



證監會合規通訊： 中介人

市況不明朗時的風險管理

本期《證監會合規通訊：中介人》探討在市場受壓、波動及信貸前景惡化時，如何進行風險管理和管治。下文以低流通性投資為例，重點闡述香港中介機構在當前市場上所面臨的一些具體風險，並就防範性應對措施提供建議。

信貸風險加劇、市況不明朗、資產難以出售及大規模贖回——這些是近期全球基金業內具規模的公司

所陷困境的共通點。有關事件是向金融業發出的警示，顯示基金如過於偏重流通性較低的投資，便會在市況波動時面臨更高的風險。管理流動性風險不僅是基金管理公司的要務，對槓桿式投資於低流通性債券的金融中介機構而言亦屬關鍵。

國際貨幣基金組織在2019年10月發表的《全球金融穩定報告》中指出，企業的債務負擔增加，而一些大型經濟體的機構投資者亦在增持風險更高且流通性更低的資產。

全球基金管理公司面對流動性問題

英國 Woodford
Investment
Management 公司
將一隻投資於低流通性
及非上市項目的旗艦
基金暫停買賣

南韓 Lime Asset
Management 公司
在無法將可轉換債券
變現時暫停基金贖回

以倫敦為基地的
H2O Asset
Management 公司
在其企業債券持有量
引起關注後出現
基金被大量贖回的情況

風險管治

在當前環境下，中介機構必須設立穩健的風險管治架構。有關架構應與中介機構的業務性質、規模及複雜程度相稱。高級管理層在公司風險管理及監督職能上的角色和職責應予明確界定。特別是，持牌

機構應委任具有合適資格及經驗的核心職能主管來負責履行風險管理職能。

持牌機構應配置適當的資源，以輔助透過組織架構、相關措施及程序來實施的風險管治工作。





流動性風險

當基金的資產與其負債不匹配時，便會產生流動性風險。倘若基金集中投資於低流通性項目，相關風險可能會更大。具有開放式結構的基金（尤其是設有每日交易安排的基金）在投資者因基金出現任何麻煩或表現欠佳的跡象而急於贖回時，將會面臨更大的流動性風險。英國 Woodford Investment Management 公司的個案便是如此。

在香港，有一隻資產高度集中的私募基金無法滿足贖回要求。該隻在內地分銷的基金於開曼群島註冊成立，並由一家並非證監會持牌機構的公司管理。

該基金的主要資產是一家與其有聯屬關係的香港上市公司所發行的優先票據。該上市公司無法在規定期限內就這些票據支付相關款項，因此將到期日延後。該隻開曼基金無法贖回票據，遂押後贖回基金的日期。

若基金集中投資於難以出售的資產（特別是由同一集團發行的低流通性債券），或基金贖回期較長或可延期贖回，投資者在對這些基金進行投資時應提高警覺。中介人亦應留意證監會所發出有關管理開放式基金的流動性風險的指引¹。

管理流動性風險的良好手法

就流動性風險管理訂立有效的政策和程序，並制定行動計劃以應付在一般市況和市場受壓下的贖回要求

以分散投資為目標及定期評估基金在資產與負債方面的流通性狀況，並顧及基金的投資者狀況及過往和預期的贖回模式

確保基金的認購及贖回安排在整個產品周期內就基金的投資策略和相關資產來說都是合適的

進行持續的流動性壓力測試，以就市況的重大不利變化所帶來的影響、基金管理公司的行動計劃和流動性風險管理工具進行評估

¹ 《致持牌法團的通函——管理基金的流動性風險》（2019年8月23日）及《致證監會認可基金的管理公司有關流動性風險管理的通函》（2016年7月4日）。



信貸風險

在利率長期低企的環境下，投資者都追求更高的收益率和更佳的回報。在香港，非投資級別企業債券的銷售額於2016年至2018年間增長65%，而高息債券基金的交易額亦由20億元增加至180億元²。這些債券很多都有雙位數的收益率，反映違責的風險較高。投資者在投資高風險產品時應保持審慎。

中介人如就上述高風險產品進行分銷或提供建議，應注意有關銷售手法的各項規定，包括《操守準則》³下為客戶提供合理適當建議的責任。中介人亦需向投資者提供充分和準確的產品資料，包括產品的特點和風險，並且必須給予客戶持平的意見，不得只著眼於產品的好處。

在愈來愈多個案中，與證券經紀行有聯屬關係的金融集團，將大部分資金投放於其投資的違責企業債券或票據、逾期貸款或已到期但未交收的私募基金。當中有些債券、票據或貸款是以低流通性股份或在股票交易所暫停買賣的股份作抵押。同樣地，有些私募基金亦持有違責企業債券或票據及低流通性或暫停買賣的股份。經紀行在提供信貸時必須採取審慎的態度。

此外，經紀行亦應注意，根據在2019年4月1日生效的經修訂《財政資源規則》⁴，持牌機構的資產負債表內的上市債券（例如根據《上市規則》第三十七章上市的債券）不可再單憑其上市地位便可在速動資金的計算中被當作速動資產。

香港金融管理局（金管局）與證監會在2019年4月就雙方在協調檢查中發現的複雜融資安排發出一份聯合通函⁵。此外，證監會留意到近期有多宗個案都涉及聯屬公司以上市股份作抵押以取得貸款的類似融資安排。這些複雜的安排令有關持牌機構難以妥善管理整體的財務風險。

