

## 国外金融机构集合投资 产品监管体制研究

肖百灵\*

**摘要:**金融业从分业经营向混业经营转变过程中,最早打破分业经营限制的往往是集合投资产品领域。从全球范围来看,金融业发达国家集合投资产品主要实行功能监管。功能监管有两种形式:一种形式是美国式的“温和”的功能监管,即性质相同的产品一定程度上统一监管规则,但仍保留多头监管体制;另一种形式是英国式的“彻底”的功能监管体制,即统一监管体制。本文通过研究国外集合投资产品监管体制的现状、发展趋势及美国集合投资产品监管体制转变的历史经验,以期能为我国集合投资产品市场的发展和监管提供有益的借鉴。

**关键词:**集合投资产品 功能监管 多头监管 统一监管

---

\* 深圳证券交易所综合研究所研究员,法学博士、博士后。

集合投资产品〔1〕的发展源于居民财富增长后进行保值增值的需求及金融机构增加业务收入的需求,其在全球范围内的快速发展是20世纪80年代后的事情。这一时期全球金融业发展的主流趋势是由分业经营向混业经营转变,集合投资产品由于发展历史短,往往是实行分业经营的国家最早打破分业经营限制的领域。

我国集合投资产品经过1997年至2001年的萌芽阶段、2002年至2005年的探索创新阶段,从2006年起进入快速发展阶段。截至2011年年底,我国金融机构集合投资产品资产规模已达12万亿元。〔2〕尽管我国法律原则上规定证券、银行、信托、保险业实行分业经营,但基金公司、证券公司、银行、信托公司、保险公司都在或明或暗地从事集合投资产品业务的事实,表明我国分业经营的坚冰已经被打破。

在这样一个各金融机构都参与的业务领域,法律规范及相应的日常监管规则却按照金融机构所属的金融监管部门分别由不同监管机构制定和执行。机构监管体制造成针对同一问题立法标准不统一、监管不一致,这被认为造成从业者竞争不公,投资者利益保护不统一,最终将不利于整个集合投资产品市场的发展。〔3〕本文试图研究国外集合投资产品监管体制的现状、发展趋势及美国集合投资产品监管体制转变的历史经验,以期能为我国集合投资产品市场的发展和监管提供有益的借鉴。

〔1〕 集合投资产品是指汇集多个投资者资金,由专业金融机构进行管理运用,并将所获收益按投资者出资进行分配的集合式投资构造。从这一概念出发,本文所称的集合投资产品大体对应于我们通常理解的国外的投资基金。我国相关学术文献及媒体报道中,集合投资产品通常包括五大类:基金公司的公募基金和一对多产品、证券公司的集合资产管理计划、信托公司的集合资金信托计划、银行个人理财产品、保险公司的投资连接保险。

〔2〕 仅指基金公司、证券公司、商业银行、信托公司、保险公司发行的集合投资产品,不包括非金融机构发行的私募基金。

〔3〕 业界、立法机关和研究机关的许多有识之士,都认识到了集合投资产品市场监管标准不一带来的弊端。参见吴晓灵主编:《投资基金法的理论与实践:兼论投资基金法的修订与完善》,三联书店2011年版;夏斌:“发展中国统一信托市场的两大问题”,载《法学》2005年第1期;夏斌、张承惠:“委托理财:政出多门必须结束”,载《财经时报》2003年5月24日版;李扬、殷剑峰:“建立市场纪律,完善监管体制,迎接理财新时代”,载中国社会科学院金融研究所殷剑峰主编:《2004~2009中国理财产品市场发展及评价》,中国财政经济出版社2010年版。

## 一、国外集合投资产品两种有代表性的监管体制

美国是世界上集合投资产品最发达的国家,也是最早对集合投资产品进行政府监管的国家。20世纪30年代的大萧条,促使美国政府对金融业实行严格的分业经营、分业监管体制,并开始对包括集合投资产品市场在内的证券市场进行联邦政府监管。当时及此后很长一段历史时期,集合投资产品主要投资于证券市场,且产品本身也主要是向公众进行销售,因此集合投资产品市场一直被认为是证券市场的一部分,由证券监管机构进行监管。美国从20世纪30年代开始引领全球集合投资产品市场的发展,因此,许多国家都取法美国监管体制建立了本国的集合投资产品监管体制。这种监管体制下,对集合投资产品的监管主要是对证券类集合投资产品的监管,且都由证券监督管理机构进行监管。随着集合投资产品在全球的发展,其投资领域不断扩张,从主要投资于证券发展到重视投资另类投资领域〔4〕;组织形式不断翻新,从公司型、契约型两种组织形式发展到公司型、契约型、有限合伙型三种组织形式;投资者越来越多样化,从以普通公众为主要投资者的公募型产品占主导地位到以富裕人士为主要投资者的私募型产品发展越发迅速。以美国式的证券类集合投资产品为核心的监管体制已经无法应对新型集合投资产品的发展,集合投资产品领域出现了功能监管的趋势。从全球范围来看,集合投资产品功能监管趋势产生的背景是:全球金融业从分业经营向混业经营转变成为一种趋势,与分业经营对应的机构监管体制需做出相应调整,引入功能监管。集合投资产品由于发展历史短暂,往往是实行分业经营的国家最早打破分业经营限制的领域,因此,在集合投资产品领域的功能监管趋势最为明显。功能监管有两种形式:一种形式是美国式的“温和”的功能监管,即性质相同的产品一

---

〔4〕 另类投资是指在股票、固定收益证券及期货等通过公共交易平台操作的投资以外的所有投资,涉及房地产、私人股权(Private Equity)、杠杆并购、黄金、艺术品等。20世纪90年代末以来,机构投资者多元化发展,富裕人士增长,产生财富管理需求,另类投资得以迅速发展。

定程度上统一监管规则,但仍保留多头监管体制;另一种形式是英国式的“彻底”的功能监管体制,即统一监管体制。

### (一)以美国为代表的多头监管体制

在美国,集合投资产品主要包括三类:投资公司<sup>[5]</sup>、银行集合管理基金、商品基金。这三类集合投资产品由不同的监管机构进行监管。

#### 1. SEC对投资公司的监管

投资公司是至少40%的资产投资于证券的集合投资产品,即我们通常理解的证券投资基金。投资公司的定义非常宽泛,很难一一列举。根据《1940年投资公司法》第3条的规定,投资公司定义的精髓是:投资公司既是证券的“发行人”也是证券的“投资人”。实践中,判断某公司是否是投资公司有主观和客观两种检验标准:一是主观检验标准:任何宣称自己是专门从事证券投资或再投资业务的机构即被认为是投资公司。在对此进行确认时,SEC和法院会着眼于公司的陈述、公司经营报告和财务报告以及股东预期。二是客观检验标准:主要看公司的资产组成。任何事实上从事证券投资、再投资或证券交易的公司只要将40%以上的资产投资于证券,都被视为投资公司,即使其不自称为投资公司。同样,SEC和法院会考虑公司的实际经营情况、财务报告结果及公司和股东的关系。<sup>[6]</sup>

