

通过豁免的规制

——美国私募基金规制政策的变迁和启示

毛海栋*

内容提要: 私募基金的规制是各国政府近年来面对的共同问题,对资本发达国家私募基金规制政策变迁的考察有助于我国吸取其经验和教训。本文通过对美国私募基金“通过豁免的规制”体制进行历史考察,并评价其优劣得失,为我国私募基金的规制乃至证券市场的规制政策选择提供借鉴。

关键词: 私募基金 规制 通过豁免的规制

一、引言

近年来,随着私人股权基金(private equity funds,以下简称PE基金)、对冲基金(hedge funds)等私募基金在我国的兴起、发展以及相关问题的暴露,私募基金规制政策的选择成为我国学术界、投资界、监管者以及立法者热烈讨论的议题。作为一种来自欧美国家的舶来品,私募基金在我国的规制亦应借鉴欧美国家相关立法的经验和教训。其中,美国的私募基金规制体制最早确立且较为完善,为我国学界和实务界所重视。

2007年金融危机以来,欧美诸国纷纷加强了对私募基金的规制。这一趋势得到我国各界的关注,提倡对私募基金加强规制的呼声不断,并为立法者和监管者所认同。正在修订中的《证券投资基金法》(以下简称“《基金法》”)也将私募基金纳入了监管。

然而,欧美国家对私募基金加强规制的立法在其本国并未获得广泛一致的共识:立法过程中充满了激烈的争论、种种政治考量和权衡以及利益群体之间的博弈,且在法案刚刚通过之后即遭到了激烈的批评。此外,这些立法的实际效果如何,也尚待实践的检验。再退一步,即使欧美国家对私募基金加强规制的立法果真是深思熟虑之良善立法,其是否符合我国国情以及我国私募基金的发展阶段,仍值得进一步思考。鉴于这些考虑,对欧美私募基金规制政策的历史变迁和哲学基础的考察将有助于我们全面、客观、辩证地评价其立法得失并为我国的私募基金立法提供有益的借鉴。如果不顾欧美立法的历史背景和社会基础以及中西差别,而盲目追随其最新潮流的话,对我国私募基金行业和证券市场可能会造成无法挽回的打击。^①

本文拟通过对美国自上世纪30年代以来对私募基金进行规制的历史变迁进行考察和评价,为我国借鉴其经验和教训提供理论支持。本文将美国私募基金的规制体系归纳为“通过豁免的规制”,^②具体包括《1933年证券法》对私募发行的豁免和规制、^③《1940年投资公司法》(以下简称“《投资公司法》”)^④对私募基金的豁免、^④《1940年投资顾问法》(以下简称“《投资顾问法》”)^⑤对私人投资顾问的豁免和规制^⑤以及2010年《多德-弗兰克华尔街变革与消费者保护法案》(以下简称“《多德法案》”)^⑥对私人投资顾问豁免的调整。^⑥通过对

* 清华大学法学院民商法学专业博士研究生。

① 欧美私募基金之所以能够发展到今天的繁荣程度,主要得益于其灵活、宽松的“通过豁免的规制”体制。如果在其发展的早期即采取如同今日之严格规制的立法,其是否能够成功,殊值怀疑。

② 关于何为“通过豁免的规制”,请参见后文对该体制进行评价的部分。

③ 详见本文第二部分。

④ 详见本文第三部分。

⑤ 详见本文第四部分。

⑥ 详见本文第五部分。如下文所述,《多德法案》虽然废除了原《投资顾问法》对私人投资顾问的豁免,但同时又创立了新的豁免。因此,尽管《多德法案》总体上加强了对私人投资顾问的规制,但不应该简单地认为《多德法案》否定了“通过豁免的规制”。

