

林某某、王某某、罗某非法经营案

——违规私募投资基金中刑法规制的路径选择

编写人：广州市天河区人民法院 鲁肖

关键词 私募投资基金 刑法规制 违规与犯罪 路径选择

裁判要旨

被告人以香港注册的公司无经营资质的情况下，以私募投资基金为名在大陆内地公开吸纳不特定多人投资，用于海外证券投资等，最终造成严重亏损，扰乱市场秩序，应当根据案件具体情况，适用大陆有关规定，且不能仅以违反中国证券监督管理委员会的部门规章和中国证券投资基金业协会的行业自律性规定为由承担行政管理范畴的责任，而应考虑以刑法予以规制，并在违规和犯罪的转化之间把握好适度与平衡。

相关法条

《中华人民共和国刑法》第二百二十五条：

违反国家规定，有下列非法经营行为之一，扰乱市场秩序，情节严重的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金；情节特别严重的，处五年以上有期徒刑，并处违法所得一倍以上五倍以下罚金或者没收财产：（一）未经许可经营法律、行政法规规定的专营、专卖物品或者其他限制买卖的物品的；（二）买卖进出

口许可证、进出口原产地证明以及其他法律、行政法规规定的经营许可证或者批准文件的；（三）未经国家有关主管部门批准非法经营证券、期货、保险业务的，或者非法从事资金支付结算业务的；（四）其他严重扰乱市场秩序的非法经营行为。

《中华人民共和国证券投资基金法》第一百五十二条：
在中华人民共和国境内募集投资境外证券的基金，以及合格境外投资者在境内进行证券投资，应当经国务院证券监督管理机构批准，具体办法由国务院证券监督管理机构会同国务院有关部门规定，报国务院批准。

《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第七条：

违反国家规定，未经依法核准擅自发行基金份额募集资金，情节严重的，依照刑法第二百二十五条的规定，以非法经营罪定罪处罚。

案件索引

一审：广州市天河区人民法院（2017）粤 0106 刑初 45 号刑事判决书（2018 年 6 月 28）；

二审：广州市中级人民法院（2018）粤 01 刑终 1579 号刑事裁定书（2019 年 3 月 19 日）。

基本案情

2012 年 8 月，被告人林某某在香港注册成立香港某资本有限公司（以下简称香港某公司），任法人代表，后于 2013 年 8 月在广州市注册成立广州某信息技术有限公司（以下简称广州某公司），并安排被告人王某某担任该公司挂名法人

代表及股东，同时，林某某承租本市天河区海安路 13 号之一财富世纪广场 xx 室作为上述两公司的办公地址，其中香港某公司的业务实际由广州某公司开展、运营。林某某作为上述两家公司的实际控制人，雇佣被告人王某某为员工，指使其全面负责公司日常行政及接待、款项发放和有关通知等工作，结伙以上址为据点在未经任何部门依法批准的情况下，在境内通过被告人罗某等人进行推介以及通过举办基金募集大会等方式，以香港某资本有限公司的名义擅自发行“响马对冲避险基金”（分一期、二期）以及“未央对冲避险基金”（一期），宣称可以获得高额分红，公开向社会人员募集资金，并由林某某等人进行海外证券投资等活动，从中非法牟利。

2014 年下半年，因投资发生亏损，应投资人要求进行了投资余款的赎回，并进行了内部调查。后林某某作为保证人与相关投资人签订协议书，保证对投资人清仓线下的损失承担连带保证责任。之后，双方又签订由林某某于 2014 年 11 月在香港成立的春秋资本有限公司的股权转让协议。2016 年 3 月，部分投资人向公安机关报案。公安机关经侦查后，于同年 3 月 22 日抓获归案被告人林某某，同年 3 月 24 日抓获被告人王某某，同年 4 月 15 日抓获被告人罗某。

经审计，截至 2014 年底，投资香港某资本有限公司发行的上述基金的投资人共有 62 人，投资金额 4459 万美元，已分红总额 1282.4869 万美元，支付投资人赎回基金金额合计 1810.6943 万美元，投资人赎回基金亏损总额 1365.8188

万美元。其中，通过被告人**罗某**为法人代表广州某投资顾问有限公司共介绍投资人 19 人，共募集投资额 1155 万美元，投资人已分红 341.488 万美元，代理商广州某投资顾问有限公司获得提成分红（推荐费）23.4287 万美元。（注：审计报告日 2016 年 4 月 14 日中国人民银行人民币汇率中间价为 1 美元兑人民币 6.4891 元）另，部分投资人对被告人表示谅解。

