



私募基金法律

欧美国家对冲基金监管法律制度简介

王勇 | 蒋靖 | 张鑫凤 | 李昊泽 律师

1. 对冲基金简介

1.1 对冲基金的概念

“对冲基金”一词在法律上没有明确定义。一般理解，对冲基金指通过非公开方式向少数富裕个人和机构投资者募集资金而设立，基金经理为基金的主要投资者，投资策略自由，可以采用卖空、杠杆等多种机制，追求绝对回报(absolute return)、采用业绩提成费结构的投资资本组合。需留意的是，对冲基金的投资策略相对自由，可运用的投资工具广泛(包括但不限于对冲交易(hedging))。

一般而言，对冲基金有以下几个显著特点：

- (a) 基金组织结构简单，往往只有少数几个核心决策人，且基金管理人往往也是基金的主要投资人，其投资金额有时可能接近基金的 50%；
- (b) 与其他传统类型证券投资基金相比，受到较少的政府监管；
- (c) 往往仅能接受合格投资者(accredited investor)的投资，且能够接纳的投资者人数往往有上限(如不超过 100 人)；
- (d) 对冲基金一般为开放式基金，但基金投资者所持对冲基金份额的流动性有限制，投资者可以根据基金协议和认购协议的约定定期赎回基金份额；
- (e) 对冲基金不能公开发行基金份额，其所能够运用的营销和推广手段受到监管机关严格限制；
- (f) 对冲基金所能够运用的投资策略和投资工具非常广泛；
- (g) 基金的目的在于为投资者创造丰厚的绝对投资回报，无论牛市还是熊市；
- (h) 基金的业绩表现与证券市场整体走势关联度较低，特别是与权益类证券市场的整体表现关联度较低；
- (i) 基金往往采用较高的业绩提成费安排(一般为利润的 20% 以上)；且

- (j) 为维护投资者利益,基金的管理人一般须确保基金利润率达到一定门槛收益率(hurdle rate)以及历史高水位线条款((high water mark, 即对冲基金在上期业绩提成费收取期间净资产的基础上发生亏损后,后续只有弥补了上一期的亏损,才能够继续收取业绩提成费)后,才能收取业绩提成费。

1.2 对冲基金的主要投资策略

对冲基金的投资策略相对自由,主要有以下四大类:(a) 方向性策略(directional);(b) 相对价值策略(relative value);(c) 事件驱动策略(event-driven);及 (d) 混合型策略(hybrid)。

1.3 对冲基金的主要投资工具

对冲基金所能够运用的投资工具比传统基金更加多样,主要包括以下几类:

- (a) 卖空 (selling short);
- (b) 财务杠杆 (leverage);
- (c) 对冲交易 (hedging);
- (d) 套利交易 (arbitrage);
- (e) 期权期货交易 (futures and options);
- (f) 专注于特定市场 (target specific markets);
- (g) 设定仓位限制 (incorporate position limits);
- (h) 设定买进或卖出的目标价位 (set buy/sell targets); 及
- (i) 执行止损策略 (follow stop-loss restrictions)。

1.4 对冲基金的核心相关方

对冲基金设立和运作过程中,主要涉及以下各方:

- (a) 基金有限合伙人(也即基金投资者):对冲基金的有限合伙人一般为高净值个人、养老基金、保险公司、各种基金会、商业银行、证券公司、普通公司、母基金等;
- (b) 基金普通合伙人(也即基金管理人):基金管理人一般由基金经理、分析师、风险控制经理、交易员、内部财务会计法律行政人员等构成;
- (c) 主经纪商(prime broker):主经纪商一般由担任基金财产监管人的投资银行或其他金融机构担任。对冲基金从事融资融券交易的,主经纪商往往还会为对冲基金提供融资和/或融券服务;
- (d) 监管机构:主要包括各国的证券监管机构、商品期货监管机构、行业协会、证券期货交易所、各国央行、财政部门等;
- (e) 外部业务顾问、财务顾问、营销公关顾问等;
- (f) 外部审计师、律师; 及
- (g) 评级机构和数据提供商。

1.5 监管对冲基金的必要性分析

对冲基金在全球金融市场中占有重要地位，其对金融市场的影响是一把双刃剑。一方面对冲基金可以增进资本市场的有效性和流动性，另一方面对冲基金被认为是金融欺诈和操纵市场的手段、以及造成潜在系统性风险的因素之一。

由于可供利用的投资策略和投资工具非常广泛灵活，以及资本的逐利本性，对冲基金在实践中时常进行投机性交易，并广泛利用买空卖空、对冲、融资融券、财务杠杆、期权期货、套利等金融工具成倍放大交易规模，在基础经济形势发生逆转等情况下，有可能给整个经济体造成系统性风险。

因此，通过加强对对冲基金的监管，给予投资者更好的保护，改善对冲基金的公司治理，并因势利导促进行业健康发展，已成为各国监管者的共识和近年来的普遍实践。

1.6 对冲基金的监管框架

由于对冲基金在法律上没有明确定义，各国一般不以针对对冲基金进行专门立法的方式来加强对对冲基金的监管。有关对冲基金的监管制度，散见于各国相关金融法律法规之中。总结起来，各国目前主要从以下几个方面入手，对对冲基金进行监管：

