

· 经济法 ·

# 开放式基金法律规制的若干问题

李 辰 孙敏敏

(厦门大学,法学院,福建 厦门 361005)\*

摘要:开放式基金的设立;开放式基金资产净值的计算;开放式基金巨额赎回的规制。

关键词:基金 开放式基金 证券

中图分类号:D922.287

文献标识码:A

文章编号:1003-7217(2001)04-0084-03

开放式基金是相对于封闭式基金而言的,是指基金发行总额不固定,基金单位总额可以随时增减,投资者可以在国家规定的营业场所自由申购或赎回基金单位的一种基金形式。与封闭式基金相比,开放式基金具有许多不同之处,表现在:1)基金资本额是否确定不同。封闭式基金发行总数是固定的,而且在存续期间不能抽回投资;开放式基金的发行则没有规模限制,而且投资者可以随时申购或赎回,基金的总额不确定。2)基金单位的转让方式不同。封闭式基金不能在封闭期内退出基金,故通常在证券交易所上市或在场外上柜交易,交易对象是其他投资者;开放式基金则允许随时向基金管理人申购或赎回,故不存在上市或上柜交易的情形,只能在基金管理公司开办的网点进行交易,交易对象是基金管理公司。3)基金单位价格的决定因素不同。封闭式基金的受益权单位的买卖价格受市场供求因素的影响,常出现溢价或折价的现象。而对于开放式基金,基金单位的买卖价格完全取决于基金资产净值,再加上一定的手续费。4. 基金投资策略不同。封闭式基金由于不存在随时赎回的压力,可以充分考虑效益最大化,贯彻长期投资策略;开放式基金则须应对随时赎回的要求,必须在投资时考虑资产的流动性。

目前,我国证券市场上存在的基金都是封闭式的。随着中国证监会《开放式证券投资基金试点办法》的颁布,开放式基金的推出已指日可待。但是,现行法规仍然存在一些不完善的地方,这必将影响日后开放式基金的运作。本文就开放式基金法律规制的几个重要问题,从法理及海外实践等方面加以阐述,并对现行法的完善提出建议。

## 一、开放式基金的设立

开放式基金的设立有两种方式,初始设立和转换设立。目前,我国现行有关法规仅对初始设立有所规范,转换设立问题仍是法律空白。

### (一)初始设立

#### 1. 设立条件

《证券投资基金管理暂行办法》第7条规定了设立证券投资基金的条件。另外,针对开放式基金的特殊性,该文件对其规定了特别条件,即申请设立开放式基金,除满足一般条件之外,还必须在人才和技术设施上能够保证每周至少一次向投资者公布基金资产净值及申购、赎回价格。2000

年10月中国证监会发布了《开放式证券投资基金试点办法》,其中的第4条至第9条专门对开放式基金的设立条件作了规定。

#### 2. 设立失败及其责任承担

开放式基金的设立募集期限不得超过3个月,且必须符合以下两个条件方可成立:1)设立募集期限内,净销售额超过2亿元。2)在设立募集期限内,最低认购户数达到100人。如果达不到这一要求,基金不得成立。基金发起人(即基金管理人)必须承担基金募集费用,已募集的资金并加计银行活期存款利息必须在30天内退还基金认购人。

#### (二)转换设立

转换设立,是指由封闭式基金转变而设立开放式基金。正如前述,较之封闭式基金,开放式基金具有诸多优点,也代表了国际基金业的发展趋势。我国证券市场中存在近50家的基金,都是封闭式的,将这些基金到期后转换成开放式基金继续经营,是一条很好的出路。

当然,封闭式基金转换成开放式基金也存在一定的风险:

1. 封闭式基金转换为开放式基金会导致基金价格剧烈波动。开放式基金的价格基础是基金单位的资产净值。而封闭式基金的流通采取在证券交易所上市的方式,投资者之间竞价成交,其价格由供求关系决定。当封闭式基金转换为开放式基金时,基金价格决定的基础发生转变,即由市场供求转为基金单位资产净值,这一过程也可以视为基金价值的回归过程,即市场价格向资产净值靠拢。而我国目前上市的封闭式基金的价格远远高于其资产价值。当封闭式基金向开放式基金转换时,其价格回归,会导致基金价格全面下跌,令投资者损失惨重。

