

第 17 章 丹尼尔·奥克，奥克泽夫 资本管理公司

17.1 并购套利和事件导向投资：低波动性与长期盈利业绩

在高盛公司的风险套利部工作了 17 年，曾经主管过私营企业交易部与美国股票交易部的丹·奥克（~~丹尼尔·奥克~~）于 1995 年 1 月离开了高盛，与泽夫兄弟投资公司合伙创建了奥克泽夫（~~丹尼尔·奥克~~）资产管理公司。奥克与泽夫兄弟公司达成了协议，泽夫公司承诺在几年的时间内投入资本，而奥克承诺不为其他公司管理资金。这项安排使得奥克可以逐渐稳定地展开业务。根据计划，这一协议于 1997 年 1 月 1 日到期，但泽夫一家仍然是主要的投资人。公司目前大约有 100 个投资人，总资产达 10 亿美元，资本额目前处于最高水平。

毋庸置疑，高盛公司的经历对奥克的业务结构与经营风格产生了很大影响。奥克说，他在高盛学到了很多，其中包括如何投资、如何雇用人才、如何开展业务以及如何思考。

奥克称罗伯特·鲁宾（~~罗伯特·鲁宾~~），他的第一位老板对他的影响很大，但是奥克婉言拒绝了再提供其他人的名字，因为他觉得无法一一指明那么多曾对他有过帮助的人们。很显然，奥克非常崇拜特迪·罗斯福（~~特迪·罗斯福~~，即美国总统西奥多·罗斯福——译者注），

他的办公室在明显处悬挂着一幅安迪·沃霍尔(安迪·沃霍尔)创作的罗斯福绢印画像。奥克将罗斯福的名言“言语温和，行事雷厉”改成了“做你自己认为长期来看是正确的事情而不是随波逐流”。

100 四个原则

公司的投资理念是事件导向型投资，主要有四个投资原则：并购套利、可转换证券套利、事件导向重组与危机信贷。危机信贷策略是在 1999 年 1 月新增加的，其他三个属于公司原有的投资策略。奥克说建立危机信贷业务部的决定是 1999 年 1 月做出的，那是一个比较有利的时期，因为华尔街在收缩该类业务。在建立初期，他聘用了 10 名专业人员。“我们早在机会到来之前就组建好了这一业务部门”。

总体来看，资产组合的 10% ~ 15% 的份额用于并购套利，这约等于 1 亿 5 千万个头寸。并购套利交易——并购、投标出价、代理权竞争、权益出价、换股出价与杠杆收购——仅包含公开宣布的交易。其头寸实例包括被 100 收购的第一传媒集团，以及与沃达丰(沃达丰) 100 公司合并的曼内斯曼(曼内斯曼)公司。

另有 10% ~ 15% 的份额投入于可转换证券套利(约有 1 亿 5 千万个头寸)。可转换套利业务采用了数理分析方法，并与认股权证及其他成熟市场衍生工具的对冲结合起来使用。固定收益证券与货币头寸都进行完全地套期保值。

总资产组合的其他部分由股票重组及危机信贷组成——约有 10 亿个重组头寸及 10 亿个信贷头寸。

股票重组部门，在过去两年内并未着力发展，但现在由于基本

面转好、机会来临，其业务正逐渐增长。存在大量这样的例子，上市交易的子公司价值比其母公司价值更高，人们可以低于母公司所持有的子公司股份的实际价值的价格购买这部分股份，这样董事会便采取集体行动。实例包括，通用汽车剥离通用休斯，加拿大贝尔剥离北电。

危机信贷部从流动性、投资期限及市场损失标准方面与其他三种业务原则有所区别。这些特殊情况包括剥离、分拆、清盘、重资本化、重组、撤资与股票级别差异化。所有的市场头寸都进行了套期保值。

“我们的资产是一个非常分散化的投资组合，”奥克说。机会决定了投资组合头寸的状况，我们并不呆板地固守某个投资原则。

5.1 欧洲业务部分

目前，奥克泽夫资产管理公司全部资产组合中约有 50% 集中于欧洲。源年前，公司在伦敦还没有设立办公机构的时候，这一比率非常小，而现在 50% 的比例已经很普通了。伦敦办事处自 1999 年设立以来，一直在资产组合分散化中间扮演着十分重要的角色。欧洲的分支机构对于奥克泽夫资产管理公司从事欧洲业务分析与实际投资交易是至关重要的。

就并购套利投资组合部分而言，奥克泽夫资产管理公司这部分资产中约有 50% 投资于欧洲套利，50% 投资于美国本土。美国工作小组有 5 名分析师，欧洲小组有 5 名。

