

美国共同基金制度、实践及启示系列研究之五

美国基金业内幕交易及其监管

□上海证券基金评价研究中心 首席分析师 代宏坤

- 美国早期的法律条款没有涉及内幕人员对基金所持投资组合进行交易的条款，因为在实际操作中很难区分内幕人员从事的究竟是合法交易还是非法交易。后来，内部交易可能发生的利益冲突逐步进入SEC的视野。
- 随着道德守则要求的不断增加，基金从业人员投资证券的违规行为得到了较好控制，但是近来关于投资管理人自由账户操作的问题受到了更多关注，总体上收紧内部人员的投资自由度是一个必然趋势。
- 基金经理的公开言论、公开披露材料，以及由基金经理管理共同基金和其他投资工具时可能引发的利益冲突，都可能违背其信托责任。SEC要求增加对基金经理相关事项的披露。

在《基金法》修订草案征求意见的过程中，各方对于草案中允许基金从业人员从事证券投资的条款给予了高度关注。反对者认为这会加剧内幕交易，破坏市场的公平原则，打击公众对证券市场的信心；赞同者认为这是国际成熟市场的普遍做法，加强监管就可行。本文从历史的角度，梳理SEC（美国证券监督委员会）对基金内幕交易的监管。

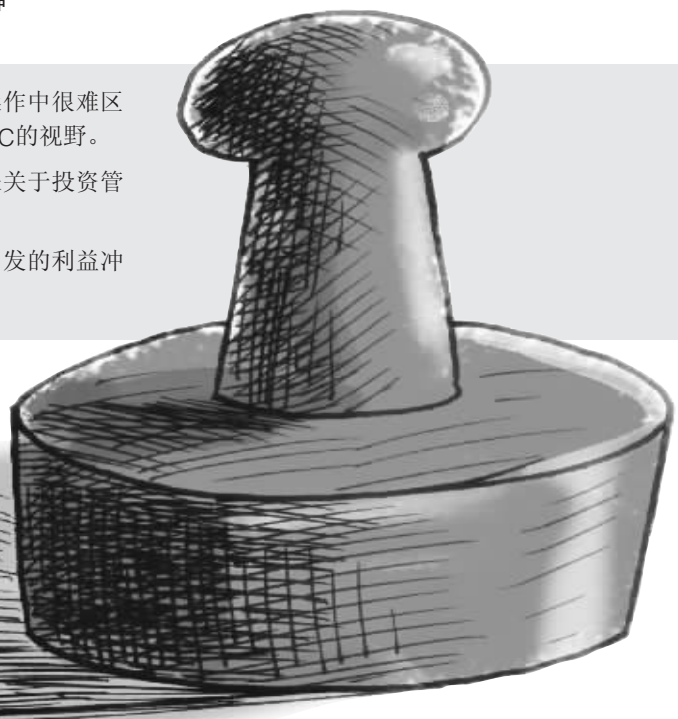
早期SEC对内幕交易的监管

证券交易中存在的内幕信息曾引起市场的激烈讨论，最后达成共识：(1)那些利用非公开信息进行交易的人破坏了市场的公平性；(2)内幕交易打击了公众对证券市场的信心。当投资顾问和基金经理利用公司内部信息进行个人账户交易时，他们不但不公平地充实了自己的钱包，影响了证券投资组合的市场价格，而且还损害了基金投资者的利益，违背了信托责任。

美国早期的法律条款没有涉及内幕人员投资基金所持投资组合的条款，因为在实际操作中很难区分内幕人员从事的究竟是合法交易还是非法交易。美国规制内幕交易的法律主要是《美国1934年证券交易法》第10(b)节和16节。其中，条款10b-5是一则反欺诈条款，适用于每一个在买卖证券过程中涉嫌违规、欺诈和虚报的人；第16节要求内幕人员向所属公司汇报短线交易公司股票所获得的利润。然而在美国1934年《证券交易法》中，并未涉及内幕人士基于内部消息交易基金所持有的证券投资组合的内容。早期的《1940年投资公司法》曾涉及应对投资组合内部交易的条款，但这一提案后来没被通过，原因是实际操作中很难区分究竟是内幕人员的合法交易还是非法交易。

后来，SEC逐步关注到在基金及其董事们投资相同的证券时，可能会出现董事获利颇丰，而基金却利润微薄甚至亏损的情况。在SEC提起的一些诉讼中，法院认为内幕人负有不可推卸的过失责任，并且需要对其投资收益做出解释，但无需对有无欺诈、是否合理把握机会做出特别说明。随后，经过与行业代表的协商，对于可能的利益冲突，SEC争取到了防范违规和欺诈行为的权力。SEC也有权要求投资公司、投顾以及主要承保人遵守一系列的道德准则。