- (a) 市场准入：市场准入监管主要包括下列方面：
- (b) 担任基金管理人(或基金普通合伙人)的条件和程序；
- (c) 成为基金有限合伙人(或投资者)的条件和程序；
- (d) 设立对冲基金的条件和程序(如采取审批制还是注册制、需要办理何种登记、对基金投资人之间的权利义务[如基金份额的流动性]是否有强制要求等)；及
- (e) 担任基金高级管理人员的条件和程序。
- (f) 基金的营销及销售：如允许基金以何种手段途径向潜在投资者推介基金、推介材料的必备内容及法律责任、担任基金销售代理是否有准入限制等。
- (g) 基金及基金管理人的信息披露：主要包括基金募集设立时的信息披露、基金运作的信息披露(如定期报告义务)、基金临时信息披露、披露的内容及深度(如是否需披露基金持有的证券名称、种类、仓位、投资策略、工具等)。
- (h) 基金投资与交易行为监管：如是否对基金的投资范围、投资比例、投资策略、投资工具、自有资本金比例、风险敞口(risk exposure)等有限制。
- (i) 对基金管理人和对冲基金的日常监管：如监管机构是否定期现场检查，基金管理人和/或基金本身是否需履行向监管机构的定期报告(如需要，则报告的内容)，是否对基金管理人和/或基金本身的内控、审计等进行日常监督检查。

2. 美国对冲基金监管法律体系简介

2.1 市场准入

- (a) 对基金管理人(或普通合伙人)的监管要求

根据美国 1940 年《投资顾问法案》(“《美国投资顾问法》”，Investment Advisers Act of

1940)，除满足该法案第 203(b)条项下豁免登记规定的投资顾问外，其他所有投资顾问均需按该法规定向美国证监会登记，并通过 ADV 表格向美国证监会履行定期报告义务。该法第 203(b)(3)规定，在一个投资顾问过去 12 个月中的客户少于 15 个、不公开发行基金份额，且不是登记投资公司的顾问的情况下，该投资顾问豁免在《美国投资顾问法》项下向美国证监会进行登记及报告的义务。

所有对冲基金管理人均满足《美国投资顾问法》项下“投资顾问”的定义。因此，如果对冲基金的管理人不能满足该法案第 203(b)条项下豁免登记的规定，则该基金管理人需在《美国投资顾问法》项下向美国证监会登记，并履行定期报告义务。实践中，很多对冲基金管理人努力确保自己符合上述第 203(b)(3)条的豁免规定，从而避免向美国证监会履行登记及报告义务。

2010 年，美国通过了《多德弗兰克金融改革法案》（“**《多德法案》**”，Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act），将规模较大的对冲基金纳入了监管范围。该法案规定，任何管理的资产总额超过 1.5 亿美元的对冲基金顾问(hedge fund advisers)，均须向美国证监会登记，并在登记之后，与在《美国投资顾问法》下登记的“投资顾问”受到同样监管(如需要向美国证监会履行定期报告义务等)。

(b) 对基金有限合伙人(或投资者)的监管要求

对冲基金的运营和投资方式决定了其必须寻求豁免根据美国 1940 年《投资公司法案》（“**《美国投资公司法》**”，Investment Company Act of 1940）履行于向美国证监会进行登记并接受相应监管的义务，方可正常运营和投资。

实践中，为了确保对冲基金能豁免根据《美国投资公司法》之规定而向美国证监会履行登记及接受相应监管的义务，对冲基金管理人会要求所有有限合伙人均满足《美国投资公司法》第 3(c)(1)条或第 3(c)(7)条项下规定的豁免条件。

根据《美国投资公司法》第 3(c)(1)条，如果对冲基金的已发行证券的受益所有人的人数不超过 100 人，且该对冲基金没有公开发行证券的，则该对冲基金可以豁免在《美国投资公司法》项下向美国证监会进行登记。

根据《美国投资公司法》第 3(c)(7)条，如果对冲基金的投资者均为“合格购买方”（Qualified Purchasers），则无论投资者人数是否超过 100 人，该对冲基金均可以豁免在《美国投资公司法》项下向美国证监会进行登记。根据该法规定，“合格购买方”一般指任何可投资资产总额超过 500 万美元的个人，以及可投资资产总额超过 2,500 万美元的公司及机构投资者。但请注意，如根据第 3(c)(7)条的豁免规定而设立的对冲基金的任何一类别的权益证券持有人累积超过 499 人，则该基金应当根据美国 1934 年《证券交易法案》（“**《美国证券交易法》**”，Securities Exchange Act of 1934），向美国证监会登记注册。

(c) 对设立对冲基金的监管要求

在美国法律项下，设立对冲基金不需政府的特殊审批。但是，如果设立的对冲基金希望豁免上文所述在《美国投资公司法》项下向美国证监会登记的义务，则基金需要满足该法第 3(c)(1)条或第 3(c)(7)条规定的豁免条件。

根据《美国投资顾问法》第 205(3)条，对于已经在美国证监会登记的对冲基金，如果其基金管理人要收取业绩提成费的，该基金的投资者必须是该法案项下规定的“合格客户(qualified client)”。根据《多德法案》，美国证监会有权根据通货膨胀率定期调整“合格客户”的认定标准。

(d) 对基金高级管理人员的监管

美国法律没有在对冲基金的高级管理人员的学历、资格证书、从业经验等方面做出限制性规定。

2.2 基金的营销及销售

根据上述《美国投资公司法》第 3(c)(1)条及第 3(c)(7)条之规定，如对冲基金以该法项下非豁免登记的任何方式发售基金份额，则该对冲基金须按《美国投资公司法》之规定向美国证监会进行登记，并接受该法项下对投资公司的监管。

