**第9章 收费**

对冲基金及FOF行业里收费问题是争论最为广泛的一个问题。位于纽约的PerTrac Financial Solutions 公司专注于汇集对冲基金行业数据以为资产配置提供分析支持。其提供的数据显示，对冲基金行业的平均收费水平为1.5%的固定管理费和20%的业绩报酬。

**业绩报酬**

70年代中期之前，对冲基金大多只收取业绩报酬一项费用。这意味着只有基金经理为客户创造了正收益才能收取报酬，但基金客户与基金经理的利益也实现了绑定。这种利益绑定机制是由A. W. Jones于1949年发行基金时首先使用的。随着对冲基金运营复杂性的提高，对冲基金的运营成本日渐增加，对冲基金的收费模式也开始发生变化。

20世纪80、90年代对冲基金的费率结构通常是1%的固定管理费加20%的业绩报酬。随着投资者对于对冲基金的逐渐认可，对冲基金的管理费水平也逐渐攀升到1.5%的固定管理费加20%业绩报酬的水平。然而在07~09年金融危机期间对冲基金费率的上升趋势却发生了逆转。为了保住基金规模，大量对冲基金都降低了费率并放松了赎回限制条款。对冲基金费率下降的趋势直至2009年才止住。

市场上对于管理费最为计较的往往都是那些没有能力创造良好业绩的基金经理。一只对冲基金的费率往往反映了其基金经理的价值，因此一个基金经理可以收取的费用就是市场对他的定价，不会高也不会低。作者从业的数年间从没见过抱怨费率问题的投资者，抱怨费率问题的都是基金经理及管理人。

**通常的费率水平**

FOF的管理费水平通常要比普通基金产品低。大多FOF只收取1%~2%的固定管理费，也有部分FOF会收取1%的固定管理费及10%~20%的业绩报酬。FOF的管理费并不包括其所投资基金的管理费用，存在“双重收费”的问题。

FOF收费水平的表述形式通常类似于“1%加10%”，其具体含义如下：如果一只基金实现了10%的收益，那么FOF会收取1%的固定管理费，以及10%基金收益的10%即基金净资产1%作为业绩报酬。

**这样的费率设置是否合理？**

费率这样设置是合理的，因为FOF经理可以通过投资组合帮助投资者实现目标收益。但也存在投资者认为这样的费率太高的声音，作为对这类声音的回应，一些FOF将费率设置调整为当基金收益超过一定的收益比较基准后才能够收取业绩报酬。

许多投资者投资FOF的目的在于获得绝对收益。而大部分机构投资者只是把FOF当作增强型的货币市场工具进行投资，他们投资FOF的目的在于获得超过LIBOR或者国债利率这样短期货币市场收益基准的回报。

如果FOF的业绩超越了比较基准100~500个BP，那么投资者一定不会感觉收费过高。FOF的收费是否公道取决于产品的风险属性及其基金经理的投资能力。

**合理的成本**

FOF的一大优势在于给投资者提供了一个以比较合理的成本将其投资分散于多只对冲基金的途径。尽职调查、基金研究、资产配置以及凭借规模优势与底层基金经理讨价还价，这些对于单一投资者来讲都“昂贵”到难以承受，而FOF则能以一个合理的价格使得投资者享受到以上优势。但有一点原则要再次强调，无论选择FOF间接投资还是直接投资，对于所投资基金进行尽职调查是必不可少的环节。麦道夫丑闻事件中，一些大型FOF事后被发现并没有进行尽职调查而比较随意的将FOF的资金投资于一两只基金。FOF的一项主要功能便在于进行分散化投资以弱化组合风险。如果FOF管理人违背了这一原则，往往会给投资者带来沉重的损失。FOF在投资过程中对于配置基金的选择以及每只基金配置的规模等方面都应该慎而又慎。

**“多重经理人”基金**

互联网泡沫后公司治理方式发生了很大的变化，许多投资者开始倾向于配置 “多重经理人”基金大类的其中一类基金——多策略基金。对策略基金通常会由一支投资团队来管理，团队中的每个投资基金经理负责不同领域的投资。FOF是配置于不同策略的多只基金，而多策略基金则是在一只产品内使用多种投资策略，这是FOF与多策略基金的主要不同所在。多策略基金将在本书第十三章中进行详细讨论。

