

美国《“获准投资者”定义审查报告》介评

——兼论对我国的启示*

张异冉**

摘要:获准投资者旨在为证券非公开发行筛选发行对象。美国各界关于获准投资者定义的讨论主要围绕财务门槛的设置、财务门槛是否能够衡量自然人金融成熟性与自然人金融成熟性的其他方案等议题。该审查报告建议修订获准投资者定义——调整当前财务门槛并引入新的定义方式。该审查报告对我国的启示是,建构多层次的证券发行制度,要明确筛选发行对象的有关制度的功能定位,增强制度之中概念与定义的统一性,丰富定义方式并提高定义精准度,通过定义的适当设置维持市场流动性。

关键词:获准投资者 定义 财务门槛 特定对象 合格投资者

一、审查报告的写作背景

美国《1933年证券法》要求任何证券发行都必须由发行人向美国证券交易委员会(The Securities and Exchange Commission, SEC)注册,以此向投资者披露关于证券的实质信息(material information)。同时,立法者认识到在特定场合没有注册的实际需要或者想要利用注册制度保护的公共利益过于遥远,^①因此创设若干类可以豁免注册的证券发行并授权SEC进行具体规定。《D条例》(Regulation D)是SEC根据法律授权颁布的法律文件,其中整合了多类豁免注册的证券发行。围绕《D条例》已经形

* 本文系中国社会科学院国情调研重大项目“互联网金融风险的法律规制”(编号:GQZD2020007)阶段性成果。

** 法学博士,中国社科院法学所博士后研究人员,助理研究员。

① H. R. Rep. No. 85, 73d Cong., 1st Sess. 5.

成一个规模庞大且充满活力的融资市场。据2014年的统计数据显示,发行人当年援引《D 条例》的豁免条款发行证券的次数总计超过3万次、募集资金超过1.3万亿美元。^① 相较主要服务于大额融资的注册发行(registered offering),《D 条例》既能够为大额融资的发行人所利用,也能够帮助中小企业筹措资本,^②具有应用场景多样、服务范围广阔的特点。

获准投资者(Accredited Investor)是《D 条例》中的核心要素(central component)。发行人在依据《D 条例》的规定发行证券之时,只有获准投资者才有资格认购证券,即只有获准投资者才能向封闭公司(private companies)、对冲基金、私募股权基金和风险投资基金等项目进行投资。相应地,上述证券发行人及中介机构也可以根据获准投资者的认定标准寻找投资者。投资者参与未注册发行(unregistered offering)面临较高的投资风险,因为发行人不用提交注册声明(registration statement),SEC 雇员自然也不会审查注册声明包含的信息,并且某些《证券法》上的法律责任条款不适用于未注册发行。^③ 在《初创企业促进法》(Jumpstartour Business Startups Act,以下简称《JOBS 法案》)生效后,获准投资者的重要性大幅提升。《D 条例》根据《JOBS 法案》的要求在506 规则中增加(c)段[paragraph (c)],构建一种新的豁免注册的发行,即506(c) 发行[506(c) offering]。506(c) 规则发行取消了对一般性劝诱的禁令(ban on general-solicitation),只要向获准投资者发行证券,并由发行人采取合理步骤验证投资者资质,该次发行即可豁免注册。

要在便利融资的同时充分保护投资者利益,恰当地定义获准投资者是问题的关键。30 余年来,通过膨胀效应使获准投资者的群体数量急剧扩张,通信技术的发展和投资者沟通方式的变迁拓展了投资范围,金融产品的创新在提供更多投资机会的同时也让金融市场变得更加复杂。因此,自《D 条例》颁布起没有修订的获准投资者

^① 统计只涵盖事后向 SEC 提交 Form-D 的发行,还有部分未提交的发行未被统计在内。See Scott Bauguess, Rachita Gullapalli and Vladimir Ivanov, “Capital Raising in the U. S. : An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009 - 2014”, pp. 6 - 7, Accessed <https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/unregistered-offering10-2015.pdf>.

^② 有观点认为,豁免注册的证券发行程序简便,主要为中小企业提供融资机会,但实际上,以《D 条例》506 规则为代表的证券非公开发行并未对发行人的类型进行限制,只要发行人在发行证券之时符合规定的行为要件,即可享有豁免注册的待遇。例如,公众公司(public companies)可以根据《D 条例》506 规则发行证券筹措资金,这在美国法上被称为“Private Investment in Public Equity(PIPE)”。

^③ See SEC, “Report on the Review of the Definition of ‘Accredited Investor’”, 2015, p. 2, Accessed <https://www.sec.gov/files/review-definition-of-accredited-investor-12-18-2015.pdf>.

定义可能已不合时宜。^① 2010 年 7 月生效的《多德 - 弗兰克法》分别要求 SEC 和美国政府问责办公室(Government Accountability Office, GAO)审查和评估获准投资者定义的合理性。其中,GAO 负责审查关于自然人的财务指标和其他指标是否适当,以及满足有关指标要求被认定为获准投资者的主体是否拥有应对投资私募基金所蕴藏风险的能力,涵盖上述内容的报告于 2013 年 7 月发布。^② 根据《多德 - 弗兰克法》的规定,SEC 应当定期对获准投资者定义中关于自然人的部分进行评估,^③基于公共利益和经济运行状况,考量是否需要修改或调整认定标准以保护投资者。2015 年 12 月 SEC 发布了包含 10 个部分、长达 116 页的首次审查报告。^④

二、获准投资者定义概述

(一) 获准投资者的内涵、意义与目标

明确获准投资者的内涵是定义获准投资者的前提,只有清晰界定获准投资者的内涵才能为定义获准投资者提供根本指引。《D 条例》501 规则规定的所谓获准投资者“定义”实际上只是在列举获准投资者的认定标准。审查报告对获准投资者概念进行抽象概括,揭示了获准投资者概念的内涵。审查报告开篇即指出,获准投资者是具有金融成熟性(financial sophistication)和有能力承担投资损失风险,或者在证券法注册程序非必需的情况下有能力保护自己的投资者。

获准投资者的定义在美国证券发行制度中占有重要地位。审查报告首章第二节指出获准投资者定义是《D 条例》的核心要素,其原因在于《D 条例》包含多种证券发行类别,依据《D 条例》进行的任何交易都要求认购人是获准投资者,因此,获准投资者定义的重要性不言而喻。从多层次市场的角度来看,以一定标准定义的投资者在

^① 30 余年来,SEC 仅对获准投资者定义进行了两次修正:一是 1988 年取消了自然人 15 万美元的最低认购额度且认购总价额不超过净值 20% 的标准,并在收入标准中增加了配偶共同收入;二是 2011 年规定在计算净值时扣除主要住所价值。

^② See GAO, “Alternative Criteria for Qualifying As An Accredited Investor Should Be Considered”, 2013, Accessed <https://www.gao.gov/assets/660/655963.pdf>.

