

第05讲 监管私募基金的必要性 及对创投基金实行差异化监管的逻辑

- 一、对私募基金给予适当监管的必要性
- 二、不同私募基金的不同风险特点
- 三、金融危机前境外私募基金立法状况
- 四、金融危机后境外私募基金立法新趋势
- 五、我国私募基金立法回顾
- 六、私募基金办法的立法原则与制度安排
- 七、未来展望

一、对私募基金给予适当监管的必要性

- 1、传统微观审慎监管理论的私募投资基金自治观
- 2、传统微观审慎监管理论的两大缺陷
- 3、按现代金融监管理论的“微观审慎监管与宏观审慎管理相结合”理念，对私募基金进行监管的必要性

1. 传统微观审慎监管理论的私募基金自治观

基于“金融市场**相对有效**假设”，强调通过对微观层面一家家金融机构进行审慎监管，来督促其为着客户的利益，极尽诚信善管义务。

由于金融市场**只是相对有效**，而非完全有效，因此，对公众客户而言，其缺乏足够的风险识别能力，故在与金融机构的交易中，必然处于信息不对称性的弱势方；其将资产委托金融机构后，由于失去了控制权，故还必然处于权力义务不对称性的弱势方。所以，有必要由政府监管部门通过法律监管，避免这双重不对称性可能对公众客户造成的危害。

由于金融市场**已经相对有效**，因此，对私募基金的投资者而言，因其已是有风险识别能力和承受能力的合格老练投资者，在与作为金融机构的私募基金管理人的交易中，就不再存在信息不对称性、权力义务不对称性。所以，政府不宜再以行政监管方式介入，而应交由市场，诉诸投资者与基金管理人之间的契约自治。

2. 传统微观审慎监管理论的两大缺陷

1) “**金融市场相对有效假设**” 仍然有些理想。因为，即便是在私募基金的合格老练投资者和管理人之间，仍存在不同程度的信息不对称性、权力义务不对称性，进而有可能出现基金管理人利用自身在信息和控制权上的优势地位，侵害投资者权利的情形。

2) 因**金融市场具有高度关联性**，微观层面上某个金融机构即使是为着自己的客户极尽了诚信善管义务，却有可能对整个市场带来风险外溢：（a）当为着提高客户资本回报率，诉诸高杠杆运作时，就有可能因为运作失利，不仅导致自己客户利益受损，还可能给与之合作的金融机构带来风险，进而通过蝴蝶效应，给整个金融体系带来系统性金融风险。（b）当为着更好提升自己客户的回报率，通过操纵市场谋取超额利益时，还将破坏市场秩序，进而损害其他金融机构的客户权益。如投资于公开交易证券的对冲基金，就很可能通过操纵市场谋利。

3. 按现代金融监管理论的“微观审慎监管与宏观审慎管理相结合”理念，对私募基金进行监管的必要性

正因为微观审慎监管具有两大缺陷，所以，局限于微观层面要求金融机构对其客户尽职尽责，既无法完全控制经营风险，更无法控制风险外溢。于是，宏观审慎监管应运而生。

宏观审慎管理的着眼点在于：既要为着客户的利益，关注微观金融机构个体的稳健运行；还要为着整个金融体系的安全，防范微观个体可能导致风险外溢的各种行为。

而按照“微观审慎监管与宏观审慎管理相结合”的理念，对私募基金进行监管就显得必要：（1）从进一步降低信息不对称性、权力义务不对称性，切实保护投资者权益考虑，有必要明确基金管理人基本资质要求和运作规范，并通过事中监测、事后处罚等措施，促进稳健运作；（2）从避免系统性金融风险考虑，有必要对杠杆操作进行事后监测和监管；（3）从维护市场秩序，保护其他金融机构客户的合法利益考虑，有必要对市场操纵行为进行监测和监管。