在可转换证券套利方面，世界各地都有机会存在，奥克泽夫资产管理公司的这部分投资组合主要由西欧与日本的债券构成。

101 自下而上的决策制定机制

奥克泽夫资产管理公司采用研究驱动、自底向上的决策制定方法，量化与定性分析方法并重。奥克强调，奥克泽夫资产管理公司虽然采用了复杂的分析技术与工具，但是所有决定都是由人做出的。数量技术主要用于对股票的货币风险与利率风险进行套期保值。公司集中于将所有的头寸与敞口风险、资产组合的分散化、行业风险的监控以及包括期权在内的风险分析进行具体的责任分配。

定性分析集中在资本永久损失以及风险管理的经验方面。

在决定持有哪个头寸的时候，风险调整回报是最为关键的因素。“我们集中在风险构成上面，”奥克说道，“我们避免持有那些同市场有明显或潜在相关性的头寸”。

102 集中准则

奥克指出公司的投资准则十分明确：在中期内提供持续的正的绝对收益。这类收益既可能依赖于股票市场，也可能与股票市场不相关，并且具有较低的波动性。另外一个目标是不要损失资金。奥克认为较低的定量风险与较低的定性风险是有区别的，而他的公司具有这两种特性的低风险。这意味着，除了在统计含义上具有较低的风险，如低相关性、低波动性与高夏普率之外，公司必须具有较低的资本永久损失风险。

奥克称奥克泽夫公司的优势就在于投资原则是为了适应投资准则而设计的，他认为自己拥有世界上最好的投资团队。“单个的业务

部门都是在其所从事的业务领域里最优秀的。而团队整体来看比每个组成部分还要出色”。奥克负责业务部门之间的协调互动，如跨国并购或有关危机可转换债券的债券股权互换所需要的协调。伦敦分支机构的建立加强了这一方面的能力。

奥克称，多年来只有一名专业人员从公司跳槽。人才是公司成功的关键。“公司的发展历程并非我个人努力的结果，多年来我们一直拥有一个强大资深的团队，所有的专业人员都参与决策制定过程，公司可不是一个人的表演”。

公司有能力强集中于较为不寻常的特种证券与复杂证券交易，这方面，公司在套期保值与分析能力上具有很强的竞争优势。由于整个世界一体化与复杂程度日益增加，奥克泽夫公司各种分散化业务及其与团队方法的结合的优势变得越来越明显。

分散化 与股票不具相关性

奥克说，公司在与股票市场相关性不大的领域获得了稳定的利润回报，这是由于与事件无关的风险都经过套期保值、资产组合进行了分散化，而且公司在法律、监管及会计分析方面都具有专业优势。

根据奥克的经验，采用不具股票相关性的投资策略，仅仅进行统计分析是不够的。他举了一个购买公司时以现金出价的例子进行说明：历史记录表明，这类交易与股票市场不具有相关性，但是，在 2008 年股灾中，当股票价格下跌 缘缘 ~ 苑苑 的时候，与股票市场的无关性变成了多重相关性。有了这次经历以后，奥克降低了资产组合中现金交易所占的百分比，他同时将资产组合中任何单个头寸

的风险限制在股票的 1 倍以下。除了在可转换证券套利中，杠杆比率达到 1 倍外（这一比率与同行业相比也是较低的），奥克并不使用杠杆。

奥克称他的公司擅长在情况不利的时候，迅速降低其分配的资产份额，这种情况可能会在利差紧缩的时候出现。对比而言，其他公司可能会利用这类情况使用杠杆，正是由于这一原因导致了 1980 年的大灾难。因为奥克需要的是在情况发生改变时能够随之改变自己决定的能力，所以他更为看重头寸的流动性问题。

奥克 业务部门的领导

奥克 资产管理公司总计有 100 名员工，分属于伦敦与纽约的机构。纽约总部坐落于 100 号大街一幢写字楼的第 10 层上，从那里可以俯瞰中央公园。

公司有 10 名分析师和 10 名交易员，信息管理部门有 10 个人，负责监视来自 10 家信息服务机构的新闻，同业务往来机构联络及监测互联网新闻。

信息技术——信息流动与管理——对奥克 公司是至关重要的。公司内部有 10 名专职人员负责信息技术管理。在业务流程前端，信息技术主要供交易员、分析员与投资组合经理使用；在业务流程后端，信息技术主要用于头寸与投资组合监测以及用于实时跟踪敞口风险。

除 10 个业务部门以外，公司还设有财务控制部门，其职责包括，制定财务体系；监督头寸与风险状况；维护与重要经纪人、银行、会计及法律专业人员的关系；监测交易对家的风险；提供内部支票

