

《证券投资基金法》修改中私募基金 法律规制的若干问题

卢文道* 谭 婧**

摘要:《证券投资基金法》的修订正在进行之中。将备受关注、对资本市场具有重大影响、长期以来身份不明的私募基金纳入其调整范围,使其合法化,已成为立法界和行业内的共识。但是,对于如何设计出适合私募基金特点、适应我国资本市场实际的监管制度,如何借鉴国际范围内私募基金最新监管趋势,如何在发挥私募基金优势和保护投资者利益之间保持平衡,是私募基金法律规制中的关键环节,也是当前基金法修改中需要重点研究和解决的问题。本文将梳理私募基金法律规制中具有争议和需要重点考虑的主要问题,结合我国市场情况和国外立法经验,予以针对性分析,以求抛砖引玉。

关键词:《证券投资基金法》 修订 私募基金
规制

* 法学博士、上海证券交易所法律部副总监。

** 上海证券交易所法律部员工。

一、私募基金规制范围：分立还是统一

一般意义上的私募基金,从投资方向来看,包括两类:一类是投资于未上市公司股权,通称为“私募股权投资基金”;另一类是投资于二级市场证券产品,通称为“私募证券投资基金”。在基金法的修改中,是仅规定私募证券投资基金,还是将两类私募基金统一纳入法律规制的范围,颇具争议。这个问题涉及《证券投资基金法》的调整范围,即该法是仅规范包括公募、私募在内的证券投资基金,还是要同时规范以股权投资形式出现的私募化的产业投资基金和创业投资基金?这个问题的本质是,基金法是应当统一立法还是分别立法?

实际上,这不是一个新问题。在《证券投资基金法》的立法过程中,就已存在类似的争议。1999年9月形成的投资基金法草案第一稿中,没有明确区分以股权投资形式出现的产业投资基金和以参与证券交易形式出现的证券投资基金,而是将两者一并进行规范。但到2002年2月投资基金法草案第二稿公布时,已经只剩下对证券投资基金的规范。由此该法最终于2003年颁布时,名称也已经更改为《证券投资基金法》,彻底不再涉及股权投资基金。之所以出现这种结果,主要是因为当时国内对于产业投资基金的管理和规范涉及的行业和部门较多,短期内各方争议较大,难以就草案全部内容达成共识。^①在这种情况下,为了避免证券投资基金的规范受到牵连而遭搁置,只好先将股权性产业投资基金从该法中舍弃,待时机成熟时再行立法。

本次关于私募股权投资基金不纳入基金法的观点,同样是出于现实考虑,主要理由是:私募股权基金与证券投资基金性质不同、差异巨大,很难在一部法律中统一起来;私募股权基金中的产业投资基金、创业投资基金与证券投资基金分属不同的部门管理,统一立法会造成监

^① 卢元强:“10亿美元地产基金流产 产业基金起步难”,载《国际金融报》2002年5月13日。

管困难。^②

对此,笔者认为,目前私募基金实际情况、基金业的发展与监管实践等基金法赖以存在的市场与其制定时相比,已大不相同,采取“大改”思路,将私募股权投资基金与私募证券投资基金一同纳入基金法的时机相对成熟。具体理由有如下四点:

首先,私募股权投资基金和私募证券投资基金并不存在本质差异,与后者一起纳入基金法调整范围是可行的。两者都以基金的形式存在,都以非公开方式募集,都具有集合分散的个人资产集中投资、进行专业化理财、分散投资风险的业务模式,而组织架构和运作模式都可以采用合伙制、公司制、信托制等不同形式。这些共同性决定了将上述两种不同的私募基金同时纳入修订后的基金法,抽象出两者的共同特征,作为私募基金的两种不同样态予以规定之可能性。

其次,私募股权投资基金的运行实践和监管经验已相对丰富,统一立法具备了市场和法制基础。一方面,我国私募股权投资基金经过多年的迅猛发展,其投资方式、内部结构、运作模式、问题弊端等已基本定型,^③为统一立法提供了市场基础。另一方面,近年国务院各部委就私募股权投资基金分别或联合发布了相关部门规章,对私募股权投资基金进行监管。就监管理念,各监管机关已在一定程度上达成一致。较私募证券投资基金而言,可以说私募股权投资基金的监管经验更为丰富,为统一立法提供了法律基础。

