

新《基金法》关于公募基金放松管制规定的评析

何艳春* 郝金**

摘要:新《基金法》于2012年12月28日经十一届全国人大常委会第三十次会议审议通过,将于2013年6月1日起实施。新《基金法》坚持“放松管制、加强监管”的理念,对公募基金的相关规定作了大幅补充和完善;特别是在放松管制方面,通过降低基金管理人、基金托管人的市场准入门槛,适当扩大基金财产的投资范围,适度放宽基金关联交易、基金从业人员买卖证券的限制等相关规定,为公募基金的创新发展拓展了空间。本文结合相关制度修订的背景、主要内容和重要意义,就新规定的理解和适用进行初步探讨。

关键词:新基金法 放松管制 市场准入 投资运作

《证券投资基金法》(简称原基金法)于2003年10月审议通过,2004年6月1日起施行。原基金法制定时,我国基金市场正处于发展初期,证券

* 中国证监会法律部处长。

** 中国证监会法律部干部。

投资基金初具规模,各方对基金的运作和特点认识不深,监管的经验也不丰富。基金行业发展的主要问题是基金募集和投资运作不规范、投资者权益保护力度较弱。在当时的市场环境下,为规范证券投资基金运作,强化基金投资者权益保护,证券监管机构对新设立的证券投资基金往往采取了较为严格审慎的规制。原基金法在起草过程中,结合了当时基金行业发展的现状,并较多地吸收和借鉴了证券监管机构的实际管理经验,其立法指导思想是加强对基金业的监督管理,保护基金当事人的合法权益,促进基金业健康、规范发展,在基金管理公司的市场准入、基金投资运作、基金关联交易、从业人员规范等方面坚持了从严的取向,设定了较为严格的行政手段和监管限制。^[1] 总体来看,这种严格的管理体制适应了当时基金业发展的实际需要,对基金初创时期规范基金管理人及其从业人员的行为、维护基金投资者合法权益发挥了积极作用。

随着基金市场的快速发展和财富管理市场竞争的不断加剧,原基金法对于市场主体的行政管制和经营运作限制过严的弊端日益凸显。例如,公募基金的市场准入门槛过高,妨碍了更充分的市场竞争;基金业务范围限制过严,局限了服务领域的拓展空间;基金产品的行政审批管制过多,制约了市场活力的发挥;业务规范过于细致,抑制了市场创新和差异化竞争;基金投资范围较窄、关联交易限制过严,实际上不利于基金为广大居民创造价值,制约了基金管理人提供更多、更好的理财服务。此外,基金组织形式的单一和专业人士持股的限制,忽视了基金业以人力资本、智力资本为核心价值的特点,也影响了基金运作的灵活性。^[2]

原基金法自2009年启动修改,2012年12月28日经十一届全国人大常委会第三十次会议审议通过,新的《证券投资基金法》(简称新基金法)将于2013年6月1日起实施。从新基金法的规定来看,此次法

[1] 参见《关于〈中华人民共和国证券投资基金法(草案)〉的说明》,转引自全国人大常委会法工委编:《证券投资基金法释义》2003年版。

[2] “推动和保障财富管理行业健康发展的重要举措——中国证监会祝贺《证券投资基金法》修订通过”,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201212/t20121230_219905.htm,2012年12月30日访问。

律修订遵循“放松管制、加强监管”的原则,特别是在放松管制方面,通过在市场准入、投资范围、业务运作等方面的一系列制度安排,为公募基金大幅“松绑解缚”,将为提升公募基金的管理能力,拓宽其创新发展空间,打造竞争优势,注入新的活力和动力。

一、降低了市场准入门槛

(一)基金管理人组织形式的多元化

原基金法第12条第1款规定,“基金管理人由依法设立的基金管理公司担任”,即基金管理人的组织形式仅限于公司。而证监会2004年发布的《证券投资基金管理公司管理办法》(证监会令[2004]22号)第58条规定,“基金管理公司采用股份有限公司形式的具体管理办法,由中国证监会另行规定”。^[3]由于一直未有配套规则出台,实践中,基金管理公司仅限于有限责任公司一种。此规定过于单一和僵化,不利于基金管理人组织形式的创新,导致基金管理公司同质化现象严重,难以适应激烈的市场竞争环境,压缩公募基金的发展空间,基金业也难以形成内部专业化分工,在发生同类风险时容易造成市场振荡加剧。实践中,业界一致呼吁应当允许设立合伙企业担任基金管理人。^[4]即使持谨慎意见者,在担心合伙企业与公司相比,组织形式松散,治理结构、内部控制和风险控制机制难以严格要求,监管难度较高,其是否适合我国目前的市场情况尚需研究论证的同时,也不否认未来应保留各种企业组织形式的选择空间。

从境外成熟市场的做法来看,由于合伙制的组织形式在基金管理人激励机制、人才引进和培养、客户服务、业务扩展等方面有很多优势,由专业人员组建合伙企业从事资产管理业务十分普遍,许多大的资产管理公司都采取了合伙制的组织形式。如美国本土历史最久最大的独

[3] 中国证监会2012年修订发布的《证券投资基金管理公司管理办法》(证监会令[2012]84号)删除了该条规定。

[4] 陈楚、杨丽花:“六大焦点问题解密基金法修订草案”,载《证券时报》2012年7月16日。

立资产管理公司之一的诺德·安博特资产管理集团就是合伙制企业,在全球管理着超过 1000 亿美元的资产。排名全球前十的威灵顿资产管理公司也采取了合伙制的组织形式。^[5]从监管的角度来看,对于公募基金的监管应以保护基金份额持有人的利益为原则,侧重于规范其行为和内控体系。基金行业是人力资本高度集中的行业,人才是基金管理公司最有价值的资产,专业人士是基金管理公司的核心竞争力,基金行业的发展离不开高素质的管理团队和专业人士,因此对企业组织形式宜采用市场化的方式,由公募基金根据市场竞争情况及自身发展的实际需要选择相应的组织形式,以充分体现资产管理企业的“人合”性质。从合伙企业的运作特点来看,合伙企业形式灵活,在税收、分配机制方面具有明显的竞争优势,合伙企业财产由全体合伙人共有,有利于留住专业人才,保持企业人员稳定和长期发展,并增强发起人和管理者的责任,也有利于将专业人员和基金份额持有人的利益有机结合,形成基金份额持有人利益至上和长期经营的理念。

新基金法第 12 条第 1 款规定,“基金管理人由依法设立的公司或者合伙企业担任”,为合伙企业担任基金管理人留出了空间,有利于基金管理人更充分的参与市场竞争。当然,考虑到目前我国没有合伙企业担任基金管理人的成熟实践经验、信用体系尚不完善、企业内部控制水平有待提高,由合伙企业管理数量巨大的他人财产,也存在一定的风险。合伙企业担任基金管理人的资格条件、行为规范等,仍然需要证券监管机构通过规章、规范性文件等予以细化。但毕竟新基金法作出了原则性规定,为将来根据市场实践需要补充完善合伙制基金管理人的具体规范提供了空间。

(二) 公募基金管理人的多元化

根据原基金法的规定,公募基金管理人仅限于基金管理公司。实践中,证券公司、商业银行、保险公司等其他金融机构推出的集合资产管理计划、理财产品、投资连接险等业务,有的募集对象超过 200 人,有

[5] 参见第九届中国证券投资基金国际论坛上威灵顿资产管理公司合伙人 Mark Flaherty 的主题演讲:“基金公司竞争战略与商业模式”,载 <http://finance.qq.com/a/20101202/006318.htm>,2013 年 3 月 2 日访问。

的采取了变相公开的方式推介销售。按照新基金法关于“公开募集”的界定,与公募基金业务的运作机理和业务流程较为相似。虽然相关部门已经制定了一定的监管规范,但在我国目前金融行业的监管体制下,由于监管的标准和要求不统一,难以形成一致的规范效果,极易导致监管套利。对此,一种观点认为,对于符合“为他人理财”、“以营利为目的”、“营业性信托”三要素,募集资金进行证券投资的业务,本质上属于证券投资基金业务,为保护投资者合法权益、防范系统性风险,法律应当允许其他金融机构兼做公募基金管理人,按照“功能监管”、“行为监管”的原则,统一规范相关资产管理机构的监管标准和要求,在监管体制和监管标准上应与现行公募基金一致,由证券监管机构集中统一监管。^[6]当然,为便于法律的执行,可以明确对基金管理公司以外的其他机构担任公募基金的基金管理人进行核准的具体办法,由国务院或者国务院有关部门制定。另一种观点认为,各金融机构所从事的领域不同,产品类型差异较大,日常监管标准、监管重点也不同,且可能存在较大的利益冲突。同时,金融混业经营的模式在境外市场因其发展水平、监管体制、法律传统等不同而有异,我国尚在金融综合经营试点摸索阶段,如允许其他金融机构以直接的方式(而非设立基金管理公司)募集、管理公募基金,而在监管体制和监管标准方面不能配套,可能导致新的风险。在暂不能统筹考虑调整现有分业经营模式和分业监管体制的情形下,允许其他金融机构担任公募基金管理人是否适宜,需要慎重研究。

