

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2015.05.005

# 美国对冲基金监管与欧美监管转型

——以后金融危机时代为背景

丛彦国

(南开大学 法学院,天津 300071)

**摘要:**对冲基金在美国已经有半个多世纪的历史,但是目前对于对冲基金并没有统一的界定。美国对冲基金的组织形式包括有限合伙企业和有限责任公司,结构上包括单一基金结构、目标基金加联接基金结构和平行基金结构。美国对冲基金的监管又包括投资顾问的监管和基金具体行为的监管。美国对冲基金监管规则的完善是以后金融危机时代为背景的,与此相伴的是欧美对冲基金监管的转型,表现为欧盟《另类投资基金管理人指令》、欧盟《金融工具市场指令》、《欧洲市场基础设施监管规则》、美国《多德-弗兰克法案》、美国《海外账户税收合规法案》等的出台,以及监管的强化、国际化等新趋势。

**关键词:**美国;对冲基金;监管

**中图分类号:**F831.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2015)05-0036-08

## 一、引言

阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯(Alfred Winslow Jones)被誉为世界对冲基金之父,他在20世纪40年代末设立了第一只对冲基金,距今已有半个多世纪的历史。琼斯所采取的投资策略,就是典型的多头(空头)策略,通过卖空其他股票来降低持有长期的股票头寸的风险。为此,他将股票分为两组,一组为他认为将会上涨速度快而下跌速度慢的股票,另一组则相反。为增加收益,他还使用了杠杆。在随后的投资中,他应用了有限合伙的组织形式,并增加了绩效激励薪酬结构。<sup>[1]</sup>琼斯的基金具有四个典型特点,即有限合伙形式、卖空、杠杆、绩效激励薪酬结构,今天的对冲基金也仍然具有这些特点。<sup>[2]</sup>因为琼斯基金具有对冲的特点,所以被称为“对冲基金”,其包含有很多的投资策略,但是目前对于“对冲基金”并没有统一的界定。

琼斯的投资策略带来了可观的收益,这促使了人们纷纷设立对冲基金。随着时间的推移,基金管

理人已不再拘泥琼斯的选股和对冲策略,而开始倾向于更加冒险的策略,对杠杆的依赖性增强。这一转变,导致了20世纪60年代末70年代初对冲基金收益的减少,并持续到20世纪80年代。此后,对冲基金业的规模又开始迅速扩大。

随着对冲基金业的发展,其对市场的影响也越来越大。1992年,当乔治·索罗斯(George Soros)下注英镑贬值时,索罗斯的量子投资基金导致了市场骚动,其基金获得了巨大的收益。<sup>[3]</sup>随后,也有其他对冲基金也对市场产生了一定影响。由于对冲基金对于市场的影响较大,因此对其的监管也越来越受到人们重视。

目前对冲基金所使用的投资策略已十分广泛,包括只做多头、做多(做空)、市场中立、固定收益套利、可转债套利、新兴市场、管理期货、事件驱动和资源集中策略等。杠杆仍然得到广泛的应用,但是无论是否使用杠杆,无论基金是否包含“对冲”字样,都不影响对冲基金的认定。

收稿日期:2015-08-12

作者简介:丛彦国(1982-),男,黑龙江富锦人,南开大学法学院博士研究生,主要从事信托与投资基金研究。

## 二、美国对冲基金的组织形式和结构

对冲基金可以在多个法域运行,地点的选择主要取决于投资者和税收等因素。一般来说,美国应纳税投资者倾向于投资美国境内的基金,美国免税投资者倾向于投资非美国载体(Vehicle)。虽然一般不禁止美国应纳税投资者投资非美国基金,但是某些美国税收规定会给美国应纳税投资者投资对冲基金带来不便,例如该非美国对冲基金被视为是以规避美国税收为目的的公司。除地点外,美国对冲基金在组织形式和结构上还有很多选择空间。

### (一)对冲基金的组织形式

特拉华州已逐渐变为对冲基金选址美国的具体选择地之一。在特拉华州,对冲基金常用的两种组织形式为有限合伙(Limited Partnership)和有限责任公司(Limited Liability Company, LLC),有时也采用商业信托的形式,但不常用。非美国基金一般采用公司(Corporate)的组织形式。对于美国基金来说,有限合伙这种组织形式要比 LLC 应用广泛得多,原因在于特拉华州完善的判例法和普通法为有限合伙提供了良好的法律环境支持,以及投资者对有限合伙的传统偏好。<sup>[4]</sup>

