



商法文库

*Legal regulation research of
Chinese privately-offered
securities*

杨柏国 著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

中国私募证券法律规制研究





商法文库

*Legal regulation research of
Chinese privately-offered
securities*

杨柏国 著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

中国私募证券法律规制研究

图书在版编目 (CIP) 数据

中国私募证券法律规制研究/杨柏国著. —北京:
中国法制出版社, 2012. 2

ISBN 978 - 7 - 5093 - 3460 - 7

I. ①中… II. ①杨… III. ①证券法 - 研究 - 中国
IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 010477 号

策划编辑 舒丹

责任编辑 孟文翔

封面设计 蒋怡

中国私募证券法律规制研究

ZHONGGUO SIMU ZHENGQUAN FALU GUIZHI YANJIU

著者/杨柏国

经销/新华书店

印刷/三河市紫恒印装有限公司

开本/787 × 960 毫米 16

版次/2012 年 3 月第 1 版

印张/16.5 字数/278 千

2012 年 3 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 3460 - 7

定价: 48.00 元

北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031

网址: <http://www.zgfzs.com>

市场营销部电话: 66017726

传真: 66031119

编辑部电话: 66077371

邮购部电话: 66033288

总序

多年以前，我们华东政法大学经济法律研究院就有出版《商法文库》的想法，但囿于人力与财力的不足以及迫于经济法学科建设规划的安排，主要力量放在了出版《经济法文库》上，一直未能如愿。到目前为止，在北京大学出版社的支持下，《经济法文库》已经出版著作38种，其中有少数几种涉及商法内容（列为“商法系列”）。仅花费了5年左右的时间，如此密集的产出，这在法学界产生了相当的影响，也表明我们创办经济法律研究院，致力于经济法、商法、自然资源与环境法、劳动与社会保障法以及其他与经济活动相关法律的学术研究已经取得预期的成效。当然，将“商法系列”置于《经济法文库》之内，不免有些缺憾。从学术观点看，商法是有别于经济法的学科部门与法律部门。如今进入十二五规划实施年度，研究院的人力财力有了改善，经济法学科建设有了新的目标，我们在继续做好《经济法文库》出版工作的同时，将与新的合作伙伴中国法制出版社合作，着力推出《商法文库》。

商法在中国的产生很晚，从清末民初算起，也仅有100余年的历史。它真正的发展与受重视始于1979年的改革开放。30多年来，经过各方面的努力，商法在社会主义法律体系中已经占有一席之地，商法体系架构已经初步形成；商法在现实经济生活中已经发挥了重要作用；商法在理论研究方面，也已经取得不小的成绩。但是，商法缺乏像《民法通则》那样的基本规则，部门法之间缺乏必要的协调；商法部门法立法还有缺漏，如至今还没有《期货交易法》、《产权交易法》、《融资租赁法》、《控股公司法》、《电子交易法》或《电子商务法》等这些市场经济必不可少的法律。在商法研究方面，基础理论还相当薄弱，部门法理论还有待深化，现存的学术成果还不足以为市场经济繁荣发展提供强有力的理论支撑。我们的经济法律研究院立足于上海改革开放的前沿，有志对所有与经济发展相关的重大法律问题，其中包括商法理论与实践问题展开研究，并在此基础上编

辑出版著作和文集，为繁荣商法理论研究、促进经济发展做出应有的贡献。

按照我的理解，商法是调整商事交易关系之法，促进商事交易繁荣之法，也是确立市场运行机制之法，规范市场无形之手之法，其内涵非常丰富。《商法文库》的选题，着眼于基础性、现实性、新颖性和针对性；研究范围不限于商法立法的问题，还包括商法执法、商法司法中的问题。除了我们经济法律研究院的研究人员，我们也欢迎热爱商法研究的院外专家学者加入我们的团队，研究我们共同感兴趣的商法问题。《商法文库》反映我们经济法律研究院自身建设学科和研究基地的成果，也反映经济法律研究院特聘的学术指导专家、外聘的兼职研究员以及我们培养的博士后、博士的优秀研究成果。

