

论我国私募股权投资基金与证券投资基金一体规范^{*}

阮昊

(华东政法大学经济法学院,上海 200042)

摘要:《私募投资基金监督管理暂行办法》对于私募股权投资基金设立、基金管理人和基金托管人权利义务等一系列重要问题未作出规范,由此导致法院在处理部分私募股权基金纠纷案件时只能选择参照适用我国《证券投资基金法》作为裁判依据。我国《证券投资基金法》未将私募股权投资基金纳入其调整范围。法院此举缺乏正当性。事实上,私募股权投资基金与证券投资基金在行为性质上同属金融活动,在法律关系的构建上均主要以信托关系为基础,两者产生的法律风险亦具有同质性,将两者一体规范能解决司法裁判适法正当性的问题,既有必要性和可行性,也能提高监管效率、促进行业发展。我国应当将私募股权投资基金纳入《证券投资基金法》,实现私募股权投资基金与证券投资基金的一体规范。

关键词: 私募股权基金; 证券投资基金法; 一体规范

中图分类号: DF438.7 文献标识码: A 文章编号: 1005-9512(2020)01-0107-09

DOI:10.15984/j.cnki.1005-9512.2020.01.009

一、问题的提出

我国《证券投资基金法》是投资基金领域最重要的法律规范,其第二条将该法的调整范围限定为“公开或者非公开募集资金设立证券投资基金”,即仅有公募及私募证券投资基金是该法的规制对象,私募股权基金等其他投资基金并不适用我国《证券投资基金法》。其实,在我国《证券投资基金法》起草及修订过程中,是否将私募投资基金纳入调整范围就是争论最为激烈的话题之一。在2003年该法制定时,为了提高立法进度、增加通过审议可能性,在多方博弈、回避和妥协下,立法工作组修改了原本统一的立法思路,仅将公募证券投资基金纳入调整范围。该法于2012年修订时,修订草案中已将私募股权基金纳入其调整范围,后由于监管体制分立、部门利益之争等因素,私募股权投资基金最终被排除在《证券投资基金法》之外。

由于立法层面无法为司法者和监管机构提供必要的规范支持,实践中,法官和监管机构只能从我国《证券投资基金法》中寻找规范依据,形成了立法排斥适用而实践又不得不适用的尴尬局面。笔者认为,私募股权投资基金与证券投资基金在行为性质上同属金融活动,在法律关系的构建上均主要以

作者简介:阮昊,华东政法大学经济法学专业博士研究生。

^{*} 本文系国家社会科学基金项目“资管业穿透式监管的基金矛盾与制度生成研究”(项目编号:18BFX141)的阶段性成果。

信托关系为基础,两者产生的法律风险亦具有同质性,我国立法未将私募股权投资基金纳入证券投资基金法予以规范是不顾实践需求的不当做法,应当作出必要的修正和调整。

二、私募股权投资基金纠纷的司法裁判面临适法难题

(一) 司法裁判选择参照适用我国《证券投资基金法》

在深圳市端盈投资基金管理企业与彭某华合同纠纷一案中,彭某华与端盈投资(管理人)以及案外人(托管人)国信证券签署国金端盈-互联网体育股权投资基金基金合同。在该基金合同中明确投资人有权了解基金资金的管理、运用、处分及收支情况,并有权要求管理人做出说明。该基金投资于有限合伙企业 LP 份额,该有限合伙企业投资于乐视体育文化产业发展(北京)有限公司股权。彭某华要求端盈投资履行信息披露义务,端盈投资以“国金端盈-互联网体育股权投资基金”为契约性基金,契约性基金不具备合伙企业合伙人主体资格,无法完成合伙人身份变更也无法查询信息为由拒绝履行,后彭某华提起诉讼请求管理人履行信息披露义务。法院在判决中认为我国《证券投资基金法》所调整的证券投资基金与《私募投资基金监督管理办法》(以下简称《暂行办法》)所调整的私募股权投资基金仅仅是投资标的不同,其本质均属于信托法律关系,案件中的私募股权基金与《证券投资基金法》所规制的基金可适用相同的规范。^①无独有偶,在“董某峰等非法吸收公众存款案”判决中,法院认定董某峰等人设立的所谓“私募股权基金”违反我国《证券投资基金法》等基金相关法律法规,不成立被告人所称的私募股权基金业务,而是构成了非法吸收公存款罪。在该案中,法院通过我国《证券投资基金法》所规定的私募证券基金实质性要件判断私募股权基金是否成立。^②法院在认定该所谓的私募股权基金运作过程中是否存在“公开宣传”要件时,亦明确适用了我国《证券投资基金法》。除此之外,在俞某模与优势亿丰(大连)股权投资管理有限公司的执行争议、^③陈某辉与成都华亿达股权投资管理有限公司等民间借贷纠纷上诉案等私募股权基金纠纷案件中,^④法院都有选择参照我国《证券投资基金法》适用的情况。

