

私募发行“入法”:豁免与监管之平衡

徐明* 杨柏国**

摘要:私募发行是否需要以及如何进一步纳入《证券法》的调整范围,是拟议中的《证券法》修订的重要议题之一。无论是借鉴次贷危机及随后全球金融危机中的有关经验教训,还是立足于私募发行在中国的生成机理、现状及问题,中国对私募发行进行适度监管而非传统意义上的豁免监管应成为共识。在此共识之下,私募发行进一步纳入《证券法》的调整范围,关键在于对合格投资者进行科学地分类、界定,并完善私募发行的构成要件、私募证券转售限制以及相关法律责任的设置。

关键词:私募发行 适度监管 合格投资者

2005年修订出台的《证券法》正面临着证券市场发展和监管执法实践的新挑战。监管部门拟在全面评估《证券法》近几年实施效果的基础上,对现行《证券法》作出进一步的修改和完善。^①法律作

* 上海证券交易所副总经理,教授、博士生导师。

** 华东政法大学经济法学博士研究生。

① 参见中国证券监督管理委员会:《关于开展〈证券法〉评估工作的通知》,证监发[2011]39号。

为社会制度安排的主要表现形式,必须回应来自社会需求的呼唤。因此,《证券法》进一步修订和完善之于中国证券市场规范与发展的意义毋庸赘言。

修订和完善《证券法》包括多方面的内容:证券发行、上市和退市制度;债券管理制度;以及市场创新法律制度。其中,在证券发行方面,亟须完善私募发行制度,对私募发行进行界定,明确私募发行的条件和程序,规定私募发行证券转售限制。^②众所周知,近几年在中国,以私募证券投资基金为代表的私募发行在实践中有了长足发展,而相关法规却严重滞后。

基于上述背景,本文拟从四个方面对私募发行在中国如何进一步科学地纳入《证券法》及相关法规的调整范围进行讨论:一是对私募发行进行界定;二是梳理私募发行的生成机理及现状;三是分析私募发行进一步纳入《证券法》调整范围的必要性;四是对私募发行相关立法提出粗浅建议。

一、证券发行二分法的边界

(一) 私募发行:一种国际通行的证券发行方式

“私募发行”在美国证券法规中有两种表述,“private placement”或“private offering”,又可以译为“私募”、“非公开发行”,相对于“公募”、“公开发行”(public offering)而言。

“私募发行”一词最初见于美国证券监管法规中。美国1933年《证券法》第4(2)条目前被认为是私募发行的立法起源。该条规定,“[本法第5条不适用于]^③发行人不涉及任何公开发行的交易”。^④但

^② 徐明:“进一步修订和完善《证券法》,促进证券市场可持续发展”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第38页。

^③ Section 5是1933年美国《证券法》的核心条款之一,又称为“注册条款”。该条规定主要内容是,除非证券在SEC进行了登记,否则不得向公众发行。其条款内容为“Unless a registration statement is in effect as to a security, it shall be unlawful for any person, directly or indirectly—(1) to make use of any means or instruments of transportation...”

^④ Section 4(2)的原文是“transactions by an issuer not involving any public offering”。该条有时又被称为“九字条款”。

是,1933年《证券法》并未对何为私募发行、或何为公开发行作出明确的规定。这也使得如何理解、适用私募发行在随后至今的数十年中成为美国联邦与各州各级法院、SEC等部门一直努力探索的一个迷宫。

私募发行同样也出现在其他国家和地区的证券立法中。例如,日本在其《证券交易法》中规定了包括受要约人之数量限制等多个私募发行的判定准则,但也和美国1933年《证券法》一样未对何为私募发行给出定义。中国台湾地区2002年1月在修订“证券交易法”时增加了私募制度,并且尝试着对私募发行给出了定义。^⑤此外,英国2000年《金融服务和市场法》中规定的“未受监管的集合投资计划”本质上也是私募发行的表现形式之一。

2005年10月27日公布的修订后的中国《证券法》第10条和第13条首次承认了非公开发行,并作出了具体规定。^⑥2006年5月8日生效的《上市公司发行证券管理办法》第3条规定,“上市公司发行证券,可以向不特定对象公开发行,也可以向特定对象非公开发行”。

可见,私募发行已经是国际上一种常见的证券发行方式。从投融资的角度来看,私募发行相对于公开发行具有节约交易成本、发行时间较短、融资成本可控、后续监管相对较少等优势,^⑦并因此越来越受到发行人和投资者的欢迎。

(二) 投资者能否自我保护——证券发行二分法的根本标准

美国国会通过1933年《证券法》是因为1929年的证券市场大崩溃。1933年《证券法》旨在通过规定注册程序、信息披露、反欺诈三大核心机制,以保护广大投资者。该法第5条规定,任何人发行、出售证

^⑤ 参见中国台湾地区“证券交易法”第43条等规定。

^⑥ 《证券法》第10条规定,公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准;未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行证券。有下列情形之一的,为公开发行:(1)向不特定对象发行证券的;(2)向特定对象发行证券累计超过二百人的;(3)法律、行政法规规定的其他发行行为。非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。”第13条第2款规定,上市公司非公开发行新股,应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件,并报国务院证券监督管理机构核准。

^⑦ 参见李有星:《中国证券非公开发行融资制度研究》,浙江大学出版社2008年版,第85~115页;郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社2004年版,第81~85页。

券如未向 SEC 注册即是违法的。美国国会同时认识到,“当发行中没有运用证券法的实际需要,或者公共利益过于遥远时”,^⑧要求证券发行予以注册则是低效率的表现。因此,该法第 4(2)条对第 5 条进行了适用豁免,规定“发行人不涉及公开发行的交易”免于注册。

