

## 美国私募股权基金监管制度改革 及对我国的借鉴

刘 桑\*

**摘要:**美国对私募股权基金监管得较为规范,在一定程度上促进了美国资本市场和美国经济的繁荣,但在金融危机中,美国私募股权基金也起到了一定的推波助澜的作用,金融危机之后,美国金融改革方案加强了对私募股权基金的监管。我国对私募股权基金的监管目前还存在一定的缺失,美国的经验可资借鉴。

**关键词:**私募股权基金 多德—弗兰克法  
监管

### 一、引言

私募股权基金(private equity fund, PE),亦有译为“私人股权基金”或者“私人权益基金”,并非一具备严格定义的法律名词,<sup>①</sup>理论和实务上对其定

---

\* 法学博士、上海证券交易所公司管理部高级经理。

① FSA, Discussion Paper 06/6 - Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement, [http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06\\_06.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06_06.pdf), 2010年6月22日访问。

义及范围也一直存在不同的观点。笔者认为,从其法律属性及其角色功能来看,私募股权基金为一种主要投资于私募股权市场的私募基金,故可以将其界定为一种以私募方式募集资金、由专业管理人管理并主要投资于私募股权市场的收益共享、风险共担的集合资金投资形式。总体上看,私募股权基金在资本市场上同时扮演着机构投资者、对接基金投资者和“融资者”(资金需求者)之间的金融中介以及另类投资产品等多重重要角色。

私募股权基金的商业模式,主要表现为通过对目标公司私募股权的投资,进一步地影响甚至参与被投资的目标公司决策,帮助目标公司提升价值,同时也使其股权投资的价值提高,并因而获利。根据企业发展阶段之不同,私募股权基金可以提供不同的资本对应其融资需求。一般而言,企业的发展阶段可以划分为种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期、Pre-IPO及Post-IPO等不同阶段,与之对应,私募股权基金则可以针对其不同阶段为其提供创投资本(venture capital)、发展资本(Development Capital)、夹层资本(mezzanine finance)、并购资本(buyout capital)、Pre-IPO之前的过桥资本(Bridge capital)、重振资本(Turnaround Capital)、重组资本(Restructure Capital)、危难公司重建资本(Distressed Restructuring Capital)等资本来源。根据私募股权基金对应的不同资本需求,可以将其划分为广义的私募股权基金和狭义的私募股权基金:前者涵括了投资于企业发展所有阶段的私募股权基金,包括创投基金(Venture Capital Fund)、成长基金(Growth-oriented Fund)、收购基金(Buyout fund)等;狭义的私募股权基金,则主要是指投资于创业投资后期的私募股权基金,限于对已经形成一定规模的,并产生稳定现金流的成熟企业进行投资,而其中成长基金、收购基金在基金规模上占最大的一部分。

私募股权基金最早源于1946年成立的美国研究和发展公司(American Research and Development Corporation,ARD),至今在长达半个多世纪的发展过程中,私募股权基金从无到有、从小到大,业已从第二次世界大战后期小规模且非正式的萌芽阶段逐渐发展成为全球资本市场上主流的金融市场组织形式之一,并以其方便灵活、投资领域独特的优势,将处于不同发展阶段的企业与多层次的资本市场对接起来,极

大地提高了资本市场的资源配置能力和风险分散能力。<sup>②</sup> 尤其是近年来,随着金融市场的全球化,私募股权基金作为一种重要的另类投资产品,已经成为养老基金等机构投资者和富有的自然人的重要投资组合之一,并在传统的创投基金和收购基金之外,通过选择不同的财务结构或者选定特定的投资对象,发展出不少特殊的投资策略、方法与丰富的投资类型。<sup>③</sup> 以美国为例,私募股权基金迅速成长为推动美国经济发展的“助推器”,如已经成长为全球大型企业的微软、雅虎、苹果、甲骨文、思科和 Google 等,都曾经获得私募股权基金的一路支持与培育。从我国的情况来看,我国私募股权基金的发展系起步于 1980 年代政府支持下的创投活动。1990 年代,私募股权基金开始尝试涉足我国资本市场,至目前,私募股权基金业已成为中国普通投资者耳熟能详的名词,并成为热到不能再热的概念和行业,不仅境外私募股权基金早已通过种种途径大举进入中国市场,本土的人民币私募股权基金亦异军突起,

---

<sup>②</sup> Fenn, George, Nellie Liang, and Stephen D. Prowse, “*The Economics of the Private Equity Market*”, Board of Governors of the Federal Reserves (U. S.) working paper, 1995. <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/168/ss168.pdf>, 2010 年 1 月 20 日访问。

<sup>③</sup> 例如,在创投基金、成长基金和收购基金等传统的私募股权基金类型之外,国内媒体报端以及学者论述中提及的私募股权基金类型还包括投资于夹层融资产品的夹层基金 (Mezzanine Capital)、Pre-IPO 基金、PIPE (private investment in public equity, PIPE) 基金以及为经营困难但仍然具有市场生存能力公司提供的重振基金 (Turnaround Capital)、为成熟企业提供重组资本的重组基金 (Restructure Fund)、针对破产企业或有危难公司的危难公司重建基金 (Distressed Restructuring Fund)、投资于收购不良债权 (Non Performance Loan, NPL) 的不良债权投资基金 (distressed debt funds)、投资于房地产的房地产基金 (Real Estate Investment Trusts, REITs) 等。需要说明的是,以上分类标准并非统一,亦不够严谨,如有的系根据提供的资本形式所作的分类 (如夹层基金,其仅是一种投资工具,并可以适用于多种企业发展阶段的基金投资),有的是根据投资的目标公司情况所作的分类 (如重振资本、重组基金、危难公司重建基金),有的是根据投资的标的所作的分类 (如不良债权投资基金、房地产基金),各种分类可能存在重合之处,充分体现了私募股权基金投资范围和领域的广泛性。相应地,私募股权基金除了进行创业投资、成长性股权投资以及并购交易等典型交易外,私募股权基金亦可以从事其他交易形态,如 Pre-IPO 和 PIPE 投资、收购不良资产 (NPL)、为困难企业重振提供重振资本、为成熟企业重组提供重组资本、为危难公司提供重建资本、投资于房地产等。有时私募股权基金基于分散风险之考虑,亦会投资成熟、获利平稳之公司,借由每年分配股利获取稳定投资利益,一般采取此种交易模式时,私募股权基金通常只是取得目标公司部分股权,且一般仅充当被动投资者,并不实际参与公司经营。

我国也已经发展成为亚洲乃至世界上最活跃的私募股权基金投资市场,媒体惊呼一股热度甚至超过了房地产的“全民PE热”正席卷神州大地——人们不仅看到私募股权基金支持的小肥羊、迪信通、分众传媒、蒙牛逐渐成长为身边熟悉的品牌以及私募股权基金投资蒙牛(创投)、无锡尚德(Pre-IPO)和深发展(收购)的投资神话,而且亦看到了私募股权基金的投资活动引发的种种争议和话题,如以“对赌条款”难倒了企业(例如,永乐电器为了防止“对赌条款”的执行而选择被同行业上市公司国美电器并购)、低价入股上市公司(如高盛入股美的电器)或者收购重量级国企和民族品牌(如凯雷收购徐工、高盛收购双汇)。

鉴于私募股权基金如前所述的角色功能及其无远弗届的投资领域,大力发展私募股权基金,对于促进我国实体经济及资本市场的发展均具有十分重要的意义。正如我国发展私募股权基金的积极推动者、前中国人民银行副行长吴晓灵所指出的,“我国现在正是企业成长与资本市场发展最重要的时期,也是对资本需求最为旺盛的时期。资本市场不缺乏构成99摄氏度的金融要素,只是缺乏让水沸腾的那1摄氏度,而这1摄氏度就是私募股权基金。”<sup>④</sup>尤其是在次贷危机引起的经济衰退大背景下,国务院常务会议于2008年12月3日公布的金融促进经济发展的九条政策措施中,即提出大力发展“股权投资基金”,释放了强烈的坚持以市场化方向发展我国私募股权基金的信号,对我国私募股权基金的发展具有重要的意义。目前,国家发改委仍在起草《股权投资基金管理办法》,而许多业界和学界人士亦在积极推动《证券投资基金法》修改为《投资基金法》,并试图将包括私募股权基金在内的私募形态基金纳入统一的法律和监管框架。但是围绕私募股权基金是否需要监管、如何监管,仍存在较大的争议。

考虑到从私募股权基金发展至今,美国一直为全球最大的私募股权基金投融资市场和私募股权基金发展最为成熟的国家,其私募股权基金发展及监管机制在全球亦最具有代表性,本文首先研究私募股权基金监管的理论和争议,并以美国法为核心,分别从其《联邦证券法》

<sup>④</sup> 吴晓灵:“发展私募股权基金需要研究的几个问题”,载《中国金融》2007年11期。

豁免条款下的私募股权基金监管机制以及次贷危机后私募股权基金监管机制的重要变革两个角度,对美国私募股权基金政府监管机制发展及其运作经验进行分析研究,在此基础上,研究我国私募股权基金监管机制现状及其存在的问题,并提出建立和规范我国私募股权基金的监管机制的路径选择以供立法者参考。

## 二、私募股权基金监管的理论基础

### (一) 私募股权基金监管的目标

监管的目标取决于监管的成因。一般而言,对于市场的监管,主要源于市场中存在垄断、外部性、不对称信息等情形导致市场机制“失灵”,为了弥补市场机制自我调节之不足,必须引入监管对其予以矫正,以提高经济效率和社会整体福利水平。证券市场监管之成因,亦在于保护投资者的利益和克服市场失灵之需要,而证券市场监管之目标,根据国际证监会组织(IOSCO)2003年5月公布的《证券监管的目标与原则( Objectives and Principles of Securities Regulation)》这一核心文件,主要包括“保护投资者(the protection of investors)”、“确保市场公平、有效和透明(Ensuring that markets are fair, efficient and transparent)”和“减少系统风险(The reduction of systemic risk)”三大目标。<sup>⑤</sup> 据此,证券市场监管机制之设计,亦必须服从这三个目标。笔者认为,私募股权基金监管的理论基础亦应构建于证券市场监管的整体架构之中,讨论私募股权基金的监管,分析私募股权基金监管的必要性及私募股权基金监管机制的具体设计,亦应从IOSCO所确定的三大基本目标出发。

考虑到私募股权基金作为一种向特定投资者私下募集、由专业管理人管理并主要投资于私募股权市场的集合资金投资形式,判断私募股权基金是否需要监管以及私募股权基金监管机制的具体设计,笔者

---

<sup>⑤</sup> International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation, <http://www.sc.com.my/eng/html/iaffairs/ioscoreport/ObjectivesPrinciples.pdf>, 2009年6月23日访问。

认为,应重点关注如下两个问题:第一,私募股权基金的投资者应获得与其风险承受能力相匹配的监管保护;第二,私募股权基金的监管应着力于避免证券市场的系统性风险。考虑到私募股权基金的私募特点,“确保市场公平、有效和透明”非其监管目标之所在。

