

## 证券私募改革进行时

**规则 144 的修改对原计划海外上市的中国公司来说，可以在 IPO 之外考虑选择先通过美国私募市场筹集资金。需要注意的是，这次修改并未从实质上削弱企业在信息披露方面的要求**

文 / 《法律风险观察》研究员 吴心竹

已于今年 2 月 15 日在美国生效的新版规则 144（下称新规则 144）受到国际证券投资者的广泛关注，该规则是由美国证监会（下称 SEC）针对包括公司私募证券在内的受限制证券转售监管而通过的法律。

这次修改最显著的改变是缩短了原规则 144 下受限制证券转售的持有时间，投资人在满足 SEC 相关要求的前提下，在持有受限制证券 6 个月之后即可自由转售。

业内人士分析称，这次修改规则 144，体现了 SEC 的一贯监管思路：在不实质性削弱投资者保护的前提下，促进证券私募的发展，提高市场效率。从短期来看，规则 144 修改带来的流通性便利，对于饱受次贷危机之苦的美国各金融机构恐怕也不无助益。

### SEC 思路

新规则 144 将 1934 年《证券交易法》下报告公司（Reporting companies）受限制证券公开转售前的持有期从 1 年缩短为 6 个月；并调整了对于转售方式的限制，提高了触发报告义务的金额门槛。与此同时，修订坚持了对公开可得信息的要求，作为持有期缩短的先决条件。

美国艾金·岗波律师事务所高级律师张莹（Ying Z.White）介绍，此次对规则 144 的修改只是 SEC 调整规范美国证券私募市场行动的一部分。除了规则 144 的修改之外，SEC 在 2007 年间两次提出了对规则 D 的修改建议。规则 D 调整的是证券发行和私募的方式，在 D 规则下，发行人的证券私募可以豁免注册。

张莹认为，美国证监会的这一系列举措旨在鼓励市场发展，为发行阶段的私募和受限制证券的转售提供更多便利。

新规则 144 既为普通的私募证券投资者，也为证券发行人及其关系人提供了指南。从上述修改可以看出，SEC 为私募证券的流通拓展了空间。张莹认为，对于意图进行收购的公司而言，这些修改将使得收购目标公司股东持有的股份具有更强的流动性，收购公司也更加容易解决流动性不足的问题。同时，新规则 144 又充分顾及私募发行的安全问题，在信息披露、持有期间等环节设定了相关限制，目的在于解决投资者保护和鼓励证券流通的双重诉求。

研究美国证券私募发行法律的北京大学法学院副教授郭雳认为，证券的流通性关系重大，它有助于实现市场价格发现的功能：如果投资者在二级市场得以迅速转售所持证券以规避风险，证券的出售价格会因流动性增强而走高，这反过来使得发行人在一级市场的发行更加容易，并可能筹集到更多资金。

同时，鼓励活跃市场并非意味着放松监管，投资者的保护也不会必然受到削弱。此次修改规则 144，SEC 就表现得十分谨慎细致，延续了对报告公司与非报告公司、关系人与非关系人的区别对待，只将报告公司非关系人转售证券的锁定期缩短至六个月，而对关系人适用的锁定期则附更多条件，因此可谓“有限制地放宽”。此外，SEC 还强调了信息披露的要求，发行人仍需遵守 1933 年《证券法》规定的至少提前 90 天的报告义务，从而

在监管层面为投资者保护提供了保障。

郭雳告诉记者，规则 144 的上述修改对美国公司实现融资目标无疑是一个利好消息，而对许多原计划海外上市的中国公司来说，也可以在 IPO 之外考虑选择先通过美国私募市场筹集资金。但他强调，这一修改直接影响到的是公司在非公开市场上的发行价格，而非其公开市场的股票价格；与此同时，需要注意的是，这次修改并未从实质上削弱 SEC 在信息披露方面的监管要求。

张莹进一步分析称，规则 144 主要解决的是私募证券的转售问题，在私募发行阶段还是要遵守 D 条例的要求。因此，对中国发行公司而言，第一步是要确保其私募发行方式符合美国证券法的要求；此外，在利用规则 144 进行转售时，也要注意该规则并不适用于空壳公司或空白支票公司。

