

资产管理的法理基础与运行模式

——美国经验及对中国的启示^{*}

黄 辉

内容提要: 学界与实务界对 2018 年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的上位法依据争议很大,其实质是对资产管理的法理基础和运行模式存在分歧。在借鉴美国等域外经验时要注意实质重于形式。美国的投资公司是资产管理的主要载体,包括多种不同的组织形式,而投资顾问在提供咨询建议之外,也为客户管理资产,经常是资产管理的实际主体。投资顾问推动投资公司(共同基金)的设立,并负责资产管理,接受投资公司董事会和股东大会的监督。相比而言,我国的资产管理以信托契约型为主,较少采用公司等其他组织形式;美国采用“投资者—投资公司—投资顾问”架构,而我国则是“投资者—管理人”架构。事实上,美国的投资顾问与我国的投资顾问在功能上迥异,因此我国不宜照搬美国《投资顾问法》的相关规则。我国资产管理在组织形式上宜允许多元化,但在行为监管上应当统一。

关键词: 资产管理 投资公司 投资顾问 共同基金

黄辉,香港中文大学法律学院教授。

一 问题之提出

资产管理是指作为受托人的法律主体接受他人委托,运用受托财产进行投资和管理的业务。我国大资管业务在分业经营、分业监管的环境下孕育成长,但金融机构和投资者在以资管为名的投融资实践中,却突破了分业的限制,导致产生监管冲突和套利等问题。2018 年 4 月,中国人民银行牵头颁布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》

^{*} 中国政法大学民商经济法学院博士研究生旷涵潇对于本文有重要协助和贡献,特致谢意。

(以下简称“《资管意见》”)⁽¹⁾旨在将各类金融机构的资产管理业务、各类资管产品的监管标准进行统一,引起了学界和业界的广泛关注。⁽²⁾

从法律体系看,《资管意见》仅是部门规章,并未明确其上位法依据。针对这一问题,有学者在《资管意见》征求意见稿出台后就提出,资管业乱象的起源是“行信托之实,否信托之名,逃信托之法”,必须让资管业回归大信托格局,让监管立法回归信托法传统,应当在私法层面明确《信托法》是资管关系的上位法。⁽³⁾也有学者认为,资管业务的法律框架呈现出一个多层次、多维度的网状结构,其上位法应由“民商法基础+监管法”构成。⁽⁴⁾此种上位法依据之争,实质上是对资管业务的法理基础、运行模式的理解存在分歧。《资管意见》的调整范围包括银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构的资产管理业务。不同资管产品存在不同类型的基础法律关系,其核心究竟是信托关系,还是“委托—代理”关系,目前各界尚未达成共识。只有深入了解资管业务的法理基础和运行模式,才能厘定资管业务中各方当事人的法律关系及其权利和义务关系。譬如,资管业务有哪些不同的主体和组织形式,其法律性质是什么,资产管理人、资产托管人和投资顾问等参与人的功能和角色是什么,他们应当如何相互配合和制约以保障业务的顺利进行,而一旦出问题应当如何追究和分配责任等,都需要我们首先对于资管业务的法理基础和运行模式进行研究。⁽⁵⁾

我国资管行业是在借鉴国际经验的基础上逐步建立和发展,故有必要关注以美国为代表的发达市场,在准确把握国际经验的基础上,结合中国国情对相关问题进行讨论。美国资管行业从产生到20世纪30年代的快速发展过程中,⁽⁶⁾为投资者提供了丰富产品和带来积极收益,但也出现了管理不当、利益输送和欺诈等乱象。因此,美国于1940年颁布的《投资公司法》(*Investment Company Act of 1940*)和《投资顾问法》(*Investment Advisers Act of 1940*)构成了美国资管行业的核心法律体系。目前我国学者对于美国经验进行了一些研究,但多是顾名思义地将美国投资公司和投资顾问分别类比为我国的基金管理机构和投资咨询机构。然而,从实质的功能性角度看,上述理解存在严重偏差,坠入比较法研究中典型的“同词不同义”误区,导致产生各种疑惑。譬如,美国的上述两部法律之间到底是何关系?投资顾问除了提供咨询,为何还管理资产?投资公司包括信托、合伙和公司等多种组织形式,为何资管的实质又被认为是信托?美国的资管体系与我国到底有何异

(1) 《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发[2018]106号2018年4月27日)。

(2) 参见北京大学金融法研究中心《“资产管理业务监管:国际经验与中国道路”理论研讨会2018年北京大学金融法研究中心春季论坛会议实录》,载《金融法苑》2018年总第97辑,第9-85页。

(3) 参见王涌《让资产管理行业回归大信托的格局》,《清华金融评论》2018年第1期,第82-84页;赵廉慧《“资管新规”的信托法基础》,载InlawweTrust微信公众号,https://mp.weixin.qq.com/s/fduOJcoHPrqIWMLLeTbxWaA,最近访问时间[2018-09-29]。

(4) 参见刘燕《大资管“上位法”之究问》,《清华金融评论》2018年第4期,第25-28页。

(5) 限于篇幅,本文主要对于资管业务的法理基础和运行模式进行框架性的研究,在此基础上可以进一步研究监管和司法问题,本文只对后者大致涉及,笔者将另行撰文进行深入探讨。

(6) See John H. Langbein, *The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce*, 107 *Yale Law Journal* 165 (1997), pp. 166-178; Steven L. Schwarcz, *Commercial Trusts as Business Organizations: Unraveling the Mystery*, 58 *The Business Lawyer* 559 (2003), pp. 568-569.

