

## Web3.0 投融资法律指南系列（四）：美国证券法监管

作者：李胜 | 王心怡 | 韩乐怡

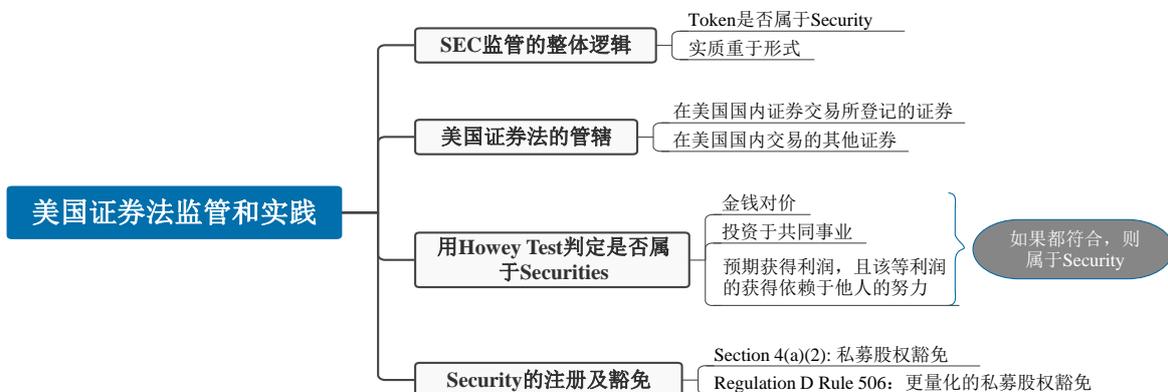
### 前言

美国市场是 Web3.0 行业的绝对龙头，根据 CB Insights 统计，在 2022 年第一季度全球的区块链融资中，63% 的融资发生在美国，更不用说大部分的 Web3.0 的龙头投资人和创业公司都是在美国设立或运营的企业。因此，从任何一个角度，研究美国法律对 Web3.0 的监管都有重要意义。

面对加密技术引领的新一轮互联网革命，美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission, “SEC”）作为美国金融市场的守门者，将如何审查并引导加密市场的监管合规，仍是一项正在进行时的课题。SEC 主席 Gary Gensler 使用 “Wild West” 来形容加密货币领域，抨击特定的应用中充斥着欺诈，诈骗和滥用行为<sup>1</sup>。同时，加密货币的友好派 Hester Peirce 专员也带来了另一种意见，“加密领域或许是 Wild West，但就像过去的西方一样，在所有坎坷和跌宕起伏的地方都会存在着秩序和纪律<sup>2</sup>。

整体而言，SEC 目前主要参考“符合长期实践<sup>3</sup>”的方式将其纳入美国证券法规之下。从现实情况来看，“Howey Test” 正是 SEC 在加密资产领域执行其长期实践的核心工具之一。

Web3.0 投融资指南美国章节的开篇，我们将结合 SEC 针对加密货币领域的典型执法案例，从(1)SEC 的监管逻辑、(2)证券法管辖、(3)Token 如何受到证券监管及(4)豁免规则，四个板块全方位解读加密货币在美国证券法的监管实践。



<sup>1</sup> <https://www.sec.gov/biography/gary-gensler>。

<sup>2</sup> <https://www.sec.gov/news/speech/peirce-2021-10-08>。

<sup>3</sup> <https://www.sec.gov/news/speech/crenshaw-sec-speaks-20211012>。

## 一、SEC 监管逻辑及执法现状

### （一）监管逻辑：实质大于形式

在美国证券法体系下，Token 是否受制于 SEC 的监管，很大程度上取决于是否构成联邦证券法下的“证券（Security）”。在众多关于 Token 的分类和定义中，证券型代币（Security Token，“ST”）及功能型代币（Utility Token，“UT”）是一组常在合规话题下被提起的概念。简单而言，一个 UT 通常具备特定的使用场景，例如让持有它的用户获得区块链上的产品或服务；而 ST 则类似于股票。通常认为，发行 Security Token 的公司需要接受 SEC 的监管，因此早期绝大多数 Token 在 ICO 时，常声称其属于 UT 以避免落入监管。然而在判定 Token 性质时，SEC 发布的一些早期声明及调查均表现了采用“实质大于形式”的监管态度：

