

## 模糊的边界:析美国证券公开发行 与非公开发行之融合

徐明\* 杨柏国\*

**摘要:** 证券发行并不是简单而清晰的公开发行与非公开发行二分法。自 2000 年以来,美国资本市场创新的融资方式模糊了证券<sup>①</sup>公开发行和非公开发行之间的界限。全球资本市场的竞争以及美国当下证券监管法规使得两种发行方式的融合在所难免,但这同时也对 SEC 提出了新的挑战。如何在面对这种融合时在促进资本形成和投资者保护之间取得平衡亦值得中国借鉴。

**关键词:** 非公开发行 监管 投资者保护

### 引言

近年来,国内私募<sup>②</sup>市场发展迅速。不仅活跃

---

\* 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 本文“证券”一词的定义为美国 1933 年《证券法》Section 2(a)(1),非我国《证券法》第 2 条的涵义。

② “私募”一词在国内目前被混用,缺乏明确的界定,包括私募证券、私募投资、私募股权等。

于二级证券市场的“阳光私募”<sup>③</sup>受到中小证券投资者追捧,而主要投资于上市前(Pre-IPO)公司的私募股权(PE)<sup>④</sup>也因为创业板的财富神话而吸引各路资金蜂拥而入。但是,不可否认的是,国内私募市场在立法、监管、执法等方面存在严重不足甚至空白,私募市场实际上处于一种“野蛮生长”状态。

追根溯源,“私募”本质上是相对于“公募”即公开发行(public offering)而言的非公开发行(private offering)<sup>⑤</sup>证券募集资金的行为。<sup>⑥</sup>关于私募,最具有影响力的成文法规定始见于1933年美国《证券法》。<sup>⑦</sup>以1933年《证券法》和1934年《证券交易法》为核心,美国证券监管法规、监管部门(如美国证券交易委员会,Stock Exchange Commission,简称SEC)针对公开发行和非公开发行采取了明显不同的监管态度、原则和方法。这种二分法后为日本、中国台湾地区等所借鉴。

2005年10月27日公布修订后的中国《证券法》第10条和第13条首次对非公开发行作出规定。其中,第10条中规定“非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式”;第13条规定“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”。2007年9月17日中国证监会颁布了《上市公司非公开发行股票实施细则》。近几年,面对国内私募市场的“野蛮生长”以及其中暴露出来的问题,<sup>⑧</sup>有识之士积极呼吁对私募尽快加强立法和执法,以保护投资者。

值得注意的是,作为包括中国在内的多个国家和地区证券非公开

---

③ “阳光私募”并无官方或学界给出的定义。目前国内的“阳光私募”,主要是指通过信托方式募集资金,由投资顾问公司(即通常意义上的“阳光私募”公司)负责投资决策,主要投资二级市场的一种集合理财方式。

④ PE的全称是private equity,源于美国,国内翻译为“私募股权”,主要投资于非上市公司的股权。

⑤ 又可以译为private placement。

⑥ 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。此外,在本文中,“私募”一词等同于“非公开发行”。

⑦ 参见1933年美国《证券法》的Section 4(2)、Section 4(6)等章节的规定。

⑧ 符燕艳:“阳光私募三羊突然清盘”,参见网页<http://finance.caing.com/2010-01-06/100104136.html>,2010年8月4日访问。

发行立法和执法借鉴对象的美国,自2000年以后,随着金融创新的深入和全球资本市场的激烈竞争,证券公开发行和非公开发行的边界变得日益模糊,而且这种融合也对美国证券监管提出了新的挑战,SEC在某些方面也作出了积极的立法回应。研究这种融合,不仅能更加清晰地辨析证券公开发行和非公开发行之间的异同,而且也有助于进一步厘清目前国内对两者之间简单切割所可能产生的误导性认知。

## 一、美国证券公开发行与非公开发行的二分法

### (一) 投资者能否自我保护——美国证券发行二分法的根本原则

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》旨在通过提供充分的信息披露,以保护投资者免受欺诈,同时还设定了具体的民事责任、公平交易和诚实的道德准则。第5章是1933年《证券法》的核心之一,该章规定任何人发行、出售证券如未向SEC注册即是违法的。国会也认识到,“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”,<sup>⑨</sup>要求证券发行注册则是低效率的。因此,第4(2)节对第5节进行了豁免,规定“发行人不涉及公开发行的交易”免于注册。<sup>⑩</sup>这意味着,作为一个常识性的规定,公开发行必须向SEC注册,非公开发行不需要注册。

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等在适用上的各种纷争之后,美国联邦最高法院1953年在SEC V. Ralston Purina Co.案<sup>⑪</sup>中的决定,成为这一问题截至今天最为原则性和基础性的理论。该案中Ralston Purina是一个种子和谷物的制造与分销商,其每年向经过选择的雇员发行普通股。几年间,超过400个雇员购买了这些普通股,其中包括不少低职位的雇员。该案的焦点在于这种发行是否是非公开性的,是否可以适

<sup>⑨</sup> H. R. Rep. No. 73-85, at 5.

<sup>⑩</sup> 1933年美国《证券法》Section 4(2)的原文是“transactions by an issuer not involving any public offering”,俗称“九字条款”。

<sup>⑪</sup> 346 U. S. 119(1953).

用1933年《证券法》第4(2)节的规定,即是否可以豁免向SEC注册?最初审理该案的下级法院认为,Ralston Purina的证券发行应该豁免注册,因为“Ralston Purina进行的是内部发行,没有任何招揽行为,而且仅仅是向经管理层选择认为值得挽留或未来有升职空间的雇员销售有限的证券”,<sup>⑫</sup>因此不构成公开发行。

美国联邦最高法院推翻了上述观点,认为豁免注册与否应根据1933《证券法》的立法目的来进行解释。《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(既包括一级市场的发行,也包括二级市场的转售)应当是“没有运用证券法的实际需要”。因此,第4(2)节中的“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”。<sup>⑬</sup>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”,“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,作为Ralston Purina证券出售对象的那些人“没有办法获取在注册中所需披露的那些信息的途径”,因此该发行不能适用第4(2)节所规定的注册豁免。<sup>⑭</sup>

自此,判定是否属于非公开发行不再以此前的受要约人的人数多少为依据,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,并从而无须《证券法》注册程序提供的保护。

## (二)美国证券公开发行和非公开发行差异的具体表现

SEC V. Ralston Purina Co.案的判决在提供了区分公开发行与非公开发行的原则的同时,也给下级法院、SEC等留下了进一步予以充实的任务,包括:如何判定受让人是否可以自我保护、是否有获取信息的途径以及其他有关事项。美国各层级法院使用Ralston Purina案判决的方式也是多种多样的。有的法院强调发行人和证券购买者之间的关系(relationship);有的法院聚焦于投资者的“成熟度”(sophistication);还有法院则强调对证券购买者的信息披露以及受让人的数量。对此,有

<sup>⑫</sup> 346 U. S. 119(1953), at 119.

