改善传达的数据和市场信息的准确度。

对体制完善的公司的需求

随着对冲基金的做大做强，亟须对冲基金经理形成像传统做多基金公司那样更健全的组织结构。2000年以来的资产规模的增长催生了对更健全的组织架构和更高透明度的需求。市场的崩溃起到了催化剂的作用。随着对冲基金和FOF寻求投资更高收益的养老基金和其他机构资产，投资者要求基金经理改善硬件设施和报告系统。大多数管理机构和咨询公司的数据信息显示，尽管经历了2008年的市场动荡，对冲基金依然会在接下来的5~10年维持稳定的增长。与此同时，投资者会因为回报增速的放缓而产生许多疑虑，并要求投资公司提供更高的信息透明度和实施更严格的风险管理。

-
- 投资者期望更多地把另类资产纳入到投资组合中，但常常对组合的业绩表现并不满意。
 - 投资者更多地关注基金管理，而忽视了评估过程。
 - 披露报告的质量和涵盖的内容需要引起关注，但投资者也必须懂得提的问题要切中要害。
 - 投资者对现行的管理制度总有诸多不满。[\[1\]](#)
-

普华永道在2008年3月公开发布了一份标题为《透明度与回报：机构投资者关于另类资产投资的看法》的金融服务报告。如上所述，这份报告阐明了几点投资者关心的方面。

通过对包括机构投资者和另类投资提供方在内的调查对象的220份回收调查问卷进行分析后发现，和基金业绩表现同等重要的风险管理和透明性在许多基金公司中仍处于发展建设阶段。随着另类投资行业的成长，资金源源不断地流入正在搭建组织架构的基金公司。

在FOF行业发展的早期，许多基金经理和投资者认为投资组合管理和业务管理在

操作上相对容易。如今，管理不再单单是收集每个基金经理的资产净值的信息，把基金业绩结果汇总并向有限合伙人报告，基金管理人提供了广泛的间接投资服务和报告披露。但是投资者想要知道的是基金经理上个月是如何进行投资运作的。如果披露报告的时间经常延迟，那么大概是时候赎回投资了。如果基金经理没能持续及时披露报告，资产净值的可信度则令人生疑。

对准确信息的及时披露从未像现在这般重要过。

[1]资料来源：PricewaterhouseCoopers, "Transparency versus returns: The Institutional investor view of alternative assets," March 2008。

第十一章 现有经验和未来趋势

2006~2008年这段时期也许会因见证华尔街、中央大街甚至全球金融系统所犯下的错误而被载入史册。整个事件的发生就好像是在你认为一切清晰明了、尽在掌控的时候，金融海啸骤然降至，全世界在一瞬间即发生了翻天覆地的变化。厘清这其中到底发生了什么或许还要花上几年的时间，但现在有一点很清楚，次贷危机以及随后的信用冻结都离不开利益集团的过度野心，这其中包括对冲基金、对冲基金投资人以及银行业和住房抵押贷款部门。

尽管部分对冲基金投资者责难对冲基金利用了相较于投资者在信息方面的优势，使其只关注到令人满意的超额收益，而忽视掉“为什么我的基金经理相比其他人要做得好得多”。而对于那些认为所有交易的价格都理应合情合理并真的有思考过“为什么实际或预期回报会高于历史行业平均水平”的投资者来说，在这场危机中他们的处境要好得多。

投资对冲基金的风险有别于传统资产管理的风险，主要体现在以下几点：

-
- 杠杆的使用。
 - 对冲基金经理允许做空。
 - 对冲基金投资的透明度更低。
 - 基金经理文化背景的不同使得其对风险的理解和偏好不同。
-

然而，大多数投资者都知悉一点，想要获取超额收益则必须承担风险。即使是那些自称通过使用市场中性策略在持续盈利的基金经理，或许也不是真正在坚守市场中性策略，他们的投资组合中一定有内在的风险而不是完全零头寸。

从何处去发现风险

理解回报水平的关键是理解对冲基金有多少暴露在外的头寸。许多做权益投资和固定收益投资的基金经理都自称是“市场中性”，不妨问问这些市场专业人士他们的投资组合在2007年和2008年的8月份的经历。真正的市场中性策略是没有头寸暴露的，所以理应不会受到危机的负面影响，但现实中的情况是，这些自称是市场中性基金同其他类型的基金一样损失惨重。

建立风险管理系统并非意在使风险完全消除，当然它也无法做到这一点，其目的在于使投资组合的收益与风险能合理匹配。尽管风险管理系统会对不同情形下的投资组合进行测试，但这种量化的分析过程仅仅是风险分析的一部分。真正的“考验”在于实际操作中对风险的理解和把握。建立风控系统的真正目的在于尽量避免意外的发生。事实上，只有基金经理才能真正分辨风控系统是否真的在起作用。

许多投资者认为市场每隔四年就会经历一场10倍标准偏差事件（诸如大型公司倒闭、行业出现整体下滑甚至经济体崩溃等极端事件）。当这种情形发生的时候，固定收益策略尤其容易受到不利影响。在我们看来，市场几乎每年都会经历一场这样的风险性事件：从1997年的亚洲金融风暴开始到1998年长期资本管理公司的倒台，再到1999年的巴西金融危机、2005年柯克里安引起的通用汽车股价混乱和2008年贝尔斯登以及随后雷曼兄弟的破产。

风险管理无法预测下一个风险事件什么时候发生，并且实际带来的后果也许与压力测试的结果大相径庭。但有一点很清楚：凭借久而久之训练出的投资直觉或许更容易做出最优的投资决策，虽然它与定性分析和定量分析得出的结果比较脱节。

不相关的投资组合

因为认为对冲基金与资本市场无关而对其进行投资的这些投资新手们必须要知道，他们的投资策略或许与其他策略相关，为此他们必须试图去理解该策略在不同市场情形下的表现如何。正如我们在2007~2008年所看到的那样，焦虑的投资者争

先恐后地去购买美国国债（这是经济下行时投资者为资产保值的通常举动），出于其对局势蔓延以及债券违约的担心，无论是政府支持机构发行的抵押贷款支持证券还是普通商业机构发行的抵押贷款支持证券的利差均被拉大，债券价格急剧下跌。事实上国债和政府支持机构发行的抵押贷款支持证券的价格变动不会像风险模型所预测的那样始终同向。不仅固定收益市场的所有部门如抵押贷款支持证券、高收益债券和垃圾债券等利差被拉大，权益市场中的许多部门也同样如此，这在一定程度上表明资本市场中的许多部门间具有正相关性。相信这会让很多对冲基金经理和投资者都感到难以置信。

事实上，在市场紧张时期，市场风险和信用风险具有某种内在联系，这点连压力测试或许都无法检测到。这时候，市场往往表现为非理性。市场紧张时期许多对冲基金投资者选择把投资顾问作为资产安全的一道堡垒。发生亏损之时，投资者往往会将责任归咎于别人但反思自己的行为，而基金经理则会强调市场处于非理性状态以及他们的投资思路没有问题。

成功的对冲基金以及FOF常具备严格的制度和流程来应对市场中风险性事件的发生，通常会要求基金经理能够严格而又灵活地运用投资参数。而那些缺少制度和流程的基金经理在市场动荡时期往往难以幸免，最终使得其投资者遭受损失。

透明度

获取对冲基金配置的透明化信息常被认为是一件很困难的事。在信息获取非常有限的情况下，对于对冲基金的权益头寸配置情况最佳的信息获取渠道就是基金经理按照SEC的要求，必须按季提交的13-F文件。SEC要求管理资产规模超过1亿美元的基金经理每季度都要对他所持有的公开发行证券做书面报告。^[1]如此看来，从公开数据中可以获得的信息也是有限的，因为这些报告反映的仅是投资组合每季度末时的头寸状况，而不能反映对冲基金的日常投资活动。尽管权益头寸在不同的时期配置不同，但大体上看，普遍被对冲基金买入的股票往往表现优异，而被对冲基金普遍卖出的股票往往表现较差。市值也是对冲基金参考的重要因素，对冲基金对波动较大的小盘股以及中盘股往往配置较多。

对于对冲基金的投资者来说，理解资产集中的风险以及它对单个资产流动性的

影响很关键。这无疑又增加了一项投资风险，即对冲基金的流动性问题。对冲基金增加和减少头寸都可能对它的业绩表现及流动性产生影响。

市场紧张时期同样会暴露出对冲基金经理的后台所存在的缺陷。所有的对冲基金以及FOF都会向他们的投资者或潜在投资者公开披露由大型会计师事务所出具的年度审计报告，但也仅是每年一次。包括大型养老基金在内的机构投资者的逐渐增多，改变了对冲基金管理和出具报告的方式。高净值投资者和家族办公室对于报告的要求不如养老金管理机构苛刻，但他们也想对于对冲基金的运作细节有足够多的信息。后台出现的问题会暴露出基金经理的弱点，毫无疑问他们在市场紧张时期将承受巨大的压力。一份年度审计报告，对政府和税收部门来说足够了，但对投资者来说却远远不够，他们希望可以获得频率更高的定期报告。

[1]资料来源：Securities Exchange Act of 1934, Section 13F, www.law.uc.edu/CCL/34Act/sec13.html#f.1。

去杠杆

对冲基金的核心投资策略之一便是当其他投资者纷纷抛售资产时反而选择积极买入。这样做的结果是，加了杠杆的对冲基金能有充足的资金对其他投资者抛售的资产进行接盘，如此证券便以低价收入囊中并做长期持有，目的是为了待其价格上涨后将其卖出，以此方式获利。

在2007年，商业银行负担着价值数十亿美元尚未出售的杠杆收购（简称LBO）头寸。然而对冲基金机构却无法买下它们，因为主经纪人向其提出了更高的抵押物要求。同时，会计师要求资产定价更加透明。GPS毫无疑问是一项很棒很实用的发明，但我们避免不了担心“如果电池坏了要怎么办”的问题。在对冲基金领域，会看“地图”和会使用“电子设备”同等重要。没有什么可以取代好的独立的投资判断。

新的杠杆限制条款

随着对冲基金行业的日渐成熟以及在2007~2008年次贷危机后的自我转型，某些趋势正在逐步成形当中。首先是2008年9月美联储和美国财政部的十日行动所带来的对冲基金业的“变脸”。面对美国 and 全球金融市场信用状况的急剧恶化以及全球金融市场资本的大幅萎缩，美国财政部部长亨利·保尔森（Henry Paulson）选择去救助房利美和房地美，意在极力遏制系统性风险在全球范围内的蔓延。为避免银行挤兑的发生，他强烈建议美林、摩根士丹利、高盛和雷曼兄弟以兼并的方式向商业银行寻求帮助，同时建议美国国际集团筹集到850亿美元新的资本金。

这场危机前前后后发生的事已无秘密可言，已经不需要我们重述。但难免会有部分读者对此一无所知，对此我们为他们简要梳理了一下整个事件所带来的后果：雷曼兄弟宣告破产、美林低价被美国银行（Bank of American）收购，高盛从沃伦·巴菲特那儿筹到资金才得以渡过难关，摩根士丹利将其大块资金业务卖给了一家名为三菱日联金融集团的日本金融企业。在当时的局势下，美国财长保尔森在布什总

统的支持下花费了纳税人数十亿美元来为大型金融机构发行的优先股进行偿付，这样做的目的是为了保证金融系统的稳定。直到2009年6月份，受到此次危机影响的金融机构才开始自我修复的漫漫长路。美国国际集团和花旗的业务始终没有如危机前般风生水起，而其他许多机构仍在苦心经营力图脱离政府的控制而独立生存，以找回往日的荣光。

时间将会裁定布什总统和财长保尔森这一“让人震惊和畏怯”的举措的对错，但现今我们可以清楚的一点是：美国联邦政府想通过这样的举措对金融业以及对冲基金业施加更多的控制。这点早已在那场十日行动中得以体现。主经纪人以及那些肆无忌惮的杠杆提供方如今都逐渐被美国联邦督查部门管控起来。杠杆还在被使用，但程度已被大幅削减。美国联邦政府和SEC对外宣称他们还将对股票做空施加限制，以保证市场良好的流动性。

除了布什总统作为极“右”的自由主义的代表出台如此“左”的政策让人难以置信外，正常危机中其他的事都比较明了。首先，对冲基金不是市场中的捣蛋鬼，反而在市场处于弱势时会成为重要的参与者。其次，投资杠杆不受约束的时代一去不复返。再者，Darwin在这场危机中仍然存活了下来并且运转良好，用来说明“物竞天择，适者生存”再好不过。

尽管美联储的举措给予整个市场重大一击，但随着包括大型养老基金、基金会和捐赠基金在内的许多机构投资者开始涉足另类投资领域，使得资金越来越多地涌入对冲基金以及FOF中。另外，存在缺陷的计算方法和不尽如人意的业绩也使得投资者不得不重新审视之前投资的整个尽职调查和研究过程，一定程度上也促使他们将剩余资金投到新的基金领域。

首选投资：FOF

对于许多初次涉足对冲基金领域的投资者来说，FOF可能成为他们的首选投资。然而，为满足特定资产配置的同时使费用更低，定制投资组合的需求逐渐增多，拥有更大规模的投资组合（一般超过5亿美元）的机构投资者，可能会选择让他们的投资在内部进行。当这种情形发生时，原来投资于FOF的资金将会迁移到单一策略的投资中。在数据允许的条件下设立行业基准来比较同行业的业绩表现，可以减少对业界认可的报告来源（比如HFRI或Lipper指数）的依赖，因为它们更适用于同其他养老金计划或是捐赠基金做业绩对比。

机构投资者将重新审查整个尽职调查的过程，确保现有的制度及流程在不断变化的市场中仍能够有效控制风险。机构投资者似乎更偏向于投资大型FOF以及对冲基金。规模已达数十亿美元的FOF的规模仍在扩张中，同时对冲基金也在不断适应其投资者中机构占比越来越高这一事实。然而，考虑到2007~2008年这段时期内许多FOF以及对冲基金惨淡的业绩和冗余的头寸，许多投资者目前转向投资于资产规模在5亿~20亿美元的FOF，目的是想要充分利用其细分投资策略获利（比如科技股策略、新兴市场策略、绿色环保主题策略以及社会责任主题策略）。小规模FOF在筛选基金经理方面更为娴熟和灵活，因为他们要管理的资产规模较小。

小规模FOF以及对冲基金一直都在业绩表现方面深感压力，但在和大规模基金经理竞争的过程中也实现了自身资产规模的迅速扩张。与主流观点不同，我们认为投资者在选择基金经理时，考虑的最重要的指标是管理规模而非投资业绩，管理规模较大的管理人会让投资者更为安心。

投资组合的估值

正确而合理的估值是基金运营的重要环节。随着对冲基金中私募股权、弱流动性资产比重的增加，投资者对于对冲基金透明性以及流动性的诉求也在不断增强。在次贷危机后的恢复期，不透明策略比如配置有ABS和CDO之类的资产的投资者只有

在他们的基金经理向其提供了策略如何实现等投资细节后，才能对他们现在的投资有所信任。

正是因为大部分投资策略对弱流动性资产以及私募股权等配置比重的增加，对冲基金经理不得不延长赎回的期限。尽管这样做可以有效防止资金的外流，对基金经理有利，但FOF经理却对此感到棘手，因为他们无法通过赎回底层基金来满足自身流动性的需要。

新规则下的新产品

别对未来将发生的事感到惊讶。曾经一度被标记为“美国制造”的次级金融产品、Alt-A贷款、夹层融资以及其他金融创新产品，如今正被全球投资者持有。危机已经过去，但投资者必须通过更严格的尽职调查来审查基金经理是否又参与进了另一个可能诱发全球混乱的创新金融产品中。

当机构投资者拒绝过高的对冲基金费用而去寻找提供高透明度且更为廉价的其他另类投资时，基于130/30的策略逐渐流行起来。在这个投资领域中，评价一项投资成功与否通常看的是投资回报而非资产规模的增速，整个过程往往需要花上几年的时间。

华尔街的对冲基金在发行方面普遍感受到了压力。通过主经纪人去募集资金的商业模式已然过时，对冲基金以及FOF不得不通过内部的销售团队去募集资金。

随着机构投资者越来越多地进入对冲基金领域，包括SEC、FSA在内的监管机构都在加强对于对冲基金的全球性监管。随着高净值个人投资者对于零售金融产品投资的增加，监管机构对于高投资起点金融产品的监管也势必会更加严格。

感谢贝尔斯登和雷曼

贝尔斯登和雷曼兄弟的相继破产以及投行资产负债表在这场浩劫中被大幅削弱，使得投资者愈加重视对资产负债表的考察。投资者或许会对作为衍生品主交易

方或是杠杆提供方的投资银行数量的减少一时感到不太适应，并倾向于投资使用商业银行作为融资渠道的对冲基金和FOF。信用环境已经发生了翻天覆地的变化。信用供给方希望能对信用状况有更充分的理解，尤其是加深对固定收益市场的信用状况的理解。依赖投资杠杆的投资策略受到更多的限制，包括信用供给方要求有更高的流动性以及保证金。由于杠杆上限受到了限制，回购融资策略再也无法达到像过去那样的收益水平。那些依靠短期融资的投资策略会因为杠杆供给方可轻易改变抵押品的估值折扣以及所融出资金的期限而面临越来越大的风险。

与此同时，随着投资者对透明度的呼声日益升高，主经纪人不得不向其提供更多的投资信息。大型机构投资者以及大规模FOF还要求设立独立账户来增加投资的透明度和加强对风险的管理。投资者和信用供给方开展更为严格的尽职调查以避免投资雷区并降低系统性风险对资产负债表其他部分的影响。

随着FOF规模的日益壮大，FOF经理必须提升自身的软硬件设施以应对大量资金的涌入。

政府也将加强监管力度。对冲基金行业的权益投资规模已达2万亿美元，总资产规模已经达到10万亿美元，并且这些数据还尚未包含规模达数万亿美元的表外衍生品头寸。正如美国监管当局在2008年9月的一系列行动所昭示的那样，他们认为对冲基金行业过于庞大了。

一只费率为2%/20%、规模为2亿美元的对冲基金可否通过投资杠杆放大到20亿美元来投资？也许不能。规模较大的基金经理是否像规模较小的基金经理那般有动力去追求投资业绩？对于现在已成为资金募集机器的FOF来说，他们仍然关心自己的业绩吗？这些问题很难去回答，但大多数人认为募集资金比起资产管理来说更为重要。

一个时代的结束

投行的黄金时代已经结束。随着市场上交易量的减少，投资策略可利用的机会也越来越少，但对于市场中投资方式灵活的基金经理来说却是一个机遇。投行的数量在缩减，同时伴随美联储的监管更为严格并要求低杠杆配置，商业银行的影响在减少，这样的结果是投资组合只能进行低风险的资产配置和受到更少的“要把蛋糕做大”之类的强制性要求。为了利用好这一新的机遇，许多对冲基金需要更完善的配套设施。

投资者是否了解无论是对冲基金还是FOF都存在期限错配的问题呢？这里所说的期限错配是指基金持有的资产期限较长，但是投资者对于基金的持有期限却是无法预测的。在1998年以及2007年的市场动荡时期，由于投资者同质化的赎回行为，即便是那些赫赫有名的基金也未能幸免于难。