随后在《1940年投资顾问法》的框架下，SEC颁布了两条法则，特别强调对交易行为进行记录。第一条是204-2(a)(12)法则，要求投资顾问：(1)保留其道德准则、所持股份和交易记录的副本；(2)提供任何违反准则的行为记录；(3)提供其主要负责人签收准则的书面确认信。第二条是204-2(a)(13)法则，规定提供在道德准则要求下经办人员的名单、其所持股份和交易记录，以及关于准许相关人士在首次公开募股（IPO）及限量发行中增股的决议。此外，纽约证券交易所第472条法则以及美国全国证券交易商协会的手册要求其会员在各自的行情通报/（不）定期报告中，披露是否有无意向买入或售出其推荐证券以及有无盈利的情况。



CFP图片

对基金从业人员投资的监管

对于基金业内人士能否投资股票，在美国很长一段时间也存在争议。20世纪60年代，SEC十分关注基金内幕人利用他们的知识进行个人投资的可能性，例如，购买基金正在买的或准备买的证券。总的来说，随着道德守则要求的不断增加，基金从业人员投资证券的违规行为得到了较好控制。但是，近来关于投资管理人自由账户操作的问题受到了更多关注，收紧内部人员的投资自由度是个必然趋势。

1970年，为了回应基金业内人士对投资证券的关注，《投资公司法案》1970年修正案增加了新的第17(j)节，授权SEC在此领域制定规则，特别是要求基金颁布道德守则来监管基金内部人的个人投资。于是，1971年投资公司协会开始起草建议规则和道德守则样本，并提交给SEC。

在法律授权十年后，经过长时间的酝酿，SEC在1980年制定了条款17j-1，允许内幕人参与个人投资活动，但是要求制定道德准则标准及程序来防止滥用行为的发生。这一条款较为宽泛且具柔性，SEC把管控的重担授予了基金管理公司及董事，要求他们开发了一套适用

的道德准则。该道德准则有三个关键条款：(1)禁止基金内部人买卖任何基金正在买卖或正在考虑买卖的证券；(2)内部人必须向基金报告他们所有的个人证券交易情况；(3)基金可以对违反守则的行为施加惩罚，包括终止雇用。

1994年1月，景顺基金集团开除了一个著名的投资组合经理约翰·卡韦斯科，因为他没有按照道德守则的要求报告个人证券交易。此事件使基金业受到了新闻界、监管者和国会成员的大肆攻击，有人呼吁禁止基金内幕人除了投资于他们集团的共同基金外，不得从事任何个人投资。基金业内的大部分人人为之震惊，觉得这是反应过度，业界认为全面禁止个人投资会导致人才流失。

争议愈演愈烈，投资公司协会（ICI）承担起了重建公众信心的责任。ICI不打算全面禁止个人投资，一个由业界组成的顾问组在调查后发布报告，呼吁把多个严格措施纳入基金道德守则，包括：(1)私募。要求投资人员在私募中获取证券前，获得明确的事先批准；(2)禁止期。在基金有一个待定的买卖指令时，基金人员不能交易证券，任何上述期间内的交易产生的利润应

当上缴；(3)禁止短期交易利润。投资人员不能在60天内买入又卖出或卖出又买入同一证券，任何从短期交易中获得的利润必须上缴。

(4)礼物。投资人员不能从和基金有业务往来的人处接受任何最低限度以上的礼物；(5)担任董事。要求投资人员在公众公司担任董事前要获得授权；(6)六个具体合规步骤。包括预先清理所有个人证券交易，及时记录所有证券交易和记录，对个人证券持有进行年度报告，对基金董事会进行年度报告。这些建议被业内广泛接受，监管者、国会成员和业界观察家都赞扬了顾问组的工作。

1999年，SEC调查了30家公司基金经理的个人投资行为，并检查了个人投资的监管框架。调查结果认为“没有发现基金经理大量的违规行为，在参与个人账户投资时，基金经理会避免利益冲突的情况”。但SEC同时表示现存的监管框架“虽然已经工作得很好，但仍然有完善的空间”。因此，建议对17j-1条款进行增补，并在1999年通过了条款的修订，这些修订被认为是“强化了董事会对内部人员个人证券投资政策的管控，帮助合规人员

和委员会审查人员监督可能发生的滥用行为，以及对外公开个人投资政策的相关信息”。

虽然没有在全行业全面禁止个人投资行为，但收紧内部人员的投资自由度是一个必然趋势。一直以来，有很多辩论认为应该禁止投资组合管理人的个人投资行为，因为这会涉及到利益冲突。但ICI表示“对个人投资行为全面的禁止是没有必要的，也是不公平的，最终可能会违背投资者利益”。一位基金经理建议，避免利益冲突的方法是把管理费和基金业绩表现挂钩。SEC主席建议，投资公司董事应该对积极进行自有账户投资的基金经理给予关注。

2004年，注意到投资顾问违反信托责任的行为，道德准则要求投资顾问公司的内幕消息知情人向投资顾问公司合规主任提交当前持有证券的报告以及证券交易报告。2004年7月，SEC在《投资顾问法案》中引入了条款204A-1，要求已注册的投资顾问遵守道德守则。该条款要求上报个人证券交易的规定，与《1940年投资公司法案》中的条款17j-1的要求很接近，该条款适用于投资公司的投资顾问。

