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

SFC
證監會

證監會持牌基金經理／顧問的對沖基金活動調查報告

2009 年 9 月

目錄

摘要	1
釋義	2
調查方法	2
回應	2
調查範圍	3
主要調查結果	4
證監會爲對沖基金業採取的舉措	13
結語	14
附錄	15

摘要

引言

證券及期貨事務監察委員會（證監會）在 2006 年首次就對沖基金業進行探究事實的調查，並在同年 10 月發表調查報告。調查結果就證監會持牌對沖基金經理／顧問（統稱爲“對沖基金經理”）進行對沖基金活動的架構和概況，提供了實用的資料。市場人士普遍認爲，該次調查是證監會爲提高香港對沖基金業的透明度而採取的積極措施。

鑑於對沖基金業在過去三年發展迅速，證監會在 2009 年再次進行同類調查，並以 2009 年 3 月 31 日作爲參考日期（是次調查）。本報告概述我們的主要調查結果。

證監會謹藉此機會，向所有參與是次調查的對沖基金經理及對調查問卷提供寶貴意見的另類投資管理協會（AIMA）香港分會致以謝忱。

主要調查結果

香港的對沖基金業穩步增長並匯聚了本地及國際性對沖基金經理

- 在 2009 年 3 月 31 日，證監會持牌對沖基金經理在香港管理的對沖基金數目急升至 542 隻，連續六年均有增長，並且是 2004 年（即我們首次進行對沖基金調查所涵蓋的最早年份）的數目近五倍。

- 對沖基金經理所管理／提供顧問意見的資產（管理資產）在過去六年亦穩步增長。儘管 2008 年出現金融危機，但於 2009 年 3 月 31 日，管理資產總值仍維持在 553 億美元，是 2004 年的六倍。

- 在 2009 年 3 月 31 日，約 60%的證監會持牌對沖基金經理由本地控制，其餘則由海外控制。

對沖基金主要採取以投資亞太區爲主的長／短倉持股策略及多元策略，並以海外機構投資者爲主

- 長／短倉持股策略及多元策略仍然是最普遍的投資策略。就採用多元策略的基金而言，最常用的策略包括長／短倉持股、事件主導／特別情況／合併套戥及可換股套戥。

- 對沖基金主要投資於亞太區市場。在 2009 年 3 月 31 日，59.1% 的管理資產總值是投資於亞太區市場，其中只有約 140 億美元投資於香港及中國內地市場。

- 對沖基金的投資者主要來自美洲及歐洲。香港投資者只佔總數的 1.9%。以投資者類別而言，在 2009 年 3 月 31 日，對沖基金投資者主要爲基金中的基金，佔總數約 40%。

在金融危機中採取相對保守的投資策略

- 在 2009 年 3 月 31 日，對沖基金經理的管理資產總值有 28.5%是以現金、存款或貨幣市場工具的形式持有，反映對沖基金經理在金融危機中採取了保守的投資策略。

- 對沖基金的槓桿借貸普遍維持在低水平。在 2009 年 3 月 31 日，68.8%的對沖基金的槓桿借貸爲 100% 或以下。

- 對沖基金經理使用多於一家主要經紀行的比例由 2006 年的 39.6%增至 2009 年的 52.5%，這或顯示他們已加深認識到交易對手風險。

證監會日後制訂政策及監察對沖基金業時，會將是次調查的結果考慮在內。

釋義

“對沖基金”一詞並無正式定義。就是次調查而言，凡具有下列特點的基金（包括管理投資組合），一般均視爲對沖基金。

- 採用另類投資策略、槓桿借貸（包括已包含在金融工具（例如衍生工具）內的槓桿借貸）、使用衍生工具作交易用途，及／或套戥技巧；
- 追求絕對回報，而非衡量相對於基準而言的投資表現；
- 除純粹就管理資產而收取管理費外，亦額外徵收業績表現費；及／或
- 賦予基金經理投資授權，使他們可以更靈活地轉換投資策略。

就是次調查而言，“對沖基金經理”指管理對沖基金資產及／或向對沖基金提供意見的基金經理。“管理資產”指這些對沖基金經理管理及／或提供意見的資產價值。同樣，“對沖基金管理”指管理對沖基金及／或爲對沖基金提供顧問服務，而“管理”指“管理及／或提供意見”。

調查方法

調查問卷

是次調查的問卷分爲兩部分。甲部的問題是關於對沖基金經理的對沖基金業務一般營運情況，乙部則涉及對沖基金經理於 2009 年 3 月 31 日所管理的首三大對沖基金（按本身的資產淨值釐定）的詳細情況。

問卷要求對沖基金經理在界定首三大對沖基金時，將傘子基金內的每隻子基金當作一隻對沖基金考慮。

參考日期

是次調查收集的資料及數據，主要是於 2009 年 3 月 31 日的情況。我們亦收集了於 2007 及 2008 年 3 月 31 日的若干數據，以進行比較及分析趨勢。

回應

證監會識別出 231 家於 2009 年 3 月 31 日屬對沖基金經理的持牌法團，並向該 231 家對沖基金經理發出調查問卷，最後接獲 225 份回覆，回應率爲 97.4%。只有數家對沖基金經理主要因爲已終止業務而沒有作出回應。

在該 225 家對沖基金經理中，16 家報稱於 2009 年 3 月 31 日仍未推出對沖基金。這些對沖基金經理並沒有納入分析範圍內。

其餘 209 家對沖基金經理報稱，在 2009 年 3 月 31 日，他們所管理的對沖基金數目共有 542 隻。本報告的分析以這 209 家對沖基金經理提供的資料爲依據。

在調查過程中，證監會職員亦就某些不完整的資料作出跟進，及釐清了對沖基金經理提供的若干資料。

調查範圍

調查結果僅反映香港的對沖基金業於 2009 年 3 月 31 日的情況。鑑於對沖基金的資金分佈變動不定，而對沖基金經理在改變投資策略方面亦享有很大彈性，因此業界的情況可能會迅速改變。

