

1、介绍

1.1 如何阅读另类投资准则

本文中，另类投资准则始终采用一致的格式，以蓝色阴影框显示。在阴影框内，对文字的排版加以区分，以体现以下各项内容：

- 准则（**粗体字**）
- 补充指导与示例，旨在协助并举例说明如何实现合规（常规字体）
- 解释说明与评论（*斜体字*）
- 基金管理人或管理人是指签署本准则的另类投资管理人

举例说明

□ **本准则以粗体字显示**

- **构成本准则之组成部分的相关子条目清单以粗体字显示。**

准则指导方针（和关于其他有用指导方针的引述，例如行业协会或监管机构发布的材料）以及有关如何遵守本准则的示例均以常规字体显示。

为增强理解而提供的补充解释说明与评论以斜体字显示。

签约的基金管理人必须在遵守或解释制度基础上遵守本准则（粗体字）。指导方针和示例（常规字体与斜体）仅用于协助管理人遵守本准则。

1.2 本准则对具体各类管理活动的适用性

应该强调的是，本准则仅适用于基金管理人作为投资管理人时开展的与基金有关的管理活动。本准则不适用于其他活动，例如与独立账户或投资基金中的基金有关的管理活动，但本准则的部分内容（无论是否经过调整）可能适用于基金管理人开展上述其他活动。

若基金管理人为避免疑义，在其披露声明和网站内明确说明本准则适用的业务领域，我们对此无任何异议。

本准则的部分内容也可适用于资产管理行业的其他领域。如果其他领域的业界人士发现本准则的任何内容对其有用并希望视其情况予以采纳或调整，他们可自由采纳或调整，我们对此表示欢迎。

1.3. 基金与基金管理人

另类投资准则委员会 (SBAI) 认为，确保遵守本准则部分条款的权力掌握在基金或其管理机构而非管理人手中。例如，本准则第 [5] 条规定：“确保基金落实估值安排，致力于解决并减少与资产估值相关的利益冲突”，旨在要求基金管理机构采取措施，但此规定并不在管理人掌控范围之内。在此情况下，本准则相关条款应被解释为要求管理人尽力采取力所能及的措施，促使并鼓励基金管理机构符合本准则相关条款的规定。若管理人已经尽力，但管理机构仍拒绝遵守，则管理人应在披露声明中予以说明。

1.4 管理人自身营销资料中的披露

本准则载明若干规定，要求管理人在其“营销资料”内作出某些披露。由于管理人的营销资料通常包含极其简短的“预告资料”或“传单”等各种文件，因此，不应将本准则解释为需要在每个文件内包含相同的信息。相反，如果此类文件构成一个整体并涵盖在基金发售文件中，则此类文件应包含必要的披露信息。管理人应决定在相应的文件中提及所需的披露信息，确保投资人和潜在投资人获得合理必要的信息，以作出适当的知情投资决策，即，当本准则要求在管理人营销资料内予以披露时，若管理人在基金发售文件内作出该项披露，则符合此项要求。

1.5 遵守或解释

遵守本准则时应遵循遵守或解释制度，该制度的基础是披露。另类投资行业在规模、策略和管辖权方面各有不同，因此不适合采用一刀切的方法。遵守或解释制度的优点在于让所有管理人参与其中，并向投资人提供更多信息以据之作出投资决策。但这并非表示“解释”逊色于“遵守”。SBAI 鼓励管理人即便在遵守本准则之时也可提供解释说明，以便投资人更好地进行尽职调查。

A. 向投资人和交易对手的披露 [1]-[4]

向投资人作出适当披露有利于投资人做出有依据的投资决策。此外，交易对手需要充足的信息，以符合其风险评估和监管要求，做出有依据的放款决策。

与上述内容密切相关的是：

- 投资方针与相关风险：向投资人披露基金投资策略以及涉及的风险（本准则第 [1] 条）
- 商业方针：与商业条款披露相关；管理人同意依据该商业条款管理基金，且投资人将依据该商业条款进行基金投资（本准则第 [2] 条）
- 业绩衡量（本准则第 [3] 条）
- 交易对手披露，例如向主经纪商披露（本准则第 [4] 条）

投资方针与风险披露——准则与指导方针 [1]¹⁰

1.1 基金发售文件应包含基金投资方针/策略与相关风险的适度披露与解释。¹¹

SBAI 认为，在大多数情况下，此类披露应包含：

- 投资策略和技术的适当描述，以及在显著位置披露所涉风险（本准则第 [16]、[18]、[20] 和 [22] 条亦涉及风险披露）；
- 投资和投资工具（例如衍生品等）的相关描述；
- 投资限制或方针的详细描述，以及在出现任何违规行为时管理人将遵循的程序；
- 关于基金何时可使用杠杆的说明、此类杠杆的来源说明、限制使用杠杆的详细描述、以及管理人如何界定杠杆和/或净敞口水平的说明（如适用）

补充披露（不一定在发售文件内）可能包括：

- 在法律、法规允许的范围内，基金的目标回报率（如适用）；
- 基金的目标风险水平；
- 在法律、法规允许的范围内，基金策略的历史业绩记录（如适用）；

¹⁰ 在遵守这些准则时，管理人可参考特许金融分析师协会《资产管理人行为守则》——F 选项（披露）以及其他行业指导。

¹¹ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人。

- 有关投资过程的详细描述，包括内部审核与管理；
- 如有需要，披露同策略的管理规模。

1.2 营销资料应提及基金发售文件，并明确说明：投资人仅可依据基金发售文件制定投资决策。

一般认为，附带影像或其他简易格式的营销资料可能不包含对基金发售文件的交叉引述。

1.3 当执行重要的投资方针/策略变更时，若 (a) 未根据基金章程或发售文件取得投资人同意，或 (b) 未事先通知并予以投资人充裕的时间无偿赎回，则此类变更视为无效。

1.4 基金年度报告应声明：基金如何在相关期限内，根据其公布的投资方针进行投资。¹²

SBAI 认为，此类声明将从事实角度概述基金在此期限内如何进行投资。此类声明并非用于审查或确认基金投资方针的合规情况。

1.5 基金管理人应定期披露投资策略、公司业务与基金风险状况方面的重大发展（一般为每月或每季度）。

SBAI 认为，此类披露应为重大性质的披露，且与基金投资人相关，包括：

- 投资策略或过程（过去或预期）的变化；以及
- 与管理人业务或基金有关的事项，例如主要人员变动、新基金或被终止基金，或主要服务商的变动。

1.6 根据合理要求，管理人应向投资人披露 (a) 其卷入的任何重大诉讼以及 (b) 对其进行的任何重大的正式监管执法程序，除非根据适用法律或法规被限制披露，或任何政府或监管部门要求其不得披露，或根据其对第三方负有的保密义务而被限制披露。

- 就上述目的而言，SBAI 认为以下示例构成“正式”监管执法程序：例如在英国，根据《金融服务与市场法案 (FSMA)》第 168 条任命“特别”调查员或根据其第 169 条任命调查员协助境外监管机构；在美国，美国证监会执法处启动正式问询，或启动根据证监会 ADV 申请表（1A 部分）第 11 节或根据美国商品期货交易委员会 (CFTC) 规则 4.34(k)(1) 或 4.24(l)(1) 要求披露的任何行动（或英国或美国之外其他司法管辖区的同等程序，视情况而定）。

¹² 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

- SBAI 认为以下情况不构成“正式”监管执法程序：根据 FSMA 第 167 条任命“一般”调查员，或根据其第 165 条或第 165A 条索取信息用于专题审查或其他审查，或根据 FSMA 第 166 条发出要求提交报告的通知（或英国之外其他司法管辖区的同等程序）。
- SBAI 认为以下情况不构成“正式”监管执法程序：根据《投资顾问法案》第 204 条对一家美国投资顾问公司进行常规检查，或投资顾问公司接受美国证监会专项检查。
- 就本准则之目的而言，管理人认为轻率或无理提出的程序均不视作重大诉讼。

商业条款的披露——准则与指导方针 [2]¹³

2.1 关于特定基金权益所适用的商业条款，基金发售文件应在显著位置予以详细披露（应考虑潜在投资人的身份及成熟度）。¹⁴

SBAI 认为，在大多数情况下，此类披露应包含：

- 报酬及费用：
 - 业绩报酬的计算方法；
 - 基金管理人收取的、与其进行基金管理相关的任何其他薪酬详情（例如，当对冲基金是同一基金管理人管理的其他基金的支线基金时，则视为相关）；
 - 基础管理费的计算根据，以及基金应向管理人支付或补贴的任何性质的费用详情；
 - 在可能的限度内，向基金的其他服务商支付的定期报酬和/或计算方法；
 - 在所知的限度内，基金应支付的其他重大报酬、成本和收费的描述；
 - 应向服务商支付的报酬和费用可能会发生变化（如适用）。
- 终止权：
 - 详细说明基金在何种情形下有权终止对管理人的任命及此类终止权的条款（例如，与终止报酬相关）。
- 退出条款（适用于开放式基金）：
 - 投资人须发出赎回通知的期限；
 - 可撤销赎回请求的情形（例如，未经基金管理机构同意，则赎回请求不可撤销）；
 - 赎回罚金的详细情况（若相关，包括撤销赎回申请时所适用的费用或罚金）；
 - 详细说明投资人不能赎回其基金投资的“锁定期”，以及在任一赎回日可赎回规模的限制（即，赎回“门槛”）；及
 - 正常赎回机制不适用或暂停的情形，这包括（若有）：
 - 基金标的资产的流动性显著降低；及
 - 一个或多个基金交易对手（包括其主经纪商）的不景气导致场外交易合同价值的不确定性，或导致再抵押资产的获取/所有权的不确定性。

