

有關持牌基金經理所管理的  
對沖基金的調查報告

(2004年3月31日至2006年3月31日)

香港證券及期貨事務監察委員會

2006年10月

## 目錄

	頁
1. 摘要	2
2. 背景	6
3. 調查方法及回應	7
4. 調查結果	9
甲部分：一般觀察所得	9
乙部分：首三大對沖基金的分析	13
5. 對沖基金業的近期發展	18
6. 結語	21

## 1. 摘要

### 引言

證券及期貨事務監察委員會（證監會）認識到對沖基金的地位日益重要。鑑於香港的對沖基金活動增加，證監會在 2006 年 6 月以業務範圍涉及管理對沖基金及／或為對沖基金提供顧問服務的持牌法團為對象，進行其首次探究事實的調查（是次調查）。是次調查的目的是為使證監會緊貼本會持牌人在香港進行的對沖基金活動的狀況。本報告撮述我們的主要調查結果。

### 釋義

“對沖基金”一詞並無正式定義。就是次調查而言，凡採用另類投資策略、追求絕對回報、除管理費外亦額外徵收業績表現費，以及賦予基金經理投資授權，容許他們有更大的彈性去轉換策略的基金，一般均被視為對沖基金。

就是次調查而言，“對沖基金經理”兼指管理對沖基金資產及向對沖基金提供意見的基金經理。“管理資產”兼指對沖基金經理負責管理及／或提供意見的資產的價值。同樣地，“對沖基金管理”亦兼指管理對沖基金及／或為對沖基金提供顧問服務。

### 是次調查

是次調查的問卷分為兩部分。甲部分收集關於對沖基金經理的一般資料，例如管理資產、公司背景等。乙部分收集每名對沖基金經理於 2006 年 3 月 31 日所管理的首三大對沖基金（按其各自的資產淨值計算）的詳盡資料，例如結構、投資策略、投資地域、投資組合結構、槓桿借貸等。

證監會根據市場資料，向 197 家於 2006 年 3 月 31 日有管理對沖基金或為對沖基金提供意見的持牌法團發出調查問卷，並接獲共 186 家持牌法團的回應（回應率為 94%），當中 118 名回應者確認他們於該日期正從事管理對沖基金及／或為對沖基金提供意見的業務。他們管理及／或提供意見的對沖基金共有 296 項。

## **是次調查的範圍**

是次調查的結果僅反映對沖基金業於 2006 年 3 月 31 日的情況。鑑於對沖基金的資金分布變動不定，而對沖基金經理在改變投資策略方面亦享有很大彈性，因此該情況可能會迅速改變。

儘管調查結果能夠就對沖基金經理所營運的對沖基金業的一般狀況提供有用資料，但應注意是次調查並不涵蓋在海外管理但投資於香港的對沖基金。

因此，本報告讀者在分析調查結果時宜注意上述情況。

## **主要調查結果**

### **香港的對沖基金業在過去數年增長顯著**

- 於 2004 年 3 月 31 日至 2006 年 3 月 31 日期間（以下簡稱為“該期間”），對沖基金經理和對沖基金的數目以及管理資產總額均有顯著增長。於 2006 年 3 月 31 日，回應者持有的管理資產總額達 335 億美元，代表該期間內有達 268% 的增幅。
- 大型對沖基金經理的數目有所增加。於 2006 年 3 月 31 日，46% 的回應者持有超過 1 億美元的管理資產，相比於 2004 年 3 月 31 日，只有 34% 的回應者持有上述規模的管理資產。
- 於該期間內，每名回應者所管理的對沖基金的平均數目，由 2.0 項增加至 2.6 項，增幅為 30%。同期內，每名回應者的管理資產平均數額由 1 億 6,300 萬美元增至 2 億 9,930 萬美元，增幅為 84%。
- 香港市場匯聚國際及本地對沖基金經理。於 2006 年 3 月 31 日，首 20 名最大規模的對沖基金經理當中（按其各自的管理資產計算），其中 13 名（佔該 20 名最大規模的對沖基金經理的管理資產的 72%）是來自美國、英國及日本的對沖基金經理的聯屬公司，其餘則在本地成立。

## 對沖基金一般採取簡單的投資策略及較低的槓桿借貸

以下的觀察所得是關於回應者於 2006 年 3 月 31 日所管理的首三大對沖基金（按其各自的資產淨值計算），所涉及的對沖基金共有 201 項。

- 在投資策略方面，回應者所填報的對沖基金當中有 34%採用長／短倉持股策略，其次是多元策略(25%)及對沖基金的基金(20%)。在採用多元策略的基金當中，亦以長／短倉持股策略為主。
- 股票是所填報的對沖基金的主要資產成分，合共佔該等對沖基金的資產淨值總額的 53%。債券是第二主要的投資類別，其次是投資於其他對沖基金、衍生工具／結構性產品等。
- 於 2006 年 3 月 31 日，回應者所填報的對沖基金的資產淨值總額當中有 240 億美元投資於亞太市場，當中有 41 億美元投資於香港。
- 在回應者填報的對沖基金當中，有 40%於 2006 年 3 月 31 日並無採用任何槓桿借貸，而採用槓桿借貸的對沖基金當中，大部分的槓桿借貸均低於資產淨值的 200%。