二、不同私募基金的的不同风险特点

◆不同领域私募基金的典型类别

- 私募证券基金：典型代表为对冲基金
- 私募股权基金：典型代表为并购基金
- 创业投资基金
- 其他类型：艺术品基金、红酒基金等

◆不同类别私募基金的不同风险特点

可能引发的风险类别	对冲基金	并购基金	创投基金
利益输送、集资诈骗	√	√	√
杠杆过高引发风险外溢	√	√	
操纵市场引发风险外溢	√		

三. 金融危机前境外私募基金立法状况

➤ 对一般私募基金，通常“不扶持、不监管、不立法”

英法等国：基于受托人信托责任重大，故要求管理人在主管部门完成注册后方可开展业务。但是，注册几乎没有实质性门槛。如英国《金融市场服务法》、法国《集合投资计划法》。

美国等国：基于公司型基金可通过法人治理实现自律，合伙型基金也借鉴了公司机制，《投资公司法》规定：如只向合格投资者私募，可豁免监管。

➤ 对创投基金，则“特别扶持、特别监管、特别立法”

因为，创投基金支持创新创业，故需给予特别扶持政策；既然给予特别扶持，故需从投资方向角度特别监管；既然特别扶持特别监管，自然需特别立法。如美国的小企业投资公司法、英国的创投股份公司促进计划、法国的创投基金促进计划。

四. 金融危机后境外私募基金立法新趋势

- **美国：**为防范风险外溢，10年通过《多德—弗兰克法案》，要求受托管理规模达到1.5亿美元的私募基金管理人到SEC注册，基金到SEC备案。管理规模在1亿美元以下的，到州注册。1亿—1.5亿美元的，自愿选择到SEC还是到州注册。
- **欧盟：**11年发布《另类投资基金管理人指令》，不仅继承了以前英法的信托理念，而且对管理人注册设置了实质性门槛，包括初始资本规模、2名有资格决策人员、重要股东资格等。
- **对创投基金：**坚持特别立法和监管：美国SEC于11年6月就创投基金作出特别豁免规定，仍由小企业管理局监管；欧盟13年4月发布《创投基金管理规则》。

五. 我国私募基金立法回顾

- 1) 96年初，当时PE概念未从VC独立出来，本人内参报告从广义VC层面，提出探索发展创投基金。后来为强调创投基金支持“产业”的意义，改名为“产业投资基金”。国务院领导批示后，原国家计委即开始起草《产业投资基金管理办法》。
- 2) 01年鉴于创投基金的特殊性，将其从《产业投资基金管理办法》拿出来单独立法。同时寻求审批制“产业投资基金”试点。
- 3) 05年11月，十部委发布《创投企业管理办法》，对创投基金实施备案管理；对“产业基金”，则继续搞审批制。
- 4) 08年8月，重启《产业投资基金管理办法》立法，后来改为《股权投资基金管理办法》。然而，终被国务院否决。
- 5) 09年，参照《创投企业管理办法》，开展股权投资企业在国家发改委备案试点工作。
- 6) 11年11月发布《关于促进股权投资企业规范发展的通知》。
- 7) 14年8月，证监会发布《私募投资基金监管暂行办法》。

六、私募基金办法的立法原则与制度安排

1、办法坚持的六大原则

2、办法确立的九项主要制度安排

1、办法坚持的六大原则

- 1) 与监管公募相区别的适度监管
- 2) 原则监管和规则监管相结合
- 3) 机构监管与功能监管相结合
- 4) 统一立法基础上的分类监管
- 5) 全口径登记备案基础上的重点监测
- 6) 对创投基金进行特别扶持和差异化监管

1) 与监管公募相区别的适度监管

第五条明确规定：

- **不设事前行政审批，仅实行私募基金管理机构事后登记、私募基金事后备案，具体登记备案职能也下放到中国基金业协会。**
- **证监会基于协会登记备案信息，主要承担两方面职责：**
 - 通过事中事后监管、打击非法集资，防范利益输送，保护投资者权益；
 - 通过事中事后风险监测特别是对杠杆水平的监测，防范市场风险外溢。