儘管調查結果就證監會持牌對沖基金經理的一般業內情況提供有用資料，但是次調查並不涵蓋在海外管理但投資於香港的對沖基金。

就是次調查而言，若對沖基金經理爲所屬集團公司的部分對沖基金投資組合提供投資管理或顧問服務，調查問卷要求這些基金經理盡力匯報他們在香港管理／提供顧問服務的資產總值。由於有三家對沖基金經理報稱無法在合理基礎上，將其在香港管理的資產分拆出來，爲審慎起見，他們匯報的整筆管理資產並沒有納入管理資產的分析範圍內。

本報告的讀者在分析是次調查的結果時宜注意上述情況。

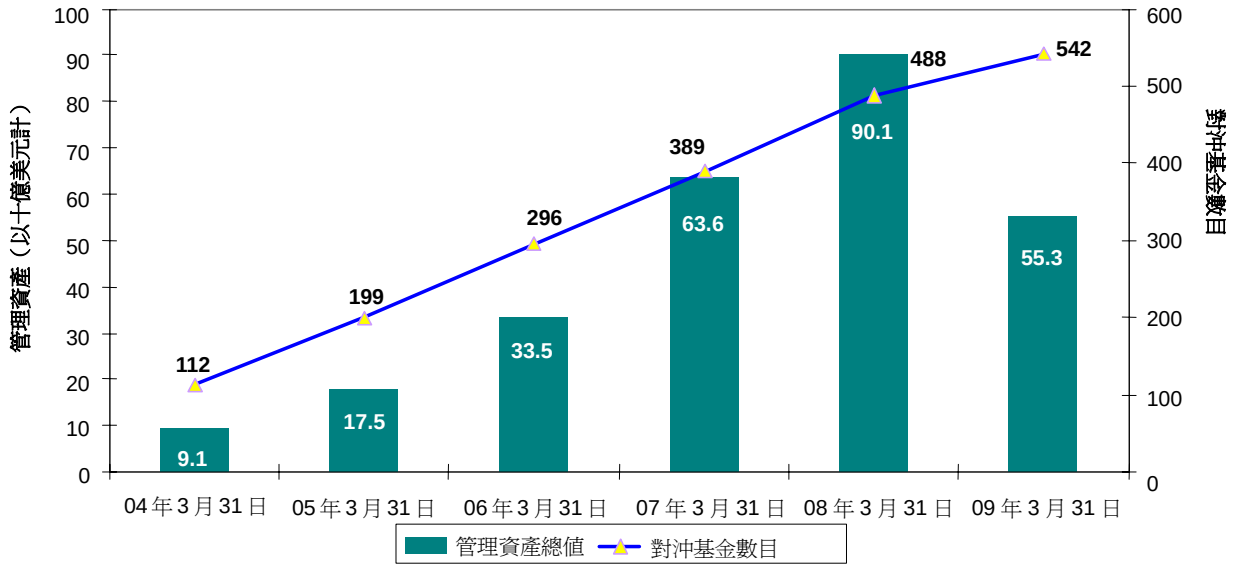
主要調查結果

本部分概述我們對 209 家對沖基金經理及他們分別匯報的首三大對沖基金於 2009 年 3 月 31 日的一般觀察所得。

香港的對沖基金業穩步增長並匯聚了本地及國際性對沖基金經理

對沖基金數目及管理資產總值穩步增長

管理資產總值及對沖基金數目分析



證監會持牌對沖基金經理管理的對沖基金數目在 2009 年激增至 542 隻，是 2004 年（即我們首次進行對沖基金調查所涵蓋的最早年份）的數目近五倍。

在香港管理的資產總值自 2004 年起穩步增長，由 2004 年的 91 億美元增至 2008 年高峰期的 901 億美元，但在 2009 年因環球金融危機而跌至 553 億美元。管理資產總值下跌可約略平均歸因於投資錄得負回報及基金出現淨贖回。

附錄的表 1 更詳細地分析香港對沖基金經理所管理的 553 億美元資產，當中單一對沖基金佔管理資產總值超過 80%。每家對沖基金經理匯報的首三大對沖基金，則合共佔 2009 年 3 月 31 日的管理資產總值約 93%。

匯聚不同規模的本地及國際性對沖基金經理

香港的對沖基金業匯聚本地及全球各地的參與者。於 2009 年 3 月 31 日，約 60%的證監會持牌對沖基金經理由本地控制，其餘則由美國、英國、瑞士、日本等地控制。