## 所填報的對沖基金以機構投資者為主及基金的表現各有差異

- 大部分所填報的對沖基金的服務及／或目標對象均是機構投資者，及並無透過外間分銷商作廣泛分銷。例如，所填報的對沖基金中有 74%沒有外間分銷商。是次調查結果反映對沖基金在零售投資者當中並不普及。此外，香港的零售對沖基金的規模較小（截至 2006 年 3 月底，已獲證監會認可的 13 項零售對沖基金的資產淨值總額為 11.5 億美元），亦進一步證明這一點。
- 基金表現各有差異。填報的對沖基金中有 20%在該期間內錄得超過 20%的年率化回報，但亦有 16%在同期內錄得虧損。

## 監管方法

由於很多對沖基金均在海外註冊成立，因此直接監管對沖基金並不切實可行，甚至是不可能的。有見及此，證監會並不擬對私人對沖基金進行註冊、發牌或認可。此外，強制性的披露制度亦不切實可行，因為在海外註冊成立的對沖基金未必在香港設有代表。然而，該等基金並非不受監管。以香港為操作平台的對沖基金仍然受到防止詐騙、內幕交易及市場失當行為的法例所約束。

雖然私人對沖基金無須獲證監會進行產品認可，但向公眾發售的對沖基金則必須獲得認可。在發牌規定方面，不論有關基金是向私人還是向公眾發售，所有在香港營運的對沖基金經理必須領有牌照。監管架構概列如下：

- 向對沖基金經理發牌 — 與其他基金經理或投資顧問一樣，在香港從事資產管理／顧問業務的對沖基金經理必須獲證監會發牌。在這方面，基金經理必須證明（除其他事項外）本身已具備專業知識、財政資源、適當內部監控及風險管理系統，方會獲得發牌。於 2004 年 10 月，證監會委任了專責小組，專門處理對沖基金經理的牌照申請以及回答準申請人的查詢。自該小組成立以來，截至 2006 年 6 月 30 日我們已處理 54 宗來自對沖基金經理的牌照申請，當中有 44 宗已獲批准或原則上批准。
- 監察中介人 — 證監會在 2005 年選取了一批對沖基金經理作為樣本，進行了一輪主題視察，旨在審查其基礎設施及公司管治、投資策略、風險控制、槓桿借貸、投資估值、解決利益衝突等事宜。我們亦與若干主要經紀會面，討論他們就對沖基金所採取的風險管理監控措施。我們注意到有關利益衝突、流動性低及特種／度身訂造的金融產品的估值方式等若干問題。該等問題並非香港獨有。在考慮如何對該等問題作出監管上的回應時，我們將繼續留意國際間的最新發展。
- 為向公眾發售的對沖基金進行產品認可 — 香港是全球數個最先允許向公眾發售對沖基金的司法管轄區之一。證監會在 2002 年 5 月發表《對沖基金指引》，並於 2005 年 9 月對其作出修訂，以方便產品創新及使投資者享有更廣泛的投資選擇。截至 2006 年 3 月底，證監會已認可 13 項零售對沖基金，資產淨值總額為 11.5 億美

元。有關的資產淨值是於 2002 年（即《對沖基金指引》首次發表的該年）12 月底金額的七倍以上。

證監會在制訂有關監控對沖基金業的未來策略時，將會考慮是次調查的結果。然而，我們知道在處理跨境的對沖基金問題上，不能單靠一己之力。為此，我們與海外監管機構就對沖基金活動保持密切聯繫。我們亦一直積極參與國際證券事務監察委員會組織（國際證監會組織）有關對沖基金事宜的專責小組的討論。此外，證監會也一直與主要的業界團體緊密合作，發展本港的對沖基金市場，並維護投資者權益、市場穩健性及香港金融市場的聲譽。

## 2. 背景

據估計，現時全球約有 8,800 項對沖基金，資產值約達 12,000 億美元<sup>1</sup>。根據市場資料，於 2005 年約有 400 項以亞洲為焦點的對沖基金，其管理資產總額約達 950 億美元，較 2000 年增長達 337%。

在過去數年，我們目睹愈來愈多參與者加入香港的對沖基金業。從本會對部分對沖基金經理的查詢顯示，美國／歐洲對沖基金公司當中有物色途徑進軍亞洲市場的趨向。此舉很大程度上是由於傳統上對沖基金活躍的美國及歐洲市場已呈飽和，因此基金經理有意增加分配於亞洲區的資產比例，從而採取以亞洲為焦點的策略。

除了國際基金經理外，亞洲本土的對沖基金經理亦銳意在區內開展業務。香港一直以來都能夠吸引頗大比例的對沖基金在此開辦及注入資金。此外，我們亦注意到現有基金經理把業務伸展至對沖基金管理的趨勢。

在對沖基金活動日益增加的背景下，證監會於 2006 年 6 月以本港的對沖基金經理為對象，進行了其首次探究事實的調查。是次調查的目的是使證監會緊貼香港對沖基金業的狀況及最新發展。本報告撮述我們的主要調查結果。

