

美国私募基金规范的发展及其启示*

郭 雳

内容提要:私募基金在美国证券法下历来享受品种、载体、管理人等三重注册豁免。近年来,回应其规模扩张、风险凸显以及零售化趋势,美国证监会(SEC)实施或拟议了注册规则、反欺诈规则、投资者资格规则等欲加强对其监管,但成效和评价参差。当前金融危机很可能促使私募基金以某种形式被纳入注册监管。

关键词:私募基金 非公开发行 豁免交易 证券监管 投资者保护

郭 雳,北京大学法学院副教授,法学博士。

围绕私募基金(私人股权基金)的热议近年来一直在持续。一方面,百仕通(Blackstone)集团上市、拜优(Bayou)基金欺诈、不谢之花(Amaranth)基金巨亏清盘等一系列事件引发了改革私募基金监管的呼吁。另一方面,尽管规模和交易额较巅峰时期略有下降,私募基金在空前动荡的金融现况下重要性则还可能会提升,甚至有望成为传统金融机构的救星。例如,美联储理事会于2008年9月22日发布政策公告,放松对在银行及银行控股公司非控制性持股的限制,冀望私募基金等在拯救银行体系中发挥更大作用。无独有偶,奥巴马新政府2009年3月推出的“公私合作投资计划”(PPIP),也意在吸引私募基金参与不良资产收购业务。与此同时,就是否强化以及如何强化私募基金规范,美国证监会(SEC)、联邦法院、国会间则存在分歧,学界亦有不同见解,各州法也不时发挥影响,国际压力增大,新现象、新矛盾仍不断产生,新格局渐现。

一 背景——私募基金的美国“豁免”之路

与私募基金相关的美国联邦证券法主要有1933年《证券法》(Securities Act)、1940年《投资公司法》(Investment Company Act)和《投资顾问法》(Investment Advisers Act)。传统上,在其各自框架内,私募基金援引不同条文,享受品种、载体、管理人的三重注册豁免。

(一)品种发行转让注册豁免

《证券法》第4(2)条为私募基金提供了品种豁免的法律渊源——不涉及公开发行之发

* 本文是国家法治与法学理论研究项目——我国非上市证券法律制度研究(司法部07SFB3028)课题成果之一。

行人的交易,联邦最高法院 Ralston Purina 案将其解读为“针对那些有证据表明能够实施自我保护的人所为之发行”。^[1] 沿此思路,SEC 于 1982 年颁布了非排他性“安全港”规则——D 条例(Regulation D),其核心条款规则(Rule)506 规定:购买者如果全都是获许投资者^[2],或者余下的也均属于成熟投资者且这部分投资者的人数不超过 35 位,^[3] 则可享受该注册豁免。该规则还强调,不得使用广告或公开劝诱的方式进行要约发行或出售。于是私募基金将对象锁定于符合 D 条例要求的富裕群体,同时募集时小心不去触碰公开劝诱方式的红线,确保免于发行注册。

(二) 基金载体注册豁免

《投资公司法》要求,任何主要从事或显示其主要从事投资、转投资、证券买卖的发行人,都须进行注册从而接受 SEC 监管,除非其符合该法下例外规定。作为发行人的美国私募基金,无论采取公司还是有限合伙形式,通常都会借助《投资公司法》第 3(c)(1) 或第 3(c)(7) 例外条款,免于载体注册。

第 3(c)(1) 条适用于:证券投资者不超过 100 人,且未公开发行其证券。第 3(c)(7) 条由 1996 年《全国证券市场促进法》创设并增补,适用于:证券全部由“合格买家”持有,且未采取公开发行。“合格买家”包括:(1) 拥有不少于 500 万美元投资的自然人^[4]; (2) 拥有不少于 500 万美元投资的家族公司;^[5] (3) 符合条件的信托组织;^[6] (4) 拥有不少于 2500 万美元投资的其他组织,其既可为自己,也可代理其他“合格买家”支配。^[7]