同? 因此, 本文从这些问题出发, 对于美国经验进行深入研究, 从实质功能角度与我国进行比较分析, 以寻求相关启示。

二 美国资产管理的主体: 投资公司与投资顾问的类型

(一) 资产管理的主要载体: 投资公司

美国的投资公司(Investment Company) 在名称中虽有“公司”一词, 但并非仅包括公司这一种组织形式。《投资公司法》第 2 条(a) (8) 对“Company”进行了界定, 包括公司(Corporation)、合伙、联营、合股公司、信托、基金、无论注册成法人与否的有组织的人合团体, 或者美国法典第 11 章情形下的破产清算人/受托人、具有上述同样职能的官方代理人或清算代理人。⁽⁷⁾ 第 2 条(a) (28) 进一步指出, “Persons”既包括“自然人”也包括“企业”。可见, 《投资公司法》调整的投资公司实质上是指投资集合体。

1. 投资公司的法定类型

根据《投资公司法》第 4 条的规定, 投资公司的法定类型有以下三类。第一, 面额证书公司(Face-amount certificate company)。这种公司发行分期支付型面额证书——一种向投资者发行的债务证券, 由不动产或其他证券等资产提供担保权益, 类似于抵押债券。现实中已很少有面额证书公司运营, 故本文略过。第二, 单位投资信托(unit investment trust, 简称“UIT”) 根据信托契约、托管或代理协议, 或其他类似的契约组成。单位投资信托的核心是信托文件, 受托人只能根据信托文件的要求, 购买并持有固定的股票、债券或其他证券投资组合, 投资范围在初始发行时已设置好, 投资策略只能在首次公开发行日期前改变, 存续期间内投资组合通常不会改变。⁽⁸⁾ 第三, 管理公司(Management company)。除了前两类, 其他投资公司都属于“管理公司”。《投资公司法》第 5 条(a) 按照投资公司发行份额的可赎回性, 划分为开放型投资公司和封闭型投资公司。

共同基金(Mutual Fund) 是商业实践中广为运用的表述, 但其在《投资公司法》条文中并未出现。“Mutual”即为共同之意, 共同基金是把众多投资者的资金汇集起来, 设立基金(资金池), 以基金作为财产权名义上的享有者, 并由专人选择、购买、管理投资组合, 以实现特定的投资目标。如果投资组合成功获得增值收益, 每一个投资者都能享受到相应份额的回报。⁽⁹⁾ 美国投资公司协会(Investment Company Institute, 以下简称“ICI”) 在报告中将共同基金与交易型开放式基金(Exchange-traded funds, 以下简称“ETF”) 和封闭式基金并列。⁽¹⁰⁾ 这是在管理公司概念下对“共同基金”的一种狭义解读, 仅指可以申购赎回,

(7) 在英美法系中, company 与 corporation 两个英文单词都有“公司”的意思, 但在内涵和外延上有重大区别。参见黄辉著《现代公司法比较研究——国际经验及对中国的启示》, 清华大学出版社 2011 年版, 第 2-3 页。

(8) Marc Robinson, *Mutual Fund Investing*, Dorling Kindersley Publishing Inc., 2000, p. 61.

(9) William A. Birdthistle, *Empire of the Fund: The Way We Save Now*, Oxford University Press, 2016, p. 19; Marc Robinson, *Mutual Fund Investing*, Dorling Kindersley Publishing Inc., 2000, p. 6.

(10) Investment Company Institute (ICI), *2018 Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry (58th Edition)*, p. 34, <https://www.ici.org/research/stats/factbook>, 最近访问时间 [2019-09-09]。

但不得在二级市场交易的开放式基金(投资公司);而广义的“共同基金”基本可以指代管理公司的各种类型。⁽¹¹⁾

管理公司与单位投资信托具有一些相同点。比如,都适用《投资公司法》且登记于美国证券交易委员会,都可以采取投资组合的模式投资,管理费用通常以年费的形式支付。在课税方式上,二者都要在扣除管理费用后向投资者分配全部收益,在所得税层面直接向最终获得收益分配的投资者课税,将投资公司视为通道而不课税。但他们也有重大区别。一是组织架构不同。单位投资信托是基于契约、信托合同设立,不具有法律主体资格,不存在董事会等公司组织架构;而以共同基金为代表的管理公司具有法律主体资格,有股东会、董事会,以及独立董事等。二是发行方式不同。单位投资信托发行的份额是否允许在期限届满前申请赎回,取决于信托文件约定与投资对象流动性等情况,但持有人将份额整体转让不受限制;而共同基金则向投资者发售股票,同时接受赎回,仅当基金管理者无力再处理更多投资者的申购/赎回请求时,才会停止发行。三是管理权限不同。单位投资信托是一种消极的资产管理形式,投资对象在文件中固定,通常不得变更;而共同基金采取积极管理的模式,管理者有进行投资组合的广泛权力,投资组合不断变化。

2. 投资公司的组织类型

在2018年美国投资公司协会发布的白皮书中,截至2017年底,各类投资公司管理的净资产总额达到22.5万亿美元,其中共同基金18.7万亿美元、交易型开放式基金3.4万亿美元、封闭式基金2750亿美元;而单位投资信托仅有850亿美元,远低于管理公司管理的资产额。⁽¹²⁾ 仅从以上数据看,似乎美国的投资基金业以公司这种组织形式为主。⁽¹³⁾ 然而,这种理解混淆了作为法定投资公司类型的“管理公司(Company)”和作为资产管理载体组织形式的“公司(Corporation)”。如前所述,单位投资信托只能采用信托这一种组织形式;而管理公司虽名为“公司”,却可以采用公司、信托、合伙等多种组织形式,很多情况下实为“信托”。美国绝大多数管理公司采用了麻州信托、特拉华州信托和马里兰州公司这三类组织形式。根据2017年的统计数据,采用以上三种组织形式的比例分别是35%、40%和16%。⁽¹⁴⁾ 可见,商业信托在美国投资公司中占主导地位,主要原因如下。

一方面,“公司”和“信托”存在一些重大差异。管理公司发起人可以根据投资运营活动的实际需要,来选择不同的组织形式,主要考虑到设立和运营的灵活性、投资者和管理者责任、设立和运营成本等方面。第一,灵活性。对于以公司作为组织形式的投资公司而言,需要适用各州的公司法,在内部治理结构、授权发行股份的数量和程序、召开年度股东

(11) See Bryan A. Garner, *Black's Law Dictionary (8th Edition)*, 2004, p. 3236.