上述四部分内容的讨论和分析,本文最后综合评价“通过豁免的规制”体制,并为我国私募基金的规制提出若干政策建议。^⑦

二、《1933年证券法》对私募发行的豁免

(一) 私募发行的豁免规范^⑧

《1933年证券法》第2(1)节对“证券”的定义常广泛,包括“对任何利润分享协议的参与”和“投资合同”。而对“投资合同”的理解是“将资金投资于一个共同的事业并期望通过他人的努力获得盈利”。^⑨据此,私募基金的份额显然属于《证券法》所规定的“证券”。按照《证券法》第5(a)节的要求,证券必须在SEC注册才能发出出售的邀约或出售,除非其符合该法的豁免条款。公开发行证券的注册成本较高,更为关键的是,一旦公开发行,私募基金将无法利用《投资公司法》的豁免条款,^⑩即必须作为“投资公司”在SEC注册,并要遵守《投资公司法》上的冗繁规则。而一旦被要求注册为“投资公司”,该基金的顾问则不能够再利用《投资顾问法》下的“私人顾问”豁免规则。^⑪因此,私募基金必须寻求《证券法》上公开发行的豁免——私募发行制度。

证券私募发行制度并非专门为私募基金而设计,而是为了缓和公开发行的成本高昂等弊端,方便较小的公司的融资。《证券法》第4(2)节是证券私募发行的源头。其规定,“不涉及公开发行的证券出售无需在SEC注册”。然而,何为“不涉及公开发行”?法律并没有明确规定,其含义在随后的法院判决和SEC制定的规章中逐渐得以明晰化。

在1953年的SEC v. Ralston Purina Co.^⑫案件中,美国最高法院认为,是否私募发行取决于发行的对象是否需要《证券法》的保护。SEC随后在1962年提出了在考虑发行对象是否需要《证券法》保护时应该考虑的一系列要素,^⑬包括:(1)发行对象的身份;(2)发行对象与发行人的关系;(3)发行的规模;(4)发行的每一份的规模;(5)是否使用中介,如投资银行或股票交易所的设施;(6)购买者的意图,部分地通过最初购买者持有该证券的时间反映出来;(7)此次发行与发行人的其他发行之间的关系。

然而,即使如此,各个法院对上述判例和因素的理解仍不一致,何为私募发行仍然存在模糊。为了进一步使法律明确化,SEC于1982年发布了《D条例》(Regulation D),为私募发行的豁免创设了3个安全港,即504规则、505规则和506规则。504规则和505规则分别适用于100万和500万以内的小额证券发行,很少被私募基金所利用。实践中私募基金的募集主要利用506规则。

根据506规则,向“获许投资者”(accredited investor)的证券发行一般不被认为是“公开发行”,因此豁免于1933年《证券法》的注册和交付招股说明书的义务。^⑭501规则对“获许投资者”进行了界定,包括特定的机构投资者和净资产在100万美元以上或者年收入在20万美元以上的个人。^⑮506规则对于发行证券的金额和作为发行对象的“获许投资者”的人数均没有要求。符合一定条件的机构投资者和财力雄厚的个人投资者将符合获许投资者的定义。该规则也允许面向非获许投资者发行,只要其符合一定的财务成熟性标准

^⑦ 详见本文第六部分。

^⑧ 关于美国证券私募发行的法律制度,此处仅简要介绍。详见郭雳《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社2004年版。

^⑨ SEC v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293 (1946).

^⑩ 详见后文对《投资公司法》上豁免条款的论述。

^⑪ 详见后文对《投资顾问法》上私人顾问豁免条款的论述。

^⑫ SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119 (1953).

^⑬ See Non-Public Offering Exemption, Release No. 33-4552 (Nov. 6, 1962).

^⑭ 17 C. F. R. § 230.506

^⑮ 17 C. F. R. § 230.501 (2010). 该标准被《多德法案》和SEC的规则进行了修改,详见下文。

或者使用成熟的销售代表,并且限制在35人以内。^{①⑥}对于面向获许投资者的销售行为,法律没有特定的披露要求。但是,获许投资者必须在证券销售的合理时间之前收到特定的信息。此外,《D 条例》还禁止对投资者发布广告和“一般性劝诱”(general solicitation),并要求在销售完成以后向 SEC 提交报告。

(二) 私募发行证券的转让限制

根据 506 规则出售的证券被认为符合第 4(2) 节“不涉及公开发行”的要求,但属于“受限制证券”(restricted securities),其只能在符合《证券法》注册豁免的交易中转售,比如根据《证券法》的私下交易豁免的规定或在 SEC 注册后公开出售。其中比较重要的一个豁免途径是根据 144 规则进行转售。

