

# 境外私募基金行业侧袋应用的演化及启示<sup>\*</sup>

王国蓓<sup>\*\*</sup> 程建铭<sup>\*\*\*</sup> 邹 野<sup>\*\*\*\*</sup>

**摘要：**侧袋机制的应用在境外成熟市场已经有超过 10 年的历史。从 2008 年金融危机开始,随着行业的发展,侧袋机制逐渐成为基金行业重要的流动性管理工具之一,并被认为是比较先进的流动性管理工具。除了发挥流动性管理作用,侧袋机制近年来更演化为二级市场管理人进行另类资产配置的工具,并在新颖的基金架构中使用。随着侧袋机制的普及,境外投资者对侧袋机制这一工具的认知也逐步加深。近年来,侧袋机制在亚太地区基金市场的应用有明显加快的趋势。鉴于金融市场的波动和流动性时不时发生变化,研究侧袋机制如何能在我国基金行业发挥作用适逢其时。

流动性管理是基金行业相当重要的护盾,而侧袋机制是开放式基金重要的流动性管理工具之一。本文将浅谈侧袋机制的基本原理,以及境外市场上基金行业应用侧袋机制在近年的演化。此外,本文还会分享侧袋机制在实操层面可能面临的风险,以及在私募行业内的一些最佳实践和洞察。通过研究侧袋机制在境外市场的发展和经验,我们期待境内私募基金行业能就如何合理使用侧袋机制受到启发,从而达到保障投资者和管理人的权益以及减低系统性风险的目的。

**关键词：**私募基金 流动性管理 侧袋机制

---

<sup>\*</sup> 原文刊发于中国证券投资基金业协会主办的《声音》2023 年第 5 期,由中国证券投资基金业协会审核。

<sup>\*\*</sup> 毕马威中国资产管理业主管合伙人。

<sup>\*\*\*</sup> 毕马威中国资产管理业总监。

<sup>\*\*\*\*</sup> 植德律师事务所合伙人。

## 一、侧袋机制的兴起和应用

### (一) 基金业重要的流动性工具之一

开放式基金的底层资产多为流动性高、容易变现的资产,这些资产的估值一般依据市场的活跃报价,不太涉及主观的会计估值。基于其流动性高和估值客观的特性,开放式基金让投资者可以在开放日自由申购和赎回。然而,当开放式基金因各种原因导致旗下投资标的出现流动性低或估值存在不确定性的情况(该等投资标的以下简称“特定资产”)时,这些开放式基金将面临以下问题:基金的净值(包括这些特定资产的估值)如何处理?后续的投资者申购基金的净值该如何计算?后续的投资者和既有的投资者应如何分享/分担基金的盈亏?是否需要作出分隔?基金的赎回该如何处理?特定资产相关的净值部分能被赎回吗?基金的费用(包括管理费和业绩报酬)该如何计算?特定资产对应的部分又该如何计算?

资产的估值确定性和流动性是开放式基金提供自由申赎的必要条件。由于这些“特定资产”并不能随时变现,而且其公允价值存在较高不确定性,基金的净值很难进行客观判断。面对投资者赎回基金份额时,管理人也无法及时变卖这些特定资产,这对开放式基金的净值估值和申购赎回造成重大挑战。当特定资产占基金净值的比例比较高而管理人没及时进行流动性管理并继续允许基金进行常规申赎的时候,基金净值的估值必然出现争议甚至错误,对既有或后续的投资者都不公平,其中可能出现的争议是不容忽视的。

为了在正常申赎流程不受影响的同时使投资者得到公平对待,管理人需要采用必要的流动性管理工具,而侧袋(side pocket)机制则是有效的工具之一,也是一种“混合”基金架构。

侧袋机制,是指基金投资组合内的特定资产从原有账户分离至另一个账户进行处理和清算。特定资产先拨入侧袋,然后跟基金本身的主袋分隔。侧袋在启用以后相关份额暂时不能进行申购或赎回。在侧袋资产恢复流动性或变卖以前,这些估值不确定和流动性低的资产被分隔和“锁定”,被分配到侧袋份额的既有投资者需等待侧袋资产变现后才能一并清算和分配资产,后来的投资者只参与主袋的申购,完全不受影响。简单来说,侧袋机制除了能确保主袋的净值不受特定资产影响之外,也不影响基金的正常申购,还能让新老投资者获公平对待。