投资公司由SEC根据《1940年投资公司法》进行监管,接受该法案监管的投资公司被称为是“注册投资公司”。根据《1940年投资公司法》注册成立的投资公司主要有四类:共同基金、封闭式基金、单位投资信托以及ETF。无论是基金数量还是管理资产规模,共同基金都是最主要的注册投资公司类型。《1940年投资公司法》第3(b)和3(c)条中特别豁免某些机构不作为投资公司,从而将许多种投资公司从其监管中排除,这些投资公司被称为“非注册投资公司”,私募基金即属于非注册投资公司之一种。

[5] 集合投资产品是一种集合式投资构造,有多种组织形式,公司是组织形式之一。在美国,采取公司组织形式的集合投资产品被称作投资公司。

[6] 董华春:“千金散尽还复来——美国证券法‘投资公司’定义的法律辨析”,载北大法律信息网,[http://article.chinalawinfo.com/Article\\_Detail.asp?ArticleID=23157](http://article.chinalawinfo.com/Article_Detail.asp?ArticleID=23157),2012年7月5日访问。

投资公司业是美国监管最严格的金融行业,监管立法具有多层次性,这其中,《1940年投资公司法》规范投资公司,主要规定投资公司的定义、组织形式、资本结构、销售要求等内容。《1940年投资顾问法》规范投资顾问<sup>[7]</sup>,要求管理公募基金的投資顾问进行注册,对其咨询管理服务协议、佣金提出了相关要求,禁止投資顾问进行欺诈行为,要求其對投資者承担信义义务、信息披露义务,还需保存账册和保留交易记录。传统上,私募基金及其管理人根据《1940年投资公司法》和《1940年投資顾问法》获得注册豁免。《1933年证券法》和《1934年证券交易法》对基金份额的发行和交易做出了详细规定,基金份额的发行需要满足《1933年证券法》的注册登记要求,如果在交易所上市交易,还需遵循《1934年证券交易法》的登记与定期申报要求。此外,采用公司形式的基金,在州注册时,还要遵守州公司法的规定,各州蓝天法对基金份额的发行有规定的,在该州注册的基金公开发行基金份额时还需遵守州蓝天法的相关规定。不过,1996年《全国证券市场改进法》通过后,根据《1940年投资公司法》在联邦注册的基金在许多方面只接受联邦法律的监管,不再受州法监管,但在处理与券商相关的基金份额销售欺诈案件中,各州仍然有监管权限。

根据《1940年投资公司法》及之后SEC颁布的规章、命令的要求,SEC对投资公司进行监管最重要的制度是:信息披露制度和對投資公司的治理要求。对投資公司的信息披露要求主要体现在招股说明书和持有人报告两方面。对投資公司的治理要求,主要是通过规定董事会构成中大多数为独立董事,通过赋予独立董事权利和义务,使其能对投資顾问的行为进行监控。

## 2. OCC等对銀行集合管理基金的监管

在美国,共同信托基金(Common Trust Fund)和集合投資基金(Collective Investment Fund)只有銀行和信托机构才能发行。本文为论述方便,將共同信托基金和集合投資基金合称为“集合管理基金”。

根据《联邦法规》第12章9.18节(Code of Federal Regulation, CFR)的规定,集合管理基金是銀行根据该款规定的特定标准建立的,

---

[7] 即我国通常理解的基金管理公司。

将银行担任受托人的信托账户的资产混合在一个账户,由银行管理的信托基金。银行集合管理基金根据信托计划文件成立,该文件详细规定了银行应该如何管理基金资产。银行是集合管理基金的受托人,且是基金资产法律上的所有人。

银行集合管理基金主要有三类:第一类是 A1 型集合管理基金(简称 A1 基金),是为投资目的将不同的信托账户集合起来进行管理,A1 基金在业界通称为共同信托基金。第二类是 A2 型集合管理基金(简称 A2 基金),仅限于豁免联邦税的员工退休金账户、福利金账户、利益分享账户、股票红利账户等账户的集合管理,A2 基金在业界通称为集合投资基金。共同信托基金和集合投资基金都接受《联邦法规》第 12 章第 9 节(12 CFR Regulation 9)的大部分约束,不过,集合投资基金不能依据《国内税收法案》(The Internal Revenue Code)第 584 条获得穿透税收待遇,广告营销不受限制,且在联邦证券法中有不同于共同信托基金的立法和监管历史。本文对集合管理基金规则的讨论,大部分都同时适用于共同信托基金和集合投资基金。第三类是其他基金。根据规则 9.18(c)条的规定,全国性银行在不违反有关法规的情况下,可向 OCC 申请成立数种除了 A1 基金及 A2 基金以外的集合管理基金。这其中,有一种“特别例外基金”(Special Exemption Fund),该种基金可采取 A1 基金形式、A2 基金形式或其他形式,它拥有独特的投资条款,可以与 12 CFR 9.18(a)及(b)的某些条款的基本要求不一致。特别例外基金类似于《1940 年投资公司法》中授予 SEC 的一般豁免权,是美国银行监管机构鼓励银行集合管理基金创新的主要方式。

银行集合管理基金和投资公司具有许多共同特征,经营上也有类似之处,但二者也有根本差别。一般公众不能投资于银行集合管理基金,原因在于:银行是为有效管理其以“善意受托人”(bona fide fiduciary)身份持有的信托账户而设立银行集合管理基金的。根据《1940 年投资公司法》第 3 条规定,共同信托基金或集合投资基金等此类为集合管理目的而存在的基金并非《1940 年投资公司法》定义下的投资公司,故无须依该法向 SEC 注册为投资公司,且不受《1940 年投资公司法》的严格规范。适用此豁免最重要的条件是信托基金的成立是以建立真诚善意的信托关系为目的,而非作为公众的一般投资管道,否

则仍需向 SEC 注册登记。SEC 对“善意受托人”有严格解释,仅限于传统个人信托中银行充当受托人、遗嘱执行人、管理人、监护人以及《统一未成年人赠与法》(the Uniform Transfers to Minors Act)中规定的监护人,而信托权力的行使必须不仅仅限于金钱的管理。SEC 一直将是有真实的基础信托关系作为界定信托关系存在的基础,曾经多次认定“迷你信托”(Mini-Trust,迷你信托通常根据标准化、可撤销或有最低资产标准的合同设立)是代理投资管理合同,因此,不允许这些类型的账户参与银行集合管理基金,只有雇员利益账户不受“善意受托人”规则的限制。