公诉机关认为三名被告人的行为均已构成非法经营罪，情节特别严重。

被告人及辩护人否认指控罪名，认为本案属于代客理财，是私募投资基金，私募基金的主体和产品备案制度属行业协会要求，并非须行政许可行为，即便没有备案，也不应以刑法定罪处罚；本案收取投资款发生在香港，不应适用中国大陆内地的法律规定，故辩称被告人不构成非法经营罪。

裁判结果

广州市天河区人民法院于 2018 年 6 月 28 日作出(2017)粤 0106 刑初 45 号刑事判决书，判决：一、被告人林某某犯非法经营罪，判处有期徒刑六年六个月，并处罚金人民币四十万元；二、被告人**王某某**犯非法经营罪，判处有期徒刑二年七个月，并处罚金人民币十万元；三、被告人**罗某**犯非法经营罪，判处有期徒刑二年八个月，并处罚金人民币十万元；四、继续追缴本案违法所得，分别发还各投资人；不足以弥补的损失部分，责令退赔。

一审宣判后，被告人林某某、**罗某**不服，提出上诉。广州市中级人民法院于 2019 年 3 月 19 日作出(2018)粤 01

刑终 1579 号刑事裁定书，裁定驳回上诉，维持原判。

裁判理由

法院生效裁判认为：本案应认定为非法经营犯罪，理由主要为：

（1）涉案基金募集的公开性和对象不特定性。根据被告人林某某、王某某供述、多名被害人陈述，以及作为公司行政负责人员王某某所提供U盘内存储的相关活动现场图文记录、文档资料、宣传资料等可以证实，本案主要是通过不定期在广州的酒店举办投资人大会或推介会、通过渠道公司的罗某等人推介、以朋友介绍朋友的方式“口口相传”等向客户宣传，且召开投资人募集大会时是在酒店公开进行，参会人员众多，亦未限定参会人员的基本资格，是否为合格投资者，可见，其对于募集基金的宣传并不是私下进行，而是采用了公开方式；虽然有部分客户是林某某或罗某的老客户，但客户群体并非单位内部人员或亲友之间，并且这些老客户又进而介绍其他朋友前来投资，也没有进行实质性的风险评估考察，未进行穿透性核查，部分投资者并不是合格投资者，因此，并非是针对特定对象之间的募集。所以，本案实质上是属于公开募集资金设立证券投资基金，而非合法合规的私募基金或单纯的代客理财行为，投资人购买的实际上是被告人发行的基金份额。

（2）非法性。本案各被告人及涉案公司在案发时均没

有取得相关经营资质，未经任何部门依法核准，亦未进行过备案登记，该问题有相关监管部门的复函材料证实，被告人对此亦予以确认。本案虽是以香港某公司的名义发行基金，亦有投资于海外证券等，但该公司的实际经营地、基金募集的宣传、投资的客户、合同签订等均是在大陆内地进行，广州某公司只是林某某设立在内地“借壳”进行活动的工具，故应当依法接受大陆有关法律规定的约束。

依据证券投资基金法的规定，公开募集基金，未经国务院证券监督管理机构注册，不得公开或者变相公开募集基金，且基金管理人应由基金管理公司或者经国务院证券监督管理机构按照规定核准的其他机构担任。因此，本案属于违反国家规定，未经依法核准，擅自在境内募集投资境外证券投资基金的行为，情节特别严重，符合《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第七条的规定，应当以非法经营罪定罪处罚。

案例注解

本案是被告人以香港注册的公司无经营资质的情况下，以私募投资基金为名在大陆内地公开吸纳不特定多人投资，用于海外证券投资等，最终造成严重亏损。主要涉及两个问题：1. 以香港注册的公司内地发行基金，是否应当适用我国内地的有关法律法规？2. 违规的私募投资基金在何种情况下应当适用刑法予以规制？如何合理区分罪与非罪

的界限？如何正确认定罪名？

此类行为是应当以犯罪论处，还是仅应以行政管理责任或行业自律的规定进行追究，对于规范私募投资基金行业的发展具有重要意义。

一、私募投资基金的现状和主要问题

私募投资基金是相对于公募投资基金而言的，主要指以非公开方式面向特定投资人募集资金，由基金管理人以基金方式进行运作。私募投资基金的高度自由性、高风险和高收益性、灵活隐蔽性，使其成为多层次资本市场中极具生命力的重要组成部分，也在服务实体经济发展方面发挥日益重要作用。根据投资目标的不同，可大体分为私募证券投资基金、私募股权投资基金、风险投资基金等。该行业在我国经历了从“地下野蛮生长”到阳光化发展、适度监管，再到合法化、规范化发展的阶段。目前，我国不设行政审批，主要是以证券监管部门行业监管和基金业协会自律管理为主，要求私募基金管理人应申请登记，私募基金应备案。