公募基金主要面向普通大众投资人,属于公共理财产品,社会影响面广,因此原基金法对公募基金的管理人从股东条件、人员资格、资本金、技术条件、内控制度、业务范围等各个方面规定了严格的条件,并对其日常的投资监管行为进行了严格的监控,总体上形成了一套较为成熟的做法。其他金融机构在业务范围、风险控制等方面同基金管理公司存在较大的差异,只有在建立一致的监管框架和监管标准等监管安排的情况下,才可以允许其管理公募基金。新基金法第12条第2款规定,“公开募集基金的基金管理人,由基金管理公司或者经国务院证券

[6] “资管多头混战制度性规范有待统一”,载《中国经济时报》2013年1月9日。

监督管理机构按照规定核准的其他机构担任”。从上述规定可以看出,新基金法坚持了功能监管的理念,为除基金管理公司之外的其他机构担任公募基金管理人按本法进行调整留出了法律空间,并授权证券监管机构对担任公募基金管理人的机构作出具体规定。

此外,新基金法第97条规定,“对于非公开募集基金的基金管理人,其股东、高级管理人员、经营期限、管理的基金资产规模等符合规定条件的,经国务院证券监督管理机构批准,可以从事公开募集基金管理业务”。从而为经营规范、投资业绩良好的私募基金管理人从事公募基金管理提供了通道,有利于增强基金行业的管理能力和激励机制,这与境外成熟市场基金管理公司先做私募、再做公募的做法也是一致的。

实践中,根据新基金法的规定,证监会已就《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》(简称《暂行规定》)公开征求意见。^[7]在初期阶段,将允许在管理规模、净资本、分类评价级别等方面符合条件的证券公司、保险资产管理公司、私募证券投资基金管理机构三类机构从事公募基金业务。《暂行规定》(征求意见稿)明确对于上述机构从事公募基金管理在制度和监管层面与现有基金管理公司进行同等对待。同时,针对这些机构的业务特点,从保护基金份额持有人合法权益的目的出发,征求意见稿在业务独立、风险隔离、公平交易、利益冲突防范、从业人员资格条件等方面对这些机构从事公募基金管理业务提出了特殊要求。

新基金法的上述规定,将积极引导其他资产管理机构开展公募基金管理业务,有利于丰富机构投资者队伍,完善市场结构,促进行业竞争,从而推动公募基金向财富管理行业转型升级。同时,允许有资产管理经验并具备一定管理规模的机构进入公募基金领域,也可以为更多的基金份额持有人提供更好的理财服务。这些机构开展公募基金管理业务,遵循公募基金业务的监管要求,将是金融行业进行功能性监管的

[7] 详见“关于就《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定(征求意见稿)》公开征求意见的通知”,载证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201212/t20121230_219903.htm,2013年1月4日访问。

有益探索。

(三)降低公募基金基金管理公司主要股东的资格条件

原基金法第13条第(三)项规定基金管理公司主要股东的注册资本不低于3亿元,并将其限制为经营证券、信托等业务的金融机构。在基金业初始阶段,对促进基金业的规范发展曾经起到了重要作用,但经过十几年的发展,其弊端日益凸显,主要表现在:一是市场准入门槛过高,行业发展后劲严重不足。目前国内符合条件、实力较强的证券公司、信托公司等已基本已参股设立基金管理公司,适格的主要股东日益减少,基金管理公司的设立难度大大增加,境外资产管理机构由于找不到合适的境内金融机构作为合作伙伴,也难以参与我国基金业。过高的准入门槛,妨碍了民间资本进入,影响了对外开放,极大地限制了市场资源的优化配置和充分竞争,严重制约了基金业未来的发展空间。二是造成资产管理行业的不公平竞争,不利于维护公募基金份额持有人利益。目前私募基金管理机构组织形式多样,大多由各类普通机构和专业人员发起设立,极大地调动了从业人员的积极性,私募基金业得以迅速发展,并吸引了大量基金管理公司专业人员加盟,公募基金人才队伍严重流失,不利于基金管理公司为广大老百姓提供更好的理财服务。三是与境内外金融机构的主要股东资格条件不一致,不符合惯例。从境内规定看,银行、保险公司、证券公司、信托公司等金融机构都没有要求主要股东必须为特定金融机构或者金融机构的控股股东。从境外情况看,一般都没有对资产管理机构的股东资格条件进行限制。四是原基金法的规定不允许符合条件的自然人作为基金公司的主要股东,也未能充分体现基金行业人力资源的核心价值,不利于团队的稳定和公司的长远发展,不利于形成制衡有效的公司治理。

在修订草案第一次审议的过程中,有意见认为,“为了适应基金业发展的需要,发挥基金管理专业机构和专家的作用,参与投资设立基金管理公司,建议适当放宽对基金管理公司主要股东的条件要求”,或者“可以考虑在法律中留有空间,只作原则规定”。立法机关经反复研究,将13条第(三)项中对基金管理公司主要股东注册资本的要求修改为“资产规模达到国务院规定的标准”,同时明确基金管理公司的主要股东“应当具有经营金融业务或者管理金融机构的良好业绩、良好

的财务状况和社会信誉”。〔8〕在修订草案第三次审议的过程中,有意见认为,“应当维持基金管理公司主要股东注册资本应在3亿元以上的规定,或者规定一个稍低一些的具体数额”。立法机关指出,“为适应基金业发展的需要,促进行业公平竞争,有必要对基金管理公司主要股东的资产规模要求适时作出调整,草案授权国务院对基金管理公司主要股东资产规模作出具体规定是合适的,建议对这一规定不作修改”,〔9〕维持了相关规定。

从新基金法的规定来看,基金管理公司的主要股东可以是经营各类金融业务的金融机构,不再强调证券、信托等特定金融领域,也可以是不直接从事金融业务的机构,即允许部分有实力、具有明确发展战略、长期经营理念的大型企业集团作为基金管理公司主要股东。此外,取消“注册资本不低于三亿元”的要求,也为符合条件的有一定实力的自然人担任基金管理公司主要股东预留了法律空间。

(四) 允许基金管理人实行专业人士持股计划

原基金法中,对于基金从业人员员工持股等制度没有作出规定。如前所述,基金行业是注重人力资本的行业,目前基金管理公司的长效激励约束机制尚不健全,激励约束方式以现金薪酬为主,手段单一,未实行员工持股,不能有效体现人力资本的核心价值,迫切需要建立完善长效激励约束机制和有效的公司治理,调动专业人士投身基金行业的积极性,实现公司员工长远利益与基金份额持有人利益一致。

一是基金从业人员薪酬构成比较单一,基本依靠工资和奖金,属于短期激励约束手段,缺少长期的激励约束措施。一方面造成社会对基金行业高薪酬的诟病,另一方面助长了基金管理公司股东及基金从业人员的短期行为,不利于维护基金份额持有人的利益。从长远看,股权约束激励机制的推出,将有利于优化基金从业人员薪酬结构,有利于基金行业建立长期有效的人才使用和发展战略,有利于利用公募基金平

〔8〕 参见《全国人民代表大会法律委员会关于〈中华人民共和国证券投资基金法(修订草案)〉审议结果的报告》。

〔9〕 参见《全国人民代表大会法律委员会关于〈中华人民共和国证券投资基金法(修订草案三次审议稿)〉修改意见的报告》。

台为广大群众提供财产性收入。^[10] 国内外发展经验和相关案例一再表明,只有吸引优秀专业人才、充分尊重专业人才、承认专业人士的价值和发挥专业人士的才能,基金行业才能具有源源不断的发展动力和不断向上的发展空间,才能进一步提升行业发展的核心竞争力。

二是监管套利的现实问题决定了建立长效激励约束机制非常必要。我国资产管理行业目前涉及基金、证券、信托、保险、银行以及众多的私募基金,由于监管机构不统一、监管理念和监管标准不一致,实践中存在较大的监管套利空间。相对而言,证券、信托、保险和银行在从事资产管理业务中受到的监管较少,特别是私募基金,几无管制,而公募基金行业受到较为严格的监管。不平等的竞争环境导致近年来基金管理公司人才大量向私募基金流失。据 Wind 统计数据显示,2011 年共有 195 只基金出现人事变动,而在此前的 3 年时间内,基金经理的变动次数分别达到 114、139 和 249 次。^[11] 如果不解决长效激励约束机制问题,不允许员工持股,很可能在目前公募基金中持续产生“挤出”效应,部分优秀的管理人才和专业人士将加速流向私募基金和其他行业,不利于行业的持续稳定发展。