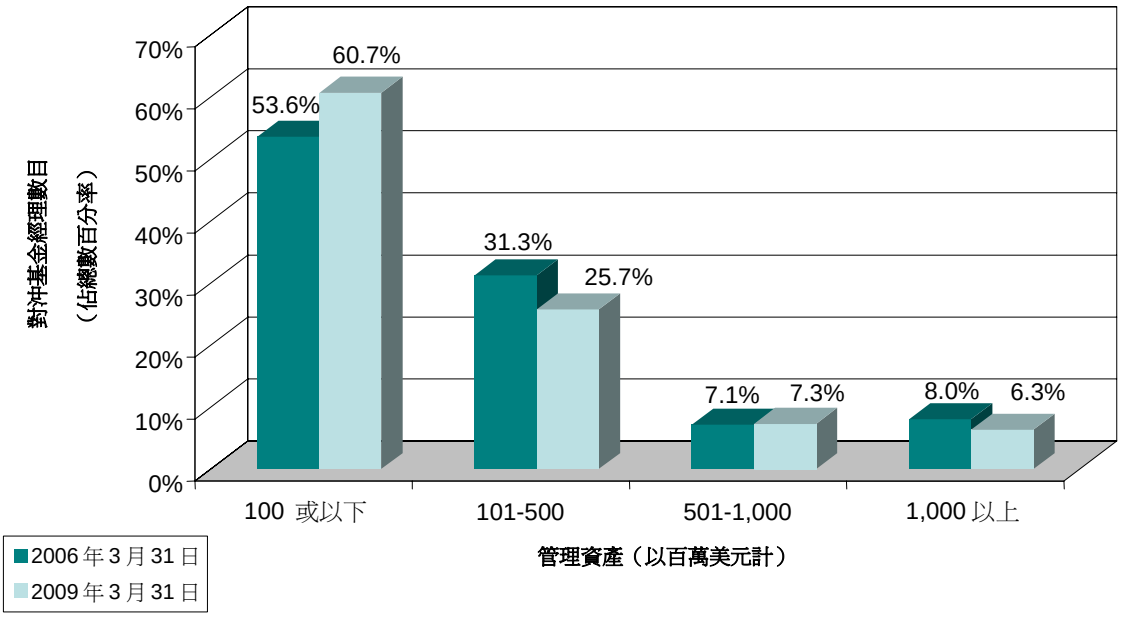
香港向來是培育企業家的地方，並吸引不少對沖基金業務在此作爲起步點[1]。過去數年，有多家小規模的對沖基金經理在香港成立，當中包括若干曾經在大型國際金融機構工作的業內人士開展本身的對沖基金業務，以及若干由現有對沖基金經理分拆出來的公司。

此外，在香港開展業務的海外對沖基金集團亦日益增加。他們爲香港對沖基金業的整體發展帶來裨益，例如帶來經驗豐富的投資專才，並有助香港維持大量合資格及曾受訓的專業人士。

除背景有別外，這 209 家對沖基金經理的規模亦各異。下圖說明對沖基金經理在 2006 年及 2009 年 3 月的管理資產分佈情況。

對沖基金經理管理的基金資產總值

（2006 及 2009 年）



在 2009 年 3 月，60.7%的對沖基金經理所管理的資產總值爲 1 億美元或以下。這些規模較小的對沖基金經理的比例較 2006 年有所增加，主要是由於對沖基金業在 2008 年的金融危機中出現大量贖回及投資錄得負回報所致。

其餘 39.3%的對沖基金經理所管理的資產總值則較爲龐大。當中包括若干過去數年在香港持續增長的現有對沖基金經理，他們並已在香港建立基礎營運架構，以應付運作需要。

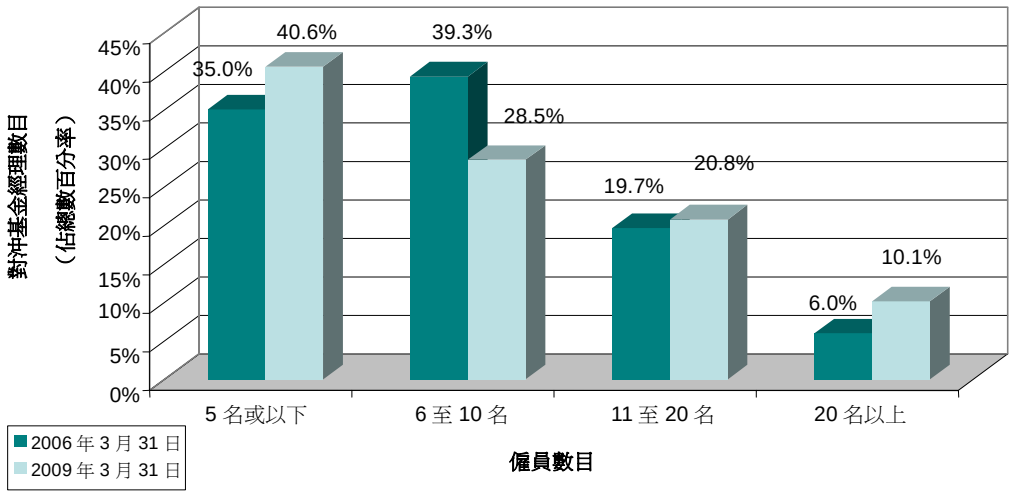
此外，值得注意的是首 20 家對沖基金經理已佔 2009 年 3 月 31 日的管理資產總值約 60%。詳情請參閱附錄的表 2。

[1] 根據AsiaHedge的資料，香港在 2008 年新成立的亞太對沖基金數目是亞洲之冠，其後依次是新加坡、澳洲及日本。以這些新基金的合計資產總值計算，香港亦佔首位。

對沖基金業僱員數目激增

如下圖所示，只有五名或以下僱員的對沖基金經理比例由 2006 年 3 月的 35%增至 2009 年 3 月的 40.6%，這與規模較小的對沖基金經理的比例上升一致。

