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，投资者更加关注他们的钱是如何投资。所有对冲基金的营销材料，以及其他投资的营销文件，都会注明过去的表现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进行押注。

**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。投资组合中的头寸的定价或者“盯市”，对于流动性不大或交易不频繁的头寸，可能是一个复杂的问题（例如私募股权持有）。基金经理通常使用公开渠道获取的报价与从主经纪商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（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，这里主要针对如下三个问题：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，为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物。第三级别可能需要使用模型来定价，并考虑何时出售该头寸。这需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和没有流动性。大部分对冲基金经理可能会认为，由于没有已知市场，价格已经固定，价值也不会变化，因为市场流动性不会导致信贷的恶化。

**非流动性证券**

传统意义上，对冲基金投资者最大的挑战是非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波的问题。审计师和银行审查员迫使存托机构“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，作为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年初，这个表现得最为明显，当投资者经历了巨大的损失，几乎是所有投资策略都要求赎回对冲基金和FOF。许多大型对冲基金选择限制或暂停兑换，表示市场中的价格不正​​确，或者基金经理无法以可接受或合理的价格销售。许多基金经理在他们的私人备忘录中放置一个鲜为人知的项目，称为“闸门”。

闸门条款允许经理对任何投资者限制或关闭赎回，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。暂停赎回和以及使用闸门在2008年下半年和2009年初在公共媒体引起较大争议，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限制赎回和使用闸门并不必然是从投资者利益最大化出发的，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。现实中是有些经理会因为使用这个手段遭受损失，而另外一些经理则茁壮成长。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**

每当对冲基金上新闻的首页时，针对对冲基金的“隐秘”推动市场和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“隐秘的”，但使用Google的快速搜索显示包含“对冲基金”这个词的结果超过1130万页（顺便说一句，谷歌在少于0.21秒的时间内找到了这1130万页！）随着新闻继续对对冲基金的恶意攻击，不间断的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的重大影响**

正如我们在2006年“不凋之花”（Amaranth） 爆发时所见到的，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直接投资者受到严重影响，而基金中基金（FOF）一个月回报率只有微小影响，跟整体多元化投资组合受到的影响一样。大多数FOF平均拥有20个以上的不同基金经理管理的仓位，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年的最后三个月，全球对冲基金在所有资产类别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纷纷抛售证券。

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抛售的结果。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，它造成的惊人损失没有改变市场。公平地说，随着市场的变化，以及越来越多的相互交织，大型基金们可以对市场造成影响。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，因为他们使用衍生品**

因为衍生品的使用是非常复杂的，依赖于基础产品的开发、创建和定量模型的分析，所以，使用衍生工具仅限于资深的投资者，包括那些拥有专业工作人员对其进行研究的对冲基金。当衍生工具用作对冲时，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，因为要看这些衍生品合约的使用程度。在某些情况下，因为利用杠杆，衍生品可能会对基金及其投资者带来巨大的问题。在其他情况下，使用衍生工具可以显著地增加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的杠杆，以便从市场寻求机会获得利润。在传统的琼斯式股票多/空头情形下，基金经理使用T条例（Regulation T）要求的杠杆。T条例是业界共知的，是由联邦储备局制定的，规定了经纪商可以给予客户的信用额或保证金额度来购买额外的证券。无论规模大小的，投资者都可以借高达其持有资产的50%金额。这也包括个人投资者可以在其经纪帐户中使用的金额。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，基金经理能够借其相关证券价值的12至15倍。现在，鉴于目前的信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到10倍的杠杆。当讨论过度杠杆时，两件事情似乎很有趣。首先，杠杆就是借款；大多数美国人每天使用，他们买一个房子或汽车或使用他们的钱包里的信用卡时，都在使用借款。此外，传统银行和投资银行都过度使用杠杆 - 通常超过他们的资产负债表的25至30倍- 许多人认为这是造成信用危机和世界经济混乱的部分原因，迫使纳税人在2009年初来处理这个烂摊子。