而最近三年许多对冲基金及FOF的投资者对于投资业绩都比较失望，投资者们对另类投资比较关注的两方面就是差强人意的业绩表现以及费用。在对冲基金及FOF业绩极其靓丽的时代，基本上没有投资者在意基金的费用。通常来说，收费与基金的业绩并没有什么必然的联系。然而，投资者必须意识到，基金费用的一大部分是被基金的研究支出，而研究的目的则在于提高业绩以更好地使投资者获取收益。

**运营成本**

运营一只对冲基金的成本大概是基金管理规模的0.5%。Tremont Group控股的前任总裁Robert Schulman说。

投资者支付基金管理费用的目的是获得投资回报，而非为基金公司的建设买单。然而事与愿违，一只20~30亿美元规模的FOF通常需要35~40人来管理及运营，而运营成本会超过1500万美元，这对于习惯投资于管理费只有基金规模15~25BP的传统型基金产品的机构投资者来说则显得比较昂贵。然而传统型基金产品的管理人的经历往往都在于不断的扩大基金规模，而FOF管理人的主要经历大多在于投资组合的管理。

许多FOF基金经理面临的难题是，为了获得更大更稳定的基金规模时要降低费率。而就像世界上其他事物的价值都在不断攀升一样，基金运营的成本也在不断上升。大多数基金经理不喜欢在公开场合谈论基金费用折扣的问题，在尽职调查中这个问题也会被放在投资者提问的最后阶段。对冲基金经理有能力让投资者接受他们的报价，而FOF基金经理在差异化定价这方面却并不富有经验。

**差异化**

为了在市场竞争中出于更有利的地位，FOF管理人也在进行各种差异化经营的尝试，比如尝试产品创新，提供咨询服务或者进行个性化的产品定制。

收费对于管理人及投资者都是一个很重要的问题。许多投资者都会表达对于费率水平的不满，尤其是在其对于基金经理的利益是否与投资者利益一致产生怀疑时。我们接触过的许多投资者都认为基金的费用应该随着其规模的增长而下降，然而现实的情况并非如此。虽然基金的收费广为关注且被诟病，但是投资者在基金筛选过程中最关注的因素却不包括费率，投资者关注的方面主要如下：

* 基金的收益（收益贡献来源以及稳定性）
* 基金团队的专业性
* 基金运营能力
* 基金风险控制系统
* 历史业绩情况及长度

**费率与业绩间的取舍**

投资者对于基金费用的抱怨往往都源于FOF的管理人没能与投资者就基金业绩、市场形势、业绩比较基准以及投资决策过程这些因素之间的关系做出较好的解释。而那些能够使投资者对其投资过程有较好的了解，并能在市场形势变化时及时、良好的与投资者沟通并调整业绩比较基准的基金管理人，更容易在激烈的市场竞争中发展壮大。投资者关心一切能够影响到投资业绩的因素，而基金经理是否能够与投资者就这些因素进行良好的沟通便显得十分重要。从长远来看，那些不善于与投资者沟通的基金经理，即便业绩良好，也会被市场淘汰。

金融危机之前FOF行业发展的尤为迅猛，凭借规模优势而获得的对其配置的底层基金的议价能力成为了其向投资者进行推介的重要卖点，凭借该议价能力其大概能为投资者节省40~50BP的费用。而从2009年夏天开始，FOF行业的发展势头不再，整个行业开始为规模而挣扎。

世事难长久，FOF行业快速发展的势头不可能一直延续。FOF所带来的费用节约并不等同于良好的业绩，而投资者投资于基金产品的最终目的还是要追求良好的投资业绩。低廉的费率并不能成为一只基金的优势，基金经理能够创造稳定而优秀的投资业绩才是一只基金最大吸引力。如果一只基金业绩优秀并且费率低廉，那投资者当然要毫不犹豫选择它，但前提是投资者要确认真的存在这样的基金。费率与基金的业绩及合理规模这些要素间存在密切的联系，而市场的无形之手总会使得一只基金在这些要素间达到合理的配比。而投资者在费率、业绩等方面做出的取舍选择也会不尽相同。就好比不同的消费者在购物时做出的不同选择，有的人选择去沃尔玛寻求廉价，有的人选择去蒂芙尼追求品质。

**做一个聪明的投资者**

良好的投资业绩源于投资者明智而谨慎的投资决策。如果投资这自身不具备做出这样投资决策的能力，那么最好还是借助外部的专业机构人士来辅助投资决策。

基金经理按照宣称的投资策略进行投资并实现了目标业绩是一只具有投资价值的FOF的基本特征。投资者应该确认一只FOF的费率结构是否扭曲了其风险收益属性，并判断其是否值得投资。