根据美国 1933 年《证券法案》(“《美国证券法案》”，Securities Act of 1933)第 2(a)(1)条之规定，对冲基金的份额构成该法项下规定的“证券”。因此，投资者认购对冲基金份额的行为，应受该法管辖。根据该法，如果对冲基金向其投资者发行基金份额的行为构成该法项下定义的“公开发行证券”，则：(i)该等对冲基金份额的发行必须满足该法项下规定的、有关公开发行证券的严格条件、程序，及法律责任(如就证券公开发行，需向美国证监会登记，制备募集说明书，并就募集说明书的内容承担法律责任)；且(ii)基金份额公开发行成功后，该对冲基金还须按照公开发行证券的发行人之标准，向美国证监会和基金投资者履行报告义务。

但是，《美国证券法案》D 规则第 506 条(Rule 506 of the Regulation D)规定，向不超过 35 个成熟投资者(sophisticated investors)和不限人数的合资格投资者(accreted investors¹)发行证券的，可被认定为非公开发行证券，从而豁免遵守公开发行证券的有关规定。

因此，实践中，对冲基金一般根据《美国证券法案》D 规则下有关非公开配售证券的豁免规定，以私募配售方式向投资者发行基金份额，从而豁免遵守上述《美国证券法案》项下有关公开发行证券的繁琐义务。但需指出的是，尽管对冲基金发行基金份额，可以根据《美国证券法案》D 规则的规定，豁免遵守公开发行证券的有关规定，但对冲基金发行任何基金份额，仍须遵守该法案项下有关反欺诈条款的相关规定。

2.3 基金及基金管理人的信息披露义务

根据美国证券交易法及其他相关法律，公开发行证券的发行人、及任何上市证券的发行人，均应按照有关法律之规定，向美国证监会及投资公众履行信息披露义务，如证券发行时需制备并公布证券募集说明书，定期披露年报、中报、季报、临时报告等。

对于非公开发行证券的发行人，以及任何非上市证券的发行人，美国法律没有就发行人(或对冲基金的基金管理人)必须对美国证监会或投资者履行的信息披露义务，做出强制性规定。但是，根据《美国投资顾问法》、美国证券交易法及相关判例，所有投资顾问(无论是否按该等法案需进行登记)

¹ 这里的“合资格投资者”一般指净资产超过 100 万美元的个人，或在过去两年中每年年收入均超过 20 万美元，且可以合理的预计在本年度收入也能达到 20 万美元的个人；以及任何金融资产超过 500 万美元的公司或银行。

均对其投资者负有诚信义务，并应尽最大努力确保向投资者作出诚实、全面且公平的信息披露，包括但不限于披露所有重大事实、不得作出虚假陈述或遗漏陈述、误导性陈述，披露利益冲突，报告有关个人交易，妥善保持账簿和记录，制定并实施职业操守规范，不得进行任何欺诈性交易或作出任何重大不实陈述等。

鉴于对冲基金均按《美国证券法案》D 规则之规定，以非公开方式向其投资者发行基金份额，对冲基金及其基金管理人在美国法项下仅需遵守前面一段中提及的、有关信息披露的一般义务，而无需向美国证监会或投资者履行任何特别的信息披露义务。因此，对冲基金的设立和运作过程中，向投资者的信息披露事宜，一般由基金管理人与基金投资者在遵守美国法律有关信息披露的一般规定之前提下，自行协商确定。

但是，需指出的是，如对冲基金的任何一类别的权益证券持有人累计超过 499 人，则该对冲基金须根据《美国证券法案》第 12(g)条之规定进行登记，并按该法案之规定履行季度报告义务。此外，与其他机构投资者一样，如果对冲基金管理人管理的资产总额超过 1 亿美元的，则其需按规定定期提交季度报告，且该等季度报告中应当披露基金的所有权情况。此外，与其他投资者一样，如果对冲基金持有的任何已登记的权益证券的比例超过 5%，则该基金的该等持仓情况也需进行公开披露。

此外，根据《美国投资顾问法》有关规定，根据该法有义务向美国证监会登记为“投资顾问”的基金管理人，在该法项下负有一定的信息披露。该等义务主要包括：(i) 已登记的投资顾问须按规定向美国证监会及投资者披露其业务经营信息和合规运作情况；(ii) 通过递交 ADV 表格的方式，向美国证监会履行法定报告义务。根据《多德法案》，旗下管理资产总额超过 1.5 亿美元的对冲基金管理人，均须按《多德法案》规定向美国证监会登记。登记之后，该等对冲基金管理人将负有与上述“投资顾问”相同的信息披露义务。此外，实践中，不少未达到上述标准的基金管理人自愿进行了上述“投资顾问”登记，并因此负有上述披露义务。

2.4 基金投资与交易行为监管

美国法律未专门针对对冲基金所能够采用的投资策略和投资工具做出针对性规定。因此，对冲基金可以采用法律未禁止的所有投资策略和投资工具。

需留意的是，很多对冲基金因从事商品期货交易，而受到美国商品期货交易委员会(“**美国期货委员会**”，Commodity Futures Trading Commission)的管辖。任何对冲基金的基金管理人，如果根据美国期货委员会的有关规定，登记注册为期货池运营者(Commodity Pool Operator)或期货交易顾问(Commodity Trading Advisors)的话，则该等基金管理人也需要受到美国期货委员会的管辖。此外，如果该对冲基金投资于美国期货委员会所管辖的商品期货市场，则该基金的基金管理人将受到美国期货委员会的管辖(无论该基金管理人根据美国期货委员会的有关规定，是否应注册为期货池运营者或期货交易顾问)。

