**第二章 什么是对冲基金**

尽管我们不想把这本书写成对冲基金的启蒙读物，但我们首先还是需要给对冲基金下个定义。

对冲基金没有公认的定义，通常来说，对冲基金是指一种投资工具，它广泛投资于各种证券和资产，但是投资公司本身没有按照1940年投资法案（40法案）进行注册。因此，对冲基金不能像共同基金那样，面向投资者销售基金份额，而是发行有限合伙权益。根据40法案，对冲基金不可以像共同基金那样在市场上公开发售，它只能通过非公开市场，对达到一定收入和资产标准的私人客户进行销售。

尽管如此，在经历了2008年的信用危机和麦道夫诈骗案后，国会开始考虑对对冲基金的一些要求和管理条例进行修改。到目前为止，我们还没有得到确切的消息，因此并不确定以后到底会如何变化。但是，有一个事情是肯定的，就是在2010年底前，一定会有一些改变会发生。我们不知道以后会发生什么，也不知道什么时候会发生，但是我们知道，改变一定会发生，可能变得更好，也可能变得更坏。

**信用危机和对冲基金**

理解2009年年初对冲基金投资的机制很重要。

对冲基金只接受合格投资者或超级合格投资者，对冲基金经理在接受这些投资者前，就对这些投资者进行收入和资产测试。在这本书交印时，合格投资者的定义是个人资产净值超过1百万美元，或者年收入超过20万美元。机构客户投资者资产不能少于5百万美元。

按照1933年的证券法，对冲基金不可以发布广告。电话拜访、电视广告、路边广告牌或者网络广告都是不允许的。

对冲基金只能够通过私募备忘录向合格投资者宣传销售。事实上，所有的市场推广材料都必须包含关于对冲基金和私募投资的风险警示和免责声明，这样，理智的投资者在完整阅读材料后如果投资此类产品就不会被认为是头脑过热的。这些风险警示，免责声明连同其他一些说明，大概有10000字左右。如果想了解免责声明的样本或者有任何疑问，可以给我们发电子邮件，地址是： dsrb@hedgeanswers.com.

尽管私募备忘录因管理人不同而千差万别，因为每家的私募备忘录是由不同的专注于对冲基金的律师事务所“私人定制”的，但是大部分私募备忘录都概括说明了投资经理的投资策略，投资组合中证券的定价方法，并详细说明了基金经理与投资者间矛盾的解决方法，以及与投资相关的风险与费用。基金经理和投资者的矛盾通常并不多，可能包括通过关联经纪商下单而不是通过外部经纪商下单等。其他的矛盾包括，一个基金经理可能同时在不同的基金上使用不同的策略，某个基金可以会因为某件事获益，而别的基金可能就不会。矛盾也可能是跟雇员有关的，例如雇员在董事会中当董事，或者介入基金以外的其他生意中。这些私募备忘录也会详细描述基金与什么人有生意来往，并详尽的提供基金经理及其组织的相关情况。私募备忘录收费相关的章节是投资者最感兴趣的部分。这部分详细说明了基金经理如何挣取费用以及费用如何支付。通常，对冲基金的基金管理费是1% 到2%，另含20%的激励费。FOF，大部分收取1%到1.5%的管理费，以及10%的激励费。

**对冲基金是一个资产类别**

一些批评意见认为，对冲基金不是一个资产类别，只是一种奖励基金经理的补偿计划。这种意见往往是共同基金经理提出的。共同基金经理通常被成熟投资者看作是资产募集者而不是投资管理者，因为他们一般只从管理的基金中提取管理费，而极少或几乎无法从基金业绩中受益。

对冲基金利用投资策略，在不同的市场环境中获取绝对收益。对冲基金与传统多头投资者寻求超过基准指数的相对收入不同。对冲基金经理不会满足于“我们的基金去年比标普500指数做得好”。而传统多头基金经理会满足于自己的基金仅仅亏了5%，而基准指数已经亏了10%，对冲基金寻求的是在各式各样的市场环境中都能取得正的收益。记得我们在第一章中提到的阿尔法（α）吗？

许多对冲基金常常使用杠杆来获取更高的收益，同时利用复杂的的风险控制工具来降低投资组合的波动率。对冲基金和传统做多基金的最大不同在于，对冲基金广泛使用卖空证券 （股票，债券，商品，ETF基金等）来对冲多头头寸，从而从空头头寸中获取正回报。所谓卖空，是指基金经理卖出自己实际上并没有的证券（股票或债券），目标是等未来市场价格下跌后，可以以一个较低的价格购回，从而赚取回报。

