



SECURITIES AND
FUTURES COMMISSION
證券及期貨事務監察委員會

檢討《單位信託及互惠基金守則》 第 8.7 條的諮詢文件的諮詢總結

香港
2005 年 9 月

目錄

	頁
摘要.....	2
證監會就《諮詢文件》所收到的意見摘要及本會對該等意見作出的回應...	4
總結及《對沖基金指引》的實施.....	14
附錄 I	
加上標記的《對沖基金指引》的最後版本	
附錄 II	
《對沖基金指引》最後版本的謄本	
附錄 III	
《諮詢文件》的回應者名單	

檢討《單位信託及互惠基金守則》第 8.7 條的諮詢文件的諮詢總結

摘要

1. 證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)在 2005 年 5 月 26 日發表《檢討單位信託及互惠基金守則 (“該守則”)第 8.7 條的諮詢文件》，諮詢期為四個星期。我們共接獲 11 份分別由不同的市場從業員、法律專業人士及業界團體提交的意見書。
2. 該諮詢文件建議對該守則第 8.7 條的《對沖基金指引》作出多項修訂(“諮詢建議”)。該等諮詢建議集中於三個主要範疇：
 - (i) 在評估管理公司是否可接納為對沖基金經理時採用全盤考慮的方法；
 - (ii) 透過加強在銷售文件內的信息披露來增加管理公司的運作的透明度；及
 - (iii) 加入額外的註釋，以綜合證監會在實施《對沖基金指引》時的監管作業方式及將之編纂成為守則條文。
3. 大部分回應者都支持該三項主要建議。他們支持證監會建議在評估某管理公司應否獲認可為零售對沖基金的經理時，應全面考慮該管理公司的內部監控措施、風險管理程序、資源、管理公眾資金的經驗及企業管治水平。回應者亦歡迎證監會澄清哪些相關經驗可獲承認為對沖基金經理兩名關鍵人員須具備的一般經驗的一部分。
4. 回應者贊同藉著建議的額外披露規定來提供進一步的投資者保障，有關披露的內容包括主要經紀與計劃之間的關係、利益衝突的管理、風險管理程序、進行公平而獨立的估值及業績表現費用的計算。部分回應者要求證監會澄清其在涉及主要經紀及獨立估值的披露規定方面的監管意向。證監會已根據這些意見修訂了《對沖基金指引》中有關條文的字眼，以更清晰地反映出其對這些事宜的監管意向。
5. 市場從業員亦支持透過在《對沖基金指引》中就有關強制贖回、分隔安排、均分費用及禁止對沖基金的基金使用“管理帳戶”的規定加入額外註釋，從而將證監會某些現行的監管作業方式編纂成為守則條文。
6. 除了該三個主要範疇外，證監會亦諮詢市場對於單一對沖基金的最低認購金額水平及將資產抵押予主要經紀的抵押水平的意見。
7. 回應者對最低認購金額門檻的意見不一。那些擁有基金界別背景的回應者歡迎降低有關門檻，以擴大他們的對沖基金零售業務範圍，而從事前線零售銷售工作的回應者，例如經紀和投資顧問，則反對降低有關門檻，理由是投資大眾目前仍未熟悉對沖基金的投資特點和風險。鑑於熟悉零售業務

的從業員的回應，證監會的結論認為總括來說，現階段不宜將單一對沖基金的最低認購金額水平由 50,000 美元下調至 30,000 美元。

8. 此外，證監會認為在目前這個市場發展階段，不宜提高證監會認可的對沖基金可將其資產抵押予主要經紀的抵押水平。因此，將有關抵押水平放寬至 100% 以上的建議將不予採納。然而，證監會將會密切注視市場的發展，並可能會在日後再次研究有關最低認購金額門檻及抵押水平的問題。
9. 在諮詢期內及在諮詢期結束後不久，多個主要金融市場均發生了多宗涉及對沖基金及監管舉措的重大市場事件。
10. 在 2005 年 6 月，對沖基金界受到多隻對沖基金倒閉的消息和謠言所困擾。市場消息來源顯示，Bailey Coates、Marin Capital 及 Aman Capital (新加坡) 所管理的對沖基金進行清盤主要是由於衍生工具(尤其是信貸衍生工具)的交易出現虧損所致。倫敦 GLG Partners 的情況顯示¹，部分對沖基金在 2005 年首 6 個月內錄得由 14% 至 17 % 不等的嚴重虧損。
11. 英國金融服務管理局在 6 月發表了兩份討論文件：《對沖基金 - 有關風險及監管事宜的討論》(Hedge Funds – A discussion of risks and regulatory issues)及《零售投資產品種類更趨多元化 - 消費者如何在全球急速變化中保障權益》(Wider-range retail investment products – Consumer protection in a rapidly changing world)。
12. 在美國，交易對手風險管理政策小組(Counterparty Risk Management Policy Group)在 7 月發表了一份報告²，當中包含一套旨在減低系統性金融衝擊的風險及限制該等衝擊一旦發生時所造成的損害的舉措。³ 此外，美國的對沖基金經理業界組織管理基金協會(Managed Funds Association)在 8 月發表了《對沖基金經理的良好作業方式》(Sound Practices for Hedge Funds Managers)的文件。該文件就對沖基金經理應如何行事以加強風險管理、履行他們對投資者的責任及處理意料之外的市場事件提供多項指導原則及建議。
13. 所有這些舉措都就如何更有效地管理涉及對沖基金管理的風險及如何進一步提高對沖基金營運的透明度，提供了實務指引和建議。

¹ 資料來源：《行政才智縱覽》(Executive Intelligence Review)於 7 月 8 日的一期提到在 GLG Partners 的 16 隻對沖基金中，有 2 隻在 1 月至 5 月底期間分別錄得 14.5% 至 17.2% 的虧損。

² 交易對手風險管理政策小組在 2005 年 7 月 27 日發表的《邁向更高的金融穩定性：從私營界別的角度分析》(Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective)。該政策小組由來自多家主要金融機構的高級管理人員組成，並由 Goldman Sachs & Co 的董事總經理 Gerald Corrigan 負責領導。

³ 該報告的主要課題是如何在今天極度複雜及緊密連繫的全球金融系統中進行風險管理、風險監察及提高透明度。

14. 證監會在制訂《對沖基金指引》的最後版本時，已顧及到這些近期在國際層面的發展及透過該諮詢文件所接獲的回應。證監會亦多次與回應者舉行討論會議，以清晰地及進一步瞭解他們的意見。
15. 加上標記的《對沖基金指引》的最後版本載於附件 I。在諮詢完結之後對建議的經修訂《對沖基金指引》作出的各項修訂已用不同的顏色顯示出來，以便參考。《對沖基金指引》最後版本的謄本亦載於附件 II。《對沖基金指引》將在政府憲報刊登後生效。
16. 除了實施經修訂的《對沖基金指引》外，證監會將繼續密切注視對沖基金市場的發展及對沖基金經理的行為。證監會亦會繼續致力教育投資大眾認識對沖基金及其他特種投資產品的特點及投資這些產品時的附帶風險。

證監會就《諮詢文件》所收到的意見摘要及本會對該等意見作出的回應

17. 下文撮述我們從市場收到的主要意見及我們就該等意見作出的回應。第 19 至 46 段是有關管理經驗的評估、估值、與主要經紀有關的披露、利益衝突、將資產抵押予主要經紀的規定及單一對沖基金的最低認購金額的水平建議。第 47 至 79 段主要是證監會就市場人士對綜合本會在監管證監會認可對沖基金方面的現行作業方式的建議所提出的意見的回應。
18. 另外，本文件結尾部分亦載有一些就同時涉及獲認可公開發售的對沖基金及傳統基金的守則條文的詮釋或應用而提出的意見的摘要。由於該等意見所涵蓋的範圍，超出諮詢建議所考慮的範圍，因此這些意見在該守則日後再作檢討時才會獲得處理。

管理公司 - 決定是否可接納的評估準則 - 第 8.7(a)(i) 條

公眾意見

19. 幾乎所有回應者都支持採取所建議的全盤考慮的方法來評估負責管理證監會認可對沖基金的管理公司的資格。證監會根據公司整體的基礎來評估全面的監控、風險管理系統及資源充足程度的一般政策方向被視為是切實可行及受業界歡迎。
20. 儘管一般方向獲得市場接受，部分回應者擬要求證監會就以下事宜作出澄清：

公眾資金的經驗：部分回應者希望證監會澄清第 8.7(a)條所指的兩位關鍵人員所需的經驗類別，因為該守則第 5.5(a)條特別規定（除其他事項外）證監會認可基金的基金經理須證明其具備“公眾資金的經驗”，而《對沖基金指引》亦參照提述到這項規定。由於公眾資金主要是只持有好倉的互惠基金，回應者認為其基金經理在管理對沖基金方面的經驗可能有限。回應者憂慮假如第 5.5(a)條所指明的同一程度的“公眾資金的