未得到豁免的投资公司(主要为共同基金)必须:(1) 向 SEC 报告承销、借贷、发行优先级证券、可投资领域、房地产及大宗商品交易、投资组合规模等。(2) 就其发行证券品种依《证券法》、1934 年《证券交易法》向 SEC 注册报告并向社会披露。^[8] (3) 依《证券交易法》第 13(a) 条提交和披露年报,并向投资者提供包括资产负债表、收入盈余表、投资组合及价值清单、管理人薪酬等的半年报。(4) 其经营活动,如保证金买入、卖空、承销规模、可发行证券品种、红利及资本利得分配等,受到直接限制。相反,私募基金借助两项例外实现载体豁免,从而在竞争中获得不受上述约束的灵活性。

(三) 管理人注册豁免

美国的基金管理人可以是个人、合伙组织或公司。《投资顾问法》要求,任何“直接或通过书面及出版物,就证券价值、投资或买卖证券的适当性,有偿提供咨询建议”的人,^[9] 应该

[1] 346 U. S. 119, at 124 - 25 (1953).

[2] 规则 501 定义了八种类型,主要包括资产或收入达到一定标准的金融机构、公司、信托等商业组织、自然人等,且对其没有个数限制。另见本文第二部分的讨论。

[3] D 条例下,“成熟投资者”被解读为“具备应有的商务知识和经验,使其能够评估投资所蕴涵的价值和风险”的主体,参见 SEC Rule 506(b)(2)(ii)。

[4] “投资”的定义不限于证券形式,其范围由 SEC 界定。参见 17 C. F. R. § 270.2a51 - 1 (2004); 另参见 Jack S. Levin, Structure Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions, P1008(6) (2003)。

[5] “家族公司”是指由两个或两个以上的兄弟姐妹、配偶(包括离异配偶)、直系亲属(生育或收养的)及其配偶所直接或间接拥有的企业。

[6] 这里的“条件”是指:(1) 此信托组织并非为获得该私募基金证券而专门成立;(2) 受托人或经授权管理信托组织的人、委托人及其他参与者均为“合格买家”。

[7] 第 3(c)(7) 例外条款中的“合格买家”与前述 SEC 规则 144A 中的“合格机构买方”有相当部分重合,但也存在差异。

[8] 除非 SEC 认定限制披露更有利于保护投资者并无损公益,参见 15 U. S. C. § 80a - 44(a)。

[9] 15 U. S. C. § 80b - 2(a)(11)。

作为投资顾问进行 SEC 注册。不过,私募基金的管理人历来同样享有豁免,依据是该法 203(b)(3)条“私人顾问豁免”的规定,即“在之前的 12 个月内,提供服务的客户少于 15 位,且其既未向公众显示自己为投资顾问,也没有担任依《投资公司法》注册的投资公司之顾问”,则可免于注册。

如何界定“客户”是私募基金管理人能否获取注册豁免的关键。截至 2005 年,SEC 对此一直采取宽松立场。有限合伙是美国私募基金的主要形式,通常管理人会以普通合伙人的身份参与,同时为基金提供投资决策服务。SEC 在 1985 年为担任普通合伙人的管理人提供了一个“安全港”规则:如果其是为基金作为整体提供服务,则基金本身将只被视为一个客户,即 SEC 将不实施“穿透”而把基金众多有限合伙人都列为其客户。^[10] 其后,该“安全港”被扩展适用到私募基金的其他载体——公司、有限责任公司(LLC)及商业信托。

综上,美国规范私募基金的模式特征是在给予其注册及监管豁免地位的同时,强调两方面的要求:投资者富有、具备识别和承受风险的能力,以及对公开募集、广告劝诱等严格限制。在淡化法律强制干预、避免 SEC 直接监管的情况下,私募基金所受的约束主要源于公司章程或信托契约。最近几年,这种状况正在出现深刻变化。

