

文章

鉴于COVID-19大流行，担心出现赎回潮的基金可实行的资产净值暂停和门控以及其他可选方案

作者：Ben Hobden 合伙人 | Sarah McLennan 律师

COVID-19对市场 and 全球经济产生了广泛的影响，企业疲于应对由此带来的冲击。资产价值的下降可能会降低基金的整体价值。投资者可能会设法赎回其投资，因为他们需要履行自己的财务承诺并且/或者他们对基金的信心可能降低。这会导致基金无法以惯常的方式满足赎回要求而同时仍然维持基金的价值。本文讨论了面临赎回潮的基金可以采用的一些方案。

背景

对冲基金是集体投资工具，从投资者那里汇集资金，根据一种或多种特定的投资策略进行投资。大多数对冲基金都有两层或三层结构（支线基金和主基金），该工具主要在开曼群岛或英属维尔京群岛设立（有时含有在岸支线基金）。投资者通过支线基金注入资金，支线基金再将资金注入主基金。

当市场崩溃（如2008年）或遭受损失时，投资者可能出于各种原因设法赎回其股份，这些原因包括：履行自己的财务承诺，削减亏损，在其他地方投资以及更改投资策略。这可能给基金带来巨大压力，因为基金在遇到大量赎回要求时会难以维持其价值。如果投资者赎回了基金但未获得付款，那么作为债权人，他们的地位将高于其他投资者，因而该基金可能面临清盘的危险。

在开曼群岛注册成立的基金公司有多种可选方案。首先要注意的是，公司的章程会规定允许其赎回股份的依据，并且该程序存在法定时效。本文并非是针对每个特定程序的详尽指南，每个公司都必须审查其章程文件并应用法定的规则。在基金面临大量赎回要求时，无论情况如何，都应寻求紧急法律咨询。我们在这里列出了面临大量赎回请求的基金惯常采用的一些方案。

限制或暂停赎回及实行门控

对于需要处理大量赎回要求的基金，一种通常被视为极端的方案是暂停计算该基金的资产净值。这可有效地暂停赎回，因为在资产净值被计算出来之前，无法计算出应付给赎回主的金额。同样，能否采用此方案取决于基金的章程文件。暂停计算资产净值存在着缺点。可以理解，这在投资者中非常不受欢迎。此外，这意味着在此期间不能接受新的认购，该基金的名誉可能因此受到损害。

另一种方案是实际上暂停支付赎回款项。这是另一个看似不受欢迎的情况（至少就投资者而言），但是当市场在2008年崩溃时，一些赎回权被暂停并等待情况好转后解除禁令的基金存活了下来。

许多基金还具有实行赎回门控的能力。这些门控可限制赎回的数量和/或时间。典型的门控把在特定赎回日期可赎回的金额限制为已发行股份总数的百分比或基金资产净值的百分比。实行门控可导致赎回激增，因为一旦实行了门控，就会在决定赎回的投资者中确立优先权。门控可促使投资者赎回，因为他们害怕排在最后。基金可暂停赎回或实行门控的程度和方式都在基金的章程文件中有所规定。

如果基金未能暂停资产净值、暂停赎回或实行门控，则基金会留在已赎回（但未获付款）的投资者手中。如果赎回已到期但未支付（假设基金根据其章程文件没有暂停赎回），则投资者就会成为该基金的债权人，可要求将该基金清算。

重组方案

基金可不用暂停赎回或实行门控，而是寻求重组其资产，为希望赎回的投资者提供替代解决方案，但不动摇基金的稳定或损害其他投资者的利益。侧袋账户和实物分派是常用的方案。

侧袋账户

侧袋账户通常用于区分流动资产和非流动资产。一旦设立了侧袋账户，并且一项投资进入了这个侧袋，只有该基金的现有投资者才有资格参股。基金是否有能力将特定资产放进侧袋账户取决于其章程。人们通常会期望董事们在这方面拥有酌处权，因为侧袋账户是一种有用的投资组合管理工具，可为投资者和基金经理提供可衡量的利益。

侧袋账户只是基金的一个单独的记账账户，用于隔离流动性差或难以估值的资产，目的是防止这些资产损害其他资产产生的收益。侧袋账户资产不受选择性赎回的限制。投资者在侧袋账户中的权益只有在构成侧袋账户的资产变现时才可赎回。侧袋账户为基金经理提供了灵活性，使其可隔离特定的投资，直到市场状况改善为止，以期资产能够以更好的价格变现。

侧袋账户产生问题的一个例子是 *FIA 杠杆基金诉消防员退休制度（开曼群岛上诉法院未报道，2013年2月）* 一案。在这一案例中，投资经理为了满足赎回要求，将该基金流动性很差的资产划分到一家新公司，并以实物分派的方式向其赎回债权人发行新公司的股票。经理辩称，根据基金章程，这是允许的。

赎回债权人以新成立公司的股份分派不合法，因此该基金仍欠债到期未还为由，试图清盘该基金。在此基础上，可向法院证明该基金是资不抵债的。赎回债权人获得了大法院的清盘令，开曼群岛上诉法院随后维持了该判决。上诉法院驳回了公司提出的论点（该论点认为设立侧袋账户和分派股份是一种有效的实物赎回），因为新公司的股份在赎回日还不是该基金的资产。在正确建构的章程中，为了使实物分派有效，基金必须已经拥有在赎回日以实物分派的资产。

该案例表明，当基金考虑其可选方案及其设立侧袋账户的能力时，就章程文件及时寻求法律意见是非常重要的。

实物分派

有些基金的章程不允许其设立侧袋账户，但还有其他方案可选。

“实物赎回”允许基金以实物（例如股份）而不是现金进行分派。例如，如果某个基金持有特定资产的股份，则该基金可以将其中的一些股份转让给投资者，而不是出售股份和分派收益。开曼群岛法院维持了基金根据其章程细则和招股书的规定进行实物分派的权力。

结论

读者会注意到，有各种各样的工具来应对即将到来的赎回潮，而且，公司的章程以及对这些章程文件的解释是关键。因此，尽早寻求法律咨询至关重要。通常可能需要法律咨询的事宜有重组方案、战略拟定、董事会会议（及其纪要的重要性）、有关董事辞职的问题，可能还有公司破产清算以及是否可以临时清算。董事可能希望就履行其职责寻求独立的法律意见。如果发生赎回潮，提前制定有效的策略对冲基金的生存至关重要。

作者：

Ben Hobden

合伙人

ben.hobden@conyers.com

+1 345 814 7366

Sarah McLennan

律师

sarah.mclennan@conyers.com

+1 345 814 7882

本文无意替代法律建议或法律意见。它仅涉及宽泛的概念，旨在仅提供简要概述并提供一般信息。

欲获得更多信息，请联系：media@conyers.com