近年来，打着私募投资基金旗号的涉众型投资理财犯罪频发不止，成为非法集资类犯罪中的重要角色之一，且手段花样不断更新，涉案数额也呈几何式增长，极易引发金融系统性风险和社会不稳定因素，成为不得不引起重视的犯罪现象。

结合司法实践，现阶段私募投资基金行业的发展主要存

在以下问题：（1）基金管理人或基金项目不登记备案或只报备一小部分，规避监管，实际运作隐藏较大风险。（2）违规开展业务屡禁不止，例如公开宣传，吸纳不特定人或不合格投资者，私设资金池，“明股实借”，变相承诺保本或固定收益，“以新养旧”，信息披露不够，真假项目辨别难度大，未能专款专户，投资款去向难以查实等。（3）缺少专项法律法规规范，刑事法律适用存有分歧，监管力量和资源不足，事中事后监管有待强化，违法成本偏低，审判团队专业化不够等。（4）网络化犯罪趋势明显，投资人牵扯广泛，利益诉求不同，对如何处理行为人常会形成对立立场，追赃分配处置难，信访压力大等。

二、法律适用的选择和刑法规制的必要性

1. 管辖问题——本案应适用我国内地法律法规

经查，本案虽是以境外香港某公司的名义发行基金，但该公司在香港并无实际经营业务，其实际经营地、基金募集宣传、投资的客户、合同签订等均是在广州进行，广州某公司（注册地在广州）只是被告人设立在内地“借壳”进行活动的工具。可见，不论是行为地，还是结果地，都在我国内地进行，故依法应当适用我国内地的有关法律规定予以规制。

2. 违规私募进行刑法规制的必要性

中国证券监督管理委员会、中国基金业协会曾先后分别发布《私募投资基金监督管理暂行办法》《私募投资基金募

集行为管理办法》等，对私募投资基金的规范运作作出了相对明细的规定。例如，私募基金管理人应当向基金业协会履行基金管理人登记手续并申请成为基金业协会会员；在私募基金募集完毕后20个工作日内，应当通过私募基金登记备案系统进行备案，并根据私募基金的主要投资方向注明基金类别，如实填报基金名称、资本规模、投资者、基金合同等基本信息；应当开立私募基金募集结算资金专用账户，用于统一归集私募基金募集结算资金、向投资者分配收益、给付赎回款项以及分配基金清算后的剩余基金财产等，确保资金原路返还；应当与监督机构签署账户监督协议；应当向特定对象宣传推介私募基金，禁止以任何方式承诺投资者资金不受损失、公开推介或者变相公开推介，应合理审慎地审查投资者是否符合私募基金合格投资者标准；完成私募基金风险揭示后，应当要求投资者提供必要的资产证明文件或收入证明等。上述规定虽试图从发行的主体资格、基金的备案和管理、推介的方式和对象确定、风险评估等诸多方面进行约束，但均属于行政监管层面和行业自律的范畴，强制力有限，违反上述规定并不必然触犯刑律。

《证券投资基金法》在更高的位阶上认可了私募投资基金的法律地位，但只对其中的私募证券投资基金作出统揽性、原则性规定，私募股权投资基金是否同样适用则尚存争议，且有关规定也较为粗略、笼统。

在非法集资行为新态百出、乱花渐欲迷人眼的境况下，对刑法和有关司法解释的规定如何理解适用，是审判实践中的重要课题。（1）募集数额和投资人规模大量增加，行为人铤而走险、获取暴利，亏损结果严重，造成金融秩序陷入系统性风险，损害投资人权益，具有刑法意义上的社会危害性，这是刑法规制的基础。（2）巨大的利益诱惑，套以高大上的华丽包装，乱象频出，现有监管体制存在缺憾，自律性监管力度不足，行政处罚监管责任惩处力度有限，违法违规成本偏低，需要刑法的惩戒震慑和示范效用。（3）部分违规行为并非只是单项违规，已经“多项达标”，触犯了刑法的有关规定，这是刑法规制的现实条件。

3. 可能涉及的罪名和罪名选择

违规的私募投资基金若触及刑法的规定时，一般多涉及到以下几个罪名：非法吸收公众存款罪、集资诈骗罪、非法经营罪、组织领导传销活动罪、擅自发行股票公司企业债券罪、欺诈发行股票债券罪、擅自设立金融机构罪等，其中尤其以前三个罪名更为常见。

