

标题：【申城论剑】中国绝对收益投资管理协会联席会长聂军发表主题演讲

摘要：主题演讲-- FOHF 之尽职调查——投研、运营、风险管理三驾马车



申城论剑·第十一届衍生品对冲投资（国际）论坛暨中国绝对收益投资管理协会第九届年会于2019年11月9日在上海静安洲际酒店举办。



上午，中国绝对收益投资管理协会联席会长聂军发表题为“FOHF 之尽职调查——投研、运营、风险管理三驾马车”的主题演讲，以下为演讲内容：

非常高兴，时间过的很快，现在已经是第 9 届年会了，在这里见到很多老朋友，非常高兴，尤其是安信的李勇总。第一届、第二届年会是安信和东证期货一起赞助，没有安信，没有东证期货的话就没有我们协会，非常感谢李总！同时，也非常感谢新潮期货的同仁们在过去这些年与协会相携同行，共同合作举办了好几届年会了，相信今天又是一场成功的盛会！

今天时间关系，我就抓紧时间讲，而且要讲的东西很多，我可能只能挑重点讲，因为刚才大会主办方提醒我时间比较紧。

主要讲 FOF 的尽职调查，因为这次年会是 FOF 与金融衍生品，正好跟去年出的一本书中的内容吻合，在外面我们协会也有供大家选购。书中的结构包括了各种对冲基金策略，他们的收益来源、风险来源、特点。第二部分就是关于怎么做 FOF，做 FOF 最重要的就是尽职调查，我今天在这里给大家分享一下尽职调查，尤其是在国内现在还很单薄的运营尽职调查和风险管理尽职调查。而在国内现在很多尽职调查都是做投研的尽职调查，就是三架马车里面的第一部马车，在这里我重点介绍第二部和第三倍马车。

大家知道 FOF 是投资于其他的对冲基金。FOF 既是基金经理又是系统性的活跃的机构投资者，有一整套的系统，而且是很活跃跟踪这些对冲基金，对对冲基金行业的发展有很大的推动作用，而且 FOF 有自上而下的宏观分析来挑选适当的金融基金策略，找出顺风的风向，避开逆风的车流。我们还有自下而上的基金遴选的过程，挑选基金。再结合量化分析的工具构建投资组合。

目前国内很多 FOF，在很多机构 FOF 跟量化投资是一个部门，所以很多是依靠量化分析来做 FOF，这个有很大的缺陷。量化分析只是一个在构建 FOF 的过程中的工具而已，并不是主导。

对于 FOF 它没有不好的市场，通常我们说牛市、熊市、牛皮市，对于传统投资有不同的影响，但对于对冲基金组合基金没有不好的市场环境，只有不好的投资组合。长期追求承担债市风险来获取股市的收益。

如果把对冲基金比喻为投资界的皇冠的话，FOHF 是皇冠上的明珠。做 FOF 的含金量远远比做单个基金含金量高得多。国内有些同行跟我说他们以前是做投资策略的，后来做不下去了，只好做 FOF。我说你方向搞反了，策略都做不下去还做 FOF 的话，这个肯定本末倒置了。



对冲基金策略

股市多/空头策略	股市市场中性策略
股票空头倾向策略	统计模型套利策略
并购套利策略	特殊情形策略
受压力资产策略	资本结构套利策略
可转债套利策略	相对价值套利策略
固定收益套利策略	信誉套利策略
管理期货策略-系统式交易	管理期货策略-自由裁量式交易
全球宏观策略	新兴市场策略

对冲基金策略粗分有十几种，细分则有上千种，如果再加上不同的金融衍生工具，又可以衍生出不同的策略。

将不同的策略结合起来又可以衍生出各种混合型策略。

从这张图我们首先看看对冲基金策略，其实是非常丰富的。粗分可以把策略分为这么十几类，这张图过去这些年我讲过很多次。这个图里面每个策略后面还有很多很细致的分类，而且现在这张图里面在过去十年在中国市场有越来越多的策略都可以做了，尤其是在昨天宣布的沪深 300 的期权大幅放开以后，可以期望这里面衍生品的策略就会非常丰富。另外，现在在征求意见的将允许 QFII 进入期货市场，这个放开的话，还有很多的对冲基金策略都可以在国内做起来，现在国内机会确实非常多的。

做 FOHF 就会要投到各种对冲基金策略中去，所以我们针对各种策略一定要理解清楚它的优势是什么、劣势是什么、收益来源是什么、风险来源是什么、有什么样的特征？因为时间关系今天不能细讲，我在书里面都详细介绍了。