(12) Investment Company Institute (ICI), *2018 Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry (58th Edition)*, <https://www.ici.org/research/stats/factbook>, 最近访问时间[2019-09-09]。

(13) 参见江翔宇《我国引入公司型基金法律制度的探讨》,《政治与法律》2009年第7期,第29-30页。

(14) 少于900支基金(大约占比9%)采取了有限合伙的组织形式,或者选择俄亥俄州或者明尼苏达州作为注册地。Investment Company Institute (ICI), *2018 Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry (58th Edition)*, pp. 281-282, <https://www.ici.org/research/stats/factbook>, 最近访问时间[2019-09-09]。

大会、股权凭证签发等方面有严格的要求。而商业信托相关的制定法多为任意性规范、缺省规则,其在灵活性方面优于公司。第二,责任范围确定性。公司股东以出资额为限对公司债务承担有限责任,公司董事在不违背信义义务的情形下也无需对公司债务负责。麻州信托所适用的制定法和判例法并未明确投资者、受托人的责任范围,因此,存在不确定性风险;但由于投资公司通常负债较少,且信托文件会约定责任承担范围及豁免情形,故此风险可以被有效化解。第三,税费成本。投资公司无论采取信托还是公司的组织形式,基金实体层面的联邦所得税均无需缴纳。但是,在公司或商业信托注册、发布年度报告、公司增发股份等方面,各州会存在不同的费用差别。

另一方面,不同组织形式在规制效果上有趋同。美国的公司型基金(投资公司)主要是依据《马里兰公司法》设立,因为该法为投资公司设立了一系列特殊规定,比如允许公司章程规定取消股东年会,允许董事会而非股东决定公司股份总额的增减等方面。这使得马里兰州的公司区别于一般公司,从而具有接近于商业信托的灵活性。因此,有学者认为共同基金是公司的异化形态;⁽¹⁵⁾或者,这些投资公司名为公司,实为信托。⁽¹⁶⁾就麻州信托和特拉华州信托的比较而言,麻州并未明确信托投资者、受托人的责任范围,而《特拉华商业信托法》规定了信托受益人与公司股东相同的有限责任,且受托人不对商业信托的债务负担个人责任,从而有效控制了参与主体可能承担的风险,这是特拉华州信托在数量比例上超过麻州信托的重要原因。

(二) 资产管理的实际操作: 投资顾问

1. 投资顾问的界定

根据《投资顾问法》第 202 条(a)(11)款,“投资顾问”是指任何以获取报酬为目的,直接或通过出版物、著作的形式,提供证券价值分析或买卖证券投资建议的主体;或者任何以获取报酬为目的并作为特定商业活动的一部分,发表或公布有关证券的分析意见或报告的主体。显然,这个定义相当宽泛,使得许多从事相关业务的主体都可能落入该法的调整范围。因此,《投资顾问法》第 202 条(a)(11)将八类主体排除在了“投资顾问”范围之外,比如,在执业过程偶尔提供投资意见的律师、会计师、工程师、教师,提供与经纪业务密切相关且不收取特别报酬附带投资建议服务的证券经纪商或交易商等。另外,美国联邦最高法院在 1985 年审理的 *Lowe v. SEC* 案中,⁽¹⁷⁾强调以相互信任的个人化关系作为界定投资顾问的核心因素。这种个人化关系增加了客户对投资顾问的信赖,使得投资顾问滥用客户信赖的危险大幅增加,故需要国家将其作为特殊主体进行监管。

2. 投资顾问的业务模式

投资顾问主要提供两方面的服务:一是为客户提供定制化或非定制化的投资建议,二是为客户提供投资决策和账户管理等服务,包括选任合格托管人并对管理活动进行指示。在私募基金等情况下,客户可以通过直接赋予投资顾问托管权,无需另行选任合格托

(15) See Leland E. Modesitt, *The Mutual Fund—A Corporate Anomaly*, 14 *UCLA Law Review* 1252 (1967), pp. 1254–1259.

(16) Charles E. Jr. Rounds & Andreas Dehio, *Publicly-Traded Open End Mutual Funds in Common Law and Civil Law Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures*, 3 *New York University Journal of Law & Business*, 473 (2007), p. 492.

(17) *Lowe v. SEC*, 472 U. S. 181 (1985).

管人。⁽¹⁸⁾ 与投资建议服务相比,投资决策和管理服务现已成为投资顾问的主要业务。

投资顾问的客户范围包括机构、集合投资者和个人三大类。根据美国投资顾问协会(Investment Adviser Association,简称“IAA”)的统计,就投资顾问管理的资产额而言,集合投资者占比最大,达到42.9%(24.3%+0.5%+18.1%)。其中,投资顾问管理的各类投资公司资产规模达到17.2万亿美元,占行业总规模比例最大,达到24.3%。⁽¹⁹⁾ 而在美国证券交易委员会注册的各类投资公司总资产规模为22.5万亿美元,⁽²⁰⁾ 这说明投资公司管理的绝大部分资产(17.2/22.5万亿美元)都通过聘请投资顾问来管理。现实中,投资顾问服务的业务模式呈现多样化。既有服务于单一客户(个人或机构投资者)的一对一模式,也有服务于集合客户(投资公司、商业发展公司和其他集合投资工具等众多投资者集中资金组成的资金池)的一对多模式。在一对多模式中,投资公司所占比例最大(24.3%)。由于投资公司中的单位投资信托通常不会聘用投资顾问开展合作,下文分析的投资公司就主要指共同基金。此外,投资顾问管理的私募基金资产规模达到12.8万亿美元,占到投资顾问管理总资产规模的18.1%。由于私募基金的资金通常也是从很多的合格投资者募集,投资顾问与私募基金的合作仍然属于一对多模式。下文将以一对多模式为例,分析该模式下投资顾问与投资公司的关系,尤其是投资顾问在公募基金(共同基金)中的角色和功能。

三 美国资产管理的运行: 投资公司与投资顾问的互动

按照时间顺序,投资公司(共同基金)和投资顾问的关系可以分为投资公司孵化期和运营期两个阶段。在孵化期,投资顾问参与投资公司的设立过程;进入实际运营阶段后,投资顾问负责投资管理,投资公司内部组织机构对投资顾问也有监督和制约功能。

(一) 投资顾问推动投资公司的设立

在通常的商业模式和金融产品销售过程中,大多先有客户,经营者再根据客户的需求提供产品;而在共同基金中,则是投资顾问创造了它的客户。在基金的孵化期,投资顾问是主要的推动者,主要步骤如下。⁽²¹⁾

第一,投资顾问设立共同基金。这一过程就像许多公司新设子公司一样。基金的名称中包含投资顾问的名称,以便潜在投资者能清楚看出该基金的实际运营者。此时,投资顾问是该基金(投资公司)唯一的股东,基金是投资顾问的全资子公司。投资顾问以唯一股东身份任命共同基金的董事会(或信托理事会)。⁽²²⁾