---

<sup>1</sup> 資料來源：美國證券交易委員會主席於 2006 年 7 月 25 日在美國參議院的銀行、房屋及市政事務委員會席前就對沖基金的監管提供的證詞。

### 3. 調查方法及回應

#### *對沖基金的定義*

為了釐定是次調查的範圍以便將傳統基金置於調查範圍以外，我們需要清楚界定何謂對沖基金。但是，“對沖基金”並無正式定義，且通常與其他類別的基金（例如私募股權基金）的區分頗為隨意。對沖基金通常被描述為可進行重大槓桿借貸，及可利用衍生工具或其他嶄新的金融工具去實行複雜的交易策略的基金。雖然私募股權基金亦經常利用重大槓桿借貸進行投資，但是一般不被視為對沖基金。同樣地，越來越多傳統的資產經理使用衍生工具或投資於容許他們進行槓桿借貸或建立短倉的結構性金融工具。

就是次調查而言，凡具備以下特點的基金，都被視為對沖基金：

- 採用另類投資策略，例如長倉／短倉、槓桿借貸（包括已包含在金融工具（例如衍生工具等）內的槓桿借貸）、使用衍生工具進行交易、及／或套戩技巧；
- 追求絕對回報，而非衡量相對於基準而言的投資表現；
- 除管理費（主要根據管理資產總額而釐定）外亦額外徵收業績表現費；及
- 會給予基金經理投資授權，使他們有更大的彈性去轉換投資策略。

就是次調查而言，“對沖基金經理”兼指管理對沖基金資產及向對沖基金提供意見的基金經理。“管理資產”兼指對沖基金經理負責管理及／或提供意見的資產的價值。同樣地，“對沖基金管理”亦兼指管理對沖基金及／或為對沖基金提供顧問服務。

#### *調查設計*

證監會根據市場資料，向於 2006 年 3 月 31 日正管理對沖基金或就對沖基金提供意見的基金經理進行調查。是次調查的問卷分為兩部分。甲部分收集關於對沖基金經理的一般資料，例如管理資產、公司背景等。乙部分收集每名對沖基金經理於 2006 年 3 月 31 日所管理的首三大對沖基金（按其各自的資產淨值計算）的詳盡資料，例如結構、投資策略、投資地域、投資組合結構、槓桿借貸等。為了識別首三大對



沖基金，如所管理的對沖基金是傘子基金，有關的對沖基金經理會被要求提供該傘子基金轄下的成分基金的資料。

是次調查的資料及數據，大部分是關於 2006 年 3 月 31 日的情況，而部分則同時包括 2004 年及 2005 年 3 月 31 日的情況，以用作比較及進行趨勢分析。

在進行調查的過程中，證監會的職員亦就若干不完整的資料作出跟進，及／或就回應者所提供的資料作出查詢。

### ***甄選準則***

證監會根據內部的發牌數據庫及外間的市場資料，識別出按本會所知的 197 名於 2006 年 3 月 31 日正管理對沖基金或就對沖基金提供意見的基金經理，並向這 197 名對沖基金經理發出調查問卷。

### ***回應***

在 197 名對沖基金經理當中，有 186 名對沖基金經理對調查問卷作出回應，回應率為 94%。於這 186 名回應者當中，

- 118 名（63%）確認他們於 2006 年 3 月 31 日正從事管理對沖基金的資產及／或就對沖基金提供意見的業務。
- 4 名（2%）報稱正在創立階段；及
- 餘下 64 名（35%）確認於 2006 年 3 月 31 日並沒有從事管理對沖基金及／或就對沖基金提供意見的業務。

### ***調查的範圍***

是次調查的結果僅反映對沖基金業於 2006 年 3 月 31 日的情況。鑑於對沖基金的資金分布變動不定，而對沖基金經理在改變投資策略方面亦享有很大彈性，因此該情況可能會迅速改變。

儘管調查結果能夠就對沖基金經理所營運的對沖基金業的一般狀況提供有用資料，但應注意的是，是次調查並不涵蓋在海外管理但投資於香港的對沖基金。

因此，本報告讀者在分析調查結果時宜注意上述情況。

#### 4. 調查結果

調查結果的甲部分是關於在是次調查中，回應表示在 2006 年 3 月 31 日有從事對沖基金管理的對沖基金經理的一些一般性觀察所得；而乙部分則關於每名對沖基金經理所填報的首三大對沖基金的調查結果。

##### 甲部分：一般觀察所得

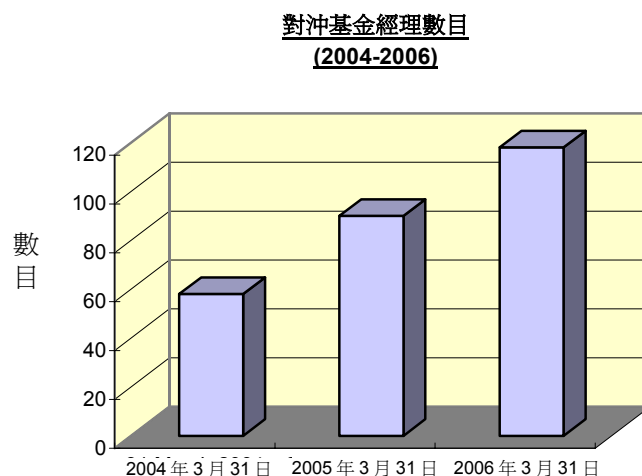
以下撮述我們對 118 名對沖基金經理在 2006 年 3 月 31 日的一般觀察所得。

