

借鉴美国经验完善我国证券 私募监管法律制度研究

郑坤山*

摘要:“新国九条”设专章对建立健全私募发行制度进行了规定,凸显出证券私募制度的重要性。但目前我国证券发行法规体系仍以公开发行为核心和主线,对证券私募制度尚缺少系统性规定。美国是私募制度的发源地,其关于证券私募制度立法目的的探究和规则设计核心要素的考虑对于解答我国证券私募实践中的问题具有一定的借鉴意义。本文对美国证券私募制度的历史演进、核心内容和有益经验进行了研究,并对构建我国统一的证券私募监管法律制度提出具体建议。

关键词:美国 证券私募 制度演变 有益经验

2014年5月公开发布的国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发〔2014〕17号,又称“新国九条”)设专章对培育私募市场和建立健全私募发行制度进行了全面规定,凸显出了证券私募制度的重要性。但目前我国资本市场证券发行法规体系仍

* 任职于中国证监会深圳监管局。

以公开发行为核心和主线,对证券私募发行^[1]尚缺少系统性规定。曾经存在的对自然人的定向募集(含公司职工股^[2]和内部职工股^[3]两种)、对法人的定向募集或配售^[4]对基金的单独配售^[5]向特定对象

-
- [1] 证券私募发行,又称非公开发行。本文中,“私募发行”与“非公开发行”为同一含义。
- [2] 公司职工股是股份有限公司在公开向社会发行股票的同时,以发行价格向其职工定向发行的股票。已于1998年11月25日被叫停。相关规范包括《股份有限公司规范意见》(原国家体改委1992年5月发布)第24条、《股票发行与交易管理暂行条例》(1993年4月国务院第112号令发布)第8条第5项、《关于社会募集股份有限公司向职工配售股份的补充规定》(原国家体改委、原证券委1994年2月发布)、《关于股票发行工作若干规定的通知》(证监会1996年12月发布)、《关于停止发行公司职工股的通知》(证监会1998年11月发布)等。
- [3] 内部职工股,是指法律、法规限定范围内的人员作为投资者持有定向募集股份有限公司发行的股份,它适用于定向募集股份有限公司,而非社会募集股份有限公司。已于1994年6月19日被叫停。较之公司职工股,内部职工股更接近于针对员工进行的私募活动,而且就其招募对象、转让限制等也有了基本准则。相关规范包括《股份制企业试点办法》(原国家体改委等五部委1992年5月发布)、《股份有限公司规范意见》(原国家体改委1992年5月发布)、《关于立即制止发行内部职工股不规范做法意见的紧急通知》(国务院办公厅1993年4月转发)、《定向募集股份有限公司内部职工持股管理规定》(原国家体改委1993年7月发布)、《关于立即停止审批定向募集股份有限公司并重申停止审批和发行内部职工股的通知》(原国家体改委1994年6月发布)、《关于原有有限责任公司和股份有限公司依照〈中华人民共和国公司法〉进行规范的通知》(国务院1995年7月发布)等。
- [4] 包含定向募集设立股份有限公司中的定向募集法人股和股份有限公司设立后发行新股时向法人的定向募集(配售)两种。前者已于1994年6月19日被叫停,相关规范包括《股份制企业试点办法》(原国家体改委等五部委1992年5月发布)、《股份有限公司规范意见》(原国家体改委1992年5月发布)、《关于立即停止审批定向募集股份有限公司并重申停止审批和发行内部职工股的通知》(原国家体改委1994年6月发布)、《关于原有有限责任公司和股份有限公司依照〈中华人民共和国公司法〉进行规范的通知》(国务院1995年7月发布)等。后者经过多年的不断修正发展,目前仍在进行,相关规范包括《关于进一步完善股票发行方式的通知》(证监会1999年7月发布,已废止)、《关于修改〈关于进一步完善股票发行方式的通知〉有关规定的通知》(证监会2000年4月发布,已废止)、《法人配售发行方式指引》(证监会2000年8月发布,已废止)、《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》(证监会2004年12月发布,已废止)、《证券发行与承销管理办法》(证监会2006年9月发布,此后多次修订)等。
- [5] 此处的对基金的单独配售主要是指我国证券投资基金发展初期曾享受的优惠政策及相应限制。已于2000年5月18日停止施行。相关规范包括《关于证券投资基金配售新股有关问题的通知》(证监会1998年8月发布,已废止)、《关于进一步做好证券投资基金配售新股工作的补充通知》(证监会1999年11月发布,已废止)、《关于调整证券投资基金认购新股事项的通知》(证监会2000年5月发布,已废止)等。

募集的基金〔6〕证券公司集合性受托投资管理业务〔7〕以及此后陆续推出的上市公司非公开发行股票〔8〕创业板上市公司非公开发行债券〔9〕中小企业私募债券试点〔10〕和统一的私募投资基金规则〔11〕对我国资本市场私募发行进行了积极的探索,积累了丰富的实践经验,但

-
- 〔6〕 此处“向特定对象募集的基金”系指2001年《投资基金法》草案(2003年《证券投资基金法》发布之前)专章提到的“向特定对象募集的基金(被简称为‘特定基金’)”,该草案的内容在很大程度上借鉴了国外立法与实践经验(夏斌、陈道富:《中国私募基金报告》,上海远东出版社2002年版,第125~134页),基本上涵盖了国外私募基金相关规范的主要内容。然而当时由于理论及实务界仍存在较大争议,为保证《投资基金法》能够尽快顺利通过,原有立法思路发生了重大调整,草案中关于“特定基金(募集)”的规定已被整章删除,而将其留待以后再作规范。
- 〔7〕 后来称为证券公司集合资产管理业务,相关规范包括《关于证券公司从事集合性受托投资管理业务有关问题的通知》(证监机构字[2003]107号,2004年2月1日废止)、《证券公司客户资产管理业务试行办法》(证监会令第十七号,2012年10月18日废止)、《证券公司集合资产管理业务实施细则(试行)》(证监会公告[2008]26号,2012年10月18日废止)、《证券公司集合资产管理业务实施细则》(证监会公告[2012]29号,2013年6月26日废止)、《证券公司集合资产管理业务实施细则》(证监会公告[2013]28号,2013年6月26日起施行)、《证券公司客户资产管理业务管理办法》(证监会令第八十七号,已废止)、《证券公司客户资产管理业务管理办法》(证监会令第九十三号,自2013年6月26日起施行)等。
- 〔8〕 证监会2006年5月公布的《上市公司证券发行管理办法》(2008年10月9日修改)第三章对上市公司非公开发行股票(“采用非公开方式,向特定对象发行股票的行为”)的条件进行了规定。《证券发行与承销管理办法》(证监会2006年9月发布,此后多次修订)第38条规定:“上市公司非公开发行证券的,发行对象及其数量的选择应当符合中国证监会关于上市公司证券发行的相关规定。”而2007年8月发布的《公司债券发行试点办法》则未有关于非公开发行的任何规定,依照该办法规定,申请发行公司债券(无论公开发行抑或非公开发行)一律应经过中国证监会核准。2007年9月证监会发布《上市公司非公开发行股票实施细则》(2011年8月1日修订)对非公开发行股票的原则、发行对象与认购条件、董事会与股东大会决议、核准与发行程序等内容进行了规定。
- 〔9〕 证监会2011年第29号公告指出,“创业板上市公司申请非公开发行公司债券,执行《公司债券发行试点办法》(证监会令第四十九号)的有关规定,符合规定的公司可依照程序向中国证监会报送申请文件”。
- 〔10〕 2012年5月,上海和深圳证券交易所以分别发布了《中小企业私募债券业务试点办法》,对中小企业私募债券实行备案管理制度。
- 〔11〕 2014年8月证监会发布《私募投资基金监督管理暂行办法》(证监会令第一百零五号),对证监会监管的私募证券投资基金和私募股权基金的登记备案、合格投资者范围和相关行为规范进行了统一规定。

