

第三章 美國私募制度之介紹

第一節 美國證券法簡介

第一項 證券法及涵蓋範圍

美國聯邦證券法規之立法目的在於，由對資本形成最低干擾方式透過充分揭露所有相關訊息及資料以減少詐欺。此目的經由美國 1933 年證券法，1934 年證券交易法及美國證券管理委員會²⁹所制定之規則(rules)、條例(regulations)等所規定之公開揭露、註冊登記及反詐欺條款予以落實³⁰。

證券法要求從事跨州交易及以郵件或任何工具或溝通方式要約出售證券者須為公正及公開之揭露，並防止詐欺發生³¹。債券屬美國證券法規範之證券。第2條第a項款對證券加以定義如下：「除非在上下文另有規定，本條所稱之證券一詞，係指任何票據(note)、…公債(bond)、信用債券(debenture)、債券憑證(evidence of indebtedness)、息票或任何參與分紅協定之證書…一般被普遍認為屬於‘證券’之任何權益或憑證，或者上述任何一種之權利證書或參與分紅證書、暫時或臨時證書、收據、擔保證書、認股權證、購買權³²。」而美國1934年《證券交易法》亦於第3條(a)款對證券定義如下：「除非在文中另有規定，證券一詞，係指任何票據、…公債、信用債券、權利證書或任何參與分紅協定之證書…一般被普遍認為屬於證券之任何權益或憑證，或者上述任何一種之權利證書或參與分紅證書、暫時或臨時證書、收據、擔保證書、認股權證、訂購權、購買權…」，可知其所定義之證券涵蓋範圍寬廣，何種證券屬於美國證券法規所規範，則由美國證券交易委員會、執行、管理該證券法者、法院應用在實際案例中決定。³³

第二項 債券及公司債之意義

²⁹ 美國證券交易委員會(U. S. Securities and Exchange Commission)，簡稱 SEC，乃國會依據 Securities Exchange Act of 1934 證券交易法設置。證券交易法就證券交易有關各部門及參與者給予美國證券交易委員會監督管理寬廣之權力與職責，並禁止內線交易等不法行爲。See <http://www.sec.gov/division/corpfin/34act/index1394.shtml>。

³⁰ See Henry Klehm, III, Contractual Shifting of Defense Costs in Private Offering Securities Litigation, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136, No. 3 (Jan. 1988), p. 971。

³¹ See Securities Act of 1933 第一段。

³² See Securities Act of 1933, SEC. 2 (a)。

³³ See U.S. Supreme Court, United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837 (1975). “The task has fallen to the Securities and Exchange Commission (SEC), the body charged with administering the Securities Acts, and ultimately to the federal courts to decide which of the myriad financial transactions in our society come within the coverage of these statutes.”

債券乃債權憑證³⁴之一種，即一方向另一方借款之證據。公司債為由公司所發行之債券，依上述證券法第二條(a)，受證券法規範。稱債券者，期間通常票據較長。美國債券主要有公司債券(corporate bonds)、地方政府債券(municipal bonds)、及美國財政部發行之債券，即美國公債。美國公債由美國政府之信用保證，因此被認為最不具有信用風險，依證券法第三條(a)(2)豁免註冊登記³⁵。地方政府債券雖較美國公債風險稍高，亦依證券法第三條(a)(2)豁免註冊登記。依據證券法第三條(a)(3)，債券如到期日低於九個月者，為豁免證券(exempted securities)。公司債券應向美國證券交易委員會按一般規則登記註冊³⁶。

第二節 美國豁免註冊登記制度

第一項 豁免之要件：註冊登記為無必要或利益微小

有些情形並無必要向美國證券管理委員會(SEC)登記或登記之利益微小³⁷，則得豁免註冊登記。

美國證券法由對公眾利益及保護投資者之必要性及適當性(necessary or appropriate in the public interest and for the protection of investors)³⁸決定該法案規範之適用範圍。豁免制度主要乃根據證券(exempted securities)³⁹或交易(exempted transactions)⁴⁰之性質或交易中所參與之人之能力財力所須之受保護程度，平衡規範該交易所須之成本要時間，而決定須採用之規範程度及方式。

第二項 豁免之範圍

受豁免者，包括證券法第3條之豁免證券(exempted securities)及第4條之豁免交易(exempted transactions)。

原則上，依第3條豁免者，不須依證券法註冊登記，豁免之待遇及於轉售，這類證券包括政府機關或銀行所發行之證券、依員工利潤分享計劃、退休金計劃

³⁴ See Law Dictionary by Steve H. Gifis, 2nd edition, 1984, published by Barron's Educational Series, Inc.。

³⁵ 參閱 <http://www.e-articles.info/e/a/title/U.S.-Treasurybills,-notes,-bonds,-and-inflation-protected-securities>

³⁶ 公司債為證券法第二條 a 項所涵蓋之證券，如無豁免規定之適用，應依第五條規定註冊登記。

³⁷ See SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953): 「where there is no practical need for (the bill's) application or where the public benefits are too remote.」。

³⁸ See Securities Act of 1933。該法案中多次提及此標準，為決定是否受該法規範之重要依據。

³⁹ See Securities Act of 1933, Section 3。

⁴⁰ See Securities Act of 1933, Section 4。

所發行之證券⁴¹、短於九個月之商業票據⁴²、公益組織之證券⁴³、特定銀行、協會、組織所發行之證券⁴⁴、有關鐵路設備之信託基金所發行之證券⁴⁵、依第十一章破產法接管人、託管人或接管之債權人所發行之證券⁴⁶、保單及年金合約⁴⁷、合於特定條件之控股公司依銀行控股公司法案(the Bank Holding Company Act of 1956)收購銀行或依住屋貸款法案(the Home Owners' Loan Act)收購儲蓄協會(saving associations)而發行之證券⁴⁸及合於特定條件之證券期貨產品⁴⁹。

