

RESEARCH ON LEGAL ISSUES
OF PRIVATE EQUITY FUND REGULATION



王荣芳◇著

私募股权 投资基金监管法律问题研究



中国政法大学出版社

王荣芳 著

王荣芳，女，汉族，1978年10月生，安徽六安人，法学博士，现任安徽大学法学院副教授，研究方向为证券法、公司法。在《法学》、《法律科学》、《中国法学》等核心期刊上发表论文多篇，主持国家社科基金项目一项，安徽省社科基金项目一项。

私募股权 投资基金监管法律问题研究

RESEARCH ON LEGAL ISSUES OF PRIVATE EQUITY FUND REGULATION



中国政法大学出版社

2013·北京

图书在版编目 (C I P) 数据

私募股权投资基金监管法律问题研究/王荣芳著. --北京:中国政法大学出版社, 2013. 6

ISBN 978-7-5620-4739-1

I. ①私… II. ①王… III. ①证券投资基金法—研究—中国
IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第133605号

- 书 名 私募股权投资基金监管法律问题研究
Simu Guquan Tuozi Jijin Jianguan Falü Wenti Yanjiu
- 出版发行 中国政法大学出版社(北京市海淀区西土城路 25 号)
北京 100088 信箱 8034 分箱 邮编 100088
<http://www.cuplpress.com> (网络实名: 中国政法大学出版社)
58908325(发行部) 58908334(邮购部)
- 编辑统筹 第六编辑部 010-58908524 dh93@sina.com
- 承 印 固安华明印刷厂
- 规 格 880mm×1230mm 32 开本 7.875 印张 190 千字
- 版 本 2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月第 1 次印刷
- 书 号 ISBN 978-7-5620-4739-1/D·4699
- 定 价 28.00 元

- 声 明
1. 版权所有, 侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题, 由出版社负责退换。

内容摘要

20 世纪 40 年代起源于美国的私募股权投资基金 (Private Equity Fund, 简称 PE), 作为资本市场的一种金融创新工具, 在全球范围迅速发展, 已经成为仅次于银行贷款和公开发行股票的第三大企业融资渠道。当前, 融资难成为制约我国中小企业发展的最大瓶颈, 私募股权投资基金在我国亦被视为解决中小企业融资难题的金融创新工具。因私募股权投资基金最初主要投资于中小高新技术企业, 对社会经济发展具有积极的贡献, 各国对私募股权投资基金的监管基本持宽松态度。但全球金融危机之后, 各国对私募股权投资基金的监管普遍存在加强趋向。目前私募股权投资基金在我国尚处初级发展阶段, 相关法律法规规范缺乏, 私募发行界定标准模糊, 监管法律几乎一片空白, 监管思路至今尚未明确, 学术界在该领域的研究亦相对

不足。但是，随着私募股权投资基金在我国资本市场的逐步发展壮大，如何对之有效监管以平衡融资便利与投资者保护，已经成为商法研究中一个不容回避的重要前沿课题。因此，本书在法学理论的指导下，以私募股权投资基金监管的法律问题为研究对象，力争通过对私募股权投资基金的概念与法律关系的界定、监管必要性的理论基础论证、发达国家私募股权投资基金监管法律制度的比较借鉴，以及对我国私募股权投资基金监管法律环境进行分析，提出我国私募股权投资基金监管体制和具体法律制度规则的构建设想。

本书的写作结构如下：全书分三部分，导言、正文、结论。导言部分说明本书选题的原因和意义、文献综述、研究思路与方法，以及拟突破的难点及关键问题。正文共7章。第一章是关于私募股权投资基金的概述，主要内容为私募股权投资基金的概念界定与分类，以及私募股权投资基金的发展状况。第二章是关于私募股权投资基金法律关系的研究，主要对私募股权投资基金的法律关系结构、法律形式与法律性质进行分析探讨，并对合法私募与非法集资的区分界限进行分析研究。第三章是关于私募股权投资基金监管必要性的理论基础研究，笔者分别运用经济学理论和法学理论对监管的必要性进行了论证分析，认为对私募股权投资基金进行适度监管有其必要性和合理性。第四章在对美国、英国和日本私募股权投资基金监管法律制度介绍分析后，归纳出各国监管法律制度的共性及其可供我国借鉴的监管经验。第五章是关于我国私募股权投资基金法律环境的研究，笔者首先对我国私募股权投资基金监管法律现状及存在的主要问题进行了剖