西方国家的商法发展，至今已有400余年的经验积累，市场经济体制机制已经相当成熟。《商法文库》还设置了“翻译系列”，目的在于推介一些西方国家著名专家学者的著述，以利于我们进一步研究借鉴。

华东政法大学经济法律研究院此次出版《商法文库》，是继成功创办《公司法律评论》（已出版10卷本）、《中国商法评论》（已出版6卷本）、《金融法律评论》（已出版2卷本）和出版《经济法文库》（已出版38种）、《经济法文集》（已出版9卷本）等学术载体后的又一个理论平台。我们相信：研究院同仁凭着良好的氛围、共同的理想、真诚的合作以及坚韧的毅力和辛勤的工作，一定会做好做强《商法文库》，使她成为学术精品。《商法文库》也一定会受到越来越多的读者的青睐！

顾功耘^①

2011年7月20日

^① 系华东政法大学副校长，教授，兼经济法律研究院院长。

前 言

本文是国内首次从制度背景、发行、转售、法律责任等方面对中国私募证券法律规制进行的系统性研究。私募证券在中国是一个发端于市场需求与自发创新，近几年取得快速发展，并逐渐走进监管部门视野的新事物。

在中国，由于金融压抑与管制普遍存在，过去十余年里私募证券一直游走于事实与规范之间。同时由于中国现行法律对“证券”的列举范围较为狭窄，对私募发行的构成要件缺乏具体规定，以至于直至今日，私募证券也依然笼罩在非法集资的阴影之下。

尽管目前在立法、监管、司法方面严重滞后，但中国私募证券市场在事实层面上早已风生水起，本文将其分为三个阶段：第一阶段是上世纪80年代开始的企业内部集资，以及90年代的“定向募集/发行”；第二阶段是2000年后兴起的主要集中于金融行业内的“准证券非公开发行”，如商业银行理财计划、证券公司集合资产管理、保险公司次级债定向发行等；第三阶段是近几年大行其道的私募基金，包括私募证券基金与私募股权基金两大类，其中又尤以信托公司证券投资信托业务引人注目。中国私募证券三种形式，私募股票、私募债券和私募基金均在各自领域内较快发展。

需要说明的一点是，目前信托公司证券投资信托业务在中国主要受《信托法》等法规调整，本文之所以把包括其在内的多种形式私募基金纳入研究范围，一方面是由于本文认为中国亟须对“证券”做适度的扩张性解释，另一方面更为重要的是，正在修订中的《证券投资基金法》已经拟对“证券”作适度扩张性解释，并拟把私募基金纳入调整范围。也正是基于此，在中国私募股票、私募债券规定非常疏漏的情况下，《证券投资基金法》的此次修订为中国私募证券立法提供了一个很好的研究样本和观察视角。

回溯近十年来的证券、金融立法可以发现，中国已经或正在通过立法修规的方式小心翼翼地私募证券作出肯定的回应。譬如，2006年1月1日起实施的《证券法》第十条规定正式承认了证券“非公开发行”^①。此后，“一行三会”等监管部门

^① 出于表述之需要，本文中“非公开发行”在涵义上等同于“私募”、“私募发行”，笔者将在正文部分对此予以解释。

也在各自分管领域内发布了多个零星涉及私募证券的相关规定，如《证券公司客户资产管理业务试行办法》、《商业银行次级债务发行管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》等。而最新的消息是，争论数年的私募基金规制问题正式列入 2011 年全国人大常委会的立法日程。

在中国，快速发展的私募证券市场吸引着越来越多的投资者和各路资金参与其中，与之相伴的是，一些问题也开始日益暴露，譬如投资者保护的问题，对证券市场潜在的系统风险问题，等等。而在金融全球化的背景下，这些问题的严重性对中国立法者和监管者来说并非杞人忧天。从国际上看，肇始于 2007 年美国次贷危机的全球金融危机，促使美国 and 欧盟等国家（地区）对以对冲基金为代表的私募证券的法律规制进行了激烈而充分的反思，并对有关法规进行了修改，监管部门也对华尔街上对冲基金涉及内幕交易等违规行为的调查越发严格。