### 1. 私募股权基金投资者的保护

投资者保护一直是证券市场监管的重要目标。从证券市场监管的起源来看,也正发轫于投资者利益受到严重损害而产生的保护投资者利益之需要(如英国南海公司案和法国的密西西比公司案)。SEC前主席 Authur Levitt 曾经指出,“一个证券市场可以没有证券交易所、没有证券商,但是不能没有投资者,当投资者渐渐流失于市场之外,即为市场危机的开始,国家亦丧失此最重要的国家资产”。<sup>⑥</sup> 正是因为保护投资者的重要性,IOSCO将“保护投资者”列为证券监管的三大目标之首,并强调始终将保护投资者利益放在首位,而我国《证券法》第1条亦开宗明义地强调,“保护投资者的合法权益”为规范目标之一。私募股权基金的投资者是否需要保护以及如何予以保护,亦是研究私募股权基金是否需要引入监管机制的重要前提。

2007年2月22日,由美国财政部部长、联储主席、SEC主席及商品期货交易委员会主席共同组成的美国总统辖下的金融工作小组(President's Working Group on Financial Markets, PWG),在其针对对冲基金等私募形态基金(Private pools of capital)发布的《私募资本管理的原则和方针》报告中,提出了十项管理原则与指引。<sup>⑦</sup> 其中,针对私募形态基金投资者保护问题列明了三条相关原则:(1)“私募基金仅对更

---

<sup>⑥</sup> Mr. Authur Levitt, *Investors Protection in the Age of Technology*, Salt Lake City, Utah, March 6, 1998, <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch205.txt>, 2009年8月1日访问。

<sup>⑦</sup> Agreement among PWG and U. S. Agency Principals on Principles and guidelines regarding private pools of capital, [http://www.treasury.gov/press/releases/reports/hp272\\_principles.pdf](http://www.treasury.gov/press/releases/reports/hp272_principles.pdf), 2010年8月2日访问。需要说明的是,尽管私募股权基金和对冲基金长期以来被视为完全不同的两个投资品种,但考虑到美国《联邦证券法》对二者的监管方式相似,同时,实务上这两种基金的投资模式正处于融合的过程中。因此,笔者认为,美国法律中有关对冲基金的监管研究亦完全可以适用于私募股权基金的监管研究中,因此,除非特别做出区分,本文将对冲基金及其监管的论述作为私募股权基金监管研究的一部分。

为成熟投资者而言是一项合适的投资。因为这些资金集合通常进行复杂、非流通和不透明的投资,投资策略并不完全进行披露,所以直接投资于该类基金的投资者必须具备识别、分析和承受这些风险的能力”;<sup>⑧</sup>(2)在投资者保护上,“私募基金的投资者还应获得准确、及时的历史及当前重大信息,使其足以对基金的策略、期限、条件和风险管理进行审慎调查,助其做出相应投资判断”;<sup>⑨</sup>(3)对于不成熟投资者可能通过持有养老金、FOF或其他类似资金集合投资工具而间接投资于私募基金的问题,最好的解决办法是强化管理这些资金集合机构的信托责任。根据这些信托责任及其相适用的法律法规,信托机构应为受益人的最佳利益而行事。他们对于其投资决定是否符合审慎和最佳实践标准承担持续的合理谨慎义务。<sup>⑩</sup>

以国外成熟的欧美私募股权市场投资者结构来看,政府主导的公共养老金(Public Pension Funds)和公司养老基金(Corporate Pension Funds)约占私募股权基金投资余额之40%,捐赠基金和基金会(Endowments and Foundations)、银行控股公司(Bank Holding Companies)、富裕的家族及个人(Wealthy Families and Individuals)等主要市场主体分别约占私募股权基金投资余额的10%,<sup>⑪</sup>而私募股权基金FOF(Fund of Funds)则约控制了全球私募股权基金整体资产的38%。<sup>⑫</sup>笔者认为,考虑到私募股权基金的投资者具有如下特点,私募股权基金的投资者并非法律需要采取特别监管措施予以保护的主体:第一,私募股权基金主要是面对少数富裕自然人和机构投资者等特定投资者私下募集,而非吸收一般社会公众投资者的公众资金。这些特

<sup>⑧</sup> Agreement among PWG and U. S. Agency Principals on Principles and guidelines regarding private pools of capital, pp. 1 - 2.

<sup>⑨</sup> Agreement among PWG and U. S. Agency Principals on Principles and guidelines regarding private pools of capital, p. 2.

<sup>⑩</sup> Agreement among PWG and U. S. Agency Principals on Principles and guidelines regarding private pools of capital, pp. 2 - 3.

<sup>⑪</sup> 叶淑玲:“私募股权市场投资与对市场之影响——以全球市场发展及日本政府之因应为中心”,<http://sfh.fscgy.gov.tw/reference/magazine/9606/ssl.pdf>, 2009年6月23日访问。

<sup>⑫</sup> 周炜:《解读私募股权基金》,机械工业出版社2008年版,第93页。

定投资者具有风险识别能力、损失承担能力和自我保护能力(如其仅将一定比例的资产投资于私募股权基金,且其在投资时可以将投资金额分散至多支基金进行投资等);第二,私募股权基金的投资者与基金管理人在私募股权基金契约关系中的缔约地位基本平等,足以保证其可以通过与基金管理人的个别协商从而保护其权益不受损害;第三,在私募股权基金运作过程中,利用市场机制,通过私募股权基金投资协议以及其他的私募股权基金内部治理机制的相关制度安排,如基金管理人的激励和约束机制、声誉机制等,足以对基金管理人的行为形成有效的市场约束,从而基本可以保证其基金投资者的利益不受损害。综上,私募股权基金投资者之保护单纯地依靠当事人自治即为已足。因此,从保护投资者角度对于私募股权基金的监管,主要是通过建立合格投资者制度确定私募股权基金可接受的投资者类型、数量和条件,并确保私募股权基金的募集方式、对象符合法律规定的豁免条件,从而避免私募股权基金的风险向公众投资者扩散。

## 2. 私募股权基金的系统性风险

所谓系统性风险,根据美国前述总统金融工作小组于2007年2月22日公布的《私募资本管理的原则和方针》,系指因个别或数个机构的损失而危及广大金融体系的稳定。<sup>13</sup>在私募股权基金发展的早期阶段,私募股权基金对于资本市场还未构成重大影响,因此几乎不存在引发系统性风险的可能性。这主要取决于如下因素:第一,受私募股权基金的豁免基金本质决定,其投资者限定于具有风险识别能力、损失承担能力和自我保护能力的特定群体,即使遭受损失,亦不会产生严重后果;第二,私募股权基金的投资期限较长,多为中期或是长期的投资,不会对短期的市场构成冲击;第三,私募股权基金的获利取决于目标公司的价值提升,其发展对社会具有正面贡献,如创投基金和成长基金可以支持企业的成长壮大,而并购基金则对于促进改善公司治理具有积极作用;第四,早期私募股权基金的规模较小,且不依赖于大规模的杠杆融资。

---

<sup>13</sup> International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, p. 3.

但是,20世纪90年代对冲基金对各国货币和金融市场的冲击,尤其是由对冲基金引发的亚洲金融危机(George Soros旗下基金被视为造成东南亚金融危机的祸首之一)和对冲基金管理公司Long-Term Capital Management(LTCM)的崩溃,使各国政府部门开始意识到私募股权基金、对冲基金等非注册的私募投资机构有可能引发较严重的系统性风险并造成危及全球金融市场的连锁反应。<sup>⑭</sup>进入21世纪之后,全球私募股权基金募集资金和投资规模迅猛增加,尤其是在欧美收购基金占据了私募股权基金的主要部分,且其高度运用杠杆而未能得到有效监控,加之杠杆收购被认为系“不讲道德”的商业模式引发了广泛的社会争议,私募股权基金的行业形象严重“丑化”,其负面影响日渐突出,从而使得市场监管者疑虑包括对冲基金和私募股权基金在内的私募形态基金有可能引发金融市场的系统性风险并将杠杆风险最终传递到实体产业。<sup>⑮</sup>因此,对私募股权基金的监管渐有加强的趋势。

在此背景下,英国金融服务管理局(Financial Service Authority, FSA)于2006年11月发布了一份名为《私募股权:风险及监管介入的讨论(Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement)》的报告,详尽阐述了私募股权基金所面临及所可能引发之风险及FSA所拟采取之因应之道。<sup>⑯</sup>该报告第1.7条指出,“寻求最佳监管机制的方式是明确私募股权市场可能带来的风险。”<sup>⑰</sup>随后,报告以表格形式在第1.14条列明了私募股权基金行业存在的七大风险及相对应的监管对策,包括过度融资(Excessive leverage)、风险承担者不明(Unclear

<sup>⑭</sup> Troy A. Paredes, Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of Securities Regulation, Washington University School of Law Faculty Working Papers, <http://law.wustl.edu/Faculty/index.asp?ID=655>, 2010年5月6日访问。

<sup>⑮</sup> 一般认为,在高杠杆率下运行的私募股权基金,一旦难以支付到期债务或者银行开始紧缩银根,将面临破产清算的危险,从而给债权人和股东带来损失,而债权人的损失又会引起债权人之债权人和股东的损失,并将风险由此传递出去,从而可能引发连锁反应形成系统风险并影响金融稳定。杠杆化率越高,风险传染的可能性越大,速度也越快。

<sup>⑯</sup> FSA, Discussion Paper 06/6 - Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement, 参见网页 [http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06\\_06.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06_06.pdf), 2009年6月22日访问。

<sup>⑰</sup> FSA, Discussion Paper 06/6 - Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement, p. 5.

ownership of economic risk)、降低资本市场整体效率(Reduction in overall capital market efficiency)、市场滥用(Market abuse)、利益冲突(Conflicts of interest)、市场进入限制(Market access constraints)、市场信息不透明(Market opacity)等。<sup>⑭</sup>在对以上风险因素充分阐释之后,FSA认为,鉴于目前私募股权市场仍是针对专业投资者(professional investors)的批发市场(a wholesale market),因此,除非一般的散户投资者开始投资于私募股权基金等投资工具,否则,并无考虑提高针对私募股权基金的信息披露要求之必要。<sup>⑮</sup>

在美国,围绕私募股权基金的行业风险和系统性风险亦存在较大争议。尽管有学者认为,对冲基金和私募股权基金能够为金融市场增加流动性,甚至在金融危机爆发下,可以作为“减震器”并在危机中起到稳定金融市场的作用。<sup>⑯</sup>但是,由于未受到类似于公募共同基金的公开市场信息披露监管,始终使得美国金融市场监管者和学者担忧规模迅猛膨胀的私募股权基金和对冲基金可能对金融市场带来系统性风险。<sup>⑰</sup>然而,尽管对于可能出现的系统性风险充满疑虑,在次贷危机以前,美国对于私募股权基金监管机制的选择仍然强调自律监管的基本原则,只是在2008年次贷危机爆发后,贝尔斯登旗下两支对冲基金的

---

<sup>⑭</sup> 在上述报告公布后,FSA还收集了私募股权市场对于该报告的各项反馈意见,加以整理公布。在新的报告中,FSA就上述七项私募股权基金行业的风险进行了级别划分,将“市场滥用”和“利益冲突”划分为“高”风险等级,将“过度杠杆融资”和“风险承担者不明”划分为“中高”风险等级,将“市场进入限制”和“市场不透明”划分为“中低”风险等级,而将“降低整体资本市场效率”划分为“低”风险等级。FSA, Discussion Paper 07/03, Feedback on DPO6/6,第9页,http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs07\_03.pdf,2009年6月15日访问。

<sup>⑮</sup> Troy A. Paredes, Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of Securities Regulation, Washington University School of Law Faculty Working Papers, p. 9.