为什么许多养老基金由起初的零配置到后来会将他们5%的资产配置为对冲基金呢？是因为咨询顾问不够专业才使得一些大型养老基金与捐赠基金配置类似吗？

主权财富基金是知名度最高的基金之一，几乎没有人真正知道其投资细节，但每个人对它都有所了解。正是由于石油美元的循环以及新兴市场的发展带来了大量资本流入，这些投资实体拥有空前规模的可运用资金。现在很多主权财富基金因不断调整在全球各大金融机构或是并购市场上的投资而广泛活跃于全球资本市场之中，预计其总资产规模已超过3万亿美元，并且在未来5年仍将保持大幅增长的势头，许多预测认为他们的资产将直接流入对冲基金领域。

主权财富基金

当对冲基金逐渐淡出人们的关注热点，主权财富基金或将接替它成为下一个焦点。这类基金早已存在多年，但随着新兴经济体比如俄罗斯和中国不再仅是新兴市场，以及石油产出国科威特和沙特阿拉伯资金的单向流入，主权财富基金将如对冲基金一般对全球资本市场产生深远的影响。主权财富基金已经高调地注资许多美国

本土以及全球性的商业银行，其注资对于对冲次贷资产以及不断攀升的不良贷款对这些银行资产负债表造成的负面冲击起了重要的作用。

于1976年设立的阿布扎比投资局（简称ADIA）是规模最大并且也是历史最悠久的主权财富基金之一。ADIA在全球范围内进行投资并拥有大量的股权投资头寸，比如拥有花旗集团、托尔兄弟公司以及阿波罗管理公司的股权等。尽管它能产生很大的影响力，但当ADIA想要买下美国几个港口时却遭到了拒绝。

从不同渠道可以搜集到主权财富基金的投资信息，比如挪威政府社保基金按SEC要求提供13-F文件所披露的股权投资信息，但对于某些主权财富基金的投资情况我们可以从公开渠道了解到的信息便很少。因为不同基金的投资目的会有所不同，许多基金以绝对回报为导向，所以定位于更高的风险配置。尽管许多基金倾向于高流动性的资产配置，但主权财富基金却偏好于投资高回报的金融工具。这样的结果是，大量资金涌入到对冲基金、房地产和私募股权等投资领域，并且预计未来在这些领域还将有更多的资金流入。

主权财富基金影响力很大

据J.P.摩根在2008年3月22日出具的报告显示，主权财富基金如今已将其规模在2700亿~3400亿美元的资金投向了另类投资领域，占据另类投资总资产的6.8%~7.5%，并且其中过半是私募股权。虽然许多投资授权由主权财富基金内部在管理，但每只基金资产池中的配置却由外部决定，尤其是对冲基金部门。J.P.摩根估测：“将近60%的主权财富基金使用的是外部基金经理，并且近半数的主权财富基金的资产都是在外部进行管理的。” [\[1\]](#)

在分析主权财富基金给对冲基金造成的影响时，有数据表明主权财富基金对于对冲基金行业的总投资规模大约为1500亿美元。尽管目前投资规模不大但却在持续增长的过程中，可以肯定的是资金将流向那些大规模的基金经理。由于主权财富基金希望风险能够直接暴露，所以他们也将加大对特定投资策略的投资而非投向使用多策略投资的FOF。

了解拟投资对冲基金的客户结构是对拟投资对冲基金进行尽职调查的一项重要

工作。所谓了解对冲基金的客户结构，并非仅是看到其客户名单这么简单，而是要深入了解其客户的投资目标。考虑到资本市场的波动性、货币的波动以及持续变化着的地缘政治环境，明智的投资者连同基金经理都应该时刻为猝不及防的市场变化做好准备。受主权财富基金的影响，更多的资金将被吸引到对冲基金领域中，尤其是在发达国家资产价值不断缩水的大背景下。

[1]资料来源：J.P.Morgan Research, "Sovereign Wealth Funds : A Bottom-up Primer," May22,2008, www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/SWF22May08.pdf。

第十二章 新型投资产品

由于众多投资者不愿直接投资于对冲基金，以及FOF对于投资对冲基金新途径的探寻，过去的几年里，一些新的投资产品被投放市场，为投资者提供了降低投资对冲基金风险的方法。这些产品包括：

-
- 130/30基金。
 - 杠杆化产品。
 - 保本票据。
 - “最佳概念”基金（best-idea fund of funds）。
 - 对冲基金复制（hedge fund replication）。
 - 多策略对冲基金。
-

130/30基金

首先要介绍的是130/30基金，市场普遍预计该基金在未来数年间的市场规模将达到1万亿美元。该产品吸引了诸如美国加州公共雇员养老基金、伊利诺伊州教师养老基金的大型机构投资者。130/30基金得以迅速发展的首要原因是其低廉的收费，其费率水平通常为1%的固定管理费及较低比例的业绩报酬，远远低于单一管理人对冲基金2%/20%的收费水平。130/30基金和对冲基金的相似性在于杠杆及做空的使用。130/30基金通常会持有基金净资产130%的多头头寸及基金净资产30%的空头头寸，总敞口为基金净资产的160%，而净敞口为基金净资产的100%。130/30的表述形式一定程度上类似于2%/20%这种表述，其描述的是资产配置的结构而非策略。该基金业绩表现很大程度上取决于其 β ^[1]系数。对冲基金是否能够取得良好业绩的一大决定因素在于其基金经理是否能如其运用多头头寸般娴熟地使用空头头寸。而空头头寸在130/30基金中的地位没那么重要，它只是这种资产配置结构下的副产品，并非投资策略的一部分。尽管130/30基金的净敞口为基金净资产的100%，但其拥趸者坚称该类型基金能够取得超额收益。

为什么共同基金不能做空

为了寻求基金规模的增长，许多传统类型基金的基金经理都盲从了投资者提出的在投资中使用对冲基金常用策略的建议。对于超额收益的不断追寻也使得投资者在不断地变换资产配置的方式。然而前述行为中的最大风险点在于以运用多头头寸为主的传统类型基金经理是否具备在投资中有效使用空头头寸的能力。正如许多对冲基金经理所说，做空股票是最难成功实行的策略之一。毕竟在过去20年中，只有少数仅做空的基金经理能够在市场竞争中存活下来，而同期间仅做多的基金经理大都取得了良好的业绩。如果基金经理擅长做空，为什么还要限制空头的比例为30%呢？只做多头的基金经理缺乏经验，这会导致许多市场环境下业绩不佳的风险调整收益。

由于130/30基金可以使用小比例头寸进行做空，它也被称为“精简版的对冲基

金”，我们认为其风险水平仍然较高。如果基金经理擅长持有多头头寸，能够有效使用空头头寸并且能够获得良好的业绩，那为什么130/30基金收费低廉呢？做空要求基金经理有良好的专业技能和资金支持。受到130/30这种新产品短期内高回报的吸引，以及付出低于对冲基金收费却获得相当回报的诱惑，与对冲基金经理投资相比，投资者和他们的投资顾问在对130/30基金经理的尽职调查过程中省略了许多步骤。

一些学术报告引发了对130/30基金投资的增多，这些报告建议投资者可以通过放松对做空的限制来获得更大的回报。这些学术报告基于这样一个假设：基金经理能够发挥他们的能力，把多头头寸的选择过程应用到做空上。130/30基金具有严格的投资纪律，这种情况可能并不总是存在于对冲基金投资中。研究报告表明，130/30基金为投资者提供了超额收益，由于产品仍处于起步阶段，130/30基金提出的投资方法是否真正体现如其描述的回报率、相关性和波动性的特征尚未确定。

130/30基金填补了养老基金的空白，但是许多优秀的分析师、交易员都因无法转型到对冲基金而在这里栽了跟头。这个产品是否会成为华尔街的下一个无用的产物？从这一点上看，130/30基金看起来像一个做空能力有限的共同基金。

[\[1\]](#) 参见本书“术语表”，277页。——编者注

对冲基金复制

对冲基金复制为直接进行对冲基金配置的同时又实施FOF投资提供了可能。为了满足直接投资者对其他费用较少的投资方法的需求，投资银行创造性地开发了这个最新的另类投资产品。

正如其名字所描述的，对冲基金复制的目标就是复制对冲基金的风险调整后收益的过程。复制过程可以局限于特定的因素，也可以包括广泛的对冲基金策略。通过使用基于模型的投资策略，投资者可以对基于标准回归分析的资产配置进行选择，标准回归分析根据一些变量解释了对冲基金历史回报的差异。标准回归分析过程考虑的变量可能包括小盘股和大盘股的多空仓策略的收益率、估值价值与增长、债券指数收益率、大宗商品市场指数或外汇收益率。在对冲基金投资策略中锁定多头的投资者可能希望持有对冲基金的空头头寸，从而降低总敞口。然而这样对冲风险并不完美，投资者应该评估这种交易的相关风险。

多空头寸相结合的资产配置的目标应包括确定使用哪些时期的历史回报以估计各种指数的 β 系数。分析的最后阶段是在选定时间段内通过回归模型把对冲基金收益对选定因素进行回归。

投资者选择对冲基金复制作为资产配置策略，它为咨询公司和投资机构提供一个动态投资工具，以帮助投资者实现整体投资组合的收益目标。当然，这也是为了节省费用！对冲基金复制的目的在于获得对冲基金对于市场趋势预测及跟踪的能力，从而能对市场趋势有良好的把握。

对冲基金复制的真正优点在于透明性和流动性的保障。由于投资者持仓信息的透明性，积极的资产组合管理能够帮助投资者更好地了解超额收益和市场指数相关性的来源。复制能使投资者减少组合冗余部分，并将其分配到以前资金配置不足的部分。随着资产运作透明性的增强，投资者很快能够就其最担忧的投资风格的转变做出反应。对投资者来说对冲基金复制的主要优势就是透明度，保障每日流动性和高透明度有助于消除欺诈风险。

对冲基金复制有几处不足。由于资产配置是基于具体策略的自我筛选过程，它

可以被广泛地定义为既需要确定投资时机又需要额外研究信息支持的择时操作策略。当短期资产配置变化时，对冲基金复制的另一个缺点就暴露出来了。当对冲基金经理快速适应不断变化的资本市场时，对冲基金复制过程可能会滞后于市场变化。基金业绩表现的时效性也是一个问题。作为建模和回归分析的一部分，复制策略应该分析更长时间、更高频率的对冲基金收益率。但不幸的是，对冲基金的报告是月度的，导致复制过程的报告期较短，数据可靠性较低。

对冲基金复制的成本

在确定与对冲基金复制相关的实际成本时发现，对冲基金的尽职调查成本非常高。然而，复制的局限性体现在投资所需的大量资本上。由于监测、连续审查、收益和策略的不断调整，以及大量的投资策略的使用，对冲基金复制这种投资产品只限于较大型的机构投资者。对此，有一个问题投资者一定会问：对冲基金复制是否比投资FOF更划算，更值得投资？

最有可能的答案是，FOF和对冲基金复制的投资策略可以同步进行。虽然FOF成本可能更高，但这些基金提供专业的管理和投资组合的多元化，尽管它们的仓位调整较慢。对冲基金复制提供更高的基金运作透明性和更确切的资产配置过程。同时，对于那些有能力筛选出能够实现其投资目标的基金经理的投资者，他们能通过投资对冲基金不断获取超额收益。

新兴管理人的投资机会

对冲基金行业最新的流行语之一是新兴管理人。同时在许多情况下，“播种者”和“孵化器”这两个词紧随其后。在对冲基金行业经常要定义一些晦涩难懂的专业术语或投资策略。仅对于初学者而言，难以定义的术语就包括对冲基金。虽然大多数人知道对冲基金就是做空、使用杠杆，以及实施不同于仅使用多头头寸投资的赎回要求，但许多对此持怀疑态度的人认为对冲基金是一种薪酬计划，因为它征收了业绩报酬。

新兴管理人同样难以定义。通常来讲，所有没有历史业绩记录的新对冲基金经理人都是新兴管理人。然而来自于华尔街闻名的公司或者其他大型投资机构的经理人却不同，如果一个曾在过去10年间每天活跃于交易柜台或者投资研究领域的华尔街高管发起了资金规模达10亿美元的基金，他也应该被看作是新兴管理人。而新的基金公司团队中的人才或许从前没有合作过，但曾经工作于同一家公司，或者在此基础上引进了新的人才，那么在管理机构看来，这样的基金公司并不是“新兴的”，因为他们在成立时资产池规模庞大；但又应该被认为是新兴的，因为他们也没有可核查的历史业绩记录。

同时，由之前在买方公司的交易部门一起工作过的两个律师、一个不良资产投资交易员和一个分析师成立的资产规模为700万美元的新基金，也属于新兴管理人。这个投资团队过去是有相关工作经验的，但他们没有可审计的历史业绩记录。定义新兴的关键似乎在于成立该管理公司时资产池的规模。在我们的讨论中，新兴管理人指的是新创立的基金，这些基金没有历史业绩记录并且规模低于一定的资产水平，如1亿美元。在对冲基金行业提到新兴管理人通常指的是年轻、资产规模较小的基金管理人，他们处于发展初期，而不是指一个没有历史业绩记录初始资金为10亿美元的投资团队。

新兴管理人还有一个特点：由于某些困难，募集资本的能力有限。首先，新兴管理人可能起初因为缺乏历史业绩记录而无法吸引资本投资，也无法确定最初的投资者。其次，许多对冲基金由于营销材料准备不充分，投资策略解释得不清晰，或基金经理不重视基金营销而只关注基金的投资管理，因此无法成功筹集资本。为了

筹集资本，新的对冲基金必须通过其他途径。

对新兴管理人的尽职调查

当FOF寻找新的投资标的时，新兴管理人始终处于FOF选择的边缘状态。然而，一些FOF对其投资标的有最低资产规模要求或要求其提供可审查的足够长度的历史业绩。结果，许多新兴管理人没能满足要求。对于那些愿意投资新兴管理人的FOF，他们对投资新兴管理人这些决策的正确性仍然存疑。

对于把新兴管理人列为其被选投资组合的FOF，那些作为种子基金或孵化器基金的对冲基金的尽职调查阶段多一个新的步骤，必须在尽职调查阶段对这个步骤加以解释说明。因此，必须进一步完善尽职调查过程，以了解种子投资人是谁，了解其投资目标、经济回报、资产收益率，以及可能提供的附加服务。为了了解种子投资人的总体投资目标是什么，与种子投资人的交流很重要。

与此同时，几家专注于投资新兴管理人的FOF管理公司迅速发展。一些FOF投资于没有股权投资关系的新兴基金管理人。在其他情况下，FOF对于其有股权投资关系的基金管理人进行投资。虽然这两种投资方式各有优势，但对于FOF投资者来说关键问题是FOF经理能够多快切断这种投资联系，避免利益冲突。FOF的投资人并不想参与这种类似私募股权的投资交易，并希望FOF经理能够客观独立地应对投资策略的变化或资本市场的波动。FOF投资管理公司的经济回报目标与FOF投资人的投资目标可能无法兼容，强行将两者联系起来也许会导致合作关系的瓦解。

所有这一切把我们引向了一个问题：为什么应该投资一个新兴管理人？对冲基金行业普遍认为，年轻、规模较小的基金在其业绩发展阶段的早期表现更好。偏爱小型基金的投资管理公司认为，规模较小的基金更敏捷、更灵活、流动性更强，因为他们能够更快地移动资本并做出更好的决策。规模较小的基金持有较小的头寸，基本没有流动性问题。人们认为较小的新兴管理人可以将资本集中在更少、更集中的头寸上。投资机构中反对新兴管理人的一方认为，因为硬件设施成本较高，小型基金的表现不佳，许多新兴管理人可能会降低对这个策略的资金支持并减少执行这个策略的研究人员数量。这一方认为如果能减少管控并落实投资政策，新的管理公司可能实际上有更高的风险属性，以获得更高的回报。

管理规模小的基金经理有一个集中的客户基础，因此可能在市场突变的情况下引发流动性问题。缺少主流对冲基金审计机构的审计不利于基金经理吸引资本，也会揭示组织内部报告流程的弱点。

支持大型对冲基金经理的阵营认为，规模较大的基金有更好的业绩表现。拥有高额的研究预算，更容易接触到公司管理团队、有机会接触投资银行和经纪机构，这样的大型基金更有效率。和较小型基金相比，较大型的基金可能不易受不可预见的资本流动的影响，较大的资本基础使他们能够将资本调度到不同的部门，以充分利用不断变化的市场和投资策略。

新兴对冲基金投资的相关风险

正如所有对冲基金法律文件和营销材料所指出的，投资对冲基金有风险。采用新推出的策略的投资风险是最大的。虽然投资者可能声称资产规模降低了风险，但对于资产管理规模为10亿美元的新发行基金，规模可能隐藏风险。更大规模的资产和硬件条件可能提供一时的安慰，但风险依然没有降低；新兴管理人的成员没有作为团队一样在同一个组织中合作过，新公司没有历史业绩记录或任何运营历史。在大多数情况下，新团队以前没有独立管理过公司。尽管资产规模一定程度上能够降低风险，但投资新兴对冲基金风险还是很大。

然而，对于初创公司来说，资产规模是重要的，投资小型基金管理人的风险是很高的，即便这个团队可能已经合作多年。

对冲基金管理机构认为，小型基金管理人的商业投资风险最大，导致资本筹集和未来资产价值增长的难度增加。因此，许多新的小型基金管理人将寻找替代方法来筹集足够资本，然后通过成功策略获得收益。

许多人转向种子投资和孵化器投资。那么种子基金和孵化器基金是如何运作的呢？对冲基金行业经历了20世纪90年代后期的快速成长期后，21世纪初期，新兴对冲基金经理能够从现有的大小投资者中筹集新资本。许多人利用与主经纪人合作引进资本的优势，其他人选择使用第三方营销公司来寻找资本。随着对冲基金行业的制度化以及对更大资产池和组织架构的需求，基金经理需要吸引更多的资本来证明其对投资者的价值。种子投资和孵化器投资为许多基金提供了证明其价值的依据。

种子资本的提供者

种子基金的运作有多种形式。多年来，高净值客户和家族办公室为发行基金提供“种子”资本。他们可能是第一个外部投资者，投入与基金的管理资产规模相当的大量资本，对冲基金经理可以利用投资者的名声来吸引其他投资者的资产。确定投资之前，许多种子投资人要求其提供比私募基金募集说明书更有利的条款，这降

低了管理费、业绩报酬，赎回条款也比较宽松。

由于对更大资本池的需求增加，种子基金世界的早期进入者之一是Z资产管理公司。Z资产管理公司的工作人员说，自1998年成立以来，他们每年都收到和审查数百个投资策略，但只为不到20家基金提供了资本。虽然在这个领域有30多家公司表示自己做种子投资，但竞争很僵化，而且每个模式都不同。一些种子基金只提供资金，而另一些可以提供硬件和营销支持。一些对冲基金希望在业务的方方面面得到种子投资人的支持。其他基金经理期望种子投资人只承担行政管理人的责任。

每笔种子投资的经济目标也不同。所有种子投资人都希望对冲基金全天候地管理资金的运作，希望公司取得成功。如今种子投资人的参与方式有所不同，一些种子投资人设定固定的资本回收期（例如2~3年）以换取基金经理对收入的贡献。

在其他模式中，种子投资人持有种子基金经理的股权。因为不只是把资产投资在种子基金，种子投资人就多了一个经济优势，他还能够在一段时间内储备后续发展力量并在总体成功经营中获利。其他种子投资人可以在确定的时间段内持有种子基金股权。在这种情况下，种子投资人喜欢在提供战略支持的同时扮演合作伙伴的角色和作为基金中的财务投资者。种子投资人对种子基金股权的持有可以是定期的也可以是永久的，这要看种子基金经理是否有能力赎回股权。