^③ 审查报告主要围绕获准投资者定义中以收入和净值认定自然人的内容进行讨论。实际上,如果自然人是发行人内部人——发行人的董事(director)、执行官(executive officer)、普通合伙人(general partner)等,也可以成为获准投资者。See 17CFR 230.501(a)(4)。

^④ 尽管审查报告以 SEC 名义发布,但 SEC 不对其中的有关分析、结论或建议持任何立场。可以认为,审查报告是一份带有咨询和参考性质的文件。See SEC, “Report on the Review of the Definition of ‘Accredited Investor’”, 2015, Accessed <https://www.sec.gov/files/review-definition-of-accredited-investor-12-18-2015.pdf>.

区分证券发行的层次(特别是证券发行公开与非公开的区分)方面具有基础性的作用。

在定义获准投资者之时应当提出明确的监管目标。准确识别符合获准投资者概念内涵的投资者是定义获准投资者的基本原则,而如何具体设置有关认定标准需要做到宽严适度。审查报告指出,标准过宽可能与 SEC 保护投资者的理念相冲突,标准过严可能限制投资者数量,进而损害市场流动性。不仅如此,定义中的认定标准应当界限分明,使市场主体享有稳定的预期,保证投融资双方对有关市场的信心,从而起到减少融资成本、促进企业资本形成的效果。

(二) 获准投资者定义的源与流

回顾获准投资者产生发展的历程可知,美国《1933 年证券法》中“不涉及公开发行的交易”条款是证券非公开发行制度的法律基础,也是定义获准投资者的依据。获准投资者定义产生的过程展现了从抽象原则到具体规则的“跨越”,而定义的修订和 SEC 有关修订的提案则代表了制度设计者完善规则的努力。要把握获准投资者定义的源与流,应当关注以下三个阶段。

一是证券非公开发行的立法和有关司法判例。美国《1933 年证券法》的立法资料显示国会的主要目的是在要约销售证券时(向投资者)提供完全和公平的信息披露。然而,国会认为,在特定情形下,由证券法提供的保护是不必要的。美国国会众议院(House)报告指出:“证券法谨慎地(carefully)豁免其适用……特定类型的证券交易适用(证券法注册)没有实际需要或公众利益过于遥远。”美国《1933 年证券法》第 4(a)(2)条是对第五节注册制度的豁免条款,其中规定:“第五节的条款不需要适用于……发行人不涉及任何公开发行的交易。”美国《1933 年证券法》没有定义何为“不涉及公开发行的交易”。因此,豁免的范围被留给法院进行裁决和 SEC 进行解释。在“美国证监会诉洛尔斯顿公司案”中,美国最高法院确立了决定第 4(a)(2)条适用的基本原则,即《证券法》第 4(a)(2)条的适用取决于受影响的(affected)特定类别(class)的人是否需要证券法的保护——向那部分有能力保护自己的人发行证券就是不涉及公开发行的交易。

二是《D 条例》颁布前的三个豁免规则(Rule)。(1)146 规则。SEC 在 1974 年颁布旨在为第 4(a)(2)条豁免的适用提供更大确定性的 146 规则。^① 146 规则对于投

^① See Transactions by an Issuer Deemed Not to Involve Any Public Offering, Release No. 33 - 5487 (Apr. 23, 1974) [39 FR 1526].

投资者的要求是发行人合理相信投资者在金融方面具有必要的知识和经验,足以评估未来投资的风险和收益,或者投资者能够承受投资的经济损失;如果向不具备金融方面必要知识和经验的人发行,其必须雇用了有能力提供必要知识和经验的代理人。(2)240 规则。1975 年 SEC 颁布了 240 规则,便利没有其他可用发行豁免的小企业筹措资本。240 规则提供了一个有限的发行豁免(a limited offering exemption),发行人在发行前后不得超过 100 名权益所有者,12 个月内销售证券的总数也受到限制。(3)242 规则。1980 年 SEC 颁布 242 规则,在美国《1933 年证券法》第 3(b)(1)条之下创设了一个有限的发行豁免。242 规则首次将获准投资者概念引入美国联邦证券法律体系,其定义的获准投资者指的是在证券发行中购买 10 万美元以上证券、发行人的董事或高管等主体。

三是《1980 年小企业投资促进法案》与《D 条例》。国会为回应联邦证券法律改革,便利小企业接入资本市场,通过了《1980 年小企业投资促进法案》。法案在《1933 年证券法》第 2(a)(15)条中增加了获准投资者概念,将其定义为银行、保险公司、小企业投资公司、员工权益计划等主体,并授权 SEC 基于下列因素定义额外种类的获准投资者:金融成熟性、净值、知识和金融方面的经验,或者管理下的资产数额。在法案的推动下,SEC 于 1982 年正式颁布《D 条例》,确立了针对注册要求的两个豁免和一个非排他性安全港,取代了原有的 146 规则、240 规则和 242 规则,即以 506 规则取代 146 规则,提供了美国《1933 年证券法》第 4(a)(2)条之下的非排他性安全港;504 规则和 505 规则分别取代 240 规则和 242 规则,提供了美国《1933 年证券法》第 3(b)(1)条之下的注册豁免。

需要说明的是,获准投资者最初的定义包含购买至少 15 万美元证券且总认购金额不超过净值 20% 的自然人,但 SEC 在 1988 年废除了上述标准,因为认购规模不足以单独确保投资者的金融成熟性或接触关键信息的可能,并且该标准与另一个 100 万美元的净值标准存在不协调。