(二) 选择参照适用我国《证券投资基金法》的原因及存在的问题

我国《证券投资基金法》第二条规定“在中华人民共和国境内,公开或者非公开募集资金设立证券投资基金(以下简称基金),由基金管理人管理,基金托管人托管,为基金份额持有人的利益,进行证券投资活动,适用本法。”《暂行办法》第二条规定“本办法所称私募投资基金(以下简称私募基金),是指在中华人民共和国境内,以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金。私募基金财产的投资包括买卖股票、股权、债券、期货、期权、基金份额及投资合同约定的其他投资标的。”由此可见,两者的适用范围存在不同,私募股权投资基金应适用《暂行办法》,而不能适用我国《证券投资基金法》。

然而,如前所述,在司法实践中,面对私募股权投资基金纠纷案件,法官需要解决私募股权投资基金是否依法设立、基金管理人和基金托管人权利义务的具体内涵为何等一系列重要问题,而目前在《暂行办法》中显然缺乏回答这些问题的规范依据。由此,出于“不得拒绝裁判”的原则,法官不得已只能在我国《证券投资基金法》中寻找针对证券投资基金的类似规范。笔者认为这样做会产生两大

^①参见天津市和平区人民法院(2018)津0101民初7338号民事判决书以及天津市第一中级人民法院(2019)津01民终3107号民事判决书。

^②参见辽宁省鞍山市中级人民法院(2018)辽03刑终9号刑事判决书,转引自汤欣、范晓语《私募基金托管人职责与相关争议的法律适用》,载郭文英等主编《投资者》第4辑,法律出版社2018年版。

^③参见大连市中级人民法院(2019)辽02执异33号裁定书。

^④参见四川省成都市中级人民法院(2017)川01民终12773号判决书。

问题:第一,由于我国《证券投资基金法》明确将私募股权投资基金排除在适用范围之外,因此直接在私募股权投资基金纠纷中适用我国《证券投资基金法》缺乏正当性;第二,由于《暂行办法》无法为私募股权投资基金纠纷的司法裁判提供规范依据,会导致《暂行办法》最终成为一部“僵尸法”,浪费立法资源。其实,私募投资基金与证券投资基金在法律属性上并无本质区别,具备一体规范的法理基础。

三、私募股权投资基金的法律属性决定了其与证券投资基金一体规范的可行性与必要性

(一) 私募股权投资基金和证券投资基金同属于金融行为

私募股权投资基金本质是一种基于信托关系的金融产品,是一种区别于民事行为、商事行为的金融行为,其结构为在投融资两端以金融契约形式,将众多金融投资者的资金集结起来并投向约定领域。相对于一般的民商事行为,金融行为具有高风险性,这是由金融本质所决定的,也就意味着对金融行为的规制需要更加注重风险预警及防范。另外,金融行为有着很强的外部性,外部性指的是某一经济主体的经济活动对他人造成影响,但又未将这些影响计入市场交易的成本与价格之中。^⑤因金融行为所涉及的对象一般远多于民事、商事行为参与主体,现代金融市场的紧密互联性也容易放大其外部性效应。这种特性使得金融行为立法呈现出“私法公法化”的特征,例如,投资基金是由双方在平等协商的基础上签订基金合同或是合伙协议而设立的,这本应属私法调整领域而不应由强行性规范过多干预,但是一旦投资基金产生强负外部性就会极大地威胁金融体系的稳定,为了社会整体利益需要公法强行性规范介入。此外,金融行为亦具有专业性,导致同一法律概念可能在金融行为语境下与民商事行为语境下有着不同的理解。以说明义务为例,金融行为的专业性会使得法律倾向于对金融机构课以严格的说明义务并附以举证责任等其他要求,以避免出现金融欺诈行为等侵害金融投资者权益的行为;在一般民商事领域,由于法律关系的主体在专业能力上并没有金融领域中金融机构与投资者之间如此巨大的差异,故立法在民商事领域对相关主体的说明义务的要求就降低了许多。