三是行业发展的客观规律决定了建立员工持股制度非常必要。随着经济和社会的日益发展,员工在企业和公司的发展中占据着越来越重要的地位,实行员工持股,一方面有利于稳定公司股权结构和经营运作,赋予经营者在股权变动中与其他股东短期意志相抗衡、保持自身团队稳定的力量,在一定程度上可以稳定公司的股权结构,保持公司经营管理的延续性。另一方面有利于构建一种风险共担的机制,提高公司治理水平。基金管理公司高级管理人员及员工直接成为公司股东,能够很好地协调股东、公司及员工的利益,使得经营者更加积极地投身于公司的经营管理,减少不必要的支出,从而降低代理成本,提高公司的经营业绩和治理效率。境外资产管理机构普遍实行员工持股制度,充分体现了对人力资本的尊重,也激发了行业发展的热情。例如高盛、摩根等世界知名金融机构都是依靠核心管理层持股发展壮大起来的,并

[10] “股权激励:或能解开制约基金业发展难题”,载《金融时报》2012年5月22日。

[11] “基金业长效激励机制亟待破题”,载《金融时报》2011年12月27日。

长期实行员工持股,富达的股权结构中,家族占 49%,员工占 51%,景顺集团股权约 40% 为员工持有。^[12]

四是相关立法实践、案例等为基金行业实施员工持股提供了制度支持和实践。员工持股制度出现以来,美国、德国、日本等发达国家不断制定和完善相关制度体系,对有关个人成为基金管理公司股东的规定已非常完整和成熟。我国有关部门也制定和颁布了一系列有关员工持股的规章和规范性文件,如《上市公司股权激励管理办法(试行)》等。实践中,也有部分金融机构,如银行、保险机构等实施了股权激励制度,为基金行业实施员工持股提供了有益的实践经验。

五是随着基金运作规范化程度和内控水平的不断提高,市场机制的不断健全,监管手段的不断完善,实行员工持股出现利益输送、内幕交易等情况的可能性较小。此外,证监会 2004 年发布的《证券投资基金管理公司管理办法》(证监会令[2004]22 号)第 17 条规定,“基金管理公司变更股东,应当报证券监管机构批准”。随着行政审批制度改革的深入,这一审批项目已进行了调整,根据 2012 年修订的《证券投资基金管理公司管理办法》(证监会令[2012]84 号),持股 5% 以上的股东变更才需报证券监管机构批准,客观上为基金管理人的普通员工持股扫清了障碍。可以说,目前实施专业人士持股的时机已经成熟。

从市场人士的意见来看,虽然也有观点对法律明确规定基金管理公司可以实施专业人士持股计划表示质疑,认为这将给其他金融机构带来较大压力,不利于市场公平竞争;且目前基金行业从业人员的薪资水平已远高于金融行业平均水平,但并未给大多数基金投资者带来实质性回报,也反映出基金管理公司的薪酬激励安排存在诸多问题。但是,多数意见仍然呼吁允许员工持股。新基金法明确规定“基金管理公司可以实行专业人士持股计划,建立长效激励约束机制”,充分体现了基金行业以人力为核心的价值理念,有力地推动了基金行业的市场化进程,有利于基金行业的创新发展。

(五) 基金托管人的多元化

原基金法第 25 条规定,“基金托管人由依法设立并取得基金托管

[12] “证券和基金公司推行员工持股势在必行”,载《中国证券报》2005 年 7 月 27 日。

资格的商业银行担任”,同时明确了取得基金托管资格须具备的条件。证监会出台的《证券投资基金托管资格管理办法》(证监会令[2004]26号)具体规定了申请基金托管资格的商业银行应具备的条件。按照现行规定,只有具备《证券投资基金法》和《证券投资基金托管资格管理办法》规定的各项资格条件的境内中资商业银行才能担任境内基金托管人。截至2013年1月,境内只有19家商业银行取得了基金托管资格。^[13]

基金托管人的主要职责是托管基金财产,基金财产主要是现金、存款以及股票、债券等金融资产,且数额巨大,应当由具有安全保管金融资产的资本基础、专业能力和技术、管理设施,并具有良好的结算支付系统的金融机构担任基金托管人。在我国金融业发展初期,商业银行是金融体系的核心,是社会的信用中介,一方面其本身是存款机构,并承担着社会的支付和结算功能,具有完善的结算系统和支付系统,同时具有网点、技术和人员优势,能够满足基金资金清算和划拨的需要;另一方面根据《商业银行法》的规定,商业银行的设立应当符合严格的资质条件,其资本雄厚、专业管理力量强大,技术设施和风险控制、防范制度健全,具有有效履行基金托管职责的便利条件和可靠条件。在基金行业发展初期,基金托管人限于商业银行符合基金发展的实际需要,有利于基金的规范运作。^[14]但是,随着基金行业的迅速发展,基金托管人的主体范围过窄的弊端日益显现,“托管人的高准入门槛和主体类型的单一性造成了基金托管市场格局非常集中,缺少竞争性”。^[15]目前取得基金托管资格的商业银行数量较少,形成了一定的垄断,特别是四大国有银行,垄断了基金托管市场的绝大部分业务,也造成了基金管理人受制于商业银行的局面,部分基金托管人在履行职责、承担责任方

[13] 数据来源:证监会网站—基金部—机构名录—基金托管银行名录(2013年1月),载 http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306208/201302/t20130220_221370.htm。

[14] 全国人大常委会法工委编:《中华人民共和国证券投资基金法释义》,法律出版社2003年版。

[15] 蔡云红:“我国基金托管制度的法律问题与完善建议”,载《证券法律与监管》2011年第7期。

面并不积极,甚至出现拒绝承担部分托管义务的情况,影响了基金的正常经营运作,不利于基金份额持有人利益的保护。

对于是否允许除商业银行之外的其他机构担任基金托管人,市场中一直存在争议。一种观点认为,目前,银行对基金的托管处于充分竞争的状态,且基金法对基金托管人资质要求较高,只有商业银行才具备担任基金托管人的信誉、资本实力、清算交割能力和监督能力,建议坚持原基金法的规定,只由具有资质的商业银行担任基金托管人。另一种观点认为,随着经济的快速发展和金融体制改革的不断深化,我国金融业发展迅速,包括政策性银行、保险公司、信托公司、财务公司在内的其他金融机构,在资产规模、资本实力、商业信誉、监控能力等方面也能够满足基金托管人的资质条件。从境外市场的情况来看,各主要国家和地区的法律法规虽然从基金资产的安全性和基金托管人的独立性出发,对基金托管人的资格严格要求,但也未禁止商业银行之外的证券公司、保险公司或者信托投资公司等其他金融机构担任基金托管人。

目前,从我国证券公司和登记结算公司等非银行金融机构自身的人才及系统条件看,具备了履行基金托管人各项法定职责的能力,实践中,已有个别证券公司、登记结算机构成功试点开展非公募资产的托管业务,积累了一定的资产托管经验,如招商证券等券商试点的私募证券投资基金的托管业务,中登公司与信达证券试点的保证金现金宝业务,也采取了券商托管的模式。^[16]可以说,非银行金融机构担任基金托管人的时机已经成熟,基金托管人的多元化已成为未来发展的趋势。当然,考虑到基金托管人不仅要对自己承担的保管、清算等职责承担责任,而且还要对基金管理人的不当行为造成的基金财产损失承担连带赔偿责任,对其信誉、资本实力、清算交割能力,以及对基金管理人投资运作等行为进行监督的能力要求较高,基金托管人还是应当限于实力雄厚的金融机构。

新基金法明确规定基金托管人由依法设立的商业银行或者其他金融机构担任,同时明确商业银行担任基金托管人的资格由国务院证券

[16] 蒋飞:“证监会放行券商等非银机构基金托管市场面临混战”,载《第一财经日报》2013年1月26日。

监管机构会同银行业监管机构核准,而其他金融机构担任基金托管人的资格由证券监管机构核准,从而允许符合条件的各类金融机构成为托管人,既保证了基金托管人的资质水平,又促进了托管市场的竞争和基金托管服务水平进一步提升。

实践中,根据新基金法的规定,证监会已起草《非银行金融机构开展证券投资基金托管业务暂行规定》并公开征求意见,规定了非银行金融机构开展基金托管业务的准入条件、审核程序、托管业务规范及监督管理等内容。^[17]就征求意见稿的规定来看,在门槛方面,非银行金融机构开展基金托管业务与商业银行的要求基本一致,在净资产指标、专门托管部门设置、系统配备、人员素质、制度建设等准入条件方面,没有提高准入标准。在风险控制方面,与商业银行要求资本充足率符合监管规定相对应,《暂行规定》要求非银行金融机构的风险指标应符合监管规定。在防范利益冲突方面,要求非银行金融机构不从事与托管业务潜在重大利益冲突的其他业务,切实保障托管职责的有效履行。