經驗”嚴格地應用在管理證監會認可對沖基金的管理公司的個別人員身上，可能會導致經驗和專業知識的錯配。

風險控制：數名回應者認為“管理公司必須確保其風險管理程序能夠處理正常及特殊的情況”的責任可能會構成過分沉重的負擔。另一名回應者要求證監會澄清管理公司如何能夠證明其風險管理程序能夠處理特殊的情況，以符合證監會的要求。

證監會的回應

21. 鑑於第 8.7(a)(i)條所建議的全盤考慮方法獲得普遍支持，這項建議將會獲得採納。
22. 至於所提出的兩項技術性問題，我們有以下回應：

公眾資金的經驗：當某對沖基金根據《證券及期貨條例》第 104 條獲得證監會認可，該基金便符合資格進行公開發售。證監會認可基金將會無可避免地在多個方面與投資大眾產生互動關係，包括處理認購及贖回要求、發行基金單位／股份及基金的日常管理，以便符合投資者的要求及需要。證監會認為，為保障投資者的利益起見，管理公司必須具備與投資大眾產生互動關係所需的資源、勝任能力及專業知識，以及能夠適當地管理公眾資金。

為了澄清這項規定，我們已對第 8.7(a)(ii)條作出修訂，及將會以公司整體的基礎來評估管理公司是否具備足夠的經驗及資源管理公眾資金。

風險控制：最近，多個國際組織或監管機構（包括英國及美國的組織或監管機構）紛紛就對沖基金界進行多項調查及監管檢討。這些檢討及調查的結果反映出對沖基金經理的風險管理工具，不論是所採用的方法及衡量標準⁴，都極為不同。該等檢討及調查亦發現，對沖基金所採用的風險管理控制措施是為配合個別基金的策略而設的；及似乎沒有多少套能同時適用於所有投資策略的有效風險衡量標準。

23. 不同司法管轄區的從業員組別、業界團體及專業組織亦紛紛投入資源，努力地識別出管理對沖基金時所涉及的風險類別。這些組織亦向對沖基金經理提供有關風險控制的適當措施的實務指引。⁵ 壓力測試是有助控制對沖基金的風險的其中一種風險衡量標準。另類投資管理協會在 2004 年 12 月發表的《亞洲對沖基金經理的良好作業方式指引》(The Guide to Sound Practices for Asian Hedge Funds Managers)及管理基金協會在 2005 年 8 月發表的《2005 年對沖基金經理的良好作業方式》(2005 Sound Practices for Hedge Funds Managers) 亦載有類似的建議，認為風險管理程序應能夠處理正常及特殊的情況。我們期望對沖基金經理進行壓力測試，以評估市場一旦出現大幅波動時的影響及進行“情境分析”。

⁴ 金融服務管理局在 2005 年 6 月發表有關對沖基金的文章：風險及監管任命的討論。

⁵ 見附註 1 及 2。

24. 證監會認為第 8.7(a)(iv)條規定管理公司須確保其風險控制系統能夠處理正常及特殊的情況，是符合國際市場的標準及對沖基金界的最佳作業方式。

關鍵人員的經驗 - 第 8.7(a)(ii) 條

公眾意見

25. 市場人士歡迎證監會澄清對管理公司的關鍵人員的規定。一般而言，證監會擴大兩位關鍵人員獲承認的個別經驗的範圍被視為該守則的一項改善。
26. 關於這項規定的實際應用，部分回應者就可能會被認為符合這項規定的經驗類別提出具體的意見。

證監會的回應

27. 對沖基金管理是一個快速演變的行業。然而，有數項主要原則適用於評估對沖基金經理的關鍵人員的資格，例如是否具備相關的投資管理專業知識及經驗等。我們期望關鍵人員的投資管理經驗包括實際的基金管理經驗，而並非只是數據分析或研究方面的經驗。因此，關鍵人員在利用與申請人的計劃大致相同的策略來管理對沖基金方面所獲得的實際工作經驗，仍然是其是否可獲得接納的主要因素。
28. 另一方面，市場人士應注意，第 8.7 條所提述的指引可作為對沖基金的認可申請的指導原則。假如申請人擬提出具體的情況或因素讓證監會在研究是否接納關鍵人員時能一併加以考慮的話，則我們建議申請人及其專業顧問應在可能的情況下盡早諮詢證監會的意見，以了解是否已遵守第 8.7 條的規定。

獨立的估值 - 第 8.7(o) 條

公眾意見

29. 回應者原則上支持證監會建議對沖基金的資產應獲得獨立而公正的估值。
30. 多名回應者提出有關如何能保證估值是獨立的實際問題，以及哪些是達致獨立估值的可接納措施。儘管他們注意到規定對計劃作出獨立而公正的估值的優點，但對於列明估值實體與管理公司之間的法律關係的具體限制的建議是否就是達致這個目標的最佳方法，則持有不同的意見。部分回應者認為即使估值代理人與管理公司內由相同人士擔任董事或持有股權亦不會自動削弱估值的整全性。他們觀察到在大型的跨國集團內，儘管估值代理人與管理公司之間有共同的董事或屬於另一方的附屬公司，估值代理人仍然可以獨立於管理公司而運作。

31. 另一方面，部分回應者認為進行估值及投資管理程序的有關人士的獨立性是保障投資者的關鍵。一名回應者甚至建議證監會考慮堅決要求零售對沖基金設立獨立董事局，並由獨立主席監督交易及估值程序，以及確保所有第三者關係（例如主要經紀業務、估值等）均真正由第三者來進行。

證監會的回應

32. 近期多項由主要金融市場進行的監管研究及檢討均強調對沖基金的獨立估值的重要性。對沖基金很多時候都會買賣及投資於缺乏現存市場或缺乏透明的定價系統的投資工具。由於基金的資產淨值是贖回及認購基金的基準，因此其估值必須以公正而獨立的方式進行。
33. 經考慮交易對手風險管理政策小組及英國金融服務管理局最近發表的刊物、多家業界組織（例如管理基金協會及另類投資管理協會）刊發的有關對沖基金的定價方法的最佳作業方式、對沖基金可作投資的廣泛類別的投資工具以及對沖基金的估值及投資管理所依據的不同經營模式，證監會的總結認為有若干核心原則獲普遍接納為對沖基金進行估值時的最佳或建議的作業方式。這些核心原則包括需要就對沖基金進行公正而獨立的估值、需要就估值方法設立適當的制衡機制，及妥善地分隔投資管理及估值的職能。
34. 因此，證監會已採取以原則為基礎的方法對第 8.7(p)條的諮詢建議作出修訂，將估值的核心理則載於經修訂的《對沖基金指引》內，以便計劃及管理公司能得到充分的酌情權及靈活性去實施必需的措施，藉以確保估價是公正而獨立的。

按照普遍接納的會計原則進行估值 - 第 8.7(o)條

公眾意見

35. 部分回應者要求澄清該守則第 8.7(o)條有關基金必須按照普遍接納的會計原則（“會計原則”）進行估值的規定。他們表示，會計原則與基金界通常採納的估值原則有若干差別。此外，回應者指出現時並沒有強制規定須就根據該守則第 7 條獲得認可的傳統基金採用指定的會計原則進行估值。

證監會的回應

36. 證監會注意到市場人士的意見，即對沖基金所採用的原則及方法可能會因應他們設立業務的地方的監管規定及所屬的司法管轄區而有所不同。有見及此，考慮到對沖基金可能會採用廣泛類別的投資策略或投資於不同的投資工具，我們的結論是，雖然證監會認可對沖基金應該定期獲得公正而獨立的估值，但並不適宜強制規定採用特定的估值標準及方法。計劃應（如適用）披露其估值方法與該計劃所採用的普遍接納的會計原則之間的任何差別。

37. 我們認為不論採用哪套估值方法或原則，都必須貫徹採用，以及（如適用）管理公司在就該計劃的資產進行估值時，亦應該考慮採用業內的最佳作業方式。

主要經紀 - 第 8.7(b) 條有關披露與主要經紀的關係及抵押水平的註釋

公眾意見

38. 大部分回應者均支持建議在銷售文件中加入有關主要經紀與證監會認可基金的關係的更詳盡披露。然而，某些回應者認為，與其詳細交待主要經紀與計劃本身之間的合約、法律關係及商業條款，如能將有關披露的重點放在主要經紀的資歷及任何利益衝突的風險披露之上，則一般來說會對散戶投資者較為有用。回應者亦表示，由於槓桿借貸的多少視乎多項隨時間變動的因素而定，因此，即使進一步規定有關計劃須披露可從主要經紀借入的最高款額，對提高投資者的保障亦沒有多大效用。
39. 對於將資產抵押予主要經紀的抵押水平這一點，回應者的意見分歧。多名回應者就在技術上抵押水平應該如何計算及有關限制應定在哪個水平發表了意見。由於有關應如何釐定零售對沖基金的抵押水平而又可供直接借鑒的本地例子或經驗不多，因此，某些回應者建議，證監會應參考海外司法管轄區在登記為專業投資者而設的對沖基金方面的經驗。

