

致投资者信函

2021年4月

尊敬的客户，

伯纳德·麦道夫(Bernard Madoff)在上周去世了，有人还记得他和他的公司吗？我想，应该不多。对此我会在稍后进行解释。

我依然清楚地记得，在2008年的一个清晨，我被电话叫醒。电话那头告诉我，“麦道夫崩盘了，它一定会成为史上最大的庞氏骗局”。

麦道夫最终确实成为了至今最大的庞氏骗局缔造者，但更重要的是，它在2008年12月的崩盘在一连串金融危机中火上浇油。回想那时，从2007年贝尔斯登(Bear Stearns)旗下基金的破产到2008年9月雷曼兄弟(Lehman Brothers)的倒闭，一系列的危机让投资者们不知所措、濒临崩溃。自然，在这两起垮台事件中间，还爆发过其他因过度杠杆或公然欺诈导致的危机事件。就像电影《2012》中灾难所造成的连锁反应一样，灾难过去了，但是会留下满目疮痍。即使13年之后，即使现今麦道夫已经过世，而那些曾经栽在他手里的投资者们仍在承受着绵长的痛苦¹。

然而除了这些投资者之外，人们大概已经不会想到十年前的麦道夫和金融危机，直到最近的一些报道给人带来了一种似曾相识的感觉。投资于Coassets、Greensill、Torque、Envy的投资者们发现，本以为出众的投资带来了难以接受的损失，有些人失去了毕生的积蓄，有些人损失了本该用来买房的钱²。

为什么崩盘会发生而且会不断发生

最近，我做了一个非正式的调查，问受访者愿意给以下四个借款人中的哪一个借钱。看看他们的概况，你会选择哪一个呢？

	借款人 A	借款人 B	借款人 C	借款人 D
概况	美国政府	蓝筹股企业和银行	亚洲房地产企业	中小型企业
贷款金额	100	100	100	100
1年后利息回报	\$0.28	\$1.30	\$6.70	\$14
违约率 ³	0%	0.06%	2.5%	0%

资料来源:彭博社，收益率数据截至2020年12月31日；A:美元一年期定存，B:彭博巴克莱全球综合债券指数，C:彭博巴克莱亚洲高收益美元计价债券指数，D: Coassets 信息来源 <https://www.facebook.com/coassets/posts/as-chinese-new-year-is-around-the-corner-for-new-signups-only-use-promo-code-cny/1285349404968947/>

¹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-14/for-madoff-victims-tragedy-goes-on-even-after-scammer-s-death>

² <https://www.straitstimes.com/business/companies-markets/collapsed-crypto-trading-platform-torque-woman-lost-25m-including-in-laws>

³ Default rate in 2019. Source: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200429-default-transition-and-recovery-2019-annual-global-corporate-default-and-rating-transition-study-11444862>
<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/201014-default-transition-and-recovery-2019-annual-asia-corporate-default-and-rating-transition-study-11669637>

多数受访者选择了借款人 D。对此我并不惊讶，因为 D 的 14%收益率居首，以零违约率代表的基本面也很良好。即使对于我们的 FVT 流程来说，这也是一个会被勾选的选项。确实，借款人 D 是最佳选择，前提是投资者不进行深入研究的的话。但很显然，最终 D 方已经给其贷款人造成了许多创伤。

(<https://www.businesstimes.com.sg/banking-finance/bitter-wait-for-coassets-noteholders-as-investments-turn-sour>).

当 Coassets 的投资者开始试图厘清到底发生了什么事的时候，他们才发现他们的资金并没有贷款给中小企业，而是直接贷款给了 Coassets 不受监管的子公司或其持股的公司。这样的情况再加上糟糕的问责制以及贷款偿还问题，简直形成了一个“强效破产组合”。在欺诈可能性的担忧中，调查仍在进行中。

人们或许会讶异，许多倒闭的公司一开始并没有蓄意欺诈。Coassets 从事的是 P2P 贷款业务，为那些很难从银行贷到款的中小企业提供融资。这本来是正当的融资活动，前提是操作得当，而且能让投资者获得足够的风险补偿。随着事情的真相即将水落石出，我能想到的是 Coassets 发现自己实在太成功吸引到了投资者注资，但却很难找到合适的机会按照最初承诺的方式进行配置，进而出现了这样的问题。