<sup>⑯</sup> John G. Gaine, President, *Managed Funds Association*, *Comments of Managed Funds Association for the U. S. Securities & Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds*, May 2003, 参见网页 <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-mfa.htm>, 2010年8月29日访问。

<sup>⑰</sup> Nicholas T. Chanetal, System risk and hedge fund, *MIT Sloan Research Paper No. 4535-05*, 参见网页 <http://ssrn.com/abstract=671443>, 2010年5月20日最后访问。

崩盘成为本次金融危机最早的征兆并成为人们讨论和关注的焦点,<sup>②</sup>因此,防范私募股权基金等私募形态基金的系统性风险遂成为在欧美国家不断加强对私募股权基金的监管的主要理由。

发展私募股权基金是否可能会引起系统性风险而危及资本市场和金融体系的稳定?笔者认为,私募股权基金作为一种高风险、高回报的另类投资,有其特有的市场风险自无疑义,但是,有关私募股权基金会引起系统性风险而危及资本市场和金融体系的稳定,尚需进一步有力的数据支持,亦并不排除其间可能存在对私募股权基金的误读之嫌:第一,私募股权基金一般不会如同对冲基金使用复杂的金融工具,且私募股权基金与金融系统亦并非紧密相联。私募股权基金绝大多数的投资活动都系以基金自身资金进行,通常亦仅在杠杆收购中运用债务资本,而作为债务资本提供方的商业银行和债券购买者也会充分认识到交易的风险性,一般要求被收购之目标公司的未来现金流及相关资产作为有关债务的抵押。因此,在适度控制杠杆率运用的情况下,单纯由私募股权基金引发系统性风险的可能性不大;第二,私募股权基金仅是各机构投资者用来分散风险的投资组合之一,机构投资者用于投资私募股权基金的资金本身即是长期性的且并无很大的即期偿付需求,而且机构投资者投资于私募股权基金的配置资本一般只占其总资本比例的较小部分,且其投资于私募股权基金本身亦有通过适当的分散投资以分散私募股权市场投资风险的要求(例如,FOF即为了满足特定投资者的风险偏好而生),因此,即使私募股权基金投资者单一投资的失败,亦不会因此使其陷入绝境;第三,媒体和公众对于收购基金杠杆交易“不讲道德”的批评以及其他对于私募股权基金形象的负面认识,并不能将其与私募股权基金会引起系统性市场风险画上等号。本质上,私募股权基金作为一种向特定投资者私下募集、由专业管理人管理并投

---

<sup>②</sup> Kate Kelly, Lost opportunities Haunt Final Days of Bear Sterns, Wall St. J., 参见网页 <http://online.wsj.com/article/SB121184521826521301.html>, 2010年8月27日最后访问。亦有研究表明对冲基金及其监管机制并非是造成金融危机的主要原因。Financial Stability Forum, Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, 参见网页 [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf), 2010年8月26日访问。

资于私募股权市场的集合资金投资形式,其本身是市场中性的,究竟属于价值的吞噬者抑或价值的创造者,端视论者所持立场而定;第四,不容忽视的是,私募股权基金的活动(或者考虑到私募股权基金与对冲基金之分野的日渐融合趋势,将其界定为私募股权投资活动也可)常被误解甚至与对冲基金划上等号,而20世纪90年代对冲基金对各国货币和金融市场的冲击仍令人记忆犹新,从而使得对冲基金不太好的名声拖累了私募股权基金,例如,最新的例证是刚刚过去的次贷危机,人们又一次重演了将错误归咎于对冲基金等私募形态基金及其监管机制。

## (二) 私募股权基金监管理念的演变

如上,判断私募股权基金是否需要监管以及私募股权基金监管机制的具体设计,主要应围绕如下两个目标进行:一是如何保护私募股权基金投资者,二是如何防范私募股权基金引起的系统性风险。

总体来看,在次贷危机之前,考虑到私募股权基金投资者的特殊性,且其负的外部性尚不明显,各国对于私募股权基金均采用较为宽松的监管立场,在监管机制的选择上,主要强调的是自律监管的基本原则,依赖于私募股权基金市场的参与者通过市场自律机制(Market Discipline)予以规范,而很少借助于政府监管(Government Regulation)。政府亦认为市场自律才是私募形态基金最佳的管理方式,例如,前述美国总统金融工作小组《私募资本管理的原则和方针》中即指出,根据其对市场的一贯的认识,“在市场经济体中,风险自负的市场自律是原则,而政府监管则是例外”;<sup>②③</sup>并在总原则部分提出“市场自律是处理私募基金造成系统性风险的最有效方式,为此监管者应当善用目前对债权人(creditors)、交易对手方(counterparties)、投资者(investors)及托管机构(fiduciaries)的管理权限,来强化私募资金的市场自律。市场自律搭配上只允许专业投资者方能直接投资私募基金的限制政策,则能达到最有效保护投资者的目的”。<sup>②④</sup>该报告进而指出了市场自律机制的

---

<sup>②③</sup> International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, p. 1.

<sup>②④</sup> International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, p. 1.

主要内容,具体包括:(1)主要的债权人和交易对手方必须投入资源,并维持适当的原则、程序及协议以界定、执行和持续性地提升最优的风险管理策略。这些原则、程序及协议必须能够说明关于私募基金的信息是如何能够影响保证金、抵押物和其他信用条款以及相对方风险管理的其他方面;<sup>⑤</sup>(2)私募基金的投资者应当谨慎评估私募基金的经营策略和风险管理能力,以保证基金风险敞口能够与其自身的风险偏好相适应;<sup>⑥</sup>(3)私募基金的经理人应当有良好的信息获取、价值评估及风险管理系统,以符合行业标准,并能在适当的频率、深度及广度下,对债权人、交易相对方及投资者提供准确的信息。<sup>⑦</sup>

以美国为例,直至次贷危机之前,美国并未颁布特别的法规对私募股权基金进行监管。在实务中,私募股权基金均系依据联邦证券法的豁免条款运作,其1930~1940年制定的一系列联邦证券法律中,则一直包含有可适用于私募形态基金的豁免条款——以其监管立场观之,私募股权基金既已遵循相关法规豁免条款规定之约束,则另无严格规范和监管的理由;即使在私募股权基金的发展早期,政府为了引导风险投资基金的发展而专门设立小企业管理局(Small Business Administration, SBA)来管理私募股权基金,但其更多的系给予政策支持和引导而非直接的政府监管。需要澄清的是,利用豁免条款运作,仅是豁免联邦证券法的主要监管要求,既不是意味着私募股权基金完全不受监管(例如,私募股权基金仍然必须遵守1934年《证券交易法》有关反欺诈条款的规定),也不是私募股权基金自动寻求的生存策略或恶意利用监管漏洞。这也可以解释美国《联邦证券法》对于私募股权基金投资者的保护,系通过《联邦证券法》建立合格投资者制度,以确保私募股权基金的募集方式和募集对象符合法律规定的豁免条件,从而避免私募股权基金的风险向公众投资者扩散。

<sup>⑤</sup> International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation, pp. 3-4.

<sup>⑥</sup> International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation, p. 4.

<sup>⑦</sup> International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation, p. 5.

在美国私募股权基金的自律监管机制中,全美创业投资协会(National Venture Capital Association, NVCA)、美国私募股权投资协会(Private Equity Council, PEC)等行业自律机构发挥了重要的作用,越来越多的私募股权基金为了提高声誉和自身形象而加入有声望的行业自律组织中。欧洲国家亦非常重视私募股权基金行业自律机构的自律监管,以欧洲私募股权基金业最发达的英国为例,英国私人股本和风险资本协会(British Private Equity & Venture Capital Association, BVCA)即是相当成熟的行业自律组织。各国的私募股权基金行业自律机构通过不断制定和完善行业标准、行为准则,以有效的行业自律促进私募股权基金行业健康发展。<sup>②</sup>例如,以 NVCA 为例,其制定了一整套风险投资示范合同文本(“The NVCA Model Venture Capital Financing Documents”),以反映当前创业投资操作的“最佳实践”(best practices),引导形成行业标准(industry norms),预测和消除法律陷阱,降低交易成本和时间;<sup>③</sup>又如,美国 PEC 的成员中包括了黑石和凯雷等 12 家最大的私募投资基金,其还通过发布涉及美国经济竞争力和私募股权基金行业发展的研究报告,推动行业的发展<sup>④</sup>;再如,英国 BVCA 在 2007 年 11 月发布了由 Sir David Walker 领导的团队起草的《私募股权基金信息披露和透明度指南(Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity)》,该指南系在对私募股权基金的信息披露和透明度是否足够(the adequacy of disclosure and transparency)进行独立评估的基础上,提出私募股权基金信息披露的指导原则,并对信息披露主体和披露内容

---

<sup>②</sup> 中国人民银行上海总部国际金融市场分析小组:《二〇〇七年国际金融市场报告》,第 70 页, [www. pbc. gov. cn/zhengwugongkai/tongjiyubaogao/jinrongshichangfazhanbaogao/guojijinrongshic hangbaogao. asp](http://www.pbc.gov.cn/zhengwugongkai/tongjiyubaogao/jinrongshichangfazhanbaogao/guojijinrongshic hangbaogao. asp), 2008 年 7 月 5 日访问。

<sup>③</sup> 参见 NVCA 网站, [http://www. nvca. org/index. php?option = com\\_content&view = article&id = 108 ; model = legal - documents&catid = 43 ; resources&Itemid = 136](http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=108:model=legal-documents&catid=43:resources&Itemid=136), 2010 年 6 月 17 日访问。

<sup>④</sup> PEC, Strengthening U. S. Competitiveness in the Global Economy, [http://www. privateequitycouncil. org/wordpress/wp - content/uploads/pec\\_wp\\_strengthening\\_120908a. pdf](http://www.privateequitycouncil.org/wordpress/wp-content/uploads/pec_wp_strengthening_120908a.pdf), 2010 年 4 月 12 日访问。