## （二）侧袋机制的发展历史

在境外,基金行业的侧袋机制跟 2008 年的全球金融危机渊源甚深。在金融危机爆发以前,开放式基金对流动性管理的概念相对薄弱,甚少采用流动性管理工具(如锁定期、侧袋机制等)。在金融危机爆发后,金融市场巨震,市场流动性急剧枯竭,资产价格大幅下跌,投资者大量赎回基金份额,造成挤兑。面对庞大的赎回要求,基金管理人被迫廉价变现流动性更低的资产,而低价抛售资产导致基金净值进一步回撤,让赎回需求加剧,形成典型的“死亡螺旋”。如图 1 所示。

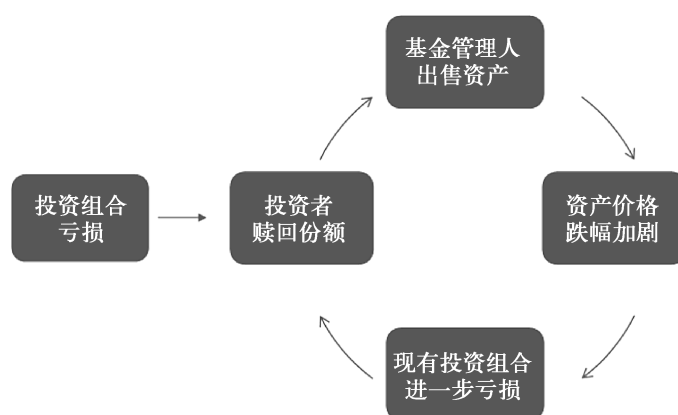


图 1 2008 年国际金融危机时期流动性枯竭下的典型“死亡螺旋”

侧袋机制成为金融危机时期基金公司的“自救良方”,不少基金公司把开放式基金一部分流动性较低的资产拨入侧袋,及时限制了相关资产的抛售和赎回。随着市场波动性加剧和流动性进一步收紧,被拨入侧袋的资产比例更高。在金融危机爆发最盛之时,完全没有启用侧袋的基金常出现大额赎回,与一些把资产无上限拨入侧袋的基金形成鲜明对比。

金融危机过后,基金行业的流动性管理意识大大增强,不少开放式基金的基金合同上开始增设了侧袋条款。然而,由于金融危机时期不乏基金公司滥用侧袋机制和收费不公等乱象,投资者对侧袋机制观感不佳并表示抗拒,而各地的金融监管机构也开始关注与侧袋机制相关的问题。

在波动的市场中,基金可能同样面临波动性的申赎,流动性管理对管理人变得更为重要。在基金行业,流动性管理工具中可以限制赎回功能的选择还有几种,例如摆动定价(swing pricing)、设立赎回门槛(redemption gate)、暂停申赎(suspensions)等。这些流动性管理工具各有利弊,侧袋机制相对其他流动性工具的优点,一是把

特定资产分隔营运和估值,不影响主基金的净值准确和稳定性且投资者仍然能正常申赎基金主袋;二是管理人不需要因为流动性问题而被迫贱卖特定资产,更符合投资人的利益;三是侧袋机制不仅是一种流动性工具,其作为一种新颖的基金架构,为管理人投资提供更大便利(例如让二级市场基金管理人能参与一级市场投资)。侧袋机制相对其他流动性工具的缺点为,一是启用和营运成本高昂,管理人在启用侧袋后需考虑估值、核算、退出、费率等问题;二是侧袋机制应用场景需结合大量因素考虑,很难有公式化的答案和法规可循,且需要更详细的信息披露才可以让投资人充分理解;三是道德风险,即管理人有可能滥用侧袋而让自己利益凌驾于投资者之上。

