**第7章 理解风险及尽职调查的必要性**

系统性风险通常被用于形容金融机构与资本市场间的一系列连锁反应，也就是一个市场参与者的倒闭使得其他机构不能独善其身的风险。1998年俄罗斯债务违约后长期资本公司（LTCM）的崩盘被公认为系统性风险导致市场混乱的最典型案例。

**长期资本公司事件始末**

许多书籍都曾提及过这个“天才”们所组建的公司的失败案例。由所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）班底打造的长期资本公司始于1994年，其年均投资回报率达到了不可思议的40%以上，长期资本公司的投资经理们一度认为他们可以掌控投资界。约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）[[1]](#footnote-2)，以及由学者、交易员、前美联储官员构成的长期资本公司投资团队，利用投资杠杆将公司12.5亿美元的管理规模放大到超过100亿美元的投资规模。1998年的夏天，在全球范围内不同市场、不同投资品种上进行了大量套利交易的长期资本公司最终倒下了。此时长期资本公司的投资经理们通过众多复杂模型的使用，广泛的在发达市场及新兴市场上进行债券及权益投资，他们在众多市场都持有大量的头寸。加之投资杠杆的过度使用，一场灾难在酝酿之中。随着俄罗斯宣布债务违约及亚洲金融危机的影响不断蔓延，长期资本公司所持有资产价格不断下跌，长期资本公司持有的组合被迫进行止损操作。最终长期资本公司因无力追加保证金，在美联储的协调下被接管。简而言之，天才们一败涂地。

1998年9月末，纽约联邦储备银行召集众多华尔街投资银行、商业银行的高层一同讨论长期资本公司造成的一系列困局的解决办法。参与该讨论的权贵们对于长期资本公司“大而不倒”的市场地位普遍认同，于是一个能够保证长期资本公司所举债务不发生违约的解决方案必须达成。纽约联储建议14家机构给予长期资本公司36亿美元的流动性支持，以使得长期资本公司的组合可以平掉头寸并进行清算。该方案意图通过对长期资本公司的流动性支持削弱其对金融体系及银行体系的一系列不利影响。

长期资本公司的管理层一度坚信他们所使用的模型框架下组合收益来源间的相关性极小，投资杠杆的使用会增强组合收益。在俄罗斯债务违约发生后资金普遍向避险资产转移的过程中，流动性及信用成了投资者首要的关注点。在此背景下，长期资本公司不同交易、不同头寸间的相关性陡增；高杠杆导致的变现压力使得形式更为棘手，此时长期资本公司已经不可能从危机中全身而退。在此案例中，系统性风险就是长期资本公司崩盘及全球资产及其引发的全球资产价格连锁性下跌给全球金融机构带来的压力及风险。如果后续参与救助的14家机构没有介入，长期资本公司崩盘引发的全球资产价格下跌应该会更为严重，可能会给全球市场造成更大的冲击及不利的影响。

长期资本公司事件结束后，世通公司（WorldCom）、Adelphia通讯公司、安然公司（Enron）、Global Crossing电信公司在2001~2002年间爆出的一系列丑闻接踵而来，上述事件无不给金融体系的稳定性带来了严峻的挑战。

此后的次贷危机则再一次让我们看到存在于对冲基金、商业银行、资本市场、投资银行以及华尔街精英间的不可割裂的联系。此次危机中，先后不到6个月的时间里贝尔斯登（Bear Stearns）、雷曼兄弟（Lehman Brothers）、AIG等机构便失去了自由之身而同房地美、房利美一同加入了“国有接管”（Conservatorships）的阵营。

**长期资本公司事件后又发生了什么？**

历史不断重演，1998年及2002年的那些故事在2007年披以“次级债务”的外衣再次浮出水面。“次级债务”一词始于华尔街，指向不符合抵押贷款标准的借款人发放的债务。在政客们的鼓励下，包括商业银行、储蓄银行以及华尔街的投资银行在内的金融机构一直提供房地产按揭贷款服务，以助力民众实现拥有房产的美国梦。然而互联网泡沫破碎后投资者对于房地产的看法急剧变化，投资者认为房地产投资是他们能够赚取利润的唯一投资标的。投资者坚信房地产价格至少不会下跌，甚至坚信房地产价格会一直上涨。为抓住这一商业机遇，具有极强创造力及发行能力的华尔街金融机构决定为现有及潜在的偿付能力较差投资者发放房地产按揭贷款。为此，众多机构都为次级债务发放设计了金融产品，类似的金融产品被形象的成为“问题资产包”（teasers）。

**系统性风险的进一步解释**

房地美和房利美对贷款价值比（loan-to-value）不低于80%这一房地产贷款发放标准严格执行了许多年。换言之，借款人必须支付20%的首付款并经过严格的财务状况及偿付能力审查程序才能获得贷款。然而次级贷款打破了上述标准，贷款价值比被不断提升，甚至到了100%，同时贷款审查程序也被严重简化。除此之外，贷款的利率结构也被设置为初期较低（诱骗利率）而在之后的利率调整日调整为较高的利率，这样的利率结构使得借款人未来很难保证还款。

尽管贷款机构被冠以“利用不对称信息的掠夺者”的恶名，还是越来越多的机构涉及次级贷款业务。在零首付（或很低额首付）的刺激下，越来越多的人加入到买房大潮中，房地产商们也应势在全美范围内积极开工新项目。此时，银行欣喜于新开工房地产带来的信贷增长，议会则欣喜于房地产业带来的经济增长，而借款人则欣喜于稳定且低利率的贷款。而正欣喜于新增次级贷款规模已经赶超符合严格按揭标准的传统贷款规模的房地美和房利美并不满足，他们仍试图将次级贷款的发放标准进一步降低以继续推进发放规模的增长。为了追求更高的营收和利润，房地美和房利美又踊跃的将次级贷款资产放进了他们的自营交易组合中。