- 2017 年 7 月 27 日，SEC 发布了对于 Token 监管具有里程碑意义的《Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO》（“The DAO 调查报告”），该调查报告表明特定的“digital asset”会构成联邦证券法意义下的证券，除非适用相关豁免规则，发行人必须就该等证券的发行进行登记注册<sup>4</sup>。这是 SEC 首次将某一特定 Token 界定为 Security 的案例。
- 2018 年 6 月 14 日，SEC 前金融主管 William Hinman 在公开演讲中指出，“单纯赋予一项数字资产（Digital Asset）以‘Utility Token’的标签，并不能否认其实质具有证券的属性……决定法律判断的是交易的经济实质，Howey Test 仍是有效用的<sup>5</sup>。”

### （二）SEC 执法现状：Guidance by Enforcement

2018 年 11 月 16 日，SEC 在公开发布的《关于数字资产证券的声明》就指出了其在监管中遇到的两个核心问题<sup>6</sup>：

- (1) 首先，什么情况下一项数字资产会构成联邦证券法意义下的证券？
- (2) 其次，如构成证券，该项数字资产需要适用 SEC 的哪些注册规定？

SEC 并没有在上述声明中进行直接回应，而是引用了 The DAO 调查报告表达其态度。在 The DAO 调查报告中，SEC 通过 Howey Test 第一次认定加密资产的证券属性。我们理解这也是截至目前 SEC 的执法状态 — 通过 Howey Test 逐案认定 Token 是否属于 Security 从而落入 SEC 的监管范围。

## 二、管辖问题：Token 发行是否适用美国证券法

原则上，一国的法律仅能在本国境内具有管辖权，而 Token 的发行人、登记地点、购买人未必位于美国境内。因此，在探讨 Token 是否会被认定为美国证券法中规定的“证券”前，首先要确定该种 Token 的发行是否会适用美国证券法的管辖。

2010 年 Morrison v. Nat'l Austl. Bank Ltd 案（“莫里森案”）中，美国联邦最高法院大法官提出“反域

<sup>4</sup> Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO (Release No. 81207), <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

<sup>5</sup> Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic), <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>.

<sup>6</sup> Statement on Digital Asset Securities Issuance and Trading, <https://www.sec.gov/news/public-statement/digital-asset-securities-issuance-and-trading>.

外适用推定”，即除非国会清楚地表明某一规则具有域外适用效力，否则应当推定该规则适用于国内情形，从而判定 Securities Act of 1933 (“Securities Act”) Section 10(b)（反欺诈通用条款）只能适用于“买售在美国国内证券交易所登记的证券，或在美国国内交易其他证券。”<sup>7</sup> 该标准在后续的判例中成为美国证券法的管辖范围标准，并通过后续的判例进行了完善。

- (1) 就如何判断交易所系“国内”证券交易所，法院认为其基础设施需受美国管辖<sup>8</sup>；
- (2) 就如何判断系“国内交易”，法院认为需在美国境内发生“不可撤销的责任”或所有权转移，并在 *Absolute Activist Value Master Fund Ltd. v. Ficeto* 案中进行了较为详细的阐述<sup>9</sup>。该等“不可撤销的责任”，对买方而言，指获得和为证券付款；对卖方而言，指交付证券<sup>10</sup>。可能支持构成“国内交易”的事实包括但不限于以下行为的地点：
  - 合同的订立；
  - 购买订单的下达；
  - 所有权的转移或金钱的支付。