在这几个表里给大家介绍一下过去各个对冲基金策略的历史表现。

这就需要我们做主动的调整，我们要分析市场，针对各种策略做主动调整，这就给我们 FOF 展现了它的优势。

在讲尽职调查的第二、第三部马车前，我顺便讲一下构建 FOHF 的过程。首先要理清我们的风险因子，风险因子在构建 FOHF 的过程中是贯穿始终的 DNA，我们要理清风险因子，哪一些是在未来 6-9 个月是逆风、哪一些顺风？理清以后在逆风的策略里面就要有步骤地撤，在顺风的策略里就要加强部署，这样能够免去做很多无用功。



对冲基金组合基金（案例）

一个好的对冲基金组合基金的各种风险因子与自上而下的宏观分析相吻合

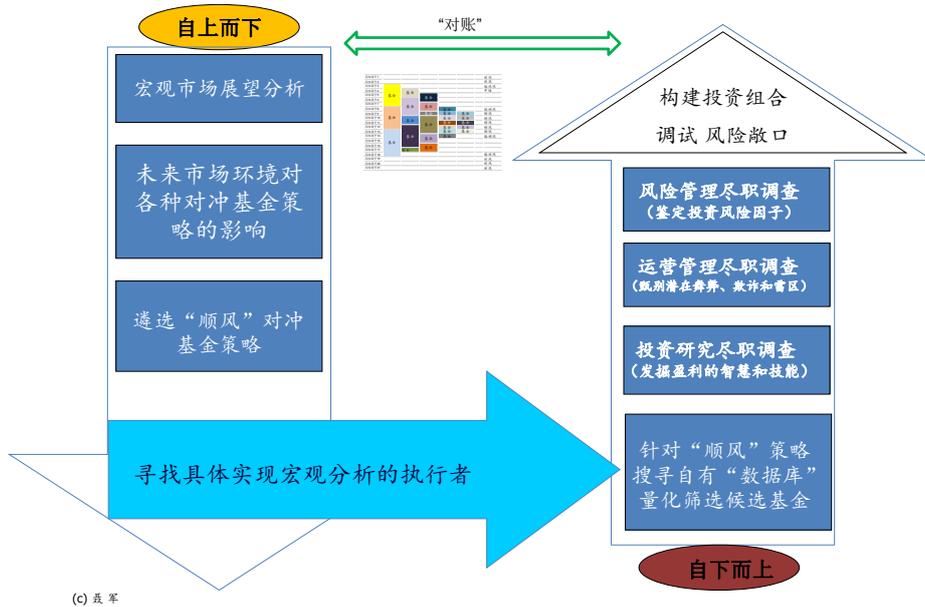
风险因子1																				逆风	
风险因子2																					逆风
风险因子3																					偏逆风
风险因子4	基金		基金																		中性
风险因子5																					
风险因子6																					
风险因子7																					
风险因子8																					
风险因子9																					偏顺风
风险因子10	基金																				顺风
风险因子11																					顺风
风险因子12																					顺风
风险因子13																					顺风
风险因子14																					偏顺风
风险因子15																					
风险因子16																					
风险因子17																					
风险因子18																					偏逆风
风险因子19																					逆风
风险因子20																					逆风
风险因子21																					逆风

(c) 聂军

这张图（见图）显示构建投资组合的一个流程，整个过程前面先是自上而下的过程，我们首先要做宏观分析判断，这个是非常难的一个功课，然后就是未来市场环境对各种对冲基金策略的影响。另外，找“顺风”的对冲基金策略，避开“逆风”的对冲基金策略，我们再寻找实现我们宏观分析判断的执行人。就是要选择合适的基金，在筛选基金时主要是尽职调查的三架马车。从尽职调查里要透彻地去了解这个基金到底有一些什么特点。针对我们的宏观分析判断，就知道在基金库里面哪一些基金满足是满足我们的判断来实现我们的期望的，然后再加上量化分析的工具调试我们的风险敞口，最后又回到前面这张 PPT 的图——就是关于风险因子的分析判断来做一个“对帐”。



构建对冲基金组合基金 - 宏观视野与微观操作相结合



这样就形成了一个闭环，这里面的工作是非常非常辛苦的，要做很多的工作。所以，在这里我要强调一点：对冲基金组合基金不是营销渠道。遗憾的是在国内现在很多机构把 FOHF 理解为营销渠道，在这里我单独用一个 PPT 来强调这一点！

对冲基金组合基金不是营销渠道！

现在看看对冲基金组合基金的优势。大类资产配置很显然。前面我说的闭环，根据客户对收益、风险、回撤、流动性等方方面面的需求，我们选相应的策略，然后来选择权重。

这样，对于底层基金它承担的风险因子，实际上你做完配置以后就完成了大类资产配置。所以大类资产配置在 FOHF 里面只是一个副产品而已。大家可能会觉得做资产配置是很高大上的事，实际上在 FOF 只是一个副产品而已，而且它是紧贴市场变动的大类资产配置，是一个更好的大类资产配置。