次级贷款利益链上最大的受益者是谁呢？当然是华尔街上的金融机构以及对冲基金行业。华尔街上的机构们利用他们从全球知名高校雇佣而来的金融工程领域专家，利用一系列假设及预期违约模型的构建及研发将次级贷款的本息现金流“拆解重构”成新的金融产品并定价。华尔街精英们不断将来自全美的次级贷款现金流“打包”，并将打包资产划分为不同级别以满足不同类别投资者的投资需求，他们在上述的业务模式上获利颇丰。

恐怕没有什么能带来此般皆大欢喜的局面，贷款机构以及将次级贷款重构为结构化产品的投资银行都获得了丰厚的利润，承销商和分销商们也取得了丰厚的佣金，次级贷款的利益链条堪称完美。穆迪、标普为代表的各大评级机构对于这场次级贷款盛宴也是青睐有加，抵押贷款产品的增加意味着全市场债务融资规模的增加，而这一切都会带来评级业务量的增加。金融工程领域的专家们构建各种模型及假设，基于这些模型和假设的结构化产品在金融市场上不断被交易。

部分对冲基金也雇佣了大量的金融工程专家，他们十分清楚华尔街对于抵押贷款产品设计及定价是基于一系列错误的假设。贷款机构对于借款人偿还能力的把控力度比市场的预期要差很多。可调整利率贷款开始调整为高档利率之时，借款人开始品尝到了他们自己种下的恶果。而此时抵押贷款产品的销售也开始成问题，华尔街对此类产品显现了“消化不良”的迹象。抵押贷款产品也得到了一个形象的名字——“有毒资产包”（toxic waste）。

**结构性投资工具**

直到2007年结构性投资工具（SIVs）并不为人所熟知，它也是大量抵押贷款产品所流向之地。结构性投资工具特指金融机构设立的一种离岸基金，金融机构设立其的主要用途在于出售短期限债务融资工具融资后购买各种抵押贷款证券化产品。结构性投资工具通过更高的短期收益率吸引投资者，其通常做法是在商业票据市场出售短期债务工具进行融资后购买期限较长的债务工具。恐怕没有投资者真正了解结构性投资工具的运作机理以及为什么可以提供较传统货币市场工具更高的收益率，然而谁又会真正在意这些呢。结构性投资工具所发行的短期债务融资工具被给予AAA的评级并通过花旗银行等一系列大型金融机构销售，鉴于此投资者对于其安全性当然信任。但最终投资者对于上述产品的信任还是崩塌了，投资者也停止了对于此类产品的购买。

上述产品出现信任危机的导火索源于贝尔斯登所管理一只房地产抵押贷款对冲基金的崩盘。该基金广泛投资于抵押贷款产品以及担保债务凭证（CDO）。随着2007年初房地产抵押贷款违约率的攀升，抵押贷款产品基础资产的现金流愈发的不可预测。并且该基金为了博取更高收益使用了投资杠杆，此时基金的业绩表现开始承压。之后投资者们渐渐对市场风险的变化有所察觉，随之而来的不安情绪是的投资者们采取了赎回基金的行动。突然而来的大笔赎回使得前述基金的基金经理深深受困于两大难题——定价难题及流动性难题，这两大难题而是对冲基金领域一直难于应对的问题。鉴于贝尔斯登在抵押贷款产品市场举足轻重的地位，其无法为抵押贷款产品定价并进行变现的事实成为了市场的隐忧。

华尔街上为该基金提供融资服务的主经纪人（Prime Brokerage）们此时也表达了忧虑，并决定采取行动对于他们为该基金的借款头寸进行保护；继而他们冻结了该基金向其融资时提供的质押资产。同时在该基金急需流动性的情况下，还有一些机构收紧了他们一直提供给贝尔斯登的融资信用额度。金融市场多个领域产生的系统性风险使得该基金陷入了严重的流动性危机。

就此，关于怎样理解系统性风险已经耗费了两节篇幅的笔墨。长期资本公司的案例似乎离我们已经太遥远，接下来我们将着重讲述07~08年发生的事情并探寻事态在未来的走向，尽管历史仍在被书写。

**投资杠杆和流动性**

从前文提及的经典案例中可归纳出两大主题：投资杠杆与流动性的关系，以及不同策略、不同资产间无相关性的假设。固定收益领域的一位出色前辈在2007年的流动性危机后如是说过，“使用杠杆就好像你永远不需要说‘对不起’”。系统性风险的存在也说明无论是不同的策略之间还是不同的资产之间不可能是完全不相关的。

许多对冲基金策略都以使用投资杠杆博取高收益。除了华尔街金融机构的自营交易部门外，房地美和房利美也通过高投资杠杆的使用博取高投资收益。令人惊讶的是，诸如房地美、房利美这样的政府支持机构以及华尔街上的自营交易部门的投资杠杆倍数要高于固定收益对冲基金通常的5~10倍的水平。

通常来说对冲基金的头寸要比该基金的净资产高，所以投资杠杆的使用会产生放大利润或亏损的效果。当信用利差扩大、违约风险上升或者利率水平上升导致质押资产价值缩水时，便会引发追加质押资产以维持保证金水平的需要。

在前述的很多案例中均发生过资金融出方提高融资担保条件迫使投资组合在短时间内进行资产变现的情况。而那些持有流动性较差的资产，或是杠杆资金出借人对于持有资产的折算价值更低的组合，在应对必须变现以维持保证金水平的局面时则更为被动。流动性压力下，原本不相关的资产之间也变得相关起来，这就是系统性风险。