證監會的回應

40. 證監會同意市場人士的看法，即如果將有關主要經紀所涉關係的披露重點放在主要經紀是否受到任何監管機構的監察及主要經紀與計劃本身之間利益衝突的披露之上，則對投資者來說較為有用。第 8.7(b)(iv) 條因而已作出相應的修改。
41. 關於抵押水平，證監會認為應採取審慎的監管方法對證監會認可對沖基金等公開發售的基金進行監管。有關以計劃本身的資產作為抵押，從而向主要經紀借款的做法，涉及廣泛的監管問題：主要經紀在抵押品的贖回權被取消時要面對的利益衝突，以及主要經紀重新抵押有關抵押品時對投資者帶來的影響。這些問題都是近年監管研究的重點，本會擬因應不斷演變的市場作業方式及國際監管趨勢而對這些範疇進行檢討。
42. 在平衡過維持投資者基本保障的需要及市場人士對減少規管抵押水平的訴求後，及鑑於國際發展趨勢不斷演變，證監會的結論是目前不應放寬抵押水平。證監會將密切注視市場的發展，並會在適當時再次檢討這個問題。

單一對沖基金的最低認購金額 - 第 8.7(c) 條

公眾意見

43. 對於單一策略對沖基金的最低認購金額門檻是否應該由 50,000 美元減低至 30,000 美元，回應者的意見分歧，當中，來自基金管理業的回應者主張降低門檻。這些回應者希望對沖基金的業務範圍在零售層面能進一步擴展。
44. 另一方面，從事前線銷售並與散戶投資者經常接觸的市場人士（例如證券經紀及投資顧問）並不支持降低門檻的建議。這些市場人士認為，雖然公眾對於對沖基金的認知程度一直在提高，但並不表示他們對投資對沖基金所涉及的風險及回報一定有良好的認識。這些回應者亦指出，即使在中介人當中，亦有相當多的前線銷售人員仍未熟知對沖基金的風險及特點。他們恐怕這可能會分別導致銷售人員及投資者以不當的手法銷售及購買對沖基金。

證監會的回應

45. 證監會注意到，前線市場人士關注到投資大眾對於對沖基金的投資特點未必具備與傳統基金一樣的認識及熟識程度。其他如英國金融服務管理局等的證券監管機構，考慮到這類產品日漸複雜及流通性低，亦就對沖基金廣泛提供給散戶投資者的情況提出關注⁶。此外，另有多項諮詢工作仍在進行中，以評估應否進一步開放對沖基金的零售市場。
46. 證監會的結論是，透過實施最低認購金額而繼續將市場劃分的做法有其好處。證監會亦同意現時並非適當時候按照諮詢文件的建議將門檻降低。因此，單一對沖基金的最低認購金額維持在 50,000 美元的水平。

禁止投資於無限責任的投資工具 - 第 8.7 (d) 及 (g) 條

公眾意見

47. 回應者一般支持澄清第 8.7(d)及(g)條的適用範圍，根據該等條文，投資者的責任須以其在計劃內的投資金額為限，而證監會認可的對沖基金的基金不得投資於無限責任的投資工具。然而，某些回應者表示，計劃是否投資於無限責任的投資工具，與投資者的責任是否以其在計劃內的投資金額為限無關。
48. 某些回應者要求澄清證監會是否有意禁止單一對沖基金投資於期權或期貨等衍生工具。兩位回應者更表示，如果這是證監會的意向，則應在第 8.7(g)條中提及第 7.16 條。

⁶ 英國金融服務管理局文件：《零售投資產品種類更趨多元化 — 消費者如何在全球急速變化中保障權益》

證監會的回應

49. 證監會確認，本會無意禁止單一對沖基金投資於期貨或期權。基於單一對沖基金的根本性質，預期單一對沖基金應涉及股本證券、衍生工具及其他投資工具的買賣。證監會規定其認可的對沖基金實施適當的風險管理控制及程序，以減低不同買賣策略所涉及的風險。
50. 第 7.18 條內禁制條文旨在防範對沖基金的基金因投資於無限責任的相關基金（例如以無限責任合伙經營的基金）而承擔無限責任。鑑於單一對沖基金及對沖基金的基金獲准投資的範圍現已澄清，證監會認為無須修改現時 8.7(g)的條文。

披露分隔安排 - 第 8.7(e) 條

公眾意見

51. 大部分回應意見均支持披露限制傘子結構中各成分基金之間的負債的分隔安排。某些回應者有興趣知道，分隔安排在有對沖基金成立的海外司法管轄區是否普遍的現象。

證監會的回應

52. 正如諮詢文件所述，規定傘子基金實施適當的分隔安排，對於分開傘子結構內各成分基金之間的負債至關重要。此項規定是保障投資大眾利益的關鍵所在。證監會認可對沖基金的管理公司有責任確保有關的保障措施可根據監管計劃營運的相關法律依法執行。
53. 關於有回應者質疑分隔安排在有對沖基金成立的其他司法管轄區是否一種常見特色，證監會希望指出的是，越來越多海外司法權區，包括證監會認可基金的熱門註冊地，例如盧森堡、開曼群島、百慕達、法國及近期的愛爾蘭，都已立法或建議立法准許設立受保護專屬帳戶公司或投資工具。此舉讓傘子結構的成分基金之間的負債得以劃分，從而分隔開成分基金之間的負債。
54. 在考慮到保障投資者利益的需要後，證監會認為建議第 8.7(e)條的規定是合理的。然而，鑑於市場的反應，證監會作出了輕微的草擬修訂，以致基金只須在其銷售文件中就分隔安排作出披露。

有關計算業績表現費用的披露 - 第 8.7(i) 條

公眾意見

55. 公眾一般支持將披露有否採用“均分費用”，以及相關風險和裨益的現行做法，編纂成為守則條文的建議。

56. 若干回應者亦藉此機會提出有關業績表現費用的其他事宜，例如關於選用各種工具達致均分費用(如運用名義組別)、業績表現費用的計算方法說明，及以“新高價”基準來計算業績表現費用的問題。

證監會的回應

57. 鑑於市場的支持，證監會的結論是有需要向投資者披露會否達致均分業績表現費用；以及如無均分費用措施，則投資者應付的業績表現費用數額會否受影響。
58. 證監會注意到有各種不同方法可以達致均分費用，而我們不擬在該守則內規定任何特定方法或工具。我們相信，在銷售文件內清楚披露有關方法已然足夠。
59. 此外，我們知道非認可基金的業績表現費用，可能會根據“新高價”以外的基準來計算，例如按某基準指數或預設比率來徵收費用。然而，就證監會認可基金而言，不論傳統或對沖基金一直都妥為遵從以“新高價”基準來徵收業績表現費用的規定。關於按甚麼基準來徵收業績表現費用，涉及較今次諮詢工作的範圍為廣的檢討，證監會擬在全盤檢討該守則的條文時再行考慮該問題。

對沖基金的基金的自營交易 - 第 8.7(j) 條的註釋

公眾意見

60. 公眾對於限制對沖基金的基金進行“自營交易”的建議持有分歧意見。有些回應者支持禁止對沖基金的基金進行自營交易的建議，其他人則建議應按個別情況而允許某些種類的自營交易。儘管意見分歧，大部分回應者都留意到當對沖基金的基金進行“自營交易”時產生的負債外溢的風險。
61. 贊成對沖基金的基金進行自營交易的回應者相信，對沖基金的基金透過“管理帳戶”進行自營交易，可使對沖基金經理得到較大的靈活性，亦更符合成本效益。
62. 有些回應者亦提及“管理帳戶”可以用作貨幣及投資組合的對沖，可在若干方面補足對沖基金的基金的整體策略，因此應予允許。

證監會的回應

63. 鑑於證監會認可的對沖基金是為了向散戶投資者公開銷售而設的，該等基金理應具備簡單直接的產品結構及策略。投資者期望對沖基金的基金在揀選相關對沖基金後，繼續負有監察其表現的責任。與此同時，對沖基金的基金所具備的管理專業知識理應與單一對沖基金所應具備的不同。
64. 一旦對沖基金的基金的經理開始進行自營交易，兩類基金之間的分界線便會變得模糊，若自營交易導致負債外溢至對沖基金的基金所投資的相關基

