

MONEY MAVERICKS

Confessions of a Hedge Fund Manager

有些人称对冲基金经理是一些“怪人”，有些人称他们是“彻头彻尾的疯子”，而更多的人称他们是“恶魔”：他们行事诡秘、腰缠万贯、见不得人。但是，这些说法公平吗？

对冲基金经理笔记

来自伦敦金融城深处的报道

[丹麦] 拉尔斯·克罗耶 (Lars Kroijer) / 著

孙忠 / 译



中国财政经济出版社

对冲基金经理笔记

拉尔斯·克罗耶 (Lars Kroijer) 著

孙忠 译

Money Mavericks



中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

对冲基金经理笔记: 来自伦敦金融城深处的报道/ (丹) 克罗耶 (Kroijer, L.) 著; 孙忠译. —北京: 中国财政经济出版社, 2011. 6

书名原文: Money Mavericks: Confessions of a Hedge Fund Manager

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2939 - 3

I. ①对… II. ①克… ②孙… III. ①对冲基金—研究—英国 IV. ①F835. 615

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 105963 号

著作权合同登记号: 图字 01 - 2011 - 1389 号

责任编辑: 刘占彬 封面设计: 华乐功
版式设计: 孙志云 责任校对: 孙志敏

Lars Kroijer

Money Mavericks: Confessions of a Hedge Fund Manager

ISBN 978 - 0 - 273 - 73198 - 6

Copyright © Pearson Education Limited 2010

This Translation of MONEY MAVERICKS: CONFESSIONS OF A HEDGE FUND MANAGER, First Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced in any form or by any electronic or mechanical means including information storage and retrieval systems without permission in writing from its publisher.

本书中文简体字版由 Pearson Education Limited 授权中国财政经济出版社出版。未经出版者书面许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: win@ewinbook.com

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行电话: 010 - 88190406

三河市祥达印装厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 16 印张 171 千字

2011 年 8 月第 1 版 2011 年 8 月北京第 1 次印刷

定价: 39.80 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2939 - 3/F · 2490

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

导 言

本书呈现给大家的是一家对冲基金的兴衰历程，从 2002 年我设立基金开始，直到 2008 年 2 月年我将所有外部资本返还给投资人。6 年来管理这一基金的过程是对我的智力和忍耐的极限挑战。在本书中，我试图向读者解释，在对冲基金从幽暗神秘的状态浮出水面成为街头巷尾话题的年代中，管理对冲基金的人在做些什么，又是如何做的。

之所以动手撰写这样一本书，主要是因为我感觉外部人士所获得的有关对冲基金的信息往往是不充分的。对冲基金最初只是美国一小部分投资人的投资工具，后来成长为全球性的价值高达上万亿美元的投资活动。这一产业经常被不公正地丑化为收费赌博，业内人士都是掷骰子论输赢的赌徒，或是像麦道夫那样骗钱的坏蛋^①。然而，根据我在这个行业中 10 年的经历来看，这一看法并不公平，而在我管理霍尔特资本基金大量账户的过程中也从未看到过这种情形。我所了解的是，这一行业的从业人员多为沉迷于投资活动的智力超群之辈。他们花费大量的时间进行复杂的财务分析，寻找帮助其投资人获利的技

^① 麦道夫 (Bernard L. Madoff)，犹太人，美国金融经纪人，前纳斯达克主席，后设立了自己的对冲基金——麦道夫对冲避险基金。他利用自己的经历和名望设计了一种庞氏骗局（多层次投资骗局），令投资者损失 500 亿美元以上，其中包括众多大型金融机构。2008 年 12 月 12 日，麦道夫被逮捕，2009 年 6 月 29 日被判处 150 年监禁——译注。

巧。而一旦失败，惩罚将是迅速而又严厉的。当然成功后的奖励按普通标准看也是巨大的，也许是太大了。这份工作确实令人激动，但并不像绝大多数人所想象的那样。

人们经常将“对冲基金”（hedge fund）挂在嘴上，仿佛人人都知道或者应当知道它是什么意思。对我而言，对冲基金是指投资于极为广大范围资产类别的投资基金，它们所管理的投资的风险特征差别很大。有些对冲基金的投资策略十分狭窄，其他许多投资基金则会在同一基金内部采用多种不同的策略。像共同基金一样，对冲基金的经理向投资人收取基金管理费用。对冲基金的特殊之处在于，基金经理还会向投资人收取基于投资收益的绩效费用。对于这些经理人，绩效收入才是真正的收入大头。对冲基金的投资人可能是富有的个人，不过更多时候是机构，比如银行、捐赠基金、保险公司或母基金^①。对冲基金投资者的共同愿望是试图获取不受市场波动影响的收益。在媒体上，对冲基金经常被描绘成不顾后果的风险投资，以频繁进行股票交易为特点。有些对冲基金的确是这样的，不过更多的对冲基金所承担的风险实际上小于普通股票市场，并且经常连续数年持有证券而不是频繁买进抛出。正如你猜想的那样，对冲基金所使用的对冲工具包括卖出借入的股票（卖空）或购买保护性工具以防范由于股票市场下跌、信用违约或类似事件的影响，从而对投资风险进行对冲。如果你还有兴趣进一步了解对冲基金，维基百科上面的说明是一个很好的参考。

