

美国对基金关联交易的法律监管及其对我国的启示

陈斌彬

(厦门大学 法学院, 福建 厦门 361005)

摘 要: 美国解决基金关联交易问题的一个办法是在法律上确立一般性的禁止原则和赋予美国证券交易委员会以相应的批准和豁免权力。实践证明这种监管方式是颇有成效的。对我国而言, 我们有必要结合基金业的发展现状, 对之加以批判地借鉴和吸收, 以更好地改进和完善对基金关联交易的法律监管。

关键词: 证券投资基金; 关联交易; 关联人; 基金管理人; 法律监管

中图分类号: D93/97/228 文献标识码: A 文章编号: 1008-2972 (2005) 06-0023-05

一、美国对基金关联交易的法律监管及其评析

美国作为世界上基金业最发达的国家, 其对基金法律监管方面已积累了相当丰富和成熟的经验。本文笔者将详细介绍和评析美国对基金关联交易的法律监管, 并从中挖掘出值得我们借鉴的地方。

美国按危害性大小把基金关联交易分为三大类, 即本人交易、共同交易和代理交易, 并逐一加以相应的法律监管。^[1]

(一) 本人交易, 也称自我交易, 是指发生在基金关联人本人和基金财产之间的交易。该交易主要分为基金管理人或其关联人与基金之间的交易, 基金托管人或其关联人与基金之间的交易和同一个基金集团旗下两个基金间的交易三种。由于基金管理人和基金托管人同为基金的受托人, 该两者的关联人又很容易通过关联关系向他们施加压力, 致使本人交易的利益冲突特别明显, 受托人的信托义务极易受到侵蚀, 因而成为美国法最为严格管制的对象。美国《1940年投资公司法》section17(a)和《1940年投资顾问法》section206(3)规定基金受托人或其关联人不得以本人或委托人的身份进行四种活动, 包括: (1) 向基金出售证券或资产; (2) 向基金买入证券或资产; (3) 挪用或借贷基金财产或证券; (4) 私下为自己账户交易, 有意向客户卖出或从客户买入任何证券。而且, 法律还要求关联人从事上述活动主观上应为故意。因为关联人范围较广, 其中多数不知道基金的业务动向, 加上现代的证券交易都采用由电脑撮合的集中竞价交易系统, 除基金管理人外, 其他关联人一般不知道交易对方的身份。若不是出于主观上的故意, 而是由电脑系统随机撮成的“关联交易”, 那作为交易一方的关

联人本身并无过错。这种关联交易还是公平的交易, 对基金利益并无负面影响。但是如果基金管理人及其关联人由于拥有信息优势而主观故意所为, 则就很难证明交易价格对于交易标的是适当的(如交易标的可能存在瑕疵)或者对于交易双方是公平的(如一方可能被蒙骗); 像美国的基金主要是公司型基金, 倘若基金管理人及其关联人向基金(或受其控制的公司)借贷则会造成资金抽逃或占用, 致使其他基金持有人利益遭受损害。因此, 美国对本人交易给予严格禁止。

但是严格禁止并不等于全面禁止, 考虑到上述规定对本人交易禁止的范围过于广泛, 可能不利于实际中基金财产管理效率的改进与提高, 《1940年投资公司法》section17(b)授权SEC制定相应规则, 对某些公平合理, 不优于其他任何人士, 并符合基金公司有关政策条件的关联交易给予豁免。SEC为此制定了Rule17a-7规则, 规定只有满足下列各种条件的关联交易可以得到豁免。即: (1) 证券的卖方必须以对方的现金作为交易的唯一对价; (2) 交易价格应为独立现行的市场价格; (3) 不必支付佣金; (4) 该交易符合基金政策; (5) 基金的董事会, 包括独立的董事的多数, 必须采取合理设计的程序以保证本规则其他条件的遵守; (6) 董事会每年应审查该程序, 每季度都要审查这种交易; (7) 基金必须保存这种交易的书面程序和记录6年以上。不过, 在交易时机稍纵即逝的现代证券市场中, 一项本人交易要同时满足上述条件获得SEC豁免殊非不易, 能得到豁免的实际例子并不多见。一言以蔽之, 美国对本人交易的禁止还是非常严格的。这正是本人交易利益冲突性最为尖锐这一法律特征的逻辑使然。