(18) 客户通常选择签订长期授权书的方式,赋予投资顾问托管权。See Merrill Lynch, *Standing Letter of Authorization/ Instruction Enrollment Form*, https://olui2.fs.ml.com/publish/content/application/pdf/gwmol/standing_letter_of_authorization_instruction_-_500wb.pdf, 最近访问时间[2019-09-09]。

(19) Investment Adviser Association, *2017 Evolution Revolution-A Profile of the Investment Adviser Profession*, pp. 14-17, <https://www.investmentadviser.org/publications/evolution-revolution>, 最近访问时间[2019-09-09]。

(20) Investment Company Institute (ICI), *2018 Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry (58th Edition)*, <https://www.ici.org/research/stats/factbook>, 最近访问时间[2019-09-09]。

(21) See William A. Birdthistle, *Empire of the Fund: The Way We Save Now*, Oxford University Press, 2016, pp. 33-40.

(22) 董事会和理事会的区别,取决于基金采用的组织形式是公司还是信托,在功能上没有明显区别。下文统称为董事(会)。

第二 投资试验及成果展示。投资顾问会同时设立多个共同基金 用自有资金进行投资 开发并试验各种不同的投资组合。之后 投资顾问会向公众公开其投资策略以及投资业绩记录 以展示其投资技能 吸引投资者。当然 这些基金不可能都在孵化期有很好的表现 如果某只基金表现很差 那么投资顾问就不会把这只基金的投资记录展示给公众。公众投资者看到的新基金 永远是表现良好 投资收益高的一面。

第三 虽然投资顾问不再作为基金股东 但基金的董事会以及投资顾问和基金之间的投资顾问协议将得到保留。投资顾问将其原来作为唯一股东所持共同基金的股份转让给公众 以拿回其初始投资额。当投资顾问不再是股东 该基金作为投资顾问全资子公司的地位也就宣告结束。但是 投资顾问通常会通过章程、招股说明书等途径 要求投资公司的继任股东授权并让董事会同意 以自己为投资顾问 从而获得实际的投资管理权限。

(二) 投资顾问负责投资公司的管理

投资顾问将股份转让后 其角色就转变为外部的专业服务机构 此时对于投资顾问与投资公司的合作问题 需要同时考虑《投资公司法》和《投资顾问法》两法的调整。《投资公司法》的主要作用在于构建投资公司的治理结构 包括通过完成注册程序以获得证券发行权 董事资格、董事会构成尤其是其中独立董事的作用、董事会变更 以及明确投资公司聘请投资顾问进行投资管理业务等内容。《投资顾问法》则调整投资顾问提供投资咨询服务需要遵循的法定义务——反欺诈规则 以及账户管理服务等内容。如下图所示 投资公司(共同基金)最基本的治理结构是由股东(股东大会)、董事会和投资顾问组成。

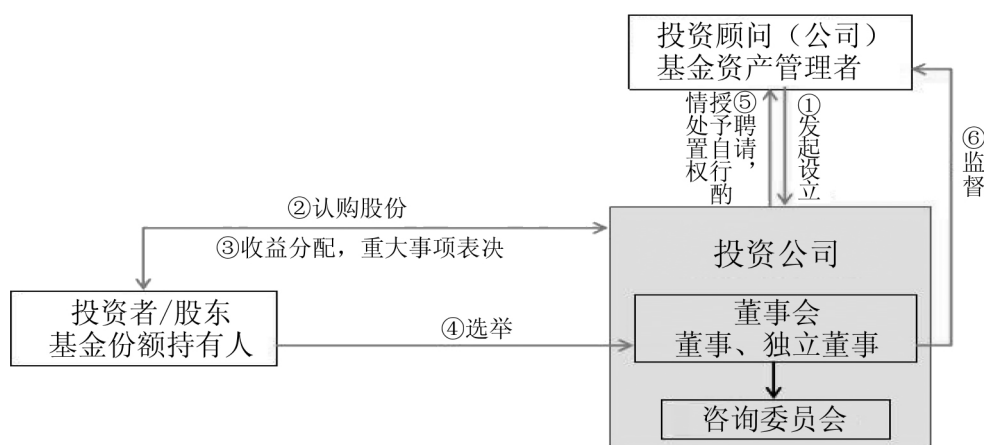


图1 共同基金的组织架构

投资公司虽然以独立的组织体形式存在 但更主要表现为财产集合。负责投资公司资产运作的并非董事会 而是由董事会聘任并获股东大会批准的投资顾问。⁽²³⁾ 投资顾问表面上是外部服务提供者 但实际上正是投资顾问推动设立了投资公司 而董事会代表投

(23) 美国投资公司总资产规模中的小部分(5.3 万亿美元) 没有“外包”给投资顾问。这样的投资公司存在两种情况: 一种情况是单位投资信托 受托人严格按照信托文件管理资产 无需聘请投资顾问; 另一种情况 投资公司的董事会在构成上不同于一般投资公司 具备专业资产管理能力。

资公司与投资顾问签订的聘任协议本质上还是基金孵化期投资顾问主导下相关协议的延续。投资顾问的角色主要体现在投资决策上,而非对资金、证券等资产直接或间接地控制。投资顾问可以根据协议,向投资公司建议合格托管人的选任,由合格托管人行使对资产的托管权。⁽²⁴⁾

(三) 投资公司对投资顾问的监督

1. 投资公司董事会

投资公司通常没有总经理等经营管理层,也没有负责投资管理具体业务操作的董事。依据《投资公司法》第2条(1),部分董事组成咨询委员会,但其仅有对投资的建议功能,而不具有决定对任何证券或其他投资进行买卖的权力。因此,董事会主要是一个监督机构,而非管理机构,不承担实际的资产经营职责。董事会将基金资产交由投资顾问管理,并对投资顾问的操作进行监督。⁽²⁵⁾

