



资产管理法律评述
2019 年 8 月

上海
上海市银城中路 68 号
时代金融中心 16 楼和 19 楼
邮编：200120
电话：+86 21 3135 8666
传真：+86 21 3135 8600

SHANGHAI
16F/19F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
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
邮编：100005
电话：+86 10 8519 2266
传真：+86 10 8519 2929

BEIJING
4F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

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

HONG KONG
27F, Henley Building
5 Queen's Road Central
Central, Hong Kong
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

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

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

www.llinkslaw.com

master@llinkslaw.com

简评《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(征求意见稿)》 及其配套规范

作者：黎明 | 安冬

2019 年 8 月 16 日，业内高度关注的《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(征求意见稿)》(“《指引》”)由中国证监会公布并公开征求意见。《指引》拟针对近年债券市场陆续出现信用风险事件导致基金的债券估值和净值计算出现不确定性，进而引发申购、赎回可能导致损害投资者利益的情况，为公募基金引入侧袋机制，以提高基金管理人管控和应对流动性风险的能力、防范先赎占优等行为，以最大程度保障投资者的权益。同日，中国证券投资基金业协会发布了《证券投资基金侧袋机制操作规范(征求意见稿)》(“《规范》”)并公开征求意见。本文就《指引》和《规范》相关重点内容作简要评述。

一、“侧袋”并非估值方法，而是流动性风险管理工具

2011 年，国内某基金公司特定客户资产管理计划对所持的当时停牌的紫鑫药业启用侧袋

如您需要了解我们的出版物，
请与下列人员联系：

郭建良: +86 21 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

免责声明：本出版物仅代表作者个人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。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。

简评《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(征求意见稿)》及其配套规范

账户。紫鑫药业定向增发股份正式上市流通后，该计划出清所持股份，对之前赎回的投资人进行侧袋资产的结算。这是国内基金业首次尝试侧袋机制，对于这一安排，由于其影响最直观地体现在产品估值结果上，因此业内过去通常称之为“侧袋估值”。

但准确地说，“侧袋”安排本身并不是一种“估值方法”。根据《关于<公开募集证券投资基金侧袋机制指引>的起草说明》和《指引》的规定，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》（“《流动性规定》”）第二十二条规定的第七项流动性风险管理工具——“中国证监会认定的其他措施”。因此，《指引》采用了“侧袋机制”而非业内过去常用的“侧袋估值”的术语。

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独立管理的机制，原有账户为主袋账户，独立账户为侧袋账户。

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。

三. 侧袋机制的启用条件

（一）启用侧袋机制的基本前提与“特定资产”的含义

根据《指引》第五条，管理人可以启用侧袋机制的基本前提是“基金持有特定资产且存在或潜在大额赎回申请”。

“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，例如违约债券、因重大事项长期停牌股票；
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，例如债券回购违约；

简评《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(征求意见稿)》及其配套规范

3. 其他资产价值存在重大不确定性的资产，包括长期流动性缺失或无法合理估值的资产。

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，每个侧袋账户可以仅包含单一类别的特定资产，也可以包含不同类别的特定资产。

(二) 启用侧袋机制的具体情形

《规范》第八条在前述基本前提的基础上，提出了启用侧袋机制的具体标准。

1. 首要情形是前一估值日特定资产占基金资产净值5%以上，基金管理人认为基金面临的潜在赎回压力较大且潜在赎回申请可能会对基金份额持有人造成不利影响的情形；
2. 即便特定资产比例不足5%，但基于对持有人类别和集中度等结构性因素及赎回意愿的评估，认为在短期内可能面临较大赎回压力且潜在赎回申请会对基金份额持有人造成重大不利影响的情形。极端例子如特定资产比例达4%，单一机构持有人份额占比80%且有强烈的大额赎回意愿，其份额若赎回，特定资产占比可达20%，对于其他持有人将造成重大不利影响；
3. 管理人酌情认定的启用侧袋机制能够保护基金份额持有人合法权益的其他情形。