金融危机的爆发起源于贪婪：谁能拒绝投资者送上门的钱呢？我在上一封致投资者信中提到了近因偏差。这一次，另一种认知偏差出现了：自制偏差。人往往会高估其自我控制的能力，这样的膨胀感反而会导致其承担超范围的风险。说到这里，“再来一次，最后一次！”这样的“遗言”似乎已经浮现在大家的脑海中。最值得注意的是，在任何不可持续的情况下，无论是在合法投资中过度承担风险、还是彻头彻尾的欺诈，这种偏差都会显露出来。

显而易见，这不是一例个案。供应链金融公司格林希尔资本（Greensill Capital）在今年 3 月倒闭。相比 Coassets 损失的 3000 万美元，Greensill Capital 的情况更糟糕，其波及到了与瑞信集团相关的供应链金融基金，影响高达 100 亿美元。回归基础，供应链金融本是一项合法甚至枯燥的金融活动；其预期回报适中，且是一种需要进行担保抵押的安全的融资形式。这是 Greensill 过去做的事情，至少投资者是这么以为的。而事实证明，他们却在向并不存在的供应链放贷（自然而然，抵押担保成为了空头支票）。Greensill 本因以已确认的交易单据为抵押基础提供供应链贷款，但事实上，他们并未遵守这样的基础原则，开始根据潜在买家（实际上不存在的订单）提供贷款⁴。再一次强调，贪婪就是导致金融危机爆发的重要因素；当投资者持续大举买进，基金经理们发现可供融资的交易机会远落后于送上门的资金，他们就不得不“另辟蹊径，大举创新”。

追根溯源，庞氏骗局以查尔斯·庞齐的名字命名。据称，查尔斯·庞齐和伯纳德·麦道夫一开始采用的是合法的投资策略。但是后来，随着资金的流入，在提供不切实际的回报的压力和他们的贪婪之下，他们开始建造自己的“纸牌屋”，便引出了一个贪婪的惊天骗局。

3 月还出现了一个与融资业务无关、更多相关于加密货币领域的案例：

(<https://www.straitstimes.com/business/companies-markets/at-least-70-police-reports-filed-against-singaporean-run-crypto-trading>) 我当时看这篇文章时，一下就想起了它和 2014 年 Mt. Gox 的情况如此类似—Mt. Gox 是当时一家比特币交易公司，但其最终因持有的比特币被盗而被破产清算。随着我慢慢读下去，在文章接近尾声时，一位 Torque 投资者的评论，使得庞氏骗局的危险信号瞬间亮起。“一位在 Torque 拥有 350 个账户的投资者表示，他被 Torque 的奖励机制所吸引，该机制将投资者一天交易量的 0.15 至 0.45% 奖励给投资者。”我做了一个简单的复利滚利计算，一个人每年可以获得 30-90% 的回

⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-15/credit-suisse-s-greensill-funds-strayed-from-tame-invoice-loans>

报，而且完全不靠押注于标的的走向，而仅仅是靠交易量。我也可以想象出这个投资者在他的 350 个账户中交易时，就抱着很明确的目的——从奖励计划中获益。

显而易见，自制偏差也一样适用于这里提到的投资者：好事送上门，怎么能说“不”呢？投资者就这样被充分说服，为获取回报而投入毕生积蓄。“另一个匿名的投资者也表示，他把自己所有的 1.3 万美元储蓄都投入了 Torque，而他的加密货币价值在 6 个月里升值到了 5 万美元以上。”⁵

一个巴掌拍不响，所以我们不能把责任都推到贪婪的基金经理身上。投资者也是当局者迷。

说到贪婪，就不得不提到恐惧。恐惧是人类生存的必要机制。它能增强我们对于危险的感觉，这样我们才能对潜在的痛苦或损失做好更充分的准备。如果引导得当，这种恐惧会带来好的结果：比如系上安全带才能实现平稳驾驶，比如滑雪虽很惊险但有了安全措施就不会直撞大树。

至于投资，我们每个人都有对损失的恐惧。重要的是我们如何应对它。讽刺的是，有时恰恰是对损失的过度恐惧，让某些投资者被承诺没有风险就能获得回报的“好得不真实”的投资计划所吸引。也有时，“害怕错失机会”(即 Fear of missing out) 的投资者，他们似乎在“求着这些骗子把钱给骗走”⁶。