再次,将两种私募基金一并纳入基金法,有利于消除目前私募基金多头监管导致的标准不一、宽严失衡问题。如银监会和证监会的部门规章对相关投资计划管理人资格、合格投资者认定、计划成立的条件等分别作出了不同的规定,这实际上是对同类业务的差别对待,对私募基

^② 参见吴建忠:“基金法修订:统分之辩”,载《当代经济》2009年1月。

^③ 私募股权投资基金是随着国际私募股权基金逐渐进入而发展起来的。在我国的第一波投资浪潮发生于1992年前后,大量海外投资基金第一次涌入中国;1999年是第二波投资浪潮,大量投资投向中国互联网行业;2004年以后,后期基金的成功案例开始慢慢浮现,如华平、凯雷等美国大型投资基金开始为人熟知,形成了第三波投资浪潮。如今私募股权投资基金在我国发展十分迅速,统计表明我国已成为亚洲乃至全球私募股权投资活动最为活跃的地区之一。

金市场的整体发展不利。基金法的修改为重新理清私募基金监管体系,统一私募基金监管标准提供了极好的契机。

最后,将两种私募基金一并纳入基金法,有利于完善基金法律和监管体系。从国内外监管实践来看,私募股权投资基金与私募证券投资基金的监管具有较多的相似之处,存在可以共用的部分。将私募股权投资基金和私募证券投资基金一并纳入基金法后,基金法将成为一部较为完备、全面的规范我国基金行业的法律,基金的法律规制体系将更为完善和清晰。由此,也可以节约立法资源,避免分别立法可能产生的法律制度的重复和冲突。

二、私募基金监管理念:严格还是适度

就基金法而言,由于正处于新兴加转轨的发展阶段,基金业发展历史较短,市场约束机制没有到位,其制定之初即对公募基金采取了严格监管的立法原则,基金管理人成立、基金产品募集、基金的运行和管理、基金业务的创新受到严格的管制。但应当注意的是,在将私募基金纳入调整范围后,不宜简单袭用公募基金的监管模式,采取类似于公募基金的严格监管理念。总体而言,确立私募基金合法地位的同时,有必要构建对其进行外部监管,但这一监管只能是适度的。^④当前基金法修改中,要防止从严监管思想的膨胀,自觉不自觉地运用公募基金的监管理念和制度,对私募基金提出不合适的要求。对私募基金设立的监管规范,绝不能以扼制私募基金运作成本低、保密性好、运行方式灵活等优势为代价。^⑤

首先,从保护投资者的角度来看,私募基金与公募基金的监管任务和需求存在显著差异。根据经济学上的资本市场有效假设理论,证券市场分为强势有效市场、半强势有效市场和弱势有效市场。弱势有效

^④ 参见向静等:“私募基金合法化之后的适度外部监管制度构建”,载《证券市场导报》2009年第2期。

^⑤ 参见吴明珠:“私募基金监管的法律体系研究”,载《社会科学家》2007年11月增刊。

市场与其他两种市场的不同在于,除了信息公开程度与前两者有所差别外,投资者对公开信息的理解处于较浅的层次,很难对发行人所公开之信息的价值作出全面、正确和理性的判断。公募基金的投资者是人数不特定的普通的个人投资者,与基金管理人之间的谈判能力和自我保护能力缺乏,基金管理人的行为具有浓厚的公共性、外部性。按照弱势有效市场理论,需要借助行政监管背后的国家权力,保护这些分散的、处于弱势的个人投资者。而就私募基金而言,其对象应当是成熟的个人投资者和机构投资者,具有一定的风险识别、承受能力和自我保护能力,与基金管理人之间具有更为直接的信任关系,外部性、公众性不强。依据强势或半强势有效市场理论,投资者在一定程度上可以自己保护自己,故政府不必进行过多的干涉。^⑥

其次,从确保市场公平、有效和透明的角度来看,基于私募基金自身的内部性和灵活性特征,不宜采取类似公募基金的高度透明化监管。通常而言,私募基金并非面向公众进行公开募集,仅涉及特定的投资者,其投资运作所直接涉及的利益主体范围较小,一般可以由投资者和基金发起人、管理人通过契约、章程等方式确定彼此的权利义务关系。但这并不意味着私募基金可以在完全封闭的状态下运行。若完全采取封闭运作方式,又会带来市场信息不完全、影响投资者决策、妨碍监管者监督等弊端。总体而言,对私募基金透明化要求的程度,应在便于投资者掌握信息、便于监管者开展监督与保持私募基金灵活运行的优势、满足投资者理财需求之间保持平衡。