<sup>⑬</sup> 346 U. S. 119(1953), at 120-125.

<sup>⑭</sup> 346 U. S. 119(1953), at 127.

专家对第4(2)节的适用作出了如下描述：

这简直是一团糟。发行人被告知各种因素都和是否能适用 Section 4(2)有关,但是其从来没有获知在这个调制过程中正确比例的提示。这个救命的食谱是保密的,就如同一个移动的目标,发行人从来不确定何时可以命中。<sup>⑮</sup>

关于第4(2)节适用的不确定性无疑提高了非公开发行的交易成本以及发行人的担忧和挫折感。

幸运的是,SEC 通过批准、修改、重塑各种规定扫清了私募发行的“一团糟”,这种做法在1982年通过D条例<sup>⑯</sup>中的Rule 506时达到了顶点。Rule 506是第4(2)节非排他性的安全港规则,也就是说,如果某个发行符合Rule 506的规定,也就符合第4(2)节的豁免规定。要使用该安全港规则,发行必须满足如下条件:(1)可以向无数获许投资者发行;(2)向不超过35人的非获许投资者发行;(3)募资的额度没有限制;(4)不得在证券发行中进行一般性招揽或广告(general solicitation and advertisement)。<sup>⑰</sup> D条例下的Rule 501(a)对获许投资者进行了定义,包括银行、保险公司、共同基金,某些特定机构投资者,个人净资产超过100万美元、个人年收入超过20万美元或联合年收入超过30万美元,发行人的管理层和董事。<sup>⑱</sup> 该安全港规则同时要求,非获许投资者必须是成熟的(sophistication),或者发行人有理由相信他们是成熟的。“成熟”的含义,是指投资者“具有金融商业领域的知识和经验来评估潜在投资的风险和收益”,既可以是本人拥有上述成熟度,也可以是在一个或多个购买者代表的协助下拥有。<sup>⑲</sup>

获许投资者是消除第4(2)节适用中“一团糟”状况的核心概念。如果发行人在私募发行中排除了非获许投资者,实际上许多发行人也是这么做的,则发行人无须再对潜在投资者进行一个事后可能被SEC

---

<sup>⑮</sup> Ray Garrett, Jr., *The Private Offering Exemption Today*, in *Forth Ann. Inst. On Sec. Reg. 3*, 10-11.

<sup>⑯</sup> D条例即 Regulation D。

<sup>⑰</sup> See 17 C. F. R. § 230. 506, 502.

<sup>⑱</sup> See 17 C. F. R. § 230. 501.

<sup>⑲</sup> See 17 C. F. R. § 230. 501.

或法院否认的主观性成熟度判断。对此,SEC曾作出如下分析:

获许投资者解决路径是基于获许投资者能够进行自我保护而无须注册程序保护的假定,这也就满足了 Rule 506(6)(1)的要求,同时无须发行人再对投资者的成熟度作一个主观性的判断。绝大多数的分析人士也相信 Rule 501(a)中规定的获许投资者有能力在第4(2)节下的豁免注册的发行中自我保护。<sup>②</sup>

至于信息的获取路径,D条例下的 Rule 506规定发行人必须要对所有购买证券的非获许投资者,在证券销售前的合理时间提供自身及发行有关的具体信息。该规则没有要求发行人对获许投资者提供信息,但规定发行人提供给获许投资者的任何信息必须同时提供给非获许投资者。而且,发行人需要给所有投资者,无论获许或非获许,提供“询问发行有关条件并得到回答的机会”。<sup>③</sup>此外,D条例下的 Rule 502禁止发行人或其代表通过任何“一般性招揽”或“广告”等方式招揽投资者。这一点笔者将在下文详细论述。SEC指出,这种禁止性做法旨在把私募发行的投资者限定在此前已经和公司或公司代表人有一个“实质性关系”(a preexisting, substantive relationship)的人。根据SEC的观点,这种限制之所以必须是因为SEC“在很长时间认为一般性招揽和广告把公开的特征置入了发行中”。因此,“禁止一般性展览和广告保证了发行的私募性”。<sup>④</sup>

综上,笔者对美国证券公开发行和非公开发行的主要区别用下表加以小结:

---

<sup>②</sup> Proposed Revision of Certain Exemptions From the Registration Provisions of the Securities Act of 1933 for Transactions Involving Limited Offers and Sales, Securities Act Release No. 6339.

<sup>③</sup> See 17 C. F. R. § 230. 506.

<sup>④</sup> Integration of Abandoned Offerings, Securities Act Release No. 33 - 7943.

表1 美国证券公开发行和非公开发行的主要区别

	公开发行	非公开发行
募资对象	投资者不受限制	投资者受到限制,核心为获许投资者
发行方式	可采用广告等公开方式	不得采用一般性招揽或广告等方式
监管方式	以综合信息披露和反欺诈为核心的严格监管	在信息披露等方面要求较低,监管相对较少
法律责任	以严格的反欺诈为核心的法律责任	不涉及与注册有关的反欺诈条款

在美国,涉及非公开发行的融资行为多种多样。在股权募资方面,中小企业创立初期的种子资金(seed capital)募集、成长阶段(start-up)向PE募资等环节都会涉及非公开发行的有关规定。而在证券二级市场以及金融衍生品市场,涉及非公开发行的典型是对冲基金(hedge fund)和集合理财工具(private pooled investment vehicles)。

## 二、美国证券公开发行与非公开发行的融合

尽管美国证券法规、各级法院的判例和SEC的条例规则看起来为证券公开发行和非公开发行构建了一个清晰的界限,但是资本和金融的创新力量总是在不断寻找突破的边界。本来清晰的界限上空正在出现隐隐约约的跨界桥梁。特别是自2000年以来,美国证券公开发行和非公开发行的融合表现得越发明显。

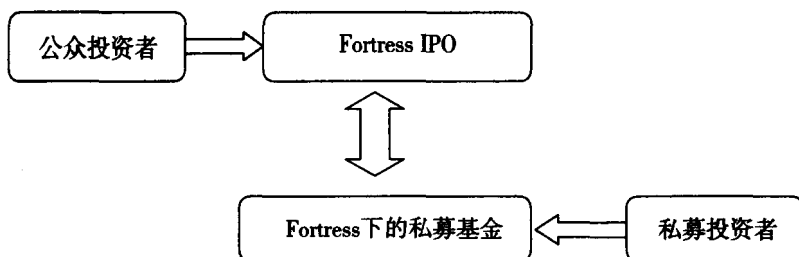
### (一)美国证券公开发行与非公开发行融合的具体表现

1. 对冲基金和私募股权基金管理公司的IPO。在美国,尽管对冲基金和私募股权基金的基金顾问公司(fund adviser)成功与否主要取决于其所管理的基金,但是不同于基金本身,这些管理公司并不天然地受1940年《投资公司法》的规范。由于这些基金顾问仅仅是从事对冲基金和私募股权基金业务的公司,因此,它们是美国联邦证券法规定下的常规公司。鉴于此,这些基金顾问公司可以公开募资而且不会违反《投资