下表是当贪婪和恐惧同时出现时，不同类型的反应。现在，可以问问自己，你是哪种类型的人？

贪婪 vs 恐惧	反应	举例
贪婪大于恐惧	投资时过度承担风险	资本管理公司 Archegos
恐惧大于贪婪	无投资，无回报	永远拿着现金的人
极度贪婪却恐惧风险	投资于承诺无需承担风险就能获得回报的不切实际的计划	麦道夫，Torque

有人的地方就有贪婪和恐惧。通过以下这些步骤，我们可以从历史和他人的错误中吸取教训：1. 对风险和回报有合理的预期；当你只追求高回报而不承担风险时，你很有可能已经陷入欺诈的漩涡。2. 拥有一个健全的投资理念并坚持下去。3. 有能够实施投资理念、捕捉收益机会的严谨投资流程。

回到文章开头，我为什么认为没有多少人记得麦道夫？多年过去，仍会有投资者因为相信诈骗犯而损失财富，这表明人们已经忘记了麦道夫的教训。Torque, Envy，若干年后又有人还记得这些名字吗？还是他们也将成为“麦道夫”的一路人，被人们遗忘，直到历史重演？正如一位业内资深人士对资管公司 Envy（又一家于今年 3 月倒闭的公司）的评论所言，“这不会是最后一例，这也是不可否认的悲伤现实”⁷。

顺祝时祺！



吴伟明先生
首席投资官

⁵ <https://www.straitstimes.com/business/companies-markets/collapsed-crypto-trading-platform-torque-woman-lost-25m-including-in-laws>

⁶ <https://time.com/5877434/first-ponzi-scheme/>

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-14/trading-wunderkind-s-alleged-740-million-fraud-iolts-singapore>

汇信资产管理私人有限公司免责声明

汇信资产管理私人有限公司 (以下称“本公司”)尽其所知所信, 本材料中所含信息准确性仅以发布 日时为准。本公司持有对本材料中所有信息的更改权, 若有任何更改, 恕不另行通知。本公司对于本 材料或第三方所提供信息之准确性、充分性和完整性, 不做任何形式的陈述或保证。本材料可能存在 技术上或印刷上的错误, 各项事件的持续发展可能引致部分信息的准确性受到影响。本公司没有义务 对本材料进行更新。

本公司及其关联企业, 以及各自的股东、董事和雇员就本材料中的任何错误或遗漏, 以及对直接或间 接使用本材料所引致的任何损失或损害不会承担任何责任。除非另有明确协议, 否则严禁使用、披露、 复制、修改或分发本材料或其任何部分的内容。本公司拒不承担因您访问或使用本材料而引起或相关 的, 无论在合同、侵权、责任限制或其他方面的任何直接、间接、附带、后果性、惩罚性或特殊损害 的赔偿责任。

本材料并非广告, 不可作派发资料或作公共用途。本材料仅供一般性参考, 并不考虑任何特定投资者 的目标、财务状况或需要, 亦不作为任何形式的投资建议。

本材料不构成任何金融、投资、法律、会计、税务或其他专业建议, 不构成对本公司所管理之基金进 行投资的邀请, 亦不构成对本公司所管理或提供咨询之基金发行的利息出售的要约。任何要约只能通 过相关的要约文件和相关的认购协议作出, 有关信息应被仔细阅读和透彻理解, 且只能在要约符合相 关法律和监管要求的司法管辖区内进行。

模拟投资、过往业绩和投资计划未必可作为基金日后表现的指引。在投资由本公司管理或提供咨询的 基金时, 任何投资者都有可能获利或面临投资损失的风险。

本材料上的信息不适用于位于或居住在信息发布受到限制或未经授权的司法管辖区人士。未采取任何 行动对本公司进行授权、注册或限定任何本公司基金, 或以其他方式允许任何本公司基金在任何司法 管辖区公开发售, 或允许在任何司法管辖区发布任何与本公司基金相关的信息。

本免责声明的中文译本仅供参考使用, 若有任何译制出入, 一切仅以英文原版为准。