而在加密资产领域，由于交易在互联网上进行，这就给法院判定“交易发生地”造成了一定困难。2018年的“*In re Tezos Securities Litigation*”案（“**Tezos 案**”）给我们提供了一定的指引。在 *Tezos* 案中，被告的 Token ICO 在区块链上记录并在互联网上完成发行，法院最终判定实际交易地点在美国，其考虑的因素包括：

- 交易网站的托管服务器地址在美国境内；
- 网站主要运营团队位于美国；
- 市场营销主要针对美国居民；
- 当交易通过节点（nodes）验证并记录在区块链上时才会变的不可撤销，而记录时的区块链验证节点大部分位于美国境内<sup>11</sup>。

需注意的是，在实际案例中，法院会综合各方面因素判断一项交易是否属于“国内交易”，而不仅看单一因素的判定结果。

- 在 *City of Pontiac Policemen’s & Firemen’s Retirement System v. UBS AG* 案<sup>12</sup>中，法院表示，买方或卖方的美国公民身份、发行的是美国公司证券等单一因素，不必然导致该交易被视为“国内交易”。
- 在 2022 年 3 月底判决的 *JD Anderson v. Binance* 案中，原告主张 *Binance* 托管在亚马逊网络计算机

<sup>7</sup> “transactions in securities listed on domestic exchanges, and domestic transactions in other securities.” *Morrison v. Nat’l Austl. Bank Ltd.*, 561 U.S. 247, 267 (2010).

<sup>8</sup> “An exchange need only register if a “facility of [the] exchange [is] within or subject to the jurisdiction of the United States.” *JD Anderson v. Binance*, 1:20-cv-2803 (ALC), 6-7 (S.D.N.Y. Mar. 31, 2022).

<sup>9</sup> A transaction is domestic if “irrevocable liability is incurred or title passes within the United States.” *Absolute Activist Value Master Fund Ltd. v. Ficeto*, 677 F.3d 60, 66, 67 (2d Cir. 2012).

<sup>10</sup> “The purchaser incurred irrevocable liability within the United States to take and pay for a security, or that the seller incurred irrevocable liability within the United States to deliver a security” *Id.*

<sup>11</sup> *In re Tezos Securities Litigation*, Docket No. 3:17-cv-07779 (N.D. Cal. Nov 26, 2017).

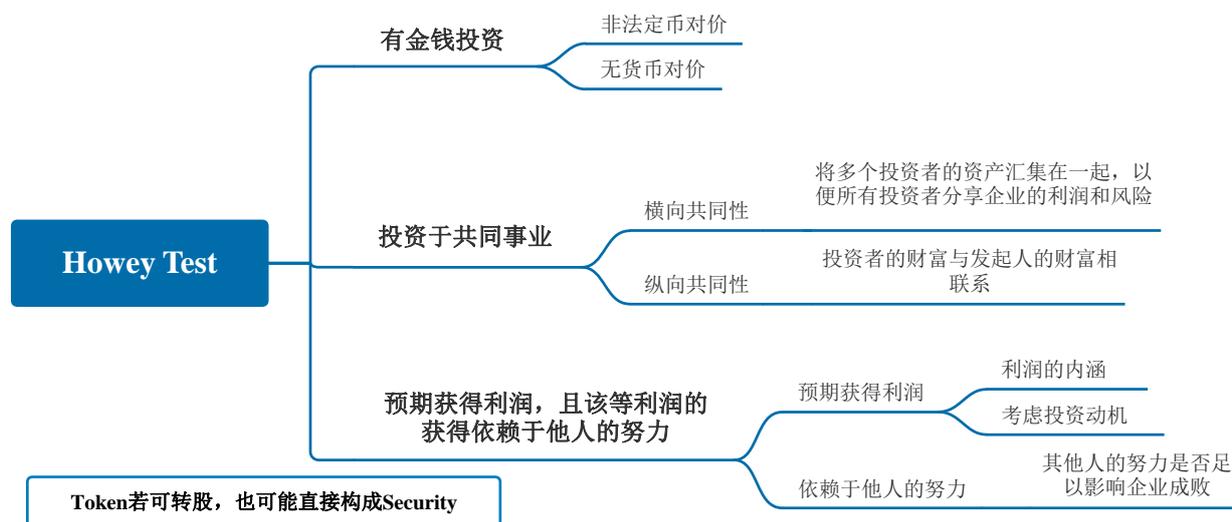
<sup>12</sup> *City of Pontiac Policemen’s & Firemen’s Retirement System v. UBS AG*, 752 F.3d 173 (2d Cir. 2014).