析，然后在考察我国现有与私募股权投资基金相关的法律资源后，对其不足与缺失进行了分析评述，提出现行零散、各自为政的法律资源无法满足我国私募股权投资基金监管的现实需求，并已导致监管套利。第六章是关于我国私募股权投资基金监管体制的研究，笔者在对私募股权投资基金监管的价值取向和基本原则进行探讨后，提出了我国私募股权投资基金监管的法律体系和机构体系的构想。第七章对我国私募股权投资基金监管的具体制度规则构建提出建议，认为监管制度规则的构建应以投资者保护为核心，并从私募股权投资基金的主体准入监管、资金募集监管、资金运作监管和外部环境监管等不同角度提出了具体设想。结论部分是对全文观点的总结。

本书认为，鉴于私募股权投资基金在我国的发展已经达到了一定的规模，且由于私募股权投资基金存在外部性及私法自治不足等原因，对私募股权投资基金进行适度监管有其必要性和合理性。但是，我国现有的法律资源，相较于私募股权投资基金监管的实际需要，已显严重不足和滞后，因此，应借鉴发达国家私募股权投资基金监管的立法和实践经验，构建适合于我国国情的私募股权投资基金监管体制和法律制度。基于私募股权投资基金监管主要源于投资者保护需要的价值取向，对私募股权投资基金应进行适度监管和分类监管。我国应在对私募股权投资基金单独立法并辅以配套法规的基础上，形成完善的监管法律体系。我国应建立以行业协会自律监管为主、政府行政监管为辅的监管体制，以在节约监管成本的基础上，实现对私募股权投资基金的有效监管。我国

IV ◀ 私募股权投资基金监管法律问题研究

应构建以投资者保护为核心的监管制度，其中，主体准入监管、资金募集监管，是基于将投资者限定在具有相应投资经验和风险识别能力、能够进行自我保护的群体之内，从而将高风险与一般社会公众隔离的考量；而运作监管及外部环境监管，则是为了保障私募股权投资基金发展的秩序和环境。如此，才能在豁免对私募股权投资基金的发行审批、使其享受融资便利的同时，确保投资者的合法利益不受侵害。惟此，我国私募股权投资基金才能健康发展，多层次资本市场亦可望尽快形成。

目 录

内容摘要	I
------	---

导 言	1
-----	---

- 一、问题的提出 | 1
- 二、研究的理论意义和实践意义 | 4
- 三、文献综述 | 5
- 四、研究思路与方法 | 10
- 五、拟突破的难点及关键问题 | 11