许多对冲基金用对冲作为套利的策略（比如固定收益与可转债套利）以产生符合市场周期的低波动率收益。

除了股票，债券，对冲基金经理还可以利用货币、期权、ETF、 商品合约、衍生品、私募、天气合同、人寿保险合同、财产抵押贷款以及贸易索赔等等。当然，这个列表还可以继续延伸，对冲基金的基本策略就是在全球范围寻求市场的无效性，并从中获益，这在全球范围内的任一市场均是有效的。

不幸的是，由于市场的全球化以及24小时的不间断交易，市场的有效性已获得了很大提高，比起前几年，冲基金经理现在不得不花更多的时间和精力来寻求新的获利机会。

**流动性产生的问题**

当然，对冲基金的低流动性也会对某些投资者造成额外的阻碍。在市场下行或压力错位期间，会出现流动性枯竭、市场停顿、交易难以进行的情况。许多对冲基金经理和投资者在在2007、 2008和2009 年经历了这种情况，当时发生了信用危机，似乎大家都只要现金，这使得很多人开始怀疑对冲基金到底能给投资者带来多少价值。虽然在这个问题上争议还在继续，但是，投资者在做出投资对冲基金的决策时，除了考虑以上问题以及最近发生的事件，还要牢记以下因素：

1. 杠杆的使用：过去5年，对冲基金利用杠杆在向上的市场环境中增加了收益，但是在向下的市场环境中，杠杆可能会导致收益下降或者在债券和信用市场中的标准差增大。
2. 不良表现：当预期收益无法达成时，有些对冲基金可能会通过增加投资风险来提高收益或弥补过去的损失。
3. 流动性： 投资者必须弄清楚，流动性条款及风险概况是否与投资相匹配。
4. 投资风格的改变：资金的流入和基金经理的丰厚报酬，有时也不足以让基金经理专注于他们的核心业务，或者保持符合其投资风格的投资策略。比如，习惯进行股票多空投资的基金经理，就不应该去投资固定收益证券。
5. 透明度： 如果卖空头寸被公布或者激进的买入计划被公开，就可能损害基金经理的经济利益。由于无法获知全部投资头寸，缺乏做空头寸的投资者只能依赖不完整的投资组合模型。

对冲基金使用的投资策略有相当的广度和深度，最常见的策略包括：

全球宏观策略

商品交易顾问基金（CTA）/期货投资基金

多空股权

特定行业的多空股权

风险套利

固定收益套利

按揭抵押套利

资产支持证券套利

兼并套利

统计套利

可转债套利

D条例利用发掘

信用套利

新兴市场

多种策略

事件驱动

问题资产投资

定量模型资产抵押型贷款

卖空

激进投资

碳排放交易

天气衍生品交易

尽管在90年代对冲基金兴起时，这些投资策略大多就已经被使用过，由于资本市场变得更加有效，市场参与者变得更加成熟，利差与回报已逐步下降，这些都推动对冲基金经理继续找寻更多的途径来挖掘市场的无效性。

**科技推动行业发展**

推平这一行业门槛的最大贡献力量之一是彭博系统在行业中的快速成长，广泛接受和普遍使用。这套系统创建了无数的分析工具对大多数投资策略和风格进行跟踪、建模。当彭博系统可以从交易员的桌子上搬到他的家庭工作室，并且可以通过网络或黑莓手机访问时，随时随地的实时分析成为了可能，从而消除了以往财富管理人从市场攫取利润的优势。

今天，只要动动鼠标，你就可以得到世界各地几乎所有证券的实时价格和信息。互联网作为投资界的一个工具，它的发展繁荣，缩短了财富管理世界中富人和穷人的差距。各式各样的投资者相信，通过技术手段，他们就可以战胜市场。但是，数据表明，事实并非如此。市场还是会有一定的空间，留给基金经理和专业的投资者来探索机会。

市场继续发展，由于机会变小，盈利能力消失，一些策略会不再得宠。这使得华尔街和其他投资者需要研究开发新的策略以达到盈利的目的。

**一些无效的策略**

举例来说，兼并套利是90年代一个稳定且获利颇丰的策略。但是，随着交易枯竭，以及2000-2003年科技泡沫破裂后，收购兼并活动几乎完全消失，兼并套利收益降低，基金经理资产减少。更少的并购交易，意味着更窄的利差和更少的利润空间。技术进步也是合并套利减少的原因之一，因为技术进步提供了新的分析和建模工具，加快了收购交易公布时公开信息的流动。交易员可以用彭博系统马上来为一个收购交易订价，从而削弱了旧学院派基金经理通过经验订价的优势。