《投资公司法》第10条(a)规定,投资公司董事会中与投资顾问有利害关系的不得超过60%。即董事会中至少有40%的成员应是与投资顾问无利害关系的独立董事。《2003年共同基金诚信与费用透明法》进一步要求董事会成员的三分之二多数须由独立董事组成。虽然独立董事不得由与投资顾问存在特定经济联系的人担任,但并不排除他们是投资顾问忠实的好朋友,因而投资公司的独立董事制度受到质疑。⁽²⁶⁾近年来,为了提高董事会的独立性和有效性,美国证券交易委员会规定董事会主席职位须由独立董事担任,在审查投资顾问、与投资顾问签订协议等方面,都享有较一般独立董事更多的审查权利,而且,独立董事有权任免其他董事等。⁽²⁷⁾

2. 投资公司股东大会

投资公司的股东权力集中在公司内部组织结构方面,包括选举董事成员,赋予基金董事会监督职责,以及决定基金资产经营者(投资顾问)及其费用等。如前所述,在基金设立之初,基金不存在分散的中小股东,投资顾问是公司的唯一股东,其对董事的选举权实际上是一种任命。⁽²⁸⁾股东的功能或者股东大会的权力,主要是在基金孵化期之后(投资顾问将股份销售给其他投资者)的运作过程中体现。

共同基金股东最关注的是净利润回报和投资风险,相比于高管理费用带来高投资回报,投资者通常对低管理费用且低回报的投资管理方式缺乏兴趣。⁽²⁹⁾因此,股东进行投票决策,无论是选举、更换董事还是选择投资顾问,其主要目标还是在于选择与其投资回报预期、风险承受能力相适应的投资管理者。当然,投资者也可以通过用脚投票的方式,

(24) William A. Birdthistle, *Empire of the Fund: The Way We Save Now*, Oxford University Press, 2016, p. 46.

(25) 楼晓《我国公司型基金治理结构的构建之路——以美国共同基金治理结构为视角》,《法学评论》2013年第6期,第88页。

(26) New York Law School, Mutual Fund Regulation in the next Millennium Symposium Panels 1: Fund Governance, *44 New York Law School Law Review*, 431 (2001), pp. 435, 456.

(27) SEC Investment Company Act Release No. 24816 (Jan. 2, 2001).

(28) See William A. Birdthistle, *Empire of the Fund: The Way We Save Now*, Oxford University Press, 2016, pp. 35-37.

(29) R. Glenn Hubbard, Michael F. Koehn, Stanley I. Ornstein, Marc Van Audenrode & Jimmy Royer, *The Mutual Fund Industry: Competition and Investor Welfare*, Columbia University Press, 2010, p. 143.

选择申请赎回共同基金份额或者转让交易型基金的份额。

理论上讲,投资顾问与投资基金之间存在利益冲突。投资顾问本身也是一个公司,需要为自己的股东利益考虑;同时,投资顾问提供的投资建议和经营决策又要为基金投资者的利益最大化考虑,二者利益不一致时就会产生冲突。在基金孵化期过后,投资顾问将股份全部转让给投资者,投资顾问的股东和基金投资者之间的利益冲突也随之放大。⁽³⁰⁾投资公司可以通过股东大会的内部决策来降低甚至化解相应的冲突。譬如,美国著名的先锋基金就曾借助董事长提议与股东决策更换了投资顾问。先锋基金的创始人鲍格尔(John C. Bogle)曾是威灵顿管理公司(Wellington Management Company)的董事长兼总经理,1970年成为威灵顿基金(Wellington Funds)的董事长。威灵顿管理公司设立该基金,并担任其投资顾问。在基金管理过程中,鲍格尔为了基金的利益,与投资顾问产生争执。鲍格尔在1974年1月被威灵顿管理公司解雇,但仍担任威灵顿基金的董事长。同年7月,威灵顿基金提出重组计划,排除威灵顿管理公司的管理和分配权,并向美国证券交易委员会申请批准重组计划,更名为“先锋基金”。证券交易委员会批准申请后,股东大会批准了更名的决议,并任命鲍格尔担任董事长;保留了威灵顿管理公司以独立身份担任次级的投资顾问,职责仅限于处理此次决议之前存在的管理和分配事务。先锋基金的投资决策在不受威灵顿管理公司的控制之后开始转型,成为了美国第一家指数共同基金,发展迅猛。⁽³¹⁾

从以上案例可以看出:第一,在基金孵化期之后,投资顾问在股东大会上失去投票权,而基金董事长的任免要经过基金股东大会决议。第二,在投资顾问与基金产生利益冲突时,如果董事会不支持投资顾问,可以与股东联合对抗投资顾问。第三,股东大会有权限制投资顾问的权力范围,增加或减少投资顾问数量,并将原来的投资顾问降级甚至更换。第四,除了选择投资顾问,基金的重组、更名、向证券交易委员会提交申请以及重大改革措施,均需要由股东大会批准。因此,在基金孵化期之后,像其他公司一样,公司型基金的股东有权监督投资顾问和董事会忠实、勤勉地履行职责。

四 比较分析与完善建议

诚如有学者指出,比较法研究不能停留在概念的名称层面,而必须注重功能层面的比较。⁽³²⁾前文对于中美资产管理法律制度的讨论发现,有些概念在名称上相似甚至完全相同,但在功能上迥然有异,当然,也存在功能相似但名称不同的概念。因此,我们需要从功能层面对于中美资产管理的组织形式和实际运作进行比较,并在此基础上借鉴美国经验,寻求我国相关问题的应对之道。

(30) 关于二者的利益冲突,有学者认为,由于投资公司实际上是投资顾问创立的,原本是其子公司,那么投资顾问对基金利益的潜在侵害应视为“乱伦”(incestuous)。See William A. Birdthistle, *Empire of the Fund: The Way We Save Now*, Oxford University Press, 2016, pp. 40-41.

(31) See R. Glenn Hubbard, Michael F. Koehn, Stanley I. Ornstein, Marc Van Audenrode & Jimmy Royer, *The Mutual Fund Industry: Competition and Investor Welfare*, Columbia University Press, 2010, pp. 136-137.