**信用危机**

2007春夏至2008年间资本市场上发生的一切让人有一种似曾相识的感觉，期间发生的事情与1998年夏天如出一辙。对冲基金为了维持保证金水平在不断变现资产，与此同时对冲基金大量持有的资产支持证券及抵押贷款支持证券由于难以定价[[2]](#footnote-3)而且资金融出方调低了折算价值。更糟糕的是，市场上的资深专家对于这些以房地产抵押贷款为基础资产的证券化产品在此种形势下该如何定价也束手无策。数个星期间，市场上固定收益产品的价格普遍缩水了一半甚至更多。迫于变现压力，投资者们开始变现流动性及定价均不存在问题的普通资产为维持保证金水平。但此时公司债信用利差的走宽又给市场带来了新的变现压力。许多基金陷入了深深的绝望之中。接下来的剧情和之前的历次市场动荡并无差别，流动性越差的资产在面对变现压力下折价越多，其减持对于组合业绩带来的负面影响也越大。投资杠杆又一次给市场以沉重教训。

海外市场也迅速察觉到了美国市场的异动，此前数年由美国销往全球的次级贷款产品在海外市场也发生了大幅的价格下跌，金融危机迅速的从美国市场蔓延至全球。而此后事态的发展已不局限于固定收益市场。次级贷款产品的大幅贬值开始后金融市场上溃军一片，超过100家全球性抵押贷款公司及知名金融机构成了这场危机的牺牲品。以下是部分在这次危机中倒下的著名机构：

新世界金融公司

贝尔斯登

北岩银行（Northern Rock）

雷曼兄弟

美国国家金融服务公司（Countrywide）

美林银行

房利美公司

房地美公司

AIG

美联银行

华盛顿互惠银行

布拉德福德－宾利银行（Bradford & Bingley）

印地麦克银行（Indie Mac）

海波银行（Hypo Real Estate）

富通集团

从前述案例中我们可以归纳出，所谓系统性风险就是由市场混乱引发流动性紧张进而导致机构竞相抛售所持有的同质资产，致使金融体系崩溃或近于崩溃的多米诺骨牌效应。而投资者出于变现压力而被迫减持组合中其他的非相关资产行为则会是的上述效应的后果进一步恶化。虽然学界关于次贷危机起因的争论仍将继续，但本文相信过度使用杠杆的大背景下发生的资产定价难度的陡增及资产流动性的迅速丧失是这次危机的直接原因。当风险由华尔街蔓延至银行业进而蔓延至更大的范围，整个信用市场近乎于瘫痪。

**理解尽职调查的含义**

理解系统性风险的含义是本章所要解决问题的第一步，下一步我们需要理解尽职调查的含义。在选定一个基金经理并投资其所管理的组合前进行必要的尽职调查是十分有必要的。无论在“自上而下“还是”自下而上”的研究框架下，在投资及后续的营运过程中均需要对于潜在的基金经理的投资风格与投资组合的风险收益特征是否相符合进行不断的评估。

尽职调查主要包括两大步骤，第一步为对于投资组合及其基金经理投资风格的定量分析，第二步为对于上述两点的定性分析。对于基金的投资者，尽职调查还要包括对于基金投资过程的评估。上述评估过程均需要对基金管理人的前台、后台部门进行充分的实地调研，并同时要考虑税收、监管及法律等相关问题。

尽职调查是对冲基金领域最常用也是最常被误用的术语之一。在投资银行领域，尽职调查指机构对于拟投资或拟并购企业的营运、管理及财务等方面进行的全面的调研。在对冲基金领域尽职调查的含义则更为丰富，它包括鉴别基金管理人、与管理团队的交流、进行问卷调查等一系列形式，而这一切均旨在为一个对冲基金管理人或FOF管理人所管理产品的后续投资操作提供决策依据。

简而言之，尽职调查就是为寻找合适的管理人所进行的全部调查研究工作。

**风险方面的尽职调查**

以下一些需要遵守的基本原则：

* 成功的投资者总是在不同的策略及不同类别资产间寻找投资机会，然而最终进行投资的往往只是备选机会中的少数，错过一些好的投资机会是谨慎投资的必要代价；
* 对基金管理人的背景及特点进行调查了解是十分有必要的；
* 投资者应该避免涉入自己不熟悉的投资策略中；

所有的投资者的投资决策的做出均会使用一系列评估方法并经历一系评估步骤。许多投资者都建立了一套定期更新的规则程序用以筛选基金管理人。而经验丰富的FOF管理人及机构投资者会开发专属而稳定的定量、定性评估体系，该体系包括尽职调查问卷及严格的准入程序。

**为什么要投资FOF？**

一篮子对冲基金的筛选、跟踪、价值评估以及业绩报告等一系列工作需要极强的专业性及丰富的相关经验。而FOF管理人则是专门从事上述工作的机构，他们对对冲基金进行持续的跟踪及研究。FOF管理人通常都拥有一只覆盖基金业务各方面并在专业知识及从业背景方面足以驾驭对冲基金复杂投资策略的专业团队。

FOF投资组合构建的焦点在于通过对不同投资理念的研究以精选出能够战胜市场的投资经理。在做出最终的投资决策前，还应该从整个FOF组合的角度对每一个拟投资对冲基金的基金经理及投资策略进行评估。基金经理的评价可以考察其业绩水平和行业基准的比较情况，也可以从FOF组合下行风险控制的角度考察某一名基金经理与组合其他拟投资基金的基金经理间的相关性，还可以考察其业绩水平与同类基金收益水平的比较情况。

大学基金会及家族办公室等类型的投资者通常委托第三方机构及咨询公司进行尽职调查，但受托机构进行尽职调查的步骤和我们上文所述的并无差别。另一方面，FOF管理机构的研究团队在尽职调查的每一环节上都会配备专注于该环节的相应分析师。而在许多更大型的FOF管理机构，分析师会按固定收益、衍生品、股票多空等大类资产类别而进行专业分工。通常投资者对于市场风险是有一定容忍度的，但他们对于操作风险基本上是零容忍的。

无论对于哪一种尽职调查方式，投资者都需要进行充分的尽职调查并形成正式的书面投资意见，然后依照一系列严格程序提交投资决策者进行审批。许多投资者都会使用特定的调查问卷对于拟投资项目的基础数据进行搜集。（读者可参阅本书附件提供的调查问卷示例）