《证券法》下的 Rule 144A 是私募发行证券的转让规则,转售给“合格机构买家”(qualified institutional buyer)的证券同样豁免于注册和交付招股说明书的义务。^{①⑦}“合格机构买家”在 Rule 144A 中被定义为包括至少拥有和投资 1 亿美元于发行人的证券的特定机构投资者,并且跟发行人没有关联关系。

三、《1940 年投资公司法》对私募基金的豁免

《投资公司法》主要对集合投资计划(“投资公司”)进行规制。该法所定义的“投资公司”是指“主要从事,或对外声称主要从事,或打算主要从事证券的投资、再投资或交易业务的发行人”。^{①⑧}

一旦符合了“投资公司”的定义,就要根据《投资公司法》在 SEC 注册并履行冗繁的报告义务,除非其获得该法的豁免。投资公司需要遵守的规则主要有:(1) 禁止自我交易;^{①⑨}(2) 特定的受信义务要求;^{②⑩}(3) 至少 40% 的董事会成员须为非利害关系人(disinterested person);^{②⑪}(4) 未经投资者同意,基金不得改变投资政策、签署顾问协议及实施其他重大业务改变;^{②⑫}(5) 发行一定种类的证券须满足特定的资本结构要求;^{②⑬}(6) 未经披露给投资者,不得分配现金;^{②⑭}(7) 特定的业务实施和账簿保持要求,并受 SEC 的检查。^{②⑮}此外,法案还对基金与关联人之间的交易进行了重大限制,而被投资公司即属于该“关联人”的范围。总之,《投资公司法》的规制使得包括 PE 基金在内的私募基金无法开展其业务,因此必须寻求利用特定豁免条款。

《投资公司法》的第 3(c)(1) 节和第 3(c)(7) 节被称作“私募基金豁免条款”。第 3(c)(1) 节规定,如果一个基金拥有不到 100 个其所发行证券的“受益所有人”(“beneficial owners”),并且没有公开发行其证券,也没有打算公开发行其证券,则其将不被视为《投资公司法》所规定的“投资公司”,也就无需遵守《投资公司法》的任何规则。

需要指出的是,上述 100 人要求必须在基金设立时和运行过程中始终符合,而且,在特定情况下,对法律实体身份的投资者还要“穿透”计算其实际投资者。因此,本条规则对于私募基金的募集造成极大的不便。为此,美国国会于 1996 修改《投资公司法》而增加了第 3(c)(7) 节。该节又被称作“合格购买人”(“qualified purchaser”)豁免条款。本节要求基金的所有股权所有人都是合格购买人,并且没有公开发行,也不打算公开

^{①⑥} 尽管《证券法》的私募发行规则对于“合格投资者”的人数没有限制,但是如果该基金欲符合《证券交易法》和《投资公司法》的豁免条件的话,则其投资者的人数仍然受限制。比如,如果其利用《投资公司法》第 3(c)(1) 节的豁免,则其合格投资者的人数应该限制在 100 人以内。如果其投资者均符合“合格购买人”的资质,则可以利用《投资公司法》第 3(c)(7) 节的豁免,“合格购买人”的人数不受限制。但是,为了符合 1934 年《证券交易法》的豁免,一般将其投资者限制在 500 人以内。参见下文对《1934 年证券交易法》和《1940 年投资公司法》的论述。

^{①⑦} 17 C. F. R. § 230.144A.

^{①⑧} ICA § 3(a)(1)(A). 英文原文为“‘investment company’ means any issuer which – is or holds itself out as being engaged primarily, or proposes to engage primarily, in the business of investing, reinvesting, or trading in securities;”需要指出的是,上述定义是最主要的“投资公司”的定义,除此之外,第 § 3(a)(1)(B) 和 § 3(a)(1)(C) 节还规定了另外两类“投资公司”的定义,因和本文无直接关系,故略之。

^{①⑨} ICA § 17.

^{②⑩} ICA § 36.

^{②⑪} ICA § 10.

^{②⑫} ICA § § 13, 15.

^{②⑬} ICA § 18.

^{②⑭} ICA § 19.

^{②⑮} ICA § 30.