2.5 对基金管理人、对冲基金，及基金投资者人的日常监管

根据《美国投资顾问法》有关规定，在该法项下向美国证监会登记为“投资顾问”的基金管理人，负有法定的内控义务，比如：(i)已登记的投资顾问须制定书面的合规内控措施，并任命专职合规经理负责该等内控措施的施行；且(ii) 已登记的投资顾问应当妥善制备并保存账簿记录，美国证监

会有权不时查验。根据《多德法案》，旗下管理资产总额超过 1.5 亿美元的对冲基金管理人，均须按《多德法案》规定向美国证监会登记。登记之后，该等对冲基金管理人将负担与上述“投资顾问”相同的内控义务。实践中，不少未达到上述标准的基金管理人也自愿进行了上述“投资顾问”登记，并因此负有上述内控义务。

根据美国证券交易法，所有投资顾问均应遵守反欺诈条款，并履行诚信义务(Fiduciary Duty)和信息披露义务。根据《多德法案》的规定，对冲基金有义务向有关监管机关提供其交易和投资组合的有关信息，以便该等监管机构履行其监管和控制系统性风险的职责。

此外，美国 2010 年通过了《海外账户税务合规法案》(“《美国海外账户税务合规法案》”，Foreign Account Tax Compliance Act)，从税收角度加强了对美国纳税人境外金融投资的监管。根据该法案：

- (a) 任何对美国负有纳税义务的人士，在 2010 税务年度之后，如其在美国境外持有的金融资产总额超过 5 万美元²的，则该等人士均应以 8938 表格向美国税务机关(IRS)进行披露并就海外资产申报纳税。不依法向美国税务机关进行该等申报的，美国税务机关有权罚款；通过不依法进行该等申报而偷逃了任何税款的，美国税务机关有权处以偷逃税款金额 40%的罚款；
- (b) 外国金融机构应将美国纳税人的海外金融账户相关信息，以及美国纳税人在其中持有重大权益的外国实体的海外金融账户相关信息，直接向美国税务机关披露。为履行该等报告义务之目的，该等外国金融机构需要和美国税务机关签订一份特别协议。签订该特别协议后，该等外国金融机构应向美国税务机关按年披露任何在美国有纳税义务的人士在该机构开立金融账户的信息，并按年披露任何在美国有纳税义务的人士在其中持有重大权益的实体的相关信息。

此外，该等外国金融机构还有义务将其向任何下列人士支付的、任何构成源自美国的收入，及任何构成源自美国的证券出售总收入的付款 30%，进行代扣缴并直接支付予美国税务机关：(i)不参与美国税务机关本第 2.5 节所述项目的外国金融机构；(ii)未提供足额信息来判断其是否是美国人的任何个人账户持有者；及(iii)未提供足额信息来判断其重大权益持有方的任何机构账户持有者。

此外，对冲基金还受到美国有关反洗钱法律的监管，并有可能受到其所在州的州法律法规的监管。各州法律一般没有关于对冲基金运营的监管规定，但会对投资顾问和基金高级职员进行监管，并可能规定额外的、更加严格的反欺诈条款和信息披露义务。

3. 欧洲对冲基金监管法律体系简介

欧盟对对冲基金的监管，包括欧盟层面与对冲基金有关的立法，及欧盟各国国家层面立法。欧盟层面的立法，统一适用于欧盟境内设立或运营的对冲基金；而欧盟各成员国的立法，仅对其国内的对冲基金及其管理人具有约束力。历史上，欧盟一些国家曾以国家立法方式对对冲基金进行一定程度的监管，比如葡萄牙对对冲基金从事金融衍生品交易进行控制，法国对对冲基金利用财务杠杆有一定限制，等等。

根据欧盟有关法律，欧盟内的投资基金被分为以下两大类：(a) 根据欧盟《可转让证券集合投资

² 不在美国境内惯常居住的美国纳税人适用较高的金额标准（如对于在美国境外居住的、联合申报的夫妻，适用标准为相应纳税年份最后一天的海外特定资产超过 40 万美元，或在该纳税年份的任何一天超过 60 万美元）。

计划指令》(“**欧盟集合投资计划指令**”, Undertakings for Collective Investment in Transferrable Securities Directive)而设立的集合投资计划基金(“**UCITS 基金**”); 及(b)非 UCITS 基金(“**非 UCITS 基金**”)。非 UCITS 基金含义广泛, 包括对冲基金、私募股权投资基金、不动产基金等。

欧盟议会于 2010 年通过了《另类投资基金管理人指令》(“**《欧盟另类基金指令》**”, Directive on Alternative Investment Fund Managers), 该指令对所有在欧盟境内管理另类投资基金、或在欧盟境内发售其基金份额的非 UCITS 基金管理人进行监管, 且所有欧盟成员国有义务于 2013 年 6 月之前贯彻执行该指令。

3.1 市场准入

(a) 对基金管理人(或普通合伙人)的监管要求

根据《欧盟另类基金指令》, 所有另类投资基金(alternative investment funds)的基金管理人, 于其在欧盟境内管理任何非 UCITS 基金、或发售任何非 UCITS 基金的基金份额之前, 均须从其母国监管机关那里获得从事该等业务的授权(authorization), 除非其符合下列两种豁免情形外之一:

- (i) 该基金管理人直接或间接管理的另类投资基金组合的资产总额小于 1 亿欧元; 或
- (ii) 该基金管理人直接或间接管理的另类投资基金组合的资产总额小于 5 亿欧元, 该基金管理人管理的另类投资基金均不运用财务杠杆, 且该基金管理人管理的基金设立之后的五年之内, 有关基金投资者均不拥有赎回基金份额的权利。

基金管理人在从其母国监管机关那里获得在欧盟境内从事基金管理和基金发售业务的授权时, 基金管理人需向有权机关详细提供下列信息: (i)该基金管理人的股东情况; (ii)该基金管理人旗下管理的另类投资基金的特征; (iii)该基金管理人是否会将其对旗下基金的管理权限进行转授权; (iv)旗下基金的投资组合资产的估值和资产保护情况; 及(v)当地机关要求的其他资料。为获得该等授权, 除了提供上述材料外, 基金管理人还须向当地有权机关证明, 其有能力遵守《欧盟另类基金指令》的实质性规定。

此外, 《欧盟另类基金指令》还规定, 所有另类投资基金管理人的自有资金, 对于基金内部管理人³而言, 不得少于 30 万欧元, 对于基金外部管理人而言, 不得少于 12.5 万欧元; 如其管理的投资组合的价值超过 2.5 亿欧元, 则该基金管理人还须预留附加的自有资本金, 该等附加自有资本金的金额为其管理的投资组合的总价值超过 2.5 亿欧元的部分乘以 0.02%(但基金管理人资本金总额无需超过 1000 万欧元)。

基金管理人从其母国有权机关获得该等授权后, 该基金管理人便有权在所有欧盟成员国境内提供相关基金管理服务。

此外, 基金管理人还须满足其母国法律项下的监管要求。例如, 根据英国法律规定, 所有英国对冲基金管理人均应按英国 2000 年《金融服务和市场法案》(Financial Services and Markets Act of 2000)第 19 条之规定, 获得英国金融服务局(Financial Services Authority)的

³ 《欧盟另类基金指令》将基金管理人划分为两种, 基金内部管理人和基金外部管理人。两者的区别是: 当一家对冲基金是由该基金内部的管理机构或内部的其他机构管理的, 则该基金被视为被“内部管理”(internally managed), 其管理人为内部管理人; 外部基金管理人的意思则相反。此外, 需要注意的是, 内部基金管理人不得兼任其他基金的外部基金管理人。

授权后，方可从事基金管理及基金募集业务。获得该等授权后，基金管理人还应遵守英国金融服务局发布的《规则和指引手册》(FSA Handbook of Rules and Guidance)中规定的11项“业务原则”(Principles for Business)。

(b) 对基金有限合伙人(或投资者)的监管要求

根据《欧盟另类基金指令》有关规定，除有关成员国法律另行规定允许的外，另类投资基金的基金管理人不得以公开发售方式向零售投资者发售其管理的另类投资基金的基金份额，且该基金管理人只有从其母国有权机关获得授权后，才有权在欧盟境内向任何其他国家的“职业投资者”(Professional Investors)⁴营销并发售其管理的另类投资基金的基金份额。此外，《欧盟另类基金指令》允许成员国通过该国单独立法，允许经别国适当授权的另类投资基金管理人向该国的零售投资者发售其另类投资基金份额，并允许该等成员国为此目的而就向该国的零售投资者发售基金份额的条件做出更严格的规定。

除此之外，对基金有限合伙人的监管要求，由欧盟各成员国法律规定。比如：(i)英国主要对基金管理人进行监管，未对基金投资者的准入条件做出规定；(ii)意大利规定，认购对冲基金的投资者的最小认购金额为50万欧元；(iii)法国根据基金种类及资质的不同，对基金投资者设置了不同的准入条件。

在法国，投资者必须满足法国《货币与金融法》(Monetary and Financial Code)的要求。其中，个人投资者投资对冲基金需满足：(a)被金融市场监管机构(Autorité des Marchés Financiers)登记在册，或(b)满足以下条件中的两项：(i)该投资人的金融投资组合超过50万欧元；(ii)该投资人在近一年内平均每三个月进行至少十次金额达到600欧元的交易；以及(iii)该投资人曾在金融行业从业至少一年，且其职位需要证券投资知识。投资于期货的基金(FCIMT)可以向合格投资者或首次认购金额不低于1万欧元的非合格投资者发售基金份额。合格投资者及符合规定条件的非合格投资者均可以投资于“适用简单投资规则的可转让证券集合投资计划”(“OPCVM ARIA”，Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities with Simplified Investment Rules)及“契约式可转让证券集合投资计划”(“Contractual OPCVM”，Contractual Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities)。非合格投资者只有满足下列条件之一的，方可投资于OPCVM ARIA：(a)首次认购额不低于12.5万欧元；(b)首次认购额不低于1万欧元，且其拥有的银行存款、人身保险金和金融证券的总金额不低于100万欧元；或(c)首次认购额不低于1万欧元，具有在相关行业从业1年的专业经验，且该相关行业能够促使该非合格投资者获得足够相关知识。非合格投资者只有满足下列条件之一的，方可投资于Contractual OPCVM：(a)首次认购额不低于25万欧元；(b)首次认购额不低于3万欧元，

⁴ 根据欧盟2004年《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive)附件II第2条第1款，“职业投资者”指对做出其投资决策具有经验、知识或专业知识，并能正确对投资风险做出适当评估的客户。客户必须满足下述条件之一方可被视为专业客户：