刑事审判有其自身的证据证明标准和定罪量刑的尺度。就罪名的认定而言，应当依照刑法和有关司法解释的规定，根据罪刑法定原则严格予以评断。（1）就此罪与彼罪的划分上，举例说明，若同时满足“未经有关部门依法批准，向社会公开宣传，承诺还本付息或给予回报，向不特定对象吸收

资金”的四个条件，即构成非法吸收公众存款罪；若同时有非法占有目的的，则构成集资诈骗罪；若符合未经国家有关主管部门批准非法经营（公募）证券、期货、保险业务，或者非法从事资金支付结算业务，则构成非法经营罪。（2）若符合竞合的情形，则根据从一重罪的原则判处。

三、由违规到入罪判刑的路径——科以刑责之思路

本案中，被告人未进行登记备案，其行为属于违规并无争议，但究竟是否应当入刑评判？是情节轻重的问题，还是罪刑法定的问题，这是一个基础性的认识，也是控辩双方争议最大的关键问题。法院在审理时，着重从以下几个维度进行评判考虑。

（一）罪刑法定——刑事违法性审查

1. 经实质审查，系向不特定对象公开募集

私募投资基金的宣传具有非公开性、特定对象性的特点，应当准确认定是否属于向不特定对象进行公开宣传。私募基金的网站、讲座、募集大会，甚至“口口相传”、“老客户跟着走”等方式，极易和非法集资类案件混淆，不能仅凭宣传方式是公开的，就断然推定属于不特定对象。实践中，究竟何为“公开宣传”，并不是一个可以划分出准确界限的绝对判断。因为，有推介宣传，就必然面临着要在一定程度上公开的问题。若单纯从形式上认定，难免会陷入狭隘主义的认识困境。归根结底，还是应从实质上判断，把握是否对投资

者属于“来者不拒”，如何筛选确定投资客户，是否有对其是否属于“合格投资者”进行实质审查，人数和投资门槛如何设定，是否使投资客户群体处于无限发展或不可控的状态中。

本案中，虽被告人辩称主要私下针对特定高端的老客户朋友，但经审查，本案是通过不定期在广州的酒店公开举办投资人募集大会或推介会、通过渠道公司推介、以朋友介绍朋友的方式“口口相传”等向客户公开宣传，参会人员众多，亦未限定参会人员的基本资格，虽有部分客户是被告人的老客户，但客户群体并非单位内部人员或亲友之间，并且其介绍其他朋友前来投资，被告人并未进行实质性的风险评估考察，也未穿透性核查是否为合格投资者，且部分投资人也并非合格投资者，故属于公开向不特定对象募集设立证券投资基金的行为。

2. 本案是以私募投资基金之名，行公开募集基金之实

根据投资人（甲方）与香港某公司（乙方）签订的公共账户投资管理协议约定，对冲基金为契约性封闭式基金，乙方对账户有完全排他的管理权，甲方不得要求乙方按照甲方的意愿进行投资行为，甲方仅有知情权与监督权。被告人称主要投资于海外证券市场。可见，投资者实际购买的是被告人公开发行的证券基金份额，而非委托其理财。

3. 未经批准，无从业经营资质

依照我国内地法律法规，未经国务院证券监督管理机构注册，不得公开或者变相公开募集基金，且基金管理人应由基金管理公司或者依规核准的其他机构担任。《证券投资基金法》规定，在中华人民共和国境内募集投资境外证券的基金，以及合格境外投资者在境内进行证券投资，应当经国务院证券监督管理机构批准，具体办法由国务院证券监督管理机构会同国务院有关部门规定，报国务院批准。

本案中，不管在香港还是内地，各被告人及涉案公司在案发时均没有取得关于基金发行或吸纳投资的经营资质，未经任何部门依法核准，有关基金也没有任何备案登记，故其违反了有关规定，并非合法的经营行为。

因此，本案不属于代客理财，而是在未经批准的情况下，假借私募投资基金名义违规在境内公开募集投资境外证券基金的行为，本身就已经有违刑法的强制性规定，根据刑法第二百二十五条的规定，应当以非法经营罪定罪处罚，而不仅仅只是违规层面上情节轻重、程度大小的问题。

（二）罪责刑相适应——刑法规制的审慎性和谦抑性

1. 指导思想：审慎入刑、适当干预

刑法具有谦抑性，打击犯罪和保护权益应当兼顾，规范惩戒和鼓励创新应当并重。入刑定罪应当谨慎，决不能矫枉过正，武断地将一般违规违法行为和刑事犯罪简单等同。审慎入刑、适当干预，是刑法在私募投资基金中的指导思想。