#### 對沖基金經理數目

##### 對沖基金經理數目激增

對沖基金經理的數目在該期間內大幅增加。如下圖所示，對沖基金經理數目在 2004 年 3 月(58 名對沖基金經理)至 2006 年 3 月(118 名對沖基金經理)期間確實錄得一倍增幅。

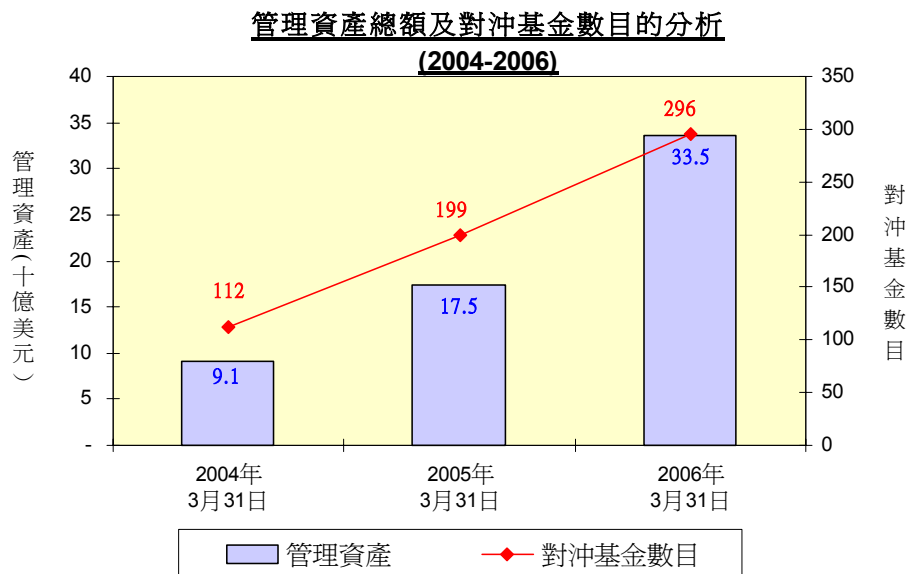
越來越多本地和海外的大型對沖基金經理在香港開展對沖基金業務。海外對沖基金經理(特別是規模較大的)都選擇在香港開業，從而將業務伸展至亞洲。市場人士就此提出的原因包括鄰近中國內地及亞洲北部、匯集了較多專才和訓練有素的專業人士、有效率的金融和社會基礎設施、公平和穩建的監管制度及簡單低稅率制。



## 管理資產及對沖基金數目的分析

### 回應者所填報的對沖基金在管理資產和基金數目方面均有大幅增長

回應者所填報的管理資產總額在該期間內激增 268%至 335 億美元 (2004 年 3 月的數字為 91 億美元)。在香港管理的對沖基金數目在該期間內亦由 112 項飆升 164%至 296 項。



由某市場數據公司<sup>2</sup>所編製的統計數字亦證明了香港能成功吸引資金流入。

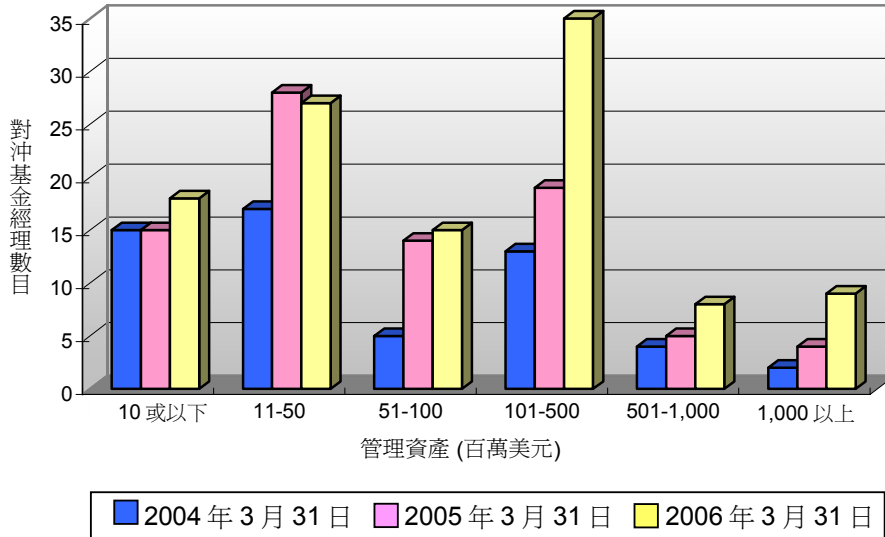
### 更多大型對沖基金經理

對沖基金經理的規模不一。在 2006 年 3 月 31 日，有些對沖基金經理的管理資產不足 1,000 萬美元，而規模較大的對沖基金經理的管理資產則達 10 億美元以上。