(三) 启用侧袋机制的相关程序

基金管理人应当对侧袋机制的启用条件、运行方案和决策程序等事项建立清晰的内部控制制度。在具体程序上，启用侧袋机制需：

1. 启用侧袋机制的相关基金的基金合同和招募说明书应对侧袋机制予以约定；
2. 发生可启用侧袋机制的情形且基金管理人决定启用的，基金管理人应经与基金托管人协商，并咨询会计师事务所的专业意见；
3. 基金启用侧袋机制后，基金管理人应聘请提供咨询意见的会计师事务所出具专项审计报告；
4. 基金启用侧袋机制后，基金管理人应及时向基金销售机构提示侧袋机制启用的相关事宜，以便其对申购、赎回主袋账户份额或持有侧袋账户份额的投资者做好服务；
5. 基金管理人应就启用侧袋机制及时发布临时公告；

简评《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(征求意见稿)》及其配套规范

6. 启用侧袋机制后五个工作日内向中国证监会及主要运营地中国证监会派出机构备案。

(四) 不适用侧袋机制的基金类型和情形

基于某些类型基金运用侧袋机制抵御流动性风险的必要性不大，以及货币市场基金对于流动性风险管理比一般开放式基金更为严格，因此封闭式基金、货币市场基金、ETF以及LOF原则上不采用侧袋机制。

此外，当特定资产占前一估值日基金资产净值50%以上的，基金管理人应按照《流动性规定》的要求采取暂停基金估值等相关措施，不可启用侧袋机制。

四. 份额分类基础上的特定资产“剥离”特征

(一) 侧袋机制下的份额分类

从形式上看，启用侧袋机制后基金将存在两类份额——主袋账户份额和侧袋账户份额：

1. 启用侧袋机制当日，按基金份额持有人原有账户份额确认侧袋账户份额，由此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，后续申购的投资者则只能取得该基金的主袋账户份额；
2. 主袋账户与侧袋账户基金代码相互独立。主袋账户沿用原基金代码，侧袋账户使用独立基金代码；
3. 份额登记系统和销售系统，主袋账户与侧袋账户使用不同的名称格式；
4. 侧袋账户启用期间，特定资产仍需进行参考估值，主袋账户和侧袋账户的份额净值和累计份额净值需分别披露，但需在显著位置注明侧袋账户的份额净值不作为特定资产最终变现价格的承诺。侧袋账户由于不能申购赎回，其净值也不可能作为申购赎回价格的依据；
5. 主袋账户份额和侧袋账户份额均享有基金份额持有人大会的表决权，但与其他有份额分类机制的基金采用“同份同表决权”或者“分类表决”的表决权规则不同的是，若持有人大会审议事项为涉及两类份额的共同事项，两类份额均有表决权，但由于主袋账户份额和侧袋账户份额的净值差异较大，侧袋账户份额的表决权需按侧袋账户份额净值与主袋账户份额净值的比例进行折算。若只涉及其中一类份额的单独事项，则另一类份额无表决权。

简评《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(征求意见稿)》及其配套规范

(二) 侧袋账户的“资产剥离”特征

侧袋机制下，侧袋账户及所对应的特定资产体现了从基金资产中“剥离”的特征，而启用侧袋账户的基金的一般运作特征更集中地通过主袋账户体现，具体如下：

1. 基金启用侧袋机制时，基金管理人以净资产为基数对主袋账户和侧袋账户的资产进行分割；
2. 基金实施侧袋机制期间，基金管理人以主袋账户作为基准，计算投资运作及风险控制相关指标，即侧袋账户不纳入投资比例限制和风控指标计算；
3. 基金实施侧袋机制期间，仅主袋账户应办理赎回，可开放申购(但存在两个侧袋账户的，主袋账户不得开放申购)，即仅主袋账户份额具有相对完整的申购、赎回的开放式基金运作机制；
4. 基金实施侧袋机制期间，侧袋账户不开放申购、赎回，特定资产恢复流动性后，管理人进行资产变现处置，并需根据变现程度直接向持有人支付变现或部分变现款项，且不得进行除变现外的其他投资操作。而该变现和支付行为并不是“强制赎回”(赎回是按净值赎回而非变现价格)，而类似于对侧袋中的财产进行了一次“清算分配”；
5. 基金合同约定的分红条款仅适用于主袋账户，侧袋账户不进行收益分配，仅进行资产变现和分配；
6. 基金实施侧袋机制期间，基金管理人和基金服务机构在计算基金业绩相关指标时可只考虑主袋账户资产。

