

公募基金投资者集中度管理新政理解和执行若干问题探讨

作者: 黎明 / 陆奇

2017 年 3 月 17 日, 中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)证券基金机构监管部通过其主办的 2017 年第 2 期《机构监管情况通报》(以下简称“《监管通报》”), 向各公募基金管理人、公募基金托管人发布了加强公募基金投资者集中度管理的若干要求。

《监管通报》自发布之日起对各公募基金管理人、公募基金托管人产生约束力, 且适用范围涵盖所有公募基金。本文将根据《监管通报》的要求, 结合《中华人民共和国证券投资基金法》和《公开募集证券投资基金运作管理办法》(以下简称“《运作办法》”)等法律法规, 对公募基金落实《监管通报》的不同情形予以梳理, 并就《监管通报》具体要求的理解和执行问题进行探讨。

一、投资者集中性管理的主要规范

《监管通报》从投资者持有单一基金份额集中度的角度将公募基金按是否允许单一投资者持有基金份额数的比例达到或超过 50% 为标准分为两种类型:

1. 不允许单一投资者持有基金份额比例达到或者超过 50% 的基金, 但运作过程中因基金份额赎回等情形导致被动超标的除外(为表述方便, 以下简称“集中度受限基金”);
2. 允许单一投资者持有基金份额比例达到或者超过 50% 的基金(为表述方便, 以下简称“集中度非受限基金”).

如您需要了解我们的出版物, 请与
下列人员联系:

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

结合在公募基金注册申报反馈过程中证监会对于注册申报文件要求同期更新的《承诺函(适用于基金管理人新申报基金产品)》、《承诺函(适用于基金管理人超期未募集的基金产品变更注册)》、《承诺函(适用于基金管理人超期未募集的基

公募基金投资者集中度管理新政理解和执行若干问题探讨

金产品延期募集备案)》(以下将前述《承诺函》所涉及的三种情形的基金统称为“新设基金”),《监管通报》就投资者集中性管理对新设基金的申报提出具体要求,并强调基金管理人在产品存续过程中的合规运作。*关于非新设基金对投资者集中性管理的衔接和执行将在本文第二部分说明。*

	集中度受限基金	集中度非受限基金
规范要点	在募集过程中及成立运作后单一投资者持有基金份额比例均不得达到或者超过 50%; 基金管理人应采取有效管控措施,确保旗下产品不存在变相规避 50%集中度要求的情形: - 在基金合同中约定,单一投资者持有份额集中度不得达到或者超过 50%; - 为实现集中度控制,我们建议通过基金份额发售公告或其他相关公告对募集期单一投资者持有基金份额比例不得达到或者超过 50%采取控制措施; - 为实现集中度控制,我们建议在基金合同、招募说明书中明确如基金管理人接受某笔或者某些申购申请有可能导致单一投资者持有基金份额数的比例达到或者超过基金份额总数的 50%,或者有可能导致投资者变相规避前述 50%比例要求的,有权部分或全部拒绝该等投资者的申购申请; - 对变相规避集中度的认定和理解将在本文第三部分探讨。	应当封闭运作或定期开放运作(定期开放周期不得低于 3 个月)并采取发起式基金形式: - 运作方式为封闭式或定期开放; - 应采用发起式基金。 在基金合同及基金招募说明书等信息披露文件中予以充分披露及标识: - 在基金合同、招募说明书中明确该基金允许持有基金份额比例达到或者超过 50%的单一投资者。 不得向个人投资者公开发售: - 在基金合同、招募说明书中明确不向个人投资者销售。