快速发展的市场和日益暴露的潜在风险，昭示着中国私募证券立法、监管等必须加快步伐。同时，从制度经济学的角度来看，法律作为一项制度安排，必须要回应来自社会和市场的需求。私募证券的经济本质可以视为一种融资安排，相对于公募发行融资或银行信贷融资，其融资成本更低、程序简洁灵活，特别是对广大中小企业来说，其存在具有客观必然性。从国际经验看，私募证券作为一种融资途径在一国（地区）产业发展中发挥了重要作用。而且，从宏观的层面来讲，中小企业的发展更事关中国经济发展和社会总体的福利水平。

从中外证券法演变历史来看，融资需求、市场效率和投资者保护之间的均衡考量是一条主要脉络。而随着现代证券市场的发展，对投资者的保护更是成为全球证券法律制度的首要目标。为此，在兼顾其他目标并侧重于保护私募证券投资者的规制目标下，本文试图从法律规制的角度对如下问题作出系统性地解答，并为中国私募证券未来立法、监管、司法提出建议。

何为私募证券？私募证券存在的经济、社会背景是什么？中国私募证券法律制度供给与私募证券市场需求之间存在何种缺口？目前中国私募证券法律制度存在哪些不足和亟待弥补的缝隙？中国未来私募证券法律制度需要从哪些方面进行完善？

从国际上看，美国在私募证券法律制度设计上为其他国家（地区）提供了非常有价值的启示。从 1933 年《证券法》第 4（2）条，到 1982 年 D 条例，再到 Rule 144、Rule 144A，美国在私募证券发行、转售等方面的立法、司法、制度演进中积累了丰富的经验教训。此后，日本和中国台湾地区的私募证券法律制度几乎是整体移植了美国的做法。这些域外经验对中国来说具有直接的借鉴意义。鉴于美国是全球私募证券法律制度最为完善的国家，而中国现行私募证券法律制度非常粗疏，加之本文立足于为中国未来私募证券规制建言献策，为此，笔者在研究中以美国为样本进行了系统的比较研究，以期为中国私募证券未来法律规制中可能遇到的问题提

供借鉴。

在写作结构安排上,除“导言”、“结语”外,正文部分共五章,分别是:第一章、中国私募证券制度背景解读;第二章、私募证券发行法律制度构造;第三章、私募证券转售:限制与流通之平衡;第四章、私募证券法律责任:救济与惩戒;第五章、私募证券立法:以《证券投资基金法》修订为样本。之所以采用这一看似有点“教材化”的结构安排,乃因为中国私募证券法律规制在发行、转售、法律责任方面均存在不少疑难问题和大量的立法空白。更为重要的是,私募证券发行、转售、法律责任之间密切相关,且均是私募证券法律规制中不可分割的组成部分,譬如,私募证券转售制度、法律责任设置深深受制于私募发行制度。此外,本文在写作中始终以问题为导向,力求揭示各环节制度设计背后的法律逻辑和经济原理。而第五章则试图把前四章侧重理论化的研究结论具体运用于当下中国私募证券法律规制中的热点问题——《证券投资基金法》修订。在中国缺乏私募证券系统立法实践的情况下,《证券投资基金法》此次修订为本文提供了一个有效的研究样本。简要来说,正文五章的主要内容如下:

第一章、中国私募证券制度背景解读。本章首先试图从理论层面对“证券”、“私募”进行界定,这属于“应然的”范畴。本文认为,私募与公募的核心区别在于投资者是否具有“自我保护能力从而无需证券发行审核程序提供的保护”。其次,梳理了中国现行法律法规中关于证券、私募的规定,并通过和“应然”范畴的对比分析发现,中国《证券法》及相关法规对“证券”种类的列举偏窄,“兜底性”条款在实践中形同虚设,需要作适度的扩张性解释,至少应把私募基金纳入其中,对“私募”的规定已现雏形,但缺漏明显。然而,立法上的疏漏无碍于市场创新的步伐。中国私募证券市场在过去五年里“野蛮生长”,发展迅速。私募股票、私募基金、私募债券根据相关部委规章的规定,稳步前进。中国私募证券市场的诞生具有深刻的制度背景:普遍存在的融资需求、金融压抑下的融资困难,合格投资者群体的涌现,这些因素在追逐利益的金融创新的推动下走到了一起。对比私募证券市场现状和现行法规的规定,可以清晰地看到:中国私募证券市场在事实与立法之间存在着巨大的缝隙,简言之即“市场先行,法规滞后”,亟待弥合。鉴于中国私募证券市场在规模上的迅速增长、立法上的模糊与缺漏、监管上的缺位与越位,加强私募证券法律规制日益迫切。