做出明确规定,供行业在自愿的基础上予以遵守。<sup>④</sup>

次贷危机爆发后,以防范私募股权基金的系统性风险作为主要目的,欧美国家对私募股权基金的政府监管有不断加强的趋势。如美国奥巴马政府推进的金融监管制度改革立法等(详见后文论述);英国 FSA 也一直在关注私募股权基金的负面影响(参见前文 FSA 报告)”;再如,欧洲议会亦于 2010 年 5 月 17 日通过了关于对冲基金和私募股权基金的新规定,要求私募股权基金必须在欧洲有关部门注册,并对其使用的杠杆比例予以限制。<sup>⑤</sup> 尽管目前关于私募股权基金的监管机制已经发生了深刻的变化,但是,立法者和监管者仍在小心翼翼地寻找私募股权基金监管机制中市场自律和政府监管之间的界限。例如,英国 FSA 即指出其起草《私募股权:风险及监管介入的讨论》报告之目的即在于解决“私人股权监管介入的合理范围和形式是什么”,并指出,“任何不合理的监管要求都可能损害资本市场的竞争力并应极力避免。太多的监管将使得私募股权基金行业向监管宽松的区域转移,而过度宽松监管将损害市场信心”。<sup>⑥</sup> 在美国,学者 Paredes 教授亦指出:一方面,尽管市场自律可能出现崩溃的情况,但 SEC 作为监管机构并不拘泥于对投资者如何能够实现自我保护进行细致研究,而是着眼于合格投资者在信托关系中的权利保护,并以之作为投资者自我保护的可接受形式;<sup>⑦</sup>另一方面,尽管在 SEC 干预的正当时点与非正当时点之间并

<sup>④</sup> 该指南规定,私募股权基金及其所投资企业均为需披露主体,并具体规定了所投资企业(目标公司)需披露内容、所投资企业公布财务报告的形式和时间、私募股权基金的披露要求、私募股权基金对有限合伙人报告的要求、私募股权基金在发生重大策略变更时的责任、私募股权基金向行业协会进行的数据报告等。参见 The Walker Guidelines Monitoring Group (GMG) 网站, [http://walker-gmg.co.uk/sites/10051/files/wwg\\_report\\_final.pdf](http://walker-gmg.co.uk/sites/10051/files/wwg_report_final.pdf), 2010 年 6 月 17 日访问。

<sup>⑤</sup> Hedge funds: MEPs call for less speculation and more transparency, [http://www.europarl.europa.eu/news/expert/infopress\\_page/042-74646-137-05-21-907-20100517IPR74645-17-05-2010-2010-false/default\\_en.htm](http://www.europarl.europa.eu/news/expert/infopress_page/042-74646-137-05-21-907-20100517IPR74645-17-05-2010-2010-false/default_en.htm), 2010 年 8 月 2 日访问。

<sup>⑥</sup> FSA, Discussion Paper 06/6 - Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement, p. 5.

<sup>⑦</sup> Troy A. Paredes, On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC's Regulatory Philosophy, Style, and Mission, Washington University School of Law Faculty Working Papers, PAPER NO. 06-03-02, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=893190](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=893190), 2010 年 5 月 12 日访问。

不认为存在可区分的明显界限,但值得强调的是,限制 SEC 的监管以维护市场自律的边界仍根深蒂固地存在于联邦证券监管和一些长期被接受的监管机制中。<sup>⑤</sup> Paredes 教授还在其论述中进一步提醒了有关过于强调监管而导致的监管成本问题,称“监管者、公众和媒体通常对于欺诈和投资者的损失有过度的担心,而对于投资者保护过度所带来的经济成本却相对较为不敏感。这并非指监管的成本不值一提,而仅仅是说这些成本通常没有得到他们应有的关注。这种情况常常发生在一系列丑闻风波发生的时候,如安然事件等。因此,监管者对于监管行为成本和收益的判断会出现向避免某一特定明显损害偏斜的情况。实践中,这常常意味着更多的投资者保护,但事实上也许是在以牺牲资本形成作为代价而对投资者予以过度的保护”。<sup>⑥</sup>

综上,笔者认为,在研究私募股权基金监管问题时,必须时刻保持警醒,防范政府监管过度,以保证私募股权基金行业的积极因素不受到政府过度监管的不当压制,并应考虑充分发挥自律监管的积极性,引导提高私募股权基金行业的自律水平。

### 三、美国私募股权基金监管机制的发展及其运作经验

从美国的经验来看,在次贷危机发生之前,通过《联邦证券法》的各种豁免条款,豁免了私募股权基金及其基金经理的注册及披露义务,从而间接实现了对于私募股权基金经理及投资者的监管,而对于私募股权基金的投资活动则无限制性规定,实际上是从“监管基金经理(包括对于投资顾问公司和自然人投资顾问的监管)”和“监管基金投资者”的角度构建了对于私募股权基金的监管机制。次贷危机发生后,美国通过制定新的金融监管法律,对于《联邦证券法》的原有豁免条款进行了一定调整,通过强化对于私募股权基金投资顾问的注册要求、私

---

<sup>⑤</sup> Troy A. Paredes, *Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of Securities Regulation*, Washington University School of Law Faculty Working Papers.

<sup>⑥</sup> Troy A. Paredes, *Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of Securities Regulation*, Washington University School of Law Faculty Working Papers.

募股权基金的披露及检查的要求、对“合格投资者”的标准进行了调整以及限制银行机构投资于私募股权基金等规定,将私募股权基金纳入了严格监管的大架构之下,在强化了原有“监管基金经理”和“监管基金投资者”的监管机制的基础上,亦在“实质性直接监管基金活动”增加了新的监管要求。

### (一)《联邦证券法》豁免条款下的私募股权基金监管机制

1929年股市大崩盘以来,美国先后制定了1933年《证券法》(Securities Act of 1933)《主要监管公开发行》、1934年《证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)《对公众公司的持续信息披露及其他要求》、1940年《投资公司法》(Investment Company Act of 1940)《监管公募基金》和《投资顾问法》(Investment Advisers Act of 1940)《监管投资顾问》等联邦证券法规,强调以充分披露(Disclosure)为核心的监管理念,并以注册(Registration)为最主要监管手段。这一监管逻辑实源于美国最高院大法官 Louis D. Brandeis 提出的“阳光是最好的消毒剂(Sunlight is the best disinfectant)”这一联邦证券监管颠扑不破的理念。易言之,联邦证券法通过注册制度和强制性信息披露制度,要求证券发行人必须向投资者提供足够信息,防止在销售证券时有不正确之表达、隐匿或欺诈等不法行为,从而为投资者而非政府提供借以评估其投资价值的充分机会。此外,立法者亦认为,对于有能力在市场上取得足够信息,或者是具备某些条件使其在投资时较之一般投资者有比较优势地位之特殊投资者,毋需政府介入保护,因此,针对某些特定的公司、交易以及证券规定一些豁免(Exemption)条款使其能够免除注册和负担较轻的披露义务。尽管美国并无专门针对私募股权基金成立、运作及交易活动的法律,但是,由于私募股权基金大多是私下募集,且其投资者主要是拥有足够行业知识和技能的机构投资者和富有的个人,因此私募股权基金大多能符合《联邦证券法》规定的豁免条件,而实务上,私募股权基金亦充分援引《联邦证券法》的各种豁免条款免除了注册及披露义务,并在很大程度上游离于联邦证券监管体系之外。总体来看,此一阶段,美国对于私募股权基金的监管较为宽松,但是,宽松并非意味着私募股权基金不受监管,其仍须遵守1934年《证券交易法》反欺诈条款(the antifraud provisions)及各州相关证券法律的规范。某种

意义上,正是美国等成熟市场国家此一阶段对于私募股权基金的宽松监管,才造就了私募股权基金市场的活跃和繁荣。<sup>⑳</sup>

### 1. 1940年《投资公司法》

依据1940年《投资公司法》,设立于美国的投资公司(investment company)依法须向SEC注册并接受监管。所谓“投资公司”,系指发行证券筹措资金以投资、再投资或交易证券为主要业务之公司,且所投资证券之数额与投资公司之资产(不含政府债券和现金部分)比例须达40%以上。“投资公司”涵盖了各种公众集合投资形式(最典型者为共同基金),虽然私募股权基金亦符合“投资公司”的法律定义,但其通常会援引《投资公司法》中第3(c)1、3(c)7条之规定,寻求豁免向SEC注册并承担该法规定的有关披露义务。第3(c)1条及第3(c)7条等豁免条款的立法目的亦在于该类证券的募集与发行属私下且局限于少数人,并未对联邦利益(federal interest)造成影响,而且投资者通常为机构投资者和富裕自然人,其承受风险的能力远高于一般投资者而无须《投资公司法》的保护。具体而言:

第3(c)1条规定,“认购投资公司发行证券的投资者少于100人,且该证券非公开发行(public offering)者”,即不需向SEC登记注册为投资公司(也被称为“the 100 - investor limitation”)。一般来说,公司等机构投资者被计算为1位投资者。如果公司投资者是登记的投资公司,或者依据第3(c)1、3(c)7条设立的投资公司,持有第3(c)1条基金10%或以上权益的,则在计算人数时应按照“穿透原则(look-through)”具体计算公司背后的每一个实际投资者。此外,依据第3(c)1条豁免注册的私募股权基金不能进行公开募集,且需要遵循《联邦证券法》有关私募发行证券的相关规定。<sup>㉑</sup>

第3(c)7条规定,“认购投资公司发行证券的投资者若在获得这些证券时,属于合格投资者(qualified purchaser),且该证券非公开发行”之规定,也不需向SEC登记注册为投资公司。《投资公司法》有关

<sup>⑳</sup> 中国人民银行上海总部国际金融市场分析小组:《二〇〇七年国际金融市场报告》,第70页。

<sup>㉑</sup> 参见 <http://www.law.uc.edu/CCL/InvCoAct/sec3.html>, 2010年7月22日访问。

“合格投资者”的定义为:(1)任一自然人拥有至少 500 万美元的投资;(2)任一家族拥有至少 500 万美元的投资;(3)任何非以取得第 3(c)7 条所指基金而成立的信托事业之受托人;(4)任何人为自己或为其他符合资格投资者管理账户的投资规模超过 2500 万美元。与第 3(c)1 条不同,如果公司投资者是登记的投资公司,或者依据第 3(c)1、3(c)7 条设立的投资公司,持有第 3(c)7 条基金 10% 或以上权益的,不需要按照“穿透原则”计算公司背后的每一个实际投资者。<sup>③</sup>

## 2. 1933 年《证券法》

为了确保证券交易相关信息披露的完整及公平性 (full and fair disclosure),《证券法》要求采取公开发行的有价证券须向证券交易委员会 (SEC) 注册登记,且必须提供公开说明书 (prospectus) 予投资者,除非存在可兹引用的注册豁免。私募股权基金常常利用《证券法》第 4 (2) 条对私募发行之豁免 (the private offering exemption)<sup>④</sup>,配合同法 Regulation D 中 Rule 506 建立的“安全港”规则 (safe harbor) 来回避注册义务等相关规定。

