

美国私募发行中公开劝诱禁止的取消

彭冰

摘要:证券私募发行中,一般都禁止采用公开宣传方式。但2012年美国颁布的JOBS法第201条取消了私募发行中的公开劝诱禁止。这是私募监管重点从关注受要约人转为关注最终购买人这一变化的必然结果。在适当调整和提高投资者保护水平之后,允许私募采用公开发行业方式,会起到降低企业融资成本,同时不会大幅度降低投资者保护水平的效果。

关键词:私募发行;公开劝诱禁止;发行方式;公开发行的私募

中图分类号:D922.28 **文献标志码:**A **文章编号:**0257-5833(2017)04-0089-11

作者简介:彭冰,北京大学法学院教授 (北京 100871)

2012年4月,美国颁布《工商创始企业推动法》(Jumpstart Our Business Startups Act,以下简称JOBS法),^①为了促进创业和增加就业,大幅度调整了证券法的监管框架,除了人们最关注的第三章——关于众筹的规定外,第二章也引人注目。该章规定:只要私募发行证券的购买方都是获许投资者(Accredited Investor),可以不适用“一般性劝诱或广告禁止”规则,即在私募发行中取消了公开劝诱禁止的规定。

私募发行,向来禁止公开劝诱——大张旗鼓地宣传看起来明显不符合私募发行的非公开性质。但禁止公开劝诱的理论基础却一直备受质疑,自上个世纪80年代以来就不断有学者讨论和关注。美国证券交易委员会(Securities Exchange Commission, SEC)也曾经试图取消过公开劝诱禁止,却以失败告终。直到2012年,美国国会通过颁布JOBS法,明确要求SEC必须部分取消公开劝诱禁止的监管要求,最终形成了规则506(c)条的新豁免要求——以公开劝诱方式私募发行证券。

取消公开劝诱禁止,是私募发行的监管重点从关注受要约人转为关注最终购买人的必然结果。在经过一定的制度调整、提高投资者保护水平之后,允许私募发行采用公开劝诱的方式,可以降低企业融资成本,但同时仍然可以实现对投资者的保护。

2014年以来,中国也启动了《证券法》修订程序,证券私募发行制度也面临重大调整。同时,中国证券投资基金业协会也对私募投资基金的募集活动予以规范,禁止私募基金的公开劝诱活动。因此,美国取消公开劝诱禁止的实践对中国有一定的借鉴意义,值得研究。

本文结构如下:第一部分讨论公开劝诱禁止制度在美国证券监管中的兴起历程与适用,第二部分讨论美国法如何取消公开劝诱禁止制度;第三部分分析取消公开劝诱禁止的理论基础,其中

收稿日期:2017-01-18

①该法中文译本由荣浩、顾晨翻译,发表于《互联网金融与法律》第6期,全文可参见北京大学金融法中心网站, <http://www.finlaw.pku.edu.cn/hulianwangjinrongyufalv/guokanDetail/4251>。

包括美国SEC曾经试图放弃公开劝诱禁止而最终失败的得失经验;第四部分讨论JOBS法取消公开劝诱禁止制度之后,SEC为再次平衡企业融资便利和投资者保护之间关系,在投资者保护方面所做的制度加强,以及学者对此次变革的意见;第五部分则结合中国现实,讨论在中国证券法中也应当创设允许公开劝诱的私募豁免制度;最后是一个简短的结论。

一、公开劝诱禁止在美国法上的兴起与适用

中国《证券法》第10条第三款规定:非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和其他变相公开发行人方式。此即中国法上对于公开劝诱禁止的法律条文。追本溯源,该条来自美国证券监管的实践。但美国证券法中其实并没有像中国证券法这样明确禁止公开劝诱的条款,这是SEC在实践中发展出来的规则,并最终在2012年被JOBS法强令部分取消。这是私募法律制度发展历史上一段颇为曲折的历程。

(一)公开劝诱禁止规则的兴起

虽然公开劝诱禁止制度来自美国,但美国证券法却根本没有像中国证券法那样明文规定过公开劝诱禁止。这一切都是美国证券监管者揣摩立法者意图的结果。

1933年,为了应对1929年股市崩盘,在罗斯福政府的新政推动下,国会通过了《证券法》(Securities Act),确立了现代证券法的范本。1933年《证券法》以强制信息披露制度为核心,^①在保护投资者的同时,也给企业融资带来了巨大成本。对于某些融资类型来说,这些成本或者不合适,或者过高,因此,法律提供了一些豁免安排,其中最主要的是私募豁免和小额豁免。^②

1. 私募豁免中的公开劝诱禁止

私募豁免的法律依据是1933年《证券法》第4(a)(2)条,该条不过寥寥一句话:“不涉及公开发行的发行人交易”(transactions by an issuer not involving any public offering),根本没有提及公开劝诱禁止。但1933年《证券法》并没有对什么是“不涉及公开发行”做出界定,寻找对非公开发行,即私募的界定方法,因此成为SEC和法院的任务。

1935年,SEC的首席律师伯恩斯(General Counsel, John J. Burns)发布了一个解释公告,明确了SEC界定非公开发行的6大因素:(1)受要约人数;(2)受要约人之间的关系;(3)受要约人与发行人之间的关系;(4)发行证券的数量;(5)发行的规模;(6)发行方式。^③当时SEC正执着于以人数标准作为界定私募的主要方法,因此,没有将公开劝诱作为一个因素明确提出。不过,其中第1、2、3和6这四个因素都与公开劝诱有些关系。向很多人发出要约,既构成了公开劝诱,也是一种公开发行,不符合私募标准。即使涉及人数不多,但向谁发出要约,也可能影响到发行的性质,例如,向随机挑选的路人劝诱,显然是公开发行。受要约人之间的关系及其与发行人的关系,涉及到如何挑选受要约人,因此与公开劝诱密切相关。至于直接采用公开劝诱方式发行,显然更不符合私募标准。

