

另类投资基金单一护照制度： 欧盟实践与中国因应

王达坡*

内容摘要: 欧盟《另类投资基金管理人指令》单一护照制度是构建欧盟“单一基金市场”的重要工具。囿于规则制定缺漏、解释机制不健全、部分欧盟成员国抵触等原因,《另类投资基金管理人指令》力图通过单一护照制度实现对非欧盟国家或地区开放欧盟另类投资基金市场,统一欧盟全境另类投资基金管理人、另类投资基金监管的立法目标至今仍未实现。随着《另类投资基金管理人指令》修改法令与评审意见的发布,欧盟计划对单一护照制度向非欧盟主体开放进程停滞、欧盟证券与市场管理局监管权限不足、欧盟成员国滥用私募制度等问题进行重点改革。《另类投资基金管理人指令》单一护照制度的改革计划与我国基金市场对外开放进程具有较好衔接性,我国以基金管理人、基金持有欧盟《另类投资基金管理人指令》单一护照的形式加入欧盟另类投资基金市场的议题值得深入研究。

关键词: 单一护照制度 另类投资基金 另类投资基金管理人指令

一、问题的提出

欧盟基金市场中的“单一护照制度”(EU single passport regime)^①是欧盟“单一基金市场”进程的重要配套制度,是欧盟金融市场的特殊工具。截至目前,欧盟共有十几种细分金融业务领域的护照制度正在运行,护照的适用范围涵盖欧盟金融交易的方方面面。例如,金融工具“单一护照制度”,主要服务于金融产品的跨境销售等;信用机构与投资公司的“单一护照制度”,主要服务于金融投资公司、银行等的跨境活动;欧盟单一市场支付服务的“单一护照制度”,主要服务于支付服

* 上海交通大学凯原法学院博士研究生。

① “单一护照制度”有多种中英文表述方式,学界尚无统一定论。主要有“市场护照制度”(EU marketing passport regime)、“基金护照制度”(EU fund passport regime)、“护照制度”(EU passport regime)、“单一护照制度”等表述。在此,本文为与欧盟“单一市场”进程相呼应,统一采“单一护照制度”的表述。

务的跨境提供;欧盟可转让证券集合投资计划“单一护照制度”,主要服务于可转让证券集合投资的跨境销售、管理等;另类投资基金管理人及另类投资基金“单一护照制度”,主要服务于另类投资基金与管理人的跨境销售、管理等。值得注意的是,前述跨境均指在欧盟成员国间或协议国、地区间,而非任意国家或地区。该制度旨在实现经核准的基金管理人和基金在欧盟境内自由流动的愿景,消除欧盟成员国间的基金交易壁垒与额外监管负担,推动欧盟基金市场监管一体化。欧盟的投资基金大体可分为两类:一类是从事可转让证券集合投资计划业务的投资基金(collective investment in transferable securities, CITS);另一类是另类投资基金(alternative investment fund, AIF)。这两类基金分别受两个重要的欧盟基金监管指令管理,即《欧盟可转让证券集合投资计划指令》(Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities, UCITS)与《另类投资基金管理人指令》(Alternative Investment Fund Managers Directive,^①AIFMD),两个指令均制定有其各自的护照制度。申言之,当前欧盟基金市场内有 UCITS 的单一护照制度与 AIFMD 的单一护照制度两个护照制度在运行,本文主要围绕 AIFMD 单一护照制度作讨论。

AIFMD 单一护照制度施行已逾十年,研读发现,国内外学界、业界普遍认可其在融通欧盟基金市场、简化欧盟私募基金监管程序、厘清欧盟公募与私募基金监管边界等问题上起到的积极作用,但一些反对声音认为,AIFMD 单一护照制度的发展实践早已“抱残守缺”,脱离原有制度设计之义。^②2020年6月,欧盟委员会发布了针对 AIFMD 的评审意见,旗帜鲜明地指出了 AIFMD 单一护照制度的成效与存在的主要问题,并列明改革计划。该意见得到多数欧盟成员国支持,针

① 指令全称为 Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No.1060/2009 and (EU) No.1095/2010.

② See e.g., Stephen Sims, *et al.*, *AIFMD Passport: Europe Must Try Harder*, 17 *Journal of Investment Compliance* 10-16 (2016); IFLR Correspondent, *Third Country AIFMD Passport: Three Unanswered Questions*, *International Financial Law Review* (2016), <https://www.proquest.com/scholarly-journals/third-country-aifmd-passport-three-unanswered/docdocv/1820529565/se-2?accountid=13818>, visited on 15 October 2021; Fiastre Guillaume, *Passport to Opportunity*, *Property Journal* 32-33 (2014); 参见杨帆等:《欧盟如何监管私募基金》,《中国证券报》2017年11月29日,第A04版;杨友孙:《欧盟另类投资基金经理指令评价》,《金融教学与研究》2012年第3期,第61页;董新义:《论欧盟〈另类投资基金管理人指令〉的私募基金规制制度》,《金融服务法评论》2013年第2期,第83页。

对 AIFMD 单一护照制度的系统改革已箭在弦上。^①改革主要涉及开放欧盟基金市场、降低准入门槛、便利资本融通、简化非欧盟主体监管手续等诸多方面,值得我国学界与业界关注。尽管 AIFMD 是欧洲最重要的证券监管立法之一,国内学界、业界对该法的关注研究寥寥,对 AIFMD 单一护照制度及其改革问题更是“无人问津”。现有成果基本止于 AIFMD 颁布之初而无后续跟进,且多从宏观制度介绍入手,较为深入和全面的制度理论研究不足,这对寻求资本市场国际化、投资渠道多元化、促进全面金融开放的我国而言实属缺憾。有鉴于此,本文拟从 AIFMD 单一护照制度的详细规则入手,总结分析该制度在实施过程中遇到的主要障碍及其成因机理,试探该制度的改革前景,并从宏观层面探讨其与我国基金市场对外开放进程的制度适配性问题,^②以供学界、业界参考斧正。

二、AIFMD 单一护照制度的主要内容

AIFMD 的出台及其单一护照制度的规则设计,既是 2008 年世界金融危机后全球另类投资基金(AIF)市场“严监管”趋势促成的产物,也是基于欧盟自身“单一市场”体制特色的创新。

(一) AIFMD 的制定背景与突破

近几十年来,以对冲基金、私募股权基金为代表的新型集合投资方式异军突起,成为金融市场中不可忽视的一股力量。另类投资基金一般是封闭式基金,包括证券化资产、对冲基金、私人股本基金等,^③这些基金由于风险大,不适合散户投资者,一般只限专业投资者投资。在经历了 2008 年世界金融危机后,AIF 因其丑闻频频,并在历次金融危机中扮演落井下石的角色而饱受诟病,全球金融市场对 AIF 及其管理人的监管日趋严格。在此背景下,欧盟也加紧了对其境内 AIF 市场的监管改革:2009 年 4 月 29 日,欧盟委员会发布监管 AIF 管理人的指令草案(Proposed Directive on Alternative Investment Fund Managers),后经一年多的多边

^① See European Commission, Report from the Commission to the European Parliament and the Council Assessing the Application and the Scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers, https://ec.europa.eu/info/publications/200610-aifmd-application-scope-report_en, visited on 31 August 2021.