数据分析有助于决策过程

一些学术研究已经分析了回报率、标准差、夏普比率、小型基金和大型基金的超额收益的比较。分析的结果很复杂，一些表明小型基金业绩比较好，一些表明更大的基金业绩比较好，还有一些声称并不能得出确切的结论。

Infovest21最近的一项研究回顾了过去对大型基金和小型基金进行比较的数据研究。据马萨诸塞大学国际研究与衍生市场中心副主任乔治·马丁（George Martion）说：“针对新兴管理人业绩特征的研究有几个弱点：幸存者偏差或其他报告性偏差，对定义什么构成‘新兴’缺乏共识。”换句话说，以下内容能否成为定义“新兴”的标准尚未达成共识：

- 基金资产规模。
 - 基金年龄。
 - 基金经理的经验。
 - 上述三个方面的组合。
-

马丁说，在控制幸存者偏差和策略分类后，资产管理规模本身不会造成严重的业绩统计差异。他认为，在统计学上，那些投资在新兴管理人的FOF上的投资没有显著回报。

投资年轻基金是明智的

格雷格·格雷戈里乌 (Greg Gregoriou) 和法布雷斯·洛夫 (Fabrice Rouah) 在2002年冬季《另类投资杂志》的第二篇研究文章中提出：无论是用经过调整的还是未经过调整的比率（夏普比率和特雷诺比率）去比较一个基金相对于另一个基金的业绩结果，资产规模对基金的业绩表现并没有影响。[\[1\]](#)

Infovest21的报告包括行业专家和学者的八项研究。虽然其他结果不同，但Infovest21研究表明：

其中五项研究得出结论认为，年轻基金有更好的业绩表现。一项研究发现在三年内，而另一项研究发现在第一年年轻基金就表现突出。然而，较年轻的基金在早期阶段也更加脆弱，由于硬件条件有限，死亡率更高，而且往往在盈亏平衡水平以下经营。一项研究发现其失败率在第28个月达到顶峰。关于基金年龄和业绩的进一步研究需要更新到最近的历史，并需要更长的时间跨度才能得出结论。需要使用不同的方法来确定结论是否一致。而且，如前所述，许多因素都会影响对冲基金的业绩表现，并不是仅由基金年龄决定的。[\[2\]](#)

数据分析为新兴管理人的业绩表现给出了难以辩驳的论据，数据似乎表明，新

的年轻基金经理相对于比他们年长的、经验丰富的基金经理更有优势取得更好的业绩。然而，在新基金经理发展初期对其投资，风险是很大的。十年前，一个从大型公司辞职的交易员和其队友，在一个简陋的环境中就可以发起创建一只基金，并可能在有正式的办公空间筹资之前就取得良好的业绩表现。而在今天，这是不可能实现的。随着市场的制度化发展，要发起一只基金，足够的资产规模和硬件设施是必不可少的。

更成熟的FOF经理的尽职调查过程更为复杂，因为投资最新的基金经理风险很大。正如一个基金经理所说，投资者投资的资金可能会打了水漂，如果餐桌座位都留好了，却提供不上晚餐，那么结果会如何？所以在寻找下一个有潜在投资价值的基金经理的过程中，新兴管理人的投资者必须为新兴管理人可能出现差的业绩表现和高披露率做好心理准备。此外，新兴管理人的投资者必须密切关注监控结果和投资组合持仓信息，以预测可能出现的任何警告信号。不管资产规模或历史业绩记录如何，都没有基金经理能够豁免披露，投资者对新兴管理人需要进行更严格的审查。

鉴于美国证券交易委员会和英国金融服务业以及审计机构施行的严格控制和监管机制，对冲基金投资者、美国国会、对冲基金和FOF将被更严格的监控。

大多数新兴管理人会在达到足够的资产规模之前规避监管费用和审查，几乎没有给外部审查员调查的空间。

FOF的总体资产规模是是否投资新兴管理人的关键决定因素。除非有特定的投资风格要求，较大型的FOF可以取消对新兴管理人的资金配置，而许多中小型FOF（资产规模在5亿美元以下）强调其有能力识别、研究和选择新兴管理人来投资。较小的FOF、家族办公室和高净值客户能够配置更少的资本，同时承担额外的尽职调查和投资后监管的责任。尽管如此，在做出最终投资决定之前，许多大型FOF、基金会在尽职调查和审查过程中花费300多个工时。综上，FOF或其他投资者必须决定是否有能力、有意愿将新兴管理人纳入整个投资组合，并满足其投资审批所需的漫漫过程。

[1]资料来源：Greg N.Gregoriou and Fabrice Rouah, "Large versus Small Hedge Funds: Does Size Affect Performance?" Journal of Alternative Investments, Winter 2002, Volume 5, Number 3.

[2]资料来源：Infovest 21 White Paper, "Performance: Small/Emerging Managers vs. Large/Established Managers-Analysis and Compilation of Studies," January 2008.

第十三章 多策略基金和HFOF

如果你问资深的对冲基金投资者为什么感到不安，除了极少数例外，你会得到相同的答案：基金的资产巨额亏损的概率。这种亏损有两大诱因：糟糕的投资组合管理和投资决策，以及投资组合管理流程外的一些外生因素。为了成功地进行对冲基金投资，经验丰富的投资者已经找到了方法来判断在某一情形下的特定时刻，市场下行是否会发生。

尽管随着时间的流逝和其他崩盘的发生，2006年Amaranth崩盘的后果和随后的资本市场崩溃依然在对冲基金投资者心中存有阴影，当时即便是一些业界极富盛名的基金2008年的盈利也下降了10%、20%甚至30%。面对这些损失，许多对冲基金投资者再次提出关于开发有助于投资组合多元化的最佳投资工具的问题。许多方案最终归结为两个选择——FOF或多策略基金。

亏损事件回顾

随着大量资本流入对冲基金行业，对冲基金投资者自豪地炫耀他们独一无二的尽职调查流程，以及他们检测可能出现亏损的迹象的能力。经验丰富的投资者认为基金的巨额亏损是十分罕见的事件，他们的检测系统可以相对容易地发现亏损的发生。2008年的资本市场崩溃给对冲基金投资者上了宝贵的一课，但这些事件基本上对其审查过程给予了肯定。对冲基金领域内时不时出现的巨额亏损，不仅仅是质疑投资者的基金经理筛选过程，实际上也引发了投资者如何看待整个行业的问题。对于这样的事件的发生，资金亏损一定是来自一只既定的基金，这只基金可能已经规避了许多投资者的尽职调查发出的危险信号。

如前所述，长期资本管理公司的崩盘第一次暴露出关于对冲基金领域的根本问题。1998年夏天到来之前，对冲基金不胜枚举，其中不乏一些享有盛名者，但所有重大损失被认为只涉及一只特定的基金或一个特定的基金经理。然而，1998年秋季发生的事件永远改变了公众和投资者对对冲基金行业的看法；当时的形势可以用“灾难”来形容，对于当时的市场参与者也产生了灾难性的影响。由华尔街的精英和学者组成的长期资本管理公司是一个十分受投资者青睐的大型机构；事实上，投资者并不能为公司提供足够的资金。当俄罗斯政府债务违约发生和固定收益的交易出错时^[1]，令对冲基金投资者担心的那些可怕的巨额亏损也不断涌现。对长期资本管理公司崩盘事件的彻底剖析随之而来，在我们今天看来理所当然的重要经验是当时的基金经理以如此惨烈的代价换来的。

从此人们开始关心是否投资个别对冲基金是掌握对冲基金管理人才最有效的方式。在20世纪90年代，FOF在数量上随着对冲基金资产的增长而增长，长期资本管理公司的失败为通过投资FOF实现投资组合多元化提供了依据。

这次对历史的回顾使我们走近了这个臭名昭著的“崩盘”俱乐部的成员之一——Amaranth基金。与长期资本管理公司相同的是，Amaranth基金是一个规模庞大、成熟的多策略基金组织。而与长期资本管理公司不同的是，除了其自己的投资者和员工，外界几乎感觉不到Amaranth基金的暴跌，尽管该基金累计损失65亿美元。与此同时，许多对冲基金和银行都因Amaranth基金的崩盘而获利。

[1]长期资本管理公司的一项赌注下在美国29年国库券和30年国库券的价格收敛上（卖空前者，买入后者）。不料，亚洲和俄罗斯的金融危机使惊恐的投资者一窝蜂地涌向看似更安全的29年国库券，结果造成29年国库券和30年国库券的价格发散，而非收敛。类似的其他几个“收敛交易”也都以发散而告终。——译者注

崩盘如何影响对冲基金行业

虽然对于对冲基金行业的整体影响可能已经淡化了，但Amaranth基金的失败再次引出了一个老生常谈的问题：应该投资FOF还是多策略对冲基金？机构投资者承诺的认购额度越来越大，拥有数千亿美元的投资者正在决定是就FOF进行投资还是就多策略基金进行投资。在长期资本管理公司崩盘后，进入对冲基金领域的大部分机构资本通过FOF投资，但随着时间的推移，这些投资者中许多人开始直接对单一管理人基金进行投资。有几个原因促使了投资方式的转变，但是Amaranth基金亏损事件已经就这个问题给出了一个具有象征意义的答案。

可以说，FOF最常见的替代品是多策略基金，它已经吸引了大量的机构资本流入。在我们审视多策略基金时，我们再次意识到，尽管它很简单，但明确界定这类基金是很困难的（韦伯斯特^[1]可以出版一本针对对冲基金专业用语的字典，但是谁能写词条呢）。一个复杂的因素是，直到几年前多策略基金才被推出。大多数基金经理不是从多策略基金开始，而是从单一策略基金起家的。

特里蒙特公司的前总裁罗伯特·舒尔曼说：“最好的基金经理总是在不断自我完善，总是在寻找新的投资机会。”^[2]历史上，许多今天知名的多策略基金都始于可转换债券套利策略（如Amaranth基金）、风险套利策略或不良资产投资，随着时间的推移，它们适应市场条件，从单一策略基金演变成多策略基金。在其崩盘之前，Amaranth基金已成为多策略基金的典范，重新点燃了投资FOF还是直接进行对冲基金投资的争论。

FOHF

比较两类投资的第一步是比较它们的优点、缺点和区别。虽然这两种策略都试图提供投资组合多元化，但每种策略都有许多不同的特质。首先，费用分为两个等级：

- 底层对冲基金管理费和业绩报酬（平均1.5%的管理费和20%的业绩报酬）。

- FOF基金经理的管理费，通常平均为1%，有时包括10%的业绩报酬。

FOF通过不同的底层对冲基金经理，使用不同的对冲基金策略进行投资；该基金负责每个底层基金经理的人事管理。由于底层对冲基金经理限制赎回频率，FOF降低了应对整体基金投资组合的资产配置频繁变化的能力。

因为底层基金经理的数量可能达到40~50，每只基金都持有成千成百的头寸，所以证券持仓信息的透明度有限。然而，许多FOF提供对冲基金经理的持仓信息，这就披露了底层基金配置的策略。

对每个底层对冲基金投资的尽职调查和审查由FOF经理进行；该过程包括了解每个底层对冲基金的风险属性和专长。这些基金大体上配置多策略（尽管一些是集中在单一策略），所以他们的目标是限制基金对任何一个基金经理或策略的总敞口。

在某些情况下，如果FOF的投资回报期足够长，它就可以投资封闭式基金。FOF经理可覆盖的底层对冲基金越多，其可投资范围就越广。由于每项投资都是一个单独的运营实体，因此投资的某只底层基金出现巨额亏损对FOF组合中的其他基金应该只产生很小的影响。那么投资者一定会问：到底哪种投资策略才是最好的投资理念？

FOF或多策略基金可以从外部获得极具投资价值的基金经理和最好的投资想法，可能会因此而坚称自己是最完备的投资策略。毕竟FOF在策略失效时会终止该策略配置，例如没有交易进行时使用合并套利。

多策略对冲基金

多策略对冲基金只收取固定比例的管理费和业绩报酬：平均为1.5%的管理费和20%的业绩报酬。需要注意的是，业绩报酬是在投资组合业绩表现的基础上收取的。多策略对冲基金的其他重要属性同样值得注意：

- 多策略基金直接投资于由负责投资组合的投资委员会（或组合经理）选择的策略。
 - 投资资本可以根据不断变化的市场进行频繁调整，并且只受到底层基金头寸的流动性限制。
 - 许多多策略基金管理资产巨大（超过10亿美元），他们有能力吸引出色的投资研究团队致力于具体的投资策略研究。
 - 多策略基金经理将资本配置转移到投资机会比较好的策略，并减少潜在利润有限的策略的资本配置。
 - 多策略基金通常将更多资本分配给套利策略和过程驱动策略，这些策略使用投资杠杆来增加回报。
 - 必须雇用新的投资团队才能为当前的多策略基金提供额外的投资策略。
 - 透明性因基金而异，但是通过管理每个基金头寸，多策略基金能够为客户提供比FOF更好的持仓信息。
-

为什么投资多策略基金

因为多策略基金的一些投资策略是相互关联的，一个投资策略的亏损可能会影响其他策略。例如，投资者赎回可能迫使基金出售非流动性证券以满足追加保证金要求，导致整个投资组合的资产价值在相对较短的时间内下降。对此，基金经理会采取措施以防止资本外流。此外，如果没有适当监管，一个交易员可能导致整个投资组合的价值大幅下跌。

多策略基金管理人面临的最大挑战之一是聘请优秀的具有团队合作精神、有耐心等待市场机会出现的组合经理。正如罗伯特·舒尔曼所说：“如果你是球场上的好手，你是想每天击球还是想成为一个替补投手？”

正如棒球比赛一样，每个专门的击球员都各有分工，各司其职。最好的基金管

理人希望他们的基金经理每天都参与到资本市场中。出色的不良资产投资经理或合并套利策略基金经理必须每天保持竞技状态，积极寻找投资机会，而不是等待市场基本面改变来为他们的投资策略提供机会。就好像棒球运动员阿莱克斯·罗德里格兹（A-Rod）每天都在比赛，即使他处于职业下滑期。

毫无疑问，为了追求更高的绝对收益，基金投资者把资金分配给多策略基金而不是分配到FOF。图13.1中所示的数据认证了这个观点。从2001年1月到2007年12月，多策略基金的平均回报率比FOF高3.24%^[3]（我们需要指出的是数据确实有其局限性，请参见注释）。

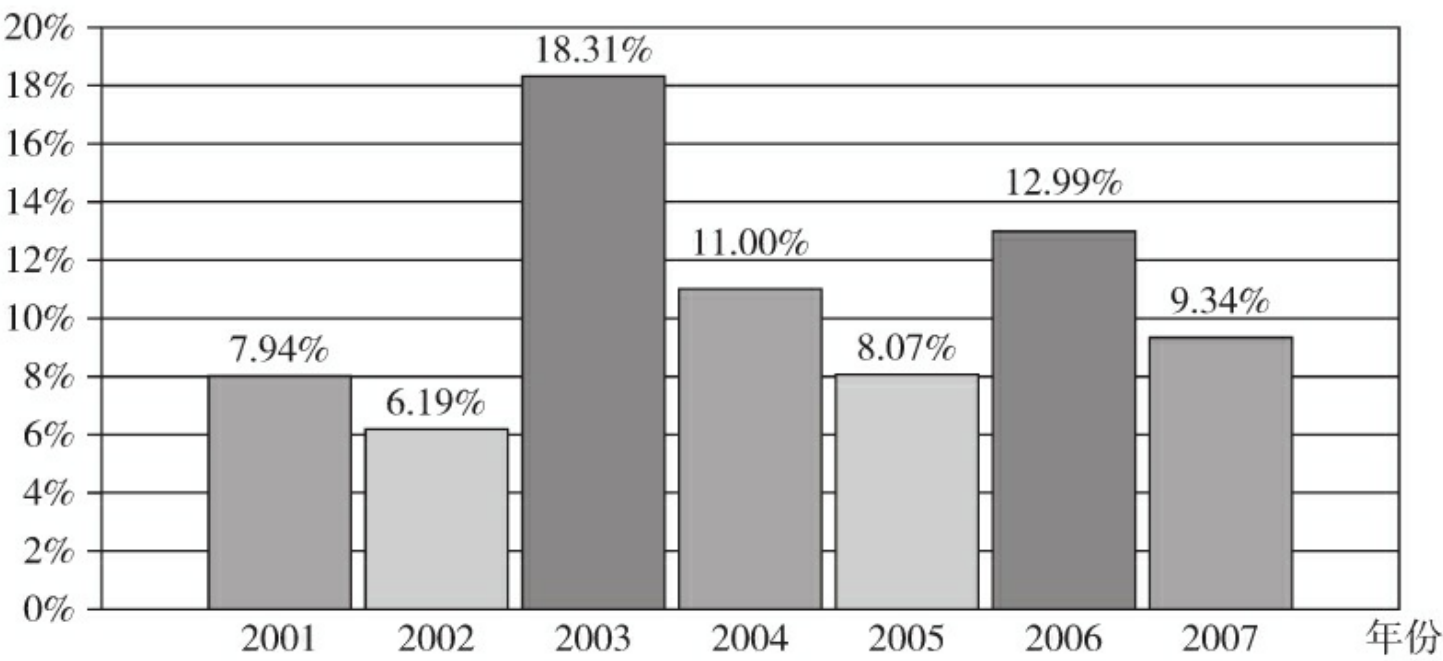


图13.1 多策略基金平均年收益率

注：HFN多策略基金平均收益率是这个策略中所有基金的平均收益率。指数基于407只基金计算得出。

资料来源：HedgeFund.net

这里有一个问题就是，所有的对冲基金管理人都可以选择把自己归为看起来合适的一类。结果，在对冲基金领域，投资者很难把多策略基金管理人与其他基金管理人区分开来。例如，采取投资不良资产合并套利策略和资本结构套利策略的对冲基金管理人可以以投资策略为标准，将其归类为多策略基金管理人或事件驱动策略基金管理人。同样，一个主要依赖可转换债券套利和统计套利策略的基金管理人（这两个策略与前面提到的策略非常不同）可以选择自我分类为多策略基金管理

人，也可以声称自己是相对价值套利策略基金管理人。毫无疑问，与多空策略对冲基金相比，定义多策略基金并不简单。

在评估投资业绩时，造成FOF和多策略基金之间的回报差异有几个原因，其中一些我们已经谈到：

- FOF总费用平均从1%提高到1.5%，从而降低了投资者的净回报。

- 多策略基金通常在个别策略和整体投资组合上使用更高的投资杠杆，这在增加了回报的同时也增加了波动性。相比之下，大多数FOF不会加杠杆，除非投资者特别要求，或者基金经理认为加杠杆可以在不增加波动性的前提下提高投资回报，否则投资组合中一般不会使用杠杆。

- 多策略基金有能力快速转移资本，以应对不断变化的市场条件。他们可以敏捷地抓住投资机会或当策略无效时快速减少对策略的配置。

[1]指《韦氏词典》的编写者。——译者注

[2]这句话引自丹尼尔·斯特拉曼和理查德·布克班德2007年11月5日与舒尔曼在位于纽约州拉伊市西奥多·弗雷姆德大道555号的特雷蒙特的办公室里会面的谈话。

[3]资料来源：Our source of information is the Hedgefund.net database as of January 22,2007 with YTD results through December 31,2006.There are two indexes used：HFN Fund of Funds multi-strategy（HFN FOF）average with 1,781 reporting funds,and HFN Multi-Strategy（HFN MS）average with 358 reporting funds.