第一章 私募股权投资基金概述	12
----------------	----

第一节 私募股权投资基金的概念与特征	12
--------------------	----

- 一、私募股权投资基金的概念 | 12
- 二、私募股权投资基金的法律特征 | 25

第二节 私募股权投资基金的分类	29
-----------------	----

- 一、创业型私募股权投资基金与非创业型
私募股权投资基金 | 29

二、公司制、契约制与有限合伙制私募股权投资基金 | 30

三、境内私募股权投资基金与海外私募股权投资基金 | 31

四、鼓励类、被动监管类与主动监管类

私募股权投资基金 | 32

第三节 私募股权投资基金的发展状况 | 34

一、境外私募股权投资基金的发展状况 | 34

二、我国私募股权投资基金的发展状况 | 45

第二章 私募股权投资基金法律关系研究 50

第一节 私募股权投资基金的法律关系结构 | 50

一、私募股权投资基金法律关系的含义 | 50

二、私募股权投资基金法律关系的内容 | 52

第二节 私募股权投资基金的法律形式 | 57

一、公司制私募股权投资基金 | 57

二、契约制私募股权投资基金 | 58

三、有限合伙制私募股权投资基金 | 59

第三节 私募股权投资基金的法律性质 | 61

一、信托法理与私募股权投资基金属性的耦合 | 61

二、私募股权投资基金是对现代信托的新发展 | 68

第四节 合法私募与非法集资的界定 | 70

一、非法集资的界定 | 70

二、合法私募与非法集资的区别 | 77

三、小结 | 83

第三章 私募股权投资基金监管的理论基础 84

第一节 私募股权投资基金监管的经济学理论 | 84

一、监管必要性的一般理论 | 84

二、市场失灵理论在私募股权投资基金监管上的运用 | 93

三、私募股权投资基金监管的内在根源：有限理性 | 95

第二节 私募股权投资基金监管的法学理论 | 96

一、私法自治制度的局限性 | 97

二、法律的不完备性 | 103

第四章 发达国家私募股权投资基金监管制度借鉴 107

第一节 境外私募股权投资基金监管法律制度 | 108

一、美国私募股权投资基金监管法律制度 | 108

二、英国私募股权投资基金监管法律制度 | 136

三、日本私募股权投资基金监管法律制度 | 144

第二节 发达国家私募股权投资基金监管制度评析 | 149

一、发达国家监管制度的共性 | 149

二、发达国家监管制度的经验借鉴 | 153

第五章 我国私募股权投资基金监管的法律环境 159

第一节 我国私募股权投资基金监管现状及问题 | 159

一、法律地位规范缺失，影响私募股权
投资基金的健康发展 | 159

二、监管思路尚不明朗，多头监管效率低下 | 161

三、监管目标尚不明确，投资者保护严重不足 | 162

四、监管内容尚不明晰，基金设立与运作失范 | 163

五、退出渠道有限，投资积极性受到影响 | 164

六、海外私募股权投资基金未受监管，
对国内经济造成不利影响 | 165

第二节 我国现有法律资源之不足与缺失分析 | 165

一、私募股权投资基金之现有法律资源 | 165

二、现有法律资源之不足与缺失评述 | 184

第六章 我国私募股权投资基金监管体制 187

第一节 私募股权投资基金监管的价值取向 | 187

一、私募股权投资基金监管必要性的重新审视 | 187

二、私募股权投资基金监管的价值目标 | 191

三、私募股权投资基金监管的边界和方式 | 193

第二节 私募股权投资基金监管的基本原则 | 194

一、适度监管原则 | 195

二、分类监管原则 | 195

第三节 私募股权投资基金监管的法律体系 | 198

一、制定《私募股权投资基金法》以统一法律适用 | 198

二、制定配套法规以完善监管法律体系 | 199

第四节 私募股权投资基金监管的机构体系 | 200

一、明确证监会作为统一监管机构，政府监管为辅 | 201

二、明确私募股权投资基金协会作为

行业自律组织，自律监管为主 | 202

第七章 我国私募股权投资基金监管规则构建 204

第一节 私募股权投资基金主体准入监管 | 204

一、构建投资者资格制度 | 204

二、构建和规范基金管理人制度 | 207

第二节 私募股权投资基金资金募集监管 | 209

一、规范广告宣传的限制 | 209

二、拓宽机构投资者的准入	211
第三节 私募股权投资基金运作监管	212
一、建立基金管理人保证金制度	212
二、建立第三方托管管制度	213
三、构建信息提供制度	213
四、规范收益分配顺序	214
五、设立风险准备金制度	214
六、完善损失赔偿制度	215
第四节 私募股权投资基金外部环境监管	216
一、建立健全基金管理人的信用体系	216
二、尽快完善私募股权投资基金退出机制	216
三、合理引导私募股权投资基金资金投向	217
四、合理监管海外私募股权投资基金	218
结 论	219
参考文献	222
后 记	238

导 言

一、问题的提出

20 世纪 40 年代起源于美国的私募股权投资基金 (Private Equity Fund, 简称 PE), 最初主要投资于初创期的高科技企业^{〔1〕}, 其作为资本市场的一种金融创新工具, 在全球范围迅速发展, 现已成为仅次于银行贷款和公开发行的股票的第三大企业融资渠道^{〔2〕}。由于我国金融体制

〔1〕 在私募股权投资基金最为发达的美国, 私募股权投资更加明显地集中于高科技产业, 其中在计算机软硬件、生物技术、医药、通信等行业的投资占其总投资的 90% 左右。参见季敏波:《中国产业投资基金研究》, 上海财经大学出版社 2000 年版, 第 45 页。

〔2〕 据不完全统计, 2005 年全球股权基金共募集资金 1730 亿美元, 2006 年 2150 亿美元, 2007 年 7380 亿美元, 美国私募股权投资基金占全年 GDP 的 0.6%, 欧洲为 0.35%, 日本为 0.2%。参见王海峰、刘莉君:“欧美私募股权投资基金运作机制的比较与借鉴”, 载《金融教学与研究》2008 年第 6 期。