二、淡化行政事前干预

(一)公募基金募集的管理方式由“核准制”改为“注册制”

基金募集的管理方式主要包括备案制、注册制、核准制等。备案制是指基金管理人在募集基金完成后向监管机构报告,程序简单,市场化程度较高。注册制又称“形式审查制”,指监管机构对募集申请不做实质审查,只对募集文件进行形式审查,发行人在申报申请文件后的一段时期内,由监管机构作出注册或者不予注册的决定。采取注册制的代表是美国,其他像澳大利亚、巴西、加拿大、德国、法国、意大利、荷兰、菲律宾、新加坡和英国等也都采取注册制。核准制又称“实质审查制”,发行人募集基金,除了要向监管机构提交公开可供投资者判断的资料,

[17] 详见“关于就《非银行金融机构开展证券投资基金托管业务暂行规定》公开征求意见的通知”,载中国证监会网站—信息公开目录—公开征求意见,http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201301/t20130125_220802.htm。

还要符合证券发行的实质性条件,监管机构有权对发行人提出的申请及材料进行实质性审查,只有在获得监管机构的同意之后,发行人方可募集基金。新西兰、瑞典、瑞士的证券监管体制中,带有相当程度的核准制特点。^[18]

根据原基金法第36条、第39条的规定,基金管理人发售基金份额,募集基金,应当经国务院证券监管机构核准,并明确列举了基金募集需要提交的各项文件,要求证券监管机构依据审慎监管原则进行审查。实践中,我国公募基金募集申请的核准采用了比较严格的“通道制”。从2004年至2008年,基金募集申请一直实行单通道制,即基金管理人的前一只基金经证券监管机构核准成立后方可上报下一只基金产品。这一制度设计不利于申请人根据市场的情况和投资者的需求及时推出基金产品,难以满足基金行业快速发展的需要,也与境外国家和地区的成熟立法不相一致。从以往的实践情况来看,基金设立核准的周期过长、需要的材料太多、文件内容过于烦琐,而且传统基金产品和创新产品在核准程序上没有任何区别,也极大地浪费了审核资源,制约了公募基金行业的发展空间。

从2009年开始,立足于鼓励基金产品创新,促进行业发展,证监会开始推动基金募集审核的市场化改革。按照公募基金和特定资产管理计划、境内基金和QDII基金、创新产品和普通产品、固定收益类基金和偏股型基金的分类方式,实行分类审核制度。两类基金分别排队,分别审核,提升了基金产品的发行效率。2011年11月,证监会又发布了《股票型(混合型)证券投资基金基金合同填报指引(试行)》,缩短了股票型和混合型基金的审核周期,成为基金募集由实质核准转向“准注册”制的起点。2012年,公募基金募集审核的改革进程明显加快。在进一步放松通道管制、新增发起式基金审核通道的基础上,证监会于12月发布《关于深化基金审核制度改革有关问题的通知》,彻底取消了基金产品审核通道制,基金管理公司可以根据市场需求自行决定申请数量和类型,常规产品将按照简易程序于20个工作日内完成审核,审

[18] 张霞平:“证券发行审核制度比较研究”,载《中国证券期货》2011年第9期。

核程序更加接近于注册制。^[19]

此次基金法修订适应了基金市场改革发展的需要,在一审稿中就明确将公募基金的募集申请由“核准制”改为“注册制”,并减少了公开募集基金需要强制提交的文件类型,取消提交“基金管理人和基金托管人的资格证明文件”和“经会计师事务所审计的基金管理人和基金托管人最近三年或者成立以来的财务会计报告”,更多授权证券监管机构进行规定。同时,新基金法取消了证券监管机构应当依照“审慎监管原则”进行审查的规定,体现了公募基金申请由实质审核向形式审核的转变。

多数意见对新基金法的规定表示赞同,认为其体现了市场化改革的理念,同时建议证券监管机构明确具体的配套和衔接措施,明确注册制与原有的核准制的实质区别。考虑到目前没有成熟的实践经验,且市场的成熟程度也有待考察,新基金法仅做出原则性规定,证券监管机构将根据实际情况在配套规则中对注册制的相关制度予以明确留出了空间。

公募基金募集申请采用注册制,将有助于基金管理公司根据自身特点选择适合自己发展的产品方向,扩大了基金管理公司开发产品类型的主动权,促进其个性化发展和市场化运作。可以预见的是,新基金法实施后,基金的发行数量和密度将越来越大,基金管理公司间的竞争也将更加激烈。

(二) 取消、调整部分行政许可事项

对行政审批项目的取消和调整是对监管方式的完善和优化,也是全面提高市场经济运行效率的客观要求。自2001年行政审批制度改革工作启动以来,证监会按照国务院的统一部署和安排,充分贯彻落实中央关于精简行政审批、提高行政效率的精神,深入推进行政审批制度改革,减少审批事项,规范和简化审批流程,在推进市场化改革的同时,逐步让权、还权于市场。在国务院近期公布的第六批取消和调整的314项行政审批项目中,有32项涉及证监会行政审批范围,超过国务

[19] “中国证监会全面改革基金产品审核制度”,载新华网,http://news.xinhuanet.com/fortune/2012-12/13/c_114020370.htm,2012年12月31日访问。

院取消和调整总数的十分之一。^[20] 此次基金法修订,也充分体现了行政审批市场化改革的理念,对不少行政许可项目予以取消或者调整。

1. 取消的行政审批事项

一是取消基金份额持有人大会决议事项等的核准。原基金法第65条规定,按照基金合同的约定或者基金份额持有人大会的决议,并经国务院证券监管机构核准,可以转换基金运作方式。第66条规定,封闭式基金扩募或者延长基金合同期限,应当符合相应条件,并经国务院证券监管机构核准。第87条第2款规定,基金份额持有人大会决定的事项,应当依法报经证券监管机构核准或者备案,并予以公告。

新基金法在基金募集申请的管理方式由“核准制”调整为“注册制”的基础上,根据“举重以明轻”的立法原则,对上述事项的审批做出如下调整:转换基金运作方式无须报证券监管机构核准,由基金合同的约定或者基金份额持有人大会的决议决定;封闭式基金扩募或者延长基金合同期限由“核准制”改为“备案制”;基金份额持有人大会的决议事项,由报证券监管机构核准或者备案,调整为只须报证券监管机构备案。

二是取消基金份额上市交易的核准。原基金法第47条规定,“封闭式基金的基金份额,经基金管理人申请,国务院证券监督管理机构核准,可以在证券交易所上市交易,国务院证券监督管理机构可以授权证券交易所依照法定条件和程序核准基金份额上市交易”。《国务院关于第四批取消和调整行政审批项目的决定》(国发[2007]33号)决定取消“封闭式基金份额上市交易核准”的行政审批项目,^[21] 基金份额上市交易完全由证券交易所根据相关规定自行决定。新基金法对这一做法予以确认,相应调整为“申请基金份额上市交易,基金管理人应当向证券交易所提出申请,证券交易所依法审核同意的,双方应当签订上市协议”,同时明确“基金份额上市交易规则由证券交易所制定,报国务院证券监管部门批准”,完善了法律和相关规定之间的衔接,也使基金份额的上市交易变得更加简便易行。

[20] “取消调整32项证监会行政审批大松绑”,载《上海证券报》2012年10月11日。

[21] 中央政府网站—公文公报—国务院文件,载 http://www.gov.cn/zwggk/2007-10/12/content_775186.htm。

三是取消基金托管人专门基金托管部门的经理和高级管理人员的任职审核。原基金法明确,基金管理人的经理和高级管理人员任职须经证券监管机构审核的规定,适用于基金托管人的专门基金托管部门的经理和其他高级管理人员,新基金法取消了这一规定。

2. 调整的行政审批事项

一是调整基金管理公司重大事项变更的核准。原基金法第 14 条规定,“基金管理公司设立分支机构、修改章程或者变更其他重大事项,应当报经国务院证券监管机构批准”。新基金法调整为,“基金管理公司变更持有百分之五以上股权的股东,变更公司的实际控制人,或者变更其他重大事项,应当报经国务院证券监管机构批准”。而根据证监会 2012 年修订的《证券投资基金管理公司管理办法》(证监会令[2012]84 号),对基金管理公司修改章程的一般条款采取事后备案的方式,由基金管理公司向中国证监会和公司所在地的派出机构报告。