最后,即便在2008年金融危机之后成熟市场加强了私募基金监管力度,但总体而言,各国对于私募基金采取相对宽松的监管趋势并未改变。境外成熟市场对私募基金的监管,是在认同其基本特征和内在合理性的基础上展开的。通常采用的法制路径是,对各类集合投资产品设定统一的监管框架,在此基础上,将符合条件的私募基金放在共同基金监管要求之外。对私募基金,各国都采取豁免的方式,不监管私募基金的投资风险和信息披露,将监管重点放在制定相关豁免条件以及审

^⑥ 参见程信和、蒲夫生:“关于私募基金立法的几点建议”,载《法商研究》2002年第3期。

查私募基金是否符合豁免条件上。2008年爆发的金融危机摧枯拉朽,对各国金融市场造成了巨大的冲击,对包括私募基金监管在内的金融监管理念及其体制也产生了十分重要和深远的影响。危机以来,多国纷纷采取各种措施加强金融监管,强化对私募基金的法律规制,此前私募基金在各国的监管豁免开始受到种种限制。最富代表性的是美国。其2010年7月通过的金融监管改革法案(多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法,“Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”),特别针对私募基金投资顾问即基金管理人进行规范,从多个方面收紧了对私募基金的监管。^①主要目的是两个方面:一是将私募基金投资顾问纳入注册监管的范围,降低系统性风险;二是强调保护投资者利益,通过强化信息报告等方式,防止基金管理人欺诈等行为对投资者造成的侵害。在这样的理念转变下,私募基金此前享有的特权被大大缩减,私募基金开始受到越来越多的公力监管。但是,这些趋于严格的监管措施相对于公募基金而言,仍然存在本质的差异,私募基金的监管相对而言仍然是差异化、灵活化的宽松监管。

^① 一是扩大了私募基金投资顾问注册的范围,规定今后私募基金资产规模超过1.5亿美元的管理人,无论客户多少,都须向SEC进行注册,管理资产在1.5亿美元以下2500万美元以上的私募基金投资顾问(mid-sized investment advisers)要向所在州监管部门注册。二是加强了投资顾问的信息提供义务。投资顾问须向SEC报告旗下每只私募基金的资产规模、估值模型、杠杆率、对手方信用风险水平、交易和投资头寸等。SEC还有权要求私募基金投资顾问保存档案或接受询问,要求投资顾问向其投资者、潜在投资者、交易对手方、债权人提供上述信息。三是调整“合格投资者”标准和“合格客户”标准。要求SEC对衡量自然人合格投资者的净资产标准作出调整,每隔四年审核适用于自然人的“合格投资者”标准;在该法实施后一年内,并且以后每隔五年,基于通货膨胀调整规则205-3下的“合格客户”标准。四是收紧了《投资顾问法》第206(4)-2条“客户资产存管”规则针对私募发行证券的豁免优待,以降低基金管理人挪用客户资产的可能性。参见:Regulation of Advisers to Hedge Funds and Others, <http://www.faege.com/showarticle.aspx?show=11702&&Language=148>;《美国颁布〈私募基金投资顾问注册法〉》, <http://clcif.com/html/cyzo/228.shtml>, 2010年11月1日访问。

三、私募基金的监管体制：分业还是统一

目前,我国私募基金处于多头监管的状态,这一状态是由我国金融市场分业经营和分业监管的模式决定的。在通过基金法监管和规制私募基金时,同样面临监管体制的选择。是沿用现有的多主体共同监管模式,还是采取单一监管主体的模式,是一个需要研究的问题。

这一问题与金融业的整体监管体制息息相关。理论上,金融监管体制一般被归纳为两种类型:一是基于金融部门观点的“机构型监管(institutional regulation and supervision)”,即按照被监管者(即金融机构)的类型设立监管机构,不同的监管者分别监管各自领域的金融机构,互不交叉。这一模式通常存在于分业经营的金融市场。二是基于金融功能观点的“功能型监管(functional regulation and supervision)”,即基于金融机构的基本功能而设立监管机构,同一业务活动不管由谁来做,均归一个监管机构监管。这一模式通常存在于混业经营的金融市场。