第二章、私募证券发行法律制度构造。证券私募发行是私募证券法律规制的起点。在第一章对“证券”、“私募发行”予以界定的基础上,本章聚焦于对私募发行制度各环节与要素进行解构,并以美国等域外经验为借鉴,对完善中国的证券私募发行制度提出可行性建议。从理论上讲,可以享受发行审核豁免的证券私募发行在制度上主要包括如下要素:(1)符合什么条件的实体可以进行私募发行,即发行

人的适格性问题；(2) 私募发行可以向什么样的投资者推广销售，即合格投资者制度，这是私募发行制度的核心所在，这一问题在中国即是解答《证券法》中“特定对象”的界定问题；(3) 监管部门对私募发行采用何种审核制度；(4) 私募发行中的信息披露机制；(5) 发行人可以采用何种方式向潜在投资者发出要约、销售证券，其中界定“非公开方式”成为焦点所在。鉴于私募发行只能向具有“自我保护能力”的合格投资者发行，本文建议，中国证券私募发行中的合格投资者制度建设可以采取“先严后松”的策略，商业银行、社保基金等金融机构认定为当然的合格投资者，其他机构投资者从“成熟度”、“财富”两个方面来界定，合格自然人投资者则从“成熟度”、“财富”、“关系”三个方面来界定；在审核制度上，本文认为中国私募证券发行不应简单地移植美国的注册豁免，建议采用事后备案制，从而利于监管部门的信息收集同时不影响融资效率；在信息披露机制方面，本文建议，针对不同的私募证券投资者而规定不同的信息披露机制，但需要统一规定应予以披露的基础性信息，允许并鼓励私募发行人向投资者进行自愿性信息披露；在“非公开方式”方面，本文认为一方面要废除现行相关规章中明显与这一要求相冲突的条款，同时对利用互联网推广、销售私募证券规定严格的“投资者事先调查认定、网站进入密码保护”等程序。

第三章、私募证券转售：限制与流通之平衡。转售即私募证券发行后的再次转让，不仅是私募证券投资者的必然诉求，也是私募证券作为金融投资产品具有流通属性的体现。从理论上来分析，私募证券转售有两条途径可以选择：一是履行监管部门规定的审核程序后转售；二是寻求审批豁免予以转售（在美国即注册豁免）。出于成本—收益的比较，私募证券持有人无疑会选择寻求豁免的方式进行转售，这也是私募证券作为一种替代融资方式的本意所在。而如欲在转售时享受审批豁免，私募证券持有人必须要证明其不是证券“承销商”，而是私募证券“投资者”，因为如果被认定为是“承销商”，则其转售无疑会架空私募证券发行环节的制度设计。美国在这方面提供了两个广为借鉴的法规，分别是 Rule 144 和 Rule 144A。美国私募证券转售制度的基本理念是：发行人之关系人转售私募证券的要求比非关系人更为严格、转售限制随着时间推移而逐渐放宽、对 QIB（合格机构投资者）给予更多的信任并因此放宽转售限制等。其中，“持有期限”是私募证券转售制度的核心所在。就中国而言，在私募证券转售立法方面还非常粗疏，譬如，何种条件下可以转售、可以向什么样的投资者转售、转售时的信息披露与数量限制、在何种市场转售等问题均需要进一步明确。文本建议，把私募证券转售分为：一般性转售、合格投资者之间的转售、私募证券权属被动性变更三种类型，并加以区别对待，分别作出规定。其中，一般性转售享受审批豁免的条件主要包括，符合一定的持有期间、适当的信息披露和一定的转售数量限制。除加强私募证券转售立法外，中国也需要加