二是调整基金管理人的经理和高级管理人员的任职审核。原基金法第 17 条规定,“基金管理人的经理和其他高级管理人员的选任或者改任,应当报经国务院证券监督管理机构依照本法和有关法律、行政法规规定的任职条件进行审核”。《国务院关于第六批取消和调整行政审批项目的决定》(国发[2012]52 号)取消了对基金管理公司副总经理选任或者改任的审核。^[22] 新基金法据此做出了相应调整,仅要求基金管理人的法定代表人、经营管理主要负责人、从事合规监管的负责人的选任或者改任报经证券监管机构审核。

三、放松公募基金投资运作限制

(一) 基金财产投资范围的扩大

原基金法第 58 条规定,基金财产可以投资于上市的股票、债券或者国务院证券监督管理机构规定的其他证券品种。实践中,依据《货

[22] 中央政府网站—公文公报—国务院文件,载 http://www.gov.cn/zwjk/2012-10/10/content_2240096.htm。

币市场基金管理暂行规定》、《证券投资基金参与股指期货交易指引》、《关于货币市场基金投资短期融资券有关问题的通知》、《关于股权分置改革中证券投资基金投资权证有关问题的通知》、《关于证券投资基金投资资产支持证券有关事项的通知》等相关规定,已允许基金投资于符合规定的定期存款、通知存款、短期融资券等货币市场工具以及权证、股指期货等品种,上述几类投资对象显然不属于“证券品种”的范围。

从境外成熟市场来看,各国家和地区允许的基金投资范围和品种均比较宽,不仅可以投资于证券(当然,其“证券”的定义本身就比我国广泛很多),甚至包括商业票据、房地产、贵金属等。如美国1933年《证券法》规定的证券范围包括股票、债券,证券组合和指数等各种利益证明的金融工具,也有投资合同,矿藏开采权未分配部分的权益等,其《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》对投资公司资金运用的范围没有法律上的强行性限制,仅要求超过40%的资产必须投资于流动性较高的金融资产上。欧盟基金财产的投资品种范围包括流动性证券和大范围发行的非证券化的权证、金融指数、利率、交易所指数、信用和货币等衍生金融工具、集合投资计划份额(目标基金)、货币市场工具及其他衍生品种。我国台湾地区《证券投资信托及顾问法》授权主管机关对证券投资信托基金的投资或交易范围进行规定,其《证券投资信托基金管理办法》规定基金财产的投资范围包括上市、未上市证券,债券,受益凭证,期货,期权,权证,货币,利率及其他金融衍生品种等。^[23]

原基金法将基金财产的投资范围限制于股票、债券等证券品种,主要是考虑到我国的证券市场还不够发达,可交易的证券品种较少,市值较低,未上市的股票和债券的发行和交易还不够规范,证券交易监管手段还不够完善。^[24]随着市场的发展,基金投资商品期货以及利率、汇率等衍生产品的需求将日益旺盛,相比境外规定,原基金法

[23] 宋玉伟:“证券投资基金监管若干法律问题研究”,山东大学2009年硕士学位论文。

[24] 全国人大常委会法工委编:《中华人民共和国证券投资基金法释义》,法律出版社2003年版。

关于基金投资范围的规定较为狭窄,已难以适应基金品种创新的需要。对此,业界普遍呼吁,应当适度放开对基金财产投资范围的限制,如扩大为“证券及金融衍生品种”、“其他投资品种”等。^[25]但也有观点认为,基金的投资范围应当限制于《证券法》上“证券”的范围,如果过度扩大基金的投资范围,如修改为“其他投资品种”,以红酒、贵金属、艺术品等为投资对象的基金也可能被纳入证券监管范畴,且实行排他性的集中统一监管,与现行监管体制安排和监管资源配置可能存在冲突。

从新基金法的规定来看,将“其他证券品种”调整为“其他证券及其衍生品种”,并授权证券监管机构对其他证券及其衍生品种做出具体规定,适当扩大了公募基金的投资范围,允许基金投资包括权证、股指期货以及未来的国债期货等在内的以证券为基础的衍生品种。

新基金法的这一规定,解决了部分基金创新产品的法律依据问题,但对于投资商品期货的基金、黄金 ETF 等产品,是否可以适用该条的规定,从而适用基金法规范,存在一定疑问。从狭义的角度理解,本法名称为《证券投资基金法》,基金的投资范围不应当超出证券的范畴,商品期货、黄金 ETF 显然不属于“证券”。但对于“证券及其衍生品种”如何理解,仍可进一步探讨。从立法技术上看,《证券法》并未给“证券”下定义,而仅是对其调整对象做出规定,在法理上并不排斥不受证券法规范的其他证券类型。^[26]从我国的立法实践看,《刑法》、《民事诉讼法》、《企业破产法》等法律界定的各自调整的证券范围并不相同,也远超《证券法》规定的范围,但并未造成相应的法律冲突。因此,证

[25] “拓宽公募基金投资范围有利资本市场繁荣发展”,载《证券日报》2012年9月21日。

[26] 全国人大法工委李飞副主任委员主编的《证券法(修订)释义》专门对此作了说明:本法未给“证券”下定义,因为目前条件还不成熟。但是本法作为规范证券发行、交易及监管过程中产生的各种法律关系的基本法,其调整的对象并不仅限于股票、公司债券的发行和交易,也不仅限于政府债券、证券投资基金份额的上市交易。考虑到证券市场的发展和产品创新,本法对国务院依法认定的其他证券的发行和交易同样适用。对本法未规定的,或者其他法律、行政法规另有规定的,适用其他法律、行政法规的规定,如公司法、证券投资基金法、国库券条例等。参见李飞主编:《中华人民共和国证券法(修订)释义》,法律出版社2005年版。

券监管机构通过对“证券及其衍生品种”做出更为宽泛的解读,从而允许公募基金投资于商品期货、利率、汇率等金融衍生品,也可能是面对随着市场发展基金需扩大其投资范围的一条解决路径。

(二) 允许特定条件下基金财产向他人贷款或者提供担保

原基金法严格禁止以基金财产向他人贷款或者提供担保。实践中,随着基金行业的快速发展,市场规模不断扩大,市场机制不断健全,基金行业的内控水平、诚信程度不断提高,各类基金创新业务不断出现,基金参与股指期货、融资融券等融资性交易的情形日益增多,上述规定对基金的部分投资运作行为构成了较大障碍,限制了基金的运作空间,主要体现在:

一是,2010年股指期货正式推出后,为对冲风险,证监会公布了《证券投资基金参与股指期货交易指引》,允许证券投资基金参与股指期货交易,并规定基金管理公司、基金托管银行应当根据中国金融期货交易所的相关规定,确定基金参与股指期货交易的交易结算模式。而根据《中国金融期货交易所交易规则》,期货交易实行保证金制度,需要以基金财产作为保证金,保证金即担保。

二是,2010年融资融券业务推出伊始,由于缺乏相关配套规则,基金还难以开展相关业务。2011年10月,中国证监会发布《转融通业务监督管理试行办法》,中国证券金融股份有限公司成立。随后,沪深交易所又分别发布《融资融券交易实施细则》,将ETF(交易所交易型开放式指数基金)纳入融资融券标的证券范围,融资融券正式成为常规业务。在基金参与融资融券业务的情况下,基金公司借出券种,实质上也是向他人放贷。另外,基金参与质押式回购交易中,若是逆回购,可视为基金向融资方贷款;若是正回购,可视为基金作为融资方向出资方以基金所持证券提供质押担保。

此外,我国目前还严格禁止基金财产借贷。从境外部分国家和地区的规定来看,虽然对基金财产借贷都有一定的限制,但也存在例外规定。如欧盟《关于协调有关证券投资基金法律、法规和行政规定的85/611/EEC号指令》规定“投资公司、管理人或托管人不得代表基金贷款或作担保人。投资公司、管理人或托管人无权代表基金借款,但成员国可以允许基金临时借入不超过基金资产10%的款项”。《关于证券投

资基金运用金融衍生工具的建议》规定,“各成员国应确保基金因为临时借款而导致的整个风险暴露部位的增加幅度不能超过10%;基金的全部风险暴露部位在任何情况下都不能超过基金资产净值的210%”。^[27]又如,我国台湾地区的“证券投资信托基金管理办法”明确基金财产不得为放款或提供担保,但因交易所、证券柜台买卖中心或外汇市场非正常停止交易导致投资者巨额赎回,发生资金缺口,基金管理人可以基金财产为担保向金融机构办理借款。根据基金发展的实际情况,未来不排除我国也会在特定条件下允许基金借贷。

新基金法对于基金财产的对外担保和放贷采用了“原则禁止,例外规定”的做法,明确基金财产不得违反规定向他人贷款或者提供担保。“违反规定”的外延较广,可以是法律、行政法规,也包括了各类规章、规范性文件等。通过对“规定”进行解释,为基金投资于股指期货、开展融资融券交易提供了法律依据,也为将来基金财产借贷的相关制度设计预留了法律空间。

