



## 私募基金法律

### 美国对私募基金的监管综述<sup>1</sup>

王勇

在美国，投资基金在证券基金法上的正式称谓是“投资公司”，其主要受 1933 年颁布的美国《证券法》（Securities Act）和 1940 年颁布的美国《投资公司法》（Investment Company Act）监管，而私募投资基金（下称“私募基金”）作为一类“投资公司”，其在法律监管上的主要特征为：

1. 发行方式不涉及公开募集（因而该发行行为不需要按照公开募集在《证券法》下注册），且
2. 基金本身符合《投资公司法》相关豁免而无需在该法下作为注册投资公司（Registered Investment Company 或简称 RIA）进行注册和报告。

《投资公司法》在 1940 年出台之初所针对的私募基金主要是私募证券投资基金（俗称“对冲基金”）。上世纪四五十年代创业投资基金和七八十年代杠杆收购基金的兴起以及包括夹层基金（mezzanine fund）、困境重组基金（distressed investment fund）、房地产基金（real estate fund）等不同类型私募基金的出现，极大地拓展了“私募基金”的外延。这些不同类型的基金在投资策略或投资标的上有所区别，但从法律性质上而言，都与私募证券基金一样具有上文提到的在两个共同特点，因而均同样主要受《证券法》和《投资公司法》的监管。

“投资公司”在美国《投资公司法》下的定义，简而言之，就是以投资证券（美国法下的“证券”是广义，包括上市和非上市的证券和权益，不仅指公开发行的证券）为主业的机构，以及全部资产的 40% 以上用于投资证券的机构。美国没有针对一般意义上的创业投资基金进行专门的证券立法，而是将股权投资基金、创业投资基金和私募证券投资等投资类型的私募基金都归入《投资公司法》的管辖范畴。各类私募投资基金的份额都属于证券，其发行亦均受《证券法》的监管。在《投资公司法》下，包括创业投资基金在内的各类私募基金均按照两种主要的方式豁免其在美国证监会作为注册投资公司（主要即为公募基金）的注册要求，即 3(c)(7) 条款豁免和 3(c)(1) 条款豁免，前者适用于投资人门槛较高的基金，每一投资人都必须满足 Qualified Purchaser（合格购买人：包括：拥有不少于 500 万美元投资的自然人；拥有不少于 500 万美元投资的家族公司；符合条件的信托组织；拥有不少于 2500 万美元投资的其他组织。）要求（就美国之外注册的基金（如开曼基金）而言，则仅其美国投资人需满足该等条件），这类基金在《投资公司法》下对于投资人的人数没有特别的限

<sup>1</sup> 本文为《中国证券报》2017 年 11 月 22 日特邀文章。

制（但在 1934 年颁布的美国《证券交易法》下，一家发行人的人数如达到 2000 人且总资产超过 1000 万美元，则即需要在该法下注册成为报告公司（reporting company），所以实践中，即使 3(c)(7)基金亦需将人数控制在不超过 1999 人）；后者适用于投资人门槛较低的基金，每一投资人都只需满足较低的 Accredited Investor（获许投资人）要求，适用相关的穿透规则后，最终受益所有人不得超过 100 人）（同样，就美国之外注册的基金（如开曼基金）而言，仅其美国投资人需满足该等获许投资人资格和人数的要求）。

除了基金层面和证券发行层面的监管外，包括创业投资基金在内的私募基金的管理人也受到 1940 年颁布的美国《投资顾问法》(Investment Advisers Act)的监管。在 2008 年金融危机后出台的《多德—弗兰克法案》下，私募基金的管理人按照下列豁免之一取得对管理人的联邦注册豁免：

1. （中小型）私募基金豁免（管理的资产规模在 1500 万美元以下）（Private Adviser Exemption）、
2. 创业投资基金豁免（Venture Capital Fund Adviser Exemption），
3. 外国私募投资顾问豁免（Foreign Private Adviser Exemption）（即在美国无经营场所、在美国拥有的客户或投资者少于 15 人且其管理资产额低于 2500 万美元、未以投资顾问的身份对外向公众昭示、同时也未担任美国公募基金或企业发展公司（BDC）的投资顾问）。

