

## 新《证券法》对资产管理机构的影响及重点条款分析

新修订的《中华人民共和国证券法》(简称“**新法**”或“**新《证券法》**”)已于2020年3月1日施行。根据国务院办公厅2020年2月29日发布的《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》(国办发[2020]5号)(以下简称“**《通知》**”),为做好政策衔接,有关部门需要对照证券法修订后的新要求,加快清理完善相关规章制度,做好立改废释等工作。

作为证券市场的基本大法,新《证券法》的部分修订或新增条款将对资产管理机构这类特殊投资者参与证券市场投资及合规运作带来影响。结合过往境内外资产管理机构在A股市场投资中普遍关注的问题,本文将围绕新《证券法》的适用范围、短线交易、5%持股变动、减持规定、内幕交易、利用未公开信息交易等重点条款进行分析,并建议监管部门在制定相关法规细则时予以进一步明确或考虑。

### 1、新《证券法》的适用范围

#### (1) 资产支持证券和资管产品发行交易管理办法

新法第二条第三款新增规定:“资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。”

新法的这一变化意味着,尽管分业监管现状不变,但各金融监管部门在监管规则的制订标准上应有所统一,即将资产支持证券、资产管理产品视作“准证券”,以强制信息披露和反欺诈作为保护投资者的主要手段。我们注意到,2018年颁布并实施的资管新规已经形成了一套相对完善的规则体系,在一定程度上统一了各金融监管部门监管规则的制订标准,但具体规则仍由各金融监管部门分别在资管新规的原则下制定。因此,我们认为有必要持续关注国务院及下属各金融监管部门按照新法原则制定有关资产支持证券和资

产管理产品发行交易管理办法的立法动向,以及是否会参照证监会对银行间债券市场、交易所债券市场违法行为统一执法的做法,对涉及资产支持证券和资产管理产品的违法行为作出统一执法的制度性安排。

#### (2) 域外管辖

新法第二条第四款新增规定:“在中华人民共和国境外的证券发行和交易活动,扰乱中华人民共和国境内市场秩序,损害境内投资者合法权益的,依照本法有关规定处理并追究法律责任。”

本新增条款意味着新《证券法》具有了一定的域外管辖效力,即在中国境外的场内或场外市场发生的证券发行或交易行为,如扰乱境内市场秩序或损害境内投资者合法权益的,可根据新《证券法》追究其责任。由于该新增条款并未出现在此前提交审议的《证券法》三审稿中,实务界对这一条新增条款在实践中可能适用的场景缺乏充分的讨论。为此,我们建议监管部门明确本新增条款可能的适用情形,并将持续关注有权部门对该条款的解释口径。

### 2、短线交易

新法第四十四条规定了上市公司或新三板挂牌公司持有百分之五以上股份的股东将其持有的该公司的股票或者其他具有股权性质的证券在买入后六个月内卖出,或者在卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,同时新增国务院证券监督管理机构规定的其他情形作为除外情形。

规制短线交易的目的在于形成内幕交易的事先防范和阻吓机制。一方面,我们注意到新法对短线交易的限制从股票扩大到了“其他具有股权

性质的证券”，因此下一步资产管理机构在投资交易中除了关注防范股票的短线交易外，还需注意防范“其他具有股权性质的证券”的短线交易。“其他具有股权性质的证券”的范围有待证监会进一步明确，我们理解可能包括可转债、可交债、存托凭证等证券，但是否会参照境外市场实践，将上市公司、挂牌公司股票为主要成分股的ETF产品及个股期权产品等一并纳入还有待观察。

另一方面，我们期待证监会下一步参照2007年制定的《证券市场内幕交易行为认定指引（试行）》中明确规定不构成内幕交易情形的做法，出台短线交易相关细则（以下简称“**短线交易规则**”），就短线交易的除外情形作出具体规定，以明确证券市场参与主体的预期并引导其行为主动合规。

考虑到资产管理机构投资运作的特殊性，我们建议证监会在制定短线交易规则时，按照“目的合理”和“实际持有”的原则，对以下几种涉及资产管理机构投资运作的不具有违规交易或规避监管目的的市场实践豁免短线交易限制或豁免合并计算：

(1) 对被动型指数基金的买卖交易豁免短线交易限制。

被动型指数基金需持续跟踪标的指数，在标的指数的成分股构成发生调整或投资者进行申赎的情况下，存在被动地频繁买卖标的指数的成分股的客观需要，对于此种因基金产品自身特性而发生的正常交易行为不应受6个月持有期的限制。同时，监管实践中，被动型指数基金往往可以豁免主动型基金的相关投资限制，如其投资运作无需遵守“双十”比例限制。基于此，建议对被动型指数基金豁免短线交易限制。

(2) 对因证券市场波动、上市公司合并、资管产品规模变动等资产管理人之外的因素引发资管产品被动超标后，其为满足法规要求及合同约定而减持相关证券的情形豁免短线交易限制。