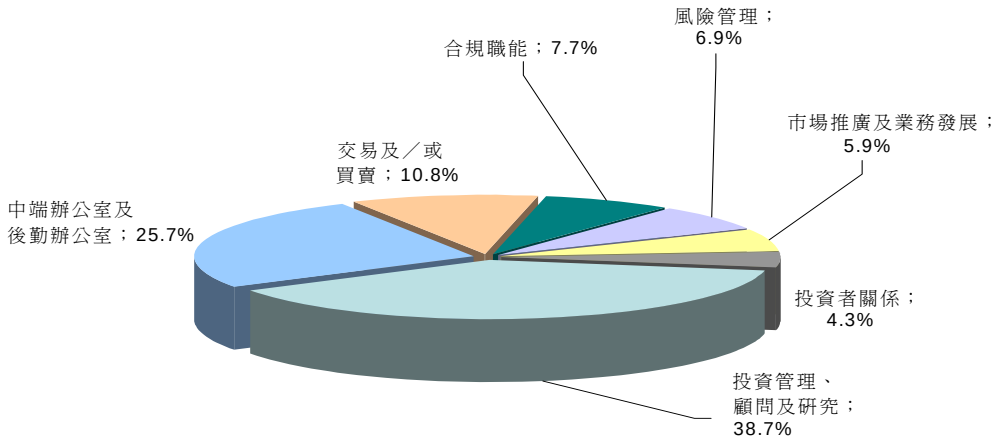
從事對沖基金活動的僱員數目（2006 及 2009 年）



另一方面，聘有超過 20 名僱員的對沖基金經理比例在過去三年亦由 6%增至 10.1%，這主要是由於有關對沖基金經理在期內管理的資產增加所致。

是次調查的 209 家對沖基金經理匯報共有 1,967 名僱員參與他們在香港的對沖基金業務，較 2006 年 3 月的 1,053 名大幅增加 86.8%。與 2006 年 3 月比較，按主要職能劃分的僱員分佈情況並沒有重大變化，大部分僱員是從事投資管理、顧問及研究工作（38.7%），以及中端辦公室和後勤辦公室職能（25.7%）。

於 2009 年 3 月 31 日
按主要職能劃分的僱員分佈情況

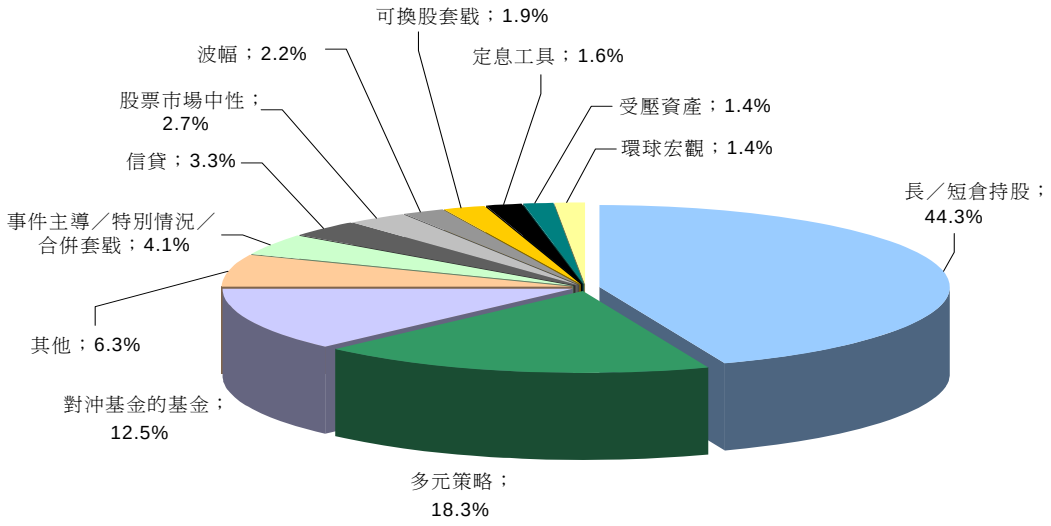


對沖基金主要採取以投資亞太區爲主的長／短倉持股策略及多元策略，並以海外機構投資者爲主

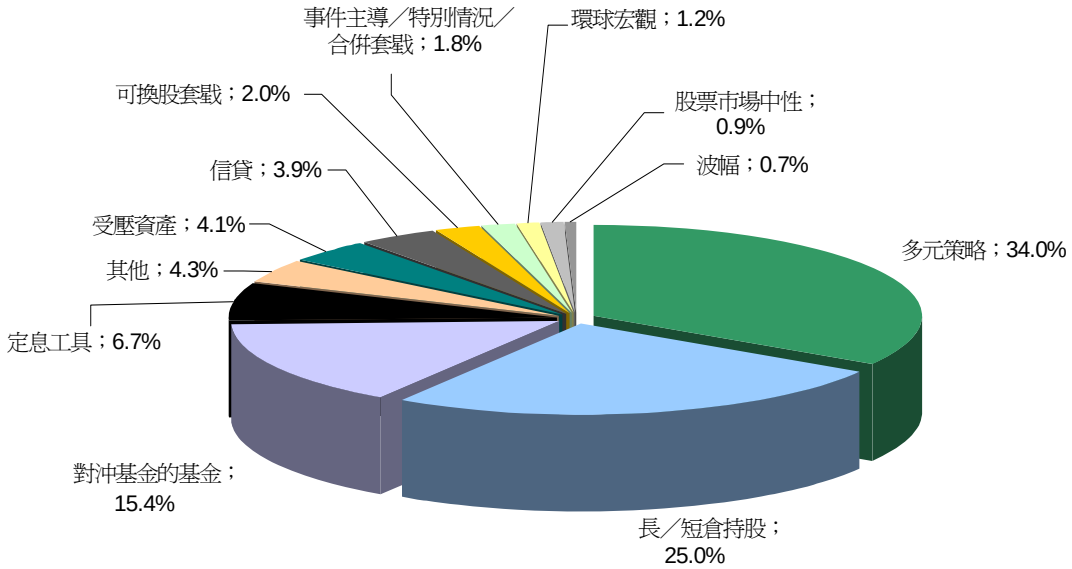
以長／短倉持股及多元策略爲主

對沖基金經理報稱採用的投資策略非常多元化。在 2009 年 3 月 31 日，以對沖基金數目及資產淨值計算，長／短倉持股及多元策略依然是最普遍的策略。就使用多元策略的基金而言，最常用的策略包括長／短倉持股、事件主導／特別情況／合併套戥及可換股套戥。