令人遗憾的是,1933 年《证券法》对什么情况构成或不构成公开发行保持了沉默。在经历了法院、SEC 等在适用第 4(2)条上的各种纷争之后,美国联邦最高法院 1953 年对 SEC v. Ralston Purina Co. 案^⑨的判决,成为这一问题截至今今天最为原则性和基础性的理论。美国联邦最高法院认为,某一证券发行是否豁免注册应根据 1933《证券法》的立法目的来进行解释。1933 年《证券法》的立法目的是“通过促进投资决定所需信息的充分披露来保护投资者”,因此豁免注册的交易(包括一级市场和二级市场)应当是“没有运用证券法的实际需要”。因此,第 4(2)条中的“不涉及任何公开发行”的交易是“对那些能进行自我保护的人的发行”。^⑩美国联邦最高法院进一步指出,豁免的可利用性“取决于受让人的智识”,案件“调查的焦点应该是[证券]受让人是否需要证券法提供的注册保护”。联邦最高法院最后指出,在 SEC v. Ralston Purina Co. 案中,作为 Ralston Purina 证券出售对象的那些人“没有途径获取在注册程序中所应披露的那些信息”,因此该发行不能适用第 4(2)所规定的注册豁免。^⑪

自此,美国各级法院、SEC 判定是否属于非公开发行不再以此前的“受要约人的数量多少”等为标准,^⑫而是取决于作为投资者的受要约人是否具有自我保护能力以至于无须证券法注册程序提供的保护。

⑧ See, H. R. Rep. No. 73-85, at 5.

⑨ See, 346 U. S. 119(1953).

⑩ See, 346 U. S. 119 (1953), at 120-125.

⑪ See 346 U. S. 119 (1953), at 127.

⑫ 1935 年,为界定私募,SEC 曾以通告形式明确了界定私募的标准主要包括,证券受要约人人数、受要约人之间的关系、受要约人与发行人之间的关系、发行证券的数量、发行的募资规模、发行的方式等。通告还指出,一般受要约人不超过 25 人则不涉及公开发行。参见,Securities Act Release 285 (1935)。通告中明确的“人数标准”后被美国各级法院作为判定私募一个主要依据,直至 1953 年 SEC v. Ralston Purina Co. 案。

(三) 本文对私募发行之原则性界定

此前,国内有多位学者对私募发行给出了概括性的定义,包括但不限于:私募发行是针对特定对象、采用特定方式、受特定规范的证券发行方式;^⑭证券非公开发行是指免于注册程序向特定人的私下要约与销售证券的行为;^⑮私募发行是指向具有特定资格的特定对象以不公开的方式进行的证券发行行为;^⑯等等。可见,受要约人只能是“特定对象”是目前国内私募发行界定中的共识,但至于“非公开的发行方式”、“受特定法规的规范”等方面则存在分歧。

笔者认为,对私募进行界定还必须回到其源头。首先,私募发行是相对于公开发行之言的证券非公开发行行为;其次,私募发行因为只能向具有保护能力的“特定对象”发行,从而使得证券法规定的注册/核准等发行条款没有适用的必要,即豁免适用注册/核准条款;最后,私募发行豁免注册/核准,更多的乃是经济性上的考量,即“对资本形成和投资者保护的有效平衡”,^⑰当投资者能够自我保护时,监管的天平倾向于促进“资本形成”,而豁免注册/核准避免了不必要投融资和监管的成本。

至于只能采用“特定的发行方式”、“受特定法规的规范”,笔者认为,二者乃是私募发行的题中之义,并非界定私募发行的充分条件。

基于上述讨论,本文尝试着对私募发行给出如下原则性界定:私募发行即证券非公开发行,是指向具有自我保护能力的特定投资者以非公开方式发行证券的行为。必须注意的是,证券市场具有强大的内生

^⑭ 郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社2004年版,第3页。

^⑮ 李有星:《中国证券非公开发行融资制度研究》,浙江大学出版社2008年版,第16页。

^⑯ 张旭娟:《中国证券私募发行法律制度研究》,法律出版社2006年版,第15页。

^⑰ 这一点从1933年《证券法》第28条授予SEC的“一般豁免权”(general exemptive authority)也可见一斑。该条规定,若对保护公共利益是必要的或适当的,且与投资者保护相一致,SEC可通过条例或规则,有条件或无条件地豁免任何或任何一类的人、证券、交易适用于本法及本法下的规则或条例。该条全文为,“The Commission, by rule or regulation, may conditionally or unconditionally exempt any person, security, or transaction, or any class or classes of persons, securities, or transactions, from any provision or provisions of this title or of any rule or regulation issued under this title, to the extent that such exemption is necessary or appropriate in the public interest, and is consistent with the protection of investors.”