公司法》。<sup>②</sup>

2007年2月8日, Fortress Investment Group, LLC 公司成功进行了 IPO<sup>③</sup>, 并且获得公开市场投资者的追捧, 创下了 27 倍的超额认购。<sup>④</sup> Fortress 的举动把证券公开发行(IPO)和非公开发行(Fortress 所管理的对冲基金和私募股权基金都是非公开发行的)联系起来。用一个图表或许更能清楚地反映这一融合。

表 2 基金管理公司 IPO 带来的公开发行和非公开发行的融合



受到 Fortress IPO 成功的感染, 更多的基金管理公司开始积极迎合这一投资需求。从 2007 年 2 月 8 日到 2007 年 12 月 31 日, 对冲基金和私募股权的管理公司进行 IPO 的分别有:

表 3 部分基金公司 IPO 简介<sup>⑤</sup>

基金公司	IPO 日期	募资额(包括绿鞋)	管理资产数额
Fortress Investment Group, LLC	2007 年 2 月 8 日	6.34291 亿美元	299 亿美元(截至 2006 年 9 月 30 日)
Blackstone Group L.P.	2007 年 6 月 21 日	41.33 亿美元	884 亿美元(截至 2007 年 5 月 1 日)
GLG Partners Inc.	2007 年 11 月 2 日	34 亿美元	大于 200 亿美元(截至 2007 年 6 月 1 日)
Och - Ziff Capital Management Group LLC	2007 年 11 月 13 日	11.52 亿美元	268 亿美元(截至 2007 年 4 月 1 日)

<sup>②</sup> Andrew J. Donohue, Testimony Concerning Initial Public Offerings of Investment Managers of Hedge and Private Equity Funds, <http://www.sec.gov/news/testimony/2007/ts071107ajd-2.htm>, 2008 年 8 月 11 日最后访问。

<sup>③</sup> IPO, 全称为 initial public offering, 首次公开发行。

<sup>④</sup> See Ben White, Retail Investors Get Fortress off to Flying Start on Wall Street, Fin. Times (Feb. 10, 2007).

<sup>⑤</sup> 转引自 Steven M. Davidoff, Black Market Capital, COLUM. BUS. L. REV. 172。



2. 特定目标收购公司。<sup>②</sup> 特定目标收购公司 (SPACs) 是指为收购一个或多个企业而专门组建的公司。私募股权基金通过 SPACs 的 IPO 来收购这些意向中的企业。在进行公开发行时,具体的收购对象还是不确定的,只有在公开发行后 SPACs 才会确定将收购哪些企业。<sup>③</sup>

由于一般有首次收购需占净资产 80% 的要求,SPACs 一般只收购封闭型公司。尽管有不少区别,但是在美国,SPACs 还是试图通过模仿私募股权的运作方式和结构来获得类似的高回报。譬如,SPACs 同样运用杠杆化来提高其收购的规模和潜在的收益,SPACs 的经理们在激励方式上也和私募股权基金类似,在成功完成收购后,经理们可以甚至获得收益的 20% 作为激励。

同基金管理公司 IPO 一样,投资者对 SPACs 的追捧也一直在升温。从 2003 年到 2007 年,144 个 SPACs 总共募资超过了 181 亿美元。2007 年,66 个 SPACs 通过 IPO 总共募集了 120.2 亿美元。同样,平均单个 SPACs 的募资也在增长。2005 年,超过 2/3 的 SPACs 的 IPO 不超过 1 亿美元,但是到 2006 年,40 个宣布 IPO 的 SPACs 总共募集 34 亿美元,其中超过一半的 SPACs 募集超过 1 亿美元。<sup>④</sup>

3. Rule 144 A 股权发行。在 2007 年完成的一个开创性交易中,美国顶级对冲基金管理公司 Oaktree Capital Management LLC. 以 8.8 亿美元的价格出售了其 15% 的股权。<sup>⑤</sup> 该交易之所以具有开创性是因为其不是通过 IPO,而此前一个公司如此大规模的股权发行传统上往往只有 IPO 一个选择。该开创性的交易是根据 1933 年《证券法》下 Rule 144 A<sup>⑥</sup> 规则进行的私募发行。Oaktree 发行的股权立即在高盛未登记股权柜台交易

<sup>②</sup> 特定目标收购公司的全称是“Special purpose acquisition companies”,简称 SPACs。

<sup>③</sup> See, e. g., Endeavor Acquisition Corp. Registration on Form S - 1, No. 333 - 128440, at 10(Sept. 20, 2005).

<sup>④</sup> See SPAC Analytics, Summary of SPACs, 参见网页 <http://www.spacanalytics.com>, 访问时间为 2008 年 8 月 2 日。

<sup>⑤</sup> See Moving the Market: Oaktree Stock Sale Completed, Wall St. J., May, 23, 2007, at C2.

<sup>⑥</sup> Rule 144A, See 17 C. F. R. § 230.144A: Private resales of securities to institutions.

市场<sup>②</sup>进行了交易。该市场是高盛专门为 Rule 144 A 股权证券交易而创设的。

Rule 144 A 可以让一个公司通过承销商向合格的机构投资者<sup>③</sup>发行和销售证券,而无须像 IPO 中所要求的那样向 SEC 注册。SEC 在 1990 年通过 Rule 144 A 旨在刺激美国非公开市场的发展。一般来说,非公开发行的证券相对于公开发行的价格上有个流动性折价,因为 SEC 对非公开发行的证券的转售设置了持有期以及其他限制性规定。Rule 144 A 最主要的创新在于规定 QIBs 可以在受监管的渠道中立即转售非公开发行的证券,从而降低流动性折价。

Rule 144A 发行市场起步缓慢,但迅速爆发。纳斯达克估计 2006 年通过 Rule 144 A 发行的债券和股权资本超过 1 兆亿美元,数年间每年增长 300%。<sup>④</sup>事实上,绝大多数通过 Rule 144 A 募集到的资本是债权,因为 Rule 144 A 中“不可替代性”(non-fungible)规定<sup>⑤</sup>使得大多数美国公众公司不能采用该发行。

外国公司也开始常规性地依赖 Rule 144 A 发行。与公开发行不同的是,Rule 144 A 发行允许外国公司利用美国资本市场的深度和广度,同时又不会触发 1934 年《证券交易法》规定的持续报告义务、公司治理、审计和 SOX<sup>⑥</sup>法案中的其他要求。

尽管如此,直到 Oaktree 交易,Rule 144 A 股权发行才被美国公司作为 IPO 的替代选择。在 Rule 144 A 通过 17 年后,Oaktree 这种融资方式才得以出现源于两个原因:(1)2002 年通过的 SOX 法案使得成为公众公司越发昂贵,降低了公开发行的吸引力;(2)Rule 144 A 股权集中交易市场,例如,纳斯达克 PORTAL 的出现提高了这些证券的流动性,提高了

