

全球对冲基金行业：

# 洞察创造机遇， 如何加速走出 疫情

# 目录

前言 .....	1
1) 混合办公新模式 .....	3
2) 技术——强有力的赋能工具 .....	6
3) 筹集资本的关键是投资者 .....	9
4) 产品创新，脱颖而出 .....	13
5) 下一项挑战：合规路上重重阻碍 .....	15
6) 业务运营模式持续演变 .....	19
7) 行业展望与总结 .....	22

## 前言

全球的金融服务业已开始为后疫情时代积极筹备，对冲基金行业也在评估未来的挑战和机遇，并对战略进行优化和调整。尽管疫情的影响仍会持续，但对冲基金组织已普遍接受与人员、技术、文化有关的新理念。对冲基金行业在未来几年的投资策略是对投资者的另类投资组合进行战略性布局；目前，该行业已整装待发，奔向下一章。

曾经，在“敏捷和弹性”(Agile and Resilient)这篇由另类投资管理协会(AIMA)和毕马威在2020年联合编写的报告中，我们见证了对冲基金行业在市场动荡和业务不确定时期所取得的成就与进展。这份报告讲述了该行业如何为投资者管理风险和波动性，同时取得较高的市场回报率。这些组织把虚拟运营和行业生态系统相结合，在分散式环境中无缝运营。尽管该行业面临阻碍和不利因素，但这一年总体来说仍是成果丰硕的一年。

与此同时，为了考量在该环境中运作所面临的挑战，对冲基金行业开始重点关注几个主要问题，因为这些问题会对所能取得的最佳绩效产生负面影响。随着疫情不断扩大，该行业对如何在虚拟环境中促进创新及合作表示担忧。如果企业多年来致力发展以创新和成功为基调的企业文化，就会知道这些价值观对于企业的未来发展以及吸引和留住人才是多么重要。

这段时期还让我们清楚地看到，与投资者之间的关系也甚为关键。随着对冲基金转向虚拟资本配置方式，之前已建立的投资者关系就格外重要。尽管虚拟数据室技术取得进展，但对新增关系的分配量有所减少。对冲基金组织正加大在招聘投资关系管理人员上的投资。

毋庸置疑，不论是前台或后台，对于技术的优势和裨益都是越来越认可。分散式环境的网络风险是所有金融服务公司的重中之重。数字技术的赋能和力量正日益感染着整个行业。

随着对冲基金行业逐渐步入新的篇章，这项新的研究表明，一年前观察到的趋势现已更加明朗，重要性也日益增强。对企业来说，有些新趋势已上升成为影响组织未来战略要务。

# 前言(续)

正如整个研究中所描述的，这些事项是接受调查和采访的企业最为关注的考虑事项。报告中探讨的问题包括：

- A **企业如何在更复杂、更具挑战性的多样化工作环境中，进一步加强协作？**哪些员工需要加强协作？如何进一步优化虚拟架构这一业务模式的重要组成部分？
- B **谁能赢得人才争夺战？**如何有效地打赢人才争夺战，并实现创新和多样性目标？人才争夺战中可进一步发掘的机会有哪些？——技术、ESG还是投资者关系？
- C **当前的虚拟融资环境可在多大程度上予以维持？**管理者和投资者之间的关系将发生哪些关键变化？由于投资者将在投资组合构建中发挥更积极的作用，因此产品的复杂性和创新性将在多大程度上影响前进路径和业务模式？
- D **从过去两年的事项中涌现出哪些新的投资机会？**该行业是否正在进入产品创新阶段，以推进开发新的投资组合？私募信贷和混合私募资本的增长是否仍会影响和塑造未来的投资组合？
- E **哪一要素正渗入对冲基金组织的所有职能？**显然是技术。但是，企业应制定哪些战略来拥抱数字技术、云计算、替代数据、人工智能以及当前正在发生的区块链创新竞赛？该行业如何通过生态系统来实现规模化？

以上是该行业的最新研究中所涉及的问题。对冲基金行业如何迎接并应对新挑战？我们将在后面的叙述中分享对影响整个行业的重要议题的分析结果。经济的不确定性比比皆是，但研究结果表明该行业已做好准备，正蓄势待发采取关键举措，迎接下一阶段的发展。

**Tom Kehoe**

另类投资管理协会(AIMA)  
执行总裁兼全球研究与传播主管

**Steven Menna**

毕马威美国对冲基金行业  
主管合伙人



# 混合办公 新模式



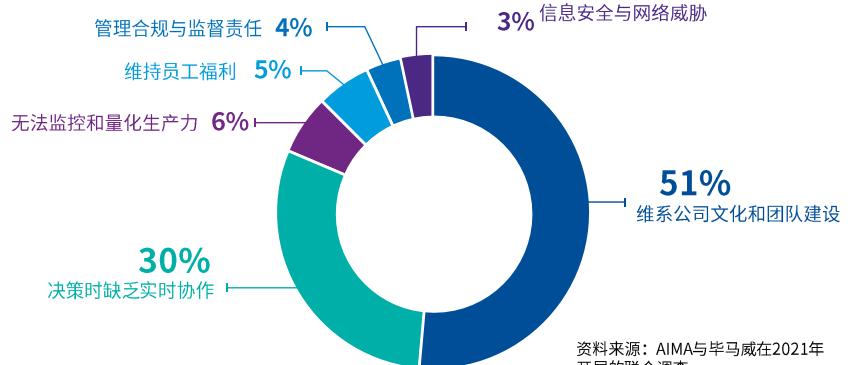
对冲基金行业是在市场动荡期间仍然蓬勃发展的行业之一，因为该行业能够适应和克服新挑战。疫情后出现的新工作环境赋予了新的发展机会，正如本报告所描述的，对冲基金将再次化险为夷。

市场生态系统的快速发展可以避免自满情绪，并推动企业的投资战略和内部运营创新。这些压力在2020年第一季度新冠肺炎疫情暴发时开始显现，当时在全球大部分地区，人们舍弃了高层办公室，而转为在家进行办公，因为市中心几乎一夜之间被封控。变故突如其来，但业务不能停，因此，对冲基金交易和运营团队在完全远程的情况下维持正常的业务流程，这对大多数团队来说均是首次。

工作方式的根本性转变对企业的运营、技术和文化造成一系列挑战。之前的“敏捷和弹性”<sup>1</sup>报告对此进行初步探讨，当时很多对冲基金还在努力适应“新现实”。向数字环境成功过渡之所以能够成为可能，一定程度上要归功于对冲基金目前所处的强健的生态系统。对冲基金管理公司，尤其是小型公司，将会日益依赖外包，而这一趋势将长期延续。外包让很多对冲基金管理公司看到，由服务供应商来管理某些核心职能可以使公司进一步提效。

在今年的研究调查中，对冲基金需要识别出，在分散式环境中运营一年多之后所看到的、最重要的挑战。受访者认为最令人担忧的事项是，如何维系公司文化和团队建设（51%），以及在决策时缺少实时协作（30%）。

**图1：在分散式环境下工作一年多之后，以下哪项挑战是公司面临的最重大的挑战？**



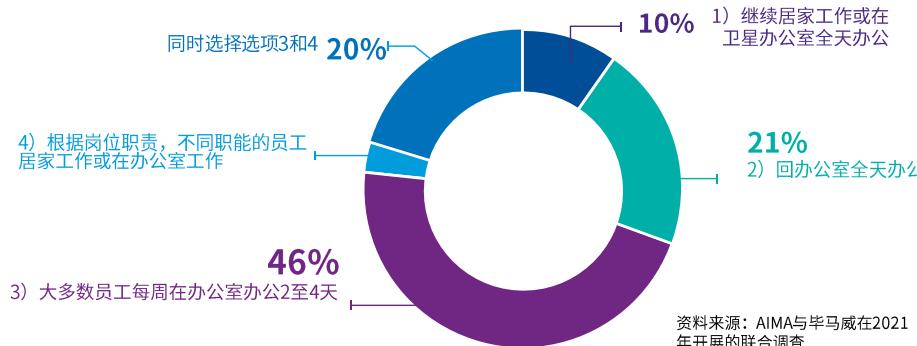
本报告所涉及的访谈表明，这些问题在团队和公司层面均存在。具体而言，受访者指出，团队成员之间的沟通减少至不定期的视频通话会阻碍自发性创新。“让团队成员务必在下周四下午3点找到灵感，这不切实际。”一位美国对冲基金经理在解释为何会催促员工回公司办公时说到。

尽管存在这些担忧，但值得注意的是，在2021年末的调查中，大家对能否监测员工效率关注得较少，这与一年前大家对员工居家工作效率的疑虑形成对比。受访的对冲基金公司大多表示，通过利用云技术支持下的数字通信和项目管理工具，员工已顺利适应分散式工作模式。技术对企业运营的影响日益加剧，下一部分将进行详细探讨。

即便恢复常态，某些远程办公方式也会成为多数对冲基金员工的标准工作模式。关于对新兴工作模式的看法，受访者回答最多的是，可能每周在办公室工作二至四天（46%）。前台投资组合经理需要与同事密切合作，这是加强办公室办公的主要推动因素之一。