^② 我国基金管理人、基金以持有 AIFMD 单一护照的形式加入欧盟另类投资基金市场的可行性研究,是我国基金市场对外开放进程中应关注的议题之一。本文的主要研究目的是对 AIFMD 单一护照制度本身进行理论研讨与前景分析,从我国与欧盟基金市场相关制度出发及微观层面的衔接适配分析将另篇专论。

^③ 参见董新义:《论欧盟〈另类投资基金管理人指令〉的私募基金规制制度》,《金融服务法评论》2013 年第 2 期,第 83 页。

协调,2010年欧洲议会通过了AIFMD,并于2011年7月1日在欧盟官方公报上发布正式文本。^①2011年7月22日,AIFMD开始实施,^②AIFMD单一护照制度随之部分生效。^③

虽然AIFMD的指令名称揭示了其监管对象是AIF的管理人,而非AIF本身,但由于AIFMD监管规则下的AIF对AIF管理人具有极强依附性,^④AIFMD实则是一部既监管AIF管理人,又监管AIF的法令。AIFMD的通过标志着欧盟AIF市场“监管真空”状态的终结。^⑤该法由10章71条和4个附录组成,对AIF管理人的核准资格、运作条件、透明度、散户投资等问题均作了严格的规定,是当时乃至今日世界范围内较为全面的AIF市场监管立法。相较于其他基金监管立法,AIFMD在许多方面有了突破:一是监管覆盖面较广。根据规定,从事CITS以外的其他类型基金管理的绝大多数管理人都将被纳入监管范围,且不论基金的类型、形式与组成。二是监管措施更为严格。与同时期的《美国多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)相比,AIFMD不仅对广泛的AIF及其管理人进行监管,而且专设特别条款用于监管风险性最高的对冲基金、私募股权基金,并通过单一护照制度对非欧盟AIF管理人与非欧盟AIF^⑥设置额外的监管要求及欧盟AIF市场准入条件。三是高度强调监管一致性。与其他欧盟金融立法一样,AIFMD旨在通过立法实现欧盟内部AIF市场的监管统一,AIFMD单一护照制度则是实现该目的的有效工具之一。

(二)AIFMD单一护照制度的规则内容

1.制度的概念与适用对象

有关AIFMD单一护照制度的规定分别见于AIFMD第六章《欧盟另类投资基

① See Peter McGowan, *The European Commission Adopts AIFMD Implementing Regulation*, 14 *Journal of Investment Compliance* 20 (2013).

② AIFMD, Article 70.

③ 本文有关AIFMD指令的条文,均参照AIFMD原文,对于条文的中文翻译,参见中国证券监督管理委员会:《欧盟另类投资基金管理人指令》,中国证券监督管理委员会组织编译,法律出版社2013年版,第51-248页。

④ 参见中国证券监督管理委员会:《欧盟另类投资基金管理人指令》,中国证券监督管理委员会组织编译,法律出版社2013年版,译者说明第2页。

⑤ 参见裴亚洲:《从严监管中国私募股权基金:逻辑与路径》,《河北学刊》2020年第5期,第216页。

⑥ 为行文便利,本文以下使用“欧盟主体”统称“欧盟AIF管理人及欧盟AIF”,使用“非欧盟主体”统称“非欧盟AIF管理人及非欧盟AIF”。欧盟AIF管理人、欧盟AIF是指在欧盟注册成立的管理人或基金,非欧盟AIF管理人、非欧盟AIF则是指在欧盟以外的第三国或地区注册成立的管理人或基金。

金管理人在欧盟境内销售和管理欧盟另类投资基金的权利》、第七章《与第三国或地区相关的特别规定》、第十章《过渡条款和最终条款》以及附录1、3、4。根据这些规定,AIFMD单一护照制度的概念大体可总结为:任意一位AIF管理人,或任意一只AIF,只须取得其母国或参照成员国^①主管部门的核准,该AIF管理人便可至东道国^②境内进行AIF的销售与管理,该AIF便可至东道国境内被销售与被管理,均无须再向东道国的主管部门申请核准。意即,AIF管理人、AIF只要获得其母国或参照成员国主管部门的“认可就可以获得欧盟其他成员国的认可”,^③AIF管理人、AIF在其母国或参照成员国境内便可完成赴其他欧盟成员国进行经营活动的审批核准手续。^④AIFMD赋予受核准的AIF管理人与AIF均可持有护照的权利,意即受核准的欧盟主体与非欧盟主体均可持有单一护照。^⑤

2.制度的运作方式

根据AIFMD的规定,欧盟主体与非欧盟主体有着略微不同的单一护照申请、核准与使用规则。^⑥

欧盟主体相关的规则如下:第一,欧盟AIF管理人可凭护照在东道国境内销售其管理的欧盟AIF与非欧盟AIF。欧盟AIF管理人首先应就计划销售的每只AIF向母国主管部门发出通知(notification),^⑦在母国主管部门审核通过并向东道国主管部门传送通知文件后,该管理人便可开始在东道国向专业投资者(professional investors)销售。^⑧第二,欧盟AIF管理人可凭护照“管理”在东道国设立的欧盟AIF。在AIFMD规则项下,“销售”AIF与“管理”AIF定义不同,“销售”是指“AIF管理人或其代表向住所地或注册地在欧盟境内的投资者,以直接或间接的方式要约或配售AIF管理人管理的AIF的单位或者份额”。^⑨“管理”是指为一只

① 有关参照成员国的定义,详见下述。

② 为便利理解,本文所称东道国,均指AIF管理人、AIF的母国或参照成员国之外的某一欧盟成员国。本文所称第三国或地区,均指欧盟成员国以外的某一国家或地区。

③ 主力军:《欧盟与德国资本市场法研究》,上海社会科学院出版社2018年版,第3页。

④ See Matthias Haentjens & Pierre de Gioia-Carabellese, *European Banking and Financial Law 8* (Routledge Publishers 2015).

⑤ 有的基金护照制度只适用于基金,而不适用于基金管理人,例如亚洲地区基金护照制度(Asia Region Funds Passport)。参见冯婷婷、徐长春:《亚洲地区基金护照(ARFP)背景下的资本市场合作路径选择》,《广州大学学报(社会科学版)》2014年第7期。

⑥ 参见朱炎生:《欧盟〈另类投资基金管理人指令〉介评》,《证券市场导报》2013年第1期,第12页。

⑦ See AIFMD, Article 32(2).有关欧盟AIF管理人持护照跨境销售非欧盟AIF的规则,参见AIFMD第35条第3、4款。

⑧ See AIFMD, Article 32(4).

⑨ See AIFMD, Article 4(1)(x).

