

我国私募基金法律问题探讨

胡 炜

(盐城师范学院经济法政学院 江苏盐城 224051)

【摘要】近年来伴随着证券市场的蓬勃发展,我国私募基金的市场规模迅速扩张。私募基金在我国的发展年代较短,因此赋予其应有的法律地位,是我国证券市场经济发展的必然要求。本文重点探讨私募基金的具体法律制度构建问题。

【关键词】私募基金 法律制度构建 风险管理

目前我国法律对“私募基金”没有明确规定,私募基金是对证券市场上采用私募方式募集资金、进行证券投资的这一类现象的总体说法。在证券投资市场更为发达的国外,常用如“Private Fund”来形容不涉及任何公开发行的发行与交易。戴相龙研究认为,广义的私募基金是由出资者共同出资形成基金池,按照共同出资、共同受益、共担风险的原则,运用现代信托关系机制,将资金交由投资专家运作和管理,主要投资证券等金融产品或者其他产业部门,以实现预定的投资目的的投资机构、投资组织和投资制度。故本文所探讨的私募

基金是指通过非公开方式发行的、面向少数特定投资者募集资金的证券投资基金,也称作向特定对象募集的基金。

一、私募基金的特征

一是发行方式的非公开性。各国私募基金都只能通过非公开方式募集资金,不能通过发布招募说明书或者任何的传媒广告来吸引投资者。这是私募基金的标志化特征,它也因此而命名。

二是募集对象的特定性。私募基金由于非公开的发行方式,注定只能是以私人介绍为主,这也说明私募基金面对的

情,在网络舆情事件中主动发声,消除网络负面信息或谣言。

3. 互联网平台、移动终端平台:特色化、情感化税务印象。互联网平台和移动终端平台与传统媒体平台相比,信息传播更为迅速、互动反馈即时,适宜塑造特色化、情感化的税务形象。与传统媒体平台的群体式交流不同,微博平台更强调个体交流,带有较多个人风格和价值取向,“人性化”、“情感化”交流能够获得较好的接受认同。政务机构和公务人员微博排行主要依据三个指标:微博活跃度、微博传播力和微博亲和力。陕西省政务微博开通早、影响大、接受效果好。截止到2012年12月1日,腾讯微博中经过认证的陕西省政务微博已有1300个,其中包括540家党政机构微博,760位官员微博。覆盖到的机构部门很广,包括公安系统、司法系统、卫生系统、民政、商务、交通、税务等二十余个党政部门。排名前20位的政务微博中,并没有税务系统。参考排名第一的“西安公安”官方微博,以及粉丝逾11万的“广州税务”官方微博策划,有实际意义。

税务微博体系包含“官方微博”,“官员微博”,和“职能部门微博”三个方面。官方微博侧重利用其官方严肃性、权威性,发布国家税收政策及解读,如营业税改增值税相关政策与解读;官员微博侧重利用其广泛性,以点带面发布税收相关政策及知识,职能部门微博侧重利用其专业性,对相关具体业务进行解读或对相关政策进行分析。

社会管理技术是随着时代的发展而不断进步的,互联网的广泛覆盖改变了民意诉求的表达渠道、表达方法和表现形式,也对传统的社会管理方式提出了极大的挑战。这要求在信息传播的方式方法上,适应互联网发展规律,摒弃刻板、高高在上的官僚形象,强调平等人性、亲切自然,如2012年汉中国税官方微博:

“汉中国税(@hanzhongguoshui)温馨提醒#各位亲们,办理车辆购置税缴税手续,可以带上银联卡在办税服务厅通过POS机刷卡缴税哦。如果不愿使用银联卡也可以现金缴税,但一定要注意安全哦。现在办理车辆购置税缴税手续不用再跑银行啦,在办税服务厅就可以一次搞定!”