依第四條豁免者，交易不須依第五條提出註冊報表(registration statement)，這類證券包括：破產程序下，不收取費用而交換同一發行人發行之證券⁵⁰、破產程序下，經核准交換在外之證券與權利而發行之證券⁵¹、只向同一州⁵²居民出售之證券⁵³、發行低於五百萬美元之證券⁵⁴、小企業投資公司(small business investment companies)所發行之證券⁵⁵、免於登記註冊之特定人所為之交易，包括由證券發行人(issuer)⁵⁶、承銷人(underwriter)、交易商(dealer)以外之人所為之交易為豁免交易⁵⁷、交易商參與由發行人或承銷人所售證券，其中未出售或未認購之全部或部份證券，而由該交易商所為之交易⁵⁸、由經紀人未推銷、誘導而依客戶所下定單所為之交易或其於櫃檯市場(over-the-counter market)所為之交易⁵⁹、以房地產之優先權作為擔保之證券⁶⁰、不可轉讓合約(non-assignable contracts)之豁免⁶¹、再出售(resales)之豁免⁶²、小金額且向少數信用良好之投資人要約或銷售者為豁免交易⁶³。證券法第4條第2項發行人之交易但不涉及公開發行，即私募發行，亦在豁免之列。然而雖依規定豁免，豁免證券⁶⁴或豁免交易仍應受反詐欺條款之約束。

⁴¹ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(2)。

⁴² See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(3)。

⁴³ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(4)。

⁴⁴ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(5)。

⁴⁵ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(6)。

⁴⁶ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(7)。

⁴⁷ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(8)。

⁴⁸ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(12)。

⁴⁹ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(14)。

⁵⁰ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(9)。

⁵¹ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(10)。

⁵² 依證券法第二條(a)款，包括：波多黎哥(Puerto Rico)、美屬維京群島(the Virgin Islands)及其他海島屬地(the insular possessions)等。

⁵³ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (a)(11)。

⁵⁴ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (b)。

⁵⁵ See Securities Act of 1933, SEC. 3 (c)。

⁵⁶ See Securities Act of 1933, SEC. 2(4)。

⁵⁷ See Securities Act of 1933, SEC. 4 (1)。

⁵⁸ See Securities Act of 1933, SEC. 4 (3)。

⁵⁹ See Securities Act of 1933, SEC. 4 (4)。

⁶⁰ See Securities Act of 1933, SEC. 4 (5)(A)。

⁶¹ See Securities Act of 1933, SEC. 4 (5)(B)。

⁶² See Securities Act of 1933, SEC. 4 (5)(C)。

⁶³ See Securities Act of 1933, SEC. 4 (6)。

⁶⁴ See Securities Act of 1933, Section 3。

第三項 私募發行之介紹

私募發行自證券法第 4 條第 2 項規定以來，由於解釋嚴格，有礙公司集資，因而美國證券管理委員會陸續發佈各項規章，現階段之條例 D 規則 506 即為此項努力之結果，合於規則 506 之規定者，即得豁免依第五條註冊登記。如不符合規則 506 之規定，仍可依第 4 條第 2 項豁免註冊登記⁶⁵。

美國證券交易委員會於 1962 年發佈之 Release No. 33-4552 有關非公開要約 (private offering) 之豁免規定指出，是否為公開要約是事實問題，必須考慮所有環境中之因素，包括：受要約人與發行人之關係、要約之本質、範圍、金額多寡、種類及要約方式⁶⁶。請求豁免之人須負證明之責。如自認適用豁免而未依證券法註冊登記，如不符合豁免之規定時，可能發生美國證券法第 12 條及第 17 條所設之民事及刑事責任，美國證券法第 12 條第 1 項給予購買者於提起訴訟時，自動之撤銷交易之權利，證券法實際上對發行人要求絕對責任⁶⁷。

第一款 證券法第 4 條第 2 項案例：SEC v. Ralston Purina Co.⁶⁸

證券法第 4 條第 2 項指發行人之交易但不涉及公開發行之私募發行，其要件及性質，見於相關案例及美國證券交易委員會所發佈之相關解釋、規則等。

SEC v. Ralston Purina Co. 案例至今美國最高法院唯一對 Section 4(2) private offering 作之解釋⁶⁹。Ralston Purina 公司是一家製造銷售飼料、早餐食品、工廠、分公司散佈全美各州之公司，鼓勵員工持有自家公司股票，自 1942 年起授權但尚未發行之股份準備給員工認股。自 1947 年起至 1951 年止每年有 20 人至 500 人，分散全美各州之員工認購該公司約二百萬美元之股票。公司認為其所出售對象限於公司之重要員工(key employees)，指有潛力、有影響力、受尊敬、有野心、與管理階層同心或擔任特殊職責等之員工，且主動且願意購買該公司之股票，因限於少數員工，並非對所有員工要約，因此並非公開要約(public offering)。

壹、何為公開之要約(public offering)，美國證券法或證券交易法並未有明確之定義。

⁶⁵ See Regulation D Preliminary Note 3, <http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRIs/RegDNote.html>

⁶⁶ See Release No. 33-4552 by SEC., <http://www.sec.gov/rules/final/33-4552.htm>。

⁶⁷ See Marc I. Steinberg, Securities Regulation, 1986, page 96: 「The provision in effect imposed strict liability upon the seller for failure to register.」。

⁶⁸ See SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953)。

⁶⁹ See John A. Eckstein, Private Placements: Exemption and Disclosure Issues, <http://www.fwlaw.com/privateplacements.com>。

美國國會報告曾指出，銷售證券須依證券法，除非股東人數小到不足構成公開要約⁷⁰。類似案例依英國公司法及州之藍天法則('blue sky' laws)所為之判決，指出公開非指須對全世界要約(to be public, an offer need not be open to the whole world.)⁷¹。「公眾」(public)一詞將大眾與依特性區分之人羣區隔。但所有之芝加哥人或所有之紅髮人等並不小於公眾，被檢選之特定人應與其目的具備有意義之關聯，因而必要檢視要約之環境及區別之目的以決定是否為對公眾⁷²。

貳、投資人是否有足夠之知識以保護投資人自己(persons capable of fending for themselves)⁷³可為檢視之標準。

如公司只對高階員工發行，而此等高階人員因其職務，因其與發行人之關聯，得以得知應揭露於登記註冊報表之資訊(to the same kind of information that the act would make available in the form of a registration statement)⁷⁴，則此發行非屬公開。如受要約人無法每一個人取得該資訊，則其要約為對公眾。

豁免適用證券法乃因無適用之須要。所指「須要」，即前述有保護被影響之投資者之須要。如要約係對一群特定且能保護自己之投資者，因無保護投資者之必要，非屬證券法之公開要約，因此無須依美國證券法註冊登記。應從證券法保護投資人之目的，即促進充分公開資訊，以達投資人得為充分資訊決策之目的，而決定證券法之適用範圍。