仍然存在一些有待厘清的疑问和思考。

目前,我国实践中未有关于非公开发行与公开发行的较为统一完整的界定,对“证券私募”存在内涵界定不清、实际使用规则不统一、相关制度设计的目的和意义不明确等问题。美国是证券私募制度的发源地,拥有完善的证券私募法律体系和发达的多层次证券私募市场,其在证券私募领域的实践、法律规范及制度的演进、关于证券私募制度设计的核心要素和立法目的的探究对于解答我国证券私募实践中的问题和相关制度的完善具有重要的借鉴意义。

一、美国证券私募法律制度的演变

概言之,证券私募是针对特定对象、采取特定方式、接受特定规范的证券发行方式。^[12]它与公开发行相对应,同为资本市场的融资渠道,满足发行人不同的筹资需求。

相对于证券公开发行,私募方式具有以下优点:(1)操作便捷,在资金募集上具有较高的时效性;(2)私募往往直接针对特定对象销售,可相应节省公开承销费用及发行成本;(3)投资购买群体一般提前沟通,认购资金有保障,发行的不确定性较低;(4)私募发行条件可配合投融资双方需求加以特别设计,契约内容、条件更具弹性和个性;(5)发行人需承担的披露义务较轻,可较好地保护发行人的财务和商业信息及其对公司的控制权,也可减少信息公开的费用支出。

[12] 综合美国证券相关法律,私募的特定对象是指拥有相当资产或收入的机构或个人,具备足够投资知识经验的人,了解发行人有关信息、能够自我保护的人等,对于其中某些对象还有人数方面的限制。特定方式主要涉及禁止性规范,指证券私募不得有一般性广告或公开劝诱之行为,包括采取公告、广告、广播、电视、网络、信函、电话、拜访、询问、发布会、说明会及其他方式(随着网络的不断普及发展,相关要求逐步宽松化——本文作者注)。特定规范指的是法律在信息提供、转售限制、向主管机关报告备查等方面对证券私募所提出的要求。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3页。

美国证券私募制度^[13]的统一规范始于1933年,历经80余年的发展演进,形成了由国会立法、美国证监会(SEC)规则、各州立法以及法院判例等组成的规范体系。其核心规定集中于1933年证券法的第4(a)(2)节^[14]及1982年的D条例(Regulation D)^[15]和1990年的144A规则(Rule 144A)。三者相互独立又相互衔接、互为补充,形成了以豁免注册为本源,以合格投资者、证券转售规制、灵活信息披露及法律责任追究为主要内容的私募制度。

美国证券私募制度的形成和完善是一个不断探索并细化的过程,其中不乏挫折与反复。美国联邦法院的判例和SEC规则相互影响和吸收借鉴,不断修正并厘清证券公开发行与私募的界限。单从美国1933年证券法第4(a)(2)节规定的“不涉及公开发行的交易”,^[16]很难确定证券私募豁免所适用的情形。最初1935年SEC在适用这一规定的态度上是非常谨慎的,认为“判断某一特定交易是否涉及公开发行,不能只取决于某一因素,而应当对相关情况做综合考虑。应当考虑的因素包括:受要约人的人数、受要约人的相互关系及他们与发行人的关系、要约出售单位的数量、发行的规模和方式,等等”。^[17] SEC顺应

[13] 有学者在研究美国私募制度时提出,证券非公开发行可以分为广义和狭义两种:广义的证券非公开发行包括小额发行豁免等在内的所有豁免注册的证券发行;狭义的证券非公开发行仅指《美国1933年证券法》第4(a)(2)节以及Rule506下的证券发行。参见徐明、杨柏国:“模糊的边界:析美国证券公开发行与非公开发行之融合”,载《证券法苑》(第3卷)2010年12月号,法律出版社2010年版,第730页。本文在论述上没有严格区分广义与狭义,总体上使用的是广义概念,但为行文论述方便,在个别地方会同时提到证券私募豁免和小额发行豁免两个并行的概念。

[14] 在1933年证券法1964年被修改前,该第4条(a)(2)节规定系原第4(a)(1)节的第二小段(clause)。

[15] 1982年SEC正式公布的D条例由6项规则组成(规则501-506),1989年修正时又增加了规则507、规则508。

[16] 条文原文为“SEC. 4. (a) The provisions of section 5 shall not apply to... (2) transactions by an issuer not involving any public offering”。1933年证券法第4节的主题即为“豁免交易”(exempted transactions)。在美国,“豁免交易”是一个涵盖“私募发行豁免”的更广范畴(后者是前者的一个重要类型),也是一个极其复杂的概念与事实体系。See Loss & Seligman, *Securities Regulation*, third edition, Little, Brown and Company, 1991, pp. 1211-1589, 转引自郭雳:《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36页。