公募基金投资者集中度管理新政理解和执行若干问题探讨

信息披露	对于报告期内出现单一投资者持有基金份额比例达到或者超过 20%的情形: ● 基金管理人至少应当在基金定期报告“影响投资者决策的其他重要信息”项下披露该投资者的类别、报告期末持有份额及占比、报告期内持有份额变化情况及产品的特有风险; ● 上述信息披露要求也应在基金合同“基金的信息披露”部分进行约定。	不适用
合规运作	基金管理人与投资者不存在其他合作安排, 拥有完全、独立的投资决策权, 不受特定投资者的影响 基金管理人将公平对待投资者, 不向特定投资者提供额外的投资组合信息或提前向特定投资者披露相关信息 基金管理人应认真履行合同约定, 采取必要、合理的措施保护投资者合法权益 为此, 我们建议: ● 审慎接受大额赎回 继续接受赎回申请将损害现有基金份额持有人利益的情形时, 可暂停接受投资人的赎回申请 ● 必要时可提高基金份额净值保留位数的计算精度	
责任承担	如违反上述要求, 将承担《运作办法》第 53 条规定的法律责任, 接受监管部门的相应处理, 一年内不得提交基金产品募集注册申请及变更注册申请	

根据上述规范要求, 我们理解:

1. 根据银行、保险等机构特定需求发起设立的以灵活配置混合型、债券型基金为主的所谓“委外定制基金”的监管方向已经明确, 禁止在零售市场销售, 允许面向机构发行, 疏堵结合。

免责声明: 本出版物仅代表作者本人观点, 不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

公募基金投资者集中度管理新政理解和执行若干问题探讨

2. 以是否“允许”集中度达到或者超过 50%为标准区分集中度受限基金和集中度非受限基金,“委外定制基金”纳入集中度非受限基金一类监管。
3. “委外定制基金”的发行采用发起式,与基金公司的资本金、净资产和流动性资产等财务状况挂钩,规模较小的基金公司或者尚无盈利积累的新基金公司、次新基金公司在“委外定制基金”业务的开展规模上将受到明显的财务条件劣势的限制,股东提供发起式基金认购资金或者为公司提供流动性支持将更为重要。
4. 尽管“委外定制基金”按集中度非受限基金纳入合规监管,但其性质仍为公募基金,“委外定制基金”过往存在涉嫌违规的情形,如机构客户参与投资建议或者决策、获得基金信息的非公平安排、在投资、风控等方面基金公司与机构客户达成非透明安排等,在集中度管理新政下仍然违规而不可行,集中度非受限基金仅仅是容忍特定投资者较高的集中度,但并非允许“沦为”为特定投资者服务的通道工具。
5. 尽管集中度管理新政消除了“委外定制基金”的违规隐患,但集中度过高仍然存在影响持有人权益的可能,例如巨额赎回对投资持续性和稳定性的影响,赎回变现增加的短期冲击成本,按照净值计算尾差处理规则可能对于基金份额净值带来的异常上涨或者下跌,规模急剧缩水对于债券交易、打新等投资策略形成的冲击以致基金投资目标实际上难以甚至无法实现等。因此对于投资者集中度过高的基金,基金管理人应当充分考虑各种情形下特别是赎回压力下持有人利益的保护措施。对于集中度非受限基金而言,在巨额赎回的情况下发生上述影响几成必然,若无法有效消除该影响,基金管理人对于由此导致的损失将有一定的责任风险(对于管理人赔偿责任承担问题,请密切关注产品申报文件承诺函的最新动态)。
6. 新设基金承诺函应由法定代表人、总经理和督察长三人签字,公司违反承诺的,除公司将面临一年内暂停公募产品注册或变更注册申报的监管措施外,直接负责人主管人员或直接责任人员(就我们理解而言较大可能会包括承诺函的三位签署人员)也将面临行政监管措施并记入诚信档案。因此公司相关业务部门,包括销售、市场、运营、投资、合规等,应当高度重视承诺函内容的真实性和有效执行方案。

二、投资者集中度管理的落实方案

除第一部分涉及的三类新设基金外,在《监管通报》发布前已成立的基金、在《监管通报》发布时正处于发售期的基金/已完成注册但尚未发售的基金/正在申请注册的基金都面临如何与投资者集中度管理要求衔接、适配的问题,且前述四类基金因所处状态不同,在适用《监管通报》的程度及后续应对上也不尽相同。根据新政规定和我们的理解,对于该四类基金的衔接要求和落实方案整理如下:

公募基金投资者集中度管理新政理解和执行若干问题探讨

	《监管通报》发布前已成立的基金	《监管通报》发布时处于发售期的基金	《监管通报》发布时已完成注册但尚未发售的基金	《监管通报》发布时正在申请注册的基金
对基金的认定及应对方式	- 鉴于已成立的基金中，不存在完全符合《监管通报》要求的集中度非受限基金，应默认为集中度受限基金 - 拟变更为集中度非受限基金的，应履行变更注册及持有人大会程序	- 鉴于基金已发售，且该时点不存在完全符合《监管通报》要求的集中度非受限基金，应默认为集中度受限基金 - 拟变更为集中度非受限基金的，应在基金合同生效后履行变更注册及持有人大会程序	- 鉴于基金法律文件已经证监会注册，应默认为集中度受限基金，基金管理人可在证监会允许的前提下，经履行适当程序后在基金合同、招募说明书中补充集中度受限基金的必备条款和合理条款 - 拟将该基金定位为集中度非受限基金的，应履行变更注册程序	根据两类基金不同的要求准备/更新承诺函及法律文件
《监管通报》发布时存在持有基金份额50%以上投资者	不得再接受该投资者申购(但对于该投资者降低比例至50%以下后是否还能继续接受申购尚有争议)	- 不得再接受该投资者认购 - 在基金合同、招募说明书或相关业务规则的范围内，通过管理人限制累计认购金额、拒绝认购申请、	不适用	不适用

公募基金投资者集中度管理新政理解和执行若干问题探讨

		延长募集期限、扩大募集规模等方式降低至50%以下		
《监管通报》发布后因接受认购、申购而出现持有基金份额50%以上投资者	●	禁止，除非通过变更注册及召开持有人大会调整为集中度非受限基金	●	集中度非受限基金：不适用 集中度受限基金：禁止
《监管通报》发布后因其他投资人赎回被动出现持有基金份额50%以上投资者	●	不得再接受该投资者申购	●	集中度非受限基金：不适用 集中度受限基金：承诺函已对被动出现持有比例超过50%的情形进行豁免，但不得再接受该投资者申购
出现单一投资者持有基金份额数的比例超过基金份额总数20%的情形	●	鉴于《监管通报》自发布之日起 对基金管理人、基金托管人产生约束力，基金管理人需注意自2017年第一季度起的定期报告对单一投资者持有基金份额数超过20%的相关信息予以披露	●	集中度非受限基金：不适用 集中度受限基金：在定期报告中对单一投资者持有基金份额数超过20%的相关信息予以披露

对于上述整理情况，另再补充两点说明：

1. 集中度受限基金在存续期内拟允许单一投资者持有基金份额比例达到或超过50%的，应当按集中度非受限基金模式进行变更注册，包括调整运作方式为封闭式或定期开发、追加发起资金并承诺持有期限不少于三年、在法律文件中明确不得再向个人投资者销售。

对于新设基金而言，初始采用封闭或定期开放的运作方式和发起式基金的模式并无特别之处。但对于已存续的普通开放式基金为转化成集中度非受限基金而进行上述变更并且限制向个人投资者销售，除应履行变更注册和基金份额持有人大会的基本程序外，还应特别考虑对于基金份额持有人特别是个人投资者进行充分的风险提示、为其提供必要的选择退出安排。另外

公募基金投资者集中度管理新政理解和执行若干问题探讨

也需注意，既然集中度非受限基金不能向个人销售，采用封闭式运作和定期开放运作也恐难进行上市交易，除非交易所可限制该类基金的个人投资者交易，否则仍会有个人投资者通过场内交易持有集中度非受限基金。

2. 目前集中度管理新政只涉及到集中度受限基金如何转化成集中度非受限基金，而未涉及集中度非受限基金如何转化成集中度受限基金。由于集中度非受限基金的高集中度持有人对该单一基金的投资需求客观上会存在一定的时限性，因此这类基金事实上不会像零售基金一样是永续或者不定期存续的。当高集中度的单一投资者退出，使产品不再具备生命力时，该基金的后果或转型为零售基金，或清算终止。鉴于目前集中度非受限基金存在上报的需求，未来也会陆续有此类基金获准注册，对于未来转型或者清算的程序可以考虑提前加以设置。虽然对于转型而言变更注册必不可免，但可以通过基金合同约定触发条件清晰、结果确定的授权条款避免召开基金份额持有人大会。