及一只以上的 AIF 进行“投资组合管理”与“投资风险管理”。^①欧盟 AIF 管理人计划跨境管理前,应首先向母国主管部门提供相关材料进行申请,^②在母国主管部门核准并将材料传送给东道国主管部门后,^③该管理人便可开始在东道国境内提供管理服务。

非欧盟主体的相关规则为:第一,非欧盟 AIF 管理人可凭护照在欧盟境内销售其管理的欧盟 AIF。由于非欧盟 AIF 管理人的母国并非欧盟成员国,为了厘清其在欧盟的监管责任主体,AIFMD 设置了“参照成员国”制度(the member State of reference of a non-EU AIFM)。^④非欧盟 AIF 管理人在进入欧盟 AIF 市场前,应首先申请某一欧盟成员国作为其“参照成员国”,“参照成员国”对非欧盟 AIF 管理人而言,发挥着同欧盟 AIF 管理人母国相当的监管功效。“参照成员国”选定后,非欧盟 AIF 管理人的跨境销售申请均向其作出。例如,当非欧盟 AIF 管理人计划在“参照成员国”以外的东道国销售欧盟 AIF 时,应向“参照成员国”主管部门发出通知,^⑤在主管部门核准通过并向东道国主管部门传送通知文件后,非欧盟 AIF 管理人便可开始在东道国境内销售。^⑥第二,非欧盟 AIF 管理人可凭护照在欧盟境内销售其管理的非欧盟 AIF。核准流程同情形一,包括向“参照成员国”主管部门发出通知、主管部门传送文件等,^⑦在此不赘述。

值得注意的是,除了“参照成员国”制度外,AIFMD 还对非欧盟主体设置了一些其他要求。例如,在前述涉及非欧盟主体的三种护照使用情形中,AIFMD 对非欧盟主体均作出了获得核准须满足“一定额外条件”的资质要求。^⑧此外,并非所

① See AIFMD, Article 4(1)(w). See also AIFMD, Annex 1, Article 1(a), (b).

② See AIFMD, Article 33(2).

③ 除了传送欧盟 AIF 管理人提供的申请材料外,母国主管部门还须传送一份证明,证明该欧盟 AIF 管理人已具备管理人资质。See AIFMD, Article 33(4).

④ “参照成员国”制度便利 AIFMD 对非欧盟 AIF 管理人设置同欧盟 AIF 管理人基本一致的护照程序,例如通知程序、通告程序、审核时长等规定。略微不一致的地方就在于监管主体表述的不同——与欧盟 AIF 管理人的护照程序相比,AIFMD 将非欧盟 AIF 管理人护照程序中的监管责任主体由“母国主管部门”转换为了“参照成员国主管部门”。

⑤ See AIFMD, Article 39(2).

⑥ See AIFMD, Article 39(6).

⑦ See AIFMD, Article 40

⑧ AIFMD 核准非欧盟主体持有使用护照时,所规定的“一定的额外条件”一般是指:(1)欧盟主体的母国主管部门、非欧盟主体的参照成员国主管部门与非欧盟主体所在的第三国或地区的监管机构间有适当的合作安排;(2)非欧盟主体所在的第三国或地区未被“反洗钱金融行动特别工作组”列入不合作的国家和地区名单;(3)欧盟主体的母国主管部门、非欧盟主体的参照成员国主管部门与非欧盟主体所在的第三国或地区的监管机构已签订恰当的税收协定,且该协定符合《经济合作与发展组织关于对所得和财产避免双重征税的协定范本》(OECD Model Tax Convention on Income and on Capital)第 26 条规定的标准。See AIFMD, Articles 35, 37, 38, 40.

有来自第三国或地区的AIF管理人与AIF都适用AIFMD单一护照制度。根据AIFMD第35、37、67条的规定,只有当第三国或地区已事先获欧盟证券与市场管理局(The European Securities and Markets Authority, ESMA)评估推荐及欧盟委员会同意准入,该第三国或地区的AIF管理人或AIF才可按前述程序进入欧盟AIF市场、申请并使用护照。换句话说,非欧盟主体可否持有、使用护照以其所属国或地区是否获ESMA评估推荐及欧盟委员会同意准入为前提。ESMA评估的内容主要包括该第三国或地区的投资者保护情况、市场扰乱情况、竞争及系统性金融危机应对水平等因素。当ESMA认可某一第三国或地区时,将会以发表评估推荐意见的形式递交欧盟委员会决定,欧盟委员会审议通过后,某一第三国或地区最终获得准入。

3.制度规则的主要特点

第一,非欧盟主体须承担较之欧盟主体更重的监管负担。从规则上看,非欧盟主体的护照申请、核准与使用流程与欧盟主体几乎一致,最大的区别就在于,非欧盟主体须满足“一定额外条件”资质要求、须有“参照成员国”等,这些规定都是针对非欧盟主体单独作出的。此外,ESMA评估推荐及欧盟委员会同意准入这一前置程序也增加了非欧盟主体进入欧盟市场的难度与合规负担,毕竟只有非欧盟主体所属国或地区已获ESMA与欧盟委员会认可,非欧盟主体才有申领使用护照的可能。但直到今日,获ESMA评估推荐的国家或地区仅寥寥少数。

第二,对非欧盟主体设置了双重监管机制。AIFMD通过设置“参照成员国”制度,赋予非欧盟主体欧盟境内直接、固定的成员国层级的监管主体。这样的制度设计不仅导致非欧盟主体须承受来自母国与“参照成员国”的双重监管,还要求非欧盟主体在申领护照前,须已成功设置“参照成员国”。这无疑为非欧盟主体在“ESMA评估推荐及欧盟委员会同意准入”这一“欧盟层级”的门槛之外,加增了“成员国层级”的第二道门槛,因为“参照成员国”的选择和最终设立要求非欧盟主体取得某一欧盟成员国主管部门的同意,这也再次加深了非欧盟主体的监管负担。

第三,“照随人走”。虽从规则设计上,AIF管理人与AIF均可持有护照,但AIF护照功效的发挥实则严重依赖AIF管理人。根据规定,如果没有AIF管理人对某只基金发起跨境销售、管理的核准申请,那么AIF自身无法在无管理人的情况下通过护照制度实现跨境运作。从这个特点也可看出,对非欧盟主体而言,一旦某第三国或地区仅AIF获准持有使用护照,那么该第三国或地区可获得的护照权益实则较为有限。

第四,部分护照规则较为宽泛模糊。AIFMD只规定了护照申请、核准与使用的基本流程,部分规定在措辞上较为宽泛模糊,缺乏释法文件对护照规则进行系统细化。例如,当AIF管理人欲赴东道国进行基金销售时,护照规则中均有“主管

部门传送通知文件”的规定。但欧盟并未对通知文件的传送时效、传送方式、传送途径等完备细则,实践中曾出现成员国传送文件不及时、传送文件不符合规范、传送文件不被东道国认可、未传送成功等原因进而导致欧盟 AIF 管理人赴东道国销售受阻等情况。

三、AIFMD 单一护照制度实施面临的主要障碍

基于前述 AIFMD 单一护照制度设计的特点与不足,结合欧盟成员国对该制度的实际接纳程度不一等因素,该制度在全欧盟的实施推进过程并非一帆风顺,已形成了一些显要的推进障碍,并成为欧盟未来的改革要点。

(一)域外延伸适用停滞

AIFMD 单一护照制度域外延伸适用是指护照制度对非欧盟主体的适用。依据规定,AIFMD 正式实施后,各欧盟成员国应在 2 年内完成有关欧盟主体护照规则的国内立法转化。但对于护照适用于欧盟境外第三国或地区的情形,AIFMD 则规定了更长的 4 年过渡期。即非欧盟主体及其所属国或地区的主管部门有 4 年准备时间,使自身满足 AIFMD 的监管要求,并在期间内获得 ESMA 的评估推荐及欧盟委员会的准入同意等。同理,欧盟成员国有 4 年时间在其国内转化适用对非欧盟主体的护照规则。

表 1 AIFMD 单一护照制度过渡期规定^①

时间	事由
2011 年 7 月 22 日	AIFMD 生效并开始实施。
2013 年 7 月 22 日	各欧盟成员国应将 AIFMD 在该日期前转化为成员国国内立法。
2015 年 7 月 22 日	ESMA 应就 AIFMD 单一护照制度运行情况出具报告,并就 AIFMD 单一护照制度是否延伸适用至非欧盟 AIF 管理人与非欧盟 AIF 出具意见。
2015 年 10 月 22 日	欧盟委员会应当在接到 ESMA 的肯定意见后,制定授权立法,规定 AIFMD 单一护照制度适用于非欧盟 AIF 管理人与非欧盟 AIF 的规则在所有成员国的生效日期。

注:表格系自制。

从表 1 可以看出,按照原计划,在 2015 年 10 月 22 日欧盟委员会制定授权立法

^① AIFMD, Articles 66, 67, 69.