投资基金属于金融行为,且这种法律属性的定位并不以募集方式或基金投向不同而有区别。私募基金的募集人数虽然一般少于公募基金,但这并不意味着私募基金的资金规模一定小于公募基金,规模只是决定外部性的重要因素之一。股权投向基金与证券投向基金仅存在资产种类及流动性上的差异,在行为风险性、专业性及外部性等方面仍符合金融行为的本质特征。

(二) 私募股权投资基金和证券投资基金所形成的法律关系均为信托关系

私募股权投资基金属于市场型间接金融。间接金融是以金融机构为中介的资金融通活动,根据交易对象的确定与否可将金融交易分为固定型(一对一)以及市场型(一对多),故而市场型间接金融是一种能够间接利用市场机制引入多种形式资金与多个经济主体进行金融交易的行为。由于立法规范的本质是对行为主体间法律关系及其相关权利义务的确认为和配置,故对市场型间接金融的规制路径,呈现出从纵向的金融行业规制到横向的金融商品规制的发展趋势,^⑥对以相同法律关系为基础而形成的具有投资性、集合性质的金融产品倾向于进行横向统合规制,形成统一标准,避免规制体系凌乱而造成法律适用的混乱。这种做法更符合功能性监管理念,能够更好地适应金融市场发展需求。从法律关系的角度看,所有基金产品都是以信托法律关系为基础而设计的。信托是一种以信任关系(Fiduciary Relationship)为基础,持有财产所有权的人承担为他人利益而管理或处分该财产的衡平法

^⑤参见王荣芳《私募股权基金监管法律问题研究》,中国政法大学出版社2013年版,第90页。

^⑥参见杨东《市场间接型金融:集合投资计划合规制论》,载《中国法学》2013年第2期。

义务。^⑦ 投资基金与信托法律关系具有一致性,基金财产的所有权与收益权分离,投资者在基金交由基金管理人管理后就无权干涉基金具体运作之事务,仅享有收益权,管理人则拥有对基金事务的管理权及决策权;基金财产具有独立性,一旦基金成功设立,其财产就会独立于投资者与管理人,并且其财产与管理人、托管人的其他自有财产隔离,若管理人、托管人进行清算,基金财产不在清算范围内。基金管理人一般负有法定的高度信赖义务,管理人需勤勉尽责、忠实履行管理基金义务,避免利益冲突,并发挥自身专业性以履行高度注意义务,提升投资安全性。由于私募投资基金与证券投资基金均以信托法律关系为基础设计金融产品,因此具备对两者立法统一规范的基本条件。若非如此,如果对同属一种法律关系但是存在个别特殊性的行为分别立法,那么股票与债券、有限责任公司与股份有限公司、合同法中不同类型的合同都应当单独立法调整,这无疑是不合理的,更是不科学的。

四、私募股权投资基金与证券投资基金的规范关系及立法趋势

(一) 立法规范需防范的风险相同

金融立法的重要功能之一在于通过规范金融行为主体的权利义务,最大限度地实现降低发生金融风险可能性的目标。从防范金融风险的角度看,无论是私募股权投资基金还是证券投资基金,系统性风险均是两者需要防范的最为重要的外部性风险。系统性风险又被称为市场风险,是由于单一金融机构出现支付困难、违约和破产清算等情况,从而将个体危机传播至其他机构甚至不相干第三方机构,或风险不断聚集和迅速扩散后导致集中爆发,引起一国性或全球性经济危机的风险。^⑧ 其破坏力在 2008 年金融危机中得到了充分展现。公募性质的证券投资基金依托于银行、证券公司等大型金融机构,产生金融风险会导致的传染性自不必言。私募股权投资基金在 2008 年美国金融危机的发酵及波及、扩大的过程中,同样起到了推波助澜的作用,事实上成了美国影子银行结构体系的主要组成部分。

此外,私募股权投资基金和证券投资基金一样,除了要规避系统性风险等外部风险以外,也需注重对内部治理结构的风险防范,这是保障基金管理公司健康发展,维护投资者权益的需要。如前所述,无论私募股权投资基金还是证券投资基金,其内部治理结构总体上是相同的,主要包括了基金管理人和基金托管人,从防范内部治理结构带来的风险的角度,基金管理人和基金托管人法定权利义务的配置和安排并没有本质区别,对两者区别设置规范不仅造成立法资源的浪费,更会导致相关司法和行政执法无所适从,前述案例就是力证。