有些公司还强调，高级管理人员之间的有效沟通甚为关键。此外，还有些公司仍然认为，相互合作对于各职能部门和全体员工，以及对于企业文化和发展理念来说都至关重要。

**图2：如何预测封控结束后公司将形成的工作模式？**

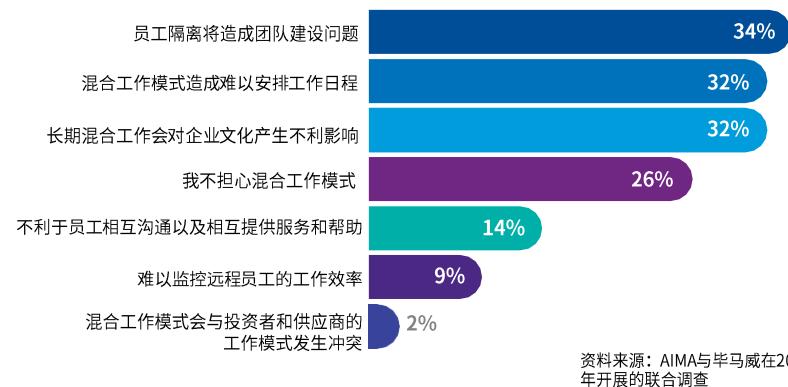


如果发生极端情况，表示回到办公室全天办公的人数是计划继续远程办公人数的两倍。但是这两项选择均相对不受欢迎，分别只有21%和10%的受访者作此选择。

一些受访者认为，混合工作模式是那些选择在固定地点办公，以及选择让员工远程灵活办公这两类公司的一种折衷方式。与此同时，近四分之三（74%）的受访企业指出，新的工作环境可能会引发某些问题。

在被问及各类挑战中最大的挑战是什么，受访者选择最多的三个挑战是：员工隔离造成团队建设问题（34%）；混合工作模式造成难以安排工作日程，进而削弱自发的知识共享（32%）；对企业文化造成不利影响（32%）。

**图3：哪些问题是贵公司实行混合工作模式以来最担心的问题？**



如上所述，员工的工作效率可能不会受到影响，但是，由于混合工作模式容易对创新造成阻碍，因此可能导致管理层对长期实施这种工作模式感到犹豫。那么为何还要积极接纳这种工作模式呢？

对冲基金的人力资源代表和高管招聘人员表示，这与人才争夺战有关。人才流失风险是对冲基金行业一直存在的问题，过去两年的事态发展进一步加剧了这种情况。因此，在顶尖人才争夺战中出现了一条新火线，那就是公司能否提供灵活的工作方式，并使员工在工作的同时能够更好地兼顾生活。

AIMA进行的对冲基金人力资源管理研究<sup>2</sup>显示，全球对冲基金近90%的受访者对短期内留住人才“比较担心”或“非常担心”。

**“**疫情曾抑制相当部分的招聘需求，但需求压力现已释放，这意味着人才争夺战比近年来任何时候都更加激烈。因此所有职能部门竞相争夺人才，尤其是对量化分析师等技术类人才的争夺将更为激烈。其他需求量较大的职位是市场研究员和投资者关系专家。**”**

— Tom Kehoe, 另类投资管理协会(AIMA)  
全球研究与传播主管

关于疫情对筹资和投资者关系职能的影响，将在第三部分详细探讨。

在与AIMA经理人员和行业招聘人员的后续交流中，受访者屡次把该数据点与公司如何让员工重返办公室这一问题联系在一起。事实证明，在办公室办公的频率不可能满足所有员工的个人喜好。因此很多公司直到2021年末仍在加大招聘力度，这不仅是出于对业务增长的考虑，也是为了填补那些为满足需求而跳槽的员工所空缺出来的职位。招聘和留住人才的手段需要多样化，这也是实行混合工作模式的原因之一。正如毕马威近期发布的报告《权力还是危险？》(Power or peril?)中所描述的，重返办公室后，女性员工可能在办公室模式下受到不利影响。

**“**我们认为这是一个机会，资产管理公司可借此改变工作环境，吸收女性进入行业并对其提供支持。为此，管理层需要了解女性在工作环境新现实下面临的独特挑战。显然，公司需要做出改变才能留住杰出人才。但是，在混合环境中工作的女性或许会失去晋升机会。**”**

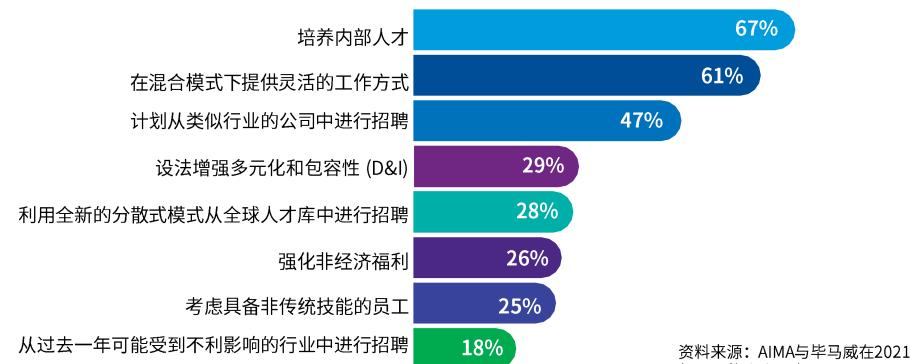
— Camille Asaro, 毕马威美国资产管理审计服务合伙人

疫情伊始造成的破坏导致人才争夺战在一定程度上出现缓和，但随着众多大城市的市中心重新开放，人才招聘压力再次加剧。现在的新规则是，应聘人员不仅关注薪酬的竞争力，还关注公司的非经济福利，包括员工的健康、工作之余兼顾生活等。

AIMA全球研究与传播主管Tom Kehoe表示：“管理人员开展的访谈表明，公司能否提供非经济利益，这一点比以往任何时候都更加重要。享受灵活的工作方式并确保工作生活更加平衡，这已成为一个主要话题，它决定了应聘者是否会加入公司以及员工能否继续留在该公司。”

在被问及主要依靠哪三种途径来留住和获取杰出人才时，60%的受访者选择灵活的工作环境。另有28%的受访者计划利用远程方式，来挖掘之前可能未考虑过的全球人才库，这种想法在亚太地区尤为普遍，因为该地区的对冲基金人才库不甚发达。26%的受访者表示，企业会进一步依赖并提供广泛的非经济福利，比如，提供有利于身心健康的设施。与此同时，最受欢迎的选择是培养内部人才（67%），这说明维系积极的企业文化对于尽可能降低员工流失率至关重要。

**图4：以下哪些选项反映贵公司留住和获取优秀人才的主要激励措施和战略？**

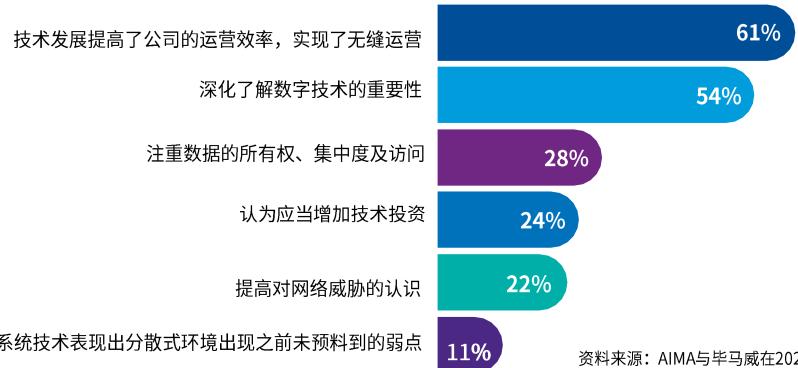


疫情对业务运营和全球经济造成重大破坏，但变化的同时也会带来机遇。在认识和抓住机遇方面，鲜有行业能与对冲基金行业相匹敌。如果能够适应新的工作环境，那么对冲基金公司不仅能够幸存，还能蓬勃发展。<sup>1</sup>

# 技术—— 强有力 的赋能工具

自2020年初以来，基金公司高管认识到，技术不仅帮助企业适应分散式工作环境，还为强化各个职能提供了良机。回顾之前的“敏捷和弹性”报告，当时大家明显关注新的工作环境，以及企业在远程工作情况下能否保持成功运营。我们在调查中询问了企业在过去一年中从技术运营中取得哪些收获。