在被动超标的情况下，资产管理人为了符合法规要求或合同约定而减持相关证券是实践中较为常见的做法，其目的具有合理性和合规性。在

这种情况下，建议对其豁免短线交易限制。

(3) 在考虑是否对多个资管产品账户合并计算其持有的同一家公司股权比例时，引入“实际持有”原则，并以该等产品账户对买卖相关证券的投资决策权（以下简称“**投资决策权**”）和其拥有的相关公司的股份表决权（以下简称“**表决权**”）是否彼此独立作为判断依据。

首先，我们建议短线交易规则中明确对5%以上股东的认定采用“实际持有”的原则，即不仅包括登记在投资者名下的账户，也包括虽未登记在该投资者名下、但可以为该投资者所实际控制和支配表决权的账户。在这一原则下，一方面需要将投资者实际控制的账户纳入持股合并计算范围<sup>1</sup>，但另一方面也需要将投资决策权和表决权不归同一主体/投资团队所实际享有的账户不予合并计算持股比例。

其次，过往监管实践中，证监会对社保基金是否可以豁免短线交易限制的认定也遵循了“实际持有”的原则。根据中国证监会2002年给全国社保基金理事会发送的《关于全国社会保障基金委托投资若干问题的复函》（证监函[2002]201号）相关意见，全国社保基金合并持有上市公司5%股份后，若社保基金理事会与各投资管理人以及各投资管理人之间的投资决策是相互独立的，则对该公司股票的买卖可以不受六个月持有期的限制（即原《证券法》第47条的规定）；若社保基金理事会与各投资管理人以及各投资管理人之间的投资决策不是相互独立的，则对该公司股票的买卖应受六个月持有期的限制。

因此，我们建议证监会将对社保基金豁免短线交易限制的认定思路推广至所有类型的资管产品，包括但不限于基金专户、券商资管、期货资管、银行理财、保险资管、信托以及私募基金，即如同一资产管理人管理的多个资管产品的投资决策权和相关股权的表决权是彼此独立的，则无需合并计算持股。需要说明的是，我们理解资管产品对相关股权的表决权是关系到资产管理人与一般投资者相比是否更容易具备信息优势、更有

<sup>1</sup>新《证券法》第四十四条第二款已将上市公司董监高的配偶、父母、子女持有的及利用他人账户持有的股票或者其他具有股权性质的证券纳入持股合并计算范围，体现了“实际持有”和从严监管的原则。

机会从事内幕交易的一项重要权能，因此在认定多个资管产品是否需要合并计算持股时，除了分析投资决策权的独立性之外，为稳妥起见，建议也将表决权是否独立纳入考察范围。

最后，我们建议将豁免短线交易限制的思路拓展至其他相关情形，包括：同一投资者通过不同资产管理人管理的多个资管产品、对同一投资者（如QFII）拥有的自营账户及其管理的客户账户或产品账户等，如该等账户的投资决策权和表决权彼此独立，则无需合并计算持股比例。

此外，我们也建议证监会明确对于A+H股公司而言，如新《证券法》四十四条所述主体在6个月之内存在A股和H股之间的反向交易时，是否会被认定构成短线交易。

### 3、5%持股变动

新法第六十三条规定了投资者与他人共同持有上市公司已发行的有表决权股份达到百分之五及其后持股比例每增减百分之五时，应当在该事实发生之日起三日内履行信息披露义务并遵守相关期限内限制交易的规定，同时新增国务院证券监督管理机构规定的其他情形作为除外情形。

与上述短线交易限制豁免情形的分析思路类似，我们建议证监会在制定投资者持股比例达5%及之后持股变动达5%的信息披露义务及交易限制期的豁免规则时，考虑对以下几种涉及资产管理机构投资的特殊情形予以豁免：

(1) 对被动型指数基金的买卖交易豁免股票限制交易期规定。

(2) 对因证券市场波动、上市公司合并、资管产品规模变动等资产管理人之外的因素引发资管产品被动超标后，其为满足法规要求及合同约定而减持相关证券的情形豁免股票限制交易期规定。

(3) 在考虑是否对多个资管产品账户合并计算其持有的同一家公司股权比例时，我们建议根据《上市公司收购管理办法》的相关规定并参考目前对基金行业的监管实践进行。具体包括：

首先，监管实践中考虑到公募基金不具备要约收购的功能，对于公募基金公司管理的多只公募基金累计持有某一上市公司的股份累计达到5%的，基金公司可以选择不予信息披露（即豁免公募基金合并计算持股比例）。因此，按照证监会目前对公募基金豁免合并计算持股的监管思路，从公平性的角度而言，建议对其他境内外资产管理人发行的不具有要约收购功能的公募基金或公募资管产品同样豁免合并计算持股比例。

其次，如果社会保险基金、养老保险基金、企业年金这类特殊机构投资者主要为资产保值增值目的而拥有上市公司权益，且不以共同收购上市公司为目的，则建议豁免合并计算持股。我们注意到，在2018年4月上海、深圳交易所分别发布的《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》中已对这些特殊机构投资者作出豁免合并计算持股的规定。