后的一段时间内,获得ESMA及欧盟委员会认可的、获得“参照成员国”主管部门核准的非欧盟AIF管理人,便可持有护照在欧盟进行AIF的销售与管理活动。同理,受核准的非欧盟AIF,也可以开始通过护照制度在欧盟境内被AIF管理人销售与管理。然而延伸适用进程并未按原计划进行,而是出现了制度停滞。^①2016年9月,在延期一年后,ESMA才发布针对AIFMD单一护照制度是否应当延伸适用至非欧盟主体的正式意见“ESMA/2016/1140”,^②并向欧盟委员会推荐了若干国家或地区延伸适用。然而,在意见颁布后直至今日,欧盟委员会仍未提交欧洲议会和欧盟理事会审议,仍未出台对此意见的授权立法,就AIFMD单一护照制度域外延伸适用条款规定在全欧盟的具体生效时间,域外延伸适用出现了停滞,并直接导致AIFMD第35、37—41条时至今日仍未真正发生效力。换句话说,目前所称的AIFMD单一护照制度,并非100%发挥功用的护照制度,实际上仅有关于欧盟主体的护照条款正在运行。

(二) 欧盟成员国“地方监管主义”阻力

“地方监管主义”在AIFMD中表述为“欧盟成员国私募制度”(national private placement regimes, NPPRs)。顾名思义,NPPRs是欧盟各成员国对AIF管理人与AIF自行制定的监管规则。AIFMD的立法用意就是为了逐步消除欧盟成员国的NPPRs,实现欧盟乃至欧洲经济区的投资基金监管统一化。AIFMD规定,当AIFMD被顺利转化为欧盟成员国国内立法并实施后,除另有规定外,欧盟成员国对欧盟主体应停止施加NPPRs的监管负担;^③而对于非欧盟主体而言,在AIFMD单一护照制度域外延伸适用未正式实施之前,NPPRs是欧盟成员国监管非欧盟主

^① See European Commission, Report from the Commission to the European Parliament and the Council Assessing the Application and the Scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers, https://ec.europa.eu/info/publications/200610-aifmd-application-scope-report_en, visited on 31 August 2021.

^② See ESMA, ESMA/2016/1140 ESMA's Advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the Application of the AIFMD Passport to Non-EU AIFMs and AIFs, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1140_aifmd_passport.pdf, visited on 31 August 2021.

^③ 此处应注意,并非所有针对欧盟AIF管理人、欧盟AIF的NPPRs都在成员国完成立法转化后被完全停止,法律另有规定的除外。例如在某些情形下,AIFMD允许欧盟成员国对欲与散户投资者进行交易或管理的本国AIF管理人及本国AIF施加NPPRs。但这也只是暂时的,如下文所述,按照AIFMD立法计划,在一段时期后,欧盟仍将在欧盟全境终止NPPRs,换句话说,欧盟也将制定有关散户投资的统一保护规则。

体的一项“临时替代制度”。^①

表2 AIFMD对终止欧盟NPPRs的过渡期规定

时间	事由
2011年7月22日	AIFMD生效并开始实施。
2013年7月22日	各欧盟成员国应将AIFMD在该日期前转化为成员国国内立法。
2018年10月22日	ESMA应出具第二份报告,报告内容为对终止欧盟各成员国对AIF管理人与AIF的NPPRs的意见。
2019年1月22日	欧盟委员会应当在接到ESMA的第二份报告后,制定授权立法,规定终止欧盟各成员国对AIF管理人与AIF的NPPRs在所有成员国的生效日期。

注:表格系自制。

从AIFMD规则设计上看,护照制度域外延伸适用与NPPRs的去除是一组连带关系——当护照开始域外延伸适用时,作为“临时替代制度”的NPPRs将被终止,AIFMD监管规则将适用于任何欧盟境内的AIF管理人、AIF(不论为欧盟或非欧盟主体)。护照制度域外延伸适用与NPPRs的去除二者联动实现时,AIFMD统一欧盟全境AIF监管的立法初衷也就真正达致。表2归纳了AIFMD对于终止欧盟成员国境内NPPRs的原定计划时间表。按照计划,2019年1月22日后的一段时间内,针对任何AIF管理人、AIF的NPPRs都将在欧盟全境终止。然而,由于单一护照制度未按原计划延伸适用,且针对NPPRs的ESMA第二份报告仍未出台,直至今日,欧盟NPPRs亦未被终止。NPPRs依然是当前欧盟对非欧盟主体的临时替代监管制度,各成员国可以根据自身情况,对非欧盟主体制定形式各异的监管规则,非欧盟主体只能通过满足某一欧盟成员国自行制定的本国私募基金监管规则的方式,在获得该国准入核准后,于该国境内进行交易管理活动(因无法持有护照,故仅限一欧盟成员国境内)。

实际上,NPPRs是实现AIFMD单一护照制度“统一监管”愿景的最主要障碍,由于缺乏抑制措施,当前NPPRs在欧盟AIF市场颇有泛滥之势,甚至欧盟主体也饱受NPPRs的干涉。例如,在法国,即使持有护照,欧盟AIF管理人也需要向法国的金融主管部门AMF(The Autorité des Marchés Financiers of France)提交一

^① See Wendy Piergolam. AIFM Private Placement Solution, <https://www.eisneramper.com/piergolam-aifm-0818/>, visited on 31 August 2021.

