

## 公募基金侧袋机制简评

作者：黎明 | 安冬

2020 年 7 月 11 日，中国证监会公布了《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(试行)》(“《指引》”), 该《指引》将自 2020 年 8 月 1 日起施行。侧袋机制是公募基金行业实施的又一重大制度，其将有助于避免开放式基金持有风险资产期间因申赎公平性等问题损害投资者利益的情况，从而提高基金管理人应对流动性风险的能力和保障投资者的权益。为此，基金管理人应当在制度制定、信息技术系统建设等方面做好必要的准备。

从《指引》征求意见的情况来看，近期中国证券投资基金业协会(“协会”)还将发布侧袋机制配套细则。本文仅就《指引》的内容作简要评述。

### 一. 侧袋机制要点概述

1. 侧袋机制是流动性风险管理工具。侧袋机制是《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》(“《流动性管理规定》”)第二十二條第七項規定的“中国证监会认定的其他措施”，即是一项适用于开放式基金(亦应包括定期开放基金的开放期)的流动性风险管理工具。
2. 侧袋机制的启用有严格条件。侧袋机制的启用以基金持有存在风险的“特定资产”且存在或潜在大额赎回申请为前提，且需要基金托管人的复核同意以及会计师的咨询意见。
3. 侧袋账户份额的权利受限。侧袋机制启用后，特定资产计入侧袋账户并由基金管理人予以处置变现，对应的持有人权益以侧袋账户份额表示。侧袋账户份额既无份额净值，也不办理申购、赎回，还不能参与持有人大会中仅涉及主袋事项的议事。

.....  
如您需要了解我们的出版物，  
请联系：

Publication@llinkslaw.com

4. 侧袋中的特定资产禁止收取管理人报酬。针对进入侧袋的特定资产，基金管理人不仅不得收取管理人报酬，且与侧袋账户有关费用也只能在特定资产全部变现后列支。
5. 侧袋机制普适于绝大多数开放式基金。《指引》施行后，所有新注册的开放式基金必须在法律文件中设定侧袋机制相关内容，仅“中国证监会认可的特殊基金品种除外”。
6. 侧袋机制不强制要求启用。侧袋机制是法规提供给基金管理人的一项工具，在满足条件的前提下，基金管理人可以(而非必须)启用侧袋机制。

## 二. 主袋账户和侧袋账户的性质

侧袋机制是将基金投资组合中的特定资产从原有账户分离至一个专门账户进行处置清算的机制，原有账户为主袋账户，专门账户为侧袋账户。所谓“主袋账户”和“侧袋账户”均指管理人所自建的会计核算账户，而非基金对外投资所开立的实体证券账户和银行账户。即基金所持有的各类资产，包括特定资产，仍统一登记在以基金名义在证券登记机构和银行所开立的证券账户和银行账户名下，但管理人应自行建账对特定资产与其他资产进行区分并独立核算。

从《指引》和协会配套规则的征求意见稿来看，我们理解，在启用侧袋机制时，单个侧袋账户可以包含不同类别的特定资产，单一基金也可以存在多个侧袋账户。

## 三. “特定资产”与侧袋机制的启用条件

根据《指引》第五条，管理人可以启用侧袋机制的前提是“基金持有特定资产且存在或潜在大额赎回申请”。“潜在申请”要求基金管理人对赎回申请的情况进行必要的预判，以便及早启用侧袋机制，避免赎回时机带来的公平性问题。上述规定中“特定资产”指：

1. 无可参考的活跃市场价格且采用估值技术仍导致公允价值存在重大不确定性的资产；
2. 按摊余成本计量且计提资产减值准备仍导致资产价值存在重大不确定性的资产；
3. 其他资产价值存在重大不确定性的资产。

实务中，上述资产类型的描述至少足以覆盖违约债券、因重大事项长期停牌的股票、债券回购违约以及其他长期流动性缺失或无法合理估值的资产。我们预计，后续协会的配套细则会对特定资产占比等启用侧袋机制的条件作出细化规定，而启用侧袋机制前寻求托管人、会计师意见的本质，是寻求对上述特征的共识。

#### 四. 侧袋机制自启用至终止的主要程序

根据《指引》，侧袋机制以基金的基金合同、招募说明书应事先约定为前提。概言之，基金管理人从启用到终止侧袋机制的程序性工作至少包括：

1. 寻求托管人和会计师认可。基金管理人决定启用侧袋机制的，应与基金托管人协商一致，并咨询会计师事务所的意见。
2. 侧袋机制的启用审计。启用侧袋机制后，基金管理人应聘请会计师事务所出具专项审计报告。
3. 持续信息披露。基金管理人应就启用侧袋机制及时发布临时公告并在后续的定期报告中根据《指引》披露特定资产相关信息。不仅如此，侧袋机制实施期间，处置特定资产以及发生其他可能对投资者利益产生重大影响的事项，基金管理人也必须及时发布临时公告。
4. 传递信息。基金管理人应当与销售机构一道及时向侧袋机制实施期间申购或者赎回基金的相关投资者传递信息，避免因侧袋机制的运用而误导投资者。
5. 监管备案。启用侧袋机制当日向中国证监会及派出机构备案，并在五个工作日内提交完整备案材料。
6. 侧袋机制的终止公告与终止审计。终止侧袋机制后，基金管理人亦须发布临时公告并聘请会计师事务所再次出具专项审计报告。