事实上，在美国证券法下的私募制度是一个多层次的体系。除了最初限制转售的私募制度设计和此后规则 144 对转售限制的放松之外，在上世纪 90 年代初，SEC 还颁布了规则 144A，提供了一个专门面向机构投资者的私募证券转售市场。在这一规则下，机构投资者的转售行为没有持有期间的要求，而是注重对转让证券的性质、机构投资人的资格和信息披露等方面的审查。这一规则使得公司能够在这一市场上迅速获得资金并且豁免注册，因而吸引了大量外国发行人进入美国证券市场。

据纳斯达克统计，根据规则 144A 募集的股本与债务资本数额庞大并且增长迅猛，仅在 2007 年上半年募集的数额就接近 1 万亿美元，同期增长 43%。

## 制度启示

反观中国证券私募立法，近年来亦有不小进步。自 2006 年新《公司法》和新《证券法》实施以来，私募发行在我国首次获得了比较明确的法律依据。新《证券法》第十条、第十三条，新《公司法》第七十八条首次在法律层面提出私募议题，中国证监会《上市公司证券发行管理办法》第三章、新《公司法》第一百四十二条等更直接涉及私募证券的转售期限。

不过整体上，法律对配套监管措施的规定还未建立起来。例如，新《证券法》规定了私募发行的人数限制——向 200 人以内的特定对象发行证券的将被视为私募，并明令禁止发行人采用广告、公开劝诱和变相公开方式进行筹资。然而，对购买者的资格审查、发行的方式、信息披露要求、转售及监管措施等具体规定都仍处在缺失状态，从而限制了这一融资方式在实践中的推进。

在中国现有的投融资体系框架内，中小企业和民营企业一直处于弱势地位，一方面商业银行间接融资渠道门槛高企；另一方面，公开发行融资的条件和成本也均不低，再加上私募制度不完善，中小企业和民营企业的发展面临很多现实局限。

但是市场的投资热情和对资金的需求从未减弱，一些灰色融资渠道趁乱而生。这些渠道尽管对民间资金的整合起到一定作用，但因缺乏法律依据和制度约束，经常伴随着大量欺诈、违约情形，投资者利益受损且无法寻求合法救济。因此，在很长一段时间，私募常常是非法集资的代名词。

我国的监管者意识到了市场需求并且开始摸索实践，如信托、银行、保险等监管部门先后出台了一些法规，允许局部地区的信托资金、公司债券、银行次级债券和保险公司次级债券在非公开市场流通。即便如此，私募发行始终未有明确法律依据，最后往往都回到监管者审批或者其他形式的限制上。

综观各国证券市场，公开发行公司尽管是市场的亮点，但从交易数量上看，公开发行

证券的交易始终不是主流，绝大多数公司都是通过私募发行的方式设立或融资的。在美国，通过私募筹集的资金也占证券发行市场总量的一半以上，且这一比重还有增加的趋势。在中国，尽管过去法律未赋予私募合法地位，但不可否认民间私募基金市场一直存在着。近年来，随着市场规模的扩大，中国机构投资者的数量也在不断增大，基金公司、社保机构等都拥有大规模的资金，而投入股市的只占很小比例，并没有充分发挥流动性的作用。

郭雳认为，私募领域从发行到交易，中国有待弥补的法律空白还有很多。不过，这次规则 144 修订的内容有些亦无必要立即在中国体现，毕竟中美之间存在着诸多国情差异。但是，美国监管者体认市场需求、规范与发展并重，法律界不断探索、明晰完善规则，这种态度值得中国同行学习。

据郭雳介绍，中国证监会业已着手探索设置专门机构负责私募发行与交易的监管。当务之急在于善用法律原则，借鉴国外立法经验，制定具体实施细则和相关司法解释将私募发行制度明晰化和规范化，使发行人和投资人在具体操作环节中有法可依。同时，对私募证券的转售方式也有必要在法律中予以明确。现有公司、证券法律中有少量规定涉及对特定人所持有股份的转让限制，如对发起人，以及公司董事、监事、高管任职期间的转让限制，但相较规则 144，这些规定仍显得不够全面，还需要改进。

**本文原载于 2008 年 2 月出版的《财经·金融时务》杂志**

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。