參、公司之意圖並不重要。員工是否皆得取得資訊或皆得接近該資訊為決定是否得豁免之因素。

SEC v. Ralston Purina Co.⁷⁵案中，Ralston Purina 公司意欲針對重要、有限之少數員工發行股票，但相對於認購員工是否應受保護、即是否具有應有之知識以為投資判斷，公司將發行對象限制於重要員工之意圖比起員工是否有應具備對公司財務等資訊及知識而言，相對不重要。因認購股票之員工並未皆得取得資訊或皆得接近該資訊，其所有之資訊與其社區中之鄰居、一般大眾，並無不同，故法院認為 Ralston Purina 公司之發行，屬於公開發行，應依證券法註冊登記。

⁷⁰ See H. R. Rep.No. 152, 73d Cong., 1st Sess. 25。

⁷¹ See Nash v. Lynde, (1929) A.C. 158。

⁷² See Securities and Exchange Comm. v. Sunbeam Gold Mines Co., 9 Cir., 1938, 95 F.2d 699, 701。

⁷³ See SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953)。

⁷⁴ See 11 Fed. Reg. 10952 by the Commission's General Counsel in 1935。

⁷⁵ See SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953)。

第二款 簡介 SEC 條例 D 規則 506

SEC 條例 D 規則 506 並非取代第 4 條第 2 項，只是提供安全港(safe harbor)，符合規則 506 即可豁免註冊登記。但規則 506 及證券法第 4 條第 2 項並非互相排斥，如不符合規則 506，仍可因符合第 4 條第 2 項而取得豁免⁷⁶。

SEC 於證券法訂立後，陸續提出有關第 4 條第 2 項規則之解釋，如前述之 1962 年之 Final Rule Release No. 33-4552 等，及程序相關規則如規則 146 等。規則 146 目的乃為第 4 條第 2 項提供一些客觀標準，並防止這種豁免證券發行給在信息取得及風險承擔上無法自我保護之投資者，然規則 146 雖降低發行成本及難度，然因發行公司缺乏業績支撐，風險及不確定性增加，有關詐欺之爭議提高，因而無法提供應有之便利及足夠之信心保障。因此實施後，私募發行之各年度總額反逐下降⁷⁷，因而促進條例 D 之產生，以促進資本形成。

條例 D 包含規則 501-506，用以簡化已存在之規則，除去不必要之限制，尤其是小型公司，並使聯邦及州之間之豁免規定得以一致，以幫助資本形成及保護投資者⁷⁸。規則 501 至 503 為條例 D 中各名詞之定義、一般規則及銷售條例 D 所規範證券之申報規定。規則 504 及 505 為小額豁免，源自證券法第 3 條(b)⁷⁹，並非私募之規定，故本文未予討論。規則 506 取代規則 146，規範第 4 條第 2 項之私募交易⁸⁰。

簡言之，規則 506 所定條件如下：

- *.發行證券之總金額無限制。
- *.規則 502(a)之整合規定適用。此整合規定提供安全港(safe harbor)。規則 502(a)規定，一個要約之前六個月內或之後六個月內，如無其他要約，則此間所有之要約及銷售皆視同一要約。
- *.無明確之受要約人數之規定。
- *.除有信用之投資者外，購買者人數不得超過三十五人。
- *.須向非屬有信用之購買者提供特定之揭露。

⁷⁶ See Regulation D Preliminary Note 3, <http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRls/RegDNote.html>

⁷⁷ 參考：郭震，美國證券私募發行問題研究，北京大學出版，2004，pp.93-95。

⁷⁸ See Marc I. Steinberg, Securities Regulation, 1986, p.118。

⁷⁹ See Securities Act of 1933 Sec. 3(b):「The Commission may from time to time by its rules and regulations, and subject to such terms and conditions as may be prescribed therein, add any class of securities to the securities exempted as provided in this section, if it finds that the enforcement of this title with respect to such securities is not necessary in the public interest and for the protection of investors by reason of the small amount involved or the limited character of the public offering; but no issue of securities shall be exempted under this subsection where the aggregate amount at which such issue is offered to the public exceeds \$5,000,000.」。

⁸⁰ See Regulation D Preliminary Note 3, <http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRls/RegD.html>。

- *.並未要求發行人須確定購買者能承擔投資風險。然而須對每一位非屬有信用之購買者確定其合適性。除有信用之投資者外，發行人須於發行前合理確信每一個購買者或其代表人，於財務及商業之知識及經驗，足令其能審察評量投資之風險。
- *.禁止任何一般性之廣告及誘導銷售。
- *.任何發行人，不論其為應註冊登記或不須註冊登記之組織、其大小、營業種類、或先前是否有違規，皆可使用規則 506。
- *.轉售依規則 502(d)之限制。發行人須以合理之注意，確定購買者不是先承購股票以用於未來之銷售，因此人實符合證券法第二條第 11 款之承銷人。如此會造成買賣因未依法註冊登記，而違反證券法之規定。因此發行人採取下列措施，以防止轉售：
 - 一、向購買者索取聲明書，聲明購買股票僅為投資而非再出售，然如此並無法確知購買人之真正目的，因此不能確保適用豁免規定。
 - 二、或於證券上印上不得轉讓之文字，然如此亦無法成為豁免之根據。但持有期間可做為原購買該證券目的之佐証⁸¹。

第四項 比較美國證券法第 4 條第 2 項與規則 506

第一款 要約總金額之限制

壹、證券法第 4 條第 2 項及其相關案例之解釋

雖無限制，然 SEC Final Rule Release 33-4552 對證券法第 4 條第 2 項之解釋認為，金額越大，為公開發行之機率越大⁸²，例如，因所參與之人可能越多，而造成其中有人未獲應取得之資訊。

貳、條例 D 規則 506 並未對金額加以限制。

參、比較：

美國證券法第 4 條第 2 項及條例 D 規則 506 並未限制發行金額。就證券法第 4 條第 2 項之規範而言，如果金額過大，則受要約人數較多，造成無法使受要

⁸¹ See Marc I. Steinberg, Securities Regulation, 1986, page 124: See generally J. W. Hicks, 1984 Limited Offerings Exemptions: Regulation D (1984): Donahue, New Exemptions from Registration Requirements of the Securities Act of 1933: Regulation D, 10 Sec. Reg. L.J. 235 (1982): Schneider, Introduction to Regulation D, 15 Rev. Sec. Reg. 990 (1982): Warren, A Review of Regulation D: The Present Exemption Regimen for Limited Offerings Under the Securities Act of 1933, 33 Am. U.L. Rev. 355 (1984): Note, Regulation D: Coherent Exemptions for Small Business Under the Securities Act of 1933, 24 Wm. & Mary L. Rev. 121 (1982)。