对冲基金行业的趋同

我们发现对冲基金逐渐涉猎私募股权基金控制的投资领域。多年来，对冲基金私募股权投资的最大组成部分是针对上市公司的定向增发（简称PIPE），但最近对冲基金私募股权投资项目新增了房地产、传统性私募和杠杆贷款。随着资本流入对冲基金和PE，许多对冲基金经理通过增加混合型证券和私人融资能力扩张其传统投资选择范围，他们期许以此来实现更高回报。

对于许多基金经理来说，这些侧袋投资并没有占据他们的整体投资组合的很大一部分。然而，鉴于这些投资头寸的流动性不足，设定的必要的回报目标可能对整体多策略基金产生重大影响。基金经理还可以建议某些投资者投资他们的侧袋账户基金（这些投资者也乐于这样做）。侧袋账户基金是一个针对非流动性资产的投资工具，而因为基金的赎回要求的特点，所以FOF一般不直接进行侧袋投资。

多策略基金的信用危机

在2007~2008年次贷危机之后，许多具有专业研究和抵押贷款交易能力的多策略基金在流动性极其不足的ABS和MBS（住房抵押贷款支持证券）中增加了投资头寸。虽然多策略基金管理人预期这些债券的价格大幅上涨，但这些债券的流动性在降低，延长了基金的持有期。

在测算这两种策略的波动性和相关性时，标准普尔500指数和雷曼兄弟指数标准下的FOF的 β 系数分别为0.1和0.03，而多策略基金的 β 系数分别为0.18和-0.02。FOF指数的标准差为3.29%，多策略基金指数的标准差为3.94%。因此，投资者必须评估引起多策略基金额外收益的因素，并确定该额外收益是否为调整了增加的杠杆和降低流动性的投资敞口后的结果。

一方面，在当前收益率有限的市场环境中寻求超额收益以及寻求在大型对冲基金之间进行策略多元化的配置可能是投资者投资多策略基金的主要推动力。另一方面，单一管理人基金的崩盘风险是投资FOF的最有说服力的理由，因为FOF投资者的

风险会大大降低。在FOF中，每个底层对冲基金投资都是相互独立的；清算一项底层对冲基金投资并不影响投资组合中其他投资的价值。此外，FOF所采用的投资组合多样化通过广泛配置不同的对冲基金策略降低了单一个体的投资风险。

Amaranth基金的失败恰恰揭示了多策略基金投资者承担的额外风险。让我们假设一个FOF同比例投资了包括Amaranth基金在内的20个对冲基金。根据所报告的Amaranth基金的亏损，如果其他底层对冲基金投资在该月份持平，则投资组合资产价值一个月下跌约3.25%。而令投资者十分震惊的是，Amaranth基金的资产价值蒸发65%，这抵消了以前几年的盈利。Amaranth基金的崩盘表明，即便是对于Amaranth基金的风险敞口，一个结构良好的FOF提供的组合多样化也可以提供下行保护。

资产配置和尽职调查

如今，资产配置决定高度依赖于尽职调查过程。由于FOF和多策略基金的风险各不相同，评估每个投资工具的尽职调查过程也是不同的。例如，增加不良资产或私募投资，应用的策略就是增加流动性相对较差的资产或者使用套利策略的资产配置，这些通常使用更高的杠杆并可能增加交叉抵押风险的投资手段将迅速改变多策略基金的组成。因此，尽职调查过程需要充分理解每个策略，以单独评估每个投资策略，并评估其对整个投资组合的影响。经验丰富的投资者总能够发现欺诈的苗头，这些欺诈行为是大多数对冲基金失败的原因。

尽职调查过程将包括对投资组合管理、风险管理和投资团队的审查。必须密切关注基金的基本情况。最终投资基金的成功或失败取决于管理团队、风险/收益目标和内部控制系统。因此，拥有强大的处理复杂投资策略的后台，以及监督投资活动的法律工作人员，对多策略基金是至关重要的，也为投资者提供了充分的基金运作的透明度。大型的成熟的对冲基金运作是精简而高效的，即使其中有些可能拥有数百名或更多的员工，但绝大多数基金的规模都小得多。我们要记住，对冲基金的核心是小规模的经营模式，受合伙人的风格所左右。对冲基金没有标准的商业模式，每个基金在结构、组织和运营能力方面都有巨大的差异。

前情回顾

鉴于前文介绍的对冲基金的历史由来，投资者必须审慎对待FOF和多策略基金的尽职调查过程，以确保以下问题得到解决：

- 多策略基金的资产配置是否足够多元化？
 - 风险管理系统是否是策略的核心，还是仅仅是满足机构投资者的期望的马后炮？基金管理人是否希望改进当前的风控系统？
 - 所有的投资组合管理，风险管理和交易人员是否都基于同一立场？如果不是，如何对他们进行监督？
 - 谁来负责组织内部的风险管理，是否独立客观？风险经理是否可以采取措施来纠正组合经理与内部控制系统的偏差？
 - 组合经理的薪酬是如何计算的？是基于每个策略的业绩表现还是基于基金的整体业绩表现？
 - 投资者是否为奖金、租金和其他运营费用额外付费？
 - 基金经理向投资者提供什么类型的风险报告？还需要确定报告的频率和报告开始的日期。
-

我们认为，从Amaranth基金和其他多策略基金崩盘事件中，投资者应该吸取了一些经验，这些经验应该有助于健全尽职调查过程。对某一投资产品重仓跟进风险很大。在崩盘事件发生时，Amaranth基金的投资策略中大部分资本都投在了天然气市场，在天然气市场的大举做多Amaranth基金取得了可观的回报，其便忽视了单一策略投资的危险。正如所报道的那样，在该崩盘事件中，原本以“多策略”交易为主的Amaranth几乎变成一家纯粹的天然气期货投资基金；到2006年9月天然气价格下跌，Amaranth的投资策略就失灵了。Amaranth的许多投资者是大盘股对冲基金投资者，他们进行了广泛的尽职调查，本应该能够了解组合投资的运作情况才对。

充分认识风险

误解或误导风险是投资者的噩梦。Amaranth不断攀升的波动性和回报率是对谨慎投资的警示。这个案例研究为基金策略转变的解读提供了一个非常好的素材。投资者必须仔细审查投资经理选取当前策略的动因：是为了逐步发展壮大还是仅仅为了应对之前策略投资机会的减少？其实在Amaranth失败的几年前形势就已经发生了变化，许多投资者却拍手称快，因为他们获得了更高的绝对收益。

除尽职调查之外，还有一些地方值得注意：

-
- 资本市场对Amaranth基金的新闻并不感兴趣，然而投资者却对此评头论足。
 - 投资者呼吁提高投资运作透明度。
 - 投资者从不质疑超额上涨收益。
 - 虽然一些FOF资产亏损，但大多数FOF的表现如预期，资产价值下跌相对较小。
-

投资者和投资顾问一直对FOF投资的使用和成本存疑。随着投资于多策略基金成为趋势，许多投资者又对于风险收益特征和这些投资项目的复杂性提出了新的问题。有一点是显而易见的：投资者必须在另类投资管理人的选择过程中，特别是FOF和多策略基金方面做出卓越的判断。即使风险是对冲基金投资无法避免的事实，风险减少也不应被视为产生回报的唯一来源。必须识别风险，然后控制和监测风险。同时，如果风险消除，回报也将消失。虽然预计多策略基金将受到进一步的更严格的尽职调查和质疑，但FOF也不能免于进一步调查，特别是那些有更多运作不透明的策略的基金。

如果最近的趋势继续延续下去，资产将继续流向FOF和多策略基金。和回报较低的FOF相比，多策略基金流动性较差，投资者应该评估在流动性降低的情况下多策略基金的高回报、杠杆率和波动率，而且要考虑到FOF的独立性对于投资组合带来的改变，即便改变过程缓慢。尽管担忧不同的费率结构，但在某些过程驱动的如固定收益、衍生品以及事件驱动的投资中，多策略基金无疑是最好的选择。同时，FOF为投

资者提供了对专业投资团队管理的各种投资策略进行配置的途径。由于投资者在多样化的对冲基金策略中寻找投资机会，这不是单纯选择一个或另一个的问题；两者在多元化的投资组合中都有一席之地。

最终，这次讨论产生的真正问题是，那些已经或正在考虑从FOF转向多策略基金或单一对冲基金投资的投资者是否有能力执行必要的尽职调查。多策略基金名字本身就揭示了投资策略的复杂性、技术和操作的难度。真正理解多策略基金的内部运作比掌握关于多空策略对冲基金或FOF同等水平的知识更加困难。投资者需要在开始投资前仔细考虑多策略基金投资。在投资者能够充分评估多策略基金的复杂性之前，他们应该坚持投资FOF，毕竟投资多策略基金增加的回报的边际收益总是小于“选错”多策略基金付出的成本。

第十四章 FOF如何寻找基金经理

FOF管理人寻找投资机会的过程便是寻找适于投资的对冲基金经理的过程，这一过程的难度往往被市场所低估。选择对冲基金经理最常见的方式就是研究团队通过筛选不同的数据库，找到其属性符合基金投资规范的基金经理。规模、历史业绩的长度、业绩表现和投资策略都是首要考虑的关键因素，以此来确定是否需要与对冲基金经理进行电话对话，以及是否值得花时间进一步了解该基金经理的投资策略。

如何获得基金经理的信息

如果FOF管理人认为对冲基金策略与其基金的投资目标一致，则在研究过程中可能会与该对冲基金经理进行面对面的交流。

寻找对冲基金经理的另外一种方式是通过主经纪人。这是因为对冲基金依赖于主经纪人的服务。主经纪人为对冲基金提供广泛的业务服务，包括执行交易、提供日度和月度的投资组合分析、证券保证金融资，在某些情况下，还提供办公服务和办公空间，包括电信、互联网和彭博终端访问。主经纪人的职能之一就是将对冲基金经理介绍给全球范围内的投资机构、家族办公室和高净值客户。

蒙哥马利证券公司 (Montgomery Securities) 的主经纪人业务部门在20世纪90年代中期创造资本引进的能力处于领先地位，通过针对对冲基金投资者和蒙哥马利对冲基金客户举办的为期两天的活动引进投资资本。届时有超过500名的投资者在美国旧金山的丽思卡尔顿酒店 (Ritz Carlton) 的宴会厅待上两天，听取基金经理简明扼要的报告。整个活动由蒙哥马利证券公司统一调度，每个基金经理都会被分配12~15分钟来介绍他的投资策略和投资团队，而不仅仅是谈论业绩表现。蒙哥马利证券公司会给与会人员发放一页关于每位基金经理的投资策略简介和个人简历，简要的交流和纸质材料为潜在投资者提供了一个契机以决定是否有必要进行一对一的会议交流，如果有必要，则会安排后续电话交流或现场会议。

当今，主经纪人提供由蒙哥马利模式 (Montgomery model) 创建的各种各样的资本引进服务。主经纪人的服务内容可以从资本引进到提供资本解决方案，但服务的目的是相同的：为对冲基金经理获得额外的资产投资。然而，主经纪人意识到，接收他们定期电子邮件的所有参与者（或所有投资者）必须是达到一定标准的投资者。由于FOF是对冲基金经理最大的目标投资人，在这些会议活动中至少会看到一家FOF管理人。

交际是获得信息的良好方式

虽然基金经理良好的口碑并非科学的指标，但的确是选择基金经理的有效标准之一。虽然数据库是有用的工具，但在大多数情况下，关于基金的数据并不完整。数据库不包括没有任何历史业绩记录的新启动基金。那些选择不向数据库提供业绩记录的基金经理的相关数据也不在其中。PerTrac的2007年度数据库研究显示：“样本量约为12000的对冲基金和FOF的相关数据只出现在一个数据库中。” [\[1\]](#)

鉴于数据库的局限性，认识“接洽的人”或有“合适的”业内朋友可能不仅有利于找到新兴基金管理人，而且有助于找到优秀的基金经理。新兴基金管理人最好的信息来源之一是对冲基金经理本身。基金经理之间很少就其他基金经理发表意见，但他们经常和其他投资者在路演中会面。对冲基金经理总是知道谁在买卖他们持有或希望持有的股票。他们还掌握新兴基金管理人的信息，尤其是当一个新兴基金管理人有良好的历史业绩时。如果投资者与一些对冲基金经理有良好的关系，这些对冲基金经理可以提供很多关于新兴基金管理人的信息。

从内部渠道获得相关信息

拥有高级管理团队并且在买方和卖方公司都有广泛人脉关系的FOF有很大的优势。华尔街投资银行的主管或仅做多的基金经理能够获得一个内部渠道找到新兴的或者运作成熟的基金公司，这些基金管理公司用雷达和GPS恐怕也无法定位。这些投资机构和专业投资团队能够获得更多的关于尽职调查的意见和参考来缩短审查过程，因此有额外的优势。资产规模庞大的FOF可能不愿意与其他FOF、他们自己的FOF投资人公开讨论投资意见和基金经理的情况，因为他们担心在寻找新基金经理方面产生更大的竞争。然而，较小规模的FOF享受合作精神，乐于分享其掌握的新基金经理的信息。

选择基金经理的另一个途径就是直接询问投资对冲基金的基金经理：“有没有适合我们公司投资的基金管理人？”许多对冲基金经理通常愿意提供一些建议。而并不总是愿意免费提供信息的对冲基金经理可能会以此搪塞：“你有没有看到感兴趣的新兴基金？”或者，“你有没有发现一些刚刚推出基金的基金管理人？”

作为对冲基金筹集资产的一种手段，第三方营销公司已经越来越受欢迎。如果

该营销公司有一个全面的对冲基金数据库和金融界精英的人脉网络，就应该能够为 FOF 找到隐蔽的合适的基金经理。

[\[1\]](#)资料来源：2007 PerTrac Hedge Fund Database Study, March 4, 2008。

多种方法相结合

介绍了所有可能的选择基金经理的途径后，最成功的投资者综合使用所有这些方法，以确定备选的新兴对冲基金管理人以及是否就他们的组合进行投资。对于FOF中的初级员工来说，引进资金是最有效的工作方式，而于资深的业内精英而言，通过已经建立的人脉网络接触到新兴基金管理人才是有效途径。选择基金经理费时费力，需要认真对待。尽职调查也不能草草了事，重要的是要与基金经理面对面交流，更要确保他们说到做到，确保他们没有不良的投资记录，确保你的钱是安全的。这是FOF为其投资者和潜在投资者提供的价值主张。

问题是，这些投资工具能否满足投资者的期望和目标？麦道夫丑闻揭示了一件非常可怕的事情，许多世界上极富盛名的FOF表面上告诉投资者他们实施了多元化投资，其实几乎将所有资产都投资在了同一家基金公司。这些基金经理是否违反了什么法规还有待确定，我们确信法院需要一些时间来判定。然而，我们很清楚，外界认为这些基金经理没有履行自己的价值主张。

第十五章 结论

如果2008年~2009年年初，你不是躲在岩石下，住在洞穴里，或待在斐济岛以西400多千米外，你很有可能会相信对冲基金行业、FOF行业以及华尔街的相关业务都已经走到了尽头。这也是当时每一篇文章、新闻公告、大众媒体的共同基调。似乎毫无疑问，末日即将来临，甚至已经降临到我们身上。在此期间，雷曼兄弟的倒闭、贝尔斯登和美林证券的减价出售以及成百上千的对冲基金的关闭或歇业，像海啸般席卷全球。这使很多人开始挠头思考，如果还有未来的话，未来会在哪里？实际上，在麦道夫事件爆发之前，大多数人已经有了这种感觉，麦道夫案只是为这堆火添了一把柴，使得很多人害怕、惶恐，不知道为什么会这样，接下来会发生什么。

我们能达成什么共识

在2007年年末至2008年年初，我们不止在一个场合说过，贝尔斯登不会倒闭。在2008年，我们同样不止在一个场合说过，雷曼兄弟将会被出售，但不会破产。2008年12月11日，我们都一致认为，如果不是缺乏尽职调查和懒惰，没有理由会被麦道夫欺骗。这三件事我们说对了一件。

即使面对上述银行崩溃、房利美和房地美倒闭、汽车工业需要救助，以及各种规模的投资者遭受巨大损失的情况，我们依然相信对冲基金、FOF、华尔街将继续存在。更重要的是，我们相信，美国和世界其他地方将从次贷危机和经济危机中恢复过来，一旦我们从所有的这些困境中走出，我们会变得更加强大，能更好地再次承受这样的风暴。

再重复一次，华尔街没有死去，对冲基金不会死去，FOF也不会死去。在未来几周、几月、几年后，它们将依然坚强。请记住我们的话：5年、10年、15年，甚至20年以后，将仍然会有对冲基金、FOF以及一个叫作华尔街的神秘地方。

持续增长

在短期内，比如到2010年年初，我们期望新基金发行速度可以恢复增长。我们认为会出现整合，更多的传统资产管理公司将会寻找新的途径——主要通过收购来进入另类投资业务。我们相信2010年将是一个基金经理开发新策略的一年。它将是基金经理进行革新、重建、重振他们在市场上的执行能力，业务也将越来越大的一年。

在写这本书期间，一些基金因为无法执行和应对流动性问题而生意萧条；一些基金因为不能适应市场变化而破产；一些受人尊敬的大型FOF，如费尔菲尔德·格林威治、特雷蒙特和马克西姆因为受麦道夫牵连而备受打击；而其他公司则需要彻底改变他们的商业模式，因为投资者撤走了他们手头剩余的资产。

这没什么问题，它符合预期，也是必要的，是市场必须做出的自我修复并继续前行的必要措施。这些事情是自然而然的，毕竟，这就是市场的力量。2008年标志着对冲基金行业的首次重大收缩。

不幸的是，现在华尔街与公众间存在着巨大的怨恨，到处都是。希望在未来一年左右时间，市场状况将改善、信心将恢复。时间是良药，能够治愈一切伤痛。

不要忽视尽职调查

回顾2007~2008年发生的事件，我们都明白的一件事是，尽职调查不容忽视。这是一个严肃、细致、深思熟虑的过程。麦道夫事件曝光，不是被尽职调查查出，而是因为市场恶化迫使投资者撤出，从而导致不能喂饱他的贪婪或需求。虽然没人会相信有效市场理论，但很明显，市场的效率最终还是赶上了麦道夫。然而，我们相信，如果麦道夫的投资者进行全面、深入的尽职调查，欺诈就会提前暴露。显然，市场允许一些基金成功也允许一些基金失败。但对聪明的投资者来说，这不是做出投资决策的方法，更不用说将其作为投资理论或计划了。

这段时间教会我们，选择管理者和了解资金是如何管理的、财富是如何创造的、机会是如何挖掘的是非常重要的。这没有任何捷径。我们认为我们从次贷危机、麦道夫诈骗和小的麦道夫欺诈、猖獗的市场波动中学到的最为重要的教训就是：好的、全面的、深思熟虑的尽职调查不管在投资前还是投资过程中都是无可替代的。

许多投资者了解到（尽管太晚了），许多对冲基金经理都有相同的交易方向，当一个出现损失，那么其余的也都会损失。许多对冲基金经理都在同一类资产进行建仓。投资组合遭遇重大损失，是因为没人可以及时出售或逃离，也不知道很多证券其实是有价值的。我们不知道这是否可以避免的，但是我们知道许多投资者根本没有做到足够的尽职调查，也完全不知道他们的投资经理投资了什么。他们只是相信基金经理、回报、他或她的经验，而根本不会去询问足够多的问题。考虑到投资者将那么多的资金投向了相同的交易，如果提出更多不同的疑问，个案的结果可能就会不同了。