2) 规则监管和原则监管相结合

◆对可能损害投资者权益、引发风险外溢的有关行为，明确基本规则，实施底线监管：

- 只能向有风险识别和承担能力的合格投资者募资
- 不得变相公募
- 不得有九类违规失信行为

◆对需要管理人发挥主观能动性构建的有关制度安排，明确基本原则，给予必要引导：

- 对基金合同的要求
- 对托管的要求
- 对专业化管理和防范利益冲突的要求
- 对信息披露的要求

3) 机构监管与功能监管相结合

第二条第四款：

- ◆为率先实现对证监会监管的有关金融机构从事私募基金业务的统一功能监管，《办法》明确：证券公司、基金管理公司、期货公司及其子公司从事私募基金业务适用本办法；
- ◆为有效防范上述机构从事私募基金业务对其主营业务和机构自身带来负面影响，《办法》又为我会机构部进行特别的机构监管留了空间：其他法律法规和证监会有关规定对上述机构从事私募基金业务另有规定的，适用其规定。

4) 统一立法基础上的分类监管

- ◆因各类私募基金都是集合性委托投资关系，采取统一立法；
- ◆基于不同类型私募基金具有不同风险特点，实行分类监管：
 - 对不同类型基金进行分类统计和监测；
 - 不同类型管理人选择加入不同专业委员会接受行业自律。

5) 全口径登记备案基础上的重点监测

- 各类管理规模不等的基金管理人和基金，均统一到基金业协会登记和备案；
- 基于协会登记备案信息，证监会主要对管理规模较大的基金管理机构进行重点监测。
- 对管理规模较小的基金管理机构，按照问题导向，主要基于各种监测信息（包括投资者投诉、社会举报、舆情反映等）进行风险监测。根据风险监测信息，开展现场检查。一旦查实，即依法处罚。

6) 对创投基金进行特别扶持和差异化监管

- 创投基金通过支持中小企业发展，有利于促进创新创业，但因有高风险性和规模不经济性，故需给予特别扶持。另一方面，因其不必运用杠杆，不会像对冲基金、并购基金（即狭义PE）那样，导致风险外溢，故有必要实行差异化监管。
- 对其他类型私募基金，虽投资运作也有不同特点，但均是市场选择的结果，因此，应当一方面倡导专业化管理，另一方面充分尊重市场选择。

2. 办法确立的九项主要制度安排

- 1) 全口径登记备案制度
- 2) 合格投资者标准
- 3) 资金募集规则
- 4) 投资运作的基本原则和规则
- 5) 信息披露相关制度
- 6) 行业自律相关制度
- 7) 行政监管相关制度
- 8) 对创投基金的特别规则
- 9) 相关处罚规定

1) 全口径登记备案制度

- 第七条：各类私募基金管理人应当根据基金业协会的规定，向基金业协会申请登记。
- 第八条：各类私募基金募集完毕，私募基金管理人应当为私募基金办理备案手续。
- 第九条：基金业协会为私募基金管理人和私募基金办理登记备案不构成对基金管理人投资能力、持续合规情况的认可；不作为对基金资产安全的保证。
- 第十条：私募基金管理人依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产的，应当在20个工作日内向基金业协会报告，基金业协会应当及时注销基金管理人登记并通过网站公告。

2) 合格投资者标准（上）

◆第十一条：私募基金应当向合格投资者募集，单只私募基金的投资者人数累计不得超过《证券投资基金法》、《公司法》《合伙企业法》等法律规定的特定数量。投资者转让基金份额的，受让人应当为合格投资者且基金份额受让后投资者人数应当符合本条规定。

◆按第十二条，合格投资者应符合三个条件：

- 具备相应风险识别能力和风险承受能力；
- 投资于单只私募基金的金额不低于100万元；
- 机构投资者净资产不低于1000万元，个人投资者金融资产不低于300万元或近三年个人年均收入不低于50万元。