在金融危机时期,侧袋机制的应用主要是把表现不佳的资产拨入侧袋以控制流动性风险,换句话说是用来控制“踩雷的投资”。近年来,侧袋机制已经演化成允许基金参与更针对性的投资项目,成为为投资者争取更高回报的手段,其出发点和正当性开始为投资者所接受,在私募基金行业内尤其普及。其中另类投资(alternatives)在境外开始受到投资者的重视,不少开放式基金公司基于投资者偏好等原因,开始布局投资这些另类资产,例如私募股权(包括 Pre-IPO 投资)、房地产、加密货币等。因这些另类资产的流动性和估值方式有别于基金投向传统的流动资产,基金公司多使用侧袋机制把这些另类资产从基金主袋中分隔至侧袋进行管理。

在 2022 年以前的十年间,全球金融市场估值高企,无风险利率维持在较低水平,这对开放式私募证券投资基金/对冲基金创造超额回报带来挑战。而一级市场的投资机会,特别是 Pre-IPO 项目,给这些私募证券投资基金/对冲基金管理人追求超额回报提供了额外出路。不少成功的初创企业(泛称“独角兽企业”)在亚太地区风投行业内迅速崛起,这些成功案例受到投资人的青睐。境外不少规模庞大的对冲基金,引用侧袋机制成功投资了独角兽企业,后来成功上市退出后为投资者创造不错的回报。

除了以上应用,在一些受到国际制裁法案(例如,暂时冻结针对某个国家或地区的投资)影响的案例中,有些基金公司也会应用侧袋把部分投资项目进行分离以满足相关法规。

### (三) 侧袋机制的运作

在境外市场,侧袋的启用由主袋赎回和侧袋申购两个步骤组成:首先,相应的主

袋份额将按比例进行赎回,然后相同的金额将按比例转换成侧袋(side pocket 或 special situations)份额。

如表 1 所示,以下示例为一只基金在启用侧袋时将 20%的主袋份额按比例转换成侧袋份额的情况:

表 1 侧袋机制运作示例

| 份 额     | 启用侧袋前<br>(以金额展示) | 申购/(赎回)    | 启用侧袋后<br>(以金额展示) |
|---------|------------------|------------|------------------|
| A 份额    | \$15 000         | ( \$3 000) | \$12 000         |
| 侧袋 A 份额 | 无                | \$3 000    | \$3 000          |
| 总 计     | \$15 000         | —          | \$15 000         |

基金在启用侧袋以后,主袋和侧袋份额在法律上虽然同属同一个基金主体但在运营上分隔,基金整体净值在以上份额转换过程中保持不变。然而,由于侧袋所包括的为跟主袋流动性有异的资产,侧袋份额的条款跟主袋份额一般有较明显的差异。根据境外行业观察,其主要差异包括:

(1) 侧袋份额不设申购,只有启用侧袋当天的投资者参与侧袋份额。

(2) 侧袋份额在相关资产变现(或恢复流动性)以前并不设投资人赎回。在特定情况下,可能容许实物赎回(redemption in kind)的情况。

侧袋份额的管理费一般跟主袋费率一样,并需在计提日预提,在相关资产变现以前并不需要进行支付。业绩报酬在相关资产变现才计提,并且取决于具体的基金合同条款,侧袋和主袋的业绩报酬有可能相抵。

侧袋机制的应用可以分为两种主要情况:一种是常规的业务过程(normal course of business),另一种是非常规的业务过程(outside the normal course of business)。试举以下例子说明:

甲基金是一支开放式的 FOF,投资一篮子的开放式私募证券投资基金/对冲基金。2022 年 10 月,甲基金的投资组合中的一只基金出现大额赎回,该基金宣布暂时封闭。由于该基金占甲基金投资组合的 10%以上并符合基金合同拨入侧袋的阈值,且其资产出现缺乏流动性和估值不确定的情况,甲基金经其决策机构决议后把相关资产拨入侧袋。

乙基金是一只采取多空策略<sup>①</sup>的开放式基金。在 2022 年 10 月,投资组合里的其中一只股票因为出现重大事项暂停交易。而根据事态发展,该股票难在短期内复牌交易。由于该基金占乙基金投资组合的 10% 以上并符合基金合同约定的可拨入侧袋的阈值,而且其资产出现缺乏流动性和估值不确定的情况,乙基金经其决策机构决议后把相关资产拨入侧袋。