对冲基金组合基金的优势

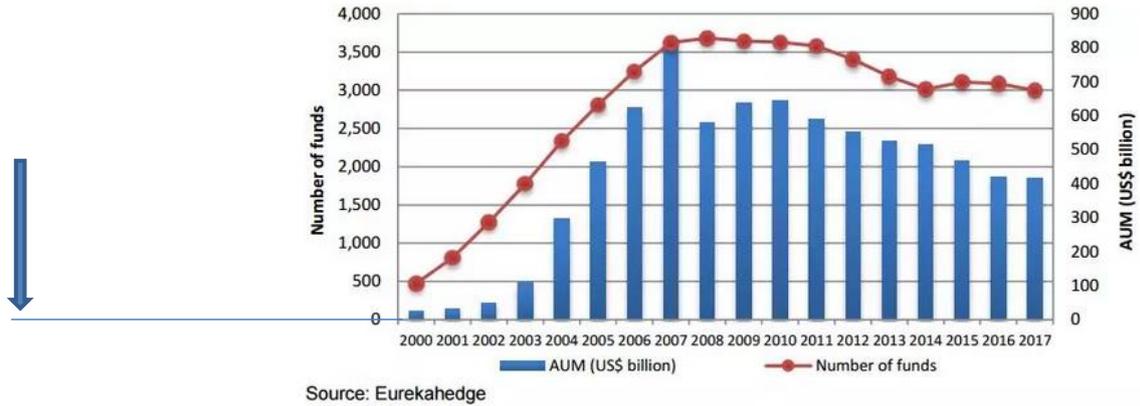
- ◆ **大类资产配置工具**——由于FOHF需要根据自身团队对市场进行自上而下的判断并按照风险因子构建投资组合从而对全策略、全方位配置投资资产，大资产类别的配置就成了FOHF的一个副产品
- ◆ **长期稳健性**——FOHF可以投资于各大类资产类别（股市、固定收益市场、大宗商品、外汇、信用）中的优秀基金并且包括多、空策略，使之等事项“承担债券市场的风险来获取股市的收益
- ◆ **规模性**——对冲基金通常都有最低申购门槛，在海外绝大多数情况是100万美元。投资者通过投资FOHF可以用较少的资金规模进入较多的不同对冲基金并享受规模效应带来的优势（例如赎回条款等）
- ◆ **专业性**——FOHF管理团队具有一支精通各种对冲基金策略的团队协同管理、专业的投资理念、策略、流程，密切跟踪和分析市场风险特征并根据市场变化制定调整投资组合计划等
- ◆ **系统性**——FOHF作为机构投资者通常都有各种系统和分析工具对市场上的对冲基金进行系统性的分析和筛选，通过投资尽职调查、运营尽职调查、风险管理尽职调查而比较客观有效地深入透彻地了解各个不同的对冲基金，遴选出优秀的对冲基金进行投资。这个过程需要很大的人力物力，一般投资者通常是很难做到的。通过投资FOHF则能使投资者享受其中的果实
- ◆ **高容量性**——有别于各种对冲基金均受限于“容量限制”，由于FOHF可以进行全球各市场中的全策略进行投资，FOHF通常没有容量限制，管理几十亿甚至上百亿美元的资产都没什么问题。这无疑为各种大大小小的专业投资者的投资需求解决了投资标的的瓶颈问题
- ◆ **合适的流动性**——FOHF通常在锁定期以后的赎回周期是每月或每个季度
- ◆ **真正能根据客户的期望量身定做投资组合**

(c) 聂军

长期稳健性因为时间关系不能细讲；另外，规模性、专业性、系统性、高容量性、合适的流动性都是对冲基金组合基金的优势。流动性我多讲一句，因为对冲基金组合基金通常是每个月或者每个季度可以赎回的，所以对保险资金和家族办公室这些资金是非常合适的；高容量性也是对保险资金、对家族办公室的资金是非常合适的。

我们在这里也可以看到对冲基金组合基金是真正能够根据客户的期望来量身定制投资产品的，比如说有些客户不需要利率方面的风险，我们选基金时就通过风险因子的分析，只要是有利率风险方面的基金都把它排除在外，如果构建完后发现还有一些残存的利率风险，那么我们可以用一些衍生品来做对冲。所以真正能够为客户量身定制。

这张图给大家分享一下，FOHF的发展在全球是从90年代才开始发展起来，很有幸我在发展起来最初的阶段进入了这个行业，见证了这个行业的发展。大家可以看到在2000年以后，FOHF发展的非常迅速，一直到2008年年中，后来“金融海啸”对全球金融市场造成了很大的灾难，对于FOF也造成了很大的伤害。现在要问的一个问题就是：我们说FOHF在中国是一片蓝海，那我们现在处在什么位置呢？