#### 1. 有限合伙企业

有限合伙企业由普通合伙人(GP)负责管理,GP享有合伙企业经营权,而且权限广泛,GP的决策一般要比公司的董事会更加有效。GP一般会将日常管理工作委任给投资顾问,该投资顾问常常是GP的子公司。有限合伙企业的投资人一般属于有限合伙人(LP),他们对于合伙企业一般没有经营管理权并对合伙企业承担有限责任。<sup>[5]</sup>

有限合伙企业的优势明显,主要表现为:第一,LP的责任具有有限性,一般以其投资为限承担有限责任。第二,有限合伙企业可以享受税收优惠,即直接对LP进行征税而不对有限合伙企业征税,这与公司型相比无疑具有明显的税收优势。但是,有限合伙企业的主要缺点在于GP对于有限合伙企业承担无限责任。在设立方面,设立有限合伙企业需要向相关的州提交有限合伙企业证书。有限合伙企业的重要文件就是合伙协议,这是一份条款众多、内容详细的文件,可称之为合伙企业的宪法。典型的合伙协议一般包括下列内容:目的和任务、GP的权限、管理费和绩效报酬、补偿、利益冲突、估值、认购和退出程序、份额转让、利润分配和亏损分担、关键

人、合伙企业的终止以及合伙协议的修改等。

#### 2. 有限责任公司

尽管有限责任公司这种组织形式的优势不如有限合伙企业明显,但是仍然有大量对冲基金采用这种组织形式。LLC具有美国特色,在LLC中,有一个或多个成员负责经营管理,其职能相当于有限合伙企业中的GP。LLC的投资人一般属于公司的成员,并持有公司股份。<sup>[6]</sup>值得注意的是,在美国法中,有限责任公司(LLP)或Company与公司(Corporation)含义不同,Corporation是指依据法律授权而注册成立,具有法定组织结构和法人资格的实体,既包括营利性的商业实体(Business Corporation),也包括非营利性的实体,例如市政当局、公益机构等。但由于Business Corporation占Corporation的大多数,因此提到Corporation通常是指Business Corporation;而Company则是泛指一切商业企业,无论其是否经过注册,也无论其是否具有法定组织结构和法人资格。<sup>[7]</sup>实际上,在汉语中并没有可以与LLP或Company完全对应的词汇。因此本文所使用的“有限责任公司”(LLC)与我国《公司法》所规定的“有限责任公司”并不相同。

LLC也享有税收优惠,并且其成员也承担有限责任。<sup>[8]</sup>但是,LLC的主要缺点在于:第一,某些州和自治区会对LLC征税而不对有限合伙企业征税,某些外部法域还可能将LLC视为公司(Corporation)进行征税。第二,LLC的法律适用不如有限合伙企业明确,例如法院可能会参考有限合伙企业判例法来解释与LLC有关的州法律的有关条款。在设立方面,设立LLC需要向相关的州提交设立证书。LLC的主要文件一般是经营协议或LLC协议,其内容与有限合伙协议大致相同。<sup>[9]</sup>

### (二)对冲基金的结构

典型的对冲基金结构有单一基金(Single Fund)、目标基金加联接基金(Master-feeder Funds)和平行基金(Parallel Funds)结构。<sup>[10]</sup>

#### 1. 单一基金结构

对冲基金最简单的结构就是单一基金,即只含有一只基金,无论是在岸基金还是离岸基金,单一结构基金都采用直接投资的方式。单一基金的主要优势在于设立简便,但是劣势在于税收优惠有限。

#### 2. 目标基金加联接基金结构

目标基金加联接基金一般包括一个母基金,其

持有经纪账户并为整个基金组谋求投资策略,目标基金加链接基金还包括多个支线实体来进行投资。<sup>[1]</sup>在很多情况下,目标基金加链接基金一般会包括一个非美国母基金、一个非美国联接基金和一个美国联接基金。这种结构基金的优势在于便于管理,容易形成规模效益,降低成本等。另外,在美国应纳税投资者投资在岸联接基金,以及非美国投资者和免税美国投资者投资非美国联接基金的同时,这种结构的基金还可以向更广泛的合格投资者销售。

