

## 美国私募发行中公开劝诱 禁令的取消及其启示\*

毛海栋\*\*

**摘要:**公开劝诱禁令是美国传统私募发行的核心要素之一,但由于其成文法根据和理论基础的薄弱、过于模糊和宽泛而阻碍了企业融资以及与互联网时代的信息交流方式不协调等弊端而屡屡受到各界批评。在创业融资危机的背景下,美国于2012年通过的《JOBS 法案》部分地取消了私募发行中的公开劝诱禁令,同时要求证券发行人根据 SEC 所制定的规则和方法采取合理步骤核实购买人的获许投资者身份。公开劝诱禁令的取消是私募发行制度自创立以来最为重大的变革,其对于促进企业融资具有明显的效果,但同时也带来投资者保护和证券欺诈的担忧以及证券发行的公私分界的理论争议。我国私募发行中的公开劝诱禁令同样面临着与美国类似的问题,通过对美国公开劝诱禁令取消的立法与实践的考察可为我国公开劝诱禁令的取

---

\* 本文为中国博士后科学基金第 57 批面上资助项目(项目编号:2015M570553)与中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“财税金融法研究”(项目编号:20720151038)的阶段性成果。

\*\* 厦门大学法学院博士后科研流动站研究人员。

舍提供经验借鉴。

**关键词:** 私募发行 公开劝诱禁令 JOBS 法案

## 一、引言

证券私募发行,又称“非公开发行”,通常是指“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”。〔1〕所谓“特定方式”,是指非公开的发行方式,亦即在发行时不得通过公开劝诱和公开广告(general solicitation and general advertisement)〔2〕进行营销和推介。对公开劝诱的禁止〔3〕长期以来被认为是私募发行的核心要素之一,自美国《1933年证券法》正式确立私募发行制度以来,证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)和各级法院即通过规则制定和解释逐步确立起禁止公开劝诱的原则,迄今已有八十多年的历史。时至今日,禁止公开劝诱已经成为各国私募发行制度的共同原则。我国《证券法》〔4〕和《证券投资基金法》〔5〕对该原则均有规定。

然而,公开劝诱禁令自确立以来,就受到学界、企业界和监管机构人士的批评和争议,被认为缺乏明确的成文法根据和坚实的理论基础,过于模糊和宽泛从而阻碍了企业融资,以及与互联网时代的信息交流方式不相协调等。〔6〕长期以来,要求修改或废除公开劝诱禁令的意见和立法动议一直不断,但却迟迟未能付诸实践。终于,在金融危机后经济发展缓慢和就业率低下的背景之下,美国国会为缓解创业融资的困

---

〔1〕 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。

〔2〕 有学者将“general solicitation”译为“一般性招揽”。参见梁清华:“我国私募禁止一般性招揽制度的构建——借鉴美国证券私募发行方式”,载《政法论坛》2014年第1期。本文则认为“公开劝诱”一词更为准确和贴切,且为我国《证券法》所使用,故采之。除非特别说明,本文在使用“公开劝诱”一词时,包括了“公开广告”。

〔3〕 “公开劝诱禁令”、“公开劝诱的禁止”以及“禁止公开劝诱原则”在本文中交替使用,无含义上的差别。

〔4〕 参见《证券法》第10条第3款。

〔5〕 参见《证券投资基金法》第92条。

〔6〕 详见下文第二部分“(三)对公开劝诱禁令的批评”。

境于2012年通过了《工商初创企业促进法案》(Jumpstart Our Business Startups Act,以下简称《JOBS法案》),要求SEC修改其监管规则,有条件地在私募发行中允许公开劝诱。据此,SEC于2013年7月10日通过了对D条例下的506规则的修订,允许符合条件的发行人根据新的规则通过公开劝诱进行私募发行。<sup>[7]</sup>

私募发行中公开劝诱禁令的取消是自美国《1933年证券法》正式确立私募发行制度以来最为重大的变革,对美国的企业融资制度将发生深远的影响,也是各国在发展资本市场和完善证券法制的道路上必须面对的挑战。无疑,在全球化和信息化的互联网时代,公开劝诱禁令的诸多弊端并非仅仅存在于美国资本市场和证券监管中。然而,取消禁令虽然能够促进企业的融资效率及为投资者提供更多的投资机会,却也面临着投资者保护和证券欺诈的风险与担忧,同时,还可能引起私募发行与公开发行的分界模糊和混乱。美国取消公开劝诱禁令的立法和实践为上述争议和问题的解决进行了有益的探索,其中的成败得失值得我国在考虑私募发行中公开劝诱禁令的取舍时予以借鉴。

## 二、公开劝诱禁令的内容及批评

### (一) 公开劝诱禁令的起源

公开劝诱禁令的源头可以追溯到《1933年证券法》第4(a)(2)节关于证券私募发行的最早规定。第4(a)(2)节的内容极为简短,其将“发行人进行的不涉及任何公开发行的交易”豁免于《证券法》第5节的注册要求。<sup>[8]</sup>第5节所规定的注册制是《证券法》的核心:在向SEC申报注册声明书(registration statement)之前,任何人不得进行证券发行的要约;<sup>[9]</sup>在注册声明书生效之前,任何人不得销售证券。<sup>[10]</sup>发行人向SEC所申报的注册声明书的内容非常详尽,其中信息披露的质量和

[7] 详见下文第三部分。

[8] Securities Act of 1933 § 4(a)(2), 15 U.S.C. § 77d(a)(2)(2012).

[9] Securities Act of 1933 § 5(c), 15 U.S.C. § 77e(c)(2012).

[10] Securities Act of 1933 § 5(a), 15 U.S.C. § 77e(a)(2012).