现在中国的情况大概处于这个箭头所指的位置（萌芽阶段），处于美国 80 年代末 90 年代初的阶段。毫无疑问尚有巨大的发展机会。

实际上在过去 10 年全球 FOHF 面临了一些挑战，刚刚我们也看到 2008 年以后这个行业出现了一些萎缩，具体的原因我思考了很久，我把它归结这些方面的原因。（见图）

全球FOHF自金融海啸后所面临的挑战：

- 金融海啸中暂停赎回
- 麦道夫事件
- 很多以前对新投资者谢客的基金重新开放，直接吸引投资者投资
- 顾问公司不再担任“中间人”
- 都是全球央妈惹的祸 —— 流动性“水漫金山”
- 监管方面更加趋严 —— 各种费用增加
- 收费降低

虽然说我们面临着很多挑战，但是在全球实际上头部的 FOHF 仍在迅速发展，从这张图大家看到黑石、瑞银、高盛这些头部 FOHF 都是 300 多亿美元的管理资金，完全有理由相信中国现在还有巨大的发展空间。

2018.06	公司	管理资产规模 (亿美元)
1	黑石	774.03
2	瑞银	408.09
3	高盛	312.97
4	Grosvenor	273
5	摩根斯坦利	231.76
6	贝莱德	221.52
7	EnTrustPermal	206.73
8	英仕曼	168.42
9	Lighthouse Partn	166.34
10	Lyxor	153.6

资料来源：Pensions & Investments

FOHF 在亚洲起步比较晚 (2000 年左右才起步)，还没有完成一个成长的周期金融海啸就来了，造成了很大伤害，在亚洲对冲基金整个行业发展现在还不是很健康的状态，实际上跟亚洲的 FOHF 没有完成一个生长周期是有很大的关系。我们想借鉴历史，使中国能够走一个比较平稳健康的道路。

时间关系这些东西快速过一下，在中国的发展现在有很大的发展机遇，有各种政策在不断推出，而且现在海外的各种大的对冲基金也都在进军中国市场，FOHF 现在也在开始进来了，但是我们现在本土的 FOHF 还有占有主场的优势，我们应该借鉴海外的经验迅速的发展起来。

现在在国内 FOHF 面临这么一些挑战：一窝蜂现象严重；基金堆砌现象严重；各种神奇的排名、追星现象严重；底层子基金策略范围尚未在五大类资产类别中全面展开；量化选基金？行业规范化欠缺、收费结构紊乱；缺乏真正独立的基金行政人；缺乏真正的机构投资者；MOM 还是 FOF？监管（三层嵌套）等等。时间关系我不能一一讲，MOM 还是 FOF？面临很多选择。实际上在 FOF 里面，在海外都有管理账户，你 MOM 需要的东西需要 FOF 管理账户的形式都能够实现。实际上 MOM 有一些潜在的利益冲突是很难避免的。

监管方面（三层嵌套）亟待有效的解决。现在 FOF 处于一个瓶颈的状态，就是因为三层嵌套而难以操作。在能够理解监管对于市场杠杆的担忧的同时，我们认为对真正的 FOHF 不应该有三层嵌套方面的限制，应该放开。所以我们呼吁监管机构能够尽早的对 FOHF 放开三层嵌套。

再回过头来看看，在国内所谓的排行榜很多，这个奖那个奖的，很多排行榜有没有用？我们的经验是没有用。大家可以看一下这是汇丰银行每年把它的数据库里面的对冲基金前 20 名后 20 名罗列出来，在左边是前 20 名，右边是表现最差的 20 名，大家可以看到 2013 年底的时候在右边有两支基金表现最差，到 2014 年底的时候到最好的 20 名去了。相反，在 2013 年底的时候最好的两个基金到 2014 年底的时候又到最差的 20 名里面去。这种现象实际上是

屡见不鲜的，这里我们把每一年的名单都罗列出来了，这种情况是经常发生的，而且在不同的数据库都看到过这种现象。排行榜实际上是一个不靠谱的事情，要做好投资的话要靠我们很扎实的尽职调查，实实在在地做好功课。

我们经常去做尽调的时候，基金经理会把他们得什么奖拿来给我们看，我从来不看这种东西，从来不因为他们得什么奖而加分。在国内私募大家可以看到从 2011-2016 年，2011 年排前十名的到了 2016 年的时候是什么情况？排到几百名开外去了。私募或者对冲基金里面明星常有，寿星难求，这是很普遍的现象。如果仅靠排行榜进行投资的话你是在投资基金经理的过往业绩，而那跟你没有关系。所以一定要做好自己的功课来遴选基金。

