**第10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管理人提供融资服务。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JP摩根、美洲银行、花旗、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管理人开展尽职调查。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调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的越宽。

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亦或是未出现市场标志性问题，当市场收紧、基金表现恶化时，许多银行收紧信用，这便会让基金管理人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，对于基金管理人来说，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运作方式。

如果说信用危机有教给我们什么，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情或许很快就会变成你需要去思考的事。

**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，但在信用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的配合，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更多，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或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，那么对冲基金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。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年间达到高位，负债端的成本不断攀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、负债进行管理以及进行压力测试的模型，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，随着时间的推进其缺点逐渐暴露，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David Askin所管理的Askin资本管理公司。Askin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5亿美金，巨额损失使其不得不清算了其所管理的对冲基金。因衍生品投资而巨亏的不仅只是对冲基金，包括加利福利亚的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Robert Citron投资于衍生产品最终造成了公司巨亏15亿美元，被迫申请破产。

伴随着1998年夏天的市场动荡以及长期资本公司的倾覆，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以及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市场占有绝对主导地位，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，LTCM，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的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回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，投资者一定要清晰的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的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，对冲基金管理者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，风管管理主要由首席投资官来负责。而许多声称自己拥有完成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。许多对冲基金管理人在阐释其基金的风险控制措施时只是单纯的强调“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之时呢？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到一系列连锁反应中并形成一个真正棘手的问题。

**信用危机影响风险管理**

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在其他机构的账户中。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已获得足够的信息判断该基金经理的投资策略是否适合那么自己的投资组合之中。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BP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并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搜集的近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**

次贷危机是投资者意识到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、美林证券和花旗每年在风险管理上花费达数千万美元，而如今起哄的两家已经破产，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（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。诸如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一笔交易超越权限而被发现。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。

**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对于投资标的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，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应该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，并且应该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LTCM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工具，这些金融产品难以定价，次贷危机期间这些产品让SIV投资者吃尽了苦头。由于主经纪人服务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未有将流动性限制以及全市场融资服务提供方高度集中化两个问题考虑进去，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-长期资本公司（LTCM）崩盘和亚洲金融危机的蔓延
* 2001年-911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。94年、96年以及07~08年的历次危机中，每次都是交易商首先提高估值折扣（haircut）继而市场流动性情况急剧恶化。市场杠杆水平较高，继而美联储有意或者无意的去引导市场降杠杆，进而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年至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倍~100倍的杠杆听起来如此疯狂，但在历史上，美国政府管制、FDIC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倍的投资杠杆。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则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。有些时候也可能会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到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？若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或CFO又或是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，随着美国会计准则第157条的实施，基金管理人、他们的行政管理人和审计师是如何对持有的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管理人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”。听完基金管理人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，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的来源，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由。

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，现场交流每年也要至少一次，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（NAVs）等涉及透明性的信息报告一般情况下是基金经理或行政管理人通过邮件或传真给到投资者手中的。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，因此对报告的时效性和准确性则打了折扣。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，亟需对冲基金管理人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，投资者要求基金管理人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，对冲基金依然在接下来的5至10年维持了稳定的增长。与此同时，投资者会因为回报增速的放缓产生许多疑虑，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，但常常却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切中要害；  投资者对现行的管理制度总有诸多不满。 |

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。

通过以包括机构投资者和另类投资提供方在内为调查对象的220份回收调查问卷分析发现，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。