(二) 共同交易, 也称平行交易, 是指基金受托

收稿日期: 2005-06-21

作者简介: 陈斌彬, 厦门大学博士生, 研究方向: 国际金融法研究。

人或关联人与基金作为一方共同与第三方进行交易。该交易也分为基金管理人或关联人与基金共同与第三方的交易,基金托管人或关联人与基金共同与第三方的交易和基金集团中多只基金与第三方的交易三种。共同交易利益冲突不如本人交易明显,但是在交易机会稀缺或是基金参与交易并非出自于自身的投资安排,而是为配合关联人投资需要的时候,也很容易导致关联人和基金出现利益争夺或厚此薄彼的现象。虽然《1940年投资公司法》没有直接列举具体的共同交易行为,但对之也作了概括性限制,其 section17(d)条规定:“一家已注册的投资公司的关联人、主承销商不得以本人身份进行如下交易,否则即为违法:该投资公司或受其控制的另一家公司以共同参与或连带参与进行交易”。而为更全面有效地保护基金持有人的利益,美国法院和 SEC 对何谓“共同参与”均从广义角度加以解释,即衡量标准并不是基金关联人与基金非得同时共同参与某种交易,只要基金关联人与基金在该交易中具有共同的利益即可。相关的判例对“共同利益”又作了进一步的说明:(1)只要基金关联人获利与基金进行某项交易这两个事实之间存在间接、偶然的联系,则这种交易便可能构成 section17(d)条规定的交易;(2)共同利益不以同时利益为限,基金关联人获利可以发生在基金进行交易之前、之中或之后;(3)在共同交易中,基金关联人的利益与基金的利益可以是同质,也可以是异质。^[2]在实践中,基金关联人往往并非与基金在同一时间采取同一行动而获利,而是在一系列复杂交易中,通过滥用权力为自己牟利。因此,美国法院对于共同利益的这种界定很好地突破了成文法的字面含义,凸现了基金关联人在共同交易中因为基金的交易而获得利益的本质,具有一定的科学性。同本人交易一样,该条也授权 SEC 制定相应的豁免规则,包括 Rule 17d-1、Rule 17d-2、Rule 17d-3 对一些共同交易的进行作了例外规定。特别是对第三种形式的共同交易,即基金集团的多只基金因为投资安排需要同时购买或出售同一证券时,基金管理人必须公平地决定证券买卖的先后和价格,并有公开、平等的基金间分配政策且能在实践中贯彻进行,否则 SEC 不予批准进行。

(三)代理交易,也称委托交易,是指基金作为交易一方,而其关联人以基金或交易对手代理人的身份进行的交易。该交易也分为关联人作为一般代理人的交易、关联人作为经纪人的交易和关联人作为证券

承销商的交易三种。关联人进行代理交易容易使关联人为博取交易对手的种种好处或基金的额外报酬而使基金进行不公平的交易,从而损害基金的利益。为此,《1940年投资公司法》也分别对上述三种代理交易作了相应的限制。对于一般代理交易,section17(e)(1)规定:已经注册投资公司的关联人不得以代理人的身份为/向(to/for)投资公司或受该公司控制的另一家公司买卖财产而获取报酬(投资顾问费用除外)。而对关联人作为经纪人的交易,由于基金关联人自己作为基金的经纪商,其可以直接从基金财产重收取佣金,因此,基金关联人可能与基金约定较高的佣金费率图利自己。为此,美国法在肯定这种交易可以进行的同时,重点对关联人向基金收取的佣金作了限制,section17(e)(2)规定关联人作为经纪商取得的合理佣金应当这样确定:(1)如果在证券交易所出售证券时佣金不得超过正常情况下的水平;(2)如果在二级市场推销基金凭证时不得超过销售价格的2%;(3)如果用其他方式销售如柜台交易或私募时不得超过1%。但是,如果 SEC 按照保护公共利益和基金持有人权益的原则允许收取更高的佣金时除外。

