

# 关于基金公司应用“侧袋账户”结算机制的初步研究

招商基金课题组

(成员: 赵生章、李扬、庄永宙、詹晓波、宋宇彬、凌小威、卞文瑶)

(招商基金管理有限公司, 广东 深圳 518040)

**摘要:** “侧袋账户”是国外对冲基金和共同基金在基金管理过程中采用的一种特殊估值、结算技术, 旨在更好地评估流动性不足资产的价值, 公平地对待不同时期持有人的利益。目前, 国内部分基金公司的专户业务已有类似的实践, 且采用只开放退出(赎回)业务、关闭参与(申购)业务的方式进行。由于目前“侧袋账户”结算机制在国内刚开始应用, 我们认为尽快建立一套行业性的管理规范至为重要。另外, 从实践的角度出发, 本文提出了完善专户产品应用“侧袋账户”结算的建议, 并对公募基金实施“侧袋账户”结算进行了初步探讨。

**关键词:** 侧袋账户, 专户业务, 结算

**Abstract:** A “Side Pocket” is a structural accounting tool used by managers overseas when managing hedge funds and mutual funds. Now, this tool has been adopted by some Chinese fund companies on their portfolios. From the practical perspective, this article puts forward the suggestion of improving “Side Pocket” implementation on the specialized client managed accounts and the tentative discussion of the “Side Pockets” usage on mutual funds.

**Key Words:** Side Pocket; the segregated accounts businesses of fund companied; Settlement

**作者简介:** 赵生章, 经济学博士, 现任招商基金副总经理。李扬, 经济学硕士, 现任招商基金基金核算部总监。卞文瑶, 商科硕士, 现任招商基金基金核算部业务经理。庄永宙、詹晓波、宋宇彬、凌小威, 现均任职于招商基金管理有限公司。

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

“侧袋账户”(Side Pocket)是国外对冲基金和共同基金在基金管理过程中采用的一种特殊的估值、结算技术, 其目的是为了更好的评估流动性不足资产的价值, 公平地对待不同时期持有人的利益。

## “侧袋账户”和国外的实践

### 一、“侧袋账户”的基本概念

“侧袋账户”结算, 是指当基金组合中持有包括房产(Real estate)、交易量较低的股票(Securities that currently have low trading volume)、文物(Antiques)、担

保债务凭证(CDO, Collateralized Debt Obligation)、私募股权(Private Equity)等一项或几项流动性缺失的资产(Illiquid assets),无法采用适当的估值技术对这些资产进行估值或及时变现,而将这部分资产独立于主要投资组合,在另一个账户中存放、运作和核算。这个账户被称为“侧袋账户”,原投资组合剩余资产的存放账户称为“主袋账户”。

“侧袋账户”机制实施后,当投资者在退出(赎回)基金时,将得到“主袋账户”资产对应的退出(赎回)资金,“侧袋账户”资产对应的退出(赎回)资金被锁定;当“侧袋账户”中的资产交易活跃并变现后,再收到其余的退出(赎回)资金。

## 二、国外的实践

“侧袋账户”的使用起源于上世纪90年代末。当时,因为对冲基金的迅速发展,投资经理的投资标的范围从传统的股票扩大至流动性相对较小的房产、私募股权。这类资产的特点是不能迅速地在交易所或场外交易中出售,并且对于它们的潜在市场价值难以进行定期的定价。按照传统的基金申购、赎回模式,基金经理在现金流不足的情况下将优先变现流动性好的资产以应付投资者的赎回,未赎回的投资者则需承受错失流动性好的资产可能带来的收益以及因持有上述资产所可能带来损失的双重影响。为了保护投资者利益,基金公司采用了“侧袋账户”结算机制来应对上述情况的发生。

在海外现有的“侧袋账户”结算机制中,一个投资组合中,可存在多个“侧袋账户”。每个“侧袋账户”包含一项资产并独立于“主袋账户”运作和估值。当此项资产可以变现或基金经理决定此项资产具有流动性时,“侧袋账户”将被撤销,其中资产将重回投资组合中。“主袋账户”对新、旧投资者开放正常申购、赎回。新投资者仅享有“主袋账户”所带来的权益;旧投资者不仅享有“主袋账户”所带来的权益,而且在“侧袋资产”具有流动性后,享有其带来的权益。

在“侧袋账户”运用较为广泛的美国,证监会(SEC)资产管理部门为监管“侧袋账户”的主体。其监管范围包括:是否对资产移入“侧袋账户”进行滥用;对“侧袋账户”中资产估值是否公允和信息披露是否完全等。在此情况下,资产管理者协会(Asset Managers' Committee)在向总统金融市场工作小组(President's Working Group on Financial Markets)的议案中<sup>1</sup>提出基金经理在将资产移入“侧袋账户”中,需考虑以下的一些要素:资产移入“侧袋账户”的合理性,“侧袋资产”和“主袋资