发展力量,始终处于动态演变之中,而确定性与动态性的平衡一直是证券法律研究的基本方法之一,这也使得证券法律上的很多界定往往只是一种徒劳,或许这就是美国对私募发行数十年来始终保持一种弹性立法的根源所在。

二、私募发行生成机理及现状

(一)并非偶然:私募发行的社会经济基础

有学者认为,中国私募发行萌芽于1993年至1995年。^①如果以此为起点,在过去十几年里,私募发行在中国可谓走过了一条曲折之路,时至今日还偶被认为“非法集资”而定罪。由此不禁要问:私募发行在“名不正、言不顺”的市场环境下,为何仍能在中国得以顽强生长,并在近年来出现了以私募证券投资基金(如“阳光私募”^②)和私募股权基金(俗称“PE”)为代表的爆炸性增长。

1. 广泛存在的融资需求

除自有资金外,企业的资金来自于直接融资和间接融资两条途径。根据企业生命周期理论,^③企业发展过程一般可以分为种子期、创业期、成长期、成熟期和衰退期五个阶段。由于资本是商业的“血液”,因此如何有效地获得资本对绝大多数企业来说都是非常关键的一个问题。其中,尤以中小企业最为典型。

不仅广大企业存在资金需求,由于中国特殊的经济体制和政治体制,中国各级政府早已深度参与到了经济发展之中。在GDP政绩观的怂恿下,各级地方政府发展经济的冲动经年不变。因此,对地方政府来说,同样面临资金需求问题。譬如,地方政府近十年来一方面通过大肆出让土地等手法增加财政收入,另一方面又通过地方债平台、设立地方

^① 参见夏斌、陈道富:《中国私募基金报告》,上海远东出版社2002年版,第191页。

^② “阳光私募”是信托证券投资产品的俗称。

^③ 企业生命周期理论肇始于20世纪50年代末,是关于企业成长、消亡阶段性和循环的理论,是企业管理学中的一种常用分析方法。

产业投资基金等方式筹集资金。^①

2. 经济衰退下的融资困难

经济衰退(financial depression),一般是指市场机制没有得到充分发挥的国家/地区所存在的金融管制过多、利率限制、信贷配额以及金融资产单调等情况,常见的表现是:利率管制、实行选择性的信贷政策、对金融机构严格管制等。^②金融压抑一般从资金供给、资金价格、资金流动三个方面影响企业的融资能力,并使得中国众多的企业,特别是中小企业普遍存在融资困难。具体表现如下:

(1)直接融资:证券公开发行门槛高、成本高、程序长。首先,门槛高。中国证监会发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》第二章从五个方面规定了公开发行的条件。其次,成本高。公开发行证券是昂贵的,不仅有看得见的直接成本,还有大量看不见的间接成本和隐性成本。最后,程序长。首都公开发行在中国不仅程序漫长、环节众多,而且充满了人为的和政策的弹性,每一个环节对发行人来说都是一次“惊险的跳跃”。

(2)间接融资:中小企业银行贷款难。与国有大企业相比,中小企业在银行贷款上具有天然的劣势。首先,中小企业一般财务制度相对不够规范健全,业务透明度不足,企业治理相对不完善,从而难以获得高资信评级。其次,中国现行法规规定,向商业银行贷款,“提供担保为原则,不提供担保为例外”,^③而中小企业一般缺乏足够的可用于担保抵押的财产。最后,在中国银行系统中处于主导地位的“工农建中”^④四大国有商业银行,长期以来以国有企业为主要服务对象,业务

^① 参见杨柏国:“溯源房地产调控失灵——以中央与地方关系为视角”,载《南方金融》2010年第3期。

^② 参见周业安:“金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究”,载《经济研究》1999年第2期;卢峰、姚洋:“金融压抑下的法治、金融发展和经济增长”,载《中国社会科学》2004年第1期。

^③ 《商业银行法》第36条规定,商业银行贷款,借款人应当提供担保。商业银行应当对保证人的偿还能力,抵押物、质物的权属和价值以及实现抵押权、质权的可行性进行严格审查。经商业银行审查、评估,确认借款人资信良好,确能偿还贷款的,可以不提供担保。

^④ “工农建中”四大行,是指工商银行,农业银行,建设银行,中国银行。

上“抓大(企业)放小(企业)”,以民营经济为主体的中小企业在融资体制中明显处于不利地位。

(3)民间融资受限或游走于非法集资边缘。除了公开发行证券和向银行贷款外,理论上企业还可以选择信托、保险、企业之间借贷等方式融资。但这些方式也是严格受限或被禁止的。首先,包括信托、保险等在内的合法的金融方式在中国均采用严格的牌照制。其次,企业之间借贷在中国原则上是禁止的。中国人民银行1996年6月发布的《贷款通则》规定,各级行政部门和企事业单位等不得经营存贷款等金融业务;企业之间也不得违反规定办理借贷或变相借贷融资业务。^②至于向个人借贷,不仅囿于个人资金规模一般较小而难解企业资金之渴,同时向超过一定数量的个人募资很容易被认定为“非法集资”。

3. 合格投资者群体的出现

资金需求只是一个方面,要促成私募市场的产生、发展,还必须要具有能够提供资金的合格投资者群体的出现。首先,中国改革开放30多年造就一大批富裕人群。近几年,随着私募投资越来越为社会各界所知晓,其高收益、监管少的特点深深吸引了那些逐利的资本和资本家们。其次,伴随着中国金融市场的发展,机构投资者群体初见规模,主要包括:(1)企事业单位;(2)以社保基金、企业年金为主的各类基金;(3)包括商业银行、证券公司、保险公司、信托投资公司等在内的金融机构;(4)其他一些机构投资者,如财务公司等。

4. 催化剂:利益驱动下的金融创新

广泛存在的融资需求和合格投资者群体的出现,使得私募发行市场的诞生、发展具有了坚实的基础。众所周知,资本是逐利的。在现行关于私募发行立法、规制非常模糊的局面下,尽管存在一定风险,但围绕私募发行的金融创新所能够带来的潜在收益无疑远远高于潜在风险。以“阳光私募”为例,其生成机理源于如下逻辑:一方面,众多富裕人群有大量闲钱可以投资证券市场,但自身囿于智识、精力不足等原