尽职调查有助于避免损失

好的尽职调查将有助于一些投资者减少或避免损失。如果曾经有投资者花点时间对麦道夫、阿加佩及其他管理人进行尽职调查的话，至少他们自己可以避免欺诈

的可能性很大，甚至大多数人都有可能避免欺诈。然而，尽职调查是一项艰苦的工作，它并不迷人，严格来说这只是一项艰巨的任务。或者我们应该说的是，麦道夫就是一个主推手。他通过大众的情绪、贪婪、嫉妒进行掠夺，利用这些手段他欺骗了别人30年。当然，哈利·马科波洛斯（Harry Markopolos）及其他一些人多年前曾经举报过麦道夫，但是麦道夫太善于欺骗了以至于没被抓住把柄。进行尽职调查是我们投资者的责任，永远要记住，看上去好得难以置信的，往往就是假的。想想看，如果那些麦道夫的专业投资者能够实践他们自己所讲的，那将会挽回多少亿美元的损失，具体数字是令人难以置信的。在这种情况下，贪婪和嫉妒已被证明对谁都不好。

有很多人说他们对麦道夫进行了尽职调查，他们只是被骗了；这只是服务提供者针对投资者的诉讼做出的辩护。法院将决定这些主张是否是真的。然而，我们相信，有一种方式可以使同样的错误避免犯两次，甚至一次，那就是关注经理如何管理资产。在尽职调查过程中很重要的一点就是要知道是如何投资的，不是简单地关注交易对手是谁，而是要关注决策背后的过程。很明显，每个在华尔街的人都在互相交流。很明显，很多人（即使不是全部）都使用了一些相同的交易策略，你需要知道具体的情况，要明确得到这些问题的答案。

事后诸葛亮

2007年和2008年FOF行业的损失向我们表明了，一些FOF不是像他们声明的那样多元化或者具有不相关性，而且一些FOF为了避免遇到别人所经历的一些问题，所以并没有达到所要求的尽职调查。2007年和2008年发生的事件表明，投资策略本来应该是与市场非相关的，但事实上却相关了，当市场停止运作时，风险就暴露了。交易发生了，但不是在合理的水平。我们相信，许多FOF都没有针对组合管理做足够的研究，所以，他们不能像曾经那样提供稳定的收益。但是，请记住，一个苹果烂了并不能代表一堆苹果都是烂的，同样，麦道夫的诈骗，也不意味着整个行业都是坏的。恰恰相反，FOF行业在危机过后得到了蓬勃发展，这就是对冲基金行业的美妙之处。

使用另一个类比：剥开一个洋葱，你会发现剥开一层又出现一层，直到最后到达核心。FOF行业也是如此。尽职调查是一把尖刀，让你直达核心，找到符合特定需求的那个基金。对冲基金行业也是多层次的，它确实为每一个投资者提供了一些东西，不管其资产水平如何。不论是一个多策略基金，专户产品，基于产业或多元化的FOF，甚至只是许多单经理产品，这个行业总有一些东西可以满足一些人的需求。问题是要找出适合你自己的。对简单的尽职调查或粗糙的经理选择过程永远都不要迁就，它们会害了你。

双方面入手

投资者理解做多和做空市场能力的价值。这里有个每一位投资者都明白的简单道理：市场不可能总是上涨。人们只有做好准备，才能在市场上升或者下降时赚钱。对冲基金应该是实现这种需求和履行承诺的工具。FOF应该用于创建多元化的对冲基金投资组合，来实现甚至超越这种期望。我们在2007年和2008年学到的教训是，许多基金无法履行这一承诺或满足这个需求，结果就是，许多FOF不能让投资组合多样化。另外一种情况是，FOF经理并不能完全理解他们打算投资的产品的策略，他们只是想随大溜。这告诉我们一件很重要的事情：我们需要更高层次的尽职调

查，需要在所有层次上了解资金是如何管理的。作为投资者，提出问题并得到答案是我们的责任。

基金经理的责任是提供好的答案，投资者的责任是跟进并确认这些答案是否正确。这不是一件投资完就可以结束的事情，它是一个持续不断的过程。FOF就是通过投资后的监控与审查而获得报酬。

我们学到的教训并不只是这些，不是所有的对冲基金都是不好的，不是所有FOF都是邪恶的，不是所有的专户产品都是负面的。我们真正学到的是，我们必须做好尽职调查。这当然不是我们在昨天或者三年前抑或一年前才明白的，这是我们每个人都已经知道的。但是因为行业的增长速度和行业提供服务速度的加快，我们认为尽职调查之所以一直缺乏，其实是人们不觉得他们必须做这项工作。现在他们知道后果了。

然而，我们依然相信

基于向前看的思路，我们认为依然有机会在对冲基金和FOF中获得不相关回报，他们在市场上各自提供独特和不同的服务。关键在于投资者能够确保自己配置的基金按照承诺分配收益。尽职调查需要了解资金是怎么进行管理的、由谁管理，以及由谁来复核以确保数据是正确的。尽职调查包括提出问题，获得答案，确保答案能够被理解，并确保你所看到的就是你实际得到的。2007年以来，我们的教训就是，很多我们看到的并不是我们得到的，确保它准确的唯一方法就是，继续深入，并保持接触。跟进、要求会议，或者在没法得到想要的答案时赎回都是一个问题。有很多好基金经理，困难的是找到他们。一旦你找到你喜欢的，就确保与他们建立起良好的关系。这是很繁琐的工作，但毕竟事关你的钱，所以，我们借用耐克的名言：“去做就对了！”

重要的是要意识到，作为个人投资者或机构投资者，如果投资额较少，比如不到500万美元，FOF可能是你进入对冲基金行业的最佳途径。然而，你仍然需要进行一个相当高水平的尽职调查。如果你是机构投资者，FOF可能更重要，因为你可以将大量工作交给训练有素的专业人员，而不用自己去做。当然，你仍然需要不断进行尽职调查。

我们不相信，FOF或单经理人策略是所有人最终的或最重要的答案，实际上没有什么是最最终或最重要的。每个人都是独一无二的，每个人都有不同的问题，每个人都有不同的欲望，每个人都有不同的需求。坦白地说，每个人都需要不同的基金经理和不同的策略。

判断一个投资选择是否适合特定投资组合的唯一因素是投资者相信一旦投资完成后，经理会兑现他们在营销活动上、在会议上以及在业绩表现上的承诺。这不是说：“因为你是一个方孔，所以我们会用方钉给你钉进去。”恰恰相反，你只能去寻找真正适合自己的，而不是尝试适应你需要的东西。当你投资的时候，你必须确保它是满足你的特定需求的投资。

关于费用的回答

在我们开始研究和写作这本书的过去12个月当中，人们一直在问我们一个问题：“你们认为基金收费将向何处去？你们怎么看待正在发生的事情？”虽然我们都认为，收费就是收费，有些基金有能力收到相关费用，而有些基金就不能，但是我们也相信大部分基金收费的压力巨大，因为基金经理需要应对2008年的市场情绪变化和恶劣的结果。基金需要持续地募集资产，他们往往会提供特价或打折——而在我们看来，这是一种错误做法。因为一旦（基金收费）价格下调，它很有可能再也无法提高。打折募集资产设定了价值水平，会给基金经理带来很大的压力。毕竟，受2008年的影响，经理现在需要建立更为稳固的基础设施，包括管理账户，这些都是昂贵的。算算看吧——更低的费用，更高的支出。似乎只有更高的回报或更多的资产才能满足要求。费用打折了，那么为了达到更高的回报，经理可能就会去做他通常不会做的冒险。也有可能，基金经理已经决定了，他只想做资金募集业务，对资产管理则没有什么追求。

在FOF费用方面，我们相信，费用也将继续承压。可能会有一些基金，会通过免除或减少激励费来替代更高的管理费。投资者需要注意基金经理以及他是如何管理基金资产的。基于投资者对资产定价验证、证券抵押物保险和更高的透明度的要求，专户管理平台将会增加。

我们也认为监管是好的，应该加强。对冲基金正越来越多地受到规则约束，在标准化报告方面使它们更像共同基金（也就是说，基金经理必须是注册投资顾问），这也是一件好事。我们的问题是，为使监管有意义并起到保护投资者的作用，他们就必须严格执行。监管机构在监控、调查、处理麦道夫这起有史以来最大的欺诈行为时似乎完全失职了。像其他人一样，我们也有一个真正的问题，那就是麦道夫和其他的欺诈到底发生了什么。我们希望监管机构能够监管，我们希望美国国会能够确保政府机构在正常履行他们的职责。如果没有人去执行，法规也就是一纸空文。我们认为，只是为了装饰门面的监管是毫无意义的。

我们的目的不是呼吁更多或更少的监管，我们只希望投资者能够依据全面的信息自己做出投资决策。我们的目标是让你明白：你需要做出一个明智的决定，一个

适合你的决定。如果你做出一个好的决定并持续监控，你很有可能会实现你的投资组合目标。可能会有损失，但没关系，这是可以预料的。然而，如果你不做这项工作，那么你不能怪任何人，除了你自己，所以必须去做这项工作。与审计员一起进行检查，为背景报告支付费用，了解对冲基金或FOF是否适合你的投资组合，多提问题。这是你的钱，你必须关注它是如何被管理的。

尾声 转折点

我们于2008年12月开始写作这本书，正好是一个永远改变了投资以及对冲基金行业的时间点。同时，由于地缘政治气候的变化，历史上的几个重要的时间点创造了无与伦比的经济机会：

-
- 1904年5月4日：在西奥多·罗斯福总统的支持下，开始建设巴拿马运河。
 - 1954年5月6日：德怀特·艾森豪威尔总统签署了《1954联邦公路援助法案》，诞生了州际公路系统。
 - 1962年5月25日：约翰·肯尼迪总统宣布了一个雄心勃勃的计划——在20世纪60年代内将一名美国宇航员送到月球。
-

重新审视这些重大突破性项目的历史背景，会发现国家安全是其背后的驱动力。巴拿马运河的建设是基于快速将美国海军舰队从大西洋转移到太平洋的需求驱动的，它的建成可以节省绕过南美尖端的合恩角的19000多千米所需的两个月时间。州际公路系统是在朝鲜战争后，与苏联冷战时期建设的，目的在于让军队在发生战事时可以迅速在国内的不同地区间调动。肯尼迪总统在一次国会联席会议的会前公告中宣布了太空计划，以便在“太空竞赛”中“赶上并超越”苏联。这些重大历史事件的共同主题是国家安全。

虽然少了很多宣传，但2008年7月11日也是美国历史上一个值得注意的日期，并成为世界各国的转折点：原油价格达到顶峰的147美元。随着美国总统竞选的进行，一个新的术语出现在全国辩论中——能源安全。各地的房主、驾驶员、卡车司机和工业用户都遭受着创纪录的高油价的影响。在美国，两位主要的总统候选人都提高了对于能源价格上涨带来的经济压力的危机感的认识。两位候选人都承诺投资替代能源和可再生能源，并建立限额交易市场体系，以减少温室气体排放。原因很简单：地球正在受难，经济也在受难，所以必须做点什么。使用更便宜、更安全的替代燃料的讨论现在正成为国家和国际的一个热门议题。替代能源成为全球词汇的

一部分，并开始为全球投资者创造新的金融机会。

什么是气候变化

科学家们已经对气候变化和全球变暖的影响进行了几十年的评估。然而，2008年7月的原油价格飙升让许多人开始更加认真地对待这个问题。对替代能源的兴趣远远超过了20世纪70年代汽油短缺时的水平。

科学家们估计，到2100年，地球温度将增加1.8~4.0摄氏度（或3.2~7.2华氏度）。任何读报纸、观看《国家地理》，或只是关注全球变暖问题的人，都应该注意到北极冰盖正在缩小，冰川正在融化，澳大利亚和非洲部分地区已经遭受了整年的干旱。

瑞克·斯莫兰（Rick Smolan）和詹妮弗·尔维特（Jennifer Erwitt）在《蓝色星球长跑》中写道：“到2025年，世界上2/3的人口将面临水资源短缺。”[\[1\]](#)那是53亿人口。

气候变化在很大程度上源于人类排放到大气中的温室气体（简称GHG），而这主要受经济增长所驱动。自1750年工业革命开始，这一进程一直在加速。许多人认为，这对我们的气候会造成巨大的影响。全球经济对气候敏感的产业，包括农业、渔业、林业和旅游业，都在经历着某种形式的影响。由于海平面上升而对沿海地区造成的损害，以及供暖和制冷的能源支出增加都已经被记录在案。随着气温上升，我们还可能看到非市场影响，例如传染病的蔓延、生物多样性的破坏，以及由于水资源损失和荒漠化加剧而导致的数亿人的搬迁。

1997年，世界各国团结在一起，通过了《京都议定书》。《京都议定书》于2005年生效，致力于到2012年，将温室气体排放量减少到1990年的水平。这被认为是减少温室气体排放的第一次尝试，也是工业化国家履行“将世界变得更美好”这一承诺的第一步。为了减少排放，世界领导人于1997年在日本京都会晤，并商定了一项议定书，承诺集体削减工业化国家的温室气体排放量。《京都议定书》旨在与1990年这一基准年相比，在2008~2012年间将全球的温室气体排放量减少5.2%。这样做的目的是通过对国家排放量设定单独限额来稳定大气中6种温室气体的浓度，通过限制供应来有效地对碳进行定价。一旦有55个国家签署，这项协定就将得到执

行，它囊括了全球55%的温室气体排放量。[\[2\]](#)

美国是当前世界上最大的温室气体排放国[\[3\]](#)，初期曾深度参与了谈判，但参议院以95：0的投票否决了美国加入议定书的计划，他们反对签订任何“将严重损害美国经济”的协议。美国反对议定书内对不同国家的责任分工，认为这将使发达国家处于不利地位。[\[4\]](#)

克林顿总统和布什总统当政期间，国会领导层拒绝支持《京都议定书》，但是在2008年总统竞选期间发生了翻天覆地的变化。奥巴马当权后，在众议院和参议院得到高度支持，截至2009年年中，旨在减少美国温室气体排放的立法似乎已开始进行。这里有几个事实是清晰的：

- 世界人口正在增长，而且很多地方的经济水平都在提高。这对自然资源的消耗施加了更大的压力。

- 大气中二氧化碳浓度的上升提高了地球的温度，造成了灾难性的影响。

- 全球性的水资源短缺以及污染水源的增加。

- 人们对全球变暖的认识不断增加，从而导致碳减排战略的增多。

另外，有几种现象的成因并不清楚。这包括2005年飓风袭击墨西哥湾的次数和严重程度的增加，太平洋赤道两岸的风暴也表明地球的环境正在发生变化，但没有人真正知道这些变化的原因。虽然科学上尚不清楚——我们是金融专业人士，而不是气候学家，当然更不清楚——但是证据表明气候确实发生了变化。

欧洲和亚洲部分地区是支持气候变化规定的先驱，并在过去十年中一直在尝试解决这个问题。虽然自20世纪80年代以来加利福尼亚州一直站在处理这个问题的前沿，但美国其他地区却推迟了执行积极措施的计划。然而，2008年的总统竞选将人们的意识提高到了一个新的高度，所有的延迟或无所作为都改变了。在奥巴马总统的就职典礼及随后向国会致辞之后，关于需要稳定（并最终减少）二氧化碳排放的共识已经开始朝着积极的方向发展。

[1]资料来源：Rick Smolan and Jennifer Er Witt,Blue Planet Run：The Race to Provide Safe Drinking Water to the World,Earth Aware Editions,November 28,2007。

[2]资料来源：BBC News Channel, "Demand for 'Kyoto tax' on the US," December 6,2003,<http://news.bbc.co.uk/1/hi/sci/tech/3296819.stm>。

[3]资料来源：BBC News Channel, "Climate Change:The Big Emitters," July 4,2005,<http://news.bbc.co.uk/2/hi/science/nature/3143798.stm>。

[4]资料来源：BBC News Channel, "Climate Change：The Big Emitters," July 4,2005,<http://news.bbc.co.uk/2/hi/science/nature/3143798.stm>。

近期进展

自从美国退出作为国际环境界的主要力量以来，许多人感到全世界遏制温室气体排放的努力会停滞。然而，在国内外越来越大的反对压力下，其最终同意在2007年巴厘岛会议期间继续进行讨论，一些观察家认为这是美国谈判观点的一次大转变[1]。在会议上，代表们确认了之前的研究和观察结果，并得出结论：地球变暖的证据是“明确的”，而且推迟减排计划将增加“严重的气候变化影响”的风险。会议提出了“巴厘岛行动计划”，该计划是一个为期两年的进程，目的是在2009年12月在哥本哈根举行的谈判中最后确定一个具有约束力的协议。哥本哈根会议的目标是达成一项协议，以取代在2012年到期的《京都议定书》。

良好前景的一个积极迹象是一项有望在2009年通过的美国国会拟议立法。随着新计划签署为法律，资本市场有望获得长期增长。这可能远远超过20世纪90年代技术爆炸的影响。

可再生能源，包括风能、太阳能和水电，新技术，包括智能电网、电子计量和改进的电气产品的使用，只是刚刚起步的革命性变化的一小部分。智能电网正在使能源生成和使用的方式现代化，它提高了能源效率和可再生能源与电网的集成，但同时它也需要公用事业、消费者、监管者之间的协同。智能电网将太阳能电池板和风力产生的能量传输到公用事业，并结合了在峰值和非峰值使用期间进行调节的需求管理。传感器和仪表可以检测波动和干扰，指示出需要隔离区域中的故障点。

清洁技术包括以下一些投资领域：

-
- 替代能源：太阳能，风能，水能，潮汐能，地热能和低碳能源。
 - 能源分配：燃料电池，惯性轮，变压器，电缆，电网基础设施和涡轮机。
 - 能源效率：照明改进（比如LED灯），绿色建筑效率，使用玻璃的热保护，能源管理系统，轨道使用的增加和远程计量。
 - 废物回收：水和废水过滤，基础设施，管道和过滤器，以及海水淡化。

● 其他部分：天气，农业，生物燃料，肥料和种子。

大量的资金正在被用于电动汽车及提高汽车效率、降低操作成本的新技术研究。奥巴马总统宣布了新的汽车排放燃油标准，在2016年将显著提高汽车的燃油经济性。[\[2\]](#)

[\[1\]](#)资料来源：CNN World News, "In U-Turn,US Agrees to Global Warming Deal," December 15,2007.www.cnn.com/2007/WORLD/asiapcf/12/15/bali.agreement/index.html。

[\[2\]](#)资料来源：Domenick Yoney and Autobloggreen.com, "President Obama Announces \$2.4 Billion for Electric Vehicles," March 20,2009,www.autobloggreen.com/2009/03/20/president-obama-announces-2-4-billion-for-electric-vehicles/。

机遇在哪里

在教育方面，“绿色浪潮”（green wave）出现在美国各地。在丹尼尔·艾斯蒂（Daniel Esty）和安德鲁·温斯顿（Andrew Winston）合著的《绿色商机》（Green to Gold）一书中，作者指出，公司已经认识到如何将环境战略纳入商业的日常运营。通用电气公司的杰弗里·伊梅尔特（Jeffrey Immelt）宣布了“绿色创想”，沃尔玛致力于通过使用可再生能源并提高其拥有的大量车辆的效率来减少能源使用。绿色浪潮的早期接受者认识和了解气候变化，明白金融机构携手合作应对气候变化的努力，可以在减少地球压力的同时有利于金融和环境。[\[1\]](#)