目前我国金融监管体制采取的是分业经营体制下的机构监管模式。在这种模式下,不同类别的机构设立的私募基金,分别由该机构的主管部门监管。如外商投资设立的创业投资股权基金归商务部、科技部管,其他的创业投资股权基金归发改委管。而私募的证券投资基金中,信托公司设立的集合资金信托计划和商业银行设立的理财计划归属银监会管,保险公司设立的保险理财产品归保监会管理,证券公司设立的集合资产管理计划归证监会管,而大量以投资公司名义设立的私募证券投资基金基本处于监管真空地带。总体而言,这样基于分业经营的机构监管模式的优点在于,监管高度专业化且分工细致,易全面了解被监管者的整体状况。在金融结构比较简单或者金融结构本身被严格划定的时候,按照机构监管的模式进行分业监管,对于防范金融风险、提高金融效率有一定的积极意义。

但是,当金融结构趋于复杂,金融机构的功能边界逐渐模糊,尤其

是金融混业经营的趋势显现的时候,机构型监管的弊端就逐渐暴露出来。^⑧ 由于私募基金业务目前由多类金融机构开展,混业经营的特色较为突出,现有的机构监管模式所体现的弊端也更为明显:一是多重监管机构难以协调,在私募基金监管上采取不同的理念和架构,并可能引起“监管套利”(即被监管者利用监管真空逃避监管);二是每一监管机构需要针对自己管辖范围内的私募基金单独制定相关的规章,引起立法资源的浪费;三是由于不同机构监管私募基金的标准、力度、手段各不相同,可能使从事类似私募基金业务的金融机构产生不同的监管服从成本,导致不公平竞争的状态;四是不同机构监管下的私募基金信息难以交流,任一监管机构都难以全面、系统地掌握私募基金行业信息,如此可能导致监管效率低下,容易使金融风险累积造成系统性风险。

基于以上分析,我们认为,完全的机构型监管已经不能适应我国私募基金行业的发展,功能型监管更适合混业经营状态下的私募基金。从我国私募基金监管的现状和国外实践来看,金融混业经营格局下,由机构型监管向功能型监管和目标型监管发展是一个必然的趋势。但我国金融分业监管的格局由来已久,难以在短时间内实现监管体制的完全转变,且功能型监管和目标型监管在国外也处于尝试中,尚未形成成熟的制度框架。基于此,我国私募基金监管体制不必过分强求一步到位,而可以就私募证券投资基金和私募股权投资基金采取不同的监管体制,并结合监管目标和实际情况逐步推进监管体制的转变。一方面,私募证券投资基金主要涉及证券市场,与证监会的监管范围较为密切,不论是信托公司、商业银行、保险公司还是证券公司及其他机构,所设立的私募基金只要投资于证券交易,即统一由证监会进行监管。另一方面,私募股权投资基金涉及未上市的公司,目前尚不属于证监会的监管范围,可以采取发改委统筹、相关主管部门分工监管的模式。

^⑧ 参见陈雨露、马勇:“金融业组织形式变迁与金融监管体系选择:全球视角与比较分析”,载《货币金融评论》2008年第6期。

四、私募基金的监管模式:行政监管还是行业自律

目前,我国资本市场对基金行业中的公募基金的监管,基本依靠行政监管的力量,没有独立的基金业协会,相应地缺乏基金行业的自律管理。对私募基金,是否仍旧沿用这一模式?我们认为,应当以将私募基金纳入基金法统一规制为契机,成立基金业协会,形成行政监管与自律监管并重的私募基金监管模式。

随着基金行业的发展,尤其是市场化进程的推进,缺少独立的基金业协会以及相应的行业自律管理,监管权力集中于政府,是基金监管体制中的重大弊端之一。而在全球范围内,成立专门的资产管理类行业协会,对基金业实行自律监管,是一个国际惯例。例如美国的投资公司协会、日本的信托投资协会、我国台湾地区的证券投资信托及顾问商业同业公会、我国香港的投资基金会等。

不同市场环境下的国家和地区,不约而同地建立基金行业自律管理制度,根本原因在于基金业协会制定和执行行业自律规则,履行自律管理职责具有独有的优势,正好可以弥补正式法律制度的缺陷,满足私募基金市场对制度规范和游戏规则的特定需求。基金业协会制定和执行业务规则,履行自律管理职责的优势,主要体现在如下五个方面:一是自愿性优势。基金业协会的自律管理很大程度上是基金管理人和相关主体共同参与的自我管理,被管理者同时也是管理的参与者,所制定的行业自律规范容易得到充分理解和自动遵守。二是专业性优势。私募基金管理人及相关从业人员了解私募基金的特性,积累了丰富的市场经验,相对于政府机构的职员,其从业人员更为熟悉市场环境,更能便利地了解所规范的活动,知道如何采取合适的措施。三是灵活性优势。主要是基金业协会能够快速根据市场变化,主动调整、修改规则,通常无须向法律或制定行政规章那样,经历严格而漫长的立法程序,而且,相对于政府管理机构的官僚化和机械化,基金业协会的管理机制和运行方式更为自由、简便。四是道德性优势。基金业协会制定行业自律规则时,可以在法律之外,施加高于法律要求的道德标准,行业自律