其中“创业投资基金豁免”是专门针对创业投资类基金的管理人的豁免，根据美国证监会 2011 年 6 月 22 日出台的相关规定，“创业投资基金”需具有以下特征：

- 1) 代表投资人或潜在投资人行使创业投资基金的投资策略；
- 2) 持有该基金资产份额的“非获许投资人”不能超过 20%，
- 3) 出借、提供担保、承担债务的额度不能超过创业投资基金的 15%，
- 4) 不提供赎回机制类似的流动性支持，
- 5) 未在《投资公司法》下注册，亦未选择成为企业发展公司（business development company 或 BDC）。

除此三类主要的投资顾问豁免之外，还有针对家族办公室（family office）的豁免（其条件为：(i) 除家族客户外无其他客户，(ii) 为一个或多个家族成员所直接或间接排他地控制，(iii) 未以投资顾问的身份对外向公众昭示）以及小企业投资公司（Small Business Investment Company 或 SBIC）的投资顾问。

针对中小企业和投资于中小企业的创业投资基金，美国通过一系列的法规来予以特别的政策扶持。1933 年颁布的《证券法》将中小企业的证券发行和私募豁免权赋予了美国证监会。1936 年，美国证监会颁布了 A 条例，对中小企业取得豁免权的具体措施进行了要求。1945 年二战结束后，美国经济快速发展，中小企业对融资的需求愈加旺盛，在此背景下，美国政府于 1953 年颁布了《小企业法》（Small Business Investment Company Act），同时成立了小企业管理局（Small Business Administration）以促进中小企业发展。1958 年，美国制定了《小企业投资公司法》（Small Business Investment Company Act），开启了美国政府引导资金的先河。在小企业管理局资金的扶持下，一批小企业投资公司（small business investment company/SBIC）应运而生，他们实行市场化运作，通常是期限为 10 年左右的有限合伙企业。因其受到政府特别扶植，故只能投资于一定规模

以内的小企业。在投资方式上，以债权投资为主，股权投资为辅，充分利用政府杠杆担保方式募集资金，社会投资人每出资 1 美元，SBIC 通常可通过小企业管理局杠杆操作的方式获得 2 美元的配套资金。截止 2013 年 8 月，总共有 292 家 SBIC 管理着小企业管理局约 69.5 亿美元的未返还出资以及 100 亿美元左右的社会资本，合计占全美创业投资基金管理资产的 6-7%（根据 Preqin 的统计，2013 年底全美的创业投资基金管理资产在 2670 亿美元左右）。SBA 所管理的 SBIC 项目很类似于中国的政府政策引导性基金/资金项目。

此外，1980 年出台的《小企业投资促进法》和此后《投资公司法》等法律的修正案又创设了一种新的创业投资基金形态 - “企业发展公司”（business development company/BDC）。尽管 BDC 也是封闭式投资公司，但与普通的创业投资基金不同的是，BDC 出于税务原因通常选择在《投资公司法》下注册为 RIC（根据法规要求，BDC 每年需将应纳税所得的至少 90% 向股东进行分红且满足其他一些条件后，即可避免在基金层面被征企业所得税），允许属于非获许投资人的普通大众投资于 BDC，其股份可以在股票交易所上市并交易，从而为 BDC 基金管理人提供了一种长期资本（即其管理人无需定期地去进行募资）。根据封闭式基金顾问组织（Closed-end Fund Advisers）的数据，截至 2014 年 10 月份，美国共有 51 家 BDC，总市值 350 亿美元，包括百仕通、KKR、阿波罗等知名私募基金管理公司都拥有上市的 BDC。目前在中国基金/资管类公司 A 股上市存在实质性障碍且尚无先例，在 2014 年九鼎、中科招商等几家资产管理公司在新三板挂牌后，这类挂牌活动即被监管叫停，已挂牌的资产管理公司亦被要求按照新的更严格的挂牌要求进行重整，目前基金/资管类公司在新三板挂牌的尝试也趋于消停。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与王勇先生（+86-10-8525 5553/138 1149 9450; [james.wang@hankunlaw.com](mailto:james.wang@hankunlaw.com)）联系。