⁸² See SEC Final Rule Release 33-4552: 「The size of the offering may also raise questions as to the probability that the offering will be completed within the strict confines of the exemption.」

約人皆取得如證券法規定應公開之資訊之可能性高，為保護受要約人，應要求登記註冊。

第二款 人數及對象

壹、證券法第 4 條第 2 項及其相關案例之解釋

一、無法以人數做為是否為公開之保證標準。

於 Nash v. Lynde 案中，法官指出不能指定一個數目做為區分之標準。即使只有一個投資者，也可以是公開。例如一個人訂購全部之一系列(series)之證券發行⁸³，因該系列分次發行，每次發行資訊皆須使該投資人知悉，否則，則未達豁免之標準。

二、證券法第 4 條第 2 項之保護對象亦包括在受要約人(offeree)。

根據 Release 33-4552，是否為公開要約，亦須考慮受要約人(offeree)，而非只考慮購買者⁸⁴。即使最終只有少數具備知識之受要約人成為購買者，如果與無關聯、無限制之受要約人協商、對話或對之誘導，則是公開之要約。人數之相關性人數只在於受要約人是否與發行人有相當必要之關聯及受要約人是否對發行人擁有必要之知識之問題上有關聯性⁸⁵。美國證券交易委員會或可採用人數以決定何時去調查豁免案件，但以對私募人數設一上限做為立法解釋是沒有保證之⁸⁶。人數越多，越可能造成資訊未適當之提供給所有受要約人，而不能適用美國證券法第 4 條第 2 項有關私募豁免規定。

貳、條例 D 規則 506 就人數及對象之規定

規則 506 規定除有信用之投資者(accredited investor)外，購買者人數不得超過三十五人。對受要約人並未明定人數。如上所述，購買者人數越多，因越有可能購買人中有人未取得必要之資訊，而使該次招募成為公開招募，故越可能成為一般性徵求，而不適用豁免規定，故予限制。

⁸³ See Nash v. Lynde, (1929) A.C. 158。

⁸⁴ See SEC Final Rule Release 33-4552: 「Consideration must be given not only to the identity of the actual purchasers but also to the offerees.」。

⁸⁵ See Final Rule Release No. 33-4552 by SEC., <http://www.sec.gov/rules/final/33-4552.htm>。

⁸⁶ See SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953): 「nothing prevents the commission, in enforcing the statute, from using some kind of numerical test in deciding when to investigate particular exemption claims. But there is no warrant for superimposing a quantity limit on private offerings as a matter of statutory interpretation」。

雖規則 506 所限制之人數為購買人，然受要約人之人數亦不得過多，否則將成為公開招募。

參、比較分析如下：

由美國證券交易委員會及相關案例顯示，美國證券法第 4 條第 2 項對人數為自保護投資人目的觀之，未採用某個數目做為是否為私募之判斷標準，乃由受要約人觀察，人數越多，則每個要約人皆取得與發行人相關之投資決策之必要資訊之要件越無法達成，故越可能須視為公開發行，適用證券法註冊登記之規定，以保護投資人。規則 506 以三十五人做為標準，以簡化豁免私募之要件。

而證券法第 4 條第 2 項之保護包括受要約人，規則 506 以購買人為保護對象，然如招募過程中，受要約人過多，將有可能無法豁免。

第三款 保護對象之條件

壹、證券法第 4 條第 2 項及其相關案例之解釋

如前所述，第 4 條第 2 項之重點為受要約人，Western Fed. Corp. v. Ericsson 案中，法院認定發行人未盡舉證責任證明受要約人數及身份⁸⁷。如受要約人符合條件，則具私募證券豁免登記之其一條件。而受要約人之品質，依前述之 SEC v. Ralston Purina，在於受要約人是否能保護受要約人自己(able to fend for themselves)⁸⁸，此能力體現為具有接近或取得資訊之路徑(access)及具財務上之複雜成熟性(financial sophistication)。即，受要約人本身須具備一定條件，且自備取得必要資訊之方法、途徑，或由發行人提供與應註冊登記者相同之資訊，方得豁免。說明如下。

一、具有接近或取得資訊之路徑⁸⁹。資訊之來源包括：

(1)、自發行人取得如註冊登記須揭露之必要資訊或公開註冊登記之資訊，以作成投資決定。

股票由少數重要員工認購，不足以認定必然為非公開要約。這此員工

⁸⁷ See Western Fed. Corp. v. Ericsson, 739 F. 2d 1439, 1442 (9th Cir. 1964): 「To claim the private offering exemption, evidence of the exact number and identity of all offerees must be produced.」。

⁸⁸ See SEC v. Ralston Purina, 246 U.S. 119 (1953) : 「An offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction 'not involving any public offering.」。

⁸⁹ See Release No. 33-4552 by SEC.。

須能取得或接近應註冊登記之資訊方能成為非公開要約⁹⁰；即使發行人主動提供資訊，豁免並非自動產生，因如此做法忽略了證券法之標準及懲罰。如只對公司之發起人要約，可能為非公開要約，但如加入許多未給予充分資訊之朋友、鄰居或同事，則可能成為公開要約⁹¹。

提供資訊之方式不限於文書，例如口頭報告、檢查產品、巡視工廠等，但文書較易證明⁹²。

(2)、因與發行人之關聯而能自行取得必要之資訊。

在 *Lively v. Hirschfeld*⁹³ 案中，上訴法院認為豁免僅限於具有超凡商業經驗，且居於隨時可以接近、取得評量公司潛力之公司記錄及資訊之地位之投資人。*SEC v. Continental Tobacco*⁹⁴ 案中，法院要求發行人證明每一個受要約人與發行人維持得以接近註冊登記所要求資訊之關係。*Doran v. Petroleum Management Corp.* 法院認定接近有關發行人資訊之路徑可因與發行人之親屬關係、僱傭關係或經濟談判能力(economic bargain power)而取得，且如發行人能提供與註冊登記相同資訊，則要約人與發行人之特殊地位(privileged position)將變為不重要⁹⁵。因此，受要約人之內部人身份並非取得豁免之必要條件。