可再生能源正处于早期增长阶段。在全球，累计装机容量正在增长；欧洲、日本和中国已处于领先地位数年，北美也已开始追赶。全球在促进可再生能源和替代能源方面的政策正趋向同步。许多新的电力项目开始投建，这些项目包括风能和太阳能，减少了对化石燃料的依赖。

随着投资者寻找新的投资机会，绿色行业似乎描绘了一个光明的未来，许多新的行业和公司纷纷建立起来。大家都在关注互联网及数百家成功公司诞生的20世纪90年代的技术泡沫期间，市场上充满了失败的专注于“眼球和点击”的新搜索引擎公司以及家族互联网杂货配送公司。然而，2009年和以后的世界将是不同的，这是关于能源安全 and 我们的星球管理的世界。

对冲基金的角色

对冲基金经理在开发新战略方面似乎一直处于前沿，他们看起来最善于利用全球变化和低效的市场。许多新的制造公司将从这些创新中诞生，包括提供太阳能电池板或更高效的薄膜材料的制造商，以及生产产品对已使用了40年的电力变压器进行监控或替换的公司。此外，许多公司将无法进入资本市场来为新产品开发提供融资，并且会失败，或者使用在科技泡沫期间创造的术语，公司将“冲出跑道”。机会存在于价格看涨的新的创新公司（市场多方），也存在于产品差和资产负债表薄

弱的公司（市场空方）。

绿色浪潮，实际上已经创造了最新的环境和金融投资的新兴市场。历史上，流向清洁技术和可再生能源的新资本一般来自风投领域，我们再一次看到了对冲基金行业的融合。过去，风险投资项目的周期很长，常常接近10年。随着2008~2009年间次贷危机的爆发，银行纷纷转向观望，许多周期较短的项目，如生物燃料或太阳能装置的项目融资，吸引了专门的对冲基金将资本配置在这些比传统投资更高风险/回报属性的投资中。

对于对冲基金来说，2009年又是一次完美的风暴：能源价格高，增长的环境动力，对战略和产品的误解，许多项目和新技术上传统融资缺失。尽管全球经济发展放缓，但随着全球经济复苏，能源需求预计将上升，商品价格预计也将再次上涨。

前沿战略

对冲基金的首要战略之一是碳排放交易。《京都议定书》的实施是为了建立一个允许欧盟在《京都议定书》履约期开始时制定好定价的制度。欧盟排放交易计划（简称ETS）于2005年开始一个3年试运行期的排放交易，这对欧盟中超过12000个排放设施的二氧化碳排放设下绝对上限。在该计划中，各个国家先确定目标排放水平，然后向其行业发布称为欧盟配额（简称EUA）的可交易排放配额。如果任何市场参与者超过其目标配额，只有通过灵活机制购买额外EUA，才能避免每吨排放100美元的罚款。这个罚款也是价格的隐含上限，因为超过这个价格，支付罚款比以更高的价格购买配额更划算。[\[2\]](#)

整个碳交易市场一般分为两个部分：《京都议定书》规定的合规市场和自愿市场。自愿市场作为补充，不受法规约束，但往往模仿《京都议定书》下的灵活机制。自愿市场的参与者通常受企业可持续发展，绿色营销举措或是为了即将到来的立法的准备工作所激励。虽然两个市场的大多数参与者都是合规买方（例如公用事业、制造商和其他工业用户），但是金融参与者也积极参与到这种作为补充的排放交易中。

自愿市场主要由两个部分组成：场外交易（简称OTC）市场和芝加哥气候交易所

(简称CCX)。CCX目前占自愿市场总量的很大一部分。CCX是一个基于会员制的排放交易系统，其成员根据类型不同，自愿接受具有法律约束力的减排。按照CCX的要求，占据相当大的温室气体排放量的成员承诺，根据其加入交易所的时间不同，以1998~2001年的平均年排放量或2000年的排放量作为基准线，在2010年将其排放量减少6%。[3]

OTC市场由在交易所之外进行的双边交易构成。这个市场不像CCX那样标准化，并且也没有太多的公开信息。根据《生态系统市场》(Ecosystem Marketplace)和《新碳金融》(New Carbon Finance)联合发起的一份调查，自愿OTC市场的买家中有79%是私营企业，非政府组织占13%。同一份报告指出，2007年购买的排放抵消量中约有1/3用于投机或投资目的，而大多数用于营销和企业可持续发展目的。[4]

[1]资料来源：Dave Douglas,BusinessWeek, "Carbon Advantage,Competitive Advantage," January 2,2008,www.businessweek.com/technology/content/jan2008/tc2008011_569637.htm。

[2]资料来源：Low-Impact.net, "What is an Emissions Trading Scheme (ETS)?" July 7,2008,www.low-impact.net/index.php/20080707/what-is-an-emissions-tradingscheme-ets/。

[3]资料来源：Chicago Climate Exchange, "Emission Reduction Commitment," www.chicagoclimatex.com/content.jsf?id=72。

[4]资料来源：Katherine Hamilton,Milo Sjardin,Thomas Marcello,and Gordon Xu, "Ecosystem Marketplace & New Carbon Finance; Forging a Frontier:State of the Voluntary Carbon Markets 2008," May 8,2008,http://ecosystemmarketplace.com/documents/cms_documents/2008_StateofVoluntaryCarbon

绿色刺激下的经济

随着2008年全球经济陷入衰退，各国政府都在寻求解决方案，使其经济摆脱金融危机。在中国和美国的带领下，大规模的开支被确定为一个使经济引擎重新启动的有效方法。

可再生能源和清洁技术的初步开支数额惊人：中国2230亿美元^[1]，美国1000亿美元^[2]，日本160亿美元^[3]，欧盟3250亿美元。各国政府都在下猛药“刺激”经济，解决信贷危机和经济萎缩，应对气候变化和防范能源安全问题。中国将其资金投入铁路、电网和水利基础设施建设。而美国则将开支投向包括风能和太阳能在内的可再生能源、高效建筑、公共交通和电网。

随着全球政府工作方向的转变，政策制定者对能源价格急剧上升做出反应，认识到低碳经济可以在失业率上升的时候创造就业机会。2008年11月~2009年1月，亚洲、欧洲和北美洲的20多个国家通过了2.8万亿美元的经济刺激计划，其中大量资金指定用于绿色项目。所有这些都是在及时完成的，以便为2009年年底延续《京都议定书》的哥本哈根会议做准备，同时刺激经济发展。^[4]

气候变化是一场颠覆

在奥巴马政府上台后不久，美国众议院的能源和商务委员会在亨利·瓦克斯曼议员的领导下，着手开展包括减少温室气体排放在内的综合能源立法工作。这似乎是美国第一次准备建立一套大型工业来源污染许可的分配和出售限额交易制度。出于对2009年年底哥本哈根会议有望将《京都议定书》推进到下一阶段的预期，美国众议院推出了有利于缓和这场会议对消费者和商业用户冲击的庞大新计划，其一大步就是：通过《美国2009年清洁能源安全法案》。法案于2009年7月在众议院通过后不久，参议院的辩论也开始了。

根据彭博的报价，在2009年7月6日，碳排放在CCX上的交易价格为1.00美元。

在CCX上，交易是自愿的，但目前在伦敦的交易价为13.05欧元（或18.27美元），其交易是强制性的。价格的差异是由几个因素造成的，包括不同地理区域对交易的自愿或强制性要求。定价差异的另一个主要原因是美国市场的低流动性。没有多少公司积极参与碳交易，这导致了市场的低效率。大多数交易参与者都是进行买入和持有的合规买方，几乎没有金融机构这个通常更为活跃的证券交易者参与其中，因此，买卖差价可能很大，而大量的买入或卖出都会推动市场价格的大幅变动。

短期碳价格的另一个主要驱动因素是政治。政治难以预测或模拟。以下两件事要牢记：

● 碳交易仍然相对缺乏流动性，这表明在不造成重大价格混乱的情况下大量平仓是具有挑战性的。

● 多个交易所是否将联合，何种碳排放许可的标准将会盛行，美国最终的法律是什么样的，这些都仍然存在不确定性。

对于对冲基金投资者来说，这种不确定性显然提供了新的机会，因为投资者可以寻求利用现有套利机会，或对碳价格的未来做出方向性下注。如前所述，不确定性和低效市场一直是对冲基金投资的基础，为精明的对冲基金经理创造机会。虽然还没有一个集中的数据库来统计积极开展排放交易的对冲基金数量，但根据研究，我们认为，活跃的基金公司的数量可能少于24个。这为投资者创造了一种独特的机会。

除了实际碳排放许可和其他排放权的头寸交易或组合套利，全球股权市场还为投资者提供了另一种机会，为这些投资者提供服务的对冲基金经理能够对那些制造出适应全球能源政策变化的产品的企业建立多空头寸。采用这一策略的基金经理会积极投资那些构成了特定可再生能源价值链的公司的股权。例如，产生风能需要制造涡轮部件，组装涡轮机和操作实际的风电场。在对价值链中的每个领域内运营的公司进行基本分析之后，基金经理将对那些提供了最有吸引力的风险/回报属性的公司进行做多，而对那些产品薄弱或有缺陷的公司进行卖空。

技术进步意味着许多今天的技术明天就可能过时，或者价格可能急剧下降。进行中的科学辩论侧重于哪些技术更有效、更有可能占上风。因此，今天具有重大增

长前景的公司，在不久的将来，可能会发现他们的技术已经过时且成本高昂。小心谨慎地进行财务估值和建模的基金经理们还必须具备高水平的专业知识来分析各个公司，他们将从这些未知和未开发的机会中受益。另外，展现出非凡、不切实际的增长预期的股票价格可能会受到巨大的向下波动压力。总之，投资者参与和利用新的绿色波浪利基的机会已经到来。

正如在20世纪90年代末的科技股泡沫一样，当新技术出现时，赢家和输家会同时产生。因此，许多对冲基金经理寻求在其投资组合中添加空头头寸，以增加 α 。根据投资组合目标，许多对冲基金经理寻求从那些技术低效昂贵，或者管理团队薄弱，抑或资产负债表疲软，可能失败的公司中获利。正如前面谈到的公共和私人市场的融合，许多有前景的可再生能源公司还处于发展阶段，而且是私人持有的。在特定情况下，对冲基金经理可能选择投资于私募股权，以期基于流动性事件的上升潜力，例如未来的首次公开发行。在大多数情况下，这些流动性不足的投资都存放于专门的账户或者侧袋账户下。

随着近年来绿色和可再生能源行业的增长，新的股票指数被开发并应用于衡量相关公司的表现。知名的指数之一是2002年12月30日开始的Wilderhill清洁能源指数（简称ECO）。截至2009年三季度末，这个指数跟踪了52家全球性公司，包括太阳能组件制造商第一太阳能公司（First Solar）、英利绿色能源公司、一家中国太阳能组件制造商、美国超导公司、一家生产电子转换器的能源技术公司。对于寻求交易ETF而不是个别股票的投资者，Powershares Wilderhill清洁能源组合是一个ECO指数的镜像ETF。

[1]资料来源：Fiona Harvey, "Stimulus Plans Threaten Green Gains," Financial Times, March 3, 2009, www.ft.com/cms/s/0/69dfdef0-081d-11de-8a33-0000779fd2ac.html?nclick_check=1。

[2]资料来源：Katie Fehrenbacher, Earth2tech.com, "Obama Should Spend \$100B on Green Stimulus," December 11, 2008, <http://earth2tech.com/2008/12/11/report-obama-should-spend-100b-on-green-stimulus/>。

[3]资料来源：PointCarbon News, "Japan Earmarks \$16 Billion of Stimulus for 'Green' Measures," April 9, 2009, www.pointcarbon.com/news/1.1094390。

[4]资料来源：Climate Conference, Copenhagen 2009, December 18, 2009, www.erantis.com/events/denmark/copenhagen/climate-conference-2009/index.htm。

不要忘记

在审查新策略时，不要忘记我们已经讨论过的内容。我们热切欢迎可持续发展的环境策略及其带给早期采用者和投资者的独特机会，但同时也要认识到这一行业可能表现出的更高波动性。虽然通过可再生能源和清洁能源的对冲基金策略的多元化投资组合，投资于这些新公司将带来很大的好处，但全面的尽职调查和研究仍然必须遵循我们以前详述过的相同标准。没有人会因为可持续发展的好处而获得特别豁免。虽然新晋的拥有技术专长的基金经理（比如一位基金经理说的：“我已经做生物技术分析师很多年了。”）不断涌现，但是投资这个领域依然没有捷径。潜在的基金经理可能在研究、投资银行或相关行业（包括能源、科学、贸易或融资商品方面）具有专业知识。

记住这一点：我们不想投资科学项目。我们要依托已被证明具有成熟技能的、了解市场如何运作的、有经验的基金经理进行投资；我们还希望与良好的、旧式的、利益与投资者相符的对冲基金经理一起投资。

随着我们对新的绿色对冲基金包括碳金融交易基金空间的研究，我们已经能够识别全球100多个对冲基金了。显然，这只是对冲基金资产的相对很小的一部分。好消息是，这个蓬勃发展的新兴市场还没有引起对冲基金公司的广泛关注；这可能对已经厌倦了重复使用老思路的基金经理的投资者是件好事。虽然这些基金中的很多也提供项目融资，碳金融套利或在全球范围内与1000多家公司进行多空交易，但是现在拉动经济发展这列火车的主力是气候变化。在美国，这列火车已经开始启动——效率更高，排放更少。

考虑到活跃在这一领域的基金经理数量较少，选择过程变得更加关键。2009年《美国经济刺激法案》的发布以及世界上其他国家政府提供的绿色刺激计划的实施将为许多公司注入数以几十亿计的美元。但是，在尽职调查过程中保持警惕仍至关重要。尽管有人渴望在绿色投资方面或者任何新的战略上领先于大众，但谨慎依然不可或缺。

附录

免责声明：本材料仅适用于展示而不是用于文件的准备；也不构成法律和其他任何形式的建议。

Copyright DASP. 版权所有。

标准尽职调查：（名称）基金

一般信息

（1）请说明你在（名称）基金中使用的所有策略（例如，固定收益套利、可转债套利、特殊事件套利、多/空头股权等）。

（名称）投资策略的核心原则是相对价值投资。一般来说，（名称）基金涉及的相对价值投资包括购买低估的证券同时对冲公允价值或高估的证券。无论具体的资产类别是什么，这是战略的核心。当前多策略投资组合中的资产类别包括按揭套利、全球固定收益套利、可转债套利、事件驱动套利和资本结构套利。资产配置是根据当前市场条件和具体资产类别的机会动态进行的。多策略基金的预期是有一个更好的风险/收益概况，因为本基金有广泛的投资标的和市场可以作为对冲。

（2）你在全球的所有市场经营，还是限定在某个具体市场？

全球。

（3）对你开发的策略的收益前景是如何考虑的？

我们预期在一个最低的波动率和回撤率下，每年的回报率在LIBOR+ $\times\times\times$ 基点到LIBOR+ $\times\times\times$ 基点的幅度内波动。该策略被设计为市场中性，所以市场对它的影响应该有限。对业绩不做保证。

（4）请描述你管理的每只主要基金：它们的名字、在岸还是离岸、策略、费用。

$\times\%$ 管理费用，每月计提，按月支付； $\times\times\%$ 的激励费用每月计提，按年支付。

● （名称）基金，有限合伙和可转换（名称）基金有限公司：在岸和离岸的。可转换证券套利。

● （名称）全球基金有限责任公司和（名称）全球固定收益基金有限公司：全

球主权债务，GSE（政府资助型企业），MBS（抵押支持债券），ABS和公司债相对价值交易。

● （名称）基金有限责任公司和（名称）基金有限公司：在岸和离岸的。

● （名称）全球基金有限责任公司和（名称）全球基金有限公司：在岸和离岸的。定向价值/相关性配置基金。

A. 投资过程

（1）如何在每个策略中识别获利机会？你使用什么量化工具？

在每个策略中，我们对每个证券进行深入分析，识别被低估的证券，并制订对冲计划。组合中的证券及其对冲都进行了压力测试，以确保对冲的有效性。风险管理层审查投资组合，以确保遵守基金准则。此外，压力测试是一个持续的过程，通过测试，我们随时监控市场可能发生的变化。（名称）拥有一个杰出的技术、经验和纪律的结合，所有这些都用于投资过程。所有定量分析工具都是内部开发的，并不断地进行审查和改进。

（2）你的投资期限是多长？

通常，每个策略从进入到退出的时间范围在×到×个月之间。

（3）风险管理

a）请描述每个策略的主要风险（例如利率、提前还款、信用等）。

风险在基金的私募备忘录中有更详细的描述，投资者应该通过备忘录了解更完整的描述。

（i）抵押担保证券：任何策略中的风险由下列五个因素确定：

● 利率风险。投资组合按久期中性管理。因此，投资组合将具有最小的利率风险。

● 收益率曲线风险。抵押证券在收益率曲线的特定部分可能有具体和不同的风险。关键利率期限对所有证券都有影响（也是对冲过程的一部分），这使得（名

称) 能够避开该风险。

● 利差风险。由于(名称) 抵押套利投资组合将很多多头抵押证券, 并且通常卖空抵押证券以外的证券, 抵押基础风险是存在的。但是, 精心选择证券是设计用来最小化这种风险的技术之一。

● 曲线和波动性风险。曲线和波动性风险敞口通过抵销工具和期权策略进行对冲。

● 流动性风险。一般来说, 在某些情况下, 回购市场可能会放缓并导致流动性限制。因此, 长期融资安排就成了共同追求的目标, 这样做可以更好地匹配投资周期, 并在很大程度上防止受短期流动性问题的影响。此外, 多个借款关系可以减少对任何特定贷款人的依赖性。

(ii) 全球固定收益套利策略 :

● 利率风险。投资组合以久期中性为基础进行管理。因此, 投资组合就必须以利率变动风险最小化为原则进行构建。

● 收益率曲线风险。所有固定收益证券针对收益率曲线的特定部分, 可能有具体的和不同的风险。关键利率期限管理被运用到所有证券(也是对冲过程的一部分), 这使得(名称) 能够避开这个风险。

● 流动性风险。一般来说, 在某些情况下, 回购市场可能会放缓并抑制流动性。所以, 推行不同期限融资安排, 更好地配合投资, 可以在很大程度上防止短期流动性问题。此外, 多个借款关系可以减少对任何特定贷款人的依赖性。

● 利差风险。全球固定收益套利策略是基于相关投资证券的利差关系。证券选择过程隔离有利的情况, 所以不利的利差变动可以最小化。

● 策略相关性风险。投资组合在不同的市场环境下进行了压力测试以确保投资组合相关性最小化。头寸的调整还将进一步降低持续的风险。

(iii) 可转换债券套利策略 :

● 利差风险。可转换债券套利包括独特的证券头寸，可根据市场条件调窄或调宽与LIBOR或政府债券利率之间的差异。 β 对投资组合进行对冲，包括可以缓解潜在利差风险的面向信用的互换安排。