随着新千年早期的科技大爆炸发展起来的新策略，以及在最近的信用危机中取得了成功的策略，主要包括信用套利和激进投资。投资者似乎已逐步离开那些普通的多空股票、债券的基金经理以及老式的基础投资，而转向了使用问题资产投资和信用套利的策略。

投资者相信，信用套利的投资经理通过将买卖信用保护作为对特定债券进行多空操作的代理，或者一个可以提高衍生品市场杠杆率的工具，能够将对冲套利提高到一个更高的层次。当次贷危机发生时，许多受害者，如贷款公司，银行以及许多备受瞩目的对冲基金公司一样都垮台了，而那些精明的基金经理，因为深刻了解次级市场、房贷现金流和结构，他们通过大量卖空实现了巨大的获利。

**激进主义是个新时髦词**

新千年后，激进投资也是个广为接受的投资策略。这种策略本质上也是一种传统做多策略，通过提高机构在公司治理中的持股比例，如果管理有效，可以实现股东价值的最大化。不像以往通过购买大量的股票来影响公司决策，许多知名的基金经理和投资者，包括Nelson Peltz, William Ackman, Edward Lampert, Mario Gabelli 和Carl 都曾经和公司管理团队一起来改善公司管理，从而“增加股东价值”；但是如果改善计划没有被管理层实施，没有实现股票价格提升的话，这些基金经理和投资者也会变得充满敌意，因为他们相信，这是他们的公司，股东价值理所当然就应该被最大化。

尽管美国国会激发了全民对AIG和银行业高管薪酬制度的愤怒，但是，激进投资者多年前就已经站到了创建公平竞争环境的最前沿。激进投资者可能会积极鼓吹资产或全部门出售，资产剥离，提高分红，股票回购等各种各样的手段来提高股价。当然，当大量股票控制在投资者手上时，流动性会变得很差，合伙人的收益可能在每个月都有很大的变动。有时，基金经理的自负，看似抬高了股票价格，但实际上可能会伤害到公司和股东双方的利益。

其他一些新策略可能并不常用，但正在逐渐成长起来，包括灾难债券、碳排放交易、天气衍生品、保费金融产品、人寿保险合同以及资产支持贷款等。在一定程度上，对冲基金变得越来越像私募基金，在不断增长的资产管理领域发挥了更多的作用。对冲基金已经开始为一些交易提供资金，甚至在一些行业内直接参与运作。其中，最著名的案例发生在汽车制造行业，对冲基金 Cerberus 收购了克莱斯勒 , 并收购了通用汽车旗下GMAC 51%的股份，最后在2009进行了剥离。ESL 投资公司 的 Edward Lampert 也以参与收购的老牌零售商SEARS 和 KMART 公司的经营而著名。克莱斯勒的收购案最后在2009年5月1号成为头条新闻，由于总统奥巴马的介入，宣布破产，并完成与菲亚特的合并。

**私募股权与对冲基金**

同样的，近年内一些大的私募股权投资公司开始设立对冲基金业务，这样这两类业务的差异变的模糊起来。过去私募股权投资公司为那些数十亿美元亿以上的融资提供杠杆，而对冲基金的同行主要进行交易，十亿美元内的重组和周转。

在2002年春天，SEC 着手对对冲基金行业进行了一个调查研究，包括对冲基金服务提供者和投资者。根据2003年SEC的工作报告，其中日期为2003年9月份的一份《对冲基金的隐含增长》 报告指出，“对冲基金往往为市场和投资者带来实际的收益。例如，我们观察到，很多对冲基金通过对证券价值的全面研究，会根据预测和价值驱动原则对头寸进行控制。这些头寸能够加强流动性，同时提高市场的有效性。另外，对冲基金通过有价值的投资组合多元化配置，为投资者提供了一个重要的风险控制工具，因为大多数情况下，对冲基金与广泛的债券市场和股票市场不是正相关的。”[[1]](#footnote-1)

简单地说，SEC 似乎已得出资本市场需要对冲基金这样的结论。问题是，在最近监管频频失效的情况下，这份研究报告能有多少作用呢？但不管怎么样，我们喜欢对冲基金！

SEC报告的主要目的是，建议对冲基金、对冲基金顾问、对冲基金中基金要在 SEC进行注册。报告也考虑到了对冲基金中的一些问题，包括：

1. 估值、适用性以及费用公开；
2. 对经纪交易商资本介绍服务的监控
3. 对冲基金产品大规模融资的许可
4. 拥抱一个“最佳实践”政策

SEC并不是唯一一个研究对冲基金如何运作的机构，实际上，它已成为全球很多监管机构考虑的议题。英国金融服务局（FSA） 和国际证监会组织 （IOSCO）都在倡导针对这一行业的变革。IOSCO 在2007 年发布了一个关于对冲基金估值的报告， FSA 则呼吁对冲基金有更加透明的费用和赎回政策。毫无疑问的，对冲基金行业将会发生改变。问题是，它真的能解决这些所谓的问题吗，还是只会为律师创造更多的收费项目，并且导致更严重的官僚？

