

我国私募基金注册制度的监管理念及路径选择

梁清华 高 奇

摘 要：以注册制为核心的准入制度在私募基金监管中占有重要地位。《私募投资基金登记备案办法》与《私募投资基金监督管理条例》的先后出台促进了私募基金注册规则的体系化、规范化。但由于在法律关系、注册标准、差异化监管等问题上需要进一步明确，我国当前私募基金注册制度距离理想状态还存在差距。完善私募基金注册制度，首先应当理清私募基金的监管理念，包括明确投资人与受托人之间的基础法律关系，推动功能监管的落实，树立与公募准入严格监管相区别的适度监管理念。之后应以理念为引领，选择清晰的实现路径，将信息披露作为信义义务在注册阶段的实现机制，统一注册标准和注册机构，实行有条件的注册豁免，被豁免管理人须履行低度备案义务。

关键词：私募基金；信义义务；适度监管；功能监管；差异化监管

〔中图分类号〕D922.287 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕2096-6180（2023）05-0090-15

引言

私募基金注册制度是私募基金管理人按照有关规定，向国务院证券监督管理机构委托的机构进行登记备案的制度。^{〔1〕}自2014年开始，我国将私募证券投资基金、私募股权基金、创业投资基金等各类型的私募基金统一纳入注册制^{〔2〕}，2023年9月1日生效的《私募投资基金监督管理条例》（国务院令 第762号）明确规定，私募基金管理人须向基金业协会申请登记，私募基金募集完毕后应向基金业协会备案，创业投资基金实施差异化监管，加大对规避登记备案义务的惩处打击力度。这与稍早前出台的《私募投资基金登记备案办法》（中基协发〔2023〕5号，下称《登记备案办法》）一起构成了私募基金注册的基础性制度文件。

〔作者简介〕梁清华，法学博士，对外经济贸易大学法学院教授；高奇，法学博士，中央国债登记结算有限责任公司博士后科研工作站、中国人民银行金融研究所博士后流动站在站博士后。

〔基金项目〕司法部国家法治与法学理论研究项目“我国私募基金注册制度的立法理念及路径选择”（项目批准号：17SFB2013）。

〔1〕 本文所研究的私募基金，涵盖所有以非公开方式发行，面向合格投资者募集的，投资于特定标的的投资基金。

〔2〕 对于私募基金类型的划分，最初见于《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》（中基协发〔2014〕1号，已废止）第5章第19、20、21条。《私募投资基金登记备案办法》中也秉承了该种划分方式。

虽然私募基金监管日趋规范、全面，但私募基金注册在我国仍面临应然与实然之间的冲突与落差。注册未关注管理人的核心义务——信义义务，登记备案阶段缺乏信义义务的实现机制；监管机构和监管标准不统一，导致基金注册程序并不完全统一，为不公平竞争甚至监管套利提供了空间。全口径注册之下缺乏注册豁免制度，差异化的制度安排也有待进一步落实。上述问题的存在源于私募基金注册制度立法理念的错位。

立法理念的错位，首先源于对法律关系的理解存在偏差。投资者与管理人之间的法律关系，在实践中长期被认定为“委托—代理”关系，在募投管退等环节都缺乏对管理人信义义务的检视，反映到监管层面，结果是监管貌似严格但并没有到位。其次，部门利益驱动导致《中华人民共和国证券法》（下称《证券法》）中机构监管仍占据重要位置^{（3）}，部分领域未做到以功能监管（functional regulation）为导向的统一监管，甚至有倒退的迹象。最后，监管理念上受到来自公募基金严格监管的过度影响，与公募基金的监管理念缺乏差异。

立法理念产生于规范之先，它体现了一个法律制度的基本价值观，为制度的健康发展指明方向并提供持续牵引。为此，笔者以立法理念为出发点，以制度路径构建为落脚点，尝试回答我国私募基金注册的框架制度以及路径选择，以期为我国私募监管提供有意义的参考。

一、我国私募基金注册制度的现状与反思

（一）法律关系定位不明

投资者与私募基金管理人之间是委托关系还是信托关系，这一争议与《中华人民共和国信托法》（下称《信托法》）所体现的时代背景不无关系，并集中体现于信托定义中。《信托法》第2条规定：“本法所称信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。”依据时任全国人大常委会法制工作委员会副主任卞耀武主编的《中华人民共和国信托法释义》，如此表述是考虑我国的社会背景与法律传统，“从委托人来说，委托人一旦将财产交付信托，即丧失其对该财产的所有权，不再属于其自有财产，这就会使一些人接受起来颇费思量”，为“便于接受和施行信托制度，更能发挥其作用”于是采用了“委托”一词。^{（4）}

但正如王利明教授指出：“由于该法并未严格区分信托与委托，因此，在对信托定义时采用了与‘委托’概念相类似的定义方式，这导致两者之间可能发生混淆。”^{（5）}委托是典型的民事法律关系，信托是典型的商事法律关系，在合同的订立、履行等方面具有较强的特殊性，不完全受合同

（3）2019年《证券法》虽对“证券”定义进行了一定的扩大，但是仍存在不同类型证券归属不同机构监管的格局。郑斌：《论金融法下功能监管的分业基础》，载《清华法学》2020年第2期，第127页。

（4）卞耀武：《中华人民共和国信托法释义 第一部分 绪论 信托关系规范化及其现实意义》，载中国人大网，<http://www.npc.gov.cn/npc/c2210/200311/5fa26d57cfe04d479489eea2df9b47a2.shtml>，2023年7月17日访问。

（5）王利明：《信托合同与委托合同的比较》，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2019年第4期，第25页。

