



漢坤律師事務所

汉坤法律评述

融贯中西·务实创新

2013年7月24日



私募基金法律

私募基金网购时代到来？—美国私募发行新规评述

王勇 | 张平 律师

2013年7月10日，美国证监会正式修改了《1933年证券法》之《D条例》(Regulation D of the Securities Act of 1933)下的506规则(Rule 506)，摒弃了美国奉行了数十年的私募不得以向不特定公众兜售或广告(“公开兜售”)的方式发行这一圭臬。这一私募监管新规的推出，不仅对美国证券监管格局的影响深远，在国际上也受到了各国证监机构的普遍关注。以高风险高收益著称、一向只对机构投资人和高净值客户低调潜行的私募基金，是否真的进入大众化、网购时代？新的游戏规则是否会导致欺诈盛行，投资人利益受损？本文意在通过对美国私募监管体系的整体介绍和美国私募发行新规的解读，为这些问题作出诠释。

1. 美国私募监管概述

根据《1933年证券法》，除非另有豁免，所有证券的发行都必须在美国证监会注册。私募豁免主要有以下四类：

- (1) 针对美国国内证券发行的《D条例》(Regulation D)；
- (2) 针对美国海外证券发行的《S条例》(Regulation S)；
- (3) 针对涉及50万美元以上的限制性证券向特定的“合格机构投资者”(Qualified Institutional Investor/QIB)转售的144A规则(Rule 144A)；以及
- (4) 符合《1933年证券法》第4(a)(2)条的非公开募集的证券发行(transactions not involving any public offering)。

前三类属于安全港(即符合法定条件即可享受豁免)，而最后一种豁免则需要根据私募发行的具体情况和相关判例中确定的普通法原则对是否涉及公开募集进行个案判定，具有较大的不确定性。在私募实践中，根据《D条例》进行的私募发行占了绝对多数。

《D条例》下的私募豁免包括以下三类：

- (1) 504规则：豁免在连续12个月内总额不超过100万美元的私募发行，不限制投资人人数；
- (2) 505规则：豁免在连续12个月内总额在100万美元到500万美元之间的私募发行，投资人

可包括不限人数的“合格投资人”(accredited investor 或 AI)¹加上 35 名不符合 AI 标准的投资人(该等非 AI 投资人不需要满足 506 规则下的精明度(sophistication)要求或财产要求);

- (3) **506 规则**: 不限制私募发行金额, 认购者要求与 505 规则相同, 但非 AI 投资人(或其认购代理)需要满足一定的精明度(sophistication)要求。

根据美国证监会统计的 2012 年的私募金额数据, 506 规则下进行的私募发行占了《D 条例》下私募发行总额的 99%。

2. 新规则出台背景

美国拥有全球最大、最活跃的资本市场, 而其资本市场中私募的规模近年已经超越了公募, 成为美国私募基金和中小企业募资的主要渠道²。为帮助“新兴的成长性公司”(Emerging Growth Companies)更大程度地利用私募市场, 推动美国经济的复苏和就业的增长, 保持美国在全球的竞争力, 美国于 2012 年 4 月通过了 JOBS 法案 (Jumpstart Our Business Startups Act), 其中指示美国证监会修改私募发行最重要的豁免规则 - 506 规则, 允许私募发行可以向不特定公众进行兜售的方式进行。

在本次修订新增的 506(c)规则下, 私募基金或公司如果希望采取针对不特定公众进行兜售(包括网上推广)的方式吸引潜在投资人的, 需要“采取合理措施”(take reasonable steps)确认最终投资人满足 AI 的要求。对于什么样的措施满足“合理”的要求, 针对不同类型的 AI 可能不同, 不能一概而论, 但证监会规定了以下四种针对自然人投资人的确认措施为“合理措施”(即属于安全港):

- (1) 对于基于收入水平满足 AI 标准的投资人(即本人年收入不低于 20 万美元或与配偶合并的年收入不低于 30 万美元), 审查投资人/配偶最近两年的税务申报表, 并由投资人/配偶出具内容为在本年度合理预期其收入仍将符合 AI 要求的书面声明;
- (2) 对于基于 100 万美元净身家(即资产减去负债)(而非基于收入水平)满足 AI 标准的投资人, 审查过去 3 个月之内的银行结单、存款单、券商结单或其他证券账户证明、独立第三方出具的税务评估书或资产评估报告(以确认资产)以及全国性消费者信用报告机构出具的信用报告并由投资人出具书面声明确认其已经披露所有与确认其 AI 资格相关的负债(以确认负债);
- (3) 由注册的证券经纪商、交易商、美国证监会注册的投资顾问、持照律师或注册会计师就投资人符合 AI 标准出具时间不超过 3 个月的书面确认;
- (4) 对于在新的 506(c)规则生效前已根据旧规则认购私募发行的投资人, 如希望继续参与同一发行人在新的 506(c)规则下进行的私募发行, 由投资人提交一个书面声明确认其在新的认购时点符合 AI 标准即可。

需要注意的是, 发行人采取了合理的确认措施之后, 如果最终投资人中仍有不满足 AI 标准的投资人混入其中, 并不影响发行人在新的 506(c)规则下的豁免。“采取合理确认措施”的要求给发行人增加了额外的义务, 相比之下, 之前《D 例》(包括 506 规则)下的私募发行人主要通过投资人填写