二 发展——监管边界的调整及其缘由

私募基金从各方面不断寻求豁免,与其基本特质密切相关,换言之,注册及其伴随的现行监管将从根本上改变其生存方式。首先,私募基金骄人回报很大程度上得益于其运营投资策略——大量借贷利用杠杆、融资买入及卖空、广泛的投资对象(包括受限制证券、衍生产品、不动产等非金融资产,由此实现分散投资)、较长的“锁定期”或较高的提前赎回罚金(减少短期行为)、较少披露和头寸要求带来的灵活度,而如前所述,这些被《投资公司法》禁止或严格限制,因此是注册者如共同基金无法实施的。其次,私募基金管理人典型的报酬模式是所谓“2 加 20”,即所管理资产的 2% 作为年度管理费,再加上投资盈利的 20%。然而,除非其服务对象免于《投资公司法》注册,《投资顾问法》一般禁止注册顾问获取此类基于绝对盈利的业绩回报。而且,联邦法律、金融业监督机构(FINRA,其前身即 NASD)规则等也规定有注册顾问的受托义务,限制其收费。这些都导致私募基金管理人倾向寻求注册豁免。最后,在治理结构方面,《投资公司法》对于设置独立董事、某些行为须经投资者授权等有明确要求,而私募基金力求管理人主导、投资者消极持有。

上述独特优势造就了私募基金的超额回报,促使其不断壮大。当它们膨胀到改变美国资本市场格局时,SEC 一贯的宽容态度逐渐发生变化。触发监管者介入的正是私募基金领域的标志性事件——1998 年“长期资本管理公司”(LTCM)危机。这家被认为最先进、管理资产高峰时达 1250 亿美元的基金,由于在俄罗斯市场的投资失败被迫清盘,造成 46 亿美元的损失,更几乎引发系统性危机,迫使纽约联储行长出面协调各大金融机构救助才得以使事件平息。^[11] 事后,美国几家金融监管者发起联合调查,结论建议:有必要对私募基金中的“危险分子”——类似“长期资本管理公司”的对冲基金加强监管。2003 年,SEC 完成了其

[10] 50 Fed. Reg. 8740.

[11] 一般参见 Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* (2000)。

自己“职员报告”,^[12]掀起了强化私募基金监管的序幕。

(一) 压缩管理人豁免的规则 [203 (b) (3) - 2]

在“职员报告”中,SEC 将对冲基金描述为一种“持有证券(及其他资产)组合的实体,其不依照《投资公司法》注册为投资公司,权益也不经注册公开发行销售”。2004 年 12 月 10 日,SEC 颁布“《投资顾问法》下对冲基金顾问注册规则”(“注册规则”)^[13]。该规则适用范围为具备下列三项特征的所谓“私人基金”,即(1)依《投资公司法》第 3(c)(1)条或第 3(c)(7)条豁免注册;(2)允许投资者在 2 年内要求基金赎回其持有份额;(3)以“投资顾问的能力或经验”等为基础营销。在该规则中,SEC 解释,“私人基金”实际上是对对冲基金的特征概括,^[14]并希望将其与私募基金和创投基金相区别。注册规则所称狭义的私募基金,^[15]“主要投资于非注册证券(通常流通性较差),基金存续期长,规定有截止日进行清算;投资者通常承诺应普通合伙人通知在基金存续期内分批出资;投资者没有或很少有要求基金赎回其持有份额的权利。”^[16]规则还认为,创投基金与狭义的私募基金类似,但主要投资于初创企业或公司的早期阶段。^[17]

注册规则要求:如果“私人基金”(即对冲基金)管理人服务的客户达到或超过 15 位,则须在 2006 年 2 月 1 日前依《投资顾问法》注册。在计算客户人数时,注册规则修改了以往安全港规则,SEC 将实施“穿透”,即把对冲基金的投资者(如有限合伙人)都列为客户,而不再只统计对冲基金的个数。这样一来,绝大多数对冲基金管理人都将被迫进行注册,因而其报酬安排将受《投资顾问法》限制,SEC 也将有权检查其账目。

SEC 认为,如此强化监管是对冲基金业发展现实的要求。第一,尽管发生了“长期资本管理公司”危机,但在 1999 - 2004 年间,对冲基金资产规模增长了 260%。第二,对冲基金零售化的趋势显现,例如对冲基金降低投资门槛、公募的“对冲基金”出现、越来越多的养老、大学及慈善基金投资于对冲基金,拉近了对冲基金与普通投资者的距离。第三,涉及对冲基金欺诈的纠纷和诉讼不断增加。^[18] SEC 希望通过注册规则,收集对冲基金管理人及其行业基本信息,加强对冲基金管理人监管,发现并抑制欺诈发生。

