

论对证券投资基金管理人的法律规制

张春普¹ 张 静²

(1. 天津商学院 法政学院 天津 300134; 2. 南开大学 法政学院 天津 300071)

摘 要 在证券市场的发展过程中,基金管理人向关联人输送利益,谋取不法利益、操纵基金账面价值等恶性行为日渐彰显,严重损害了基金持有人利益。主要原因在于我国证券投资基金治理组织结构的不完善,尤其是对基金管理人约束机制的缺失。我国亟需完善对基金管理人监督约束的立法,以协调基金持有人、基金管理人与基金托管人三方的利益关系,充分保护基金投资人的合法权益,规范证券投资基金市场。

关键词 证券;投资基金;基金管理人

中图分类号:F830.91

文献标识码:A

文章编号:1671-4970(2005)01-0035-04

我国首批投资基金于1991年10月依法成立,随后证券投资基金业得到迅猛发展。2000年10月证券市场惊爆“基金黑幕”。^[1]截至目前我国基金业的主要问题为:第一,违法行为不断。基金经理私自进行个人交易屡禁不绝;基金管理人利益冲突交易时有发生;第二,私权救济无助。面对基金管理人渎职行为,基金持有人很难根据现有法规寻求民事保护;第三,监管职权缺位。证监会没有充分发挥规范基金管理人行为的作用。2002年与2003年证监会与国家分别颁布了《证券投资基金管理公司内部控制指导意见》和《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称《基金法》),一方面,由于指导意见立法位阶太低、力度不够,难以对基金管理人违规行为严格约束;另一方面《基金法》与2004年7月1日生效的《证券投资基金运作与销售管理办法》(以下简称《运作与销售办法》)虽在一定程度上加大了基金份额持有人的权益保护力度,但对基金管理人的约束方面仍有不完善之处。本文试图从基金管理人的视角予以探讨。

一、契约型基金法律关系主体的分析

根据《基金法》第2条,契约型基金是我国目前唯一合法的基金组织形式。契约型基金运作中包括基金持有人、基金管理人与基金托管人三方(以下分别简称持有人、管理人和托管人),并采取“自益信托”形式,持有人既是委托人,又是受益人,拥有最终所有权及最终收益权。但是该法没有明确契约型投

资基金当事人之间的具体法律关系,有关法律关系的构架一直在学者间争论不休。

笔者认为依据受托主体数量的不同,可以划分为以下两类。

1) 共同受托论”,认为在基金运作中,持有人是基金财产委托人,而受托人是双重的,即管理人与托管人同时接受持有人的财产委托成为共同受托人。

2) 单一受托论”,根据受托主体的不同,又可以划分为:①“托管人受托论”,认为持有人将其基金财产委托给托管人负责保管,托管人将基金财产委托给管理人进行投资运作。持有人为第一委托人及财产最终所有者,托管人具有双重身份,即第一受托人、第二委托人,托管人是财产名义所有者;而管理人为第二受托人及财产管理者。托管人对持有人负有直接责任,而管理人对持有人负有间接责任,托管人作为持有人的权益代表与管理人发生直接关系。管理人一旦有过错造成财产损失,首先应由托管人承担。这种制度赋予了托管人维护持有人权益、勤勉尽职的内在动力,促使其积极监督管理人,基本消除了管理人与托管人共同损害持有人利益的可能性,一定程度上解决了持有人与管理人力量不平等的问题。②“管理人受托论”,认为持有人将基金财产委托给管理人负责基金财产的投资经营,同时,管理人将基金财产委托给托管人保管。持有人为第一委托人及财产最终所有者,管理人具有双重身份,同为第一受托人和第二委托人及财产管理者,托管人为第二受托人及财产保管者。很明显,一旦发生损失,

管理人产权不清,导致托管人消极监督,不承担责任。

由于立法的不明确和实践中的监管不力,笔者认为“托管人受托论”具有明显优势,原因如下:第一,可以避免共同受托中基金财产产权代表的空置。共同受托使基金财产占有权与使用权分离,易使产权归属不明;第二,可以避免管理人与托管人关系的真空化。如果持有人与管理人、托管人都有直接的委托关系,当管理人因违规造成基金财产损失时,托管人会置身事外;第三,可以较为有效地防范“内部人控制”。托管人既是持有人的受托人、又是管理人的委托人,由于管理人造成的损失,先由托管人承担监管不力的责任,托管人必然会行使对管理人的监督。同时,管理人违规,托管人不再置身事外,也保证了持有人的求偿权。“托管人受托论”就是将托管人真正纳入“游戏”,使托管人成为广大分散投资者的产权代表,充分利用机构在规模及实力上的优势,切实发挥积极监督作用。