整体而言,集合管理基金投资范围比投资公司宽泛,管理人可与委托人协商,享有较为宽泛的自由裁量空间,但同时也面临相当多的行政限制及义务责任规范,比如其受限于忠实义务的要求以及合理收费的要求,其中后者与管理人的收益高度相关。因此,虽然集合管理基金可豁免联邦税,不适用《1940年投资公司法》严格的监管规则,且不需向 SEC 定期报告因而省下大笔费用支出,但向委托人收取费用的项目相较于投资公司而言少很多。直到 1996 年年底国会通过法案减免银行将经营的集合管理基金转换为自己旗下或同业的一个或数个共同基金的获利或损失的确认,一段时间内,美国商业银行纷纷将其管理的集合管理基金转换为共同基金,以提高银行利润。银行进行此种转换有多种好处:除了可向一般大众募集资金扩充规模外,对某些所属金融控股公司同时拥有共同基金公司的银行而言,尚可因业务整合消除双轨管理的困扰并因此降低人事成本。此外,转换成共同基金除了可收取信托管理费用外尚可收取投资顾问费用(集合管理基金通常不被允许收取投资顾问费用)或经由销售其他公司基金赚取佣金收入,这些都可提高银行的收益。

投资公司监管的逻辑理由是:由于面向不特定的公众发行,投资者无法个别磋商发行条件,且投资者对其财产已失去实质性管理权和控制权,此时投资者是证券法保护的主体。集合管理基金建立在以信赖为基础的信托关系上,产生不当劝诱的可能性较低;同时,OCC 已经对从事该业务的机构进行了充分的监管,无须重复监管。下表是投资公司和集合管理基金主要监管规则的对比:

表1 银行集合管理基金和投资公司主要监管规则之比较

对比项	银行集合管理基金(简称 CMF)	投资公司(简称 IC)
信息披露	(a)不能公开做广告,除非作为银行信托业务广告的一部分; (b)可以在向潜在客户发放的年度报告内包含 CMF 的过往业绩。	(a)需向 SEC 注册,注册时需提交招股说明书,且必须将招股说明书发放给每个投资者;(b)可依法就过往业绩进行广告;(c)需提交半年度报告,通常需每个月月末 30 天内报告持股情况。
治理结构	银行是 CMF 的法人受托人,负责 CMF 的一切事务,但投资管理职能可以根据谨慎标准委托给第三人。	(a)共同基金通常有外部投资顾问; (b)董事会中至少 75% 是外部独立董事,董事长需是独立董事;(c)董事会必须至少每季度开一次会;(d)利益冲突交易需独立董事批准。
基金管理费用	银行由于已经收取了单个信托账户的信托管理费用,因此不再单独收取 CMF 的管理费。	投资顾问合同必须详细规定投资顾问的收费。该项收费必须经 IC 董事会多数决通过,包括多数独立董事通过。
杠杆操作	银行管理 CMF 时不能借贷或者将 CMF 资产进行抵押。	IC 借款时,每 3 元资产的最大负债额是 1 元。
利益冲突	银行被禁止从事利益冲突交易,除非在个案的基础上经受托人同意。	IC 的投资顾问和承销商不能与 IC 从事自我交易,但在代理费公平、合理条件下可代理他人与 IC 交易。
持有人投票	CMF 的持有人很少被要求就任何交易进行投票。	股东有权就下列事项投票表决:投资顾问费、12b-1 计划、董事会成员的选举,但不要求每年开一次股东大会,因为投票权征集花费太高。
投资限制	根据州法和书面信托文件进行投资。	投资于经纪商—交易商、投资顾问、保险公司和其他共同基金时有特定要求。
营销费用	购买 CMF,投资者无须交手续费。	IC 发行时,既可能无手续费,也可以延迟支付销售费,还可以实行 12b-1 计划。

### 3. CFTC 对商品基金的监管

商品基金(Commodity Pools)在美国又被称作“商品期货投资基金”,是投资于商品以及交易商品的基金,由商品期货交易委员会(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)监管。商品基金是商品期货业中的投资公司,由于主要投资对象并非证券,因此不受《1940 年



投资公司法》的规范。

CFTC 对商品基金的定义相当广泛,集合多数投资人的资金,通过单一的集合账户在期货合同和商品期权上交易的投资工具,都属于商品基金,不管这些交易是不是基金主要的活动或者是其主要活动之一。即只要是投资于商品期货和期权的集合投资工具,就被视为商品基金。因此,商品基金这一定义包含了各种各样的投资工具,既包括纯粹为了在期货市场上投资设计的基金,也包括为了在证券市场投资的基金。例如,对冲基金很明显是商品集合投资,要受 CFTC 的监管,尽管可能有资格按照 CFTC 规定的一些要求获得部分豁免。

商品基金纳入监管范围是近三十年来的事。20 世纪 70 年代商品期货市场的繁荣,引起了当时还是农业部内设机构商品交易机构的注意,他们认为,为了防止不成熟的投资者进入这个市场,商品基金经理(Commodity Pool Operator, CPO)<sup>[8]</sup>、商品交易顾问(Commodity Trading Advisors, CTA)<sup>[9]</sup>应该注册。《1974 年商品期货交易委员会法》和《2000 年商品期货现代化法》对 CPO 和 CTA 的注册、监管和考核进行了十分严格的规定,确保其业务技能和职业道德符合职业运作的要求。大部分商品基金是私募基金,通常向机构投资者或者成熟投资者出售,因此往往是对冲基金的一种,不过,少部分商品基金公开发售,且根据《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》向 SEC 注册。

和 SEC 对投资公司监管的基本理念一样,CFTC 对商品基金的监管也是建立在信息披露制度上。CFTC 对基金运作的各个环节,CPO 和 CTA 信息披露的周期、频率、内容、时效等作了详细规定,确保市场的公开、公平和公正,确保投资者享有知情权,保护投资者不受虚假和不详信息的误导。针对投资者的不同,在披露内容的要求上又不乏灵活性,避免了“一刀切”的弊端。

和 SEC 对投资公司的监管制度不同的是,CFTC 对商品基金本身的治理结构没有强制性要求,此外,对管理人基于交易所获收益的激励费

---

[8] CPO 是基金的主要管理人,是基金的设计者和决策者,负责基金发行,选择基金主要管理者,决定基金投资方向。

[9] CTA 受雇于 CPO,负责在 CPO 或交易经理的授权下进行具体交易,决定基金投资策略。

用的态度也不同。由于担心来自交易获益的激励费安排会导致管理人承担不适当的风险,因此《1940年投资顾问法》禁止该种激励费,但CFTC认为,投机和承担风险是期货行业的正常现象,故没有对该种激励费采取禁止态度。

从监管角度看,投资公司、商品基金、对冲基金这三种容易让人混淆的投资工具主要区别如下表所示:

表2 从监管角度看投资公司、商品基金、对冲基金的区别

对比项	投资公司	商品基金	对冲基金
投资标的	以证券为主	以期货期权为主	不受限
投资策略	杠杆交易受限,不采取某些投资策略	不受限,但必须披露符合保证金要求的风控措施	不受限
募集方式	公募	公募、私募	私募
组织形式	以公司为主	以有限合伙为主	以有限合伙为主
治理结构	强制要求独立董事	没有强制性要求	没有强制性要求
管理费	不允许交易激励费	允许交易激励费	允许交易激励费
规范法规	《1933年证券法》、《1934年证券交易法》、《1940年投资公司法》、《1940年投资顾问法》	《1974年商品期货交易委员会法》和《2000年商品期货现代化法》;公开募集时,适用证券法相关规定	《私募基金投资顾问注册法》;投资于期货期权时,按照商品基金进行规范

#### 4. 美国对集合投资产品的功能监管

在美国,各金融机构都可以发起投资公司,向公众投资者发售投资公司份额,但投资公司份额公开发售前需向SEC注册登记为证券,投资公司需要向SEC进行注册登记,披露相关信息,并按照《1940年投资公司法》的要求建立投资公司的治理结构。投资公司成立后,需接受SEC的监管。如果金融机构同时还担任投资公司的投资顾问,还需向SEC申请注册成为投资顾问,由SEC根据《1940年投资顾问法》进行监管。如果金融机构不向公众投资者发售投资公司份额,而是采取非公开方式仅面向成熟投资者发售投资公司份额或者在100人以内的获许投资者中发售投资公司份额,则符合私募基金豁免注册条件,无须接受SEC监管。担任该类私募基金投资顾问的金融机构,如果资产管理规模在1.5

亿美元以上,必须在 SEC 注册;如果资产管理规模在 1 亿美元以上但低于 1.5 亿美元,可以选择在 SEC 注册。在 SEC 注册的私募基金管理人和公募基金管理人一样接受全面而严格的监管,包括通过 ADV 表格(Form ADV)向 SEC 进行全面持续的信息报送;定期向 SEC 报送私募基金表格(FORM PF);严格遵守包括信息披露、第三方存款、利益冲突处理、收费方式、投资与交易方式等在内的合规要求;指定内部合规主管负责协助监管部门监督与规范;接受 SEC 强制性的现场及非现场检查。资产管理规模在 1 亿美元以上但低于 1.5 亿美元,选择豁免在联邦注册的私募基金管理人、根据“风险资本豁免”规则豁免注册的私募基金管理人、根据“小型商业投资公司豁免”规则豁免注册的私募基金管理人,需向 SEC 报送监管信息。

如果保险机构向公众投资者发售变额保险产品<sup>[10]</sup>,根据《1933 年证券法》的规定,变额保险产品公开销售前需向 SEC 注册成证券,履行对 SEC 和公众必要的信息披露义务。根据《1934 年证券交易法》,销售变额保险产品的保险公司及其代理人需向 SEC 注册成经纪商—交易商,成为金融业监管局(The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)的会员,遵守 FINARA 有关交易的规定。根据《1940 年投资公司法》,变额保险产品独立账户需向 SEC 注册成投资公司,保险公司销售和管理变额保险产品的收费需遵守一定规则,销售、管理变额保险产品的人员必须有保险业和证券业双重从业资格,后种资格的获得需参加 FINARA 组织的考试并在 FINARA 注册。此外,变额保险产品在各州销售时,必须经州保险监管机构批准,其经营行为受州保险监管机构监管。保险监督官协会(National Association of Insurance Commissioners, NAIC)颁布《变额人寿保险示范法》,基本被各州采用,成为监管变额保险产品的重要法律渊源。

如果向公众公开发售份额的投资公司不仅投资于证券,还从事商品权益交易,满足 CFTC 关于商品基金的规定,但不符合《1940 年投资公司法》相关豁免条件,则 CPO 销售商品基金份额的行为需根据《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》的规定接受 SEC 的监管,而 CFTC 负责

---

[10] 即我国的投连险产品。

监管该种商品基金的运营和投资活动。如果是私募型商品基金,则 CFTC 对该类基金行使唯一的监管权。

## (二)以英国为代表的统一监管体制

英国是统一监管体制的典型代表。在英国,开放式集合投资产品被统一称作“集合投资计划”<sup>[11]</sup>。按照是否由英国金融服务监督局(Financial Service Authority, FSA)监管,集合投资计划分为“受监管集合投资计划”(Regulated Collective Investment Scheme)和“未受监管集合投资计划”(Unregulated Collective Investment Scheme)。受监管集合投资计划分为“经授权境内集合投资计划”和“经认可境外集合投资计划”(Recognized Scheme),后者涉及境外基金在一国的承认问题,非本报告研究范畴。经授权境内集合投资计划按照组织形式可分为两种:单位信托(Unit Trust Scheme)和开放式投资公司(Open-end Investment Companies, OEICS)。采取这两种组织形式的集合投资计划既可能向公众发售,也可能面向特定投资者发售。面向公众发售的集合投资计划,又可以分为欧盟 UCITS 计划(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, 简称 UCITS 计划)和非欧盟 UCITS 计划。两者的区别在于:欧盟 UCITS 计划是在欧盟范围内得到承认的集合投资计划,受欧盟委员会发布的 UCITS 指令(欧盟发布的有关 UCITS 的一系列指令的合称)的规制,投资范围没有非欧盟 UCITS 宽泛。“面向特定投资者发售的经授权的集合投资计划”和“未受监管的集合投资计划”属于我们通常意义上的私募基金,两者的区别在于:前者仍然需要获得 FSA 的授权,仍然受 FSA 监管;而后者无须获得 FSA 授权,也不受 FSA 监管。英国集合投资计划的类型见下表:

---

[11] 英国集合投资产品还包括封闭式基金——投资信托公司,投资信托公司适用普通公司法的规定,如无特别说明,本文对英国集合投资产品的研究不涉及投资信托公司。根据《2000年金融服务与市场法》的规定,集合投资计划(Collective Investment Scheme)是一种关于任何形式财产(包括现金)的约定,该约定使投资者有权参与或享有基于取得、占有、管理及处分该财产而产生的收益或收入。投资者在约定关系中,不得对财产的管理享有经常性的控制,但可以提供咨询或指示。该约定应具备以下特点:参与者共同出资,共享获利;财产由管理人统一管理。

表 3 英国集合投资计划的类型

类 型				
受监管集合 投资计划	经认可境外集合投资计划(Recognized Scheme)			
	经授权境内 集合投资 计划	单位信托	公募集合 投资计划	UCITS
				非 UCITS
		面向特定投资者计划		
	开放式投 资公司	公募集合 投资计划	非 UCITS	UCITS
				非 UCITS
面向特定投资者计划				
未受监管集 合投资计划	对冲基金			
	私募股权投资基金			