图5：以下哪种说法最能反映贵公司在远程环境下运营所得到的主要收获？



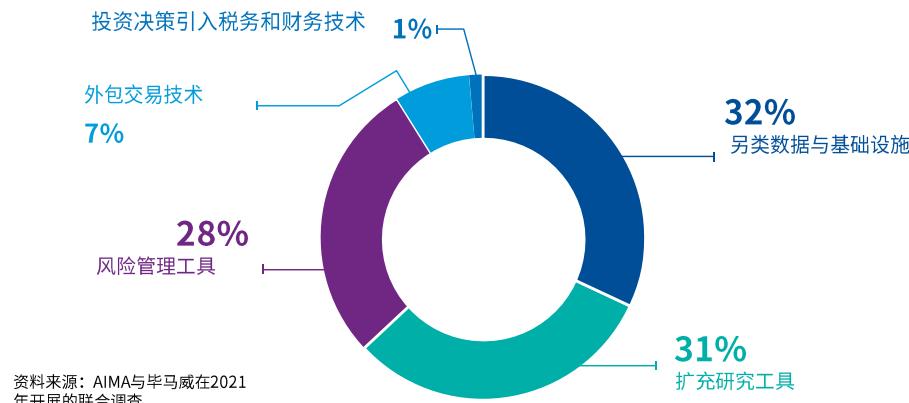
资料来源：AIMA与毕马威在2021年开展的联合调查

远程和混合工作环境对企业的信息技术职能提出挑战。这一趋势使得在今年，信息技术职能转向通过替代数据、云计算和数字技术、API访问、企业数据管理、扩充研究工具和网络安全来获取进步。技术创新和这些工具的日益普及，将持续改造对冲基金的运营模式。

**“由于监管要求和内部基金运营成本高启，依赖外包技术平台创造了一种对全球对冲基金行之有效的运营模式。”**

— Paul Pisani，毕马威美国另类投资业务高级总监

图6：贵公司投资前台技术时最优先考虑以下哪项因素？

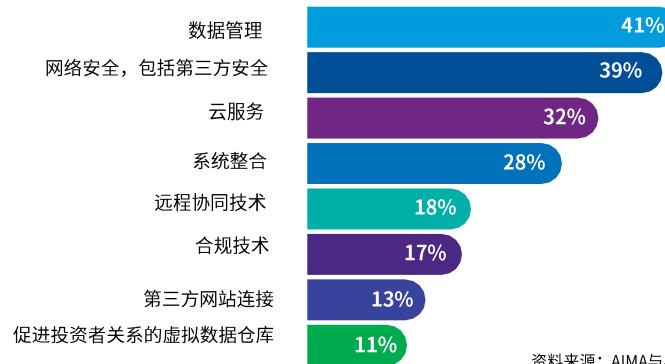


对冲基金前台运营重视替代数据和基础设施技术（32%），并不断扩充研究工具（31%）。对人工智能、卫星图像、信用卡交易、天气模式、应用程序使用、社交媒体发帖等非传统数据源的利用，为众多基金提供了投资策略差异化的机会。

**“**随着金融公司摆脱疫情的影响，这些公司不断加码智能自动化投资。该趋势目前在人工紧缺、严厉监管、股东对盈利能力的要求和竞争压力的强劲驱动下进一步加剧。智能自动化是每位高管的主要关注点；因此，数据和流程自动化战略清晰且执行力强的公司将在这场新军备竞赛中胜出。**”**

— Bikram Singh, EZOPS (数据与流程自动化人工智能公司) 创始人兼CEO

图7：对于中后台职能投资，贵公司主要关注哪两项因素？

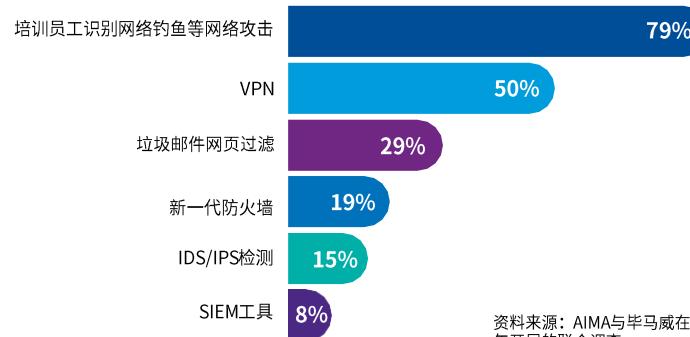


中后台主要关注数据管理（41%）和网络安全（39%）。尽管企业数据管理系统已被很多公司纳入发展计划，但疫情加剧了这一需求的紧迫性。由于数据源庞杂及数据和人员位置不断变化，企业数据管理系统现已成为战略必备。在不断变化的工作环境中，使数据和个人信息趋于稳定会面临很多困难。

“转向混合式工作环境后，给一度所认为的优势获取方式造成挑战。突然之间我们不得不关注时时刻刻、无处不在的数据。它要求我们，必须开发以端点为中心的新的安全措施来防止数据丢失。” EzeCastle Integration技术服务总监 Jonathan Brucato这样说到。

对资金管理规模低于10亿美元（53%）的公司来说，随着该行业遭受的网络攻击节节攀升，网络安全投资理所当然地成为其首要任务。

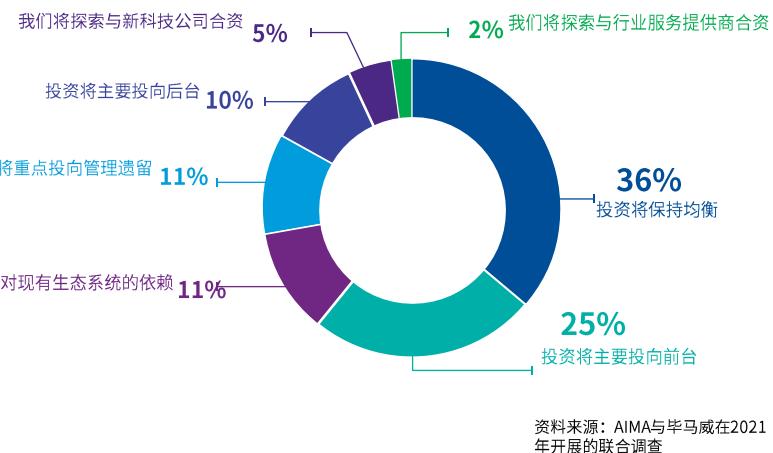
**图8：贵公司正在使用哪些特定工具来增强网络安全能力？**



Drawbridge Partners首席信息安全官Simon Eyre对研究发现表示赞同。“令人鼓舞的是，调查结果反映出：在2022年到来之际，随着投资者和监管机构的共同推动，基金行业提高了网络安全意识。这些保密方面的改进与数字化转型相结合，可增强企业数据的完整性，网络安全的这一面通常未受到同等关注。”

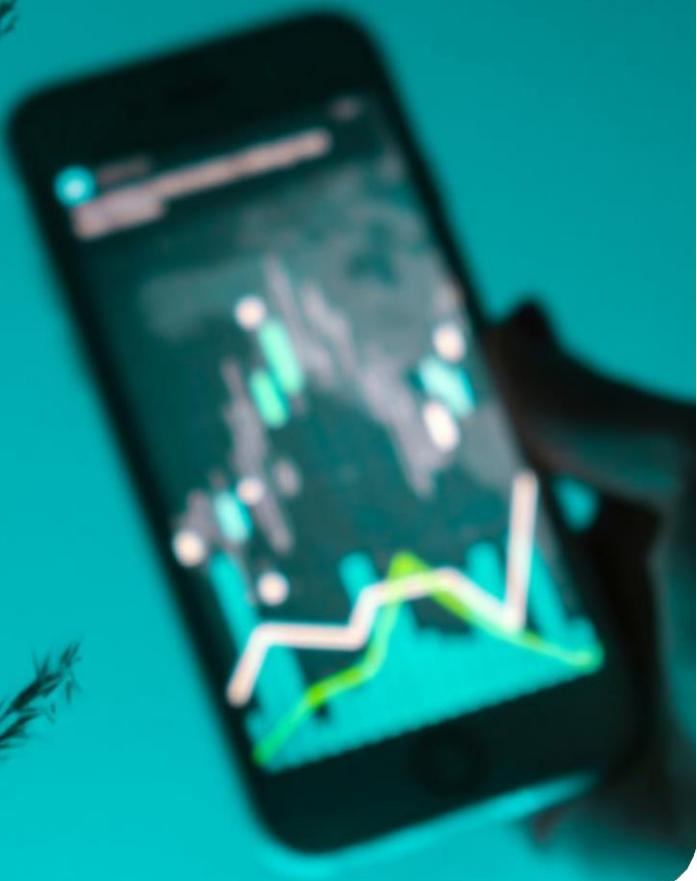
其他受访者也将网络安全问题提到议事日程的首位。投资者尽职调查团队增加了一系列关于网络威胁和流程的调查，以减少网络威胁。全球监管机构已开始定期检视对冲基金公司应遵守的适当做法和保障措施。

**图9：哪一项最准确地描述了贵公司未来12个月投资重点？**



对冲基金预计，未来12个月内技术投资将保持均衡（36%），略偏重前台（25%）。对冲基金继续设法使自己与众不同以产生阿尔法收益和筹集资本；依赖扩充研究和风险管理工具等前台技术，并分析替代数据以实现目标。当前和未来对技术创新的投资在调查过程中表露无遗，预计这一趋势仍将持续。<sup>1</sup>

# 筹集资本的 关键是投资 者关系



“ 成功的投资管理公司已调整运营模式，来满足投资者对虚拟环境下进行有效尽职调查的需求和不断变化的要求。 ”