三、实务操作中的疑难问题

1. 场内基金的集中度管理

本文第一、第二部分对投资者集中度管理的应对措施和落实流程，对于基金管理人自 TA 登记的基金至少是具备技术上实现的可能性的。但对于采用中国证券登记结算有限责任公司(以下简称“中国结算”)的 TA 系统或证券登记结算系统登记的场内申购、赎回和上市交易的基金，例如 LOF、ETF 等产品，集中度的控制则需要通过中国结算进行并且具有极大难度。例如目前市场上开通 RTGS 的深圳市场跨市场 ETF、上海市场跨市场 ETF 等，因申购份额可以实时确认并可立即在二级市场交易，不仅基金管理人无法在每日收市后根据基金资产规模对申购、赎回申请确认失败，作为登记机构的中国结算也很难对该等交易申请进行准确管控。对此类基金进行集中度管理不仅牵涉到与中国结算的沟通、业务规则的修改、巨大的系统改造量，一定程度上也将颠覆目前的 ETF 交易模式。

尽管存在实施上的巨大难度，也有公司提出了豁免场内基金集中度管理的意愿，但是从另一方面来看，场内基金豁免所留下的制度漏洞可能会导致集中度管理新政所欲构建的“委外定制基金”监管体系受到破坏并难以全面有效执行。因此对于场内基金的问题，需要基金公司与监管机构充分沟通，寻求监管目标实现与控制方案可执行性的平衡点，探寻切实可行亦能符合监管目的的控制方案。例如，在集中度控制基金的类型化方面，上市交易的开放性参与和退出机制本身一般不符合委外定制机构的需求，权益类产品一般亦非其需求投向，二级市场交易也为大额资金退出提供了相比赎回更加便利的通道。再如，在控制手段方面，场内交易的效率要求与集中度控制时点的滞后性存在天然冲突，事前或者实时的控制(即先控制再确认)的手段在场内难以实现，因此在尊重场内交易固有特点的前提下，探讨事后控制、监督的方案可能会更加务实一些。

公募基金投资者集中度管理新政理解和执行若干问题探讨

2. ETF 联接基金的投资特性

ETF 联接基金是指将绝大部分基金资产投资于跟踪同一标的指数的 ETF，紧密跟踪标的指数表现，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，采用开放式运作方式的基金。根据《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》规定，ETF 联接基金持有目标 ETF 的市值，不得低于该联接基金资产净值的 90%。因此，目标 ETF 是 ETF 联接基金唯一且最主要的投资对象，当前存续的 ETF 中，ETF 联接基金位居其目标 ETF 前十大基金份额持有人之位的也并不少见。我们理解，对投资者集中度的管控不应影响到 ETF 联接基金作为特殊基金中基金的投资特性，因此在集中度控制问题上应考虑对于联接基金予以豁免。该问题尚待监管部门进一步指示。

3. 一致行动的判断

《监管通报》及《承诺函》要求基金管理人采取有效管控措施，确保旗下产品不存在通过一致行动人等方式变相规避 50%集中度的情形。

防止通过一致行动人变相规避 50%集中度限制，是作为单一投资者 50%集中度控制要求的一个从属要求提出的，本意是防止投资者通过“拼单”、“拆单”的方式规避采用单一账户认定 50%集中度的限制。但在《监管通报》发布以后，如何认定“一致行动人”以及如何执行成为了业内对于《监管通报》讨论最为激烈的问题。由于目前证监会尚未对《监管通报》所提及的“一致行动人”确定具体的标准，在有明确的监管口径之前，“一致行动人”的认定标准只能是由各家公司自行把握制定。若标准制定过严，可能会“误伤”投资者关联账户正常的、偶然性的同时投资；若标准制定过宽，事实上关联账户基于共同的投资安排进行同时或者先后的“一致行动”投资操作而管理人未予控制，管理人以及相关高管人员都可能会面临较严重的监管措施或者处罚。从监管风险可控角度，现阶段标准制定宜严不宜宽，待监管政策明确、行业实践成熟，再适时进行调整。