英国目前实施集银行业、证券业和保险业监管于单一监管机构 FSA 的统一监管体制。集合投资计划主要由 FSA 监管,其监管法律依据分别是:《2000 年金融服务与市场法》,该法专章规定了集合投资计划;FSA 根据《2000 年金融服务与市场法》颁布的一系列命令、指引(简称 FSA 监管手册),包括《2001 年集合投资(豁免)发起条例》(Promotion of Collective Investment Scheme (Exemption) Order 2001)、2004 年的《集合投资计划规范手册》(Collective Investment Scheme Sourcebook)等。

英国统一监管体制下,集合投资计划投资范围相当自由,没有太大限制,完全视申请者申请的内容及 FSA 核准范围而定。不过,对不同的投资品种,相关规则会明确规定相应集合投资计划的操作限制与管理要求。除此之外,有关集合投资产品的信息披露、管理人应遵守的行为规范及应承担的义务都一体适用于所有集合投资计划及其管理人。

在英国,各金融机构都可以发起设立集合投资计划,但集合投资计划份额公开销售前,必须先向 FSA 申请核准或经其认可(Recognized,针对境外集合投资计划)。担任集合投资计划管理人的金融机构,必须先取得 FSA 核准,成为经授权公司(Authorized Firm)。FSA 的监管手册设置了三方面的标准,对管理人进行规范:标准之一涉及基金管理公司的董事和高级经理以及内部控制制度;标准之二要求基金管理公司在其管理的基金中,投入高于一定数额的自有资金;标准之三则涉及反洗钱法案、商业道德规范等方面的内容。从业人员方面,《2000 年金融服务与市场法》按公司运作将部分职务列为“关键职务”(Controlled Functions),执行这

些职务的人员必须先取得 FSA 核准成为经批准人员 (Approved Person) 后,才能从事关键职务所列的业务行为。关键职务包括 4 种有重要影响力的职务 (Significant Influence Functions) 以及 71 种与客户相关的职务 (Customer Functions)。私募基金由于不涉及公开销售,故可以“未受监管集合投资计划”的形式成立,无须向 FSA 申请核准或经其认可,但其管理人必须先取得 FSA 核准,成为经授权公司 (Authorized Firm),并接受 FSA 持续监管。

## 二、国外集合投资产品监管体制的发展趋势

近年来,不少国家开始借鉴英国式的统一监管体制,在将本国金融监管体制改革成统一监管体制的同时,在集合投资产品领域也实现了统一监管。日本和韩国是转型比较彻底的两个国家。

日本金融法制在“二战”之后,亦步亦趋于美国的金融证券法制,集合投资产品领域也不例外。1998 年之前,日本集合投资产品主要是证券投资基金,由大藏省(即财政部)证券局负责实行监管。1998 年,日本通过了《关于金融体系改革相关法律的调整等事宜的法律》,根据该法,基金业监管机构由大藏省转移给新成立的金融监管厅。2000 年日本取法英国,将金融监管厅改革成金融业的单一监管机构金融服务监管厅 (Financial Services Agency),金融服务监管厅行使对所有金融机构的统一监管权。2006 年日本《证券交易法》全面修订,并更名为《金融商品交易法》,该法于 2007 年 9 月 30 日全面实施。

目前,日本集合投资产品的监管体制与英国比较接近,由单一监管机构进行监管,有专门集合投资产品法律规范,但对管理人的规范融合在对产品的规范中。日本有关集合投资产品监管的主要立法是《投资信托暨投资法人法》和《金融商品交易法》。两部法律都同时规范公募基金和私募基金,《投资信托暨投资法人法》中,私募基金是一类特殊的投资信托或投资法人;《金融商品交易法》中,私募基金是面向专业投资者进行销售、劝诱的金融商品。由于私募基金的特殊性质,《投资信托暨投资法人法》和《金融商品交易法》将公募基金和私募基金进行区别监管,

许多关于公募基金投资管理方面的限制性规定、信息披露的强制性义务都排除适用于私募基金。例如,私募基金投资于缺乏流动性的投资标的、衍生性金融商品不受严格限制;又如,私募基金的信息公开程度较公募基金的要求低。

《金融商品交易法》将证券的定义和范围扩大至包括有价证券和衍生金融商品在内的各类金融商品,该法第2条第2项第5款、第6款以集合投资产品为规范对象,涵盖范围相当广泛,投资信托、投资法人是集合投资产品之一种,因此有关投资信托和投资法人运作、销售及信息披露等原则性规定适用《金融商品交易法》。不过,《金融商品交易法》更多是原则性规定,《投资信托暨投资法人法》作为《金融商品交易法》的特别法仍继续适用。《金融商品交易法》还首次引入一个概括性概念——集合投资计划,集合投资计划是除投资信托、投资法人外的采取其他法律组织形式的基金<sup>[12]</sup>,需满足三个要件<sup>[13]</sup>:一是接受投资者金钱的出资、支出;二是利用出资、支出的金钱进行事业、投资;三是享有将该事业所产生的收益等向出资人进行分配的相关权利。集合投资计划份额适用《金融商品交易法》中关于信息披露、投资者保护的相关规定。

在日本,满足一定条件的金融机构都可以申请从事公募集合投资产品管理业务,符合这些条件的机构,可向监管机构提出记载法定事项的登记申请书。欲从事面向专业机构的私募集合投资产品业务,不需要履行登记手续,但监管机构从确保市场公正和透明度角度考虑,为掌握行业实际情况,对行业准入实行申报制。

韩国是多头监管体制向统一监管体制转变的另一典型国家。1997年亚洲金融危机的爆发促使韩国对其金融监管体制进行深刻反思,并采

---

[12] 《金融商品交易法》引入集合投资计划的背景是:随着日本金融技术的发展,许多新型基金不断涌现,比如拉面基金、葡萄酒基金、音乐基金。这些新型基金的经营者大都采用合伙形式募集资金,合伙组织是一种单靠合同结成的团体。这些代表合伙份额的金融商品的出售和劝诱以及资金的运作,完全不受任何行业组织和行政机关的监督。由于侵害投资者权益的事件不断发生,为了保护投资者,需要制定更具有包容力、适用范围更加广泛的投资者保护法,因此,《金融商品交易法》引入集合投资计划这一概念,以对新型基金实施统一监管。