Rule 506 对于私募股权基金的规范,最重要的两项要求是:第一,“应募人少于 35 人或募集对象仅限于‘合格投资者 (accredited investors)’”;第二,依据 Rule 506 规定主张私募发行豁免的发行人或其代理人,在要约发行或出售其证券时,不得使用一般性劝诱 (solicitation) 或公开广告 (general advertising) 的方式,不得对一般投资大众或不特定投资者进行任何形式之宣传。

至于投资者是否属于“合格投资者”,则以投资者所持之净财富水平与所得水平而论,具体包括:(1)自然人:财产净值 (net worth) 或夫妻联合财产净值 (joint worth) 达 100 万美元,或最近两年收入 (income) 达 20 万美元 (夫妻联合收入达 30 万美元以上),且投资当年可合理预期年收入达上述标准;对冲基金董事、经理人或合伙人 (directors, officers or general partners of the hedge fund); (2) 机构投资者 (institutional investors): 银行 (banks)、存贷款机构 (savings and loan associations)、证

<sup>③</sup> 参见 <http://www.law.uc.edu/CCL/InvCoAct/sec3.html>, 2010 年 7 月 22 日访问。

<sup>④</sup> 参见 <http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/sec4.html>, 2010 年 7 月 4 日访问。

券经纪商(registered brokers, dealers)、投资公司(investment companies)、注册之小投资公司(licensed small business investment companies)、资产超过500万美元的一般公司(corporations)、合伙公司(partnerships)、有限公司(limited liability companies)、企业信托(business trusts)及员工退休信托(employee benefit plans and trusts)。尽管“合格投资者”之标准设定于1982年,但是,直至次贷危机前,SEC仍认为,上述标准较好地实现了投资者保护(investor protection)和资本筹集需要(capital formation needs)之间的平衡,并无必要改变。<sup>④</sup>

### 3. 1940年《投资顾问法》

根据《投资顾问法》,所谓“投资顾问(Investment Advisor)”系指“为收取报酬,直接或间接以书面方式,从事对他人提供有关证券价值或其投资买卖建议之业务,或为收取报酬,发行有关证券之分析或报告,并以之为其部分经常性业务之人”。原则上,任何投资顾问若拥有15位以上之客户且管理之资产净值超过3千万美元者,即必须就其业务向SEC注册为投资顾问并接受其监管。私募股权基金就其对于有限合伙人进行募集或是对其投资之公司进行建议等行为,亦符合该法所规定之范围。但是在大多数的情形下,私募股权基金投资顾问都能够通过援引“少于十五名客户之豁免(fewer than fifteen clients exemption)”的规定获得豁免,只要该投资顾问“在过去12个月之期间内仅有少于15个客户(client),且并未对一般投资者提供顾问服务,亦未担任已向SEC注册投资公司的投资顾问”即可被视为私人顾问(Private Advisor)而豁免注册义务。此外,《投资顾问法》第203(b)(3)条允许投资顾问将法人组织(legal organization),如对冲基金等视为单一客户,因此,几乎所有私募股权基金之投资顾问都可以援引此条款而规避注册义务<sup>⑤</sup>。但是,尽管可以豁免注册,私募股权基金的投资顾问仍必须遵守《投资顾问法》若干对投资顾问之实质规范,如禁止诈欺之规定。

<sup>④</sup> SEC, Implications of the Growth of Hedge Funds, Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, 参见 <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>, 2010年8月6日访问。

<sup>⑤</sup> 参见 [http://www.law.uc.edu/CCL/InvAdvRls/rule203\(b\)\(3\)-1.html](http://www.law.uc.edu/CCL/InvAdvRls/rule203(b)(3)-1.html), 2010年8月4日访问。

#### 4. 1934年《证券交易法》等其他法律

依据《证券交易法》第12(g)条与Rule 12g-1的规定,发行人的证券持有人达500人,且最近一会计年度资产超过1000万美元,则需遵守该法第13、14、16条定期报告、委托书以及内部人申报及短线交易规定;然而私募股权基金为回避此类义务及责任,多将投资者限定在不超过499人。此外,私募股权基金仍然必须遵守《证券交易法》有关反欺诈条款的规定。

此外,尽管虽然依据联邦证券法规,私募股权基金几乎在实践中可以免于承担披露义务,但是,由于其他法案对于特定机构投资者的披露有所要求,则使得私募股权基金在某种程度上仍然需要负担披露义务或者受相关规范约束。例如,以1974年《雇员退休收入保障法案(Employee Retirement Income Security Act of 1974, ERISA)》为例,该法要求受托人严格履行“审慎人原则(Prudent Man Rule)”,对吸收养老金投资的私募股权基金做出了资质和间接的监管要求,比如,要求此类基金管理人承担较高的受托义务。因此,接受养老金投资的私募股权基金亦受到ERISA及相关法律的管辖,而为了合理规避监管,不少基金管理人将受到ERISA监管的投资者单列为一类并为之设置专门的投资结构。值得注意的是,2009年1月27日,美国Michael N. Castle和Michael E. Capuano两位众议员向众议院提交法案,要求养老金计划披露投资情况,尤其要求“待遇确定型养老金计划”披露其投资的私募基金名称,以及在各基金中相应的投资数额。<sup>④</sup>

#### (二)次贷危机后私募股权基金监管机制的重要变革

2008年次贷危机发生后,大众质疑华尔街的贪婪与华盛顿的无能是危机的始作俑者。为了尽快逃离次贷危机的深渊,美国政府先后提出了三份美国金融监管体系史上史无前例的金融监管改革方案,美国国会参众两院最终分别通过了长达千余页的最终版本法案,并由奥巴马总统于2010年7月21日签署了由领导这一立法的两名国会议员命名的《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法(Dodd - Frank Wall

<sup>④</sup> Pension Security Act of 2009, 参见 <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/z?c111:H.R.712.IH,2010年8月12日访问>。

Street Reform and Consumer Protection Act)》(以下称为“多德—弗兰克法”)。从内容上看,“多德—弗兰克法”致力于保护消费者、解决金融业系统性风险等问题,以避免2008年的金融危机重演。根据“多德—弗兰克法”,美国对于私募股权基金的监管机制开始有了实质性的变革,私募股权基金从无监管的“影子银行系统(shadow banking system)”被纳入了严格监管的大架构之下。“多德—弗兰克法”关于私募股权基金监管机制的主要规定如下:<sup>④</sup>

### 1. 私募基金投资顾问注册之要求

“多德—弗兰克法”以《私募基金投资顾问注册法(Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010)》废除了1940年《投资顾问法》的“少于十五名客户之豁免”之“私人顾问”豁免,规定不论其客户数量,除创投基金和“家庭办公室(Family Offices)”之外的私募基金投资顾问,管理资产达到1.5亿美元以上即需要向SEC注册。这一规定将在新法颁布一年后生效。如果此类机构具有特大规模或特别风险,将需要同时接受美联储的系统风险监管。

《私募基金投资顾问注册法》同时规定了五项新的较为狭窄的注册豁免规定,具体包括:(1)风险投资顾问(Venture Capital Advisers):法案的第407条对1940年《投资顾问法》第203条的内容进行了增加,要求SEC在法案通过一年以后对于“venture capital fund”予以定义。此外,风险投资顾问欲获得豁免,还需要向SEC提交其认为对于保护投资者和公共利益有益的报告和记录要求;(2)境外投资顾问(Foreign Private Advisers):根据法案的第402条和第403条,境外投资顾问为获得1940年《投资顾问法》的豁免,需要符合如下要求:在美国境内没有营业地、在任何时候基金内少于15位美国客户和投资者、管理的美国客户和投资者的资产少于2500万美元或者SEC确定的认为适当的更高的数额、未在美国向公众显示自己充任投资顾问。如果境外投资顾问也为美国客户和投资者提供服务则不能满足这一豁免要求;(3)小

---

<sup>④</sup> Financial Regulatory Reform: An Overview of The Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 参见 [http://www. weil. com/files/upload/NY%20Mailing%2010%20FRR%20100721%20Weil\\_Dodd\\_Frank\\_Overview\\_2010\\_07\\_21. pdf](http://www.weil.com/files/upload/NY%20Mailing%2010%20FRR%20100721%20Weil_Dodd_Frank_Overview_2010_07_21.pdf), 2010年8月3日访问。

企业投资公司顾问 (small business investment companies): 法案第 403 条限定仅为根据 1958 年《小企业投资法 (Small Business Investment Act, SBIA)》注册的小企业投资公司 (Small Business Investment Company, SBIC) 提供咨询服务的顾问可以免于登记; (4) 家庭办公室 (Family Offices): 法案第 409 条规定, 为一个“家庭办公室”提供咨询服务的顾问可以豁免注册, 法案并要求 SEC 对“家庭办公室”予以定义; (5) 微量资产 (De Minimis Asset): 法案第 408 条规定, 允许对于一个或一个以上管理资产少于 1.5 亿美元的私募基金投资顾问向 SEC 豁免注册, 但是, 其仍必须保持交易记录并向 SEC 提交其要求提供的年度报告或者其他报告。

《私募基金投资顾问注册法》也提高了 SEC 的强制注册门槛, 规定管理资产从 2500 万美元到 1 亿美元的投资顾问应向其总部所在州注册, 以使其接受州政府的监管 (这可能导致投资顾问费用的增加), 亦使 SEC 专注于对投资者和市场影响更大的私募基金顾问的监管。

## 2. 私募股权基金披露及检查之要求

“多德—弗兰克法”在第 404 条要求 SEC 对注册投资顾问进行定期检查, 并授权 SEC 可以进行其认为必要的其他检查, 检查范围则包括投资顾问 (包含其管理的基金) 的记录以及报告。根据法案, 国会指示 SEC 要求投资顾问保持如下的记录及制作一定期间的报告档案, 具体如下: 所管理的总资产、资产类型、杠杆运用 (use of leverage)、对手信贷风险 (counterparty credit risk exposure); 交易和投资头寸 (trading and investment positions)、交易情况、估值政策和做法 (valuation policies and practices) 以及 SEC 认为对于公共利益及必要的系统性风险监测所必需的信息。但是, SEC 不能强制基金对公众披露专有信息 (proprietary information), 包括敏感的非公开信息方面的投资或交易策略分析或研究方法交易数据和知识产权。美国国内学者认为, 对对冲基金和私募股权基金的上述报告和披露要求将有利于行业的长期发展, 可以创造稳定的监管环境, 还能够吸引原本对不够透明的私募基金行业犹豫不

决、不敢投资的新投资者。<sup>④⑤</sup>

### 3. “合格投资者”标准之调整

“多德—弗兰克法”第 413、417 条要求美国国会重新审视 1933 年《证券法》和 Regulation D 所确立的“合格投资者 (accredited investor)”之标准,并规定在维持目前的自然人财产净值或夫妻联合财产净值达 100 万美元之标准的同时,要求在计算其净值时扣除其主要住所的价值 (the value of a person's primary residence)。法案并规定,在该法颁布四周年之后,SEC 应提高目前的自然人财产净值标准,其后每隔四年 SEC 应出于保护投资者的目的对上述标准予以审查。上述标准的调整,亦反映了美国国会认为许多美国人不理解投资和财务安排的复杂性,例如,仅仅由于不断上涨的房价 (最终却急剧下跌) 而成为合格的对冲基金和私募股权基金的投资者即属之。