[17] See Securities Act Release 285(1935)。

第4(a)(2)节规定的思维方式,反向地从“公开”入手,进而在综合考虑的基础上提出一种“以人数为标准(25人)”的、更具客观性和操作性的建议。但这一人数标准在1953年SEC v. Ralston Purina Co.,案中,被美国联邦最高法院予以否认。联邦最高法院从探求私募豁免的目的以及整个证券法的宗旨,提出了“需要(注册保护)标准”和新的考察重点——“信息获取”,但这一标准仍然存在较为抽象、实践不一的缺点。1974年,为了对私募豁免确立更为明确的规则,SEC颁布了规则146,明确了证券私募享受豁免须符合六方面要求。然而相关规则的执行在便利创业融资和保护投资者两方面均受到了较多负面评价和指责,致使SEC于8年后颁布了替代该规则的D条例,该条例对规则146进行了吸收和优化,引入了“获许投资者”(accredited investors),简化和明晰了对获许投资者以外的购买者“成熟”程度的考察标准,并明确了信息提供要求和通知义务,使得私募豁免规则更具有可操作性。

此外,为了提高私募证券的流动性,解决私募证券后续交易和转售援引1933年证券法第4(a)(1)节^[18]关于非承销性质的转售可豁免注册规则的适用难题,SEC于1972年和1990年分别颁布了规则144和规则144A,^[19]较好地解决了私募证券的流动性问题。

可见,美国证券私募规则的形成系一个不断演进和发展、不断规范和明确的过程,在这个过程中,证券私募的标准不断趋于明确和可操作、不断灵活发展和适应经济金融环境的变化。

二、美国证券私募相关制度的核心内容和有益经验

美国对证券私募的规范可为我们提供很好的启示,而且美国在该领域的实践堪称其证券法律规则的一个缩影与范例,集中体现了其“均衡”(如均衡融资需求与投资者保护、效率与公平、市场与监管等)

[18] 法条原文为:“SEC. 4. (a) The provisions of section 5 shall not apply to—
(1) transactions by any person other than an issuer, underwriter, or dealer.”

[19] 两者为并行适用的规则(而非后者取代前者)。

的制度设计理念和“与时俱进”(如紧贴市场发展需要和信息技术、融资方式等的变化)的发展模式,做到“便利企业筹资”和“投资者保护”并重。美国证券私募制度的核心内容及有益经验总结如下:

(一)制度起点:确立宽泛的“证券”定义,以保障信息披露和反欺诈等证券监管规则的有效适用

美国证券法对证券进行了宽泛定义。1933年证券法第2(a)(1)节对证券的定义涵盖了股票、债券等各种典型证券品种及其他各类具有投资收益或投资合同特征的收益凭证。^[20]美国1934年证券交易法第3(a)(10)节亦有类似规定。^[21]

美国在立法上对证券进行如此宽泛的定义,目的在于把一切与证券公开发行以及非公开发行相关的金融工具都囊括其中,并通过及时有效的法律解释和独立高效的司法体制确保证券法中有关的民事责任、反欺诈规定的统一适用,为投资者提供周全的保护,避免监管的真空中和不足。^[22]当然,美国证券法对证券的定义也不是“泛无边际”的,当某类品种受到其他监管部门的有效替代监管且投资者能够得到较好的保护,则可不被认定为证券。

[20] 第2(a)(1)节规定的中文翻译可参见前引郭雳:《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36页。

[21] 已有论者指出,美国法规定的证券实际上可分为两类:一类是已经标准化(standardized)的证券,如股票、债券、票据等;另一类是可变的(variable)、非常规(irregular)、不常见的(uncommon)证券,如投资合同、可转换份额等。前者易于被认定为证券,而后者则需要经过更仔细的考察才能确定其性质。See SEC v. C. M Joiner Leasing Corporation, 320 U. S. 344 (1943).

[22] 关于证券定义的学理探讨,美国有学者提出了两个重要的术语描述了证券投资者的困境(predicament),并可以作为判断证券的抽象标准:其一,投资人在进行财产尤其是资本转移时在希望知悉信息和对代其管理财产的人进行监督和约束方面要付出“代理成本”(agency costs);其二,众多投资人在协调其监督控制成本时还会面临“集体行动”(collective action)的问题。参见[美]Alan R. Palmiter:《证券法(注释本)》(Securitize Regulation: examples & explanations),徐颖、周浩、于猛注,丁宁校,中国方正出版社2003年版,第35页。原文为:Two important economic concepts describe the predicament of investors. First, investors face “agency costs” as they seek to inform themselves, negotiate constraints, and monitor and discipline those who manage their money. Second, multiple investors face “collective action” problems in coordinating among themselves their supervisory control.

(二) 制度核心之规则确立: 私募证券的实质是豁免法定的注册义务

美国证券私募制度依托于 1933 年证券法第 4(a)(2) 节的概括性规定和 1953 年美国联邦最高法院在 SEC v. Ralston Purina Co. 案中确立的原则, 核心要义是豁免证券法要求的注册义务。美国 1933 年证券法第 5 条等禁止一切未经 SEC 注册证券的要约和销售, 除非其属于该法列示的豁免证券或豁免交易。而私募证券是豁免交易的一种类型, 立法的初衷在于“此类交易没有适用(该法律)的实际必要性, 或者与公共利益无甚关联”。^[23] 1953 年联邦最高法院从探究私募豁免的目的以及整个证券法的宗旨角度, 对上述立法初衷进行了更为准确和深刻的阐述: 证券法的意图是通过促进信息充分披露保护投资者, 使其能够在掌握信息的基础上进行投资决策。解释非公开发行豁免自然不应离开这一立法意图……豁免使用与否应当取决于所涉及的某类特定人是否需要 (need) 证券法 (注册制度) 的保护。针对那些有证据表明能够实施自我保护 (fend for themselves) 的人进行要约发行, 属于“不涉及公开发行”的交易。^[24]

(三) 制度核心之规则细化: 引入“获许投资者”及规定具体条件以提高私募豁免的操作性和确定性

在明确了证券私募豁免的原则基础上, SEC 颁布了规则 146 及其替代规则 D 条例, 对私募豁免设置了更为明确、更具可操作性的适用规则, 提供了更为统一、客观的判断标准, 极大地提高了豁免规范的确定性。1974 年的规则 146 规定证券私募享受豁免须符合的条件主要有六个方面: 发行方式、^[25] 受要约人的资格、^[26] 信息的获取或提供、^[27] 购

[23] 英文原文为: there is no practical need for application or the public benefits are too remote. See H. R. Rep. No. 85, 73d Cong., 1st Sess. 5(1933)。