强私募证券转售市场的建设，在多层次资本市场体系中为私募证券发行、转售留出一席之地。本文建议，把私募证券发行、转售主要纳入拟扩容的“三板市场”之中。

第四章、私募证券法律责任：救济与惩戒。缺乏法律责任的私募证券法律规制在实践中只会沦为一句空话。构建科学、严谨的法律责任体系，不仅是私募证券立法的重要内容之一，更是私募证券投资者权益的有力保障。从理论上来说，私募证券法律责任无疑由民事责任、行政责任和刑事责任三大类组成，且功能各异。本文认为，相较于公募证券，私募证券的违法违规行为主要是非法发行、非法转售、虚假陈述，而公募证券的违法违规行除此以外，还包括操纵市场、内幕交易等；在民事责任方面，由于私募证券投资者是具有自我保护能力的特定投资者，其在发行、转售等环节，具有与私募证券发行人、中介机构趋于平等的谈判能力，因而《合同法》具有更大的适用空间；在行政责任方面，由于私募证券受到的监管比公募证券相对较少，因此其行政责任比公募证券涉及的范围相对较小；在刑事责任方面，对私募证券来说，极具现实意义的问题是厘清与非法集资的界限。在梳理中国现行证券法律责任规定的基础上，本文认为，私募证券法律责任在理念上需要“民（事）行（政）并重”；在民事责任方面，需要把私募证券纳入《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》等反证券欺诈规定的适用范围；在行政责任方面，建议设置“主动改正”下的行政责任安全港规则，同时把私募证券相关主体纳入《证券市场禁入规定》等行政法规之调整范围；而在刑事责任方面，建议监管部门告别采用间接融资的思路来规制属于直接融资范畴的私募证券行为，建议把现行非法集资中的不少情形纳入证券法规调整范围。

第五章、私募证券立法：以《证券投资基金法》修订为样本。理论上讲，私募证券法律规制主要包括立法、监管和司法三种表现形式，其中立法是监管和司法的基础与前提。但是，由于中国私募证券立法非常粗疏，加之中国现行“分业经营、分业监管”的金融监管体制，使得私募证券在监管体制、原则、目标上尚待进一步厘清，同时私募股票、私募债券、私募基金现行监管体制等方面也差异明显。此外，中国公开的私募证券司法案例极为缺乏，一些实质上的私募证券案例也往往以《公司法》、《合同法》乃至《刑法》等作为判案依据。幸运的是，2011年年初由全国人大常委会推动的《证券投资基金法》修订拟把私募基金纳入调整范围，为本文提供了一个有效的研究样本。为此，本章尝试把前四章研究结论具体运用于此次《证券投资基金法》修订，首先，建议中国私募证券法律规制应确立适度规制原则和统一规制模式；其次，本章对中国私募基金中目前受关注最多也是争议最多的“阳光私募”法律规制进行了细致地分析，指出其存在投资者界定不统一、销售推广方式混乱、投资顾问资质界定不明等六大现实困境，监管思路上表现出“半私募

半公募”的双重属性；最后，对私募基金“入法”的适度监管边界这一核心问题进行了深入的讨论，本文对此次修法提出了九点建议，包括：设立私募基金投资者保护基金，在中国证监会下新设“非公开发行部”统一负责私募基金乃至私募证券的监管，防止备案制变相成为审批制，而针对《〈证券投资基金法〉（修订草案）（征求意见稿）》中规定的基金管理人可以同时从事私募基金与公募基金等动议，本文认为这一“混业”动议需要非常慎重，因为其中存在利益输送、违规交易的潜在隐患，等等。

需要说明的是，本文以回应和关注中国私募证券法律规制中的本土问题作为研究的出发点和落脚点。但鉴于中国目前关于私募证券的立法、监管、市场实践等尚处于起步阶段，所以本文以境外成熟经验，特别是具有代表性和广泛影响力的美国作为借鉴样本和参照体系，进行了相对系统地比较研究，以期从中得出可为中国借鉴的经验。管窥美国私募证券法律制度演变可见，强调各目标之间的均衡和协调是其主要经验之一，具体包括：融资便利和投资者保护、业界需求与政府监管、效率与公平，等等。但同时也要看到，美国私募证券法律制度的完善并非一日之功，在其近 80 年的演进历程中，不仅充满了激烈的争论，而且也曾有过失败的立法甚至短暂的倒退。