2. 封闭式基金转换为开放式基金过程中,投资组合的变动将会在一定范围内带来市场波动。由于开放式基金存在随时赎回的可能,因此其投资更应当强调流动性。这决定了与封闭式基金相比,二者在投资组合上存在许多不同之处。封闭式基金向开放式基金的转换,迫使基金管理人调整其投资组合以适应开放式基金的要求,必定会造成一定的波动与损失。

台湾法律规定封闭式基金上市3年后,在两种情况下转化为开放式基金:第一种是基金持有人召开持有人大会决议基金终止上市,从而转换为开放式基金。第二种是基金

\* 收稿日期:2001-05-08

市场价格连续一个月低于基金资产净值20%以上时,由基金管理公司召开持有人大会,如果决议通过转换为开放式基金,则基金以净资产价值为买卖依据,投资者借此可获取市价与基金资产净值之间的差价,减少损失。

我国目前尚没有开放式基金转换设立的法律规定。笔者认为,这一方式对我国现存的数十家封闭式基金到期后的出路问题具有重要意义,应当借鉴海外相关立法予以构建。但要特别注意针对上述可能存在的风险,制订完善的法规体系和详细的操作规则。

## 二、开放式基金资产净值的计算

基金的资产净值(NAV)是基金持有人分红的来源,也是封闭式基金交易价格的内在基础。但基金净资产价值的计算对开放式基金的投资人有特别的意义,它是开放式基金认购赎回时的直接计价依据。因此,如何公平计算基金资产净值,就投资者权益的保障有重大意义。而且,如基金资产净值的计算偏离市价或合理价格时,必将成为套利的工具,有害于其他投资者。

资产净值的计算属技术性的规定,对这一问题各国规范的方式大致相同,如日本证券投资信托法对基金资产净值的计算无明文规定,而将其计算方法主要规定在大藏省所颁布的行政命令中。在美国,投资公司法对基金资产净值的计算也仅为大概的规定,由于这些规定过于空泛,美国证监会颁布行政命令,对一般证券价格的计算方法有较明确的规定。在英国及香港,法律对基金资产净值的计算也无规定,同样是由行政命令加以规定。笔者认为,为维持基金资产净值计算的合理性,应当就其计算方法保持一定的弹性。我国可以考虑在基金管理办法中对其计价方法仅作原则性规定,对详细的计价方法及特定产品的计价方法,应当依靠其他规范形式,比如要求在基金契约中详细加以列明。

### (一)基金资产净值计算方法的外国法制

海外关于基金资产净值的计算方法,大都根据所投资的标的是否是公开市场的工具而有所不同。

#### 1. 公开市场的投资标的的计算方法

很多国家都规定有集中交易市场证券的价格,以该市场的收盘价格计算。

(1)日本法:日本法在“有关受益证券基准价额的算定”的行政命令中,将在证券交易所上市的有价证券与非证券交易所上市的有价证券相区分,如果是集中交易市场上市的有价证券,以该有价证券计算日的收盘价格决定其价值,如果有的证券在两个交易所上市,则以交易继续且较多的交易作为收盘价格。如计算日当日无收盘价格的,则以该交易所最接近计算日的收盘价格为基准。该行政命令还就新股认购权证的价格、公司减资或合并等情形的计算方法做出了规定。

(2)美国法:美国投资公司法规定,如有价证券在市场上有交易价格时,则以该市场价格衡量该有价证券的价格,但如无法获得市场价格者,则由投资公司之董事会以诚信原则加以计算。

(3)英国法及香港法:英国法认为有价证券在市场上有交易价格的,应以该价格算定,如无法获得市场价格时,应由基金管理人与受托人所同意之合理买方价格为评价标准。香港法也有相似的规定。

#### 2. 非公开市场交易证券或其他投资标的的计算方法

以下就非公开市场交易的证券或其他产品的资产净值

计算方法说明如下:

(1)债券:公债、公司债及金融证券,如为非上市的,但在证券商营业处有买卖的,可以计算日柜台中心的平均价格为准,但未上市且未在证券商营业处有买卖的,并无收盘价格或平均价格供参考,应以面值加计至计算日止应收的利息为准。该办法就一年以下的短期债券来说,其计算方法尚属合理,但一年以上的债券如以该方法计算资产净值的,将有失真的现象。这是由于利息的变动将影响债券评价,如单纯以买进成本加计利息的方式计算,将与市场价格及其真实价格产生差距。<sup>[1]</sup>这个问题的解决方法,须由基金管理公司及托管机构决定。就美国来说,是由基金公司的董事根据诚信原则决定的。香港则是由基金经理人与保管机构合意的专业人员决定,但该专业人员可以是基金经理人。