的缺陷和中小科技企业^{〔1〕}自身的不足,当前,融资难正成为制约我国中小科技企业发展的最大瓶颈。为破解中小科技企业的融资难题,私募股权投资基金^{〔2〕}被推向幕前。因私募股权投资基金主要投资于未上市企业的股权,相较于仅在投资者之间实现财富转移的私募证券投资基金^{〔3〕},具有能使企业获得直接融资^{〔4〕}和帮助企业成长^{〔5〕}的双重优势,因此,虽进入我国才二十多年,其已被视为解决我国中小企业融资难题的重要金融创新工具。

随着我国创业板市场的推出,私募股权投资基金不仅作为向高新技术企业进行风险投资的途径被人们了解,更因其成为企业上市前的有效融资手段而备受关注。各地方政府亦相继出台政策,鼓励私募股权投资基金在本地落户和进行股权投

〔1〕 中小科技企业是技术创新的主要载体。例如,在美国,70%以上的专利是由中小科技企业创造的,其平均创新能力是大企业的2倍以上。在中国,科技企业提供了全国约66%的发明专利、74%以上的技术创新、82%以上的新产品开发,已经成为技术创新的重要力量和源泉。参见黄刚:“科技型中小企业与区域经济发展的理论探析”,载《宏观经济研究》2008年第8期。

〔2〕 虽然中小科技企业的高风险使其难以获得融资,但其高成长性可能带来的高收益正好符合私募股权投资基金的投资偏好。

〔3〕 私募证券投资基金是主要投资于公开上市交易的股票、债券等证券及其衍生产品的投资基金,并不为企业带来直接融资。

〔4〕 “美国2005年有470亿美元的私募股权投资,其中投资于高新科技比例就高达35%,投资于扩张资本的为290亿美元。”参见朱奇峰:《中国私募股权投资基金理论、实践与前瞻》,清华大学出版社2010年版,第53页。

〔5〕 在美国纳斯达克(NASDAQ)市场上市的公司中,市值排名前100的公司,绝大部分都曾得到私募股权投资基金的支持。我国那些成功登陆美国纳斯达克市场的高科技公司,如盛大、第九城市、分众传媒、携程网、前程无忧以及掌上灵通等公司,在成功上市之前,也都曾经进行过两到三轮的私募股权融资。

资^[1]，有些地方甚至明确将私募股权投资基金管理企业比照金融机构进行管理^[2]。私募股权投资基金在我国的发展似有风起云涌之势。

但是，目前我国私募股权投资基金的合法地位缺乏权威法律予以确认规范，其设立和运作亦缺乏明确的法律依据，监管法律几乎是一片空白。现有国家和地方金融和科技等管理部门关于股权投资基金的零星法规和政策，使用的是股权投资基金^[3]、创业投资或风险投资之类的表述^[4]，都刻意回避了“私募”两个字^[5]，对私募发行的标准更未进行界定。

一方面，由于缺乏如何界定合法私募与非法集资的明确法律依据，实践中，谨慎的基金发起人如履薄冰，在“合法私募”与“非法集资”之间纠结，私募股权投资基金处于“无法可依”的灰色地带；另一方面，已有规范中关于不得以公开方式募集资金等规定并未得到严格遵守，私募公募化^[6]、损害投资

〔1〕 例如，上海市于2008年8月11日公布的《关于本市股权投资企业工商登记等事项的通知》、天津市于2008年11月10日发布的《股权投资基金和股权投资基金管理公司（企业）登记备案管理试行办法》、2009年10月16日发布的《天津市促进股权投资基金业发展办法》、浙江省于2009年5月8日发布的《关于促进股权投资基金发展的若干意见》等。

〔2〕 参见北京市于2009年1月19日发布的《关于印发促进股权投资基金业发展意见的通知》第15条之规定。

〔3〕 例如，国家发展改革委办公厅于2011年1月31日发布的《关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》、上海市于2008年公布的《关于本市股权投资企业工商登记等事项的通知》、天津市于2009年10月16日发布的《天津市促进股权投资基金业发展办法的通知》等。

〔4〕 例如，国家发展改革委等于2005年11月15日发布的《创业投资企业管理暂行办法》、2003年1月30日发布的《外商投资创业投资企业管理规定》等。

〔5〕 该等规章、政策性文件的名称，均未使用“私募”的表述，但均明确规定创业投资企业或股权投资基金（企业）的资金募集方式为非公开方式，即私募发行。

〔6〕 目前，通过群发短信、电话推销等公开方式销售私募股权投资基金成为常见现象，笔者本人就曾收到此类短信和电话。

者利益^[1]的现象层出不穷,甚至利用 PE 之名行非法集资之实的上海“黄浩”案^[2]、利用 PE 之名诈骗 8800 多名投资者敛财近 10 亿元的天津农妇韩秀琴假 PE 案^[3]等案件频频发生,“有法不依”的现象非常严重。因理论和实务界的认识存在分歧,2012 年 12 月 28 日修订通过的《证券投资基金法》最终未能将私募股权投资基金纳入调整范围^[4],私募股权投资基金“入法”落空,其立法模式和监管思路至今尚未明确。