---

<sup>②</sup> 高盛未登记股权柜台交易市场英文名为:GS Tradable Unregistered Equity OTC Market。

<sup>③</sup> 合格的机构投资者,Qualified Institutional Buyers (QIBs),参见 Rule 144A (a) (1) (i)。

<sup>④</sup> Press Release, NASDAQ Stock Market, Inc., NASDAQ's Electronic Trading Platform for the Rule 144A Private Placement Market Is Approved by the SEC(Aug. 1, 2007)。

<sup>⑤</sup> See 17 C. F. R. § 230.144A (d)(3)(i)。

<sup>⑥</sup> SOX 法案全称是 Sarbanes - Oxley Act, 萨班斯法案。

### Rule 144 A 发行的吸引力。<sup>⑤</sup>

但不可否认的是,Rule 144A 的明显效果就是模糊了公开发行和非公开发行的二分法。因为该规则允许在这种非公开发行中使用与公开发行同样的方式推销和销售证券。特别是 Rule 144A 发行中公司可以把证券首先销售给辛迪加(syndicate)承销商们。辛迪加承销商然后向 QIBs 再推销证券,就如同其在公开发行中向机构投资者推销的方式一样——通过销售电话、投资者会议、路演。此外,辛迪加承销商通过上述方式收集投资者们的各种兴趣信号和价格信息,进行发行定价,然后把证券交付给投资者。这种打着非公开发行旗号的融资方式,是否已经成为另一个仅限于 QIBs 玩家的公开发行市场?

4. 非公开发行价格与公开发行价格挂钩。另一种模糊公开发行和非公开发行之间区别的精巧设计是,非公开发行的价格根据可能进行的公开发行而定,而实际上公开发行并不一定能够进行。譬如,玛雅网络公司(Mayan Network Corporation)2000年10月20日通过非公开方式发行的2005年到期的7500万美元次级可转债,其每股转股价格最初为38.12美元,而实际转股价格则和公开的股权发行时间、价格挂钩。其中的一条设计是,如果公开的股权发行在2001年11月1日后,2002年11月1日前进行,则转股价格须小于公开发行价格的90%,或者为初始转股价格的90%。<sup>⑥</sup> 玛雅公司这种非公开发行给其提供了一种事先销售一个潜在的但仍未发生的IPO的机会。

从投资者的角度看,这种非公开发行具有很大的潜在吸引力,因为这为大量潜在受让方提供了一种以不高于随后IPO价格的投资机会,或者部分受让人本来就不能参与随后的IPO。参与非公开发行的投资者不仅无须在IPO后以高于发行价的价格在二级市场购买,而且可以在发行前就以一个折扣价进行投资。此外,由于转股价格随着时间的延长而更低,因此这种融资设计会激励玛雅公司尽可能早地进行IPO,这和那些意欲购买玛雅公司普通股的投资者的目标是一致的。

---

<sup>⑤</sup> William K. Sjostrom, Jr. The Birth of Rule 144A Equity Offerings, 56 UCLAL. REV. 409.

<sup>⑥</sup> Mayan Networks Corp., Confidential Offering Circular (Oct. 20, 2000), the Case Western Law Review, 2000.

美国联邦证券监管部门所担心的是,上述这种非公开发行的价格实际上是视公开发行而确定的,但是,这其中并没有向 SEC 履行公开证券发行所需的登记备案和信息披露。<sup>③</sup>

在笔者看来,这种把公开发行和非公开发行在价格上联系起来的设计也是二者融合的表现之一,因为价格在任何融资行为中非常重要的一个因素。

5. 美国对冲基金和私募股权基金在境外公开市场募资。由于美国对对冲基金和私募股权基金在公开发行等方面的严格监管,使得基金管理公司开始利用境外市场满足公众的投资需求和自身的资金需求。在资本市场全球化的今天,越来越多的美国私募股权基金和对冲基金走向境外以向公众募集资金。2006~2007年,26个私募股权、对冲基金、种子基金在伦敦交易所和欧洲交易所(EURONEXT)IPO,总共募资近150亿美元。<sup>④</sup>其中,KKR募资约50亿美元,阿波罗管理有限合伙在欧洲交易所和阿姆斯特丹共募资约15亿美元。

这些基金在欧洲兴盛有多种原因。首先,对美国基金管理公司来说,如果它们想从公众投资者那里募集到可永远使用的资金这可能是唯一有效的途径。其次,对其中部分基金管理公司来说,这是满足公众的投资需求给美国投资者提供的一个投资机会,因此,有些基金管理公司明确讨好美国的投资者。譬如,Ripplewood Holding LLC在7.29亿欧元的募资中,主要就是针对美国的投资者,该基金在布鲁塞尔欧洲交易所挂牌交易。<sup>⑤</sup>

此外,美国金融市场在过去十年间还创设出一些介于公开发行和非公开发行之间的其他融资方式。譬如,许多私募股权基金和对冲基金公司纷纷设立了商业发展公司。<sup>⑥</sup>这些公司主要投资与私募股权基金有关的债券。从2004年1月1日到2007年6月30日,15家BDCs进行了IPO,总共募集了约30亿美元。据估计,2006年,公开交易的BDCs约有

---

<sup>③</sup> Joseph A. Grundfest, *The Ambiguous Boundaries Between Public and Private Securities Markets*, 51 Case W. Res, 483, 2001.

<sup>④</sup> Steven M. Davidoff, *Black Market Capital*, COLUM. BUS. L. REV. 172.

<sup>⑤</sup> Steven M. Davidoff, *Black Market Capital*, COLUM. BUS. L. REV. 172.

<sup>⑥</sup> 商业发展公司, Business Development Corporations, BDCs.

170 亿美元。<sup>③</sup> 结构性信托收购公司<sup>④</sup>也是其中之一。STACs 是一种通过公开募资来收购事先看中的企业的证券(包括股权和债权),随后管理并运营这些企业,同时设定一个预设的收购日程。利用这种方式,基金管理公司可以渐次增加股权投资并向公众募集资金。自从 2005 年以来,有两家 STACs 进行了 IPO,共募资约 8.98 亿美元。

## (二)美国证券公开发行和非公开发行融合的原因

美国证券公开发行和非公开发行之所以出现上述融合,原因多种多样,在笔者看来,主要有以下几点原因:

1. 监管导致的资本市场供给与需求的不平衡。在美国,对冲基金和私募股权基金一直以高收益而著称,但是根据美国的证券监管法规,对冲基金和私募股权基金不得通过公开发行方式募资,而应该留在公开市场的外面,远离普通投资者。之所以作出这样的规定,监管部门的假定前提是普通投资者缺乏充分理解这些投资潜在的风险和收益的能力。但是,并非所有公众投资者均赞同监管部门的一番好意,毕竟投资对冲基金和私募股权投资可以带来公开市场上所不能比拟的高收益。此外,对冲基金和私募股权基金还具有多元化投资、良好的风险管理能力、可利用杠杆等优点。如此一来,一边是公众投资者对证券非公开发行充满兴趣,另一边是监管部门又禁止这些非公开发行去“招揽”公众投资者。当投资需求被压抑后,变相的供给开始出现,一些新的融资模式在设计时兼具了公开发行和非公开发行特征。譬如,上面提及的对冲基金和私募股权基金管理公司的 IPO、STACs 等。对于这一现象,美国有学者甚至将其称为黑市资本。<sup>⑤</sup>

2. 公开发行与非公开发行的利弊天平出现倾斜。传统上,相对于非公开发行,公开发行具有可获得一个更高的发行价、二级市场的收益更好、向社会传达一个成功公司的形象等优点;但同时也有不少缺点,公开发行需要的准备时间更长,发行的成本更高,包括律师费、会计费、投行承销商等,而且成为公众公司后还要遵守严格的信息披露。相对于公

<sup>③</sup> Geraldine Fabrikant, *Private Firms Use Closed - End Funds to Tap the Market*, N. Y. Times, Apr. 17, 2004, at C.