对冲基金业对注册规则反弹强烈。一些基金修改了协议,将“锁定期”延长到 2 年以上,以逃避该规则适用。更有基金管理人菲利普·戈德斯坦(Phillip Goldstein)联名自己所属管理公司、所管理的对冲基金起诉 SEC,要求法院对注册规则进行审查。2006 年 6 月 23 日,美国联邦哥伦比亚巡回上诉法院就戈德斯坦案裁决:注册规则穿透对冲基金来计算管理人客户的规定违背《投资顾问法》本意,规则无效。判词指出:《投资顾问法》未定义“客户”并不必然令其词义含糊,SEC 不能滥用其解释权;注册规则实质上改变了 SEC 一贯的安全

[12] Implications of the Growth of Hedge Funds: Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission 3 (2003).

[13] Registration under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, 69 Fed. Reg. 72,054, 17 C. F. R. 275. 203 (b) (3) - 2. 注册规则的大多数内容于 2005 年 2 月 10 日生效。

[14] Id., 69 Fed. Reg. 72,073 nn.222 - 23.

[15] Id., 69 Fed. Reg. 72,073 nn.224.

[16] 就投资对象而言,其接近于我国实践中的“产业基金”。同时有美国学者认为,SEC 注册规则如此区分对冲基金与狭义的私募基金,并区别对待,并不令人信服。事实上利用此标准规避或者寻求监管套利的现象已经出现。参见 Steven M. Davidoff, Black Market Capital, 2008 Colum. Bus. L. Rev. 172, 212 (2008)。

[17] 69 Fed. Reg. 72,073 nn.225.

[18] 69 Fed. Reg. 72,055 - 58.

港规则,但对这种改变,SEC 未给出令人信服的理由;注册规则可能引发利益冲突,如管理人将向对冲基金和投资者同时负有受托义务,而后两者利益并不一致。^[19] 基于此,法院认为注册规则所体现的 SEC 重新解读不免武断,应予否定。^[20]

(二)反欺诈规则[206(4)-8]及其他拟议规则

戈德斯坦案受挫,未使 SEC 停下加强私募基金监管的脚步。2006 年 12 月,SEC 依据《投资顾问法》公布“反欺诈规则”[206(4)-8]征求公众意见,2007 年 8 月该规则正式定案并于 2007 年 9 月 10 日实施。^[21] 美国联邦证券法的一个特点就是其反欺诈条款不受注册与否的限制,因此反欺诈规则的适用范围被描述为“集合投资载体”,既包括依《投资公司法》注册的共同基金等,也涵盖了私募基金(该规则未再区分对冲基金和其他类型私募基金)。该规则禁止美国或境外的“集合投资载体”顾问(管理人)针对投资者或潜在投资者,进行:(1)虚假或误导性陈述(有列举例示);(2)其他欺诈活动(没有列举例示)。有别于《证券交易法》下著名的 10b-5 规则,反欺诈规则并不限于涉及实际发生证券买卖的欺诈,这与《投资顾问法》的授权条款一致。

反欺诈规则明确不创设私人诉权,但违反者将面临 SEC 启动的民事诉讼或行政程序等执法措施,司法部能否在刑事追诉中运用该规则并不清楚。规则中值得注意的一点是,SEC 无须证明违反者基于故意,即可采用过失标准。汲取戈德斯坦案教训,反欺诈规则特别声辩:其所规范行为是清晰的,没有额外增加基金管理人的现有负担;对于私募基金管理人,也没有创设新的对于投资者或潜在投资者的受托义务,不过,违反其他联邦法律、州法、合同项下已有的受托义务,仍可能触发 SEC 依据该反欺诈规则的执法行动。

与反欺诈规则同时公布征求意见的另一项拟议规则准备提高私募基金自然人投资者的资格要求。该拟议规则规定,援引《投资公司法》第 3(c)(1)条豁免的私募基金(创投基金除外),要取得品种发行注册豁免,则其自然人投资者除须满足前述 D 条例“获许投资者”的条件,还需要拥有至少 250 万美元的投资。^[22] 由于面对更大的异议,该拟议规则尚未被采纳。此外,SEC 在 2007 年夏又推出了一项全面调整 D 条例“获许投资者”标准的拟议规则,^[23] 建议对于“大型获许投资者”放松广告或公开劝诱的禁止,但同时明确私募基金不在放松之列。反欺诈规则以及这些拟议规则显示,SEC 对于私募基金戒心仍重,有意强化控制。