系列的额外申请文件,才可最终获许在法国境内进行AIF的销售与管理。^①部分欧盟成员国通过设置严格的NPPRs,阻挠甚至完全禁止非欧盟主体准入本国AIF市场,使本国成为欧盟主体的“专属俱乐部”。^②

结合前述域外延伸适用停滞的问题来看,欧盟成员国对域外延伸适用、去除NPPRs这两个连带问题的意见不一,不仅体现出对开放成员国AIF市场国门、让渡当前欧盟主体在欧盟AIF市场的“先占优势”“独占利益”的“踌躇”,以及给予非欧盟主体AIFMD规则项下同欧盟主体基本一致的市场便利与国民待遇的犹豫,还影射出了欧盟成员国与欧盟就AIF市场监管主权之间的拉锯。NPPRs是欧盟成员国金融监管主权的直接体现,去除NPPRs意味着欧盟成员国监管部门须按照AIFMD的护照规则统一对欧盟、非欧盟主体的监管,再无法通过NPPRs制定本国额外要求,原先对非欧盟主体的监管自主权将被欧盟层级的AIFMD统一规则所取代。因此实践中部分欧盟成员国基于对监管自主权的维护,对AIFMD单一护照制度表现出抵触情绪,并利用前述AIFMD规则的缺漏与模糊等不足,以及通过过度解读AIFMD立法中对非欧盟主体“严监管”立法精神等方式,不当运用“司法能动性”,在转化AIFMD单一护照规则时有意曲解原意,通过制定更优于自身的国内法以达到强化成员国监管自主权的目的。

(三)收费标准不统一不透明

ESMA在提交欧盟委员会有关AIFMD单一护照制度实施情况的ESMA/2015/1235意见中就曾很明确地指出:“AIFMD存在一个很大的缺陷,即其单一护照制度对收费问题没有详细规定。”^③AIFMD的收费规则存在疏漏,直到现在各欧盟成员国主管部门在适用护照过程中的行政收费标准仍不尽相同,相关收费信息

^① See CMS, CMS Expert Guide to AIFM Passporting - Rules on Marketing Alternative Investment Funds in Europe, <https://cms.law/en/int/expert-guides/cms-expert-guide-to-passporting-aif>, visited on 31 August 2021.

^② 此外,实践中也出现规模较小的AIF管理人难以获得成员国准入,而规模较大的AIF管理人则较容易获得准入的不公平竞争的问题。See European Commission, Report from the Commission to the European Parliament and the Council Assessing the Application and the Scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers, https://ec.europa.eu/info/publications/200610-aifmd-application-scope-report_en, visited on 31 August 2021.

^③ See ESMA, ESMA/2015/1235 ESMA's Opinion to the European Parliament, Council and Commission and Responses to the Call for Evidence on the Functioning of the AIFMD EU Passport and of the National Private Placement Regimes, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-1235_opinion_to_ep-council-com_on_aifmd_passport_for_publication.pdf, visited on 31 August 2021.

披露机制亦不健全。例如,在向母国主管部门申请核准时,法国的AIF管理人需要为每一只AIF支付2000欧元的申请费用,在马耳他,这笔费用变成了3000欧元。此外,如果某一欧盟AIF管理人想要在东道国进行AIF的销售与管理活动,那么其可能还需要支付额外费用给东道国主管部门。例如,马耳他规定的每只基金450—500欧元的单独费用等。^①收费标准不统一不透明不仅使AIF管理人经营成本的不同,亦折射出了AIFMD规则制定缺漏的弊端以及欧盟成员国“司法能动性”、NPPRs的影子。

(四)缺乏有效的审查监管机制

AIFMD单一护照制度缺乏有效的审查监管机制,其实施很大程度上要依靠欧盟成员国的“自觉”。从前述AIFMD单一护照制度的运作方式可以看出,单一护照的核准与直接监管主体是欧盟各成员国主管部门,ESMA与欧盟委员会实则发挥间接监管、“建议监管”的作用。^②事实上,AIFMD单一护照制度从调研、制定到运行评价等均由ESMA主持,作为一项泛欧盟乃至意图泛欧洲经济区的制度,从制度设计逻辑而言,ESMA应是整个护照制度的主导推动力与适格监督者,但AIFMD只在立法中授权ESMA就护照制度的实施情况进行调研、答疑,并在关键时间节点向欧盟委员会提出修法建议的权力,立法并未赋予ESMA配套的执行权、处罚权。立法态度如此实则是ESMA在欧盟金融监管体系中尴尬地位的一个缩影。在欧盟“三局一会”的金融监管体系中,ESMA一直是一个较为弱势的监管机关存在。^③ESMA并未拥有类似欧洲中央银行(The European Central Bank)对部分欧洲银行的垂直监管权。^④在ESMA成立之初,欧盟成员国未向ESMA让渡对国内证券基金公司的直接监管权力,大部分证券基金业的监管权仍保留在成员国的自主权限之中,这也是为什么单一护照制度的核准主体均为成员国的主管部门而非ESMA的原因。换言之,虽然AIFMD单一护照制度、AIFMD的其他规则对成员国的监管自主权具有弱化作用,但就目前的实施情况看,更多的去权体现在了对规则文本、监管标准的统一之上,对于规则的理解与执行仍有赖于成员国

^① See ESMA, ESMA/2015/1235 ESMA's Opinion to the European Parliament, Council and Commission and Responses to the Call for Evidence on the Functioning of the AIFMD EU Passport and of the National Private Placement Regimes, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-1235_opinion_to_ep-council-com_on_aifmd_passport_for_publication.pdf, visited on 31 August 2021.

^② See AIFMD, Article 69(1).

^③ 参见唐波、李秦:《系统性金融风险监管主体制度改革的国际实践与借鉴》,《湖南社会科学》2019年第6期,第87页。

^④ 参见于品显:《欧洲中央银行单一监管机制研究》,《武汉金融》2019年第6期,第58页;洪德钦:《欧洲央行独立性之研究》,《台大法学论丛》2004年第5期,第215页。

主管部门的自主。权力的分散易导致执行的错位,ESMA 权限与功能的不匹配,使其很难在护照监管问题上施展拳脚,在 AIFMD 单一护照制度缺乏欧盟层级权力机关有效监管制衡的情形下,^①当各欧盟成员国的配合主动性不佳时,往往就产生了 ESMA 建议难产、欧盟委员会授权立法工作迟滞等问题,增加了 AIFMD 单一护照制度推行所面临的障碍。

四、AIFMD 单一护照制度改革的欧盟经验及成效

为解决前述问题,欧盟相继颁布一系列 AIFMD 修改法令、指令,并于 2020 年发布评审意见,旗帜鲜明地指出 AIFMD 单一护照制度存在的主要问题并列明改革计划,对 AIFMD 单一护照制度的系统改革已经启动。

(一)主要改革举措

第一,欧盟 2019 年 6 月发布了 EU/2019/1160 指令(要求成员国在 2021 年 8 月 2 日前完成立法转化,并在全欧盟实施),^②对 AIFMD 单一护照制度的域外延伸规则进行了修改,要求欧盟委员会与 ESMA 加紧对域外延伸适用问题进行系统评估,尽快向欧洲议会和欧盟理事会提交一份报告,其中应包括对 AIFMD 单一护照制度整体评估结果,以及将该制度延伸适用至非欧盟主体的可行性、必要性分析等。此外,欧盟还引入了“立法提案”的新规定,要求在前述报告提交时,应酌情附有一份立法提案。该举旨在加快此前停滞的单一护照制度域外延伸适用“授权立法”的出台,要求欧盟委员会与 ESMA 在评估过程中充分考量域外延伸适用条款的生效时间、步骤与方式等问题,并通过将评估报告与立法提案一并提交欧洲议会和欧盟理事会审议的方式,缩短“授权立法”的立法周期,加快解决停滞问题。^③

第二,2019 年 6 月,欧盟还发布了旨在厘清基金跨境营销规则、加强投资者信

^① AIFMD 立法设计实际是将欧盟层级的监督权赋予欧盟委员会,欧盟委员会有权对成员国不转化、不遵守 AIFMD 规则的行为进行处理。但实践中,欧盟委员会很难对灵活的护照制度进行精确、实时监管,而作为欧盟证券基金业专门监管机关的 ESMA 在 AIFMD 单一护照制度问题上又无配套监管权,问题产生时往往通过向欧盟委员会“打报告”或向成员国提建议(Q&A)等方式进行纠正,存在监管迟滞、建议效力不足的情况,这就导致了本文所认为的 AIFMD 单一护照制度缺乏欧盟层级权力机关有效监管制衡局面的产生。

^② See Directive (EU) 2019/1160 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 Amending Directives 2009/65/EC and 2011/61/EU with regard to Cross-Border Distribution of Collective Investment Undertakings, Article 3(1).