**尽职调查的实际操作**

由谁来进行尽职调查是一个经常被问到的问题。许多投资机构都安排年轻且教育背景良好的分析师与对冲基金经理进行访谈，不幸的是从实际操作的角度来看这些年轻分析师对于对冲基金知之甚少。大多数年轻的分析师们并没有投资组合管理的经验，他们中的大多数也没有投资过对冲基金，甚至大多数人在股票及债券投资上的经验都很少，但是他们却负责向投资决策人员提供投资建议。资深分析师应该多外出进行调研，而年轻分析师应该留在办公室负责类似会议纪要整理一类的工作，这样的分工为一些投资机构所认同。遗憾的是，很多投资者认为分析师越多越好，却并不重视他们的经验。

上述情况并非存在于所有类型投资者，FOF管理人则青睐那些拥有众多资深而老练的专业人士的投资管理人，对于他们而言业内“老人”是一个加分项。业绩越优异的投资机构往往在研究及尽职调查岗位上的人力投入比较少，他们倾向于更多的雇佣那些经验丰富并深谙投资之道的行业“老兵”。打算投资于FOF的投资者可以咨询一下是否一个由60个年轻分析师组成的管理机构相较于一个由12个行业“老兵”组成的机构更具吸引力。

2007~2008年次贷危机期间对冲基金的业绩普遍都发生了大幅波动，更有很多对冲基金公司在危机中破产。但仍有许多FOF基金经理在危机期间很好的控制了组合风险，他们能够较好控制组合风险的原因仅仅在于他们坚持于自己理解的投资策略。

次级贷款产品相关的投资策略为大学基金会以及FOF管理人等机构广为接受，然而最终所有人发现自己都没有很好的理解这个投资策略，甚至策略的假设最终都被证实为错误。众多机构因为这一策略的应用已遭受巨额的损失，并且损失还在继续扩大。类似的案例还有麦道夫骗局，没有人真正理解价差执行转换套利策略（split strike conversion strategy），人们忽略市场规律而盲目的相信并投资于这一策略。后来便发生了大家都知道的那场骗局。

**对盈利模式的理解**

当你遇到那些晦涩难懂的投资策略时，远离它是最明智的做法。诸如不良资产投资、小市值股票投资等策略本质上都很怪异，评价这类策略的收益情况时应该检测其与整体市场指数之间的相关性。2007~2008年间，市场上众多投资策略都与市场指数及其声称“不相关”的其他策略表现出了极强的相关性。相对从基金经理口中获得的组合运作情况，进行实地调研以及随机抽查组合的持仓情况更能让投资者了解组合真实的运作情况。当然如果能够完全理解基金经理的分析过程则是更好的。

对冲基金会利用市场的无效获利，这使得权益基金经理不得自己管理组合的持仓情况以及对其他对冲基金的持仓情况进行分析。而基金经理对于管理组合进行压力测试则表明他对于组合在市场波动时可能招致的损失进行过评估。

初始投资完成后便进入了尽职调查的第二阶段——对于所投资组合的跟踪分析及评价，这一步要持续很长时间。对一项投资的初始研究、尽职调查以及投资执行通常要耗费几百个工时，而后续的跟踪研究通常会耗费75个工时。初始投资完成后便会对投资组合的收益及风险/收益目标进行持续分析，并对管理机构及基金经理进行持续监督。投资者也可以通过将基金经理的业绩与其他同类产品基金经理的业绩进行比较以对基金经理进行评价。

持续性尽职调查应对于对冲基金管理人的规模是否随其管理规模的扩张而扩张予以关注，只有公司在不断进行扩张才会给管理层以压力激励其对公司不断进行完善。初始投资完成后对于管理人提供的定期说明文件以及推介材料也应该查阅，以对基金管理人是否发生变化进行判断。此外，对于年度报告及K-1文件也应该予以关注，以便对于管理人的审计机构的更换情况（及更换原因）、估值方法的变化及组合对于弱流动性资产、“侧袋投资”（side-pocket investments）的配置情况及时掌握。同时也应该对于有限合伙的资本转移及现金流情况予以关注，以保证有限合伙人的利益和普通合伙人是一致的。

换而言之，如果普通合伙人从有限合伙中支取了大量的资金，就应该关注一下其支取资金的原因了。普通合作人进行资金支取是为自己牟利还是为员工牟利了？管理层对于基金管理人的持续发展是否足够专注始终一个需要关注的问题。

**透明性的问题**

对冲基金的投资人总是希望基金的运营能够更为透明，然而基金经理对于组合的情况总是倾向于保持缄默。对冲基金并不为《信息自由法》（Freedom of Information Act）所管辖，然而投资者还是更习惯于对于组合策略及持仓信息会进行披露的透明程度，这些对于他们进行投资决策是十分必要的。

整个研究过程中很多因素都会导致尽职调查效果不佳。投资行业的资深专业人士习惯于使用以下要列举的这些手段并理解与基金经理交流的重要性。FOF应该更多的对于所投资基金进行访谈以深入的观察基金经理的实际投资操作，而不是停留在书面报告所反应的内容。

**时间的掌控** 与一个基金经理交流时，不要想着下一场交流活动的事。如果进行中的交流会影响到下一场的交流活动，那么就推迟或取消下一场。对冲基金经理与运动员比较类似，当他们进入老一套打法开始谈论更为细节的内容，并且披露一些之前没有谈及过的事实及细节的时候，应该仔细听取，而不应离开。如果时间会影响到下一场交流，那么就将下一场交流的时间进行调整。首次会面交流的时间应该持续一个小时。首次会面交流的重要目的在于尽可能的收集信息以判断是否有和对方继续接触的必要。通过与基金经理的首次交流，FOF管理团队应该对是否有必要进行一个实地调研做出判断。不要提问谁是基金经理或谁是CFO这种问题，这些问题都可以从对方的推介材料中找到答案并应该在交流活动开始前就已经了解。应该提问一些诸如CFO如何与员工保持互动的问题，向对方索要风险报告，或向基金经理提问诸如为什么使用ETF对冲风险不是通过卖空股票进行对冲的问题。