^② 《贷款通则》第61条规定,各级行政部门和企事业单位、供销合作社等合作经济组织、农村合作基金会和其他基金会,不得经营存贷款等金融业务。企业之间不得违反国家规定办理借贷或者变相借贷融资业务。

因,更愿意把钱交给专业的操盘手来投资;另一方面,市场上有不少证券投资专业人士,愿意为他人“操盘”,但是如果直接操盘,合法合规性存在不确定性。信托公司的出现满足了上述两方面的需求。信托公司既可以合法地开设证券交易账户,又可以合法地通过发行证券投资信托产品集合多个有钱人的资金,而聘请具有证券投资经验的团队担任投资顾问则是不被禁止的。如此一来,合法性和可行性的问题同时得以解决。

(二) 私募发行现状分析

传统上,美国公司在发行证券时援引 1933 年《证券法》第 4(2) 条主张注册豁免的情形主要有四种:(1) 针对机构投资者的私募发行;(2) 针对公司内部员工的私募发行;(3) 为并购融资而进行的私募发行;(4) 风险(创业)融资进行的私募发行。^⑤ 近 20 年来,美国私募发行表现出两个新趋势:一是私募基金中的对冲基金(Hedge Fund)和私募股权基金在募集资金时普遍采用私募发行方式;二是 Rule 144A^⑥ 发行。

尽管中国现行法律法规对私募发行的规定较为分散和模糊,但是实践中源于市场需求和金融创新的私募证券^⑦早已风生水起。简要看,股票、债券、基金三大证券形式均正在越来越多地采用私募发行的方式。

1. 股票私募发行

目前,法规上正式承认的和客观存在的股票私募发行主要有三种情形:上市公司非公开发行的股票、股份有限公司向特定对方募集设立时发行的股份,以及股份有限公司“私下”向特定员工发行的股份。(1) 在《证券法》第 13 条作出原则性规定的同时,《上市公司证券发行管理办法》第三章详细规定了上市公司非公开发行股票的发行人对象、

^⑤ 参见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 85 ~ 88 页。

^⑥ Rule 144A 是美国证券监管法规中关于私募证券再次转让的一个规则,于 1990 年通过,详见 17 C. F. R. § 230. 144A(2008)。

^⑦ “私募证券”即私募发行的证券,包括私募股票、私募基金、私募债券等。

定价机制、转售限制等。^② (2)《公司法》对股份有限公司的设立规定了发起设立和募集设立两种情形。^③ 其中,向特定对象募集设立时的股份发行究竟是公开发行为,还是非公开发行为呢?对此,有学者指出,在性质上终究是非公开发行为。^④ (3)“职工股”在中国曾经是个极具争议的话题。职工股和定向募集也曾被视为中国私募证券的雏形。^⑤ 尽管“内部职工股”和“公司职工股”先后被叫停,但是向职工发行股份的行为并没有因此而停止,著名的如华为技术有限公司内部万人大持股。

2. 基金私募发行

有学者指出,私募基金是指通过非公开方式,面向少数特定资格的投资者募集资金,通常豁免审核而设立的投资基金;实质是投资基金,根本特征是私募,且通常豁免审核而设立。^⑥ 根据私募基金投资领域的不同,主要分为私募证券基金和私募股权基金两大类。

3. 债券私募发行

基于市场现状,私募债券主要分为金融企业私募债券和非金融企业私募债券两大类。其中,金融企业私募债券主要有:证券公司定向发

^② 参见《上市公司证券发行管理办法》第36~39条。

^③ 《公司法》第78条规定,股份有限公司的设立,可以采取发起设立或者募集设立的方式。发起设立,是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司。募集设立,是指由发起人认购公司应发行股份的一部分,其余股份向社会公开募集或者向特定对象募集而设立公司。

^④ 参见包景轩:《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125页。

^⑤ 参见焦津洪、娄家杭:“中国股票非公开发行研究——以美国法为视角”,载《中外法学》2002年第4期。

^⑥ 参见陈向聪:《中国私募基金立法问题研究》,人民出版社2009年版,第16~17页。

行的债券、^{⑤③}商业银行私募发行的次级债券、^{⑤④}保险公司次级债^{⑤⑤}。非金融企业私募债券,目前尚无明确规定和市场实践,但已经列入有关部门的议事日程。^{⑤⑥}

从上述生成机理和市场现状来看,私募发行在中国目前整体上存在“实务先行、法规滞后”的局面。由于“私募发行”、“私募证券”尚未得到细致的立法确认,而狭义法律层面上的立法又过于原则,致使大量部门规章中充斥着“定向募集”、“非公开方式”、“私募”等模糊表述。可以说,私募发行在当下中国近乎处于一种“野蛮的”自发生长状态。

三、私募发行“入法”源自现实呼唤

传统上,私募发行是豁免监管的。但是,“豁免监管”并非“无须监管”或“没有任何监管”。实际上,私募发行自诞生之日起就必须符合一定的条件,换个角度看,“符合一定的条件”即是一种监管。私募发行豁免监管的完整内涵是,符合条件的私募发行豁免适用证券法有关监管条款;不符合私募发行条件的则要受证券法的约束,否则将承担相应法律责任。

随着资本市场的发展,无论中外,均越来越倾向于对私募发行进行适度监管。就中国而言,加强私募发行的立法,是来自现实的强烈呼唤。

^{⑤③} 《证券公司债券管理暂行办法》于2003年8月29日由中国证监会第43次主席办公会议审议通过,2004年10月15日中国证监会进行了修订;其中,第5条规定,证券公司债券经批准可以向社会公开发行,也可以向合格投资者定向发行;定向发行的债券不得公开发行或者变相公开发行。