[24] See 346 U. S. 119, at 124 - 125(1953)。

[25] 发行方式: 禁止一般性劝诱或公开广告。

[26] 受要约人的资格: 具备评估投资价值所需要的商务知识和经验或具有相应风险承受能力。规定较为抽象。

[27] 信息的获取或提供: 受要约人有途径获取, 或发行人主动能提供。规定较为抽象。

买者的人数、^[28]限制转售的程序^[29]和报告通知(1978年新增,主要为备案性质)。^[30]此后的D条例对上述规定进行了吸收和优化,^[31]更注重购买者的资格,引入了证券法中具有明确指向的“获许投资者”^[32]概念,简化和明晰了对获许投资者以外的购买者“成熟”程度的考察标准,并明确了信息提供要求和通知义务(向SEC提交表格D)。^[33]此外,D条例还对与私募豁免同属“受限制的发行豁免”的小额发行豁免的规则进行了细化。

(四)制度核心之规则优化:改进转售规则增加流动性,以提高私募证券的制度实效和市场吸引力

私募证券的转售问题曾是美国证券法的一个难题,转售限制极大地束缚了私募证券的流动性。证券的流动性关系重大,它使发行人得以在一级市场上成功地筹集资金,而投资者能够在二级市场上迅速转让变现以规避风险,从而实现证券市场的价格发现功能。^[34]价格发现功能的有效性是衡量证券市场成熟程度的重要指标。^[35]为了解决上

[28] 购买者的人数:原则上不超过35人,但15万美元以上的大额投资者及特定机构投资者等除外。

[29] 限制转售的程序:限制非常严格、烦琐。

[30] 1975年,美国律师协会(ABA)针对各法院在具体理解和适用“需要标准”时持有不同主张、有时差异还相当大的现状,也提出了在判断是否适用第4(a)(2)节豁免时的四个互相结合的关键考察因素:受要约人的资格(offeree qualification)、信息的可获取性(availability of information)、发行的方式(manner of the offering)和非转售(absence of redistribution)。这些要素与1974年SEC提出的关注点类似。

[31] D条例下的规则506就私募证券发行享受豁免应当符合的条件提出了下列要求:(1)不得使用一般性劝诱或公开广告的方式进行要约发行或出售(相比146规则增加了不少例外情形);(2)购买者的资格及人数限制(引入了“获许投资者”,简化和明晰了对获许投资者以外的购买者“成熟”程度的考察标准);(3)信息提供要求(针对是否有“获许投资者”做了更细化的规定);(4)转售限制措施(不得在未经注册登记或取得其他豁免的情况下被转售,相关规定更为简化);(5)通知报告要求(向SEC提交表格D,且由前提条件逐步变为备案条件,要求更为简洁明确)。可参见郭雳:《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98~113页。

[32] 取代了原先的“大额投资者”(large investor)。

[33] 根据D条例的规则503要求,发行人依规则506私募(非公开发行)的,应当在第一批出售证券时起15日,以提交5份表格D(Form D)的方式,向SEC进行通知报告。

[34] See Thomas, *The Securities Markets*, Philip Allan Publishers Limited, 1989, p. 3.

[35] See Kohn, *Financial Institutions and Markets*, McGraw Hill, Inc., 1994, p. 454.

述难题,SEC 通过颁布规则 144 和规则 144A,确立了客观的、具有可操作性的私募证券转售规则,为私募市场中各方当事人提供可靠的行为指南,使他们可比较明确地预知证券转售的合法性及其后果。尤其是规则 144A 解决了规则 144 关于“持有期间和转让数量限制”等缺陷,并允许向“合格的机构买方”(QIBs)^[36]基本无人数量限制地转让非公开发行的证券,更为有效地促进了私募证券的流动性、大大提高了私募制度的实效。这种模式既能大笔融资、具有较好的流动性,同时又具有非公开发行的流程简洁、成本低廉的优点。

SEC 实施规则 144A 的目的之一就在于催生一个活跃的私募证券流通市场。在符合第 4(a)(2) 节豁免精神的前提下,建立一个富于流动性与效率的机构投资者转售市场,进一步提高私募证券的流通性及受欢迎程度,正是 SEC 的意图所在。^[37] 在实施规则 144A 的同时,SEC 也颁布了 PORTAL 规则,^[38] 为受限制证券在“合格的机构买方”间买卖提供一套自动交易、清算和交割的系统。

在促进资本市场国际化方面,规则 144A 取得了非常良好的效果,被许多外国公司利用来进入美国资本市场。更有一些外国公司以此为契机,先利用规则 144A 使其私募发行证券为美国(机构)投资者所认识和熟悉,进而发展到公开发行并在纽约证券交易所、全国证券交易商自动报价系统中进行交易。因此,规则 144A 的实施被普遍认为是体现了金融自由化的要求,有助于提高美国证券市场的国际竞争力。

(五) 制度的主线与保障:始终确保信息的有效提供,并辅以民事赔偿和反欺诈责任以防止私募规则的滥用

纵观美国证券私募制度的发展演变历史,无论是在发行环节还是后续交易环节,贯穿始终的一个核心关注要素在于确保信息的有效提

[36] 英文全文为:Qualified Institutional Buyers。

[37] 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 167 页。

[38] PORTAL 系统,即“NASD 私募发行、转售自动清算交易系统”(NASD's Private Offering, Resale and Trading through Automated Linkages System)。该系统利用 NASDAQ 市场的交易终端和通讯设备,但独立于后者运行;为保持规则 144A 项下证券的性质,NASD 还专门设立了一系列防止两厢证券混淆的机制。

供或者信息的可获取,以保证无论是公募或者私募的发行对象都能够有效获取据以做出投资和交易决策的信息。在紧紧抓住这一主线的基础上,美国在证券法律中明确规定,对于非公开发行虽可豁免注册,但联邦证券法上关于反欺诈、民事责任的规定仍然适用。当私募证券的发行人在证券发行时存在虚假陈述或者误导性陈述,投资者可依据1933年证券法第12条^[39]追究发行人的民事责任。同时1933年证券法第17条确立了反欺诈的一般原则,禁止在证券买卖交易活动中的欺诈行为、重大虚假陈述和隐瞒,并对其中的犯罪行为规定了刑事责任。上述法律规则的确立辅以司法中的集团诉讼、举证责任倒置和SEC的强势准司法权,^[40]较为有效地保护了私募证券投资者的合法权益,保障了相关制度的持续有效执行。