以上两种情况都属于非常规的业务过程,即事前没有预料到该场景。所以,甲基金和乙基金的投资者在其资产被拨入侧袋当期,都必须被强制分配到侧袋的相关份额。

丙基金是一只采取多头策略的私募证券投资基金,其策略除了投资中国香港和美国的股票市场以外,基金合同允许管理人可以参与 Pre-IPO 投资,前提是其占比在决定投资当天不能超过总基金净值的 25%。丙基金在 2022 年底获得一个投资机会并决定参与某公司的 Pre-IPO 投资。由于该投资占投资组合 10% 以上并符合基金合同约定的可拨入侧袋的阈值,而且 Pre-IPO 投资属于流动性低而出现估值不确定的资产,丙基金经其决策机构决议在基金买入相关资产后拨入侧袋。

有别于甲基金和乙基金的情况,丙基金投资这些低流动性标的属于其常规业务,最明显的区别是丙基金的投资者一般可以在当天选择是否参与该项目。简单来说,如果投资者选择不参与其投资,基金主袋份额将不会强制转换成侧袋份额。

虽然以上三种场景在操作上几乎一模一样,但甲乙是属于流动性管理性质,丙是属于投资工具性质,且给投资者的选择空间并不相同。根据境外惯例,无论在基金合同上或是后期的操作上,管理人都有必要在非常规/常规业务中作清晰的区分。如此一来,当启用侧袋的场景发生时,管理人则能在营运和信息披露等方面妥善处理,保证投资者的接受度。

一般而言,境外市场上公私募行业均会运用侧袋机制作为非常规业务的流动性管理工具,而境外私募基金行业在常规业务场景中也十分注重发挥侧袋机制的流动性管理作用。

## 二、侧袋机制的境外经验

如前文关于侧袋的历史背景所述,侧袋机制因全球金融危机应运而生,早期的应

---

<sup>①</sup> 多空策略又称 long/short strategy,基金可同时持有多头或空头头寸。

用多是把特定资产进行分隔作为流动性管理工具,到了近年也渐渐成为私募基金进行一级市场投资的一项利器。

侧袋机制在全球较发达的基金市场均有被采用。而在亚太地区,私募基金行业内采用侧袋机制的基金近几年有快速上升的趋势,其比例甚至稍高于全球其他地区。

由于侧袋机制的应用具有一定的复杂性和成本,实质采用侧袋机制多以基金规模更大的私募基金为主(10亿美元级别),而侧袋上限的市场惯例一般是基金净值的15%—20%。相较于金融危机时期,近年启用侧袋机制更多为常规业务的情况,尤其是以参与Pre-IPO投资为主。而且,侧袋的投资周期也比一般金融危机时期要更短。

#### (一) 侧袋机制在亚太地区市场的应用

中国香港和新加坡基金行业的监管机构都针对流动性管理作出了相应的规范要求。在香港地区,持牌的基金公司需要遵守《证券及期货条例》(第571章)制订的基金经理操守准则,其中在第5.4节就给侧袋机制订立了明确指引。在指引里,香港证监会(SFC)就侧袋机制下的信息披露、准入条件、投资者沟通等都列出了相关的指导原则。在判断是否有条件引入侧袋时,要求基金经理具有侧袋的风险管理能力和监控措施。在引入侧袋时,基金经理需要向投资者披露侧袋的总资产上线、收费机制、赎回限制期、产品转入或转出侧袋的依据、侧袋内转拨情况及定价机制。在产品转入侧袋时,要求基金经理披露侧袋的设立、已存入侧袋的资产,及侧袋资产的估值方法(具体规则参考本文附录)。

在新加坡,新加坡金融管理局(MAS)在《证券及期货条例》对基金公司的相关指引中也有提到侧袋机制信息披露相关事宜但却相当简短。

#### (二) 侧袋机制近年在欧洲市场的应用

2022年5月,欧洲的欧洲证券和市场管理局(European Securities and Markets Authority,下简称ESMA)关注到俄乌冲突下不少基金相关资产出现估值和流动性问题,其发布了一个公告,表示在保护投资者的大原则下,建议管理人密切注视旗下基金流动性和估值的问题,并及时启用合适的流动性管理工具,其中就侧袋机制提出了多项基本原则并提示相关的利好和风险。ESMA认为侧袋的启用不仅可以容许投资者赎回流动的部分,还可以让管理人不至于因为赎回需要而贱卖资产,相对把基金封闭并暂停申赎的方法可以更好地保护投资者。然而,ESMA也警告使用侧袋可能产