我自己有关对冲基金的知识始于哈佛商学院。在那之前，我的职业生涯就是一个中规中矩的金融专业人员：哈佛大学经

① 母基金（fund of funds）是指投资于对冲基金的基金。

济学学士，之后进入纽约投资银行拉扎德公司（Lazard Freres）经受严格的学徒训练。对于一个来自丹麦哥本哈根北部的孩子，这也许算是不同寻常的经历。不过，总的来说，在银行业工作的规则、过程和发展方向通常是很清楚的，并且在一定程度上也是可以预料到的。但对冲基金则是一个完全不同的世界。我选修了默顿教授（Robert Merton）的课程，他当时刚刚以其在期权领域中的研究成果而荣获诺贝尔经济学奖。默顿教授此前即以布莱克—肖尔斯—默顿期权定价模型（Black-Scholes-Merton option-pricing formula）而知名，当时他更加出名的是长期资本管理公司引人注目的收益，默顿是这家公司的合伙人^①。我跟他还算熟悉，于是到他的办公室请教与对冲基金行业相关的机会。会面没有产生结果，因为他只能影响长期资本管理公司，而后者当时并不招人。此后，长期资本管理公司很快陷入崩溃，亏损了几十亿美元 [参见洛温斯坦的出色作品《拯救华尔街》（*When Genius Failed*）]。默顿成了代表这家失败的对冲基金的公众人物而受尽嘲弄，尽管他很少参加日常运营。

在我看来，长期资本公司的倒下并不意味着对冲基金本身是有问题的。相反，我越是琢磨这类投资，就越能发现它的优点。在这个行业中，一群非常聪明的人试图完成一项几乎不可能的任务：打败市场。他们所运用的金融、经济和数学工具都是我所喜欢的，他们关心的是事情的真相，包括企业、行业、

① 长期资本管理公司（Long Term Capital Management, LTCM）成立于1994年，管理团队中包括几位明星投资专家和诺贝尔经济学奖获得者。其投资策略是“市场中性套利”，即买入被低估的有价证券，同时卖出被高估的有价证券对冲风险，投资决策的依据是基于电脑运算的复杂的证券分析模型。该公司成立后，多年保持着极好的投资收益，但由于数学模型中对小概率事件的忽略，在1998年国际金融危机爆发后投资组合失败，同年9月被美林、摩根等公司接管。

经济、社会，尤其是市场心理学和人类心理学。我认为这项工作是对真实生活的研究，其中市场代表着有时并不公正但总是铁面无情的仲裁者，他在绝大多数时候会奖励高质量的工作，惩罚不称职的人。对冲基金行业吸引我的地方正在于此，那里没有虚伪的规则，一切由精英说了算。

对冲基金行业吸引我的地方正在于此，那里没有虚伪的规则，一切由精英说了算。

根据不同的定义，对冲基金行业的历史不过几十年，其真正意义上的起飞是在 20 世纪 90 年代中期。今天，对冲

基金管理的资金已经多达 2 万亿美元（使用财务杠杆之前），只是在 2008 年 9 月金融危机后大约减少了 25%。这一产业的成长源自越来越多的个人和机构投资者开始关注“市场不相关收益”（uncorrelated return）的概念，也就是即使在熊市中仍然能够获利的投资技术。至少将部分投资分配给那些在下跌的市场中同样能够获利的投资工具，这无论如何都是一个不错的想法。早期的一些对冲基金取得了耀眼的成就，并且它们的投资收益似乎与更大的资本市场的整体表现不相关，这一投资机会也因此吸引了更多的资金。显然，许多人（包括我自己在内）看出了对冲基金投资者队伍扩大的机会，需要建立起新的基金才能满足日益增长的需求。随着资产规模的增长，一些对冲基金变得空前强大和活跃，开始干预人们所熟知的企业的管理。对冲基金组织机构的不透明，加上不为人知的基金经理，因而成了最坏的资本主义的代表，经常被一些对此实际上一无所知的公众人物作为邪恶势力的代名词加以评论。

在我心目中，对冲基金经理都是投资大师，他们逐浪于金融产业中发展最快、最不可预测的部门。他们个性坚强，自我驱动，不理睬任何传统智慧的约束：着装规定？见鬼去吧；年龄根本就是狗屎；他们根本也不会将大公司放在眼里。在这个