完整性须经过 SEC 工作人员的审核与评论,发行人还需要制作并向投资者递送详尽的招股说明书。上述文件一旦发生信息不实或重大遗漏,发行人及其承销商、律师还面临着集团诉讼的民事责任以及行政和刑事责任的威胁。考虑到不是每一个发行人都能承担的其注册发行程序在时间和金钱上的成本,《证券法》将“那些没有实际必要或者公共利益过于遥远的证券交易豁免于第 5 节的适用”,<sup>[11]</sup>其中最重要的就是第 4(a)(2)节的私募发行豁免。

第 4(a)(2)节“不涉及任何公开发行”的表述对于理解和界定私募发行并没有多大帮助,其不过是对私募发行和公开发行做出了界分,然而法案并没有对“公开发行”进行界定。于是,如何认定公开发行从而界定私募发行的任务便落在 SEC 和法院的身上。尽管《1933 年证券法》以及立法史中并未提及“公开劝诱”,但 SEC 和法院均认为大范围地接触受要约人与“不涉及任何公开发行”的表述相违背。<sup>[12]</sup>

SEC 对私募发行的最初理解强调对所有相关因素的综合考虑,其在 1935 年发布的一份通告中认为在判断一个交易是否构成公开发行时需考虑的重要因素包括:(1)受要约人的数量、受要约人之间以及受要约人与发行人之间的关系;(2)发行单位的数量;(3)发行的规模;

---

[11] H. R. Rep. No. 85,73d Cong., 1st Sess. 1, p. 5.

[12] See Stuart R. Cohn, *Securities Markets for Small Issuers: The Barrier of Federal Solicitation and Advertising Prohibitions*, 38 U. Fla. L. Rev. 1, 7(1986). 这一观念可能与第 4(a)(2)节“不涉及任何公开发行”的表述中“发行”(offering)一词的多义性有关,“offering”既有“发行”的含义,同时又有“做出要约”的含义,See, Bryan A. Garner ed., *Black's Law Dictionary*, 8<sup>th</sup> edition, 2004, West Publishing Co., p. 1114. 《1933 年证券法》第 2(3)节将“要约”(offer)定义为:“任何有偿处理证券的尝试或要约,或者,任何对于有偿购买证券的要约的劝诱。”这一界定非常广泛,甚至将合同法上的“要约邀请”也纳入了要约的范畴。不过,学者指出,《证券法》似乎并未打算对非公开发行证券的信息交流进行如此重大的限制。See Stuart R. Cohn, *Securities Markets for Small Issuers: The Barrier of Federal Solicitation and Advertising Prohibitions*, 38 U. Fla. L. Rev. 1, 8(1986), see also, Donald C. Langevoort, *Angels on the Internet: The Elusive Promise of “Technological Disintermediation” for Unregistered Offerings of Securities*, 2 J. Small & Emerging Bus. L. 1, 24(1998).

(4)发行的方式。<sup>[13]</sup> 其中第(1)项和第(4)项考量因素均与公开劝诱存在一定关系。SEC 尤其提到“与发行人通过直接协商达成的交易较之通过公开发分机制(machinery of public distribution)而达成的交易更可能是非公开的”,“面向大量人群进行要约可能构成公开发行”。<sup>[14]</sup>

之后,美国最高法院在 1953 年的 SEC v. Ralston Purina 判决中提出了判断私募发行的新标准。<sup>[15]</sup> SEC 在该案中主张“涉及大量受要约人的发行不能适用私募发行豁免”,最高法院则认为,从对法案的解释出发并不能得出对私募发行的受要约人进行数量限制的结论。从《证券法》的立法目的来看,私募发行豁免是否适用应取决于特定的人群是否需要《证券法》注册制的保护,面向那些能够自我保护的投资者的发行即属于“不涉及任何公开发行”的交易。<sup>[16]</sup> 然而,如何判断投资者是否能够自我保护从而不需要《证券法》的保护?这是一个更为模糊的标准。不同的下级法院根据自己的理解在实践中逐渐发展出不同的判断标准,有的强调发行人与购买人的关系,有的强调购买人的成熟度,有的强调向购买人所进行的信息披露,有的则强调受要约人的数量和发行方式。<sup>[17]</sup>

为结束实践中对私募发行进行认定的混乱状态并为发行人提供明确、客观的标准,SEC 在 1982 年制定了 D 条例(Regulation D)。<sup>[18]</sup> D 条例是 SEC 对小额发行和私募发行规则进行的成文化的结果,其中 506 规则是根据《证券法》第 4(a)(2)节的私募发行而制定的安全港规

---

[13] Letter of General Counsel Discussing Factors to be Considered in Determining the Availability of the Exemption From Registration Provided by the Second Clause of Section 4(1), Securities Act Release No. 285 (1935).

[14] Ibid.

[15] Securities & Exchange Commission v. Ralston Purina co. 346 U. S. 119 (1953).

[16] Securities & Exchange Commission v. Ralston Purina co. 346 U. S. 119, 122 (1953).

[17] See William K. Sjostrom, Jr., *Relaxing the Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offerings*, 32 Fla. St. U. L. Rev. 1, 37 (2004).

[18] SEC 对私募发行进行成文化的努力开始于 1974 年制定的 146 规则,该规则后来被废除,但其部分合理内容被吸收到 D 条例的 506 规则中。

则,<sup>[19]</sup> 发行人可以向 unlimited 数量的“获许投资者”以及不超过 35 个非获许的成熟投资者私募发行证券,且无金额限制。506 规则的私募发行须符合 501 规则、502 规则、503 规则的定义、信息披露、转售限制等条件,包括 502(c) 规则对公开劝诱的禁止。

## (二) 公开劝诱禁令的内容

与之前仅仅将发行方式作为对私募发行进行认定的考量因素之一不同,D 条例的 502(c) 规则明确将公开劝诱禁令作为私募发行豁免的必要条件。根据 502(c) 规则,发行人及其代表均不得通过任何形式的公开劝诱或公开广告要约或出售证券,包括但不限于以下形式:(1) 任何在报纸、杂志或者类似媒体发布的广告、文章、通知或其他交流方式,或通过电视或收音机发布的广播;(2) 任何研讨会或者会议,如果其参与人是通过公开劝诱或者公开广告方式被邀请而来的话。<sup>[20]</sup>

SEC 仅仅对“公开劝诱”进行了不完全列举,而没有进行明确界定。在 1983 年发布的解释性公告中,SEC 认为 502(c) 规则涉及的是典型的事实与情境问题,SEC 的工作人员不适于做出解答。<sup>[21]</sup> 实践中,SEC 通过一系列不采取行动函(no - action letter)<sup>[22]</sup> 对公开劝诱禁令做出了进一步的解释。

发行人或其代理人与潜在投资者之间的“既存的实质性关系”(preexisting substantial relationship) 是 SEC 通过不采取行动函认定为不构成公开劝诱的主要情形。<sup>[23]</sup> 所谓“既存的”,是指在特定发行的劝诱之前已经建立该关系;<sup>[24]</sup> “实质性”则要求“该关系能够使得发行人或其代理人了解被劝诱的投资者的财务状况或成熟度,或者,因其他方式

[19] 作为第 4(a)(2) 节的安全港规则,发行人在符合 506 规则规定的条件时可主张其符合私募发行豁免。但即使其不符合 506 规则的条件,仍可主张基于第 4(a)(2) 节的私募发行豁免。

[20] 17 C. F. R. § 230.502(c).