¹³ 根据全球投资业绩准则 (GIPS) 对报酬及成本的披露（第 F 部分）要求，基金管理人可以要求获得进一步指导。
www.gipsstandards.org

¹⁴ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人。

- 详细说明当正常赎回机制不适用或暂停时，基金管理机构可考虑的任何其他措施，

例如：

- 基金以及投资人层面的赎回门槛、锁定期、赎回暂停、撤销赎回请求的罚金（限于基金章程/发售文件未规定此类机制的情况）
- 侧袋账户
- 重组基金，以激励投资人接受或调换至流动性较低的另类股票类别产品（例如，以减少费用）
 - 无需取得股东同意即可变更赎回条款的情形（若相关）；
 - 当赎回暂停或受限时，是否考虑采取措施增强基金层面的流动性（例如，在确保投资人满足资格要求的条件下，促进基金股份/份额的转让）。

2.2 当基金应向管理人或管理人的相关方支付的报酬及费用发生变更，或基金管理机构认为投资人赎回权将对投资人构成重大不利影响时，若 (a) 未根据基金章程或发售文件中所载之股东表决/同意/批准条款，取得投资人同意，或 (b) 未事先通知并予以投资人充裕的时间无偿在变更生效日之前赎回投资，则此类变更/赎回权视为无效。¹⁵

2.3 基金管理人应当披露包含“重大条款”¹⁶的单边协议及此类条款的性质。基金管理人无需披露不包含重大条款的单边协议。

2.4 经要求，基金管理人应当披露

- (a) 基金管理人采用相同或相似的投资策略所管理的基金、账户或工具；
- (b) 此类其他基金、账户或工具可能对本基金投资人产生的任何重大不利影响；
- (c) 在相同或相似的 Error! Bookmark not defined. 投资策略下的总管理规模；
- (d) 投资策略中，员工或合伙人权益的总规模²⁰
- (e) 其采用相同或相似的投资策略进行管理的、仅供基金管理人之合作伙伴或员工（或其关联人士）投资的其他基金或账户，^{19, 21} 以及
- (f) 上述 (e) 项中此类基金及账户的规模。

基金管理人

请参阅下文，了解用于确定“相似性”的无约束力指导示例。

¹⁵ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人。

¹⁶ “有合理依据认为此类条款可能向投资者提供优于同类别股份或权益的其他持有人的待遇，从而增强了该投资者 (i) 赎回该类别股份或权益的能力，或 (ii) 决定是否赎回该类别股份或权益的能力，且在任一情形下，基于其赎回权的行使，可能导致处于相同状况的同类别股份或权益的持有人置于明显不利地位。”

(https://katten.com/files/19837_the_fsa_hedge_funds_and_side_letters.pdf)

2.5 基金应在审计报表中披露基金收取的报酬及费用（包括但不限于管理报酬或业绩报酬）。¹⁵
这包括当财务报表未在显著位置披露时，在年报中进行解释，以便于投资人将该报酬及费用与基金发售文件中所列明的此类报酬及费用进行比较

例如（1）基金财务报表中的类别和标题可以与基金发售文件相对应，方便比较。

（2）管理人也可以考虑披露比较总费用率/总回报率和净回报率的差别。

2.6 在设立基金时，基金管理人应当与基金的行政管理人沟通，确保事先就管理人的报酬（尤其是业绩报酬）之计算方法达成共识。此计算方法应在基金发售文件中精确描述。¹⁵

具体指导意见请参见 SBAI 网站工具箱关于平行基金利益冲突的指导备忘录。²²

确定“相似性”的无约束力指导示例

- 1) 基金经理/投资团队、委托内容（即股权、固定收入、宏观策略）以及策略或风格（市场中立策略、相对价值策略、趋势跟踪策略）都需相同。
- 2) 此外，“相似”基金或分开管理的账户在下列四个领域的重叠率达 80%（每条后面都有举例）：
 - a) **已交易资产类别**（即抵押、股权、贷款、外汇）——如果基金 100% 为股权，则其他基金/分套基金应至少有 80% 的股权方可归为相似类别。
 - b) **目标风险与回报率**——基金必须具备相似的风险回报率目标（用夏普指数或信息比率衡量）才能归为相似类别。因此，若基金的目标夏普指数为 1，则“相似”基金的目标夏普指数应介于 0.8 到 1.2 之间（+/-20% 范围内）。
 - c) **头寸的时间范围**——若基金的平均持有期为三个月，则相似基金的持有期需介于 2.4 至 3.6 个月之间（+/- 20% 范围内）。
 - d) **头寸平均流动性**——若基金的平均流动期为十天，则相似基金的平均流动期需介于 8 至 12 天（+/- 20% 范围内）。
- 3) 多策略基金的子策略分配重叠率应达到 80%，且子策略需大体相似（80%），如上述第 2 条所述。

¹⁸ 相似策略应解释为包括由基金管理人内部的投资管理团队或个人所管理的基金、账户或工具，且这些基金、账户或工具的全部或部分与基金进行平行交易。关键指标是，随着时间推移，出现大体相似的交易模式，而非交叉头寸（即基金自身的交叉头寸并不能定义相似性）。

¹⁹ 为避免疑义，本准则要求基金管理人披露其管理其他基金、账户或工具，但无需披露此类基金、账户或工具的具体信息。

²⁰ 为避免疑义，本准则要求披露各个策略中合作伙伴/员工投资总规模，但无需披露每一个合作伙伴/员工的投资详情。

²¹ 为避免疑义，若支线基金只能由合作伙伴或员工（或其关联人士）获取，且只能投资到外部投资人可通过不同支线进行投资的母基金中，则此类支线基金不属于本披露范围。

²² <https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2016/04/Toolbox-Memo-Case-Study-Conflicts-of-interest-between-parallel-funds-6-March-2020.pdf>

业绩衡量——准则与指导方针 [3]

准确一致的投资业绩报告有助于投资人的投资判断，帮助他们在不同的管理人之间进行比较。

3.1 如果基金管理人认为基金具有重大且难以估值的资产敞口，则其应在基金业绩披露内容中提及可能实质性影响到业绩计算稳健性的任何因素。如果基金发售文件内包含有关基金业绩的引述，则应包含类似的引述。²³

此类因素可能还包括：

- 管理人认为难以估值的资产占比；
- 难以估值的资产所采用的估值方法；以及
- 侧袋账户的使用。

全球投资业绩准则 (GIPS) 是一种标准化的业绩展示方法，可向客户和潜在客户展示。SBAI 欢迎 GIPS 审查其现有原则是否适用于另类投资基金。

向放款人/主经纪商/交易商的披露——准则与指导方针 [4]

4.1 在获得管理人同意的情况下，基金应尽可能让基金行政管理人及时向交易对手们提供事先约定的报告。

²³ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

B. 估值 [5]-[8]

虽然估值结果通常用一个数值表示，但我们应当意识到，这个数值仅表示估值过程得到的一系列潜在结果。因此，投资人需要了解估值过程，相信该过程的广泛性和稳健性。就此而言，以下几部分内容对于估值过程尤为重要：

- 各职能的分离
- 难以估值资产的估值方法
- 投资人披露

具体指导意见请参考 SBAI 工具箱另类信用²⁴ 和保险联系策略的备忘录²⁵

各职能的分离——管理准则与指导方针 [5]

5.1 通过安排并落实有效的估值团队，解决并减少在资产估值过程中可能出现的利益冲突。²⁶

SBAI 认为，为实现上述目标，最令人满意的方法是委任一家独立且胜任的第三方估值服务商。²⁶

但 SBAI 承认，事实上，委任一家第三方估值服务商有时并无法同时实现独立性和所需的能力水平，在此情况下，将不可避免地需要基金管理人或多或少地介入资产估值过程。

5.2 当基金管理人决定基金资产价值（无论是进行内部估值或向估值服务商提供最终价格）时，基金管理人应行使与基金管理职能相分离的估值职能，且基金管理人应向投资人说明其估值方法。如果规模较小或处于起步阶段的管理人认为此种做法不切实际，则应在其营销资料内对此予以披露。此点亦应在基金发售文件内予以披露。²³