^③ See Directive (EU) 2019/1160 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 Amending Directives 2009/65/EC and 2011/61/EU with regard to Cross-Border Distribution of Collective Investment Undertakings, Article 2(7).

息保护、维护欧盟基金市场公平竞争等问题的EU/2019/1156法令,^①该法令在多个方面对AIFMD单一护照制度进行完善:一是确立了AIF管理人跨境推介、销售与管理AIF时应遵循的营销规则,例如,要求AIF管理人在跨境营销时应使用恰当语言、提供募集说明、提前设立查询网站、事先提供争议解决及补偿等方面的信息。二是逐步统一跨境营销收费标准,解决AIFMD单一护照制度收费不统一、不透明的问题。法令要求欧盟成员国主管部门对于通过护照进入本国市场的AIF管理人、AIF,应在“与主管当局履行职能的总体费用相一致”的基础上进行收费,且成员国主管部门应提前公布国内收费标准,ESMA将汇总收费信息并计划在2022年2月2日前统一在ESMA网站上公布。三是欧盟计划建立跨境基金管理数据库,并将以网站形式,运用统一金融术语,把通过AIFMD单一护照跨境销售与管理的AIF,以及AIF管理人的有关信息在网站上定期披露以便投资者了解。并将在数据库基础上逐步实现“通知”流程的电子化与标准化,即计划通过该数据库设立一个专门的通知门户,前述AIFMD第31条、第32条等“通知”事宜将统一由成员国主管部门通过该门户进行“通知”传输,以解决单一护照制度运行过程中“通知”缺乏互认互信、传输超时、标准不一等问题。

第三,2020年6月,欧盟委员会在延期3年后,根据AIFMD第69条的规定发布了对AIFMD的评审意见。^②该意见总结了AIFMD单一护照制度实施过程中发现的数个问题,包括前述域外延伸适用进程停滞,欧盟成员国NPPRs干涉统一监管,以及AIF管理人不公平竞争、信息不透明、市场扰乱等。该意见以欧盟委员会为主体发表,首次对AIFMD的运行情况进行了全面评估,并列明了改革计划,目前该意见已提交欧洲议会和欧盟理事会进行审议,有望在未来形成AIFMD的系统改革立法。评审意见的发布意味着欧盟委员会成员对AIFMD单一护照制度系统改革问题已基本达成一致意见,充分表明了改革决心,对评审意见中提到的问题有望在接下来得到实质解决。

(二)改革的预期进路及成效

AIFMD单一护照制度的改革对欧盟基金市场乃至欧盟金融市场将具有重要

① See Regulation (EU) 2019/1156 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on Facilitating Cross-border Distribution of Collective Investment Undertakings and Amending Regulations (EU) No.345/2013, (EU) No.346/2013 and (EU) No.1286/2014.

② See European Commission, Report from the Commission to the European Parliament and the Council Assessing the Application and the Scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers, https://ec.europa.eu/info/publications/200610-aifmd-application-scope-report_en, visited on 31 August 2021.

意义。改革有望使前述各项障碍被扫清,使欧盟 AIF 市场的监管一体化提升到新的高度。对非欧盟国家或地区而言,改革将进一步开放欧盟基金市场准入,非欧盟主体将真正持有护照,并在欧盟范围内自由从事对 AIF 的交易与管理,AIMFD 立法的“自由开放”追求有望得以真正实现。对于改革的预期进路及成效,本文提出以下展望:

第一,限制与终止 NPPRs 的进程已经重启并将加速。下一步,欧盟应会重点解决 AIFMD 单一护照制度实施进程中的“地方监管主义”问题,加大限制力度并逐步终止各欧盟成员国的 NPPRs。去除 NPPRs 是一项系统工程,^①欧盟可能会先对 AIFMD 中的“建设性模糊”^②规定进行细化,减少欧盟成员国发挥“司法能动性”^③的空间。同时,欧盟也可能引入一套新的 AIFMD 规则解释与修改机制,从 EU/2019/1160 的规定可看出,对单一护照制度的修改已引入提交“立法提案”的程序,因此,今后对护照规则的修改,将可能不再采取“ESMA 对欧盟成员国进行调研、ESMA 提交调研结果及建议、欧盟委员会审议并回复、ESMA 制定立法提案、欧盟委员会审议决策、正式提出立法提案”这一系列较为冗长、繁杂与低效的过程,而是直接采取“ESMA 从调研到提供立法提案给欧盟委员会”这样新的过程,省去较容易发生停滞的“欧盟委员会审议并回复”等环节,缩短立法修改周期,给予 ESMA 更大的修法能动性。

第二,ESMA 可能被赋予更多针对 AIFMD 的改革权限。除前述“立法提案”步骤的引入赋予 ESMA 更多修法能动性外,2020 年发布的评审意见特别指出:ESMA 在 AIFMD 单一护照制度改革中应发挥主导作用。未来,欧盟可能通过赋予 ESMA 监督权、调查权、处罚权等更多权限的方式来加快 AIFMD 单一护照制度的改革。

第三,欧盟 AIF 市场对第三国或地区的限制将被逐步破除。EU/2019/1160 指令、EU/2019/1156 法令与评审意见均高度关注 AIFMD 单一护照制度对第三国或地区非欧盟主体的延伸适用问题,该问题已成为目前 AIFMD 改革的核心焦点。资料显示,近期欧盟委员会、ESMA 的会议议程常有涉及该问题的讨论,且伴随

① See European Commission, Commission Staff Working Document Impact Assessment on Cross-Border Distribution of Collective Investment Funds, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-3132069_en#pe-2018-1277, visited on 31 August 2021.