### 4. 银行机构投资于私募股权基金之限制

“多德—弗兰克法”第 619 条以“沃尔克规则 (Volcker rule)”限制银行机构投资于私募股权基金。<sup>④⑥</sup> 该规则因由前联储主席 Paul Volcker 最早提出而命名,其目的在于银行机构在传统存贷业务与高杠杆、高风险的投资活动之间划清界线,以降低杠杆率,限制金融机构的规模和风险敞口,使其难以成为花旗和 AIG 这样的“巨无霸”,从而在根本上避免“太大而不能倒 (too big to fall)”局面的发生。这一规则源于一些前监管高层人士的自发组织的研究,他们发布的研究报告认为,“大型且至关重要的银行金融机构应被限制从事可能承担高风险和严重利益冲突的自营业务。持有和管理混合私募资金 (即对冲基金和私募股权基

---

<sup>④⑤</sup> The Future of Hedge Fund Regulation: Q&A with Ezra Zask and Gaurav Jetley of Analysis Group, 参见 [http://www.analysisgroup.com/uploadedFiles/News\\_and\\_Events/News/AnalysisGroup\\_Release\\_Zask\\_Jetley\\_HedgeFunds\\_2009-07-16.pdf](http://www.analysisgroup.com/uploadedFiles/News_and_Events/News/AnalysisGroup_Release_Zask_Jetley_HedgeFunds_2009-07-16.pdf), 2010 年 7 月 21 日访问。

<sup>④⑥</sup> “沃尔克法则”有关银行分业经营之规定,类似于 1933 年《格拉斯—斯蒂格尔法 (Glass-Steagall Act)》。在 1929 年大萧条后,该法案将投资银行业务和商业银行业务严格划分,以降低系统性风险,对此后半个多世纪美国金融市场的平稳运行起到了重要作用。1999 年,《格拉斯—斯蒂格尔法》法案被废止,商业银行开始全面涉足投资银行业务,重新成为全能银行。这些“大到不能倒”的银行有了政府的默认担保,肆无忌惮地涉足高杠杆的高风险业务以博取高收益,为政府和纳税人带来了巨大的风险。参见王勇:“高盛案挑战沃尔克法则,金融混业经营监管待加强”,载《上海证券报》2010 年 7 月 27 日。

金中银行机构的自有资金和客户资金混合在一起)应该被普遍限制,且大型的自营交易应受到严格的资本和清算条件限制。参与打包和销售债务集合产品的机构应对债务风险留有充分的准备”。<sup>④</sup> 根据这一思路,该规则主要包括两个方面:一是限制大型金融企业的自营交易(proprietary trading);二是对银行机构投资于某些对冲基金和私募股权基金(收购基金)的禁令。

“沃尔克规则”适用于所有“银行机构(banking entities)”,包括银行(banks)、存贷协会(savings and loan association, S&L,也称为“thrifts”)、金融控股公司(Bank Holding Company, BHC)、借款控股公司(savings and loan holding companies, SLHCs)及其分支机构。该禁令亦适用于在美国有业务的外国银行;对于非银行金融机构,虽然无须使用此规则,但是国会要求联储对于其施加额外的资本要求和数量限制,以控制其因自营交易以及投资对冲基金和私募股权基金(收购基金)带来的风险。除特定例外,“沃尔克规则”限制银行机构发起成立任何一种对冲基金或私募股权基金或获取、持有任何这些基金的股权、合伙地位或其他所有者权益。一家银行发起一家对冲基金或私募股权基金的情形,包括它作为普通合伙人或基金管理人,选择或控制(或通过聘任雇员,员工,董事或其构成的代理机构)大部分的董事、受托人或基金管理人,或与基金使用相同或类似的名称;这一限制并不适用于那些不向美国民众提供或销售权益份额的非美国控制银行机构。

此外,作为华盛顿与华尔街之间相互妥协的结果,“沃尔克规则”规定了如下豁免条款:(1)向基金提供善意的信托、受托人或投资建议服务;(2)组织那些仅面向消费者的基金,并且仅从事信托或相关服务;(3)除了种子投资,没有产生、取得或保留基金权益,并能满足以下两项要求:在基金成立的一年内,银行机构的投资减少到基金全部所有者权益的3%及以下;投向私募股权基金和对冲基金的所有银行机构的投资累计为其核心资本(Tier 1 capital)的3%及以下;(4)避免从事《联邦储备法》详细附属规则下基金被限制从事的特定交易;(5)不担

<sup>④</sup> Group of Thirty, Financial Reform, A Framework for Financial Stability, <http://www.group30.org/pubs/reformreport.pdf>, 2010年7月15日访问,第27页以下。

保、假定或保证基金的义务或表现;(6)不与基金使用相同或近似名称;(7)不允许任何不直接向基金提供服务的董事或雇员持有基金权益;(8)披露所有应由投资者承担的损失。此外,银行机构可在最多12年的宽限期内退出现有投资。

从实务上看,为了保证3%的出资底线并同时不损害既有投资者(主要为LP)的信心,美国大型银行机构只能选择缩减私募股权基金管理规模,或对旗下私募股权基金部门进行分拆或剥离。同时,值得关注的是,缺少了银行机构的重要资金支持,剥离后的私募股权基金从事募集资金和交易时将会更加困难,尤其是对于美国单只基金规模往往达到几十亿美元、惯于运用杠杆收购的大型私募股权基金机构,如TPG、黑石、KKR等,将受到“沃尔克规则”的较大影响。甚至有观点认为,美国私募股权基金以较低成本获得资金的时代逐渐远去,大型杠杆收购将越发少见。<sup>④</sup>

#### 四、我国私募股权基金监管机制现状及其存在的问题

总体上看,我国目前对于私募股权基金尚不存在统一的监管机制安排。目前,有关我国私募股权基金的监管机制还存在监管理念存在争议、监管法律基础尚未确立、监管主体尚不明确、监管内容不够明晰以及政府监管与自律监管边界有待区分等问题。这导致实务上诸多困扰私募股权基金发展的问题,包括私募股权基金的税负问题、“合格投资者”问题等均难于得到解决,极大地影响了我国私募股权基金的健康发展。

##### (一) 私募股权基金监管理念存在争议

目前,我国对于私募股权基金是否需要监管、如何监管,还存在如下不同观点:观点一,主张私募股权基金不吸收公众投资者的资金,且一般情况下亦不会导致系统性风险,因此,私募股权基金无须监管。如吴晓灵认为,私募股权基金系“将富人的钱筹集在一起,投资于未上市

---

<sup>④</sup> 郭成林:“美国金改‘缚手’杠杆并购基金 境外PE人才入华‘淘金’成趋势”,载《上海证券报》2010年7月27日。

的股权,无外部性,应该说民法完全可以约束双方的关系”,“按一般企业登记,按章程运行即可,不需要有什么特别的限制”;<sup>④</sup>观点二,主张私募股权基金是一个金融投资机构,应比照金融机构实施严格监管,主张实施相对集中的统一管理。例如,2009年10月15日,中国证监会研究中心研究员王欧在上海召开的“2009上海国际股权投资论坛”上称,“VC(风险投资)、PE(私人股权投资)机构一定属于金融机构,和保险、银行等没有区别,因此应按照金融机构的监管理念和思路来进行监管”;<sup>⑤</sup>观点三,主张私募股权基金主要投资于私募股权市场,资金主要来自向特定对象的私募,且一般也不存在杠杆融资问题,根据我国私募股权基金发展的需要,予以适度监管即可。这亦是国家发改委的官方观点(目前发改委正在主导《股权投资基金管理办法》的起草工作),但是,何谓适度监管,如何处理自律监管和政府监管之间的关系,仍存在一定的不明之处。

正是由于对于私募股权基金的监管理念及具体安排,尤其是监管权究竟“花落谁家”尚存在争议,起草多年的《股权投资基金管理办法》(其前身为《产业投资基金管理办法》)至今尚未得以出台。<sup>⑥</sup>

## (二) 私募股权基金监管法律基础缺失

从前述美国对于私募股权基金的规范经验来看,私募股权基金的监管法律基础建立于《联邦证券法》之上。从我国的情况来看,我国私募股权基金的发展仍处于“无法可依”的状态,如现有的《证券投资基金法》不涉及私募形态基金,而《证券法》的相关规定亦语焉不详,目前市场上活跃的契约制、公司制和有限合伙制私募股权基金,其设立和运作则主要依托于《信托法》、《公司法》和《合伙企业法》等相关法规及相关主管部门及地方政府制定的规章文件。总体来看,我国私募股权基金并无统一的法律制度予以规范,而且,由于相关监管机构及规章的

<sup>④</sup> 吴晓灵:《发展私募股权基金需要研究的几个问题》,载《中国企业家》2007年3月。

<sup>⑤</sup> 周雪:“监管主导权存分歧,股权投资基金管理办法波折”,载《第一财经日报》2009年10月27日。

<sup>⑥</sup> 周雪:“监管主导权存分歧,股权投资基金管理办法波折”,载《第一财经日报》2009年10月27日。

制定部门或者地区之不同,导致对于不同类型的私募股权基金的监管标准亦不同,容易产生法规适用上的冲突,也亦造成各类组织形式的私募股权基金竞争上的不公平。

笔者认为,尽管私募股权基金的投资者具有较强的风险判断和承担能力以及自我保护能力,能够通过合同来安排符合自己利益的交易活动,但是,考虑到私募股权基金属于高风险的集合资金投资产品,必须对其募集方式、募集对象(投资者)的资格以及监管机制做出基本的法律界定,以清楚界定私募股权基金的游戏规则,明确参与各方的权利义务关系,同时辅以法定的监管措施,从而确立私募股权基金的监管法律基础,否则,将对基金投资者利益的保护及私募股权基金的正常发展和安全运作产生不利的影响。

### (三) 私募股权基金监管主体混乱

在美国,SEC 是私募股权基金当然的监管主体,而根据 2010 年《私募基金投资顾问注册法(Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010)》,如果私募基金投资顾问具有特大规模或特别风险,亦需同时接受美联储的系统风险监管。但是,目前我国私募股权基金的监管主体尚不明确,实务上,我国私募股权基金监管的主导机构主要为发改委(承担产业投资基金的审批、创投企业的备案)、银监会(信托制私募股权基金)、商务部(外资私募股权基金)、国家工商总局(有限合伙制私募股权基金)等部委和地方政府。相比较之下,除了核准私募股权基金投资的目标公司上市或者私募股权基金对于上市公司的并购和 PIPE 投资行为之外,证监会对于私募股权基金的监管几无置喙之地。如此,我国实务上私募股权基金存在诸多监管主体,既非秉持“分业监管”理念,亦不符合“功能监管”原则,由于不同监管主体的监管依据、理念、偏好、尺度各不相同,出现了对于私募股权基金特性和监管权力归属认识不清的现象,并进而导致监管机构之间的竞争和冲突,对于私募股权基金的监管“缺位”与“竞争”同时存在。