(六) 制度选择的多路径化:各私募豁免规则互相之间的非排他性方便发行人或转售者的选择

美国关于证券私募的另外一个值得借鉴的经验在于其为私募设置了多个可供发行人或转售者选择的规则,而这些规则之间是“非排他性”的,即无论发行人或转售者在适用某一规则时能否获得豁免,都不影响依其他规定进行豁免注册。上述提到的规则146-D条例、规则144以及规则144A均构成了1933年证券法第4(a)(2)节非公开发行豁免适用的“安全港”和“非排他性”标准。类似地,上述私募豁免规则也不改变州证券法对有关证券发行和销售的要求,也不影响联邦证券法中某些相关规定如1933年证券法第12节和第15(a)节等的适用。^[41]

(七) 制度的不断灵活化:弱化对人数标准的要求和发行方式的限制以不断提高私募的规模和影响力

纵观美国证券私募相关规则的演变过程,可以看出“人数上限要

[39] 美国1933年证券法第十二章的题名为“Civil Liabilities Arising in Connection With Prospectuses and Communications”。

[40] 集团诉讼、举证责任倒置和美国证监会的强势准司法权等制度和规则都是美国证券法制上比较有特色的、执行效果较好的制度,限于篇幅,本文不予展开。

[41] 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163页。

求”和“发行方式限制”^[42]是该制度的重要内容,这两方面的要求也在一定程度上制约了私募证券的规模和影响力。从规则的演变趋势看,美国逐步淡化和弱化了对上述两方面的要求,从而不断地提高私募制度的吸引力和便利发行人尤其是中小微企业的融资活动。

在弱化人数限制方面,1935年SEC提出的“25人标准”于1953年被联邦最高法院否定了,1974年规则146将人数标准扩大到35人并对大额投资者进行了除外规定,1982年D条例引入基本无人数量限制的“获许投资者”及不超过35人的成熟投资者标准,而1990年规则144A则基本没有人数方面的明确限制性规定,只要符合“合格的机构买方”即可。此外,与私募豁免同属证券法鼓励的“豁免交易”类型之“小额发行豁免”,^[43]对发行对象的人数要求则更为宽松,基本没什么限制。^[44]

在放松发行方式管制方面,最为典型的例子体现在对小额发行相关发行方式的豁免上,证券法第4(a)(6)节(1980年)以及D条例下

[42] 人数上限要求可参见前述内容。关于限制发行方式方面,D条例对发行人可以采取的方式进行了明确规定,其下的规则502(C)禁止发行人采用“一般性招揽”的方式发行和销售证券,并对何谓“一般性招揽或一般性广告”进行了释义。参见徐明、杨柏国:“模糊的边界:析美国证券公开发行与非公开发行之融合”,载《证券法苑》(第3卷)(2010年12月号),法律出版社2010年版,第722页。

[43] “小额发行豁免”是与私募豁免同属于证券法规定的“豁免交易”的另一种重要类型。虽然美国证券法并没有对其属于公开发行或者私募进行明确规定,但从相关法规一开始对其发行方式的限制规定来看,本文认为,其与私募豁免具有诸多类似之处,更具有私募的性质。1933年证券法第3(b)节授权SEC通过规则或条例的形式允许总额不超过500万美元的证券免于注册,SEC相继于1936年、1982年颁布了A条例(由规则251~264构成)和D条例(涉及小额发行的主要是规则504,505),依照该授权具体规范了小额发行。此外,另一条关于小额发行豁免的规则是证券法第4(a)(6)节,该节是经由1980年《小企业发行人简化法》(the Small Business Issuers' Simplification Act)加入证券法中的。关于美国法上的“小额发行豁免”是值得进行深入分析和研究的另一重要课题,本文限于篇幅和主题,不予以展开。

[44] 具体列举如下:证券法第4(a)(6)节(1980年):购买者人数(不受数量限制的“获许投资者”);D条例下的规则504(1982年):受要约人人数(无限制)、购买者人数(无限制);D条例下的规则505(1982年):受要约人人数(无明确限制)、购买者人数(不受数量限制的“获许投资者”及35人以外的其他投资者);规则701(1988年):受要约人人数(无明确限制)、购买者人数(无数量限制,但须是符合员工福利计划条件的公司员工)。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117~123、175页。

的规则 505(1982 年)在要约发行方式上仍然禁止“一般性劝诱”或“公开广告”,而规则 504(1982 年)和规则 701(1988 年)则对要约发行方式无限制。^[45] 互联网的发展也对非公开发行中禁止一般性招揽规定提出了挑战,在 1996 年针对一家名为“IPONET”的网站,SEC 专门下发了“不采取行动函”,允许发行人在有限的场合并采取适当的密码进入等保护措施后使用互联网从事包括私募在内的各种融资活动。^[46] 此外,在 2007 年关于 D 条例修改建议的报告中,SEC 建议在修改后的 Rule 507 发行中允许有限度的一般性公告。^[47] 在 SEC 根据 2012 年 4 月实施的《工商初创企业推动法案》(*Jumpstart Our Business Startups Act of 2012*,简称《JOBS 法案》)要求拟定的相关实施细则方案中,也放宽了 D 条例 506 条款和 144A 中关于向获许投资者和合格机构买方进行公开劝诱和打广告的限制,^[48] 并允许私募基金采取打广告和一般性劝诱的方式进行销售。^[49]

(八)制度的政策性:规则制定和修改及时充分反映实体经济要求以促进经济的发展

紧贴实体经济需求是美国证券法的一个重要立法理念。上述关于私募制度的阐述也反映了相关规则系通过不断修正完善以满足实体经

[45] 同前引郭雳书。

[46] “IPONET”的网站与国际互联网相连,帮助发行人进行包括私募发行在内的各种融资活动。参见徐明、杨柏国:“模糊的边界:析美国证券公开发行与非公开发行之融合”,载《证券法苑》(第3卷)(2010年12月号),法律出版社2010年版,第722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176~178页。

[47] See CFR Parts 200, 230, and 239 Revisions of Limited Offering Exemption in Regulation D: Proposed Rule (Aug 10, 2007). 转引自徐明、杨柏国:“模糊的边界:析美国证券公开发行与非公开发行之融合”,载《证券法苑》(第3卷)(2010年12月号),法律出版社2010年版,第723页。