于基金的交易决策和合同授权沟通具有唯一责任，因此基金经理的声明只能在作为基金管理公司雇员的范围内做出。然而，法院没有驳回对于基金管理公司和基金经理的指控。

此外，对于基金经理涉及的几项可能的利益冲突事项，SEC在2004年3月进行了回应。对于由基金经理管理共同基金和其他的投资工具（例如对冲基金和养老金）可能引发的利益冲突，SEC给以广泛关注。在这些冲突中，因为对冲基金的业绩费比共同基金的管理费高，在面对投资机会时，可能激励基金经理优先考虑对冲基

基金经理不端行为的监管

担责任。1997年发生的一个事件引起了关于基金或者基金管理公司是否该对基金经理公开言论负责的讨论。在该事件中，一名基金经理在半年报中做出声明，该声明表明没有卖出技术类股票的意图，并提到了一只股票的名字，该声明通过媒体广为传播。实际上，该基金经理早已悄悄卖出了持有的股票。原告——购买了这一股票的投资者——起诉基金管理公司、基金和基金经理人为抬高了股票价格，误导了投资者，并且申请按照《1934年证券交易法案》的条款10(b)和规则10b-5给以处罚。法庭撤销了对基金的起诉，裁定基金管理公司对

对基金经理不端行为的监管

基金投资者。其他的利益冲突还包括交易优先权，以及对冲基金对共同基金持有组合的内部信息的潜在使用。此外，有观点认为对基金经理激励的方式可能影响到其投资管理工作。例如，如果基金经理的奖金与其管理的基金资产规模挂钩，或者如果其奖金与短期业绩挂钩，都会激励基金经理采取对其有利的行为。SEC在2004年8月回应了对这些方面的关注，要求增加对基金经理相关事项的披露。（本系列完）

对基金经理不端行为的监管

于基金的交易决策和合同授权沟通具有唯一责任，因此基金经理的声明只能在作为基金管理公司雇员的范围内做出。然而，法院没有驳回对于基金管理公司和基金经理的指控。

此外，对于基金经理涉及的几项可能的利益冲突事项，SEC在2004年3月进行了回应。对于由基金经理管理共同基金和其他的投资工具（例如对冲基金和养老金）可能引发的利益冲突，SEC给以广泛关注。在这些冲突中，因为对冲基金的业绩费比共同基金的管理费高，在面对投资机会时，可能激励基金经理优先考虑对冲基

基金经理不端行为的监管

担责任。1997年发生的一个事件引起了关于基金或者基金管理公司是否该对基金经理公开言论负责的讨论。在该事件中，一名基金经理在半年报中做出声明，该声明表明没有卖出技术类股票的意图，并提到了一只股票的名字，该声明通过媒体广为传播。实际上，该基金经理早已悄悄卖出了持有的股票。原告——购买了这一股票的投资者——起诉基金管理公司、基金和基金经理人为抬高了股票价格，误导了投资者，并且申请按照《1934年证券交易法案》的条款10(b)和规则10b-5给以处罚。法庭撤销了对基金的起诉，裁定基金管理公司对

基金投资者。其他的利益冲突还包括交易优先权，以及对冲基金对共同基金持有组合的内部信息的潜在使用。此外，有观点认为对基金经理激励的方式可能影响到其投资管理工作。例如，如果基金经理的奖金与其管理的基金资产规模挂钩，或者如果其奖金与短期业绩挂钩，都会激励基金经理采取对其有利的行为。SEC在2004年8月回应了对这些方面的关注，要求增加对基金经理相关事项的披露。（本系列完）

于基金的交易决策和合同授权沟通具有唯一责任，因此基金经理的声明只能在作为基金管理公司雇员的范围内做出。然而，法院没有驳回对于基金管理公司和基金经理的指控。

此外，对于基金经理涉及的几项可能的利益冲突事项，SEC在2004年3月进行了回应。对于由基金经理管理共同基金和其他的投资工具（例如对冲基金和养老金）可能引发的利益冲突，SEC给以广泛关注。在这些冲突中，因为对冲基金的业绩费比共同基金的管理费高，在面对投资机会时，可能激励基金经理优先考虑对冲基

基金经理不端行为的监管

担责任。1997年发生的一个事件引起了关于基金或者基金管理公司是否该对基金经理公开言论负责的讨论。在该事件中，一名基金经理在半年报中做出声明，该声明表明没有卖出技术类股票的意图，并提到了一只股票的名字，该声明通过媒体广为传播。实际上，该基金经理早已悄悄卖出了持有的股票。原告——购买了这一股票的投资者——起诉基金管理公司、基金和基金经理人为抬高了股票价格，误导了投资者，并且申请按照《1934年证券交易法案》的条款10(b)和规则10b-5给以处罚。法庭撤销了对基金的起诉，裁定基金管理公司对