在1953年的Ralston案中,美国最高法院明确否定了SEC的人数标准。^④在该案中,Ralston Purina公司每年向经过挑选的员工群体发行股票,购买股票的员工人数超过400人,其中有些员工在公司中处于比较低级的职位。SEC提起诉讼,认为这些发行涉及人数众多,构成了公开发行。下

①关于这套制度的详尽论述,可参见James D. Cox, et al., *Securities Regulation: Cases and Materials*, 7th Edition, pp.249-260, Wolters Kluwer 2013.简化的讨论,可参见Robert B. Thompson & Donald C. Langevoort, "Redrawing The Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital Raising", 98 *Cornell Law Review* 1573 (2013).

②相关豁免制度,详尽的论述可参看James D. Cox, et al., *Securities Regulation: Cases and Materials*, 7th Edition, pp.249-260, Wolters Kluwer 2013.也可参考郭雳《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社2004年,第41-50页。

③Letter 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 (Jan. 24, 1935).

④SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953).

级法院则并不同意SEC的观点,认为这些发行是单位内部的发行,没有采用公开劝诱的手段,并且是针对那些管理层认为值得挽留和拟未来提升的员工群体发行,在发行范围上有所限制,符合私募发行的标准。^①

美国最高法院则持不同意见。最高法院认为界定私募要考虑证券法的立法目的,即“证券法是通过提供那些投资者在决策时所需要的全面信息来保护投资者”,私募豁免的范围是那些实际上不需要证券法提供保护的场合。因此,第4(a)(2)条所豁免的私募交易,应当是那些向能够保护自己的人发行的交易。这样一来,SEC的人数标准是没有必要的,下级法院认为的单位内部发行不涉及公开劝诱的标准也是不对的,界定私募的标准应当是“受要约人能否保护自己”,例如“受要约人是否有获取信息的能力”,关注的重点应当是这些受要约人是否需要发行注册制度的保护。

具体到本案,最高法院认为Ralston Purina的发行不符合私募标准:其挑选员工的标准,并没有表现出这些人能够自行获得注册所要求披露的信息。^②

Ralston案将界定私募的焦点从发行对象的人数和发行方式转向了受要约人的性质和特性上。不过,对于如何理解受要约人能够自己保护自己或者能够自行获得相关信息的能力,下级法院则有不同的解释。有些法院强调发行人与购买人之间的关系;有些法院强调购买人的成熟程度;有些法院则看重发行人披露信息的类型和受要约人的人数。这带来了很大的混乱。^③

尽管混乱,但人数标准不再是界定私募的唯一、甚至重要的标准。在Ralston案后,受要约人的成熟程度、信息披露是否足够或者能够获得这些信息的可能性,这三个要素成为界定私募豁免的重要因素,受要约人的人数只是成为估算受要约人是否成熟、是否获得了足够信息披露或者有能力获得信息披露的一种替代。

正是在这个时期,SEC开始提出以公开劝诱禁止作为界定私募的一个重要因素。在一些案例中,当发行人与受要约人存在个人联系,并且没有使用广告或者投资银行、券商等中介时,发行更容易被视为是私募发行。^④

SEC在1962年发布的解释规则中第一次明确提出公开劝诱禁止。该解释主要针对私募发行人向公众发出要约的行为。为了遏制这种行为,该解释明确规定:与不受限制的或者素无关系的潜在购买人谈判、交流,或者向他们发布公开劝诱,以确定他们是否愿意接受证券要约,不符合该交易私募的性质,即使最终购买人是少数富有经验的人。^⑤

SEC在1974年发布的规则146,试图为私募发行提供明确的“安全港”规则,SEC在其中第一次正式全面地规定了私募中的公开劝诱禁止制度。^⑥尽管规则146被证明是失败的尝试,但SEC在此基础上改进并最终于1982年颁布了大获成功、迄今仍然生效的条例D。^⑦条例D中的第502(c)条就沿袭了被废除的规则146,明确规定了公开劝诱禁止制度,并生效至今。条例D第502(c)条规定:“(c)限制发行方式。……发行人及其代理人不应采取任何形式的公开劝诱或者公开广告的方式要约或者销售证券,包括但不限于:(1)在报纸、杂志或者类似媒体上或者在电视、广播上刊登、发布广告、文章、通知或其他信息传递形式;(2)通过公开劝诱或者公开广告的方式邀请大众参与任何讲座或者会议……”

2. 小额发行豁免中公开劝诱禁止

条例D中包含了三个豁免,其中规则506是私募豁免,规则504和505则是小额豁免。第502(c)

①SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953).

②SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953).

③相关分析可以参见William K. Sjostrom, Jr., “Direct Private Placements”, 102 *Kentucky Law Journal* 947 (2014).

④相关分析,参见Patrick Daugherty, “Rethinking The Ban on General Solicitation”, 38 *Emory Law Journal* 67 (1989).