<sup>④</sup> 结构性信托收购公司, the structured trust acquisition company, STACs.

<sup>⑤</sup> Steven M. Davidoff, *Black Market Capital*, COLUM. BUS. L. REV. 172.

公开发行,非公开发行时间短、流程简便,而且成本更小;然而,非公开发行也有不足,如发行价一般低于公开发行,二级市场上的证券流动性要弱等。但是,以2002年通过的SOX法案为代表,各种对公众公司的监管措施使得公开发行和成为公众公司的成本急剧上升。一个研究公司估计,2006年公众公司因遵守SOX带来的成本高达60亿美元,2007年这一数据估计为59亿美元。<sup>④</sup> 公开发行和成为公众公司的各种成本的上升反过来促使了非公开发行越来越受到青睐。而为了克服传统非公开发行相较于公开发行的缺点,如流动性折价、转售限制、招揽投资者困难等,资本市场对非公开发行的边界进行试探性突破。譬如,为改变招揽投资者困难的局面,一些非公开发行开始利用互联网接触到越来越多的投资者。而Rule 144 A 股权发行的诞生及其在2007年后的快速发展,就是因为该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。有学者指出,SOX法案重新定义了美国的非公开发行市场。<sup>⑤</sup> 从另一个角度来说,也重新定义了美国的公开发行市场。

3. 全球资本市场竞争。为保证美国资本市场在全球的竞争力,SEC对公开发行和非公开发行的融合在一定程度上采取了放松监管的态度。尽管美国对非公开发行意欲进行较严格的监管,但是美国之外,特别是欧洲对非公开发行监管相对宽松,这使得美国一些发行人转向境外寻求募资,造成了美国资本外流。为了保证美国在全球资本市场中的竞争力,SEC等监管部门也不得不对一些兼具公开发行和非公开发行特征的融资方式采取了宽松的态度,甚至开了一点点“绿灯”。譬如,针对非公开发行和公开发行的价格相挂钩的问题,SEC制定的Rule 155被认为是一种受欢迎的监管放松。针对业界担忧的非公开发行和公开发行合并计算问题,Rule 155规定了一种非排他性的安全港规则。<sup>⑥</sup> 正如SEC在

---

<sup>④</sup> William J. Carney, *The Costs of Being Public After Sarbanes - Oxley: The Irony of "Going Private"*, 55 *Emory L. J.* 141, 144 -47 (2006).

<sup>⑤</sup> Elena Schwieger, *Redefining the Private Placement Market after Sarbanes - Oxley: NASDAQ's PORTAL and Rule 144A*.

<sup>⑥</sup> Joseph A. Grundfest, *The Ambiguous Boundaries Between Public and Private Securities Markets*, 51 *Case W. Res.*, 483, 2001.

Rule 155 通过的公告中所解释的那样,市场的快速变化使得发行人决定终止非公开发行,然后非常快速地寻求一个公开发行。同样,市场条件也会使得发行人在撤回上市申请书(registration statement)后立即进行非公开发行。<sup>④</sup>在这两种情形下,Rule 155 在非公开发行和公开发行之间规定了一个 30 天的冷却期(thirty-day “cooling off” period)。冷却期的目的在于确保两个发行之间有个干净的中断(clean break)。只要非公开发行和公开发行之间的间隔超过 30 天,就不会被合并计算。<sup>⑤</sup>

此外,SEC 制定 Rule 144A 的本意也是为了促进非公开发行市场的发展,并因此出现了 Rule 144A 股权发行。

对融资需求和投资者保护的均衡考量是美国证券监管中的核心命题。<sup>⑥</sup>其实,美国联邦证券监管部门对待公开发行和非公开发行融合的态度也是取决于对这一核心命题的理解。如果新的融资模式没有损害投资者保护,则只要能够促进资本的形成,提高资本市场的竞争力,监管部门一般均不会明令禁止。

### 三、美国证券公开发行和非公开发行对监管的挑战

公开发行和非公开发行的融合对美国传统的证券二分法提出了挑战。尽管划分两者的根本原则依然是“投资者能否自我保护”,但是两者之间的具体界限,譬如,是否可以采用一般性招揽、潜在投资者的认定、转售的限制等方面均变得越发模糊,加之全球资本市场竞争激烈,这一切给 SEC 等美国联邦证券监管部门的工作提出了新的挑战。

#### (一) 互联网对非公开发行中禁止一般性招揽规定的挑战

是否可以采用广告等公开的方式发行和销售股票,是公开发行和非公开发行的主要区别之一。但是,对何种情形为“公开的方式”1933 年

---

<sup>④</sup> Integration of Abandoned Offerings, Exchange Act Release No. 33 - 7943 (Jan. 31 2001), 2001 SEC.

<sup>⑤</sup> 17 C. F. R. § 230. 155.

<sup>⑥</sup> 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 9 页。

证券法同样没有加以明确。

聚焦于非公开发行的 D 条例对发行可以采取的方式进行了明确规定。D 条例下的 Rule 502(C) 禁止发行人采用“一般性招揽”的方式发行和销售证券。Rule 502(C) 定义“一般性招揽或一般性广告”包括但不限于:(1)任何广告、文章、通知或其他在任何报纸、杂志或类似或广播、电视上的任何公开交流;(2)通过一般性招揽或一般性广告邀请与会人的任何研讨会或会议。<sup>②</sup> 尽管 Rule 502(C) 看起来对“一般性招揽”定义得非常清晰,但判定什么行为构成了“一般性招揽”、“一般性广告”并不是一个容易完成的任务。对此,有学者指出,“一般性招揽”是出现在 Rule 502(C) 中的一个艺术的术语。<sup>③</sup> SEC 工作人员在有关函件中认为几乎任何使用媒介的方式发行和销售证券均可能被认为构成了“一般性招揽”。

在过去十年里,互联网的应用飞速发展,全球网民人数激增。相较于传统的方式,公司在发行证券时将有一个更加有效的方法接触到大量的投资者。互联网也可以使小发行人更快地募集到所需的资本,同时成本更低。SEC 已经允许发行人在有限的场合并采取了适当的密码进入等保护措施后使用互联网。<sup>④</sup>

尽管没有成文法规定“一般性招揽”的确切含义,但 SEC 此前在实践中已经建立了这样一种理念,发行人需要和所有拟招揽的受让人有个事先存在的联系,否则招揽在本质上将被认为是“一般性”的。<sup>⑤</sup> 然而,在 Rule 144A 发行中,发行人及其代表可以通过 PORTAL 平台向所有 PORTAL 会员发布有关非公开发行的信息,而不论该会员是否和发行人存在事先的联系。

在 Regulation A 发行中,通过互联网招揽并收集投资兴趣的信号也是被允许的,但这种招揽必须是明示的,符合一定的信息披露要求,而且

---

<sup>②</sup> 17 C. F. R § 230. 502(C)(1) - (2).