**对冲基金策略是利基的还是古怪的**

对冲基金，往往被视为华尔街公司的高度戒备的自营交易部门的延伸。毕竟，有些最好的对冲基金就是从华尔街最大的交易部门中诞生的。对冲基金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，因为对冲基金只要应对他们的投资者和监管者。今天，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，他们都不再能够让资本处于风险之中，风险承受者已经被对冲基金替代。对冲基金填补资本市场的这个关键领域。他们把华尔街留下的空缺填补了。

**对冲基金是全天交易员使用非公开信息**

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。所有要求公开的人都可以随时随地获取财务信息，同时公平披露(Fair Disclosure)规则已经使竞争变得更为公平。随着投资回报放缓，对冲基金正在寻找那些更少人做的策略，其中，许多策略是较长期的。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。对冲基金提供许多新金融产品，如天气衍生品或私募股权和房地产，为许多具有独特的资金需求项目提供融资，其中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整体基金 表现相关。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，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，尽管在麦道夫案子中很失败，对打击贩卖非公开信息是采取过相当积极手段的。

**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年末对冲基金行业资产增长到了近2万亿美元。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，是那些不能收取费用的人。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，并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大量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，投资者就应忽略这个基金。

**基金中基金（FOF）收取第二层费用，降低了回报率**

这个说法是正确的。然而，额外费用的依据是，基金中基金（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。基金中基金（FOF）费用应该足够支付基金提供的资源，包括研究、尽职调查、持续监测、适当多元化的投资组合， 以及降低投资者风险。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。基金中基金（FOF）对一些投资者合适，但是对另外一些是不合适的。关键是要确保你能够得到你所付出对应的回报。

**对冲基金不喜欢基金中基金（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，如果你向大多数对冲基金经理询问他们对基金中基金（FOF）的看法，他们的答案不总是正面的。大多数对冲基金会做出回应是，基金中基金（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”（或者说是几个月业绩不好后就会退出那个基金？）。这是有疑问的，因为经理不喜欢那些占用他们很多时间的投资者、那些要求较低费用以及仅仅基于业绩进出基金的投资者。事实上，基金中基金（FOF）花费相当多的资源和时间，除非目前执行的策略不再可行，或者在组织内发生变化造成赎回,他们不愿意对其投资组合进行更改。对冲基金喜欢“粘性”资产，如基金会、捐赠基金或养老金，这些机构对长周期投资感兴趣，而不是季度性的投资者。但是，很多基金中基金（FOF）通过很长时间进行慎重、全面的尽职调查过程，以确定投资策略。这些基金中基金作为粘性投资者受到对冲基金经理的欢迎。许多投资者，包括少数的基金中基金（FOF），在不断地寻找下一个投资热点，为寻求未开发的阿尔法不停变换基金经理。坦率地说，这些人通常不会成功，而且往往累个半死。对冲基金想要稳定的资产！许多对冲基金把这些粘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。

**基金中基金（FOF）价值主张**

基金中基金（FOF）经理提供了大多数投资者无法自己提供的基本服务：构建多元化对冲基金组合，以便在节省成本的前提下，来提供有吸引力的回报和流动性条款。很多投资者认为，因为进入行业主要门槛的启动成本相对低，启动一个基金中的基金（FOF）是比较容易的。现实是，想要成功，基金经理需要大量的资产来管理，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，在达到以前，一些基金中的基金（FOF）难以在市场中竞争。规模大小有着重要的关系。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，这样才可以获取资金，审查、分配和监测投资组合中的对冲基金经理，而且还要处理日常工作以保证业务运行。

**基金中基金(FOF)的投资者**

鉴于2007年和2008年的对冲基金表现不佳，以及发生麦道夫丑闻，许多投资者已经对基金中的基金（FOF）有偏见。基金中的基金（FOF）经理在市场上提供“多元化投资组合”， 当实际上全部或大部分资产投资到单一基金或策略时，在我们看来就是一种犯罪。这给我们敲响了警钟，提醒我们，Amarath和D.B. Zwirn，以及Bayou的欺诈才刚刚过去。任何高水平的尽职调查或法规，都不能将欺诈或破产彻底消除。这些都是自然发生的。然而，那些简化了背景调查或运行评估的经理使情况变得更糟。基金中基金（FOF）是有意义的，是重要的，和值得投资者付出费用的，这些服务投资者自己无法提供，或者自己获得的代价过于昂贵，或者太费时。