法的调整,同时因其涉及金融管理问题,不完全属于私法范畴,《信托法》以委托定义信托,对基金管理者与投资者法律关系的认定造成了困扰,导致《信托法》出台后管理人受合同法项下受托人义务的约束,忽视了《信托法》项下信义义务的承担。

在法律关系定位不明的情况下,一方面,在效用最大化的理性人目标下,管理人尽可能扩大对投资人财产或权益进行管理或处分的权利,尽可能降低自身所承担的义务,弱化对于投资者的保护;另一方面,基金财产的独立地位和风险隔离不能得到保障,违背信托财产分别管理原则设立的资金池,容易成为庞氏骗局的滋生地。

明确法律关系是理顺私募基金注册理念的关键所在。由于立法上我国尚未明确私募的法律关系是信托关系,自律规则和法院的解释就成了主要依据。最高人民法院在《全国法院民商事审判工作会议纪要》(法〔2019〕254号,下称《九民纪要》)第88条明确了营业信托的定义,并有意将包含私募基金在内的资管产品扩展到营业信托的范围中去。法院可依据《九民纪要》中的观点进行说理阐释,但纪要并非司法解释,不得作为裁判依据进行引用。《登记备案办法》中部分条文涉及信义义务内容,如第3条第2款规定私募基金管理人、私募基金托管人和私募基金服务机构从事私募基金业务活动,应当遵循投资者利益优先原则,恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务,防范利益输送和利益冲突。第30条第1款规定私募基金管理人应当按照诚实信用、勤勉尽责的原则切实履行受托管理职责。其中诚实信用、谨慎勤勉的要求,以及首次提出的“投资者利益优先原则”,将投资者利益置于管理人利益之前,这符合信义义务的法理基础,可见基金业协会对明确私募的法律关系进行了有益尝试。《私募投资基金监督管理条例》中第3条第3款虽提出了私募基金管理人管理、运用私募基金财产应当遵守法律、行政法规规定,恪尽职守,履行诚实守信、谨慎勤勉的义务,其仍缺乏“受托”等字样,后期仍需要立法进行确认。

(二) 监管主体多元

目前,我国私募基金注册监管主体多元,根据管理人的不同,可分为以下几种类型。

一是证监会设置的注册体系。证监会对私募基金注册具有主要监管权,《私募投资基金监督管理条例》规定,国务院证券监督管理机构依照法律和本条例规定对私募基金业务活动实施监督管理。早年出台的《私募投资基金监督管理暂行办法》(证监会令第105号)第2条第4款提到,证券、基金、期货公司从事私募业务的,“另有规定的,适用其规定”,这为监管差异埋下了伏笔。例如,《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》(证监会令第203号)第9条要求证券期货经营机构从事私募资产管理业务,需要依法经中国证监会批准,批准的性质是行政许可,这更是已经偏离了私募基金注册的要义。

二是国家金融监督管理总局设置的注册体系。保险公司利用保险资金设立私募基金、商业银行利用理财子公司开展的私募资产管理受到国家金融监督管理总局的监管。原银保监会于2021年9月18日发布的《中国银保监会办公厅关于资产支持计划和保险私募基金登记有关事项的通知》(银保监办发〔2021〕103号)于2021年10月1日起生效,该通知为保险资金参

与私募基金在登记方面提出了要求。与其他私募基金不同,险资设立的私募基金须按照规定和要求在中国保险资产管理业协会进行登记,这意味着保险资金参与私募基金需要经过保险监督管理系统和证券基金系统的双重注册。商业银行可以依据 2018 年 12 月 2 日公布并生效的《商业银行理财子公司管理办法》(银保监会令 2018 年第 7 号)开展私募基金业务,依据该办法,银行理财子公司的设立需要银行业监督管理机构的批准,选择符合条件的基金管理人担任理财投资合作机构,业务活动的实施受到国家金融监管总局的监督管理,这说明银行私募基金也受到来自银行监督管理系统和证券基金系统的双重监管。

三是国家和地方发展改革部门保留了对创业投资和政府出资投资基金的注册权力。《私募投资基金监督管理条例》第 36 条第 2 款规定“国务院发展改革部门负责组织拟定促进创业投资基金发展的政策措施”,凸显了发改委对于此类私募股权基金的监管。同时,该条例第 5 条第 2 款又规定,“国家对运用一定比例政府资金发起设立或者参股的私募基金的监督管理另有规定的,从其规定”。具体来说,依据《政府出资产业投资基金管理暂行办法》(发改财金规〔2016〕2800 号),由政府出资设立的私募基金实施注册管理,并依据出资性质划分了两个注册程序。对于政府出资产业投资基金中的政府出资部分,各级国家和地方发展改革部门对注册信息进行审查;对于其中的社会资金部分,则按照一般私募投资基金在基金业协会进行注册。

不同监管机构及监管标准的不统一引发了如下问题:第一,注册程序繁复,加大了管理人成本,部分私募管理人需要在证监会所属基金业协会和对口监管机构的登记系统进行双重注册,既须遵守各自主管部门制定的、与证监会不同的注册要求,又须满足基金业协会的注册要求。第二,原则统一容易,但细节及操作上很难做到统一,造成行业竞争的不公平。例如私募基金管理人对于重大事项变动的报告期限是 10 日,对于个人合格投资者的要求是 3 年内年均收入不低于 50 万元^{〔6〕},而证券与期货公司作为管理人时,重大事项报告期限是 5 日,对于个人合格投资者的要求是 3 年内年均收入不低于 40 万元。^{〔7〕}以上要求均由证监会制定,在投资者的接受程度、注册成本等方面尚存差异,不同部门制定的规范性文件差异更是无法避免,这在客观上给某些私募产品带来了不公平的竞争优势。第三,不利于投资者保护。部门规范性文件虽然从不否认对投资者保护的重要意义,但是重心往往是维系本系统金融机构的风险可控性以及金融市场的系统安全性,投资者权益保护从来不是这些部门优先考虑的顺位,甚至在一些部门的规范性文件中根本未予以明确。