综上所述,判例法从立法资料寻找依据,确立了筛选有能力保护自己的投资者这一原则。但是,最高法院的裁判忠于立法原意严格进行法律推理所得出的结论较抽象——“有能力保护自己”存在非常大的解释空间,而市场主体更需要的是能够直接指导实践的具体规则。相较判例法,SEC 根据法律授权相继颁布的 3 个规则更加明确具体,起到了促进有关实践的作用。对于美国豁免注册的证券发行制度而言,《D 条例》的问世具有极大的建构意义。审查报告对此评价道:《D 条例》将 SEC 众多豁

免架构统一到一个拥有共同定义、概念和条件的法律文件,简化了既有的规则,实现联邦和州两个层面豁免注册的证券发行制度的统一,而获准投资者概念的提出更具有里程碑意义。

(三) 美国联邦证券法律体系中的相关概念

除获准投资者之外,美国《1933年证券法》和其他法律框架还使用不同的概念以识别不需要适用有关法律中投资者保护制度的主体。这些不同于获准投资者的概念服务于特定的规制目标,可以为获准投资者定义的调整提供有意义的参考。因此,审查报告对五个主体及其定义进行考察。

1. 美国《投资顾问法》205-3 规则的合格委托人(Qualified Client)

符合合格委托人认定标准的主体具备金融经验并有能力承受业绩报酬(performance fees)有关的风险以便有机会与他们的投资顾问协商适当的报酬安排,故合格委托人得以豁免《投资顾问法》禁止向委托人收取业绩报酬的规定,要认定自然人为合格委托人,必须满足下列两个条件之一:在签订投资顾问合同之时由投资顾问管理至少100万美元资产;在签订投资顾问合同之前,能够合理地相信其净值超过200万美元(包括与配偶共同持有的资产)。

2. 美国《投资公司法》第2(a)(51)(A)条的合格买家(Qualified Purchaser)

美国《1996年国家证券市场改善法案》(以下简称《改善法案》)基于《投资公司法》的立法意旨将主体的投资额度作为标准衡量其财务状况,为发行人从投资公司的定义处创设了一个例外,即发行人可以将其证券销售给合格买家。《改善法案》的立法文件指出,上述豁免适用于私下投资公司(private investment companies),这些投资公司只能由拥有高度金融成熟性、能够评估投资池(investment pool)风险,从而不需要《投资公司法》保护的投资者组成。要成为合格买家,自然人需要满足已持有的投资额不低于500万美元的要求。

3. 美国《1934年证券交易法》第3(a)(54)条的合格投资人(Qualified Investor)

《格拉姆-里奇-布莱利法案》(Gramm-Leach-Bliley Act)在《证券交易法》之中增加了合格投资人概念,以使银行在向合格投资人销售特定证券之时,豁免其向SEC注册为“经纪-自营商”(broker-dealer)的义务。要成为合格投资人,自然人需要拥有不少于1000万美元的资产支持证券和贷款参与(loan participations),或者其他项目的投资额度不低于2500万美元。

4. 美国《商品交易法》第 1a(18) 条的合格合约参与者 (Eligible Contract Participant)

合格合约参与者有权参与特定衍生品与互换交易。要成为合格合约参与者,自然人需要拥有高于 1000 万美元的投资额,或者拥有高于 500 万美元的对冲基金投资额。

5. 美国《1933 年证券法》144A 规则的合格机构买家 (Qualified Institutional Buyer)

合格机构买家是针对机构而非针对自然人的概念,旨在提供另一类能够定义具有金融成熟性的投资者。总计投资非关系发行人 (non-affiliated issuers) 的证券超过 1 亿美元的主体可以认定为合格机构买家;银行和其他特定金融机构还需要拥有至少 2500 万美元的净值。此外,已注册的“经纪-自营商”总计投资非关系发行人的证券超过 1000 万美元即可认定为合格机构买家。

上述五个概念中的前四个适用于自然人,最后一个概念只适用于机构。由五个概念的定义方式可知,在美国联邦证券法律体系之中,定义具备金融成熟性或有能力承担风险的投资者,不仅使用收入和净值两个财务门槛作为衡量指标,还使用投资额或拥有的金融资产作为衡量指标;在具体的指标设置上,有关规则根据不同主体的特征额外增加或减少衡量指标的类型或额度,以类型化处理的方式提高了认定标准的精准度。^①

三、各界关于获准投资者定义的讨论

(一) 关于获准投资者当前定义的讨论

依据当前定义方式,要认定自然人为获准投资者,投资者必须通过两种资产测试 (assets test) 之一:第一,近 2 年中每年收入超过 20 万美元或与配偶合计超过 30 万美元,并且可以合理期待本年度的收入达到相同水平;第二,除主要住所的价值,自然人投资者个人或与配偶合计的资产净值 (net worth) 超过 100 万美元。在自然人以外,《D 条例》501 规则列举的特定实体 (entities) 须资产超过 500 万美元方可成为获准投资者;银行、已注册的投资公司等机构投资者则无须接受资产测试即可被认定为获准

^① 文章只列举了前 4 类投资者中关于自然人的认定标准,关于机构或实体 (entities) 的认定标准可以更加充分地说明这一点。See SEC, “Report on the Review of the Definition of ‘Accredited Investor’”, 2015, pp. 21 – 31, Accessed <https://www.sec.gov/files/review-definition-of-accredited-investor-12-18-2015.pdf>.

投资者。

当前定义获准投资者主要依靠收入和净值这两类财务门槛作为衡量标准。就自然人而言,如此的定义方式实际上推定富有的人就是获准投资者,甚至可以说定义获准投资者的标准只包括自然人是否富有。对此,业界存在不同观点。审查报告在综合各方面意见的基础上进行了讨论,有关的论述可以归结为以下两个方面。

1. 什么样的人是有的人?