**费用**

截至2008年底，用我们不科学的，直接的统计，基金中的基金平均收取1％的管理费和10％的奖励费用。基金中的基金（FOF）经常被批评附加费用，但是除非投资者准备自己建立投资组合，做尽责调查，研究，法律，会计和报告，其实基金中的基金（FOF）费用是低的。基金中的基金（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，基金中的基金（FOF）经营费用超过0.50％，这意味着基金中的基金（FOF）业务是一个低利润率的生意。但是，因为基金中的基金（FOF）业务是可扩展的，随着基金中的基金（FOF）的资产增长，业务也会越来越好。只要基金中的基金（FOF）能够在低波动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。

许多基金中的基金（FOF）经理会提出各种理由来证明他们费用的合理性 - 我们不赞成这种做法。如果你有这样的理由，在我们看来你应该问，“如何做到？” 如果经理声称能够做到以下这些，那你要问同样问题：

* 投资到已经关闭的基金中去。
* 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，以及新的和正在崛起的策略。

基金中的基金（FOF）经理应该是可以投资到已经关闭的基金中去，找到别人找不到的基金经理，并发现新的策略。但是这些都不会让基金中的基金（FOF）显得独一无二。对这些话语要保持怀疑的态度。

**配置策略**

选择一个对冲基金和资产配置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。他或她可能容量有限，无法让业务运作起来。基金中的基金（FOF)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一个问题。由于基金中基金(FOF)迅速指出新的有能力的基金经理的能力，规模成为业绩以外最大的挑战。大多数策略，如小盘或特定行业策略的基金可能规模有限；大多数大规模的基金中的基金（FOF）在分配初始资本之前有规模限制，或有最大可以承诺给某一名经理的资本金额的限制。

基金中的基金（FOF）经理面临的挑战是能够确定投资的资本，在没有资产条款限制下不稀释回报。如果这是一个问题，基金中的基金（FOF）经理就会找那些可以接受无限量的资本的基金经理。不幸的是，在这种情况下，许多基金中的基金（FOF）将跟其他大规模基金中的基金（FOF）的一样，投资相同的产品。大型基金中相同仓位的投资组合可能会导致无法按照模型正常运作运作或者在市场危机发生后无法运作的市场问题。在Amaranth事件爆发之后，许多基金中的基金（FOF）投资者发现，虽然他们投资不同基金经理实现投资组合多元化，实际上这些基金拥有相同的Amaranth头寸。Amaranth实际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。大型机构的几个基金中的基金（FOF）对仓位的重复配置证明是适得其反的。

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基金中基金（FOF）。结果是，投资者可能不会花钱来研究基金中基金（FOF），来发现新的经理，因为经理有容量问题，只能分配给有能力接受更大的资本流入的大规模对冲基金。举个例子，小盘股票经理总是通过研究那些不被广泛覆盖或追踪的公司，寻找新的有特点的公司，这些小盘股对冲基金不是大基金中的基金（FOF）可的对象投资。这个问题就变成了，“股权经理投资大型公司如大部分相关研究数据是公开的微软或IBM的，他们增加的价值是什么？”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基金中的基金（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的，或其他特殊策略的基金中基金（FOF）经理比大规模的基金中基金（FOF）可以收取更高的费用，原因是寻找和投资到新的，成长的基金经理是更具挑战性。与此同时，许多大型多策略经理们看起来更像基金中的基金（FOF），进一步把这个界限变得模糊了。

当寻找对冲基金经理时，基金的基金（FOF）寻找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基金中基金（FOF）Tremont Advisors 前总裁ROBERT SCHULMA 说，“你是在寻找那些有能力收集别人收集不到信息，然后能由此做决定的经理。这些不能通过公开印好的材料找到，也不会有人来分享给你。” SCHULMA认为，投资者应该支付费用，让大多数基金中基金去了解他们的行业，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，正在变成可以执行投资银行交易的资产管理公司，从事商业贷款，房地产融资，同时管理大规模全球证券投资组合的行业。因此，这些大型对冲基金成为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