### 3. 平行基金结构

平行基金与母基金有些类似,平行基金一般包括一个美国实体和一个非美国实体,两者采用相同的方式进行投资。但是,由于监管、税收等因素,平行基金的投资组合可能也会有所偏离,使两只基金的投资并不是很相称。与目标基金加链接基金不同的是,平行基金中的两只基金具有很强的独立性,因此需要有两个独立的投资组合和经纪账户,两只基金的收益也可能不同。

## 三、美国对冲基金投资顾问的监管

### (一) 投资顾问的含义

在美国境内提供投资顾问服务的个人和实体,需要遵守美国《1940年投资顾问法》,依法进行注册,该法将投资顾问界定为获得报酬从事就证券价值或投资、买卖证券的可行性直接或通过出版物和书面材料向他人提供咨询业务的人,或指为获得报酬、作为常规业务组成部分发布或公布与证券有关的分析或报告的人。<sup>①</sup>

其中,某人是否属于“从事业务”(In the Business),取决于该人提供咨询服务等的频率。《1940年投资顾问法》对“证券”的界定很广,即任何票据、股票、库存股票、证券期货、债券、公司(信用)债券、债务凭证、利润分享协议项下的权益或参与权证书、担保信托证书、公司设立前的证书或认购权、可转让股份、投资契约、有表决权的信托证书、证券存托凭证、石油、天然气或其他矿产权的小额未分割权益,与证券(包括存托凭证)、一组证券或证券指数(包括其中或以其价值为基础的任何权益)有关的任何卖出权、买入权、买卖权、期权或优先权,或被普遍视为“证券”的任何权益或工具,或与上述任何一项相关的权益或参与权证书、暂时或临时证书、凭证、担保证书、认购、购买证或认购、购买权。<sup>②</sup>“报酬”包括直接和间接的经济等利益。

一般来说,将对冲基金投资于各种证券的管理人也可列入投资顾问的范畴,因此其也应当依法进行注册,除非获得相应的豁免。

### (二) 私人基金投资顾问的注册豁免

只作为私人基金的投资顾问的,则豁免在美国证券交易委员会(SEC)注册,但是该投资顾问在美国管理的有效资产要低于1.5亿美元。这种私人基金也称为合格私人基金,“合格私人基金”是指不是根据《1940年投资顾问法》注册的私人基金,也不属于被选择作为企业开发公司(Business Development Company)<sup>③</sup>的情形。“私人基金”是指发行人属于美国《1940年投资公司法》所规定的投资公司(Investment Company)的基金,值得注意的是,《1940年投资公司法》对此有豁免规定。<sup>④</sup>但是,上述投资顾问仍然有义务向SEC履行信息披露义务并接受SEC的监管,而且要遵守《1940年投资顾问法》的反欺诈条款<sup>⑤</sup>和SEC的付费规则。

为了能够取得私人基金投资顾问的豁免,基于美国的投资顾问在美国管理的有效资产不得高于1.5亿美元。但是,非美国的私人基金投资顾问(其仅有的美国客户为合格私人基金)情况则有所不同。例如,非美国投资顾问没有在美国从事业务,并且其仅有的美国客户为合格私人基金,则投资者人数和那些美国合格私人基金下的资产额度则不受限制,无需注册,因为其视为没有在美国管理有效资产。

### (三) 外国私人顾问及其豁免

私人基金的非美国投资顾问可以依靠注册豁免,从而在一定程度上满足“外国私人顾问”的要求,即外国私人顾问豁免。“外国私人顾问”是指这样一种投资顾问:第一,不在美国从事业务;第二,美国境内客户和私人基金(该投资顾问所服务的私人基金)的美国境内投资者,总共少于15个;第三,管理的有效资产低于0.25亿美元,该“有效资产”是指归属于美国境内客户和私人基金在美国境内投资者的有效资产,SEC有权对这一数额进行调整;第四,既不向美国境内的公众显示其为投资顾问,也不向注册的投资公司或某些企业开发公司提供咨询服务。值得注意的是,在外国私人顾问豁免中使用的“在美国”一词,与私人基金顾问豁免中的用法不同,因此应当注意这一豁免的实际效果。