有观点认为,当前获准投资者定义过于宽泛,因为定义中的财务门槛未随货币贬值而上浮,并且在计算净值时包含了退休金等须被剔除的特定财产。这实际上是在既有的财务门槛之下提出的关于门槛数额如何确定与财产基数如何计算的问题。

(1) 门槛数额问题

《D 条例》自 1982 年颁布实施起确立 20 万美元个人收入和 100 万美元净值的门槛,在 1988 年增加 30 万美元合并收入,并在 2011 年将个人主要住所价值从净值计算中剔除。在通货膨胀效应下,1982 年的 20 万美元(个人收入)大约相当于 2014 年的 43 万~49 万美元,1988 年的 30 万美元(合并收入)相当于当前的 52 万~60 万美元。1982 年的 100 万美元净值相当于 2014 年的 216 万~245 万美元。截至 2014 年,通货膨胀导致美国有资格认定为获准投资者的数量从人口数量的 2% 剧增到人口数量的 10%。通货膨胀效应提升了一种可能性,即当前获准投资者的“池子”(pool)中可能涵盖最初并不打算将其认定为获准投资者的自然人。

有论者倾向基于投资者保护的考虑提高财务门槛。反对提高门槛的评论者则认为由于豁免发行市场对经济的至关重要性,提高门槛将减少获准投资者的规模,并对市场和寻求外部资本的小企业产生不利影响。提高财务门槛可能限制部分投资者的投资渠道,特别是与他们既有投资组合不相关的时候,因此会限制投资者分散投资损失风险的能力。有论者还考虑提高财务门槛可能对国内不太富有的区域造成不适当的影响。此外,尽管获准投资者群体规模的剧烈扩张,但审查报告的执笔者没有找到证据表明依据当前财务门槛的数额有资格成为获准投资者并参与“《D 条例》市场”的自然人需要注册制度保护。

(2) 财产基数问题

支持剔除退休金资产的论者认为,退休金资产与成熟度无关,并且私下市场的非流通性特征让依靠投资作为日常收入来源的退休人员面临风险。针对《D 条例》没有定义“收入”概念的问题,一些观点认为,“收入”而非“可支配收入”可能并不足以衡

量自然人承担投资风险的能力。

对于上述问题,一方面,有观点认为,在美国全国范围内,从净值计算中剔除退休金资产比提高收入或净值门槛更合理,因为后者可能对不富裕地域造成不当影响。^①不过,剔除退休金资产可能造成意想不到的后果,使寻求达到净值门槛的人不愿为退休金投资计划(retirement plans)供款,甚至鼓励他们从退休金投资计划中提取资产,并且定义“退休金资产”应当包括或排除哪些资产可能面临困难。另一方面,有观点建议排除特定的收入来源或使用“可支配收入”这样的替代概念,从而更适当地识别拥有足以承担投资风险的自然人。

2. 富有的人必然具有金融成熟性?

有观点认为,适用于自然人的定义方式不足以涵盖获准投资者应当包括的主体,因为具有金融成熟性的自然人可能因不够富有而不被认定为获准投资者。另有观点认为,当前获准投资者的定义既过于宽泛又比较狭窄,因为金融成熟性足够高的自然人可能不被认定为获准投资者,而富有但金融成熟性不足的自然人却可被认定为获准投资者。许多观点质疑财务门槛和金融成熟性之间的关系,认为收入和净值两项指标无法正确界定应当被认定为获准投资者的自然人。但是,审查报告梳理已有的研究成果,发现大量的研究能够证明自然人的富有程度与金融成熟性之间存在相关性。

(1) 一项针对美国自然人投资者的研究找到证据,证明收入或净值更高的自然人相较更低的自然人不参与绝大多数非理性投资行为。^②(2) 有研究梳理了大型经纪商提供的超过 5 万名投资者从 1991 年至 1996 年的交易记录,发现更富有的和受雇于专业职位的自然人投资更为理性——他们不倾向于在遭受投资损失时期望能够收回损失从而延迟售出。(3) 一项 2009 年的研究基于其构建的衡量金融成熟性的指标,^③使用瑞典的全部人口作为数据集合进行研究,得出金融成熟性随着自然人财富增长而大幅增加的结论。该项研究还总结了现有经验文献,指出越来越多的经验文献记录了家庭特征与投资错误之间的横向相关性——更富裕,成员受到更好教育的家庭倾向于表现出比其他家庭具有更好的投资多元化、更少的投资惯性、更弱的持有损失股

① 审查报告指出,相比美国东北部、中西部和西部,美国南部的净值平均数和中位数更低。

② 文献指出非理性投资行为包括但不限于:(1) 期望行情转好,延迟售出处于损失中的投资;(2) 股票组合(stock portfolios)的多样性有限;(3) 有限的资产市场(asset market)参与;(4) 退休金账户投资的不合理多元配置;(5) 退休金账户配置的现状偏差(status quo bias);(6) 过度交易(excessive trading)。

③ 如投资种类的充足性、投资过程中是否存在风险惯性和滞后售出等不合理行为。

票和售出盈利股票的倾向性。(4)自律监管组织的金融素养调查得出了相似的结论。美国金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)下设的投资者教育基金会在2012年的一项调查中发现,在金融知识测验的5个问题之中,高收入者平均正确回答3.5个,而低收入者平均只正确回答2个。

审查报告指出,上述研究所发现的自然人的富有程度与其金融成熟性之间存在关联的原因还不是十分清楚。可以推测,更高净值和更高收入的自然人可能基于从前的投资经验作出更理性的投资决策,或者他们因教育水平、从社会交往中学习等其他有利因素形成了更合理的投资习惯。此外,某些外部因素也可能解释更富有的自然人拥有更高的金融成熟性——他们可能享有更多的获取有关信息与投资技能的途径,也可能更频繁地聘请专业投资顾问。审查报告最后指出,无论得出有关结论的原因为何,上述实证研究足以支撑继续使用财务门槛作为界定获准投资者的一种方法。