发行其证券(即基金份额)。²⁶只要符合此条件,《投资公司法》对投资者人数不再限制。《投资公司法》第2(a)(51)节将“合格购买人”定义为包括至少拥有500万美元投资的个人和至少拥有和投资2500万美元的机构。²⁷

四、《1940年投资顾问法》对私人顾问的豁免

《投资顾问法》第202(a)(11)节对“投资顾问”进行了定义:“投资顾问是指任何就证券的价值或对证券的投资、购买或出售的可取性(advisability)对别人(无论是以直接方式还是通过出版物的间接方式)进行建议并获取报酬,以此为业的人;或任何发行或出版有关证券的分析或报告、获取报酬并作为日常营业的一部分的人。”可见,该定义包含了三个要素:(1)提供有关证券的建议或发布有关证券的分析或报告;(2)营业;(3)获得报酬。只要符合以上三个要素,在没有其他法律条款进行豁免或排除的情况下,任何人都必须在SEC或相应的州监管机构进行注册,并纳入《投资顾问法》的监管范围。

(一)私人顾问豁免规则

私募基金的管理人显然属于上述“投资顾问”,但其可以利用《投资顾问法》的豁免条款而无需遵守除反欺诈条款以外的大部分规定。《投资顾问法》第203(b)(3)节被称为“私人顾问豁免规则”,其规定“如果在过去的12个月里,投资顾问拥有不到15个客户,并且其既没有公开声称其是投资顾问,也没有担任在《投资公司法》下注册的投资公司的投资顾问”,则其无需在《投资顾问法》下注册。

“私人顾问”仍然需要遵守《投资顾问法》的反欺诈规则和联邦证券法的反欺诈条款,²⁸但其不需要在《投资顾问法》之下进行注册,不需要保存商业记录,不需要实施合规项目或采纳道德准则,也不接受SEC的监督。不论是否注册,都负有受信义务,并受反欺诈条款的约束。

私人顾问豁免的一个关键因素是对于“客户”的计算。何为私人顾问的“客户”?如果将每一个最终投资的自然人作为客户,则豁免的投资顾问最多只能拥有14个“客户”。SEC在1985年通过了一个规则,允许投资顾问将每一个有限合伙计算为一个客户。²⁹1997年SEC进一步扩展该规则,包括了投资顾问用来集合客户资金的任何法律实体(如信托和公司)。³⁰根据203(b)(3)-1(a)(2)(i)规则,投资顾问可以将一个法律组织算作一个单一的客户,只要其所提供的投资建议是根据该法律组织的目标而不是该组织的任何所有人的单个投资目标而做出的。³¹而根据203(b)(3)-1(b)(3)规则,有限合伙是一般合伙人或任何担任该有限合伙的投资顾问的人的客户。³²

在这些规则通过之前,未注册的投资资金池的投资顾问是否应该被要求“穿透”该资金池而计算客户的数目,还是将该资金池看作一个单一的客户,存在很大的不确定性。该规则导致投资顾问即使管理着大量的客户资金以及间接地拥有大量的客户,也可以避免《投资顾问法》上的注册。

利用这些豁免规则的投资顾问主要包括对冲基金和PE基金的管理人。如后文所述,对冲基金和PE基金同时还利用《1940年投资公司法》上的豁免条款,避免被注册为“投资公司”;同时也不公开发行其份额。

(二)对业绩报酬的限制和豁免

《投资顾问法》第205(a)(1)节禁止投资顾问根据客户资金的资本增值(capital gains or appreciation)来收费。³³但是《投资顾问法》第205(b)(4)节则例外地允许投资顾问进行这种收费,如果该基金(issuer)被

²⁶ 15 U. S. C. § 80a-3(c)(7).

²⁷ 15 U. S. C. § 80a-2(a)(51).

²⁸ 如《1934年证券交易法》下的10b-5规则(17 CFR 240.10b-5).

²⁹ Definition of “Client” of an Investment Adviser for Certain Purposes Relating to Limited Partnership, Investment Advisers Act Release No. 983 (July 12, 1985) [50 FR 29206 (July 18, 1985)].

³⁰ Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940, Investment Advisers Act Release No. 1633 (May 15, 1997) [62 FR 28112 (May 22, 1997)].

³¹ Rule 203(b)(3)-1(a)(2)(i) [17 CFR 275.203(b)(3)-1(a)(2)(i)].

³² Rule 203(b)(3)-1(b)(3) [17 CFR 275.203(b)(3)-1(b)(3)].