行当中，唯一重要的是能否获得与投资人所承担风险相匹配的巨额收益。

我初涉对冲基金的经历始于纽约的一家价值型基金，它所管理的资产在我加入后没多久就从6亿美元减少到4000万美元（和我没有关系，不过后来人人都是这样说的）。在那之后，我返回欧洲，加入了一家管理数十亿美元资产的对冲基金HBK，在这家基金的伦敦办公室负责公司合并套利^①的投资业务。经过一番痛苦的内心挣扎，2002年春天，我下决心离开了相对安全的HBK职位，创建了名为“霍尔特资本”（Holte Capital）的对冲基金。这样，30岁生日之后不久，我就开始和一位大学时的好友一起独立闯荡金融世界了。当然这样说可能有些狂妄自大。

我希望本书的读者注意，霍尔特资本只是对冲基金的一个类型，对冲基金本身可谓千差万别。对冲基金的投资策略和个人风格差别很大，将其简单地总结为某种类型只能是误导。然而，从另一方面来看，霍尔特资本基金的故事除了我们特有的东西之外，的确也包含了许多对冲基金的指标式因素。这是一个关于天真、拒绝、傲慢、泡沫快速膨胀、狂妄有时还怀有憎恨的一段经历。当然，从另一方面来看，它也是一个由成功、野心、友谊、勇气和爱编织起来的故事。与其他一些有关金融世界的作品不同，这里面没有毒品和性，这让出版商颇为失望。霍尔特资本基金的故事中不会出现2万美元一瓶的红酒，也没有涉及可卡因的耸人听闻的传言。在我从事金融工作的这

① 合并套利（merger arbitrage）是对冲基金的一种投资策略，在两家公司合并前买入它们的股票，而在合并后出售。在合并过程中，由于市场担心合并失败，合并公司的股价往往下跌，而一旦合并完成，股价就会回升。由于这种股价变动的现象相当普遍，对冲基金往往将这一业务归类为无风险利润——译注。

些年里，我也从未看到过这些东西。尽管我的确看到了许多戏剧性的场景，有些场景的出现和消逝几乎间不容发，但多数则会伴随一段为时不短的压力慢慢增加的过程。我经常觉得，6年来经营霍尔特资本的经历仿佛是一场持续演出、场景模糊的人生戏剧，胜利与失败相交替，场景的变换迅速而又无情。如

如果你过去曾经认为对冲基金的世界是由黑暗中的力量所驱使和精心策划的，那么我希望后面讲述的故事能够让你在阅读中获得自娱的同时，也会对这个行业有更清楚的认识。

果你过去曾经认为对冲基金的世界是由黑暗中的力量所驱使和精心策划的，那么我希望后面讲述的故事能够让你在阅读中获得自娱的同时，也会对这个行业有更清楚的认识。

目 录

导 言	(1)
-----------	-----

第一部分 筹备霍尔特资本基金

第1章 入行对冲基金	(3)
祝你好运，劳伦斯	(3)
回到基础	(7)
加入对冲基金部落	(8)
更多面试和尖锐的问题	(12)
第2章 大胆投入	(17)
成为“公司”一员	(17)
痛苦的决定	(18)
离职	(25)
第3章 对冲基金的设立	(28)
世界总部	(28)
主承销商的游戏	(31)
尴尬凡尔赛	(34)
公司进入正轨	(42)
第4章 路演，路演	(45)

第5章 蹒跚起步	(54)
站到起跑线上	(54)
与百分数战斗	(59)
度日如年	(60)

第二部分 霍尔特资本基金的成长

第6章 米老鼠基金	(67)
第7章 突破的日子	(74)
步入轨道	(74)
猎头电话	(77)
巨大的突破	(80)
第8章 越做越大和拜见行业教父	(84)
越做越大	(84)
拜见行业教父	(87)
第9章 大买卖开始了	(93)
花钱，快乐	(93)
资产在闪光	(95)
第10章 我们的公司制	(98)
向员工支付	(98)
扩大团队	(100)
短视症	(104)
第11章 积极的投资人	(107)
谢绝胡扯	(107)
发现交易，扩大利差	(109)
Bure 和公司掠夺者	(111)

第 12 章 真实的一天	(118)
--------------------	-------

第三部分 奋斗在一线

第 13 章 接受实际的考验	(131)
与 1 亿美元擦肩而过	(131)

第 14 章 当大街上流血的时候	(140)
伦敦地铁爆炸事件	(140)

第 15 章 我们的优势	(146)
难以言说的“优势”	(146)

第 16 章 像大公司一样	(152)
一间比较像样的基金公司	(152)
暴发户的生活	(157)