(二)定义获准投资者的其他方案

许多论者建议,投资限额可以作为衡量自然人金融成熟性和保护自己能力的指标,用投资限额作为衡量指标可能比单纯的收入或净值指标更准确。GAO报告指出,在市场参与者之间也存在这种观点。但是,部分论者担忧,实施任何类型的投资限额可能增加获准投资者定义的复杂性,并导致难以管理的局面。许多观点坚持认为,收入和净值不是能够准确衡量金融成熟性的指标,而建议采用一些替代标准来定义获准投资者。其中,一些观点从宏观上提出应当在获准投资者定义中包含其他衡量成熟度的标准;另一些观点提出基于教育程度、职业、投资经验、与发行人的关系、金融中介机构的使用和金融专业知识等的认定获准投资者的其他方法。尽管上述标准与投资者承受投资风险的能力无关,但一些论者认为它们可以有效识别不需要注册制度保护的人。

1. 投资限额

有论者建议以收入或净值为基础,设定一定比例的自然人投资额上限。这一建议与501规则最初的定义相似。^①允许自然人参与非公开市场,但受投资上限限制,如此,可以限制任何一项特定投资的潜在损失,同时大幅扩大获准投资者群体。尽管投资限额可能有助于限制损失,但他们不能代表金融成熟性,也不能识别能够保护自己的自然人。因此,除非结合其他相关标准,否则不能作为识别不需要注册制度保护

^① 只要某人购买证券15万美元以上且购买金额不超过净值的20%,该投资者即可被认定为获准投资者。

的自然人的有效指标。

有论者建议,在当前定义下应限制获准投资者的投资数额。采用投资限额的方法,可以促进投资多样化并帮助保护投资者以防遭受难以承受的损失。尽管这种方法不会影响获准投资者的群体规模,却可能会减少可用于非公开市场的资本额。论者提出的方法如下:(1)相同比例投资限额适用于所有获准投资者。这种方法可以保护投资者免受重大损失,但可能会对承受投资风险能力非常强的投资者产生过度限制的情况。(2)随着净资产或收入的增加,逐步降低直至取消投资限额。这种方法可以保护风险承受能力不高的获准投资者,并对承受投资风险能力非常强的获准投资者影响较小。单独或结合使用上述方法时,投资限额可能适用于每个发行人、每项投资或总投资。

2. 教育背景

有论者表示,特定教育背景比财务指标更适当地反映投资者的金融成熟性,并建议使用相关领域高级学位(商科、经济或金融、法律等专业的硕士或博士)等标准来充实获准投资者定义。虽然某些类型的学位可以说明自然人拥有金融和投资领域的知识,但问题在于上述做法将面临管理上的难题,例如,SEC 是否需要考虑区分不知名学校的金融硕士学位与金融强校的硕士学位?不仅如此,学位持有人可能选择各异的职业道路,例如,公司证券律师和环境律师都拥有法律学位,但是他们关于金融和投资的知识很可能不在相同层面。

3. 商业经验与专业认证

有论者建议获准投资者定义须考虑个人在金融和商业方面的经验,包含诸如经营企业,或者持有注册会计师(Certified Practising Accountant, CPA)、注册金融分析师(Chartered Financial Analyst, CFA)、注册金融规划师(Certified Financial Planner, CFP)、投资顾问代表或者经纪-自营商注册代表等牌照。论者的理由是,在当前获准投资者定义下,尽管可能不被认定为获准投资者,也不能参与有关交易,但拥有有关资格的个人可以就定向发行向投资者提供建议。

上述提议面临的挑战是哪些资格或认证足以说明个人符合获准投资者的内涵,但特定资格或认证也可以证明投资者的金融成熟性,例如,FINRA 管理了大量旨在测试自然人关于证券和投资领域知识的测试,自然人必须通过上述测试才能被认定为 CPA、CFA 和 CFP。如果自然人通过为其他目的而设的第三方测试,进而被认定为获准投资者,那么 SEC 需要确定测试是否足以说明自然人拥有参与非公开市场所需知

识。此外,获得了有关资格和认证的自然人可能没有在有关领域执业。就这部分个人而言,资格、认证与金融成熟性的相关性在获得资格和认证后逐渐降低。

4. 专业人士协助

有论者提出,接受专业人士建议的个人可以被认为是获准投资者。专业人士有能力评估特定发行的风险和收益,并帮助委托人理解有关的风险和收益。但是,《D 条例》已经包含了一种机制,即使自然人缺乏独立判断有关风险所需的知识和经验,也可以使用有能力评估投资的预期收益和风险的“认购人代理人”条款参与 506(b) 规则发行。^① 发行人在向非获准投资者的自然人销售证券之时,必须提供包括财务信息在内的关于发行人的特定信息。将由专业人士提供建议的自然人增加到获准投资者之中可能存在不妥之处,因为发行人必须向有关个人提供关于发行人的额外的信息。

5. 相关投资经验

部分论者建议在定义获准投资者之时考虑自然人投资经验,特别是投资者属于向初创企业提供资本的天使投资人。有市场调查报告称,2014 年美国约有 31.6 万多名活跃的天使投资人,帮助了 7.3 万余家初创企业。据统计,天使投资人平均有 9 年投资经验和 10 项投资。天使投资人有能力对投资进行筛选——尽职调查、协商投资条款并确定估值。参考域外立法例,英国允许个人声明自己是“自我认证的成熟投资者”,其中包括至少在过去 6 个月内已成为商业天使网络或企业联盟的成员,或在最近两年内对一家非上市公司进行了多次投资。

6. 发行人特定雇员

有论者建议拓展获准投资者定义,将发行人的特定雇员(knowledgeable employees)包含在内。部分论者特别建议应包含《投资公司法》3c-5 规则之中定义的私募基金特定雇员(knowledgeable employees),该定义包括执行官、董事、受托人、普通合伙人、咨询委员会成员或者其他扮演类似角色的自然人。应当说明的是,501 规则第(a)(4)条已经包含了执行官、董事和普通合伙人。使用上述方式拓展获准投资者定义,将允许受托人、投资顾问委员会成员和特定投资基金的专业人士参与到有关的私下发行当中。主张采用上述方式的理由是私募基金的特定雇员(knowledgeable employees)拥有有关投资经验和充分获取信息的渠道。

^① 506 规则(b)段允许不超过 35 名非获准投资者参与发行,前提是他们单独或共同雇佣投资代表(purchaser representative),这部分投资代表拥有金融和商业方面的知识和经验使他们有能力评估未来投资的收益和风险。