生的道德风险,以及管理人在启用侧袋时应注意其注册基金所依据的相关法规在未来可能会有所变化。

从近期的应用场景看,欧洲国家更偏重在国际市场上出现制裁事件时将侧袋机制作为处理相关资产的应急工具。因俄乌事件引发的流动性和估值相关的问题为行业带来挑战,部分欧洲国家都提出侧袋机制并给予原则上的指导和申请流程的便利。其中英国的金融行为监管局(Financial Conduct Authority,下简称 FCA)列出受俄乌事件影响的几种资产,并建议管理人启用侧袋前充分考虑相关的利弊,包括启用侧袋时有可能产生的高额费用。FCA 建议侧袋在退出时不收取业绩报酬,并对启用侧袋时应该作出的信息披露提供指引。卢森堡的金融业监管委员会(Luxembourg Commission de Surveillance du Secteur Financier,下简称 CSSF)发布了一份关于基金行业流动性管理工具的常见问题(简称 FAQ),在这个指引里强调基金管理层运用侧袋机制时应在符合基金文件条款的大原则下考虑应用侧袋机制的恰当性,并承担最终责任。FAQ 里还提出侧袋在分隔资产流程上的三种选项,包括分隔份额(参考前文示例)、分隔特定资产和分隔流动资产等三种选项。爱尔兰中央银行(Central Bank of Ireland,下简称 CBI)继 ESMA 发布关于侧袋的公告后也同时宣布爱尔兰可转让证券集体投资企业(under takings for collective investment in transferable securities,下简称 UCITS)基金的管理人可以在满足若干条件的情况下启用侧袋。CBI 建议的侧袋方案是将完好的流动资产转移到另一只 UCITS 基金,然后特定资产则留在原有的基金主体,这跟行业主流将特定资产转移出新账户的做法恰好完全相反。此外,CBI 为了便利管理人的侧袋操作流程,宣布管理人向 CBI 申请的内部流程也会获得简化。

### (三) 侧袋机制在美国的应用

美国没有成文法律法规对侧袋机制做专门的规定,但在过去的十多年间,从美国市场上因侧袋不当应用而出现的公开处罚案例可以明显看出美国的监管态度。2010 年,美国证券交易委员会(SEC)就数家基金公司滥用侧袋所造成的不良后果进行了公开处罚,其处罚理由包括夸大估值、信息不透明和盗用资产等(相关案例参考本文附录)。

我们观察到境外的基金行业在应用侧袋机制时,除了需要遵照当地监管机构提出的原则和指引以外,行业自律尤其是私募基金行业内在促进侧袋机制的发展上甚至更为重要。侧袋机制在境外市场应用地越来越广泛,除了市场使然外,基金行业各主体包括管理人、投资者、基金董事、会计师事务所等机构在基金设立和启用侧袋的

过程中发挥各自的作用并通力合作,某程度上形成另一种约束力量,久而久之慢慢形成了行业惯例和良好实践。本文会在第三部分探讨境外私募基金行业应用侧袋所需要关注的事宜和一些值得借鉴的最佳实践。

### 三、侧袋机制的运作风险和最佳实践

由于侧袋机制主要是为了解决开放式基金一些资产流动性或估值出现不确定的问题,在投资策略更为弹性的私募基金行业内侧袋机制的应用更为普遍。因此,下文关于侧袋机制的运作风险和最佳实践主要着眼于私募基金行业的应用分析。

#### (一) 私募基金启用侧袋机制的风险

因侧袋机制的不当应用而引起的争议仍然值得关注。在境外市场,侧袋机制应用不当所产生的常见风险如下:

(1) 未妥善设置侧袋机制或其他流动性管理工具导致运营混乱:一些基金在出现流动性低或估值不确定性的问题时如果没及时进行流动性管理,就会大大增加申赎净值错误风险。若基金中这些特定资产在净值中占比更高,且申赎频率更高,出错风险则更高。

(2) 启用侧袋时和后续维护时的估值错误:如拨入侧袋的资产在启用日未妥善进行估值,可能导致投资者承担费用计算错误风险。此外,由于侧袋的净值也属基金的一部分,基金公司有可能刻意夸大侧袋份额的估值导致基金整体净值被高估。