按照设想，这将需要：

- 确保相关员工独立于基金管理团队工作，并最大程度减少利益冲突；
- 确保估值团队的薪酬与基金业绩无直接关联；
- 在基金管理团队具备必要技能与知识的情况下，确保基金管理团队提供的与估值过程有关的信息都适当地形成文件并予以记录；以及
- 协助基金管理机构，定期证实内部估值过程得到妥善处理。

实现上述目的的方法包括：

- 确保估值人员定期向基金管理机构提供估值过程报告；
- 成立指定的“估值委员会”（其任何成员都不参与投资决策）；³³ 以及
- 聘用合适的外部相关方评估现有估值程序的有效性和稳健性，并向基金管理机构（或其估值委员会）报告。

基金管理人也可以参考 SBAI 工具箱中另类信用²⁷ 和保险联系策略的备忘录²⁸ 以及包括国际证监会组织《集合投资计划的估值原则》（2013）²⁹、《对冲基金基金估值原则》（11/2007）³⁰ 在内的行业标准制定和监管机构发布的文章。

²⁴<https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2020/05/SBAI-Alternative-Credit-Valuations-Memo-20-May-2020.pdf>

²⁵<https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2019/05/SBAI-Valuation-of-Insurance-Linked-Funds-7-May-2019.pdf>

²⁶ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

²⁷ <https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2020/05/SBAI-Alternative-Credit-Valuations-Memo-20-May-2020.pdf>

²⁸ <https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2019/05/SBAI-Valuation-of-Insurance-Linked-Funds-7-May-2019.pdf>

²⁹ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD413.pdf>

³⁰ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD240.pdf>

³³ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

估值中各职能的分离——披露准则与指导方针 [6]

6.1 应编制一份文件（“估值方针文件”），涵盖与基金估值过程、估值程序与控制措施相关的所有重要内容³³。基金管理人应与基金管理机构一起定期审核估值方针文件（在此承认其将包含基金管理人的专有信息），且经要求，应在保密基础上向投资人提供估值方针文件。

SBAI 认为，在大多数情况下，估值方针文件会描述：

- 估值过程各参与方的责任；
- 旨在确保有效管理利益冲突的现有过程与程序；
- 与负责估值过程或参与估值过程的第三方达成的任何服务水平协议的相关重要条款（不含此类服务水平协议的详细商业内容）；以及
- 现有的控制与监测过程，旨在确保第三方提供令人满意的估值外包服务。

6.2 当基金管理人参与估值过程时，基金管理人应在营销资料内披露基金管理团队实际或可能实质性参与估值过程的情况。在基金发售文件内亦应包括上述披露³⁴。之后，此类参与程度如有任何重大改变，应以管理人通讯等形式向投资人通报。

通过披露或说明以下信息可以满足上述要求：披露已经或预期将根据基金管理团队的输入信息进行估值的资产在基金资产中的占比估计值，或说明基金管理团队通常参与哪些组成部分的估值过程。

难以估值资产——管理[7]+[8]

难以估值资产——管理准则与指导方针[7]

7.1 基金管理人对难以估值资产进行内部估值或以其他方式向估值服务商提供最终报价时，应确保所采用的估值程序能够一致地确定此类资产的公允价值；应在估值方针文件中列明该程序。³⁵

SBAI 认为，在大多数情况下，该程序应包括：

- 基金基金中，各资产类型所用的定价数据来源及模型层级的详细情况（若相关）；
- 如果使用经纪商报价：
 - 尽合理的努力确定和借鉴多种（通常为 2 至 3 种）定价数据来源（若可用）；
 - □采用多种定价数据来源时，明确可接受的容差范围；以及处理“异常值”的方法；
 - □在各个估值点上使用相同的经纪商，保证一致性并避免“甄别”更有利的定价数据来源；及
 - □基金管理人安排经纪商提供价格（而不是行政管理人或其他第三方估值服务商）时，基金管理人应当指示经纪商将价格直接发送给行政管理人（或其他第三方估值服务商）；
- 若使用定价模型，应在估值方针文件中列明一项过程，用于³⁶：
 - □定价模型的审批，包括回溯测试、文件存档及基金管理机构或其估值委员会的审批；
 - 监测及核实观察到的市场价格；及
 - □管理涉及模型输入或结果的人工操作，包括审批、文件存档以及向基金管理机构或其估值委员会汇报。

7.2 如果使用侧袋账户，基金管理人应当确保已就可使用侧袋账户的情形咨询基金管理机构的意见并征得其同意。另外；³⁷

- 应在估值方针文件中描述适合侧袋账户的资产类型，同时应在基金发售文件中披露侧袋账户程序。

³⁴ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人。

³⁵ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人。

- 应在购买相关资产之时或邻近时间，或在相关资产成为难以估值资产之时或邻近时间执行

侧袋账户流程。进入侧袋账户之时，资产初始估值应为其成本³⁸、最新市场价格（适当时）或更低的数字或为零。

- 如果基金发售文件中披露了能被纳入侧袋账户的资产总额上限，则不得超过该上限。
- 侧袋账户中的资产管理报酬，如需收取，应当根据不超过成本（若为流动性资产，则最新市场价格）或公允价值较低者的原则进行计算。
- 业绩报酬应在侧袋账户的存续期间计提，并仅能在最终处置资产或存在可用的流动性市场价格时进行支付。

基金管理人也可以参考 SBAI 工具箱中另类信用³⁹和保险联系策略的备忘录⁴⁰以及其他行业协会和监管机构发布文章，以获得如何对难以估值资产进行估值的进一步指导。

难以估值资产——披露准则与指导方针[8]

- 8.1** 应通过通讯等方式，定期披露基金基金分别落入 ASC 820⁴³ 或 IFRS 7 规定的三个“层次”之任一层次的比例，或落入同等会计准则或公认定义中的比例（并且，在有意义且适用的情况下，在对基金投资于难以估值资产的特定组成部分进行估值时，使用内部定价模型或假设的程度）。
- 8.2** 基金基金在难以估值资产中的投资比例如有重大增长（由基金管理机构判断），应及时通过管理人通讯等方式向投资人披露。
- 8.3** 应当根据适用的会计准则，在基金经审计的年度财务报表中定期披露侧袋账户的价值。⁴⁴
- 8.4** 就与难以估值资产之估值相关的重大事项（例如，大量的定价数据来源不可得或经纪商报价的分散程度超出容差范围），执行内部估值的基金管理人应当与基金管理机构进行讨论。应向投资人披露此类与难以估值资产之估值相关的重大事项。²⁶

³⁶ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

³⁷ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

³⁸ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

³⁹ <https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2020/05/SBAI-Alternative-Credit-Valuations-Memo-20-May-2020.pdf>

⁴⁰ <https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2019/05/SBAI-Valuation-of-Insurance-Linked-Funds-7-May-2019.pdf>

⁴³ Formerly FAS 157

⁴⁴ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

C. 风险管理 [9]-[20]

风险管理是基金管理过程的重要方面。本节将讨论风险管理的以下内容：

- 风险框架 [9]-[10]
- 基金风险 [11]-[16]
- 运营风险 [17]-[18]
- 外包风险 [19]-[20]

风险框架——管理准则与指导方针 [9]

9.1 基金管理人应制定风险框架，规定风险管理活动的管理架构，并明确各自的汇报关系、职责与控制机制，确保风险保持在管理人风险承受范围之内。

风险承受范围有时亦被称作风险偏好，它反映了一家组织承担风险的意愿。相关组织的管理层须决定其愿意承担的各领域的风险水平，并采取措施相应地管理或缓解这些风险。因此，对风险管理人而言，偏好指基金、运营和外包风险。

9.2 框架应涵盖所有相关风险类别，包括基金、运营与外包风险。

风险框架——披露准则与指导方针[10]

10.1 基金管理人应当向基金管理机构解释风险管理方法（其风险框架）。应在基金发售文件中适当地解释此类风险框架。⁴⁵

下表概述了风险框架应当包含的不同风险类别。

风险类别概览

类别	描述	对谁造成风险	在本准则中的位置
基金风险	基金发生亏损的风险	投资人的直接风险，管理人的间接（名誉上的）风险	[11]-[16]
运营风险	可以导致财务损失的内部控制或系统崩溃的风险	管理人的直接风险，投资人的间接风险	[17]-[18]
外包风险	第三方未能交付服务的风险	管理人的直接风险，投资人的间接风险	[19]-[20]

⁴⁵ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人。

基金风险[11]-[16]

基金风险——管理准则与指导方针[11]

11.1 基金管理人应确保具有充分的风险管理过程和资源，且基金经理、交易员、风险管理人、高级职员及与基金管理相关的其他职员充分理解此类过程和资源。基金管理人也应当与基金管理机构讨论风险管理过程，尽其所能协助基金管理机构的成员理解此类过程。