美國律師協會報告指出，經濟上談判能力(economic bargaining power)是受要約人具有接近資訊路徑之一方法，包括居於談判中之有利位置、可使用之資源、財務上之專業知識及曾為投資者之經歷。機構投資人因其所具之經濟上談判能力，一般認為具有接近資訊之路徑⁹⁶。

二、財務上之成熟性

上述報告亦指出，尚須考慮受要約人之資格。此因素較難界定。具體應用包括成熟性(sophisticated)，能理解投資風險；而此因素須適用於所有受要約人，如有一人不符合，則無法獲得註冊豁免⁹⁷。

⁹⁰ See *SEC v. Ralston Purina*, 246 U.S. 119 (1953) : 「have access to the same kind of information that the act would make available in the form of a registration statement」。

⁹¹ See Release No. 33-4552 by SEC., <http://www.sec.gov/rules/final/33-4552.htm>。

⁹² See Marc I. Steinberg, *Securities Regulation*, 1986, page 114

⁹³ See *Lively v. Hirschfeld*, 440 F.2d 631, 633 (10th Cir. 1971)。

⁹⁴ See *SEC v. Continental Tobacco*, 463 F.2d 137 (5th Cir. 1972)。

⁹⁵ See *Doran v. Petroleum Management Corp.*, 545 F.2d 893, 903 (5th Cir. 1977)。

⁹⁶ See Marc I. Steinberg, *Securities Regulation*, 1986, page 112-113 : ABA report: A Position Paper of the Federal Regulations of Security Commission., Section of Corporation, Banking & Business, L. of the ABA, 31 *Business Law*, 484 (1975)。

⁹⁷ See *Hill York Corp. v. American International Franchise, Inc.* 448 F. 2d 680(5th Cir. 1971)。

壹、條例 D 規則 506 之規定

規則 506 將條件限縮且具體化，使招募人較易遵循，只要求購買人須符合條件，不考慮受要約人；區分有信用之投資者(accredited investor)及非屬有信用之投資者，前者不限人數，後者限制為三十五人。非屬有信用之投資者須符合上述成熟性要求，屬有信用之投資者則預設為符合上述成熟性要求⁹⁸。所謂有信用之投資者(accredited investor)，包括七個類別⁹⁹：

一、機構投資人(institutional investor)

包括：銀行、保險公司、投資公司、商業發展公司、小型企業投資公司及員工退休金計劃¹⁰⁰等。

其中，商業發展公司為依投資公司法案(Investment Company Act of 1940)第 2 條(a)(48)登記之封閉型投資公司¹⁰¹，投資至少其百分之七十之資產於投資公司法案第 55 條(a)(1)至(3)所定義之非公開發行股票及購自由其控制之合格之投資組合公司(eligible portfolio company)。如為投資至少百分之七十資產於非公開發行公司，則應對其所投資之公司提供管理上之協助。目的在於幫助小型，尤其是正處於發展階段或財務困難之公司。¹⁰²

二、私人商業發展公司(private business development company)

依投資公司法案(Investment Company Act of 1940)第 2 條(a)(48)所定義之商業發展公司，遵循投資顧問法案(Investment Advisor Act of 1940)第 202(a)(22)放寬上述投資百分比減為百分之六十，並不須為封閉型投資公司等¹⁰³。

三、依稅法第 501 條(c)(3)之免稅公益組織，包括捐助、宗教、科學、文學、業餘運動員等組織，且其資產超過五百萬美元者¹⁰⁴。

⁹⁸ See Marc I. Steinberg, *Securities Regulation*, 1986, p.123。

⁹⁹ See SEC Regulation D Rule 501: <http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRls/rule501.htm>。原列有'購買美金十五萬元以上，且購買之金額不超過購買者淨值之百分之二十'為其一條件，但於 1988 年刪除，參考：Cox, James D., Hillman, Robert W., Langevoort, Donald C., *Securities regulation: cases and materials*, p.405。

¹⁰⁰ 美國員工退休金(pension plan)一般或委由專業公司如保德信(Prudential)或公司另組部門代為管理或員工自行管理，但委託如保德信(Prudential)、富達(Fidelity)、Vanguard 等基金公司代為投資。員工一般有權決定投資標之。

¹⁰¹ See Investment Company Act of 1940: <http://www.law.uc.edu/CCL/InvCoAct/sec2.htm>。

¹⁰² See SEC CFR Part 270 [Release No. IC-26647; File No. S7-37-04] RIN 3235-AJ31, Definition of Eligible Portfolio Company Under Investment Company Act of 1940。

¹⁰³ See Investment Advisor Act of 1940: http://www.sec.gov/rules/extra/ia_1940.htm。

¹⁰⁴ See IRS Code 501(c)(3): <http://www.irs.gov/publications/p557/ch03.htm#d0e4158>。

四、發行人之內部人士：董事、高階主管、合夥人等。

五、自然人淨值至少一百萬美金，包括所擁有之房地產及車輛等。

六、自然人年收入在二十萬美金以上：過去兩年分別超過二十萬美金年收入，且本年度年收入預計亦將超過二十萬美金。

七、組織之所有人皆為有信用之投資者¹⁰⁵。

發行人須於發行時，合理確信購買人合於上述條件¹⁰⁶，如有一購買人為虛偽陳述，而發行人「合理相信」，則其他投資人不能因此而否定其豁免之適用，如其對購買人之實際情況進行了合理之調查，即可享受規則 146¹⁰⁷所提供之安全港¹⁰⁸。

第一項及第二項之機構投資人屬理財之專業組織，自能自我保護；第三項之免稅組織從事於提昇人性及有益公眾之活動，且具相當資產，得以承擔風險，有能力自我保護；另對自然人之條件詳加規定，包括與發行人存在特殊關係，得以取得或了解公司營運情形、購買之金額、淨值及年收入等財務上之優越能力及地位，能承擔財務風險；而組織之所有人即皆為有信用之投資人，自應如有信用之投資人對待之。