一致行动人本是来自《上市公司收购管理办法》中以协同扩大对上市公司表决权的支配为核心的上市公司收购所涉及的持股变动信息披露相关权益计算主体和信息披露义务人的概念。

《监管通报》借用了“一致行动人”的概念，但认定目的与《上市公司收购管理办法》有所差异。

《监管通报》的要求，即便是存在 50%集中度的投资者，也不应存在管理人让渡投资决策权、不公平对待持有人、投资安排不透明等违规情形。对于集中度非受限基金的管制，主要在于单一投资者资金量较大，其资金进出对于其他持有人的权益可能会产生负面影响，从而对于运作方式、销售对象等作出了若干限制。在这一目的下提出的一致行动人的概念，应当是以不同账户的投资决策存在协同一致为基础，而非以表决权支配为核心。

公募基金投资者集中度管理新政理解和执行若干问题探讨

基于投资决策权归属的基本考量，结合在销售环节的可操作性，我们探讨性提出以下一致行动人的认定方案以供参考：

- (1) 对于同一机构开立的不同基金账户(如同一金融机构不同理财产品开立的不同账户)认购、申购同一基金的，后购买基金的账户默认前购买基金的账户的一致行动账户；
- (2) 对于第(1)项的默认一致行动账户，机构投资者可以提出相反证据证明该账户由第三方进行投资管理，包括第三方投资顾问、账户委托人以投资建议、投资指令等方式进行投资管理；
- (3) 对于第(1)项的同一机构开立的不同基金账户，不建议以该机构内部对账户管理人员的分工安排为标准进行是否构成一致行动账户的区分，该授权属于内部授权，相关管理人员或投资经理的投资决策属于职务行为，就投资决策权的归属主体而言仍然是由该机构在行使投资决策权；
- (4) 机构投资者为理财产品开立的基金账户购买基金时，建议要求其披露该理财产品是否由第三方进行管理，以便管理人进行穿透核查，将该账户与实际进行投资管理的第三方自有账户或者管理的其他账户视为一致行动人；
- (5) 母子公司的基金账户、公司与分公司基金账户、同一实际控制人控制的多家公司开立的基金账户，默认为一致行动账户，并允许投资者提出投资决策独立等相反证据以排除一致行动账户的认定。

《监管通报》发布后，对于《监管通报》的理解和执行存在不少争议和讨论，较多问题仍然有待监管部门的进一步明确。本文基于对规定的理解和对实务影响的思考，对于《监管通报》的相关问题进行探讨，以期为基金公司理解和执行《监管通报》提供一个参考角度，但**本文所提出的探讨内容并不代表监管部门意见，也未明示或者暗示直接或者间接来自于监管部门的确认或者认可，请读者留意并审慎参考。**

公募基金投资者集中度管理新政理解和执行若干问题探讨

如需进一步信息, 请联系:

作 者	
黎 明 电话: (86 21) 3135 8663 raymond.li@llinkslaw.com	陆 奇 电话: (86 21) 3135 8695 qi.lu@llinkslaw.com
上海	
韩 炯 电话: (86 21) 3135 8778 christophe.han@llinkslaw.com	秦悦民 电话: (86 21) 3135 8668 charles.qin@llinkslaw.com
俞卫锋 电话: (86 21) 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	吕 红 电话: (86 21) 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com
娄斐弘 电话: (86 21) 3135 8783 nicholas.lou@llinkslaw.com	夏 亮 电话: (86 21) 3135 8769 tomy.xia@llinkslaw.com
黎 明 电话: (86 21) 3135 8663 raymond.li@llinkslaw.com	俞佳琦 电话: (86 21) 3135 8793 elva.yu@llinkslaw.com
安 冬 电话: (86 21) 3135 8725 desmond.an@llinkslaw.com	
北京	
翁晓健 电话: (86 10) 8519 2266 james.weng@llinkslaw.com	王利民 电话: (86 10) 8519 2266 leo.wang@llinkslaw.com
香港(与张慧雯律师事务所有限法律责任合伙联营)	
俞卫锋 电话: (86 21) 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	吕 红 电话: (86 21) 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com