— Joseph Fisher, 毕马威美国另类投资服务高级主管合伙人

2021年，投资者对对冲基金的需求持续攀升，因为对冲基金行业对波动性和风险的管理卓有成效。在基金业绩持续优秀和追加资本投资的推动下，对冲基金管理的总资产屡创新高。Barclay Hedge报告称，对冲基金连续第七个月流入资金，在此期间该行业共吸引1540亿美元新资产。<sup>3</sup>

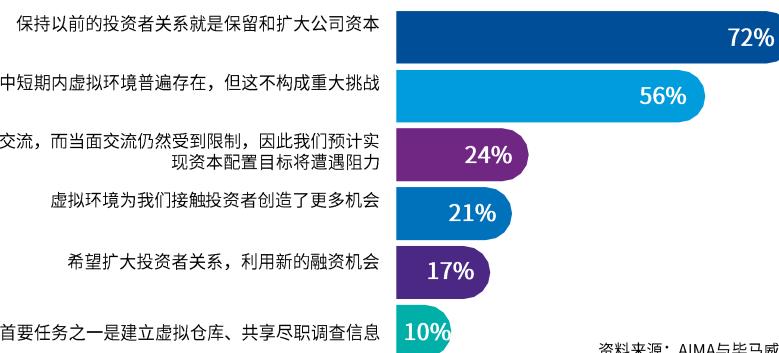
疫情期间对冲基金最重要的职能之一是投资者关系 (IR)。分散式环境使投资者面临的不确定性加剧，因为执行投资者现场尽职调查的能力被削弱。与投资组合经理当面交流以及直接考察企业文化的重要性不容忽视。鉴于投资者需要定制化产品和投资新型金融产品，行业经验和现有投资者关系对大型对冲基金的持续成功至关重要。

从上年混乱形势中吸取的经验教训包括但不限于：72%的受访者表示，之前的投资者关系对于保留和扩大基金公司资本至关重要。通过与投资者的现有关系不断增加配置（重点为私募信贷和混合配置），老牌大型基金公司获益最大，这说明大型基金公司和小型基金公司正在持续分化。

基金公司和投资者之间原有关系的重要性更加受到重视，因为除大公司以外的新筹资均由第二代对冲基金公司来处理。新兴初创基金公司面临的筹资挑战更加严峻，因此更注重利用“朋友和家人”的资本来实现业绩。

尽管如此，一些大型基金公司因转向更长期锁定的产品而向部分现有投资者返还资本，还有一些基金公司则拒绝接受新投资，这使得行业内的其余公司能够吸引新资本。很多新兴基金公司认为，由于存在上述有利的市场机会以及迄今取得的优秀业绩，因此对增长前景十分有利。

**图10：鉴于过去一年投资者关系经营中断，您对贵公司当前和未来的筹资战略有何看法？**

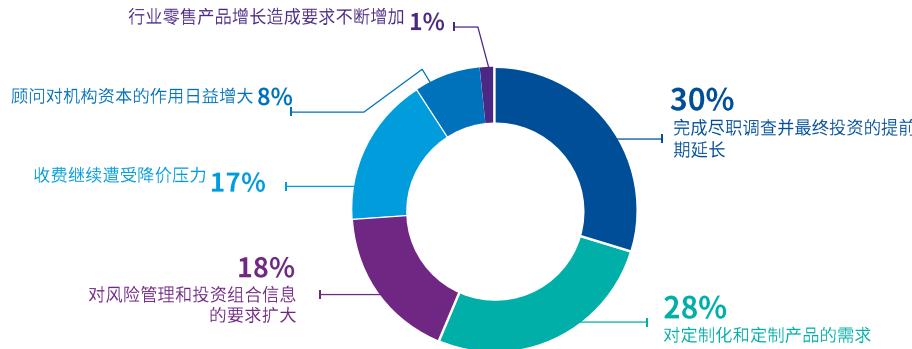


资料来源：AIMA与毕马威在2021年开展的联合调查

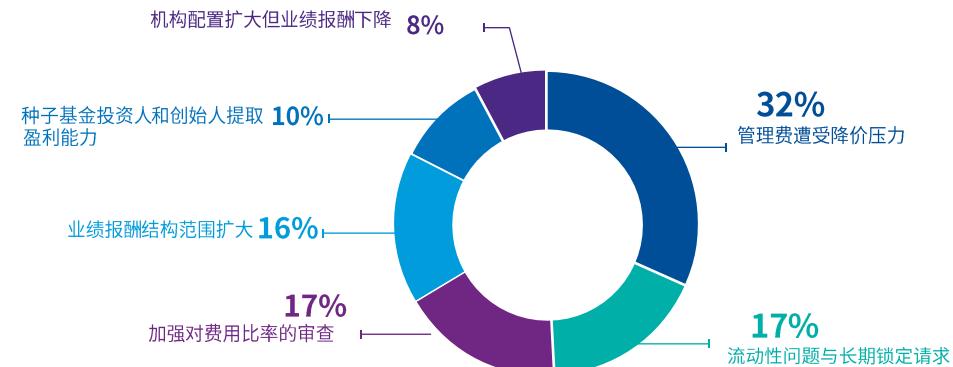
无论是从现有基金公司还是新兴基金公司的角度来看，广泛的投资者关系、训练有素的投资者关系人员都是炙手可热的。视频会议、数据共享室等数字工具的发展和优化进一步推动投资者关系团队在虚拟环境下取得成功。事实上56%的受访者预计，中短期内投资者关系的大部分工作将继续在虚拟环境下开展。

今后，投资管理公司和投资者需要在远程及数字技术效率与当面交流之间找到适当平衡。

**图11：贵公司认为与投资者有关的问题中，哪些是最紧迫的问题？**



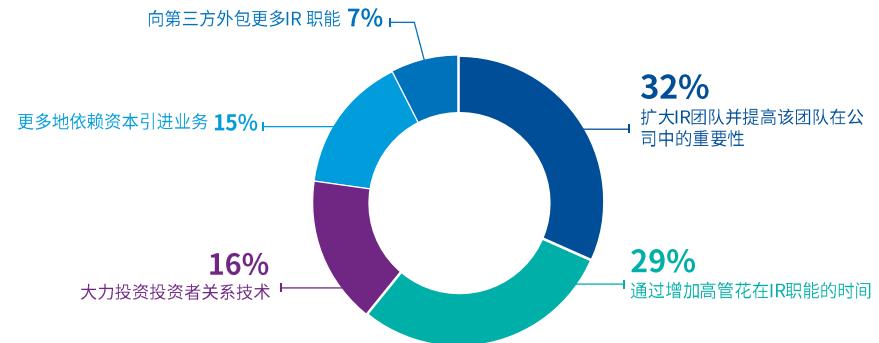
**图12：对于收费结构，贵公司认为以下哪项在未来12个月内最具挑战性？**



资料来源：AIMA与毕马威在2021年开展的联合调查

此外，对于未来12个月内公司认为收费结构遭受的哪些压力最具挑战性的问题，32%的受访者指出管理费面临下行压力。尽管如此，相对于其他宏观问题，对维持收费的总体担忧相对较低。但是，随着定制化程度和透明度提高，对于对冲基金和投资者之间的利益日趋一致也多有讨论。

**图13：鉴于与投资者的关系和交流发生变化，如何对筹资和投资者关系新战略进行最恰当的分类？**



鉴于与投资者的关系以及远程交流发生变化，对冲基金需要描述其募资和投资者关系新战略。32%的受访者表示将扩大IR团队，提高投资者关系部门在公司的影响力。由于当前招聘环境下投资者关系人员较为有限，投资者关系团队的扩张需要审慎管理。

投资者关系部门确实对未来运营模式的成功至关重要。解决投资者关系人才短缺的一个办法是让公司其他人做更多的工作。29%的受访者计划增加高管筹资工作的时间比例。事实上，应对投资者的要求已成为所有职能部门的首要任务。公司将通过不断聘用和培养投资者关系专业人才来增强这一能力。



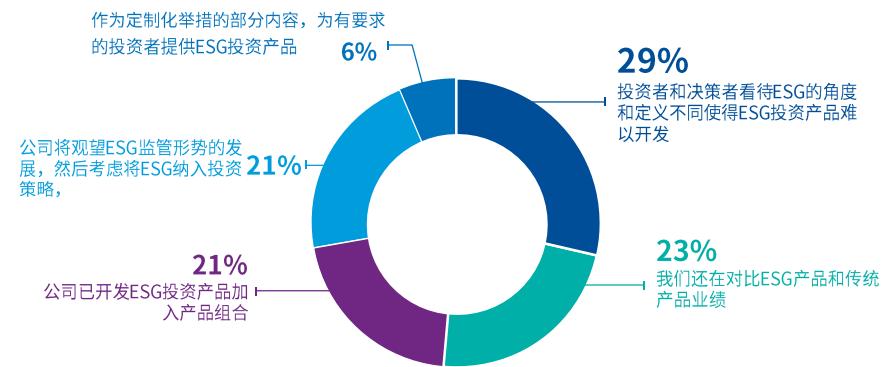
关于数字资产，38%的受访者表示，公司在等待监管机构对合规和税务处理做出澄清，同时在辅助基础设施方面做出改进，然后再进行投资。有意思的是，近29%的受访者表示，公司与投资者和筹资机构的合同义务限制了对于数字货币的投资。