(3) 侧袋机制在基金合同中相关信息披露不完整:侧袋机制的启用对基金的运营、表现和投资者支付的费用有重大影响。基金公司相关信息披露不完整很容易导致与投资者的纠纷。此外,侧袋机制应用原则若没有在基金合同中明确披露,或者披露不真实不准确不完整,也可能导致基金公司滥用侧袋机制。

(4) 基金公司滥用侧袋机制限制基金的赎回:一些基金公司可能在基金表现不佳时滥用侧袋机制,让侧袋份额比重过高。这不但限制了投资者合法赎回份额的权益,也会让基金产品本身的投资目标和风险系数变质。在2008年的金融危机中,我们可以看到一些基金公司滥用侧袋机制,导致基金公司甚至行业的声誉受损。

#### (二) 私募基金侧袋机制应用的最佳实践和行业观察

如本文第二部分所介绍,境外市场上侧袋机制的应用除了受监管约束,行业的自律规范也十分重要。总结侧袋机制多年来在私募基金行业不断的演化和累积经验,

一些最佳实践也在行业内开始形成。

### 1. 信息披露

管理人对投资者应作出的信息披露,应该在基金成立阶段编写基金合同时就已经开始。在基金启用侧袋前和启用侧袋后管理人也需要跟投资者作相应的信息披露。

基金合同中关于侧袋机制的信息披露内容需要涵盖侧袋建立和后续维护、建立侧袋的不同场景、比重上限、与投资者持有侧袋份额相关的费率安排等。在启用侧袋以后,管理人应向投资者定时提供详细的信息披露,包括已拨入侧袋的资产细节、估值方法、侧袋资产相关风险和回报以及潜在利益冲突等。

### 2. 侧袋资产估值

基金公司在启用侧袋的时候就需要为拨入侧袋的资产作出估值,其估值政策需征得基金管理层(基金董事)同意。侧袋资产的估值须符合基金采用的会计准则。由于侧袋资产多为缺乏市场价格的资产,其估值方法一般会涉及会计估计。以境外常见的 Pre-IPO 项目为例,在无市场流动性折价情况下,其估值方法以市场法或收入法较为普遍。

侧袋的估值频率一般取决于基金文件和基金报告(包括费用计提)的频率,就财务报表而进行估值的频率最低标准为每年一次。侧袋的估值频率一般很难跟基金主袋看齐做到每月一次估值,以三个月或半年一次更为普遍。至于估值的过程方面,由于管理人并不一定很熟悉这些非流动资产的估值过程或相关的资产估值方法可能比较复杂,管理人有必要考虑是否需要委派第三方专家进行侧袋资产的独立估值。

侧袋估值相关的信息披露需要在基金文件和基金估值文件(fund valuation document)中妥善披露。如侧袋资产的估值出现重大变动时基金公司也应设立机制与投资者及时沟通。除基金管理层,其他相关主体例如管理人管理层和估值委员会等也应参与侧袋资产估值的相关流程。

### 3. 侧袋资产的退出

管理人在启用侧袋前需事先考虑相关资产将来的退出或变现方式,例如停牌股票预计将会恢复交易或是清算,或是 Pre-IPO 投资的退出方式。侧袋资产的变现方式一般有几种,其中包括资产恢复流动性后拨回主袋,或是变卖资产后分配给投资者。在特殊情况下侧袋资产可能会以实物赎回(redemption in kind)的方式分配给投资者,甚至注销估值。管理人在启用侧袋前也应该预计相关资产变现的时间点,以及准备侧袋份额变现后的处理方法和相关费用。

#### 4. 治理

启用侧袋是基金运营的重要事件,基金管理层(董事会)在侧袋的治理中担任极其重要的角色。在成立基金时期,基金管理层需权衡基金成立侧袋的利弊并咨询投资经理和其他专业服务商。如果基金需要启用侧袋,基金管理层应要求投资经理提供充分理由。在不同场景中,判断纳入侧袋准则(例如比重上限、估值方法、退出策略等)的标准须保持一致。最重要的是基金管理层需在整个侧袋流程中审慎负责。