再者,鉴于关联人作为证券承销商容易在证券前景并不乐观的时候向基金“倾销”滞销证券,损害基金的利益,section10(f)对基金购买关联人承销的证券作了一般性的禁止。其规定“在证券包销或银团出售期内,一家已经注册的投资公司不得故意购买或以其他方式获取具有以下特征的证券:即证券承销商是公司的投资顾问,控股股东或者其他关联人。”不过,该条又授权 SEC 可以在保护持有人利益的范围内自行颁布条例或根据投资公司的申请发布指令,有条件或无条件地对这种交易给予相应的豁免。SEC 为此制定了 Rule 10f-3 规则规定下列交易可以得到豁免:(1)所承销的证券必须得到强制性信息披露制度的管辖,同一个基金集团的多只基金对同一证券的购买总量不得超过该次发行的25%;(2)基金必须在承销期开始的第一天结束前购买证券,价格不得高于其他购买者所支付的价格;(3)证券发行必须采取包销的方式;(4)该交易必须得到基金董事会和独立董事的多数批准;(5)基金应当每半年向 SEC 报告此类交易,同时保存此交易的有关记录不少于6年。

析微而知著,从以上分析可以看出,在针对基金关联交易的法律监管上,美国除了同各国一样在法律上确立禁止性原则之外,还具有自己独特之处,那就

是通过法律明确赋予 SEC 权力以豁免或批准符合公众利益、投资者保护及立法者意愿的关联交易不受法律的管制。诚如《1940 年投资公司法》的一个主要起草人 David Schenker 所指出的：“基金的关联交易是一个十分复杂的现象，要制定正确的条款来管制一个有如此多变及如此多不同种类的交易是困难重重，因此如果没有豁免制度，要基金业去遵守一个死板的法律是十分困难的”。^{[3]197} SEC 委员的 Hughes 法官也赞同道：“如果没有赋予 SEC 豁免权力，SEC 能受得了，但我不相信基金业界能受得了”。^{[4]674} 因此，美国立法者正是在承认他们对关联交易的了解有限的情况下增加豁免条款来补救和避免法律对关联交易的监管过于死板的缺陷。豁免条款使得 SEC 在管制基金关联交易时享有巨大的灵活性，被认为是美国成功管制基金关联交易的一个重要经验。^[4]

实践也证明，正是《1940 年投资公司法》、《1940 年投资顾问法》和 SEC 相关豁免解释规则的颁布和实施，才彻底结束了 20 世纪 30 年代美国基金业关联交易泛滥的历史，重振了投资者对基金业的信心。基金又重新进入美国的寻常百姓家，发展迅猛。直至今日，基金依旧是美国人最为青睐的理财工具之一，美国投资公司协会主席 Matthew P. Fink 在总结美国基金取得成功的经验时也着重指出基金业界共同维护和遵守有关禁止关联交易的法规、条例和豁免规则，并在最大程度上维护基金持有人的利益是非常关键的。^[4]

二、完善我国基金关联交易法律监管的思考

我国基金业起步较晚，但发展迅速，从 1998 年到现在的短短 7 年多时间里，资产规模从 166 亿发展到 3000 多亿人民币的资产规模，但是相对于美国而言，我国基金业仍处于童年时期，在有关基金关联交易的法律监管方面，我国仍然比较落后，目前并没有专门的、系统的法律法规，只是在《基金法》和《证券法》中有零星的涉及，但都限于非常明显侵害基金持有人利益的情形，并且规定得比较粗糙、死板。随着基金业的发展，基金关联交易势必会越来越频繁，对于基金持有人利益的影响会越来越大。因此，为保护我国基金持有人的利益，充分发挥我们作为发展中国家的后发优势，以促进我国基金业健康、稳定地发展，笔者认为我们应该借鉴和吸收美国的上述成功经验，以更科学地改进和完善我国对基金关联交易的法律监管：