11.2 可以通过分离风险监测职能与基金管理职能，解决风险监测过程中潜在的利益冲突。如果规模较小或处于起步阶段的基金管理人认为此种做法不切实际，则应在基金管理人的营销资料及基金发售文件中对此予以披露。⁴⁶

SBAI 认为，尽管风险监测职能与基金管理职能分离，基金经理通常会就基金的风险参数提供建议（例如，交易类型、风险等级及风险领域）。

11.3 应当向风险管理最终负责人或实体（例如管理人的首席投资官、首席执行官或管理委员会）提交风险监测报告。

11.4 基金管理人应当制定书面的风险方针文件，并将副本提交给基金管理机构。此类文件应列明基金管理人风险监测职能的职责及所采用的程序。

SBAI 认为，在大多数情况下，风险方针文件应包括：

- 个别子基金经理分配风险委托的指导方针，及风险限值的设置及变更；
- 风险报告、例外情况报告及上报程序的例行程序；
- 评审及检测风险测量框架的例行程序；
- 压力时期的风险监测及风险测量的指导方针；及
- 以清晰易懂的方式，向基金管理人内部的相关人员沟通上述信息的例行程序。

⁴⁶ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人。

流动性风险管理——准则与指导方针[12]

12.1 基金管理人应当制定流动性管理框架，其首要功能在于限制基金投资的流动性状态与基金债务不符的风险。

该框架可包括预测基金的流动性头寸及追踪流动性指标（例如，诸如“可用现金/风险价值”比率），帮助基金管理人评估基金流动性头寸相对于基金内在风险的发展趋势。

该框架的性质取决于资产类别及对冲基金的杠杆情况。

12.2 基金管理人应定期进行基金流动性头寸的压力测试和情景分析。

潜在压力事件包括：

- 因突然的严重市场震荡（例如：股价严重下跌）导致保证金追加；
- 与基金相关的特定市场细分领域流动性降低；
- 基金头寸的担保要求突然提高（为满足流动性需求，可供出售的资产随之减少）；
- 投资人赎回（按照基金的赎回方针）（若相关⁴⁷）；及
- 信用额度取消（按照基金及交易对手（如主经纪商）一致同意的通知期限）。

压力测试/情景分析应当考虑市场风险压力对基金流动性头寸的影响（请参见下文市场风险管理准则）。

普遍认为，在压力情形下，可能出现意料之外的相关关系。市场的快速变动（例如货币、商品或股权）曾在一定或全部程度上导致了一些基金面临突发的流动性挑战。

市场风险管理——准则与指导方针[13]

13.1 基金管理人应采取一定措施识别基金基金中的市场风险。基金管理人应依靠多种方法，克服单一措施的短板。

这些措施应包括：

- 波动性测量；
- 风险价值类型方法；
- 蒙特卡罗模拟⁴⁸；
- 压力测试/情景分析⁴⁹；
- 杠杆的影响；及
- 基金集中度指标。

⁴⁷ 仅与开放式对冲基金相关。

⁴⁸ 蒙特卡罗模拟：风险统计评估，基于不确定标的变量的随机示例生成大量“情景”。

⁴⁹ 压力测试模拟一项重大的市场变动（例如股价下跌 30%），衡量其对基金价值的影响。情景分析同时应用多种压力条件（例如，股价下跌 30%、利率的变化等）。

13.2 基金管理人应定期进行压力测试/情景分析，以评估极端市场事件对基金价值的影响。

传统风险指标（如波动性及风险价值）一般未对极端金融事件予以充分关注，因为有关此类事件的历史观察极为稀少。压力测试/情景分析考虑市场动荡时期不同资产类别之间日益增强的相互关联性，从而帮助管理人克服此项短板。⁵⁰

压力可包括股价下跌、利率曲线突然变动或汇率的急剧变化。情景分析将基于相关性的极端假设，同时结合市场中的多种“压力”（这种相关性在正常市场中可能不会发生）。

情景分析可包括历史上观察到的危机（例如，2000 年新经济泡沫的破灭或 2007 年的次贷危机）情景及新出现的（“虚构的”）情景，以将不断涌现的相关性和新风险，及其各自对基金的影响纳入考量。

基金管理人还应评估因不完美的对冲策略⁵¹导致的基准风险，并将随之产生的不确定性纳入其压力测试/情景分析方法中。

13.3 基金管理人应在风险测量方法（例如风险价值、压力测试/情景分析）中考虑压力情形下的估值敏感性。

在急剧市场波动时期，可能出现市场流动性远远低于通常观察结果的情形，因此难以按照观察到的市场价格交易头寸。在这些情形下，不仅难以计算基金的净资产价值，且在销售未完成的情形下，无法取得净资产价值。同时，举例而言，为了满足赎回请求或追加保证金的要求，基金管理人可能被迫抛仓。

风险测量框架应当考虑这一状况，例如，为构建模型，将估值折扣运用于在压力条件下可能必须被变现的头寸（请参见本准则第 [12] 条（流动性风险管理））。

13.4 作为控制及风险管理过程的一部分，基金管理人应当将市场风险分析的结论（压力测试或情境分析等）转化为及时的管理措施（例如：调整头寸）。

⁵⁰ 有时候也被称为“肥尾效应”，即，极端事件发生的可能性比理论设想的更大。

⁵¹ 例如，在即将到期时，期货的价格与基础工具的价格背离；市场越不成熟，投资策略可能越不完美。

交易对手信用风险管理——准则与指导方针[14]

14.1 基金管理人应制定代表基金建立交易关系的过程，包括信用状况评估及风险限值设置。

在建立此类交易关系时，基金管理人可以在相关且适当的情形下，考虑签署净额结算协议并进行适当担保。例如，部分基金可能同意与交易对手进行双向担保。

14.2 应定期监测基金交易对手的信用状况；若有需要，可调整风险限值。

控制过程——准则与指导方针[15]

15.1 基金管理人应追踪基金，确认其是否遵守所宣称的投资目标、投资方针/策略、投资及其他限制，并在违反投资方针/策略或任何限制或限值时采取适当的纠正措施。

为协助追踪基金，确认其是否遵守所宣称的投资目标、投资方针/策略、投资及其他限制，基金管理人应当认真考虑，从一开始便对整体基金及所有次基金（若适用）设置内部限值及子限值（每一基金均受限于基金管理人的首席执行官、首席投资官、管理委员会或类似机构的超越控制权）。这些限值可以包括一般性的投资限制（例如，合格资产类别、风险所处的地理位置）和各种类型的风险，例如市场风险、融资流动性风险、交易对手信用风险和其他相关风险因素（如集中度）（例如，与单一相关方、部门及难以估值资产相关）。

应提供风险报告，以便投资决策者能够每天查看基金的风险头寸（若合适，查看频率可更高），防止违反任何相关限值或限制。应立即将违反限值或限制的情况汇报至相关基金管理人、交易活动管理人及合规官，必要时，升级汇报给基金管理人的首席执行官、首席投资官、管理委员会或类似机构。应制定过程，用以决定何时及以何种方式向基金管理机构汇报此类违反情况（管理人应确保将保险相关的因素纳入考量范围。）

此过程旨在确保借助压力测试/情境分析的结果来减轻基金的风险（如有需要）。

基金风险——披露准则与指导方针[16]

16.1 基金管理人应在营销资料中披露并解释其投资及风险管理方法。此类披露和解释应当包含在基金发售文件中。⁵²除本准则第[1]条所推荐的披露（*投资方针及风险披露*）之外，还应当披露风险框架摘要（过程及所采用的风险管理方法）。

⁵² 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人。

基金管理人也应认真考虑披露下列内容是否恰当：管理人所预期的特定风险参数的目标范围或平均值，以及如何处理短期背离目标范围的情形。基金管理人应该相应地向基金管理机构提出建议，包括：

- 回报波动性；
- 风险价值或类似的参数（例如，因压力事件导致的潜在损失）；
- 杠杆（根据管理人测量杠杆的方式）⁵³；及
- 可投资于不可流通证券⁵⁴的基金的比例限制（或其他流动性指标）。

16.2 基金管理人应保证，在管理层报告（与经审计的基金年度财务报表一并提交）中，对基金在相应期限的实际风险状况予以披露。

SBAI 认为，这可包括：

- 基金实际风险状况，适用时可使用风险指标，例如
 - 变现的回报波动性；
 - 风险价值指标（观察期间的实际值、平均值、幅度，并按照风险类型及市场等因素进行分解）；及
 - （若适用）杠杆（相应观察期间的高、低及平均值）；
- 基金投资于管理人认为难以估值资产的比例（有关难以估值资产的更详细披露要求，参见本准则的估值相关章节）；及
- 在相关期限内所使用的投资工具。