产”管理的一致性和估值委员会的批准实施等；并以此对对冲基金和共同基金使用“侧袋账户”的情况进行监管和处罚。

### 我国“侧袋账户”结算机制应用的初步尝试

目前，我国基金行业内已有少数公司的部分专户产品开始尝试采用“侧袋账户”结算机制进行结算。其中一家基金公司是因为其一只专户产品在开放期持有非公开发行并处于流通受限期的股票，另一家基金公司是因为其专户产品持有较大比重的因重大资产重组事项停牌的股票。在上述两种情况下，使用常规的估值结算不仅不能准确地评估所持资产的价值，而且因为流动性的问题，资产无法及时变现以应付投资者的退出(赎回)，必须对其“另袋”处理。

该结算方式首先在专户资产领域中进行尝试与以下几个因素密切相关：(1)从产品特性来看，在相关规定中，对专户资产的规模、持有人数量、相关投资比例的要求，使得专户资产更易出现因持有投资品种流通受限而产生的估值、结算困扰；(2)从持有人利益来看，专户资产投资人单笔投资金额相对较高、户数相对较少，当出现客户较大规模的退出且较难采用适当的估值技术对流通受限的证券进行估值时，在任何估值技术选择上的差别，将对持有、退出客户产生较大影响；(3)从合规角度来看，因相关资产管理合同的规范性文件中对该结算方式尚无明确约定，在实施过程中取得监管机构、客户、托管机构、代销机构以及律师事务所、会计师事务所的一致性意见显得尤为重要，专户资产客户、代销机构数量相对较少，使得沟通效率较高，比较容易达成一致性意见；(4)从系统与运营角度来看，因涉及的专户客户数量相对有限，在系统支持与运行保障方面，比较容易保障该结算方式的平稳运行。

因此，我们认为，“侧袋账户”结算机制在专户领域的采用，具有良好的实践意义，有利于保护基金持有人的利益，并能从会计核算上严谨、公平地对待不同阶段参与基金产品的投资者，是对基金行业现有估值技术的提升和完善。

但目前，业内实践仅限于在专户产品的结算中采用，并且在客户参与(申购)与退出(赎回)的业务上，采用了只开放退出(赎回)业务、关闭参与(申购)业务的方式进行。但基于上述分析，我们认为在公平对待“侧袋结算”机制实施日持有人利益的基础上并同时兼顾新客户参与(申购)的投资需要，从运营流程、信息系统支持等方面来看，在“侧袋结算”机制实施后，同时开放“主袋资产”参与(申

购)、赎回(退出)业务是可行的。

## 规范“侧袋账户”结机制的建议

由于目前“侧袋账户”结机制在国内刚开始应用,我们认为尽快建立一套行业性的管理规范至为重要。从实践的角度来看,不仅专户管理资产需要“侧袋账户”结来完善现有的估值、结体系,公募基金的估值也具有同样的需求;而且在现有的技术条件下,通过进一步提升专户产品“侧袋账户”的结技术,可以更好地服务投资者,提高基金行业的管理水平。

### 一、完善专户产品“侧袋账户”结的建议

在“侧袋账户结”机制实施中,“侧袋账户”中可包含一只或多只证券,并且“侧袋账户”的建立以剥离流通受限证券的时间点为基准进行,原则上根据不同时间点可建立多个“侧袋账户”。对于“侧袋结”机制实施后的新参与客户的参与(申购)、退出(赎回)业务参照常规专户开放期业务在“主袋账户”进行。对于“侧袋结”机制实施期间的原持有人在“侧袋结”机制实施日持有份额的退出(赎回)业务按“侧袋结”方式进行。当“侧袋资产”部分(全部)变现后,对于“侧袋结”期间退出(赎回)的原客户按相应金额进行支付。对于未退出(赎回)的原客户,在与该类客户沟通并采用有效方式确认后,将其对应的“侧袋资产”部分,以“侧袋资产”部分(全部)变现日的“主袋资产份额净值”为计算基础,来增加该类客户的“主袋资产”份额,并注销该类客户“侧袋资产”的相应份额,同时向“主袋账户”移入剩余的“侧袋资产”。

该方案与目前国内“侧袋结”机制实施方案的区别在于:(1)投资者在开放期可以进行“主袋资产”的参与(申购)业务;(2)在“侧袋”结期结束后,对原未退出(赎回)持有人对应的“侧袋账户”中的剩余资产,以增加“主袋资产份额”的方式进行处理。