(二) 统一规范私募股权投资基金和证券投资基金在比较法上是立法趋势

过去,证券投资基金因普遍规模较大,投资者参与人数众多,对一国金融体系影响深远而受到较为严格的管制,而私募股权投资基金则因投资者为机构投资者或是“成熟投资者”,具有丰富的专业知识、投资经验以及较强的抵御风险能力,在不需要泛滥“父爱主义”的监管理念驱动下,域外有关国家和地区对私募基金的法律规范较为松散且存在大量豁免条款,制度留白领域则大多交由当事人自决。然而,在 2008 年金融危机之后,各国大多对基金业尤其是私募投资基金规范进行了调整,从整体看,两者适用的法定要求趋于统一。

《多德·弗兰克法案》(Dodd-Frank Act) 以及《创业企业扶助法案》(Jumpstart Our Business Startups Act,以下简称:JOBS 法案)从根本上重塑了私募基金业的规制框架,移除了许多原本区别应用于

^⑦George T. Robert, *Trusts*, 6th ed., West Publishing Co., 1987, p.1.

^⑧参见王大威《系统性金融风险的传导、监管与防范研究》,中国社会科学院研究生院博士学位论文,2012 年,第 11 页。

证券投资基金与私募股权投资基金的规定。^⑨《多德·弗兰克法案》对达到一定标准的私募投资基金管理人提出了注册和强化信息披露的要求,^⑩与证券投资基金管理人的报告及注册义务相似。虽然相对而言,证券投资基金管理人的义务更为繁重,但在核心要求上两者已经呈现出明显的趋同性。这是证券投资基金与私募基金法定要求趋于统一的集中表现。此外,JOBS法案更是取消了私募股权基金公开宣传的禁止性规范,而一直以来两种基金之间最为直观的区别就在于是否能够公开宣传(这也是目前我国法上区别规范的重点)。JOBS法案通过后,美国证券交易委员会得到授权修改美国 Regulation D(以下简称:D 条例)第 506 条的规定,有史以来首次允许在 D 条例下的发售进行一般性劝诱行为及公开宣传。^⑪虽对私募投资基金的营销仍有部分限制,但已经走出了这两种基金融合的突破性一步。此外,两者同属于“非银行类金融机构”,在美国金融稳定监督委员会(FSOC)框架下按相同标准评估是否被认定为系统性重要风险机构,一旦被监管层列为属于系统性重要风险机构,后续的监管要求、“三步走”清单也并未区分基金种类适用。^⑫

欧盟的相关规定同样具有这种趋势。《可转让证券集合投资计划指令》(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive,以下简称 UCITS 指令)以及《另类投资基金管理人指令》(Alternative Investment Fund Managers Directive,以下简称 AIFMD)是欧盟投资基金业的主要规范,前者主要规定公开募集基金,后者以规制私募基金为主。以存管人(Depository)规定为视角对该两部指令作比较就可以发现,金融危机以及麦道夫案件发生后,欧盟对投资基金中存管人的规定框架进行了统一及强化。2009 年和 2010 年就 UCITS 基金存管人的角色公开征求意见。这些意见也被反映在 AIFMD 有关存管人的规定之中。^⑬而 UCITS 第五阶段关于存管人的规定也是以 AIFMD 为范本,故而对存管人资质要求、存管协议内容、职能等的核心规定基本一致。这表明欧盟对不同募集方式基金的规定明显有趋同性特征,法定要求逐步统一。

由于立法上对证券投资基金与私募股权投资基金规制的趋同,使得两者产品也有趋同表现。美国《多德·弗兰克法案》出台之后废除了基金管理人的豁免注册义务,规模达到一亿美元的基金都要向证监会注册,这就会促使达到注册要求的管理人兼任公募基金管理人,因为即使什么都不做也会承担比从前更为繁重的监管义务,而并行管理两种基金会促使跨基金种类的产品出现。与此同时,该法案大幅度提高了合格投资者的标准,不符合新标准的投资者会更倾向于寻找相似的替代金融产品。投资者既希望可以获得私募基金的绝对收益,又追求公募基金的风险缓释、流动性强、费率较低等特性,因此会选择兼具这两种特点的基金。另类零售基金(Retail alternative funds)就是其中典型,这种基金既采用了私募基金的投资策略,又保有公募证券投资基金的高流动性,市场份额增加迅速。对证券投资基金管理人来说,另类零售基金能够带来大量的管理费用以及强劲的潜在增长。对私募股权投资基金管理人来说,这种产品能够提供更大的资产池以及突破原先的一些限制。