当然,该理论在实际操作中会遇到较大阻力。主要源于管理人的绝对强势地位,基本上属于“管理人受托”。笔者认为,基于权利义务对等一致的法律精神,加大托管人义务与责任的同时也应加大其权利,尤其是对基金管理人的监督权利。^①这是实现“托管人受托论”的保证。

二、契约型基金的制度缺陷

1. 管理人与投资人的力量不平衡

管理人在契约型基金中居于绝对主导地位,而同时对其又缺乏强有力的制衡机制。基金管理业理应是一个竞争性市场,而我国基金管理公司形成明显的垄断态势,持有人无法行使选择管理人、托管人及其他方面的权力,持有人实际上处于缺位状态,而基金管理公司又是以管理运作基金资产为唯一职能的机构,左右基金的设立和运作,影响基金法规政策的形成。

2. 保护持有人利益的机构与方式不健全

在我国目前的契约型基金运作之中,如何选择切实维护持有人利益的管理人和托管人是一个悬而未决的问题。在强大的管理人面前,分散持有人的发言权得不到充分保护。基金契约以不平等的格式合同,赋予管理人太大的操作空间,无法形成对管理人的制约。

3. 托管人对管理人的监督不完善

我国托管人往往由管理人选任,由此产生的监

管缺乏激励措施,根本不能形成有效制约。

由此,管理人处于无人可以对其加以制衡的绝对强势地位,而绝对的权力必然滋生绝对的腐败,这也正是2000年惊爆“基金黑幕”的原因。

三、对构建基金管理人约束机制的思考

1. 规范信赖义务

(1) 信赖义务的含义与意义

“信赖义务”的概念最早源于英国衡平法。《布莱克法律辞典》定义:为他人之利益将个人利益置于他人利益控制之下的义务,这是法律所旨意的最高标准义务。我国《证券投资基金招募说明书的内容与格式(试行)摘要》中规定基金管理人员有“自基金成立之日起,以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产”的义务,这种“诚信义务”与信赖义务不能完全等同。信赖义务实质上是特定当事人之间一种不对等的法律关系,受托人处于优势地位,而委托人及受益人则处于弱势地位,受托人具有以自己的行为改变或影响委托人法律地位的能力,而委托人及受益人须承受这种改变或影响且无法对受托人实施直接、有效的控制。法律为了保护委托人及受托人利益,防止受托人滥用其优势地位和权力,以确保双方的信赖关系,要求受托人对委托人及受托人负有信赖义务。^[2]我国《基金法》中应明确受托人对委托人及受益人的信赖关系,以解决管理人的道德风险问题,充分保护持有人的合法权益。

(2) 信赖义务的主要内容

第一、忠实义务。这是对管理人与基金或持有人利益冲突的禁止性规定,主要包括:其一,禁止管理人及其关联人士与基金之间的交易。管理人的关联人士是一个比较模糊的概念,其范围界定各国不同,但至少应当包括与管理人存在直接、间接控制关系及被控制关系等利害关系的人和管理人的经理、董事等有关联的内部人员;其二,禁止管理人与基金的交易。这是指管理人与基金同为一方与第三方的交易。在交易机会缺少时,管理人为了自己利益,使基金在不利条件下参与交易,导致管理人与基金间的利益冲突;其三,禁止同一管理人控制基金间的交易。管理人作为两个基金的受托人,既要为希望以最低价位买入证券的基金努力,又要为希望以最高价格售出证券的基金努力,必然会发生利益冲突;其四,禁止管理人及其关联人士作为承销商向基金出售证券,否则也诱发利益冲突。