³³ 15 U. S. C. § 80b-5(a)(1). 该规则的立法目的是保护投资者,因为业绩报酬具有更大的风险。投资顾问可能为了获得更大的利润而进行过于冒险的投资。

《投资公司法》第 3(c)(7) 豁免的话,也就是说,该基金所发行的证券的持有人均为“合格购买人”(“qualified purchaser”)。^{③④}此外,《投资顾问法》第 205-3(a) 规则也允许投资顾问向“合格客户”(“qualified clients”)收取业绩报酬。“合格客户”是指符合下列条件的个人或机构投资者:至少有 75 万美元资产被投资顾问所管理;或者拥有超过 150 万美元净资产;或者属于《投资公司法》上定义的合格购买人(qualified purchasers)。^{③⑤}根据 PE 基金(和对冲基金)的盈利模式,为了获得业绩报酬,其一般将其客户限定于“合格购买人”或“合格客户”。可见,如果让私募基金都进行注册,由于其要维持其收费模式,其对客户的要求将从 100 万净资产提高到 500 万美元,或 150 万美元净资产。

五、加强规制的立法

上述二、三、四部分构成了美国对私募基金“通过豁免的规制”的主体内容。然而,随着私募基金行业规模的壮大和问题的暴露,加强规制的呼声不断,在于金融危机后加强规制的政治气氛下,美国国会最终于 2010 年通过《多德法案》第 4 编(Title IV)对包括各类私募基金进行了专门规制。^{③⑥}

(一) 废除了私人顾问豁免条款,要求私募基金顾问在 SEC 注册

《多德法案》第 403 节废除了《投资顾问法》第 203(b)(3) 对“私人顾问”的豁免,从而使得大量对冲基金和 PE 基金的投资顾问将被要求在《投资顾问法》下注册。《法案》将在 SEC 注册的管理资产门槛从 2500 万美元提高到 1 亿美元,^{③⑦}管理资产在 1 亿美元以下的投资顾问原则上在州注册,其目的是将 SEC 有限的监管资源集中于大型的投资顾问。就私募基金的投资顾问来说,其注册的门槛则进一步提高到 1.5 亿美元,因为法案要求 SEC 对管理资产在 1.5 亿美元以下的私募基金投资顾问豁免注册。^{③⑧}

私募基金投资顾问在 SEC 注册后将受到《投资顾问法》对注册投资顾问的所有规制,包括对客户进行信息披露、保存记录并接受 SEC 的检查、向 SEC 报告、代理投票权规则、资产保管规则、业绩报酬的禁止和限制、建立合规项目和设立首席合规官、建立道德准则政策等。

(二) 对特定私募基金投资顾问的豁免

《多德法案》在废除了私人投资顾问豁免条款的同时又创制了新的豁免规定,主要包括以下四类:外国私人顾问、管理资产少于 1.5 亿美元的私人顾问、VC 基金顾问以及家族办公室。

1. 外国私人顾问的豁免

《多德法案》第 403 节修订了《投资顾问法》第 203(b) 节,增加了对外国私人顾问的豁免。^{③⑨}所谓外国私人顾问,是指符合下列条件的投资顾问:^{④①}(1) 在美国没有营业场所;(2) 在美国管理的私募基金中拥有不到 15 个客户或投资者;(3) 所管理的私募基金中美国客户或投资者所占的资产少于 2500 万美元,或者 SEC 根据本编的目的的适当性而通过规则确立的更高的数量;以及(4) 没有在美国公开宣传自己是投资顾问,也没有担任《投资公司法》上注册的投资公司的投资顾问,或担任《投资公司法》第 54 节的商业发展公司的投资顾问。

2. 特定私募基金和中等规模私募基金的顾问

《多德法案》第 408 节要求 SEC 为仅仅管理私募基金,并且管理资产在 1.5 亿美元以下的投资顾问提供注册豁免。然而,即使豁免于注册,这些投资顾问仍然应该保存记录并向 SEC 提供报告,至于记录和报告的范围则由 SEC 根据保护公共利益和投资者利益的必要性和适当性予以规定。^{④②}本节同时要求 SEC 对中等规模私募基金(mid-sized private funds)的投资顾问的规模、治理结构、投资策略进行考察,从而判断其是否具

^{③④} 15 U. S. C. § 80b-5(b)(4).

^{③⑤} 17 C. F. R. § 275.205-3(d).