**黑莓手机** 把你的黑莓手机关机并放到口袋中，即便是在业务繁忙的时段，毕竟对于尽职调查来说耐心听取及仔细记录才是最重要的。除非是后台同事会向调职调查团队发送调查问卷，否则便没有必要保持手机开机。如果是对方的基金经理在使用手机，就应该探究一下原因。对方是正在进行一笔交易，还是厌倦了与投资者的交流。如果基金经理在与潜在投资者交流时都不能百分之百投入，那么你如何相信他在管理你的资产时会足够投入呢？

**切断网络** 虽然这一条听起来有些不相关或是冒渎，但是我们的大量时间的确浪费在网络上。网络一定程度上降低了生产力。回到办公室，多浏览数据，做同业比较分析，或是研究一下为什么新兴市场国家的投资不断增长以及这个趋势为什么会威胁美国的就业。关掉iPod，关掉ESPN，有足够的事情需要去做。在访谈及日常的工作中也应尽少的用网络进行消遣。同时，对于对冲基金管理人交易、研究部门网络使用情况的调查也能够得到许多信息。员工屏幕上都是什么呢？是Edgar，Bloomberg，还是公司仓位很重的上市公司的网站，或者你应该问问他正在浏览的网页能给工作带来哪些助益。

**尽职调查中提问的关键点**

在对FOF基金经理进行尽职调查的过程中有些问题是势必要问及的。这些问题与FOF基金经理对其要投资的基金进行尽职调查时所关注的问题比较相似，主要包括：

* 管理人的组织架构及近期变动；
* 研究及尽职调查部门人员的资质；
* 运营及财务部门人员的资质；
* 公司架构的复杂性；
* FOF产品的关键条款；
* 投资决策程序；
* 流动性分析，主要关注对于赎回时限、赎回限制条款以及是否有“侧袋投资”几点；
* 投资杠杆的使用情况；
* 风险管理质量；
* 基金持有人的基本情况；
* 所使用的每条策略的特性及复杂性；
* 近期财务报告的审阅；
* FOF投资管理团队职业道德情况的调查；
* 内部控制制度及程序；
* 风险控制相关的问题；
* 管理人在灾备方面的安排；
* 基金净值的报告方式及时限；
* 投资运作的透明性；
* 管理人的目标；

上述的大多数问题都比较浅显，我们只对最后两个问题的细节做更为深入的讨论。

**投资运作的透明性** 在对冲基金领域，投资运作的透明性问题对于管理人和投资者来说都是一个触及神经的问题。许多对冲基金都不情愿对持仓情况进行较为详细的披露，有些对冲基金甚至会要求投资者签署文件放弃对于投资运作的知情权。投资运作的透明性问题所涉及的正是对冲基金经理能够做出睿智投资决策的秘密武器。虽然对冲基金的主要顾虑在于投资者获得了对冲基金的持仓信息后会利用这些信息进行投资操作，然而大多数投资者希望投资组合的持仓能够保持一定透明性的首要考虑还是确保基金经理按照事先确定的投资策略及投资范围进行投资操作。如果一个基金经理声称组合的分散程度较高，而事实上你发现组合只持有4只证券并且每只的配置比例都是15%，这肯定是一个很危险的信号。

投资运作的透明性对于FOF投资者同样很重要。出于不想使得自己耗费精力进行尽职调查而筛选而出的基金经理或是组合对于一些知名基金的基金经理进行了配置的信息暴露在投资者的视野中，FOF基金经理也不愿将其组合所配置的基金经理的姓名进行披露。正如权益类对冲基金经理不愿向潜在投资者透露他们的重仓证券一样，许多FOF对于他们的尚未披露的重仓基金的信息也是三缄其口。然而FOF投资经理对于潜在投资者关于FOF组合持仓情况的询问保持缄默会阻碍潜在投资者投资其的决心。

**管理人的财务目标** 下一步要确认的是管理人的财务目标。管理人在经营过程中是比较看重投资组合的良好运作还是公司的盈利，这很重要。对于一个费率结构为2%/20%费率结构的对冲基金，只要管理人保持长期稳定的高于市场的收益，便可长期获得丰厚的经济回报。

但FOF的经济回报和对冲基金便大不相同。通常FOF的固定管理费都比较低，并且还要面对持有份额较大的机构投资者施加的降价压力。由于费率方面的压力以及FOF管理行业内一些始终试图进军对冲基金管理领域的传统大型机构不断进行兼并，FOF基金经理在基金销售方面的忧虑要高于对于组合投资运作的忧虑。一些FOF管理人可能已经掉进了销售陷阱，即公司在销售方面的开销超过了研究方面的开销，这些问题在尽职调查的过程中是比较难于发现的。通常来说基金管理人每年最低的管理及营运开支约为其管理规模的千分之五，低于该水平管理人则无法实现持续发展。

**管理账户**

2008年次贷危机中，包括雷曼兄弟破产、权益和信用市场的急剧大跌、麦道夫诈骗案以及一些知名对冲基金对于锁定期及赎回限制条款的不合理设置的一系列事件使得人们对于典型的对冲基金产品结构产生质疑。许多投资者认为是时候去改写对冲基金投资的规则了。换而言之，由于简单的投资一只对冲基金的风险太大，投资者们开始探寻一种不同的产品结构以提升自己对于对冲基金投资的安全性。一个可选的方式就是以管理账户的方式。“管理账户（Managed Account）”经常会与“独立账户（Separate Account）”混淆，管理账户指一只对冲基金为某个客户单独设立的一个投资组合，而独立账户是为那些寻求个性化委托管理以及避免与其他投资者的资产混同运作而带来的风险的大客户而设立的账户。管理账户这种产品结构在市场上已经存在了很久，其历史可以追溯至80年代，然而直到2008年下半年次贷危机发生之时它才为市场所关注。