投资者不仅物色更广泛的资产，而且日益要求把ESG标准纳入对冲基金投资战略。尽管ESG投资并非新鲜事物，但鉴于不同地区未对ESG投资规则进行相互协调，加之缺乏统一的数据和专家意见解释规则，因此对冲基金采取渐进方案进行ESG投资。

**“**2021年是对冲基金行业拥抱数字资产的一年。很多大型对冲基金的掌门人公开表示，数字资产是一种合法的投资资产类别。尽管少数对冲基金已开始投资数字资产并推出专门投资数字资产的基金，但整个行业仍处于转型的早期阶段。目前仍处于投资数字资产的研究和赋能阶段，因此2022年可能有更多老牌对冲基金大举进军数字资产。与此同时，随着机构投资者进入加密资产类别，加密资产管理公司业务将会剧增。**”**

— Mikael Johnson, 毕马威美国另类投资服务高级审计合伙人

**图14：以下哪个选项代表贵公司对ESG的现行投资方案？**



资料来源：AIMA与毕马威在2021年开展的联合调查

原因之一是缺乏普遍接受的基准来衡量ESG标准。29%的受访者（比例最高）认为“由于投资者和决策者看待ESG的角度和定义不同，因此开发ESG投资产品变得很困难。”此外，23%的受访者（比例次高）表示，公司仍在对比ESG产品与传统产品在业绩上的区别。一些受访公司表示，投资者人气因ESG分数或可持续发展因素而异，在监管机构对相关规定做出更明确的澄清之前，开发相关产品会充满挑战。

不断变化的投资形势给资产管理公司带来不少新的挑战。成功与否可能取决于公司能否发展业务模式并转变运营模式，从而满足或超越资深投资者群体日益增长的需求。<sup>1</sup>

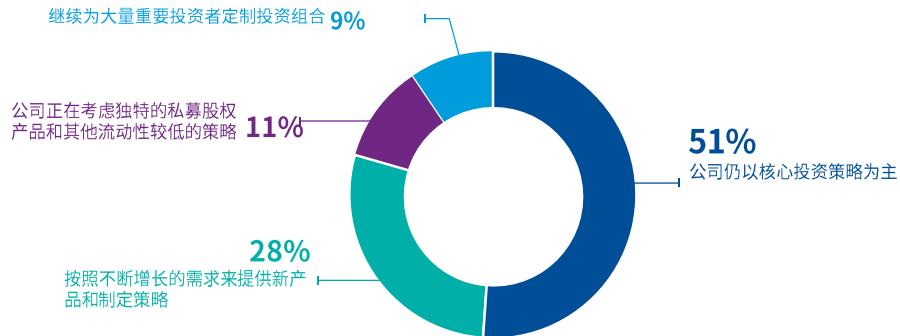
# 产品创新，脱颖而出



**“**随着公司加速走出疫情，很多基金公司不断改进投资产品和策略，以适应当前环境下投资者的需求。**”**

— Ed Hollywood, 毕马威美国另类投资服务执行总监

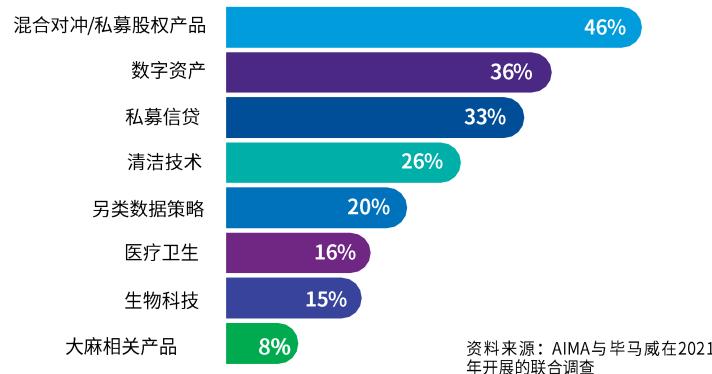
图15：以下哪项最贴切地描述了过去12个月贵公司投资产品发展情况？



资料来源：AIMA与毕马威在2021年开展的联合调查

尽管约半数（51%）的投资管理公司表示仍以核心投资策略为主，但49%的投资管理公司将利用私募市场或其他新产品或策略所提供的投资机会来补充市场中的传统投资。这些对冲基金公司已针对近期投资者对私募信贷和私募市场混合策略的需求做出调整，以强化其传统对冲基金策略。由此，投资者的配置开始部分地转移到能够投资这两个领域的基金公司。据AIMA另类信贷委员会（Alternative Credit Council）的研究以及Intelligence私募信贷信息（正式名称为“私募信贷基金情报”）提供的资料，有三分之一以上有限合伙人（LP）计划在2021年下半年向私募信贷投入更多资金。<sup>4</sup>

**图16：您认为未来12个月内哪两种策略最受欢迎？**



接受调查的人员和受访者指出，疫情期间投资者对其投资组合采取更精细化的投资方案，要求选用那些能够实现特定投资组合目标的新型混合产品。在被问及哪两种投资策略最受欢迎时（大家的关注度显著升温并认为未来12个月将继续增长），名列前三位的回答为混合对冲/私募股权产品（46%）、数字资产（36%）和私募信贷（33%）。

当然，经营模式也必须考虑这些新产品的影响，并为其创建节税结构。基金公司必须考虑投资组合的流动性，以及对管理、合规和财务会计的影响。

**“过去一年中，新兴基金管理公司的初创企业数量同比保持稳定，其中大部分以权益投资为主。生物技术或科技等细分领域尤其受到欢迎。另一个热门领域是，基金公司既注重公开市场又注重私募股权投资。基金公司提供进入跟投工具精选私募股权的渠道，或创建包含“侧袋账户”功能的混合结构。”**

— Christopher Mears, 毕马威美国审计合伙人、新兴资产管理公司税务服务主管合伙人

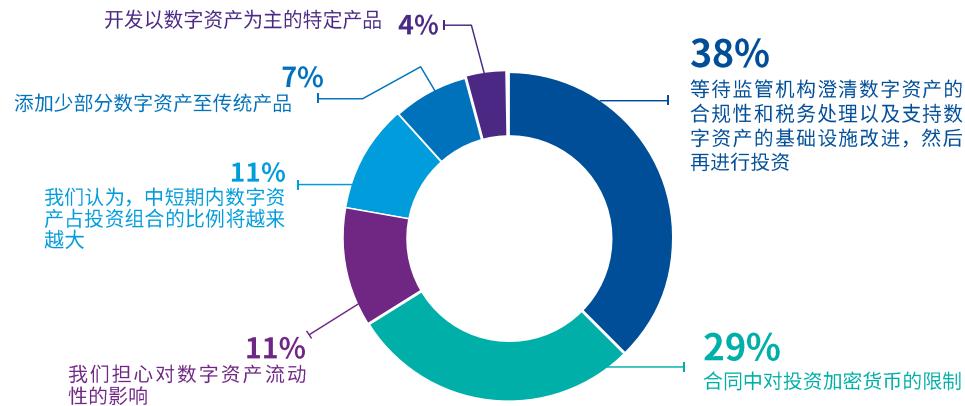
**“有众多细微差别需要考虑，包括是否通过现有主账号 (marketable bucket) 或通过侧袋账户 (side pocket) 投资。此外，基金公司需根据及基金合同来平衡可购入的私募股权投资的现有百分比。**

**“投资管理公司要充分理解会计和税务事项才能取得成功。”**

— Seth Factor, 毕马威美国税务服务合伙人、新兴资产管理公司税务服务主管合伙人

由于投资私募市场，投资公司需兼顾潜在回报与投资组合的流动性。与各行业领袖的交流显示，独立管理的账户、跟投机会、“精选”基金和侧袋账户显著增加，使得对冲基金公司既能满足投资者加大风险敞口的需求，又能继续保持对冲基金工具的流动性条款。与产品创新相伴的结构复杂度可能令人生畏而难以扩展。<sup>1</sup>