**全球各地的对冲基金**

虽然越来越多的对冲基金在亚洲，澳大利亚，中东和拉丁美洲相继成立，对冲基金在全球范围内的接受程度，还仍然处于初始阶段。美国媒体和选举出来的官员并不是唯一的总是最早出来谴责对冲基金的，他们认为对冲基金对市场波动性造成了影响并进行串通定价的，对冲基金在欧洲和亚洲也一样面临挑战。在德国，一个政府官员称对冲基金为“schabe" （英文的意思是蟑螂）。这个评价表现出德国政府对对冲基金的担忧，这使得德国及欧洲其他国家的监管者为对冲基金设置了各种障碍，对冲基金在自由市场上募集资金及吸引投资者困难重重。。

在这种情况下，华尔街尽其所能为对冲基金在如此艰难的环境中的成长寻求可以逃避监管的解决方案。华尔街创造了一系列类似债券的结构化产品，这使得德国及其他欧洲的机构投资者能够通过购买相关产品，投资到对冲基金中。因为德国政府不允许投资者直接投资对冲基金，而投资者又希望能够获取对冲基金的回报，华尔街通过将对冲基金包装成类似保本票据和结构化产品的债券，创造了能被德国投资者接受的产品，。这仅仅是华尔街天才为一些机构投资者，比如保险公司以及其他一些受到限制的公司找到绕过监管限制的方法，从而投资对冲基金的一个例子。

**另类投资**

对冲基金是被广泛称之为“另类投资”的投资类型中的一种投资工具。如果从投资管理行业的成熟度以及投资曲线上的资产组合来看，我们认为对冲基金不应该被打上“另类”的标签。以前，投资顾问通常把对冲基金称为“其他”投资，现在，对冲基金已经如此常见，不仅被接受也已经被期望作为多元化投资组合的一部分。

另类投资可以以有限合伙人、有限责任公司、信托、或者公司等方式来构建。除了对冲基金，另类投资包括私募股权基金，房地产基金，杠杆收购基金，风险投资基金，离岸基金工具，当然还包括FOF。另类投资的投资者包括大学捐赠基金，基金会，养老金计划，投资公司，家族办公室，高净值投资者等等。配置到另类投资的资产金额因投资者的风险属性而异。有些投资者可能会将全部资产投资到一个单一的或者一系列不同的对冲基金，而更多的投资者则会配置一部分资产到对冲基金。传统的FOF投资者通过FOF基金经理的专业知识来实现资产组合多元化投资。

许多人依然相信，对冲基金应该被归类为另类投资，但这可能是不对的。真正的另类投资应该是直接投资到比如林地、房地产、石油、天然气、风险投资、私募股权等。投资者投资对冲基金是为了寻求获得与公开市场或者传统做多投资相关性更小的绝对收益。

投资者希望和需要α！不像真正的另类投资，对冲基金可以提供更短的流动性，一般从几个月到一年，虽然在某些情况下也有可能长达3到5年。

尽管一些怀疑论者认为，对冲基金是基金经理谋取高额回报的手段（我们相信，那些说这个费用高的人，往往就是那些无法收到这些费用的人），但投资者的要求也是符合投资组合目标的净回报和风险属性。简单地说，对冲基金经理和投资者的目标是一起实现共赢。

近些年来，在没有多少直接监管的情况下，对冲基金已经可以为投资者和一般合伙人创造非常好的收益。2007年春，次贷危机的爆发，大量对冲基金广为人知的出色表现连同贝尔斯登外部对冲基金的突然倒闭，一系列事件将对冲基金推到了新闻头条。后来的麦道夫庞氏骗局让对冲基金常驻头版。对于这个行业人们的观点莫衷一是，但是基金经理依然在生存和发展。

结构化产品的使用、流动性差的私募基金、以及对冲基金快速满足贷款者需求的能力，推动了可以为投资者带来更多回报的金融创新工具的产生。显然，这是市场无效性的新地盘，只有那些最敏捷的投资者才可能获得回报。从对冲基金或者FOF投资者的角度看，更高的无关性回报和α符合投资者的目标，但同时，这也对投资者提出了一整套全新的尽职调查和合规要求。

1. 2003证券交易委员会报告，对冲基金的隐含增长 [↑](#footnote-ref-1)