服务器，Binance 的某些交易发生在 Ethereum 区块链计算机，而前述基础设施均位于美国，故 Binance 的基础设施受美国管辖。但法院认为前述第三方服务器和第三方供应商对于地点的选择，不能证明 Binance 的基础设施位于美国，因此不能将 Binance 认定为美国国内证券交易所。同时法院认为，原告仅凭其通过 Binance 位于加利福尼亚州的托管服务器购买代币，亦无法证明该笔交易属于“国内交易”，因此认为该案不适用美国证券法管辖<sup>13</sup>。

总体而言，并非所有 Token 的发行都会受到美国 SEC 或美国证券法的监管。对于我们常见到的亚洲团队设立一个境外企业（例如 BVI 公司或者开曼公司），之后通过私募发行 Token 给投资人或者将来在非美国的加密货币交易所进行 IEO，如果这些交易不发生在美国境内（根据 Tezos 案，需特别考虑验证节点是否在美国境内），则不一定受到美国证券法管辖。

但在下面的讨论中，我们将先假设 Token 的发行已落入美国证券法的管辖范围，来讨论 Token 是否属于 Security 及可能受到的监管。

### 三、Howey Test: Token 是否属于 Security



#### （一）明确约定 Token 可以转为公司股权的，该 Token 可能直接构成 Security

在 SEC 对 Tomahawk Exploration LLC（“Tomahawk”）处罚的案件中，SEC 指出，Tomahawk 的发行文件中明确写明，参与 TOM 发行的主体（包括付费购买和免费取得的主体）有权将 TOM Token 转为公司股权，并承诺投资人可以就该等股权取得公司分红，并在去中心化平台上自由转让该等股权。由于 Securities Act Section 2(a)(1)对“Security”的定义包括“an option, or privilege on any security”和“transferable shares”，SEC 认为 TOM 可以转为公司股权的安排使 TOM 落入 Security 的定义<sup>14</sup>。

#### （二）符合 Howey Test 的 Token 属于 Security

Securities Act Section 2(a)(1)规定，Security 在股票、债权等标准化的权利凭证外，还包含了“投资合同（investment contract）”这一概念。在判断何为投资合同上，美国法院通常采用 SEC v. W.J. Howey Co.案中确立的标准（“Howey Test”）。根据 Howey Test，投资合同需满足三项标准（也有很多文章将

<sup>13</sup> *JD Anderson v. Binance*, 1:20-cv-2803 (ALC) (S.D.N.Y. Mar. 31, 2022)。

<sup>14</sup> *In re Tomahawk Exploration LLC*, Securities Act Rel. 10530 (Aug. 14, 2018)。

第三项指标拆分为两项，本文采用 SEC 发布的分析框架（定义见下）中的分类标准）：

- 有金钱投资（invest his money）；
- 投资于共同事业（in common enterprise）；
- 预期获得利润，且该等利润来自于他人的努力（expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party）<sup>15</sup>。

实践中，一些机构也发布了测试或指引以辅助 Howey Test 的判断。例如，Crypto Rating Council Website（加密货币评级委员会）网站<sup>16</sup>依据 Howey Test 制定了一套指标依据，分数越高就越可能属于 Security。2019 年 4 月，SEC 的创新和金融技术战略中心（FinHub）发布了一份《数字资产“投资合同”分析框架》（“分析框架”），讨论如何在 Howey Test 下定义数字资产的“投资合同”并提供了较为详细的评估因素。但目前为止，无论是协会的指标还是由 SEC 官员或部门发表的文件或观点均无法代表 SEC 整体观点，并不具有法律或规则等同的效力，在实践中，Token 能否作为 Security 依旧依赖 SEC 及法院的个案判断。