现在国内还有一个普遍现象，就是堆砌。把明星基金堆砌起来，这个并不是 FOHF。因为这里面最重要的，前面所说的风险因子在堆砌的这种产品里根本就不知道承担了一些什么风险，你根本搞不清楚，这种 FOHF 的风险有可能不是通过投资组合来分散反而是增强里面的风险因子。更不要说在某些风险因子上做调整的时候该怎么调，所以这种所谓明星的 FOHF 是没有什么太大意义。

另外，我们做 FOF 的时候要注意避免同质化，比如说像这种基金同质化，你投 10 个基金实际上跟你投 1 个的风险分布没有什么区别。很多公募 FOF 就是这种情况。

我们还要避免这种情况，虽然说也是有深度的，但是也是同质化很厉害，投资于 10 个这种基金实际上跟投一个没有什么太大区别。比如说量化基金就可能有这种情况。国内现在有很多量化基金组合成的 FOF，就是这种情况。以上两种投资组合的“FOF”并不能正确地分散风险，但国内不少 FOF 就是这种情况，误入了这个误区。

我们做 FOHF 基金要根据不同客户的需求把一群不同的对冲基金组合起来，这样使得我们的产品既有宽度也有深度。好比说对冲基金相当于酒楼，共同基金相当于食堂。我们知道有很多特色的酒楼，有川菜、粤菜、沪菜等等。如果咱们可以根据周围客户不同口味的需求，把各种特色酒楼组合起来就能为周围客户提供最需要的美味佳肴。

FOHF 还有一个误区，就是国内非常重的就是“双层收费”。在海外也有这个论点，主要的一个论点就是用 HFR 对冲基金指数跟 HFR FOF 指数作比较，结果发现 HFR FOF 指数比 HFR 对冲基金指数跑输了很多，而且是持续跑输（见图），于是人们很自然地把跑输“归功于”所谓的双层收费。

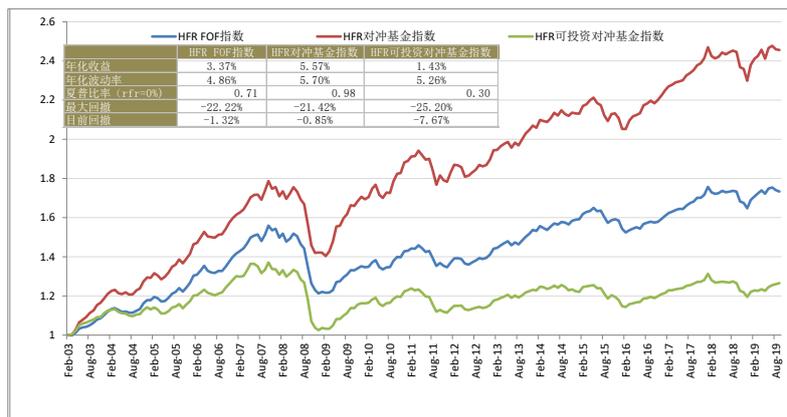
对冲基金组合基金之误区 – “双层收费”



(c) 赵军

但实际上前面那个 HFR 对冲基金指数是什么样的基金都收集进去,是一个垃圾箱。而 HFR FOF 中的底层子基金一定要经过严格的尽职调查以后获配置的基金, 这个过程中很多基金被筛选出去了, 所以这两个指数的成分基金的质量是不可同日而语的。其实, 有一个相应的比较曲线 (见图), HFR 可投资指数, 其中的成分基金也要经过尽职调查的筛选, 跟 FOF 筛选的程序是一样的, 这样比较的话, HFR FOF 较之 HFR 可投资指数的 α 就显现出来了。如果 FOHF 双重收费的话, HFR FOF 的业绩应该比下面这条线 HFR 可投资指数还要低。但事实正好相反。时间关系, 不能细讲了。

对冲基金组合基金之误区 – “双层收费”