基金管理人应当认真考虑是否应通过适当媒介（例如通讯）向投资人更频繁（例如，按季度）地披露相关业绩及风险指标。

SBAI 承认，投资人可能会要求通讯披露的频率高于一年一次。但是，频率、要求披露的内容及精细程度应取决于基金策略。例如，追求高收益的策略所需的披露频率可能高于私募或不良债权策略。不同基金所使用的风险指标也可能存在实质性的差别。因此，SBAI 未曾尝试规范此领域。

⁵³有关杠杆措施的示例，参见附录 A。

⁵⁴ 流通证券：容易变现的证券，例如政府证券、股票、债券、票据、商业本票及通常在普遍认可的公开交易所交易的其他金融工具。

运营风险[17]+[18]

涵盖的领域：

- 人员与管理
- 交易与执行
- 欺诈与金融犯罪预防
- 灾难复原计划
- 模型风险
- IT 系统
- 法律及监管风险
- 个人账户交易

人员与管理——管理准则与指导方针[17a]

17a.1 在可能产生利益冲突的领域（估值、风险管理与合规），基金管理人应当明确区分这些活动与基金管理职能，另行设置渠道，用于向管理人的首席执行官、首席投资官或类似机构报告。如果规模较小或处于起步阶段的管理人认为此种做法不切实际，则应在其营销资料内对此予以披露。此潜在利益冲突亦应在基金发售文件内予以披露。⁵⁵

17a.2 不得为基金管理人的职工薪酬设置错误的奖励措施（例如，将估值团队的薪酬与基金业绩直接挂钩）。

17a.3 基金管理人应当确保已将运营程序的重大事项充分记录在案，且已对职工进行培训，这些重大事项包括合规程序、备份/灾难复原程序及客户保密等内容。基金管理人也应定期测试其合规程序，或聘请外部相关方审核其合规程序。

17a.4 应当委任一个或多个独立于管理人的第三方，负责托管基金财产。⁵⁶

–SBAI 承认，在母基金-支线基金的结构中，不适合委任第三方来托管支线基金的资产（通常，支线基金持有母基金的股份/权益及一些现金）。此时，应当对母基金及其资产托管安排进行适当的尽职调查。

–SBAI 承认，主经纪商可以对基金资产收取费用和/或设置担保权益，或者持有基金资产作为担保。

17a.5 应当委任一个独立于基金管理人的第三方，负责基金行政管理（包括计算资产净值及保管基金财务记录），确保职能分离，避免与基金行政管理服务的提供发生利益冲突。

⁵⁵ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人。

⁵⁶ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人。

– 然而，SBAI 承认，事实上，委任一家第三方服务商有时并无法同时实现独立性和所需的能力水平及服务水平。

□ 在此情况下，管理人应确保：负责计算资产净值及保管财务记录的内部职能部门与负责基金管理交易的部门相分离。此类职能部门应配备适当的资源，安排具有适当专业技能的职员履行职责，且应向公司的最高管理者报告。

□ 独立审计师每年对负责计算资产净值及保管财务记录的内部职能部门进行审计。

与估值过程和相关的事项将另行说明，请参见本准则第 5 及第 6 条。

与第三方服务商的尽职调查相关的事项也将另行说明，请参见本准则第 19 条。

17a.6 应披露这些安排的性质、结构及管理。

与第三方服务商（譬如行政管理人）相关的事项也将另行说明，请参见本准则第 20 条。

运营风险——交易及执行 准则与指导方针[17b]

17b.1 为防止交易及执行失败，基金管理人应制定有效的交易及交易对手程序。

此类程序应包括以下方面：

- 与交易对手签署主协议；
- 就明确的终止条款及担保方针达成一致；
- 追踪与交易对手签订的任何协议中重要条款的变更；及
- 稳健的交易确认及对账过程，包括：
 - 后勤及中间部门具备充分的交易量处理能力
 - 每日确认交易及头寸；
 - 使用电子匹配及确认系统（取决于管理人的规模——较小及交易量较低的管理人可能更依赖于人工处理）；
 - 及时核查复杂的场外交易及借贷；及
 - 监测持有多头及空头股本衍生品工具的公司行为事件（例如表决、股份分割、分拆），并将这些事件应用于基金账户。

运营风险——防止欺诈及金融犯罪 准则与指导方针[17c]

17c.1 基金管理人应确信其理解交易所在市场的适用法律法规，并具备有效的体系及控制措施，以识别、评估、监测和管理基金管理人可能卷入的进一步金融犯罪风险。

适用于以下领域，例如：

- 反洗钱程序⁵⁷（尽管通常而言，基金的行政管理人将负责合规事宜）；以及
- 防止市场滥用行为的程序（请参见本准则第 23 条（防止市场滥用行为））

17c.2 基金管理人应委任一名独立于基金管理职能的合规官，负责监督与法规、市场与职业行为相关的所有合规事项。如果规模较小或处于起步阶段的管理人认为此种做法不切实际，则应在其基金发售文件内予以披露。⁵⁸ 合规官应定期向基金管理人的首席执行官或管理委员会或其他类似机构汇报。合规官应编制法规合规情况报告，并由基金管理人定期提交至基金管理机构。

17c.3 在管理人持有客户资金的情况下，基金管理人应制定严格的内部控制程序，防止滥用此类资金（例如，联名签署的方针）。

具体指导意见请参考 SBAI 工具箱现金管理和网络安全策略的备忘录⁵⁹

运营风险——灾难复原 准则与指导方针[17d]

17d.1 基金管理人应制定相应措施，确保即便在灾难情形下也能够向基金提供基金管理服务。容差程度应取得基金管理人执行委员会的同意，并在必要时告知基金管理机构。

根据基金管理人的业务规模，上述条款可包括：

- 接触重要相关方（例如最高管理者、主经纪商、行政管理人及监管者）的沟通计划；
- 应急方案（包括应对关键人员风险、灾难时备用的信息沟通设备及能力的替补计划）；
- 场外数据备份设备；
- 备用的办公室空间/基础设施（适用于大型基金管理人）；及
- 定期测试程序/过程。

57

⁵⁸ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人。⁵⁹ <https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2016/04/Toolbox-Memo-Cash-Handling-Cyber-Security-Final.pdf>

运营风险——模型风险 准则与指导方针[17e]

17e.1 作为运营风险管理程序的一部分，基金管理人应每年评估模型风险，或当事件和情形被认为对管理人业绩存在重大影响时，应采取适当的程序，确保识别出重大模型风险并尽可能减轻此类风险。

此类程序可包括：

- 在模型筛选程序中评估模型风险；
- 频繁审查模型，包括参数设置、校准、假设和数据完整性；
- 对假设进行压力测试；
- 管理层超越控制权的签核及文件记录（当模型生成不合理的结果，导致有必要进行人为干预时，需要使用超越控制权，但此类超越控制权应当谨慎管理）；
- 模型文件记录，用于规避关键人员风险；及
- 算法和源代码（备份）的安全。

具体指导意见请参考 SBAI 工具箱另类风险溢价回测备忘录。⁶⁰

运营风险——IT 安全 准则与指导方针[17f]

17f.1 基金管理人应确保系统及数据的安全性和完整性。

根据管理人的规模，这包括系统测试、场外 IT 及数据备份、灾难复原程序及对合同 IT 资源的监督。

运营风险——法律及监管风险 准则与指导方针[17g]

17g.1 基金管理人应当确保理解业务所在司法管辖区适用的当地商业行为规则及法规（包括不同司法管辖区间的监管授权通行机制之管理规则）。基金管理人也应当确保了解与所交易证券相关的法律法规（例如持股披露要求及外资所有权规则）。

运营风险——个人账户交易[17h]

17h.1 基金管理人应采用职员个人账户交易方针、确保职员知晓此方针、不时开展合规检查（例如，对比已获批的交易与经纪商报表）；不受监管的管理人应根据投资人要求提供此方针摘要。

⁶⁰ <https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2020/07/Toolbox-Memo-Backtesting-15-July-2020.pdf>

运营风险——交易分配方针 [17i]

17i.1 基金管理人应制定一项交易分配方针。

17i.2 管理人应在保密的基础上，应要求向投资人披露交易分配方针。

具体指导意见请参见 SBAI 网站工具箱关于平行基金利益冲突的指导备忘录。⁶¹

运营风险——应对利益冲突的安排措施 [17j]

17j.1 管理人应确保其制定内部安排措施，以管理并减少利益冲突，这些安排措施包括记录在案的合规方针和程序（例如利益冲突方针）。应定期记录利益冲突并报告给最高管理者（例如按月或按季度），或者，当需要最高管理者审批利益冲突时，需尽快上报。应向基金管理机构报告利益冲突（适用时）。

示例可包括但不限于：

- a) 交叉交易
- b) 在不同基金或账户之间公平地分配交易/机会
- c) 员工/合作伙伴基金
- d) 以递增费用依次投资于其他内部/外部基金的基金
- e) 不同基金/客户账户之间的内部资源分配
- f) 个人账户交易方针
- g) 费用分配
- h) 采用附属服务商
- i) 缺少独立估值
- j) 条款或费用差异
- k) 使用软美元/交易佣金
- l) 投资管理员工的其他商业利益
- m) 礼品或娱乐活动
- n) 赎回暂停和/或设置门槛