(三)基金财产买卖其他基金份额的适当放宽

为防止基金管理人利用不同基金之间的买卖进行利益输送,原基金法规定基金财产不得买卖其他基金份额,禁止基金之间相互投资。同时考虑到未来可能允许设立专门用于购买其他基金份额的基金,又规定“但是国务院另有规定的除外”,授权国务院对具有特定投资方向的基金作出特别规定。^[28]截至目前,国务院还未出台另行规定。

在国际市场上,“基金中的基金”(即FOF产品)这一运作形式已经得到了广泛发展,通过基金中的基金可以让投资者间接的参与对冲基金投资,还可以间接投资其他国家和地区的金融市场等。基金中的基金两层管理人的结构也对分散和控制风险更有力。各国一般允许基金公司投资于其他基金,而其法律法规关注的重点主要在于基金中的基金是否起到对目标基金进行分散投资和组合管理的作用,因此对基金投资另一基金的比例以及目标基金是否可以再投资其他基金往往有一

[27] 叶俊英:“欧盟的证券投资基金立法探究”,载《证券市场导报》2003年第3期。

[28] 全国人大常委会法工委编:《中华人民共和国证券投资基金法释义》,法律出版社2003年版。

定限制。如美国《投资公司法》投资基金投资于另一家投资公司的数量不能超过被投资公司股份的30%，投资基金不得用超过其资产的5%的比例投资于另一家基金，投资于所有其他基金的总数量不得超过其资产的10%。欧盟规定投资于一个基金不得超过基金资产的10%，成员国可将此比例提高到20%。^[29]

实践中，实际上已经出现了基金买卖其他份额的情形。一种是联接基金。联接基金可以申购、赎回或者通过二级市场买卖目标ETF的份额。另一种是在投资境外市场的QDII基金运作中，允许存在买卖境外其他公募基金的QDII基金，也允许QDII基金直接买卖境外公募基金。

考虑到市场可能的发展和实际需求，而行政法规立法程序复杂、周期较长，国务院专门就此事项制定或调整行政法规，不利于基金品种创新，也不利于监管机构根据市场情况适时调整管理规则，且此类比较具体的单一事项由国务院规定也不适宜。新基金法将“国务院另行规定”调整为“国务院证券监管机构另行规定”，授权证券监管机构对“基金中的基金”的规范作具体规定，更具有灵活性、合理性。当然，从目前的实践来看，在配套规则尚未出台的情况下，“FOF”产品的投资运作仍然存在法律风险，如何在新基金法的体制下促进此类基金产品规范发展，是否可以借鉴境外立法实践，在“原则允许”的情况下对投资比例等予以限制，仍然需要进一步研究。

(四) 基金关联交易的放开

原基金法严格禁止基金财产买卖其托管人发行的股票或者债券，严格禁止基金财产买卖与其基金管理人、基金托管人有控股关系的股东或者与其基金管理人、基金托管人有其他重大利害关系的公司发行的证券或者承销期内承销的证券。在基金业发展初期，资本市场发展程度还不高，上市企业较少，基金创新品种不多，各方对基金投资运作特点的认识不深，对其利益输送渠道了解不够，监管的经验也不丰富。为避免利益冲突，采取严格规定是必要的，合理的。从实施情况来看，上述规定对防范利益输送，保护基金投资者合法权益也发挥了重要作

[29] 雷郎才：“证券投资基金管理人法律义务问题研究”，西南政法大学2004年硕士学位论文。

用。随着基金行业的发展,严格限制基金关联交易已经难以适应基金投资运作和创新发展的需要,实践中也引发了一系列问题。

第一,从投资对象来看,严格限制基金关联交易,导致受限制的证券种类越来越多,基金的投资选择空间受到挤压,实际上限制了基金投资获利的机会,不利于基金份额持有人利益的保护。一是,我国发起设立基金管理公司的基本为证券公司、信托公司以及商业银行等金融机构,而基金托管人皆由商业银行担任。随着资本市场的迅速发展,证券公司、商业银行等大量上市,其中很多是资本雄厚、业绩较好的蓝筹股。据统计,在取得基金托管资格的19家商业银行中,14家商业银行已经上市,上市托管银行所托管的基金市值占全部基金市值的99%以上,部分大型银行托管的基金数量甚至达到一两百只。在目前我国证券市场优质上市公司有限的情况下,原基金法严格禁止买卖基金托管人、基金管理公司控股股东等的股票,使得部分基金丧失了投资机会,影响了基金的价值投资策略和银行股、券商股等的合理定价。^[30]二是,我国证券发行上市采用承销模式,承销商准入门槛高,承销渠道越来越集中于部分实力雄厚的大型券商,其关联关系众多,特别是一些优质企业的发行上市,出现了承销商集中的趋势。例如“中投系”券商,包括中投证券、银河证券、宏源证券、申银万国和中金公司等几大券商,其控股股东均为中投公司。而这些大型证券公司往往与基金或其控股股东存在关联关系。严格限制基金投资于其关联公司承销的证券,极大地影响了基金的投资操作。如中石油首次公开发行时,其主承销商为中信证券、瑞银证券和中金公司,而中信证券全资控股华夏基金和中信基金,导致两基金管理公司旗下基金19只基金无缘中石油的申购,涉及申购资金2336.9亿元。三是,新基金法降低了基金管理人、基金托管人的市场准入门槛,部分有实力、具有明确发展战略、长期经营理念的大型企业集团也可发起设立基金管理公司,符合条件的非银行金融机构也可以担任基金托管人,而这类企业大部分是上市公司,是基金的投资对象。可预见的是,如果严格限制基金的关联交易,基金可选择投资的证

[30] “基金法第59条禁买卖托管银行股票修改呼声渐高”,载《南方都市报》2007年11月6日。

券品种会越来越少,对基金的投资运作乃至整个行业的发展都将造成极为不利的影响。

第二,从基金投资运作的特点来看,基金投资决策由基金管理人作出,基金托管人并不能直接影响基金的投资决策,基金管理人与基金托管人之间并没有直接的利益关联。而在证券承销特别是以承销团的方式进行承销时,部分关联主体可能只是作为一般成员参与承销团的承销,对所承销的证券的定价及销售条件的影响极为有限,而且也难以左右基金的投资决策,通过采取相应的防范措施完全可以将其对基金持有人利益的损害风险控制最低的限度。

第三,从基金的投资方式来看,随着资本市场的大力发展,基金创新品种不断增加,一些新的投资交易方式也应运而生,出现了由于被动运作原因涉及基金关联交易的情形,严格限制关联交易阻碍了此类创新业务的发展。一是指数基金产品 ETF。ETF 在投资策略和投资方法上,采取被动投资方式,不做主动积极管理,以跟踪标的指数表现为目的,根据标的指数的构成比例构建投资组合,且其标的指数由独立的第三方编制,具有一定的公信力和独立性。近几年来,ETF 发展迅速,托管银行纷纷成为主要指数的成分股。据统计,截至 2012 年 6 月,38 只 ETF 基金中有 7 只 ETF 的托管银行为指数成分股,在标的指数中最高比重达到 10.66%,涉及基金资产总额 347.28 亿元,而跨市场 ETF 推出后,托管银行指数成份股的比例还会有较大程度地提高。ETF 往往因跟踪指数而被动触及关联方证券,只能使用其他股票替代投资,由于不同股票的表现存在差异,增加了管理难度,加大了跟踪误差,影响了投资表现,不符合市场规律,不利于基金管理公司开展公平竞争。特别是在股指期货推出以后,基金也不能持有这类成份股,不利于基金进行风险管理,与保护基金持有人利益的立法宗旨相悖。二是基金难以参与配股。配股是上市公司向原股东发行新股、筹集资金的行为。配股的一大特点,就是新股的价格是按照发行公告发布时的股票市价作一定的折价处理来确定的,所折价格是为了鼓励股东出价认购。老股东不参加配股,就要遭受市值下降的损失。如 A 基金重仓持有上市公司 B 的股票,B 公司拟进行配股,主承销商是 A 基金的控股股东或者与其具有其他关联关系的 C 公司,在此情况下,A 基金因为关联关系被迫

放弃配股,基金财产将因所持股票总市值的减少而缩水,根本上损害了基金份额持有人的利益。三是基金难以充分参与权证、个股期权交易。权证和个股期权交易的特点是持有证券的投资者可以在未来的某个特定时间按照既定的价格买入或者卖出标的证券。如一只基金作为投资者在拟定权证或者期权合约时,与标的证券发行人或者承销商并不存在关联关系,但在行权时,可能因市场运作需要产生关联关系,从而难以按约定行权。一方面不符合期权或者权证交易的规律;另一方面基金也难以根据需通过权证或者个股期权交易的方式对冲风险和套利。四是基金因合并、换股出现关联交易的情形。如A基金重仓持有B上市公司的股票,C公司是A基金管理人或者基金托管人的关联方,出于产业整合的需要,吸收合并B上市公司。原基金持有的B公司股票需换为C公司股票,因严格禁止关联交易,导致A基金无法予以换股,影响了基金的投资操作。