- (i) 专业人士。指令中涉及的下述人士在所有投资服务活动和金融工具均为专业人士：(A)依授权和监管在金融市场进行活动的实体；(B)大企业满足下述条件其中的两个：资产负债达20,000,000欧元；净收入达40,000,000欧元；自有资金达2,000,000欧元；及(C)其他以投机金融工具(包括资产证券化和融资交易)为主要活动的机构投资者。
- (ii) 经要求可被视为专业人士的客户，且需符合下列条件：(A)客户过去四个季度在相关市场上有平均频率超过每季度10次的大规模的交易；(B)客户拥有的金融工具投资组合资产超过500,000欧元；(C)客户在或曾在金融行业以专业人士的身份，从事与计划进行的交易相关的工作至少一年；(D)投资公司应评估这类客户的专业知识、经验和知识，以确定其有能力做出自己的投资决策并控制风险。

且其拥有的银行存款、人身保险金和金融证券的总金额不低于 100 万欧元；或(c)首次认购额不低于 3 万欧元、具有在相关行业从业 1 年的专业经验，且该相关行业能够促使该非合格投资者获得足够相关知识。

(c) 对设立对冲基金的监管要求

《欧盟另类基金指令》未对设立对冲基金的条件、程序等方面作出规定。因此，设立对冲基金，取决于各成员国立法。英国规定，所有对冲基金管理人均需获得英国金融服务局的授权并受其监管，但对设立对冲基金未规定特别条件或审批要求。德国则规定，设立任何对冲基金，均需获得德国联邦金融管理局颁发的金融牌照；并且基金要满足最低资本的要求。在法国和意大利，对冲基金也均要得到来自金融监管部门的授权才能够进行基金销售。

3.2 基金的营销及销售

根据《欧盟另类基金指令》的规定，自 2013 年起，获得授权的欧盟国家基金管理人可以主动向所有欧盟成员国的职业投资者发售在欧盟国家设立的基金的份额，前提为该基金管理人遵守《欧盟另类基金指令》的规定并完成向基金管理人所在国监管机构的通知义务。

基金管理人发售基金份额前应当向其所在国的监管机构递交一份通知书(Notification)，包含基金管理人和基金信息、投资人可获得的信息描述、基金为母基金(Master AIF)或联接基金(Feeder AIF)的情况说明、防止向零售投资者(Retail Investors)发售基金份额的安排、以及《欧盟另类基金指令》要求披露的其他信息。基金管理人所在国监管机构应当在规定期限内通知基金管理人是否可以进行基金份额的发售。如基金份额发行国与基金管理人所在国为不同国家，基金管理人所在国的监管机构应将通知书转交给发行国监管机构，并就基金管理人的资质向发行国监管机构作出说明。

《欧盟另类基金指令》规定，只有在基金管理或基金管理人违反或将要违反《欧盟另类基金指令》规定的情况下，监管机构方可阻止基金管理人发售基金份额。在通知书所列信息发生重大变化之前的规定时间内，基金管理人应当向监管机构报告，如此等重大变化将造成对《欧盟另类基金指令》的违反，监管机构有权通知基金管理人不得执行重大变化，或根据《欧盟另类基金指令》的规定采取任何必要行动，包括明确禁止继续发行基金份额。

2013 年至 2015 年期间，非欧盟国家基金管理人和非欧盟国家基金将不会取得在欧盟国家发售基金份额的“通行证”(Passport)。非欧盟国家基金管理人和非在欧盟国家设立的基金虽然可以在欧盟国家发售基金份额，但只能根据欧盟各国国家层面的私募发行体系进行，并应当遵守《欧盟另类基金指令》的相关要求。

《欧盟另类基金指令》规定，欧盟国家基金管理人向欧盟各国专业投资者发售非欧盟国家基金份额应满足如下条件：(i)基金管理人应遵守除存托要求(Depository Requirements)外的《欧盟另类基金指令》所有规定；(ii)基金管理人所在国与基金所在国之间存在监管合作安排；(iii)基金所在国未被金融特别行动组(Financial Action Task Force)列为不合作国家；和(iv)满足成员国更为严格的要求。

非欧盟国家基金管理人向欧盟各国专业投资者发售欧盟国家基金份额应满足的条件包括：(i)遵守《欧盟另类基金指令》透明度和信息披露的要求；(ii)基金管理人所在国、基金所在国和基金发售地国的监管机构存在监管合作关系；(iii)基金所在国未被金融特别行动组列为不合作国家；和 (iv)满

足成员国更为严格的要求。

非欧盟国家基金管理人在欧盟国家向专业投资者发售非欧盟国家基金份额应满足的条件包括: (i) 遵守《欧盟另类基金指令》透明度和信息披露的要求; (ii) 各国在管理层面上存在合作关系; (iii) 基金所在国和基金管理人所在国未被金融特别行动组列为不合作国家; 和 (iv) 满足成员国更严格的要求。

2015 年后, 非欧盟国家基金管理人或非欧盟国家基金是否能够取得欧盟“通行证”将由欧盟委员会做出进一步决定。《欧盟另类基金指令》对非欧盟国家基金的这一“通行证”规则将在一定程度上阻碍其他国家的基金进入欧盟市场, 投资人可投资的基金范围也将被缩小。《欧盟另类基金指令》同时规定, 成员国可以允许向本国零售投资者(retail investors) 发售基金份额, 无论是欧盟国家基金或非欧盟国家基金, 并适用比向专业投资者募集资金更加严格的规定