於 2009 年 3 月 31 日對沖基金的投資策略
（佔所匯報的對沖基金總數百分率）



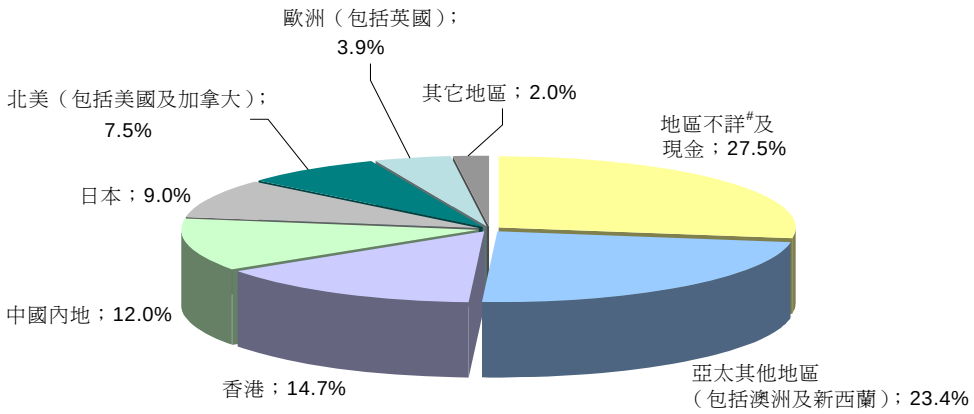
於 2009 年 3 月 31 日對沖基金的投資策略
（佔所匯報的對沖基金總資產淨值百分率）



主要投資於亞太區市場

證監會持牌對沖基金經理管理的對沖基金，主要投資於亞太區市場。在 2009 年 3 月 31 日，有 59.1%的管理資產總值是投資於亞太區市場，其中只有約 140 億美元投資於香港及中國內地[2]市場。

於 2009 年 3 月 31 日
按地域劃分的管理資產投資分佈情況

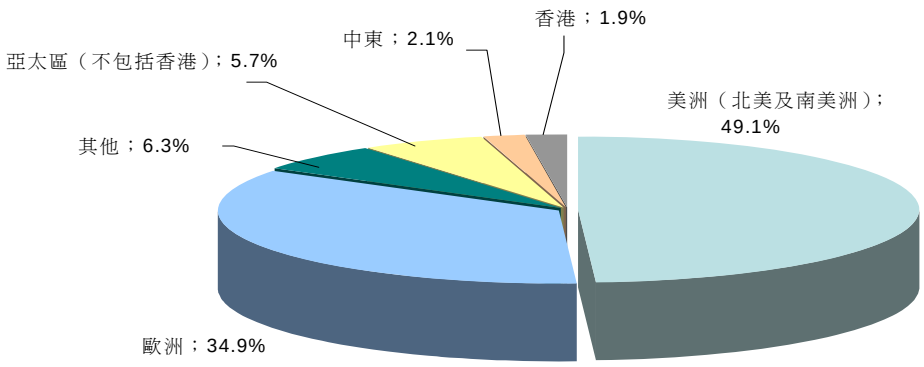


地區不詳指資產所投資的工具無法清晰界定最終所屬地區。

對沖基金投資者主要來自美洲及歐洲

若按所在地劃分，投資者主要來自美洲（49.1%）及歐洲（34.9%）。在 2009 年 3 月 31 日，香港投資者只佔總數的 1.9%。

於 2009 年 3 月 31 日
按所在地劃分的投資者分佈情況

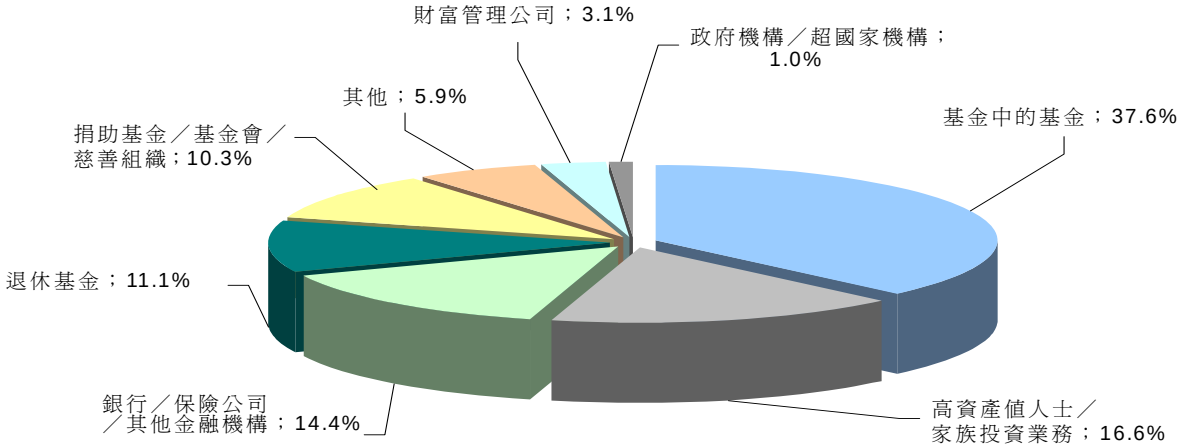


[2] 根據部分匯報在中國內地有重大投資的對沖基金經理所提供的資料，這些投資包括A股、H股、紅籌、債務融資及中國內地私募股權等投資項目。

投資者主要爲基金中的基金

在是次調查中，對沖基金的主要投資者爲基金中的基金（37.6%），其後依次爲高資產值人士／家族投資業務（16.6%）、銀行／保險公司／其他金融機構（14.4%）、退休基金（11.1%）及捐助基金／基金會／慈善組織（10.3%）等。