管理规则可以伸入法律法规和行政监管无法覆盖的领域。五是政治性优势。一直以来,政府在制定法律法规干预和管理市场时,总是被提醒不得损害市场自治的领域,应当允许市场主体享有自我管理事务之自由。政府会失灵,但市场也会失灵,让介于政府和市场之间的行业协会监督管理市场,通常被视为克服政府和市场双重失灵的第三种力量。基于这样的见解,行业协会制定业务规则,实行自律管理,对政府机构而言,具有“政治吸引力”,因为这既可以让其分担部分监管职责,又可以使其免受过分直接介入和管理市场之责难。^⑨行政权力与行政责任、政治压力形影不离。如果政府垄断并独自行使证券市场监管权,排斥自律管理,政府必须对市场承担无限政治责任。反之,如由基金业协会分担部分市场监管职责,则可以按照监管权限的享受比例,承担有限的政治责任。

对私募基金而言,更应重视和发挥行业自律的作用。私募基金具有极强的自发性、内部性,基金管理人和基金持有人之间的关系很大程度上是基于彼此信赖的私人关系而形成的;而且,行政监管对私募能够发挥的作用是有限的,监管力度应当是适度的。此时,具有专业性、灵活性优势,能够在法律之外施加道德标准的行业自律,就有了可以发挥作用的空间。事实上,实践中在北京、上海、深圳等私募基金活动最为集中的地区,已经自发成立了多家地区性的行业协会,并得到“一行三会”等监管机关的明确表态支持。其中深圳金融顾问协会还制定并发布了我国私募基金行业的首个行业自律公约《私募证券投资基金同业公约》,明确表示私募行业经营应该遵守公开、诚信、专业、保密等八大原则,强调不应该在任何时间和场合向公众及媒体推荐任何股票的买卖信息。^⑩这些市场实践为确立正式的法定的私募基金监管制度,提供了良好的市场基础。

基于上述认识,笔者认为,应对私募基金实施包括行政监管和行业自律监管在内的多层次监管模式。在基金法中除明确规定私募基金的

^⑨ Margot Priest, *The Privatization of Regulation: Five Models of Self - Regulation*, 29 Ottawa L. Rev. 233, 269 - 270 (1997 - 1998)。

^⑩ 《深圳金融顾问协会首立私募基金业自律公约》, <http://www.chinaassn.com/13225.html>, 2010年11月1日访问。

行政监管机构之外,还应要求组建会员制的全国投资行业协会,并在其下设立地区性的分会,使其发挥自我监督、自我发展、自我约束的职能;法定规模以上的私募基金管理人应当接受行政监管和自律管理,而法定规模以下最低规模以上的私募基金管理机构必须成为全国投资行业协会会员,接受该自律协会的指导和监督;行政监管要求应当足够宽松,足以实现必要的监管目标即可,为行业自律监管留有足够的空间。

五、私募基金管理人的规制:审批还是注册

对私募基金管理人的规制是私募基金规制的核心所在。美国、欧盟在金融危机后作出的金融监管体制改革,一个重要的共同点就是加强了对私募基金管理人的监管。如美国收紧了对私募基金投资顾问的注册豁免范围、强化了投资顾问的信息提供义务等;欧盟在相关立法草案中提出成员国应按照国内法加强对私募基金管理人的监管,基金管理人管理超过1亿欧元的私募基金资产必须取得所在国的认可,并要求基金管理人分别向投资者披露和向监管机构报告相关信息,规定较为严厉。^⑩究其原因,主要是由于私募基金管理人构成了私募基金运作的核心要素,其资质和操作的规范性对于基金运作安全具有重要影响,无论是从防范系统性风险的角度,还是从保护投资者的角度考虑,私募基金管理人都是首当其冲的规范对象。