⑤ Non-public Offering Exemption, Securities Act Release No. 4552, 1 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P2770, at 2919-20 (Nov. 6, 1962)

⑥关于规则146的介绍,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,第89-96页。

⑦关于条例D较为详尽的论述,请参见郭雳《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社2004年,第97-113页。

条对公开劝诱的禁止,不仅仅适用于规则506的私募豁免,也适用于规则504和规则505的小额豁免。

尽管有学者认为对小额豁免适用公开劝诱禁止没有理由,^①但也有学者认为,小额豁免确实与公开劝诱禁止有关。^②小额豁免的法律基础是1933年《证券法》第3(b)条的规定。该条规定SEC应当豁免那些不超过500万美元的发行,只要金额不大或者发行受到限制(by the reason of the small amount involved or the limited character of the Public offering)。

依据该条,条例D的规则504豁免了金额100万美元以下的发行;规则505豁免了金额500万美元以下的发行,但要求其只针对获许投资者和一定人数的成熟投资者。规则504和规则505都必须遵守公开劝诱禁止规则。^③

2016年10月26日,SEC宣布将规则504的豁免发行金额提高到了500万美元,同时废除了规则505。该修改和废除将在2017年1月和3月分别生效。不过,修改后的规则504仍然必须遵守公开劝诱禁止规则。^④

(二)公开劝诱禁止的解释适用

禁止公开劝诱,说起来容易,适用起来却面临很多的困难。适用公开劝诱禁止规则,必须明确回答三个问题:(1)什么是公开劝诱?在公开媒体上发布广告,当然构成公开劝诱,但除此之外,向多大范围的人群发布信息,会构成公开劝诱?有具体人数限制吗?(2)公开劝诱的内容是什么?公司发布的产品广告显然不在公开劝诱禁止的范围之内,只有涉及要约或者发售证券的公开劝诱才需要禁止。但什么时候是产品广告、什么时候是配合证券发行的劝诱,有时则很难区分;(3)发布公开劝诱的主体是谁?发行人及其明确宣布的代理人发布的公开劝诱被禁止没问题,但如果是第三人发布的信息,何时这些第三人会被认为是发行人的代理人?显然,对这三个问题的解答,都非常复杂,SEC的解答也并不都令人满意,存在很多模糊地带,为寻求私募豁免的发行人带来了不确定性。

1. 什么是公开劝诱

规则502(c)条对公开劝诱没有定义,只是列举了两类行为:(1)通过在报纸等媒体发布广告;(2)举办讲座或者宣讲会,邀请公众参与。这两类行为都使用了可以触及一般公众的媒体,因此可以明确:使用大众传播媒介会构成公开劝诱。但如果没有使用大众传播媒介,只是采用定向信息传递的方式,在多大传播范围内会构成公开劝诱?

对于这一问题,SEC发展出了所谓“事前实质关系”理论(pre-existing relationship requirement)。SEC认为:在向投资者劝诱销售证券之前,发行人与投资者之间就应当存在某种关系,这种关系应当是实质性的并且持续了一段时间,从而能够使得发行人或其代表人了解投资者的财务状况或者成熟程度。尽管SEC宣称事前关系不是界定公开劝诱的唯一因素,但实际上,SEC从来没有发布过一个无异议函(no-action letter),在缺乏事前关系时认定其不构成公开劝诱。^⑤

因此,在界定某些行为是否构成公开劝诱时,SEC主要关注发行人与投资者之间的关系,当发行人与投资者之间事前存在关系时,一般不会认为存在公开劝诱。投资银行已经存在的客户被认为属于此种事前关系。这些投行因此可以作为私募发行的渠道,为发行人提供客户基础。投行会

① Patrick Daugherty, "Rethinking The Ban on General Solicitation", 38 *Emory Law Journal* 67 (1989).

② William K. Sjostrom, Jr., "Relaxing The Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offering", 32 *Florida State University Law Review* 1 (2004).

③ William K. Sjostrom, Jr., "Relaxing The Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offering", 32 *Florida State University Law Review* 1 (2004).

④ 参见 SEC Release No. 33-10238, "Exemptions to Facilitate Intrastate and Regional Securities Offerings", <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10238.pdf>.

⑤ 相关分析,请参见 Patrick Daugherty, "Rethinking The Ban on General Solicitation", 38 *Emory Law Journal* 67 (1989).

因此收取发行金额10%的费用,许多时候还会从发行人处获得股权。^①

2. 公开劝诱的内容

一般的产品广告当然不是公开劝诱禁止的对象,但如果一个公司在私募发行证券的同时大做其产品广告,就很可疑。SEC认为,对此不但要分析广告的内容,还要分析特定广告在证券发行中的作用。^②但这需要分析个案的具体情形,SEC并没有给出明确的标准。

3. 发布公开劝诱的主体

发行人及其指定的代理人如果发布公开劝诱,当然在禁止之列。按照SEC的解释,发行人的关联人如果发布此类信息,除非特殊情况,均被视为是在代表发行人。但如果是独立第三方,则需要具体分析。^③

在一个案例中,第三方机构定期收集和发布需要私募融资的公司信息,列明其中的发行人会向第三方提供信息并支付费用,该第三方被SEC认为构成了发行人的代理人。在另一个案例中,第三方从公共渠道收集私募融资信息发布,并不向发行人收取费用,则得到SEC的认可,不违反公开劝诱的禁止,但SEC要求第三方发布的信息应当是全面的、客观的,没有经过挑选并不附加评论。^④

二、公开劝诱禁止制度的衰落

获许投资者概念在条例D中的适用大获成功,但随着条例D对获许投资者的强调,公开劝诱禁止的重要性也开始逐步下降。获许投资者概念的理论基础是:根据其标准挑选出来的投资者,具有自己保护自己的能力和能力。既然投资者能保护自己,又何必需要禁止私募发行中的公开劝诱呢?