#### 5. 成本与费率

虽然侧袋是一个很有效的流动性管理工具,其运作成本却相当高,而且运营上的难点也比较多。基金公司在启用侧袋以前必须考虑其成本效益,并考虑除侧袋以外其他可采用的流动性管理工具。在启用侧袋时,基金公司应仔细考虑相关的费率问题并进行充分的信息披露,其中包括从主袋份额转换侧袋份额过程中所产生的侧袋份额的管理费和业绩报酬(包括计提基准、费率、支付时期)、侧袋的盈亏在变现日后与主袋是否能抵扣等等。根据境外私募行业观察,侧袋的费率(管理费和业绩报酬)与主袋一致,但相关费用在侧袋资产变现以前只需要预估,待侧袋资产变现以后才予以交付。

### 四、私募基金应用侧袋机制的相关思考和建议

#### (一) 探索私募基金侧袋机制应用的行业最佳实践

相较于集中投资标准化资产的公募基金而言,可以投资非标债权资产的私募证券投资基金、私募资管产品和信托产品等更有采用侧袋机制的必要性。按照现行规则,私募证券投资基金、私募资管产品目前可以参考《证券投资基金侧袋机制操作细则》设计侧袋机制。我们看到境外市场对冲基金相较于公募基金采用侧袋机制的需求更紧迫,应用更广泛,私募管理人和证券期货经营机构更需要在业务中对侧袋机制的应用多做思考,监管机构和行业自律组织也可以考虑结合我国的实际情况,对私募证券投资基金、私募资管产品如何采用侧袋机制给予更具针对性的指导,整理分享更多行业成功案例,逐步推动形成我国的侧袋机制最佳实践(Best Practice)。我们建议行业可以参考境外经验,托管人、律师事务所、会计事务所等专业机构也应恪尽职守并通力合作,累积更多行业经验并持续优化流程,助力基金行业在合理应用侧袋时能坚守投资者保护和风险管理这两大原则,形成行业自律外也配合相关法规,共同打造我国基金业

的良好实践。

## (二) 推动私募基金管理人敢于使用适当的流动性管理工具

观察境外市场上侧袋机制在金融危机中的应用经验,侧袋机制在应用的初期可谓乱象频生。在这个阶段,投资者对侧袋机制非常陌生,而侧袋机制限制基金份额赎回很容易给投资者造成不良体验甚至误解。目前,侧袋机制在我国还属于比较陌生的工具,业内应用较少,可以预见在注重投资者保护的行业文化下管理人会有所顾虑而却步,侧袋机制的应用和发展可能会面临较大的挑战。虽然侧袋机制的起源是为了应对流动性风险,应用起来可能对投资人造成负面观感,但这并不是管理人不使用侧袋机制的充足理由。从境外市场上的应用经验看,信息透明对投资者了解侧袋机制极其重要。如本文第三部分所述,管理人应向投资者及时沟通应用侧袋机制的背景和原由,并就侧袋机制的应用政策和其他细节作充分披露,这都能有助于化解投资者的疑虑。

我们建议私募基金管理人在基金运营上把流动性管理提上日程。在流动性事件出现时,管理人该仔细考虑事件的性质从而选择合适的流动性管理工具,果断采取必要的措施,包括使用侧袋机制。当管理人认为需要启用侧袋时,必须在启用侧袋前对合规、法律、基金合同、估值、费率、资产变现、信息披露等方面作全面考虑。管理人在应用侧袋的时候除了需依据监管机构、行业自律组织制定的规定、指引,也应咨询包括托管人、律师、审计师等在内的专业人员意见,并酌情参考境外市场上的一些最佳实践。

## (三) 强化信义义务,避免滥用侧袋机制

侧袋机制是一把双刃剑。如果合理使用,它能够有效帮助基金公司进行流动性和风险管理,也能让投资者得到公平对待。然而,如果基金公司处理不善,甚至滥用侧袋机制,投资者利益和基金公司声誉将受损,适得其反。