(三)私募基金接近公开市场的尝试与其他法律的影响

为提供更好的流通性,同时保持不被 SEC 打扰,美国金融界干脆开辟了一类独立的市场。2007 年,高盛率先推出“GSTRUE”(高盛可交易非注册股权店头市场),两家私募基金管理人成为首批挂牌者。随后,(当时尚独立存在的)贝尔斯登、JP 摩根、纳斯达克等都推出了各自市场,美林、摩根斯坦利、花旗及(现正破产清算的)雷曼兄弟则联合成立“OPUS”市场。2007 年 11 月,这些投行宣布将合并这些市场,组建更大的“Portal Alliance”。^[24] 近似于

[19] 为避免一仆二主的局面,类似地,通常股东也不被认为是公司所聘律师的客户。

[20] Goldstein v. S. E. C., 451 F.3d 873, 371 U.S.App. D. C. 358 (2006).

[21] Prohibition of Fraud by Advisers to Certain Pooled Investment Vehicles, Release no. IA-2628 (Aug. 3, 2007).

[22] Accredited Investors in Certain Private Investment Vehicles, Release No. 33-8766, 84,048 (Dec. 2006).

[23] Revisions of Limited Offering Exemption in Regulation D, Release No. 33-8828 (Aug. 2007).

[24] 参见 Reuters, 12 Firms Unite for Trading in Unregistered Securities, Nov. 13, 2007.

规则 144A 私募交易市场——PORTAL, 上述市场的参与者都被限定于高端机构投资者, 实践中通常为拥有 1 亿美元以上可投资资产的机构,^[25] 现行公私募分隔格局不致打破, 因此 SEC 也不便干涉。

然而与此同时, 私募基金的高回报吸引着风险偏好较高的普通投资者跃跃欲试,^[26] 传统豁免体制带来的市场区隔特别是 SEC 渐趋严厉的态度, 更诱发私募基金业渴望迂回地开发数量庞大得多的普通投资者。双方意愿交汇, 于是近年间出现了以各种变异方式来实现两厢接近。(1) 私募基金管理人公开发行并上市。私募基金这个载体本身无法公募, 但管理人作为一家服务机构却没此等障碍。2007 年, 以百仕通集团为代表的四家私募基金管理人进行了公开发行, 市场反响热烈。(2) 特殊目的收购公司 (SPAC)。其设立目的就是稍后 (通常约定 18 - 24 个月内) 收购别家已运营的公司, 资金源于 SPAC 的首次公开发行, 但其时收购对象尚不确定。SPAC 实际上非常类似于并购类型的私募基金。^[27] (3) 商业开发公司 (BDC)。BDC 通常由私募基金管理人发起并进行公募, 其须依《投资公司法》注册但监管较宽松, 主要投资于与该管理人旗下私募基金交易相关的债权类证券 (SEC 对其关联交易有一定限制), 往往被称作私募基金的替代品销售。^[28] 类似的与私募基金挂钩、面向公众市场的品种还包括对冲基金型交易所交易基金、结构性信托收购公司等。甚至共同基金中也出现了一类分支, 在《投资公司法》允许的范围内, 尽可能地模仿私募基金的运作方式, 晨星评级公司 (Morningstar) 将其单独列出, 冠名为“多/空头基金”类。

私募基金拓展空间的另一动向是移师海外。爱尔兰、荷兰、澳大利亚、新加坡、中国香港等地对于私募基金涉足公开市场都较宽容。2006 - 2007 年, 许多私募基金到欧洲, 如伦敦股票交易所、EURONEXT 首次公开发行并上市, 其中包括知名管理人 KKR、Apollo 旗下的私募基金。这虽是美国监管体制下的无奈之举, 但客观上也有间接试探美国投资者兴趣的作用。Ripplewood 基金在 EURONEXT 交易所公募上市时, 还特别留出部分股票, 向符合条件的美国投资者进行了私募发行。