首先，要明晰基金关联交易尤其是关联人的基本

范畴，否则难以准确判断基金的一项交易是否为关联交易。在我国现有的基金法则中，无论是先前的《证券投资基金管理暂行办法》还是新颁布的《基金法》，在此方面与美国相比可谓“自愧不如”。有关基金关联交易或关联方的法律提法非常笼统，仅表述为“控股关系的股东”，“有其他重大利害关系的公司”等。^[6]而对如何界定股东与基金管理人、托管人的“控股关系”或一家公司与基金管理人、托管人有“其他重大利害关系”，一直缺乏具体的衡量标准和相关的法条解释。这不仅使关联交易的概念非常模糊，而且也削弱了监管的实效性。因此，厘清基金关联人的基本范围，对“控股关系”、“有其他重大利害关系”等概念予以明确的界定和解释显属必要。此外，针对实践中出现的有些关联人为了规避监管，往往通过他人名义出资以达到控制基金管理人的目的。对于这类关联人，笔者建议应该揭开其神秘的面纱，将其作为“实际控制人”纳入关联人的范围。

其次，要改变把基金所有的关联交易妖魔化，一棍子打死法律安排。^[7]前已分析，基金关联交易具有双重性。因此，从维护基金持有人利益的立法宗旨出发，基金法规应有一定的弹性，在防范、遏制基金大多数不公平关联交易发生的同时也应区别对待，为一些有利于基金持有人的关联交易留有适当的生存空间，而不能“矫枉过正”，一概地加以封杀。反观我国现有基金法制，恰恰带有这样的瑕疵，几乎基金的所有关联交易都在打击之列。比如《基金法》第 59 条禁止利用基金财产：（1）承销证券；（2）向他人贷款或者提供担保；（3）从事承担无限连带责任的投资；（4）买卖其他基金份额，但是国务院另有规定除外；（5）向其基金管理人、托管人出资或者买卖其基金管理人、托管人发行的股票或者债券；（6）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；（7）从事内部交易、操纵证券价格及其他不正当的证券交易活动。从中看出，此条禁止的七种行为基本包括了类似美国法划分的本人交易、共同交易和代理交易的内容，从立法本意出发，当无不可，但该条中第 5 款和第 6 款管制过于严格，却一直为基金业界所诟病。依该两款的字面规定，基金财产是不能参与股东承销期内承销的证券。换言之，只要证券公司参与承销证券，被之参股或控股的基金管理公司不但不能购买其承销期内的证券，而且

原基金重仓持有的股票还必须因此放弃其本应有的新股配售权。2004年7月20日“基金不能参与中国联通配股事件”就是典型的一例，国泰、银河、中信、长盛等基金管理公司旗下的各种基金不但被迫放弃中国联通一级市场的新股配售，而且还要强制承担除权后的缺口损失，造成基金净值的减少。因为他们的股东中金公司、国泰证券和银河证券及中信证券等都参与了中国联通的配股。