金，投資者所蒙受的風險便可能增加。在極端情況下，對沖基金的基金的經理可運用取巧的策略，將大量基金資產分配作自營交易，導致對沖基金的基金的波幅上升。此舉有違監管原意，即根據《對沖基金指引》獲認可的對沖基金的基金理應透過將資產分配至不同的相關對沖基金而達到分散風險的效果。

65. 因此，證監會的結論是應該採納禁止對沖基金的基金進行自營交易的建議。然而，證監會注意到若干回應者倡議允許對沖基金的基金進行合理程度的貨幣對沖活動。鑑於並非所有對沖基金的基金都需要進行該等活動，而即使進行該等活動，每宗個案將可能涉及不同的考慮因素，因此在守則內就此目的而制訂劃一規定並不切實可行。
66. 證監會擬按個別情況審批為對沖基金的基金而進行的貨幣對沖活動，及如獲准，該基金需要設立的相關保障措施，包括有效的分隔安排規定。

對沖基金的基金投資於另一項對沖基金的基金 - 第 8.7(j)(ii) 條

公眾意見

67. 一名回應者建議放寬第 8.7(j)(ii) 條所載的禁止規定，即認可對沖基金的基金不得投資於另一項對沖基金的基金。有關建議認為應允許對沖基金的基金的小部分投資於另一項對沖基金的基金以進一步減低風險。

證監會的回應

68. 對沖基金的基金投資於另一項對沖基金的基金不僅令透明度降低，亦削弱《對沖基金指引》內旨在監管對沖基金的基金的結構性保障措施。當對沖基金的基金投資於另一項對沖基金的基金時，便會出現多層架構，以致投資者難以知悉基金有否違反第 8.7(k) 條的規定，重複徵收首次費用。證監會依然認為載於第 8.7(j)(ii) 條的限制應予保留。

以實物方式贖回及強制贖回 - 第 8.7(m) 條的註釋

公眾意見

69. 有回應者認為，證監會建議計劃以實物方式贖回前須徵求投資者同意是合理之舉。然而，有些回應者建議，更理想的做法是不要將可進行強制贖回的情況僅限於諮詢建議內所列出者。相反，如能對強制贖回的原則作出概括的描述，便可以在當某一投資者繼續持股會對其餘投資者構成損害時，給予管理公司較大的靈活性。

證監會的回應

70. 證監會仍然認為以實物方式贖回必須徵求個別同意。此舉可以保障散戶投資者的權益，因為在大部分情況下，散戶投資者都期望在贖回時收取現金，而非指定證券或其他投資工具。證監會認為，如果個別投資者被視為全面同意以實物方式贖回，便等於令投資者蒙受被迫接受流通性低或難以計值及套現的投資產品的風險。
71. 關於強制贖回，證監會顧及到市場回應 指有其他情況需要進行強制贖回，以保障計劃的整體利益，故已修訂第 8.7(m)條的字眼，以致在符合計劃的整體利益時可進行強制贖回。我們亦以並非巨細無遺的方式列舉一些例子，以協助市場理解該規定的應用方式。

披露 - 利益衝突及消弭措施 - 第 8.7(t)條

公眾意見

72. 對於利益衝突的額外披露規定，有回應者評論到雖然基金的一般做法是披露及描述基金與服務供應商之間的潛在利益衝突，但現時並無披露已採取或可能採取哪些措施以消弭該等衝突。就消弭利益衝突的事宜作出有意義的披露，須在主要經紀協議中處理。
73. 回應者並要求證監會更清楚地解釋甚麼會被視為利益衝突、證監會要求的明確披露範疇，以及期望獲採取的措施。

證監會的回應

74. 管理公司有責任遵從有關避免及妥善管理利益衝突的一般原則，我們期望管理公司會評估在某特定情況下有否發生利益衝突，及如有，基於管理公司有責任維護有關計劃的投資者的最佳利益而行事，將會採取哪些妥善措施以減少或管理該等衝突。
75. 證監會決定，披露衝突的詳細範疇應留待管理公司自行釐定，但第 8.7(t)條的定稿中將會保留披露如何管理衝突的一般責任。

對保險相連產品的禁制

公眾意見

76. 一名回應者提議證監會應移除《與投資有關的人壽保險計劃守則》附錄 C 第(j)項規定，容許與投資有關的產品投資於適當的對沖基金。該回應者相信，容許這樣做會對投資者有利，因為與投資有關的產品投資於適當的對沖基金有助進一步分散投資風險，而不會過份地增加波幅。

證監會的回應

77. 證監會注意到，對沖基金經理可能有商業理由，利用投資相連壽險計劃產品的網絡使其產品更加普及。另一方面，對沖基金的零售化仍處於初期階段，花一段時間來觀察該等產品對零售界別的影響是審慎之舉。
78. 與此同時，證監會關注到與對沖基金掛鈎的投資相連壽險計劃產品，能否在結構性保障及披露規定方面，提供與現時證監會認可的對沖基金相同程度的保障。為更深入地了解有關情況，證監會已非正式地與熟悉該等保險產品及銷售手法的從業員進行討論。他們同意在實際執行上，難以確保與對沖基金掛鈎的投資相連壽險計劃，會全面實施等同於對證監會認可的對沖基金施加的保障措施的披露規定。
79. 證監會認為不適宜過早於現階段考慮擴大透過投資相連壽險計劃產品提供對沖基金的範圍。然而，我們歡迎業界就如何加強對沖基金及投資相連壽險計劃產品市場的發展提出任何建議，並將與保險界的從業員展開對話，交換我們對此課題的看法。

其他意見

80. 證監會亦接獲一些意見，涉及與傳統基金及對沖基金均有關連的事宜，包括可接納的監察制度，以及將投資管理職能外判。回應者亦對證監會就對沖基金及傳統基金兩者的整體監管制度提出回應意見。
81. 該等事宜所涵蓋的監管考慮範圍遠較今次諮詢工作的為廣。大部分事宜都涉及廣泛地檢討該守則內其他部分有關認可其他種類基金(非只限於對沖基金)的條文。證監會感謝各界就該等事宜提出的寶貴意見，並將在日後檢討該守則時加以考慮。

總結及《對沖基金指引》的實施

82. 證監會感謝曾在諮詢過程中提供協助或作出貢獻的各界人士。回應者的名單載於附件 III。
83. 為貫徹證監會“以投資者為先”的原則，證監會將繼續致力於投資者教育工作，教導投資大眾對沖基金的主要投資特色及投資時所涉及的風險。證監會亦擬再三強調，投資者在投資於對沖基金或其他另類投資計劃前，應確保他們了解本身的投資目標及風險承受能力。
84. 與此同時，作為監管職能的一部分，證監會將繼續監督對沖基金市場的發展，以及參與分銷該等產品的對沖基金經理及中介人的行為，尤其是他們在基金管理及售賣手法方面的合規水平。
85. 《對沖基金指引》預期將於 2005 年 9 月底在政府憲報刊登後生效。

8.7 對沖基金

導言

以下準則適用於一般稱為對沖基金(或另類投資基金或絕對回報基金)的集體投資計劃。對沖基金一般被視為非傳統基金，具備不同的特點及使用不同的投資策略。在考慮對沖基金的認可申請時，證監會將考慮多項因素，其中包括：

- (i) 有關基金所選擇的資產類別；及
- (ii) 所採用的另類投資策略，例如持有長/短倉、槓桿借貸比率、及/或對沖及套戥技巧。

由於可歸入這個類別的計劃種類繁多，證監會將按個別情況行使酌情權，在適當的時候就每個計劃施加額外的條件。

某計劃如將所有非現金資產投資於其他對沖基金之上，便有可能獲認可為對沖基金的基金。

某計劃如具備保本特色，便有可能獲認可為保本對沖基金。在這情況下，視乎該計劃的性質，第 8.5 及 8.7 條的規定可以適用於該計劃。

除非另有指明，本守則其他章節的條文亦同時適用。凡條文對“該計劃”的提述，均指“申請人的計劃”。

管理公司

- (a) 除非本章另有指明，有關計劃的管理公司必須符合第 5 章內載列的規定。除第 5 章的規定外，為免生疑問，證監會在評估管理公司的適當性是否可接納時，將會考慮多項因素，以下事項其中包括：
 - (i) 管理公司必須具備所需的勝任能力、專業知識及適當的風險管理及內部監控系統。管理公司亦必須備有足夠且合適的人員，從而妥善地管理與其對沖基金業務有關的風險及運作事宜。
 - (ii) 管理公司或及已獲轉授投資管理職能的投資顧問的關鍵投資人員在管理對沖基金方面的經驗；

註釋：該等單一對沖基金¹或對沖基金的基金的管理公司的關鍵人員必須是專責的全職人員，並在管理對沖基金方面具備可資證明的良好往績。

證監會在評估某項計劃的關鍵人員是否可接納時，將會考慮各種不同因素。該等因素可能會按單一對沖基金或對沖基金的基金的情況而有所不同，當中會考慮到該等基金採用的不同策略及運作上的差異。