**图17：以下哪项最能代表贵公司当前的数字资产策略？**

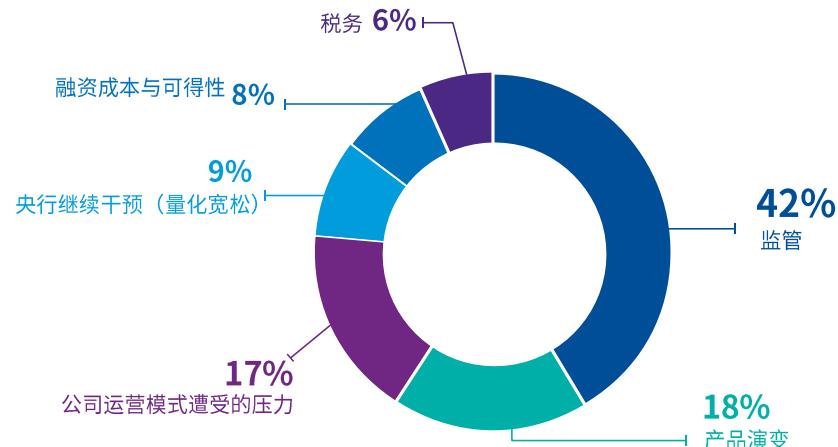


# 下一项挑战：合规 路上重重 阻碍

自2008年全球金融危机以来，全球各地兴起一股严格监管新浪潮，以强化交易历史、抵押、新兴趋势（如ESG产品促销）等成熟商业实践的透明度和监督。虽然全球监管机构努力通过大体指引来促进业务连续性，但各个市场正在出现微妙但重大的变化。随着新投资产品推出、全球税收制度发展，或受英国脱欧或其他地区的事件影响，近年来这类断层进一步加剧。

上述问题在监管调查结果中得到体现。对于预测未来主要关注哪些挑战的问题，基金公司选择监管的比例最大，高达42%（见图1）。其次是产品演变（18%）和运营模式压力（17%）。后两个问题会在第四和第六部分详细讨论。

图18：预计未来12个月内贵公司主要关注以下哪项挑战？

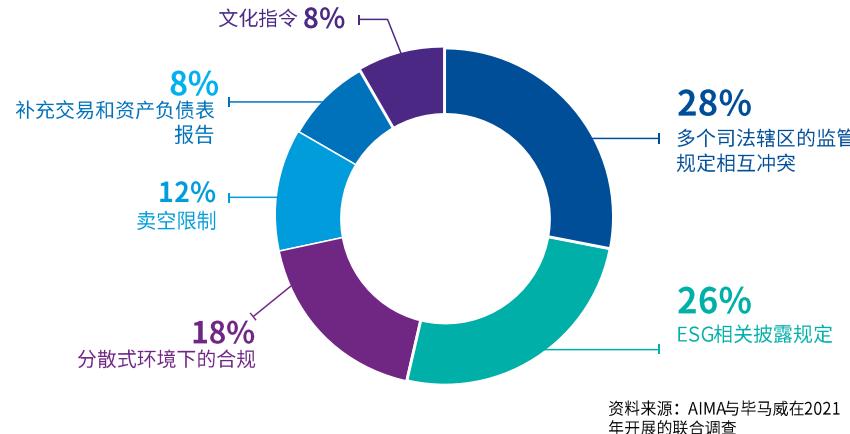


资料来源：AIMA与毕马威在2021年开展的联合调查

对冲基金需要确定哪项监管障碍最为重要。上述关于地区规则框架相互冲突的问题以28%的比例勉强占据榜首（见图2）。ESG披露规则是选择次多的选项（26%），再其次为分散式环境下的合规性（18%）。值得注意的是，在欧洲和亚太地区实施一年区域性卖空禁令，以及美国发生GameStop轧空事件和“迷因股”（meme stock）现象之后，10%的受访者表示担忧卖空限制持续收紧。

目前，该行业对众多合规领域给予广泛关注；本文所述仅为基金公司谈论最多的领域。

**图19：目前存在的各种监管问题，哪一项将在未来12个月对贵公司构成最重大的挑战？**



#### 跨境规则

如第四部分所述，寻求Alpha收益推动很多公司扩大产品范围和进军新市场/地区。这导致公司的合规和运营负担加重。在中国、新兴市场或其他区域的投资机会往往受到监管挑战的阻碍。

#### 另类投资基金经理指令（AIFMD）

更多监管不确定性来自欧盟对AIFMD的审查，欧盟委员会于2021年11月已对其发布一项立法提案。该提案侧重于以下特定领域：委托、流动性风险管理、贷款发放基金、收费和费用披露、受托人以及借鉴欧盟非合作税收司法辖区名单或欧盟“高风险”第三国反洗钱黑名单。

总的来说，AIMA和其他机构主张监管框架的现行条款基本保持不变。事实证明这些规定迄今为止行之有效，保持监管稳定性和确定性至关重要。

提案的公布开启布鲁塞尔的机构间谈判流程，谈判可能持续数月至一年。AIMA和另类信贷委员会（ACC）正就适应对各事项的修正案与欧盟决策者接触，以确保框架尽可能保持开放性和适用性，特别是在授权、流动性管理工具和贷款资金方面。

#### 美国证券交易委员会（SEC）

SEC确定了私募基金行业可能应予审查的某些领域。其中包括：对投资者收费和开支的透明度；附属协议的实务做法；补充某些业绩指标的裨益；利益冲突；对当前形式私募基金披露提供补充和更及时的信息。如下文所述，SEC将继续研究数字货币及ESG规则和法规。

#### 欧盟金融工具市场指令（MiFID）

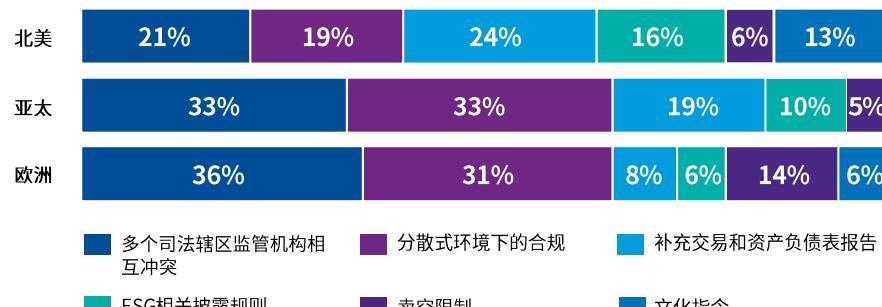
预计欧盟委员会将在年底前公布修订现行MiFID框架的提案，英国正在进行批发市场审查，这可能导致大量已纳入英国法律的MiFID义务发生重大变化。



## ESG

虽然ESG无疑已成为一大全球趋势，但ESG被纳入各监管机构议程的程度，以及由此导致的对冲基金活动差异很大。同样地，虽然ESG相关报告名列第二大监管挑战，但总体调查掩盖了地区差异。按地区细分，北美受访者在ESG产品方面的进展稍落后于亚太和欧洲地区的同行。亚太和欧洲地区率先对可持续投资采取监管（见图3）。但是，美国证券交易委员会近期成立气候与ESG工作组，研究围绕这一不断演变的投资领域的问题，因此随着政策的明确，情况可能发生变化。

**图20：未来12个月哪些监管问题将对贵公司构成最大的挑战？**



资料来源：AIMA与毕马威在2021年开展的联合调查

欧盟《可持续金融信息披露条例》（Sustainable Finance Disclosure Regulation）是这一贸易集团关注可持续发展的核心所在，已使其成为应对“漂绿”（greenwashing）和引导资本转向绿色投资的全球领导者。欧盟于2021年3月实施第一阶段工作，第二阶段工作将于2022年实施，为增强公司分销产品可持续性的透明度提出额外要求。此外，鉴于《可持续金融信息披露条例》的披露要求既适用于总部位于欧盟的企业，也适用于为欧盟投资者服务的企业，其影响正遍及全球。东京、新加坡、中国香港等亚太地区金融中心的监管机构也在推动绿色议程。

在英国，金融行为监管局（Financial Conduct Authority）、英格兰银行（Bank of England）和审慎监管局（Prudential Regulation Authority）今年发布一份讨论稿，重点讨论多样性、公平性和包容性（DE&I），涉及从政策、实践到目标与报告各个方面。对冲基金行业普遍将其视为一份意向书，表明DE&I将成为英国监管机构日益关注的领域，预计2022年第1季度监管机构将公布征求意见稿，提出更详细的建议。

## 卖空

卖空者将继续受到决策者和监管机构的关注。2020年第一季度发生首次股市震荡，引发欧洲和亚太地区出台一系列某种情况下延长的卖空禁令，但是美国和英国未出台禁令。然后在2021年第一季度，美国迷因股票受到散户投资者的追捧，散户的集体购买力与机构投资者的购买力相结合，对几个高街品牌形成轧空，从而导致监管机构对这一投资行为倍加关注。

“基金公司今年针对税率提高的规划工作较前几年新法出台时要少。这可能是由于美国拟议税法的最终结果存在不确定性。随着年底将至，对法案的分析开始更加具体化，我们预计将兴起一股利得确认和加速确认收入之风。”

— Jay Freedman，毕马威美国对冲基金税务服务全球主管合伙人

## 税务问题

在对冲基金面临的经常性挑战中，监管是仅次于税收的挑战。对于未来12个月将面临的三大税务问题，调查受访者指出，受美国税率提高的推动，资本利得税、交易税和全球税务新结构是三个最大的问题（见图4）。资本利得税是小型基金公司（资产管理规模小于10亿美元）关注的最主要问题，关注比例较该群体第二大税务问题高22个百分点（见图5）。与小型基金公司相比，大型基金公司对交易税的关注（51%）略超资本利得税率（49%）。资本利得率也是北美公司（76%）主要关注的税务问题，其比例大大超过欧洲（33%）和亚太地区（48%）（见图6）。