^{③⑥} 《多德法案》第 4 编为“对冲基金和其他私募基金的投资顾问的监管”,系由此前曾单独立法的《私募基金投资顾问注册法案》汇编而成。

^{③⑦} Section 410.

^{③⑧} Section 408. 不过,法案同时要求 SEC 对这些豁免注册的私募基金投资顾问作出保存记录和报告的要求。

^{③⑨} Section 203(b)(3),《投资顾问法》。

^{④①} Section 202(a) of the Investment Advisers Act of 1940. (15 U. S. C. 80b-2(a)).

^{④②} 15 U. S. C. 80b-3(m).

有系统性风险,并对那些具有系统性风险的基金规定注册和检查程序。^⑫至于何为“中等规模私募基金”,法案并没有进行定义。

3. 风险投资基金的注册豁免

《多德法案》第407节修改了《投资顾问法》的第203节,^⑬增加了风险投资基金(VC基金)顾问的豁免条款。其前提是该投资顾问仅仅为一家或多家VC基金提供投资建议。对于“VC基金”的定义和范围,法案授权SEC进行界定。SEC同时可以视保护公共利益和投资者利益的必要和适当的范围内,要求这些顾问保存必要的记录并向SEC提供年度或其他报告。

(三) 加强了私募基金顾问的报告和记录保存义务

主要包括三方面的内容,首先是所有私募基金都必须披露的信息,其次是豁免但报告的顾问的信息,最后是系统性风险的报告。

1. 私募基金的信息披露

由于《多德法案》废除了私人顾问的豁免条款,大部分的私募基金顾问都需要在SEC注册并遵守《投资顾问法》上对所有投资顾问的披露、报告和记录保存的要求。此外,《多德法案》还专门针对私募基金规定了其记录保存和报告义务。^⑭

2. 豁免但报告的私人顾问

《多德法案》要求SEC根据保护公共利益和投资者利益的必要性和适当性通过规则要求两类被豁免注册的投资顾问保存记录并提交报告。这两类投资顾问分别是VC基金顾问和管理资产少于1.5亿美元私募基金的顾问。

3. 系统性风险报告

《多德法案》第404节的标题为“系统性风险数据的收集;报告;检查;披露”,这表明其主要目的是收集有关私募基金的系统性风险的信息,然而,在确定报告和记录的具体范围时,SEC除了要考虑金融稳定监管署(FSOC)评估系统性风险的需要以外,还要同时考虑保护公共利益和投资者权益的必要性和适当性。

法案要求SEC制定规则具体规定记录和报告的内容、保存时间或申报频率等内容,但是法案也明确列举出必须包含的信息:(1)受托管理的资产总额;(2)杠杆的使用(包括资产负债表外的杠杆);(3)交易对手的信用风险敞口;(4)交易和持仓情况;(5)基金的估值政策和做法;(6)持有的资产类别;(7)给予某些投资顾问优惠权利或资格的补充安排或补充协议;(8)交易做法,以及(9)在SEC与FSOC协商后,根据“对于公共利益、投资者保护,或评估系统性风险之必要和适当”而要求的任何其他信息。

(四) “获许投资者”与“合格客户”标准的调整

鉴于通货膨胀等因素的影响,证券法中的各种“成熟投资者”的标准在今天看来已经过时,因此《多德法案》对获许投资者和合格客户标准进行了调整。

“获许投资者”制度是判定私募基金的发行是否满足《1933年证券法》私募发行标准的关键制度。《多德法案》第413(a)节要求SEC在判断投资者是否满足“合格投资者”定义中100万美元净资产的要求时将其首要居所的价值排除。“合格客户”则是豁免《投资顾问法》第205(a)(1)节对业绩报酬进行限制的人士。《多德法案》第418节要求SEC每隔五年修改豁免于《投资顾问法》第205(a)(1)节的人或交易的资本门槛。

六、评价和启示

(一) 对“通过豁免的规制”的评价

1. “通过豁免的规制”之制度价值

Bradford教授认为,之所以存在规制的豁免,是因为对某类企业或业务的规制成本超出了规制的收益。^⑮可见,立法者或监管者之所以采取“通过豁免的规制”,主要是基于成本收益分析和交易效率的考量。这一

^⑫ 15 U. S. C. 80b - 3(n) .

^⑬ 15 U. S. C. 80b - 3(l) .