第 17 章 朋友和竞争对手	(161)
----------------------	-------

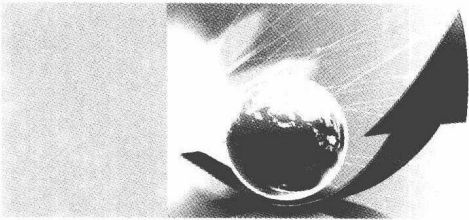
第 18 章 和经纪人打交道	(166)
你得到的服务还好吗?	(166)
乐趣和游戏	(170)
错过了价值 10 万英镑的高尔夫课程	(173)

第 19 章 我们真的值这么多钱吗?	(176)
昂贵的相识	(176)

第四部分 滑向险境

第 20 章 寒意袭来	(187)
精疲力竭	(187)
离开的理由	(189)

留下来的理由	(190)
卖空一家好公司	(192)
第 21 章 糟糕的一天	(196)
这一天的开始	(196)
雪上加霜	(201)
第 22 章 连阴雨	(205)
投资人的雪崩	(208)
第 23 章 打包回家	(213)
静静的纪念日	(213)
计算身体上的损失	(216)
熄灯离场	(217)
第 24 章 回顾霍尔特资本基金	(219)
我们失败的借口	(219)
结论	(222)
第 25 章 对冲基金算是安全的投资对象吗?	(227)
对另类投资的另类选择	(227)
投资什么?	(228)
建立多元化的投资组合	(230)



第一部分

| 筹备霍尔特资本基金 |

第 1 章

人行对冲基金

□

□

祝你好运，劳伦斯

1998 年，我在哈佛商学院已经读到第二年，对冲基金还没有出现爆炸性的增长。相反，当时最热门的是互联网创业公司。如果你有机会住在阳光灿烂的加州做出改变世界的壮举，何必还要费力气研究现金流量和 5 年期财务预测呢？当时我已经将暑假用在一家私人投资公司 Permira 打工，这些工作似乎是最理想的选择。我也曾经在麦肯锡工作过，不过管理咨询工作不对我的胃口。就这样，我抱着模糊的愿望打算进入私人权益（PE）投资领域。就在这时，我的朋友丹（他后来创立了管理数十亿美元资产的对冲基金）建议我到几家他熟悉的对冲基金碰碰运气。在同一周中，又有一位教授建议我考虑参与对冲基金所提供的运用多重金融工具的工作。

我机械地按照丹的建议向那几家对冲基金发出了简历。我并不清楚它们是做什么的，只知道这是一伙朝气蓬勃、不受常理约束的人。我还记得自己 22 岁时在纽约 Lazard Freres 银行打工时的情景，那些咄咄逼人的投资者不停地打电话想要知道我所做的投资交易的细节。我的老板告诉我不要理睬这些人。“他们只是一些对冲基金。”他这样说，仿佛对冲基金是一种传染病。现在我已经知道他们是一些合并套利投资者，只是想

在一桩特殊的并购交易中获取利润。

第一次面试是在佩利资本公司（Perry Capital）纽约办公室，我见到了理查德·佩利（Richard Perry）本人。佩利当时就是，并且至今仍然是对冲基金产业界的大腕，管理着总计数百亿美元资产的多个对冲基金。老早以前，他的身家就已经达到数十亿美元，只是我还从未听说过他的名字。所以我的想法还是像典型的商学院学生一样傲慢：“去看看这家伙会说些什么，是不是值得我去做。”这种哈佛商学院一贯自以为是的派头，源自近乎变态的自大，总觉得其他人都应该相信我是最优秀的，并且随时准备给我一份报酬适当的工作。

与佩利会面的想法一点也没有使我激动。我回忆起在 Lazard 公司时从事的合并套利分析工作的情景，那就像是一家疯狂的新闻调查机构，所以我以为在佩利公司也会看到同样的景象：地毯上全是烟头烫出来的洞，员工对着电话大叫大嚷，相互之间也用恶毒的语言对骂。我想象佩利可能是一个矮小、肥胖、谢顶的烟鬼。出人意料的是，办事人员引领我走过一间装饰富于艺术气息的办公室，来到开阔楼层的另一端高管风格的会议室。佩利本人的形象也令人吃惊：高高的个子，皮肤晒成健康的黑色，显然是一位很会照顾自己的优雅绅士。

他口才很好，态度谦和，对我的背景、丹麦的家庭和业余高尔夫球手职业很感兴趣。他对我反复练习的笑话和八卦报以得体的微笑，仿佛这些并不是他重复听过多少次的东西。然而，我对他本人和对冲基金的了解也就只限于上面这些了。

寒暄过后，他问道：“那么你对我们的工作了解多少？”

“坦率地讲，不是很多。我刚刚开始了解对冲基金行业。我的朋友和教授都认为你所做的业务和我的兴趣十分相配。”

佩利有些疑惑：“但你是否知道我们是做什么的？”