2) 合格投资者标准（下）

- **第十三条第一款：下列投资者视为合格投资者：**
 - a. 各类养老基金和社会公益基金，其资金具有较高的稳定性且可以用做长期投资；
 - b. 依法设立并在基金协会备案的投资计划，其由专业机构管理且已纳入我会监管，背后的投资者应已是合格投资者；
 - c. 投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员，前者为专业投资者，后者系特别知情人。
- **同时，第二款进一步明确：以非法人形式汇集多数投资者的资金投资于私募基金的，应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者，并合并计算投资者人数。但是，符合前款第一、二种情形的投资者投资私募基金的，不再穿透核查最终投资者是否为合格投资者和合并计算投资者人数。**

3) 资金募集规则

- ◆ 第十四条：不得向合格投资者以外的单位和个人募集资金，不得通过报刊……等公众传媒，或者讲座……和布告、传单、短信、微信、博客和电子邮件等方式，向**不特定对象**宣传推介。
- ◆ 第十六条：应当采取问卷调查等方式，对投资者的风险识别能力、风险承受能力进行评估，由投资者书面承诺符合合格投资者条件；应当制作风险揭示书，由投资者签字确认。
- ◆ 第十七条：应当自行或者委托第三方机构对私募基金进行风险评级，向风险识别和承受能力相匹配的投资者推介私募基金。
- ◆ 第十五条：不得向投资者承诺资本金不受损失或者最低收益。
- ◆ 第十九条：投资者应当确保资金来源合法，不得非法汇集他人资金投资私募基金。

4) 投资运作的基本原则和规则

基本原则

- 第二十条：根据或者参照基金法第九十三、九十四条规定签定基金合同，明确各当事人权利义务、基金运作方式、出资方式、投资范围和策略、收益分配原则、信息提供内容和方式等；
- 第二十一条：除基金合同另有约定外，私募基金应当由基金托管人托管。不进行托管的，应当在基金合同中明确保障私募基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制；
- 第二十二条：同一基金管理人管理不同类别基金的，应当坚持专业化管理原则；管理可能导致利益输送和利益冲突的，应当建立防范利益输送和利益冲突的机制。

4) 投资运作的基本原则和规则

基本规则

- 第二十三条：当事人从事私募基金业务，不得有以下行为：
- 1) 将其固有财产或者他人财产混同于基金财产；
 - 2) 不公平地对待其管理的不同基金财产；
 - 3) 利用基金财产或者职务之便，为本人或者投资者以外的人牟取利益，进行利益输送；
 - 4) 侵占、挪用基金财产；
 - 5) 泄露因职务便利获取的未公开信息，利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动；
 - 6) 从事损害基金财产和投资者利益的投资活动；
 - 7) 玩忽职守，不按照规定履行职责；
 - 8) 从事内幕交易、操纵交易价格及其他不正当交易活动；
 - 9) 法律、行政法规和中国证监会规定禁止的其他行为。

5) 信息披露相关制度

- **向投资者：**如实披露基金投资、资产负债、投资收益分配、基金承担的费用和业绩报酬、可能存在的利益冲突情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息（第二十四条）；
- **向基金业协会：**及时填报并定期更新管理人及其从业人员的有关信息、所管理私募基金的运作情况和杠杆运用情况。发生重大事项的，应当在10个工作日内向基金业协会报告。于每个会计年度结束后的4个月内，向报送经会计师事务所审计的年度财务报告和所管理私募基金年度投资运作基本情况（第二十五条）。

6) 行业自律相关制度

- 第二十七条：基金业协会应当建立私募基金管理人登记、私募基金备案管理信息系统。
- 第二十八条：基金业协会应当建立与中国证监会及其派出机构和其他相关机构的信息共享机制，定期汇总分析私募基金情况，及时提供私募基金相关信息。
- 第二十九条：基金业协会应当制定和实施行业自律规则，监督、检查会员及其从业人员的执业行为。会员及其从业人员违反法律、行政法规、本办法规定和基金业协会自律规则的，可视情节轻重，采取自律管理措施，并通过网站公开相关违法违规信息。涉嫌违法违规的，应当及时报告证监会。
- 第三十条：基金业协会应当建立投诉处理机制，受理投资者投诉，进行纠纷调解。