实践中,SEC对公开劝诱的禁止极大限制了私募发行的范围,给企业融资带来了巨大障碍。因此,SEC也一直在考虑是否需要放松甚至取消对公开劝诱的禁止,但在一系列调整和放松禁令的尝试后,彻底取消公开劝诱禁止的尝试失败了。2012年,失去耐心的立法者直接通过JOBS法命令SEC部分取消私募中的公开劝诱禁止。

1. 2012年之前SEC对取消公开劝诱禁止的尝试

实际上,SEC早就认识到公开劝诱禁止对私募融资的阻碍。1995年SEC曾经公开征求过意见,讨论是否应该取消该禁止。^⑤后来,在保留该禁止的情况下,SEC也颁布了一系列具体规则,以减轻公开劝诱禁止对发行的影响,这些规则包括:(1)规则135c:主要为公众公司提供豁免,让他们在私募发行时履行报告义务;^⑥(2)规则135e:主要为外国私募发行人在境外举办新闻发布会提供豁免;^⑦(3)规则155:对于那些公开发行人没有成功转而寻求私募融资的发行人适用,虽然公开注册也构成了公开劝诱,但可以在此规则下得到豁免;^⑧(4)条例A:条例A是小额豁免,允许发行额度在500万美元以下的发行豁免注册。SEC在1992年发布了规则254,允许条例A下的发行,可以在正式启动发行程序之前向公众宣传,以便测试公众的兴趣,即所谓的“试水(Test The Waters)”。不过

① Larissa Lee, "The Ban Has Lifted: Now Is The Time To Change the Accredited-Investor Standard", 2014 *Utah Law Review* 369 (2014).

② Patrick Daugherty, "Rethinking the Ban on General Solicitation", 38 *Emory Law Journal* 67 (1989).

③ Patrick Daugherty, "Rethinking the Ban on General Solicitation", 38 *Emory Law Journal* 67 (1989).

④ Patrick Daugherty, "Rethinking the Ban on General Solicitation", 38 *Emory Law Journal* 67 (1989).

⑤ Exemption for Certain California Limited Issues, Release No. 33-7185 (June 27, 1995).

⑥ Simplification of Registration and Reporting Requirements for Foreign Companies; Safe Harbors for Public Announcements of Unregistered Offerings and Broker-Dealer Research Reports, Securities Act of 1993 Release No. 33-7053, Securities Exchange Act of 1934 Release No. 34-33918 (Apr. 19, 1994).

⑦ See Offshore Press Conferences, Meetings with Company Representatives Conducted Offshore and Press-Related Materials Released Offshore, Securities Act of 1933 Release No. 33-7470, Exchange Act of 1934 Release No. 34-39227 (Oct. 10, 1997).

⑧ Integration of Abandoned Offerings, Securities Act of 1933 Release No. 33-7943 (Jan. 26, 2001).

SEC对这些书面宣传材料的内容做了具体规定,并要求在发布前提交SEC备案。^①

除此之外,SEC一度试图在规则504的小额发行中取消对公开劝诱的禁止。规则504是条例D下规定的小额豁免,豁免100万美元以下的发行融资。规则504在1982年发布的时候,是禁止公开劝诱的,在该豁免下发行的证券也是限制证券,禁止转售。在1992年,SEC修改了规则,取消了规则504下的公开劝诱禁止和转售限制。但在1999年,SEC再次修改规则,回到1992年之前,仍然禁止公开劝诱和转售,宣告取消公开劝诱禁止的尝试失败。SEC宣称回归老路的主要原因,是因为在改革期间发生了大量的小额发行欺诈。^②

2. 2012年JOBS法对公开劝诱禁止的部分取消

可能是基于规则504变革失败的教训,SEC一直对放松小企业融资监管持怀疑态度。但2008年全球金融危机之后美国的经济增长乏力,迫使国会采取行动。2012年,美国在国会两党一致支持下,迅速通过了JOBS法,该法第二章明确要求SEC采取措施取消规则506私募发行中的公开劝诱禁止。^③

JOBS法第201条中的a条要求SEC修改公开劝诱禁止的规则,只要私募发行中最终所有证券购买人均获许投资者,可以不适用该规则。c条还明确规定:任何人不会因为提供平台或机制允许证券发行、销售,或者允许证券发行人通过网络、面谈及其他方式运用一般劝诱、广告或者类似方式进行证券发行与销售,或者提供了诸如尽职调查等相关辅助服务,而被认定为证券经纪商。^④简而言之,JOBS法第201条的主要内容是两个:(1)在购买人都是获许投资者的时候,私募发行可以采用广告或者公开劝诱手段;(2)提供发布证券广告的平台或者中介人不构成证券经纪商。

SEC认为JOBS法对公开劝诱禁止的取消并不是排他性规则,仅仅是现有私募规则的一个补充。因此,SEC最重要的私募发行规则506中,增加了第506(c)条,允许按照该条的私募发行采取公开劝诱的方式。那些愿意采取传统私募融资方式、不使用公开劝诱方式的发行人,仍然可以适用规则506(b)条。该规则于2012年8月29日公开征求意见,2013年7月10日正式发布,2013年9月23日生效实施。^⑤

SEC对规则506下取消公开劝诱禁止的修改,主要体现在这几个方面:(1)在规则506下的私募发行允许采用公开劝诱方式;(2)不能仅仅因为公开劝诱而将发行定义为公开发行;(3)要求购买人都是获许投资者;(4)要求发行人采取合理的步骤确认购买人是合格投资者;(5)限制某些“坏人”不得参与此类公开宣传的私募发行。^⑥

三、取消公开劝诱禁止的理由

公开劝诱禁止不是投资者保护的必然要求,而是证券法区分公开发行和私募发行的产物。不

①参见条例A的规则254。

② Revision of Rule 504 of Regulation D, the "Seed Capital" Exemption, Release No. 33-7644 (Feb. 25, 1999). 关于规则504的历史分析,可以参见C. Steven Bradford, "Securities Regulation and Small Business: Rule 504 and The Case For An Unconditional Exemption", 5 *Journal of Small and Emerging Business Law* 1 (2001).