管理公司內必須設有最少兩名關鍵人員，而該等人員每人必須具備最少五年相關經驗。管理公司必須顯示出在該兩名關鍵人員的該五年相關經驗中，每人有最少兩年的專門經驗。

- (a) 如屬單一對沖基金的經理，管理公司或投資顧問應設有最少兩名投資行政人員。若該等兩名關鍵人員每人必須在對沖基金策略方面具備 5 年的一般經驗，包括在與該計劃相同的策略方面具備最少兩年的專門投資管理經驗，證監會通常會認為可予接納。
- (b) 如屬對沖基金的基金的經理，儘管設有上述規定，對沖基金的基金的經理的關鍵人員每人都應在對沖基金策略方面具備 5 年的一般經驗，包括若該兩名關鍵人員每人具備最少兩年作為對沖基金的基金的經理的專門投資管理經驗，證監會通常會認為可予接納。

關鍵人員可藉著其上述與對沖基金有關的專門經驗及一般經驗的組合來達致該五年相關經驗的要求。在一般經驗方面，證監會通常會認為下列經驗種類可予接納：

- (1) 在類似該計劃所考慮投資的證券、衍生工具或其他投資工具方面的自營交易經驗；或
- (2) 在類似該計劃所考慮進行的投資管理或證券交易業務中執行投資策略的經驗；或
- (3) 為投資目的而評估或揀選對沖基金的以往經驗。

然而，透過學術研究、銷售或推廣或在後勤辦公室管理對沖基金所獲取的一般經驗相當可能不會被認為就符合第 8.7(a) 條的規定而言可予接納。

¹在第 8.7 條的文意中，"單一對沖基金"指並非對沖基金的基金形式的對沖基金。

為免生疑問，在第 5.5(a) 條規定關鍵人員必須具備有關公眾資金的專門經驗的範圍內，如管理公司能在公司整體的基礎上證明其具備管理公眾資金所需的經驗和資源，便可能足以符合這項規定。

證監會可要求獨立人士提供該等關鍵人員、管理公司及集團公司(如適用)在管理經驗及業往績方面的獨立證明。

就對沖基金的基金而言，其所投資的基金的投資人員所須具備的經驗，載於下文“對沖基金的基金”一節內。

(ii)(iii) 管理資產的數額；

註釋：證監會一般要求按照對沖基金策略進行投資管理的資產總額最少須為 US\$100,000,000。雖然管理資產可包括管理公司本身的資金，但一般來說，證監會希望有關的管理公司具備管理第三者資金的經驗。

(iii)(iv) 管理公司的風險管理概況及內部監控系統；及

註釋：管理公司應必須設有與公司業務及風險情況相稱的適當內部監控及風險管理系統，包括清晰的風險管理政策及書面監控程序。

管理公司必須持續調動所需資源及保持警覺，以確保按照該計劃的投資策略妥善地監察和控制與管理該計劃有關的所有相關風險。

管理公司應必須顯示出其委任的代表及代理人(包括例如管理人、代管人、經紀、估值代理人)具備處理對沖基金的足夠知識和經驗。

在管理對沖基金的基金方面，管理公司應須：

- (a) 就揀選及持續監督其所投資的基金的活動，設立審慎的查證程序；。管理公司應
- (b) 顯示出其有能力評估及監察其所投資的基金的基金經理的表現，以及有能力在有需要時更換所投資的基金，以保障持有人的權益；及。管理公司應
- (c) 提交計劃書，闡釋其審慎查證及持續監察程序(當中載有的多項資料須包括就所投資的基金作出匯報及評估的頻密程度，以及管理公司為確

保能分析和控制所投資的基金的投資及運作風險而採納的措施，並在該計劃的銷售文件內附上該計劃書的摘要。

管理公司必須確保其風險管理程序能夠處理正常及特殊的情況，包括極端的市況。

管理公司在揀選從事對沖基金的銷售的分銷代理人時，必須採取所有合理謹慎的措施，以及為銷售該計劃的目的，向這些代理人提供一切必要的資料及培訓。

(iv)(v) 該計劃的投資管理營運總部，必須設於監察制度獲證監會接納的司法管轄區。

註釋：雖然有關方面可以參考附錄 A2 所載的可接納監察制度名單，但值得注意的是，若干司法管轄區對離岸對沖基金與非離岸基金的監管可能有所不同。因此，就某項計劃而言，有關監察制度是否可以獲得接納，可能需要視乎個別情況而定。

主要經紀

(b) 以下事項適用於委任主要經紀的計劃：

- (i) 該主要經紀必須是一家具規模的財務機構，並受到審慎的監管制度的監察；
- (ii) 如為著取得融資而將該計劃的資產抵押予該名主要經紀，則該等資產在任何時候都不得超過該計劃欠該名主要經紀的債項；

註釋：如該計劃的資產可被用作該主要經紀將提供的融資的抵押品或保證，則銷售文件必須披露涉及有關抵押的風險，例如有關資產可能會遭主要經紀取消贖回權或再抵押，以及因而對該計劃及其投資者所帶來的任何影響。

- (iii) 抵押予主要經紀的資產必須以受託人/代管人的名義或以記入受託人/代管人帳下的方式，存放在獨立的保管帳戶內；及
- (iv) 該計劃的銷售文件應須披露主要經紀的資料摘要及其與該計劃的關係。

註釋：在該計劃委任主要經紀之前，該計劃或管理公司(視屬何情況而定)必須對該主要經紀進行審慎查證，並合理地信納該主要經紀的適當性及勝任能力。

銷售文件除披露該主要經紀的資料摘要外，亦必須披露該主要經紀就該對沖基金所擔當的角色、該主要經紀是否受到任何監管機構的監察，及如是，其在有關司法管轄區的持牌狀況的扼要描述。在適當情況下，須在銷售文件內披露涉及該主要經紀與該計劃之間的任何利益衝突的風險。

最低認購金額

- (c) 每名投資者在某項計劃內的最低首次認購金額不得少於 US\$50,000*，惟對沖基金的基金除外。對沖基金的基金的最低首次認購金額不得少於 US\$10,000*。最低首次認購金額的規定不適用於提供至少 100% 資本保證的計劃。

(*) 或等值外幣

有限責任

- (d) 持有人的責任須以其在該計劃內的投資金額為限，並應須在銷售文件內清楚說明。
- (e) 如該計劃是傘子基金內的成分基金，則該計劃必須向證監會顯示其有可依法執行的規定，以便將該計劃的資產與其他成分基金的負債分開。銷售文件須扼要地描述該等分隔安排。

註釋：證監會可能要求該計劃就執行分隔條文的可行性提供獨立法律意見或監管機構的確認。

投資及借貸限制

- (f) 該計劃的組成文件及銷售文件內應須載有一套清楚界定的投資及借貸規定。銷售文件應須清楚解釋該計劃將會投資的金融工具的類別、分散或集中投資的程度或策略、槓桿借貸的程度及基準(包括最高槓桿借貸比率)，以及有關投資及借貸規定的相關風險影響。
- (g) 除第 7.12、7.13、7.14、7.17、7.18(只適用於對沖基金的基金)、7.22 及 7.23 條外，第 7 章的核心規定將不適用。

計劃的名稱

- (h) 如果計劃的名稱顯示某個特定目標、地區或市場，則該計劃最少須將其非現金資產的 70% ，用於可以貫徹有關目標、地區或市場的目的上。

業績表現費用

- (i) 如果徵收業績表現費用，則該計劃必須遵守第 6.17 條的規定。銷售文件應須全面及清楚地披露有關的計算方法。

第 6.17 條並不適用於對沖基金的基金所投資的基金。就對沖基金的基金而言，該計劃的銷售文件必須披露會否同時在該計劃及其所投資的基金的層面徵收業績表現費用。銷售文件亦應須概述其所投資的基金在計算及支付業績表現費用方面的基準。銷售文件內須載有適當的警告，述明可能會在對沖基金的基金的不同層面徵收業績表現費用及此舉對投資者的影響。

註釋：證監會可以在其認為適當時，要求在銷售文件內加入例子，以說明有關的計算方法。證監會指出可以採用不同方法按照載於第 6.17 條的基本原則徵收及累算業績表現費用。

證監會可以在其認為適當時，要求在銷售文件內加入例子，以說明徵收費用的方法。

如計劃有意在計算業績表現費用時將該等費用均分，其銷售文件必須披露為達致均分費用而採用的機制。

如該計劃無意將業績表現費用均分，其銷售文件必須清楚披露這項事實，及如沒有均分費用的話，可能會怎樣地影響到須由投資者來承擔的業績表現費用的金額。

對沖基金的基金

以下條文取代第 8.1 條的規定，並適用於對沖基金的基金。

- (j) 對沖基金的基金應須遵守以下規定：
- (i) 對沖基金的基金必須最少投資於五隻基金，而任何一隻基金的投資額，均不可超逾該對沖基金的基金本身的總資產淨值的 30%；及