与资金余额；提供外部控制（对所有公司的重组活动进行销售确认，所有内部交易第二天后进行确认）；与主要经纪人一道实施敞口风险分析以及对交易头寸、市场价值与现金余额每日进行妥协磋商。该部门的人员构成包括财务总监在内共有 5 名。

作为管理人员，奥克要负责所有的问题，但他知道如何授权别人去完成工作。他参与最多的是投资组合决策的制定，并且集中于投资过程方面。他还主管套利—重组部门，同时参与该部门及欧洲业务部门的每日例会。奥克虽然不参加套利—危机业务部门的例会，但在每个重大头寸投资决策制定时，他都要参与。

奥克典型的一天是这样开始的：在上班的路上他先与伦敦分部进行谈话，早上 8 点晨会开始，至 12 点结束。在整个工作日，他都与伦敦分部，各分析员及交易员保持联系。

奥克也致力于公司能力问题，他考察能力状况、业务部门、业务部门的深度以及团队整体工作的能力。他尽力发挥公司的能力与产能，增加危机信贷部门就是一例。

随着投资业务的增长以及业务的日益复杂化与全球化，奥克认为出现了两极分化的情况。奥克泽夫的业务空间与其他公司不同，“别的公司无法与我们竞争，举例来说，我们在跨国业务领域及危机可转换证券方面具有优势。随着投资业务的日益复杂化，业务分化的情况正日益显现出来。”

就发展前景而言，公司是否会更集中于某个业务领域呢？对这一问题，奥克认为，目前为止，公司在亚洲的投资还不多，主要是因为交易大多是定向性的，或者涉及信贷投机或主权政府的信贷。在未来的 5 年内，奥克认为亚洲将会出现越来越多的真正的事件导向型套利或结构重组机会。

奥克公司资产组合中技术部分头寸所占的百分比并不大，公司不存在刻意地过多或过少持有。

奥克没有投资私募股票，也没有将资产分配给其他的对冲基金公司。

奥克公司共有 苑名合伙人，其中包括泽夫兄弟投资公司。所有的业务部门主管与财务总监都是合伙人。奥克称他本人约有 愿豫的净资产在公司里，就其合伙人而言，该比率也不小。

公司的文化强调团队精神，整体大于部分之和。个人空间当然存在——职员在所从事的业务方面极为出色，并且可能有很强的个性，但个人是团队文化的一部分。这种企业文化一直渗透到内勤部门与首脑机构。激励机制是以公司整体利润而不是四个业务部门的单独业绩为基础的。奥克说，公司给予员工无限的发展空间，这种政策有助于较好地保留与发展后备人才。

员愿 员愿源年与 员愿愿年

当有大量的并购事件出现时，即是对奥克泽夫公司最有利的环境。

奥克公司发展轨迹中较为不寻常的一点是，在其交易的 苑年来，根本不存在下滑的年份，只有 源个月公司呈下跌情势。最大的损失出现在 员愿愿年 愿月，跌幅达 猿豫。同其他大部分对冲基金管理公司不同，奥克在 员愿源年与 员愿愿年都取得了正的回报，收益率分别超过 愿豫与 员豫。公司资产与标准普尔 缘指指数的下跌存在负相关。

从历史记录来看，波动性很小。下跌的风险是通过投资组合分散化，进行真正的套期保值，以及保持与股票市场的非相关性而进

行控制的。

使用套利策略实现了持续稳定的业绩表现。奥克相信，机构投资者需要的是界定明确的投资策略，以及具有一致连贯性的业务计划。

尽管奥克公司具有较低的波动率以及持续稳定的业绩，但仍然遇到过许多具有决定性意义的艰难时刻。如 1998 年就是十分困难的一年，1997 年夏季曾经出现过小规模市值企业的暴跌，1997 年出现了办公用品批发公司（韵通国际控股公司）与 配尔英国电信公司合并的失败。“我们最重要的目标之一是保持资本稳定，在艰难的环境中不要损失资金”。

1998 稳定的投资者群体

奥克泽夫公司的投资人需维持两年的资金承诺，这有助于维持一个稳定的投资人基础，同时吸引高水准而又忠诚的投资人。

奥克评论道，近年来对冲基金的投资者已经从追求回报的个人转变为利用资产配置制定决策并且追求卓越业绩的机构投资者了。奥克泽夫的投资者群体一直都是机构，这使得公司能够强化其投资原则，集中于业务目标。根据全美高校商务官员联合会（曼特丹的）1998 年的年度调查显示，捐赠基金客户包括阿莫斯特学院、卡耐基·梅隆大学、高露洁大学、密歇根大学、希伯大学，基金公司的资金在投资者群体中所占的比重并不大。