五. 费用和信息披露及报告

在费用方面，一是由于侧袋账户管理成本较低，侧袋账户的管理费应当予以“减”或“免”，如果是“减”管理费的，可以延期收取，但不得计提或收取业绩报酬。二是侧袋账户的费用合计占比不得超过主袋账户的费用合计占比——这意味着在特定资产处置风险、变现过程中发生的各项特殊费用中，基金财产可能只能承担较少一部分。

而在信息披露及报告方面，除上文所述内容外，基金管理人应在启用侧袋机制、清算特定资产、终止侧袋机制以及发生其他可能对投资者利益产生重大影响的事项后及时发布临时公告，并在基金定期报告中披露特定资产运作情况。

简评《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(征求意见稿)》及其配套规范

而在业绩披露时，基金实施侧袋机制期间基金管理人和基金服务机构在计算基金业绩相关指标时可只考虑主袋账户资产。而由于基金存续期间如果启用侧袋机制，基金业绩的连续性会受到一定影响，《规范》要求在展示基金业绩时应当充分披露侧袋机制启用前后的情况。

此外，基金管理人应当在监察稽核季度报告和年度报告中持续跟踪分析侧袋机制实施情况。

六. 修改基金合同的程序

《指引》要求基金管理人应当在适用侧袋机制的基金的基金合同、招募说明书中针对侧袋机制明确约定以下事项：

- (一) 本基金启用侧袋机制的条件和特定资产范围；
- (二) 主袋账户和侧袋账户的申购赎回和投资安排；
- (三) 侧袋机制实施期间基金份额持有人大会表决权安排；
- (四) 侧袋账户费用安排；
- (五) 侧袋机制相关风险揭示；
- (六) 其他对投资者权益有重大影响的事项。

对已经成立或已获核准但尚未完成募集的开放式基金，应当在《指引》施行之日起 6 个月内，修改基金合同并公告。在修改基金合同的同时，还应注意执行即将实施的《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》中临时更新招募说明书的要求。

上述规定属于强制性规定，而基金合同通常约定，“因相应的法律法规、登记机构的相关业务规则发生变动而应当对《基金合同》进行修改”无需召开基金份额持有人大会，因此我们理解存量基金执行本次修改无需召开持有人大会，其实施的逻辑、程序应当与根据《流动性规定》修改基金合同时的的工作相似。

简评《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(征求意见稿)》及其配套规范

如需进一步信息, 请联系:

作 者	
黎 明 电话: +86 21 3135 8663 raymond.li@linkslaw.com	安 冬 电话: +86 21 3135 8725 desmond.an@linkslaw.com
上 海	
韩 炯 电话: +86 21 3135 8778 christophe.han@linkslaw.com	秦悦民 电话: +86 21 3135 8668 charles.qin@linkslaw.com
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@linkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com
娄斐弘 电话: +86 21 3135 8783 nicholas.lou@linkslaw.com	夏 亮 电话: +86 21 3135 8769 tomy.xia@linkslaw.com
黎 明 电话: +86 21 3135 8663 raymond.li@linkslaw.com	俞佳琦 电话: +86 21 3135 8793 elva.yu@linkslaw.com
安 冬 电话: +86 21 3135 8725 desmond.an@linkslaw.com	
北 京	
王利民 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@linkslaw.com	高 云 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@linkslaw.com
香 港(与方緯谷律师事务所联营)	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@linkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com
伦 敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@linkslaw.com	

© 通力律师事务所 2019

免责声明：本出版物仅代表作者个人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。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。