[21] Interpretive Release on Regulation D, Securities Act Release No. 33 - 6455 (1983).

[22] 不采取行动函是 SEC 的工作人员针对市场主体对相关法律规则适用问题的询问所给予的非正式的书面答复,其通常声称如果拟进行的交易按照计划的方式安排,SEC 的工作人员将不建议 SEC 采取执法行动。事实上,不采取行动函作为非正式的规则极少被 SEC 所推翻,因而被证券律师当作具有一定拘束力的规则所依赖。

[23] Robert T. Willis, Jr., P. C., SEC No - Action Letter (Jan. 18, 1988), at p. 2.

[24] E. F. Hutton & Co., SEC No - Action Letter (Dec. 3, 1985), at p. 2.

而具有一定的实质性和持续时间”。<sup>[25]</sup> 在针对 Woodtrails - Seattle 公司的不采取行动函中,SEC 认可了既存的实质性关系的存在。该交易中,一个有限合伙拟向曾投资于该有限合伙的普通合伙人所管理的其他有限合伙的 330 多个投资者发出书面要约。SEC 认为,受要约人均在几年前与普通合伙人存在商业关系,该关系的性质之前由普通合伙人进行了适当性判断,之后又被该有限合伙进行了适当性判断,因此可满足 502(c) 规则的要求。<sup>[26]</sup>

私募发行的中小企业往往缺少与成熟投资者之间的既存的实质性关系,实践中往往雇佣第三方为其寻找合适的投资者,这些第三方通常是拥有大量高净值客户资源的投资银行。投资银行通常向发行人收取发行金额的 10% 的佣金以及其他费用,还可能要求参与该企业以后的发行中。<sup>[27]</sup> 因此,其具有动力去维持既存的实质性关系客户的数据库。SEC 的一系列不采取行动函为投资银行通过问卷调查的方式建立新的既存实质性关系提供了指导原则,<sup>[28]</sup> 其要点为:首先,投资银行向潜在客户发出关于投资经验、商业经验、收入、净资产等情况的问卷调查,其中不得提及任何具体的证券发行;其次,潜在客户对问卷调查的回复信息必须足以让投资银行判断投资者的成熟度和财务状况;最后,投资银行向投资者发出调查问卷后必须经过足够长的时间才能形成既存的实质性关系,从而向其推介特定的证券发行。

尽管 SEC 表示“既存关系并非证明公开劝诱不存在的唯一方式”,<sup>[29]</sup> 然而 SEC 却从来没有就不存在既存关系的交易发出过不采取行动函。<sup>[30]</sup> 这导致“既存的实质性关系”事实上成为遵守公开劝诱禁令的唯一方式。值得注意的是,即使受要约人均均为财务上成熟或富有

[25] Mineral Lands Research & Mktg. Corp., SEC No - Action Letter (Dec. 4, 1985).

[26] Woodtrails - Seattle, Ltd., SEC No - Action Letter (July 8, 1982).

[27] See William K. Sjostrom, Jr., *Relaxing the Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offerings*, 32 Fla. St. U. L. Rev. 1, 14 - 15 (2004).

[28] Bateman Eichler, Hill Richards, Inc., SEC No - Action Letter (Dec. 3, 1985); H. B. Shaine & Co., Inc., SEC No - Action Letter (May 1, 1987).

[29] Regulation D, Securities Act of 1933, Release No. 33 - 6825 (Mar. 15, 1989).

[30] See William K. Sjostrom, Jr., *Relaxing the Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offerings*, 32 Fla. St. U. L. Rev. 1, 13 - 14 (2004).

的获许投资者,发行人仍须与其建立既存的实质性关系,因为 502(c) 规则所强调的是发行的性质,而不是受要约人的性质。<sup>[31]</sup>

随着互联网技术的出现,SEC 也对通过互联网进行私募发行做出了政策回应。早在 1995 年的一份通告中 SEC 就指出在发行人网站上发布私募发行的通知将构成公开劝诱,<sup>[32]</sup>这一态度导致大部分私募发行无法利用互联网所带来的便利的信息交流方式。不过,之后在针对 IPONET 的不采取行动函<sup>[33]</sup>中,SEC 的态度有所缓和:允许通过网上调查问卷预先筛选出的合格投资者以凭密码登录的方式浏览私募发行的信息。SEC 在认定该交易不构成公开劝诱时强调了三个重要的考虑因素:(1)无论是参与调查问卷的邀请还是调查问卷本身的内容均没有提及具体的私募发行信息;(2)只有那些通过调查问卷被认定为“获许”或“成熟”的投资者才能得到访问私募发行网页的密码,通过对获许投资者的认定程序满足了“实质性关系”的要求;(3)投资者只能在符合认定的条件之后才能通过受密码保护的网页的购买私募证券,这时其已经与发行人建立了既存关系。<sup>[34]</sup>基于互联网的开放性特征,上述 IPONET 的做法可以接触到较多的潜在投资者,从而在一定程度上缓和了公开劝诱禁令的刚性。

### (三)对公开劝诱禁令的批评

公开劝诱禁令长期以来受到业界、学界乃至 SEC 内部人士的批评和争议,尤其是在 D 条例明确将公开劝诱禁令确立为私募发行的必要条件后,禁令更是遭到了各界的严厉批评,概述如下:

其一,禁令缺乏明确的成文法根据和坚实的理论基础。如前所述,《1933 年证券法》及其立法史中并未出现“公开劝诱”的字眼,更无从谈起对公开劝诱的禁止。SEC 从第 4(a)(2)节“不涉及任何公开发行的”表述出发,认为“公开劝诱与不涉及公开发行的主张不一

---

[31] Interpretive Release on Regulation D, Securities Act Release No. 33 - 6455(1983).