(2)衍生性证券:衍生性证券就期货来说,其通常在集中市场交易,所以可以根据集中交易市场的价格计算其价值;就选择权来说,既有在集中市场交易的,也有未在公开市场交易的,各国法制均授予基金经理公司裁量的权限,以英国法来说,其计价方法由基金经理公司与受托人合意决定,但基金经理公司必须合理地就该衍生性证券剩余期间的价值,以适当的评价模式,或根据其他市场信息加以判断。<sup>[2]</sup>

### (二)我国的立法建议

目前我国的法律法规均没有对基金资产净值的计算方法做出明确规定,而仅泛泛的要求须在基金契约中写明。<sup>③</sup>事实上,监管机构极有必要对其作出明确规定。具体来讲,笔者认为应采用如下原则:

(1)股票:上市的以计算日集中交易市场的收盘价格为准;认购已上市同种股票的配股或其它增资股票,准用上述规定;认购初次上市股票或买卖非上市的股票,在该股票上市挂牌交易前,以买进成本为准。

(2)债:上市的,以计算日的收盘价格为准;如计算日无收盘价格,以最近的收盘价格、成交价加权平均值或平均价格代替。如为外国有价证券,则根据基金契约所载的计算方法确定的。未上市的,如属一年以下的债券,应以面值加计至计算日止应收的利息为准,如属一年以上债券的,应根据基金契约的规定办理。而基金管理公司与保管机构决定计算方法时,应参考主要证券商的报价,以符合市场的状况。证券商或银行在报价时,有买进及卖出的报价,为使该价值避免失真,可以参考英国法的规定以买进的价格为准。

(3)衍生性证券:由于我国基金尚不能投资于其他在集中交易市场的衍生性证券,如期货或选择权等,但如在基金管理办法修正后,可以从事该项投资的,则其也应以衍生性商品的交易所收盘价格为准,而不论其为本国或外国的证券或商品。

(4)外国有价证券:就外国的有价证券或其他商品的计算方法,应根据基金契约订之,但如有共同性的原则,可以参考日本法就投资外国有价证券及衍生性商品的规定决定其定价的方法。

(5)特殊商品:我国对于有市场价格的证券,可以采取逐条专项确定资产净值计算方法的形式,也可以借鉴美国的规范办法,仅原则性规定根据市场价格确定其资产净值。为避免新产品产生后所导致的问题,应当在基金管理办法中授权证监会就特殊的产品制定其计价方法。

### 三、开放式基金巨额赎回的规制

开放式基金单个开放日,基金净赎回申请(赎回申请减去认购申请)超过基金总份额的10%时,即发生巨额赎回。<sup>④</sup>出现巨额赎回时,对基金投资者的赎回行为进行一定的限制以保证基金运作的稳定性是国际基金业通行的做法。例如在美国,开放式基金的招募说明书往往规定,当基金投资者单个交易日要求赎回的份额超过基金资产净值的一定比例时(一般为10%),基金管理人有权限制基金投资者的赎回要求。总的来说,海外相关法规关于巨额赎回的规制有下列方式:

#### 1. 设置封闭期

开放式基金一般规定成立后有一定的封闭期,在该期间内基金持有人不得要求基金管理人赎回其持有的基金受益凭证。香港《单位信托及互惠基金守则》规定,基金募集成立以后,可以设定一个首次赎回的时间间隔(3~6个月)。我国《试点办法》也规定了3个月的封闭期。

#### 2. 设置延迟或暂停赎回条款

当申请赎回总金额超过基金现金准备金额时,基金管理公司可以暂时停止接受赎回申请,并延缓支付赎回款。香港《单位信托及互惠基金守则》规定(10.8):“如果在某个交易日接获超逾发行单位/股份总数10%的赎回要求,则10%以外的赎回要求可以延迟至下一个交易日办理。”

#### 3. 赎回请求与实际支付日期之间的间隔

从管理的角度出发,一般在接到赎回申请到实际支付之间会有一个时间间隔,以便基金管理人进行管理,调整基金的投资结构,满足持有人的赎回请求。如英国法规定,允许延迟接受赎回申请,自接到申请之日起两周内把证券变现后支付赎回价金。美国法则规定,应该在收到赎回申请的7天内支付赎回价金。证券交易委员会(SEC)最近建议将赎回付款期定为31天,以放宽对开放式基金的流动性限制。