在会计核算方面,“侧袋结”机制实施日后,对于新参与客户的“主袋资产”参与(申购)、退出(赎回)业务与原持有人新增的“主袋资产”参与(申购)以及该类份额的退出(赎回)业务与常规专户的开放期会计核算业务相同。对于“侧袋结”机制实施期间的原持有人在“侧袋结”机制实施日持有份额的退出(赎回)业务按“侧袋结”方式进行资金支付与会计核算。待“侧袋资产”部分(全部)变现后,对“侧袋结”机制实施期间的原持有人的退出(赎回)进行款项支付与帐务核算。

最后，对于在“侧袋结算”机制实施日未赎回的客户，在完成该类客户所对应的“侧袋资产”部分对应的“主袋资产”份额重新计算、确认后，在“主袋账户”对于该部分份额以及移入资产等进行相应核算。

在注册登记方面，“主袋账户”和“侧袋账户”实行份额分开管理，并以不同的产品代码进行标识。对于出现多个“侧袋账户”的情形，则需建立多个产品代码。“侧袋账户”的份额复制“主袋账户”持有人信息及份额，对于存在多个“侧袋账户”，则需进行多次复制操作，每次复制均以当时的“主袋账户”为基础。投资者在“侧袋账户”实施期间参与、退出(申购赎回)均按“主袋账户”份额净值进行确认，退出(赎回)客户当期收到按“主袋账户”净值计算并扣除业绩报酬(如有)后的确认金额，如其份额持有期间发生过“侧袋账户”资产的剥离，则享有“侧袋账户”资产的权益，此部分权益待所属“侧袋账户”资产变现后，按其占“侧袋账户”份额的比例在扣除业绩报酬(如有)后支付变现金额。对于未退出(赎回)的客户将通过以“侧袋资产”部分(全部)变现日的“主袋资产份额净值”为计算基础来增加“主袋账户”份额的方式处理，且该类份额的持有时间与初始份额持有时间相等。在上述处理中，如存在可进行业绩报酬计提的情形，将分“主袋资产”、“侧袋资产”分别计提。在专户合同到期时，如仍存在“主袋账户”、“侧袋账户”的情况，清盘资金需根据“侧袋资产”变现进度进行多次支付，直到所有“侧袋资产”变现完毕。

在系统支持方面，重点从以下两个角度进行考虑。首先是注册登记系统对于“侧袋结算”业务中涉及“主袋账户”、“侧袋账户”份额确认等相关功能以及对于在单一“侧袋资产”持有多个证券分次变现并支付以及多个“侧袋资产”的单一或多个证券变现并支付时，在业绩报酬计提等相关功能的支持；其次是向客户进行与“侧袋结算”机制实施相关的服务信息展示、推送的支持。

综上所述，我们认为在“侧袋账户”结算期间开放“主袋账户”参与(申购)在运营处理与技术支持方面是可行的，并能有效满足新客户参与(申购)的需要，更好地为投资者服务。

## **二、公募基金实施“侧袋账户”结算的初步建议**

公募基金在“侧袋结算”处理方面可以参照上述方案进行，但需关注以下四个方面的情况：(1)在持有人利益方面，管理人需制定完整的“侧袋结算”机制启

动流程。在启动时，及时向监管机构报备，并与相关会计师事务所、律师事务所、代销机构、托管机构从公平对待各类持有人利益的角度出发，在综合考虑与评估对各方的影响后，审慎采用。另外，由于公募基金持有人数量较多，对于在“侧袋结算”机制实施日未赎回的持有人是否接受在“侧袋资产”部分(全部)变现后，以增加“主袋资产”份额的方式处理该部分“侧袋资产”方案的沟通、确认成本较大，建议在契约或招募说明书中进行事先约定。(2)在系统支持方面，因公募基金普遍代销机构较多，在进行“侧袋账户”业务处理时，需代销机构新增基金代码和相应的参数设置，否则无法接受本方案下发的数据。所以，需充分考虑代销机构对本方案的认同和信息系统的支持，建议事先在代销协议中进行约定。(3)在运营支持方面，由于公募基金持有人数量远高于专户产品持有人，需要对注册登记系统以及资金多次划拨的准确性方面给予更高的关注。(4)在信息披露方面，对于已管理基金，因国内目前尚未有类似处理，仅限于专户领域，且在基金合同等文件中无相关内容说明。在实施前，建议管理人向投资者做好“侧袋结算”机制的充分解释工作以及对“侧袋账户”资产的各类公司行为事项的及时跟踪、披露工作。对于新增管理基金，建议在信息披露的相关文件中增加对“侧袋结算”相关业务的表述内容。(5)在其它方面，管理人与托管人还需根据“侧袋结算”发生的场景，酌情考虑对“侧袋资产”的相关费用的计提范围、计提标准与计算规则。

注释：

1. The Asset Managers' Committee, *REPORT OF THE ASSET MANAGERS' COMMITTEE TO THE PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS*, January 15, 2009.