[13] 杨东:“论集合投资计划的法律规制——以日本法为中心”,载王保树主编:《中国商法年刊:金融法制的现代化(2008)》,北京大学出版社2009年版。

取了“大爆炸式”的变革。金融危机前,韩国金融监管体制以财政经济部(the Ministry of Finance and Economy)作为最高管理当局,银行监督院、证券监督院、保险监督院等金融监管机构分别对所辖的金融机构进行监管。金融危机后,韩国先后出台一系列法律,根据修订后的法律,金融监管委员会(Financial Supervisory Commission, FSC)及其执行机构金融监管院(Financial Supervisory Service)拥有对金融机构的全部监管权,并且形成财政经济部、韩国银行、存款保险公社共享监管职能的金融监管体系。2007年6月,韩国国会通过《资本市场和金融投资服务法》(Capital Market and Financial Investment Service Act),该法整合并取代证券法、期货法、资产管理法等8部法律法规,并于2009年正式实施。

在韩国,集合投资产品主要是基金,但2003年前,根据管理人的不同基金产品分别适用《证券投资信托业法》(契约型基金)、《证券投资公司法》(公司型基金)和《保险业务法》(保险公司管理的基金),这既容易造成监管不公,也不能充分保护投资者利益,还在某种程度上抑制了基金产品创新。2003年,《间接投资资产管理业法》颁布,整合了有关基金产品的所有监管法规,将各金融机构基金业务置于公平统一的监管环境下,还增加了基金可投资范围(如ETF、OTC和房地产),这极大地促进了韩国基金业的发展。2009年实施的《资本市场和金融投资服务法》进一步将基金统一称作集合投资计划,依据投资对象的不同,集合投资计划分为证券型基金、房地产型基金、货币型基金、平衡型基金和其他类型基金,其中平衡型基金是新法新增的一种基金类型,可以投资于任何资产。此外,基金组织形式不再限于信托和公司,还包括合伙企业、有限责任公司和合作联盟等形式。

《资本市场和金融投资服务法》将生产金融投资产品的业务和为投资者办理金融投资商品的业务统称为金融投资业,前者包括集合投资业和信托业,后者包括投资买卖业(Dealing)、投资中介业(Brokerage)、投资委任业(Non-discretionary Investment Advisor)和投资咨询业(Discretionary Investment Advisor)。各金融机构都可以申请从事集合投资业,从事同一业务的机构接受相同的监管,不论其是金融控股公司、资产管理公司、证券公司还是信托公司。但根据投资者(一般投资者和专业投资者)的



不同和涉及金融投资产品(证券、场内衍生品和场外衍生品)的不同,集合投资业的市场准入条件、监管规则会有差异。<sup>[14]</sup>

### 三、分业监管体制下美国集合投资产品监管体制转变的历史经验

从20世纪末开始,越来越多的国家采取统一监管体制,统一监管体制成为国外集合投资产品监管体制的主流发展趋势。即使是最早以法律形式确立分业经营分业监管的美国,也在1999年以立法的形式确立了功能监管,反映到集合投资产品监管领域,则是朝统一监管体制更靠近了一步。考虑到历史上美国分业经营、分业监管的历史非常长,在这个过程中,不同监管机构之间就类投资公司的监管有不少生动有趣的案例。另外,我国和美国一样实行金融分业监管体制,美国在长达六十多年的金融分业经营过程中,监管体制面临混业产品的种种应对,对我国有很好的借鉴意义,因此本文对美国集合投资产品监管体制转变的历史经验单独进行研究。

#### (一) 美国类投资公司产品对多头机构监管体制的挑战及应对

1933年至1999年,美国实行分业经营分业监管体制,投资公司在这一时期获得了蓬勃发展。由于投资公司表现出来的强劲发展势头,其他行业参与者也试图进入该行业。他们通过推出在功能上类似投资公司的产品,集合投资者的资金,投资于证券市场,以参与到投资公司业的蓬勃发展中,但受制于当时美国分业经营分业监管的体制,各类金融机构相继推出的集合投资产品,都面临分业监管带来的监管冲突问题。银行推出的集合管理基金,保险公司推出的变额年金、变额寿险,期货业推出的商品基金,是否属于《1940年投资公司法》中定义的“投资公司”,其份额是否属于《1933年证券法》中定义的“证券”,在美国历史上曾面临争论。银行业、保险业、期货业、证券业(包括投资公司业)及各自监管机构为此曾有多次交锋。

---

[14] 杜晶:“论金融综合规制改革与金融服务法体系的建立”,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第1卷),法律出版社2010年版。

投资公司早期的发展是 20 世纪 70 年代之前。20 世纪 40 年代到 70 年代初之间,由于证券市场非常强大,主要投资于股票的投资公司业相应地也十分兴盛。投资公司业的成功吸引了竞争者的注意,保险公司成为第一个外来者,创造出了一个混合保险和基金特色的新产品——变额保险产品。变额保险产品的推出,遭到了银行家协会(The American Bankers Association, ABA)、投资公司协会(Investment Company Institution, ICI)和全美证券交易商协会(National Association of Securities Dealers, NASD)的反对,因为保险业在税收和其他方面有优势,根据联邦证券法,变额保险产品作为保险产品将能豁免接受证券法的监管。总体上,围绕保险业推出的变额保险产品发生的监管冲突不算太激烈,主要原因是保险业由各州进行监管,在联邦层面没有统一的监管机构,因此在联邦层面就某一特定产品施加监管没有太大阻力。1959 年最高法院宣判的 SEC 诉变额年金人寿保险公司案(SEC v. VALIC)、1964 年最高法院第三巡回法庭宣判的谨慎保险公司诉 SEC 案(Prudential Insurance Co. v. SEC),确认了变额保险产品是应当按照《1933 年证券法》登记的证券,变额保险产品之下的资产池被要求按照《1940 年投资公司法》注册为投资公司。因此,早在 20 世纪 60 年代中期,变额保险产品就实行了功能监管。

商品基金是商品期货业中的投资公司,由于投资对象是商品及商品期货,故由 CFTC 监管。SEC 和 CFTC 在共同监管商品基金问题上很少发生冲突,主要原因是:许多商品基金的投资人限于富裕的、经验丰富的成熟投资者,因此,基金可以获得 SEC 的注册豁免。公募型商品基金的资金募集行为需接受 SEC 的监管,但公募型商品基金功能监管的实现没有遇到大的阻力,原因在于:CFTC 强制要求注册商品基金运营人进行信息披露,这和 SEC 根据《1933 年证券法》所做的披露要求没有太大差别。此外,CFTC 强制要求注册商品基金提交的财务报告,也可以很容易地转换,以满足 SEC 根据《1934 年证券交易法》规定的报告要求。

围绕银行推出的集合管理基金发生的监管冲突非常激烈。主要原因有三:其一,联邦银行监管者作为机构监管体制的坚定拥护者和 SEC 作为功能监管理念的提倡者,两者在监管理念上差异巨大。其二,一方面,银行在历史上一直从事信托业务,信托业务是广义的资产管理业务,