对于上述规则,还需要明确下列问题。第一,投资者的界定。外国私人顾问豁免一般将私人基金顾

问界定为参与决定下列事项的人：符合《1940年投资公司法》第3(c)(7)条规定的私人基金的已发行的证券的受益人数量；或者私人基金的已发行的证券是否完全由符合《1940年投资公司法》第3(c)(7)条规定的合格买家所拥有。特别地，当为了外国私人顾问豁免而计算美国投资者和客户的数量时，外国私人顾问豁免要求投资顾问：穿透审查(Look Through)任何代理人账户，从而将账户的每个受益人都算作投资者；将私人基金的股权和债券持有人算作投资者；在目标基金加联接基金结构中，要穿透审查为了母基金投资而设立或运作的联接基金中的美国投资者并将其算作投资者，该“母基金”，是指该顾问为其提供咨询服务的母基金；将一些工具的持有人算作投资者，例如总收益互换等结构性产品，这些工具具有转移风险的作用，即工具持有人成为了风险承担者。第二，客户的界定。外国私人顾问豁免也包括一定的免责事由，并且外国私人顾问豁免要求投资顾问将接受该投资顾问的投资咨询服务而不付报酬的人算作客户。外国私人顾问豁免还要求，如果投资顾问将私人基金的美国投资者算作投资者的话，则该投资顾问不必将该私人基金算作客户。第三，在美国的界定。外国私人顾问豁免的前提是，该投资顾问在美国没有从事业务，美国境内的客户和投资者少于15个，管理的有效资产低于0.25亿美元。外国私人顾问豁免基于上述目的，一般依据美国《1933年证券法》来界定“在美国”，一般会关注客户或投资者的住所。另外，根据外国私人顾问豁免公布的规则，某人根据《1933年证券法》被认定为“在美国”的，在该人正在成为客户或正在投资于该投资顾问所提供咨询服务的私人基金之时，如果该人不“在美国”，则也可能被算作不“在美国”。

另外，即使私人基金顾问属于豁免在SEC层面注册的，但是如果美国投资顾问在某一个州有业务的，则该州有权要求该投资顾问在该州的层面进行注册。向美国人提供投资咨询服务的非美国投资顾问，无法在SEC层面获得注册豁免的，则应当履行相应的注册义务，作为在SEC层面注册的投资顾问，则无需再在州层面上注册。

#### 四、美国对冲基金具体行为的监管

在美国联邦层面，调整对冲基金行为的最重要的两个证券法律为《1933年证券法》和《1940年投

资公司法》，此外还有其他规范性法律文件。

##### (一)《1933年证券法》

《1933年证券法》涵盖了证券的发行和销售以及SEC层面的注册要求。

##### 1. 对冲基金的发行

根据《1933年证券法》第5条的规定，美国跨州的证券发行和销售一般应当注册。而第4条规定了私募的豁免注册。对此，在成文法方面，并没有私募豁免的相应指引性规定，但是，SEC的解释以及判例法为私募的判断提供了多个参考因素。这些因素包括：发行对象的数量及其相互关系、与发行人的关系；发行对象的特点，例如专业知识、风险承担能力等；发行规模；发行方式；转售的限制。其中并没有绝对性的标准，而是在个案中要综合考虑各种因素，从而判断某证券的发行是否属于私募发行。

为了明确私募豁免规则，根据《1933年证券法》第4条，SEC又以《D规章》的《506规则》(Rule 506 of Regulation D)作为重要的规范性依据。《506规则》规定，《1933年证券法》第4条中的私募豁免应当符合的私募条件是：第一，买家不得超过35人，但是合格投资者不在此限，无论是否为“合格投资者”，买家都需要具备应有的知识和经验；第二，发行中不包括一般的劝诱或广告；第三，买家的目的是为了投资而不是转售。<sup>[12]</sup>“合格投资者”一般包括：第一，对于个人，净值(或与配偶合计)超过100万美元，或者前两年收入均超过20万美元(或与配偶合计前两年收入均超过30万美元)并且本年预计将达到同等水平；第二，对于公司(Corporation)、合伙、信托、基金会，总资产超过500万美元。<sup>[13]</sup>