私募基金管理人应用侧袋机制的大前提,应该是以保护和公平对待投资者为首要原则而并不是为自身谋取利益。如前文介绍,侧袋机制在金融危机或极端市场情况时的滥用一般特别严重,随着侧袋机制的应用渐趋成熟,投资者教育越来越普及,在过去 15 年来相对平稳的境外投资市场上侧袋机制滥用的情况已经大大减少。我们认为,侧袋机制的启用中最重要的部分是对投资人的信息披露,管理人在设立和管理侧袋时,不仅应该对常规业务及非常规业务做出区分,也应该对其各种应用情况作清晰的说明,并且应该在基金合同和启用侧袋通告中作出充分的信息披露并明确投资者的权益。

#### （四）发挥各类专业服务机构功能，合理促使侧袋机制合法合规合理应用

基金公司在启用侧袋时需要克服的问题并不简单，尤其在运营、法律、会计、信息披露层面上，基金公司需做好充分准备。借鉴国外的成功应用经验，基金公司多与有经验的服务机构合作，包括律师事务所、会计师事务所等，妥善处置侧袋相关的种种问题。良好的流动性和风险管理工具不但对基金、投资者以及基金公司有巨大帮助，对基金行业长远发展、甚至对资本市场都具稳定作用。基金公司必须谨慎审视侧袋机制的应用，管理层也应参与侧袋机制相关的决策和监察，从而达到投资者和基金公司的互惠共赢。

### 附录一

## 中国香港《证券及期货条例》（第 571 章） 侧袋机制相关规定节录

5.4.1 为基金引入任何侧袋（即是将基金经理厘定为属于非流动性或难以估值的若干基金投资与其他基金资产分隔开）之前，负责基金整体运作的基金经理应向基金投资者披露以下事项：

- （a）存入侧袋的总资产上限；
- （b）整体费用结构和收费机制（有关任何管理和业绩表现费用等等）；
- （c）侧袋的赎回限制期将有别于同一基金的普通单位/股份的赎回限制期；
- （d）基金经理如何界定及区分哪些投资产品将会放入侧袋，及有关将投资转入及转出侧袋的政策及理据；
- （e）如侧袋的资产容许被拨至另一项投资工具，则容许有关转拨的情况及就有关转拨而采用的定价机制。

有关基金经理亦应不时向基金投资者披露就已存入侧袋的资产而征收的实际费用金额。

5.4.2 基金经理在就其管理的基金资产设立及管理侧袋时，应确保其：

- （a）具有侧袋的风险管理能力；
- （b）设有涵盖侧袋内的资产并符合上文 5.3.1 至 5.3.7 所载规定的估值政策；及

(c) 设有将投资转入及转出侧袋的运作检查及监控措施。

5.4.3 如基金经理决定将任何基金资产存入侧袋,则应安排向投资者清晰地披露以下事项:

- (a) 侧袋的设立;
- (b) 已存入侧袋的资产;
- (c) 资产于存入侧袋时如何作出估值,以及如何持续对资产进行估值。

## 附录二

### 美国侧袋机制应用不当的相关案例

**案例一:** 2011 年 3 月,美国证券交易委员会指控一家对冲基金管理人把其中一个投资项目拨入侧袋并欺诈投资者。根据法院的记录,该管理人拨入侧袋的投资项目在 2006 年早已有盈利,然而管理人在数年间制造虚假的报表隐瞒了该投资项目的浮盈。更甚者,管理人在没有取得妥当授权下把侧袋内的现金转移到一个属于他们共同控制的公司,而不是把盈利分配给侧袋份额的投资者。美国证券交易委员会谴责该管理人采取各种隐瞒的手段而使用侧袋盗取资产,背叛了投资者对他们的信任。该管理人最后以 1 400 万美元(含利息)赔偿了侧袋份额的投资人并另外遭受 5 年的禁令。<sup>①</sup>

**案例二:** 2010 年 10 月,美国证券交易委员会指控 2 家对冲基金管理人滥用侧袋机制并刻意夸大其估值从而揽收相关的管理费。根据指控,该两名基金经理把相关资产拨入侧袋后,其估值方式跟基金估值政策和一份没被公开的内部评估相违,美国证券交易委员会质疑管理人在把资产拨入侧袋最少 3 个月内,夸大侧袋内的可转换公司债、限制性股票、过桥贷款等的估值从而多收取管理费并不合理,欺诈了投资者。<sup>②</sup>

---

<sup>①</sup> <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-54.htm>。

<sup>②</sup> <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-199.htm>。