● 凸性风险。凸性风险通过抵消工具和公开交易期权来对冲。

● 波动性风险。一般来说，可转换债券看多转换期权，因此在大多数情况下，具有多头波动性。这是通过多元化和交易上市期权来管理的。

● 发行人风险。包含在利差和波动性风险中，重要的是通过良好的基本面和信用分析来指导投资决策，从而最小化单个公司或特定行业的风险。

(iv) 事件驱动策略：事件驱动型交易的风险由以下一些因素决定，包括：

● 政府和监管机构干预风险。

● 公司的基本面风险，他们的资产负债表，以及其他相关信息。

● 影响交易价格的一般市场条件，超过上限等。

● 其他利益相关方在交易上的出现或影响，包括竞争性收购方、消费者群体和积极股东等。

b) 请详细介绍投资过程，包括交易评估、执行和风险管理。

核心敞口管理：

(名称) 努力做到：

(1) 将基金风险最小化到与利率整体水平和方向一致 (如果是相对价值/套利投资工具) 。

(2) 将基金风险最小化到与股价整体水平和方向一致 (如果是相对价值/套利投资工具) 。

(3) 通过运行和分析风险暴露报告，压力测试和相关性管理来控制亏损并确保资本保值。交易员必须进行监控和审慎管理，如有必要，清掉那些业绩状况与先前的分析结论、提前还款策略、预期不匹配的，或其他因市场基本面的变化，头寸或投资组合的原始风险回报特征已改变的头寸。

前沿投资分析和风险管理的过程：

风险评估和管理的过程从交易识别，执行，风险管理，一直到运营。该过程是连续的，并且通常如下进行：

(1) 识别分析与市场信息、事件相关的异常/错位/套利/投资的机会维度，以及经济或数学可确定的关系。

(2) 与历史和经验数据相关的套利机会维度；识别分析核心经济/技术/市场原因的套利机会；获取时间和持久性相关的套利机会的评价；评估证券未来移动的概率和经济评价。

(3) 拟议投资头寸与当前投资组合的相关性的确定。降低组合中相关性风险的投资机会会有较高的可能性被执行。

(4) 识别计算允许隔离和获取相对价值机会，并最小化其他市场风险的对冲工具的可用性。

(5) 审查融资（例如回购协议）市场、流动性和机会。例如，分析确保交易成本最优化的相关证券的流动性和执行渠道。

(6) 开发获利和止损的退出策略。

(7) 确保证券类别、交易规模和风险敞口不超过监管限制或投资策略中规定的限制。

(8) 交易员/投资组合经理在系统输入阶段执行交易检查。

(9) 根据风险管理小组制定的指引，投资组合管理团队的判断和分析也起到整体风险评估及管理的作用；也就是说，投资组合经理对所有可用信息、统计估计量以及总体/具体市场条件的总体评价是准确评估交易和投资组合风险的重要工具。

(10) 投资组合管理团队主要负责把交易输入操作系统。因此，投资组合管理团队必须检查交易。

(11) 所有投资组合管理团队必须在任何时候都遵守风险管理设定的所有限制。

总而言之，在组合层面上，诸如策略间的相关性、敞口的大小和投资组合的适用性都需要进行考虑，以确保投资组合不具有任何单方向头寸，同时策略的多元化必须得到维护。现有头寸可以根据市场的变化以及对不同的投资组合的特定多元化需求来更改。根据经验和投资理念，投资组合经理被指示要相对较快地退出亏损的头寸。

最后，必须监测小概率事件和系统性风险，通过以下手段：

(a) 购买小概率的期权（即期权可以涵盖极端市场走势）；(b) 购买信用风险违约保障；(c) 整体投资组合结构。

运营：

公司拥有一个运营部门，其职能范围是：

(1) 交易验证和结算。

(2) 日常经营现金流量管理和证券处理职责。

(3) 向部门和负责人提供风险和头寸报告以及损益表。

(4) 与技术和系统部门协调，确保所有相关运营功能进行合适的运营管理。

风险管理政策/协议的监督职能：

所有投资组合管理团队每天都有一个联合早会，由公司的首席投资官主持，在会上报告并讨论主要头寸、风险敞口、市场发展及其对每个投资组合的影响。公司的风险管理团队对所有头寸进行评估监测：

(a) 确保遵守监管规定和投资指引。

(b) 帮助界定风险水平，与高级投资经理协商，确保这些水平均得到维护（这

将取决于交易类型、投资策略)。

(c) 协助构建交易，以最小化风险，防范系统性/小概率事件。

(d) 审查风险管理系统产生的每日风险和头寸报告。这需要风险管理团队与研究、技术和操作部门一起协同工作。

(e) 与组合经理和系统开发团队合作，领导和协调风险管理技术和工具的开发。

(f) 确保投资组合压力和情景分析的正常运作、更新，使投资组合管理团队可以用于加强决策制定。

(g) 查看风险报告和压力测试分析，以发现任何无意的或意外或偶然的风险，并确保交易团队立即纠正此类问题。

(h) 与文档小组协调和监督工作，确保与交易对手方信贷协议的起草和执行过程中，条款符合客户的最佳利益，并且对所有相关方都是公正和公平的，同时符合行业标准和实践。

(i) 与 (名称) 合规小组合作，协助确保相关文件为客户提供适当和公平的条款。

(j) 风险管理小组直接向 (名称) 首席投资官报告，负责监督所有客户的投资组合风险。CIO (首席信息官) 直接向总裁报告，他们在认为合适的时候会给投资组合经理提供建议。

最后，对于 (名称) 基金潜在风险因素的完整描述，请参阅 (名称) 基金私募备忘录“风险因素”一节，第×××页。

c) 你如何计算你的对冲，使用什么工具？

通过所有策略，所有可识别的风险都会被分析，相关风险根据成本效益最优的方式进行对冲。某些基础风险可能作为结构必要性存在。对冲工具包括其他证券、国债、互换和期权。

(1) 你通常使用多少杠杆？杠杆是通过回购协议获得的，杠杆水平很大程度上

取决于基金交易工具的风险回报机会和基金所使用金融工具的相对流动性。①按揭套利：最近的平均值大概在 $\times\times$ 。②全球固定收益套利策略：近期的杠杆在 $\times\times$ 和 $\times\times\times$ 之间。③可转换债券套利策略：杠杆最近平均为 $\times\times\times$ 。杠杆是通过可转换债券套利策略中的保证金借款而得的。

(2) 描述你的现金管理政策。现金头寸包括保证金的账户，由我们的运营部门每天核对。基金的管理人（名称）持有现金、抵押品和证券。我们的融资交易团队负责确保优化现金回报率，通过积极参与回购市场来实现。最后，我们维持足够的、没有限制的现金水平，这些现金不但足以让基金在正常市场条件下运行，也允许基金在碰到不可预见事件或市场错位时能够运行。

(3) 什么系统（程序等）可以用于日常的基金管理？许多内部系统中，包括①用于产生债券和互换的收益率曲线（线条等）估值的模型；②PCA（太平洋资本集团）和相关收益率曲线分析策略；③评估期货与现金市场之间不同交割选择的模型；④从Hull-White到更复杂因子的期限结构模型；⑤多币种模型；⑥用于评估现金、期货、互换市场波动性的模型，等等。

风险分析/监控的主要系统是叫作（名称）的专有交互系统。简单地说，这个系统允许分析每个由（名称）管理的基金。（名称）具有支持大量分析的下钻能力，支持从基本风险度量到压力测试，从基金层面一直到单一头寸进行分析。

（名称）是（名称）专有的系统，用来处理所有与投资组合管理相关的交易。它不仅仅是一个交易输入系统，因为每执行一笔交易都会紧跟着多个阶段，在每个节点都要有完整的文档来记录任何更改或更新。此外，这个内部应用还提供工具，用于独立验证损益表、对冲和头寸参数维护（即现金流量、保证金、取消/更正、索赔、抵押品管理）等的工具。

(1) 你通常持有多少头寸？头寸主要取决于市场机会和期望的多元化程度。

B. 营业额

(1) 大致的年营业额：抵押贷款支持证券： $\times\times\times\%$ ；全球套利： $\times\times\times\%$ ；可转换债券套利： $\times\times\times\%$ 。

C. 投资信息

(1) 你的策略和潜在回报的宏观前景：我们的投资策略一般不取决于宏观市场条件。当前条件表明套利的环境是有利的。

(2) 基金表现及资产净值：由于若干资产类别涉及许多不同的策略，我们发现这种损益属性因市场而有很大的不同，因此并不完全有意义。在头寸和策略中，对损益的贡献可能每年都不一样。

D. 公司和管理信息

(1) 人，任何变化，特别是关键专业人员：(名称)目前雇用了×××名员工(见组织图，此处略)。

(2) 基础设施，任何实质性变化：在所有领域都存在持续改进的趋势：系统、客户服务和我们的交易过程。我们持续评估我们在市场变化方面的过程并作出适当的改进。

E. 公司信息

(1) 谁是公司的主要股东(比如说，拥有超过10%的股份)？公司由一家(名称)拥有的控股公司控股。此外，有×个负责人，但他们不拥有股权。

(2) 请提供贵公司人员的详细信息。见附件组织图表和个人简介。

(3) 员工薪酬。员工收入包括工资和年度奖金，这是由负责人确定的。它基于公司整体绩效和员工贡献。

(4) 公司财务状况良好吗？是。

(5) 离岸基金的管理人是谁？(名称)

F. 基础设施

(1) 请描述交易执行、确认及交易后会计处理和估值的过程，识别哪些阶段是自动执行的。

(名称)开发了一系列模块和实用程序用于日常交易：(名称)用于处理所有与投资组合相关交易的系统，不仅包括交易传票录入系统。每一次交易都要经过多个阶段，每个阶段都有完整的文件记录每个点所做的任何更改或更新：①初始进入

——由交易员完成；②付款——与交易对手确认交易详情；③确认——在结算日。在系统的设计中强调减少用户输入以防止或最小化输入错误。对于证券交易，唯一需要交易员输入的是证券名称、票面金额及其价格。所有相关细节 [CUSIP (美国证券库斯普号码) 、乘数、应计利息和现金总额] 由系统提供或计算以防止可能的输入错误。系统处理的所有操作都是为了增加可靠性和效率，从而减少了处理大量交易需要的员工数量需求。不同用户只能执行特定操作，交易系统的完整性受到保护。结算处理过程，通过在单一系统内结合交易和资金功能，使得证券配对和现金配对更容易管理和监管。用户可以得到大量报告，包括现金可用性、损益表、未来活动、本金和利息支付、索赔。系统当前处理 (名称) 管理的所有基金的交易、融资和对冲活动。

(2) 谁负责交易执行、确认和交易后的会计处理和估值？通过什么手段控制这些活动与投资组合管理的隔离？

交易部门在投资组合里作为一个团队。所有执行的交易输入到我们专有的传票系统。交易和结算区域是隔离的。后台部门直接与我们的交易对手方和托管人一起工作进行结算处理。过程如下：

-
- 交易由交易部门输入系统。
 - 我们的后台部门会立即得到信息，并负责验证交易细节并与相关交易对手进行结算处理。
 - 会计报表由我们的系统生成并与管理人和托管人进行每日对账。这个过程可以减少结算日可能出现的任何问题或疑问。
 - 我们收到每笔交易的确认，然后与我们的记录进行匹配。
 - 收到经纪商的月度报表并记录在案。
-

(3) 头寸如何估值和定价？

请参阅备忘录中的详细说明。

(4) 有什么应变安排？

我们已经设置了几个级别的防御来应对意外，以防止任何突发事件。（名称）的投资组合每天在多个网络服务器上备份，同时每天生成单独的硬拷贝。系统持续得到维护和备份以防意外，这些服务器可以从两个地方远程管理，一个在（名称），另一个在（名称）。

G. 流动性与费用

（1）流动性条款与条件。

每月均可申购。赎回每季度一次，但必须提前××天通知。最低投资是×××美元。

（2）投资组合中的金融工具流动性如何？

这将取决于市场条件。

（3）请详细说明所有费用及开销：

● 管理费：×%。

● 业绩费用：××%。

● 前端费用：N/A。

● 赎回费：赎回是每季度进行，需要提前××天通知。如果初始投资在12个月内赎回，赎回费是×%。

H. 合规

（1）谁负责公司的合规性？

CFO与合规部门一起完成合规工作。

（2）关于与你交易公司的合同协议，在更新合同时有什么类型的把关？是否定期更新（例如每5年更新一次）？

交易对手由CFO选择和授权。批准后，（名称）会得到通知并且登记在案。与交易对手的协议会及时得到更新以保持市场实践一致。我们的内部法律顾问审查所有

对手方协议以确保遵守当局的所有监管法规。（名称）仔细监控来自或交与对手的受承诺且被认可的证券的市场价值。每日对账所有抵押品头寸，最大限度地利用现金和抵押品。交易对手发出的所有市价请求都经过具有多年前台和中台操作经验的运营经理审查。需要时，市场估价将由合适的投资组合经理进行审查。所有合规问题都由我们内部的合规团队处理，并在必要时寻求外部法律专家的建议。

（3）请列出公司的会计师和律师。

请参阅私募备忘录。

（4）是否有任何重大的、刑事、民事或行政诉讼等待或威胁该公司或其任何负责人，或者是否曾经发生过这样的事情？

没有投诉、诉讼等涉及基金（名称）或其负责人的投资/证券活动。（名称）以前曾涉及与第三方顾问的仲裁，最终顾问的大部分主张被驳回。（名称）目前正在与一个第三方顾问关于咨询费用的问题进行仲裁。我们不相信他们的主张是有价值的，不过，不管怎样，他们对公司的业务影响都不大。（名称）对违反合同的第三方顾问提出了反诉，索赔金额超过了对方的损害赔偿要求。就公司的知识和信念所及，没有涉及对（名称）员工投资管理活动的投诉、诉讼等。

（5）公司员工的记账交易程序是什么？

员工负责报告和接收任何可能与公司之前录入的类似的交易的批准。员工的每个业务报告文件都保留备份。在公司的员工手册里有更详细的描述。

（名称）：重要免责声明

这些材料中包含的所有信息（统称为“材料”），仅供（名称）公司旗下基金的投资者及特定的潜在投资者阅读使用。这些材料不构成任何证券，包括本文中所提及的任何基金的权益的要约出售或要约购买。在提供此类基金的保密私募备忘录之前，不得提供此类要约或招揽。备忘录很重要，受要约人在决定是否投资前，应该阅读全文连同其所有组成文件。

这些材料仅用于教育、说明和讨论目的，只有参考每个基金的备忘录和组成文件中更详细的信息和披露时才能算是完整的。这些材料不是关于任何基金投资的条

款和条件。这些材料包含某些特定基金及其相关的投资策略、目标、投资组合、业绩、投资术语和其他信息，但不尝试描述（名称）旗下的所有基金或所使用的所有投资策略。材料不保证任何基金信息的完整性，包括其投资策略概要或（名称）提供的所有产品和服务的完整信息。这里描述的投资策略可能不适合所有投资者。这些材料不能作为，也不构成（名称）的投资建议，更不是（名称）关于任何投资适当性的意见或建议。

所有绩效信息都是扣除费用并且是针对特定日期的。没有任何保证，基金的投资策略或目标将是成功的，抑或一个基金将是有利可图或不会发生损失的。投资结果可能会随时间变化很大。没有做出任何陈述，表明投资者将会或可能取得与所展示的过去业绩相当的结果。投资者在作出投资决定时，不应过分依赖过去的业绩，因为过去的表现不是未来结果的保证。

所有例子、图表，或类似有关（名称）旗下所有或某支基金的投资策略、风险、组合损益、配置，或投资过程仅用于教育和说明的目的，用于投资策略、风险及过程的讨论，而不构成投资业绩的暗示。这里包括的某些交易信息，仅供（名称）的交易员和分析师使用。不保证信息完整或及时。信息不必然暗示（名称）、任何基金或任何投资者在过去或未来的业绩或盈利能力。任何陈述或投资的例子是虚构的，只用于表达观点、信念和意见，或截止当前的意图，这些都受各种因素包括波动的市场条件的影响而变化。没有任何陈述说明这些虚构的陈述或实例，现在或将继续是完整的或准确的。任何声明、例子、图表或类似信息都不应被理解为投资建议。

本文提供的某些信息基于第三方来源，包括公认的统计服务机构、发行人报告、通讯或其他来源。虽然这些信息被认为是准确的，但我们没有验证过，不做任何关于其准确性或完整性的保证。

指数和其他财务基准仅用于说明目的，不受管理，反映收入和股息的再投资，但并不反映咨询费的影响。投资者不能直接投资指数。与指数进行比较有局限性，因为指数的波动性以及其它一些特征可能与每支特定的基金并不相同。例如，基金持有的证券通常比指数包含的证券少得多。指数也可能包含无法与基金交易进行比较的证券或证券类别。因此，基金的表现可能与指数表现大不相同。由于这些差异，不应依赖指数作为一个准确的比较措施。

这些材料将在保密的基础上提供给你。因此，不得以任何方式复制这些材料的

全部或部分内容，并且不得在没有（名称）事先书面许可的情况下交付给其他任何人。

术语

绝对收益基金 绝对收益基金通过投资一系列与市场相关性较低的多空头寸，试图在任何大方向或市场条件下为投资者实现正收益。绝对收益基金以投资资本的百分比衡量投资组合的损益。

ABX ABX又被称为资产支持证券指数，是一种由资产支持证券作为基础工具的信用衍生品。

合格投资者 根据《美国1933年证券法》规则501或条例D中规定，合格投资者包括以下几种：

-
- 银行、保险公司、注册投资公司、商业发展公司，或者中小型企业投资公司。
 - 任何符合《退休雇员收入保障法》的雇员福利计划，只要该计划的投资决策是由银行、保险公司或者已注册的投资顾问公司做出的，或者该计划总资产超过500万美元。
 - 任何资产超过500美元的慈善机构、企业或者合伙企业。
 - 可出售证券的公司董事、行政管理人员或者一般合伙人。
 - 所有股东都是合格投资者的任何实体。
 - 任何在认购证券时个人净资产或与其配偶的联合净资产超过100万美元的自然人。
 - 任何最近两年中个人年收入超过20万美元，或与其配偶的联合年收入超过30万美元，并在当年仍可合理预期相同收入水平的自然人。
 - 任何资产超过500万美元，且不是以获取发售的证券为唯一目的而成立的信

托，该信托认购证券行为应由成熟投资者实施。

行政管理人 行政管理人是由投资经理雇用的服务提供方，负责计算基金的业绩和资产净值，执行交易记录功能，执行基金会计功能，扮演登记过户代理人的角色，为基金经理保管所有的账簿记录。

α α 是指超过基准指数（如标准普尔500指数）的超额回报。正的 α 意味着投资经理已经赚取超过基准指数的超额回报，该投资回报取决于投资经理，而不是基准指数。与指数相关的投资结果越强，投资者的管理团队和研究过程就越强。

另类资产 另类资产包括任何一种不会在标准投资组合中存在的非传统投资，如对冲基金、私募股权基金、房地产合伙基金、林业投资，以及油气共同基金。

套利 套利是指通过相同或相似的金融工具、商品或者货币之间的价格差获利的投资策略。套利者可能在纽约市场低价购买原油合约，同时在芝加哥市场以一个更高的价格卖出。

资产管理规模（简称AUM） 资产管理规模包括基金经理管理的所有投资，用来估算基金总额。

平均年回报率（年化收益率） 累计复合损益除以该基金存续的年份得出的值即为平均年回报率。

平均回报率 平均回报率有时也被简称为ROR，指在固定期限内投资的平均回报。ROR被用来比较固定期限内的投资回报，通常表达为年化收益率。

回归测试 回归测试是指使用历史数据去评估过去的业绩表现。通常指一个假想的投资组合，通过模拟过去一段时间内的投资回报来评价使用该投资策略情况下的业绩表现。

基点 1个基点等于1%的1%，也就是万分之一。而100个基点等于1%。

熊市 熊市指市场在一段时间内以价格下跌为主要特点，通常可以持续几个月到几年。

β β 指通过和基准指数比较来测量证券或投资组合的波动或风险的方法。 β 是基

准指数变动1%对应的价格变动百分比。 β 越大，则风险越大。若 β 系数为1，则意味着资产价格随着指数的波动而波动；若 β 系数小于1，则表明资产价格的波动性小于指数的波动性。