[32] Use of Electronic Media for Delivery Purposes, Exchange Act Release No. 33 - 7233, 60 Fed. Reg. 53,463 - 64( Oct. 6, 1995).

[33] IPONet, SEC No - Action Letter( July 26, 1996).

[34] Ibid.

致”,<sup>[35]</sup>并最终发展出 D 条例中的公开劝诱禁令。<sup>[36]</sup>然而,《证券法》及其立法史均不支持对私募发行中的信息交流进行如此重大的限制。<sup>[37]</sup>事实上,SEC 从来没有明确阐明禁止公开劝诱的理由。<sup>[38]</sup>公开劝诱禁令可能是出于保护投资者的考虑。然而,506 规则发行的购买人均被假定为成熟的投资者,并不需要对发行方式的限制所提供的保护。如果质疑获许投资者是否真正成熟并能自我保护,那也是考虑修改“获许投资者”的定义从而保证其成熟度的问题,而不是对公开劝诱进行禁止。<sup>[39]</sup>

其二,禁令过于模糊和宽泛,阻碍了企业融资。诚如时任 SEC 律师的 Daugherty 先生所言,即使经过 SEC 和法院长达 50 多年的解释,公开劝诱禁令仍然过于模糊。<sup>[40]</sup>SEC 未能对“公开劝诱”予以界定,不采取行动函则是基于个别交易的特定事实与情境而做出,对于情形不同的交易的参考价值有限。公开劝诱禁令的模糊与不确定性阻碍了合法金融交易的进行。禁令的过于宽泛则在于,将“既存的实质性关系”作为不违反禁令的唯一标准,大大限制了企业募资来源,增加了融资成本。

其三,禁令与互联网时代的信息交流方式不协调。公开劝诱禁令是在前互联网时代确立的,这一监管方式与互联网时代的信息交流方式难以协调。由于禁令的存在,发行人无法充分利用互联网的开放与

---

[35] SEC Securities Act Release No. 33 - 4552, 27 Fed. Reg. 11 (1962).

[36] 17 C. F. R. § 230.502(c).

[37] See Stuart R. Cohn, *Securities Markets for Small Issuers: The Barrier of Federal Solicitation and Advertising Prohibitions*, 38 U. Fla. L. Rev. 1, 8 (1986), see also, Donald C. Langevoort, *Angels on the Internet: The Elusive Promise of “Technological Disintermediation” for Unregistered Offerings of Securities*, 2 J. Small & Emerging Bus. L. 1, 24 (1998).

[38] See Donald C. Langevoort, *Angels on the Internet: The Elusive Promise of “Technological Disintermediation” for Unregistered Offerings of Securities*, 2 J. Small & Emerging Bus. L. 1, 24 (1998).

[39] See Patrick Daugherty, *Rethinking the Ban on General Solicitation*, 38 Emory L. J. 67, 89 - 90 (1989).

[40] See Patrick Daugherty, *Rethinking the Ban on General Solicitation*, 38 Emory L. J. 67, 70 (1989).

共享的优势直接面向那些不需要《证券法》保护的成熟投资者进行证券推介,<sup>[41]</sup>而只能首先对潜在投资者进行问卷调查从而建立既存的实质性关系,才能向其提供具体的私募证券信息。一旦不小心将私募证券信息披露在公开网站和社交媒体上,将导致其失去获得私募发行豁免的机会。美国律师协会证券监管委员会的一份报告就指出,在当前的环境中,很难控制传真、电子邮件以及文字信息等的传播和转发。<sup>[42]</sup>

### 三、取消公开劝诱禁令的立法和实践

#### (一) 取消禁令的立法

鉴于对公开劝诱禁令的不断批评,SEC曾多次就禁令的修改和废除问题公开征求意见,<sup>[43]</sup>但均未付诸实践。2007年金融危机后,美国陷入了经济发展缓慢和就业率低下的双重困境,而对经济发展和就业起着重要作用的中小企业却深受融资难问题的折磨。在这一背景下,美国于2012年4月5日通过了《JOBS法案》,旨在为企业扫除融资障碍,促进经济发展。<sup>[44]</sup>《JOBS法案》第二编的名称“为工作创造者提供资本”(Access to Capital for Job Creators),准确地表达了上述目标,而实现这一目标的途径则是有条件地取消私募发行中的公开劝诱禁令。该编第201(a)(1)节要求SEC修改D条例的506规则,允许在506规则下进行公开劝诱的私募发行,前提是发行人采取了合理的步

---

[41] See Final Report of the Advisory Committee on Smaller Public Companies to the Securities and Exchange Commission(April 23,2006).

[42] See Committee on Federal Regulation of Securities,ABA Section of Business Law,Law of Private Placements(Non-Public Offerings)Not Entitled to Benefits of Safe Harbors-A Report,66 Bus. L. 85,86(2010).

[43] See Exemption for Certain California Limited Issues,60 Fed. Reg. 35,638(July 10,1995);Securities Acts Concepts and Their Effects on Capital Formation,61 Fed. Reg. 49,184(Sept. 18,1996).