(三) 监管措施趋严

虽然我国私募基金目前实现了形式意义上的注册制,但很难说已经实现了注册制的实质化革新。自 2014 年私募基金实行登记备案制度以来,针对短时间内出现的私募乱象,证监会和基金业

〔6〕《私募投资基金监督管理暂行办法》第 12、25 条。

〔7〕《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第 29、33、56 条,《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》(证监会公告〔2023〕2 号)第 3 条。

协会沿袭对于公募基金的监管思路，不断强化行政监管和自律监管，通过公告、问答等形式完善注册制度。如在《中国基金业协会关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》（中基协发〔2016〕4号）等文件中，提高了注册门槛：新增管理人注册时须提交法律意见书；管理人注册后6个月内未进行产品注册的，协会将会注销登记；加强管理人信息报送的相关要求。与此同时，协会也加强了对异常机构的清理。《登记备案办法》沿袭了前述监管路径并进一步体系化、全面化，要求初始登记涵盖财务状况、出资人专业、高管持股及专业要求、内控机制要求、运营设施基本要求；对于出现特定情形的，协会对于注册登记可能中止办理或终止办理。

这些举措或要求呈现出强监管的态势：一方面，我国目前对私募基金管理人采取全口径注册，所有私募基金管理人不论大小都一律应当到基金业协会注册。虽然《登记备案办法》认识到了差异化管理的重要性，并提出了“分类管理、扶优限劣的原则”，但具体措施距离落地尚有一定空间，如协会对私募基金管理人的分类中，将股权和创投类管理人合为一类，并没有创投基金管理人选项，说明实际上创业投资基金顾问差异化安排仍须落到实处。另一方面，目前私募基金注册登记受到严控，并且注册前可能还存在前置程序，难免有披着“备案”之外衣行“审批”之嫌。例如，部分地区过往存在以限制工商登记为形式的数量控制，部分地区一度暂停了证券类私募基金机构的工商登记；如果申请设立一家名称和经营范围含有“投资”等字样的企业，通常需要先经过当地金融办等部门的审批，然后才能到工商登记部门办理注册登记等。^{〔8〕}各地金融办等部门审核时可能综合考虑出资人背景、财务情况、管理团队、落地情况等因素，审核标准与条件不清晰，这也一度导致了合法备案难度骤增，私募壳资源稀缺，炒壳卖壳市场走俏。

尽管私募基金管理人向基金业协会进行注册并非行政许可，但在相对严格的私募注册体系下，顺利进行登记备案的难度变大。稀缺性与含金量的增加使得登记备案获得了“类牌照”的性质。与此同时，由于我国合格投资者制度尚未完善，这使得私募领域很多投资者产生了误解，以为私募基金管理人是如同公募基金一般受到严格监管的金融主体，从而对管理人产生了增信的作用。

二、私募基金注册监管理念的选择与调整

理念是规则的先导，私募基金注册监管理念引导着私募基金注册规则的形成与发展。针对我国私募基金注册领域不足的弥补和改进，须从明确基础法律关系、确立功能监管以及适度监管理念入手。

（一）基础法律关系：信托关系与信义义务

私募基金投资者和管理人之间的关系是信托法律关系。投资者基于对管理人诚信品格和能力的信赖，将资金转移给管理人并不再享有控制权，管理人为了实现投资者利益的最大化，以自己的

〔8〕《私募基金监管新规解读（一）：注册登记难关》，<https://mp.weixin.qq.com/s/SMYIzTWkMNJX18vtJRzXkQ>，2023年7月16日访问。

名义实际控制并管理资金。根据 Tamar Frankel 教授在《信义法》⁽⁹⁾一书中的阐释,信托关系存在以下几个特征:第一,受托人作为提供服务的一方,提供专业性较强的服务;第二,为完成服务目的,委托人将一定的权利或财产转让给受托人;第三,这一过程存在信任风险,受托人可能会将委托的财产和赋予的权利予以滥用;第四,通过委托关系无法控制上述风险,双方建立信任的成本高于委托关系带来的收益。因此,从特殊目的、财产转移、信任风险等方面分析,私募基金投资者与管理人之间的法律关系与信托双方之间的法律关系具有目的的吻合性、权利义务的一致性和风险特征的同一性。

在信托法律关系中,受托人作为一方法律主体,对另一方主体委托人/受益人负有的是信义义务(fiduciary duty),信义义务最初在信托法领域得以确立,而后被逐步应用到公司法以及基金法中,信义义务应当成为规范私募基金管理人的核心。美国《1940 年投资公司法》(Investment Company Act of 1940)在 1970 年修订时明确提出了投资顾问的信义义务。⁽¹⁰⁾该法第 36 条(b)款规定:“注册投资公司的投资顾问在管理费用和其他事项上对基金持有人负有信义义务。”⁽¹¹⁾联邦最高法院在 SEC v. Capital Gains Research Bureau 案中认为:“《1940 年投资顾问法》(Investment Advisors Act of 1940)反映了国会对投资咨询关系信义性质(fiduciary nature)的认可,有利于揭露或消除投资顾问可能出现的利益冲突。”⁽¹²⁾这是美国联邦最高法院对《投资顾问法》的首次解释,肯定了投资顾问承担的信义义务。

信义义务作为一个开放的概念,内容丰富、抽象。2019 年,美国证券交易委员会(U.S. Securities and Exchange Commission, SEC)正式发布了 IA-5248 号释令——《关于投资顾问行为标准的解释》(Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Release No. IA-5248)⁽¹³⁾,在该解释中认为信义义务包含忠实义务(a duty of loyalty)和注意义务(a duty of care),前者要求管理人不得为个人利益发生与管理人职责相冲突的行为,后者要求管理人具有实现和提升客户利益的能力与努力,谨慎、勤勉,为客户最佳利益行事。⁽¹⁴⁾在实践中,忠实义务的内容由避免利益冲突义务向管理利益冲突义务转变,在外延上也逐渐覆盖了信息披露义务与合

(9) Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2011, p. 6.