第二、注意义务。这是管理人应承担的积极作

^①我国基金立法可以借鉴德国1956年制定的《投资公司法》。该法明确规定了权限较大且功能较广的基金托管人——保管银行的各项权利。

为义务,指管理人以实现基金或持有人利益最大化为最高宗旨,负有以合理注意和技能认真履行职责的义务。主要包括:其一,对投资对象的限制。证券投资基金为规避风险,应当将主要资产投资于有价证券,不得投资于不动产,不得从事借贷、担保等活动,并且基金不得投资于其他证券类行业,也包括投资于其他基金。我国基金法明确了禁止范畴。其二,对投资方式的限制。管理人应当充分注意投资的分散性及流动性。既要注意基金财产投资于一定数量的不同种类的证券上;又要注意基金资产必须时刻保持良好的流动性以备基金持有人赎回。

笔者认为,信赖义务的核心是遵循“禁止利益冲突原则”,即管理人必须为委托人及受益人的利益行事,不得为自己或第三人牟利,不得使自己或第三人的利益与委托人及受托人的利益相冲突。为加强对管理人约束,充分保护基金持有人利益,我国亟待立法明确信赖义务及其具体内容。

2. 健全基金主体间的相互监督体系

(1) 完善基金持有人对基金管理人的制衡机制

我国基金法设专章规范持有人的权利,对管理人形成了一定约束。但该法仍存在不尽如人意之处。

首先,应当完善持有人的事前监督机制。《基金法》第71条赋予基金持有人大会享有独立于基金管理人的“大会召集权”,但尚不具有很强的操作性。因为持有人大多是散户,基金持有人大会既难召集,又不便于审议表决。《运作与销售办法》一方面规定了基金份额持有人大会的召开及表决程序,明确了管理人、托管人对自行召开基金持有人大会的配合义务;另一方面又明确了基金份额持有人大会决定的事项效力及执行力,即管理人、托管人和基金份额持有人应当执行生效的基金份额持有人大会的决定,这在很大程度上补充了《基金法》。^①

其次,应当完善持有人的事后监督机制。《基金法》中多规定行政和刑事责任,没有足够重视民事责任。《基金法》第70条规定了基金份额持有人的诉讼权,但对损害赔偿的诉讼主体、过错认定和损害赔偿的计算问题都均未涉及,最为棘手的是持有人诉讼权的实现途径。笔者认为,可以引入“基金持有人代表诉讼制度”。该制度是将股东代表诉讼制度^②移植到证券投资基金领域,美国正是将股东代表诉

讼引入基金业的先行者。^③我国可以借鉴,如禁止持股数量及时间的限制、不设置股东代表诉讼的前置程序、以违反信托义务为依据追究责任人赔偿机制等,从而构建我国持有人代表诉讼机制。

再次,应当赋予持有人广泛、真实的知情权。持有人与管理人相比,在信息占有的数量与质量上处于明显不对称的劣势状态。因此《基金法》应当赋予持有人个人查账或者委托社会中介机构代为查账的权利,使其具有充分了解基金财务状况的能力;同时,管理人应当承担较为严格的信息披露义务,以保证持有人能够及时获取真实、准确、完整的信息数量、质量与频率等。

(2) 完善基金托管人对基金管理人的制衡机制

为维护基金投资人的利益,世界各国对于基金经营往往遵循“基金运作和基金保管相脱离、基金运作的决策形成与具体执行相脱离”的规则。管理人负责基金财产的投资决策并向托管人发出具体的投资指令,而托管人负责持有、保管基金财产并根据管理人的投资指示处分基金财产。在管理人和托管人之间形成相互合作、相互制衡与监督的关系。尽管我国《基金法》第29条确立了基金运作与保管相分离的原则并赋予托管人对管理人一定的监督权,但与其他基金市场较为发达国家立法的分工制衡机制相比,我国托管人的独立性和权威性较差且监管乏力。笔者认为必须从以下几方面加以改进。

第一,充分保证托管人的独立性、权威性。《基金法》第18条与28条的规定在一定程度上保证了在财务、行政及人员上的相对独立性,但仍无法切断两者之间的共同利益关系。由于在契约型基金当事人之间,管理人总是处于超强势地位,而且管理人或其大股东通常是基金的发起人,他们拥有对托管人的绝对控制权,加之我国立法规定托管人由商业银行担任^④,缺乏其他具有同样能力的机构与之竞争,各商业银行又将管理人视为自己的大客户,无法对其予以有效监管。因此,应当从立法上斩断管理人对托管人的绝对控制权,法律明确规定由基金持有人大会或者基金投资者协会代表投资者选任托管人,规定在基金获准成立后必须召开第一次基金持有人大会,由持有人通过表决形式选举托管人,再由管理人与托管人签订基金托管协议,从权力源头减小管理人对托管人的控制。