於 2009 年 3 月 31 日的投資者類別分析



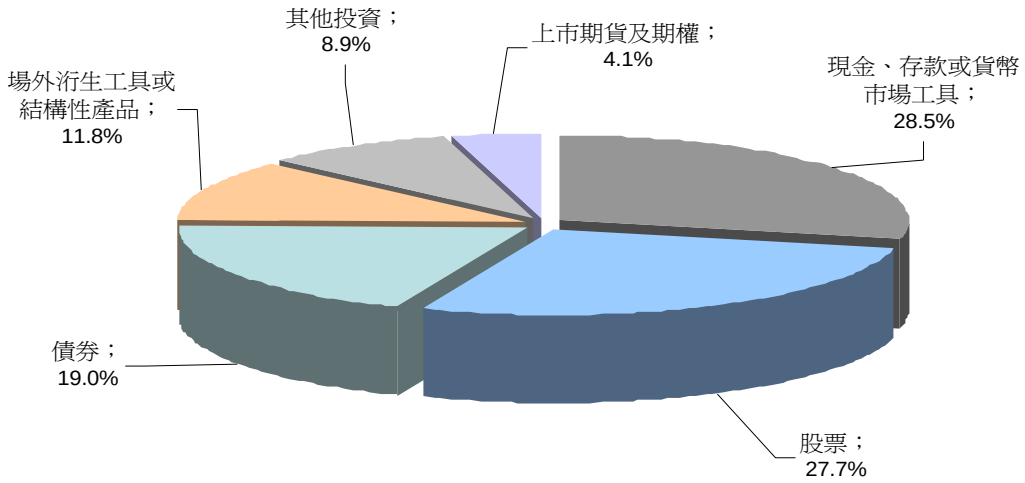
在金融危機中採取相對保守的投資策略

高現金水平

在 2009 年 3 月 31 日，對沖基金經理的管理資產總值有 28.5% 是以現金、存款或貨幣市場工具的形式持有。在我們上次於 2006 年進行的調查中，這個類別合共只佔對沖基金資產總值的 4%。這或反映出面對金融危機，對沖基金經理對流通性風險的意識有所提高，並採取了較保守的投資策略。