(10) 我国私募基金管理人的概念在美国被称为投资顾问(investment advisers),因此在本文中,涉及我国语境时使用前者的概念,涉及美国语境时使用后者的概念。

(11) Investment Company Act of 1940, Section 36: For the purposes of this subsection, the investment adviser of a registered investment company shall be deemed to have a fiduciary duty with respect to the receipt of compensation for services, or of payments of a material nature, paid by such registered investment company, or by the security holders thereof, to such investment adviser or any affiliated person of such investment adviser.

(12) SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S.180(1963).

(13) SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, SEC (12 July 2019), <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5248.pdf>.

(14) 张子学:《美国证监会全面解读投资顾问信义义务与行为标准及其启示》,载《投资者》2019 年第 3 期,第 173-188 页。

规义务。^{〔15〕}

上述经验可对我国私募基础法律关系的选择提供镜鉴。一方面，对信义义务内涵和外延的认定虽存在差异，但不影响立法将信托关系作为私募的基础法律关系，将信义义务作为对管理人的概括性要求在注册中予以体现。另一方面，美国《投资公司法》、联邦最高法院以及证券交易委员会都对信义义务作出了认定，形成了较为系统的规则体系。我国可进行借鉴，在法律法规、自律监管、司法判决三个层次作出指引，由法律法规对基金管理人的信义义务作出强制性规定，由自律规则作出具体指引，由司法对违反信义义务的行为进行约束。

（二）监管主体：推动功能监管

私募基金尽管发行机构不一、面向目标群体不同，但是法律关系具有高度的同质化，并不以募集方式或基金投向不同而有区别：私募基金均具有直接融资的属性，以非公开方式面向合格投资者募集，而对于合格投资者的条件，各国无论是采用经济标准、经验标准，或是特殊关系标准^{〔16〕}，也均进行了严格限定。

私募法律关系的这种同质化为功能监管提供了基础，即对相同功能、相同法律关系的金融产品按照同一规则由同一监管部门监管。法律规范的本质是对行为主体法律关系及其权利义务的配置，因此对基本功能与法律关系相同的金融产品的监管，应当实现“同质同规”，实行功能监管。如果说信义义务是从管理人和投资者的私权角度出发，以管理人的信义义务作为私募基金监管的核心，那么功能监管就是从监管机构的公权作为切入点，探寻私募基金最佳的监管模式。

一方面，功能监管理念要求注册标准统一，管理人类型虽然不同，但需要“同质同规”。美国私募体系下大量的投资顾问机构由商业银行、保险公司或者信托公司设立，由于法律属性相同，它们均被纳入《投资公司法》《投资顾问法》和2010年《私募基金投资顾问注册法案》（Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010，下称《注册法案》）的规范之中，实现了注册标准的统一。另一方面，功能监管理念也促进了监管部门的统一。各类型投资顾问统一由证券监管机构注册，区别无非是由于私募、公募或管理金额的不同，分由联邦或州的监管机构注册，使监管机构与产品的基本功能相匹配，以达到长效监管的目的。具体来说，如果这些投资顾问服务对象仅限于私募基金，则管理资产金额在1.5亿美元以上的均须向SEC注册^{〔17〕}；而服务对象既包含私募基金又包含公募基金的投资顾问，管理资产金额在1亿美元以上的均须向SEC注册，1亿美元以下的则向州监管机构申请注册。

〔15〕 甘培忠：《基金管理人信义义务研究报告》，载中国证券投资基金业协会官网，https://www.amac.org.cn/researchstatistics/publication/cbwxhsy/201907/t20190703_4656.html。

〔16〕 梁清华：《美国私募注册豁免制度的演变及其启示——兼论中国合格投资者制度的构建》，载《法商研究》2013年第5期，第149页。

〔17〕 Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010, Section 408.

中美两国私募基金管理人的差异主要体现在类型划分以及监管体制上，在基本功能与法律关系上并无根本区别，这成为借鉴美国功能监管的前提。前述美国私募基金在注册标准和监管机构上统一的监管经验，仍然可以对我国现阶段实现监管的“同质同规”提供有益启示。

（三）监管措施：实现适度监管

对私募基金注册的监管以投资者保护和防范系统性风险为目标，前者以合格投资者为核心，后者着眼于只有特定类型的私募基金才会对金融市场产生较大外部影响，因此监管理念与公募基金必不相同。私募基金在我国起步较晚，监管层对于公募基金的监管更具经验，这导致对私募基金的监管有逐渐公募化的趋势。因此，在谈论私募基金如何监管之前，须理清私募基金不同于公募基金的监管逻辑。

从融资效率角度而言，私募基金存在的价值正在于其较高的融资效率和较低的融资成本。如果为了保护投资者而对私募基金课以较重义务，会导致以私募进行融资的方式举步维艰。因此，与公募基金相比，私募基金管理人的注册程序应当是简化和集约的。