运营风险——披露准则与指导方针[18]

18.1 为了让投资人及债权人确信运营风险已得到圆满处理，基金管理人应当向进行尽职调查的投资人及债权人提供一份运营风险管理程序及控制措施概要。

其他披露可包括：

- 管理人的“软美元”方针或“交易佣金使用”方针及其做法。

⁶¹ <https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2016/04/Toolbox-Memo-Case-Study-Conflicts-of-interest-between-parallel-funds-6-March-2020.pdf>

外包风险 [19]+[20]

传统的另类投资行业基于分拆商业模式，管理人专注进行最擅长的业务，即，管理基金，而第三方则提供其他服务，例如行政管理、估值、托管与主经纪商服务。

所有这些服务对基金的成功都至关重要。因此，对投资人而言，确保妥善管理第三方服务商的筛选与监测过程，意义重大。

外包风险——管理 准则与指导方针 [19]

第三方服务通常基于对冲基金与服务提供方之间的合约。

19.1 在向基金管理机构推荐第三方服务商前，基金管理人应确保已对其进行细致的尽职调查。

这包括使用尽职调查问卷，或评估相应第三方服务商出具的独立报告会计师“控制报告”。⁶²

19.2 应定期审查第三方服务商。⁶³

估值与行政管理

19.3 在适当的情况下，应与相关服务商签署一项服务水平协议（“SLA”）（服务水平协议通常作为附件，附于基金与相关服务商签署的协议之后）。⁶⁴

服务水平协议通常会：

- 精确、详细地规定相关服务商将提供的服务以及完成服务的时间；
- 明确职责与责任，确保相关服务商代表投资人进行的所有行政管理或其他职能有序运行；以及
- 包含“关键绩效指标”，帮助基金管理人和基金管理机构衡量相关服务提供商是否实现了 SLA 规定的目标。

有关 SLA 内容的更多示例，请参见附件 B。

19.4 应以合约准则或其他约定准则为比照基础，对相关服务商提供的服务进行审查与监测。⁶⁵

⁶² ISAE 3402（国际）、SAE16（美国）和 AAF 01/06（英国）或其他标准项下的控制报告内包括一份独立服务审计师报告。

⁶³ 参见介绍第 1.3 章：基金与基金管理人

⁶⁴ 参见介绍第 1.3 章：基金与基金管理人

⁶⁵ 参见介绍第 1.3 章：基金与基金管理人

19.5 若管理人对此类服务质量存在任何重大担忧，应报告基金管理机构。

主经纪商

19.6 大型基金的基金管理人应认真考虑其是否适合委任多个主经纪商（特别要考虑融资和其他服务多样化的潜在好处）。

SBAI 意识到，在甄选主经纪商时需要考虑一系列条件，包括效率与运营风险。

对主经纪商进行尽职调查时，基金管理人应考虑潜在主经纪商的信用评级、再抵押方针及其是否有能力高效、准确地完成过程中的各项职能。

审计师

19.7 应聘请声誉良好的审计师审计基金财务报表。⁶⁶

外包风险——披露 准则与指导方针 [20]

20.1 基金管理人应在其尽职调查文件内或应要求，披露其主要第三方服务商的名称。

20.2 基金管理人应在其力所能及或允许的范围内，在尽职调查文件内或应要求，说明基金与主经纪商/放款人之间的出资承诺或融资安排。

20.3 如果基金管理人与第三方服务商签订的特殊商务条款导致潜在利益冲突，基金管理人应披露此类特殊商务条款的性质（例如内部经纪业务或回扣）。

20.4 在适用的范围内，基金管理人应在其尽职调查文件内或应要求，披露与第三方服务提供商有关的监测程序。

⁶⁶ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

D. 基金管理 [21]+[22]

基金管理人、其管理的基金与这些基金的投资人之间会产生潜在的利益冲突。为减少这些潜在冲突，需要适当的管理机制和监督。

因此，设立基金时需考虑的一个重要问题在于，使用何种机制来处理和遏制这些潜在利益冲突。在另类投资行业还处于襁褓阶段之时，该问题可能还未获得充分重视，这反映了管理人及人数相对较少的私人投资人之间的关系更为随意，或管理人自己即为主要投资人。因此，这些关系基本上都是基于当时的相互了解与信任。但随着行业的成长，投资人群体数量扩大，越来越多的机构投资者（保险公司、养老金、捐赠基金等）以及组合基金开始投资另类投资行业。SBAI 认为，由于投资人群体的变化，需要强化监督过程。

当然，并非所有另类投资都千篇一律，因此，特定情形下的做法可能需要反映投资人群体、基金规模与年限以及其他相关因素。亦须考虑法律架构，例如，公司结构基金所适用的管理机制将有别于有限责任合伙制或单位信托基金所适用的管理机制。这代表了可接受监管方式的“范围”。

SBAI 认为，多数情况下，优选模型的概念涉及设立一个基金管理机构，其中大多数成员是具有适当资质与经验的独立董事，能够就管理人的业绩表现与行为对其问责。但是，SBAI 认识到，在部分情况下，投资人群体的性质、部分司法管辖区内的市场惯例、基金的法律架构，以及个人是否有时间在基金管理机构中任职等因素，会合理地导致其采用其他替代性管理机制。

SBAI 认为，如果（出于任何原因）未采用上述优选模型，可以考虑是否在基金章程或发售文件内规定部分决策或措施（例如，报酬、投资策略等的重大改变），这些决策或措施须获得投资人同意（根据基金章程或发售文件所载之投资人表决/同意/批准条款，取得同意）之后方可执行，或是否应规定提供事先通知，并留出充裕时间，让便投资人在此类决策或措施生效日前赎回其投资（如适用）。

当然，SBAI 承认，无论采用何种管理方式，在实际操作中，投资人通常选择管理人进行投资，而非任命基金管理机构并委任其选择适当的管理人。

具体指导意见请参见 SBAI 网站工具箱关于基金董事会会议及流程标准化的指导备忘录。⁶⁷

基金管理 准则与指导方针 [21]

21.1 在设立基金之前，基金管理人应评估基金管理架构在“范围”（如上所述）内的位置。基于此类评估，管理人应积极寻求和确保自一开始就实施适当、稳健的基金管理架构，用于监督并处理潜在利益冲突。

在确定特定基金所适用的基金管理架构时，SBAI 认为管理人应考虑如下内容：

- 基金管理机构成员的相关技能与经验范围，以及基金管理机构能够充分监督基金管理人并对其问责的程度；以及
- 基金管理机构独立于基金管理人运作的程度。

⁶⁷ <https://www.sbai.org/wp-content/uploads/2016/04/Standardised-Board-Agenda-6-November-2019.pdf>

21.2 如果基金管理机构大多数成员并非独立于管理人运作，或者未设立基金管理机构，则只有在获得投资人同意（根据基金章程或发售文件所载之投资人表决/同意/批准条款，取得同意）之后（除非应法律或法规要求），或提供事先通知并予以投资人充裕的时间，在此类关键措施生效前赎回投资，以下关键措施方可视为生效，例如 (a) 基金应付给管理人的报酬及费用或投资人赎回权等发生任何重大不利变更；或 (b) 基金陈述的投资策略或法律架构发生重大变更。

就本准则的目的而言，若基金管理机构的成员是基金管理人或管理人集团任何成员的董事、员工、合伙人或高管，SBAI 则认为该成员并非独立成员，但以下情况除外：

SBAI 承认，在部分结构中，管理人集团的内部实体可作为其管理的特定基金的管理机构（例如，作为有限责任合伙制基金的普通合伙人）。若个人担任该实体的董事，且被视作独立于管理人，则就准则之目的而言，该个人仍可被视为独立个人。

21.3 基金管理机构成员应具有适当经验，应诚实守信，在保持适度独立性的基础上有效履行职责。⁶⁸

21.4 应在基金的整个生命周期内，监测基金管理机构的成员组成以及实施的管理过程，必要时进行调整，确保在基金及其投资人性质发生变化等情况下，其组成与管理过程始终有效且适宜。⁶⁹

⁶⁸ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

⁶⁹ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

21.5 基金管理机构应定期开会，且开会方式应保障基金预期的法律、监管和税务状态。会议应适当生成文件记录。⁷⁰

- 在正常情况下，SBAI 希望应至少每季度开一次会。

21.6 应认真考虑基金管理机构部分或全部采纳既定企业管理规范或其他董事指导的适宜程度。⁷² 基金管理机构应具备充足资源，遵守此类企业管理规范或董事指导。⁷¹ 这包括确保基金管理机构具备充足资源，遵守任何此类企业管理规范或董事指导。