[44] See“Remarks by the President at JOBS Act Bill Signing”,April 5,2012,available at, www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing,2015年10月3日访问。

骤以及 SEC 所规定的方法去核实所有的证券购买人均获为获许投资者。<sup>[45]</sup> 据此, SEC 在 2013 年 7 月 10 日通过了对 506 规则的修订, 允许发行人根据新增的 506(c) 规则进行公开劝诱的私募发行; 同时, 保留了旧的私募发行规则, 重新命名为 506(b) 规则。

根据新的 506(c) 规则进行公开劝诱的私募发行的条件包括: (1) 符合 D 条例关于定义、合并计算、转售限制等通用条款的要求<sup>[46]</sup>; (2) 所有的证券购买人均获为获许投资者;<sup>[47]</sup> (3) 发行人采取了合理步骤核实所有的证券购买人的获许投资者身份。<sup>[48]</sup> 其中第(1)项条件是旧的私募发行规则所要求的内容, 最大的不同在于 506(c) 规则不再要求遵守 502(c) 规则的公开劝诱禁令。506(c) 规则的第(2)项条件与 506(b) 规则的差异在于, 506(b) 规则除了允许发行人向不限人数的获许投资者发行以外, 还可以向不超过 35 个成熟投资者发行。该规则的差异在实践中并不大, 获许投资者被假定为当然的成熟投资者, 在投资者不满足“获许”标准时, 发行人才需要对投资者的成熟性进行主观判断。即使根据之前的 506 规则[即现在的 506(b) 规则], 发行人为了避免主观判断的风险以及减少信息披露的负担<sup>[49]</sup> 已经将投资者主要限制为获许投资者。<sup>[50]</sup>

506(c) 规则的核心是其第(3)项条件——“采取合理步骤核实证券购买人的获许投资者身份”。国会和 SEC 希望通过这一要求减少通过公开劝诱将私募发行的证券销售给事实上并非获许投资者的人的风

[45] Public Law 112 - 106, sec. 201 (a), 126 Stat. 306, 313 (Apr. 5, 2012).

[46] Securities Act Regulation D, 17 C. F. R. § 230.506(c)(1).

[47] Securities Act Regulation D, 17 C. F. R. § 230.506(c)(2)(i).

[48] Securities Act Regulation D, 17 C. F. R. § 230.506(c)(2)(ii).

[49] 根据 502(b) 规则, 如果购买人均获为获许投资者, 那么, 发行人无须积极披露信息; 而如果购买人中有非获许的投资者, 则须对非获许投资者进行信息披露, 并应向获许投资者提供同样的信息披露。See 17 C. F. R. § 230.502(c).

[50] 根据 SEC 经济与风险分析部的报告, 在 2009 ~ 2012 年只有 11% 的 506 规则发行中涉及非获许投资者。See Vladimir Ivanov & Scott Bauguess, *U. S. Sec. & Exch. Comm'n Div. of Econ. & Risk Analysis, Capital Raising in the U. S. : An Analysis of Unregistered Offerings Using the Regulation D Exemption, 2009 - 2012* p. 15, (July 2013), available at <http://www.sec.gov/divisions/riskfin/whitepapers/dera-unregistered-offerings-reg-d.pdf>.

险和担忧。<sup>[51]</sup> 该要求与第(2)项条件属于并列关系,因此,即使所有的购买人恰好均为获许投资者,也不能豁免发行人“采取合理步骤核实”的义务。SEC在其制定的规则中采取了原则性核实方法与不完全列举核实方法相结合的思路。<sup>[52]</sup>

### 1. 原则性核实方法

何为核实购买人身份的“合理步骤”? SEC认为对这一问题的回答须根据每一个购买人和每一笔交易的具体事实与情境做出客观判断,主要的考量因素有三个:(1)购买人的性质和类型;(2)发行人所了解的购买人的信息情况;(3)发行的性质和类型。对这些因素的考量有助于发行人判断购买人作为获许投资者的可能性,因而影响着核实购买人身份所需的合理步骤。通过对购买人和发行的事实与情境的考察与判断,购买人越可能是获许投资者,那么,要求发行人核实购买人身份的合理步骤也就越少。

#### (1) 购买人的性质和类型

基于购买人所属的501(a)(1)规则所列举的获许投资者的不同类型,对购买人身份的核实的合理步骤也不同。501(a)(1)规则所列举的获许投资者主要包括:①银行、存贷协会、注册的经纪人/交易商、保险公司和投资公司等金融机构;②符合条件的养老金计划;③总资产超过500万美元的公司;④发行人的内部人士,如董事、高级管理人员或普通合伙人等;⑤净资产超过100万美元或年收入超过20万美元的自然人。

例如,若发行人主张购买人属于经纪人或交易商,则发行人可以登录金融业监管局(FINRA)的经纪人查询网站(BrokerCheck<sup>[53]</sup>)予以核实。与机构相比,对自然人获许投资者的核实更为困难,这是因为要证明自然人的年收入和净资产需要自然人提供纳税申报单、消费报告、财

---

[51] *Eliminating the Prohibition against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings*, Securities Act Release No. 9415, p. 8 (July 10, 2013), available at: <http://www.sec.gov/rules/final/2013/33-9415.pdf>. 以下简称“Eliminating the Prohibition against General Solicitation”。

[52] *Eliminating the Prohibition against General Solicitation*, pp. 19-41.

[53] See <http://brokercheck.finra.org/>.

务报表等资料,这往往涉及投资者的财务隐私。其中,对净资产的核实尤为困难,因为很难对自然人的所有负债情况予以核实。

### (2) 发行人所了解的购买人信息的数量和种类

发行人所了解的购买人信息的数量和种类对于确定发行人还需要采取哪些进一步步骤以合理核实购买人的身份具有重要意义。发行人所掌握的能够表明购买人是获许投资者的信息越多,其所需要采取的进一步步骤就越少。如果发行人知道购买人事实上为获许投资者,那么其将不需要再采取进一步步骤。SEC 列举了发行人可能了解购买人身份的三类信息及其来源,根据具体的情况,对这些信息的获取本身将有可能构成对购买人身份进行核实的合理步骤。这三类信息分别为:①从政府监管机构公开可得的信息,例如,如果购买人是《1934 年证券交易法》上注册企业的高级管理人员,那么该注册企业的委托投票书(proxy statement)会披露其的收入;②能够提供合理可信赖的证据以证明购买人符合某一类获许投资者的第三方信息,例如购买人的工资单等;③通过第三方对购买人的获许投资者身份的核实,前提是发行人对于该第三方的核实具有合理相信的基础。

### (3) 发行的性质和条款

发行人采用何种方式对投资者进行公开劝诱也影响着核实购买人身份所需的合理步骤。劝诱的公开程度越强,所需采取的核实措施越多。通过公开网站、大范围的电子邮件、社交媒体以及纸质媒体进行的劝诱,较之通过合理信赖的第三方所维持的经过预先筛选的获许投资者数据库进行劝诱,需要采取更多的措施核实获许投资者身份。