③ JOBS法第二章其实是立法妥协的产物,一方面立法者希望提供不受监管的众筹豁免,解决创业企业和中小企业融资难题,但另一方面反对者则担心投资者保护制度的缺乏。在第三章对于公募众筹豁免制度加强了投资者保护要求之后,议员McHenry提出了一个第二章的草案,并被迅速通过。这一条款因为在实践中可能被用于互联网上的私募融资,因此也被称为私募众筹条款。关于这一立法过程的介绍和关于这一条款从众筹角度的分析,请参见Janson W. Parsont, Crowdfunding: "The Real and the Illusory Exemption", 4 *Harvard Business Law Review* 281 (2014).

④ JOBS法第201条,中文译本参见北京大学金融法中心网站, <http://www.finlaw.pku.edu.cn/hulianwangjinrongyufalv/guokanDetail/4251>.

⑤ SEC Release No. 33-9415, <http://www.sec.gov/rules/final/2013/33-9415.pdf>.

⑥ SEC专门发布了一个规则限制坏人参与此类私募发行,与上述取消公开劝诱禁止的规则同时发布,参见SEC Release No. 33-9414, <http://www.sec.gov/rules/final/2013/33-9414.pdf>.

过,虽然表面看起来,禁止公开劝诱直接与私募发行不涉及公开的性质相匹配,但若从学理上探究,则与SEC最初在私募界定时采用的人数标准一样,缺乏合理性。

1. 公开劝诱禁止与投资者保护

公开劝诱禁止虽然有助于限制欺诈的传播,但并没有起到真正保护投资者的作用。公开发行证券一般采用强制信息披露制度来保护投资者,但在私募发行中,按照美国最高法院在Ralston案确立的原则,保护投资者主要靠的是投资者的自身资质——私募发行中的投资者是那些能够自己保护自己的投资者——对此,条例D用了获许投资者的概念来界定。公开劝诱禁止对获许投资者的保护是没有意义的。

公开劝诱的发行方式,看起来违背了私募不涉及公众的性质,但只要坚持最终购买人符合获许投资者的标准,就不会损害公众投资者。固然,因为私募发行追究虚假陈述责任比较困难,允许公开劝诱可能导致证券欺诈信息广为扩散,容易为公众投资者获得。但这些公众投资者因为不符合获许投资者的标准,不能参与私募发行,不能购买私募发行的证券,即使其受到私募发行中公开劝诱的欺诈,其利益也不会受到损害。公众投资者既然没有购买股票,即使其阅读了无用甚至欺诈的私募发行广告,也不过是损失了一些时间和精力而已。

因此,即使禁止公开劝诱确实可能减少证券欺诈行为——当欺诈发行不能采用公开劝诱手段时,受到其欺骗的投资者显然会减少。但是需要仔细考虑利弊:为了保护公众投资者不阅读这些欺诈信息而禁止公开劝诱,可能导致那些合法发行人无法触及更多的获许投资者,无法获得企业发展所必须的资金;而公众投资者则实际上因为不能购买这些欺诈发行的证券而根本不会受到投资损失。在坚持获许投资者标准的情况下,公开劝诱禁止所带来的成本远远大于其收益。

SEC对规则504改革的失败需要仔细分析。首先,规则504是小额发行,其对发行对象没有获许投资者的资格要求,因此,一旦允许公开劝诱,这些欺诈信息就很容易直接影响到公众投资者。其次,从SEC事后总结来看,在1992年规则504改革之后,主要盛行的欺诈行为是所谓的“吹捧与倾销”模式(pump and dump scheme),即发行人先依据规则504向自己的关系人发行股份,然后利用网络和不良证券经纪商在BBS、股吧等大肆吹捧股票,抬高股价,将其销售给受害投资者。^①公开劝诱只能在吹捧中起到一定作用,但最终欺诈能够发生主要是因为规则504下发行的股票没有转售限制。^②因此,在要求购买人必须是获许投资者,同时对股票还有限售要求的情况下,放开公开劝诱禁止并不会对投资者产生很大的危害,却会在很大程度上便利创业企业和小企业的融资。

2. 公开劝诱禁止限制了信息交流

公开劝诱禁止实际上限制了私募市场的信息交流。公开劝诱禁止限制了发行人的信息披露,在实质上违背了现代证券监管的核心价值:信息公开原则。投资者、发行人和监管者都因此受到了损害。

因为私募信息不能公开出现,一般的投资者无法获知私募信息,无法了解私募作为一种投资渠道的价值。这可能导致那些本来有资格参与私募的获许投资者因缺乏相关信息而没有加入私募市场,因为其在成为获许投资者之前,缺乏了解私募市场的机会。私募筹资者则因为不能公开在市场上竞争,既可能无法获得更为合理的价格,也因为不能接触到更广泛的投资者人群,导致筹资成本高昂。投资者也因为私募发行人之间的竞争不充分,无法获得更多的私募信息,无法选择更好的投资对象。对于监管者来说,因为私募不披露信息,导致监管者对私募的监管几乎处于黑暗状态。监管者很难发现私募发行中对投资者的欺诈行为,很难比较不同私募发行的条件。^③

① Revision of Rule 504 of Regulation D, the "Seed Capital" Exemption, Release No. 33-7644 (Feb. 25, 1999).

② William K. Sjostrom, Jr., "Relaxing the Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offering", 32 *Florida State University Law Review* 1 (2004).

③ William K. Sjostrom, Jr., "Relaxing the Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offering", 32 *Florida State University Law Review* 1 (2004).