从金融安全角度而言，私募基金对投资者利益和金融稳定产生的负外部性小于公募基金。与公募基金相比，私募基金投资者人数较少且为特定对象，这些特定对象又有一定的资产和投资经验要求，能够有效获取信息并作出投资决策，因此私募涉及更多的是投资者个人利益而非公共利益，投资者范围可控。特定类型的私募基金可能对金融市场产生外部影响，但威胁整个金融市场稳定的可能性小于公募基金，因此整体上对私募基金注册的监管也相对宽松。

例如，美国在金融危机后出现了对私募基金从宽松监管到适度监管的制度更新和观念迭代。^{〔18〕}2008 年金融危机之前，美国投资顾问和私募基金均可豁免注册。《投资顾问法》要求投资顾问须经过注册才能为客户展开投融资服务，为少于 15 名客户提供顾问服务的投资顾问可以免于注册。而私募基金豁免注册则体现于 1933 年《证券法》第 4（a）（2）节，面向不超过 35 人的发行不属于“公开发行”，可以豁免注册。在这种宽松监管理念下，无论是风险投资基金还是对冲基金，只要满足了“非公开”的界定，都能实现很大程度上的监管豁免。2008 年金融危机之后，美国出台《多德—弗兰克法案》，其中第 4 章即《私募基金投资顾问注册法案》对私募基金注册和豁免制度进行了重大调整，在保障融资效率和维护金融安全方面进行了平衡，通过差异化的注册要求体现出防范系统性风险的新注册理念。但是，该法案并未修改私募基金本身的注册豁免条款，因为一旦对其进行颠覆性的修改，将使得私募基金适用《投资公司法》中对公募基金投资顾问的诸多要求，这种严格监管的理念与私募基金适度监管理念并不相符。

参考上述制度变迁，我们可以看到，相比于公募基金严格监管理念，私募基金准入的监管理念应当是适度的。适度监管的要义在于“度”的衡量，在于给予自治空间的范围大小。笔者认为，适度监管理念要求法律对私募基金的约束应当集中在较小的范围内，并充分利用市场机制，承认

〔18〕 郭雳：《金融危机后美国私募基金监管的制度更新与观念迭代》，载《比较法研究》2021 年第 6 期，第 142 页。

市场选择的合理性。落实到私募基金的注册上,既不能放任不管,这有违金融安全性的考虑,也不能实行等同于公募基金的严格监管,严苛的注册制度压制融资渠道,有悖私募基金的本质。适度监管应该是在严苛与宽松、控制风险与促进发展、效率与安全之间寻求恰当的平衡。同时,适度监管理念中对于“度”的衡量,要允许一定程度的变动。当面临严峻的融资环境时,监管机构可以相应放宽标准,以达到为融资便利创造条件的目的;当私募基金有引发市场风险,监管机构认为保全后者的利益更为紧迫与必要时,监管机构可以严格管制,加强对私募基金管理人的监管。

三、监管理念之下的路径选择

路径应当回应理念,这就需要对信息披露义务纳入信义义务范畴、统一注册标准与注册机构、建立针对特定类型与小规模管理人的注册豁免和低度备案制度作出统筹安排。

(一) 注册阶段信义义务的实现机制: 信息披露

信义义务贯穿私募基金募投管退全生命周期,其实现机制表现为多种方式。⁽¹⁹⁾ 在注册阶段,信息披露可以作为一项重要的实现方式,保护投资者免受故意、严重疏忽等侵害行为的发生。这意味着管理人必须向投资者充分、及时、有效地披露信息,未进行信息披露则可能被认定为违反信义义务,进而承担民事赔偿责任。

在2008年金融危机之前,只有需要注册的投资顾问才须在SEC填写ADV表⁽²⁰⁾进行管理人的注册。金融危机后,ADV表同样适用于私募基金,包含初始登记以及重大事项变动时的登记。除ADV表外,SEC还要求管理基金规模在1.5亿美元以上的投资顾问提交PF表⁽²¹⁾进行基金的注册。SEC对注册信息的完整性和准确性进行审查,《投资顾问法》规定申请人注册提交的材料包括管理人的基本信息、从业人员的相关信息、投资顾问的业务性质、经会计师审计过的财务报表以及薪酬规定等。⁽²²⁾ SEC在审查过程中将会重点核查申请人是否就上述材料蓄意作出虚假陈述或引起误解的任何说明,或在注册信息中是否遗漏了重大事实。⁽²³⁾ 披露信息不准确、具有误导性或信息披露不完整是导致注册失败的最常见问题。⁽²⁴⁾ 信息披露的要义不仅在于初始注册,更是存在一整套的持续注册规则。SEC要求投资顾问履行定期报告义务,每年通过投资顾问登记处(IARD)更新ADV表的1A部分,在每个会计年度结束后90天内更新2A部分,对于重大事项应当履行不定期报告义务。⁽²⁵⁾ SEC认为信息披露更易于识别管理人的不当行为,使其可以更深入地

(19) 许多奇:《论全周期视野下私募基金管理人的信义义务》,载《武汉大学学报(哲学社会科学版)》2022年第5期,第30页。

(20) ADV表是美国投资顾问登记表。

(21) PF表(Privatefund Form)是美国私募基金监测报表。

(22) The Investment Advisers Act of 1940, Section 203, (c), (1), (a)-(h).

(23) The Investment Advisers Act of 1940, Section 203, (e), (1)-(9).

(24) SEC, *Information for Newly-Registered Investment Advisers*, SEC(23 November 2010), https://www.sec.gov/divisions/investment/advoverview.htm#P6_207.

(25) Form ADV.