虽然联邦证券法是美国证券监管最重要的渊源, 但其他法律、甚至有时看似并不相关的某些州法, 也可能产生影响。例如, 具公共资金性质的机构 (如州县集合养老金、公立大学基金等) 正逐渐成为私募基金重要的资金来源, 而根据各州相继颁布的《信息自由法》(FOIA), 这些机构有义务向公众披露其投资去向。有人据此起诉, 强制有关私募基金公布其投资情况。这种要求比起 SEC 注册规则, 可能更令管理人难以接受, 其中一些有实力者索性开始拒绝公共资金机构入资, 公众则又起高回报投资渠道受阻之弹。于是, 许多州又增加了例外情况, 限制类似信息的公开, 但范围和效果并不一致。因此, 有论者呼吁重视这一问题, 建议起草示范版本, 以统一各州实践。^[29]

[25] 17 C. F. R. § 230.144A(a)(1) (2007).

[26] 参见 Alexander Peter Groh & Oliver Gottschalg, *The Risk-Adjusted Performance of U. S. Buyouts* (Nov. 14, 2006), available at <http://ssrn.com/abstract=876273>.

[27] 参见 Lola M. Hale, *SPAC: A Financing Tool with Something for Everyone*, 18 *J. Corp. Acct. & Fin.* (2), 67 (2006).

[28] 参见 Geraldine Fabrikant, *Private Firms Use Closed-End Funds to Tap the Market*, *The New York Times*, Apr. 17, 2004.

[29] 参见 Steven E. Hurdle, Jr., *A Blow to Public Investing: Reforming the System of Private Equity Fund Disclosure*, 53 *UCLA. L. Rev.* 239 (2005).

三 启示——体系重塑与制度构建

私募基金发展至今,已成为美国资本市场重要部分。2007 年底,仅对冲基金管理资产估计达 2.8 万亿美元,较上年增长约 17%;2007 年一年,并购基金在美国境内融资 2550 亿美元,较上年增长约 19%;该年度并购交易总额的 28% 源于私募基金。^[30] 面对这样一个在暗处不断膨胀的力量,SEC 的疑虑显然可以理解,尤其是身处从安然事件到次贷危机,其声誉下滑、权威性受到质疑的时期。原华盛顿大学(圣路易斯)法学教授特洛伊·帕里德斯(Troy Paredes)在分析“注册规则”时,就认为其出台具有政治和心理的两大诱因。^[31] 简言之,一则量变引发了质变,二来时局已不容再有失,驱动了 SEC 收紧对私募基金的监管。

应当指出,对于上述一系列监管变化,即便 SEC 内部也存在不同意见。在表决提议和通过“注册规则”时,当时 5 位 SEC 委员中的 2 位——格拉斯曼(Glassman)和阿特金斯(Atkins)都投了反对票,认为:此举会加重私募基金业的负担,也将分散 SEC 有限的监管资源,削弱其核心使命的完成——保护公众投资者,还与之前 SEC 立场存在矛盾。^[32] 帕里德斯教授在前述论文中也表达了对 SEC 过度监管趋势的忧虑。值得注意的是他于 2008 年 8 月宣誓就任 SEC 新一届委员,显示 SEC 内不同的声音还可能延续。^[33]

(一) 建言监管者

面对变化了的局面,包括 SEC 在内的监管者应有所作为。笔者谨提出三点见解:

第一,研判主要风险,确定相应措施。私募基金带来的风险集中在两方面:规模大、杠杆率高、行踪飘忽引发的系统性风险,以及投资者保护风险。后者是 SEC 一贯的重点,前述反欺诈规则及其他拟议规则多着眼于此,而夭折的注册规则本意兼顾两大风险。如果研究确认系统性风险是主要矛盾所在,则从监管分工和效率的角度,美联储应当扮演领袖的角色。而且,伴随当下美国投行业格局巨变,美联储作为综合监管者的地位事实上也空前强化。同时,麦道夫“庞兹骗局”等问题频发,也佐证了对 SEC 监管松弛的指摘,其所提的指控创 1991 年来新低,回归并加强投资者保护“主业”十分必要。当然,这两类风险在很大程度上是互为因果,彼此影响的。投资者的特殊性决定了私募基金的个性和法律空间,而其业绩的不确定性又对投资者构成提出了要求。无论如何,SEC 必须在私募基金新型监管整体架构中找准自己的位置和作用点。