7. 专门测试

论者建议通过测试考察自然人关于投资和市场的知识从而筛选获准投资者。获准投资者测试可以成为一个通用标准,不论财富、学历、专业经验或任何其他因素,任何自然人都可以通过测试的方式成为获准投资者。参加并通过有效设计的获准投资者测试,可能反映自然人的金融成熟性、对私下发行及所涉风险的理解。当然,要注意测试的时效性(例如,在通过测试的 5 年内有效)或者注重持续教育,从而确保投资者紧跟市场发展、警惕市场风险、知晓监管规则的变化。有学者指出,采用“执照”模式可以提高在市场之中与投资相关的知识水平。获准投资者测试是否可行取决于许多因素,如开发、管理测试的费用以及参加测试的人数等。

四、审查报告关于修订获准投资者定义的建议

审查报告指出,在获准投资者扮演为市场提供资本的关键角色之时,对获准投资者定义的任何修改都必须考虑投资者受到的影响和围绕《D 条例》形成的市场的资金供应量。以此为原则,审查报告综合各方面的意见,从修订当前财务指标和引入新的衡量指标两个方面提出关于修订获准投资者定义的建议。

(一) 调整当前定义方式

1. 在保留收入和净值门槛的同时设置投资限额

保留当前获准投资者定义中的收入和净值门槛,同时限制获准投资者可以投入私下发行的资金数额。在当前收入或净值门槛之下限制自然人的投资数额可以为承受财务损失能力较弱的投资者提供保护。与此同时,保持现有的门槛而非简单地在通货膨胀的情况下提高门槛不会缩减获准投资者的群体规模。审查报告建议基于自然人收入或净值的一定比例设置投资限额,如自然人前 1 年收入的 10% 或者净值的 10%。

2. 调整收入和净值门槛但不设投资限额

新增根据通货膨胀调整后的收入和净值门槛,例如,50 万美元的个人收入门槛、75 万美元的合并收入门槛和 250 万美元的净值门槛足以反映通货膨胀。由于受到通货膨胀的影响,相应地调整财务门槛可以与 SEC 1982 年和 1988 年的政策选项相符合。如果采纳上述调整后的门槛,满足新的收入或净值条件的自然人不用受上一段提到的投资数额限制。

3. 收入和净值门槛随通货膨胀适时浮动

将获准投资者定义中的所有财务门槛与未来的通货膨胀挂钩,每4年提升大约1万美元将定义中的所有财务门槛与通货膨胀挂钩,从而实现财务门槛数额的适时浮动。如此,可以与SEC在2007年修订提案中的意见相符,也与《多德-弗兰克法》关于“合格代理人”定义和《JOBS法案》关于众筹、初创企业的有关规定相符。之所以规定每4年提高财务门槛,是因为《多德-弗兰克法》要求SEC自2014年起至少每4年审查一次获准投资者定义。

4. 将配偶相当者纳入财务计算

在获准投资者定义中增加配偶相当者(spousal equivalents)概念。获准投资者定义曾经试图简化财务计算方式——基于共同净值(joint net worth)认定依靠共同财产生活或者共同持有财产的投资者为获准投资者。允许配偶相当者以共同财产作为财务门槛计算时的基础财产,可以在婚姻、民事结合(civil unions)和同居者(domestic partnerships)^①之间提供一致的监管待遇。为了促进SEC规则之间的一致性,可以将配偶相当者定义为与家族办公室规则、会计师独立标准和众筹规则中相同的“大致相当于配偶的同居关系”。

5. 纳入发行人的现有投资者

在相同发行人未来发行证券之时,将发行人现有投资者之中符合当前获准投资者定义的主体纳入获准投资者的范围。如此,可以防止因获准投资者定义的可能变更而使发行人的现有投资者无法参与发行人的未来发行。上述做法不适用于发行人的附属主体(affiliates)^②发行证券的场合。

(二) 引入其他定义方式

当前关于自然人的获准投资者定义只使用收入和净值两种财务指标,但使用收入和净值的单一标准都不足以界定自然人拥有金融成熟性。因此,需要基于两个原则对获准投资者定义进行优化调整:一是准确界定有能力承受损失的自然人,二是提供更多路径以认定自然人的获准投资者身份。审查报告提议,在收入和净值这两类财务门槛以外增加下列获准投资者的定义方式。

^① 民事结合与同居者大致是指,虽不具有传统婚姻关系但在人身关系和财产关系上与传统婚姻关系存在相似性的自然人之间的结合状态,如非婚同居者与同性伴侣。

^② 《D条例》501规则对“affiliate”的定义是,直接或通过中间主体间接控制的特定主体。

1. 最低投资额

要衡量自然人金融知识和市场投资经验,既有的投资额是比收入和净值更有意义的衡量指标。尽管对具体界定方式存在分歧,但大量观点表达了支持以投资额认定获准投资者。“投资”的定义应当基于《2a51-1(b)规则》的规定,以此与证券法律体系相协调,并提供一个可预见的框架。

2. 专业资格

将持有特定专业资格的自然人认定为获准投资者,以此为识别自然人的金融成熟性提供一个相对客观的标准。例如,SEC 可以增加一类通过 FINRA 的 7 系列(Series 7)、65 系列(Series 65)或 82 系列(Series 82)考试的获准投资者。由于考试涵盖了有关内容,通过上述考试可以说明自然人具有相应领域的成熟性。

3. 相关投资经验

SEC 可以将至少投资了 10 项不同发行人依据美国《1933 年证券法》第 4(a)(2)条或有关的“安全港”(safe harbor)规则进行的非公开发行定义为获准投资者。^①如前所述,天使投资人平均已经参与了 10 项豁免发行,拥有相关投资经验可以作为衡量自然人金融成熟性的客观指标。拥有较丰富投资经验的投资者已经掌握了有关私下市场及其固有风险的丰富知识和经验,包括尽职调查、谈判投资条款以及进行估值确定等。