## 1. 金钱投资

Howey Test 第一项标准即投资者向某一项目投资金钱。但在**判断是否存在金钱投资要素时，货币对价并非唯一判断标准**，该等投资形式可以是“产品或服务”，也可以是“其他价值的交换<sup>17</sup>”。

### (1) 非法定币对价可以构成金钱投资

实践中，为购买发行的 Token，部分项目会要求投资者以比特币、以太币或稳定币等加密货币作为对价，而非直接募集美元资金。例如在 The DAO 案件中，投资者可以使用以太币认购 Slock.it UG（“Slock.it”）发行的 DAO Token；SEC 通过引用法院判例，认为投资者只有以具有经济价值的财产出资，包括货币、实物或劳务形式，即可满足金钱投资的要素，故认为 DAO Token 符合 Howey test 其中的金钱投资要件<sup>18</sup>。

### (2) 无货币对价的 Free Token 也可能满足金钱投资要件

金钱投资要素的另一个问题在于，部分 Token 的发行可能不存在货币对价，而是以免费形式提供给用户。但如果获取 Token 依旧存在货币对价之外的“交换条件”，此类 Token 的发行依旧可能被 SEC 认定符合金钱投资要件，从而构成 Security 的发行。发行人是否从免费赠币中获得了其他形式的利益，需要结合具体情形及交易实质进行判断。

在 Tomahawk 案<sup>19</sup>中，该公司发起一项“Bounty Program”以推广其虚拟货币 TOM 的 ICO，向在社交网站帮助宣传 TOM 的用户免费投放了 80,000 Token。SEC 认为，数字货币缺乏货币对价并不意味着不满足金钱投资要件，Tomahawk 向用户免费投放 TOM，以换取该等用户对 TOM 的推广和宣传，

<sup>15</sup> “An investment contract for purposes of the Securities Act means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party” *S.E.C. v. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 298 (1946)。

<sup>16</sup> <https://www.cryptoratingcouncil.com/>。

<sup>17</sup> “The ‘investment’ may take the form of ‘goods and services’, or some other ‘exchange of value’.” *Uselton*, 940 F.2d at 574。

<sup>18</sup> See SEC, *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*, 2017。

<sup>19</sup> *In re Tomahawk Exploration LLC*, Securities Act Rel. 10530 (Aug. 14, 2018)。

Tomahawk 实际上从免费发币的行为中获得了利益，故该等免费发币仍属于“销售”行为，符合 Howey Test 的要件。

## 2. 投资于共同事业

Howey Test 的第二项标准要求投资于共同事业。在判断共同事业要件中，法院确立了“横向共同性（horizontal commonality）”及“纵向共同性（vertical commonality）”两个标准。“横向共同性”指将多个投资者的资产汇集在一起，所有投资者共享企业的利润和风险，而“纵向共同性”又可以分为“严格纵向共同性”和“广义纵向共同性”，其中前者指投资者的财富与发起人的财富相关联<sup>20</sup>，后者要求投资人的财富与发起人的专业能力相关联，即投资人依靠发起人的专业能力获取回报。**SEC 认为，在数字资产的问题上，由于数字资产购买者的财务价值通常互相关联并依赖发起人的努力，所以基本所有的数字资产投资都会符合共同事业的要求<sup>21</sup>。**

在 SEC v Kik 案（“**Kik 案**”）中，法院认为 Kin 代币公开发行的收益将用于 Kik 数字生态系统的建设，生态系统的成功将推动对 Kin 的需求，提高 Kin 和 Kik 的价值，从而提高投资人的投资收益。因此 Kin 代币的发行满足“横向共同性”，足以构成一项共同事业<sup>22</sup>。