1. 根据《1933 年证券法》第 501(a)条定义的 AI 标准, 简而言之, 要求自然人(a)在过去两年内年收入不低于 20 万美元或与配偶合并的年收入不低于 30 万美元, 且在当年可合理预期年收入不低于该等水平, 或(b)在认购之时个人(或与配偶合计)净身家超过 100 万美元; 公司、合伙或实体总资产不低于 500 万美元(如属于特殊目的实体, 则适用穿透原则)。

² 根据美国证监会的统计数据, 2012 年美国在 506 规则下进行的私募发行总额达 8980 亿, 加上其他三类私募豁免规则下的私募发行, 总额已经超过了公募市场募集的 1.2 万亿美元。

的资质问卷表来确认相关资格。如果发行人不打算以公开兜售的方式发行、不希望承担“合理确认”的额外义务，或者希望向(不超过 35 个)不符合 AI 标准的投资人发行，仍可以按照《D 条例》下的 504、505 或 506(b)规则或其他豁免规则相应进行私募发行。

3. 放开私募市场 vs. 保护投资者权益

美国国会和证监会在酝酿和出台 JOBS 法案、具体修订 506 规则的过程中，听取了大量的业界意见。³JOBS 法案曾经考虑彻底摒弃所有私募方式下公开兜售的禁令，但最终还是决定将其限于最主要的私募方式 - 506 规则。美国国会和证监会也进行了严格的成本/效益分析，认为利远大于弊：

- (1) 在美国，符合 AI 标准的家庭约为 870 万家⁴，但由于信息匮乏、成本较高等原因，仅有极少的一部分参与投资私募，而新规则将有利于中小企业和投资基金吸引更多的投资人，降低募资的成本⁵⁶；
- (2) 同理，新规则亦有利于为符合 AI 标准的投资人提供更多的投资机会，提高信息透明度和资本配置的有效性；
- (3) 对于新规则可能导致欺诈盛行的担忧，立法者认为，鉴于发行人仍需要“采取合理措施”确认投资人的 AI 资格，而且欺诈行为仍受到联邦证券法下的反欺诈条款的严格管辖，很大程度上可以纾解这类担忧。

4. 私募基金发行的《投资基金法》监管

对于私募基金而言，除了需要满足《1933 年证券法》关于证券发行私募豁免的要求，同时亦需要满足《1940 年投资基金法》下关于投资基金私募豁免的要求。私募基金依赖以下两种豁免：

- (1) 3(c)(1)豁免：所有投资人满足 AI 标准、人数不超过 100 人的投资公司，这个豁免已经施行了数十年；
- (2) 3(c)(7)豁免：所有投资人满足比 AI 更高的 Qualified Purchase (“QP”)⁷的要求的投资公司，《1940 年投资基金法》对 3(c)(7)基金的投资人人数没有特别限制（但如果基金达到或突破 500 人/1000 万美元的资产，则可能需要根据《1934 年证券交易法》定期提交公开报表）。这是 1997 年新增的豁免类别。

在两类豁免下，均需适用一系列复杂的穿透规则来确定人数的限制和/或投资者资质的要求。

美国本次对私募发行规则的修订，体现了金融立法与时俱进的要求。在国际金融活动全球化、国际证券监管合作的需求日益迫切的背景下，美国对于私募监管立法的新思路，亦可为中国证券监管机关提供一块可供参考的他山之石。

³ 证监会就其 506 规则修订案就收到了 220 多封业界的反馈意见函。

⁴ 根据证监会 2010 年的统计数据。

⁵ 作为金融立法对推动行业发展的佐证，证监会在对 506 规则修订案的解释中专门提到，1979 年美国劳工部澄清了《1974 年劳工退休收入保障法》中关于养老金投资所需遵循的“谨慎人” (prudent man) 标准应该按照投资组合而非单个投资进行适用，为养老金投资风险投资基金扫清了法律障碍，从而使得风险投资行业从 1978 年的 2.18 亿美元规模猛增到 1988 年的 30 亿美元。

⁶ 另外一个与本次 506 规则修订相对应的行业趋势是，近年来，私募巨头日渐重视针对零售投资人的基金产品的开发，包括 KKR、黑石和阿波罗等在内的众多私募巨头已纷纷推出针对零售投资人的公募基金产品，而凯雷集团更是在 2013 年初将其正在募集中大型私募并购基金的投资人最低投资额由之前的 500 万美元降至 5 万美元。

⁷ 根据《1940 年投资基金法》第 2(a)(51)(A) 定义的 QP 标准，简而言之，自然人或家族公司 (family-owned company) 需要持有不低于 500 万美元的“投资” (金融资产)，信托需要委托人和受托人/出资人均符合 QP 要求，其他类型人士 (包括公司、合伙等) 则要求持有不低于 2500 万美元的“投资” (金融资产) (如属于特殊目的实体，则适用穿透原则)。

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法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与**王勇律师**（+86-10-8525 5553; james.wang@hankunlaw.com）或**张平律师**（+86-10-8525 5534; evan.zhang@hankunlaw.com）联系。