註釋：有關對沖基金的基金的其中一個相關假設是，對沖基金的基金可透過投資於一系列採用不同投資策略及 / 或使用不同的基金經理的技巧的基金而達到分散風險的效果。

申請獲認可為對沖基金的基金的任何計劃應在銷售文件內清楚解釋其分散風險策略。

證監會要求依據本守則獲認可的對沖基金的基金透過所投資的基金的業績表現而非透過自營交易或"管理帳戶"直接投資於證券、期貨、期權、衍生工具、貨幣或其他投資工具的業績表現，從而取得投資回報。因此，對沖基金的基金直接或透過使用"管理帳戶"進行自營交易一般來說是不可接納的。

- (ii) 對沖基金的基金不得投資於另一隻對沖基金的基金。
- (k) 對沖基金的基金的管理公司應該必須確保：
 - (i) 所投資的基金的管理公司的每位關鍵人員，都在有關的對沖基金投資策略方面具備最少兩年經驗。然而，對沖基金的基金最多可將其資產淨值的 10%，投資在由經驗較淺的投資人員負責管理的基金之上；
 - (ii) 所投資的基金設有獨立的受託人/代管人，負責妥善保管有關資產；
 - (iii) 凡對沖基金的基金投資於由同一管理公司或其關連人士管理的基金之上，就所投資的基金徵收的首次費用須全部獲得寬免；
 - (iv) 對沖基金的基金的管理公司或其關連人士，均不得就該等所投資的基金、其管理公司或任何關連人士所徵收的費用或收費收取回佣(不論是現金或以實物形式收取)；
 - (v) 對沖基金的基金的銷售文件必須清楚披露對沖基金的基金及其每隻所投資的基金的所有費用及收費總額，或就有關費用及收費提供一個指示性幅度；及
 - (vi) 如對沖基金的基金投資於並非獲證監會認可的基金，便須在銷售文件中披露該事實，並須加入風險警告聲明，述明該對沖基金的基金所投資的部分或所有基金，以及其基金經理，都沒有受到證監會監管，以及該等基金未必受到類似證監會為保障投資者的權益而設計的規則所約束。

交易

- (l) 每月最少須有一個定期交易日。
- (m) 由持有人遞交適當地以文件提出的單位/股份贖回要求(不論是否需要給予通知期)，至向持有人支付贖回款項的期間，最長不可超過 90 個曆日。

註釋：計劃只可在取得個別贖回投資的持有人事先同意的情況下進行以實物方式贖回投資。銷售文件必須披露以實物方式

贖回投資的可能性及有必要取得來自個別持有人就作出該等贖回的事先同意。

計劃不可進行強制贖回，除非管理公司合理地信納這樣做符合該計劃的整體利益。管理公司可進行強制贖回的情況的例子包括如某特定持有人繼續持有該計劃的權益，會引致該計劃違反管限該計劃的任何法例或規例，或導致對該計劃不利的財政後果(如稅務罰款)。

除非出現上述情況，否則銷售文件必須披露在何種情況下可進行強制贖回及該等贖回要求的通知期應為多久。

- (n) 該計劃的銷售文件應須加入警告聲明，述明贖回價格可能會受到相關投資的價值在遞交贖回要求到計算出贖回價格當日之間的波動所影響。

估值

- (o) 該計劃的投資應該必須貫徹地按照普遍接納的會計原則及業內的最佳作業方式，定期獲得獨立而公正的估值。在適當情況下，普遍接納的會計原則及業內的最佳作業方式應貫徹地加以應用。

註釋：管理公司有責任顯示出該計劃的投資將會獲得獨立而公正的估值。

在考慮管理公司是否有能力顯示出某計劃的投資獲得獨立的估值時，證監會可考慮多個因素，包括以下各項：

- (a) 進行估值的一方(“估值代理人”)與為該計劃執行投資管理職能的一方之間的職責及職能應予分隔，例如委任獨立的管理人。銷售文件內必須披露分隔是如何達致；
- (b) 應設有制衡措施，確保貫徹地遵從估值程序及政策；
- (c) 有關定價的數據應收集自可靠的來源；
- (d) 在必要時，應採取保障措施使估值得以獨立地進行；及
- (e) 估值代理人是獲該管理公司按照適當程序揀選出來的。

以下資料必須加以披露：(1)該估值代理人的甄選準則及其與管理公司、該管理公司的集團公司的關係；及(2)在估值政策及方法方面的任何限制和約束。

上述因素並非巨細無遺，證監會在評估關於獨立性的規定有否獲得遵守時，可考慮其他相關因素。

- (p) 該計劃的投資進行估值的頻密程度及方法，以及估值代理人的身分及資歷，估值代理人在評估對沖基金的資產方面的經驗，

以及該代理人與該計劃的管理公司或集團公司及(如適用)主要經紀之間的關係都必須在銷售文件內詳細披露。

- (q) 該計劃的銷售文件應須加入警告聲明，述明該計劃部分相關投資的交投可能並不活躍，以致該等投資的估值可能涉及不明朗的因素，同時亦要須提醒有意投資者，在該等情況下，該計劃的資產淨值可能會受到不利的影響。

信息披露

- (r) 以下的警告聲明必須顯示於銷售文件封面的當眼處：
- (i) 本計劃採用另類投資策略，同時本計劃的固有風險通常不會見於傳統的基金；
 - (ii) 本計劃承受的特殊風險可能會導致投資者損失大部分或全部投資金額，因此並不適合無法承擔有關風險的投資者；
 - (iii) 投資者應考慮本身的財政狀況及是否適宜將本計劃作為其投資組合的一部分；及
 - (iv) 投資者應該仔細閱讀本銷售文件，及在認購本計劃之前聽取專業意見。

註釋：上述警告聲明的行文可以不同，但所傳達的訊息應該必須是清晰而不含糊的。

- (s) 就第 6.1 條而言，銷售文件應須披露所有關乎該計劃的投資運作及風險管理各方面的相關事宜，並須清晰地解釋該計劃的投資策略及其固有風險。

註釋：例如，銷售文件應闡述該計劃的性質、所涵蓋的市場、所使用的投資工具、有關策略的風險及回報特質、該計劃在何種情況下會取得最佳表現及何種情況將不利於該計劃的業績表現、風險管理及內部監控機制(包括訂立投資及借貸限制以控制風險)、銷售條款、對該計劃的投資及資產分配程序及該計劃的業績表現的持續監察、對例如主要經紀及管理人等主要服務提供者所提供的服務水準的持續監察及更換該等服務提供者的程序，以及各有關人士的責任。

銷售文件應以淺白語言撰寫。證監會特別鼓勵銷售文件以技術性詞彙解釋表，以解釋有關詞彙的涵義。

未獲認可的基金的詳情不得在銷售文件內列出。如提及這些基金的名稱，必須清楚指明這些基金未獲認可及並非提供予香港居民投資。

(t) 管理公司必須披露已採取哪些措施及保障設施，以管理涉及計劃的營運的利益衝突。

(u) 所有廣告必須在當眼處展示上文第 8.7(r)段條所提述的警告提示。

申請表格

(v) 該計劃的所有申請表格均應須以顯眼方式述明該計劃是對沖基金及投資在該計劃涉及特殊風險，並且應須引導投資者仔細閱讀銷售文件。

財務報告

(w) 管理公司必須最少每季定期向持有人發出有關該計劃的活動的報告。有關報告應須依照《對沖基金匯報規定指引》擬備及分發。
[見附件錄 H]

8.7 對沖基金

導言

以下準則適用於一般稱為對沖基金(或另類投資基金或絕對回報基金)的集體投資計劃。對沖基金一般被視為非傳統基金，具備不同的特點及使用不同的投資策略。在考慮對沖基金的認可申請時，證監會將考慮多項因素，其中包括：