包括FOF在内的对冲基金投资者投资的都是一种传统产品结构的对冲基金产品——综合基金（commingled fund）。在这种产品的框架下不同投资者共同持有一只基金的部分份额并按份额分享基金收益，并且面对同样的基金契约条款（包括不限于费率、流动性安排、锁定期及投资运作透明性条款）。这种产品框架下投资者对于组合运作的了解仅限于基金经理所披露的信息，而基金经理则对于基金由投资到运营各环节全盘掌控，基金经理有权决定每笔交易及对手方，而基金只能被动接受基金经理做出的选择。但管理账户较之不同。

管理账户主要着眼于克服传统对冲基金产品结构的不足。管理账户关键的一点不同是投资运作的透明程度，管理账户向其最终投资者披露足够详细的组合持仓信息，这给投资者的风险控制及投资监控提供了便利。例如，当投资者考虑追加或减少对于对冲基金的投资时，他能够通过不同基金经理对组合进行的错综的权益资产多/空操作而看到组合的真实持仓情况。更为透明的组合投资运作使得投资者对于基金经理投资风格的变化能够及时掌握。如果一个基金经理声称某管理账户对金融股比较关注，你可以观察他是否在组合中配置了诸如沃尔玛这种与其所宣称的风格不同的股票。而对于传统的综合基金，如果基金经理没有做足够多的说明，投资者看到的只是组合配置了沃尔玛的股票。

除了在投资运作的透明性方面具有优势之外，由于管理账户所持有的资产的所有权归投资者而非管理账户，这种产权关系是的投资者被欺诈的可能性降低并提升了投资者对于其投资资产的控制程度。管理账户的投资者仍需承担市场风险，但其所承担的操作风险大大降低。例如，管理账户诸如行政管理人、审计机构等中介服务的选择权在投资者而非对冲基金经理。在对过去十年间的基金欺诈案件回顾后会发现，许多案件中行政管理人或审计机构都有所参与。同时管理账户的资产与对冲基金管理的综合基金的资产也需要进行隔离。虽然管理账户的资产为投资人所控制及拥有，但他们需要授权基金经理对于其投资的管理账户进行投资操作。而使得基金经理进行上述行为则需要投资人与基金管理人之间签署法律合约，合约中会明确基金经理所需遵循的个性化的投资指引以及投资者拥有取消基金经理对于管理账户交易权限的权利。相对于条款比较宽泛的对冲基金合同，投资者与基金管理人签订的关于管理账户的合约内容更为具体细致。

对冲基金的赎回限制条款在2008年底到2009年初期间备受关注，然而对于管理账户这一问题则不存在。投资者可以随时变现管理账户中的资产，如果基金经理拒绝投资者的变现要求，投资者可以更换一个同意执行变现操作的基金经理。鉴于2008年次贷危机中所吸取的教训，投资者对于投资运作透明性以及流动性风险两方面有了更高的要求，在此背景下管理账户对于对冲基金投资者则更有吸引力。

管理账户的另一个优势在于投资者在基金管理人选择方面无需考虑与基金公司管理规模大小及变动相关的一系列风险。Concept Capital （经营主经纪人业务的一家小型公司，为SMH Capital的附属公司）的Frank Napolitani说过，管理账户的操作风险及管理风险较低，这使得投资者在对初创阶段的基金管理人及管理规模较小的管理人进行投资时的顾虑有所降低。“能够使投资者更为安心的事总是没错的”，他如是说。

当投资者投资于初创阶段的基金管理人或者管理规模较小的基金管理人进行投资时，管理账户有助于控制由此产生的操作风险。投资者在投资于管理规模较小的基金管理人的综合基金产品时会比较犹豫，而在投资这类公司的管理账户时则不会。

Lighthouse Partners是一家成立于1996年的全球知名FOHF管理机构。Lighthouse 于1999年开始涉及管理账户业务，并在最近5年以此作为公司的战略性业务进行发展。该公司的管理规模目前为50亿美元，并已形成了一套以管理账户为主要载体进行对冲基金投资运作的主要架构。Lighthouse 的首席执行官Kelly Perkins对于公司的管理账户业务介绍说：“每一个管理账户都是Lighthouse所拥有及控制的一个独立有区别的营运主体。每一个管理账户的资产都不会与其他投资者的财产混同，亦不会受到其他投资者的操作及行为的影响。同时Lighthouse会选聘中介机构为公司的管理账户提供行政管理人、估值、净值计算以及设计等服务，这使得基金经理可以专注于组合的投资管理。”

Lighthouse 的管理账户相对于传统的综合基金有许多优点，包括组合投资的每日披露以供投资者进行监督，没有关于锁定期、赎回、赎回时限以及“侧袋投资”方面的障碍条款，投资者对于组合持有资产的控制及所有权的加强带来导致的组合安全性的提高，以及投资者可以按照自己的意愿更换组合基金经理的权利。凭借经验丰富、能力出众的的投资及运营团队，Lighthouse使得投资者们相信通过FOHF产品进行对冲基金的配置要好于自己直接配置对冲基金。

当然，管理账户也不是适合所有的投资者。当投资者考虑将传统的对冲基金配置转换为管理账户时，他们必须要面对三个问题。首先不可避免要考虑的问题便是公司是否具备开展管理账户以及对管理账户进行监督的经验、团队及硬件设施。从Lighthouse的发展历程中我们可以看到，该公司发展管理账户业务历经很多年而非在08年次贷危机时一时兴起。打算涉入管理账户的公司应该衡量一下自己是否具备所需的人员及硬件。

第二个需要面对的问题是“经济性”的问题。对冲基金管理人能够接受的最小管理账户规模是多少？大型的对冲基金管理人对于每个管理账户的最低资产规模要求在2500万到5000万美金之间不等，能够达到这个规模要求的投资者数量不是很多。