3. 公开劝诱禁止给企业融资带来了巨大成本

要求在私募中,发行人与投资者之间存在事前关系,当然有其价值:其一,事前关系的存在,说明受要约人已经对发行人或者发售人有所了解,或者有能力获得相关信息;其二,更重要的是,事前关系使得出售方可以有基础对未来的投资人是否成熟做出判断。但事前关系并不一定是认定受要约人成熟的唯一方法,在某些场合甚至不是主要方法。一种不过是出售方确定受要约人成熟度的程序性方法,不应当被认为是决定性的方法,更不应该被上升为一般性的规则。

以事前实质关系来解释公开劝诱,给创业企业和小企业融资带来了巨大的成本。证券发行从本质上来说,也是一种销售,也需要市场推广。公开劝诱禁止几乎限制了发行人的市场推广活动,使得中小企业几乎很难找到私募投资者,也很难说服投资银行愿意为其提供私募发行服务。^①因此有学者评价说:在证券法中,妨碍小企业融资的,几乎没有比公开劝诱禁止更大的障碍了。^②

按照获许投资者的标准,2012年美国获许投资者的人数在870万人左右,掌握的财富是全体美国人财富的70%以上,但在2012年参与创业企业和小企业投资的获许投资者只有9.1万人。^③换句话说,只有1%左右的获许投资者加入了投资,虽然其中有些人可能不愿意参与投资,但也不否认有许多人是在公开劝诱禁止下,因为与私募发行人或者投资银行没有事前关系,而被排除在私募投资的范围之外,根本无法获取私募融资的信息。许多学者认为,这种投资者和企业之间的信息不匹配,是造成早期创业企业资金缺乏的主要原因。^④

四、取消公开劝诱禁止后的投资者保护

鉴于对投资者保护的担心,SEC在制定取消公开劝诱禁止规则时,提供了一些额外的投资者保护措施。尽管这样,还有一些学者认为取消公开劝诱禁止破坏了便利企业融资和投资者保护这两种利益之间的平衡,因此提出了一些改进措施。

(一)SEC在取消公开劝诱禁止时提供的额外投资者保护

按照JOBS法第201条的规定,取消公开劝诱禁止的前提是购买者都是获许投资者。SEC提供的额外保护措施主要是两种:(1)发行人必须采取合理步骤确信购买人为获许投资者;(2)禁止某些“坏人”适用规则506的私募发行。

1. 发行人必须采取合理步骤确信购买人为获许投资者

获许投资者的概念按照SEC的定义,主要包括8类,^⑤可以分为三种类型:一种是特殊性质的机构,例如银行、保险公司等,其资质本身就符合获许投资者的要求;另一种是要求达到一定财产标准的机构,例如总资产超过500万美元的公司、合伙;第三种是自然人。自然人也可以分为三类:一种是发行人的董事、高级管理人员,另一种是净资产超过100万美元的自然人,最后是年收入连续

① Alexis A. Geeza, "Put Your Money Where Your Mind Is: Protecting the Markets in the Age of Post-JOBS Act Rule 506 Offerings", 45 *Seton Hall Law Review* 581 (2015).

② Stuart R. Cohn & Gregory C. Yadley, "Capital Offense: The SEC's Continuing Failure to Address Small Business Financing Concerns", 4 *N.Y.U. J. L. & Bus.* 1, 36 (2007).

③ Jason W. Parsont, "Crowdfunding: The Real and The Illusory Exemption", 4 *Harvard Business Law Review* 281 (2014).

④ William K. Sjostrom, Jr., "Relaxing The Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offering", 32 *Florida State University Law Review* 1 (2004).

⑤ 条例D的规则501界定了获许投资者概念,主要包括八种类型:(1)银行、储贷协会或者类似组织,保险公司、投资公司、企业开发公司、小企业投资公司、总资产超过500万美元的雇员福利计划等;(2)《投资顾问法》所规定的私人商业开发公司;(3)非为获取发行证券目的而设立的任何公司、商业信托、合伙,其总资产超过500万美元;(4)总资产超过500万美元,非为获取发行证券目的而设立的一般信托机构;(5)发行人的任何董事、高级管理人员、一般合伙人、或者该发行人一般合伙人的任何董事、高级管理人员或一般合伙人;(6)在购买证券时,个人净资产或与配偶共同的净资产超过100万美元的自然人,在净资产计算时扣除自用住宅的价值;(7)在最近2年的每1年中,个人收入超过20万美元,或者与配偶收入合计超过30万美元,且合理预期在本年度收入可达同样水平的自然人;(8)其全体所有人都属于上述获许投资者的任何主体。

两年平均超过20万美元的自然人。获许投资者的理论基础是这些人具有自我保护的能力,因此不需要证券法的特别保护。

在取消公开劝诱禁止的同时,要求发行人必须采取合理步骤确定购买人是获许投资者,是提高投资者保护水平的表现。

不过,发行人采取什么样的步骤确定购买人的资质才算合理?这其中最为困难的是对自然人资质的确定,尤其是涉及净资产和年收入,除了隐私保护的考虑外,净资产还涉及到要在资产总额中扣除负债,而确定负债相对比较困难。

SEC对于发行人如何采取合理步骤确定购买人是获许投资者,规定了基本原则:即发行人应当根据具体的情景和场合确定购买人是否为获许投资者。SEC认为发行人应当考虑:(1)购买人的性质(是机构还是自然人以及是哪类机构等)和购买人宣称自己符合哪种获许投资者类型;(2)发行人掌握了购买人信息的范围和类型;(3)发行的方式,例如购买人是如何参与到发行中来的,以及发行是否对最低投资金额有要求等。^①