第二,将注册和监管分开考虑。注册规则遭致的巨大反对其实源于私募基金对将处于严格限制的恐惧,而注册对于 SEC 了解行业情况又非常重要。SEC 不妨考虑:首先,扩大目前注册范围,但同时根据投资者的具体构成,适当放松《投资公司法》《投资顾问法》就特殊

[30] 参见 Davidoff, at 174. 可以对照的一个数字是,2002 年底美国共同基金管理资产约 6.4 万亿美元,引自 SEC“职员报告”1. n4. 但必须考虑私募基金通常可使用很高杠杆,力量惊人。

[31] 参见 Troy A. Paredes, On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC's Regulatory Philosophy, Style, and Mission, 2006 U. Ill. L. Rev. 975 (2006)。

[32] Dissent of Commissioners Cynthia A. Glassman and Paul S. Atkins to the Registration under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, 69 Fed. Reg. 72,054.

[33] 在其另一篇相关主题论文中,Paredes 教授主张 SEC 应采取选择性或建议性,而非强制性的规则。参见 Troy A. Paredes, Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of Securities Regulation, available at <http://ssrn.com/abstract=984450>。

类别的限制,^[34]在尊重私募基金生态特性的基础上增强其注册动机。^[35]其次,两者将各有侧重,注册关注投资者适格性(个别风险),监管控制投资策略和操作(系统风险),与前述两类风险也密切呼应。最后,目前许多私募基金都在从事商品期货交易并且数额巨大,因此已以商品综合商或交易顾问的身份向商品期货交易委员会(CFTC)进行过注册。显然,有必要加强监管协调,减少合规负担。

第三,重视对私募基金变异方式和海外拓展的规制。原有豁免体制下的二元对立催生了变异方式,这些方式在追求形式合规的同时又引发新问题。例如,以人力资本密集为特征的管理人公募上市,融资后必然会又带来大量关联交易和利益冲突;公众投资者间接参与私募基金,取道的竟是风险更高且重叠的普通合伙人——基金管理人。^[36]再比如,SPAC的特性决定了它不可能真正像私募基金那样分散投资,降低风险。^[37]任由私募基金海外公发上市,一则削弱美国资本市场在全球的竞争力,二是美国投资者仍有可能间接参与,却得不到美国证券法的保障。从公平角度出发,美国也不应放任变异方式,且须推动世界范围内的协调合作以抑制监管套利。

监管并非没有成本。在金融危机肆虐的当下,加强监管的主张更容易获得支持,然而,从豁免到约束,SEC必须有效地论证其合理性。更全面地掌握私募基金信息,更科学地分类并体现差异化监管,更深入地分析比较成本收益,外界对于SEC的期待甚殷。笔者并不把戈德斯坦案视为是对SEC的简单否定,法院是希望SEC在改变自身一贯立场时,能提供更令人信服的证明,而不是仅仅借助于对单部法律、某一条款、个别字眼的重新解读。这其实更是一种鞭策。

(二) 立法机构的推动

法院和SEC都已感受并揭示出法律解释和执行的边界,美国国会就有必要决断。2009年1月29日,两位联邦参议员提交了一份法律草案(S.344)以修改《投资公司法》,^[38]要求管理5000万美元以上资产的私募基金向SEC注册。如果该基金能满足SEC关于账簿保有、信息提供和检查、建立反洗钱机制等要求,则其可作为新增一类(第6条)特殊的投资公司注册;^[39]否则,必须依照普通的投资公司(第8条)注册并全面遵守该法约束。注册之外,第6条下私募基金还被要求至少每年提交一次情况报告。向SEC的该电子报告也对社会免费公开,包括:其自然人和机构投资者(直接或间接)的总数及所有的姓名及地址、权益结构、最低投资门槛、与金融机构的关系、主要账户管理人和经纪商、资产现值等信息。

[34] 超过SEC解释权和裁量权的内容,需要美国国会修改法律或提供授权来实现。见下文讨论。

[35] 实际上即便是在原有规范下,也仍有不少私募基金管理人自愿依《投资顾问法》向SEC注册。其意图在于籍此向外界传递基金高品质的信号、减少投资者自我保护性交易成本、以及符合受特殊投资安全限制之养老基金等的要求。调整管制强度有助于吸引更多的基金管理人注册。