“12366,听得见的纳税服务”亲们,遇到涉税问题欢迎拨打12366纳税服务热线,接通后按“1”是税务,按“2”是地税哦!”这些幽默活跃的“网言网语”、喜闻乐见的创新形式,具有更好的沟通效果。

正视新媒体工具的传播优势,以开放包容的态度合理利用新媒体工具强化税务宣传效果、延伸纳税服务平台,结合新媒体时代传播环境变迁,塑造公正、廉洁、文明、高效的税务形象,是新时期税务系统深入贯彻十八大“党风廉政建设”精神,推进“全面建设小康社会”的重要议题。依托新媒体时代传播平台拓展和传播工具变化,构建税务形象塑造全传播体系,对于税务系统健康发展裨益良多。○

是少数特定具有丰富投资经验和较强风险意识与承受能力的投资者,其资产规模也较大。

三是投资侧重高收益性。私募基金为了追求高利润,在投资方式上比较灵活,基金的管理人往往是依靠灵活运用证券投资手段进行深入而广泛的市场调研。

四是政府监管的宽容性。相比于公募基金法律监管,政府对私募基金的监管显得格外宽容:首先在融资限制上,私募基金通过各类衍生工具扩宽自身资金渠道,以获取更多的利润(当然这也使得风险随之增加)。其次在设立和管理方式上,国际上私募基金的成立不需要注册,即所谓注册豁免原则,但是有部分学者认为根据中国现实的市场和投资者因素,还不能将此项原则纳入。最后在信息披露要求上,私募基金多是以一年或者半年为一个周期进行私下告知,内容也多是实质信息而非运作的具体内容。

五是风险管理和利益机制的紧密性。私募基金的管理人、发起人为了增强这种利益上的紧密性以吸引投资者,往往会以自有资金投入私募基金中去,而且会承诺由自有资金先行承担亏损。

二、美英及我国港台地区的私募基金法律制度概览

1. 美国私募基金法律制度。虽然美国法律对私募基金的规范也没有专门的法律规定,但是作为资本经济发展最成熟的国家之一,美国规范私募基金的法律制度可以称作是健全而先进的。美国的证券监管机构证券交易委员会(SEC)确立了私募豁免制度,不提倡对其信息披露、内部运作、风险控制直接监管,而是采取严格条件下的豁免,从而保护投资者利益。其内容包括:

(1)合格的买家。SEC关于合格的买家要求:第一,资产上,自然人投资者拥有超过500万美元的证券投资,且持续前两个年度的收入超过20万美元或家庭总收入高于30万美元;法人投资者拥有超过500万美元的证券投资。第二,资历上,具有相当的财务或者基金投资资历。上述两方面是为了保证投资者具备相应的投资和风险承担能力。

(2)合格的基金管理人——投资顾问。根据1940年美国《投资顾问法》203节(b)(1)规定,投资顾问的全部客户均在该投资顾问的主要营业所所在州的范围之内,且该投资顾问就任何全国性证券交易所上市或特许未上市证券提出建议、分析和报告。203节(b)(3)规定投资顾问在前12个月内客户总数少于5个,且既不公开以投资顾问的身份营业,又不作为《投资公司法》规定的投资公司或者《投资公司法》第54节规定的商务开发公司的投资顾问。

(3)3(C)(1)条款和3(C)(7)条款,这两条款是1940年美国《投资基金法》确立的私募基金主要法律依据。3(C)(1)条款要求对应其设立的私募基金的投资者数量控制在100以内。同时,若出现因离婚、丧偶或者是其他非主观事件获得基金,也不违法。所以100人限制并非不可破除。3(C)(7)条款的重要意义在于SEC规定依据该条款设立的私募基金,其管理

者不需要成为投资者。

(4)合格的发行。美国的D规则禁止对私募发行进行任何如杂志、报纸、广播、电视、互联网等媒体及类似的宣传和推广,这也成为全世界对私募基金非公开发行的准则。D规则对发行人的监管比较宽松,只要求排除曾有过欺诈行为或者曾被SEC判定不予发行资格的人。

2. 英国私募基金法律制度。英国政府制订了《金融促进法》、《金融服务法和市场法》、《集合投资(豁免)发起条例》和作为首要规范的《金融服务法》,来规范全英投资基金的市场运作,其中就包含私募基金。英国的私募基金主要指“未受监管的集合投资计划”。即指不向英国普通公众发行的,除受监管的集合投资计划之外的其他所有集合投资计划,也指不受《2000年金融服务和市场法》238(1)条款约束的投资计划。