在本文写作过程中，笔者深感私募证券法律规制的复杂性远超预期。为此，笔者坚持客观看待私募证券法律规制中的共性与差异性。从理论和实践来看，中国私募证券包括私募股票、私募债券和私募基金三大类。三者在法律规制方面，既存在共性，特别是在私募发行环节，但同时三者也存在一定的差异性，譬如，私募基金投资者的门槛可以比私募股票的更高，在转售环节、法律责任设置方面也有所不同。这并不难理解，恰如在公募证券中主板市场、中小板市场、创业板市场在发行条件、上市门槛、信息披露等方面也有所差异一样。但为确保研究的聚焦性和关联性，本文在写作过程中，始终以私募证券法律规制的共性问题为主，同时适当兼顾差异性。

就研究方法而言，本文在写作中主要运用了规范分析方法、经济分析方法、比较分析方法、实证分析方法等。相较于此前的研究，本文的创新之处主要表现在如下几个方面：一是在整体研究思路，从法律规制的角度，比较系统地对中国私募证券的现状、制度背景、发行与转售的制度构建、法律责任等问题进行了细致地研究；二是对以美国为代表的境外私募证券法律制度最近几年来的演变进行了细致的梳理与总结，其中包括 SEC 2007 年对 D 条例的修改建议报告，次贷危机以后美国学界和监管部门对私募证券的反思及新立法举措等，并从中归纳出可为中国借鉴的经验教训；三是在私募证券发行环节，对中国私募证券投资者类型进行了比较深入细致的探讨，提出了具有一定可行性的建议，并对在私募发行中如何利用互联网提

出了建议；四是在把私募证券转售细分为一般性转售、合格机构投资者之间的转售等三种类型，分别构建转售制度的同时，建议把中国私募证券发行、转售主要纳入拟扩容的“三板市场”；五是对私募证券与公募证券在法律责任方面进行了一定程度的对比分析，聚焦差异性，同时不漠视共同性；六是对当下正在修订的《证券投资基金法》如何把私募基金纳入调整范围从实践与理论两个层面提出了多条建议。

就中国而言，私募证券无疑有理由成为资本市场的重要组成部分。而无论立法部门、监管部门等对私募证券近期、中期乃至远期如何规划，私募证券的法律规制一定需要立足于中国资本市场、证券法律制度和社会整体之实情。其中很重要的一点就是，鉴于中国证券市场“新兴加转型”的特点，私募证券法律规制除了兼顾市场风险防范等目标外，需把投资者保护作为重中之重。

最后必须坦诚的是，尽管耗时近一年半认真查阅、学习、研读私募证券法律规制各种资料，写作过程中也不断查阅、补充新资料并请教相关专家学者，但囿于个人能力水平有限，本文依然存在诸多不足之处。譬如，对中国私募证券现状的研究缺乏权威统计数据支撑，因而缺乏量化分析的说服力；私募证券法律责任部分的研究尚显凌乱，亦不够深入；私募证券案例研究尚属空白；缺乏对美国以外的其他国家（地区）私募证券法律制度的比较研究；等等。总之，私募证券法律规制在中国是个比较宏大和新颖的法学课题，具有很强的理论性和实践性，而其中私募股票、私募债券、私募基金在法律规制上既有共性，亦有不同，均值得分别进行深入研究。本文意在为此项法学课题研究添砖加瓦，而上述不足亦将是本人今后继续学习和努力的方向。

目 录

Contents

前 言	1
导 论	1
一、选题背景与意义	1
二、文献综述	4
三、研究思路与方法	7
第一章 中国私募证券制度背景解读	12
第一节 争论中的证券与私募	12
一、证券内涵与外延	12
二、溯源私募	15
三、私募与相关概念辨析	20
第二节 自发生长的私募证券	25
一、美国私募证券新近趋势	25
二、中国私募证券三种形式	30
第三节 私募证券的制度背景	39
一、分析进路：新制度经济学	39
二、并非偶然：私募证券的社会经济基础	41
第四节 私募证券法律规制必要性分析	48
一、理论基础	48
二、事实基础	53
三、法律基础	56
第二章 私募证券发行法律制度构造	60
第一节 私募证券发行内涵剖析	60
一、证券发行制度一般性分析	60
二、私募证券发行之独特性	63