- (i) 有關基金所選擇的資產類別；及
- (ii) 所採用的另類投資策略，例如持有長/短倉、槓桿借貸比率、及/或對沖及套戥技巧。

由於可歸入這個類別的計劃種類繁多，證監會將按個別情況行使酌情權，在適當的時候就每個計劃施加額外的條件。

某計劃如將所有非現金資產投資於其他對沖基金之上，便有可能獲認可為對沖基金的基金。

某計劃如具備保本特色，便有可能獲認可為保本對沖基金。在這情況下，視乎該計劃的性質，第 8.5 及 8.7 條的規定可以適用於該計劃。

除非另有指明，本守則其他章節的條文亦同時適用。凡條文對“該計劃”的提述，均指“申請人的計劃”。

管理公司

- (a) 除非本章另有指明，有關計劃的管理公司必須符合第 5 章內載列的規定。為免生疑問，證監會在評估管理公司是否可接納時，將會考慮多項因素，其中包括：
 - (i) 管理公司必須具備所需的勝任能力、專業知識及適當的風險管理及內部監控系統。管理公司亦必須備有足夠且合適的人員，從而妥善地管理與其對沖基金業務有關的風險及運作事宜。
 - (ii) 管理公司及已獲轉授投資管理職能的投資顧問的關鍵投資人員在管理對沖基金方面的經驗；

註釋：單一對沖基金¹或對沖基金的基金的管理公司的關鍵人員必須是專責的全職人員，並在管理對沖基金方面具備可資證明的良好往績。

證監會在評估某項計劃的關鍵人員是否可接納時，將會考慮各種不同因素。該等因素可能會按單一對沖基金或對沖基金的基金的情況而有所不同，當中會考慮到該等基金採用的不同策略及運作上的差異。

管理公司內必須設有最少兩名關鍵人員，而該等人員每人必須具備最少五年相關經驗。管理公司必須顯示出在該兩名關鍵人員的該五年相關經驗中，每人有最少兩年的專門經驗。

- (a) 如屬單一對沖基金的經理，若該兩名關鍵人員每人在與該計劃相同的策略方面具備最少兩年專門投資管理經驗，證監會通常會認為可予接納。
- (b) 如屬對沖基金的基金的經理，若該兩名關鍵人員每人具備最少兩年作為對沖基金的基金的經理的專門投資管理經驗，證監會通常會認為可予接納。

關鍵人員可藉著其上述與對沖基金有關的專門經驗及一般經驗的組合來達致該五年相關經驗的要求。在一般經驗方面，證監會通常會認為下列經驗種類可予接納：

- (1) 在類似該計劃所考慮投資的證券、衍生工具或其他投資工具方面的自營交易經驗；或
- (2) 在類似該計劃所考慮進行的投資管理或證券交易業務中執行投資策略的經驗；或
- (3) 為投資目的而評估或揀選對沖基金的以往經驗。

然而，透過學術研究、銷售或推廣或在後勤辦公室管理對沖基金所獲取的一般經驗相當可能不會被認為就符合第 8.7(a) 條的規定而言可予接納。

為免生疑問，在第 5.5(a) 條規定關鍵人員必須具備有關公眾資金的專門經驗的範圍內，如管理公司能在公司整體的基礎上證明其具備管理公眾資金所需的經驗和資源，便可能足以符合這項規定。

¹在第 8.7 條的文意中，"單一對沖基金"指並非對沖基金的基金形式的對沖基金。

證監會可要求獨立人士提供該等關鍵人員、管理公司及集團公司(如適用)在管理經驗及往績方面的證明。

就對沖基金的基金而言，其所投資的基金的投資人員所須具備的經驗，載於下文“對沖基金的基金”一節內。

(iii) 管理資產的數額；

註釋：證監會一般要求按照對沖基金策略進行投資管理的資產總額最少須為 US\$100,000,000。雖然管理資產可包括管理公司本身的資金，但一般來說，證監會希望有關的管理公司具備管理第三者資金的經驗。

(iv) 管理公司的風險管理概況及內部監控系統；及

註釋：管理公司必須設有與公司業務及風險情況相稱的適當內部監控及風險管理系統，包括清晰的風險管理政策及書面監控程序。

管理公司必須持續調動所需資源及保持警覺，以確保按照該計劃的投資策略妥善地監察和控制與管理該計劃有關的所有相關風險。

管理公司必須顯示出其委任的代表及代理人(包括例如管理人、代管人、經紀、估值代理人)具備處理對沖基金的足夠知識和經驗。

在管理對沖基金的基金方面，管理公司須：

- (a) 就揀選及持續監察其所投資的基金的活動，設立審慎的查證程序；
- (b) 顯示出其有能力評估及監察其所投資的基金的基金經理的表現，以及有能力在有需要時更換所投資的基金，以保障持有人的權益；及
- (c) 提交計劃書，闡釋其審慎查證及持續監察程序(當中載有的多項資料須包括就所投資的基金作出匯報及評估的頻密程度，以及管理公司為確保能分析和控制所投資的基金的投資及運作風險而採納的措施)，並在該計劃的銷售文件內附上該計劃書的摘要。

管理公司必須確保其風險管理程序能夠處理正常及特殊的情況，包括極端的市況。

管理公司在揀選從事對沖基金的銷售的分銷代理人時，必須採取所有合理謹慎的措施，以及為銷售該計劃的目的，向這些代理人提供一切必要的資料及培訓。

- (v) 該計劃的投資管理營運總部，必須設於監察制度獲證監會接納的司法管轄區。

註釋：雖然有關方面可以參考附錄 A2 所載的可接納監察制度名單，但值得注意的是，若干司法管轄區對離岸對沖基金與非離岸基金的監管可能有所不同。因此，就某項計劃而言，有關監察制度是否可以獲得接納，可能需要視乎個別情況而定。

主要經紀

- (b) 以下事項適用於委任主要經紀的計劃：

- (i) 該主要經紀必須是一家具規模的財務機構，並受到審慎的監管制度的監察；
- (ii) 如為著取得融資而將該計劃的資產抵押予該名主要經紀，則該等資產在任何時候都不得超過該計劃欠該名主要經紀的債項；

註釋：如該計劃的資產可被用作該主要經紀將提供的融資的抵押品或保證，則銷售文件必須披露涉及有關抵押的風險，例如有關資產可能會遭主要經紀取消贖回權或再抵押，以及因而對該計劃及其投資者所帶來的任何影響。

- (iii) 抵押予主要經紀的資產必須以受託人/代管人的名義或以記入受託人/代管人帳下的方式，存放在獨立的保管帳戶內；及
- (iv) 該計劃的銷售文件須披露主要經紀的資料摘要及其與該計劃的關係。

註釋：在該計劃委任主要經紀之前，該計劃或管理公司(視屬何情況而定)必須對該主要經紀進行審慎查證，並合理地信納該主要經紀的適當性及勝任能力。

銷售文件除披露該主要經紀的資料摘要外，亦必須披露該主要經紀就該對沖基金所擔當的角色、該主要經紀是否受到任何監管機構的監察，及如是，其在有關司法管轄區的

持牌狀況的扼要描述。在適當情況下，須在銷售文件內披露涉及該主要經紀與該計劃之間的任何利益衝突的風險。

最低認購金額

- (c) 每名投資者在某項計劃內的最低首次認購金額不得少於 US\$50,000*，惟對沖基金的基金除外。對沖基金的基金的最低首次認購金額不得少於 US\$10,000*。最低首次認購金額的規定不適用於提供最少 100% 資本保證的計劃。

(*) 或等值外幣

有限責任

- (d) 持有人的責任須以其在該計劃內的投資金額為限，並須在銷售文件內清楚說明。
- (e) 如該計劃是傘子基金內的成分基金，則該計劃必須向證監會顯示其有可依法執行的規定，以便將該計劃的資產與其他成分基金的負債分開。銷售文件須扼要地描述該等分隔安排。

註釋：證監會可能要求該計劃就執行分隔條文的可行性提供獨立法律意見或監管機構的確認。

投資及借貸限制

- (f) 該計劃的組成文件及銷售文件內須載有一套清楚界定的投資及借貸規定。銷售文件須清楚解釋該計劃將會投資的金融工具的類別、分散或集中投資的程度或策略、槓桿借貸的程度及基準(包括最高槓桿借貸比率)，以及有關投資及借貸規定的相關風險影響。
- (g) 除第 7.12、7.13、7.14、7.17、7.18、7.22 及 7.23 條外，第 7 章的核心規定將不適用。

計劃的名稱

- (h) 如果計劃的名稱顯示某個特定目標、地區或市場，則該計劃最少須將其非現金資產的 70%，用於可以貫徹有關目標、地區或市場的目的上。

業績表現費用

- (i) 如果徵收業績表現費用，則該計劃必須遵守第 6.17 條的規定。銷售文件須全面及清楚地披露有關的計算方法。

第 6.17 條並不適用於對沖基金的基金所投資的基金。就對沖基金的基金而言，該計劃的銷售文件必須披露會否同時在該計劃及其所投資的基金的層面徵收業績表現費用。銷售文件亦須概述其所