以下的條形圖說明回應者在該期間內的管理資產分布情況。大型對沖基金經理的數目有所增加。在 2006 年 3 月 31 日，46%的回應者持有超過 1 億美元的管理資產，而在 2004 年 3 月 31 日的比例只有 34%。

<sup>2</sup> 根據 AsiaHedge 的資料，香港在 2005 年新成立的亞洲對沖基金數目是亞洲之冠，其後依次是澳洲、新加坡及日本。以這些新基金的資產總值計算，首位仍然是香港，其後依次是日本、澳洲及新加坡。

**對沖基金經理的管理資產  
(2004-2006)**



**回應者管理的對沖基金平均數目和管理資產平均數額**

每名回應者在該期間內管理的對沖基金的平均數目，由 2.0 項增加至 2.6 項，增幅為 30%。同期內，每名回應者的管理資產平均數額亦由 1 億 6,300 萬美元增至 2 億 9,930 萬美元，增幅為 84%。

	每名回應者管理的對沖基金平均數目	每名回應者的管理資產平均數額(百萬美元)
2006年3月31日	2.6	299.3
2005年3月31日	2.3	205.5
2004年3月31日	2.0	163.0

**對沖基金經理的背景**

**香港市場匯聚國際和本地對沖基金經理**

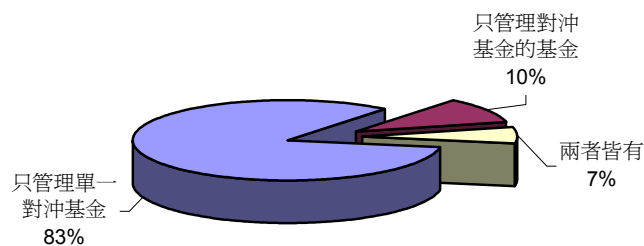
香港部分對沖基金經理在本地成立，但很多都是美國和英國的對沖基金集團設於香港的辦事處。於 2006 年 3 月 31 日，首 20 名最大規模的對沖基金經理當中（按其各自的管理資產計算），其中 13 名（佔該 20 名最大規模的對沖基金經理的管理資產的 72%）是來自美國、英國及日本的對沖基金經理的聯屬公司，其餘則在本地成立。

## 對沖基金的類別

### 大部分回應者只管理單一對沖基金

在 118 名回應者中，大部分回應者(98 名或 83%)表示只管理單一對沖基金，12 名回應者(10%)則管理對沖基金的基金，而其餘 8 名(7%)則表示兩者皆有。以下的圓形分析圖說明回應者管理的對沖基金類別。

所管理的對沖基金類別

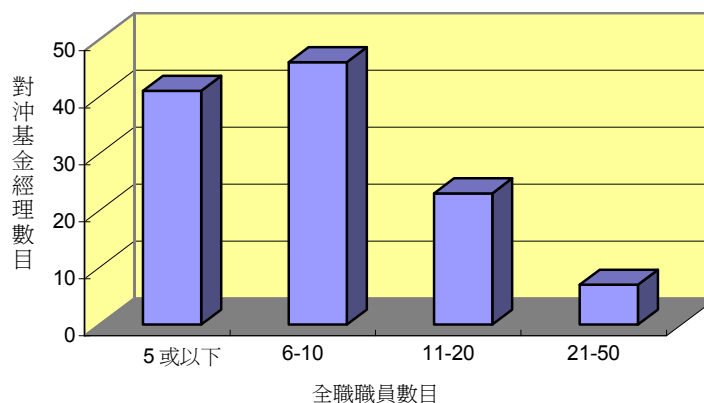


## 職員概況

### 公司規模各有不同

回應者報稱在 2006 年 3 月 31 日的全職職員總數為 1,053 名。74%的回應者報稱他們有 10 名或以下的職員負責與對沖基金運作有關的多項主要職能。另一方面，約 6%的回應者有超過 20 名職員為其對沖基金業務提供支援。

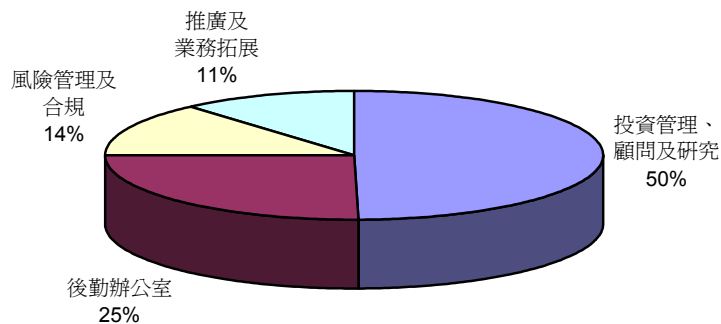
參與對沖基金活動的全職職員數目



### **大部分職員均有參與投資管理、顧問及研究的職能**

回應者有半數職員參與投資管理、顧問及研究的職能，另有 25%的職員負責後勤辦公室職能，例如交收、會計等。其餘則主要參與風險管理及合規、推廣及業務拓展的工作。

**按職能劃分的職員百分比**



### **乙部分：首三大對沖基金的分析**

是次調查亦要求回應者提供他們於 2006 年 3 月 31 日管理的首三大對沖基金(按其各自的資產淨值釐定)的詳情。回應者填報的對沖基金共有 201 項。以下撮述我們對這些對沖基金的觀察所得。