第二节 合格投资者：财富，智识，关系	67
一、美国“获许投资者”标准演变	68
二、填补中国立法缝隙之建议	77
第三节 审核制度：豁免注册 VS. 事后备案	83
一、注册制 VS. 核准制	83
二、中国私募发行宜采用备案制	84
第四节 信息披露：强制与自愿	87
一、私募发行信息披露域外经验	88
二、规制路径：强制与自愿并举	91
第五节 非公开方式：互联网的挑战	96
一、美国对“非公开方式”之界定	96
二、来自互联网的挑战	98
三、中国私募证券发行方式立法思考	101
第三章 私募证券转售：限制与流通之平衡	104
第一节 私募证券转售分析框架	104
一、证券交易制度基本理论	105
二、私募证券转售限制必要性	107
第二节 美国私募证券转售制度演变	109
一、Rule 144：“承销商”之安全港规则	111
二、第 4（1 $\frac{1}{2}$ ）豁免：来自实践的智慧	114
三、Rule 144A：QIB 的“特权”	115
第三节 中国私募证券转售规制检讨与思考	120
一、现行制度梳理	120
二、立法反思及制度构想	123
第四节 中国私募证券转售市场路在何方	129
一、美国经验——以 PORTAL 为核心	129
二、若隐若现的中国私募证券转售市场	141
三、多层次资本市场视角下的设想	144
第四章 私募证券法律责任：救济与惩戒	150
第一节 理念冲突：“民”“行”孰重？	150
一、从“重行轻民”到“民行并重”	151
二、语焉不详的私募证券法律责任	156

第二节 民事责任：违约，侵权，缔约过失	159
一、三种形式	159
二、私募证券民事责任构建	162
第三节 本法责任下的私募证券行政责任	175
一、不可回避的本法责任	175
二、私募证券行政责任个案讨论	179
第四节 刑事责任：厘清与非法集资之界限	183
一、证券犯罪形态	183
二、私募证券与非法集资界限探析	185
第五章 私募证券立法：以《证券投资基金法》修订为样本	192
第一节 私募证券规制目标、原则及境外趋势	192
一、目标：投资者保护 VS. 市场效率	193
二、适度规制与统一规制	195
三、域外趋势：私募与公募之融合	199
第二节 “阳光私募”法律规制现实困境	205
一、“阳光私募”法律结构分析	205
二、规制现状	209
三、现实困境	214
第三节 私募基金“入法”：探寻适度的规制边界	219
一、美国私募基金监管演变及制度逻辑	219
二、中国现行制度检讨与反思	224
三、《证券投资基金法》修订九点建议	227
结 语	233
参考文献	236
后 记	247

导 论

一、选题背景与意义

私募^①证券在中国是一个发端于市场需求和自发创新，近几年取得快速发展，并逐渐走进证券等金融监管部门视野的新事物。中国证券市场过去二十年，主要表现为公开发行为和交易所挂牌上市，除此以外的其他证券活动长期被边缘化。就私募证券而言，在中国普遍存在的金融压抑与管制下，过去十年一直游走于事实与规范之间。同时由于中国现行法律对“证券”的列举范围较为狭窄，对私募发行的构成要件缺乏具体规定，以至于直至今日，私募证券也依然笼罩在非法集资的阴影之下。

尽管目前在立法、监管、司法方面严重滞后，但中国私募证券在市场事实层面上早已风生水起，具体表现为三个阶段：第一阶段是上世纪 80 年代开始的企业内部集资，以及 90 年代的“定向募集”；第二阶段是 2000 年后兴起的金融行业内的“准证券非公开发行”，如商业银行理财计划、证券公司集合资产管理、保险公司次级债定向发行等；^② 第三阶段是近几年大行其道的私募基金，包括私募证券基金与私募股权基金两大类，其中又尤以“阳光私募”^③ 引人注目。