在我国,《暂行办法》对私募股权投资基金如何依法设立、基金管理人和基金托管人权利义务具体为何等未作出规范,因此将私募股权投资基金与证券投资基金一体规范,就有必要扩大我国《证券投资基金法》的调整范围,将私募股权投资基金纳入该法调整范围。除了在基金活动的行为性质及其法律关系、风险特征等方面两者具有同质性,具备了一体规范的客观基础之外,对两者作一体规范

^⑨WULF A. KAAL 《Confluence of Mutual and Private Funds》,U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 16-06.

^⑩Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection (Dodd-Frank Act), Pub. L. No. 111-203, § § 401-416, 124 Stat. 1376, 1571 (2010).

^⑪Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A, Release No. 33-9354, 77 Fed. Reg. 54,469 (Proposed Sept. 6, 2012) at 6.

^⑫12 C.F.R. § 1310 app. A (III) (美国联邦法规第 12 章第 1310 条附录 A 第 III 节)。

^⑬D. Zetsche, Alternative Investment Fund Managers Directive, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer, 2015, pp. 479-480.

还具有以下优势。

五、将私募股权投资基金与证券投资基金一体规范的优势

(一) 有利于提高监管效率

根据我国《证券投资基金法》第十条的规定成立的中国证券投资基金业协会(以下简称:基金业协会)是行业自律性组织,履行制定行业标准、制定及执行自律规则等职责。基金业协会所发布的《私募投资基金募集行为管理办法》《私募投资基金信息披露管理办法》等规范中,均在第一条中明确指出是“根据《证券投资基金法》制定本办法”,上述列举的两个办法意在细化私募基金运作过程中某些重要环节的规定,所适用之对象也都是包括私募股权投资基金在内的私募投资基金。从上述分析可以看出,监管层的态度似乎是认可私募股权投资基金与《证券投资基金法》之间的关联性。

我国分业监管体制导致了曾经对私募股权基金的监管涉及发改委、证监会、商务部、财政部、人民银行、科技部、外管局等多个政府部门,部门利益之争是未将私募股权投资基金纳入我国《证券投资基金法》的实质原因,而非私募股权基金与证券投资基金之间存在设立条件、监管力度、投资对象等方面的差异,前者的问题随着私募股权基金的监管主体明确为证监会一家而解决(2013年中央机构编制委员会办公室发布的《关于私募股权基金管理职责分工的通知》结束了长期以来的争议,明确证监会负责私募股权基金的监督管理,实行适度监管,保护投资者权益),后者的问题则完全可以通过立法技术加以解决。这是立法机关依照功能性监管原理选取的关于私募股权投资基金最适当监管者,避免了长期以来“政出多门”、“多头监管”的弊病,显著提升效率并能大幅度减少部门间协调成本。如此一来,证券投资基金与私募股权投资基金的监管主体趋于一致,在此情况下,若能将私募股权投资基金纳入《证券投资基金法》并与证券投资基金一体规范,必然能显著提高监管主体的监管效率。

(二) 有利于行业发展

私募股权基金发展迅速且风险频发。在2012年修订我国《证券投资基金法》时反对将私募股权基金纳入《证券投资基金法》调整范围的一个主要理由是认为其行业规模较小,参与主体为机构投资者或成熟投资者,有较强的风险识别及风险承受能力,对其过多加以限制反而会损害其商业运作模式的灵活性。然而以如今的事实来看,这种做法相当短视。近些年来,私募股权投资基金发展迅速、规模持续扩大,对整个金融体系的影响也越来越大,甚至一些以并购为主业的基金的影响力已经超过了证券投资基金。私募股权基金行业发展的同时也伴随着风险,“阜兴系”爆雷事件就是典型案例。由于法律制度层面的缺失,导致了风险防范及投资者权益保护不力。“阜兴系”爆雷事件发生后,银行业协会首席法律顾问卜祥瑞先生以“私募股权基金不在《证券投资基金法》调整范围”为由否认托管人应当承担责任。^⑭在司法实践中,虽然存在对私募股权基金参照适用我国《证券投资基金法》的实例,但如前所述,其适法的正当性明显存疑。