[36] 当然,作为基金管理人公募上市证券的持有人,公众投资者在这个环节上还可受到有限责任的保护。

[37] 典型的SPAC公司章程规定,融资额的60%—80%必须投入到其第一个并购项目中,这决定了SPAC投资集中。而且考虑到资金沉没成本,其公司股东往往欲罢不能,对管理人的制约较弱。

[38] 参见Hedge Fund Transparency Act (Senate 344, Congress 111th),由参议员Charles Grassley(共和党)和Carl Levin(民主党)提出。尽管以对冲基金冠名,该草案所涵盖的范围远不止于此。根据定义其还包括创投、狭义的私募基金、并购基金、部分房地产基金以及在证券化、衍生品交易中常见的特殊目的载体(SPV),而且草案不同寻常地未含有过渡期、祖父条款、安全港规则等。2007年,Grassley曾针对《投资顾问法》以大致相同内容提交过草案,但当时反响不大。

[39] 草案将现行《投资公司法》第3(c)(1)条和第3(c)(7)条(“例外项”)移作新增的第6(a)(6)条和6(a)(7)条(“豁免项”)。

参院草案显然试图构建分类监管,通过加大但尚温和的干预,使 SEC 及公众可获知私募行业更多信息。该注册要求还很可能意味着将上述私募基金视做依《投资公司法》注册,从而使其管理人也丧失按《投资顾问法》第 203(b)(3)条免于注册的资格。实际上几乎与此同时,众议院也引入另一项法律草案(H. R. 711),^[40]建议修改《投资顾问法》,干脆废除第 203(b)(3)条。显然假如通过,两法案可谓是对戈德斯坦案结果的实际推翻及理由和呼吁的回应。

私募基金界对此当然反对,质疑:草案标榜的透明度对于成熟投资者没有多少意义,相反披露将吓退许多不愿曝光身份的参与者(尤其是国外客户),加剧资金和市场外流;私募投资诀窍可能被暴露和仿效,合规成本会大增,一些小企业将因此更难获得私募资金支持;注册未必带来风险下降,世纪巨骗麦道夫恰恰是经 SEC 注册的投资顾问。更令其焦虑的是,一旦私募基金被正式纳入注册体系,SEC 更为严厉的监管措施随后还将接踵而至。奥巴马总统的首席经济顾问、美联储原主席“铁腕”沃尔克就刚建议过,对于规模巨大的私募基金,还应施加资本、流动性和风险管理等全面限制。

虽然两部法案的通过要找妥各自在对方议院的匹配版本,虽然最终条文和悬疑之处尚待推敲(例如对离岸基金的适用性),但现实预示私募基金以某种形式被纳入注册监管的变局或将到来。毕竟以索罗斯为首的四位私募投资界巨擘 2008 年 11 月到国会作证时都承认:某种形式的联邦监管是恰当的,投资者应有更大的知情权。奥巴马新政府中的财长盖特纳、SEC 主席夏皮罗都支持要求对冲基金注册。2009 年 3 月 26 日,美国财政部向国会建议全面整顿金融监管,私募基金即作为减少系统风险的目标之一。随后 4 月 2 日,G20 伦敦峰会声明也要求将具有系统重要性的私募基金纳入监管体系。不难看出,上述美国国会草案在相当程度上体现了并有必要继续考虑笔者的见解,其提出亦印证了当下所发动的是对私募法律体系的全方位反思和重塑。

[Abstract] Private equity funds have long been largely exempted from registration under the U. S. securities law framework in terms of issuance, vehicle and adviser. In recent years, in response to their enormous expansion in scale, risk exposure and retailization tendency, SEC has strengthened its supervision on PEFs by implementing or proposing new rules on adviser registration, anti - fraud, and investor qualifications. Such tightening on exemption brought in different results and hassles. Shadowed in the ongoing severe financial crisis, the newly proposed Congressional legislation may regulate the private equity funds into a new registration regime.

(责任编辑:陈 洁)

[40] 参见 Hedge Fund Adviser Registration Act (H. R. 711, Congress 111th), 由众议员 Michael Capuano (民主党) 和 Michael Castle (共和党) 于 2009 年 1 月 27 日提交。