^⑭ Section 404. 其修改了《投资顾问法》的204节(15 U. S. C. 80b - 4) ,增加了(b)款。

^⑮ Bradford , The Cost of Regulatory Exemptions , UMKC Law Review (2004) 72(4) : 857 - 876. (2004) .

理念在美国《证券法》下的私募发行制度中体现地最为淋漓尽致。《证券法》所确立的以披露为中心的监管体制主要是为了保护广大的公众投资者不受发行人和证券交易商的欺诈,而之所以存在这种保护的必要性,是因为投资者自己不能解决信息不对称等问题。然而,私募发行所针对的投资者均是成熟投资者,能够自我保护,无需《证券法》的干预。因此,立法者、监管者和法院通过一系列的行动建立了一个区别于证券公开发行的、更为高效的私募市场。《投资顾问法》和《投资公司法》上的豁免与《证券法》上的豁免具有异曲同工之妙。

“通过豁免的规制”将私募基金及其管理人豁免于对证券公开发行、投资顾问以及投资公司的法律规制,方便了企业融资,促进了资产形成的效率,为投资者提供了更多的投资选择。更为重要的是,“通过豁免的规制”通过区分化的规制方法,缓和了过度规制的弊端。

2. 对“通过豁免的规制”的质疑和批评

对“通过豁免的规制”的批评主要包括以下三方面:

(1) 成熟投资者能否自我保护?

对“通过豁免的规制”最主要的批评集中于对“成熟投资者”的质疑上。

Morris 教授等认为,成熟投资者并没有得到最有利的合同条款,PE 基金市场并没有想象中那么有效率,成熟投资者仍然还需要证券法的保护。^{④⑥} 论者也对成熟投资者的标准进行质疑。比如,有论者认为,仅仅依靠资产的标准有失公平,拥有资产并不代表具有自我保护的能力。而很多精通财务和投资的人(比如金融专业的学生)却不满足成熟投资者的条件。

(2) 剥夺了零售投资者的投资权利

Shadab 教授认为,零售投资者也应该有权利参与到 PE 基金和对冲基金等另类投资中,以分享其收益。并建议:①取消对一般性劝诱的禁止,允许公开宣传;②允许私募基金向一般投资者募集。^{④⑦}

(3) 以私募市场代替对公募市场的改革,导致两大市场的分野

曾经担任 SEC 委员的 Karmel 教授认为,鉴于证券公开发行制度所存在的成本过高和低效率等问题,美国本来应该对证券公开发行制度进行改革,从而使得这套制度更具效率;然而,SEC 并没有这么做,而是创立了一个私募发行的市场。随着这一市场的不断壮大,其规模足以与公开市场相匹敌,为监管者带来新的挑战。^{④⑧} Zingales 教授也对美国公募和私募证券市场二元划分的批评,认为公募市场过于严格,私募市场过于宽松,应该适当加强对私募市场的规制,放松公募市场的规制。^{④⑨} 此外,批评者还认为,美国证券法上存在众多“成熟投资者”的概念,这些概念不够统一,带来了混乱和法律的过度复杂。

(4) 私募基金的不透明问题

从 1998 年长期资本管理公司濒于破产开始,监管者就开始担心对冲基金的系统性风险问题。之后,一系列对冲基金又表现出欺诈投资者、内幕交易等问题,进一步引起了监管者的忧虑。而 PE 基金虽然没有被发现上述问题,但论者认为,由于 PE 基金不够透明,没有发现上述问题并不代表不存在问题。总之,基于对系统性风险、市场秩序、投资者保护以及被投资企业的担忧,很多论者认为监管者应该掌握关于私募基金的某些信息,以对其潜在的风险作出评估。

3. 对“通过豁免的规制”的总体评价

“通过豁免的规制”是美国对私募基金长期以来坚持的政策。即使在 2010 年作为《多德法案》第 4 部分的《私募基金投资顾问注册法案》之后,通过豁免的规制亦未被政策决定者所否定。私募基金仍然可以利用

^{④⑥} Morris, Peter and Phalippou, Ludovic, A New Approach to Regulating Private Equity (February 16, 2011). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1762840> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1762840>, 最后访问日期: 2012 年 3 月 23 日。

^{④⑦} Shadab, Houman B., Fending for Themselves: Creating a U. S. Hedge Fund Market for Retail Investors. New York University Journal of Legislation and Public Policy, Vol. 11, No. 2, Winter 2008. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1160069>, 最后访问日期: 2012 年 3 月 23 日。

^{④⑧} Karmel, Roberta S. Regulation by Exemption: the Changing Definition of an Accredited Investor, 39 Rutgers L. J. 2008. 681.