最后，根据《上市公司收购管理办法》第八十三条规定，投资者如果要主张相互之间不构成“一致行动人”，需提供相反证据。因此，对于除公募基金、社会保险基金、养老保险基金、企业年金之外的其他资管产品，如能够提供充分、明确的证据证明其彼此之间表决权独立从而不构成“一致行动人”，那么就无需合并计算持股，包括：同一资产管理人管理的多个资管产品账户、同一投资者通过不同管理人管理的多个资管产品账户、同一投资者（如QFII）同时拥有自营账户及所管理的客户账户或产品账户等情形。

需要说明的是，从新《证券法》及《上市公司收购管理办法》相关规定看，其在认定投资者之间是否构成“一致行动”关系时主要关注其是否存在共同扩大所能够支配的一家上市公司股份表决权数量的行为或者事实，并未涉及投资决策权的问题。但实践中是否将投资者之间投资决策权的独立性也一并纳入考察范围值得探讨。

### 4、减持规定

新法第三十六条新增规定，上市公司持有百分之五以上股份的股东以及其他持有发行人首次公开发行前发行的股份或者上市公司向特定对象发行的股份的股东，转让其持有的该公司股份时

，不得违反法律、行政法规和国务院证券监督管理机构关于持有期限、卖出时间、卖出数量、卖出方式、信息披露等规定，并应当遵守证券交易所的业务规则。同时，第一百八十六条对违规减持的行为规定了“责令改正，给予警告，没收违法所得，并处理买卖等值以下的罚款”的行政责任，加大了违规减持的成本。

我们建议，资产管理机构在作为上市公司股东发生上述减持情形时，应高度关注并严格遵守股份减持相关法规规定。

与短线交易限制、持股5%规定面临的情形类似，在认定减持规定中所述的5%以上股东时，需考虑对同一管理人管理的多个资管产品账户是否合并计算持股比例的问题。我们理解，对这个问题的判断所遵循的基本原则是相通的，即需要考察不同资管产品账户之间的投资决策权和表决权是否独立，而不是简单的进行合并计算，但此问题仍有待监管部门明确。

## 5、内幕交易

对于资产管理机构而言，新《证券法》下对内幕交易相关规定的修订有以下几点值得关注：

(1) 对“内幕信息知情人”范围进行了扩展，将上市公司收购人或者重大资产交易方及其控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员明确纳入规制范围。这意味着在上市公司收购或重大资产交易中，作为对手方的机构（如PE基金）及该机构的控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员将成为法定的内幕信息知情人，该等主体应加强自身在上市公司收购、重大资产重组交易中的内幕交易防控机制。

(2) 对“内幕信息”的范围进行了扩展，对涉及新三板挂牌企业的内幕信息以及涉及上市公司债券的内幕信息明确纳入规制范围。我们注意到，过往在美国市场早有查处债券内幕交易的先例，但截止目前境内市场仍鲜见债券内幕交易的处罚案例，未来随着新《证券法》的实施，对债券内幕交易案件的查处力度有可能增强。因此，对于资产管理机构而言，除了制定股票的内

幕交易防控机制外，还需要在投研活动中进一步制定和完善债券的内幕交易防控机制。需要提醒的是，尽管新《证券法》主要就上市交易公司债券的内幕信息作出规定，但鉴于目前证监会对银行间债券市场的违规行为拥有统一执法权，我们理解证监会应可以按照新《证券法》的相关规定对银行间债券市场发生的内幕交易予以查处。

(3) 对内幕交易行政处罚幅度和金额进行了大幅提高：包括罚款倍数从没一罚五提高到没一罚十；对于没有违法所得或违法所得低于五十万的，提高至最高可处以五百万元的罚款；对于单位从事内幕交易中相关责任人员的处罚，最高罚款金额从三十万元提高到二百万元。鉴于新《证券法》实施后从事内幕交易将面临更加严重的行政责任以及《通知》中强调的新法实施后要“加强行政执法与刑事司法衔接，提高案件移送查处效率”的要求，资产管理机构应当更加重视在投研活动中做好防控内幕交易工作，确保自身及员工执业行为合规。

## 6、利用未公开信息交易

新《证券法》第五十四条新增了禁止利用未公开信息交易的规定，其中的规制对象包括证券公司及其他金融机构的从业人员。我们理解，在《证券投资基金法》（以下简称“《基金法》”）已对基金从业人员利用未公开信息交易行为进行明确规制的基础上，此条规定完善了对证券、银行、保险、信托等资产管理机构从业人员利用未公开信息交易行为作出行政处罚的法律依据。新《证券法》下，如果前述人员利用未公开信息进行交易，将依照内幕交易的罚则进行处罚。

如我们在前期法评《<证券法>修订系列之一：新<证券法>关于证券违法行为的禁止性规定及处罚（上）》中所分析，新《证券法》第五十四条的规定与《基金法》对基金公司从业人员利用未公开信息交易行为的规定存在一定的交叉，但新《证券法》对此类行为规定的处罚力度远高于《基金法》。在未来的实践中，针对基金从业人员利用未公开信息交易案件究竟适用新《证券法》还是《基金法》进行处罚还有待进一步明确。

吴曼 合伙人 电话：86 755 2587 0866 邮箱：wum@junhe.com  
谢青 合伙人 电话：86 021 2208 6238 邮箱：xieq@junhe.com



---

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多 讯  
息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)” 或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。