**第8章 基金的赎回**

对于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三个方面。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就是，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样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工夫的工作，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基金与其负债端的投资要求、精算假设匹配。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发挥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%。显然标准差更高者的组合的波动更高。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，组合平均月度收益率与无风险收益率之差除以组合月度收益率的标准差。夏普比例越高越好。

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。夏普比例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时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的基金经理在组合管理目标方面随着市场或者基金的实际情势变化而发生变化，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，基金经理面临或提升基金风险偏好或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。

也有许多基金管理人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。成功的基金管理人往往能将其团队凝聚到一起，不断在市场上寻求新的机遇。而失败的管理人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化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**

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。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，因此并不存在于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的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**

在长期资本公司事件及08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。资产的选择正确，但是时机选择错误，就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九个月，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的进行投资对于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样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，如果你发现了投资者都在追捧的一个新的投资策略或是发现了尚未广泛关注的“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。

当基金的资产端期限（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基金经理带来一系列难题。FOF的优势之一便在于其随市场情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管理人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的施展他的投资策略。

基金管理人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。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，这个行业就是这样的残酷。

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，锁定期并延长到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为流动性问题所困扰。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基金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”的含义是在特定一段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时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，这使得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也要像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。

Irwin Latners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Irwin Latners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。”Latners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基金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、定向发行证券以及以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（PPM）中应该充分的说明，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的披露。” Latners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。管理人还应该对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员都将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度过难关的重要手段。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。对于基金管理人，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基金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，管理人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，管理人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”。Latner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。

暂停赎回通常源于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都不会是好消息。