對沖基金經理管理的其餘資產主要投資於股票（27.7%）及債券（19%）。

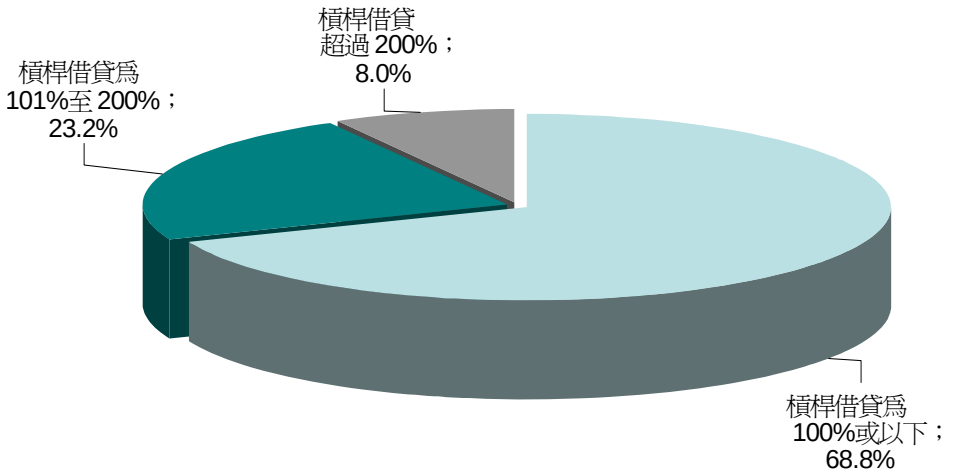
於2009年3月31日
按投資組合劃分的管理資產分析



低槓桿借貸

對沖基金普遍採取低槓桿借貸。如下圖所示，在 2009 年 3 月 31 日，68.8%的對沖基金的槓桿借貸爲 100%或以下[3]。

於 2009 年 3 月 31 日對沖基金的槓桿借貸

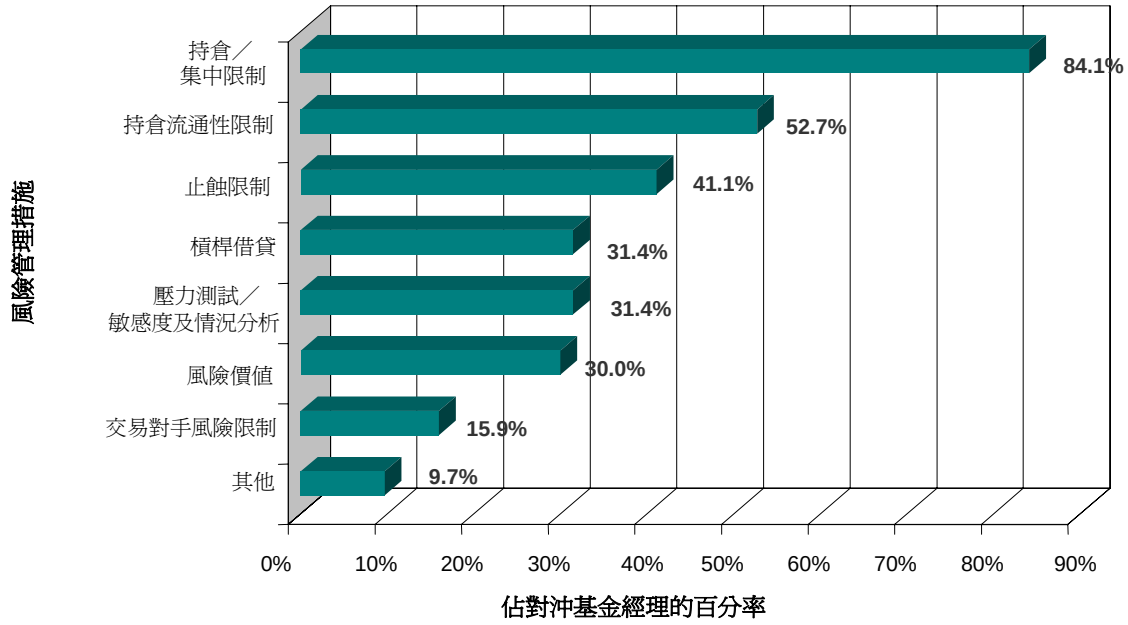


[3] 槓桿借貸並沒有劃一的定義。在是次調查中，對沖基金經理可以用本身的方法或特定的方法，即[(長倉投資組合的市值 + 短倉投資組合的絕對市值) / 對沖基金的資產淨值*100%]來計算對沖基金的槓桿借貸。需要注意的是，後述的方法一般並不將對沖基金運用的衍生工具所包含的槓桿借貸計算在內。在所匯報的對沖基金中，約 90%以後述的方法計算槓桿借貸，其中 68.8%於 2009 年 3 月 31 日的槓桿借貸爲 100%或以下。

多種風險管理措施

絕大部分（96%）對沖基金經理報稱使用最少三種措施，以監察對沖基金投資組合的風險。持倉／集中限制（84.1%）、持倉流通性限制（52.7%）及止蝕限制（41.1%）爲最常採取的幾項措施。

於 2009 年 3 月 31 日對沖基金經理最普遍採取的三種風險管理措施



使用多家主要經紀行的情況增加

對沖基金經理使用多於一家主要經紀行的比例，由 2006 年 3 月的 39.6%增至 2009 年 3 月的 52.5%。除若干經紀交易商外，由綜合銀行向對沖基金經理提供主要經紀服務的情況亦越趨普遍。

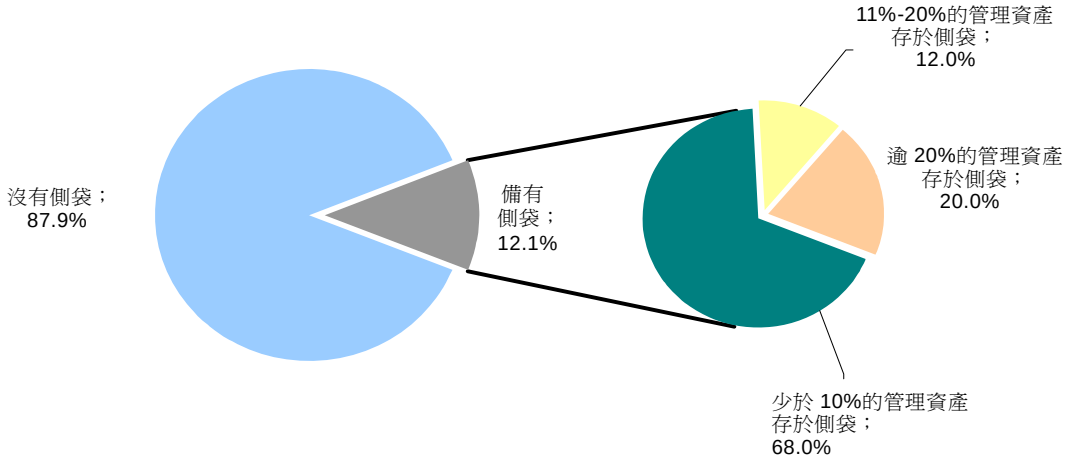
這或反映出自雷曼兄弟在 2008 年 9 月倒閉後，對沖基金經理一般已加深認識到交易對手風險。