2013年9月，SEC通过了一个新规则，即不良行为人规则(Bad Actor Rule)，是指发行人(Issuer)或规定的“所涉的人”(Covered Person)曾有“不合格事件”。<sup>[14]</sup>根据不良行为人规则，不合格事件一般包括：第一，刑事定罪；第二，法院禁令和命令；第三，州和联邦监管机构的最终命令，例如州证券、银行、保险监管机构；第四，与经纪人、交易商、市政证券交易商、投资顾问和投资公司及他们的关联人有关的SEC纪律制裁命令；第五，停职、开除或禁入证券自律性组织；第六，SEC停止交易指令和暂停《A规章》豁免指令；第七，美国邮政虚假陈述。“所涉的人”<sup>[15]</sup>包括：第一，根据《506规则》为销售证券的实体(发行人)，以及该发行人的前任者或附属发行人；第

二,参与发行的董事、执行官、其他官员,发行人的普通合伙人或管理人员;第三,占发行人有表决权股20%及以上的受益人;第四,发行人的投资管理人,<sup>⑦</sup>和该投资管理人的董事、执行官、参与发行的其他职员、普通合伙人或管理成员,以及该普通合伙人或管理成员的董事、执行官、参与发行的其他职员;第五,销售时,与发行人有关的营销人员;第六,发行中,因与证券销售的劝诱有关而被或将会被直接或间接支付报酬的人;第七,第六项主体的董事、执行官、参与发行的其他职员、普通合伙人、管理成员。

## 2. 对冲基金的销售

根据《D 规章》的规定,在向美国投资者首次销售时,对冲基金需要及时向 SEC 提交法定表格。否则需要符合各州的具体规定,这会使问题复杂化。

《1933 年证券法》框架下的《S 规章》规定了何时发行和销售证券将被视为是在美国境外的一般性指引,这也是安全港规则。典型的非美国对冲基金一般要符合《S 规章》下的《903(a)规则》,从而遵守《S 规章》。根据《903(a)规则》的规定,发行或销售是在境外进行;并且在销售中,没有美国境内的发行人、经销商、附属机构或前述人员的代表的直接销售努力。

根据《D 规章》的《502(c)规则》,私募发行证券的,不得通过一般的劝诱或广告的方式。一般来说,通过报纸、杂志等媒体发布广告、文章、通知等,或者通过电视、广播、大众网站等来发布,则会被认为属于一般劝诱,应予避免。另外,通过一般劝诱或一般广告而邀请他人参加的讲座或会议也是禁止的。发行人或其代表与被劝诱人之间的既存关系,可以作为判断是否存在一般劝诱或一般广告参考因素之一。这一关系,必须足以表明发行人有足够的信息来评估对方的专业知识和经济能力以判断对方是否为合格投资者。对方在以前是投资者的,一般并不足以认定存在既存关系。SEC 会根据具体情况来判断是否存在既存关系。

网络是对冲基金与投资者交流的重要工具,网络也对证券交易产生了重要影响。<sup>115</sup>如前所述,通过大众性的网络会被视为一般劝诱而被禁止。因此,网站必须受到严格的控制,并设置程序,只有合格投资者才可以访问网站。同时,基金和投资顾问还必须注意第三方网站的超链接。根据《S 规章》向非

美国发行的对冲基金,应当保证网站只面向美国境外的投资者,而不向美国境内投资者开放。

## (二)《1940 年投资公司法》

根据《1940 年投资公司法》,基金的注册需要符合很多规定,对冲基金一般可以依靠私人投资基金特例来避免这种注册。

### 1. 《1940 年投资公司法》第 3(c)(1)条

《1940 年投资公司法》的第 3(c)(1)条是一个非常重要的例外性规定,即同时符合下列条件的对冲基金可以豁免注册:第一,该基金的已发行的证券为不超过 100 个受益人持有;第二,该基金没有也不打算公开发行证券。当受益人为公司(Company)的,该公司一般会被视为一个人,但是 SEC 有时会要求对冲基金进行穿透审查公司的潜在投资者并计算公司的受益人,以确定对冲基金的受益人是否超过 100 人。对于某些专业从业人员,则不受 100 人的限制。