4. 发行人特定雇员

以私募基金的特定雇员(knowledgeable employees)作为获准投资者,允许其向雇主基金的投资项目进行投资。私募基金的特定雇员具有丰富的投资经验,有足够的方式来获取必要的信息并基于充分的信息作出关于其雇主基金的投资决策。因此,将获准投资者定义扩展至特定雇员,可以保证投资者有能力保护自己。特定雇员应当根据《投资公司法》3c-5 规则认定,以此确保与整个法律体系相协调。

5. 专门测试

在获准投资者定义中增加一类通过获准投资者测试的自然人。创制获准投资者测试,可以让自然人通过相对客观的方式证明自己的金融成熟性并取得获准投资者资格,且不用考虑自然人的财富、教育背景或专业经验等因素。获准投资者测试有助于减轻发行人的合规负担,因为验证自然人是否通过测试不需要花费大量时间或成

^① 要求投资项目数量超过 10 项旨在确保投资者拥有相对充足的投资经验。

本。审查报告认为,新设的获准投资者测试需要考察自然人的金融投资知识和对非公开发行及其相关风险的理解。FINRA 的 7 系列和 82 系列考试涵盖上述考察要点,可以作为获准投资者测试的模板。

五、审查报告的启示

(一) 准确把握有关制度的功能定位

为高风险的证券发行筛选投资者是获准投资者制度的重要功能,而在向无须注册制度保护的投资者发行证券之时相应减轻监管强度则是获准投资者制度功能的“硬币另一面”。在证券发行注册制下,任何证券发行都必须通过披露信息的方式向监管部门进行注册,除非存在法定豁免。非公开发行的股票、基金份额、债券等豁免注册则是法律的例外规定。豁免注册义务的发行人不用公开披露信息,这要求投资者需要具备相关的知识、经验和承受风险的能力。符合资质要求的投资者不需要注册制度保护,取消政府部门直接介入、让投融资双方自由博弈不会害及公共利益。

我国不存在获准投资者概念,与之相对应的概念是特定对象与合格投资者。^①前者可见于《证券法》、《证券投资基金法》、《上市公司证券发行管理办法》和《非上市公司监督管理办法》等的规定,后者可见于《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》和《区域性股权市场监督管理试行办法》的规定。尽管我国尚未全面构建豁免注册的证券非公开发行制度,但协调发行对象资质与发行监管强度的关系始终是一个重要的议题。从宏观上来看,发行对象保护自己的能力越强,政府部门就可以采取越多地减轻对证券发行的监管强度的措施,这在多层次股票市场建设的过程中尤为重要。

(二) 提高有关概念及定义的统一性

当前,我国存在概念使用不够统一的问题。对于特定对象与合格投资者两个内涵一致的概念,《证券法》《证券投资基金法》《私募投资基金监督管理暂行办法》《上市公司证券发行管理办法》《非上市公司监督管理办法》等使用特定对象概念,

^① 笔者认为,我国法律体系之中的特定对象与合格投资者两个概念的内涵是一致的。中国证监会发行监管部曾撰文指出:特定对象有判断和承担风险的能力,不需要获得与普通公众投资者同等的保护。(参见中国证监会发行监管部:《完善证券发行监管制度,推动中国资本市场发展——中国证监会发行监管部学习〈证券法〉、〈公司法〉体会》,载《证券时报》2005年11月24日,第7版。)而《证券投资基金法》和《私募投资基金监督管理暂行办法》均指出合格投资者具备相应风险识别能力和风险承受能力。

《证券投资基金法》《私募投资基金监督管理暂行办法》《区域性股权市场监督管理试行办法》等使用合格投资者概念,并且《证券投资基金法》和《私募投资基金监督管理暂行办法》同时使用特定对象与合格投资者两个概念。在上述法律文件之中,大部分未对特定对象进行定义或者虽有定义但不完善,^①对合格投资者的定义比较明确。具体而言,《证券法》《证券投资基金法》《私募投资基金监督管理暂行办法》均未具体定义特定对象,《上市公司证券发行管理办法》在第37条、《非上市公众公司监督管理办法》在第42条对特定对象进行定义;《证券投资基金法》第88条阐明合格投资者内涵,《私募投资基金监督管理暂行办法》第12条对合格投资者进行定义,《区域性股权市场监督管理试行办法》第13条对合格投资者进行定义。可见合格投资者概念的实操意义更强,特定对象概念的实操意义较弱。基于此,本文建议在法律层面统一使用特定对象概念,在规章及更低位阶法律文件使用合格投资者概念并进行具体定义,以此统一概念的使用方式并保证定义的灵活性与适应性。

我国还存在有关概念定义方式不统一的问题。就特定对象而言,《上市公司证券发行管理办法》第37条只规定特定对象应符合上市公司股东会规定的条件;《非上市公众公司监督管理办法》第42条规定,自然人属于发行人的原股东或内部人,或者拥有不低于200万元至100万元不等的金融资产且具有2年以上的相关投资或从业经历。^②就合格投资者而言,《私募投资基金监督管理暂行办法》第12条对将自然人认定为合格投资者的标准进行规定:投资单只私募基金金额不低于100万元、金融资产不低于300万元或最近3年个人平均收入不低于50万元;《区域性股权市场监督管理试行办法》第13条规定,自然人拥有不低于50万元的金融资产且具有2年以上相关投资或从业经历可被认定为合格投资者。不仅如此,有关定义中的金融资产的计算方式也不一致。^③从制度理性的角度来看,相同概念采用一致的定義方式是最优解,但考虑不同市场的实际情况,适当的区别也是必要的。因此,在照顾不同市场具体情况的同时提高定义方式的统一性应当成为改革的方向。

^① 《上市公司证券发行管理办法》第37条规定,特定对象应符合上市公司股东会规定的条件;《非上市公众公司监督管理办法》第42条对特定对象的定义有两条:一是发行人的原股东或内部人;二是符合有关投资者适当性管理办法的人。可见有关规则未能完全给出特定对象的定义。

^② 《非上市公众公司监督管理办法》第42条对特定对象的定义转至《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理办法》的有关规定。

