**第13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，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[[1]](#footnote-1)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，这不仅仅是质疑投资者的基金管理人筛选过程，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（LTCM）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，对冲基金不胜其数，其中一些不乏享有盛名者，但所有重大损失被认为只涉及一只特定的基金或基金管理人。然而，1998年秋季发生的事件永远改变了公众和投资者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[[2]](#footnote-2)，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LTCM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却是当时的基金管理人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。

**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：我应该投资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否就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（简称“多策略”），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[[3]](#footnote-3)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。大多数基金管理人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(Tremont)首席执行官罗伯特·舒尔曼（Robert Schulman）说：“最好的基金管理人总是在不断自我完善，总是在寻找新的投资机会。”1 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。在其崩盘时刻之前，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。

**FOF**

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基金管理人的管理费，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管理人使用不同对冲基金策略进行投资；该基金负责每个底层基金管理人的人事管理。由于底层对冲基金管理人限制赎回频率，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。

因为底层基金管理人的数量可能达到40至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提供对冲基金管理人的持仓信息，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察由FOF管理人进行；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管理人或策略的总敞口。

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基金管理人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FOHF的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管理人和最好的投资想法，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。
* 多策略基金管理人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。
* 必须雇佣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，基金管理人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（Robert Schulman）所说，“如果你球场上的好手，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％。2（我们需要指出的是数据确实有其局限性；请阅读本章说明的第二条）

\*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。

图13.1 多策略基金平均年收益率

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）也可以选择自我分类为多策略基金管理人，但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1.50％，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。

**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（PIPE）[[4]](#footnote-4)，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私募股权投资（PE），许多对冲基金管理人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。

对于许多基金管理人来说，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。基金管理人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。因为基金的赎回要求的特点，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资产支持证券（ABS）和住房抵押贷款支持证券（MBS）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beta系数分别为0.1和0.03，而多策略基金的beta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。

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。而另一方面，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％。另一方面，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？
* 风险管理系统是否为策略的核心，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？
* 基金管理人向投资者提供什么类型的风险报告？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入在了天然气市场，在天然气市场的大举做多为Amaranth基金取得了可观的回报，Amaranth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；到了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品足。
* 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，然后控制和监控风险。另一方面，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的带来的改变，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。

1. 译者注： 一家美国对冲基金公司 [↑](#footnote-ref-1)
2. LTCM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，亚洲和俄国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。类似的其它几个“收敛交易”也都以发散而告终。 [↑](#footnote-ref-2)
3. 译者注：Webster，韦氏词典 [↑](#footnote-ref-3)
4. 私人股权投资已上市公司股份 [↑](#footnote-ref-4)