(32) 参见米健著《比较法学导论》,商务印书馆2013年版,第100-113页。

(一) 中美资管法律体系的比较

1. 资产管理架构的法律基础

美国的投资公司包括多种组织形式,包括公司、信托和合伙等,其法律基础也相应不同。美国对投资公司组织形式的具体规制,以注册地所在州的组织法(公司法、商业信托法)为主,在制定法颁布前多遵循判例。在《投资公司法》的法定类型中,以单位投资信托和管理公司为主,前者由不具备商事主体资格的信托契约构成,而后的组织形式则是具备法人资格的公司和商业信托。

仅从组织形式来说,我国的信托计划、资管计划以及绝大多数证券投资基金均以合同的形式存在,不具备法人资格,与单位投资信托具有相似性。尽管我国《证券投资基金法》第153条允许设立公司型的证券投资基金,但现实中很少采用公司这种组织形式。

2. 资产管理运行的主体功能

美国资产管理活动中的各类主体包括投资者、投资公司、投资顾问和合格托管人。我国的资产管理活动在组织形式、角色名称等方面可能与美国存在差异,但在实质功能上是基本一致的。因此,在进行制度借鉴时,很有必要从功能层面对比分析我国与美国资产管理模式中的参与方。

表1 中美资产管理的主体功能对照表

功能 \ 法域	美国	中国
资产管理载体	投资公司	证券投资基金、信托计划、资管计划等资管架构
承担资产管理职能	投资顾问	银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构
提供资金、证券托管服务	由金融机构担任的合格托管人	证券投资基金的基金托管人、集合资金信托计划的托管人
提供证券投资建议	投资顾问、证券分析师	证券投资咨询机构(也称为“投资顾问”,不具备资产管理职能)

就美国投资者而言,无论是单位投资信托还是管理公司服务的客户,都存在单一投资者或者集合投资者的情形。投资顾问开展的服务也可以按照客户的数量分为“一对一”和“一对多”两种类型。在我国,基于委托人(投资者)数量的不同,信托产品分为单一信托计划和集合信托计划,证券公司客户资产管理业务也存在“为单一客户办理定向资产管理业务”和“为多个客户办理集合资产管理业务”的区分。⁽³³⁾中美两国均认可,对多数投资者和单一投资者提供的资产管理服务存在区别,从而适用的监管规则也存在差异。

美国的各类投资公司本质上是财产的集合;而我国的证券投资基金、信托计划、资管计划等资管产品也是财产的集合,在实质功能上应与美国的投资公司相对应。基金财产、信托财产也与美国投资公司发行凭证募集来的财产具有可比性。具言之,面对公众投资者发行的公募证券投资基金,运用投资组合管理资金,借鉴了共同基金的管理模式;资管

(33) 参见《证券公司客户资产管理业务管理办法》第11条。

计划、信托计划主要面对合格投资者非公开发行,具体的投资和管理方式差别很大,既有类似于单位投资信托的固定范围投资,也有类似于共同基金的投资组合灵活管理。

美国投资公司所持有的资金和证券原则上应交给合格托管人管理,投资顾问充当托管人属于特殊情况。我国《证券投资基金法》亦明确规定,公开或者非公开募集资金设立证券投资基金,应当由基金托管人托管。基金托管人由商业银行或者其他金融机构担任。而且,基金托管人与基金管理人不得为同一机构,不得相互出资或者持有股份。⁽³⁴⁾我国的基金托管人制度与美国合格托管人制度在概念和法律关系上存在一些差异,但发挥的功能有相似之处,都是为了实现受托管理财产的独立性、安全性。

美国共同基金中真正承担财产管理职能的主体是投资顾问,而非投资公司本身。我国的基金管理公司、信托公司、证券公司作为受托人,发挥着主动管理的职能,在功能上与美国的投资公司完全不同,却与美国投资顾问的职责相似。虽然美国的投资顾问可以提供传统的投资咨询服务,但其主要功能是作为资产管理人,为投资公司提供投资决策;而我国的投资顾问,尤其是证券行业内的投资顾问,实际上仅相当于美国的证券分析师。

(二) 我国资产管理载体治理结构的完善

1. 丰富资产管理载体的组织形式

资产管理载体组织形式的完善方向在于提供充分的制度供给,完善配套措施,让投资者能自由选择合适的组织形式管理资产,而不是被动地接受唯一可行的组织形式。我国除了基于委托合同、信托文件实现资产管理,《证券投资基金法》第 153 条还规定了公司、有限合伙等资产管理载体形式。但是,我国仅在基础法律的附则中用“公司”二字作了模糊的表述,并未详细规定其治理结构框架。⁽³⁵⁾更关键的是,公司型基金在税收负担问题上存在不确定性,⁽³⁶⁾这直接导致我国的公司型基金缺乏吸引力。

2. 明确资产管理载体的独立主体资格

在我国,无论是各类资管计划、信托计划,还是契约型基金,都被视为财产的集合,而非独立的组织体,因此,投资者直接与资产管理人(受托人)发生法律关系。在美国,无论管理公司是基于信托还是公司,都已经通过判例或制定法明确赋予了管理公司独立的法人资格,这使得资产管理业务实质上是围绕投资公司展开,投资者成为投资公司的所有者,投资顾问等为投资公司提供服务。

明确资产管理载体的独立主体资格,实际上是要在资产管理业务中实现“投资者—投资公司—投资顾问”的治理结构,主要理由如下。第一,投资公司股东获得有限责任的保护,仅以投资额为限承担投资损失。第二,投资公司作为整体与投资顾问等订立协议,授予投资顾问相关的管理权限,这与投资者个人直接与受托人协商相比,可以降低交易成本,有利于保护投资者。第三,契约型基金“投资者/委托人—受托人”模式只有单层的信

(34) 参见《证券投资基金法》第 2、32、35 条。

(35) 参见楼晓《我国公司型基金治理结构的构建之路——以美国共同基金治理结构为视角》,《法学评论》2013 年第 6 期,第 86 页。

(36) 参见汤洁茵著《金融交易课税的理论探索与制度建构——以金融市场的稳定发展为核心》,法律出版社 2014 年版,第 253 - 255、271 - 272 页。

义义务,而这种治理结构包含双重信义义务。一是投资顾问对投资公司的义务,主要基于顾问合同而产生;二是投资公司董事对公司及股东的义务。投资公司聘请的专业董事会成员,尤其是独立董事,在信义义务的要求下履行职责以保障投资者利益。

美国共同基金在治理结构上的比较优势尤其有利于大型公募基金的有效管理,这正是其在管理资产数量上远超过单位投资信托契约形式载体的原因。我国应当明确规定资产管理载体的独立主体资格,并在此基础上引入配套措施,以提升投资者保护。