监督管理人的行为，提高管理人谨慎行事的可能。

除 SEC 的审查外，在美国的司法实践中，是否向作为委托人的投资者进行充分的信息披露，成为法院评价管理人履行信义义务的切入点，进而可以判断管理人是否构成了《投资顾问法》第 206 条中规定的欺诈。⁽²⁶⁾ 在 SEC v. Arleen W. Hughes 处罚案中，投资顾问未能以受托人的身份向委托人进行充分的信息披露就构成了欺诈。⁽²⁷⁾ 在 SEC v. Capital Gains Research Bureau 案中，投资顾问在自身持有标的股票的情况下，建议投资者买入同种股票，客户购买后拉升股价，而投资顾问又迅速卖出该证券以牟利。联邦最高法院认为，投资顾问必须具有高度的商业道德，必须向投资者充分、公平地披露利益冲突，作为或不作为的不当信息披露都将构成对信义义务的违反。⁽²⁸⁾

美国对于私募基金注册的历史经验表明，信息披露是一项保护投资者权益、落实管理人信义义务的重要实现机制。我国《登记备案办法》对注册阶段信息披露要求全面准确完整，权利人提供有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的信息、材料，协会终止为其办理登记，并采取公开谴责、暂停办理备案、限制相关业务活动、撤销相关登记和备案等自律管理或者纪律处分措施。这需要基金业协会在对管理人进行登记时，强化对信息披露完整性与真实性的审查，而不应侧重对管理人及其投资标的的价值性的审查；当前少数地区设置的前置审批与数量限制也应当取消，以此摆脱事前监管的路径依赖；法院在审理相关案件时，如审理查明基金管理人的信息披露存在虚假陈述、重大遗漏或引人误解的情形，即可以认定管理人违反信义义务，甚至否定投资者同意或授权产生效力的基础，管理人将就违法交易和欺诈行为承担责任。

（二）实现注册标准与注册机构的统一

功能监管理念下注册标准与机构的统一，是消解目前各类弊端的可行路径。

1. 注册标准的统一

以功能监管为理念建立统一的注册监管，首先须统一各类私募基金的注册标准，出台普遍适用的、统一的规范性文件，效力层级要高，不局限于特定行业，能够为各类型管理人提供权威的适用标准。专门规范私募基金注册的《登记备案办法》属于自律规则，效力层级较低。《私募投资基金监督管理条例》的出台为《登记备案办法》的效力从自律规则上升至部门规章提供了空间。同时，《证券投资基金法》的监管范围限于公开募集基金和非公开证券投资基金，一定程度上是机构监管理念的使然，人为割裂了私募基金的监管，对此亦有修改的必要，将私募股权投资基金等非证券类私募投资基金纳入同一部法律框架下，为私募基金注册构建起统一的法律适用。

其次，注册标准的统一要求对管理人进行更为科学的分类。不同的私募基金管理人特点各异，在投资标的、投资规模、管理能力、风险识别与控制等方面存在较大差异，这就要求在私

(26) Investment Advisers Act of 1940, Section 206.

(27) In the Matter of Arleen W. Hughes, Exchange Act Release No.4048 (18 February 1948).

(28) SEC v. Capital Gains Research Bureau, 375 U.S.180, 191 – 192 (1963).

募基金管理人内部进行合理的类型划分，以区分监管重点，提高监管效率。依据基金业协会网站的分类，我国目前将管理人划分为私募证券管理人、私募股权或创业投资管理人、其他私募投资管理人以及私募资产配置类管理人四类，这种以投资标的为主要依据的划分方式清晰明了，但差异化与精准化程度有待提高。我国可以借鉴美国 PF 表中对于投资顾问的类型划分，以投资标的为基础，结合投资规模对管理人进行分类。在 PF 表中，对于管理规模超过 1.5 亿美元，但是未达到大型私募投资顾问门槛的，实行统一的监管标准，注册时申报有限信息；对于达到大型私募投资顾问门槛的，则提高监管精度，以规模和投资标的为依据，区分大型对冲基金顾问（large hedge fund advisers）、大型私募股权基金顾问（large private equity advisers）、大型流动性基金顾问（large liquidity fund advisers），并分别设置了单独的更为严格的监管要求。⁽²⁹⁾因此，我国可在投资标的基础上更加重视规模上的分类，以此设定符合我国国情的更为集约统一的注册指引。

2. 注册机构的统一

根据私募的同一功能制定统一的注册规则，学界异议不大。但是对于注册体系是否需要统一到证监会，目前存在较大争议。有学者认为，扩大证券定义，并不是为证监会扩权，并非《证券法》规定的所有证券都必须交由证监会来监管，而是可以在分业监管模式下只要求统一监管标准。⁽³⁰⁾不可否认，当前以证监会为主，国家金融监管总局和发改委在各自职责范围内对私募基金注册进行监管的体制，虽然一定程度上维护了金融稳定，但囿于机构监管的现实，进一步的协调配合和信息共享存在困难。长远来看，监管机构的重整能够弥合机构配合上的缝隙，统一注册机构更有利于践行监管平等理念。

未来应当建立以证监会和基金业协会为核心的统一监管体制，不能因为私募基金的出资人是证券公司、基金公司，或是商业银行、保险公司，而导致在管理人的注册标准上有所区别，私募基金注册准入应彻底统一于证监会和基金业协会的监管。发展改革、财政等部门则限于从产业政策、财税政策等方面提供相应的支持，并非建立一套独立的注册体系。同时，实现私募基金注册的“央地分治”，对一定规模下的基金管理人在地方金融监管局指导的私募基金行业协会进行登记备案，对一定规模以上的基金管理人仍由中国基金业协会进行备案。尽管央地分治面临着职责授权和监管能力的问题，但是作为次生问题，相比于原有的分散注册，无疑更有利于私募基金的监管。