² 《有關銷售非交易所買賣投資產品的調查》（2018年12月）。

³ 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》。

⁴ 《證券及期貨（財政資源）規則》。

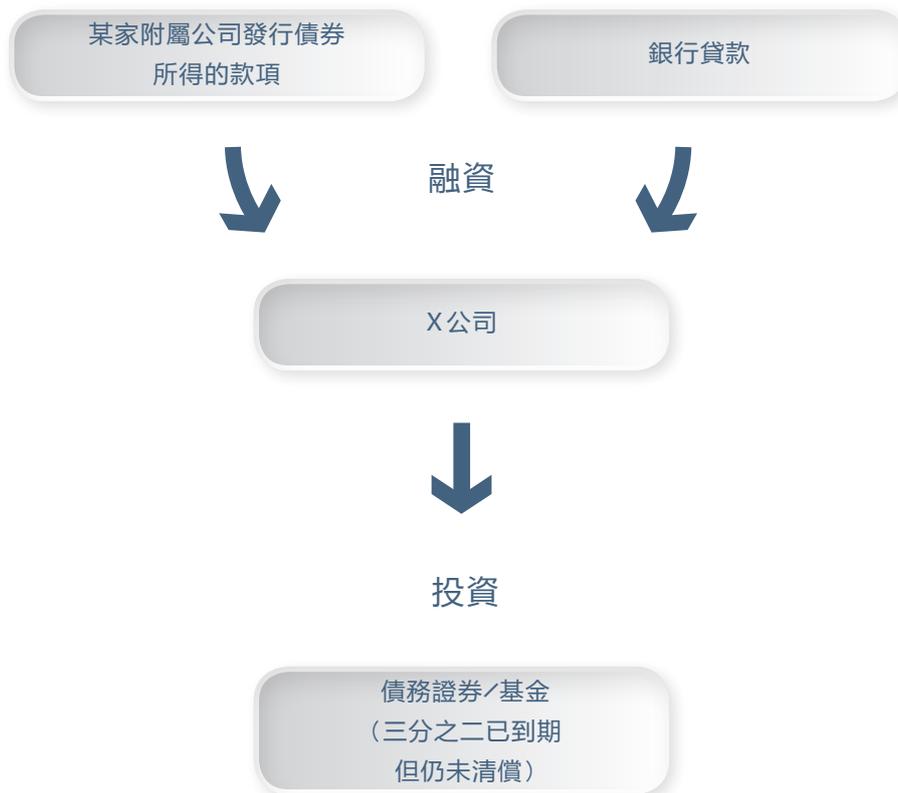
⁵ 在2019年4月24日發出題為《金管局與證監會採取協調方法監管銀行及持牌法團》的通函。

個案研究——由聯屬公司進行投資或借貸的信 貸風險

- X公司是一家持有數家持牌機構的香港控股公司，並為該數家持牌機構的獲核准大股東。該公司廣泛投資於以下項目：(i) 上市及私人公司所發行的無抵押票據；(ii) 上市公司大股東所發行並以有關上市公司股份作為抵押的票據；及(iii) 投資於單一股票、作出投資後便告違責的票

據或多隻市場流通性偏低的股票的不同基金。該公司三分之二的投資已經逾期，而且仍未清償或已延後到期日。其餘投資大多設有較長的鎖定期。該公司透過銀行貸款及某家附屬公司發行債券所得的款項而獲得融資。由於大部分投資在技術上已屬違責，或不會在銀行貸款及債券到期前清償，因此X公司可能面臨資金缺口。

X公司的融資安排





- Y公司是一家持有數家持牌機構的香港控股公司，並為該數家持牌機構的獲核准大股東。該公司幾乎就其未償還的銀團貸款出現違責情況，因為其資金及其附屬公司的資金大部分投放在一家放債附屬公司所貸出且屬呆帳的股份質押貸款內。最後，該公司向母公司尋求注資，以解決其流動資金緊絀的問題。

我們已多次就進行欠缺透明度且複雜的融資安排，藉以將保證金借貸風險或信貸風險掩飾為投資風險的手法作出警告。當集團內任何一家公司出現信貸風險時，該集團旗下持牌機構的聲譽和財務穩健性亦可能受到不利影響。中介機構的控股公司及控制人應審慎管理集團的整體財務風險，以確保他們可為中介機構提供財政支持，及遏制可能影響其財務穩健性的連鎖風險。證監會與本地及香港以外地區的監管同業緊密合作，要求持牌機構須在有需要的情况下迅速採取糾正行動。

總結

中介機構必須以適當的謹慎、技能及勤勉盡責的態度行事，並運用所需的資源，以管理和遏制其業務活動所面臨的風險。這在市場不明朗及經濟增長放緩時尤其重要。中介機構應設立穩健的風險管治架構，並應注意風險管理並非只是風險管理團隊或指定人員的責任。董事會、負責人員及核心職能主管等高級管理層應承擔主要責任，並對其公司的整體風險管理監控措施負責。

如欲以電郵方式收取《證監會合規通訊：中介人》，只需在證監會網站訂閱並在指定頁面選擇《證監會合規通訊：中介人》即可。

證券及期貨事務監察委員會
香港皇后大道中2號
長江集團中心35樓

(852) 2231 1222
enquiry@sfc.hk
www.sfc.hk