虽然 SBAI 认识到管理人不能强制要求独立董事会采用良好的管理惯例原则，但管理人仍应发挥其影响力，鼓励采纳并遵守这些原则。当然，SBAI 也知晓，本准则不会推翻法律、技术、合约和税务的现实情况。

为了指导管理人考虑适合基金管理机构的企业管理规范或董事指导，SBAI 在下文选列了 AIC 和 AIMA 发布的企业管理规范和董事指导的重要原则。⁵⁹但是，SBAI 承认，并非所有原则均适用于所有类型的对冲基金：

- 应向基金投资人（通过基金发售文件）和董事会（在第一次召开的会议上）全面披露董事们的潜在利益冲突；
- 基金董事会应具有充分的集体知识、可用时间以及其他资格，理解基金投资方针和策略以及附带风险 (AIC 6)。集体知识所覆盖领域应包括投资管理、监管问题、会计、行政管理，以及对基金策略的技术性理解；
- 董事会应制定董事任职年限方针，并在基金发售文件和基金年报内予以披露 (AIC 4)；
- 董事薪酬应反映其职责及其所付出时间的价值 (AIC 8)；
- 应定期召开董事会当面会议，最好每季度召开一次。一般董事会会议议程可能包括审批账目、审查投资业绩、审查违反监管规定的行为，以及审查第三方服务商（例如行政管理人与主经纪商）的业绩，审查管理人的风险管理程序；

⁷⁰ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

⁷¹ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

⁷² 投资公司协会：《投资公司协会公司管理规范》，

<https://www.theaic.co.uk/sites/default/files/documents/AIC2019AICCodeofCorporateGovernanceFeb19.pdf>

- 应定期审查管理人遵守投资方针和投资限制的情况，审查并审批单边协议、合规性和估值职能以及业务连续性；
- 管理人、外部估值代理人和行政管理人须就业绩、认购和赎回，遵守投资方针与限制的情况，以及适用的反洗钱规定，定期向基金董事汇报（包括来自合规官和内部估值职能的直接报告）；
- 应提请基金董事意识到，董事个人有责任出具单边协议或酌情弃权声明，并确保其合法性（AIMA 6.9 和 6.11）；以及
- 董事应考虑，基金是否根据董事在基金中承担的职责，按责任比例购买董事与管理人员保险。

21.7 就行政管理人代表基金开展的各项活动之法律、法规（特别是反洗钱法律、法规）合规情况，基金行政管理人应定期向基金管理机构报告。⁷³

基金管理——披露 准则与指导方针[22]

22.1 应在基金发售文件内详细披露所实施的基金管理架构。⁷⁴

这包括如下内容：

- 每名董事的简历，列明与其履行基金管理机构成员职责有关的经历；
- 说明基金管理机构的每名成员是否独立于基金管理人；以及
- 基金管理机构同意遵守的企业管理规范或董事指导的详细情况。

22.2 如存在仅由管理人（或管理人关联实体）持有的股票类别，且股票类别的表决权会影响到基金任何层面的决策，应在基金发售文件内予以披露。⁷⁵

此股票类别通常被称作“创始人”或“管理层”股份；除其他规定权利外，该类股票还有权（排除任何其他股东）就董事任免和/或对冲基金与管理人之间投资管理协议的终止作出表决。

⁷³ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

⁷⁴ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

⁷⁵ 参见介绍部分，第 1.3 章：基金与基金管理人

E. 股东行为，包括积极行动主义行为 [23]-[28]

本节侧重于促进市场诚信与股东参与度的行为。本节涵盖如下内容：

- 预防市场滥用
- 代理表决
- 借股（表决）

预防市场滥用——管理 准则与指导方针 [23]

23.1 基金管理人应确保制定内部合规安排，用于识别、发现并预防违反市场滥用法律法规的行为。

较为稳健的做法包括：

- 一名不参与投资管理过程的专职合规官；
- 描述所有相关合规程序的书面合规文件；
- 合规官根据适用的监管要求（如相关），将所有合规事故记录在案；
- 为投资管理团队和其他人士提供培训/教育，确保其全面理解并遵守相关法律法规、合规程序以及内幕消息；
- 定期向基金管理机构提供合规报告；
- 寻求法律与监管指导，确保合规安排能够预防监管违规；以及
- 与监管部门建立开放关系。

下表举例说明有利于采纳良好惯例的程序。

旨在识别、发现和预防市场滥用行为的合规程序示例

滥用行为	程序
------	----

内幕交易	<ul style="list-style-type: none"> □ 如果员工认为自己得到了内幕消息，则应通知合规官。 □ 合规官确定该信息是否为重大、非公开信息。 □ 如果该信息为重大、非公开信息，则应将相关发行人的证券纳入限制清单（此时，不得交易此类股票）或灰色清单（表示保密的限制清单，防止此类信息在整个公司内部分享，进而可能导致职员对限制原因妄加揣测）。 □ 对于限制清单内的公司证券（股票、债券等），整个公司都不得交易（例如在订单管理系统内限制）。 □ 在可行情况下，使用防火墙，防止担任破产企业或陷入困境企业债权人委员会成员的个别基金经理（因此能够获取保密信息）进行该公司债券或股权交易（举例而言）。 □ 当非积极从事投资管理职能的员工知晓内幕消息时，应在单独的（非公开）记录簿内记录此类员工掌握该内幕消息的详细情况。 	
------	---	--

内幕消息的传播	<ul style="list-style-type: none"> □ 管理人应制定方针来限制重大非公开信息的传播，例如，管理人（通过倡导/提议企业重组）蓄意与一家公司开展合作。 	
在超出披露门槛时不披露持股情况	<ul style="list-style-type: none"> □ 管理人应以文件形式记录其与其他方（例如其他管理人）共同采用的安排措施，这些措施是“用于管理所述发行人的持久性通用方针”。 □ 在考虑所有参与各方共同持股比例的情况下，如果超出披露门槛，则应做相关披露。 	
预防市场操纵	<ul style="list-style-type: none"> □ 关于公开意向声明的公共关系方针，确保不给市场留下虚假或误导性印象。 	

预防市场滥用性为——披露 准则与指导方针 [24]

24.1 基金管理人应具备预防市场滥用行为的方针。不受监管的管理人应根据投资人要求提供此方针摘要。

潜在内幕消息示例

- 了解到另一家基金管理人有意从事积极行动主义行为（未被公开披露）。
- 管理人在担任一家破产重组企业债权人委员会成员时获得的内幕消息。
- 发行人尚未公开公布的、与即将进行的证券发售有关的信息。

代理表决——管理 准则与指导方针 [25]

25.1 基金管理人应制定一项代理表决方针，以便投资人评估管理人通常采取的代理表决措施。应按照被投资公司要求提供此方针摘要。

SBAI 认为，上述表决方针可能包含以下内容：

- 关于决定如何行使表决权的指导方针，包括表决责任以及解决潜在利益冲突的机制；
- 一项评审机制，用于评估哪些提议将被视为不符合对冲基金所投资公司的整体最大利益；
- 关于决定何时及如何与被投资公司的管理层或董事会和其他股东沟通的程序；及
- 关于决定是否参与其他相关投资人行动的程序，同时适当遵循预防滥用市场合规程序（请参见本准则第 [24] 条（*预防市场滥用*）的指导）。

普遍认为，主经纪商通常不承诺就公司事宜通知基金或其管理人。因此，代理表决方针可以指出：管理人遵循该方针的能力将取决于其是否知悉表决机会。

SBAI 承认，行使所有代理表决可能不构成管理人策略的一部分（如“黑盒子”交易⁷⁶），且管理人出于成本优化的考虑，可能采用一套系统化的方式，比如，从不表决（例外情形除外），而不是评估每一个代理表决的情况。在此类情形下，应根据遵守或解释制度，向投资人说明。

代理表决——披露 准则与指导方针 [26]

26.1 应要求，应向投资人提供基金管理人的代理表决方针。基金管理人亦应记录不遵守表决方针的情况，并相应报告给基金管理机构。

披露衍生品头寸[27]

差价合约 (“CFD”) 等衍生品帮助投资人取得股票的经济敞口。通过衍生品而非直接购买股票获得敞口的理由众多，包括市场准入、印花税和出资/杠杆⁷⁷。这些衍生品通常无需遵守与直接持有股票⁷⁸相同的披露要求（例如，在英国是根据 FSA 的披露和透明规则⁷⁹）。

⁷⁶黑盒子交易：计算机化、自动交易系统、基于专有算法自动形成买卖指令，经常进行大单交易。

⁷⁷购买股票时，投资人将支付所持股票的市场价值。对于衍生品，投资人的风险可能仅限于标的股票价值变化的风险，但除了提供保证金外，不需要在一开始提供足额的资金。

⁷⁸披露和透明规则，如，如果达到特定门槛，要求披露股份所有权。

⁷⁹NB：如果根据衍生品条款，基金可以要求实物交割标的证券，则有义务披露。

披露衍生品头寸

SBAI 同意，公司有权知晓其所有权人是谁，以及谁有能力轻松取得重要表决权。

但是，基金管理人（或其他任何特定的市场领域）自愿采纳增强的披露要求可能导致市场混乱，因为这些要求仅适用于基金管理人而非所有市场参与者。

借股表决 [28]