第三个问题是并非所有的基金管理人都乐于发展管理账户业务。那些投资策略主要为弱流动性资产定价套利的管理机构，以及有能力募集较大规模的综合基金的管理机构，对于管理账户业务并没有什么兴趣。综上，由于FOHF管理机构对于保持投资者和基金经理间利益一致性的不断追求，管理账户成为了对冲基金配置的更优方式。

投资于管理账户也需要进行尽职调查。Lighthouse的首席运营官Rob Swan表示，投资及运营方面的尽职调查仍是投资流程的关键所在，管理账户虽然在投资运作透明度及资产的所有权关系上相较传统产品更具优势，但你仍需要对管理人的投资能力进行尽职调查。

2009年随着对冲基金行业走出次贷危机的阴霾，管理账户的受追捧程度也逐渐下降。许多人会说管理账户只是次贷危机期间的“时兴货”，但我们认为个性定制且运营有效的管理账户仍为投资者配置对冲基金的一种更好的途径。

**尽职调查的重要关注点**

谈及对冲基金可信度的影响因素时我们首先想到的应该是审计机构。虽然许多本土的审计机构精于对冲基金的审计业务，但是投资者对于全球性的大型审计机构还是更为信任。在投资对冲基金时一定要选择聘用在至少在全国范围有资格开展业务的审计机构。如果一家对冲基金的审计机构不符合上述要求，那么不要考虑投资于该基金。过去十年对冲基金欺诈案的的涉案机构聘请的基本都是审计业务能力较差的小型审计机构，或者可以说这些涉案机构聘请的审计方根本就没有开展审计业务的能力。

对冲基金可信度的第二个考量手段是背景调查。没有对一个对冲基金的基金经理进行背景调查的情况便对其进行投资是十分不明智的。许多品行不端的基金经理都会有窜改简历、隐瞒违法经历的行为，甚至于有的人在学历及毕业学校这样的问题上都有所欺瞒。还有些人声称自己是特许金融分析师（CFA），但事实上他们连CFA一级考试都没有通过。

通常对于基金管理人尽职调查的最后一步便是背景调查工作，First Advantage Investigative Services是一家专门提供背景调查服务的机构，供职于该机构的Randy Shain对于背景调查工作这样评价：“作为对基金管理人尽职调查的一个环节，背景调查往往被人忽视。机构投资者在提出背景调查需求时往往对于他们想调查些什么并不清晰。在我所写的《对冲基金尽职调查之如何对基金经理进行背景调查》[[3]](#footnote-4)一书中我曾强调过，你必须清楚你想通过背景调查了解到哪些信息并将这些需求传达给背景调查服务提供方才能保证背景调查工作的有效开展，只有这样你得到的背景调查报告才不会让你有含糊其辞或毫无用处的感觉。”

随着对冲基金领域欺诈事件的日益增多，无论机构是自己执行尽职调查还是委托第三方进行尽职调查，其把控风险的重要性日渐突出。有效的尽职调查及背景调查都是防范风险的手段。但是那些随意拼凑的、廉价兜售的尽职调查报告并不能起到防范风险的作用。经验丰富的机构认识到了这样的道理，虽然尽职调查的成本可能会比较高，但是尽职调查不善的代价更为“昂贵”。

我们关注了一下市场上那些在没有尽职调查便进行投资的机构。比较令人惊讶的是，许多投资机构在进行投资前都没有打电话给拟投资基金管理人的审计机构进行一个简单的了解。最近我们与一家拟投资基金管理人的审计方进行了访谈，以了解拟投资管理人的一些情况。访谈过程中并没有发现拟投资管理人有什么问题，然而期间提及的另一个问题却让人有些震惊——我们问及有多少机构会事先通过该审计机构了解其所服务的对冲基金管理人，审计机构的回答是15%。

**管理费率的不断降低**

2008年后FOF管理行业的经营环境发生了诸多变化，固定管理费的降低以及大型机构投资者压低管理费的诉求日益增强使得行业的利润空间不断被压缩。由于费率方面的压力以及FOF管理行业内一些始终试图进军对冲基金管理领域的传统大型机构不断进行兼并，FOF基金经理在基金销售方面的忧虑要高于对于组合投资运作的忧虑。一些FOF管理人可能已经掉进了销售陷阱，即公司在销售方面的开销超过了研究方面的开销，这些问题在尽职调查的过程中是比较难于发现的。通常来说基金管理人每年最低的管理及营运开支约为其管理规模的千分之五，低于该水平管理人则无法实现持续发展。

许多投资者在FOF投资领域另辟蹊径。Gregoire Capital是一家新泽西的投资管理公司，其在为机构客户配置FOF方面已有超过10年的经验。该公司开创了一种新的产品类型——F3，即所配置资产为FOF的金融产品，并为每只F3产品通常会配置8~10只FOF。该公司的基金经理Scott Wolfel介绍说，持有F3产品的总费率（即F3产品自身的费率与其所配置的FOF的费率加总）要比大多数FOF的费率低，也就是说F3产品相对于FOF产品的额外费用是负的。F3产品费率优势产生的原因在于其在所配置的FOF上得到了费用折扣，虽然F3产品自身收取0.25%/年的管理费，但是与其所配置FOF的年管理费加总后的总体费率也不过1.21%/年的水平。许多大型机构投资者都可以利用其资金规模优势与FOF管理人讨价还价并获取费率折扣。

**战术性资产配置**

对冲基金经理实现正收益无外乎两个原因，运气以及战术性资产配置。Gregoire Capital要对超过3000只FOF产品进行风险评价并筛选出适合其投资者的标的。

Gregoire Capital的创始人Jim Gregoire认为，“虽然基金产品的规模一定程度上反映了其过往的业绩，但也不是说规模越大的基金就一定越好。Gregoire Capital最为偏好的是那种小而精、有特色的基金产品。”