壹、比較分析如下：

一、保護對象之範圍

¹⁰⁵ 規則 506 所規定 8 個類別源自證券法第 2 條第 15 項：「(15) The term “accredited investor” shall mean—(i) a bank as defined in section 3(a)(2) whether acting in its individual or fiduciary capacity; an insurance company as defined in paragraph (13) of this subsection; an investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or a business development company as defined in section 2(a)(48) of that Act; a Small Business Investment Company licensed by the Small Business Administration; or an employee benefit plan, including an individual retirement account, which is subject to the provisions of the Employee Retirement Income Security Act of 1974,1 if the investment decision is made by a plan fiduciary, as defined in section 3(21) of such Act, which is either a bank, insurance company, or registered investment adviser; or (ii) any person who, on the basis of such factors as financial sophistication, net worth, knowledge, and experience in financial matters, or amount of assets under management qualifies as an accredited investor under rules and regulations which the Commission shall prescribe.」。

¹⁰⁶ See Regulation D Rule 501(a): 「the issuer reasonably believe comes within any of the following categories, at the time of the sale of the securities to that person.」。

¹⁰⁷ See Rule 146 (adoption), SEC Securities Act Release 5498, 4 SEC Dock, 154 (1974)。Rule 146 因飽受批評，為 Regulation D 所取代。

¹⁰⁸ See *Anastasi v. American Petroleum, Inc.*, 579 F. Supp. 273, 275 (D. Colo. 1984)。

規則 506 為促進資本形成，限縮受保護人之範圍，犧牲了投資大眾部份權益。

證券法第 4 條第 2 項之對象為受要約人。雖曾有人建議修正 1933 年證券法及 1934 年證券交易法，但國會更重視 SEC 保護投資大眾及保障市場堅貞之品質¹⁰⁹。規則 506 限制於購買人，違背自 SEC v. Ralston Purina 案以來所堅持保護對象不止包括購買人，且應保護受要約人。

二、責任發生之時點不同。

- (1) 依證券法第 4 條第 2 項及 SEC v. Ralston Purina 案，發行人對受要約人亦應提供與註冊登記應提供之資訊，因而，除非受要約人可以自我保護，而不須加以保護，一旦發行人對受要約人要約，發行人即有責任提供與註冊登記應提供之資訊。
- (2) 規則 506 及證券交易法皆只以購買人之保護對象。發行人之責任只在受要約人成為購買人時，其責任才落實。即，如未購買，則無責任，如購買，則責任回溯至要約時資訊之提供，發行人必須提供受要約人根據各規定之資訊，如規則 506，或經請求時須提供受要約人與本次發行有關之資訊，如我國證券交易法之規定。

三、保護對象之條件

比較證券法第 4 條第 2 項及規則 506：依後者，具相當資產或相當之賺取收入能力之條件，得以取代註冊登記應揭露資訊之取得，擴大了證券法第 4 條第 2 項所設定豁免之範圍。

規則 506 對有信用之投資人加以規定，並未對非屬有信用之投資人加以詳細之規定，只要求發行人合理相信購買人具財務成熟性，即得豁免。然就證券法第 4 條第 2 項而言，受要約人之財務上之複雜成熟性(financial sophistication)或財富並非使發行人合於豁免人充分基礎¹¹⁰。Doran v. Petroleum Management Corp.¹¹¹一案中，Doran 自德州 A&M 大學取得石油工程學位，且淨值超過一百萬美元，並投資於二十六個油田，價值約為八十五萬美元，雖具財務上之成熟性，且符合有信用投資人之條件，但法院認為財務上之成熟性不能代替如公開發行時，應註冊登記之資訊之取得，且認為對要求發行人證明所有受要約人，不論其專長，皆能取得必要資訊。Lawler v. Gilliam 案中，約一百名投資人損失約二千一百萬美元，法

¹⁰⁹ See Marc I. Steinberg, Securities Regulation, 1986, p.127。

¹¹⁰ See Lawler v. Gilliam, 569 F. 2d 1283 (4th Cir. 1978): wealth and financial sophistication...「is not a substitute for 'access to the kind of information which registration would disclose.」。

¹¹¹ See Doran v. Petroleum Management Corp., 545 F 2d 893, 5th Cir., 1977。

院認為投資人富有並財務上具成熟性，不能替代註冊登記應揭露資訊之取得，因此，不足該當證券法第4條第2項之豁免。如依規則506，這些投資人則皆符合有信用投資人之條件，並無須提供特定資訊，而得以豁免登記。因而，規則506縮小證券法第4條第2項之範圍；且最高法院於Ernst & Ernst v. Hochfelder案中認為規則之範圍不能超過規則之立法來源所涵蓋之範圍¹¹²，然規則506超越了美國證券交易委員會之權限¹¹³，擴大了豁免之範圍。

四、「財務上成熟性」及相關問題之探討

- (1) 規則506對具相當資產或獲利能力之自然人視為有信用之投資人，未加保護。有資力之人也可能不具財務上成熟性，因為其財富未必來自理財投資等，具規定之資力者應可雇用專業投資理財人士，提供專業意見，因其資源豐富，或可互相替代，彌補不足。
- (2) 依證券法第4條第2項及規則506購買人須具財務上成熟性，即：具有商業及財務上之知識及經驗、能評量該投資案之優缺點及風險，或發行人於銷售證券前合理之相信購買人符合上述要求¹¹⁴。如購買人本身不具財務上成熟性，則須僱用具此條件之購買代表，以自此代表取得所須之條件¹¹⁵。受要約人必須具此性質，方能期望其提出正確之問題，尋找有關聯之資料¹¹⁶。

相較於證券法第4條第2項，規則506對購買人之代理(purchaser representative)，否定條件相當多，較前者標準相對較高，若想確保符合要求，發行人須花費更多之成本。亦因此，如已深信符合證券法第4條第2項之要求，則無須再多耗勞費去迎合規則506之要求¹¹⁷。

- (3) 規則506將造成雖富裕、愚笨但無法找到合適專業意見之購買人得無限量之購買，且人數不受限。而一個合於證券法第2條第15項規定之人，即「根據SEC將制定之條例及規則，基於財務上成熟性、淨值、知識、財務上之經驗，

¹¹² See *Lively v. Hirschfeld*, 425 U.S. 185 (1976): 「the scope of Rule 10b-5 cannot exceed the power granted the SEC under 10 (b), whose language and history compel interpreting the Rule to apply only to intentional wrongdoing.」。

¹¹³ See Marc I. Steinberg, *Securities Regulation*, 1986, p.126。

¹¹⁴ See SEC Rule 506: 「(ii) *Nature of purchasers*. Each purchaser who is not an accredited investor either alone or with his purchaser representative(s) has such knowledge and experience in financial and business matters that he is capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment, or the issuer reasonably believes immediately prior to making any sale that such purchaser comes within this description.」。