我国目前仅对某些特定种类的私募基金管理人存在资格要求,具体条件由相关主管部门分别规定。在资格管理的方式上,有的采取备案制(如创业投资企业管理暂行办法),有的采取审批制(如外商投资创业投资企业管理规定),而证券公司、信托公司等已有资产管理行政许可的机构则不再单独实行私募基金管理人资格管理。在将私募股权投资基金和私募证券投资基金统一纳入基金法后,对基金管理人

^⑩ 参见蒋颀项、冯晶:“私募基金监管的国际经验及其对我国的启示”,载《中国经济》2010年10月。

应该采取何种规制模式?我们认为,对私募基金发起人、管理人不宜采取行政审批,而是实行注册制管理方式。

一般而言,行政审批通常与政府对有限资源的行政调配联系在一起,与行政许可存在概念重合。根据《行政许可法》第12条、第13条的规定,行政许可应当主要适用于与公共利益、国家利益、有限资源配置、人身财产安全等密切相关的行业,而市场竞争机制能够有效调节的、行业组织或者中介机构能够自律管理的或可以采用事后监督等方式解决的事项不应设置行政许可。私募基金是按照发起人、管理人和投资者的约定运行的,且投资者具有较强的认知水平和风险承受能力,一般并不涉及公共利益,且可以通过市场机制调节和筛选,不应属于行政许可的范围。

对私募基金的发起人、管理人可以采取注册制的准入方式。注册制的含义在于,对主体不作实质审核,仅在对其是否满足既定条件进行形式审核后,授予其相关的资格。在市场化的环境下,注册制较之审批制更符合私募基金的本质特征,同时较之备案制更能控制因私募基金管理人不适格导致的风险和损害。注册制下需要对私募基金发起人和管理人设立准入门槛,以降低投资者选择适格管理人的成本,并在一定程度上减少欺诈或不专业的管理对市场 and 投资者造成的损害。而由于私募基金本身的特性和监管的目的,对于私募基金管理人的资格要求应当低于公募基金,且纳入监管的管理人应当限于管理一定规模以上私募基金的主体,对于规模较小的民间私募基金管理人资格可不作要求。对于私募基金的发起人与管理人的资格要求应当从注册资本或个人财产、经营业绩、经营场所、专业人才的配备等方面进行限制,未满足准入条件的不得进行一定规模以上的私募基金发起和管理。

六、私募基金产品的规制:注册还是备案

除对私募管理人进行资格管理和监管外,是否还需要对私募基金产品进行单独规制,这个问题存在一定的争议。美国金融监管改革法案制定的过程中,亦有议员针对1940年《投资公司法》第3(c)(1)、3

(c)(7)条款提出相关提案,^⑩建议对私募基金本身提出注册要求,大中型私募基金只有在SEC注册后才能适用上述豁免条款,但这在最终通过的金融监管改革法案中未见体现。

基于私募基金内部性、私约性的特点,单只私募基金产品的运行模式主要与特定的投资者相关,可由私募基金的相关契约明确约定。而除对私募基金管理人本身的主体资格和行为进行监管外,对其管理基金的投资者人数设置上限,就能够在一定程度上达到避免投资风险过度扩大、投资者合法权益受损的效果。由此,对私募基金产品本身的监管介入不宜过多,进行事先的注册管理似无必要。笔者认为,可对私募基金产品可以采取备案制的监管方式。一方面,私募基金产品的监管应当与私募基金管理人的监管相联系,经过注册的私募基金发起人、管理人所发起或管理的单只私募基金产品超过一定规模的,应当向监管机关进行备案。另一方面,这种备案制度主要是为了便于跟踪监管,及时发现私募基金投资操作中的违法违规行为,为避免引发过多的纠纷,是否向监管机关备案不应作为某一私募基金是否成立的判断标准,而仅应作为对私募基金发起人、管理人进行事后监管的标准之一,采取事后监督的方式予以落实。

七、合格投资者的规制:定量还是定性

私募基金要求募资对象是成熟的合格投资者,投资者只有满足一定的能力与经济实力条件,才能承受私募基金的风险。只有具有自我保护能力的投资者才能参与私募发行,是境外市场的普遍做法。在我国私募基金立法研究中,就应当建立合格投资者制度业已达成共识。

在国外,对于合格投资者的判断,一般通过规定投资者的最低资产状况和最低投资限额两个方面进行。私募基金的投资者包括个人投资者与机构投资者两类,对于前者,国外通常要求其收入在一定水平以

^⑩ 王勇:“加强对冲基金监管立法提案卷土重来”,载《第一财经日报》2009年2月11日。

上,而对于后者,则针对各种类别的机构,分别设定净资产的要求。结合我国市场的具体情况,对于私募基金合格投资者可从定性与定量两个方面综合认定:

一是定性,即以投资者的投资经验和风险认知程度作为认定标准之一。投资者不仅要具有承受高风险的能力,更要清楚地认识到私募基金的特殊风险,并愿意承受此种风险。具体操作中,一方面要考察投资者以往的投资经历,对于没有投资经验的投资者一般不应允许其参与私募基金投资。其中对于曾经参与过私募基金投资或担任过投资经理等特殊职务的投资者,由于其风险认知程度较为深入,可以直接认定其具有合格投资者的资格。另一方面该投资者要作出自愿承担相关风险的意思表示,以避免投资遭受损失时产生纠纷。

二是定量,即以投资金额或收入作为认定的主要标准。投资金额和年收入状况,都是判断投资者风险承受能力的重要因素,但具体以何者作为认定合格投资者的标准,存在不同的观点。有的认为年收入的查证较为复杂且增加了投资者的负担,应当仅要求最低投资限额;有的认为投资金额不足以反映投资者的风险承受能力,应当仅要求最低年收入;还有的认为两者应当同时规定。笔者支持最后一种观点。一般而言,年收入或资产证明比最低投资金额更能反映投资者的风险承受能力,但其存在查证上的困难,为更为有效地筛选合格投资者,可以在规定年收入或资产标准的同时对最低投资金额作出要求。相关金额的具体标准可由监管机关根据市场发展的状况来灵活确定,且对机构投资者的投资限额应当高于个人投资者。

此外,单个私募基金管理人所管理基金的投资者人数需要有上限。私募基金“非公开募集”与公募基金“公开募集”的一个重要差异,就是投资者人数的不同。同时,规定投资者的人数上限,还可以避免私募基金的风险范围过度扩张,对市场造成过大的影响。在具体要求上,可以与《证券法》关于公开发行的规定相衔接,将人数上限设为200人。

八、私募基金的信息披露：强制还是自愿

经过金融危机的洗礼,各国不再将私募基金视为完全不透明运作的神秘机器,而对其透明度提出了一定的要求。我国私募基金法律规制中,对私募基金信息披露制度的规定是一个重要部分。需要思考的是,私募基金是否应当参照公募基金的信息披露方式?信息披露的范围和程度如何确定?

理论上,证券市场的信息披露有自愿性信息披露和强制性信息披露之分,前者是由代理人自愿或与委托人谈判而选择的信息披露方式,后者是通过立法强制相关主体按法律规定的要求公开有关信息。关于证券市场究竟应当采取何种信息披露方式,一直存在争议。但从法律经济学的角度分析,当交易成本很低时,法律主张将资源所有权的分配留给市场决定,但当交易成本很高时,法律倾向于决定由政府干预这种分配。^⑬具体到基金的信息披露制度,对公募基金投资者来说,投资者与基金管理人处于信息和专业水平严重不对等的地位,投资者知晓基金相关信息的成本很高,因此法律需要通过强制性信息披露义务来节约投资者的信息搜寻成本,以及为达成合适的自愿披露契约而产生的成本。事实上,《证券投资基金法》对于公募基金的信息披露义务作出了明确要求,证监会也专门发布《证券投资基金信息披露管理办法》等部门规章,就公募基金募集和运作中各个环节的信息披露作出了详细的规定。

而对私募基金来说,存在不同的要求。私募基金的投资者范围较窄、专业程度较高,其获得信息的途径相对优于公众投资者。同时私募基金具有较强的私约性质,私募基金管理人与投资者之间可通过协商的方式订立合同,投资者可根据自身特点对私募基金的信息传递提出个性化的要求。基于此,私募基金尽管仍然存在信息不对称的问题,但

^⑬ 参见胡光志、方桂荣：“中国投资基金信息披露制度及其完善”，载《重庆大学学报》（社会科学版）2008年第14卷第3期。

其信息披露要求应当适当地低于公募基金,采取强制性信息披露和自愿性信息披露相结合的方式,立法中对私募基金的信息披露要求不宜过严,主要可由基金管理人和投资者协议约定。具体而言,我国对于私募基金的信息披露可以从以下几个方面进行规定:

(一)关于披露对象。私募基金没有向社会公众披露信息的义务,但是需要向基金投资者和监管部门披露和报告信息,而对于不同层次的监管部门,其披露义务的程度不同。

(二)关于披露内容。私募基金信息披露应该主要是就基金投资组合情况、资产状况以及取得的收益等进行的披露。同时,如果私募基金的运作受到其他法律法规的限制,也必须按其要求进行披露。