此外, 欧盟各成员国在国家层面上也对发行基金份额的监管规定各不相同。在法国, 销售基金募集受到限制, 基金募集必须满足《货币与金融法》(Monetary and Financial Code) 的要求, 根据其要求, 在不同类型的基金募集中, 投资者也满足上述介绍的对投资者的要求。

在英国, 对冲基金作为不受监管的集合投资计划(unregulated collective investment schemes), 即不受《2000 年金融服务和市场法》(Financial Services and Markets Act of 2000) 第 238 条约束的投资计划, 不允许向公众发售基金份额, 对冲基金只允许向合格交易人(eligible counterparties) 或专业客户(professional clients) 发售基金份额。

根据意大利的法律规定, 投资人投资对冲基金的第一次认购金额不得低于 50 万欧元, 否则不得投资对冲基金。德国法律规定对冲基金仅能通过私募形式发售基金份额, 并遵守私募说明书(Prospectus) 的相关规定, 私募说明书应当以书面形式并包含基金规则和损失风险提示。

3.3 基金及基金管理人的信息披露义务

《欧盟另类基金指令》将基金管理人的信息披露义务主要分为向投资人的信息披露和向监管机构的信息披露。向投资人进行信息披露可以减小信息不对称性, 并增强投资人的投资信心; 而向监管机构进行信息披露有助于有效监管进而有效控制系统风险。

根据《欧盟另类基金指令》规定, 基金管理人对其基金潜在投资人负有信息披露义务, 披露的信息包括: (i) 基金投资策略和目标; (ii) 估值和赎回政策; (iii) 估值、托管、管理和风险控制程序, 及 (iv) 费用和支出。此外, 基金管理人应向投资人和基金管理人所在国监管机构提供年度审计报告。

基金管理人应定期向投资人和监管机构披露重要信息, 包括: (i) 因非流动性质而受限于特殊安排的资产比例; (ii) 流动性管理安排; (iii) 基金风险状况及风险管理系统; 及 (iv) 杠杆率。基金管理人应定期向监管机构提供关于其主要交易市场、交易工具、主要风险敞口、风险集中、投资资产种类的信息。杠杆率较高的基金的管理人应定期向监管机关报告其整体杠杆率程度、现金或证券借贷杠杆率、金融衍生品杠杆率、杠杆安排下资产再利用的程度、及借款主要来源等信息。

在基金取得某家非上市公司控制权(即取得 50% 及以上投票权), 且该公司的员工数和营业额超过了《欧盟另类基金指令》规定的限额时, 基金管理人应向被收购公司、其股东和员工提供《欧盟另类基金指令》要求披露的信息, 如基金管理人资料、利益冲突管理政策等。基金的年度审计报告中应包括其拥有控制权的公司的信息, 包括: 公司运营和财务事项, 财务风险, 人员流动、聘用和解雇, 以及撤资情况。

此外，为了有效监控系统性风险，成员国监管机构有权要求基金管理人定期或临时提供其他信息。欧盟销售与营销协会(European Sales & Marketing Association)有权在特殊情况下或为了确保金融市场稳定性或诚信度，要求成员国相关监管机构施加其他报告要求。《欧盟另类基金指令》要求成员国应确保其本国监管机构能够利用其获取的基金管理人披露信息鉴别杠杆率可能造成的金融市场系统性风险及无序市场风险。

根据英国《对冲基金工作组标准规则》(the Hedge Fund Working Group Standards)⁵的规定，基金管理人向投资者披露的信息应包括：投资计划及风险，商业计划，业绩评价，以及相关方信息。在法国，根据《金融监管机构通则》(General Regulation of the Autorité des Marchés Financiers)的规定，基金管理人应向投资人披露的信息因基金种类不同而适用不同标准。投资期货的基金管理人应确保投资人意识到自己投资的基金为具有亏损风险的对冲基金，并向投资人提供基金规则以及基金季度报告；OPCVM ARIA 的管理人应提示投资者，该基金仅可以向特定的投资人募集资金，并向投资人提供经法国金融市场监管机构(Autorité des Marchés Financiers)批准的募集说明书，并应每月提供变现价值(Liquidative Value)；Contractual OPCVM 的管理人应提示投资者，该基金仅可以向特定的投资人募资，并向投资人提供募集说明书(但该募集说明书无需法国金融市场监管机构批准)，并应每三个月提供变现价值。

3.4 基金投资与交易行为监管

《欧盟另类基金指令》未针对对冲基金所能够采用的投资策略和投资工具做出针对性规定。因此，对冲基金可以采用欧盟各成员国法律未禁止的所有投资策略和投资工具。欧盟各成员国的法律对对冲基金运用卖空、财务杠杆、对冲交易、套利、期权期货等金融工具的能力有一定的限制和监管，比如：

- (a) 葡萄牙对对冲基金从事金融衍生品交易进行控制；
- (b) 法国对对冲基金利用财务杠杆有一定限制；
- (c) 德国规定：(i)对冲基金不得投资于原材料和不动产；(ii)对冲基金对非上市企业的权益类证券的投资总额，不得超过该基金自身总价值的 30%；且(iii)对冲基金(“投资方”)对任何其他对冲基金(“被投资方”)进行投资的，如持有该被投资方权益的任何基金所单独持有的该被投资方权益之比例均不足 10%，则投资方对被投资方的投资总额不得超过投资方自身净资产值的 50%。