^{④⑨} Zingales Luigi. The Future of Securities Regulation, Journal of Accounting Research, 47(2), 2009. pp. 391-425.

《1933年证券法》、《1934年证券交易法》、《投资公司法》上原有的豁免条款以及修订后的《投资顾问法》的若干新的豁免。因此,《多德法案》及SEC新制定的规则是对“通过豁免的规制”的调整和某种程度上的限缩。

论者对“通过豁免的规制”提出的批评各有其合理性,然而应该看到,没有任何一项政策是完美的,政策选择都是在各种相互竞争和冲突的利益之间做出的权衡。尽管存在个别成熟投资者并不具有自我保护能力的情况,但是成熟投资者作为一个群体比零售投资者更加具有自我保护能力是毋庸置疑的事实。虽然成熟投资者的标准有待于进一步改进,但以净资产为主的标准仍然具有合理性。

通过豁免的规制并不是不规制,被豁免的私募基金管理人仍然要受两方面的规制:一是豁免条件本身就构成对私募基金管理人资金募集方式和对象的规制;二是,无论私募基金管理人是否在《投资顾问法》和《投资公司法》注册,以及是否符合私募发行的条件,其均需要受证券法上反欺诈条款等内容的规制。

总之,美国联邦证券法上对私募基金的这些豁免条款,并不是像某些论者所称的属于“监管空白”(Regulatory Gap),而是立法者有意设计的。在这些设计的背后体系了政策方面的考虑。如果“填补”了这些“空白”,其结果可能是对投资者和整个市场的损害。^⑤然而,“通过豁免的规制”不应该被认为是“监管空白”,这是因为,首先,这些豁免条款本身就规定了私募基金的发行方式、投资者资格、转让限制等条件,属于“规制”的一种方式;其次,即使符合豁免条件的私募基金仍然受到反欺诈规则、受信义务等法律规范的约束。

(二) 对我国的启示

从上文对“通过豁免的规制”的分析和评价可以看出,该体制总体上是具有积极意义的。而且,就其自身所存在的问题来说,在发展的过程中也逐渐得到了修正和调整,因此值得我国学习和借鉴。

我国私募基金目前最为迫切的问题即为建立“通过豁免的规制”体制,亦即承认私募基金的合法地位,同时将其纳入不同于证券公开发行和公募基金的规制体制,主要包括《证券法》上的豁免和《证券投资基金法》上的豁免。就《证券法》上的豁免而言,首先需要扩大“证券”的概念,将信托计划份额、有限合伙份额、有限责任公司股权份额等投资计划纳入《证券法》的调整范围;其次,需要通过对发行方式的限定、对投资者数量和资格的规定、对投资者的信息披露以及对私募证券转让的限制建立起证券私募发行制度。就《基金法》上的豁免而言,首先应扩大“基金”的概念以囊括一切投资于证券市场的集合投资计划;其次,需将面向特定成熟投资者的基金规定为“私募基金”而无需遵守《基金法》的大部分规定,从而建立起一个灵活、高效的市场。

至于是否需要对私募基金及其管理人进行直接的政府干预,例如对基金管理人的信息披露要求等,则需要进一步的实证研究,分析我国目前私募基金行业是否存在市场失灵,并进行成本收益分析。只有在该行业存在严重的市场失灵,并且规制的收益大于成本之时,方可选择适当的规制工具对其予以适度规制。

(责任编辑:冯果)

^⑤ SEC委员Paredes在反对SEC投资管理部主任Donohue的国会证言时提供的书面证言。Andrew J. Donohue, "Regulating Hedge Funds and Other Private Investment Pools," Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session on Examining the Regulation of Hedge Funds and Other Private Investment Pools to Assist Regulators in Addressing Fraud and Preventing Systemic Risk in Our Capital Markets, July 15, 2009. <http://www.access.gpo.gov/congress/senate/senate05sh.html>. 最后访问日期:2012年3月22日。