具有独到的投资策略或者能够游刃有余的转换于多种投资策略是实现超额收益的关键。许多投资者都认为“消息”是成功投资的关键所在，然而事实上策略性资产配置才是成功投资的最有利保障，实践中投资策略的灵活运用也往往是奏效的。拿新兴市场策略来说，过去10年你坚持投资新兴市场，收效可能会很好也可能很糟糕。随着全球经济的不断融合，新兴市场与全球市场的相关性是逐渐提高的。灵活的使用该策略，合适的时机介入，适合的时机退出，才是明智的做法。对于主动管理FOF产品的基金经理，在经济放缓的背景下试图在业绩及风险之间实现良好的平衡就必须掌握好投资策略的动态使用。

评价FOF管理人与评价对冲基金管理人的框架相似。以下是评价框架的一些关键问题：

* 管理人的团队及人员情况。团队各构成人员是否对其岗位有深入的理解？这个问题是在对冲基金行业尚不是很发达时对管理人评价时要考虑的首要因素，目前对于组织机构不甚健全的小型管理人比较适用。
* 管理人是否有系统化的流程？投资团队是否有一套评估识别出色基金经理的标准？对于投资主体以及策略投资团队是否有自己的见解？亦或是投资团队是否整日在进行诸如回收及整理调查问卷这样的简单重复劳动？
* 管理人是否配备了先进完善的软硬件设备进行风险监控？
* 管理人对于所管理的组合是否有全面而深入的理解，对于组合的流动性及风险特征是否了解。

尽职调查还需要对定期报告的问题进行关注。FOF基金经理及投资者都会使用定期报告，定期报告需要包括基金基本情况、业绩表现以及持仓分析等信息，并要及时且准确。对冲基金行业的早期，诸如组合分析、月度业绩表现分析、组合净值计算以及投资者交流这些工作都是由对冲基金管理人或者FOF管理人完成的，目前这类工作大多都已经交给了外部的行政管理人。行政管理人提供上述服务所使用的数据是从主经纪人处直接获得的，由外部独立机构提供行政管理服务是行业的趋势所在。虽然许多基金管理人仍然通过自建后台完成行政管理事务，然而全球性的大型行政管理人在技术及成本方面日渐突出的吸引力使得基金管理人对于自建后台还是服务外包的选择问题上不得不重新权衡。

管理人会定期将数字表格形式的业绩数据通过电子渠道发送给投资者，但投资者往往需要更为精确而详细的数据。投资者对于诸如月度业绩初步统计、月度净值、季度净值一类数据的披露时效也比较关注，更为高效的信息披露能够提升客户得体验。每月的业绩概要应该在次月初尽快提供给投资者，而月末组合最终净值及组合运作情况分析则应不晚于次月月中提供给投资者。组合的潜在投资者则有可能要求管理人提供过往的K-1文件以及年报以了解组合的历史业绩，从而判断组合是否符合其投资要求。

设定一些规范性的标准用以评判对冲基金或者FOF的优劣对于上述基金产品的筛选工作的确更为直观，但是一套筛选标准并不能适合所有类型的投资者，同样的标准对于不同偏好的投资者产生的效果不尽相同。不同管理人所管理的基金在产品条款、历史业绩、波动性等方面各不相同，不同类型的投资者会依据基金的上述信息以及自身的实际情况进行投资决策，并且决策结果也会不尽一致。在尽职调查程序方面，不同类型的投资者会有不同的权衡。机构投资者在投资决策程序方面要求更为严格，其尽职调查程序也往往更长。尽职调查过程中投资者关注点主要如下：

* 基金历史业绩的长短；
* 基金费率及流动性；
* 风险收益配比特性；
* 团队及人员情况；
* 投资运作透明性；
* 管理人在资产定价方面的策略；
* 基金管理人的历史沿革；
* “头条风险”；
* 基金管理人的资产管理规模；

尽职调查过程中虽然投资者对于上述方面均会关注，但不同类型的投资者各有侧重。机构投资者往往比较重视历史业绩的长度、投资运作的透明性以及更低的费率，并且极度厌恶“头条风险”。高净值客户以及家族工作室和机构投资者关注的方面基本一致，但是为了获得更高的短期回报会在一些标准上适度放松。许多人会在组合持仓的透明性问题上让步，但是在投资决策程序透明性方面绝不会让步。投资者必须确认FOF管理人拥有一套完善的投资决策程序并能够顺畅的执行该程序。

**清晰认识基金管理人**

在谈及FOF行业的短板时不可避免的要谈及优秀分析师匮乏这一问题。由于这一问题的严重性，投资者在筛选管理人的过程中应该对其是否拥有出色的分析师以及是否重视研究团队的建设格外重视。正如许多学生都比较关注一所学校的“学生/教师比”，投资者对于FOF管理人的“分析师/基金经理比”也应该予以关注。同时投资者还应该对比不同FOF管理机构的基金经理跳槽频率，以及FOF管理人的业绩与其基金经理跳槽频率间的相关性。

通常来说，付出与回报是成正比的。虽然FOF管理人始终在力争提供让客户满意的服务，但毕竟高收益就会伴随着高风险。鉴于此，一个出色的投资者关系部门或是客户服务部门有利于管理人能够顺畅的执行其投资策略。可惜的是，许多FOF管理人在投资者关系及客户服务方面并不甚重视。

“如果你想让Amaranth，Bear Stearns，Sowood这样的机构替你管理资产，那么你就要变得足够精明。太多的投资者并没有能力驾驭其所投资的对冲基金。”一名出色的投资人曾如是说。谨以此，送给所有的投资人士。

1. 译者注：长期资本公司创始人 [↑](#footnote-ref-2)
2. 译者注：由于基础资产（房地产抵押贷款）的现金流及违约率发了剧烈变化，其打包而成的资产支持证券的定价变得困难 [↑](#footnote-ref-3)
3. 《Hedge Fund Due Diligence: Professional Tools to Investigate Hedge Fund Managers》 [↑](#footnote-ref-4)