¹¹⁵ See Marc I. Steinberg, *Securities Regulation*, 1986, p.129。

¹¹⁶ See *Doran v. Petroleum Management Corp.*, 545 F.2d 893, 903 (5th Cir. 1977)。

¹¹⁷ 參考：郭麗，美國證券私募發行問題研究，北京大學出版，2004，p.117。

或其所管理資產之規模，為合格之有信用投資人」¹¹⁸，如其具所言之財務上成熟性、知識及財務上之經驗，應為可自我保護之人，依證券法第 4 條第 2 項無須提供資訊，但依規則 506，因其資力等之不足，而須提供其相關資訊，且人數受限。

- (4) 由上可知，並非所有之有信用投資人皆能自我保護，然此等無法自我保護之人數不足使 SEC 對每一個個別情形加以規範。因此，其便利性足以合理化規則 506 之某些風險¹¹⁹。
- (5) 規則 506 所訂之條件，有關非屬有信用投資人須具財務上成熟性等之條件，為發行人應證明之條件，如未達標準，將不能豁免¹²⁰，則須依一般公開發行註冊登記，充分揭露。

第四款 資訊之提供

壹、證券法第 4 條第 2 項及其相關案例之解釋

依 SEC v. Ralston Purina Co. 案，須受要約人有途徑得以取得或收到與應註冊登記者相同之資訊¹²¹，方能豁免登記。

貳、規則 506

一、如只出售給有信用投資人，則未規定應提供之資料，因有信用投資人得以自我保護。且規則 502(b)(1)認為，自反詐欺條款角度觀之，公司應考慮亦向有信用投資人提供以下資料。

二、如購買人中任一人為非有信用投資人，則應於合理之出售前之時間提供以下資訊¹²²：

- (1)、如為非公開發行公司，應提供足以了解發行人、其營運內容、該次發行內容之資訊，包括以下各項：

¹¹⁸ See note 77。

¹¹⁹ See Marc I. Steinberg, Securities Regulation, 1986, pp.129。

¹²⁰ 然依條例 D 規則 508，the Substantial Compliance Rule，輕微不重要之違反，不當然使之喪失主張豁免之權利。

¹²¹ See SEC v. Ralston Purina Co.: 「the same kind of information that the act would make available in the form of a registration statement」。

¹²² See SEC Regulation D Rule 502: 「the issuer shall furnish the information specified in paragraph (b)(2) of this section to such purchaser a reasonable time prior to sale.」。

1、非財務資訊，如以下各項：

- *.公司基本資訊：如名稱、地址、設立地等。
- *.重要關係人，包括董事、經理人、合夥人、擁有百分之五以上之股東或受益人、關係企業等。
- *.詳述前項所列人員是否為規則 262¹²³之失格。
- *.本次發行是否包括關聯企業轉售證券，如是，發行人聲明未自其中獲利。
- *.證券為要約之所有地區。
- *.一年內未登記之證券發行或銷售。
- *.其他目前或計劃之要約。
- *.證券行銷安排¹²⁴等資訊。

2、財務資訊，包括以下各項：

- *.發行金額在二百萬美元以下者，提供條例 S-B 第 310 項¹²⁵所要求之財務資料，包括最近一年度之資產負債表及最近二年之損益表、現金流量表、股東權益變動表及期中報表，以上不須經查核，但須提供發行人於要約開始日一百二十天內之經會計師查核之資產負債表。
- *.發行金額在二百萬美金至七百五十萬美金之間者，提供表 SB-2¹²⁶所列之財務資料，包括：公司登記名稱、地址、電話、雇主稅務編號(相當於我國之統一編號)、設立地、主要營業項目，及如公開說明書應提供之資訊，包括風險因素、募得資金之使用目的、證券價格之決定方式、如有稀釋情形，其效果、證券持有人出售證券者，其姓名及資料、銷售計劃、所持續雇用之專家、律師對公司持有之利益等、並提供條例 S-B 第 310 項最近一年度經查核之資產負債表及最近二年經查核之損益表、現金流量表、股東權益變動表及經會計師審核之期中報表，如提供經查核之報表將造成不合理之勞費，則只有發行人於要約開始日一百二十天內之資產負債表須經會計師查核。如為有限合夥，且如提供經查核之報表將造成不合理之勞費，則只須提供依稅法製作、經審核之財報。
- *.發行金額在七百五十萬美金以上者，應提供一般登記所須之報表及公司資訊。如提供經查核之報表將造成不合理之勞費，則只有發行人於要約開始日一百二十天內之經會計師查核之資產負債表須經會計師查核。如為有限合夥，且如提供經查核之報表將造成不合理之費用，則只須提供依稅法製作、經審核之財報。

¹²³ See SEC Regulation A Rule 262.

¹²⁴ See SEC Form 1-A, Regulation A Offering Statement Under the Securities Act of 1933.

¹²⁵ See SEC Regulation S-B Part 228, Reg. 228.310(item 310).

¹²⁶ See SEC Form SB-2.

(2)、公開發行公司應提供上述 1 與 2 之資訊外，並提供以下資料：

- 1、向股東提供之最近年度財報及經購買人請求時，提供公司基本相關事項之最近之年度 Form 10-K 及小型企業之 Form 10-KSB。
- 2、最新登記有關公司基本相關事項之 Form S-1 或 Form-10 或 Form 10-SB。
- 3、申報(1)之 1 與 2 資訊後之期間，應向 SEC 提供文件中所應含之資料及其他重大事項。

因公開發行公司所註冊之報表應經查核，並應受符合公開原則之要求之審查。資訊註冊登記後不久即公開，美國國內之公司之財務報表可在 EDGAR 資料庫 www.sec.gov 上查得。

- (3)、SEC 所要求之圖表，於非屬有信用投資人請求時，應提供。
- (4)、發行人應於出售前以書面列出已提供給有信用投資人之資料，但尚未向非屬有信用投資人者。後者得請求提供。
- (5)、投資人購買前，應有機會向發行人提出與本次招募有關之問題，並獲得答案。並提供其他資料及於不花勞費下，提供驗證所須之資料。
- (6)、出售前須向非屬有信用投資人本次發行未登記及轉售之限制¹²⁷。