7) 行政监管相关制度（上）

➤ 第三十一条：中国证监会及其派出机构依法对各有关机构开展私募基金业务情况进行统计监测和检查；依照《证券投资基金法》第一百一十四条规定，采取有关措施：

- 1) 对有关机构进行现场检查，并要求其报送业务资料；
- 2) 调查取证；
- 3) 询问当事人及其相关单位和个人；
- 4) 查阅、复制相关财产权登记、通讯记录等资料；
- 5) 查阅、复制直至封存相关交易记录、登记过户记录、财务会计资料及其他相关文件和资料；
- 6) 查询直至冻结查封有关资金账户、证券账户和银行账户；
- 7) 限制当事人的证券买卖活动。

7) 行政监管相关制度（下）

- 第三十二条：证监会将私募基金管理人及其从业人员诚信信息记入证券期货市场诚信档案数据库；根据私募基金管理人信用状况，实施差异化监管。
- 第三十三条：私募基金各有关机构及其从业人员违反法律、行政法规及本办法规定，证监会及其派出机构，可对其采取相应的行政监管措施。

8) 对创投基金的特别规则

- 第三十四条从法律可操作性角度，对创投基金作了界定：投资对象是未上市创业企业，投资方式为普通股或者依法可转换为普通股的优先股、可转换债券等权益。
- 第三十五条明确鼓励和引导创投基金投资创业早期的小微企业。享受国家财政税收扶持政策的创业投资基金，其投资范围应符合国家相关规定。
- 第三十六条明确基金业协会在基金管理人登记、基金备案、投资情况报告要求和会员管理等环节，对其采取差异化行业自律，并提供差异化会员服务。
- 第三十七条明确证监会及其派出机构在投资方向检查等环节，对其采取差异化监督管理。

9) 相关处罚规定（上）

按第三十八条，有关机构及其从业人员有下列情形的，责令改正，给予警告并处三万元以下罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，给予警告并处三万元以下罚款：

- 违反第七条、第八条，不履行登记备案义务；
- 违反第十一、十四条，向非合格投资者募资、变相公募；
- 违反第十五条，承诺本金不受损失或者承诺最低收益；
- 违反第十六、十七条，未对投资者评估、对基金进行评级；
- 违反第二十四、二十五条，未向投资者、协会披露信息；
- 违反第二十六条，未按要求保存相关资料；
- 违反第二十三条，有第一至七项和第九项所列行为之一。

有第二十三条第八项从事内幕交易、操纵交易价格等行为的，按《证券法》和《期货交易管理条例》有关规定处罚。

9) 相关处罚规定（下）

- 第三十九条：相关机构及其从业人员违反本办法规定，情节严重的，中国证监会可以依法对有关责任人员采取市场禁入措施。
- 第四十条：私募证券投资基金管理人及其从业人员违反《证券投资基金法》有关规定的，按照《证券投资基金法》有关规定处罚。

七. 未来展望

- 1) 准确界定私募基金定义，防范各类伪私募基金；
- 2) 理解不同类别基金不同特点，促进专业化运作和管理；
- 3) 分类提出实收资本规模等要求，促进各类基金规范运作；
- 4) 完善合格投资者标准，确保基金募集规范；
- 5) 强化内部风险控制要求，防范各类利益输送和道德风险；
- 6) 明确杠杆运用比例限制，防范基金运作风险外溢；
- 7) 建立分级监管制度，完善奖优罚劣措施；
- 8) 推动出台私募基金条例，提高对违规处罚的震慑力；
- 9) 公平不同组织形式私募基金税负，避免逆向激励。