#### 五. 侧袋账户份额权利受限

启用侧袋机制当日，在册的持有人将同时持有主袋账户份额和侧袋账户份额。侧袋账户份额因其对应的特定资产的风险性质和难以公允估值的状况，因而存在若干权利限制：

1. 交易受限。

侧袋账户份额不办理申购、赎回。

2. 估值受限。

基金管理人暂停披露侧袋账户份额净值，对基金简称进行特殊标识。中国证监会于2019年8月16日公布的《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(征求意见稿)》(“《征求意见稿》”)中要求基金实施侧袋机制期间，基金管理人应计算和披露侧袋账户的份额净值。《指引》对征求意见稿作出调整，明确基金管理人应暂停披露侧袋账户份额净值，但允许在基金定期报告中披露报告期末特定资产可变现净值或净值区间，同时还应注明不作为特定资产最终变现价格的承诺。

### 3. 投资管理受限。

侧袋账户份额对应的特定资产，不得进行除变现外的其他投资操作。

### 4. 表决受限。

在持有人大会中，侧袋账户份额仅就牵涉主、侧袋利益的“共同事项”有表决权，其表决机制与分级基金类似，即“共同事项”需两类份额分别通过方为有效决议；而对于仅涉及主袋账户份额的事项，侧袋份额不能参与议事。

《征求意见稿》对实施侧袋机制期间的基金份额持有人大会采用对侧袋份额按侧袋账户份额净值与主袋账户份额净值的比例折算表决权的方式，即折算后主袋份额与侧袋份额持有人表决权平等。《指引》则采取了类似于分级基金的分类表决机制。这一调整一是因为侧袋份额不再计算份额净值，表决权按照净值折算已经不具备净值基础，二是可能因为如果侧袋规模大于主袋，对于更换管理人、托管人等重大事项由侧袋份额持有人即可决定也并不合理。

我们进一步推论：一方面，侧袋账户份额的分红权通常也理应受到相应的限制，基金管理人仅需根据变现程度直接向侧袋账户份额持有人支付变现款项。另一方面，侧袋机制实施期间，基金发生重大变更乃至终止的，亦不必然影响侧袋机制的存续和执行，侧袋账户份额持有人实质上所能够享有的财产权益仅是特定财产的“清算”和支付。

## 六. 主袋账户份额正常运作

根据《指引》，主袋账户份额的存续和运作与一般开放式基金大体相同，而这事实上也是侧袋机制启用的主要目的之一：

1. 销售方面，后续申购的投资者则只能取得和赎回基金的主袋账户份额(但基金管理人也可以视情况暂停办理主袋账户的申购业务)；
2. 投资管理方面，基金的各项投资运作指标和基金业绩指标应当以主袋账户资产为基准。基金管理人原则上应当在侧袋机制启用后 20 个交易日内完成对主袋账户投资组合的调整，因资产流动性受限等中国证监会规定的情形除外。

## 七. 侧袋账户报酬与费用的特殊要求

结合侧袋机制在国际的普遍实践，针对进入侧袋的特定资产，《指引》禁止基金管理人收取管理人报酬，且变现处置费用也只能在特定资产全部变现后列支。

我们可以这样理解上述要求的影响：基金管理人不仅无法就特定资产收取报酬，且对于处置特定资产风险中需要立即支付的费用，也只能由基金管理人先行垫付，而如果特定资产价值极低乃至归零，基金管理人垫付的这些费用将无法自侧袋列支和受偿。

## 八. 新老划断与存量基金法律文件修改

《指引》明确了适用侧袋机制的基金的基金合同、招募说明书中须载明的事项，并对其适用做了新老划断安排：

1. 新基金全面适用。而《指引》施行后注册的所有开放式基金应适用《指引》，仅中国证监会认可的特殊基金品种除外。(预计可豁免适用《指引》的基金，主要包括上市交易的 ETF、LOF 等。)
2. 老债券基金追溯适用。持有风险债券的债券基金是侧袋机制的“主战场”，因此《指引》要求其施行前的存量非上市债券基金，需在 2021 年 7 月 31 日前完成对基金合同、招募说明书的修改以落实《指引》的要求；对其他类别的存量基金，《指引》未强制要求追溯修改法律文件和适用《指引》。

我们理解存量债券基金本次修改无需召开持有人大会，其实施应当与根据《流动性规定》修改基金法律文件时的工作相似。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



黎 明  
+86 21 3135 8663  
raymond.li@llinkslaw.com



安 冬  
+86 21 3135 8725  
desmond.an@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: [master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

上海

上海市银城中路 68 号  
时代金融中心 16/19 楼  
T: +86 21 3135 8666  
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号  
华润大厦 4 楼  
T: +86 10 8519 2266  
F: +86 10 8519 2929

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号  
中国华润大厦 18 楼  
T: +86 755 3391 7666  
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环皇后大道中 5 号  
衡怡大厦 27 楼  
T: +852 2592 1978  
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323



[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2020