（三）通过注册豁免与低度备案实现适度监管

监管的“适度”，意味着监管的力度与基金的私募性质匹配，不能有等同于公募的严苛，但也

(29) 大型对冲基金顾问是指投资对冲基金，且管理规模超过 15 亿美元的投资顾问，需要填写 PF 表的第一和第二部分；大型私募股权基金顾问是指投资私募股权基金，且管理规模超过 20 亿美元的投资顾问，需要填写 PF 表的第一和第四部分；大型流动性基金顾问是指投资货币市场基金，且管理规模超过 10 亿美元的投资顾问，需要填写 PF 表的第一和第三部分。对于投资顾问的类型划分依据来源于美国私募基金填写人员类别，参见 IARD, *PFRD User Support*, IARD, <https://www.iard.com/pfrd/usersupport>.

(30) 岳跃、王力为：《监管十万亿私募基金股权》，载财新网，<http://weekly.caixin.com/2020-10-09/101613034.html?p0#page2>。

不意味着放任不管。“适度”的实现依赖差异化注册，依据管理人类型，设立不同强度的报告和披露信息的义务；既避免全口径注册，建立注册豁免制度，同时，又对豁免注册的管理人进行“低度备案”。

1. 以注册豁免方式实现“适度”监管

从监管逻辑上讲，私募基金管理人需要注册，只是与公募全口径注册制不同，私募基金注册始终伴随着注册豁免。但如果注册豁免条件较为宽松，会促使大量投资顾问规避法律，使自身满足于豁免条件免于注册，此时管理人注册成为事实上“不须注册”状态；如果设定注册豁免条件较为严格，导致可以享受豁免待遇的管理人数量寥寥无几，可能就丧失了该制度的意义。因此，豁免注册的条件应当适度，这主要体现在豁免注册管理人的类型与规模上。

在美国，豁免注册的管理人被称作“豁免报告投资顾问”（*exempt reporting advisers*），划分依据为管理人的类型和管理的资金规模。依据类型划分，《投资顾问法》中提出的豁免投资顾问包含客户仅为保险公司、外国私人投资顾问、慈善机构的职员或其行政人员等^{〔31〕}；《注册法案》中规定了对风险投资基金顾问（*venture capital fund adviser*）的豁免^{〔32〕}，“任何投资顾问的服务对象如仅限于一只或一只以上的风险投资基金，则就该等投资顾问提供的与风险投资基金相关的投资顾问服务而言，该等投资顾问不必受制于本编规定的注册要求”^{〔33〕}。《注册法案》第 409 条则修改了家族基金（*family office*）的定义^{〔34〕}，从而使为家族基金服务的投资顾问也免于注册^{〔35〕}；2020 年 3 月 10 日，SEC 将面向农村的投资顾问纳入注册豁免范围，扩大了豁免注册的类型。^{〔36〕}

除特定类型的投资顾问享受豁免待遇外，特定规模的私募投资顾问也可豁免注册。这包括《投资顾问法》中设定的小型投资顾问：客户全部居住在与投资顾问相同的州内，未向客户提供跨州交易建议；在过去 12 个月内客户数量少于 15 个，并且未向“投资公司”以及“业务发展公司”提供投资建议。^{〔37〕}《注册法案》中则规定“任何投资顾问的服务对象如仅限于私募基金，且在美国境内资管金额低于 1.5 亿美元，证券交易委员会应当向该等投资顾问授予豁免，不必遵守本条规定的注册要求”。^{〔38〕}

〔31〕 The Investment Advisers Act of 1940, Section 203, (80b-3) (b): (2) any investment adviser whose only clients are insurance companies; (3) any investment adviser that is a foreign private adviser; (4) any investment adviser that is a charitable organization.

〔32〕 根据美国证监会 2011 年 6 月 22 日出台的相关规定，风险投资基金须具有以下特征：（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，亦未选择成为业务发展公司。

〔33〕 Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010, Section 407.

〔34〕 家族基金的特征是：（1）除家族客户外无其他客户；（2）为一个或多个家族成员所直接或间接排他地控制；（3）未以投资顾问的身份对外向公众昭示。

〔35〕 Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010, Section 409.

〔36〕 SEC, *Exemptions from Investment Adviser Registration for Advisers to Certain Rural Business Investment Companies*, SEC(2 March 2020), <https://www.sec.gov/rules/final/2020/ia-5454.pdf>.

〔37〕 在美国，业务发展公司（*Business Development Company*）是投资中小企业的未注册封闭式投资公司。

〔38〕 Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010, Section 408.

上述美国豁免注册的投顾范围，受经济形势的变化、利益群体的博弈以及政治因素的考量，并非固定不变，是否符合我国国情以及当前私募基金的发展阶段，需要结合我国实际予以综合考量。鉴于我国私募发展整体处于起步阶段，与系统重要性金融机构的联系不深，产生系统性风险的可能性较小，因此不宜对私募基金管理人施加过高的合规和报告成本，总体来说，应当建立管理人的豁免注册制度。

2. 以低度备案方式实现“适度”监管

风险投资基金和小型私募基金管理人虽然被豁免注册，但这并不意味着监管的豁免。美国《注册法案》第407条“风险投资基金顾问的豁免与报告”中即有“证券交易委员会应当要求该等投资顾问保存并提供证券交易委员会判定的对维护公共利益和保护投资者所必需或者适当的记录、年度报告和其他报告”的规定，在第408条关于1.5亿美元以下管理资产规模的私募基金顾问也有相同要求⁽³⁹⁾，即它们必须保留相关记录并按照美国证监会的要求提交年度或其他报告。