② 参见韩逸畴:《国际法中的“建设性模糊”研究》,《法商研究》2015年第6期,第171页。

③ 参见章成:《论欧盟对外缔约实践的权限、程序与司法审查机制》,《西北民族大学学报(哲学社会科学版)》2019年第4期,第124页。

EU/2019/1160 指令、EU/2019/1156 法令实施过渡期的陆续结束,单一护照规则将得到修改,域外延伸适用中易停滞环节将被去除,护照运行过程中的一些突出问题将得到立法解决,整体制度愈加完善,护照域外延伸适用条款的生效可谓指日可待。此外,疫情带来的国际金融市场大变局,也在不断倒逼欧盟金融市场开放变革。后疫情时代,世界金融格局重构正在缓慢发生,进一步开放欧盟金融市场是欧盟吸引外资的必由之路。AIFMD 单一护照制度对非欧盟主体的延伸适用,是开放欧盟 AIF 市场的重要机制和渠道,也是对欧盟而言较为安全的开放模式,因而欧盟未来对该议题的关注将有增无减。

五、AIFMD 单一护照制度改革的中国因应

早在 2016 年,ESMA 在其 ESMA/2016/1140 评估推荐意见中,就已认为中国香港特别行政区的 AIF 具备准入欧盟 AIF 市场并持有使用护照的资质,并发表了推荐中国香港 AIF 延伸适用单一护照制度的意见。并且,ESMA 还特别提及对于中国内地、中国台湾地区没有发表评估推荐意见的原因,是由于欧盟与中国内地、中国台湾地区尚未就 AIF 市场合作签订谅解备忘录,或有关数据尚未被完全统计难以准确评估。^①ESMA 在评估报告的最后特别提出,将会继续深化合作,努力打通各方 AIF 市场的联通渠道。可以看出,ESMA 对我国 AIF 管理人、AIF 持有护照加入欧盟 AIF 市场的诚意较大。当前,AIFMD 单一护照制度即将迎来系统改革,这些改革举措与我国基金市场的国际化进程实则具有较好衔接性,我国以持有 AIFMD 单一护照形式加入欧盟 AIF 市场、建立中欧 AIF 市场合作机制具备可行性。

(一)改革适配我国基金市场对外开放

对外开放是我国长期坚持的基本国策。我国基金市场的对外开放主要分为监管制度国际化与投资渠道多元化两个进路,监管制度国际化主要解决的是跨境投资主体、跨境投资产品跨境运作过程中的监管问题,而投资渠道多元化则是搭建多重基金流动通路,实现基金市场的域外延伸。具体而言,一方面,监管制度国际化主要包含三重制度建设:(1)合格机构投资者跨境制度建设。早在 2002 年,我国便设立合格境外机构投资者(QFII)制度,鼓励外资进入我国资本市场投资;^②

^① See ESMA, ESMA/2016/1140 ESMA's Advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the Application of the AIFMD Passport to Non-EU AIFMs and AIFs, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1140_aifmd_passport.pdf, visited on 31 August 2021.

^② 参见《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》。

2006年,合格境内机构投资者(QDII)制度在我国首次实践;^①2007年,证监会发布《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》,QDII制度成为我国境外资本市场投资的一项长期制度安排;2019年9月,经国务院批准,国家外汇管理局决定取消QFII和人民币合格境外机构投资者(RQFII)投资额度的限制,同时,RQFII试点国家和地区限制也一并取消;^②2020年5月,人民银行、外汇局联合发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》,明确并简化QFII、RQFII境内证券期货投资资金的管理要求,便利QFII、RQFII参与我国金融市场。QFII、RQFII、QDII制度解决了我国合格机构投资者赴境外基金市场运作、境外合格机构投资者赴我国基金市场运作的监管问题,这为欧盟主体赴我国境内基金市场从事交易与管理,以及我国基金管理人与基金赴欧盟AIF市场从事交易与管理提供了制度支持。(2)普通投资者^③跨境制度建设。我国主要通过搭建基金市场互通机制来实现普通投资者的跨境交易,例如沪港通、深港通就实现了双方有一定准入门槛的普通投资者直接交易对方股票的安排,而沪伦通则进一步实现了双方企业在对方资本市场的直接挂牌交易。^④从前述AIFMD单一护照制度的规则可以看出,该制度只允许跨境AIF管理人向专业投资者销售,严格限制并排除散户投资者的投资,而我国对普通投资者完善的法律认定与丰富的跨境实践将使国内规则与单一护照散户投资限制规则的对接更为便宜。(3)基金监管立法与国际标准对接。在基金领域,我国相继修订、颁布了《证券投资基金法》《证券法》《私募投资基金监督管理暂行办法》等法律法规,从立法层面支持基金市场主动开放,在透明度、数量标准、质量标准、注册制等诸多方面主动与国际通行规则对接,为跨境基金合作机制建设打造了良好的制度基准。另一方面,基金市场的投资渠道多元化建设主要是以基金互认、平台搭建为主的制度安排。在基金互认方面,我国目前已有内地与香港基金互认、“南向通”和“北向通”等基金互认安排,搭建如前述沪港通、深港通、沪伦通等基金交易与管理渠道;在基金合作平台建设上,中欧已于2018年通过“一带一路”倡议丝路基金与欧洲投资基金签署了《中欧共同投资基金共同投资协议》,设立中欧共同投资基金,该基金现已正式启动运行,投资覆盖多个国

① 参见2006年《中国证券监督管理委员会关于同意雷曼兄弟资产管理(欧洲)有限公司合格境内机构投资者(QDII)投资顾问资格的函》。

② 参见新华社:《取消QFII/RQFII投资额度限制有助于中国金融市场健康发展——专访国家外汇管理局副局长张新》, http://www.gov.cn/xinwen/2019-09/16/content_5430221.htm?_zbs_baidu_bk, 2021年8月31日访问。

③ 根据我国基金市场相关制度,普通投资者区别于专业投资者,一般可等同于欧盟规则中的散户投资者。

④ 参见吴文锋:《全方位促进资本市场国际化(开放谈)》, <http://world.people.com.cn/n1/2019/0702/c1002-31207300.html>, 2021年10月15日访问。

家,涉及多个产业。^①

由此观之,以持有 AIFMD 单一护照的方式加入欧盟 AIF 市场顺应我国基金市场对外开放的整体政策。一方面,我国可通过 QFII、RQFII、QDII 制度与 AIFMD 单一护照制度相衔接,实现机构投资者的跨市场运作。可基于普通投资者跨境制度实践,实现与 AIFMD 单一护照制度项下对散户投资者的限制规则的对接。另一方面,我国可通过基金互认制度、中欧共同投资基金平台实现丰富的基金产品的引入与输出,实现投资渠道的多样化。多方合力将共同助力 AIFMD 单一护照制度规则与我国有关制度规则相适配。

(二)我国已基本满足加入要求

我国已基本满足 AIFMD 单一护照域外延伸适用的有关要求。^②例如,在投资者保护方面,在《证券法》2019 年底的最新修订突出强调对投资者合法权益的保护、《刑法修正案(十一)》加大对证券欺诈行为的打击力度、^③证券市场特别代表人诉讼制度设立、注册制改革注重信息披露义务等一系列以提高投资者保护水平为首要目的的证券市场法律制度改革大势下,我国投资者保护水平显著提升,并在国际市场赢得良好声誉。中国证券投资者保护基金有限责任公司的统计显示,2020 年投资者对证券公司投资者权益保护的满意度大幅上升至 72.9%。^④国际证监会组织(IOSCO)更是将中国近年来对投资者保护的数项司法、行政及行业自治改革举措作为范例向全球成员推介。^⑤在中欧金融稳定合作方面,双方合作密切。早在 2008 年金融危机爆发时,中国便与欧盟在一揽子金融稳定措施方面达

① 参见中国新闻网:《中欧共同投资基金:投资覆盖多国 深化互利合作》,<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1630574554988911577&wfr=spider&for=pc>, 2021 年 8 月 31 日访问。

② 诚如前述,第三国或地区的 AIF 管理人与 AIF 申领 AIFMD 单一护照须事先获 ESMA 评估推荐及欧盟委员会同意准入。根据 AIFMD 第 67 条第 2 款以及 ESMA/2016/1140 等文件的规定,评估推荐的内容主要包括该第三国或地区的投资者保护情况、市场扰乱与公平竞争、系统性金融危机应对水平及与欧盟有无监控系统性风险的合作安排、是否满足前述 AIFMD 单一护照制度对非欧盟 AIF 管理人与非欧盟 AIF 的额外监管条件等。See AIFMD, Articles 35, 40, 67; See ESMA/2016/1140 ESMA's Advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the Application of the AIFMD Passport to Non-EU AIFMs and AIFs, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1140_aifmd_passport.pdf, visited on 31 August 2021.