<b>成立日期</b>
-------------

#### **所填報的大部分對沖基金在 2004/2005 年間成立**

2004 年和 2005 年是回應者成立對沖基金數目最多的兩年。在這兩年內成立的基金數目佔該 201 項基金的一半以上。

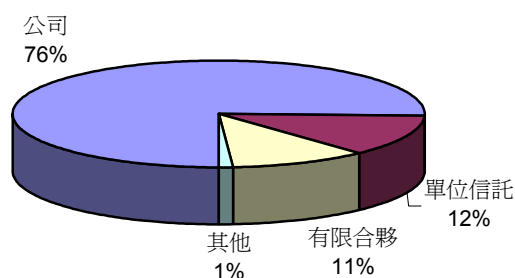
成立年分	對沖基金的數目	佔總數百分比
2006 (截至 3 月為止)	6	3%
2005	53	26%
2004	53	26%
2003	31	16%
2002	16	8%
2002 年之前	42	21%
總計	<b>201</b>	<b>100%</b>

### 基金結構及上市地點

#### 所填報的大部分對沖基金均採用公司形式的結構

回應者填報的大部分對沖基金均採用公司形式的結構(76%)，其次是單位信託(12%)和有限合夥(11%)的形式。

**對沖基金結構**



#### 14%的對沖基金已上市

在該 201 項對沖基金中，有 28 項(14%)在交易所上市，當中主要為愛爾蘭證券交易所。

### 客戶基礎及分銷途徑

#### 繼續以機構投資者為主

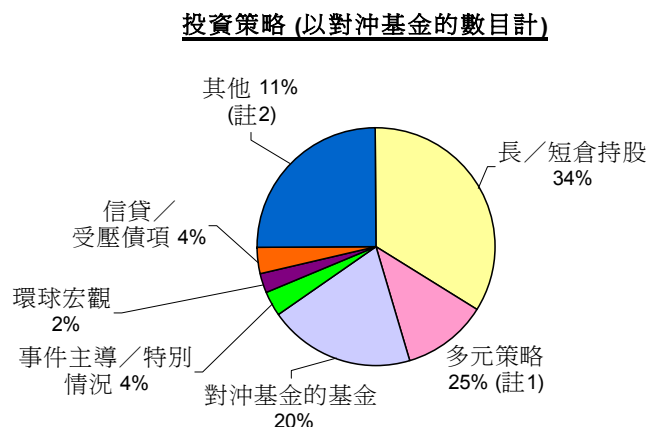
機構投資者向來是對沖基金的重要支持者。是次調查亦引證了這個情況。在 2006 年 3 月 31 日，共有約 10,140 名投資者投資於所填報的對沖基金，他們大部分是機構投資者。

所填報的大多數對沖基金(149 項或 74%)均沒有外間分銷商，其餘的主要有少於 3 名的外間分銷商。在某程度上，這可能是由於所填報的大部分對沖基金均屬非零售性質所致。

## 投資策略

### 長／短倉持股是最常見的對沖基金策略

回應者填報的對沖基金約有三分之一(34%)採用長／短倉持股投資策略，其次是採用多元策略(佔 25%)及對沖基金的基金(佔 20%)。其他策略包括事件主導／特別情況、環球宏觀、信貸／受壓債項等，而使用哪種策略則視乎是否有合適的機會而定。下圖說明不同對沖基金策略的分布情況：



註 1：就我們的分析而言，多元策略是指對沖基金使用多於一種投資策略且沒有以任何一種為主的投資策略。

註 2：其他包括定息工具套戥、股票市場中性、新興市場、管理期貨等策略。

在採用多元策略的基金當中，亦以長／短倉持股的策略為主。

以上的調查結果與我們和本地主要經紀行的討論結果相符。據這些經紀行表示，亞洲大部分對沖基金均採用傳統的長／短倉持股策略，但亦有一些對沖基金使用例如多元策略、事件主導、信貸／受壓債項等較複雜的策略來爭取更佳的投资回報。