3.5 对基金管理人和对冲基金的日常监管

- (a) 对基金管理人的最低资本金要求

《欧盟另类基金指令》将基金管理人划分两种：(i)基金内部管理人；和(ii)基金外部管理人。其中，两者的最低初始资本金(initial capital)的要求分别为 300,000 欧元和 125,000 欧元。

此外，当基金管理的投资组合价值超过 2.5 亿欧元时，基金管理人的资本金也应当相应增加。其中增加的数额应当相当于基金管理的投资组合超过 2.5 亿欧元部分的 0.02%，但基

⁵ 《对冲基金工作组标准规则》由英国自律性组织—对冲基金工作组制定，《对冲基金工作组标准规则》虽不具有法律约束力，但其涵盖了对冲基金最佳实践标准，也是对英国金融服务监管机构(Financial Services Authority)的业务准则(Principles for Business)的总结。

金管理人资本金总额(包括初始资本金和增加的资本金)无需超过 1000 万欧元。

(b) 对职业风险担保的要求

当基金在投资过程中出现潜在的职业风险(professional liability)时,无论内部基金管理人,还是外部基金管理人均应当采取以下措施之一来降低风险:(i)提供适当的额外自有资本金以覆盖职业风险;或(ii)为潜在的职业风险投保。

至于上述措施应当覆盖职业风险的程度,决定上述措施是否能够职业风险所应当考虑的条件和方式,《欧盟另类基金指令》则没有具体规定,而是授权欧盟委员会通过授权行为和措施(delegated acts and measures)的形式另行确定。

(c) 对基金高管酬金(remuneration, 包括薪金[salary]和退休金[pension benefits])的规定

《欧盟另类基金指令》的附件二规定了基金高管酬金的政策,这些政策总体来说比较概括,主要包括:

- (i) 酬金政策促进有效的风险管理,不应当鼓励和基金不一致的冒险活动;
- (ii) 酬金政策应当和基金管理人、基金或基金投资人的业务战略、目标、价值和利益相一致,并应当包括避免利益冲突的措施;
- (iii) 基金管理人的管理团队应当由其监管部门指定、执行并定期审查酬金政策;
- (iv) 酬金委员会应当直接监管风险控制部门和合规部门高管的酬金;
- (v) 当酬金和员工的表现挂钩时,应当既考虑到该员工的表现(包括财务方面和非财务方面的表现)也应包括基金业务部门与基金管理人的表现。

(d) 关于基金管理过程中的利益冲突

根据《欧盟另类基金指令》,各成员国应要求基金管理人必须确定,在基金管理过程中以下人士之间存在的利益冲突:(i)管理人、基金雇员或任何通控制而直接或间接与管理人有关的人士,与基金和基金投资者;(ii)基金和基金投资者,与其他基金和其投资者;(iii)基金和基金投资者,与基金管理人其他客户;(iv)基金和基金投资者,与管理人管理的集合投资计划和计划投资者;(v)管理人的不同客户。基金管理人应采取有效的措施以防止因上述的利益冲突而对基金和其投资者的利益造成不利影响。在不能有效保证投资者利益不受损害时,管理人应当在进行交易前向投资者披露利益冲突。

(e) 风险控制

《欧盟另类基金指令》规定了基金管理人在风险控制方面至少应当采取的措施,包括:

- (i) 将风险控制职能从运营部门及组合投资管理职能中分离;
设置足够的风险管理系统已确定、测量、管理和监控与每一个基金投资策略相关的,或基金面对的风险;
- (ii) 在代表基金投资时应当进行谨慎的尽职调查;
- (iii) 确保和投资相关的风险以及上述风险对基金的影响是可以被识别、测量、管理和监管的;
- (iv) 风险应当与基金的规模、投资组合架构、投资战略和目标相一致。

(v) 针对每一个其管理的基金，结合基金的多方面因素，设立可以采用的最高杠杆水平，并确定反复使用的担保或保证的范围。

此外，《欧盟另类基金指令》还要求基金管理人对其管理的另类投资基金所能够使用的财务杠杆的上限做出自我约束性规定；且基金管理人在决定该等财务杠杆上限的具体数额时，要具体考虑到：基金规模，基金投资策略，财务杠杆来源，与其他金融机构的关系(主要是考虑到可能造成的系统性风险)，对任何一个单独投资者风险限制的需要，财务杠杆的担保范围，资产负债比(asset-liability ratio)以及基金管理人在相关市场活动的规模、性质和程度。

至于对风险管理的具体规定，和对职业风险的担保要求相同，《欧盟另类基金指令》则没有具体规定，而是授权欧盟委员会通过授权行为和措施的形式另行确定。

(f) 对存托机构的要求

《欧盟另类基金指令》要求任何所有基金的管理人对于其管理的任何一个基金，都要指定一个单独的存托机构作为资金的存放。

4. 总结

通过以上的简介可以看出，欧美国家对对冲基金的监管，一般不以针对对冲基金专项立法的方式进行，且主要从加强市场准入监管、限制对冲基金发行基金份额的方法和途径、强化对冲基金对证券监管机关和投资者的信息披露义务，加强基金内控措施等方面着手，提高对冲基金监管水平。但欧美国家对对冲基金所能够采用的投资策略和投资工具，没有较多的限制措施，从而在加强监管的同时，留给市场参与者较为充分的自由竞争空间。从长远来看，这样做有利于公平竞争、优胜劣汰，将不合格基金管理人及业绩不佳的对冲基金逐出市场，增进市场效率，优化整个社会的资源配置。

● 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**王勇律师**（+86-10-8525 5553; james.wang@hankunlaw.com）联系。