而在 SEC v Telegram Group Inc. and TON Issuer Inc.案（“**Telegram 案**”）中，法院认为 Grams 代表了各投资者资金的集合，各投资人的财富将与彼此以及 TON 区块链相连，且每个投资人的利润均依赖于 Telegram 成功开发了 TON 区块链。因此，代币发行构成了共同事业<sup>23</sup>。

## 3. 预期获得利润，且该等利润的获得依赖于他人的努力

在判断 Token 是否构成 Security 时，第三项要素往往是需要关注的核心问题。当积极参与者（Active Participant，“AP”）提供影响企业成功的管理努力，而投资人合理地期望从这些努力中获取利润时，则满足了该项要素。因此，第三项标准又可被具体拆分为“预期获得利润”及“利润依赖于他人努力”两个方面。

### (1) 预期获得利润

根据 SEC 发布的分析框架，“利润”包括由初始投资或资本发展导致的资本增值，或使用购买者的资金产生的收益<sup>24</sup>，但仅由外部市场力量（如通胀趋势）对标的资产的供求关系产生影响导致的价格上涨通常不被视为利润。同时，在考虑是否符合本条时，需要考虑到投资人的购买动机。如果投资人购买该等资产的动机是为了使用或消费该资产，则不会适用证券法的要求<sup>25</sup>。由于有些时候投资人购买的资产可以被使用，也可以通过转售获得利润（比如买房子），此时需要特别考虑哪一个是支配投资人做出投资行为的动机。

<sup>20</sup> *Revak v. SEC Realty Corp.*, 18 F.3d. 81, 87-88 (2d Cir. 1994)。

<sup>21</sup> See *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*, [https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#\\_edn10](https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_edn10), last visited on May 15, 2022。

<sup>22</sup> *U.S. Sec. & Exch. Comm’n v. Kik Interactive Inc.*, 492 F. Supp. 3d 169 (S.D.N.Y. 2020)。

<sup>23</sup> *Sec. & Exch. Comm’n v. Telegram Grp. Inc.*, 448 F. Supp. 3d 352 (S.D.N.Y. 2020)。

<sup>24</sup> “Profits can be, among other things, capital appreciation resulting from the development of the initial investment or business enterprise or a participation in earnings resulting from the use of purchasers’ funds”。

<sup>25</sup> “[W]hen a purchaser is motivated by a desire to use or consume the item purchased[,] ... the securities laws do not apply” *United Hous. Found. v Forman*, 421 U.S. 837, 854-55 (1975)。

在 Kik 案中，Kik 在营销及白皮书中均强调了代币 Kin 的盈利潜力。Kik 公司声称，Kik 只会提供有限的 Kin 代币，所以随着需求的增加，早期投资人就有机会获得利润。此外 Kik 主张，投资人购买 Kin 是为了支付、社交媒体等日常数字服务中进行使用，因此投资人购买 Kin 的目的不是为了获得利润；但法院认为，在 Kik 发行 Kin 的时候，Kin 事实上还不具备其所声称的消费性用途，因此 Kik 的这一主张无法成立。

而在 Telegram 案中，法院认为，2018 年进行初始销售时，任何一个处于初始购买人位置的理性投资人都会出于投资目的购买代币，而正是在二级市场上转售代币的获利预期才让 telegram 筹集到了 17 亿美元。与之相关的证据包括 telegram 的发行机制（两轮私募不同的发行价格与锁定期，公司为初始购买人提供兜底回购安排，初始投资人选择风投公司等）、宣传口径（强调了根据资本增值和以折扣价购买后销售获利的机会）等。同时，部分初始投资人亦直接声明，其购买的目的是通过出售代币获利，而非进行消费性使用。因此，尽管 telegram 辩称其代币是用于消费性使用，法院依旧认为已经满足“获利预期”。