## 投資地域

### 所填報的對沖基金主要投資於亞太市場

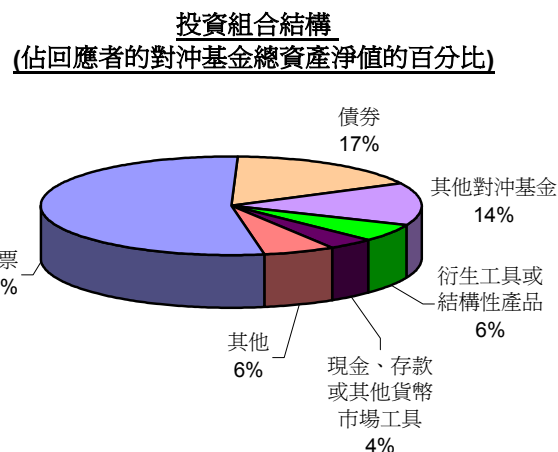
亞太區是多個地區之中最受這些對沖基金歡迎的投資地區。於 2006 年 3 月 31 日，回應者所填報的對沖基金的資產淨值總額當中有 240 億美元是投資於亞太區市場的。在這筆總計 240 億美元的投資當中，41 億美元是投資於香港市場。

據我們所知，基於香港在亞太區內的策略性地理位置，很多對沖基金公司都爲了投資於亞太市場而在香港成立，這情況與上述調查結果不謀而合。然而，應注意的是有關數量並不包括在海外管理但投資於亞太區(包括香港)市場的對沖基金。

## 投資組合結構

### 股票是所填報的對沖基金的主要資產成分

回應者所填報的對沖基金於 2006 年 3 月 31 日持有不同類別的資產。股票是所填報的對沖基金的主要資產成分，合共佔回應者所填報的首三大對沖基金的資產淨值總額的 53%。其他成分包括債券、其他對沖基金、衍生工具／結構性產品等。



對於亞洲大部分對沖基金主要投資於股票市場，市場人士解釋其主要原因是亞洲並沒有太多衍生工具可供選擇，同時對保證金／抵押品的要求頗高。

## 槓桿借貸

### *沒有過度槓桿借貸*

回應者對槓桿借貸沒有一致的定義。他們所填報的對沖基金有不同的槓桿借貸計算方法。其中最常見的計算方法是[(長倉市值 + 短倉市值) / 資產淨值]。

在所填報的對沖基金中，有 81 項或 40%沒有於 2006 年 3 月 31 日採用任何槓桿借貸。在報稱採用槓桿借貸的對沖基金當中，大部分(85%)於 2006 年 3 月 31 日的槓桿借貸均低於資產淨值的 200%。

## 估值

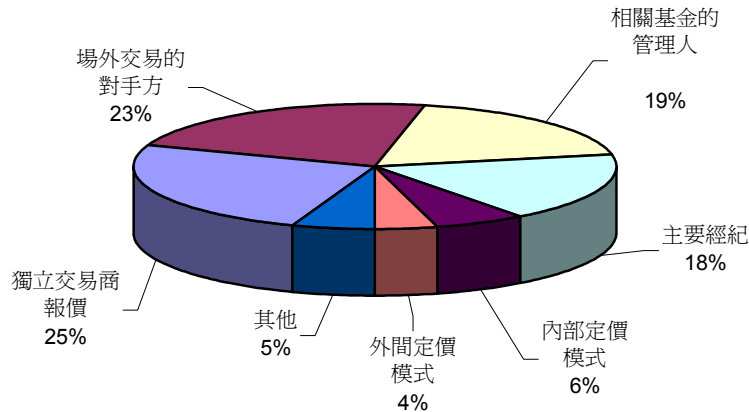
### *所填報的大部分對沖基金的管理人／信託人均有參與計算基金的資產淨值*

在所填報的 201 項對沖基金中，大部分(157 項或 78%)會每月向投資者匯報其資產淨值。184 項(92%)對沖基金的管理人／信託人均有參與計算基金的資產淨值。

### *獨立交易商的報價和場外交易的對手方是為非上市投資工具進行估值時最普遍使用的價格來源*

在沒有市價可供參考的情況下，獨立交易商和場外交易的對手方所提供的報價，至今仍是為非上市投資工具進行估值，以計算對沖基金資產時最為普遍使用的價格來源。

### 為非上市投資工具進行估值時的價格來源



### 年率化投資回報

#### 所填報的大部分對沖基金均錄得正投資回報但表現各異

該期間內對沖基金的年率化回報各有不同(見下表)。所填報的對沖基金當中，有 20%在該期間內錄得超過 20%的年率化回報，但亦有 16%在同期內錄得虧損。

年率化回報	佔對沖基金百分比
50%以上	3%
介乎 21%至 50%之間	17%
介乎 0%至 20%之間	64%
負回報	16%
<b>總計</b>	<b>100%</b>

## 5. 對沖基金業的近期發展

亞太區的對沖基金業近年增長驕人。作為區內主要的金融樞紐，香港繼續吸引大型的國際基金經理進駐，以便展開他們以亞洲為焦點的策略。除了國際基金經理外，亞洲本土的對沖基金經理亦銳意在香港開展業務，而現有的基金經理亦積極把業務拓展至對沖基金管理。

由於很多對沖基金均在海外註冊成立，因此直接監管對沖基金並不切實可行，甚至是不可能的。有見及此，證監會並不擬對私人對沖基金進行註冊、發牌或認可。此外，強制性的披露制度亦不切實可行，因為在海外註冊成立的對沖基金未必在香港設有代表。然而，該等基金並非不受監管。以香港為操作平台的對沖基金仍然受到防止詐騙、內幕交易及市場失當行為的法例所約束。