投資的基金在計算及支付業績表現費用方面的基準。銷售文件內須載有適當的警告，述明可能會在對沖基金的基金的不同層面徵收業績表現費用及此舉對投資者的影響。

註釋：證監會指出可以採用不同方法按照載於第 6.17 條的基本原則徵收及累算業績表現費用。

證監會可以在其認為適當時，要求在銷售文件內加入例子，以說明徵收費用的方法。

如計劃有意在計算業績表現費用時將該等費用均分，其銷售文件必須披露為達致均分費用而採用的機制。

如該計劃無意將業績表現費用均分，其銷售文件必須清楚披露這項事實，及如沒有均分費用的話，可能會怎樣地影響到須由投資者來承擔的業績表現費用的金額。

對沖基金的基金

以下條文取代第 8.1 條的規定，並適用於對沖基金的基金。

(j) 對沖基金的基金須遵守以下規定：

(i) 對沖基金的基金必須最少投資於五隻基金，而任何一隻基金的投資額，均不可超逾該對沖基金的基金本身的總資產淨值的 30%；及

註釋：有關對沖基金的基金的其中一個相關假設是，對沖基金的基金可透過投資於一系列採用不同投資策略及 / 或使用不同的基金經理的技巧的基金而達到分散風險的效果。

申請獲認可為對沖基金的基金的任何計劃應在銷售文件內清楚解釋其分散風險策略。

證監會要求依據本守則獲認可的對沖基金的基金透過所投資的基金的業績表現而非透過自營交易或"管理帳戶"直接投資於證券、期貨、期權、衍生工具、貨幣或其他投資工具的業績表現，從而取得投資回報。因此，對沖基金的基金直接或透過使用"管理帳戶"進行自營交易一般來說是不可接納的。

(ii) 對沖基金的基金不得投資於另一隻對沖基金的基金。

(k) 對沖基金的基金的管理公司必須確保：

- (i) 所投資的基金的管理公司的每位關鍵人員，都在有關的對沖基金投資策略方面具備最少兩年經驗。然而，對沖基金的基金最多可將其資產淨值的 10%，投資在由經驗較淺的投資人員負責管理的基金之上；
- (ii) 所投資的基金設有獨立的受託人/代管人，負責妥善保管有關資產；
- (iii) 凡對沖基金的基金投資於由同一管理公司或其關連人士管理的基金之上，就所投資的基金徵收的首次費用須全部獲得寬免；
- (iv) 對沖基金的基金的管理公司或其關連人士，均不得就該等所投資的基金、其管理公司或任何關連人士所徵收的費用或收費收取回佣(不論是現金或以實物形式收取)；
- (v) 對沖基金的基金的銷售文件必須清楚披露對沖基金的基金及其每隻所投資的基金的所有費用及收費總額，或就有關費用及收費提供一個指示性幅度；及
- (vi) 如對沖基金的基金投資於並非獲證監會認可的基金，便須在銷售文件中披露該事實，並須加入風險警告聲明，述明該對沖基金的基金所投資的部分或所有基金，以及其基金經理，都沒有受到證監會監管，以及該等基金未必受到類似證監會為保障投資者的權益而設計的規則所約束。

交易

- (l) 每日最少須有一個定期交易日。
- (m) 由持有人遞交適當地以文件提出的單位/股份贖回要求(不論是否需要給予通知期)，至向持有人支付贖回款項的期間，最長不可超過 90 個曆日。

註釋：計劃只可在取得個別贖回投資的持有人事先同意的情況下進行以實物方式贖回投資。銷售文件必須披露以實物方式贖回投資的可能性及有必要取得來自個別持有人就作出該等贖回的事先同意。

計劃不可進行強制贖回，除非管理公司合理地信納這樣做符合該計劃的整體利益。管理公司可進行強制贖回的情況的例子包括如某特定持有人繼續持有該計劃的權益，會引致該計劃違反管限該計劃的任何法例或規例，或導致對該計劃不利的財政後果(如稅務罰款)。

除非出現上述情況，否則銷售文件必須披露在何種情況下可進行強制贖回及該等贖回要求的通知期應為多久。

- (n) 該計劃的銷售文件須加入警告聲明，述明贖回價格可能會受到相關投資的價值在遞交贖回要求到計算出贖回價格當日之間的波動所影響。

估值

- (o) 該計劃的投資必須定期獲得獨立而公正的估值。在適當情況下，普遍接納的會計原則及業內的最佳作業方式應貫徹地加以應用。

註釋：管理公司有責任顯示出該計劃的投資將會獲得獨立而公正的估值。

在考慮管理公司是否有能力顯示出某計劃的投資獲得獨立的估值時，證監會可考慮多個因素，包括以下各項：

- (a) 進行估值的一方(“估值代理人”)與為該計劃執行投資管理職能的一方之間的職責及職能應予分隔，例如委任獨立的管理人。銷售文件內必須披露分隔是如何達致；
- (b) 應設有制衡措施，確保貫徹地遵從估值程序及政策；
- (c) 有關定價的數據應收集自可靠的來源；
- (d) 在必要時，應採取保障措施使估值得以獨立地進行；及
- (e) 估值代理人是獲該管理公司按照適當程序揀選出來的。

以下資料必須加以披露：(1)該估值代理人的甄選準則及其與管理公司、該管理公司的集團公司的關係；及(2)在估值政策及方法方面的任何限制和約束。

上述因素並非巨細無遺，證監會在評估關於獨立性的規定有否獲得遵守時，可考慮其他相關因素。

- (p) 該計劃的投資進行估值的頻密程度及方法、估值代理人的身分及資歷、估值代理人在評估對沖基金的資產方面的經驗，以及該代理人與該計劃的管理公司或集團公司及(如適用)主要經紀之間的關係都必須在銷售文件內詳細披露。
- (q) 該計劃的銷售文件須加入警告聲明，述明該計劃部分相關投資的交投可能並不活躍，以致該等投資的估值可能涉及不明朗的因素，同時亦須提醒有意投資者，在該等情況下，該計劃的資產淨值可能會受到不利的影響。

信息披露

- (r) 以下的警告聲明必須顯示於銷售文件封面的當眼處：
- (i) 本計劃採用另類投資策略，同時本計劃的固有風險通常不會見於傳統的基金；
 - (ii) 本計劃承受的特殊風險可能會導致投資者損失大部分或全部投資金額，因此並不適合無法承擔有關風險的投資者；
 - (iii) 投資者應考慮本身的財政狀況及是否適宜將本計劃作為其投資組合的一部分；及
 - (iv) 投資者應該仔細閱讀本銷售文件，及在認購本計劃之前聽取專業意見。

註釋：上述警告聲明的行文可以不同，但所傳達的訊息必須是清晰而不含糊的。

- (s) 就第 6.1 條而言，銷售文件須披露所有關乎該計劃的投資運作及風險管理各方面的相關事宜，並須清晰地解釋該計劃的投資策略及其固有風險。

註釋：例如，銷售文件應闡述該計劃的性質、所涵蓋的市場、所使用的投資工具、有關策略的風險及回報特質、該計劃在何種情況下會取得最佳表現及何種情況將不利於該計劃的業績表現、風險管理及內部監控機制(包括訂立投資及借貸限制以控制風險)、銷售條款、對該計劃的投資及資產分配程序及該計劃的業績表現的持續監察、對例如主要經紀及管理人等主要服務提供者所提供的服務水準的持續監察及更換該等服務提供者的程序，以及各有關人士的責任。

銷售文件應以淺白語言撰寫。證監會特別鼓勵銷售文件以技術性詞彙解釋表解釋有關詞彙的涵義。

未獲認可的基金的詳情不得在銷售文件內列出。如提及這些基金的名稱，必須清楚指明這些基金未獲認可及並非提供予香港居民投資。

- (t) 管理公司必須披露已採取哪些措施及保障設施，以管理涉及計劃的營運的利益衝突。
- (u) 所有廣告必須在當眼處展示上文第 8.7(r)條所提述的警告提示。

申請表格

- (v) 該計劃的所有申請表格均須以顯眼方式述明該計劃是對沖基金及投資在該計劃涉及特殊風險，並且須引導投資者仔細閱讀銷售文件。

財務報告

- (w) 管理公司必須最少每季定期向持有人發出有關該計劃的活動的報告。有關報告須依照《對沖基金匯報規定指引》擬備及分發。[見附錄 H]

附件 III - 《諮詢文件》的回應者名單

A 組 – 評論者不反對公開其姓名 / 名稱和意見的內容 (按原文內的英文字母排序)

- 高偉紳律師行
- 的近律師行
- 香港財經分析師學會
- 香港財務顧問學會
- 香港投資基金公會
- 香港律師會
- 年利達律師事務所 (代表Citigroup Global Markets Asia Limited、高盛(亞洲)有限責任公司及UBS AG)
- SAIL Advisors Limited
- Stewart Aldcroft/Noble Investments HK Ltd

B 組 - 評論者要求在不披露其姓名 / 名稱的基礎下，公開其意見的內容。

兩份意見書