^③ 例如,就定向发行的特定对象而言,依据《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理办法》第6条的规定,金融资产涵盖申请开通交易权限前10个交易日投资者名下证券账户和资金账户内的日均资产额;根据《私募投资基金监督管理暂行办法》第12条的规定,私募合格投资者的金融资产涵盖银行存款、股票、债券、基金份额、资管计划、银行理财、信托计划、保险产品、期货权益等。

(三) 丰富定义方式并提高定义精准度

证券市场存在信息不对称、高风险等特征,有必要由政府部门进行适度监管,但证券市场本质上是一种商品交易市场,市场主体的自由度越高,市场的活跃度也就越高。具体到特定对象/合格投资者的定义方面,提高制度供给的充足性可以扩大市场主体的自治空间,使更多的自然人进入市场,在提供给自然人分享市场发展红利的同时为市场带来更多的流动性。理论推演与实证研究均显示,现实中有大量自然人虽然无法通过收入和净值等财务门槛的“测试”,但并不代表他们的相关知识和经验欠缺、无法识别市场风险。因此,有必要采用更充分的定义方式,畅通上述自然人投资者认证为特定对象/合格投资者的渠道。

如前所述,我国特定对象/合格投资者的定义方式包括金融资产数额、投资经验/从业经历、最低投资额和年均收入,其中投资经验/从业经历不适用于私募合格投资者,最低投资额与年均收入不适用于定向发行的特定对象与区域性股权市场的合格投资者。可见,有关概念定义方式的多元性尚显不足。笔者建议,丰富我国特定对象/合格投资者的定义方式,吸纳更多的认定标准。此外,鉴于单一的财务门槛可能无法精准识别具有风险识别能力、风险承受能力的投资者,制度设计者可以考虑综合运用收入、净值、投资低限、投资限额、金融资产、投资经验或相关经历、专业资格认证、与发行人的特殊关系等能够考察自然人风险识别能力、风险承受能力的各项指标。

现实当中存在一种情况:如果财务门槛长期未获调整,在通货膨胀效应的影响之下,有资格被认定为特定对象/合格投资者的自然人数量将会大幅增加,可能使最初特定对象/合格投资者的定义不打算纳入的自然人被认定为特定对象/合格投资者。尽管在信息充分流动的社会环境中,投资者通过获取投资知识的渠道增多,但证券市场也变得更加复杂,对投资者的技能、经验和承受风险能力提出了更高要求。因此,应当考虑吸纳财务门槛数额适时浮动的方案。

(四) 适当设置定义以维持市场流动性

特定对象/合格投资者的群体规模与其定义的严格程度息息相关。特定对象/合格投资者的定义承担着为高风险的证券发行筛选发行对象的功能,理论上,定义中指标门槛越高,筛选出的投资者自我保护能力越强。但是,片面追求筛选的高标准和严要求势必限缩投资者的群体规模。投资者为市场带来资金,投资者群体规模越大,市场的流动性就越充裕,反之将使市场面临流动性枯竭的窘境。我国个别市场曾采用

过高的特定对象定义门槛,其后果是有资格成为特定对象的投资者数量偏少,进而导致入场资金不足、市场交易清淡,相关市场因此未能实现预期的价值发现功能与服务融资功能。在改革的进程中,应当适度设置定义中指标的门槛数额,维持市场中投资者群体规模处于适当水平。此外,我国在有关概念的定义中通常叠加使用多个衡量指标,^①这就在一定程度上加大了自然人成为特定对象/合格投资者的严格程度。因此,有必要适时评估这种定义方式对投资者群体规模的影响。^②

投资者的地域分布问题与投资者群体规模相关。在统一市场之中设定有关指标的数额需要平衡地域差异,我国在制度建构的过程中应当对此进行充分考虑。评估投资者地域分布是基于现实考量,即区域发展不平衡导致各地区的收入和物价水平存在差异。我国区域性股权市场的发展还产生了合格投资者定义中指标数额分区域设置的问题。我国的区域性股权市场几乎遍布各省级行政区,“一刀切”地设置合格投资者定义中有关指标的数额恐有不当,因为这可能造成发达地区合格投资者群体规模庞大而欠发达地区合格投资者群体规模偏小的不平衡状态,进而影响区域性股权市场的长期健康发展。笔者认为,根据不同地域社会经济发展状况为区域性市场中的合格投资者定义的有关指标设置相应数额是一个更为合理的方案。

六、结 语

审查报告是自 1982 年《D 条例》颁布后对获准投资者定义的首次全面评估,审查报告的内容确实全面。第一,尽管《多德-弗兰克法》只要求 SEC 对获准投资者认定标准中关于自然人的部分进行审查,但为了提高分析的全面性,审查报告将定义中自然人以外的部分纳入考察范围。第二,审查报告比较了美国证券法律体系中的相似概念,还将境外立法例纳入研究的范围——分别对澳大利亚、加拿大、欧盟、以色列、新加坡、英国等国与获准投资者对应的概念进行考察。第三,审查报告的主要写作基础是获准投资者定义的制定背景、变化和 SEC 关于优化定义的提案(proposal),也涵

^① 例如,定向发行的特定对象使用金融资产与相关经验/从业经历两个指标叠加;私募合格投资者使用投资下限与金融资产或收入两个指标叠加。

^② 审查报告也进行了相关评估:报告基于美联储消费者金融调查(Survey of Consumer Finances)的数据,根据审查报告建议修订后的定义测算可能成为获准投资者的数量,以评估获准投资者定义修订后市场流动性是否充裕。See Federal Reserve Board, 2016 SCF Chartbook, 2017, Accessed <https://www.federalreserve.gov/econres/files/BulletinCharts.pdf>.

盖了 SEC 就有关问题征求的意见、有关的学术论文和其他来源文献之中关于定义修订的意见。第四,审查报告讨论了在当前方法之外识别投资者金融成熟性的替代方案,评估了采纳替代方案可能产生的影响,并在评估各方意见的基础上,提出和阐述了审查报告执笔人关于修订获准投资者定义的建议。审查报告的专门撰写充分表明将自然人定义为获准投资者是非常复杂的问题。为促使我国相关定义的不断完善,笔者在本文中介绍了美国相关的共通性经验,并提出了审查报告的几点启示,以期裨益我国的理论与实践。