也是传统商业银行业务;另外,1933年《格拉斯-斯蒂格尔法》(Glass-Steagall Act)明确禁止商业银行从事投资银行业务,因此,银行推出的集合管理基金究竟是共同信托基金从而属于信托业务之一种,还是投资公司从而属于投资银行业务,具有不确定性。其三,在更高的层面,银行是否可以从事投资公司业务直接涉及1933年《格拉斯-斯蒂格尔法》确定的分业经营体制是否应该取消,是否允许混业经营的问题。基于此,围绕银行推出的集合管理基金是否属于投资公司,发生了多起案例。其中比较著名的两个案例是:1971年最高法院宣判的ICI v. Camp案和20世纪80年代初华盛顿巡回法庭宣判的ICI v. Canover案。

Camp案和Canover案确定了判定银行集合管理基金业务是否属于投资公司业务的标准,这些标准直至今日仍然有效。银行集合管理基金业务需要首先根据这些标准区分为传统的信托业务和投资公司业务,投资公司业务需接受SEC的功能监管,而传统的信托业务则仍然由银行监管机构进行监管。1999年《格兰姆-里奇-比利法》(Gramm-Leach-Bliley Act)授予银行完全的进入一般性证券业的资格,特别是进入共同基金业的资格,法律允许银行为共同基金担任顾问、进行承销,并把基金份额卖给公众。正如1933年《格拉斯-斯蒂格尔法》批准银行离开证券业,1999年《格兰姆-里奇-比利法》批准了银行的回归。

## (二) 美国经验之小结

### 1. 美国集合投资产品监管体制转变的方向

1933年到1999年,美国集合投资产品监管体制由机构监管体制迈向了功能监管体制,但是美国功能监管体制并非英国式的单一监管机构的功能监管体制,在美国,多头监管仍然存在。事实上,美国的经验告诉我们,功能监管不排斥机构监管的存在,功能监管在实践中是有层次的:一种是比较温和的方式,即所有从事相同活动的金融机构接受相同规则的规范,但没有必要由相同的联邦监管机构实施这些规则,这实质上是功能性分业监管;另一种是比较彻底的方式,即所有从事相同活动的金融机构接受相同规则的规范,且由相同的联邦监管机构实施这些规则,这实质上是功能性统一监管。

### 2. 美国集合投资产品监管体制转变的基础

美国集合投资产品监管体制转变,具有特定的经济、政治、法律基

础。从经济上看,20世纪70年代到90年代,美国金融服务市场日益国际化,国内、国际金融业竞争加剧;金融自由化浪潮出现,金融创新不断发展,新的金融工具、金融产品不断涌现;金融机构日益多元化、融合化,金融集团不断涌现。此时,为适应金融业的发展,维护金融稳定,促进金融发展,美国必须对机构监管体制作出一定的变革。

从政治上看,集合投资产品监管体制转变是各方利益博弈的结果。这其中,银行利益团体不断对国会进行游说,使得法律逐渐放松银行从事投资公司业务的限制,1999年国会通过《金融服务现代化法案》(Financial Services Modernization Act),使得包括银行在内的任何机构都可以依法自由从事投资公司业务。ICI作为行业利益代表,在推动基金业功能监管方面做出了持续不断的努力。无论是20世纪60年代就保险公司通过其新产品变额保险产品进入投资公司业,还是从70年代开始银行系集合投资产品的推出,ICI基于行业公平竞争的考虑,代表投资公司业对这些类投资公司提起了诉讼,为行业赢得了—个平等竞争的发展环境。SEC作为对证券市场进行监管的联邦机构,最早提出功能监管的理念,并在实践中,为投资者利益不断推动该理念的实践。

从法律上看,美国证券法律中的功能性定义是美国集合投资产品监管体制得以转变的法律基础。无论是《1933年证券法》、《1934年证券交易法》中“证券”的定义还是《1940年投资公司法》中“投资公司”的定义,都非常宽泛,很难—一列举。这些法律主要是为解决这样一种情形中产生的问题而制定的:投资者将他们的资金交付给其他人,获得相应股权,他们认为这些资金将用来投资于证券,并且他/她的财富的获得将取决于投资的成功。因此判断是否适用这些法律的前提是对行为性质的分析,而不是对机构类型的确认。

### 3. 美国集合投资产品监管体制转变的影响

美国集合投资产品监管体制的转变历程影响着行业竞争格局。美国分业监管体制下围绕银行系集合管理基金带来的监管冲突如果没有得到解决,不可避免会造成投资公司行业竞争的不公,并最终影响行业竞争格局。共同信托基金由于被认为是银行的信托业务,从而属于商业银行固有业务,不受《1940年投资公司法》的规制。共同信托基金尽管资金来源有限,但投资范围非常宽泛,信息披露要求不像投资公司那样

严格。20世纪60年代全国性银行从事的集合管理代理账户业务一度被认为是信托业务之一种从而被OCC批准。ICI针对这样一种类投资公司产品提起了诉讼(ICI v. Camp案)。1971年最高法院对ICI v. Camp案的判决直接影响了银行业今日在基金业的地位。20世纪70年代,基金公司和银行相比还是非常孱弱的,如果1971年最高法院作出了相反的判决,使得银行在当时就能进入基金业,则由于银行先天的优势,在20世纪80年代基金业爆炸性增长的时期(美国基金业真正飞速发展正是在20世纪80年代),银行无疑会成为整个基金业的王者。然而,历史没有“如果”。今天的现实就是:银行在基金业并没有获得“了不起的成就”。

#### 四、启示

国外集合投资产品监管体制的现状、发展趋势及美国集合投资产品监管体制转变的历史经验启示我们:

其一,集合投资产品作为一种金融产品,其监管体制的变化无法脱离一国金融监管体制的变迁。我国金融市场的机构监管体制是由我国金融市场的演化历程及当下我国金融市场的诸多特质决定的,具有某种历史和现实的合理性。<sup>[15]</sup>目前,证监会、银监会、保监会对各自管辖范围内金融机构集合投资产品的监管具有较为明显的行业差异,一定程度上体现了监管的专业性。证监会监管资本市场,资本市场的高风险特征及我国目前资本市场新兴加转轨的特征,使得证监会的监管一切从严。基金公司、证券公司集合投资产品主要投资于资本市场,产品风险与资本市场联动,因此证监会的监管着重从风险管理与投资者保护两方面双管齐下。银监会主要监管银行业,该行业运行特点是比较稳健且有国家信用作为支撑,风险意识也是最近几年才形成的。银行的理财业务被认为是银行创新业务,是银行对市场需求的自发回应,受到银监会的默许甚至是某种程度上的支持。信托公司的理财业务被监管层认为是信托