二、研究的理论意义和实践意义

由于私募股权投资基金最初主要投资于高新技术企业和中

[1] 实践中,基金发起人在投资协议中设置损害投资者利益的合同条款屡见不鲜,如某知名信托公司集合资金信托计划(即契约制私募股权投资基金)的信托合同条款规定,对认购金额在人民币 100 万元以上、300 万元以下的认购人(投资者),即使在投资者已经签署了认购书且已将认购资金汇至认购账户后,信托公司居然还有权按照其制定的“金额优先、时间优先”的规则,单方认定认购金额较少、到款时间稍后的投资者没有认购成功,取消已经成立的合同。该合同条款其实是事先赋予基金管理人单方解约权。

[2] 根据上海市第一中级人民法院(2010)沪一中刑初字第 77 号判决认定,黄浩等人于 2006 年至 2008 年期间先后注册上海汇乐投资管理股份有限公司等 9 家公司、企业,在上海、安徽、浙江等地设立招募投资经营点,以创业投资为名,采用随意拨打电话等方式招揽投资人,至案发时共招揽投资人 626 人,募集资金 1.3 亿余元,造成被害人损失达 8500 万余元。

[3] 不识字的农妇韩秀琴用虚假验资方式在天津注册了天津天凯新盛股权投资基金有限公司,自 2010 年 7 月 30 日至当年年末,不足半年时间内,打着 PE 的时髦旗号,以莫须有的投资项目和许以月息 6 分的诱人高利,诓骗了全国 30 多个省、市、自治区的 8800 多名投资人,疯狂敛财近 10 亿元。李健:“天津农妇玩 PE 巨骗 10 亿元,私募外衣下的非法集资”,载《证券市场周刊》2011 年 3 月 8 日。

[4] 2012 年 12 月 28 日第十一届全国人民代表大会常务委员会第三十次会议修订通过的《证券投资基金法》第 95 条第 2 款规定:“非公开募集基金财产的证券投资,包括买卖公开发行的股份有限公司股票、债券、基金份额,以及国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种”,可见,主要投资未上市企业股权的私募股权投资基金未纳入该法第 10 章“非公开募集基金”的调整范围。

小企业,对社会经济发展具有积极的贡献,各国对私募股权投资基金的监管基本持宽松态度。而由于私募股权投资基金在我国尚处初级发展阶段,相关法律法规规范缺乏,学术界对私募股权投资基金监管的研究亦相对不足。但是,随着私募股权投资基金在我国资本市场的逐步发展壮大,如何对之有效监管以平衡融资便利与投资者保护,是一个不容回避的问题。尤其是全球金融危机之后,各国对私募股权投资基金的监管思路已经发生变化,普遍存在加强监管的趋向。因此,本书拟通过借鉴发达国家私募股权投资基金监管立法和实践的经验,研究如何构建符合我国实际情况的私募股权投资基金监管的法律制度,对于弥补现有研究的不足,具有重要的理论意义;该理论研究结果,对解决融资便利与投资者保护的平衡、促进我国私募股权投资基金的健康发展和多层次资本市场的尽快形成,能够起到有效的实践指导作用,并能为我国私募股权投资基金监管制度的立法和实践提供有益参考,因而本书的研究具有重要的实践意义。

三、文献综述

近年来国内外学术界关于私募股权投资基金监管领域的主要研究成果综述如下:

(一) 国外研究现状

对私募股权投资基金的理论研究始于20世纪70年代,明显滞后于其实践。学者赖特(Wright)和罗比(Robbie)的研究认为私募股权投资基金起源于美国,后又发展到英国和欧洲其他国家^[1]。哈佛大学教授冈珀斯(Gompers)和勒纳(Lerner)提出私募股权投资基金在美国的发展相较于欧洲迅速,主要源

[1] Mike Wright, Ken Robbie, "The Economics of the Private Equity Markets", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, 1998, pp. 21 ~ 34.