1998 年是对冲击基金普遍不景气的一年，经历了这一年后，奥克评述道投资者并未要求我们提供更多的额外信息，“因为我们达到了他们的预期，并且一直清楚地了解我们所从事投资的意义与后果，所以投资者并不是特别担心透明性问题”。

奥克向投资者提供季度文件，对整体业绩贡献最高正收益的头寸与带来最大损失的头寸，以及这些投资部分所导致收益基点增加或减少的数量。奥克同时提供投资组合的分配以及重大头寸的有关信息，他随时可以和投资者见面。

奥克拥有三个基金，每个基金都具有美国国内有限合伙制与境外公司制组织形式。奥克泽夫的主基金属于多重策略全球性基金，此外，该公司提供了两个专门基金：奥克泽夫欧洲基金专门集中于欧洲套利业务；韵云信贷机会基金专门集中于危机信贷业务。所有的基金统一收取 员豫豫 的管理费与 圆豫豫 的奖励费。最低投资额范围从 缘园园- 员用用 万美元不等，投入资金两年内不得撤回。

奥克泽夫资本管理公司净收益情况详见表 员豫豫

表 员豫豫 奥克泽夫资本管理公司的净收益率

年度	净收益率(豫)
员圆源	圆豫豫
员圆缘	圆豫豫
员圆远	圆豫豫
员圆苑	圆豫豫
员圆愿	圆豫豫
员圆怨	圆豫豫
圆园园	圆豫豫
综合平均年收益率	圆豫豫

① 自 员圆源年 源月起交易。

员圆园园 动力

奥克曾在宾夕法尼亚大学主修化学，但学习一年后便转到了沃顿商学院，并在那里大大拓展了他对金融的兴趣。

奥克的第一份全职工作是在高盛公司的风险套利部，他在那里工作了 15 年。奥克离开高盛是为了创办自己的企业，他说，在高盛内部的职业生涯走到高处，就从投资转到了管理方面了，而他本人仍想集中于投资领域。

奥克的动力来自于建立世界上最优秀的公司的理想，他希望在自己离开以后，公司仍能够健康地发展。奥克指出，再过 15 年，将有 15 名资深职员在公司工作的时间达到 15 年。“这是我们运作业务的副产品，但不是最终目的，我希望公司没有了这些老员工后仍能蓬勃发展。”

奥克强调他的生活与工作时间较为平均，他喜欢滑雪、打高尔夫以及其他户外运动。他同时也参与了几家慈善组织。奥克是犹太联合求助团华尔街分部的主席，同时是城市收获（悦善）慈善组织的董事会成员，他还参与了“面对我们的历史”这一项目。

15.1 行业

新一代基金经理人经营着与老一辈对冲基金经理不同类型的企业，企业里面的决策人往往不止一个。

15.1.1 个人简历

姓名：丹尼尔·奥克。

机构名称：奥克泽夫资产管理公司。

15.1.2 组织机构

起始日：1995 年。

资产：

目前：10 亿美元。

最高：100亿美元。

优势：专著于投资信条；专著于不寻常与复杂的证券；团队。

公司地址：纽约州，纽约市；英国，伦敦。

人员数量：100人。

组织类型：业务部门。

角色：领导四个业务部门；管理成员。

投资委员会：有。

薪酬体制：公司整体利润。

投资者数量：100

投资者类型：机构、捐款基金，大部分为美国国内的。

合伙人拥有的资产：其净资产的100%都投在公司。

捐赠基金：阿莫斯特学院，卡耐基·梅隆大学、高露洁大学、米德柏利学院、密歇根大学、希伯大学。

投资方法与投资组合结构

风格：研究导向型；自下而上。

投资组合中的头寸数量：100个。

从事的交易：风险调整回报率；避免与股票市场潜在及明显的相关性。

美国所占的比例：100%。

技术股所占的比例：较小。

私募股票的地位：无。

宏观战略投资的地位：无。

对其他资金管理公司的投资：无。

风险管理

净风险暴露(净敞口头寸)：少于100%。

对冲方法：投资策略允许对单个头寸及总体资产组合进行套期保值。

最大杠杆率：只在可转换证券套利中使用杠杆，避免

值得纪念的损失：未披露。

风险管理：迅速降低资产分配，限制现金投标的百分比，任意单个头寸的最大风险为资产组合的 10%。

背景信息

初展锋芒：大学。

职业背景：高盛公司，交易员。

教育：沃顿金融与商业学院。

动机和满足感：建立最好的团队。

年龄：35 岁。

闲暇：滑雪、高尔夫球、人类学、孩子。