[48] 在 SEC 发布的 2012 年度总结报告中对其 2013 年的工作重点进行了部署,其中一项重要内容就是做好 JOBS 方案的配套和实施工作,落实证券私募发行注册豁免,修改证券法项下的 D 条例 506 规则和 144A 规则关于公开劝诱和广告宣传的限制。参见“美国 SEC 公开发布的《SEC2013 年度的工作重点》”,载 SEC 官方网站,2014 年 6 月 10 日访问。

[49] 参见证监会研究中心、鲁公路、李加宁:“JOBS 法案最新进展之二——放松私募发行的限制性条件”(2013 年 3 月 27 日),载中国证监会中国资本市场研究院。

济和市场发展的需求。美国证券私募法律制度对美国的高科技产业发展起到了非常关键的作用。私募制度的政策性集中体现在其关于促进中小企业融资便利的相关规则中。比如,20世纪80年代后,随着信息技术、生物工程等高科技在美国的发展,创新型企业大量涌现,员工持股、股票期权以及其他员工福利计划被普遍采用,SEC于1988年特别颁布实施了规则701,对符合一定条件员工福利计划的发行豁免进行规定。又如,2012年4月实施的《工商初创企业推动法案》也系为改善小型公司的融资手段和成长的外部环境、解决金融危机后的失业问题等而出台的,该法案的特色内容除了前述放松私募发行方式的限制外,还包括规范和便利利用网络平台从事公众小额网上集资(crowdfunding)的新型融资方式、放宽私人公司进行小额公开发行规则(从原来的500万美元融资上限扩大到5000万美元)、提高公众公司股东人数门槛(从500人提高到2000人或者500个非获许投资者,且不包含通过“员工股票奖励计划”获得股票的员工和通过“公众小额融资”方式获得公司股票的投资人)。

三、对美国证券私募相关制度的吸收与借鉴

从规则的发达和完善程度、实务处理的丰富经验、证券市场的全球影响力等方面来看,美国证券法确实是各国证券监管的学习典范,也是我国在制定规则时可借鉴的对象。但法律毕竟有一定的路径依赖和本土化过程,不能完全照搬照抄,需要我们“取其精华”、合理吸收。应当理性分析美国证券私募制度可能存在的局限性,在此基础上对我们的相关制度和实践进行检视,并据以提出相应的完善建议。

(一) 对美国证券私募制度存在的局限性探析

美国私募证券法律制度是一个经历八十多年的不断修补完善、自我否定的制度规则形成过程,从制度的路径依赖角度来看,难免存在一定的局限性,或在理论上可以有更好的制度安排。本文认为主要体现如下:

1. 对“获许投资者”与“合格的机构买方”等制度并存的疑问

上述分析可见,“获许投资者”是美国法界定公开发行和非公开发行的一个核心因素。但与此相近的概念还有“合格的机构买方”、“成熟投资者”以及2007年关于修改D条例建议中提到的“大获许投资者”和“获许自然人”等。从理论上讲,这些制度的核心内容都是指向具有自我保护能力、具备充足知识和较高风险能力的投资者,可以统一界定为“合格投资者”以便提高实践操作效率。^[50]

2. 证券私募相关信息披露规则的立法思考视角的转换

随着公开发行与非公开发行在发行方式、发行对象人数、二级市场交易方式等方面界限的模糊化,关于证券私募信息披露的渠道和途径的管制也有所放松。在确定了合格投资者的准入门槛后,信息披露立法的视角更多是从监管者和发行对象的立场出发,而对发行人的披露意愿以及披露信息保密的考虑则相对欠缺。理论上来说,如果已经采取了诸多确保投资者利益的措施,^[51]那么相关信息的披露范围和披露方式则可以由发行人自行选择,如可以让发行人在法定的交易场所(物理抑或电子化)进行信息披露,通过门禁或者密码等措施确保相关信息仅在合格投资者的范围内披露或仅合格投资者可以获取;也可以让发行人自主决定是否对信息进行公开(如在公司网站公开或者在合法交易场所提供的公开平台发布),由发行人根据公开与否的利弊^[52]进行自主选择,^[53]而不是强制不得公开发布信息。因为即使公开发布,很多不符合合格投资者条件的投资者事实上也无法参与该发行人相关证券的投资。关键是制度规则上要能提供这种选择。

[50] 实际上,在我国新三板、证券公司和基金理财产品等制度中已经统一称为“合格投资者”。

[51] 如确保信息可获取性,确保投资者的成熟度、对风险的充分认知及具备风险承受能力等。

[52] 信息公开的利在于可以扩大发行人的影响力和知名度,但弊在于发行人的募集事项和其他商业信息处于公开的状态,可能会被竞争对手知悉,也会受到媒体和公众的更多监督。

[53] 实践中,很多发行人出于保护商业信息的角度,往往倾向于选择采取一定范围内披露而非完全公开的方式。

3. 小额发行豁免在立法借鉴时应当慎用

如前所述,美国法上的“小额发行豁免”是与狭义私募发行豁免同属证券法“豁免交易”的另一种重要类型。其与私募豁免具有诸多类似之处,更具有私募的性质,在发行对象、发行方式的限制上比一般私募发行享受更为宽松的政策,同时还能得到注册豁免。这一制度的形成完善经历了相当长时间的实践磨合,与美国投资者群体总体较为成熟、促进企业尤其是中小微企业发展等国情和政策密切相关,实际执行中的风险影响程度和范围也相对容易控制。但考虑到我国目前大众投资者尤其是中小投资者的成熟度整体较低、涉及范围较广的原因,在借鉴时应当慎用并规定较为严格的条件,不宜操之过急。

因此,在借鉴美国私募制度时,除了充分吸收前述核心内容和有益经验外,还要认识到其存在的上述局限性,充分发挥我们在制度建设中的后发优势。

(二) 从美国证券私募相关规则检视我国相关制度

如前所述,我国历史上对证券私募进行了一些探索,但其中的公司职工股以及向法人、基金的定向募集都是与证券公开发行结合在一起的,不属于真正意义上的私募,而且有的已经成为历史。内部职工股、特定基金募集从性质及方式上来看,更接近于私募发行,然而前者的实践很不成功,规则不够精密严谨且未得到严格执行,已被废止多年;对于后者,原本拟议中的规范未被通过实施。^[54] 其他目前仍然在实行的上市公司非公开发行股票和债券虽有私募之名,但仍实行与公开发行类似的核准制。证券公司和基金公司的私募理财业务经过近年来的梳理,目前实行事后备案和合格投资者等制度,已与美国私募制度具有类似的立法逻辑。对比美国证券私募相关制度的核心内容,我国关于私募制度相关规范在以下方面有待进一步完善:

1. 制度起点:关于证券的界定有待进一步完善,以明确《证券法》作为证券基本法的普适依据

我国现行《证券法》第2条对证券的典型品种股票、公司债券等进

[54] 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250页。

行了列举,将其他证券品种的认定权交由国务院,但并未明确规定“证券”的定义和范围。而自《证券法》实行以来国务院并未发文对其他证券品种进行认定,实际执行中“证券”的定义和适用范围是较为有限的。^[55]近年来,市场上已经出现了各类公募和私募的理财产品、资产证券化产品、非金融企业债务融资工具、定向债务融资工具等,^[56]性质上均具有证券的特点和风险,现行《证券法》未纳入调整范围进行统一监管,是否属于证监会的监管范畴,《证券法》并未明确。

此外,伴随着全球金融混业经营的新形势,中国日新月异的金融市场不断创造出令人眼花缭乱、名目繁多的其他融资工具,^[57]这些金融工具本质上都具有证券的特点。为防止这些融资工具游离于监管真空,解决我国实践中将证券发行行为与集资行为区别对待所产生的问题,^[58]加强对非法证券活动的规制,也有必要扩大我国现行的“证券”立法定

[55] 关于未给证券下定义的原因,立法部门认为,“本法未给‘证券’下定义,因为目前条件还不成熟。但是本法作为规范证券发行、交易及监管过程中产生的各种法律关系的基本法,其调整的对象并不仅限于股票、公司债券的发行和交易,也不仅限于政府债券、证券投资基金份额的上市交易”,参见李飞主编:《中华人民共和国证券法(修订)释义(2005年版)》,法律出版社2005年版,第6页。

[56] 因我国《证券法》领域缺乏法律规制审查具体制度和责任部门,实践中很多行政部门或者自律组织通过新设概念、变换名称等方式,对具有“证券”实质的品种制定了各类游离于《证券法》规定之外的规则和制度。

[57] 如屡禁不止的所谓“非法集资”活动,兴盛一时的果园开发热,被一棒子打死的传销活动,以及其他种种名称奇怪但合法的,或者尚没有被认为是违法的金融工具,如地产投资券、多方委托贷款、集合资金信托、投资联结保险、分红型保险、产权式酒店等。

[58] 为了避免出现法律调整的“真空地带”,我国立法上创设了“集资行为”这样一个概念,试图以此囊括那些本应归属于证券发行的融资活动,将证券发行之外面向社会公众进行的直接融资活动定性为“集资行为”,那些未经人民银行等监管机构批准,违反法定程序以任何名义向社会不特定对象进行的集资则被界定为非法集资。目前,我国将证券发行行为与集资行为区别对待的立法体例存在以下问题:其一,调整集资行为的法律规范的层级还不够高,1998年6月国务院颁布的《非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》仅属于行政规章。其二,非法集资行为的法律责任尚不完整,最明显的表现是在刑事责任方面。我国《刑法》第192条规定了集资诈骗罪,对于那些非以诈骗方式进行的非法集资,纵然数额巨大,后果严重,却无法追究有关人员的刑事责任。证券发行与集资行为这两类融资活动其实没有本质的区别,现行法对于二者的区分较为随意,并无合理的依据。参见吴昊:“非法集资抑或证券发行:‘长城机电’融资案引发的思考”,载北京大学金融法研究中心编:《金融法苑》(2003年第6期)(总第56期),法律出版社2004年版,第36~37、48~49页。

义,以强化对投资者的保护。

2. 公开发行与非公开发行的界分:划分方法有待进一步完善,相关规则有待进一步整合、优化和细化

我国《证券法》第10条第2款对证券“公开发行”列举了两种情形——“向不特定对象发行证券”和“向特定对象发行证券累计超过二百人”,同时对非公开发行证券的发行方式进行了限制性规定(不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式),但对于何谓“特定对象”、“非公开发行”等未进行较为完整的界定,^[59]也缺乏关于区分“公开发行”与“非公开发行”的系统化规定。^[60]从美国证券法的上述经验来看,存在以下问题:一是“特定对象”这一概念的明确对于有效区分“公开发行”和“非公开发行”具有决定性意义,亟待立法上补充完善;二是对于非公开发行,“一刀切”地规定不允许采取广告、公开劝诱等方式,不符合证券私募的本质特征,证券私募最核心的内容是解决了信息不对称问题而没有公开的必要,至于所采取的发行方式并不重要或有弱化对待的趋势;三是当初在立法上确立“200人”标准的一个考虑是与信托产品200份的发行额度^[61]相对应,具有一定的随意性,^[62]而且从美国关于公众公司人数界定标准的不断放宽趋势来看,为了促进非公开发行证券市场规模的扩大和吸引力的提高,这一标准也亟待放宽或修改;四是相关法规主要从“发行”的角度进行规定,对于后续“转售”

[59] 部分行政规章中对“特定对象”进行了阐释,但标准也不一致。例如,《上市公司证券发行管理办法》(证监会令第30号)第37条第1款第2项(“特定对象符合股东大会决议规定的条件”)与《非上市公众公司监督管理办法》(证监会令第96号)第39条第2款[“特定对象的范围包括下列机构或者自然人:(一)公司股东;(二)公司的董事、监事、高级管理人员、核心员工;(三)符合投资者适当性管理规定的自然人投资者、法人投资者及其他经济组织”]规定的标准是有差异的。

[60] 《非上市公众公司监督管理办法》(证监会令第96号)第39条第1款规定:“本办法所称定向发行包括向特定对象发行股票导致股东累计超过200人,以及股东人数超过200人的公众公司向特定对象发行股票两种情形。”这里的“定向发行”在本质上属于“非公开发行”,但按照我国目前的规则体系倾向于被认定为公开发行。

[61] 目前,这一标准所依据的法规《信托投资公司资金信托管理暂行办法》(中国人民银行令[2002]第7号)已于2007年3月1日废止。

[62] 参见中国证监会研究中心、鲁公路、徐业伟:“从美国的500人问题看我国的200人问题”,载中国证监会中国资本市场研究网,2012年3月27日访问。

的问题未进行规定,相关规定主要体现在个别部门规章层面。^[63]

我们也关注到,2006年证监会出台的《上市公司证券发行管理办法》(证监会令第30号)第37条规定了非公开发行股票的发行人对象不超过10名,^[64]这一规定比上述200人的标准更为严格,大大限制了非公开发行的规模和市场吸引力。而2007年8月证监会发布的《公司债券发行试点办法》则未有关于非公开发行的明确规定,依照该办法,申请发行公司债券(无论公开发行抑或非公开发行)一律应经证监会核准。这些关于股票和债券非公开发行的规则均有待进一步优化和细化。