雖然私人對沖基金無須獲得認可，但向公眾發售的對沖基金則必須獲得認可。在發牌規定方面，不論有關基金是向私人還是向公眾發售，所有在香港營運的對沖基金經理必須領有牌照。監管架構概列如下：

- **向對沖基金經理發牌**

與其他基金經理或投資顧問一樣，在香港從事資產管理或顧問業務的對沖基金經理必須獲證監會發牌。在這方面，基金經理必須證明（除其他事項外）本身已具備專業知識、財政資源、適當內部監控及風險管理系統，方會獲得發牌。

於 2004 年 10 月，證監會委任了專責小組，專門處理對沖基金經理的牌照申請以及回答其查詢。自該小組成立以來，截至 2006 年 6 月 30 日我們已處理 54 宗來自對沖基金經理的牌照申請，當中有 44 宗已獲批准或原則上批准。

- **監察中介人**

除了日常持續監察中介人外，證監會在 2005 年選取了一批具代表性的對沖基金經理作為樣本，進行了一輪主題視察，旨在審查其基礎設施及公司管治、投資策略、風險控制、槓桿借貸、投資估值、解決利益衝突等事宜。我們亦選取了一批對沖基金經理，與他們進行了一系列深入的討論，以加深了解他們的基金策略、槓桿借貸水平及任用主要經紀的做法。此外，我們亦與若干主要經紀會面，評估他們就對沖基金所承受的風險，以及所採取的風險管理及監控措施。我們識別出的主要事宜包括：

- a) 利益衝突。對沖基金經理向來都有與主要投資者簽訂“附函”，向他們提供較優厚的待遇，卻沒有向其他投資者作出充分的披露。
- b) 資產估值。資產估值可能存在問題，尤其是涉及複雜、流動性低及特種／度身訂造的金融產品。

- c) 銷售文件的不足之處。對沖基金的銷售文件內採用的若干詞彙定義含糊。

這些問題並非香港獨有。我們將繼續留意在這範疇上國際間的最新發展。證監會一直與其他主要金融市場的監管機構，以及香港的投資銀行、主要經紀、業界團體／從業員保持密切聯繫，以評估主要的監管發展、對沖基金業的趨勢及任何與對沖基金相關的監管事宜。

### • 向公眾發售的對沖基金

香港是全球數個最先允許向公眾發售對沖基金的司法管轄區之一。證監會在 2002 年 5 月發表《對沖基金指引》，並於 2005 年 9 月對其作出修訂，以利便產品創新及使投資者享有更廣泛的投資選擇。《對沖基金指引》並不適用於不向公眾發售的對沖基金。

鑑於證監會認可的對沖基金屬零售性質，這些基金必須按照《對沖基金指引》遵從特定的信息披露規定及實施結構上的保障措施。該等指引特別強調以下各方面：(a)對沖基金經理的資歷；(b)對沖基金經理的風險管理及內部監控措施及系統；(c)信息披露；及(d)其他結構上及／或運作上的保障措施。

其中一個採用的監管做法是“市場劃分”的概念。在確認公眾對更廣泛的投資選擇有需求的同時，證監會認為需要以審慎、按部就班的方式向零售投資者推出複雜的新產品。《對沖基金指引》規定不同類別的對沖基金的最低認購金額門檻。例如，單一對沖基金的最低認購金額門檻是 5 萬美元，而對沖基金的基金則是 1 萬美元。

截至 2006 年 3 月底，證監會已認可 13 項零售對沖基金，資產淨值總額為 11.5 億美元。於 2006 年 3 月底的資產淨值是於 2002 年（即《對沖基金指引》首次發表的該年）12 月底金額的七倍以上。本會認可的對沖基金的平均資產淨值約為 8,800 萬美元，而最大的一項基金持有約 3 億 5,900 萬美元的資產淨值。

與香港整體的對沖基金業相比，經證監會認可向公眾發售的對沖基金規模相對較小。

## 6. 結語

我們相信對沖基金將繼續存在，並預期此行業會進一步增長。如對沖基金業希望取得蓬勃增長，就必須維持投資者的信心。我們將繼續留意對沖基金在本地及國際層面的發展，包括定期與大型基金經理、主要經紀、管理人、代管人及其他服務提供者會面，以加深了解他們與對沖基金相關的活動及風險監控措施。

我們鼓勵對沖基金業加強透明度，向其投資者提供及時和有用的資料，包括影響投資回報及資產組合風險的因素。我們將致力與業界及主要的業界團體緊密合作，發展本港的對沖基金市場，並維護投資者權益、市場穩健性及香港金融市場的良好聲譽。

鑑於對沖基金活動不受國界所限，因此與海外監管機構合作至為重要。在這方面，我們與其他主要金融市場的監管機構保持緊密聯繫及籌備有關對沖基金活動的聯合舉措。此外，證監會一直積極參與國際證監會組織有關對沖基金事宜的專責小組的討論，例如為對沖基金的資產估值制訂最佳常規。與其他監管機構及業界所建立的合作及夥伴關係，將會是香港對沖基金業穩健發展的關鍵。