2012年,《证券投资基金法(修订草案)》进入全国人大审议程序之后,包括中国投资协会股权和创业投资协会在内的25家行业协会集体上书、措辞严厉,认为将股权基金归入《证券投资基金法》监管范畴,会给我国的创新创业事业带来严重不利的影响。最终正式通过的我国《证券投资基金法》第九十五条将非公开募集的证券投资范围界定“买卖公开发行的股份有限公司股票、债券、基金份额”。其实,基金运作实务中,跨产品投资为常见现象。因基金投向的不同会导致运作方式、监管要求等差异,这是主张要将证券投资基金与股权投资基金区分规范的核心观点。然而,在实践中两者的区别仅

^⑭参见卜祥瑞《银行托管私募基金权责清晰依法依约不承担共同受托责任》,载《金融时报》2018年7月26日,第2版。

仅是一线之隔,并且一支基金投向的是股权还是证券并非泾渭分明。私募股权投资基金一般并非追求股权的基本收益,而是以收购、并购以及上市等手段实现股权的转让与出售并从中获利,那么,一旦其所投资的股权成功上市,其是否就从股权基金变成了证券投资基金呢?并且,对其行为的规制是否也要跟着改变呢?这显然并不切实际,也没必要。证券投资基金投资于未上市公司的股权和股权投资基金投资于上市交易的证券都是很常见的现象,基金的具体投向,最关键取决于投资者的选择或者投资人对基金管理人的授权。¹⁵因此,笔者认为,对证券投资基金与私募股权基金按投资品种和投资对象作过于严格的规范区隔,不仅毫无必要,而且会严重影响行业的正常发展,只有回归私募股权投资基金的金融行为本质,将其纳入我国《证券投资基金法》并与证券投资基金一体规范,才能使私募股权投资基金行业拥有更广阔、更合理的发展空间。

六、修改我国《证券投资基金法》以适应证券投资基金和私募股权基金一体规范

(一) 将我国《证券投资基金法》更名为《投资基金法》并修改其调整范围

《证券投资基金法》与《投资基金法》虽然仅差两个字,各自代表的意义却是天差地别。在2003年最终确定要出台的是《证券投资基金法》之后,就有学者指出“从《投资基金法》到《证券投资基金法》,标题增加了两个字,而这两个字就使得这部法律从一个覆盖整个市场经济体系中集合投资活动的大法,退步成为一个只能顾及面向证券市场的集合投资活动的小法。”¹⁶《投资基金法》能囊括不同募集方式以及投向的各种基金,就可以真正成为基金业的基础性法律。

法律的适用范围是每一部法律都需要解决的基础性问题,因其决定了效力适用边界,也是立法难度最大的条文之一,需要以简洁、清晰的条文给予明确的法律适用指引。对我国《投资基金法》调整范围的确定要做到既满足现实情况需要,又能有一定的立法前瞻性。已经在市场中发展较为成熟的基金种类可以通过列举的方式明确规定,并对投资基金定义加以规定,如果市场上出现符合投资基金定义的金融产品也可以适用该部法律的相关规范。

因此,可将我国《证券投资基金法》第二条规定的适用范围修改为“本法所称之投资基金,是以公开和非公开方式募集设立的投资基金,基于信任关系由基金管理人管理,为投资者的利益而进行的集合投资活动。基金财产的种类包括证券及其衍生品种、有限责任公司股权、收益权凭证,以及国务院证券监督管理机构规定的其他投资品种。”

(二) 以基金规模为标准适度区别规范

尽管私募投资基金和证券投资基金具有质的一致性,但是也不能忽视私募股权基金市场道德风险、信息不对称等内在弊端,任其发展而不加以规制会导致市场失灵,伤害行业发展。欧盟2013年通过的AIMFD,并没有区分投资于流动性较高资产的开放式私募基金(如证券投资基金)与投资于流动性较低资产的封闭式基金(如私募股权基金),而是实施统一监管。与此同时,其以影响基金外部性的资产规模进行分级规制,对小规模另类投资基金管理人采取较为宽松的监管,以避免给其带来与资产规模及风险不对应的运营成本。需要指出的是,虽然为鼓励中小企业发展,欧盟出台了《欧盟风险投资基金条例》(European Venture Capital Funds Regulation)(EuVECA)和《欧洲社会企业基金条例》(European Social Entrepreneurship Regulation)(EuSEF),针对性适用投资于风险投资基金和社会企业,但这并不意味着基金投向是立法分类规制的依据,因为这些条例仍是在AIMFD框架之内,且适用这些条例的前提是属于管理资产在五亿欧元以下的小规模另类投资基金管理人。在欧盟,投资基金