此外,从境外成熟市场经验看,对基金的关联交易多数未明确禁止,部分实施限制的国家或者地区如美国等也规定了一些例外情形,并通过信息披露等方式增加关联交易的透明度,以保障基金的有效运作,维护基金持有人的利益。以基金与基金管理人或其关联机构作为承销商之间的关联交易为例,SEC根据《1940年投资公司法》的授权对此类交易在一定条件下予以豁免。条件包括:(1)所发行的证券必须是根据《1933年证券法》注册的证券、合格市政证券、合格海外发行证券。这些证券通常需要对外披露大量信息,信息透明度高,基金管理人或其关联人士利用这种证券进行损害基金持有人利益的关联交易的概率较小。(2)基金必须在承销期开始的第一天结束前购买,购买价格不得高于其他购买者支付的价格。与其他具有可比性的承销商业务相比,主承销的佣金、价差或利润必须公平合理。(3)该证券的发行方式必须是包销。(4)这种代理交易的操作程序及其修改必须得到基金董事会和独立董事的多数批准,基金董事至少每季应对上述交易进行检查。与美国严格的条件豁免不同,英国和中国香港更注重当事人的意思自治,规定基金管理人或其关联人士作为承销商与基金发生关联交易需获得基金受托人或代管人的事先批准,否则,承销商从关联交易中获得的任何报酬归基金所有。日本法对于承销商关联交易的管制较为宽

松,一般不禁止,只有承销商向基金出售滞销证券时才予以禁止。^[31]

对于是否放松基金关联交易的限制,市场中一直存在争议。一种观点认为,原基金法的规定限制了基金的投资渠道和基金管理人的运作空间,不利于基金持有人利益最大化,建议在加强信息披露、防范潜在利益冲突和利益输送的前提下,放宽或取消相应的限制,^[32]对于信息披露义务,可以充分考虑基金管理人从事股指期货套利等特定证券交易行为的模式、特征和信息披露的合理性,明确信息披露的具体标准等。另一种观点认为,由于商业银行在基金销售方面处于强势地位,在某些情形下,基金销售机构与基金托管人为同一机构,放松基金财产购买基金托管人股票的限制,将会导致基金公司迫于(担任销售机构的)托管人的压力而购买股票、拉高股价,损害投资者利益,建议仅对被动型指数基金的关联交易放松限制。^[33]

新基金法第74条第2款规定,“运用基金财产买卖基金管理人、基金托管人及其控股股东、实际控制人或者与其有其他重大利害关系的公司发行的证券或承销期内承销的证券,或者从事其他重大关联交易的,应当遵循基金份额持有人利益优先的原则,防范利益冲突,符合国务院证券监督管理机构的规定,并履行信息披露义务”,对关联交易由禁止修改为限制,并设定了违反上述规定的法律责任。通过相关规定,对不同的基金关联交易作了适当区分,明确了基金关联交易信息披露的范围和责任,接受社会各界的公开监督,可以较好地解决基金关联交易限制过严的问题,提高基金运作效率,同时也能有效防范利益冲突等损害基金份额持有人利益的情形。

(五) 基金投资运作方式的多样化

原基金法第2条、第57条规定,基金管理人运用基金财产进行证券投资,必须采用资产组合的方式。随着我国证券市场的发展和投资需求的多样化,实践中基金的投资方式大为创新,如联接基金,其绝大

[31] 张国清:“证券投资基金关联交易的法律规制——美国的经验及启示”,载《证券市场导报》2006年第1期。

[32] 同上。

[33] “被关联交易所困扰的指数基金”,载《上海证券报》,http://finance.sina.com.cn/stock/t/20121217/012314019359.shtml,2012年12月17日访问。

部分资产投资于单一目标的ETF,又如并购基金等,也不一定采取资产组合的方式。从新基金法的规定来看,授权国务院证券监督管理机构对基金的投资方式另行规定,体现了一定的时效性、灵活性和具体性,为将来设立投资于单一目标的基金预留了空间。

此外,原基金法对封闭式、开放式基金的运作方式做了具体规定,并规定采用其他运作方式的基金的基金份额发售、交易、申购、赎回的办法,由国务院另行规定。我国基金业发展创新的速度较快,基金市场已经出现了与传统封闭式和开放式基金不同的创新基金,如LOF、ETF等。同时,封闭式和开放式基金相互融合,有些创新的开放式基金实行封闭化运作,有些开放式基金进行单向封闭,市场和投资人也有“封闭式基金有限开放”等要求。新基金法将“采用其他运作方式的基金的基金份额发售、交易、申购、赎回的办法”,由“国务院另行规定”调整为“国务院证券监管机构另行规定”,充分体现了鼓励市场创新,满足投资者多样化需求的理念和原则,有助于监管机构根据市场情况适时调整管理规则、提升基金运作的市场化程度。

四、允许基金从业人员进行证券投资

(一) 现行规定及存在的问题

我国基金业产生伊始,对基金从业人员从事证券、基金投资行为进行了严格禁止,证监会1998年29号文就明确要求基金从业人员不得买卖股票、债券和基金。原基金法出台后,对基金从业人员买卖证券并未作规定,对基金从业人员买卖股票的限制规定主要体现在证监会出台的规章、规范性文件中。随着实践的深入,监管机构对基金从业人员的投资行为逐渐呈现放宽的趋势。2002年,货币市场基金产生以后,基于货币市场基金高流动性、低收益的特点,证监会允许基金从业人员投资货币市场基金。2007年,又进一步允许基金从业人员投资开放式证券投资基金,但要求向公司申报,并且自申购后6个月内不得赎回。但是,目前我国仍然禁止基金从业人员买卖股票、债券、封闭式基金、可转债等品种。如2009年3月证监会修订发布的《基金管理公司投资管

理人员管理指导意见》明确规定,“除法律、行政法规另有规定外,公司员工不得买卖股票,直系亲属买卖股票的,应当及时向公司报备其账户和买卖情况。公司所管理基金的交易与员工直系亲属买卖股票的交易应当避免利益冲突”。

随着资本市场的不断发展,市场规模不断扩大,基金行业的内控水平、诚信程度不断提高,市场机制不断健全,市场环境不断完善。在外部环境发生较大变化的情形下,禁止基金从业人员买卖证券的管制方式不但剥夺了其通过资本市场增加财富的机会,更增加了执法的成本,也产生了一系列问题:

一是容易诱发道德风险,出现“老鼠仓”交易等行为。以基金经理为代表的基金从业人员由于专业背景、从业经历等原因,具有强烈的投资欲望、较强的投资技能以及一定的投资机会,严格禁止其买卖证券不太现实,有些人可能会采取假借他人名义开立账户等方式规避监管,甚至可能从事内幕交易和“老鼠仓”等证券欺诈行为。实践中,近年已有唐建、王黎敏、张野、涂强、韩刚、刘海、黄林等多起“老鼠仓”案件发生。^[34]

二是容易形成监管套利。目前,基金从业人员被禁止买卖证券,而许多同为金融行业或者资产管理行业的其他机构的从业人员却可以买卖证券,产生了套利空间,也不利于基金行业吸引、留住优秀人才。近年来,一些优秀的基金经理转投私募基金或其他金融机构,也充分说明这点。

此外,随着市场环境的改变,严格禁止的法律规定在执行中也欠缺可操作性。例如:对与从业人员具有紧密血缘、财产关系的配偶、父母、子女买卖股票行为,无法禁止;随着可转债、股指期货、权证等具有股本性质、功能的品种不断推出,基金从业人员利用这些品种进行内幕交易、利益输送,也难以防范。

(二) 境外立法例

从境外成熟市场的做法来看,美国、英国、日本以及我国香港、台湾地区的有关法规、规则对从业人员买卖证券的管理大都采取了放开但

[34] “基金经理韩刚‘老鼠仓’细节曝光成为获刑第一人”,载《济南时报》2011年9月27日。

限制的方式,即从业人员可以买卖包括股票在内的证券,但不能利用内幕信息进行交易,或者利用基于职务的便利从事与客户、公司有利益冲突的交易。为防范内幕交易和利益冲突,这些国家、地区的法律、法规或者自律规则,针对基金管理公司从业人员办理业务的特殊性,在证券交易的时间和程序、证券的种类、信息报告、权益行使等方面规定了一些特殊限制,并要求公司针对员工买卖证券问题完善内部控制制度、制定具体政策、实施监控,由公司定期监察稽核,承担一线监督职责。