## (2) 利润依赖于他人努力

尽管在 Howey Test 中，预期利润必须完全（solely）依赖于他人努力，但实践中法院认为不应机械地理解这一要求，而应采用一种更现实的检验标准，即只要满足利润主要或实质上来自他人努力，“投资者以外的人所做的努力是否是足以影响企业成败的不可否认的重大努力<sup>26</sup>”。且在判断是否符合 Howey Test 标准时，应对购买前与购买后发行人的管理活动综合考虑<sup>27</sup>。就具体的判定方法而言，法院通常根据发行条款、分配计划及提供的经济利益前景来判断，但关键不在于合同中如何表述，而在于该项交易的经济现实（economic reality）是否足以证明投资人的预期利润依赖于发行人的努力。

在 Kik 案中，法院认为 Kin 的价值不会自行增长，而是依赖于 Kik 公司的管理努力和对 Kin 生态系统的建立；此外，Kik 持有 30%发行的代币，因此 Kik 有很强的动力去推动 Kin 的发展。因此，早期投资人对 Kin 的投资满足利润依赖他人努力的要件。

而在 Telegram 案中，法院认为，Telegram 广告中宣传的 TON 区块链将与 Messenger 整合，及开发者团队持有的 Grams 代币的锁定相结合，使得早期购买人产生了一种合理的期待，即 Telegram 将继续为 TON 区块链的开发提供必要支持，从而满足利润依赖他人努力的要件。

此外，在 SEC 发布的 The DAO 调查报告中，SEC 据以认定 DAO 代币符合“利润预期依赖他人努力”要件的理由包括：（i）Slock.it 公司及公司选择的管理人（Curators）在项目运行中起决定性作用；（ii）投资人的投票权受到限制，例如获得的信息依赖于公司控制的论坛、只能对已经被管理人批准的提案进行投票、投资人数量众多且地理极其分散导致不能实施有意义的控制权等等。因此，SEC 认为 DAO 代币的持有人类似于公司股东，其获得的利润只能依赖于公司及创始人的管理和控制，DAO 代币构成 Security。

## 四、Security 的注册或豁免

<sup>26</sup> “Whether the efforts made by those other than the investor are the undeniably significant ones, those essential managerial efforts which affect the failure or success of the enterprise.” *Securities & Exchange Commission v. Glenn W. Turner Enterprises Inc.*, 474 F.2d 476, 482 (9th Cir. 1973)。

<sup>27</sup> “Investment schemes may often involve a combination of both pre- and post-purchase managerial activities, both of which should be taken into consideration in determining whether Howey’s test is satisfied.” *S.E.C. v. Mutual Benefits Corp.*, 408 F.3d 737, 743 (11th Cir. 2005)。

根据 Securities Act Section 5 的要求, 发行人向任何人以任何形式进行直接或间接的证券公开销售之前, 需要向 SEC 提交注册申请, 除非证券发行符合法定的注册豁免情形。该等豁免包括但不限于 Securities Act 中约定的豁免情形及根据 SEC 各项法规约定的豁免。因此, 若 Token 被认定构成 Security, 发行人需进一步判断 Token 的发行是否符合相关法律法规的注册豁免情形, 否则在发行前须向 SEC 提交注册。

### (一) Section 4(a)(2)豁免

Securities Act Section 4(a)(2)中规定了最初的“私募股权豁免”, 即 Securities Act Section 5 中对于公开发行的要求不适用于“transactions by an issuer not involving any public offering”。但 Securities Act 中并未对什么是“public offering”给出明确的定义, 而是一般通过具体交易情况进行定性的分析。