---

[15] 黄韬:“我国金融市场从‘机构监管’到‘功能监管’的法律路径——以金融理财产品监管规则的改进为中心”,载《法学》2011年第7期。

公司今后的发展方向,因此受到银监会的大力支持。银监会的监管理念总体来看比较宽松,也体现出银行业的特点:第一,由于银行及信托公司理财业务关系货币供给,因此其监管节奏与宏观调控亦步亦趋。第二,银监会更多地从集合投资产品对银行、信托公司本身带来的风险角度,适时调整监管规则。第三,资本监管及分类评级监管被作为一种重要的监管手段运用到银监会对银行和信托公司理财业务的监管中。保监会主要监管保险业,保险业面向大众提供有稳定保障的产品,保险公司投连险产品在保障功能的基础上,又增加了“证券投资基金”的性质。由于产品可能带来亏损,和人们通常理解的保险产品的安全性有差异,因此,保监会对该项业务并不鼓励。实践中,保监会对投连险的监管重点是防止保险代理人的销售误导。

分业经营机构监管体制下,各金融机构目前都在利用自己在分业经营领域的特有优势发展集合投资产品,也各自面对分业经营机构监管带来的制度优势和劣势,而后者主要是不同的监管机构颁布的不同监管规则所致。例如:监管规则不一影响各金融机构推出的集合投资产品投资范围的宽窄、运作模式的选择、产品推出的快慢等,这些方面反过来影响各金融机构集合投资产品的竞争力。但在机构监管体制下,行业竞争没有绝对的公平,各金融机构目前只能充分利用自己在分业经营领域的特有优势发展集合投资产品,各监管部门也应互相借鉴有益经验,探索如何在本监管领域内放松管制、加强监管,以增强其监管范围内金融机构发行的集合投资产品的竞争力。<sup>[16]</sup>

---

[16] 各监管机构从2012年开始加速了放松管制、加强监管的进程。其中,证监会、保监会重点在放松管制,银监会则重点在加强监管。具体而言,修订后的《证券投资基金法》扩大了公募基金产品投资范围,放松了公募基金产品运作上的一些不合理的管制。2012年,证监会修订《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》、《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》,放松对基金公司一对多产品和证券公司集合资产管理计划的不合理管制。保监会2012年密集出台《保险资金投资债券暂行办法》、《关于保险资金投资股权和不动产有关问题通知》、《保险资产配置管理暂行办法》等多项有关保险投资的新政,放宽了保险资金投资限制,进一步明确独立账户的投资范围包括流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、另类及其他投资资产,各资产的投资比例由保险公司通过书面合同与投保人或受益人约定。银监会2011年7月发布《商业银行理财产品销售管理办法》,加强了银行个人理财产品销售环节的监管。

其二,集合投资产品监管体制的完善,必须基于集合投资产品市场的发展和变化。目前,我国集合投资产品市场正进入快速成长期,但内部发展并不均衡,基金公司、证券公司、保险公司的集合投资产品已经建立了比较稳定的运作模式,但商业银行、信托公司集合投资产品的运作模式仍处于探索期,非常不稳定。例如:银行理财产品9年的发展历程中,主流运作模式因为宏观经济环境和监管政策的变化而几经变换,先后出现一对一模式、结构类模式、QDII模式、银信合作模式和资产池模式。采前三种模式的理财产品更加接近传统的资产管理型产品,对银行资产管理能力要求较高,采用创新的银信合作模式和资产池模式的理财产品是对制度优势的充分利用,实践中往往被用以借资产管理之名行规避监管之实,并非真正意义上的资产管理型产品。又如:信托公司集合资金信托计划被监管层定位为私募型产品,其运作模式和基金有相似处,但集合信托产品的主流产品——融资类集合资金信托计划更像是一种高息债券,而非资产管理型产品,真正的资产管理型产品——投资类集合资金信托计划占比始终不高。鉴于此,集合投资产品监管体制的完善不能脱离目前市场发展的现状,目前不能简单地对所有集合投资产品适用同样的监管规则。

其三,完善的集合投资产品监管体制不可能一蹴而就,可考虑分阶段措施:远期,伴随金融混业经营模式的确立和金融监管体制朝功能监管体制的转变,集合投资产品领域终将实现彻底的功能监管。在彻底的功能监管体制下,仅有一个监管机构对集合投资产品进行统一监管,各金融机构只要符合一定条件,都可以向该机构申请从事公募型或私募型集合投资产品业务。单一的金融服务法中对集合投资产品有专门规定,相关法律规定统一适用于各类集合投资产品。金融服务法调整包括集合投资产品在内的金融投资产品,调整金融投资公司的设立、组织、行为等;调整金融投资公司与投资者间的交易行为,还应建立包括信息披露、投资者保护、金融投资产品销售等在内的基本制度。<sup>[17]</sup>

中期,各金融机构发行的集合投资产品都真正向资产管理型产品转

---

[17] 杜晶:“论金融统合规制改革与金融服务法体系的建立”,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第1卷),法律出版社2010年版。

型,集合投资产品市场发展成熟时,应适时统一投资者保护相关规则。既可以考虑由国务院先行制定《金融投资产品销售管理办法》,对包括集合投资产品在内的金融投资产品在销售环节的信息披露、适当性问题、金融投资产品销售机构的相关义务进行统一规定;也可以考虑由国务院制定《金融机构客户资金管理业务试行办法》,给予投资者类似信托机制的法律保障,区分公募和私募型集合投资产品,规范资金运用的投向与募集的方式,在第三方独立托管、信息披露、金融机构投资规范性、利益冲突行为、销售适当性等方面进行统一规范;再配合金融体制改革的实际情况稳健有序地推进集合投资产品市场其他法律规则的统一。

近期,通过修改后的《证券投资基金法》,区分公募和私募证券类集合投资产品,统一公募型证券集合投资产品规则。2012年12月28日修订通过的《证券投资基金法》(简称新法)从三个方面界定了私募证券投资基金:一是只能向合格投资者募集。合格投资者是指达到规定资产规模或者收入水平,并且具备相应的风险识别能力和风险承受能力、其基金份额认购金额不低于规定限额的单位和个人,具体标准由证监会规定。二是合格投资者累计不超过200人。200人的上限是基于现行《证券法》对证券非公开发行人数的规定。“累计”意味着需要计算所有次发行的投资者人数,防止变相公开募集资金。三是发行方式上必须采取非公开方式。不得向不特定对象宣传推介,不得使用报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体形式或讲座、报告会、分析会等方式。新法实施后,金融机构从事公募证券投资基金业务,需要符合新法的统一规定。<sup>[18]</sup>

---

[18] 新法颁布后不久,证监会颁布《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》,允许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从事公募证券投资基金业务,这些机构发行的公募证券类集合投资产品将统一适用《证券投资基金法》。