发行的条款也被纳入考量核实步骤是否合理的因素之一。例如,如果发行文件中所约定的最低投资金额足够高以至于只有获许投资者才有可能支付的起的话,那么发行人需要核实的可能只是投资者并未通过第三方融资来进行投资就可以了。

## 2. 不完全列举的核实方法

尽管 SEC 一再表示其更倾向于采取原则性核实方法,但在业界对规则确定性的强烈诉求下,还是为自然人获许投资者的核实提供了四个不完全列举的安全港规则。通过这四类核实方法,发行人可满足 506(c) 规则“采取合理步骤核实”的义务,但即使不符合这四类核实方

法,发行人仍可主张其已经基于特定的事实与情境采取了合理的核实步骤,即主张符合上述原则性核实方法。

#### (1)对收入的核实

发行人欲通过收入标准证明购买人符合获许投资者的条件,应取得购买人提供的能证明其收入的最近两年报税表,同时,投资者须做出书面陈述,承诺其合理地期待当年的收入也将达到获许投资者的标准。

#### (2)对净资产的核实

发行人可通过以下步骤满足其核实义务:①查阅购买人最近三个月的银行对账单、经济业务报告单和其他证券持有证明、存款单、税务评估以及独立第三方机构发布的评估报告;②就购买人的债务而言,须取得发行人做出的“就净资产的确定而言所有必要的债务已经充分披露”的书面声明。

#### (3)通过第三方的核实

发行人借助第三方对购买人的获许投资者身份进行核实,应取得第三方的书面确认,表明其在过去的三个月内采取了合理步骤对购买人的获许投资者身份进行核实并认为该购买人属于获许投资者。符合要求的第三方包括注册的经纪人/交易商、在 SEC 注册的投资顾问、持牌照的律师以及注册会计师。发行人还可以使用上述主体以外的第三方,但须证明其对于该第三方的核实具有合理的信赖基础。

#### (4)之前的购买人

对于之前曾经参与过发行人根据 506(b) 规则所进行的发行的获许投资者,发行人只要取得其在购买证券时符合获许投资者要求的声明即可,即投资者只要自己声称其属于获许投资者即可满足要求。

### (二)公开劝诱的实践

尽管美国各界对 506(c) 规则下允许公开劝诱的私募发行抱以过高的期望,但其在实践中的运行效果并没有预期的那么理想。根据 SEC 的 D 表格申报数据,自 2013 年 9 月 23 日 506(c) 规则生效以来,截至 2015 年 6 月 30 日,D 表格的申报人拟根据 506(c) 规则所进行的发行约为 2900 次,融资额约为 370 亿美元。这一数据似乎并不太差,但传统的私募发行——即现在的 506(b) 规则发行——的同期数据相比则相形见绌:申报人拟根据 506(b) 规则所进行的发行约为 34800

次,融资额约为 1.15 万亿美元。<sup>[54]</sup> 就融资额而言,发行人拟根据 506(b) 规则进行发行的金额是 506(c) 规则发行金额的 31 倍。

506(c) 规则不如 506(b) 规则受欢迎的主要的原因是“采取合理步骤进行核实”的标准较为主观,强调交易的“具体事实与情境”,发行人对于新的规则不如旧的“既存的实质性关系”标准熟悉,因而使得交易有了更多不确定性。同时,对购买人身份的核实过程涉及投资者所不愿提供的敏感财务信息,因此,谨慎的发行人宁愿利用既有的 506(b) 规则。<sup>[55]</sup>

较之已经运行了三十多年的旧的 506 规则,允许公开劝诱的 506(c) 规则生效至今只有两年多。发行人对于新规则的接受需要一定时间,“合理步骤”标准的进一步明确有赖于发行人与 SEC 之间更多的对话和互动。值得注意的是,506(c) 规则并没有取代原来已经被证明成功的 506 规则,而是额外地为发行人增加了融资途径,因此,不能单纯以 506(c) 规则与 506(b) 规则被发行人利用的相对数据来衡量 506(c) 规则的成败。此外,公开劝诱禁令取消两年多以来,并没有出现论者之前所担心的投资者保护问题和欺诈事件。总之,值得进一步关注和评估 506(c) 规则的运行效果,包括发行人对该规则的利用情况以及欺诈与风险事件的发生。

## 四、评价与启示

### (一) 对美国取消公开劝诱禁令的评价

#### 1. 积极作用

D 条例下的 506 规则是美国证券法上最为成功的注册发行豁免。

---

[54] See <http://www.thecorporatecounsel.net/blog/2015/09/rule-506c-updated-stats.html>, 2015 年 9 月 19 日访问。

[55] See Keith F. Higgins, *Director, Division of Corporation Finance*, Keynote Address at the 2014 Angel Capital Association Summit, Washington, D. C., March 28, 2014, available at <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370541320533>, 2015 年 10 月 4 日访问。

其基于最高法院 SEC v. Ralston Purina 判决的精神,将对投资者自我保护能力的判断客观化为“获许投资者”概念,从对受要约人特征的关注转向对证券实际购买人的关注,为交易提供了更多的确定性,受到了发行人的欢迎。然而,D 条例中的公开劝诱禁令由于过于模糊和宽泛而阻碍了企业融资,长期以来备受学界和业界诟病。禁令的取消大大减少了私募发行的不确定性,发行人既可以向其客户和社区进行融资宣传,也得以利用报刊、电视、广播、互联网以及社交媒体等公开传播方式推介其证券,从而极大地扩展了潜在投资者的范围,减少了搜寻合格投资者的成本,有助于降低企业的融资成本和缩小初创企业的融资缺口。因此,禁令的取消受到了各界的广泛好评。

尤其值得称赞的是,此次修法并未完全否定传统的公开劝诱禁令的作用,而是在通过新的 506(c) 规则的同时保留了传统的私募发行规则,允许企业自由选择采取新的公开劝诱方式或传统的非公开劝诱方式进行私募发行。这让那些已经习惯于公开劝诱禁令的企业继续利用其与现有客户建立的既存的实质性关系进行推介,同时为那些缺乏既存实质性关系的客户资源的企业提供了新的融资途径。可以预见,取消禁令后的 D 条例私募发行将会进一步为企业提供公开发行业以外的融资渠道。