### 2. 《1940 年投资公司法》第 3(c)(7)条

如果该基金没有进行或没有打算进行公开销售,则《1940 年投资公司法》第 3(c)(7)条是完全由合格买家所拥有的投资公司基金的特例。与 3(c)(1)条款类似,第 3(c)(7)条也是一个例外性规定。“合格买家”一般包括:第一,在投资中至少拥有 500 万美元的自然人,所谓“投资”要符合《1940 年投资公司法》的界定;第二,在投资中至少拥有 500 万美元的某些家族公司(Company)、合伙、信托等实体;第三,某些信托,实际上美国商业信托的法律地位也在逐渐得到认可;<sup>116</sup>第四,在投资中至少拥有 2500 万美元的实体;第五,由合格买家所拥有的实体;第六,大多数的“合格机构买家”,这里的机构,一般包括至少拥有 1 亿美元投资证券的机构。对于第 3(c)(7)条基金,在某些情况下,也会要求穿透审查投资者。

值得注意的是,“合格买家”的满足条件似乎要比“合格投资者”的满足条件难,但是并非所有的合格买家都一定符合合格投资者的条件,反之也如此。

## (三)经纪人和交易商

美国《1934 年证券交易法》对经纪人和交易商的界定十分广泛,包括绝大多数买卖证券的人,或者作为代理人,或者进行自营交易。根据《1934 年证券交易法》第 15 条的规定,一般要求经纪人或交易商使用美国州际商用媒介来影响或劝诱证券交易的,例如邮件、电话等方式,都应当在 SEC 注册。如

果对冲基金直接向美国居民销售证券,而不是通过交易商,则该基金自身不需要在 SEC 注册为经纪人或交易商。

根据《1934 年证券交易法》的规定,对于发行人的关联人(Associated Person of an Issuer)的经纪人注册要求,当该关联人符合某些条件时,也有安全港条款。但是,该关联人不得存在法定禁止情形,不得附属于经纪人或交易商,其报酬不得与其销售业绩有关。这一安全港条款,对于基金或其投资管理人的职员、董事具有重要意义。

#### (四)其他需要注意的重要问题

美国对冲基金还应当注意和遵守下列规则:

第一,美国《1974 年职工退休收入保障法》。美国《1974 年职工退休收入保障法》调整着大多数私人美国退休金和福利计划的运行和管理。对于此类计划,受托人往往负有特殊的职责,此类职责来源广泛,不限于成文的劳动法律条款。<sup>[17]</sup>对此应当加以关注,以防范法律风险。

第二,美国商品期货交易委员会(CFTC)的规章。很多对冲基金管理人可能会对商品收益感兴趣,商品收益的工具主要有期货、期权、互换等。美国商品期货交易委员会的规章相当于是美国《商品交易法》的实施细则。根据 CFTC 的规定,当基金交易意在商品收益的,则该投资基金会被视为“商品基金”。一般来说,商品基金的管理人应当在 CFTC 注册为商品基金管理人,而相应的投资顾问应当在 CFTC 注册为商品交易投资顾问。根据 CFTC 的规定,对于上述注册也有相应的豁免。

第三,新发行证券的规则。所谓“新发行证券”,就是指首次公开发行证券的意思,其中的承销团应当有美国金融业监管局(FINRA)<sup>®</sup>的成员。对冲基金如果投资于新发行的证券,则需要遵守 FINRA 首次公开发行证券的相关规则。

第四,报告义务。持有根据《1934 年证券交易法》注册的美股股权证券达到一定数量的,投资管理人和基金应当履行向 SEC 的报告义务。投资管理人和基金的报告义务不因其是否在 SEC 注册,也不因其为何种组织形式而免除。

#### 五、欧美对冲基金监管的转型

金融危机主要表现为六个方面,即一些资产价格大幅度下跌、金融机构的破产、对金融机构信心的下降、信贷不足、经济下跌和恶性循环。<sup>[18]</sup>2008 年

世界金融危机给对冲基金业造成的巨大影响也是不言而喻的,包括对相关法律法规、监管和投资理念的影响。美国对冲基金监管的强化,也体现了后金融危机时代欧美对冲基金监管的发展趋势。