3. 非公开发行的核准制:与私募发行豁免本质相背离的制度选择

目前我国立法上对上市公司证券的非公开发行行为实行与公开发行相类似的核准制度和信息披露流程,如《证券法》第13条第2款^[65]创业板上市公司非公开发行债券的相关公告^[66]等。这一做法与证券私募的法律原理是不相符的,证券私募由于面向特定的合格投资者,能够较为有效地解决信息不对称和信息获取问题,因此应当与公开发行的监管思路有所不同或者至少在政策上应更为宽松。这既符合证券监管的立法目的,避免监管资源的浪费,也能减轻发行人的负担和成本,在便利融资和投资者保护中取得更好的平衡。

4. 缺乏统一的合格投资者制度:规则分散、称谓不统一且标准各异,影响统一证券私募制度的建立

从美国证券私募制度的发展历程来看,合格投资者制度是证券私

[63] 例如,《非上市公众公司监督管理办法》(证监会令第96号)第2条:“本办法所称非上市公众公司(以下简称公众公司)是指有下列情形之一的股份有限公司:(一)股票向特定对象发行或者转让导致股东累计超过200人;(二)股票公开转让。”

[64] 《上市公司证券发行管理办法》(证监会令第30号)第37条规定:“非公开发行股票的对象应当符合下列规定:(一)特定对象符合股东大会决议规定的条件;(二)发行对象不超过十名。发行对象为境外战略投资者的,应当经国务院相关部门事先批准。”

[65] 《证券法》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。”

[66] 证监会2011年第29号公告指出,“创业板上市公司申请非公开发行公司债券,执行《公司债券发行试点办法》(证监会令第49号)的有关规定,符合规定的公司可依照程序向中国证监会报送申请文件”。

募制度的一项重要内容。若缺乏关于“合格投资者”的完整统一的制度规定,将很难建立统一的证券私募制度。而我国目前在法律法规层面缺乏关于证券合格投资者的统一规定,^[67]相关规则散见于各类部门规章、规范性文件和自律规则当中,且各规则因制定部门和具体规制对象的个性化差异等原因,也存在使用称谓不统一、判断标准差别较大等问题。这一情况,不利于建立统一的证券私募制度,也影响了发行人及各类投资者尤其是机构投资者和富有经验的个人投资者在不同证券交易场所的参与程度和参与效率,损害了市场的运行效率。

5. 私募证券的流动性问题:人数标准的制约和转售限制影响了私募证券的流动性,不利于私募市场规模的扩展

如前所述,《证券法》中对非公开发行的人数标准限定于特定对象且不得超过200人,这一规定从根本上限制了私募证券的发行范围和筹资规模。目前的非上市公众公司、中小企业私募债券中所规定的200人上限系直接来源于该上位法规定,而上市公司非公开发行股票所限定的不超过10人和非上市公众公司所规定的35人的标准,则是对《证券法》的限缩性解释,严格来讲是不符合上位法精神的,对私募证券的流动性带来了更为负面的影响。

6. 私募证券的行政监管和法律责任问题:以公开发行为出发点和落脚点的现行证券法制框架,对于私募证券的监管责任适用有待进一步补充和明确

从理论上讲,无论是公募证券还是私募证券,均应受证券法的统一规制,但我国《证券法》的规定大多针对公募市场,系基于公开发行制度而设计的,其信息披露要求、关于虚假陈述行为的民事和行政责任以及欺诈行为的刑事责任是否适用于私募证券领域,仍有待进一步明确。

(三) 构建我国规范统一的证券私募监管法律制度的相关建议

结合美国证券私募法律制度的经验和我国目前的实际情况,本文

[67] 2013年新修订实施的《证券投资基金法》对第88条第2款对合格投资者作了原则性规定,但主要适用于非公开募集基金领域。

对构建我国统一的证券私募监管法律制度提出以下建议供参考:

1. 扩大《证券法》中关于“证券”的定义和适用范围。在目前已启动的《证券法》修订工作中,进一步明确证券的定义,采取列举和概括并用的立法模式,扩大证券的范围,将各类具有证券性质的金融产品和衍生工具纳入《证券法》的调整范围,为后续市场发展和产品创新的规范和监管预留空间。

2. 建立证券发行豁免注册制度。在后续证券发行核准制转变为注册制的背景下,可借鉴美国私募发行相关制度,吸收目前已有的实践经验,建立包括向合格投资者发行豁免注册、股权激励计划及员工持股计划豁免注册、小额发行豁免注册和众筹发行豁免注册等在内的证券发行豁免注册制度,明确证券私募与公募存在的差异并实行较为宽松的监管政策,为不同情况的发行人提供更多的制度选择,提高融资的效率和效果。

3. 建立符合私募特点的信息披露制度。证券私募发行的参与者主要为具有较强风险识别和承担能力的合格投资者,或者是能够较为有效获取发行人信息的内部员工,或者是参与金额和规模较小的投资者,无论是从投资者保护角度,还是从节约社会资源角度,都没有必要实行类似于公开发行中的强制公开信息披露制度,可以实行更为灵活、简化和非公开的信息披露规则,也可将信息披露的相关要求交由证券募集说明书约定,发挥市场化约束机制。

4. 建立统一的合格投资者制度。对目前各类文件中存在的类似合格投资者的制度进行梳理和整合,吸收实践中已积累的成熟运作经验,依据信息的可获取性、投资者成熟程度、风险承受能力等标准综合确立更为合理有效的合格投资者标准,而避免使用单一的资金数额标准。在充分保护投资者权益的同时,扩大合格投资者的范围,类型上可包含合格机构投资者和合格个人投资者。

5. 促进私募证券发行和交易市场的发展。充分借助现有的证券交易所、银行间市场、全国中小企业股份转让系统、区域性股权交易中心等交易场所,积极发展私募证券的发行、转售和交易市场,不断扩大私募证券的规模,增强其对各类发行人和投资者的吸引力,提高私募制度的经济价值。

6. 强化对证券私募欺诈行为的监管和问责。在提高证券私募融资便利的同时,应强化对私募活动的事后监管和责任追究,明确私募证券的行政监管、反欺诈约束和法律责任适用等问题,做好便利发行人融资与保护投资者利益的平衡。