英国对私募基金的监管最特别之处在于监管体制:以行业协会和场所的自主监管为主,政府非必要外不干预市场。

3. 我国港台地区私募基金法律制度。香港作为亚太地区的金融中心,已经建立了相当完善的私募基金准入监管制度。香港金融市场的主管机关为证监会,规范基金的主要法规为《证券及期货条例》和《单位信托及互惠基金守则》。香港证监会对信息披露制度有专门的《对冲基金汇报规定指引》。证监会在协助私募基金发展的同时充分保障了投资者利益。香港对所有的资产管理活动实行牌照准入,从事私募基金业务的公司和个人须从其直接或者间接监管机构获得牌照或者注册,并且持续地接受监督。此外,2003年又出台《基金经理操守准则》来监督相关从业公司和人员的行业行为操守。香港证监会近年来又出台不少相关措施,促进私募基金发展。首先,对已经在其他司法管辖区内获得同等资格的私募基金管理人提供牌照简易审批程序,以此提高审批效率,吸引优质私募基金公司进入香港市场。其次,证监会主动采取措施,同步公布行业中较有代表性的基金公司的运营概况,为整个私募基金行业的发展提供指引。最后,证监会在观察基金公司后会向基金经理人发出函告,告知其还应补充的监控措施和应匹配的行业行为操守。

我国台湾地区发布了《证券投资信托事业证券投资顾问事业经营全权委托投资业务管理办法》,标志着台湾已经允许契约型私募基金的存在,主要涉及管理人资格、私募基金组织形式、第三方制度、最低投资及信息披露制度等方面。此外,台湾通过出台《证券交易法》及其实施细则等一系列法律法规详尽规范私募基金设立、发行和运作。台湾地区的金融监督管理委员会负责对包括私募基金在内的金融行业实行监管。

4. 小结。我国具有特殊的国情和社会制度,又处在社会转型时期,我国的私募基金发展既面临着投资市场活跃、需求快速增强的客观机遇,又需要克服人才储备不足、法律法规缺位、行业规范混乱的内部危机。因此私募基金法律制度构建应当注意以下几点:

一是倡导政府监管和自主性管理并重。英美两国的两种监管模式国际上应用最广泛,美国侧重政府对证券市场的参与,英国强调行业机构的自主性管理。近年来,两种模式在相互取长补短,克服政府监管型模式下经营模式缺乏灵活性、行业自主型模式下过分依赖参与者的自我约束的弊端。

二是强调对人的要求。私募基金运作通常资本金额大、风险高,对投资者和管理者的经济实力和专业能力都有严格的要求,应当获得行业机构和监管机构的许可才能参与。将投资者的注册资本或者净资产规模同投资规模挂钩,将管理者的经营资历或者信誉同管理准入挂钩,将投资者和经营者的专业背景同行业准入挂钩。

三是给予运作上的自由。由于非公开发行的特性,私募基金不需要向社会公众披露具体的运作过程,政府也不需要特意对其运作过程进行过多的限制,应当让管理者享有一定的自由,能够充分利用私募基金经营模式上的灵活性为投资者带来更大的收益。我们提倡在合理限制下的充分自由,在保证证券市场运作秩序的情况下,通过自由的经营和自主管理来推动私募基金的健康发展。

四是信息披露和风险揭示的必要。私募基金设立后,管理者应当定期向投资者和监管机构报告资金的投资情况及资产状况,确保投资者和管理者之间的信息对称,以便投资者和监管机构能及时了解运作情况,做出风险预估,在第一时间采取必要措施防范风险。

三、我国私募基金法律发展存在的现实问题

1. 我国私募基金的现实法律空间。我国目前尚无针对私募基金行为的专门的法律规范,包括《证券法》、《公司法》等与私募活动密切相关的法律法规中都没有出现过“私募”或“私募发行”的字样。但是,本着发展的眼光,我国的《公司法》、《合伙企业法》等在具体规定上给私募基金的存在和发展留下了法律空间。

(1)《公司法》与公司型私募基金。《公司法》第七十八条规定:“股份有限公司的设立,可以采用发起设立或者募集设立的方式。发起设立,是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司。募集设立,是指发行人认购公司应发行股份的一部分,其余股份向社会公开募集,或者向特定对象募集而设立公司。”其中第三款“向特定对象募集而设立公司”为公司型私募基金的设立提供了法律依据。

(2)《合伙企业法》与有限合伙型私募基金。《合伙企业法》第三条第三款规定:“有限合伙企业由普通合伙人和有限合伙人组成,普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任,有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。”有限合伙制将知识资本和金钱资本结合到一起,也为私募基金的组织形式提供了较为简便的方式,这也是国际上的主流形式。这一方式大大降低了私募基金在设立过程中的门槛,也使得经营方式更加灵活。此外,当私募基金管理人作为普通合伙人具体运作资金时,受到较大风险的制约,以此平