## 2. 风险与担忧

在对禁令的取消进行称赞的同时,不应忽视取消禁令所可能带来的投资者保护和欺诈等问题。事实上,国会和 SEC 均认识到,允许发行人利用公开劝诱广泛地吸引投资者,可能会让那些事实上并不是获许投资者的人参与到 506(c) 规则的证券发行中。<sup>[56]</sup> 基于此,SEC 详尽地规定了对购买人身份进行核实的合理步骤。这些步骤能否在不过于增加发行人成本的前提下有效甄别获许投资者,特别是考虑到购买人财务信息的隐私问题,发行人和投资者是否会愿意使用 506(c) 规则作为新的融资途径,均有待于市场的进一步发展和时间的检验。

禁令的取消还可能引发欺诈的增加。毕竟,在禁止公开劝诱的情况下,欺诈者的行为一旦过于公开,将更容易引起监管者的注意。而在

---

[56] See Eliminating the Prohibition against General Solicitation, p. 8.

取消禁令后,监管者更难区别欺诈的投资计划和合法的私募发行。为防止私募发行中的欺诈以及对私募市场持续监控,SEC在通过506(c)规则的同一天通过了“坏孩子规则”,<sup>[57]</sup>并起草了《D条例、D表格及156规则的修订规则》(以下简称《修订规则》)。<sup>[58]</sup>其中,“坏孩子规则”禁止犯有特定证券相关犯罪或受到相关惩戒的发行人利用506规则进行私募发行,而《修订规则》则要求私募证券的发行人对劝诱材料中进行风险警示,提供关于发行的额外信息以供SEC对市场进行监控。

禁令取消后的另外一个担忧是获许投资者是否能够真正地自我保护。获许投资者的标准自从D条例最初制定的1982年以来至今已经有30多年。随着通货膨胀和收入的增长,获许投资者所涵盖的投资者范围越来越广。同时,很多学者对仅仅基于财富标准的获许投资者制度的合理性提出了质疑。<sup>[59]</sup>在公开劝诱禁令被取消之前,根据“既存的实质性关系”标准对投资者进行筛选,限缩了投资者的范围,大量的符合获许投资者条件的人实际上并不能接触到私募发行的机会和风险。在禁令取消之后,获许投资者标准成为保护投资者的最后一道屏障,其是否能够担当此重任?殊值疑问。SEC在上述《修订规则》中已经就“获许投资者”标准的修改面向公众征求意见。从根本上看来,获许投资者能否自我保护的问题与前述对于欺诈等问题一样,都是一个需要实践检验的问题。SEC应持续保持对私募发行市场的监控,收集和分析相关数据,并根据市场变化调整监管政策和规则。

### 3. 理论争议

公开劝诱禁令的取消还引起了证券发行理论上的争议和悖论。毕竟,公开劝诱禁令长期以来被认为是私募发行与公开发行的区分

---

[57] *Disqualification of Felons and Other “Bad Actors” from Rule 506 Offerings*, Securities Act Release No. 9414 (July 24, 2013) 78 FR 44730 - 01.

[58] *Amendments to Regulation D, Form D and Rule 156 under the Securities Act*, Securities Act Release No. 9416 (July 24, 2013) 78 FR 44806.

[59] See e. g., Howard M. Friedman, *On Being Rich, Accredited, and Undiversified: The Lacunae in Contemporary Securities Regulation*, 47 Okla. L. Rev. 291 (1994).

重要标志,是私募发行之所以为私募的原因所在。<sup>[60]</sup> 禁令的取消进一步模糊了私募发行与公开发行的界限,允许公开劝诱的 506(c) 规则被业界、监管者和学界称为“公开发行/要约的私募发行”(publicly offered private offerings)<sup>[61]</sup>或“‘公开的’ 506 规则发行”(“public” Rule 506 offering)<sup>[62]</sup>或“‘公开的’私募发行”(“public” private offering)<sup>[63]</sup> 足见其引发的语言和逻辑上的混乱。国会意识到“允许公开劝诱的私募发行”这一概念可能引发的误解,因而在《1933 年证券法》中新增了第 4(b) 节规定“根据 SEC 制定的 506 规则所进行的证券要约与销售并不因其使用了公开劝诱和公开广告而在联邦证券法下被视为公开发行”<sup>[64]</sup> 这一规定并未消除逻辑上的矛盾,D 条例的 506 规则是 SEC 基于《证券法》第 4(a)(2) 节而制定的。然而,SEC 在起草 506(c) 规则时仍然认为,公开广告与第 4(a)(2) 节下私募发行的主张是不相容的,因而,在 506(c) 规则以外的第 4(a)(2) 节私募发行中不得使用公开的信息交流方式以吸引投资者。<sup>[65]</sup> 可见,将 506(c) 规则的发行视为第 4(a)(2) 节下的私募发行仅仅是一种法律技术上的处理,与传统的私募发行在性质上存在差异。

尽管在立法技术上存在着逻辑矛盾,但公开劝诱与私募发行的立法目的和制度要义并无本质冲突。正如美国最高法院在 SEC v. Ralston Purina 判决中指出的,公开发行与私募发行的界限应取决于投

---

[60] See U. S. GEN. ACCOUNTING OFFICE, *SMALL BUSINESS: EFFORTS TO FACILITATE EQUITY CAPITAL FORMATION* 1 (2000), available at <http://www.gao.gov/archive/2000/gg00190.pdf>, at 30.

[61] See Robert B. Robbins, 2015, *Practical Implications of the Jobs Act Changes to Private Placements: Rule 506(c), Crowdfunding, and Reg A +*, The American Law Institute Continuing Legal Education, ALI - CLE Course Materials, March 19 - 21, 2015.

[62] See Keith F. Higgins, *Director, Division of Corporation Finance*, Keynote Address at the 2014 Angel Capital Association Summit, Washington, D. C., March 28, 2014, available at <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370541320533>, 2015 年 10 月 4 日访问。

[63] See Manning Gilbert Warren III, *The Role of the States in the Regulation of Private Placements*, 102 Ky. L. J. 971 (2013 - 2014).

