**第12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beta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的使用空头头寸。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的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不佳的风险调整后收益。

由于130/30基金可以使用小比例头寸进行做空，它也被成为“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？从这点上看，130/30基金看起来像一个做空能力有限的共同基金。

**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beta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。由于投资者的持仓信息的透明性，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。另一方面，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管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，但曾经工作于同在一家公司，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。

另一方面，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，新的管理人可能起初因为缺乏历史业绩记录无法吸引资本投资，也无法确定最初的投资者。第二，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管理人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基金管理人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可能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。投资机构中反对新型管理人的一方认为，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。

管理规模小的基金管理人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管理人吸引资本，也会揭示组织内部报告流程的弱点。

支持大型对冲基金管理人的阵营认为，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，但投资新型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，新型对冲基金管理人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，基金管理人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，对冲基金管理人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，他们每年都有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。一些种子公司只提供资金，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。其他基金管理人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，两至三年）以换取基金管理人收入贡献。

在其他模式中，种子投资人持有种子基金管理人的股权。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就是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的股权。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，这要看种子基金管理人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，以下能否成为定义“新兴”的标准：

* 基金资产规模
* 基金年龄
* 基金经理的经验
* 还是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的统计差异。他认为，在统计学上，那些在投资新兴管理人的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》的第二篇研究发现，无论是用经过调整（夏普比率和特雷诺比率）的还是未经调整的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。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，新的年轻的基金管理人相对于比他们年长的，经验丰富的基金管理人更有优势取得更好的业绩。然而，在新基金管理人发展初期对其投资，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。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管理人的尽职调查过程更为复杂，因为投资最新的基金管理人风险很大。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管理人过程中，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，都没有基金管理人能够豁免披露，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。