3. 发挥资产管理载体的监督功能

受托人既要为了委托人(投资者)的利益行事,又要实现自身营利,二者之间难免存在利益冲突。尽管投资者与受托人之间(投资顾问与投资公司之间)存在信义关系,但受托人在管理过程中违背信义义务的问题屡见不鲜,尤其是投资者众多的大型公募基金,单个投资者对受托人(投资顾问)缺乏有效监督,往往只能用脚投票。

我国应当在赋予资产管理载体独立主体资格的基础上,明确其内部组织机构对受托人的监督职能,即由投资者大会和董事会/内部专业委员会发挥监督作用。从现有的“委托人—受托人”架构转变为“投资者—资产管理载体—外部管理人”的架构。第一,我国应当重视并强化基金份额持有人大会、信托受益人大会的作用。美国投资公司的股东大会享有决定基金管理者等权力;与之对应,我国《证券投资基金法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》关于基金份额持有人大会/受益人大会权力的规定也包括更换基金管理人/受托人、调整管理人报酬标准等内容。从理论上讲,我国也存在投资者集体对管理人的监督;但在实践中,基金份额持有人大会的召集权、召开事项、常设机构等方面都存在问题,⁽³⁷⁾使其实际监督效果大打折扣。第二,我国有必要在资产管理载体内部设置董事会或者专门委员会。美国《投资公司法》重点规定了投资公司中的董事会以及独立董事构成,无论是公司型还是信托型的投资公司都需要遵循这一规定,董事会的主要作用就是监督投资顾问。

(三) 我国投资顾问的定位与职责完善

1. 中美两国投资顾问的比较分析

根据美国《投资顾问法》第 202 条(a)(11),投资顾问除了提供传统的投资咨询服务,还可以充当资产管理人,行使投资决策权,在特殊情形下还担任资金和证券的托管人。美国《投资顾问法》的主要规范对象,是投资顾问为投资公司运作提供投资决策的行为,而非一般的投资咨询。

在美国,通过分析公司或行业信息而对公司股票价格涨跌作出预测的中介服务机构,实际上是证券分析师。他们的资格由行业协会认定,对通过考试的申请人授予“特许金融分析师”(Chartered Financial Analyst)。⁽³⁸⁾需要指出,典型从事投资咨询业务的机构——提供与经纪业务密切相关且附带投资建议服务的证券经纪商或交易商、定期发行的金融出版物,被《投资顾问法》第 202 条(a)(11)明确排除在“投资顾问”的调整范围之外。

(37) 参见蔡奕《完善公募基金份额持有人大会制度的几点思考》,载《证券法苑》(第 23 卷),法律出版社 2017 年版,第 355-364 页。

(38) 参见[美]约翰·C.科菲著《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社 2011 年版,第 279-280 页。

我国将投资顾问等同于投资咨询机构,主要依靠提供投资建议,尤其是为散户“荐股”而获利。《证券法》规定,投资咨询机构及其从业人员从事证券服务业务不得代理委托人从事证券投资,且投资咨询机构的设立经营必须得到证监会批准。可见,我国证券行业的投资顾问有两大特点:一是服务内容单一;二是牌照限制严格。从功能层面看,我国的投资顾问基本上局限于“证券分析师”这一狭义的“投资顾问”范围,不具有资产管理的功能,与美国的投资顾问有重大差别。

2. 当前我国投资顾问业务的主要问题

结合美国经验和我国自身情况,我国投资顾问制度主要存在以下问题。

第一,仅依靠提供股市行情分析、投资建议来盈利不是一种可以持续的商业模式。我国证券市场中八十余家持牌投资咨询机构发展不足,而许多近年来新兴的第三方财富管理机构、智能投顾公司却在监管灰色地带快速发展。其原因在于,持牌投资咨询机构提供的投资建议具有低成本的可复制性、传播性,而且普遍适用于所有投资者。假设投资咨询机构告诉客户某家上市公司的股票价格将上涨,客户必然会将投资咨询机构提供的投资建议以低价甚至免费传播给自己的亲友甚至陌生人,因为知道该投资建议的人越多,买这只股票的人越多,该客户的预期(股票上涨)实现程度越高。⁽³⁹⁾

第二,市场上有些经营者通过不规范运作而获利,这反过来会影响那些守法者,最终出现“劣币驱逐良币”的局面。有些投资咨询机构可能会接受证券公司的好处,或者存在其他业务往来或关联关系,从而为他们拟推荐上市或者提供投行服务的公司进行推介。有些持有投资咨询牌照的券商在其证券投资咨询部门与投行业务部门、自营部门之间没有设置很好的隔离措施,从而出现其投资咨询部门帮助推荐投行部门承销的证券,或者自营部门持有的证券。更有甚者,一些投资咨询机构从业人员进行“抢帽子”交易等违法行为。这些情况都体现了投资咨询机构的利益冲突问题,严重影响了其作为中介机构发挥看门人作用的有效性。⁽⁴⁰⁾

3. 我国投资顾问业务的改革路径

在资管业务发展的新时期,我国投资顾问业务及相关制度、规则设计宜考虑在如下方面进行改革。

第一,为客户(尤其是高净值客户)量身定制个性化的投资策略和资产组合,而不仅是提供公共性的投资建议。这一路径仍然是在我国现有针对投资咨询机构的规定之下的探索。专业定制化的投资咨询服务,使得投资报告的内容不具有可复制性和普适性。在此基础上,投资顾问和客户之间形成长期稳定的合作关系,甚至从卖方分析师向专业的买方分析师转型,被投资基金等机构投资者(买方)收购。

第二,运用大数据分析等新技术,实现投资咨询业务的智能化。近年来热议的智能投顾在我国最初以荐股软件的形式出现,本质上是由智能产品代替投资咨询机构中的自然人从业者为消费者提供投资建议。证监会《关于加强对利用“荐股软件”从事证券投资咨

(39) 参见沈朝晖《证券投资咨询行业升级、两阶牌照与法制改革》,《证券市场导报》2017年第12期,第4-6页。

(40) 参见[美]约翰·C.科菲著《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第287-293、309-312页。