实务上,由于相关监管机构及规章的制定部门或者地区之不同,导致对于不同类型私募股权基金的监管标准亦不同,既容易产生法规适用上的冲突,也亦造成各类组织形式私募股权基金竞争上的不公平。例如,目前我国有关私募股权基金投资者门槛之规定即为“政出多门”的典

型实例。又如,目前关于各类私募股权基金设立的监管规定差异亦极大:(1)对于依据《创业投资管理暂行办法》设立的创业投资企业,可以自愿向国家发改委及省级发改委自愿备案,完成备案的,应接受政府监管,其投资运作符合有关规定的可以享受政策扶持;<sup>⑤</sup>(2)根据《外商投资创业投资企业管理规定》之有关规定,在我国设立外商投资创业投资企业应由商务部商科学技术部审批;(3)对于产业投资基金,由国务院以特批试点形式批准设立(国务院已于2008年明确对产业投资基金不再进行试点),并要求其在全国进行备案。在产业投资基金试点过程中,发改委同时牵头起草《产业投资基金管理办法》。2009年,发改委将起草中的《产业投资基金管理办法》更名为《股权投资基金管理办法》,以使其适用范围扩大到针对私募股权基金,并将其设立由审批制变更为备案制,但至今《股权投资基金管理办法》仍未出台;(4)根据《信托公司集合资金信托管理办法》和《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》设立的信托型私募股权基金(集合资金信托计划),必须经银监会审批。此外,不同地方政府对于私募股权基金的监管政策亦有不同,以天津和重庆为例:天津要求私募股权基金注册成立后,必须向天津市发改委、金融服务办、国税与地税等相关部门进行备案,而重庆要求股权投资类企业在工商行政管理部门办理设立、变更等注册登记手续后,应到市政府金融办备案后方可开展经营活动及享受市政府出台的有关优惠政策,且银监局亦须对企业日常资金运用予以监督管理。

#### (四) 私募股权基金具体监管安排不够完善

目前,我国对于私募股权基金的具体监管安排,主要体现了如下特点:第一,侧重于对私募股权基金设立的行政干预,并对私募股权基金的投资活动有一定干预(例如,限制产业投资基金的投资方向必须限于政府所鼓励和扶持的产业),尤其是对于境外私募股权基金的监管

---

<sup>⑤</sup> 《创业投资管理暂行办法》第3条规定,“国家对创业投资企业实行备案管理。凡遵照本办法规定完成备案程序的创业投资企业,应当接受创业投资管理主管部门的监管,投资运作符合有关规定的可享受政策扶持。未遵照本办法规定完成备案程序的创业投资企业,不受创业投资管理主管部门的监管,不享受政策扶持”。一般认为,创业投资企业之所以愿意接受备案,主要有两大目的:一是可以由此接受国家对创业投资的政策支持;二是通过政府部门的备案之“背书”,有利于提高其声誉。

趋严(目前外资只能与本土企业合资设立私募股权基金管理企业,且组织形式限于非法人制和公司制,其投资行业亦受到2007年修订的《外商投资产业指导目录》的限制);第二,对于基金管理人的资格有一定要求,但是并无统一的有关私募股权基金投资顾问公司和投资顾问的监管要求;第三,对于基金投资者的资格和人数有一定规定,但是总体上缺失统一的合格投资者制度,导致一方面基金投资者是否适格缺乏判断标准,另一方面一部分投资者不能投资于私募股权基金,私募股权基金缺乏长期性资金来源,限制了本土人民币基金规模的发展。

#### (五) 私募股权基金的政府监管与自律监管边界模糊

从欧美国家的经验来看,在次贷危机之前,私募股权基金监管机制主要依赖于市场参与者的市场自律机制,而很少借助于政府监管。即使在次贷危机爆发之后,欧美对私募股权基金的政府监管也有不断加强的趋势,但是,立法者和监管者仍在小心翼翼地寻找私募股权基金的监管机制中市场自律和政府监管之间的界限。

从我国的情况来看,尽管我国私募股权基金的监管机制尚存在众多有待规范和完善的问題,政府对于私募股权基金的主导和干预的程度颇深(在政府对于私募股权基金尤其是创投基金适当的引导和激励机制之外)却系无争议的事实,在相当大的程度上政府并未完全承认私募股权基金的市场化性质。尽管目前我国实践中也产生了一些以私募股权基金行业协会为代表的自律机构,但是,政府监管并未为私募股权基金行业协会的自律监管留下足够的空间,行业协会的自律作用尚难于充分发挥,遑论弥补私募股权基金当事人自治和政府监管机制之不足。因此,在完善我国私募股权基金监管机制的同时,亟须合理定位自律监管与政府监管之间的关系,尤其是应考虑防范政府监管过度,保证私募股权基金行业的积极因素不受到政府监管的不当压制,以及充分考虑发挥私募股权基金行业协会自律监管的作用,提高行业的自律水平。

## 五、完善我国私募股权基金监管机制的有关思考和建议

### (一) 完善我国私募股权基金政府监管机制的理论基础

笔者认为,我国私募股权基金监管机制之构建,亦需围绕如下两个目标进行:一是如何保护私募股权基金投资者,二是如何防范私募股权基金引起的系统性风险。

#### 1. 关于实现对私募股权基金投资者的保护

目前,我国私募股权基金募集过程中,由于缺少对于私募股权基金募集方式和募集对象的相关规定,尤其是私募股权基金合格投资者制度的缺失,不仅实务上存在突出的“公募化”问题或者沦为非法集资的风险,导致了不合格投资者的错误投资以及由此造成的风险扩散,不利于投资者的保护,<sup>⑤</sup>亦使得私募股权基金长期投资者来源不足,部分本可以为私募股权基金提供长期性资金来源的合格投资者特别是大型机构投资者,在投资私募股权基金方面还存在诸多障碍。这些都在一定程度上也限制了私募股权基金的迅速发展壮大。

笔者认为,考虑到私募股权基金的高风险性、缺乏流动性、低透明度及豁免监管的特性,我国必须效仿美国等私募股权基金发达国家,在证券法私募发行豁免制度下,针对私募股权基金引入合格投资者制度:第一,通过建立合格投资者制度,将私募股权基金的投资者限制为一定数量的符合条件的自然人投资者和机构投资者,可以有效地实现私募

---

<sup>⑤</sup> 以媒体称为“PE 第一案”的前德厚资本执行合伙人黄浩涉嫌以非法集资诈骗和非法经营两罪受审一案观之,根据媒体报道的黄浩之涉嫌犯罪情节,其“2005 年年底第一次进入创投行业,与 27 位自然人股东共同出资 550 万元成立了汇乐投资管理股份制投资公司。这 27 个发起人,主要是来自证券营业部的股民”,此后,“在 2006 年 2 月至 2009 年 4 月间,以发起创投企业和德浩私募基金为名义,先后成立汇乐、汇义、汇仁、汇乐宏宇、宏石置业、生标科技、德浩投资等九家公司,对外招揽投资者 700 余人,募集资金 1.78 亿元”——如果法院最终认定上述事实,显然,黄浩作为基金管理人,其募集活动所针对的投资者对象远非适格的合格投资者。胡金华:“‘PE 第一案’定性集资诈骗,28 岁 80 后的非常找钱路”,载《华夏时报》2010 年 5 月 15 日;姜智鹏、祁和忠:“中国 PE 第一案背后:中国 PE 业的集体忧虑”,载《瞭望东方周刊》2010 年 7 月 30 日。

股权基金募集的规范化,确保投资者具有较强的风险判断和承担能力以及自我保护能力,并能够通过合同来安排符合自己利益的交易活动,防止不合格的投资者投资超出其风险认知水平和承受能力的私募股权基金,从而可以有效地防止私募股权基金的投资风险向公众投资者扩散,实现促进私募股权基金发展与强化投资者保护之适当平衡;第二,建立合格投资者制度有利于贯彻“认识投资者”原则,为私募股权基金的基金管理人提供合规标准,当私募股权基金援引有关私募发行豁免之规定时,客观上即已限定了私募股权基金可接受的投资者类型、数量和条件,从而可以有效地防止其在资金募集过程中逾越了获得法律豁免监管范围的红线,亦可以与“非法集资”划清界限;第三,通过建立合格投资者制度,可以逐步放开法律法规对于某些特殊机构投资者投资私募股权基金的限制,拓宽私募股权基金长期性资金的来源。在此基础上,就实现保护基金投资者的角度而言,监管者仅需审查基金之募集是否符合证券法有关私募发行豁免制度即为已足,而无须采取其他的监管措施。

## 2. 关于系统性风险的防范

考虑到我国私募股权基金发展的具体特点,例如,我国私募股权基金的主要组成部分还是创投基金和成长型基金;而收购基金所占比例较小,<sup>⑨</sup>私募股权基金投资中运用杠杆的情况更是少见(即使考虑到现在已经允许商业银行发放并购贷款,但是,在我国商业银行受到严格监管的情况下,政府也可以轻易地限制杠杆率的使用),几乎绝大部分私募股权基金都系投资于实体企业,由此私募股权基金引发系统性风险的可能性几乎为零。相反,笔者认为,与美英等成熟国家的情况不同,我国可能还需要鼓励适当运用杠杆以促进收购基金的发展(当然,在收购基金发展到一定阶段时,可能亦需要如同欧盟一样限制杠杆的运用以减少系统

---

<sup>⑨</sup> 参见ChinaVenture发布的2008年、2009年《中国创业投资及私募股权投资市场募资统计分析报告》、《中国私募股权投资市场统计分析报告》、《中国创业投资及私募股权投资市场退出统计分析报告》所反映的相关数据,参见网页<http://www.chinaventure.com.cn/ChinaVenture>(投中集团)是一家专注于中国投资市场的领先信息咨询机构,为致力于中国市场的投资机构、投资银行与企业等客户提供专业的第三方信息产品及研究咨询服务。

性风险爆发之可能)。因此,充分考虑私募股权基金的特点及我国私募股权基金的发展现状,同时参考主要国家对于私募股权基金监管经验的基础,笔者认为,我国仍需从发展的角度出发,建立私募股权基金的政府适度监管机制,并辅之以有效的自律监管机制,避免因过度监管而窒息行业创新活力或因监管成本过高而增加行业负担。

值得注意的是,国家发改委目前正在牵头起草的《股权投资基金管理办法》,亦认可对股权投资基金(私募股权基金)采取适度监管观念。需要说明的是,主张适度监管,并非完全忽视私募股权基金的潜在风险。笔者建议,为了防范系统性风险,可以考虑通过法规来限制并购基金的杠杆运用规模,限制单一投资者尤其是养老基金(包括全国社保基金、地方养老基金和企业年金)、金融机构投资私募股权基金的最高限额,限制私募股权基金对于二级市场的投资规模等。此外,主要的金融监管机构也可以通过与承担私募股权基金政府监管职能的监管机构合作,加强风险监测,并及时提出应对措施等。