借股表决——管理 准则与指导方针 [28]

28.1 基金管理人不应为了表决而借股。

SBAI 承认，在特定情形下可能可以接受借股表决，比如，基金投资于股份（且交易已经结算），但股份尚未转至其名下。

附件 A：杠杆示例

“杠杆”是指当市场价格等风险因素发生变化时，基金的敏感程度。由于下列因素，使用或比较杠杆“数据”更为复杂：

- 杠杆没有统一的定义。现有定义涵盖了从以传统资产负债表定义的杠杆到基于风险定义的杠杆（后者加入了基础风险因素，例如风险价值），再到动态定义杠杆（见下表）；
- 传统“基于财务报表”的杠杆不是一项独立的风险来源，因此需要关于潜在风险因素的额外信息；
- 杠杆“数据”并不总是包含有意义的信息，需要认真考虑该数据。部分情况下，采用一项风险较低的交易可能增加部分杠杆定义，但同时减少另一些杠杆的定义。

因此，可能难以准确对比不同基金的杠杆。然而，在管理基金以及和投资人沟通的过程中，基金管理人应该确定一个有利的杠杆定义，并随时间变化追踪杠杆的变动。

传统“基于财务报表”的杠杆定义并非独立的风险指标，未能将资产负债表外的头寸（例如衍生品）纳入其中，这些头寸可能增加或减少杠杆。基于风险的杠杆定义试图将风险指标（例如市场风险）与基金吸收该风险的能力（例如基金的股权）相关联，以求克服传统指标的短板。动态杠杆定义方法发展更为成熟，其中涉及基金管理人在市场压力时期调整其风险头寸的能力。

杠杆定义举例：

定义方法	定义	评论
基于财务报表/资产 (传统型)	• 总资产/股权 • 总负债/股权	• 未将资产负债表内的对冲和资产负债表外的工具纳入其中
	• 净资产/股权 • 净负债/股权	• 将资产负债表内的对冲纳入其中（因此是“净”资产与“净”负债），但不包括资产负债表外的工具
基于风险	• 基金波动性/股权 • 风险价值/股权 • 压力损失/股权 • 其他亏损指标/股权	• 通常将所有对冲头寸（资产负债表内和表外）纳入其中 • 但不包括出现萧条时管理人采取的缓和措施

附件 B：服务水平协议 (SLA) 通常包含的职能示例

<p>资产净值 (NAV) 和股价的计算</p>	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> 发布 NAV 的时间（包括预测的资产净值） <input type="checkbox"/> NAV 签发的过程（角色和职责） <input type="checkbox"/> NAV 和其他报告要求 <input type="checkbox"/> 估值方针（特别涉及难以估值的工具和估算值的使用） <input type="checkbox"/> 确保头寸的存在及其完整性的过程（核对现金和头寸，交易确认等等） <input type="checkbox"/> 签发股价及对外公布 <input type="checkbox"/> 准备好应对错误的方针
<p>股东服务</p>	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> 申购/赎回和转让 <ul style="list-style-type: none"> o 准确接收符合基金募集说明书的投资人申购申请/赎回指令 o 及时向投资人提供申购记录/合同记录 o 按月核对托管/交易账户与申购/赎回账户之间进出的现金转移 o 在与当地监管要求和基金募集说明书一致的情况下，及时支付赎回款 <input type="checkbox"/> 终端投资人服务 <ul style="list-style-type: none"> o 及时提供包含持股、最新每股资产净值和持股市场价值的投资人报告 o 及时回应投资人/管理人的询问 o 及时准确地告知并处理公司行为 o 洗钱——确保制定反洗钱方针和程序，以满足或超出当地监管部门根据反洗钱 (AML) 法规提出的要求 o 实施符合司法管辖区和募集说明书要求的 AML/了解客户 (KYC) 的要求 o 监测并汇报可疑行为 <input type="checkbox"/> 监管备案文件 <ul style="list-style-type: none"> o 备齐并提交所需的法定/上市备案文件（与企业秘书事务一起） <input type="checkbox"/> 监测 <ul style="list-style-type: none"> o 《员工退休收入保障法案》 (ERISA) 以及其他投资人税务要求

交易处理	<input type="checkbox"/> 有能力进行证券和外汇交易 <input type="checkbox"/> 有能力处理公司行为 <input type="checkbox"/> 关于计提利息和收入的会计准则定义 <input type="checkbox"/> 包括业绩报酬在内的费用和支出 <input type="checkbox"/> 申购、赎回和转让——交易订单、订单确认、交易确认 <input type="checkbox"/> 现金管理——现金余额审查、现金动向 <input type="checkbox"/> 对账——何时进行以及对账的细节 <input type="checkbox"/> 月度托管报告——汇报内容，例如：结算的头寸、最新价格、市场价值
合规	<input type="checkbox"/> 价格控制 <input type="checkbox"/> 汇报错误和违规事项
会计和财务	<input type="checkbox"/> 使用的会计准则 <input type="checkbox"/> 备案或账户
企业秘书事务	<input type="checkbox"/> 保存所有法定账簿和记录 <input type="checkbox"/> 提供注册办公室设施 <input type="checkbox"/> 负责开立申购、持有、赎回、经纪账户，以及所需的交易账户和其他银行账户 <input type="checkbox"/> 准备年报，并组织年度股东大会和紧急股东大会 <input type="checkbox"/> 安排基金董事签署法律文件 <input type="checkbox"/> 向相关监管部门提交所需信息

附件 C：旨在识别、发现和预防市场滥用行为的合规程序示例

滥用行为	程序
内幕交易	<p>如果员工认为自己得到了内幕消息，则应通知合规官。</p> <p>合规官确定该信息是否为重大、非公开信息。</p> <p>如果该信息为重大、非公开信息，则应将相关发行人的证券纳入限制清单（此时，不得交易此类股票）或灰色清单（表示保密的限制清单，防止此类信息在整个公司内部分享，进而可能导致职员对限制原因妄加揣测）。</p> <p>对于限制清单内的公司证券（股票、债券等），整个公司都不得交易（例如在订单管理系统内限制）。</p> <p>在可行情况下，使用防火墙，例如用以防止担任破产企业或陷入困境企业债权人委员会成员的个别基金经理（因此能够获取保密信息）进行该公司债券或股权交易（举例而言）。</p> <p>当非积极从事投资管理职能的员工知晓内幕消息时，应在单独的（非公开）记录簿内记录此类员工掌握该内幕消息的详细情况。</p>
内幕消息的传播	<p>管理人应制定方针来限制重大非公开信息的传播，例如，管理人（通过倡导/提议企业重组）蓄意与一家公司开展合作。</p>
在超出披露门槛时不披露持股情况	<p><input type="checkbox"/> 管理人应以文件形式记录其与其他方（例如其他管理人）共同采用的安排措施，这些措施是“用于管理所述发行人的持久性通用方针”。</p> <p><input type="checkbox"/> 在考虑所有参与各方共同持股比例的情况下，如果超出披露门槛，则应做相关披露。</p>
预防市场操纵	<p>关于公开意向声明的公共关系方针，确保不给市场留下虚假或误导性印象。</p>

附件 D：确定“相似性”的无约束力指导示例

1)	<p>基金经理/投资团队、委托内容（即股权、固定收入、宏观策略）以及策略或风格（市场中立策略、相对价值策略、趋势跟踪策略）都需相同。</p>
----	--

2)	<p>此外，“相似”基金或分开管理的账户将在下述四个领域的重叠率达 80%（每条后面都有举例）：</p> <ul style="list-style-type: none"> a) 已交易资产类别（即抵押、股权、贷款、外汇）——如果基金 100% 为股权，则其他基金/分套基金应至少有 80% 的股权方可归为相似类别。 b) 目标风险与回报率——基金必须具备相似的风险回报率目标（用夏普指数或信息比率衡量）才能归为相似类别。因此，若基金的目标夏普指数为 1，则“相似”基金的目标夏普指数应介于 0.8 到 1.2 之间（+/-20% 范围内）。 c) 头寸的时间范围——若基金的平均持有期为三个月，则相似基金的持有期需介于 2.4 至 3.6 个月之间（+/- 20% 范围内）。 d) 头寸平均流动性——若基金的平均流动期为十天，则相似基金的平均流动期需介于 8 至 12 天（+/- 20% 范围内）。
3)	<p>多策略基金的子策略分配重叠率应达到 80%，且策略需大体相似（80%），如上述第 2 条所述。</p>