<sup>③</sup> Todd A. Mazur, Securities Regulation in the Electronic Era: Private Placements and the Internet.

<sup>④</sup> See IPONET, Sec No - Action Letter, Fed, Sec. L. Rep. (CCH) P77, 252, at 77, 270(Sept. 10, 1996).

<sup>⑤</sup> See Aspen Grove, Sec No - Action Letter, (Nov. 8, 1982).



在 SEC 批准发行前发行人不得接受投资者支付的任何对价。<sup>⑤</sup> 同 Regulation A 一样, Rule 504 的发行人也可以在满足一定条件下进行“一般性招揽”和为其发行做广告。

不仅如此, SEC 也未完全排除在 Rule 506 发行中使用互联网, 但是必须遵循包括密码保护在内的非常严格的程序。在这方面, 最为典型的 IPO Net 不行动函<sup>⑥</sup>和 Lamp Technologies 不行动函。<sup>⑦</sup> 这两个不行动函为 Rule 506 发行利用提供了很好的借鉴作用, 但是不行动函仅适用于申请的公司或个人——SEC 依然保留根据不同事实作出不同决定的权利。

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。<sup>⑧</sup>

可见, 以互联网为代表的信息技术的发展, 对传统非公开发行中的禁止“一般性招揽”的规定提出了新的命题。而对 SEC 等监管部门来说, 解读这一问题的关键无疑仍是如何在“促进资本形成与投资者保护”之间取得平衡。

## (二)“获许投资者”的定义有待进一步完善

从上述分析可见, “获许投资者”是界定公开发行和非公开发行的一个核心因素。一般来说, 非公开发行只能向“获许投资者”等能够“自我保护”的投资者发行和销售证券, 而公开发行证券的投资者则没有限制。

但实际上, 美国证券监管法规极其繁杂, 关于投资者的分类就多种多样, 除了普通投资者外, 与“获许投资者”相近的概念就有“合格投资者”、“机构投资者”、“成熟投资者”等多个。<sup>⑨</sup> 这些概念之间的差别也非常细微。

<sup>⑤</sup> 17 C. F. R. § 230. 254(b).

<sup>⑥</sup> IPOnet, Sec No - action letter, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P77, 252, at 77, 270 (July 26, 1996).

<sup>⑦</sup> Lamp Technologies, Inc. Sec No - Action Letter, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P77, 359, at 77, 804 (May 29, 1997).

<sup>⑧</sup> CFR Parts 200, 230, and 239 Revisions of Limited Offering Exemptions in Regulation D; Proposed Rule (Aug 10, 2007).

<sup>⑨</sup> 获许投资者的英文是 accredited investors, 合格投资者的英文是 qualified purchasers, 成熟投资者的英文是 sophisticated investors.

近年来,由于金融创新等带来的非公开发行和公开发行之间的融合,使得一些普通投资者出现在非公开发行的市场上。同时,由于目前“获许投资者”的标准是在1982年确定的,近30年来,社会经济形势已经翻天覆地,原来的标准也受到多方质疑。美国有学者指出,需要对“获许投资者”进行重新定义。<sup>④</sup>

SEC在2007年关于修改D条例的建议中还提出了“大获许投资者”、“获许自然人”两个新概念。<sup>⑤</sup> SEC也明确建议对D条例下Rule 501(a)中的“获许投资者”定义进行修订。目前“获许投资者”的定义是,某人只要属于,或者发行人合理地相信某人,在证券销售时为所列举的八种情形之一,就是“获许投资者”。<sup>⑥</sup> SEC所建议的“大获许投资者”必须建立在成为“获许投资者”的基础上。在2007年关于修改D条例的建议中,SEC对“获许投资者”的具体修改意见如下:<sup>⑦</sup>

(1)除自有资产标准外,在Rule 501(a)中增加替代性的“自有投资”标准;(2)对“联合投资”进行定义;(3)建议设立一种机制,根据通货膨胀调整“获许投资者”定义中的现金门槛;(4)在获许投资者和大获许投资者的名单中增加一些新的实体;(5)此外,在私募集合理财工具的公告中,<sup>⑧</sup>SEC建议修改D条例,以增加一种新的获许投资者——“获许自然人”,个人如果根据Rule 506投资特定的集合理财工具,则需要符合“获许自然人”标准。

---

<sup>④</sup> Wallis K. Finger, *Unsophisticated Wealth: Reconsidering the SEC's "Accredited Investor" Definition under the 1933 Act*, 86 Wash. U. L. Rev. 733(2009).

<sup>⑤</sup> 大获许投资者的英文是 large accredited investors, 获许自然人的英文是 accredited natural investors.

<sup>⑥</sup> 八种情形分别是:(1)机构投资者;(2)私人商业发展公司;(3)总资产超过500万美元的公司、合伙和免税组织;(4)发行人的董事、执行经理及一般合伙人;(5)个人,或者和配偶一起,净资产超过100万美元的;(6)最近两年,个人年收入超过20万美元,或者和配偶一起年收入超过30万美元;(7)总资产超过500万美元的信托;(8)所有股权拥有人都是获许投资者的实体。其中,机构投资者包括:银行,储蓄贷款协会,注册经纪商和交易商,保险公司,注册投资公司,商业发展公司,小商业投资公司。机构投资者还包括,雇员退休收入证券法案下的总资产超过500万美元的雇员收益计划。

<sup>⑦</sup> 17 CFR Parts 200, 230, and 239 Revisions of Limited Offering Exemptions in Regulation D; Proposed Rule(Aug 10, 2007).

<sup>⑧</sup> See Private Pooled Investment Vehicle Release.