实践中，有不少违反上述监管办法规定的行为，被处以经济处罚或责令改正，而对于严重扰乱市场经济秩序、损害投资人权益的行为，则应当考虑刑事追责，严格依法予以规制。探索从行政监管责任到刑事责任的转化路径，避免客观归罪、以刑罚代替违规责任，更准确划分和合理评判罪过与否的界限标准，是司法实务中的难题，也对私募基金行业的规范发展具有重要指向意义。

2. 阻却转化入罪的酌定因素

司法实践中，要避免客观归罪之虞，不能单纯以出现事后“爆雷”的结果，直接反向认定行为人事前、事中行为的违法必然性。从实质上看，金融制度在创新的同时，应当将保护投资人的合法权益和金融秩序的稳定作为基本的要求，将谨慎勤勉善良管理作为基本的操守。囿于报案人不完整、侦查手段有限、取证有关规范全面等因素，司法实务中如何审查认定“是否向不特定对象募集”或“具有非法占有目的”仍然存在较大难度。鉴于私募基金的自由性和特殊性，应当允许违规私募基金一定的抗辩事由。换言之，即便违规的私募基金事后出现了危害结果，倘若行为人能充分举证自己在操作中已经尽到了善良谨慎管理的义务，已严格实质审查是否属于“合格投资者”，严格限定投资门槛，采取措施充分保障投资人的合法权益和金融秩序的稳定等，也可以考虑出罪。

（1）谨慎善良管理

从举证责任的分配来看，行为人作为最熟悉投资情况的人，应当由其举证自己是如何把控市场投资的风险和保护投资者的权益。本案中，被告人虽对外宣称具有非常可观的收益期待，但也可谓是没有任何经营资质的“高速裸奔”。被告人林某某声称由其本人操盘投资于海外证券等资本市场，但其并未能提供充分证据证实如何投资的具体情况，也未能详细交代其收到投资款后是如何尽到谨慎管理的注意义务。因此，本案违规经营的方式具有较大任意性，对有关风险也未能尽到谨慎善良管理的义务。

在类似案件中，若行为人能充分举证证实自己在投资人筛选、市场风险把控、资金交由银行托管、保障投资人知情权和决定权等方面，尽到了谨慎合理的义务，也可考虑行为人属于勤恳善意的经营者，可考虑出罪免刑。

（2）规模情节和危害结果

行为情节和最终造成的危害后果，是刑法评价的重要指标。本案虽仅有部分被害人报案，但法院经依法严格审查，依据司法解释的规定，根据被告人供认的数额、U盘存储的公司资料、调查小组内部调查报告等证据，综合认定共吸纳六十几名投资人近4500万美元（折合人民币2.9亿余元），造成损失约1300万美元（折合人民币8700余万元）。

虽目前对于此类犯罪行为并未规定具体的情节标准，但

对于规模如此庞大，且没有任何经营资质、将众多投资者置于巨大风险中的违规融资行为，已超出了民事合同纠纷或单纯行政管理、行业自律责任的范畴。若此类行为任之由之，必然会对市场经济秩序和投资者权益造成重大损害，应当依法追究刑事责任。

综合来看，本案属于违反国家规定，未经依法核准，擅自在境内募集投资境外证券投资基金的行为，情节特别严重，符合《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第七条的规定，构成非法经营罪。鉴于在案证据尚不足以证实被告人具有非法占有的主观目的，故不构成集资诈骗罪，最终以非法经营罪“情节特别严重”定罪处罚。

四、结语

私募投资基金作为市场中自发孕育、自下而上逐步发展的投资方式，有赖于更严格的行政监管制度，更规范的行业自律约束准确，和更具价值的司法判例指引。如何更好打击违法违规私募投资基金，不枉不纵，引导该行业走向正轨，为金融制度继续创新、良性发展提供正向指引和反面典型，是司法审判的应有之义和重要使命。

此类案件多精于宣传包装，擅于钻营制度缺漏，横跨金融和法律等专业领域，涉及到的法律法规、部门规章、行业规定等均较为繁杂，对审判人员的知识结构也提出了挑战。

本案的争议焦点基本涵盖了此类案件的诸多特点，在如何审查事实、如何运用证据规则、法律适用选择、行为定性评断、数额认定，以及各行为人作用地位大小评定等方面，为审理假借私募证券投资基金类非法集资或非法经营犯罪案件提供了参考价值，为研究违规私募投资基金的刑法规制路径进行了探索性的尝试。以期对打击私募投资基金行业乱象、更好规范行业良性发展，以及引导民众理性合法投资，有所裨益。