^{⑤④} 中国《商业银行次级债券发行管理办法》第2条规定,商业银行次级债券是指商业银行发行的、本金和利息的清偿顺序列于商业银行其他负债之后、先于商业银行股权资本的债券。

^{⑤⑤} 《保险公司次级定期债务管理暂行办法》第3条规定,保险公司次级债,是指保险公司经批准定向募集的、期限在5年以上(含5年),本金和利息的清偿顺序列于保单责任和其他负债之后、先于保险公司股权资本的保险公司债务。

^{⑤⑥} 参见王培成、张曼:“私募债破局”,载《财经》2010年第20期。

(一)“野蛮生长”的私募发行市场

1. 私募发行鱼龙混杂

以私募证券投资基金为例,从现行规定的潜台词来看,其销售是不能通过公开方式进行的,但何为“公开方式”,监管部门没有进行抽象界定,而是采取了列举的方式,规定“不得通过广播、电视、报刊及其他公共媒体”。据笔者调查,目前“阳光私募”销售主要有六大渠道、四种方式。六大渠道分别是:(1)商业银行的理财中心、财富中心、私人银行;(2)信托公司直接销售;(3)证券公司直接销售;(4)基金管理公司直接销售;(5)投资顾问公司直接销售;(6)第三方理财公司代理销售。四种方式分别是:(1)互联网,包括公司自身网站、专业的“阳光私募”网站和一些门户网站的私募频道;(2)电脑等终端上的证券交易系统,如证券公司在其交易软件中嵌入“阳光私募”的产品信息;(3)电话,如商业银行的客户经理直接打电话给经过选择的客户;(4)投资推介会。在这六大渠道和四种方式中,“阳光私募”的投资信息四下外溢,销售机构对投资者的选择也是五花八门、标准各异。

此外,市场上还经常有一些公司声称即将上市,自行或者由其他机构代为销售所谓的“原始股”;一些民间炒股高手,成立投资咨询公司或所谓的“工作室”,代客投资理财,等等。这些游走于非法集资、无效合同之间的种种行为也凸显出中国私募发行市场上的乱象。

2. 私募证券转售“各显神通”

转售即发行之后的再次交易,是证券流通属性的表现,也是投资者合法权益的重要内容之一。但是,私募证券由于发行环节的特殊性,决定了其不能像公募证券那样自由流通,而只能是受限制的流通。目前,中国私募证券的转售尽管有所规定,但实践中问题不少。首先,因私募证券转售不规范,假借私募发行之名行公募发行之实的情况暗流涌动。众所周知,若在转售时不受限制,那么私募证券一级市场的投资者可以在购买后随即转让给其他投资者,如此一来,从而在实质上成为证券公开发行中的承销商(underwriter)。其次,由于缺乏统一、完善的市场,实践中私募证券转售遭遇到各种制度障碍,并因此呈现出“各显神通”的局面。

(二) 私募发行纠纷“山雨欲来”

私募发行和私募证券转售等方面的不规范操作埋下了各种纠纷的隐患。其中,在近年来大热的私募证券投资基金领域,纠纷表现出增多的苗头。据媒体报道,2008年年底,深国投·鑫鹏一期证券投资集合资金信托计划的四名投资者,以信托合同存在欺诈,将华润信托告上法庭。2009年12月31日,华润信托公告称,由于投资顾问三羊资产管理有限公司提出辞任申请,为保护投资者利益,将在当日终止三羊卓越系列信托计划,并将按照三羊卓越系列信托计划中《资金信托合同》的约定进行清算。而此前,深圳证监局已将三羊资产管理有限公司列为不具有合法证券经营业务资质机构的“黑名单”。相关报道还称,三羊资产管理有限公司被列入深圳证监局上述名单,主要是因为其2007年的一笔私募股权投资惹了官司。^⑤ 私募证券投资基金由于受到市场波动影响较大,而一些基金在设立时为吸引投资者,往往降低投资者门槛、变相或口头承诺保底收益等,埋下了日后发生纠纷的隐患。遇到这类纠纷,是适用《证券法》、《合同法》,还是《信托法》抑或其他法律法规,已经成为司法实务中的一个难题。

(三) 私募发行系统性立法缺失

中国私募发行市场“野蛮生长”的另一面是:相关立法的缺位、滞后与模糊。中国2005年在《公司法》和《证券法》修改时首次对证券非公开发行进行了明确规定,无疑是一大进步。但是,囿于各种原因,此后中国关于私募发行的立法工作越发落后于市场发展的步伐,具体表现在如下几个方面。

1. 私募发行立法存在较多空白领域

目前,中国对私募发行的界定、私募证券的转售、私募投资者的私权救济等方面的立法空白明显。而这些恰恰是一国/地区私募发行法律规制的制度基础。

2. 私募发行的立法层级偏低

中国目前的私募发行立法主要表现为“一行三会”对私募基金、私

^⑤ 参见“阳光私募三羊突然清盘”,载 <http://finance.caing.com/2010-01-06/100104136.html>, 2010年10月4日最后访问。

募债券的规定,基本以部门规章为主,法律层级偏低。同时,在部门规章之外,有关部委还不时以“红头文件”形式下发一些“通知”、“指引”等,不仅法律层级更低,而且在司法实践中是否可以作为判案依据也存在一定的争议。