¹⁵参见殷洁《私募基金业立法研究》,中国法制出版2014年版,第249-250页。

¹⁶王连洲、董华春《〈证券投资基金法〉条文释义与法理精析》,中国方正出版社2004年版,第10页。

的统一立法并不意味着一刀切地适用所有情况,仍可根据情况做特殊性规范。

美国的规定亦是如此。仍以私募基金为例,不论基金种类,立法框架仍是美国基金业基本法律《投资顾问法》和《投资公司法》。美国对私募基金的规制思路是以管理人为抓手,而非仅从基金本身入手。在金融危机后,对私募基金投资顾问采取分类注册,管理资产超过一亿美元的投资顾问需要向美国证监会注册并接受联邦一级的监管;管理规模不足一亿美元者仅需向州政府监管部门注册,接受州一级的监管。^{①7}在信息报送方面,被认定为大型货币基金、对冲基金以及私募股权基金除了基本信息之外,需要定期报送特别信息。故而,无论在美国还是欧盟,对基金规制都是从规模而非投向出发的。我国投资基金立法中一直未见以规模为标准进行分级规制,事实上无论是国外经验或是基金业市场实践中都证明了规模是适用区别性规范的核心指标。在欧盟规定的小规模另类投资基金管理人的特殊规定,以及美国法上达到一定规模的私募基金管理人强制注册义务和大规模基金的额外特殊信息定期报送义务,就是因为立法者认为不同规模的基金运营成本承受能力以及外部性都是存在差异的。

在我国同样也存在这样的制度需求,以托管人制度为例,以 2018 年一系列私募基金“爆雷”事件为分界,此前我国对私募基金托管的态度为“应当托管,但是基金合同另有约定除外”,约定不托管需在合同中明确保障私募基金财产安全的制度措施及纠纷解决机制;在一系列“爆雷”事件出现后,中国证券投资基金业协会要求所有契约型基金必须托管并要求托管机构出具《确认函》。以银行为代表的托管机构并不十分愿意出具《确认函》,因为这会让他们承担实质监督职责,不得已他们只能上涨托管费。我国也并未形成托管人竞争市场,适格托管人数量较少,这就使得契约型私募基金尤其是小规模基金生存困难,强制性托管所增加的运营费用对他们来说是不可承受之重。小规模私募基金风险及监管难度远低于大规模基金,而是否合伙型、公司型基金就一定比契约型基金风险更小而不需要强制性托管的答案也是否定的。法律之所以要对基金业规制,除了减少交易成本、提升效率以外,另一个核心目的是防范风险、稳定金融秩序,其中的关键是基金的规模是决定风险及对金融市场影响的重要因素。对不同募集方式及投向的基金横向统合规制不代表制度是“一刀切”形式,需要根据实际需求规定区分性制度。

(责任编辑:徐澜波)

On the Integrated Regulation by Including the Private Equity Funds in Law on Securities Investment Funds in China

Ruan Hao

Abstract: The Law of China on Securities Investment Funds does not include private equity investment fund into its governing scope and the Interim Measures for the Supervision and Administration of Privately-Raised Investment Funds hasn't provided for norms on a series of important issues such as whether the funds are established according to law, what the rights and obligations of fund managers and depositories are. Thus, in judicial practices of dealing with some cases concerning disputes over private equity funds, the judges can only choose to refer to and apply the Law on Securities Investment Funds as adjudicative founda-

^{①7}参见中国证券投资基金业协会《美国证监会对私募基金管理人的监管规定》, <http://www.amac.org.cn/sy/390572.shtml>, 2019 年 8 月 20 日访问。

tion ,but such practices lack legitimacy. In fact , both the private equity funds and securities investment funds are financial activities in terms of the nature of act and mainly based on fiduciary relations in terms of the construction of legal relations ,and the legal risks produced by them enjoy the same nature ,so it is necessary and feasible to formulate uniform norms on both of them so as to solve the problem concerning the legitimacy of law application in judicial adjudication ,and the supervisory efficiency will be improved and the industry development will be promoted. In China ,the private equity investment funds should be included in the Law on Securities Investment Funds to realize the integrated regulation.

Keywords: Private Equity Funds; Law on Securities Investment Funds; Integrated Regulation