鉴于这种原则性的规定不够明确,SEC在规则中提供了四种非排他性的方式供发行人选用:(1)对于年收入:发行人可以要求投资者提供纳税证明(Internal Revenue Service form)来证明自己过去2年的收入,并提交一份手写声明,证明自己在未来一年收入还能达到此标准。(2)对于净资产:发行人可以使用银行、券商或者其他证券持有机构的声明、存单、税务估算、评估报告等来证明购买人的资产;发行人可以依赖征信局出具的信用报告来证明购买人的负债,同时投资者必须书面声明所有负债都已经披露。(3)发行人还可以依赖注册券商、注册投资顾问、注册律师或者审计师的声明,这些声明声称在过去3个月内已经证实了购买人的身份。(4)若购买人作为获许投资者曾经参与过发行人以前的规则506发行,则发行人可以此为基础,只需要投资者声明其还符合获许投资者标准即可。^②

2. 禁止“坏人”参与

为了减少欺诈,SEC特地制定了禁止“坏人”参与规则506私募的规则——增加了规则506(d)条。所谓禁止“坏人”参与条款,其实类似我们的消极资格条款,就是当发行人及其相关人在发行之前因为从事证券欺诈或者违反证券法而被处以行政处罚或者刑事制裁,则取消其援引规则506豁免的资格。

按照SEC的2013年7月颁布的禁止“坏人”参与的新规则:当发行人及其董事、高级管理人员及其他参与发行的人员、持有发行人20%以上股份的股东、发行人的承销商,当发行人为投资基金时其基金管理人,有规定的违法行为时,发行人就不能援引规则506条,豁免发行注册。

这些违法行为包括:因买卖证券时提及虚假材料,被判有罪或者被处罚;此前被金融监管机构市场禁入;被取消券商或者投资顾问资格;因故意违反证券法的反欺诈条款而被处罚;被券商自律组织或者交易所取消成员资格;因虚假陈述被处罚;或者因其他证券发行行为被处罚等。^③

(二)学者的改进建议

尽管学者对公开劝诱禁止也有很多批评,但当JOBS法颁布以及SEC按照JOBS法的要求正式发布规则,创设了规则506下的新规则,允许以公开劝诱方式私募发行后,学者们又纷纷提出了自己的担心。例如,此前坚决要求取消公开劝诱禁止的Sjostrom, Jr.教授,就表达了自己对于私募监管失衡的担心。在回顾了自上个世纪90年代以来一系列促进企业融资便利的措施,以及降低投资者保护水平的措施之后,鉴于私募融资规模日渐庞大,作者表达了对于监管失衡过于偏向企业融资便利的担心,甚至认为可能产生系统性风险。^④

① SEC Release No. 33-9415, <http://www.sec.gov/rules/final/2013/33-9415.pdf>.

② SEC Release No. 33-9415, <http://www.sec.gov/rules/final/2013/33-9415.pdf>.

③ 参见SEC Release No. 33-9414, <http://www.sec.gov/rules/final/2013/33-9414.pdf>.

④ William K. Sjostrom, Jr., "Rebalancing Private Placement Regulation", 36 *The Seattle University Law Review* 1143 (2013).

也有一些学者对取消公开劝诱的基础——获许投资者概念的效用提出了怀疑,认为应该重新考虑该概念的设定。^①学者的建议包括:增加对成熟金融经验的要求,要求有金融教育背景、金融行业从业经验等因素,甚至通过考试以证明投资者具有金融经验。在要求有成熟金融经验的基础上,财富标准则可以降低,例如净资产可以降到50万美元,年收入可以降到10万美元。^②

也有人提出,应当限制每个获许投资者在单一私募项目中的投资额度,例如净资产的10%,以便分散风险。^③

五、对中国的启示

中国《证券法》第10条第三款明确规定:非公开发行,不得采用广告、公开劝诱和变相公开发行的方式,明确禁止了私募发行中的公开劝诱行为。对于什么是广告、公开劝诱,《证券法》没有界定,中国证监会也没有解释。国务院办公厅在其发布的《关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知》(2006年12月12日国办发[2006]99号)中明确规定:“非公开发行股票及其股权转让,不得采用广告、公告、广播、电话、传真、信函、推介会、说明会、网络、短信、公开劝诱等公开方式或变相公开方式向社会公众发行”,对公告、公开劝诱行为进行了一些列举。

不过,虽然中国证券法上明确规定了公开劝诱禁止的条文,但中国证监会对此的解释却没有像美国SEC那样严苛。迄今为止,中国证监会对于公开劝诱禁止没有规定诸如“事前实质关系”之类的标准。在实践中,一些私募网站发布融资信息,只要坚持了合格投资者标准,证监会也没有因其采用了公开劝诱的方式予以禁止。

不过,最近对公开劝诱禁止的适用有从严的趋势。2016年,中国证券投资基金业协会发布《私募投资基金募集行为管理办法》(以下简称《办法》),^④以自律规制的方式,规范私募基金的募集行为。

《办法》中明确提出,针对公众(不特定对象),私募基金募集机构只能公开宣传私募基金管理人的品牌、发展战略、投资策略等一般信息。只有履行了特定对象确定程序,才能向这些投资者推介私募基金。而特定对象确定程序,是采取问卷调查等方式,对投资者风险识别能力和风险承受能力进行评估。投资者应当以书面形式承诺其符合合格投资者标准。^⑤

《办法》也对通过互联网推介私募基金做出了规定,要求募集机构通过互联网在线向投资者推介私募基金之前,应当设置在线特定对象确定程序,投资者应承诺其符合合格投资者标准。《办法》对于在线特定对象确定程序也有详尽的规定。^⑥