#### 4. 及时的信息披露

发生巨额赎回时,由于密切关系到投资者的利益,基金管理人应当充分、及时、全面地公开披露有关信息,保证投资者的知情权。

我国现行法律一方面要求发行人在《基金契约》及《基金招募说明书》中列明基金管理人应对巨额赎回的处理方法,并上报中国证监会。另一方面,新近出台的《开放式证券投资基金试点办法》中对基金巨额赎回的情形作了明确规定,包括第12条、第30条、第31条和第32条。笔者认为,这些规定已经十分接近国际基金业的通行做法,有利于我国开放式基金的运作。

### 四、开放式基金的融资问题

是否允许基金管理人向外融资,存在着两种不同的观点。一种观点主张,禁止基金管理人向外融资,避免其从事信用交易进行超过自身资金实力的投资,可以防止基金和投资人负担过大的风险,保障基金运作的稳定性。另一种观点主张,完全禁止基金向外融资,可能会使基金丧失获利的机会,从而影响基金及投资者的权益。<sup>⑤</sup>更为重要的是,在开放式基金运作中,基金面临不确定的巨额赎回压力,一旦这种巨额赎回出现,如果断绝基金向外融资的管道,则基金管理人只能通过强制性变现来实现,这必然会对基金造成一

定的损失。

纵观各国的有关法律,对这一问题的规定也不尽相同。

#### 1. 日本法

日本法规定基金不得办理融资。但是日本法允许基金在特定情况下办理融券,如转换公司债转换手续中的股票,分割手续中的股票等情形。

#### 2. 美国法

美国法允许投资基金进行融资,但是作了较为严格的限制,而且于封闭式基金与开放式基金之间存在区别。封闭式基金可以发行优先股和债券(共同基金是公司型的),也可向银行借款;开放式基金则不能发行优先股和债券,因为其开放性的特征,赎回股票随时会发生,持有优先股和债券的股东和债权人难以得到充分的优先保证。但开放式基金可以向银行借款。美国投资公司法规定,共同基金除杠杆基金(Leverage Fund)外,其借款不得超过资产净值的5%,<sup>⑥</sup>且其借款仅可向银行办理。如果是杠杆基金,则就其投资政策的效果及目的,应当以公开说明书或相关登记文件中予以说明,如更改其投资政策,须经股东同意。

#### 3. 英国法及香港法

英国融资服务法规定,如果一项贷款总额不超过未来一个月内将成为信托资产的投资价值或信托基金资产总值的10%,则这项贷款是被允许的。<sup>⑦</sup>

香港《单位信托及互惠基金守则》规定,不可借进超过其总资产净值25%的款项,投资于资本市场的基金则不可超过其总资产净值的10%,基金的借款仅限于应付赎回要求和支付营运费用。基金的借款限额也限于总资产净值的10%。<sup>⑧</sup>

从各国立法可以看出,大多数国家立法,对开放式基金的融资问题,均采取了允许存在但严格限制的做法。这有利于开放式基金的良性运作。较之绝对禁止或放任自流的立法更具有灵活性。我国《证券投资基金管理暂行办法》中规定,禁止“基金管理人从事资金拆借业务”。这种规定对封闭式基金的影响可能不大,但是对开放式基金,尤其是在其面临巨额赎回的情形时,会产生诸多不利之处。为此,新近出台的《开放式证券投资基金试点办法》规定:“基金管理人可以根据开放式基金经营的需要,按照中国人民银行规定的条件,向商业银行申请短期融资。”但是,同海外成熟市场的法规相比,我国的规定显得过于简略,既不具可操作性,也没有对融资作出必要的限制,建议在修订时予以完善。

#### 参考文献

- [1]陈春山. 证券投资信托契约[M]. 五南图书出版公司,1997.
- [2]FSR, Section 5. 21.
- [3]见《证券投资基金基金契约的内容与格式(试行)》.
- [4]见《开放式证券投资基金试点办法》第30条.
- [5]陈春山. 证券投资信托契约论[M]. 五南图书出版公司,1997.
- [6]Guidelines for Form N-1A, Investment Company Act. Release No. 9785(May 31,1977), Guide7.
- [7]FSR. sectionA, 5. 02
- [8]SFC. Supra note 63. 7. 16

(责任编辑 叶向荣)