## (二) 确立我国私募股权基金政府监管机制的法律基础

笔者认为,建立我国私募股权基金政府适度监管机制,首先应确定其法律基础。如笔者前文所论,考虑到私募股权基金作为一种私下募集且主要投资于私募股权市场的集合资金投资形式,其运作离不开证券法有关私募发行的豁免条款,亦具有投资基金的一般属性,因此,未来应考虑通过修改《证券法》和《证券投资基金法》,并将其作为建立私募股权基金及其监管机制的法律基础。

具体而言,应仿效美国《联邦证券法》的相关规定,在上述法律中确立私募股权基金成立和运作的豁免条款,我国私募股权基金的政府监管机制,亦应首先以豁免监管为原则:对于符合豁免条款,亦即私募股权基金之募集方式和募集对象符合《证券法》及有关私募股权基金管理法规要求、不涉及公开市场和公众投资者利益的,原则上政府无须介入监管;对于不符合相关豁免条款,或者符合其他法定条件的,则必须接受政府监管。

## (三) 完善我国私募股权基金的具体监管机制

从英美的经验和我国私募股权基金发展现状来看,实质性的直接监管基金活动并不可取亦不现实,而对于基金投资者的监管则可以通

过建立合格投资者制度得以间接实现,因此,“监管基金经理”,包括对于基金管理人(投资顾问公司)和自然人投资顾问的监管,成为我国监管私募股权基金的主要路径。

笔者认为,对于“基金经理”的政府监管应主要通过备案监管进行,并应同时包括如下两个方面要求:第一,针对基金管理人(投资顾问公司)和自然人投资顾问的备案,包括基金管理人(投资顾问公司)的设立情况、拥有自然人投资顾问情况及管理私募股权基金情况;第二,针对基金管理人(投资顾问公司)管理的私募股权基金的备案,至少应包括该私募股权基金接受投资者投资情况、基金投资情况及相关信息披露文件的备案。通过备案,使得监管当局了解市场上私募股权基金发展的基本情况,包括基金管理人(投资顾问公司)的情况,包括私募股权基金的总体市场规模、吸收投资者情况、实际投资情况、退出情况等,从而监测私募股权基金对于整个资本市场的影响,并为后续制定相关法律和政策措施提供依据。

总体而言,备案监管是一种温和的监管方式,充分体现了宽松、适度的监管立场,既不会给私募股权基金增加太多成本,亦不会损害其运作效率,尤其是在我国私募股权基金市场机制尚不健全的情况下,备案还具有一定的发挥声誉机制的作用(例如,在产业投资基金试点期间,在发改委备案才可以吸收全国社保基金等大型国有机构投资者的资金),有利于促进私募股权基金的发展。目前,发改委负责起草的《股权投资基金管理暂行办法》草案中,亦摒弃了原产业投资基金的严格审批制而确认了基金设立的备案制,唯其具体备案的方法尚不得而知,故仍有媒体质疑是“真备案还是许可备案”——显然,如果是“许可备案”,则此备案将在一定程度上演变为行政许可,这与本文所论的“备案监管”将大相径庭。

笔者认为,政府备案监管的范围,至少应包括如下情形:

(1) 私募股权基金的募集方式或者募集对象不符合《证券法》相关豁免条款。对于基金管理人违反豁免条款设立私募股权基金的情形,实际上涉及违法公开发行问题;政府监管部门可以通过事后监管的方式予以介入监管,并应由基金管理人承担相关法律责任。

(2) 接受政府引导基金、享受政府提供的产业及其他政策优惠措

施(不含针对所有基金的税负优惠政策)、吸收具有公益性或者其他特殊机构投资者资金。对于享受政府提供的产业及其他政策优惠措施(不含针对所有基金的税负优惠政策)的基金,要求其向政府备案,亦有利于贯彻国家区域发展战略和产业政策的需要。具有公益性或者其他特殊机构投资者资金主要包括养老基金(包括全国社保基金、地方养老基金和企业年金)、商业银行资金和保险资金在内的金融机构资金等。至于接受一般国有非金融企业投资的,考虑到国有资产管理机构可以对一般国有非金融企业投资于私募股权基金的资金数额、比例限制等予以规范,且国有企业占我国经济的比重较大,不宜因接受一般国有非金融企业投资而将私募股权基金纳入政府监管范围,否则,将使得政府对私募股权基金的监管边界无限扩大,而完全超出了适度监管的标准。

(3)基金达到法定标准。考虑到基金达到一定的规模以后,对于市场和投资者的影响更大,因此,基金募集资金达到法定标准的亦应向政府备案。可兹效仿的是美国2010年修改后的《私募基金投资顾问注册法》。该法要求私募基金投资顾问(除了创投基金和“家庭办公室”之外)管理资产达到1.5亿美元以上需要向SEC注册;并规定如果此类机构具有特大规模或特别风险,将需要同时接受美联储的系统风险监管。至于具体标准的确定,则应在立法时根据实际情况予以权衡确定。笔者认为,借鉴银监会《信托公司集合资金信托计划管理办法》的有关合格投资者之规定,<sup>⑤</sup>私募股权基金合格投资者投资一支私募股权基金最低门槛金额可以确定为不少于100万元,同时结合《证券法》有关私募发行人最高不得超过200人的要求,由此可以规定私募股

---

<sup>⑤</sup> 中国银行业监督管理委员会2007年1月23日发布并于2008年12月17日修订的《信托公司集合资金信托计划管理办法》,其第5条和第6条规定,信托公司设立信托计划,必须“委托人为合格投资者”,且“单个信托计划的自然人人数不得超过50人,但单笔委托金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制”(修订前的规定为“单个信托计划的自然人人数不得超过50人,合格的机构投资者数量不受限制”),并规定“合格投资者,是指符合下列条件之一,能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人:(一)投资一个信托计划的最低金额不少于100万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织;(二)个人或家庭金融资产总计在其认购时超过100万元人民币,且能提供相关财产证明的自然人;(三)个人收入在最近3年内每年收入超过20万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近3年内每年收入超过30万元人民币,且能提供相关收入证明的自然人”。

权基金募集资金达到2亿元人民币的,应向政府备案。

#### (四) 确立我国私募股权基金的监管主体

尽管10余年来,发改委(及其前身国家计委)一直是有关私募股权基金规范办法的牵头起草部门和试点基金的备案(目前已有400多家创投企业在发改委备案)或审批部门,并一直负责协调私募股权基金的行业自律。此外,国家发改委正在牵头起草的《股权投资基金管理办法》,亦规定了未来私募股权基金的监管主体实行分级监管和属地备案制,分别由国家发改委和省市一级政府授权部门予以监管。但是,笔者认为,证监会而非发改委更适于承担私募股权基金的政府监管职能。

从我国的情况来看,如果承认私募股权基金作为一种集合资金投资形式,并进而承认其特殊的投资基金性质,理论上,无论是按照“分业监管”抑或“功能监管”的原则,均应由证券市场的法定监管机构(证监会)作为私募股权基金政府监管的主体,来承担私募股权基金的主要政府监管职能。笔者的理由如下:第一,私募股权基金系私募基金之一种,依据《证券法》(也许以后还包括《投资基金法》)的豁免条款,对于私募股权基金的募集方式或对象是否符合相关豁免条款的监管,显然应按照功能监管的原则,由作为全国证券期货市场集中统一监管的法定监管机构的证监会来承担;第二,对私募股权基金的监管,主要通过对于基金管理人(投资顾问公司)及其所管理的基金之备案来实现,由具备丰富投资基金监管经验的证监会来承担此种责任较为适当;第三,目前发改委作为牵头部门协调私募股权基金的规则起草和审批备案工作,但是,在发改委之外,商务部、科技部、银监会、证监会、保监会等多个部门都在一定程度上承担了私募股权基金的监管职能,众多的监管机构责权不明,严重影响了监管的效果与效率。

需要说明的是,在证监会承担私募股权基金的政府监管职能之外,发改委等有关国家机关和监管机构仍应在各自监管或者管理的职责范围内对私募股权基金运作的不同环节予以监管和管理,如私募股权基金的注册由工商局监管,通过IPO退出或者实施对上市公司的并购则由证监会监管(如证监会否决高盛集团入股福耀玻璃的投资方案),引进外资、涉及有关国家经济安全 and 经济命脉的关键行业和领域的投资以及涉及反垄断等问题由商务部监管(如商务部否决美国凯雷集团对

徐工机械的收购方案),涉及外汇运用的由外汇管理局监管,吸收商业银行或者保险公司的出资分别由银监会和保监会监管(主要指其决定商业银行资金和保险资金投资于私募股权基金的限额等,而非对于具体投资活动的监管),涉及养老基金的由人力资源和社会保障部监管,涉及中小企业、高科技企业和产业政策的由发改委和科技部监管,涉及税收安排的则由财政部和国家税务总局监管等。

### (五)完善我国私募股权基金的自律监管机制

为弥补私募股权基金当事人自治和政府监管之不足,政府应在遵循市场规律的前提下,为私募股权基金行业协会的自律管理留下空间,以充分发挥行业协会的自律作用。理论上,私募股权基金行业协会系由私募股权基金各方参与者自愿组成的自律组织。在欧美,私募股权基金的行业自律是监管机制的重要组成部分,越来越多的私募股权基金为了提高声誉和自身形象而加入有声望的这些行业协会中,如英国BVCA、美国的NVCA和PEC等。从功能上分析,行业协会可以通过制定和不断完善行业标准、行为准则,促进私募股权基金行业健康发展。此外,行业协会可以向监管者、投资者和其他利益相关者提供行业动态等相关信息,为政府监管提供支持平台。

随着我国本土私募股权基金的发展,以私募股权基金行业协会为代表的自律监管机构亦获得了初步发展,例如,天津、北京、上海已经成立了一些股权投资基金协会。以2007年9月17日成立的中国首个私募股权基金协会天津股权投资基金协会为例,其通过加强对股权投资企业的自律经营、建立与政府部门的双向沟通、组织股权投资管理人才的专业培训、开展股权投资的各类合作交流,对于我国私募股权基金实现规范发展已经起到了一些积极作用。在继续鼓励地方性行业协会发展之同时,笔者主张推动成立真正市场驱动的全全国性私募股权基金行业协会,并通过立法要求所有非向政府监管部门备案并接受监管的基金管理人必须加入这一全国性协会,由其承担私募股权基金的基金管理人(投资顾问公司)和自然人投资顾问的注册职能(比如,中国证券业协会即承担了公募共同基金的基金经理的注册登记工作),并完善基金管理人(投资顾问公司)和自然人投资顾问的从业标准和道德操守建设,以充分发挥自律监管机构对于私募股权基金发展的促进作用。