(c) 赵军

通过尽职调查使我们对投资基金了如指掌, 这是个全方位的“体能检查”, 是个苦力活。

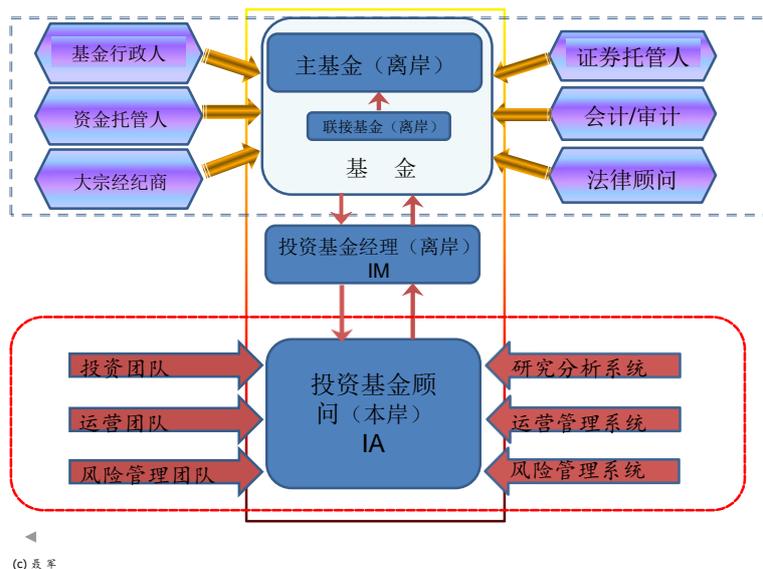
像一个足球队教练，在什么情况下派谁上场，针对什么样的对手派什么样的阵形上场，只有对每位球手都了如指掌，才能在关键时刻能够把钢用在刀刃上。

尽职调查是对基金的一个体检，我们要发现它的盈利智慧和技能，要识别它的坑、鉴别潜在的舞弊、欺诈和雷区，要识别各种投资风险因子。构建 FOHF 投资组合时需要了解风险因子，只有对底层子基金所承载的风险因子了如指掌，才能使我们在构建 FOHF 投资组合时得心应手。

通过尽调试图把各种潜在的风险找出来，我们必须进行现场尽调，要跟基金经理坐下来并观察他/她描述时的肢体语言，不光投研团队跟底层候选子基金的投研团队谈；还有运营尽调要跟基金的运营团队及第三方服务商交谈并了解其业务之细节，检查各种商业合同是否真实等；风险尽调成员与对方的风险团队交谈并检测风险管理报告生成的过程、查阅历史上各种风险“破限”记录等。三架马车针对不同的团队做调查，回来以后三个团队要比较记录，看看候选子基金的三个不同的团队所提供的信息是不是能吻合起来，如果不能吻合那问题就来了。在这种时候，我们就知道做 FOHF 实际上很重要的一点是你要能识别人性风险，这个就不是量化分析能够做到的，也不是现在很火的人工智能等工具能够做到的——除非你把人脸识别都带到现场去扫一遍。所以我想强调的是在国内很多做 FOF 的同仁，完全依赖于量化分析来做 FOF，这个从长期发展来看是有问题的。

我们对对冲基金做考察一定要搞清楚对冲基金是什么结构，一定要搞清楚这个结构里的每一部分是如何运作的。在海外对冲基金通常是这么一个结构（见图）。因为独立基金行政人整体的缺失在国内的结构是不太一样的。

对冲基金结构



在做运营尽职调查的时候，不光要对投顾的方方面面做尽职调查，很重要的是对这个基金

结构本身要进行尽职调查，图中用箭头的部分都是有合同的，做运营尽职调查的时候都要到现场看这些合同。这些合同如果基金经理能够事先提供一份拷贝的话，我们事先都要细读的，做现场尽职调查的时候，这些东西要已经读过的。另外，有些很小的事情比如要看候选基金的支票签字规定。

针对不同的服务商我们也要进行尽职调查，而不仅仅是针对投顾的投研、运营、风险管理做尽调。前面提到国内在做尽职调查时主要是集中在投研方面而在很大程度上忽略了运营和风险管理部分。一个完整的尽职调查必须对这个图上的每一部分做尽职调查。此外还要看服务商与基金管理公司以及服务商之间是不是相关联的，如果是，那么在评估候选基金时是要扣分的。现在在国内很多机构喜欢做“一站式”服务——通吃，这样在选基金的时候，遇到这种情况是要被扣分的，原因很简单，因为关联容易造假。

我们尽职调查详细的情况大致可以归纳成这么一个表，每一个内容都可以讲很长时间，里面有很多内容。

尽职调查

- 尽职调查包括三驾马车：
 - ✓ 投研尽职调查
 - ✓ 运营尽职调查
 - ✓ 风险管理尽职调查

投资研究 ——发掘盈利的智慧和技能——	运营风险管理 ——甄别潜在舞弊、敷衍和盲区——	市场风险管理 ——鉴定投资风险因子——
投资理念	估值、定价、投资报告	风险管理哲学、系统
投资技能及特长	公司基础设施、内部监控	团队成员技能、权限
投资策略	股东结构、激励机制	风险管理实践流程
投资流程	投资者结构	历史风险范畴
投资团队	投资条款（细目）	常用风险分析
同行比较（初步）	审计报告	风险管理报告
投资条款（初步）	第三方服务商	同行比较（细目）