3. 私募发行的立法表述模糊,且相关规定之间时有冲突

譬如,关于“私募发行”的界定,现行法律法规中就有“私募”、“非公开发行”、“定向发行”、“向特定对象”发行等多种表述,不仅表述上不够统一、规范,而且容易造成理解上的不一致。此外,现行有关私募发行的立法之间还存在冲突。譬如,关于投资者门槛,证券公司限定性集合资产管理业务的投资者门槛只有5万元,基金管理公司“一对多”业务的门槛是100万元,而信托证券投资基金的有关法规对“合格投资者”作出了细致的规定。^⑨

(四) 私募发行监管缺位与越位并存

鉴于中国现行金融监管体制采取的是“分业经营、分业监管”模式,而金融市场日益表现出混业经营、综合经营的趋势,加之中国现行立法对“证券”只是相对简洁地予以列举,使得实践中金融监管分工更多的是根据金融行业的行政架构加以确定。具体来说,中国证监会监管证券交易所、证券公司和基金公司等;中国银监会监管商业银行、信托公司等;中国保监会监管保险公司等。同时,中国人民银行、国家发改委、财政部等也经常与金融监管有所相关。

面对上述监管格局,一旦私募发行的金融产品出现跨部门的情形,既可能造成多头监管局面,也可能觅到监管的缝隙。譬如,信托证券投资产品是由信托公司作为载体,外聘投资顾问作为咨询团队,主要从事证券二级市场投资的产品。对此,银监会有权监管信托机构,但是对投资咨询团队是否需要具备证券从业资格缺乏话语权,因为后者属于证监会的“辖区”。

在私募发行监管存在缺位的同时,也存在越位的情况,最明显的表

^⑨ 参见《关于基金管理公司开展特定多个客户资产管理业务有关问题的规定》、《证券公司客户资产管理业务试行办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》的有关规定。

现是多年来私募发行与非法集资混淆不清。对此,有学者明确指出,“现有对非法集资的处理制度不能准确界定非法集资活动,无法明确区分一般的商业交易行为和集资行为”;不仅如此,“以非法吸收或者变相吸收公众存款定性和处理非法集资行为,实际是以间接融资手段处理了直接融资问题,不仅不符合法律解释的逻辑,而且不能实现保护投资者的公共目标”。^③也就是说,中国目前把一些本质上属于私募发行的行为错误地放进了非法集资的箩筐,不仅未能恰当地予以规制,而且损害了金融资源配置的效率。

四、完善私募发行立法的思考

(一) 基本理念:适度监管原则

如前文所述,私募发行豁免监管并非无须监管。肇始于2007年的次贷危机充分展现了以私募基金为代表的私募证券对证券市场的系统影响力。美国和欧洲也因此纷纷加强了对私募基金的监管。^④就中国而言,私募发行进一步纳入证券法规的调整范围,坚持适度监管原则尤为必要。

适度监管原则本质上是确定市场与政府的边界,其内涵是要求将政府的监管活动“限制”在证券市场机制可能失灵的领域内。对于证券市场机制能够自行调节好的经济活动,政府无须介入也不应介入。适度监管原则一般还要求监管部门避免直接介入证券市场主体的微观经营活动。有学者指出,适度监管原则具体可以从三个方面把握:一是明确监管部门的监管范围;二是界定监管部门的权限,防止因为监管权限界定模糊而给过度监管留下空间;三是建立合理的引导机制,将强制性规制转化为科学性引导。^⑤可见,适度监管原则主要着眼于对监管部门的要求。

^③ 彭冰:“非法集资活动规制研究”,载《中国法学》2008年第4期。

^④ 参见刘荣:“美国私募股权基金监管制度改革及对我国的借鉴”,载张育军、徐明主编《证券法苑》(第3卷)(下),法律出版社2010年版。

^⑤ 参见周友苏主编:《新证券法论》,法律出版社2007年版,第577页。

相对于证券公开发行在中国所面临的严格监管,私募发行尤其要遵循适度监管原则。首先,私募发行只能向“具有自我保护能力”的特定投资者发行,而且不能采用公开方式推广销售,从而不涉及公开发行下的公共利益,因此在规制时相比公开发行适度宽松。其次,私募发行的证券在转售时受到限制,并不像公募证券交易那般自由和频繁,其规制的重点是防止通过转售而变相公募,因此设计适度的规制措施更显必要。最后,私募发行市场的中介机构,如投资顾问、私募基金公司等,一般均是低调行事,而且募集资金后的具体投资主要是凭借专业知识和经验,因此通过私募发行募集的资金的使用过程一般也无须规制。

就私募发行“入法”而言,投资者保护、融资效率和市场风险防范三者之间的平衡是核心命题所在,而这种平衡的背后就是适度监管的理念。当然,适度规制原则不是简单地“少监管”或“不监管”,也不应是中庸主义般的大而化之,其核心在于:如何科学地理解私募发行市场和“政府之手”的边界与关系,并采用成本—收益等分析方法,既避免规制缺位,又避免规制越位。

(二) 制度核心:合格投资者界定

何种投资者有资格参与私募发行?基于这一问题的合格投资者界定是私募发行制度的核心所在,也是完善私募发行立法的关键。美国证券法以“是否具有自我保护能力”为原则,把投资者分为“获许投资者”(accredited investors)^④与“非获许投资者”两大类,并在此基础上,进一步对私募发行中投资者人数的计算、信息披露等作出了相应规定。日本、中国台湾地区也纷纷借鉴了美国的做法。中国现行法律法规对私募发行的合格投资者的界定、人数限制均有所规定,但尚比较粗浅,亟待完善。