③ 参见商浩文:《论欺诈发行证券罪的规范构造——以〈刑法修正案(十一)〉为视角》,《中国政法大学学报》2021 年第 5 期,第 248 页。

④ 参见中国证券投资者保护基金有限责任公司:《证券投资者保护制度评价报告(2021)》, <http://www.sipf.com.cn/dcpj/tbzkpj/2021/05/13478.shtml>, 2021 年 10 月 14 日访问。

⑤ See IOSCO, Complaint Handling and Redress System for Retail Investors Final Report, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD670.pdf>, visited on 12 October 2021.

成合作机制。中国在金融稳定治理方面的成效更是受到国际货币基金组织(IMF)、世界银行、金融稳定理事会(FSB)等国际金融组织的肯定。此外,中欧均是证券监管国际标准的积极践行者与探索者,均是G20下设的金融稳定理事会、国际证监会组织的成员,中国与前身为欧洲经济合作组织的经济合作与发展组织(OECD)已建立合作关系近30年,而AIFMD乃至欧盟基金市场的不少规则均来自这些国际组织标准,中欧长期稳定的跨境证券监管合作与交流无疑为中国加入欧盟AIF市场、适配护照制度中所包含的上述国际组织的规则打好了提前量。

(三)我国应主动应对改革趋势

基金市场对外开放是一个双向的过程。虽然我国基金市场的“走出去”与“引进来”成果颇丰,但比较发达国家与部分发展中国家,基金市场整体国际化水平仍有不足。未来,我国应继续有序加快基金市场的整体开放,并在以下两方面作出适当调整与改变,以积极姿态应对欧盟乃至世界AIF市场的新一轮开放浪潮。

第一,加快完善我国AIF监管法律体系。完善的金融监管体系是防范系统性金融风险、保障基金市场跨境交易安全的基石,以AIFMD为代表的各国基金监管立法几乎都对域外加入的AIF管理人、AIF所属国或地区的监管水平有所要求,国内良好的市场监管法律体系已逐渐成为国际基金市场合作的前提。虽然我国立法中尚无AIF这一概念,但我国已有种类丰富的AIF产品在市场流通,包括私募股权基金、特殊资产另类投资基金、房地产信托投资基金(REITs)、保险另类投资基金产品等。但在立法层面,我国有关AIF的监管立法分散,缺乏较好的立法协调性与监管一致性,尚未在全国建成一套系统的AIF监管体系。以私募股权基金为例,虽然我国已基本形成了“证监会的行业行政监管+基金业协会的行业自律监管+发改委的政策监管+部分地方金融监督管理局的自发监管”^①的私募股权基金监管体系,但该体系尚不成熟,存在私募股权基金专门立法缺位、中央与地方监管分工不明确、统一监管完成度不高、相关法律概念模糊、国际化政策支持力度不足、跨境互认机制不完善、牌照管理混乱等不足之处。这些问题也同样见于我国其他AIF,一些新兴类型的AIF甚至存在“监管空白”的现象。未来,我国应加紧完善AIF监管法律体系,尽快修订《证券投资基金法》《证券法》《私募投资基金监督管理暂行办法》等法律法规,厘清AIF的法律本质和概念特征,明确AIF管理人的权责义务,确定中央与地方的监管权责划分,^②适时引入AIF统一金融牌照制

^① 参见裴亚洲:《从严监管中国私募股权基金:逻辑与路径》,《河北学刊》2020年第5期,第216页。

^② 参见冯辉:《地方金融的央地协同治理及其法治路径》,《法学家》2021年第5期,第85页。

度,统筹 AIF 监管的国内法治与国际法治。

第二,加强对加入以 AIFMD 单一护照制度为代表的基金护照制度的可行性研究,加紧跟踪欧盟乃至国际基金市场域外合作机制改革进程。当前我国尚未加入任何区域性或国际性的基金护照制度,我国不应自外于国际基金护照的建设:一方面,基金护照的互认互信机制直接作用于基金产品、基金管理人在区域内或经济体间跨境运作,有利于增加资本投资体量,丰富基金产品种类,盘活基金市场活力,促进我国基金市场高水平发展;另一方面,基金护照制度所具有的“统一监管”“市场准入”属性也在不断倒逼成员国监管水平的提升,有利于加强我国基金市场监管的跨境协作,进一步提升监管国际化水准,降低资本交易壁垒,推动国民待遇、最惠国待遇在基金市场领域的深化,促进人民币国际化进程。

基金护照是深化区域乃至国际金融合作、打造“一带一路”倡议沿线国家金融合作平台、促进资本跨境流动的一个高效工具。其不仅与我国资本、贸易、投资等领域的对外开放政策导向一致,也是我国基金市场不断成熟壮大、监管制度不断完善、国际化程度不断提高过程中必须关注的一个议题。例如,加入 AIFMD 单一护照有利于搭建中欧私募基金投融资渠道,为“一带一路”倡议下中欧经贸投资注入丰富的资本活力。加入亚洲区域基金护照、东盟共同投资计划等亚洲区域基金护照制度有利于促进区域金融融合,激发亚洲基础设施投资银行在亚洲基金市场的投融资平台功能,为 RCEP、CPTPP 等区域经贸制度提供更多的投融资渠道。基于此,我国应加紧对 QFII、RQFII、QDII 与欧盟 AIFMD 乃至其他国际基金护照制度规则衔接性的比较探析,加快我国基金市场国际化进程,促进全面金融开放。

Alternative Investment Fund Single Passport Regime: EU's Practice and China's Response

Abstract: The EU Single Passport Regime under the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) is an important tool to build the EU fund single market, mainly through opening up the EU alternative investment fund (AIF) market to non-EU countries and regions, as well as unifying the regulation of alternative investment fund managers (AIFM) and AIF throughout the EU. However, this legislative objective of AIFMD is yet to be achieved due to problems like loopholes in the rules, unsound interpretation mechanism and the resistance from some EU Member States. According to the revisions

and assessment on AIFMD issued by the EU authority, the EU plans to reform the Single Passport Regime of AIFMD in the future, especially solving issues such as the stagnant process of extending the AIF market to non-EU AIFM and non-EU AIF, the lack of regulatory authority of the European Securities and Markets Authority (ESMA), and the abuse of National Private Placement Regimes (NPPRs) in EU Member States. The reform plan on Single Passport Regime of AIFMD connects well with the process of opening up of China's fund market. The issue of joining the EU AIF market by way of holding an EU single passport of AIFMD by fund managers and fund is worth in-depth study.

Key words: EU single passport regime; alternative investment fund; Alternative Investment Fund Managers Directive

(责任编辑:肖军 钱静)