衡金钱资本和知识资本在投入和收益上的矛盾。

(3)《证券法》。私募基金的管理者将私募基金投资到股票、债券领域,进行发行和交易,必然要受到《证券法》的管理。①《证券法》第十条规定:公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准;未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行证券。有下列情形之一的,为公开发行:(一)向不特定对象发行证券;(二)向累计超过二百人的特定对象发行证券;(三)法律、行政法规规定的其他发行行为。非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。上述内容虽没有直接规定什么是非公开发行,但是从一个侧面指出了非公开发行的特征,建立了私募基金的法律根基。②在交易中,虚假陈述、操纵市场、内幕交易等违规欺诈行为也会因为私募基金投资的隐蔽性和灵活性更加容易发生,这些都需要《证券法》加以规范。

(4)《证券投资基金法》。我国的《证券投资基金法》在出台过程中,曾试图将“向特定对象募集的基金”纳入其直接规范体系,并在草案中以第101条规定:“基金管理公司或者国务院批准的私募发行的名称,必须具有私募发行的性质。”但这一规定最终被删除,只在第十二章附则第一百零一条规定:“基金管理公司或者国务院批准的其他机构,向特定对象募集资金或者受到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。”这就意味着我国现行的《证券投资基金法》虽未对私募基金加以规定,但是出台规范的发展趋势是十分明确的。

2. 我国私募基金面临的法律问题。

一是私募基金的组织形式泛灰化。所谓组织形式泛灰化是指虽然现实中私募基金已经存在并且有一些法律法规如修订后的《公司法》、《合伙企业法》等也承认私募基金业务并不违法;但是对私募基金的确切含义、业务规则、经营模式、监管机构等涉及实际组织形式及运作方面,《证券法》、《信托法》等都没有明确的规定。在这样的情况下,我国的私募基金运行过程中将面临找不到完整成熟的可依据的法律来规制自己的行为,以致面临巨大的法律风险。

二是参与私募基金的当事人不具备相应资格。一方面,许多投资者对私募基金认识有限,缺乏必要的风险意识和专业背景。有些投资者将资本与资格同等看待,对投资私募基金存在盲目认识,认为拥有相当的资本实力就可以参与私募基金投资,这种贸然投资行为加剧了投资风险。另一方面,现有的私募基金管理人,真正拥有相应经营资格的只是少数。投资者在辨别管理人好坏上缺乏引导,这样会导致双方在私募基金运作过程中产生分歧,影响当事人利益。

三是操作股价、信息发布不对称等欺诈行为缺乏监管。由于我国私募基金的整体法规尚未出台,以致影响监管制度的形成,基金运作中发生的管理人联合上市公司操作股价、利用信息发布不对称等欺诈行为的监管缺乏力度。这些都阻

碍了私募基金市场的健康发展,严重影响整个证券市场的交易秩序,导致中小投资者损失惨重。

四是互联网对“非公开发行”的挑战。非公开方式只是将信息的传播者和接受者界定在有特定信赖关系的两者之间,这样的特定关系使得双方成为特定对象。而信息的传播途径如果是经过加锁加密、非特定对象难以进入,那么我们不应当将其排除在非公开方式之外。互联网的出现使得人们接受信息更加多元和立体,无论是传播方式还是影响程度。同样的内容出现在全国性广域网和基金行业组织机构局域网的意义明显不同,这就要求对公开与非公开进行更加精确的区别。

四、我国私募基金法律制度的构建

1. 私募基金法律制度的构建原则。

一是适度干预原则。私募基金作为资本市场化的衍生产物,与生俱来要求高度的自由和灵活性。如果对管理者经营方式进行过分人为限制,会使其失去市场活性,也就失去了私募基金的本来面目。全国各地对私募基金的法律监管都没有专门性的规范性文件,多见于相关法律法规的某些条款。这也是由于私募基金的投资范围宽广,而各个领域又有其特殊性,如果一概而论难免顾此失彼,采用综合性多层次的监管体制更加符合实情。