图22：未来12个月贵公司将面临哪三大税务问题？（按公司规模）

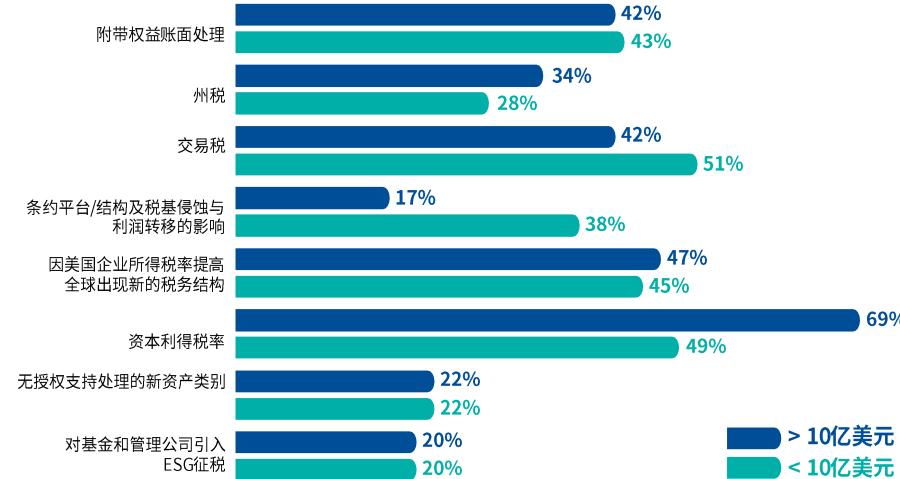
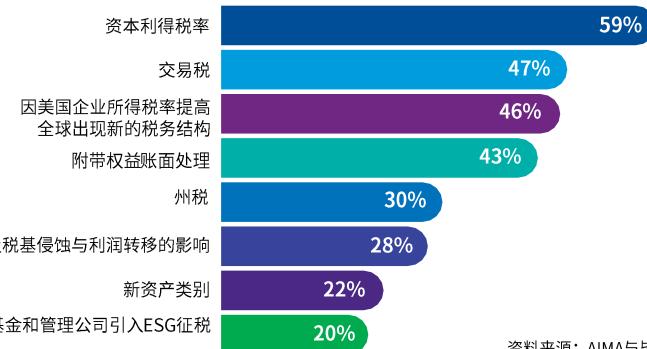
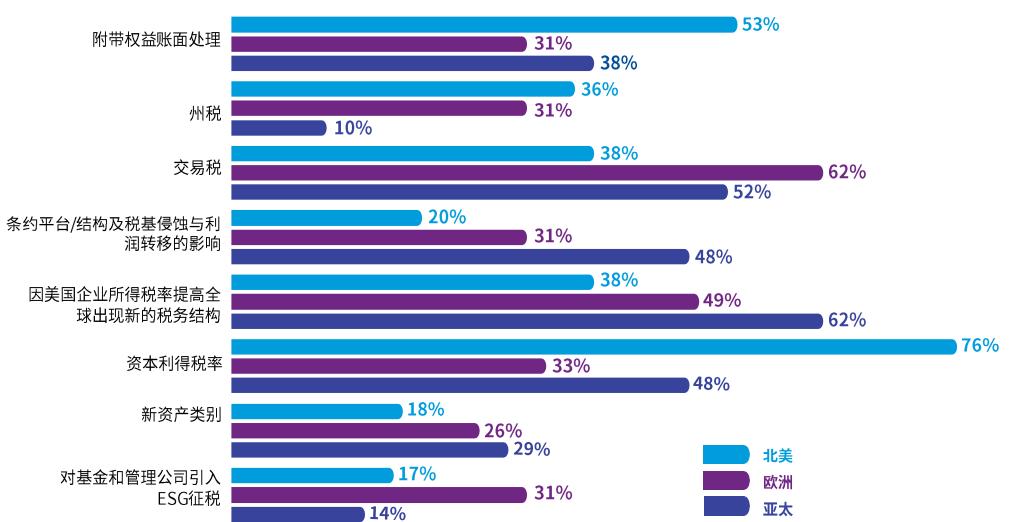


图21：未来12个月贵公司将面临哪三大税务问题？



资料来源：AIMA与毕马威在2021年开展的联合调查

图23：未来12个月贵公司将面临哪三大税务问题？（按公司所在地）



资料来源：AIMA与毕马威在2021年开展的联合调查

# 业务运营 模式持续 演变



“ 2020年3月，对冲基金行业被迫在未设想过  
的环境中执行减灾计划，所有部门和职位的员  
工分散在各地居家工作。在这个交易波动和交  
易量创纪录的时代，公司必须适应新的环境。  
但是他们扩大了沟通渠道，空前加强技术利用，  
调整常态运营模式以适应环境。这要求实行创  
造性的领导应对挑战，认识到常态的工作舒适  
区已经被打破。 ”

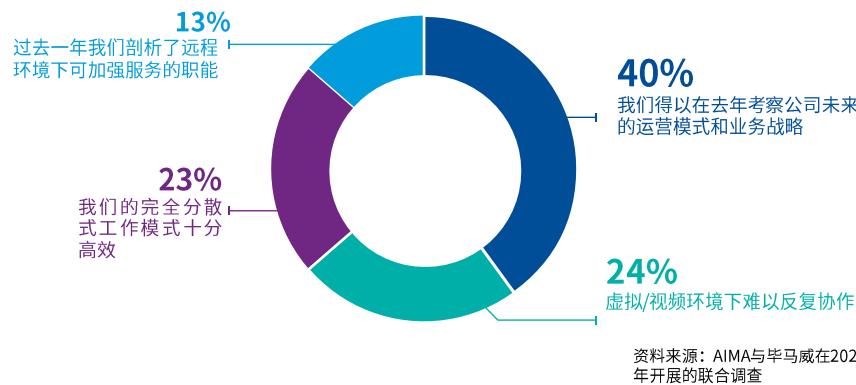
— Jim Suglia, 毕马威美国投资管理服务主管合伙人

之前，“敏捷和弹性”报告调查了对冲基金的运营模式问题，  
20%的业内人士认为“疫情是重新确定业务模式的良机，可  
以把创新技术融入分散式环境中来实现转型。”

今年的调查再次探讨了这一问题。当然，前文谈到的混合工  
作环境、新技术的影响、不断变化的资本配置环境、产品创  
新的“美丽新世界”、合规阻力等因素一致表明，当今形势  
已不同，现有的业务计划可能需要进行调整。我们接下来探  
讨这一情形。

对潜在变化得出的见解与下面的行业反馈相一致。

**图24：考虑去年贵公司业务模式变化的经验教训，哪些说法最能概括您的发现？**



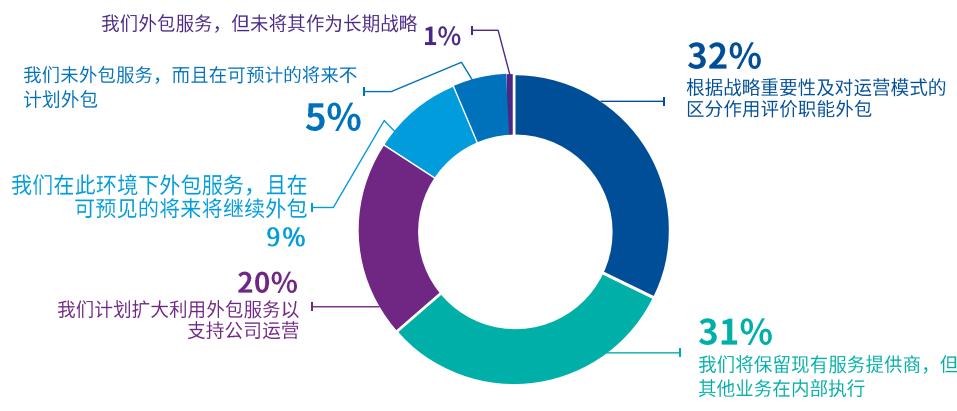
虽然大约75%的受访者认为公司基本上成功地适应了分散式环境，但他们表示，过去一年发生的情况使其有理由重新审视公司运营模式，以及在远程环境下应加强对哪些职能的服务。

我们访谈的诸多公司均表示，在疫情之前，公司一直外包非核心职能。但相当部分的业内人士表示，疫情使其有理由先暂停评估哪些措施的实际效果更良好，疫情也可能是延续外包关系的良机。