(三)关于披露时间。对投资者进行信息披露的时间应当由基金合同或章程来约定,而对监管部门的信息披露可以规定是每半年或每年披露一次,但是对资本超过一定规模的大额私募基金则可以规定得更严格一些,如每个季度披露一次。这主要是因为超过一定规模的资金更容易对整个证券市场的稳定性造成影响,对整个市场造成系统性风险。

九、剩余立法权限的分配:国务院还是证监会

基金法的修改将使私募基金第一次步入国家立法的视野。在对私募基金的法律规制作出原则性规定的同时,应授权立法者之外的机构,根据市场的变化情况及时补充、更新或细化私募基金的相关规定。此为通常所说的剩余立法权限的再分配。其中需要着重考虑的是,如何选择受权机关——是将这一权力交给国务院还是证监会及其他机构?

《证券投资基金法》中,剩余立法权的受权主体主要是国务院。如第5条在规定了封闭式、开放式基金后,规定ETF等混合型模式的基金的“基金份额发售、交易、申购、赎回的办法,由国务院另行规定”;第13条、第26条在分别具体列明基金管理人、基金托管人的资格条件后,规定如另行规定其他条件,由国务院规定,如证券监督管理机构、国务院银行业监督管理机构规定,应经国务院批准;第59条规定基金“买卖其

他基金份额”即通常所说的基金中的“基金”，由国务院另行规定。而就私募基金，第101条规定：基金管理人或者国务院批准的其他机构，向特定对象募集资金或者接受特定对象财产委托从事证券投资活动的具体管理办法，由国务院根据本法的原则另行规定。由此不难发现，基金法授予国务院的立法权限较广，甚至将基金具体运作方式、基金产品形式等具体创新事项的决定权交予国务院，而授予证监会的权限较窄，国务院在证券立法方面拥有了较多的剩余立法权限。

但从实际情况来看，授权国务院进行补充立法在操作性、可行性上存在严重问题。例如前文所述《证券投资基金法》授权国务院制定定向募集资金或接受委托进行证券投资的具体管理办法，即为授权国务院制定私募证券投资基金的统一管理办法，而实际上国务院至今未制定这一办法，导致私募证券投资基金长期处于缺乏统一规范的状态^④。而实践中早已推出的ETF、LOF等新的基金运作模式，以及联结基金等基金中的基金，属于市场微观问题，也未见国务院作出具体规定。

上述状况可以说是现行剩余立法权限分配模式的必然结果。根据我国《宪法》对国务院职权的规定，国务院是国家最高行政机关，领导和管理国家行政工作、经济工作、教科文卫工作、国防建设、民族事务等方面的事项，基于这一定位，国务院制定的行政法规一般是对某一方面行政工作的原则规定，不应也难以涉及金融行业运行的诸多微观性、业务性、技术性、细节性问题。此外，行政法规立法程序复杂、周期较长，立法规定国务院就基金行业的一些局部性乃至微观性问题制定行政法规，不利于基金品种创新，也不利于证券监管机构根据市场情况适时调整管理规则。而证监会为对全国证券市场进行统一监管的机构，对相关事项进行补充立法与其监管职责一脉相承，具有密切联系，符合其角色定位；同时随着证券市场的发展，证监会的市场监管经验日渐丰富，也更为了解市场，具有进行补充立法的能力和条件；更重要的是，证监会能够及时根据市场变化，制定和调整部门规章，适应市场快

^④ 无独有偶，《证券法》第2条规定的证券衍生品发行、交易的管理办法，由国务院规定，但实际上，在权证、股指期货等证券衍生品推出之际，国务院并未制定相应的行政法规。

速发展和创新需求。

具体到私募基金,目前面临的主要是私募基金监管经验不足导致的立法难以周延的问题。同时,由于基金法为效力层次较高的国家法律,变动不宜过于频繁,因此不适合对私募基金运作中的诸多细节问题作出详尽的规定。私募基金的法律规制实行剩余立法授权模式在所难免。需要进行授权的事项可能包括私募基金管理人资格管理的具体程序、信息披露的具体要求、合格投资者认定的具体标准和程序等。基于上述分析,补充性的立法权限原则上宜授予证监会,与其他监管机构联系更为紧密的特定事项也可授权其他部委。