但豁免投资顾问的备案义务区别于注册投资顾问，披露内容较少，频率较低，属于低度备案。一方面，SEC根据《注册法案》第404条“系统性风险数据的收集、报告、检查、披露”的规定，要求管理基金规模在1.5亿美元以上的注册投资顾问按一定频率向SEC提交PF表，而豁免投资顾问无须向监管机构提交PF表⁽⁴⁰⁾，这降低了被豁免投资顾问的披露义务及注册成本。另一方面，被豁免投资顾问虽然与注册投资顾问一样，需要提交ADV表报告一般信息，但被豁免投资顾问在ADV表中的披露义务远低于注册顾问。所有在SEC或任何州证券管理机构注册的顾问必须完成ADV表的全部四部分，即第1A、1B、2A、2B部分⁽⁴¹⁾，而豁免投资顾问只需要完成第1A部分下的部分项目即可⁽⁴²⁾，信息披露义务大大减轻。

美国对风险投资基金和小型私募基金管理人的“低度备案”经验表明，由于基金管理人对所投对象具有较高程度的控制，相比于其他类型私募基金更加容易产生利益冲突，即使是合格投资者也面临着管理人的道德风险，需要进行一定程度的监管介入。我国对创业投资基金采取区别于其他私募基金的差异化设置，本质上就是对创业投资基金的低度备案要求。《私募投资基金监督管理条例》第4章单设“关于创业投资基金的特别规定”，要求登记备案机构在登记备案、事项变更等方面对创业投资基金实施区别于其他私募基金的差异化自律管理，但是此举尚未伴随具体措施落地出台，而且缺乏豁免注册这一根本前提。建议我国首先考虑对创业投资基金管理人、风险投资基金管理人和小型私募基金管理人的设立实行注册豁免，我国对直接融资方式，面向高新技术

(39) Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010, Section 407, (1).

(40) 无须向监管机构提交PF表的私募基金不仅限于SEC豁免报告的投资顾问，还包含管理的私募基金资产未达到1.5亿美元的在SEC注册的投资顾问、在各州注册的投资顾问。

(41) Part 1A 是向SEC申报有关投资顾问及其关联方的相关信息，Part 1B 为各州的证券监管机构所要求提交的相关信息，Part 2A 即要求所有向SEC申请注册的投资顾问制作包含咨询公司信息的叙述性说明册，Part 2B 为对于特定受监管人员的补充性说明册。

(42) Form ADV: General Instructions, 4. 豁免投资顾问只须完成第1A部分的以下项目：1, 2, 3, 6, 7, 10 和 11 以及相应的时间表。

企业投资的鼓励态度，在私募基金的立法上应当有所体现。另外，相比于其他私募股权基金和对冲基金，风险投资基金资金总量小、较少利用杠杆、流动性弱、对证券二级市场影响小，不会增大系统性风险。总之，对系统性金融稳定影响较小的机构放松注册要求降低了监管成本，也可减少正处于加快发展且处于未成熟阶段中小型初创私募的制度成本，但在放宽其成长空间的同时，又不完全放弃监管，辅之以低度备案制度。

四、结语

各国的金融监管体系都始终在试图回答三个问题：监管什么？谁来监管？如何监管？各国国情和经济发展程度不同，对此当然有着不同的答案，同一事物的监管路径并不相同。但是不同路径背后的监管理念或监管逻辑应当是一致的，监管理念对监管路径发挥着牵引作用。在这一基本逻辑的指导下，笔者对私募基金注册的监管理念和在我国的具体落地路径进行了审视和反思。

对于第一个问题，笔者认为私募的法律关系应当定位于信托，而非委托，为管理人赋予信义义务，应当成为私募基金的监管理念。这一观点，在当前我国的司法实践中获得了一定程度的认可，但缺乏立法的确认，有必要将其上升到立法层面，在注册阶段，信义义务则通过信息披露来实现。对于谁来监管这一问题，须摒弃机构监管理念，进一步落实功能监管，实现注册标准与注册机构的统一。对于这一理念的回应，我国须出台普遍适用的、统一的规范性文件，提高效力层级，同时在统一监管的基础上实现对管理人投资标的与投资规模上的分类分级，以此设定符合我国国情的、更为集约统一的注册指引。对于如何监管这一问题，无论是从金融安全角度，还是从合格投资者的角度，私募基金注册都应该回归到适度监管的理念上来。我国目前缺乏管理人的注册豁免制度，没有彰显适度监管，而更倾向于严格监管理念，因此应当以注册豁免和低度备案制度为路径，建构一种更为效率的私募基金注册制度。

The Regulatory Concept and Path Selection of China's Private Fund Registration System

LIANG Qinghua GAO Qi

Abstract: The registration system plays an important role in the regulation of private funds. The *Measures for the Registration of Private Funds* and the *Regulations on the Private Funds* have promoted the systematization and standardization of private equity registration rules. However, due to the need for further clarification on issues such as legal relationships, registration standards, and differentiated supervision, there is still room for improvement in China's current private fund registration system.

Firstly, it is necessary to clarify the regulatory concept, including clarifying the basic legal relationship between investors and trustees, promoting functional regulation, and establishing a moderate regulatory concept. Afterwards, it is necessary to take the concept as the guide and choose a clear implementation path. Taking information disclosure as the realization mechanism of fiduciary obligations in the registration stage, unifying the registration standards and registration institutions, and implementing registration exemption, the exempted managers need to perform low filing obligations.

Keywords: Private Fund; Fiduciary Duty; Moderate Regulation; Functional Supervision; Differentiated Regulation

(责任编辑:王乐兵 汪友年)