#### (一)欧美监管规则的完善和新规的出台

2008 年世界金融危机给对冲基金业造成了巨大影响,<sup>[19]</sup>各国纷纷进行监管改革,表现之一就是监管规则的完善和新规的出台。在欧洲,相应的监管改革表现在欧盟《另类投资基金管理人指令》(AIFMD 指令)、欧盟《金融工具市场指令》(MiFID 指令)、《欧洲市场基础设施监管规则》(EMIR 规则)等。在美国,最著名的监管改革则表现在美国证券交易委员会(SEC)和美国商品期货交易委员会(CFTC)监管规则、《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act)<sup>®</sup>、《海外账户税收合规法案》(FATCA 法案)<sup>®</sup>等。在全球范围,很多改革都会给对冲基金造成影响,包括欧洲的卖空禁令、全球衍生品和影子银行改革等。尽管存在上述改革,但是对冲基金业仍在持续发展。与传统投资组合相比,对冲基金的平均回报率仍然很高。

#### (二)欧美对冲基金监管的新趋势

##### 1. 监管的强化

随着机构投资者(包括捐赠基金、养老基金、年金)的逐步参与,对基金及其管理人的运营提出了更高的透明度要求。这些机构投资者在追求投资回报的同时,也要关注风险管理与合规性问题,同时,对冲基金也需要履行相应的信息披露要求,并对投资者负有审慎义务。在过去,投资管理人设立对冲基金必须满足管理的资产不低于 5000 万美元的要求,而如今这一数额已经大大提高,这便属于合规成本的提高,这也给投资基金管理人带来了一定的准入障碍。随着对冲基金业监管的强化,对冲基金管理人对此也在加强自身转变。

##### 2. 监管规则的国际化

欧盟委员会于 2012 年 12 月发布了《另类投资基金管理人指令》,并要求其成员国在 2013 年 7 月前将其转化为国内法。该指令的目的在于加强对投资者的保护,减少系统性风险,统一投资公司的运营规则。其中包括受到热议的薪酬规定,这将对行业的薪酬支付产生重要影响。该指令对欧盟境内的对冲基金具有重要影响,但是该指令的影响并不限于欧盟境内。

### 3. 对卖空的监管更加科学

从世界范围来看,卖空的监管目标在于提高透明度和明确度,这将使投资者受益,也使监管者便于监管。更重要的是,监管者能够监控因卖空和市场滥用行为而导致的系统性风险。在实践中,根据规定,投资者需要向相关监管机构报告大的卖空头寸,并且禁止裸卖空。这与以前不同,在以前,市场参与者可以在拥有任何契约借用协议之前卖出头寸。另外,公众有权通过法定的报告来获取必要的信息,包括大的寸头和所受到处罚等。欧洲的卖空监管规则与美国于2005年实施的《Regulation SHO》具有渊源关系,根据规定,尚未交割的头寸在经纪人或交易商进一步卖空之前,应当封闭一段时间。上述规则的设计,会使基金管理人收益与成本进行权衡,也会影响到投资者的投资选择。

#### 注 释:

- ① 参见 the Section 202 (a)(11) of the Investment Advisers Act of 1940。
- ② 参见 the Section 202 (a)(18) of the Investment Advisers Act of 1940。
- ③ 参见 the Section 54 of the Investment Company Act of 1940。
- ④ 参见 the Section 3(c) of the Investment Company Act of 1940。
- ⑤ 参见 the Section 206 of the Investment Advisers Act of 1940。
- ⑥ 例如,与发行人有关的人,其不良行为会使该私人基金不再符合《506 规则》的合格条件。
- ⑦ 是对于汇集投资基金(pooled investment fund)而言。
- ⑧ 其前身为美国证券交易商协会 (National Association of Securities Dealers)。
- ⑨ 《多德-弗兰克法案》被认为是“大萧条”以来最全面、最严厉的金融改革法案,将成为与《格拉斯-斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act of 1933,即《1933 年银行法案》)比肩的又一块金融监管基石,并为全球金融监管改革树立新的标尺。该法案有三大核心内容,一是扩大监管机构权力,二是设立新的消费者金融保护局,三是采纳所谓的“沃克尔规则”(Voleker Rule),即限制大金融机构的投机性交易,尤其是加强对金融衍生品的监管,以防范金融风险。参见 Wilmarth Jr A E. Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too -Big -to -Fail Problem, The[J]. Or. L. Rev., 2010, 89: 951。
- ⑩ 美国推出《FATCA 法案》的主要目的是为了打击美国公民和绿卡持有者的离岸逃税行为,此项法案于2010年通过,另外美中之间签有《关于对所得避免双重征税和防止偷漏税的协定》,该法案对于海外投资具有重要影响。参见 Harvey J R. Offshore Accounts: Insider's Summary of FATCA and Its Potential Future [J]. Vill. L. Rev., 2012, 57: 471。