询业务监管的暂行规定》将荐股软件明确为投资咨询业务,需要取得证券投资咨询业务资格。现实中,我国智能投顾经过几年的发展,本应实现的智能化目标不仅未能真正实现,反而使现有的主流智能投顾模式成为非金融机构开展资产管理业务,甚至是境外证券公司在境内经营证券业务的通道。⁽⁴¹⁾大量非金融机构打着第三方财富管理机构、智能投顾的旗号开展资产管理业务,却以机器、软件不具有主体资格为由逃避信义义务,使信义义务主体虚无化。⁽⁴²⁾因此,面对监管缺位的智能投顾,必须通过规则明确其权限范围。

第三,将投资咨询行业由单纯的荐股向全权委托账户管理或财富管理升级,在投资咨询业务牌照的基础上设置全权委托账户管理牌照。⁽⁴³⁾从比较法角度看,这种两阶牌照方案体现了美国《投资顾问法》的规制思路,无论是金融机构还是非金融机构,无论是传统的自然人还是人工智能,只要从事了控制客户事务(接受客户委托)、按照客户的个人需求和具体情境代替客户作出证券投资判断、具有营业性、收取报酬,都应被视为资产管理机构(对应美国《投资顾问法》上的投资顾问),需要取得相应牌照(对应美国关于证券交易委员会注册的要求),需要适用严格的信义义务(对应美国《投资顾问法》中的反欺诈规则)。

然而,《资管意见》第23条规定,“运用人工智能技术开展投资顾问业务应当取得投资顾问资质,非金融机构不得借助智能投资顾问超范围经营或者变相开展资产管理业务。”这里仍在强调智能投顾要取得我国投资顾问(投资咨询业务)资质,并且不得开展资产管理业务,显然没有采纳两阶牌照的改革路径。其原因在于,我国投资顾问与美国投资顾问在实质功能上存在重大差异。如前所述,美国的投资顾问实际上是基金管理人、资产管理机构;而我国的投资顾问是投资咨询机构,不具有接受全权委托管理资产的资质,因此,以美国《投资顾问法》的经验来解决我国投资咨询机构的问题,需要首先厘清美国投资顾问与我国投资咨询机构的区别,并在此基础上在我国创设类似美国投资顾问的新型持牌机构,将智能投顾的行为纳入资产管理业务加以规制,并落实信义义务。

五 结 语

美国对资产管理行业的法律规制,没有采用单一、大而全的法典化形式,而是通过多层级的立法、证券监管规则和司法判例共同组成,以《投资公司法》和《投资顾问法》两部基础法律为核心。该监管体系诞生于20世纪40年代美国分业经营、分业监管的背景之下,但其以投资管理功能为抓手,实际上已经采用了功能监管的理念。无论基于何种法律基础,采用何种组织形式的载体,只要存在通过发行证券募集资金并进行证券投资的行为,都需要作为投资公司进行注册。无论是什么类型的组织,金融机构还是非金融机构,只要符合相关标准都需要作为投资顾问进行注册。因此,美国从实质功能角度紧紧围绕投资公司和投资顾问这两个资产管理活动中的关键角色,完成了对资产管理行业的统一监管。

反观我国情况,目前的资产管理法律体系主要还是以机构类型为标准进行规范,各监

(41) 参见郭雳、赵继尧《智能投顾发展的法律挑战及其应对》,《证券市场导报》2018年第6期,第72-74页。

(42) 参见高丝敏《智能投资顾问模式中的主体识别和义务设定》,《法学研究》2018年第5期,第40-41页。

(43) 参见沈朝晖《证券投资咨询行业升级、两阶牌照与法制改革》,《证券市场导报》2017年第12期,第6页。

管部门对其管理的机构适用各自制定的规则,导致了在组织法和行为法层面都缺乏一致性。比如,我国资产管理载体组织形式的专门立法尚付诸阙如。信托是我国资产管理实践中的主要载体形式,但其相关规定散见于《信托法》和《证券投资基金法》。虽然《证券投资基金法》提及合伙型和公司型的载体形式,但缺乏具体规则,导致现实中难以适用。这些问题导致了资产管理上位法的模糊,在实践中引发了监管空白和监管套利问题。根据《资管意见》,无论隶属于哪个监管部门、依据哪部金融法律法规设立的金融机构,无论是采用信托、委托还是其他合同法律关系为基础,只要从事了接受投资者委托、为投资者管理资产的行为,都受到统一监管,这是资产管理法治环境的一大提升。然而,《资管意见》只是部门规范性文件,难以在组织和行为两个层面真正实现统一监管的终极目标。针对资产管理载体的规制,重点要从组织法层面改造《证券投资基金法》,增加资产管理载体形式的制度供给。针对资产管理机构(受托人)的规制,不同金融机构各有一套组织形式和牌照要求,这在目前尚不能完全打破分业监管的国情下无法实现太大的改变,因此,推动资管行业从机构监管到功能监管的转变是一个更为现实的改革路径,契合目前我国金融监管体制改革的总体逻辑与路径。⁽⁴⁴⁾ 这需要将《信托法》《证券投资基金法》《证券法》《公司法》以及民法委托代理中涉及信义义务的相关规则进行系统的梳理,统一表达方式与适用标准,以解决监管套利等问题,提升投资者保护力度,促进资管行业的健康发展。

[Abstract] The controversy over legal basis of the 2018 Guiding Opinions on Regulating the Asset Management Business of Financial Institutions reflects the differences of views on the jurisprudential basis and the operational mode of asset management. When drawing on relevant experiences from overseas, notably the US, China needs to focus more on substance than on form. The main vehicles for asset management in the US are investment companies, which can take many different organizational forms. Investment advisors not only provide investment advices, but more importantly, also manage assets for their clients. Investment advisors promote the establishment of mutual funds and then provide asset management services under the supervision of the board of directors and shareholders meeting of investment companies. In contrast, the asset management in China mainly takes the form of trust, and seldom takes other forms, such as companies. The mutual fund in the US adopts ‘investor-investment company-investment advisor’ structure, whereas that in China is structured as ‘investor-manager’. From a functional perspective, the US-style investment advisors are very different from those in China. It is suggested that China should allow asset management to take a diversity of business forms but adopt a consistent standard for regulating functionally similar business activities.

(责任编辑:姚佳)

(44) 参见黄辉《中国金融监管体制改革的逻辑与路径:国际经验与本土选择》,《法学家》2018年第3期,第136-137页。