參、比較

證券法第 4 條第 2 項要求提供與一般應註冊登記相同之資料，規則 506 以無關保護之節省成本考量，使購買人因發行金額不同，是否為公開發行公司而接受不同程度之資訊。：

- 一、對屬有信用投資人原則上不須提供，美國證券管理委員會建議考慮提供。以使該次招募不符合於規則 506 之規定時，如符合證券法第 4 條第 2 項之要求，亦得豁免¹²⁸。
- 二、如前所述，就有資力之自然人而言，富有、具財務上成熟性，未必有取得充分資訊之管道，依證券法第 4 條第 2 項將無法豁免，但依規則 506 卻得豁免。
- 三、而對屬於非屬有信用投資人者，依發行規模縮減提供之資料及品質。對非公開發行公司且發行規模越小者，提供資訊越少，保護越少。依證券法第 4 條第 2 項之案例，如有一人未取得與一般應註冊登記相同之資料，則無法豁免，因此，違背證券法第 4 條第 2 項應給與和應註冊登記者相同之較週

¹²⁷ See SEC Regulation D Rule 502.

¹²⁸ SEC Regulation D, Preliminary Note 3, <http://www.law.us.edu/33ActRIs/regDNote.htm>.

延之資訊，且應一律給予相同資訊之原則。

第五款 發行方法之限制

壹、禁止之規定：

依證券法第4條第2項及規則506私募不得為一般廣告，包括廣告、文章、通知、任何於報紙、雜誌、演講會、電視或收音機之廣播、或因一般廣告受邀請之人之演講會或會議¹²⁹、於交易所買賣¹³⁰、誘導，因如此將成為公開發行證券。理由為受要約人或購買人為不特定之人，有很高之可能性無法每一個人皆取得必要之資訊，因而須依證券法註冊登記。

貳、比較：

規則506對於受要約人並無規定，但如受要約人過多，是否會造成一般性勸誘之問題引起疑慮。美國證券管理委員會曾警示，要約可向非特定人數之人為之，但向過多之潛在之購買者為要約，有可能因此違反禁止一般性勸誘或公開廣告之規定¹³¹，因而一般律師事務所會限制受要約人之自然人人數，以免人數過多，無法豁免¹³²。

第六款 再行出售之禁止

壹、美國證券法第4條第2項及其相關案例之解釋

並未要求任何如下述之機械程序以避免轉售，只要實際上未發生即可豁免。然如能提供，則有利於證明無轉售情形。

貳、規則506

¹²⁹ See Rule 502(c) : 「general advertising, including, but not limited to, the following: 1、Any advertisement, article, notice or other communication published in any newspaper, magazine, or similar media or broadcast over television or radio; and 2、Any seminar or meeting whose attendees have been invited by any general solicitation or general advertising;」。

¹³⁰ See Release No. 33-4552 : 「Public advertising of the offerings would, of course, be incompatible with a claim of a private offering. Similarly, the use of the facilities of a securities exchange to place the securities necessarily involves an offering to the public.」。

¹³¹ See SEC Release 33-639。

¹³² 劉連煜，公司法理論與判決研究(二)，證券私募之法律問題研究，p.20。

一、轉售及防止轉售之措施

規則 506 依規則 502 第 d 項規定，如購買者只是先購買股票以用於未來之銷售，則此人實符合證券法第二條第 11 款之承銷人。如此會使原先之買賣因未依法註冊登記，而違反證券法之規定。因此發行人採取下列措施，以防止轉售：

- (1) 向購買者索取聲明書，聲明購買股票僅為投資而非再出售，然如此並無法確知購買人之真正目的，因此不能確保適用豁免規定。
- (2) 向購買者為書面揭露，使購買者了解其所購買之證券未依證券法註冊登記，因此不能轉售，除非銷售經註冊登記或豁免。
- (3) 或於證券上印上不得轉讓之文字，然如此亦無法成為豁免之根據。但持有期間可做為原購買該證券目的之佐證。

二、以投資為目的之證明¹³³

豁免申請者須證明購買人購買時乃為投資，而非為轉售證券以獲利。雖以投資為目的，但終將出售方能獲利以達購買證券之目的。持有時間越久，越具證明原購買證券目的為投資之說服力，但持有期間仍因考慮其他環境因素而有不同。以稅法半年以上為資本利得或以一年為區分標準並無法律上之根據。因情勢變更出售證券可能使出售證券不被視為違反其原始購買證券之投資目的。因素如：市場價格之變化、購買者無法支付購買此證券之貸款皆不可視為不可預知之風險，因而不能成為改變購買目的之原因。

參、比較

轉售之限制在於免於利用豁免，但實為銷售有價證券。證券法第 4 條第 2 項與規則 506 立意相同，而規則 502 第 d 項則將防範轉售之措施及證明具體化，以使發行公司較易符合規定，並取得私募之豁免。

第七款 轉售之限制

美國證券管理會委員訂定 Rule 144，規範私募證券轉售之情形。依現行 Rule 144 之規定，可適用 Rule 144 之情形，包括：1. 發行人之關係人 (affiliate of issuer)，亦稱「控制人」(controlling person)，(例如，公司為某些董事或全部董事所控制時，該董事即為控制人)，及依「私募」取得證券之人 (非關係人)，所為之轉售

¹³³ See SEC Regulation D Rule 502(d)。

行為¹³⁴。持有未經「申報註冊之股份」的人，在兩年內，無論係發行人之關係人或非關係人，均不得出售其持股（即受限制之證券；restricted securities）；至於在二年至三年期間，則可「少量而分散出售」（dribble out），亦即，在任何三個月之期間內，不得出售超過下述二項標準中之最高額者：1.該證券之所有發行在外的證券總數之百分之一；以及 2.過去四週中，平均每週交易之數量。至於持股三年後，非公司關係人可自由出售，不再受到任何限制；而發行人之關係人則仍受到「少量而分散出售」之限制。

¹³⁴ Rule 144 規定：「未申報註冊股份」（unregistered stock）持股期間所作之規定如下：

- 一、持有人為關係人：
 - (1) 持有二年以內，，不可出售。
 - (2) 持有二至三年，少量而分散出售。
 - (3) 持有三年後，少量而分散出售。
- 二、持有人為非關係人：
 - (1) 持有二年以內，，不可出售。
 - (2) 持有二至三年，少量而分散出售。
 - (3) 持有三年後，自由出售。