[64] JOBS Act § 201(b)(2) (codified at 15 U. S. C. § 77d(b) (2012)).

[65] See *Eliminating the Prohibition against General Solicitation*, p. 5.

投资者是否需要《证券法》的保护。<sup>[66]</sup>对发行方式的限制,包括对公开劝诱的禁止,仅仅是在确保私募发行的投资者不需要《证券法》的保护时的一个考虑因素,并非私募发行的必要条件。如果实际购买证券的投资者足够成熟并能自我保护,那么对公开劝诱的禁止就是不必要的。通过要求发行人采取合理步骤核实购买人的获许投资者身份可以保证投资者的成熟度和自我保护能力,符合私募发行的立法目的。因而值得作为一种新的监管方案予以尝试。

## (二)对我国私募发行制度的启示

我国证券私募发行采取了与美国D条例502(c)规则类似的公开劝诱禁令。《证券法》第10条第3款规定,“非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式”,这确立了在私募发行中禁止公开劝诱的基本原则。《证券投资基金法》对于非公开募集基金进一步要求:“不得向合格投资者之外的单位和个人募集资金,不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介”。<sup>[67]</sup>法律对于“广告”、“公开劝诱”和“变相公开方式”均缺乏明确的界定且三者的关系也不清楚。<sup>[68]</sup>涉及私募发行的行政规章如《信托公司集合资金信托计划管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》等关于公开劝诱的禁止性规定各不相同,且与上述《证券法》和《证券投资基金法》的规定存在矛盾。<sup>[69]</sup>此外,公开劝诱的问题还与“特定对象”及其人数、“合格投资者”等要求

[66] Securities & Exchange Commission v. Ralston Purina co. 346 U. S. 119(1953).

[67] 参见《证券投资基金法》第92条。

[68] 从对“公开劝诱”的文义解释出发,“广告”显然应该属于“劝诱”的一种,但立法既然将“广告”与“公开劝诱”并列,那么,《证券法》第10条中的“公开劝诱”只能解释为“广告”以外的公开劝诱方式。从立法论的角度,似可将“广告”和“变相公开方式”等对于私募发行宣传推介方式的要求均纳入“公开劝诱”的概念之下。

[69] 参见梁清华:“我国私募禁止一般性招揽制度的构建——借鉴美国证券私募发行方式”,载《政法论坛》2014年第1期。

交错纠缠在一起。<sup>[70]</sup>显然,我国证券法律中的公开劝诱禁令的内容有待于进一步明确和统一。

通过对美国公开劝诱禁令取消的立法与实践的考察,有必要反思公开劝诱禁令存在的必要性和取消禁令的可能性。尽管对于公开劝诱的限制和禁止伴随着私募发行制度的产生和发展已经有 80 多年的历史,但通过对美国公开劝诱禁令历史的考察可以发现,公开劝诱禁令一直缺乏坚实的法律和理论基础,其最初是 SEC 和法院基于“不涉及任何公开发行”这一模糊的立法语言而认定的一个相关考虑因素,后被 SEC 确立为构成私募发行的必要条件,然而却没有给出任何理由。美国最高法院在 SEC v. Ralston Purina 判决中给出了界定公开发行与私募发行的区分标准:对于公开发行与私募发行的区分并不应仅从字面来理解,而应从证券立法的目的和私募发行的功能出发。私募发行是面向不需要证券法保护的投资者的发行,因此,私募发行制度的构建应该围绕着如何甄别和遴选出“不需要证券法保护”亦即“能够自我保护”的投资者。获许投资者是“能够自我保护”的投资者的客观化标准,而对私募发行的宣传推介方式的要求则致力于有效地甄别和遴选“获许投资者”。公开劝诱禁令是甄别和遴选“获许投资者”的一种有效的方式,但并非唯一的方式,更不是私募发行制度的目标之所在。事实上,美国取消禁令的立法即表明,通过在允许公开劝诱的同时要求发行人采取合理步骤核实购买人的合格投资者身份同样能够达到遴选出不需要证券法保护的投资者的目标。这一遴选机制能够让发行人充分利用互联网信息交流方式的优势,接触到更多的成熟投资者,为企业提

---

[70] 例如,有参与《证券法》立法的人士指出,如果特定对象过多,实质性属于变相的公开发行。参见李飞主编:《中华人民共和国证券法(修订)释义》(第1版),法律出版社 2005 年版,第 17 页。从《证券投资基金法》第 92 条的规定看,既不能通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会等公开劝诱的方式进行募集,也不能向不特定对象宣传推介。然而,证监会却认为“可以通过讲座、报告会、短信、微信等可以控制宣传推介对象和数量的方式,向事先已了解其风险识别能力和承担能力的特定对象进行宣传推介”,与对上述立法的解释存在矛盾之处。参见李飞主编:《中华人民共和国证券投资基金法释义》,法律出版社 2013 年版;中国证监会发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》,载证监会网站, [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201408/t20140822\\_259481.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201408/t20140822_259481.html), 2015 年 10 月 8 日访问。

供了融资便利;同时,通过合理的制度设计和执行,不会损害投资者保护的目标。

综上,我国对于私募发行中宣传推介方式的要求应该采取开放的态度:一方面,应进一步完善目前的公开劝诱禁令,为市场主体提供更加明确和可操作的规则;另一方面,可以尝试在一定程度和范围内允许在私募发行中进行公开劝诱,同时要求发行人采取合理的步骤确保购买人符合合格投资者的标准。禁止公开劝诱与允许公开劝诱的两套规则并不存在矛盾之处,而是作为两类并行的私募发行方式存在,属于互相补充、替代和竞争的关系。

同时,应注意的是,对公开劝诱禁令的完善和取消应在《证券法》修改的大背景下进行系统的制度设计,尤其是与合格投资者制度的完善、特定对象的明确等私募发行基本制度设计的完善相结合,并应通盘考虑“证券”范围的扩大对私募发行制度的影响以及私募发行与注册制和其他注册豁免制度的替代与补充关系。