①《中华人民共和国证券投资基金运作管理办法》第40条、第41条、第42条、第43条。

②股东代表诉讼指当公司怠于通过诉讼追究侵害公司利益人的法律责任时,具备法定资格的股东有权代表所有其他股东以其自身的名义代表公司对侵害人提起诉讼,所得赔偿归于公司的一种诉讼机制。

③美国1940年《投资公司法》第36条第2款。

④《中华人民共和国证券投资基金法》第25条。

第二,激励托管人对管理人监督。根据《基金法》第83条规定,管理人与托管人在一般情况下,分别对各自的行为承担自己的责任。笔者认为,如果出现管理人的内部控制问题,应当由托管人与管理人一同承担责任。如在上文“基金当事人法律关系架构”中所提及的,应当采用“托管人受托论”,基于委托法律关系,托管人首先应当承担赔偿责任,管理人承担间接责任。这样,一旦托管人监督不力,就会与管理人一同承担赔偿责任,以此促使托管人积极行使监督权。

第三,加强托管人对管理人的监督力度。首先,进一步细化托管人的监督范围。《基金法》第30条仅规定了托管人的拒绝执行权,但具体适用范围仍不够明确。其次,赋予托管人对管理人的独立诉讼权。《基金法》并未赋予托管人对管理人的过错行为代表基金提起诉讼的权利,弱化了托管人对管理人的监督力度。增加该项诉讼权,有利于对管理人形成强有力的约束机制。再次,强化托管人对管理人的检查权。《基金法》应当明确赋予托管人随时自行或者委托社会中介机构检查管理人财务会计报表的权利,并且建立管理人定期向托管人汇报基金操作情况的报告制度,以利于托管人监管。

3. 强化外部对基金管理人的制衡机制

(1) 完善行政主管机关的制衡机制

世界各国基金立法均对管理人违反信赖义务所必须承担的行政责任做出规定,美国对管理人承担行政责任的法律制度最为完备。其中的“禁止令诉讼”对我国有借鉴意义。^[3]它是指对于管理人已经、正在或将要从事,构成或可能构成违反信赖义务的行为,SEC(美国联邦证券交易委员会)可以向联邦地区法院提起禁止令诉讼,以寻求禁止令及其他附随性救济。禁止令以法院命令的形式,命令管理人守法,并将此内容予以充分公开。如SEC提起的禁止令中判定管理人存在违反信赖义务的行为,被告管理人对持有人提起的私人损害赔偿诉讼中的违法

行为不得否认,受益人便轻松的以此作为提交给法院的证据。由于我国行政处罚仅为消极的事后惩罚,且缺乏一定的透明度,既不利于发挥行政处罚公开曝光的威慑力,也不利于保护投资者。而禁止令诉讼的公开性及事前预防性可以最大限度地保护投资人权益并最大限度地约束管理人,我们应当借鉴以完善行政机关对证券投资基金的监管。《运作与销售办法》中第45条、第53条已体现了证监会对基金加强监管力度的趋势。

(2) 完善基金行业的自律监管

良好的行业自律也是基金业发展成熟的标志。典型代表为英国,其构建了一套以行业组织为中心,包括若干层次的自律监管体制。根据《基金法》第11条规定,表明我国已经允许成立基金协会这样的自律组织,但立法并未对此作强制性规定。笔者认为,我国目前有必要建立“证券投资基金业协会”,并由其制订详尽、具有约束实效的行业规则,从行业内部完善证券投资基金监管体系。

四、结 语

当然,对证券投资管理人的法律规制是一个系统工程,需要法学、经济学等诸多学科的多角度探讨。如将管理人的薪酬与基金的收益挂钩,用经济杠杆激发管理人为持有人服务;再如,我国立法应大胆引入西方国家已经发展成熟的公司型基金,使得基金市场摆脱过去单一契约型基金的垄断状况,形成竞争的基金市场,使管理人面对竞争自我约束、自觉约束,以实现管理人监督与规制的最高境界。

参考文献:

- [1] 平湖,李菁.基金黑幕——关于基金行为的研究报告解构[J].财经,2000(10):69—70.
- [2] 张开平.英美公司董事法律制度研究[M].北京:法律出版社,151—152.
- [3] 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,2001.191—192.