* 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
* 提高对作为客户的受尊重投资者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

截至2007年年底，根据最近的PerTrac研究，市场上有近7200个基金的基金（FOF）。基金中的基金（FOF）成功的将自己与对冲基金区分开来的秘诀是分销。

**机构的名称**

根据Freeman＆Co.首席运营官和董事总经理Eric Weber的判断，品牌是关键。他指出，没有一家独立的基金中基金（FOF）列入资产管理规模排行的前九位，在前16名中只有一个是独立的公司。最大的基金公司都是大资金管理集团。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进行关联。记住，没有人因为购买IBM计算机而被解雇。对基金中基金（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基金中基金而被解雇。

寻找分销渠道是小型基金中的基金（FOF）面临的重大挑战。

Weber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，这是小规模的参与者难以竞争的。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的基金中基金（FOF）的分销手段。

随着对冲基金行业的发展，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，资本状况更好的基金中基金（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、监管监督，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基金中基金（FOF）、企业，正在获取更多的生意，因为他们相比一些规模更大的同行能取得更好的成绩。虽然对冲基金和基金中基金（FOF）的投资者总是在寻找市场或主要策略和指数的低相关性，一个事实是清楚的：基金中的基金（FOF）规模和增长率之间是正相关的。临界规模是资产增长的主要因素，许多基金中基金（FOF)主要关注规模的增长。

据PerTrac统计，截至2008年，基金中基金（FOF）管理资产达7,500亿美元，这个行业真是一个富人和穷人的故事。 Eric Weber 认为，“许多小基金因为没有可扩充资产的能力被困住了”。

Weber公司为基金中的基金（FOF）在并购市场与FOF做交易已经有一些时间了。Weber和他的同事帮助买家进入市场，帮助企业家卖掉他们的业务，并帮助母公司出让他们持有的基金中基金。

**IVY和BoNY**

该行业的催化剂是2000年纽约银行购买Ivy 资产管理公司的事件。Ivy和纽约银行的27亿美元的合并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，资产规模已增长到150亿美元以上。然而，近来的发展，包括业绩不佳等问题，都造成了基金资产自2007年以来大幅下降；在写这边书时，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，到2007年已经有超过35支基金中基金（FOF）的交易基金资产超过10亿美元。基金中基金（FOF）卖家的动机一直是希望获得流动性或持续规划能力，或者来自母公司或外部股东的压力，或者，通常的情况下，更大的分销系统，更大的规模或增强品牌影响力。在另一方面，基金中的基金（FOF）的买家则需要快速进入市场，而不是试图建立一个组织，跟踪交易记录或品牌。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和信心方面存在优势。这里显示的信任水平略高于2004年第三季度执行的类似调查中的结果。相对其他金融服务的优势，为银行机构继续沿着收购或建立另类投资平台的增长路径增添了火力。

**麦道夫**

在麦道夫欺诈案件之后出现的一些问题是：基金中基金(FOF)究竟发生了什么？为何尽职调查变得如此失败或变得如此愚蠢？为什么基金中基金（FOF）无法发现欺诈？

所有这些问题的答案很简单。根据数据麦道夫接管办公室的数据，实际投资的基金中基金（FOF）少于100个。在2008年年底全球总数超过7,000个基金中的基金（FOF），（9）这意味着略多于1%的基金中的基金（FOF）投资给了麦道夫的基金。在我们看来，麦道夫支付给他的投资者的费用是造成基金经理避免投资策略的原因。对麦道夫案子的最后结果还有待观察，但有一件事是肯定的：在写这篇书的时候，很明显我们还有更多需要知道的内容。

最后，投资者必须问的问题是大型基金经营者能否证明成本回报，或者更小的特别的基金中的

基金（FOF）能否可以做到，在不把风险提高到令人不安的水平而提高α，从而提供不同投资组合多元化。这就归结到人们相信什么和认为的资产分配的好处在哪里。