最高法院在 S.E.C. v. Ralston Purina Co.一案中指出, 豁免必须根据“通过促进充分披露为投资决策提供所需信息来保护投资者”的法定目的来解释, 并认为 Section 4(a)(2)的适用应取决于受影响的人是否需要该法案的保护<sup>28</sup>。在 Gilligan, Will Co. v. Sec. and Exch. Com'n 案中, 法院认为, 判断是否是 public offering, 取决于发行对象获取信息的权利, 即发行对象能否获得或有渠道获得与发行人在 SEC 注册时将披露的信息一样的信息<sup>29</sup>。在 Hill York Corp. v. Am. Internat'l Franchises 案中<sup>30</sup>, 法院认为在考虑是否符合豁免条件时, 应考虑受要约的人数、与发行人的关系、发行数量及规模、发行方式, 并给出了相对具体的建议。

基于此, SEC 在 2002 年最后更新的 Final Rule: Nonpublic Offering Exemption (“Final Rule”)<sup>31</sup>中判断 private offering 的考虑方面进行了具体的阐述, 并表示结合每一具体案例的情况进行考虑, 需考虑的方面包括发行人和发行对象的关系、发行范围、规模、方式、性质, 以及是否是一个独立交易。

### (二) Regulation D 豁免

考虑到 Section 4(a)(2)所存在的模糊地带, Regulation D Rule 506 对于私募发行豁免提供了更加具体的量化及定性标准, 也因此成为私募发行中主要选择的豁免方式。Regulation D Rule 506 的豁免情形包括向合格投资人发行(可进行一般性劝诱及广告)及向 35 人以内的、具备相应知识和经验的非合格投资人发行。Rule 506 豁免并不受发行金额的限制, 但必须:

- (1) 符合 Regulation D Rule 502 的一般性规定: 针对 Rule 506 而言, 主要包括: 需判断是否和别的交易属于同一个完整交易、向非合格投资者的信息披露义务、除向合格投资人发行外不得公开宣传、未经豁免或登记不得转售, 并应尽合理的注意义务以确保购买者并非承销商;

就确保买方非承销商而言, 一般公司需要进行合理的调查, 买方需要做出相关陈述保证, 同时文件和股票证书 Legend 中都需要明确这些股份并未登记且受到转售限制; 在此基础上, 法院还是会根据经济实质判断是不是有意识到购买人会转售;

<sup>28</sup> S.E. C. v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119, 73 S. Ct. 981 (1953), <https://casetext.com/case/se-c-v-ralston-purina-co#p984>.

<sup>29</sup> “It held that the governing fact is whether the persons to whom the offering is made are in such a position with respect to the issuer that they either actually have such information as a registration would have disclosed, or have access to such information.” Gilligan, Will Co. v. Sec. and Exch. Com'n, 267 F.2d 461, 466 (2d Cir. 1959), [https://casetext.com/case/gilligan-will-co-v-sec-and-exch-com-n#\\_cf\\_chl\\_tk=yn10PVGKl7StFswgvLymrBoUYOFMzyHd\\_SP\\_aDk6Kzo-1653219390-0-gaNycGzNCyU](https://casetext.com/case/gilligan-will-co-v-sec-and-exch-com-n#_cf_chl_tk=yn10PVGKl7StFswgvLymrBoUYOFMzyHd_SP_aDk6Kzo-1653219390-0-gaNycGzNCyU).

<sup>30</sup> Hill York Corp. v. Am. Internat'l Franchises, 448 F.2d 680 (5th Cir. 1971), <https://casetext.com/case/hill-york-corp-v-am-internatl-franchises#p688>.

<sup>31</sup> Final Rule: Nonpublic Offering Exemption, SEC, [https://www.sec.gov/rules/final/33-4552.htm#footnote\\_3](https://www.sec.gov/rules/final/33-4552.htm#footnote_3), last visited on May 22, 2022.

(2) 根据 Regulation D Rule 503, 向 SEC 提交 Form D 备案。

但需注意的是, Regulation D 中特别强调, 即使不满足 Regulation D 的要求, 不代表该等发行不满足 Securities Act Section 4(a)(2)的豁免, 发行人还是可以根据其他法律法规的要求寻求豁免。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 李胜

电话： +86 10 8525 4691

Email: [sheng.li@hankunlaw.com](mailto:sheng.li@hankunlaw.com)