1. 美国“获许投资者”标准的演变

美国关于私募发行投资者的资格界定经历了一个漫长、反复、痛苦的立法与司法过程。“获许投资者”最概括的定义为1933年《证券法》

^④ 美国证券法视野下的“获许投资者”对应的是中国证券法视野下的“合格投资者”。

第2(a)(15)条,^{④③}该条首先列举了银行、保险公司等属于获许投资者,同时明确任何人,基于其财经事务方面的成熟度、净资产、金融智识与经验、掌握的资产数额等,均可以根据SEC制定的规则或条例被认定为获许投资者。界定获许投资者,意在明确什么样的投资者可以参与私募发行这类“受限制的投资”。

此后,SEC在1974年制定了Rule 146,^{④④}该规则是一次虽然失败但充满价值的探索,并最终促成了被多个国家/地区广为借鉴的D条例。D条例中的Rule 501和Rule 506共同对私募发行投资者的资格进行了细化。

Rule 501规定,投资者属于或者发行人在销售证券时“合理地相信”投资者属于所列举的八种情形之一的,即为获许投资者。^{④⑤}审视所列举的八种情形可见,对于机构投资者,主要是依据相关法规对某一机构如银行、保险公司的规定来加以认定,而对于自然人,SEC则采用了两种标准:净资产、收入水平。

Rule 506规定,依据该条的私募发行可以向不受人数限制的获许投资者和不超35人的“非获许投资者”发行。其中,“非获许投资者”也需要具备一定的条件——发行人在销售证券前,需要合理地相信每位购买者或者与其代表一起具有相应的商务智识与经验,从而能够评估投资的风险与收益。^{④⑥}这里的非获许投资者又被称为“成熟投资者”(sophisticated investors)。Rule 501还对“购买人代表”的认定进行了规定,须同时满足如下条件:(1)代表人不是发行人的“关系人”;(2)具备足够的商务智识与经验以至于对投资的潜在风险和收益能够进行评

^{④③} 参见美国1933年《证券法》第2(a)(15)。

^{④④} See SEC Securities Act Release 5487, 4 SEC Docket. 154 (1974).

^{④⑤} See Rule 501 (a). 其列举的八种情形为:(1)银行、储蓄贷款协会、保险公司、投资公司、小企业投资公司、雇员福利计划;(2)私人商业开发公司;(3)符合条件的商业信托、合伙等;(4)总资产超过500万美元且不是为发行证券之目的而专门设立的一般信托机构;(5)发行人或发行人一般合伙人的董事、高管、一般合伙人,其中,高管包括“主要业务部门如销售、财务、行政等正副负责人、执行负责人等”;(6)在购买证券时,个人或配偶的净资产超过100万美元的自然人;(7)最近两年内个人年收入超过20万美元或者与配偶的共同年收入超过30万美元,而且在未来合理地预期可以保持稳定的收入水平;(8)所有股权所有人均属于“获许投资者”的任何实体。

^{④⑥} See Rule 506 (b)(2)(ii).

估；(3)购买者代表的身份经过书面确认；(4)在书面确认前，购买者代表需要向购买者书面披露其与发行人、发行人“关系人”之间是否存在重大关联性。^④可见，购买人代表主要需满足“能力水平”和“独立性”两方面的要求。

自2000年以来，美国学界和SEC根据金融市场的变化以及D条例实际运用中遇到的问题，对“获许投资者”的界定标准进行了大量反思，并提出了包括创设“大获许投资者”、增加替代性的“自有投资”标准、根据通货膨胀率对获许投资者的财富门槛进行调整等多项建议。

从各国及地区的立法来看，投资者分类及判定标准主要包括：(1)投资者的“成熟度”，主要考量投资者的财经智识与经验、信息获取能力等；(2)投资者的财富水平，主要考虑投资者的资产规模、收入水平等；(3)与证券发行人的关系，主要考量投资者对发行人的了解程度、信息获取能力等。^⑤因此，基于何种标准对投资者进行分类，然后在分类的基础上明确哪些投资者可以参与私募发行，是完善私募发行立法必须面对的基本问题。

2. 完善中国私募发行投资者制度的建议

中国现行法规对私募发行投资者资格在作出原则性规定的同时，还针对不同种类证券的私募发行作出差异化规定。在原则性规定方面，《公司法》、《证券法》对私募发行投资者的界定主要有两点：一是私募发行的投资者需为“特定对象”；二是累计不得超过200人。此外，“一行三会”多个相关部门规章对私募股票、私募债券、私募基金的投资者资格亦有所规定。

检视现有规定，问题不少。首先，到底是界定受要约人，还是实际购买者不够明确；其次，私募发行投资者界定标准相互之间缺乏协调；再次，私募发行投资者人数的计算规定混乱；最后，私募发行投资者资格的规定存在缺漏。为此，本文对完善中国私募发行投资者制度提出如下建议：

^④ See Rule 501 (b).

^⑤ 上海证券交易所合作研究计划课题报告：《合格投资者制度比较研究》，张宁等，2010年1月，第21~23页。

(1) 私募发行投资者界定可采取“先严后松”的策略。尽管中国近年来出现了一批富裕人群,但是中国的证券投资者教育、投资文化并没有随着财富的增长而显著提升。出于对市场持续发展的考虑,更出于对投资者保护的考虑,中国私募发行投资者的界定可以相对严格,不仅要采用财富、资产或收入水平等标准,更要兼及投资者的智识与经验。

(2) 私募发行投资者的界定体系。由上述分析可知,投资者可分为机构投资者和自然人投资者两大类;私募发行投资者界定主要有“财富”、“智识”、“关系”三大标准。本文建议,对上述两个维度作如下组合:

首先,法定机构投资者是当然的私募发行合格投资者。法定机构投资者主要是指“一行三会”所管辖的金融机构,具体包括银行(商业银行、政策性银行)、保险公司、信托公司、证券公司、基金公司。另外,社保基金无疑也是法定机构投资者。这些机构参与私募发行无须再进行认定。

其次,其他机构投资者从“财富”、“智识”两个方面来认定。“财富”主要是考虑机构的财务指标,具体包括注册资本、净资产、净利润等,只有达到法定的门槛,其他机构者才有资格参与私募发行;“智识”主要是考量机构内部是否具有专业投资团队、是否有相关的投资从业经验。

最后,自然人投资者从“财富”、“智识”、“关系”三个方面来认定。第一,若自然人和发行人具有密切的“关系”,譬如,是发行人的董事、高管等,则具有参与私募发行的资格,而无须再符合“智识”或“财富”条件;第二,如果不存在“关系”,则对自然人同时适用“财富”与“智识”双重标准。“财富”从资产规模、收入水平、自有投资等角度加以衡量,就中国目前而言,该财富门槛宜高不宜低;“智识”是个比较主观的判断,主要是投资者的财务金融智识与经验,或许可以借鉴股指期货对投资者进行考试的做法。

(三) 制度构建:私募发行条件、私募证券转售与法律责任

完善私募发行立法不仅事关私募发行本身,还与随之的私募证券转售密切相关,而要保证相关规定能够被尊重、被遵守,法律责任的配套必不可少。

1. 私募发行条件

除合格投资者认定外,私募发行与公募发行不同之处还表现在审

批机制、发行方式和信息披露三个方面, 四者即私募发行的条件。

(1) 关于审批机制, 本文认为, 中国私募发行审核制度宜采用备案制而非传统上的豁免制。这里的“备案制”是指, 私募发行无须监管部门核准, 但需要在首次出售证券后规定日期内(如 15 个工作日内)按照规定向中国证监会备案。备案不是私募发行成立的前提条件, 但是如果发行人不进行备案, 则今后在规定时间内(如自首次出售证券 2 年内)丧失再次进行私募发行的资格。

(2) 关于发行方式, 本文认为, 在明确私募发行不能采用“公开方式”的基础上, 对构成“公开方式”的情形进行更为细致的列举; 明确发行人“只能向其合理地相信的合格投资者发出要约或销售信息”, 至于发行人如何证明“合理地相信”, 其可以自身进行问卷调查, 也可以借助独立第三方提供的信息、调查、资格认定等; 对互联网在私募发行中如何使用作出规定; 取消现行法规中一些明显不妥当的规定, 如证券公司“集合资产管理合同文本和推广材料置备于营业场所”、基金管理公司、销售代理公司可以在自身网站推介“一对多”业务等条款。

(3) 关于信息披露, 本文认为, 在不影响投资者保护的前提下, 将发行人的信息披露成本降至最低; 按照对私募发行投资者的分类而规定不同的强制性信息披露机制; 私募发行信息披露的时间跨度为从要约发出至私募证券销售完毕期间, 以便让所有购买者“有时机”询问、调查、核实与发行有关的问题; 统一规定必须予以披露的基础性信息, 而对非基础性信息则可以由各监管部门自行规定; 允许并鼓励私募发行人向投资者自愿进行非强制性信息的披露。

2. 私募证券转售限制

对私募证券来说, 由于发行环节的非公开性, 决定了其转售时在转让时间、转让对象等方面必然受到限制, 否则非公开发行将是形同虚设。^⑨ 尽管受到限制, 但并不意味着私募证券投资者被禁止转让, 否则也有悖于证券的基本属性, 有悖于对投资者的保护。因此, 完善私募发

^⑨ 参见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》, 北京大学出版社 2004 年版, 第 142 ~ 143 页; 张旭娟:《中国证券私募发行法律制度研究》, 法律出版社 2006 年版, 第 152 ~ 153 页; 李赛敏:“我国私募证券的转让限制及完善”, 载《清华法学》2008 年第 6 期。

行立法,必须要考虑私募证券转售的问题。

3. 法律责任

要保证私募发行条件、私募证券转售限制等规定能够有效执行,必须要有法律责任作保障,否则只会是一只“没有牙齿的老虎”。私募发行与公募发行在法律责任方面有共性,譬如,需要把私募发行纳入证券法反欺诈相关规定的适用范围;二者也有差异,譬如,私募发行可以设置类似美国D条例下Rule 508的安全港规则。鉴于私募证券转售限制、法律责任两个问题已超出本文范围,在此不再展开讨论。

(四)立法模式:统分结合

从理论和实践来看,中国目前存在股票、基金、债券三种类型的私募发行。三者在法律监管方面,既存在共性,特别是在私募发行环节,但同时也存在一定的差异,如私募基金投资者的门槛可能比私募股票的更高,在转售限制/法律责任方面也有所不同。这其实并不难理解,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。加之目前中国金融领域分业监管的现状,使得统分结合的立法模式成为当下加强私募发行立法的首选。

统分结合是指,在《证券法》层面进一步对私募发行作出统一规定的同时,可以授权国务院、“一行三会”等对不同种类的私募发行制定有所差异化的执行性法规。其中,在《证券法》层面需要规定的内容可能包括:私募发行条件的原则性规定、私募发行投资者的认定标准和最低门槛、私募证券转售限制的原则性规定、私募发行/私募证券转售的法律责任的原则性规定。对“一行三会”来说,针对自己所辖领域内的私募发行,可以规定更高的投资者门槛、更加细化的法律责任等。

值得注意的是,美国私募发行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。对中国来说,私募发行的立法之路同样不会平坦。