黑盒 黑盒是指使用提前编程的逻辑程序对一系列的输入项进行处理得到结果的一种计算机程序。该结果被交易员用来决定是否要购买、出售或者持有证券。黑盒是量化策略基金里不可或缺的一部分。

彭博终端 彭博终端是指一种专用的软硬件系统，用户可以用它实时浏览和分析市场数据走势和证券交易情况。

牛市 牛市指市场在一段时间内以价格上升为主要特点，通常可以持续几个月到几年。

Calmar比率 Calmar比率用来衡量考虑了下行风险因素的回报率。该比率可由年化收益率与历史最大回撤之比得出。

限额与交易系统 限额与交易系统通过将减少的排放量转换成可在既定的排放市场上交易的信用额度，来为减少排放量的公司提供经济奖励。

资本结构套利 资本结构套利主要由从资本结构缺乏定价有效性的单一公司中获利的投资者组成。举例来说，投资者可以通过持有可转换债券并看空标的公司的股票。

碳排放交易 碳排放交易指针对二氧化碳排放的限额与交易系统。

CDX CDX又被称为信用违约互换指数，是一种信用衍生品，代表了不同信用主体的一篮子信用证券。信用违约互换指数仅包含来自新兴市场 and 北美市场的公司。

清算 清算是指在交易登记、执行和结算后，通过清算，使得基金经理、经纪交易商和主经纪商之间达成交易一致的过程。

债券抵押证券（简称CBO） 债券抵押证券是指由高收益债券支持的结构化信用衍生品，分割成具有不同信用评级的证券层级——优先级、夹层级和权益级。损失分配从次级层到优先级层，因此，对风险较大的低层证券持有者提供较高的票面利率（见票面利率）。

担保债务证券（简称CDO） 担保债务证券是指由债券池、贷款和其他资产组成的固定收益资产支持的结构化信用衍生品，分割成具有不同信用评级的证券层级——优先级、夹层级和权益级。损失分配从次级层到优先级层，因此，对风险较大的低层证券持有者提供较高的票面利率（见票面利率）。

担保贷款证券（简称CLO） 担保贷款证券与担保债务证券相似，唯一的区别在于只有贷款被打包进资产池。

商品交易顾问（简称CTA） 商品交易顾问指为投资者提供对商品期货、期权和外汇合约等专业意见的个人或实体。

复合平均增长率（简称CAGR） 复合平均增长率是指特定期限内逐年计提的投资增长率。

票面利率 票面利率是指债券发行时的票面利率。该名字起源于这样一个事实：某些债券附有的真实的息票可以被移除并作为赎回利息支付。

信贷紧缩 信贷紧缩是指贷款供应突然减少或者贷款成本急剧增加。

信用违约互换 信用违约互换是指涉及两个交易对手方的信用衍生品。交易方A向交易方B周期性支付费用，作为交换，交易方A从交易方B得到承诺，若交易方C违约，则交易方B将支付交易方A全部补偿。因此，交易方A被称为信用保护的“买方”，交易方B被称为信用保护的“卖方”，而交易方C被认为是“参考实体”。信用违约互换在放贷时被用来对冲信用风险。

托管人 托管人指银行、信托公司或者其他持有基金资产并提供包括从投资者处接收资金、分配赎回款项、提供保管服务以及报告资金划拨等其他服务的金融机构。

δ δ 用来衡量标的资产价格的变化所引起的对应期权价格的变化率。举例来说，如果看涨期权的 δ 系数是0.5，则标的资产价格上涨1美元，对应期权价格上涨0.5美元；相反，如果看跌期权的 δ 系数是-0.5，则标的资产价格上涨1美元，对应期权价格下跌0.5美元。

衍生品 衍生品是一种金融工具，它的估值是基于其他证券的潜在价值或者基准指数。衍生品包括期权、信用违约互换、期货、利率互换和利率上限与下限。

多元化 多元化是指通过结构化增加投资头寸来降低投资组合的波动性，并通过降低风险敞口来减少上下行波动的一种投资组合策略。

回撤 回撤是指从该基金历史最高回报水平至现在的减少量。

尽职调查 尽职调查用来描述对基金经理及涉及投资合伙人和投资团队的业绩结果和运作流程的投资者使用策略的调查研究过程。虽然该名词起源于有业务往来的经纪/交易商，但是它目前涉及对冲基金策略和活动的全面详细的审查，以确保基金经理遵守市场资料和监管基金与策略的法律文档。

新兴市场 新兴市场是指正在发展中的、正在趋近成熟的国家新兴经济体。该名词一般指的是发展中的经济体，包括俄罗斯、墨西哥、巴西和拉丁美洲、印度、中国、东南亚以及东欧等国家和地区。

企业风险 企业风险是指年轻企业的创立与管理，以及从创业到更成熟公司的转变过程中涉及的风险。

股权市场中性 股权市场中性用来描述一种能够规避股权市场风险的策略。

事件驱动 事件驱动是指投资经理投资处于“特殊情况”公司的股票的一种策略类型，该特殊情况包括处于危机中、正在被收购等。

风险敞口 风险敞口是指基于市场环境变动，该投资有可能发生变动的程度。在对冲基金中，风险敞口是通过净额衡量的。净风险敞口考虑到多头和空头头寸之差。举例来说，如果一个基金持有150%多头头寸和65%空头头寸，则净风险敞口为85%。总风险敞口则考虑所有风险敞口之和，在之前的例子中就有235%的总风险敞口。

公允价值 公允价值是指交易双方进行交易的证券的价格。

融资风险 融资风险是指在偿还期发生损失的可能性。

远期合约 远期合约是指场外衍生品的合约，约定一方向另一方在未来约定日期按照提前设定的价格出售或购买特定证券或者商品。该合约的远期价格与即期价格不同，即期价格是指标的资产现在的价格。

基金中的基金（简称FOF） FOF是一种投资基金，其投资策略是投资于其他对

冲基金或者其他投资工具，来为广泛投资者提供组合多元化。总体来说，FOF并不直接持有证券。

期货合约 期货合约是一种约定在未来特定日期买入或卖出特定数量的商品或证券的合约。

γ γ 用来衡量潜在资产价格对应的 δ 系数的变化率。

一般合伙人 一般合伙人指一个或多个运营、开发和管理有限合伙关系的个人或公司，其对该合伙关系的债务承担无限责任。

估值折价 估值折价是指作为抵押品的资产价值中被扣除的百分比，用来反映持有该资产可预见的风险。

对冲基金 对冲基金是一个全球性的术语，用来描述在《1940年证券法》中被规定免于注册的投资工具。

高水位线 高水位线在发行文件中为基金经理提供激励费用的参考，仅发生在基金业绩超过前期最高净资产价值时。

要求报酬率 要求报酬率是指基金经理在获取激励（业绩）费用之前，该基金必须达到的最低回报率。要求回报率可能是一个固定利率，诸如LIBOR或者1年期国债利率加上一个固定利差基点。

激励费用（业绩费用） 激励费用是指基金经理根据投资组合的利润收取的费用。该报酬通常是超过某一固定水平后的利润的20%。

起始日 起始日是指基金开始交易的特定日期。

内部收益率（简称IRR） 内部收益率是指基于过去业绩表现，该投资可能赚取的复合年化回报率。

杠杆 杠杆是对结果的放大，无论正向还是反向，方式为借入资金或者创建债务。

有限责任公司（简称LLC） 有限责任公司是投资合伙关系常用的一种法律结构，其中有限责任公司的所有人对经营业务承担有限个人责任。

有限合伙关系 有限合伙关系是一种商业组织结构，其中一般合伙人管理业务，对有限合伙人承担法律义务，并从有利于有限合伙人的业务中获得经济利益；有限合伙人获得现金流，但是不承担任何公司或法律义务。

流动性 流动性指在不严重影响其市场价格的前提下将该投资卖出或者变现的能力。流动性根据市场环境、头寸的大小，以及该证券的历史交易量而改变。

锁定期 锁定期是指投资者必须持有该基金中的投资直至允许赎回的第一个周期。初始锁定期一般在1年左右，也有某些特殊目的的对冲基金设定的锁定期长达5年。

多头头寸 多头头寸是一种投资头寸，投资者购买证券（或衍生品），并预期该证券的价格上涨。

管理费用 管理费用是指投资合伙关系的投资者支付给投资经理用来补偿标的基金营运开销的费用。该年费通常为基金中该投资者的资本账户余额的1%~2%，并通常按照季度支付。

追加保证金通知 追加保证金通知是指由经纪/交易商对正在使用证券账户保证金的投资者发出的通知，要求该投资者提供额外的资金或证券以使其账户余额达到出借公司提出的最低维持水平。它也被称为催缴通知或者维持保证金通知。

市场中性 市场中性是指一种旨在减少对市场指数风险敞口的策略，也被称为零 β 系数。这种策略通过对冲多头头寸使其与对标的指数无相关性来获取回报，该回报是高于基准指数（如LIBOR）的利差。该策略要求多头方和空头方持有相等的市值规模、部门和行业，因此常被误认为是一种股权策略。

均值回归 均值回归是一种凭借计算股票交易的平均价格来投资股票的方法。投资者要么在股票价格低于平均价格时购买额外的股票，要么在股票价格高出平均价格时出售股票。

最低投资额 最低投资额指在对冲基金中投资者允许作为初始投资的最低金额。最低投资额的要求一般为50万~500万美元不等。

资产净值（简称NAV） 资产净值指基金总资产的市场价值。

净风险敞口 净风险敞口是指投资组合中持有的多头头寸的百分比减去空头头寸的百分比。举例来说，如果一个投资组合是由80%的多头头寸和40%的空头头寸构成，则净风险敞口等于40%（80%-40%）。

离岸基金 离岸基金指设立在美国境外，仅对有限的合格投资者开放的私人投资公司，通常设立在如卡曼群岛的离岸金融中心。它仅涉及非美国居民或者非美国税收实体诸如福利和捐助基金等的投资。这些离岸场所为合格投资者提供显著的税收优惠。

在岸基金 在岸基金指设立在美国境内，仅对有限的合格投资者开放的私人投资公司。它仅涉及美国居民的投资。

运营风险 运营风险是指与公司运营相关的风险。它不是融资风险（见融资风险），也不是系统风险（见系统风险）所内生的。它可以被认为是由于人为过失导致企业失败的风险。

期权合约 期权合约指赋予双方在未来特定日期里按照特定执行价格购买或出售特定资产或证券的权利的合约。

业绩费用 业绩费用是指基于标的基金增加的资产净值偿付给投资经理的费用。业绩费用通常是增加的资产净值的20%，并以年计。

PerTrac（PerTrac金融解决方案有限公司） PerTrac指为对冲基金和传统做多投资提供投资组合分析平台的一个商业化服务公司。

毒丸计划 毒丸计划指让企图收购公司的投资者增加负面结果概率的策略。

投资组合风险 投资组合风险指投资组合中的资产所投资证券呈现的总体风险。

主经纪人 主经纪人是指由投资银行或商业银行为对冲基金提供的全方位投资服务。它包括营运服务、交易、记录、证券借出、技术支持和融资等服务。

私募股权基金 私募股权基金是一种有固定生命周期的投资工具，用于股权或者债务投资，管理公司有管理费用和附带收益。

私募备忘录（简称PPM） 私募备忘录是陈述基金条款的文件，包括费用、限制和投资策略详尽描述等所有的商业条款。

备考 备考是一种描述当前或未来投资的预期数据的方法。需要注意的是，备考数据是预估值，不符合公认的会计准则（简称GAAP）要求。

量化分析 量化分析指使用客观数据信息来决定何时买卖证券的证券分析方法。

量化基金 量化基金指仅使用量化分析和模型来决定如何配置和交易其资产与证券的对冲基金。

量化模型 量化模型指利用数字信息来决定该证券是否是可投资的模型（见黑盒）。

赎回 赎回指出售投资者在基金中所有权益的行为。

赎回费用 赎回费用指在第一个赎回期结束之前，若发生了赎回事件，对冲基金经理要求的费用补偿。

赎回通知期 赎回通知期指投资者从基金中赎回投资前必须向对冲基金经理提出的官方通知期。

条例D（Reg D） 条例D是指SEC关于私募发行豁免的条例。它允许公司通过售卖股权或者建立债务的方式募集资本，而无需向证券管理委员会注册这些证券。

回购协议 回购协议又被称为回购债券协议或者RP，指当卖方卖出证券获得现金并许诺在将来以更高的价格回购这些证券的协议。

ρ ρ 用来衡量与无风险利率对应的衍生品价格变化率。

风险套利 风险套利是指投资者为公司潜在的合并或收购事项打赌的行为，通过看空并购公司的股票并持有潜在标的公司的股票，寄希望于如果该交易发生，则并购公司的股价下跌而标的公司的股价上升。

3（c）（1）条 3（c）（1）条是《1940年投资公司法》的一个条款，允许少于100个投资者的对冲基金，假设所有投资者都是合格购买者，豁免该对冲基金在证券管理委员会下注册。

3（c）（7）条 3（c）（7）条是《1940年投资公司法》的一个条款，允许超过100个投资者的对冲基金，假设所有投资者都是合格购买者，豁免该对冲基金在证

券管理委员会下注册。

夏普比率 夏普比率由诺贝尔奖得主威廉·夏普创建，该比率衡量与投资组合波动性相关的投资组合超额回报的回报率。它是绝对回报减无风险利率后与回报的标准差之比。

卖空 卖空指借入股票，并以一个较高的市场价格卖出，希望市场价格将会下跌，继而股票可以以一个较低的价格回购并还给原始持有人的行为。其中的利差就被卖空者赚取。如今，期权交易使得行权人能够以执行价格卖出期权的方式卖空，如果执行价格能高于市场价格，则卖空者获利。

卖空规则 卖空规则是由SEC创立的法规，用来禁止以低于该证券的市场价格进行卖空。在2007年7月，该条款被更改，允许证券以任何价格进行卖空。

标准差 标准差用来衡量一组数值偏离平均值的离散程度，体现了该投资组合的波动水平。该数值越高，则波动水平越大。它是用于比较不同投资策略波动水平的基础。

统计套利 统计套利指投资者通过复杂的数学模型技术，识别不同证券间的价格错配并获利的机会。统计套利通常缩写为StatArb，具有持有期短、参与交易证券数量大、依赖强大的信息技术基础设施的特点。

风格转移 风格转移用来描述基金经理与其最初的投资风格有偏差的行为。

生存偏差 生存偏差是指共同基金公司倾向于关闭其表现最差共同基金，导致的结果是，跟踪记录更好看以及用于描述过去业绩的数据失真。

系统风险 系统风险是指由市场本身产生的风险，它会影响所有在该市场内的证券。

θ θ 用来衡量随时间变化的期权价值的递减速率。

传统投资 传统投资是指产品的表现与股票市场或固定收益市场相关。

特雷诺比率 特雷诺比率用来衡量每单位市场风险下获得的投资收益率与同期的无风险投资收益率之差。它可以通过投资组合平均回报率与无风险利率的差值与该投资组合的 β 系数相比得到。

v v用来衡量标的资产价格每波动1%，对应的期权价格的敏感度。它是和标的资产相关的期权价格的衍生品。

波动指数 波动指数是指芝加哥期权交易所波动率指数的符号，被用来衡量标准普尔500指数期权。

Wilderhill清洁能源指数 Wilderhill清洁能源指数指一个在另类能源领域内用来作为投资基准的指数。

● 术语表来源：

● 全球价值投资：www.numeraire.com/margin.htm

● 对冲基金警示术语表：www.hfalert.com/NewPagesIndex.cfm?Article_ID=61250

● Farlex免费词典：www.thefreedictionary.com/Hedge+funds

● 投资日本——对冲基金术语词汇表：www.venturejapan.com/index.htm

致谢

本书的想法起源于在洛克菲勒中心附近的Dean & DeLuca^[1]的多次咖啡和冰茶聚会。我们在那儿一起讨论如何撰写一本书，用以填补这个市场的空白。你面前的这本书是许多个小时的工作、许多杯咖啡和冰茶，以及不计其数的研究、写作和访谈的结果。

如果没有我们值得信赖的同事埃里克·布威思奇 (Erik Buischi) 和杰奎琳·奥林·若克曼 (Jacqueline Oring Rockman) 的细致工作，这本书是不可能完成的。我们将永远感谢他们的辛勤工作和努力。我们也要感谢约翰·威利父子公司 (John Wiley & Sons) 的工作人员詹妮弗·麦克唐纳 (Jennifer MacDonald) 和帕梅拉·冯·吉森 (Pamela van Giessen)，以及其他帮助了我们的人。

来自家族的理解、洞察力、支持和爱，令这本书的想法成为现实。在家人的支持和鼓励下，这本书最终得以出版。而有了他们的鼓励，我们或许还可以再试一次。

丹尼尔·斯特拉曼 理查德·布克班德

2009年6月于纽约

^[1]高档连锁食品杂货店，专门出售高档进口食材。——编者注

译者简介

蔡长春，兴业银行信息科技部软件架构师，先后服务于证券、保险、银行等金融机构，长期从事金融系统开发及架构设计工作。对Fintech（金融科技）抱有极大热情，是新技术积极的倡导者和推动人。2015年至今潜心研究区块链，对区块链技术在金融行业的应用有深入的研究和丰富的实战经验。

许余洁，中国人民大学数量经济学博士，现任联合信用评级有限公司研究总监。西南财经大学特聘研究员，对外经贸大学金融学院和商学院校外导师，中国资产证券化研究院首席研究员。2013年7月~2016年3月供职于证监会研究中心（2015年改称为中证金融研究院）和公司债券监管部。《中国资产证券化操作手册》副主编，《PPP与资产证券化》等书的主要作者之一，参与翻译了《区块链：技术驱动金融》和《商业区块链》等书。近年来，在《人民日报》《金融法苑》《中国金融》《工业技术经济》《中国经济报告》《中国证券报》等报刊上发表文章40余篇。

谢芳，暨南大学经济系硕士，美国UIUC（University of Illinois at Urbana-Champaign）会计系硕士，美国注册会计师。毕业后在美国金融界工作十幾年，从事运营、风控以及地产投资。曾服务于全球十大对冲基金之一的城堡投资（Citadel Investment）、共同基金联博（Alliance Bernstein）、美国银行美林证券公司（Merrill Lynch and Bank of America）等大型机构。

涂红，经济学博士，副教授。南开大学金融学院副院长、哥伦比亚大学访问学者。主要研究方向：金融市场、国际金融。

刘彬彬，南开大学金融硕士，2013年起从事公募基金产品设计工作，现任职于

国寿安保基金管理有限公司产品创新部。

FOF投资手册

[美]丹尼尔·斯特拉曼 理查德·布克班德 著

林华等 译

电子书编辑：张畅

版权经理：王文嘉

出 品：中信联合云科技有限公司 www.yuntrust.cn

版 本：电子书

版 次：2017年10月第1版

字 数：244千字

纸书书号：978-7-5086-8007-1

出版发行：中信出版集团股份有限公司 CITIC Publishing Group

版权所有 · 侵权必究

投稿邮箱：tougao@citicpub.com

中信出版社官网：<http://www.citicpub.com/>;

官方微博：<http://weibo.com/citicpub>;

更多好书，尽在中信书院

中信书院：App下载地址<https://book.yunpub.cn/>（中信官方数字阅读平台）

微信号：中信书院