《办法》的这些规定就有些类似于美国SEC对公开劝诱禁止的规定了,虽然特定对象确定程序相比美国还算宽松,还没有到“事前实质关系”的程度。但要求投资者填写问卷调查或者在线确定特定对象,无疑会阻碍很多合格投资者加入。

但与美国类似,中国创业企业和中小企业也面临巨大的融资困难。中国在经历了持续的经济增长之后,也有大批的高净值客户手中握有闲散的资金需要投资。这些高净值客户大部分符合合格投资者的财富标准,完全可能成为私募股权众筹的投资者。因此,中国现实中也有需要,为向更为广泛的合格投资者群体推广私募发行提供合法性和确定性。这对减轻中国创业企业和中小企

① Larissa Lee, “The Ban Has Lifted: Now Is the Time To Change the Accredited-Investor Standard”, 2014 *Utah Law Review* 369 (2014).

② Larissa Lee, “The Ban Has Lifted: Now Is the time To Change the Accredited-Investor Standard”, 2014 *Utah Law Review* 369 (2014).

③ Larissa Lee, “The Ban Has Lifted: Now Is the time To Change the Accredited-Investor Standard”, 2014 *Utah Law Review* 369 (2014).

④ 参见中国证券投资基金业协会:《私募投资基金募集行为管理办法》第16-18条。

⑤ 中国证监会2014年在《私募投资基金监督管理暂行办法》(证监会令第105号)中规定:“私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力,投资于单只私募基金的金额不低于100万元且符合下列相关标准的单位和个人:(1)净资产不低于1000万元的单位;(2)金融资产不低于300万元或者最近三年个人年均收入不低于50万元的个人。”

⑥ 参见中国证券投资基金业协会:《私募投资基金募集行为管理办法》第20条。

业的融资困难意义重大,也是支持目前国务院提倡的“互联网+”^①大力发展的基础制度保障。

取消针对合格投资者发行中的公开劝诱禁止,有利于将私募搬到互联网上,利用互联网可以动员更多的资金参与私募,为创业企业和中小企业提供更多资金支持,发展所谓的私募股权众筹。

实际上,在2015年提交全国人大讨论的《证券法修订草案》一审稿中,第16条确实规定了一个类似美国JOBS法第二章的条款。一审稿的第16条规定:向合格投资者的公开发行人,可以豁免注册,并同时规定了合格投资者的具体标准。^②

六、结论

私募的传统界定主要有两个标准:发行对象和发行方式,本文讨论的主要是发行方式作为一种私募界定标准的衰落。虽然表面看来,采用公开劝诱方式似乎与私募的性质相违背,但只要坚持最终购买人必须是合格投资者,以公开劝诱方式发行证券,本质上还是私募,不会损害公众投资者的利益。

然而,私募发行采用公开劝诱方式,直觉上与私募的“非公开发行”的本质还是有所抵触,这也许是美国证券监管者在取消用人数标准界定私募之后,屡遭批评,却迟迟不取消公开劝诱禁止的主要原因。然而,公开劝诱禁止为私募发行人带来了巨大的成本,在经济发展迟缓的困扰之下,经济诉求终于压倒情感诉求,2012年,美国JOBS法终于为取消公开劝诱禁止打开了一扇大门。

考虑到中国中小企业融资的艰难,中国也有必要取消对私募发行的公开劝诱禁止,这有助于扩大创业企业和中小企业的融资渠道。特别是在互联网盛行的时代,这可能开辟出企业私募融资的新天地——将私募搬到互联网上,利用互联网动员更多的资金参与私募,为创业企业和中小企业提供更多资金支持。

目前,中国在《证券法修订草案》中提出了一个类似的豁免规定,即《证券法修订草案》第16条。在完善配套制度的基础上,这一规定应当予以保留。

(责任编辑:徐远澄)

Abolishing The Ban on General Solicitation in U.S.

Peng Bing

Abstract: In private placement, general solicitation will be banned. But in Sec.201 of 2012 JOBS Act, general solicitation was permitted in private placement, if the purchasers are all accredited investors. This is the result of the changing focus of regulation, which transfer from offerees to purchasers. The legislator thinks abolishing the ban of general solicitation will not hurt the investors, and will help capital formation of enterprises, if make some changes to regulation D.

Keywords: Private Placement; the Ban on General Solicitation; Advertising; Regulation D

① 2015年7月,国务院发布《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》(国发[2015]40号),提出要:“鼓励互联网企业依法合规提供创新金融产品和服务,更好满足中小微企业、创新型企业 and 个人的投融资需求”,同时要“加快‘互联网+’相关立法工作,研究调整完善不适应‘互联网+’发展和管理的现行法规及政策规定。”

② 迄今为止,《证券法修订草案》的全文并未正式公布,但某些学术网站已经刊登出较为可靠的全文。本文对修订草案的引用,均来自“中国金融服务法治网”,具体请参见:<http://www.financialservicelaw.com.cn/article/default.asp?id=4777>。其中第16条规定:“向下列合格投资者公开发行人证券,可以豁免注册或者核准:(1)国务院及其金融行政管理部门批准设立的金融机构或者认可的境外机构;(2)前项规定的金融机构管理的证券投资基金以及其他投资性计划;(3)实缴资本不低于三千万元、所持有或者管理的金融资产净值不低于一千万元的投资公司或者其他投资管理机构;(4)实缴资本或者实际出资额不低于五百万元、净资产不低于五百万元的除金融机构以及投资管理机构以外的其他企业;(5)年收入不低于五十万元、金融资产不少于三百万元、具有二年以上证券、期货投资经验的个人。国务院证券监督管理机构可以根据市场情况变化,调整合格投资者的条件”。