例如美国 1940 年投资公司法 204A 部分,要求投资顾问公司(基金公司)建立相关的制度和程序,避免员工在证券投资时滥用非公开的重要信息,保护投资者利益。该法授权 SEC 从保护公众利益的前提下制定或修改相关的规则。英国金融监管局(FSA)颁布的规则 COBS11 关于个人交易的部分,也要求从事投资管理的公司必须建立和实施有效的制度,制止相关员工从事任何利益冲突的行为,或者从事内幕交易或利用与客户利益相关的机密信息进行交易。我国香港地区《基金经理操守准则》对基金公司建立具体的制度和程序提出了详细的规范,包括要求职员向合规总监报告个人投资、证券持有期限等事宜,公司应当建立内部审核与监控机制,证券交易账户应当专门开立、专门使用,并确保所有交易记录要报送合规总监。我国台湾地区“证券投资信托与顾问法”及其配套的“证券投资信托事业负责人与业务人员管理规则”等规定的更为具体,要求基金公司应当依照同业公会(即行业协会)的规定订定内部人员管理规范,建立从业人员证券投资事前申报和事后核查制度,明确规定了从业人员及其利害关系人的范围、投资标的申报范围,对于证券的买卖时点、持股期限、持股比例、账户开立等也有相应的规定。^[35]

从上述境外的相关规定看,其监管者和从业机构均认为,规范从业人员的投资行为,避免利益冲突,最关键的是金融机构的内部控制,包括合规文化建设、员工行为规范、具体业务流程核查等。因此,立法的

[35] 邱永红:“境外成熟市场规制基金从业人员买卖证券的法律制度及其启示与借鉴——从唐建、王黎敏‘老鼠仓’事件说起”,载刘俊海主编:《中国资本市场法治评论》(第1卷),法律出版社2008年版。

重点是在关键的环节设定严格的行为规范,区分合规交易和违规交易,监管资源主要配置在对内幕交易等违法违规行为的查处上,鼓励公司以自律方式管理从业人员的个人交易。其法律法规和监管规则往往并不直接设定具有强制性的行为规范,而是要求公司制定、发布书面政策,对员工个人交易限制作出详细规定,形成对员工的纪律约束。公司内部实行事前批准、事后报告的申报制度,公司合规部门定期监督检查,并将申报材料和检查处理记录存档备查,从而形成“监管机构—自律组织—公司—员工”这一递进的监管链条,极大地节约了社会成本。

(三) 规制模式的立法选择

是否放宽基金从业人员买卖证券的限制,一直是社会各界关注的焦点问题,根据对新华网、人民网等多家媒体及部分网络论坛的搜索,绝大多数业内人士表示赞同,而多数网民表示反对,持两种意见的学者、律师的比例大体相当。

支持的理由包括:(1)从现实情况来看,彻底禁止基金从业人员投资股票不太实际。开放合规交易,通过加强信息披露和加重违规成本,集中监管资源查处违规交易,可以防范利益输入和内幕交易。(2)基金从业人员有合理的投资需求,买卖证券是其正当的民事权利,鲜见境外市场对此加以禁止,加强监管与允许其炒股并不矛盾。(3)允许从业人员进行证券投资可以使其合理的投资需求得到满足,有利于吸引更多的人才投入到基金行业,从而增强整个行业的吸引力,防止人才流失。(4)基金业行业中80%~90%的普通从业人员与基金的具体运作并不相关,对其投资行为应予放开,仅限制高管人员和基金经理即可。(5)拟允许基金从业人员在买卖股票时采取报备制并不会使“老鼠仓”合法化。在基金法修改后,监管机构会出台更具操作性的细则以防止利益输送,同时在监管方面也将会更加完善。因此,给基金从业人员炒股“松绑”并不会导致“老鼠仓”泛滥。此外,一些支持者在表示赞同的同时,也希望相关配套制度能够全面、到位,建议监管机构增强对“老鼠仓”的打击力度。还有一些业内人士虽然表示支持,但对配套的实施制度较为担忧,如果将来出台的从业人员投资股票细则同样过于繁重且不易于操作,可能让基金经理宁愿选择更便捷的地下账户进行操作,而不愿意账户阳光化。

反对的理由包括:(1)目前证券公司等其他机构的从业人员不允许投资证券,仅放开基金从业人员明显有失公平。(2)放松限制容易引起有关“老鼠仓”、基金经理是否公平对待个人投资和基金投资、基金经理投资能力等方面的质疑。(3)基金从业人员特别是基金经理的薪酬很高,其可以通过投资黄金、房地产等其他与投资者利益不相关的产品满足投资需求。(4)监管力量有限,监管难度大,对配套细则规定的信息披露、监督检查等制度的实施效果缺乏信心。(5)基金经理在不损害持有人利益的基础上进行证券投资并非不可行,但由于基金管理人的从业人员具有履职的便利条件,有先于其他投资者获得相关信息的机会,其利益冲突是切实存在的,且目前基金管理公司内部管理普遍不健全,如果配套措施不到位,则难以遏制“老鼠仓”等牟取私利的行为,监管难度之大或许超出想象。

综合来看,对此问题比较一致的意见是,应采取“疏”与“堵”两种解决手段,即在避免利益冲突的情况下,允许基金从业人员投资股票、债券、封闭式基金、可转债等证券品种;同时,强化基金从业人员的诚信义务,基金经理等专业人员应依法公开披露其投资行为,禁止基金从业人员从事背信行为及与基金和基金持有人利益相冲突的行为,否则将予以严厉处罚。

新基金法的相关规定体现了上述思路,一方面,明确规定基金从业人员进行证券投资,应当事先向基金管理人、基金托管人申报,并不得与基金份额持有人发生利益冲突;另一方面,考虑到从业人员证券投资行为的复杂性,投资的多样性,法律难以全面准确规范个人交易行为,而且随着市场的发展和个人交易的变化,法律规定过细,有可能会滞后于市场。新基金法充分借鉴境外市场依靠金融机构的内部控制规范基金从业人员证券投资行为的做法,明确基金管理人、基金托管人应建立从业人员证券投资的申报、登记、审查、处置等管理制度,并要求其报国务院证券监督管理机构备案。此外,在加强基金管理人内部监督以及法律责任,严格从业人员行为规范,严防内幕交易等违法违规行为方面,新基金法也做出了一系列制度安排,变“堵”为“疏”,较好地解决了基金从业人员买卖证券问题,增加了行业的透明度及吸引力,有利于打造开放、活力的行业环境。

根据新基金法的规定,从业人员证券投资的申报、登记、审查、处置等制度由基金管理人、基金托管人自行制定,但须向证券监管机构备案。其适用范围,包括基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员,基金托管人的专门基金托管部门的高级管理人员和其他从业人员,及其配偶和利害关系人。有观点认为,应当对从业人员证券投资的申报、登记、审查、处置制度予以细化,或者明确划定利害关系人的具体范围。从目前的规定来看,基金管理人、基金托管人根据本企业的实际情况和市场发展的实践需要自行制定从业人员证券投资的申报、登记、审查、处置等制度,更有利于发挥市场主体的意思自治,形成更好的规范效果,而相关制度内容由证券监管机构进行备案管理,也有助于监管机构及时掌握制度建设情况,统一管理。当然,目前法律的规定较为原则,在执行过程中,是否可以借鉴我国香港及台湾地区的做法,通过行业协会制定自律规则文件等,要求基金管理人、基金托管人建立事前申报、事后稽核审查制度,并明确利害关系人的具体范围,限定持股比例、持股期限、交易流程、账户开立等事宜,从而更好的规范基金从业人员的证券投资行为,仍然需要进一步探讨。

总之,新基金法以法制创新应对市场创新,在“放松管制”方面做了大幅补充、修改和完善。对各方普遍关注、认识比较一致的、修改条件成熟的事项,明确相关规定,如将公募基金募集申请由须作出实质性判断的“核准制”,改为仅需作合规性审查的“注册制”,由“核准制”取消、调整一系列行政审批项目等。对实践确实需要,但发展模式不成熟、不稳定,实践经验不充分的事项,有的仅做出原则性规定,为日后调整留出了空间,如降低基金管理人、基金托管人的市场准入门槛,放开从业人员买卖证券、基金关联交易的限制等,证券监管机构可以根据市场发展需要作出具体制度安排;有的由国务院制定具体办法调整为授权证券监管机构制定细则,如基金运作方式的选择、基金投资基金份额的除外规定等。这些安排有利于增强基金运作的灵活性,丰富基金产品体系,优化基金产品结构,强化市场竞争,推动基金行业在业务创新、组织创新和机制创新方面寻求突破,从而满足投资者多样化的投资需求,也有利于树立长期投资、价值投资理念,促进建立长效激励约束机制,稳定经营管理团队,为投资者提供更多更好的理财服务。