通览 SEC 的整个修改建议,笔者认为,SEC 一方面希望对现有的各种类似于“获许投资者”的定义加以统一,另一方面也希望反映社会经济发展的趋势,用更加客观和准确的标准来度量哪些投资者真正具有“自我保护”能力。

### (三)是否放开公众投资对冲基金和私募股权基金

在美国,SEC 等联邦监管机构一直牢牢掌控着对 IPO 和共同基金的监管,而对对冲基金、私募股权基金、集合理财工具等创设了大量的复杂且充满弹性的监管豁免制度。随着公开发行和非公开发行的融合,关于是否要放开普通投资者投资对冲基金和私募股权基金的限制的讨论开始升温。

1940 年《投资公司法》主要规范的是投资基金管理公司的行为。该法的制定是那个时代的产物,是为了校正 1929 年市场大崩溃中暴露出来的那些不规范的基金投资行为。该法适用于那些被认为是投资公司的实体。该法定义的投资公司是“任何从事投资、再投资、证券交易的公司实体”。<sup>⑥</sup> 这是一个极为广泛的定义,同时也有一系列极为复杂的豁免定义。

如果一个实体符合投资公司的定义,同时又不能寻求豁免,则必须向 SEC 履行登记手续,以成为一个注册的投资公司。注册的投资公司在受该法保护的同时,也必须接受 SEC 的监管。

该法及其相关规定主要是为了规范今天市场上的共同基金公司。这也使得对冲基金和私募股权基金的运作和这个监管体系是存在冲突的。首先,杠杆化冲突。一个私募股权并购通常 20% ~ 30% 是靠融资的,其余部分一般是借款。对冲基金为了提高收益和调整风险管理,同样需要借贷和杠杆化。但《投资顾问法》是禁止杠杆化和借贷的。其次,对冲冲突。对冲也为《投资公司法》所限制。此外,私募股权基金和对冲基金经常投资一些受限制的证券和非流动性证券,这些也是《投资公司法》所禁止的。最后,赎回冲突。对冲基金和私募股权基金通常会在投资合同中设定锁定期。私募股权基金的锁定期一般是 2 ~ 10 年,对冲基金的锁定期一般是 6 ~ 18 个月。提前赎回会有惩罚。而共同基金

<sup>⑥</sup> 15 U. S. C. § 80a-3(a)(1)(A)(2007).

是可以随时按照净值赎回的。<sup>⑥</sup>

上述冲突的存在,使得对冲基金和私募股权一般寻求下面两种豁免规定,从而避免成为《投资公司法》下注册的投资公司:第一种豁免是该法第(3)(c)(1)节,即任何受益人不超过100人,且不公开发行证券的基金实体可以不是投资公司;<sup>⑦</sup>第二种豁免是第3(c)(7)节,基金全部由合格投资者所持有。<sup>⑧</sup>合格投资者,是指个人拥有不少于500万美元的投资,或者任何个人为自己账户或者其他合格投资者账户投资,在审慎的基础上投资,且集合资产不少于2500万美元。<sup>⑨</sup>两种豁免的区别在于,第3(c)(7)节可以向无数合格投资者募资。

而随着基金管理公司的IPO以及SPACs等结构性融资方式的创设,以及美国对冲基金和私募股权基金在欧洲公开市场进行的募资行为,美国的普通投资者实际上已经有多种方式直接或间接投资证券非公开发行。针对这一现象,是进一步加强监管,还是顺应趋势放开限制,也已摆上SEC的议事日程。

对此,有学者建议SEC应当顺应市场需求,改变目前的监管体制——允许公众投资对冲基金和私募股权基金,或者允许两者公开发行、挂牌交易。<sup>⑩</sup>

#### (四) PORTAL 联盟助推非公开发行股票转售

在美国证券监管法规中,非公开发行的证券一般被认定为 Rule 144 中“限制性证券”(limited securities)。限制性证券在转售等方面受到一定的限制,而其中最主要的两个规范是 Rule 144 和 Rule 144A。随着 Rule 144A 股权发行的快速增长,纳斯达克 1990 年创设的 PORTAL<sup>⑪</sup> 平台在沉寂数年之后开始大放异彩。

PORTAL 平台的出现与发展根植于 Rule 144A。如果说 Rule 144A

<sup>⑥</sup> Steven M. Davidoff, Black Market Capital, COLUM. BUS. L. REV. 172.

<sup>⑦</sup> 15 U. S. C. § 80a-3(c)(1)(2004).

<sup>⑧</sup> Id. § 80a-3(c)(7).

<sup>⑨</sup> Id. § 80a-2(a)(51)(A).

<sup>⑩</sup> Steven M. Davidoff, Black Market Capital, COLUM. BUS. L. REV. 172.

<sup>⑪</sup> PORTAL 的全称是: Private Offerings, Resales, and Trading through Automated Linkages.

是从监管视角代表了非公开发行市场的下一步演化,PORTAL 平台则从执行视角揭示了非公开发行市场下一步方向。在 PORTAL 平台出现之前,限制性证券的转售主要通过类似 OTC 的市场予以进行,发行人和投资者私下直接进行协商,不存在集中报价或交易比较系统。<sup>③</sup> SEC 相信 PORTAL 平台将通过提高自身运作效率扩展这一市场。除了限制性证券转售交易外,PORTAL 系统还向全体注册的 QIBs 提供其推荐发行的信息以促进私募证券的一级市场发行。

2007 年 8 月 15 日,PORTAL 自动化的集中电子化交易模式获得 SEC 批准并正式运行。<sup>④</sup> QIBs 获得一个仅仅适用于 QIB 的密码保护系统,这可能真正首创了私募发行和限制性证券交易透明的二级市场。尽管电子化的 PORTAL 平台聚焦于私募发行和转售,但 PORTAL 在线交易系统只适用于转售。尽管 PORTAL 平台自创立以来经过了一系列的修改,但这次向以网络为基础的转型是自 1990 年其创立以来最重要的一次。

SEC 认为 PORTAL 的新交易系统聚焦于如下几个方面,且均与其最初电子平台系统非常相似:

第一,PORTAL 指定的证券是“由经纪交易商作为证券首次发行的代表人或首次购买者而出售给 QIB”。<sup>⑤</sup> 在新系统下,“纳斯达克将继续认定‘限制性证券’以作为 PORTAL 平台的指定证券,这些证券之所以是限制性的是根据合同或证券上标明的术语来加以判断。PORTAL 的交易规则同时授权纳斯达克“暂停或终止 PORTAL 平台中某种证券的委任”。第二,纳斯达克会员可以被委任作为“PORTAL 的交易商”——既可为自己的账户交易,也可以被委任为“PORTAL 的经纪商”——作为客户的代表人而交易。第三,“机构需要签订一个用户协议,同意遵守

---

<sup>③</sup> R. Brandon Asbill, Recent Development, Securities Regulation—Great Expectations and the Reality of Rule 144A and Regulation S; The SEC's Approach to the Internalization of the Financial Marketplace, 21, GA. J. INT'L & COMP. L. 145, 148(1991).

<sup>④</sup> The PORTAL Market Trading System Will Begin Operating On August 15, <http://www.nasdaq.com/newsroom/news/newsroomnewsStory.aspx?textpath=pr2007%5CACCQPMZ200708010800PRIMZONEFULLFEED124065.htm>, 访问时间为 2010 年 8 月 16 日。

<sup>⑤</sup> Order Approving Proposed Rule Change to Reestablish the PORTAL Market, 72, Fed. Reg. at 44, 197.