综观我国目前的基金管理公司，基本上都是以证券公司作为股东背景，加上基金的托管人也清一色的为各大商业银行，因此基金业界普遍认为，今后上述基金不能参与中国联通配股的事件势必会越来越多，尤其是那些具有基金托管资格的商业银行一旦全部上市，几乎所有基金的新股或再融资申购都要受到一定的限制。无疑，《基金法》对基金关联交易这种过于刚性的禁止会使基金参与一级市场的空间明显收窄，丧失大量的获利时机，从而间接给广大基金持有人的收益带来负面影响。^⑨笔者也认为，该两款的确失之过严，已经超越了我国基金业发展的现实条件。如所周知，我国证券发行目前实行的是核准制，二级市场的价格一般超高于一级市场的价格，在此情形下若适当允许基金与关联证券承销商进行交易（如果可能的话）对基金持有人也不是百害而无一利。而英美证券发行则以注册制为主，其证券发行的数量和价格均由市场决定，新证券在二级市场中由于供给在短时间内大量增加，导致该证券的交易价格下跌，一般都低于一级市场的价格，因此美国为稳定新证券的市场价格，才对基金与关联人作为承销商的代理交易施以严格的管制。而且前述的分析也表明，美国法对这种交易也不是绝对禁止，只要满足SEC规定条件的关联交易还是可以照样进行的。与之相比，我国《基金法》的这种全面禁止的规定表面上虽然干脆利落，避免了管理层的审查工作，但实际上却使基金大量业已进行的关联交易不敢浮出水面，容易积聚引发运营风险，最终增加管理层的监管难度。但是要做到在任何情况下为基金所有的关联交易提供详尽的法律条款几乎不可能，故笔者建议我国应引进美国的这种一般性禁止原则和例外豁免相结合的法律安排，通过这种安排既能有效地防范基金不当关联交易的发生，又能在特定情形下使一些有利于基金的关联交易得以合法地进行。事实上，我国的基金管理层也在这方面做过一定的尝试。2004年9月，中国证监会发布了《关于[关于基金参与

证券发行受到限制问题的建议]有关问题的复函》对《基金法》第59条第6款作了进一步的补充与解释，该复函解释了两点：一是将规定中的“承销”定义为“主承销”；二是认定非控股股东与基金管理公司的关系不属于“有重大利害关系”。如此一来，只要符合非控股股东承销的证券或者控股股东在承销期内没有担任主承销商的基金管理公司就可以用基金财产参与股东承销期内承销的证券。笔者认为，这一复函内容也从某种方面反映出证监会以往对基金所有关联交易厉行禁止的监管立场已经在开始发生松动，对基金业而言不啻是一个利好的信号。但从依法行政的角度来看，《基金法》的法律效力位阶高于行政规章，在没有《基金法》的明确授权下，证监会对《基金法》第59条第6款是否有权做出这种限制性解释则令人生疑。可想而知，一旦涉讼，这种复函的法律效力是无法保证的，更遑论用其作为指导和规范基金关联交易的法律文件。因此，为更好地从保护基金持有人利益的长计出发，笔者力主美国《1940年投资公司法》的做法，在《基金法》中明确授权证监会可以在与保护基金持有人权益原则及立法宗旨相一致的前提下，制定相应的条例、解释规则以批准或豁免符合相关条件的关联交易得以进行。惟其如此，方能从立法源头上确保证监会上述复函的合法性和有效性，从而彻底消除今后类似联通事件给基金业发展带来的负面效应。

再次，要强化基金关联交易的信息披露。“阳光是最好的消毒剂，公开可以治愈社会和工业的顽疾”，充分的信息披露不仅可以满足基金持有人的知情权，而且可以发挥社会监督、特别是媒体和其他专业人士的监督作用，令不当的关联交易无处藏身。我国目前的基金监管法规虽然很重视基金运行信息的披露，但对其中的关联交易信息披露却付诸阙如，而是交由具体的基金契约去规定。这种不以强行法而用契约的方式规定关联交易信息披露的法律效力显然不彰，对基金管理人难以形成应有的威慑力。浏览我国目前基金公司所公开的信息，几乎很少有涉及到关联交易的披露。投资者仅仅依靠一些诸如投资组合报告，重仓持股信息或者年报、季报披露的信息，很难判断出基金公司是否背后暗藏着利用关联交易进行不恰当的投资操作。这都是造成我国基金黑幕新篇不断，不当关联交易依旧颇为严重的原因之一。所以在立法上明确提出基金应对关联交易信息加以披露，并以此作为批准某些关联交易得以进行的条件也是非常必要的。