#### 参考文献:

- [1] Agarwal V, Naik N Y. Generalised Style Analysis of Hedge Funds [J]. Journal of Asset Management, 2000, (1):93-109.
- [2] Amin G S, Kat H M. Hedge Fund Performance 1990 - 2000: Do the “Money Machines” Really Add Value?[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, (2):251-274.
- [3] Fung W, Hsieh D A. Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Fedge Funds[J]. Review of Financial Studies, 1997, (2):275-302.
- [4] Steele M T. Freedom of Contract and Default Contractual Duties in Delaware Limited Partnerships and Limited Liability Companies [J].American Business Law Journal, 2009, (2):221-242.
- [5] Ribstein L E. Unlimited Contracting in the Delaware Limited Partnership and Its Implications for Corporate Law[J]. J. Corp. L.,1990, (16):299.
- [6] Gazur W M, Goff N M. Assessing the Limited Liability Company[J]. Case W. Res. L. Rev.,1990, (41):387.
- [7] 廖凡.美国非公司型有限责任公司初探[J].法学,2003,(9): 116-123.
- [8] Klein W A, Zolt E M. Business Form, Limited Liability, and Tax Regimes: Lurching Toward a Coherent Outcome [J]. U. Colo. L. Rev.,1994, (66):1001.
- [9] DeMott D A. Fiduciary Preludes: Likely Issues for LLCs [J]. U. Colo. L. Rev., 1994, (66):1043.
- [10] Miller D S, Bertrand J. Federal Income Tax Treatment of Hedge Funds, Their Investors, and Their Managers [J]. Tax Law., 2011, (65):309.
- [11] Aggarwal R K, Jorion P. The Performance of Emerging Hedge Funds and Managers [J].Journal of Financial Economics, 2010, (2):238-256.
- [12] 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[J].法商研究, 2013, (5): 144-152.
- [13] Lee L. Ban Has Lifted: Now Is the Time to Change the Accredited-Investor Standard[J]. Utah L. Rev.,2014, (2):369.

- [14] Aronson D H. SEC Rule Changes Signal New Regulatory Environment for Private Securities Offerings [J]. Corporate Finance Review, 2013,(2):13.
- [15] [美]路易斯·罗思,[美]乔尔·赛里格曼.美国证券监管法基础[M].张路,译.北京:法律出版社,2008.596-598.
- [16] 于朝印.论商业信托法律主体地位的确定[J].现代法学, 2011,(5):37-44.
- [17] Mariner W K. State Regulation of Managed Care and the Employee Retirement Income Security Act [J]. New England Journal of Medicine, 1996,(26):1986-1991.
- [18] [美]曼昆.经济学原理(宏观经济学分册)(第6版)[M].梁小民,梁硕,译.北京:北京大学出版社,2012.73-74.
- [19] [美]戴维·斯托厄尔.投资银行、对冲基金和私募股权投资[M].黄嵩,赵鹏,译.北京:机械工业出版社,2013.178-179.

(责任编辑:刘同清)

## US Hedge Fund Regulation and Euramerican Regulatory Transition ——On the Background of Post Financial Crisis Era

CONG Yan-guo

(School of Law, NanKai University, Tianjin 300071,China)

**Abstract:** Hedge fund has a history of more than half a century in the United States. However, it has never been formally universally defined. US hedge fund organizational forms include limited partnership and limited liability company, and its structures include single fund, master-feeder funds and parallel funds. US hedge fund regulations include investment advisers and fund activities' regulations. The improvement of US hedge fund regulation rules is on the background of Post Financial Crisis Era with the transition of Euramerican regulatory, and it is behaving as enactments of EU Alternative Investment Fund Managers Directive, Markets in Financial Instruments Directive, European Market Infrastructure Regulation, US Dodd-Frank Act and Foreign Account Tax Compliance Act, etc. At the same time, there are many new trends of the regulatory, such as reinforcement, internationalization, etc.

**Key words:** US; hedge fund; regulation