二是规范化原则。我国现存私募基金的组织形式呈现出泛灰化的态势,法律没有对私募基金的市场准入和运作过程作出明确的规定,缺乏规范的制度来监督行业机构,使得市场无序,经常发生私募基金管理者联合上市公司利用信息发布不对称等违规欺诈行为获取暴利,中小投资者损失惨重。具体来说,首先,应明确规定私募基金管理人和投资人的市场准入条件以及私募基金的设立程序;其次,要建立健全基金管理人的治理结构,形成有效的内部监督约束机制;再次,应对私募基金的投资比例和财务杠杆进行限制;另外,要规范管理人的宣传方式和信息披露义务等等。

三是以人为本原则。对私募基金的法律监管核心在于人,即私募基金法律关系中的投资人和管理人。对于其具体经营行为,在必要时应作出规定和限制,既要保证私募基金的灵活和自由,又要防范风险、遏制欺诈等不法行为。私募基金的投资者和管理者要建立信任关系,取决于资本实力和知识实力的对称,在私募基金设立和运行过程中有必要对这两者进行全面考察和监督。

2. 关于我国私募基金具体法律制度的设计。

(1)合格的投资者。国际上对合格的投资者的考察包括收入、投资经历等方面,就我国现阶段国情来说,还不能参照美国经验以个人或者家庭收入为依据来划定合格的投资者。这是由于我国还不具备与此匹配的财产公示制度,公民信用制度也不完善。在制定投资者资格条件的规定时可以适当增加投资者提交缴纳税收证明或者其他投资证明文件等进行辅助证明,同时应当加强发起人对投资者所提供证明的审查义

务,对欺诈承担过错责任。

对于投资起点的规定,笔者认为2002年出台的集合资产管理计划为5万元、2003年出台的集合信托投资计划为10万元的标准明显滞后,应当适时更新。

对于投资者人数的限定,鉴于我国私募基金尚不成熟,采取一定的限制措施是必要的,一方面可以加强对合格投资者的筛选,另一方面也是对私募基金进行必要的风险防范。

(2)合格的管理人。私募基金管理人通常以基金管理公司的形式出现,对于这样一个以私募基金为经营管理对象的公司,不仅要强调其风险承受能力,而且更要强调其经营管理能力。前者在一般公司法规定的基础上可以适当增加关于注册资本、募集资金数额、商业信誉等方面的要求;后者则需要该公司配备相当比例的专业人员,建立相关职业资格体系,对管理和运作人员提出高要求。

(3)合格的发行。针对私募基金不公开募集的特性,各国普遍禁止对私募发行进行任何如杂志、报章、广播、电视、互联网等媒体及类似的宣传和推广。而随着社会信息传递方式的进步,出现了微博等新形态的推广方式,给不公开募集的监管带来新的挑战,需要对这些新兴领域进行规范。

关于我国私募基金发行是否采用豁免制度,目前意见不一致,主流意见是否定的。结合我国证券市场尚未完全成熟的现状,更多的意见是采用备案制度,即私募基金的发行须经过国家投资基金主管部门的书面审查。审查的原则是:不能违背国家相关法律法规。

3. 私募基金法律监管体制。借鉴欧美国家经验,可以从两个方面入手确立对私募基金的监管体制:①政府监管。私募基金的投资领域可能涉及各个行业,政府对不同行业应当及时制定相关政策,采取适当的措施引导和监督私募基金的发展。我国的金融机构由证监会、保监会、银监会实行分业监管,对私募基金的经营机构实行分业监管是必然的选择。同时针对实践中某些混业经营的,我们可以利用现有的监管资源进行整合,开展分享与合作,尽力将监管网铺设全面,避免发生“三不管”的尴尬。②行业自律。按照我国一贯以来“大政府小社会”的政治格局,我们往往会忽视行业的自主监管,各个行业协会也对自身的重要作用缺乏全面的认识。应当将行业协会定位在专业、公信、中立的立场,避免其流于形式化、表面化,引导各行业协会发挥自身的监管作用。

主要参考文献

1. 方芸.论我国私募基金法律监管的困境和出路.法制与社会,2009;16
2. 戴相龙,黄达.中华金融词库.北京:中国金融出版社,1998
3. 艾亚.政协委员建言:加快私募基金合法化进程.国际融资,2006;4
4. 郭雳.美国证券私募发行法律问题研究.北京:北京大学出版社,2004
5. 厉以宁.走近私募基金.北京:经济科学出版社,2001