最后,美国经验表明,通过独立董事这一内部约束机制来配合基金关联交易的监管可以很好地起到防患基金的不当关联交易于未然的功效。目前,我国基金中还没有真正建立起类似美国投资公司的独立董事制度。因此,参照美国的经验,发挥独立董事对基金关联交易进行约束的内部作用,并把这种约束上升到法规层面以作为关联交易获得豁免的前置程序之一也是我国今后基金关联交易监管的可行途径之一。当然,这一步的进行首先还需要进一步优化我国契约型基金的治理机制,特别是建立起能真正代表基金持有人利益的实际载体。

三、结束语

从以上对美国法的介绍,我们可以看出,一个相对完善的基金关联交易监管法规不仅体系要完整,而且内容要全面:既能清楚地界定关联人的范围,又能对不同类型的关联交易采取刚柔相济的管制办法;既有一般性的禁止原则,又有相应的豁免和例外规定;既能充分地保护基金持有人的利益,又能兼顾金融市场和金融交易的实际需求。因此,要真正有效地改进和提高我国对基金关联交易的监管效率,使监管实现既能为我国基金提供安全与纠错,又能确保基金市场得以自由和灵活运转的双重功效,我国今后在《基金法》的修订中就要结合基金业发展的实际大胆创新,借鉴美国的成功经验,引进一般性禁止原则和例外豁免相结合的立法思维以改造和完善我国对基金关联交易的监管安排。当然,本文在此探讨的只是第一步,

要在我国实施豁免权,许多问题尚待讨论,比如如何使证监会与广大普通的基金持有人能准确地判断立法者的意愿,如何在中国国情下保证豁免权不被证监会所滥用,等等。这些都是以后我们进一步努力的研究方向。

参考文献:

- [1]James M. Storey、Thomas M. Clyde, Mutual Fund Law, Glass Legal Works,1998, pp.3- 21.
- [2]Steadman Security Corp. ,46 S. E.C. 896, 920 n.81(1977). 转引自王苏生. 证券投资基金管理人的责任[M]. 北京:北京大学出版社, 2001: 92.
- [3]US Congress, 1940, Investment trust and Investment companies: Hearings before a subcommittee of the committee on Banking and Currency, United States Senate, 76th congress, 3rd Session.
- [4]Division of Investment Management, SEC Staff,1992, Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation. Washington DC pp. 212.
- [5]韩会永. 美国共同基金成功的经验[EB/OL]. <http://www.chinaamc.com> 2004- 01- 21.
- [6]《证券投资基金管理暂行办法》第34条第12款,《中华人民共和国证券投资基金法》第59条第6款.
- [7]巴曙松. 破除基金关联交易“妖魔化”[N]. 国际金融报, 2003- 12- 17.
- [8]王 凯. 5家基金被迫放弃联通配股, 申购银行股也将受限[N]. 证券市场周刊, 2004- 07- 19.

责任编辑: 邓 辉

The Legislative Supervision on Affiliate Trade of the Fund in America and Its Enlightenments to China

CHEN Bin-bin

(Law School of Xiamen University, Xiamen, 361005, China)

Abstract: The affiliate trade of a fund is a complicated phenomenon that it is inevitable during the developing procedure of the fund industry. So, it is a difficult task for us to supervise it effectively. Especially, how to ensure the fair connected transaction of a fund can be carried out legally, while we prevent the undue connected transaction of a fund from beginning. To solve the question, America enacted the law to establish the general prohibited principle and empower SEC the relevant approval and exemption rights. The practices also prove the legislative assignment was rather successful. As the situation of the fund industry in China now is rendered, we should learn and draw from it in order to make in our use in perfecting the funds legislative supervision assignments on the connected transaction of the fund.

Keywords: security investment fund; affiliate trade; affiliate person; fund trustee; legislative supervision.