(c) 兵军

大致的归结起来，在投研尽职调查中，我们要详细看投资理念、投资技能及特长、投资策略、投资流程、投资团队、同行比较、投资条款。如果候选子基金有一些投资条款，比如说赎回的限制不符合我们 FOHF 的流动性特征，在这个阶段就可以直接筛选掉。

在运营管理尽职调查中，我们要详细看估值、定价、投资、报告、公司基础设施、内部监控、股东结构、激励机制、投资者结构、投资条款在这个过程中就必须细读了，投资条款通常是通过 PPM 来做，这是投资者跟基金唯一的法律合同。这是一个法律文件，通常是一份上百页的文件，而且有很多法律绕舌的语言很不容易理解清楚很复杂，我们做候选基金的运营尽调光是这一块就要花很多功夫去研究它里面隐藏的魔鬼。比如说，在全球有一个很大的对冲基

金，他们的条款很多非常复杂，投资者是很难彻底搞清楚其中之奥秘的，比如说其基金管理公司有自己的私人飞机，该飞机在不同的城市飞来飞去比较频繁，在我们团队仔细讨论研究它的条款清楚了以后，发现公司的私人飞机的费用实际上是由基金来承担的。我们去找他的管理团队核实，开始他们支支吾吾的，因为很少有人问这种问题，但是我们盯着它的 PPM 这里面是不是包括了私人飞机的费用，最后他们不得不承认确实是这么回事，有些坑要在细节里面挖掘。

另外，就是审计报告、及第三方服务商。刚才讲了，在整个结构里面这些东西是非常重要的，审计报告如说得不准确，肯定有很多潜在问题。还有如果审计报告不及时，你的投资者就面临很多税务方面的罚款，不能及时报税。第三方服务商的尽调说一下麦道夫事件，他们的联接基金找过我所在的团队三次，但每一次都被我们拒绝了。第三次是 2008 年夏天，实际上我们做了深入的金融工程方面的分析以后发现其投资者报告中的很多信息和数据是非常可疑的，结合我们在运营尽职调查方面的发现，于是被我一票否决了。仅半年不到，麦道夫就爆仓了！

风险管理尽职调查包括风险管理哲学、系统、团队成员技能、权限、风险管理的实践流程、历史风险范畴、常用风险分析、风险管理报告、同行比较。这些可能大家觉得很平常，但实际上每一项后面都有丰富的内容。

比如说，再回到运营尽职调查里面，这些是我们特别关心的，大致的可以分为这么几大类，大家可以看到基金部分内容非常多。

运营尽职调查 - 甄别潜在舞弊、欺诈和雷区



基金管理公司背景	基金管理公司治理及内部监控	基金运营团队
股东结构	前、中、后台职责分离	运营团队核心成员背景及过往操守污点记录
组织架构、团队成员变化	客户资产保护措施	运营团队职能分工协作
公司成员持牌状况及污点记录	纪检合规、职员私人交易规定	外包功能及运作
员工激励机制	运营风险管理及业务连续性计划	运营团队对相关法律法规的熟悉及应用
基础设施	支票签字权	运营团队对相关税法的准确理解及应用
	软件系统	估值、定价流程及过往失误记录
基金		第三方服务商
基金资产规模	投资者通讯报告	各第三方服务商详细信息
基金规模容量	投资者风险管理报告	PB的执行、融资融券能力
基金结构及条款	报告内容的质量评估	审阅与各第三方服务商合作合同
投资者结构及占比	投资组合的透明度	服务商估值定价原则和流程
投资组合信息	报告的及时性	基金与各第三方服务商之历史变动记录
投资者报告	经审计的年度财务报表	评估系统

(c) 赵军

运营里面有一个很小的东西可能大家不容易注意到的，就是支票有多少人能签字，同一张支票支出的时候需要多少人签字，这种细节可能大家不一定去注意，但是在基金的运作里面，这个非常重要。因为如果要把资金转移走而候选基金管理公司只一个人签字就可以了，那么

大家可以想象一下风险就很大了？

所以，这里面没有一项是多余的，每一项都能讲很长时间，但是今天因为时间关系我就简短的给大家讲讲这么个情况。

市场风险管理我们在华尔街有名的一句话，当你把你自己的下行风险照顾好以后，上行的收益会照顾好它自己。

我们在市场上面对风险的理解有很多种区别，有的用标准方差，有的用最大回撤，有的用VAR，就算是用VAR也有不同的计算方法。

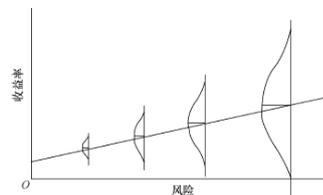
高风险、高收益是大家常说的，严格来说不是这么一回事，第一风险只是表明它的分布比较小，在这么一个收益的期望值，低风险分布比较小。高风险表明它的不确定性大，所以它分布就广。如果说你运气好，在分布的上端，那时候你就是高收益。但是如果市场对你不利的时候，你可能是在分布的下端，这下端可能是亏钱的，所以高风险可能还是低收益。