很多公司已转向稳健的外包模式并将沿用这一模式（33%）；另外40%的公司计划重新考量外包关系的战略重要性并得出结论，调查结果与表1所示结果非常相似。

在评价公司职能时，我们很少发现公司全部外包或事事依赖公司内部。是否需要外包，这一决定通常根据组织的构成及其优势或需求来做出，公司对应予协助的职能看法不一。

**图25：关于贵公司使用外包服务的情况，哪种说法最能反映贵公司的经营战略？**

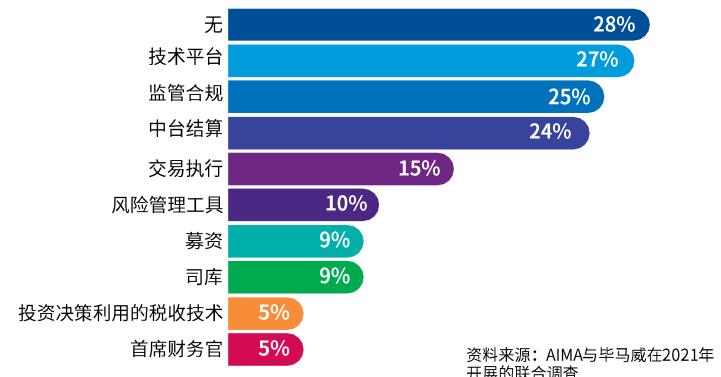


**“** 疫情带来诸多复杂的挑战，譬如封控措施，以及公司需要迅速部署居家工作安排，这些都促使对冲基金经理不得不对现行运营模式产生疑虑。我们发现，不仅寻求“新常态”下更有效地进行数字化运营方式的基金公司数量显著增加，而且希望长期优化目前内部所执行关键职能的基金公司数量也显著增加。

基金公司还可以从访问基金管理者的全球人才库和集体知识库中获益，这样一来基金公司便能专注于核心投资活动，降低相关人力成本，利用行业最佳实践流程，并减少对中后台的技术开支，从而加大对前台技术的投资。**”**

— Declan Quilligan, Citco基金服务(爱尔兰)有限公司对冲基金服务总监

**图26：如果贵公司外包部分业务，以下哪些选项是首先考虑的因素？**

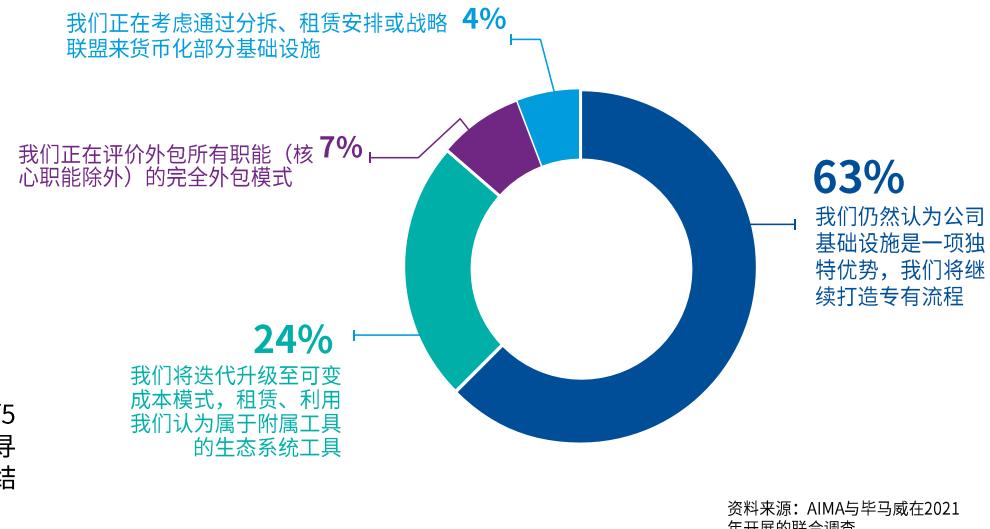


公司无论大小，最可能外包的职能是技术平台（见第2部分）及合规职能（见第5部分）。小公司外包CFO职能和外包交易最突出，而运营复杂的大公司则开始寻求中台结算解决方案。这与AIMA和毕马威专业人员对行业领导的访谈和观察结果相一致。显然，新兴基金公司会对运营模式采取虚拟程度最高的方案。

在描述公司业务模式的前景时，很多公司（60%）认为过去两年的成功业绩使其业务脱颖而出。但是，其他公司则希望迭代至更有利的可变成本环境，把直接外包和其他战略性合资与生态系统相结合。

基金公司经历了一段反思期，如果不发生疫情，这种反思可能不会发生。疫情让大家学到很多，很多工作将继续推进。部分调查结果表明，受访者对其运营模式在这种记忆中最困难的运营环境下的强大韧性感到放心。这些公司目前正努力迁移至混合模式，确实是管理上的一个挑战。但是我们目前所处的环境管理费继续走低。通过对人才争夺战的分析，我们了解到公司各个职能正不断增加新职位。我们看到，未来几年的监管和税收形势将更加严峻，公司成本也会更高。我们每

**图27：以下哪种说法最贴切地描述出贵公司的业务模式前景？**



天都能看到经营上的难点，譬如向一系列新产品转型，以及经营和架构的复杂性。我们认为技术可以解决这些问题，但要付出代价。与生态系统协同部署技术将成为战略优势。

随着利润率降低、复杂性和成本上升，企业必须做出一定程度的妥协。对冲基金公司一旦适应混合环境，将开始迎接运营模式的挑战，在下一时代篇章中蓬勃发展。从方方面面来看，对冲基金在每一个重要阶段都取得了节节胜利。[1](#)

# 7 行业展望与总结

**对冲基金行业积极迎接混合式工作环境，并强调两种环境的重要价值：**

- 维系文化
- 优化协作
- 创造性地吸引和留住专业人才

**对冲基金改进产品集合，以响应投资者的定制化需求：**

- 从运营角度来看，多策略对冲基金可能处于最有利的地位
- 疫情下市场机会层出不穷；私募信贷和混合对冲/私募股权策略引领产品创新
- 另类投资成为投资组合日益增长的组成部分，机构投资者准备利用另类投资平衡其投资持有量；但它们仍然要求另类投资采用专业化结构
- ESG事项将在中短期内增加产品的复杂性

**基金行业提高了透明度，加强了与投资者的沟通。数字数据共享设施和虚拟尽职调查的推进加强了配置流程**

- 基金公司已开始调整业务运营模式，以适应新战略需求的变化转折，同时利润率降低迫使公司对业务的其他非核心部分做出决定
- 随着对冲基金行业寻求扩大投资机会，生态系统将继续担当战略运营伙伴
- 新兴基金公司仍然是行业增长的重要部分，但与老牌基金公司的分化继续扩大
- 技术将继续推动基金行业全方位发展。数字战略和数据分析技术将起到日益重要的作用，这是整个公司流程自动化的核心

“ 对冲基金行业在过去18个月的分散式环境中逐渐兴盛，显然延续了该行业灵活应对、充满韧性的历程。对冲基金在疫情初期表现出的韧性，现已转变为对投资策略和业务运营模式的创新。随着基金行业加速走出疫情，它将再次积极准备迎接下一个增长时期。 ”

— John M. Budzyna，毕马威美国另类投资服务执行总监

## 参考资料

- 1 <https://www.aima.org/educate/aima-research/agile-and-resilient.html>
- 2 <https://www.aima.org/educate/aima-research/gaining-an-edge.html>
- 3 <https://portal.barclayhedge.com/research/hedge-fund-flow-report/fund-flow-indicator/2021/Barclay-Fund-Flow-Indicator-November-2021.pdf>
- 4 <https://acc.aima.org/research/investor-intentions-h2-2021-private-credit.html>

## 联系人：

**韦安祖**

资产管理行业全球主管合伙人  
毕马威中国  
[andrew.weir@kpmg.com](mailto:andrew.weir@kpmg.com)

**张楚东**

金融业主管合伙人  
毕马威中国  
[tony.cheung@kpmg.com](mailto:tony.cheung@kpmg.com)

**黄晓悦**

私募股权行业联席主管合伙人  
毕马威中国  
[priscilla.huang@kpmg.com](mailto:priscilla.huang@kpmg.com)

**吴福昌**

私募股权行业联席主管合伙人  
毕马威中国  
[louis.ng@kpmg.com](mailto:louis.ng@kpmg.com)

**廖润邦**

资产管理亚太区主管合伙人  
毕马威中国  
[bonn.liu@kpmg.com](mailto:bonn.liu@kpmg.com)

**王国蓓**

资产管理业主管合伙人  
毕马威中国  
[abby.wang@kpmg.com](mailto:abby.wang@kpmg.com)

**史韡**

风险投资主管合伙人  
毕马威中国  
[zoe.shi@kpmg.com](mailto:zoe.shi@kpmg.com)

**王栋**

资产管理业总监  
毕马威中国  
[don.wang@kpmg.com](mailto:don.wang@kpmg.com)

**John Budzyna**

毕马威美国另类投资服务执行总监  
[jbudzyna@kpmg.com](mailto:jbudzyna@kpmg.com)

**Paul Pisani**

毕马威美国另类投资服务高级总监  
[ppisani@kpmg.com](mailto:ppisani@kpmg.com)



[kpmg.com/socialmedia](http://kpmg.com/socialmedia)



毕马威审计客户及其附属公司和相关实体可能不允许使用本文所述的部分或全部服务。

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2022 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，是与英国私营担保有限公司— 毕马威国际有限公司相关联的独立成员所全球性组织中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球性组织中的独立成员所经许可后使用的商标。