需要说明的是，本文之所以把包括“阳光私募”在内的多种私募基金形式纳入研究范围，一方面是由于本文认为中国亟须对“证券”做适度的扩张性解释，另一方面更为重要的是，正在修订中的《证券投资基金法》已经拟对“证券”作适度扩张性解释，^④ 并已经拟把私募基金纳入调整范围。当然，私募基金在具有私募证

① 为行文方便，本文根据具体语境，在多数情况下，“非公开发行”与“私募发行”、“私募”具有同样内涵。

② 包景轩：《私募制度解读——证券非公开发行及其流通制度研究》，中国金融出版社 2008 年版，第 77-88 页。

③ “阳光私募”不是法律术语，乃约定俗成之称呼，主要是指私募证券基金，笔者将在下文详细解释。

④ 《证券投资基金法》（修订草案）（征求意见稿）第二条明确，“证券投资”包括买卖未上市交易的股票或者股权、上市交易的股票、债券等证券及其衍生品，以及国务院证券监督管理机构规定的其他投资品种。

券法律规制共性的同时，也具有其自身的独特性。

私募证券近年来快速的自发生长具有必然性。首先，作为一种融资方式，私募证券相对公募证券融资（如 IPO）或银行信贷融资，具有成本低、程序便捷、手续灵活等优势。其次，私募证券作为一种投资方式，以受监管较少、高收益和高激励而声名在外，并因此吸引了各路资金和投资者纷纷涌入。中国的社会经济现状已经具备了私募证券市场快速生长的土壤。首先，金融压抑和管制在中国普遍存在，大量中小企业和民营企业普遍存在融资困难，而且融资需求多样化；其次，近十年来伴随着中国经济的高速发展，机构投资者和富裕阶层快速壮大。

在追逐利益的金融创新的推动下，中国私募证券市场近年来取得了高速发展，最为明显的表现就是私募股权基金和私募证券基金。据业内专家估算，仅狭义的“阳光私募”目前的总规模已在 1500 亿元左右，如市场环境和政策监管不出现大的变化，未来几年很有可能快速增长到 5000—6000 亿元的规模。^①除此以外，私募股票市场也以多种方式蓬勃发展，越来越多的企业进行内部募资（著名的如华为公司内部股）、上市公司非公开发行股票、股份有限公司募集设立等；私募债券市场最初主要表现为金融债，并集中在银行间市场进行交易，而近两年，企业债券定向发行也引起多方关注和讨论。

快速发展的私募证券市场在吸引着越来越多的投资者、各种资金参与其中的同时，一些问题也开始日益暴露。首先，投资者权益保护的问题。从公开报道来看，私募证券基金领域已发生多起纠纷。更为重要的是，一些缺乏足够自我保护能力的普通投资者开始涉足私募证券领域，埋下了更大的风险隐患。其次，私募证券对整个证券市场的潜在系统性风险问题，这是因为私募证券市场的规模越来越大，已逐渐具有系统性的影响力。再次，私募证券市场的效率问题，如何做到私募证券市场在规范发展与有效发展之间的平衡。而在金融全球化的背景下，这些问题对中国立法者和监管者来说，已非杞人忧天。

从国际上看，在由美国次贷危机^②引发的全球金融危机中，多个国家（地区）的监管部门认为以对冲基金为代表的私募证券在危机中扮演了不光彩的角色，并批评私募证券市场存在信息不透明、过度杠杆化、过度追逐利润、投资者保护不力等问题。

从制度变迁的视觉来看，法律作为一项制度安排，必需回应来自社会、市场的需求。中国正通过立法修规的方式小心翼翼地私募证券作出肯定的回应。2006

^① 笔者于 2010 年 9 月 9 日访问了好买基金网 CEO 杨文斌，该观点源自其分析，在此也对其表示感谢。好买基金网是中国领先的私募基金销售、分析专业网站。

^② “次贷危机”，英文表述为“Subprime crisis”，全称为次级贷款危机，肇始于美国，并从房地产领域迅速扩展到证券市场、金融市场，并对全球造成巨大冲击。