市场风险管理尽职调查也包括很多内容（见表），除了回归分析、归因分析是国内用的比较多，但痛苦指数分析、流动性分析、宏观分析、可持续性分析、可扩展性分析，这些在国内还不是太多。尤其是流动性风险在FOF是两部分，一部分是底层基金投资组合里面的流动性风险，另外一层的流动性风险是什么？就是你赎回资金需要多长时间。

市场风险管理 - 鉴定投资风险因子



什么是风险？



风险管理实践流程
风险管理团队成员背景技能
各种风险限制
风险管理监控及示警
风险管理团队平仓权限
风险平仓流程
跌幅管理及控制跌幅流程

基金历史风险范畴
基金历史风险特征
基金风险限制被突破的情况
基金历史跌幅特征及跌幅归因
基金历史上最进取、最保守投资组合的风险特征
常用风险分析
解读风险管理报告细节

风险管理哲学和系统
风险管理顶层哲学和逻辑
风险管理理念及方法
风险管理系统及模型
风险管理数据源
基金风险分析
...
回报分布统计分析
回报归因分析
痛苦指数分析
流动性分析
宏观风险因子分析
可持续性分析
可扩展性分析
...

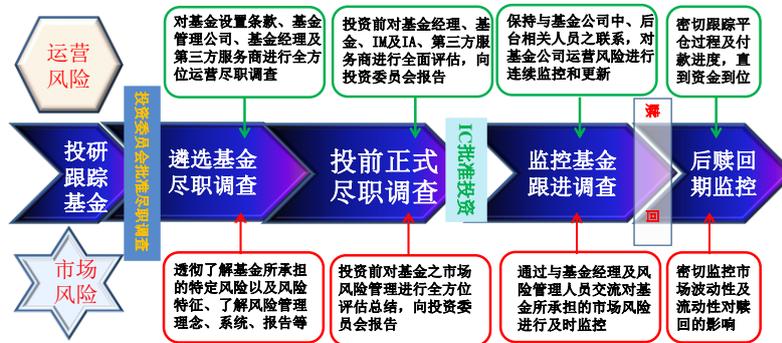
(c) 赵军

我再借用几分钟，再讲讲这个。我们做FOHF投资是这么一个过程，先是跟踪基金，然后觉得这个基金有希望，然后投研会审查，批准了开始做尽职调查，这时候我们开始跟踪、仔细的分析，然后投前正式的尽职调查，然后投委会批准投资，投资以后监控基金跟踪，这个过程可能过很长时间赎回。赎回以后还有一个后赎回期的监控，这是我所强调的，在我们运营的尽职调查实际上是从这一步开始进行的，风险管理也是从这步开始进行的尽职调查。



风险管理在对冲基金投资中至关重要

运营风险管理和市场风险管理应该开始于投资前的基金遴选调研过程以熟悉基金的运营及面临的风险因子特征，投资后则始终密切监视，直到赎回后最后一笔资金的赎回。在整个投资过程中，风险管理始终扮演着举足轻重的角色。



(c) 聂军

在投前不光是投研尽职调查要写尽职调查总结报告及推荐意见，运营尽职调查也要写报告，尽职调查总结报告及推荐意见给投委会，风险管理尽职调查也要写报告给投委会，投委会综合三份报告然后进行评估，然后批准或者否决，投资完以后这个里面有很持续的各种监控，跟不同的团队经常要沟通。我们在赎回以后，投研在赎回就停了，但是我们的运营监管不能停，风险管理监管不能停。因为你在收到最后一分钱之前你的资金都存在风险，市场的变动对你的资金也还是有影响的，所以这个是我想要强调的。这是一个很复杂的过程。

由于时间关系，再讲讲这个 NDA 就结束了。这在国内是缺失的，很多基金经理抱怨 FOHF 要求提供的信息；另一方面，FOHF 抱怨基金经理给的信息太少的，这里面本身有信任的问题。我们在海外是通过保密协议，FOHF 与基金经理签一个 OTC 的保密协议，双方有些什么担心，有些什么顾虑都可以在这个保密协议里面把丑话说在前面写进去，如果违背什么条款的话面临什么惩罚，都可以写在协议里面。底层基金最担心的是你复制它的策略，FOHF 复制底层基金的策略是很愚蠢的一件事情，我们把这些东西写清楚的话，使得大家心里面都有数，边界在什么地方，大家合作起来反而愉快轻松。

非常感谢大家宝贵的时间。我就讲到这里。

(根据现场发言整理)

声明：本文仅代表嘉宾观点。在任何情况下，本文中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。