其他調查結果

側袋（side pocket）的使用並不普遍

在 2009 年 3 月 31 日，只有 12.1%的對沖基金經理報稱有爲非流通或難以估值的投資項目使用側袋。他們大多將少於 10%的基金資產存於側袋。

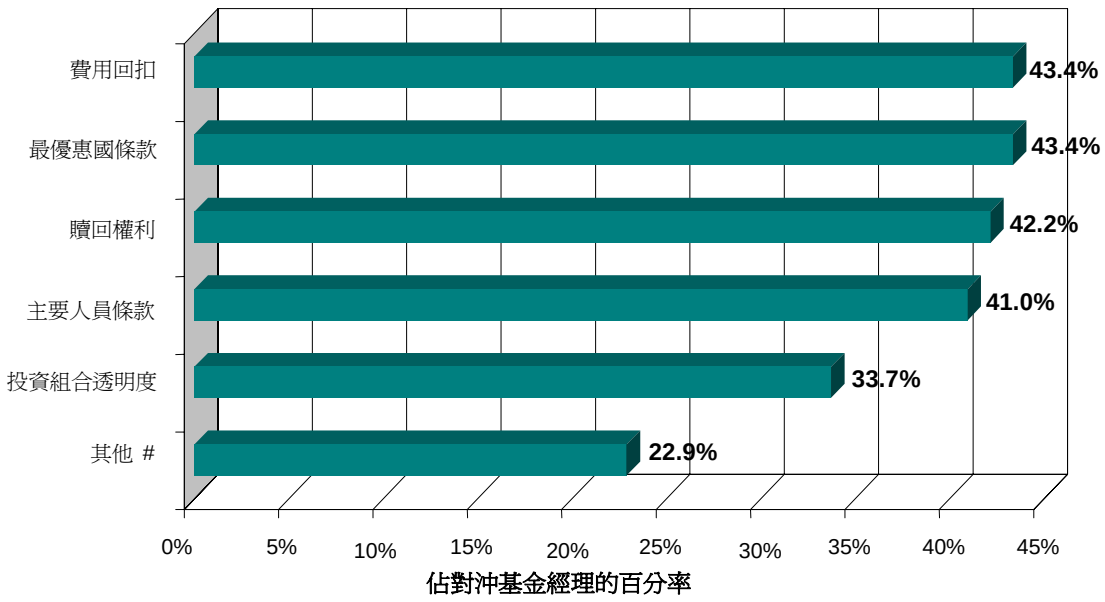
於 2009 年 3 月 31 日對沖基金經理使用側袋的情況



設有附函（side letter）安排的對沖基金經理

在 2009 年 3 月 31 日，約 40%的對沖基金經理報稱與投資者訂有附函安排。最常見的附函條款包括費用回扣、最優惠國條文、贖回權利及主要人員條款。

於 2009 年 3 月 31 日設有附函安排的對沖基金經理



其他包括如集中限制、投資能力協議及其他匯報規定等條款。

證監會爲對沖基金業採取的舉措

下文概述我們在過去三年因應香港對沖基金業的發展及變化而採取的舉措。

簡化對沖基金經理的發牌程序

於 2007 年 6 月，我們簡化及釐清了基金經理的發牌程序[4]，爲那些已在其他司法管轄區獲發牌或註冊爲投資經理或顧問，以及合規紀錄良好和只爲專業投資者服務的公司，提供了簡化的發牌程序。這項舉措受到市場人士歡迎及支持。簡化發牌程序後，我們處理對沖基金經理的牌照申請平均所需時間縮短約 40%，由 2007 年 6 月的 12 個星期減至 2009 年 8 月的七個星期。資料齊全的申請一般可在四至六個星期內獲得處理。

爲業界提供指引

我們曾與多家在本地成立的對沖基金經理會面，了解他們的營運情況及業務概況。我們其後發表有關觀察所得結果[5]，以提醒業界監控日常運作的重要性，例如實施職能劃分。

我們亦曾向對沖基金經理進行主題視察，並根據視察結果向所有持牌對沖基金經理發出通函[6]，具體說明證監會一般預期他們應達到的操守標準及應採取的監控程序。該通函的內容涵蓋多個主要範疇，包括風險管理及監控程序、投資估值、向投資者作出的披露、營運效率等。其中我們特別提醒對沖基金經理，須確保向所有現有及準投資者適當地披露附函的重大條款，以及審慎地評估將投資轉入及轉出側袋的基準及監控措施，並確保向現有及準投資者適當地披露側袋安排。

我們亦藉著與主要經紀行及其他服務提供者等市場人士持續對話和會面，監察對沖基金業的發展。

執行法規以阻嚇失當行爲及欺詐活動

在 2009 年初，證監會就某隻私人對沖基金、其相關的對沖基金經理及其他有關人士涉嫌進行的欺詐活動，採取了果斷的監管行動[7]。

與海外監管機構保持密切聯繫

由於對沖基金的活動並沒有地域限制，與海外監管機構保持合作至爲重要。就此而言，證監會曾與美國證券交易委員會合作，對若干在兩地註冊的對沖基金經理進行聯合視察。我們亦積極參與國際證券事務監察委員會組織的討論工作，爲對沖基金業制訂國際準則及良好作業方式。

---

[4] 證監會簡化發牌程序的詳情，載於 2007 年 6 月 11 日發出題爲《證監會採取務實的處理方法向基金經理發牌》的通函內。該通函可於證監會網站取覽。

[5] 相關結果的摘要載於 2007 年 8 月 27 日發表的《證監通訊》（2007 年 8 月，第 42 期）。該通訊可於證監會網站取覽。

[6] 該通函於 2008 年 10 月 27 日發表，可於證監會網站取覽。

[7] 詳情請參閱證監會於 2009 年 4 月 28 日、2009 年 5 月 19 日、2009 年 5 月 25 日及 2009 年 8 月 21 日發表有關Descartes Investment Management Ltd、阜豐環球資產管理有限公司、Descartes Finance Ltd及Descartes Athena Fund SPC的新聞稿。該等新聞稿可於證監會網站取覽。

結語

對沖基金在環球金融市場擔當的角色日益重要。與其他基金經理一樣，對沖基金經理如在香港進行資產管理或顧問活動，須領有證監會發出的牌照。他們獲發牌後，亦須持續接受證監會的監督。此外，儘管我們沒有直接監管對沖基金（向公眾銷售的對沖基金除外），但這並不意味著對沖基金不受監管。所有使用香港作平台的對沖基金，均須遵守有關防止欺詐、內幕交易及市場失當行爲的法規。

證監會將密切注視國際上的監管發展，並在適當時檢討香港的監管架構。我們的目標是繼續維持可平衡各方面需要的監管環境，在協助對沖基金業發展之同時，亦確保投資者得到充分的保障。

附錄

表 1：證監會持牌對沖基金經理管理的對沖基金資產類別分析

於 **2009** 年 **3** 月 **31** 日	在香港管理的資產（以十億美元計）	註
209 家對沖基金經理匯報的管理資產總值	**55.3**	
- 單一對沖基金	45.1	1
- 對沖基金的基金	7.8	1
- 管理投資組合	2.4	1
209 家對沖基金經理各自匯報的首三大對沖基金	**51.6**	2
- 完全在香港管理的對沖基金	33.8	
- 部分在香港管理的對沖基金	17.8	3

註 1： 單一對沖基金佔管理資產總值的 81.6% ，其後依次爲對沖基金的基金（14.1%） 及管理投資組合（4.3%）。

註 2： 209 家對沖基金經理匯報的首三大對沖基金佔管理資產總值的 93.3% 。

註 3： 指同時在香港及香港以外地區管理的對沖基金。這些對沖基金匯報的資產總值爲 1,805 億美元，其中 178 億美元即 9.9%報稱在香港管理。

表 2：證監會持牌對沖基金經理的分層統計

於 **2009** 年 **3** 月 **31** 日 對沖基金經理按管理資產總值排列	管理資產（以十億美元計）	佔管理資產總值的百分率
首 1 至 20 位	32.7	59.1%
21 至 50 位	13.2	23.9%
51 至 100 位	7.0	12.7%
101 至 209 位	2.4	4.3%
總計	**55.3**	**100.0%**