PORTAL 交易规则,满足‘1 亿美元检测’和 Rule 144A 规定的其他标准以符合 QIB 的要求”,从而成为“PORTAL 的合格投资者”。<sup>⑥</sup> 尽管这些合格投资者不能直接进入 PORTAL 报价和下单指令系统,但他们可以通过一个“密码保护链接”进入 PORTAL 市场查阅报价,并确认其交易商或经纪商执行的交易情况。已确认的交易将自动转发给存款信托和清算公司进行交割结算。

纳斯达克将向 TRACE<sup>⑦</sup> 提供 PORTAL 交易报告。此外,纳斯达克还将这些匿名报告提供给所有的 PORTAL 参与者。由于 PORTAL 的限制性特征,报告接收者不能向 PORTAL 市场交易系统外的任何一方披露其所接收的 PORTAL 信息。同样,纳斯达克也不能向公众发布 PORTAL 市场的信息。

投资银行率先对 PORTAL 平台作出反应,在与纳斯达克合作建立一个更为广泛影响的平台前,纷纷创建了各自的私募发行和限制性证券交易系统。高盛在 2007 年 5 月创建了 GS 未注册股权交易 OTC 市场。<sup>⑧</sup> 其他五个华尔街投资银行——花旗、纽约梅仑(Mellon)银行、雷曼兄弟、美林和摩根斯坦利——在 2007 年 8 月组建了未登记证券的开放交易平台(OPUS-5)提供类似的私募证券交易系统。2007 年 9 月,美国银行、瑞信和 UBS 加入了 OPUS-5 交易平台。JP 摩根的非公开发行平台叫做 Rule 144A PLUS。还有其他一些投资银行、风险资本公司建立了类似的平台。

2007 年 11 月,最主要的非公开发行市场的参与者同意在由纳斯达克运营的 PORTAL 平台上进行合作——组成 PORTAL 联盟(the PORTAL Alliance)。PORTAL 联盟的创始成员包括大多数参与个人私募系统的最初参与者:美国银行、贝尔斯登、花旗、瑞信、德意志银行、高盛、JP 摩根、雷曼兄弟、美林、摩根斯坦利、纳斯达克、UBS 和 Wachovia 证券。<sup>⑨</sup> 这

---

<sup>⑥</sup> Order Approving Proposed Rule Change to Reestablish the PORTAL Market, 72, Fed. Reg. at 44, 197.

<sup>⑦</sup> TRACE, Trade Reporting and Compliance Engine Service.

<sup>⑧</sup> GS Tradable Unregistered Equity OTC Market.

<sup>⑨</sup> Anupreeta Das, Nasdaq, Wall St Firms Join Forces for 144a Market, REUTERS NEWS, Nov. 12, 2007.

一举措全面升级了 PORTAL 系统,包括各投行各自已经发展形成的最好技术,同时利用 PORTAL 的交易功能。

看似完美的市场演变实际上对 SEC 的监管工作提出了艰巨的任务。首先,监管机构担忧 PORTAL 联盟将统治整个非公开发行市场,但纳斯达克否认这些说法。其次,尽管纳斯达克已经承认其作为交易所有义务通过其 PORTAL 注册程序来判定一个机构是否符合 Rule 144A 中 QIB 的要求,但有人认为注册程序是纳斯达克垄断非公开发行市场的一种尝试。现行的注册程序与 1990 电子化的 PORTAL 平台当初规定的是不一样的,一些分析人士担忧现行的注册程序还将限制未经纳斯达克批准为 QIB 的机构交易的流动性。再则,PORTAL 系统“自身没有创立一种注册豁免”。然而因为纳斯达克试图确保凡是参与了 PORTAL 系统的就是注册豁免,所以 SEC 对这种做法作出同意或否认的明确表示也非常重要。<sup>⑩</sup>

此外,PORTAL 平台、PORTAL 联盟以及其他私募市场平台如何进行分工也是一个需要考虑的问题。由于 PORTAL 联盟需要投行和纳斯达克之间有一个较高程度的一体化整合,在纳斯达克扩张市场与对投行进行监管之间可能存在利益冲突。界定 PORTAL 与其联盟中的投行伙伴之间的关系对确保把这些潜在冲突降到最低非常重要。<sup>⑪</sup>

## 余论:证券非公开发行与豁免注册

目前,国内对美国证券监管法规中的注册豁免与非公开发行时有混用。其实,两者之间有巨大的差别。

---

<sup>⑩</sup> Order Approving Proposed Rule Change to Reestablish the PORTAL Market, 72, Fed. Reg. at 44, 199.

<sup>⑪</sup> Elena Schwieger, Redefining the Private Placement Market after Sarbanes - Oxley: NASDAQ's PORTAL and Rule 144A.

美国 1933 年《证券法》规定了豁免交易、<sup>④</sup>豁免证券等,<sup>⑤</sup>其第 28 条还规定,SEC 有权在符合公共利益以及保护投资者利益的情况下,对任何交易作出豁免适用于《证券法》任何条款的规定。豁免注册的本意是证券在发行、转售等环节因某种原因可以免于按照 1933 年《证券法》第 5 条进行注册。可见,豁免注册既可以是在证券发行环节的豁免,也可以是在转售环节的豁免。豁免注册的范围远大于非公开发行的范围,非公开发行只是享受豁免注册众多情形中的一种。

另一个问题是,在美国,证券非公开发行当然地享受证券发行环节的豁免注册,但是所有发行环节豁免注册的证券发行都是非公开发行吗?

在美国证券监管法规中,发行环节注册豁免的证券发行多种多样,除证券非公开发行豁免注册外,还包括“小额发行豁免”、<sup>⑥</sup>“小企业投资发行豁免”等。因此,问题的关键在于“小额发行豁免”等也属于证券非公开发行。

对此,国内有学者指出,界定公开发行的边界有两个指导原则:(1)投资者是否需要发行核准程序的保护;(2)成本收益比较:在某些情况下,相比收益而言,核准的成本太高,不值得维持。典型的例子就是小额发行豁免。<sup>⑦</sup>

基于此,笔者认为,证券非公开发行可以分为广义的和狭义两种: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(2)节以及 Rule 506 下的证券发行。

---

<sup>④</sup> 豁免证券(Exempted Securities)主要由 1933 年《证券法》第 3 条予以规定,即只要某种证券符合该条之规定,则自动享受注册豁免,豁免证券的豁免是整体性的,适用于发行与转售个环节。

<sup>⑤</sup> 豁免交易(Exempted Transactions)主要由 1933 年《证券法》第 4 条予以规定,即符合规定条件的证券发行或转让,如小额发行、针对特定人交易等,享受注册豁免,交易豁免的豁免是一次性的而非整体性的。

<sup>⑥</sup> 1933 年《证券法》第 3(b)条授权 SEC 可以制定条例或规则以豁免募资总额不超过 500 万美元的证券发行的注册义务。

<sup>⑦</sup> 彭冰:《中国证券法学》(第 2 版),高等教育出版社 2007 年版,第 44 页。