**STO 笔记**

# [www.finlaw.pku.edu.cn](http://www.finlaw.pku.edu.cn)

## 从《A+条例》看美国小额发行豁免之殇

<http://www.finlaw.pku.edu.cn/zhongxinzixun/zuixinwenzhang/4759>

### 需要说明的重要概念

**Q: 什么是** [**JOBS**](#_美国新股发行制度改革：JOBS法案的主要内容)**法案**

A: 乔布斯法涉及的内容全面系统，包括对认定的新兴成长企业（EGC）简化IPO发行程序、降低发行成本和信息披露义务；在私募、小额、众筹等发行方面改革注册豁免机制，增加发行便利性；提高成为公众公司的门槛等。

<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/yjbg/201406/t20140610_255815.html>

**Q: 什么是蓝天法案**

A: 该类法案用于规范一个区域内的证券交易，以及股票经纪人和投资顾问的注册。指美国各州对投资公司、经营公司的债券买卖进行监督和保护投资者免遭欺诈的《公司证券欺诈防治法》之俗称。

### 重点

小额发行比私募发行要求更多，受各州法律的限制。506用的应该更多。小额发行对于信息披露和监管更高。私募信息披露和监管都低。但私募的销售对象限制多。原来私募和小额发行在宣传上有限制，但现在宣传的限制可以被突破。

### 重要原文摘录

*三、小额发行豁免与其他融资方式的比较*

*从美国现有的证券法体系来看，企业的融资方式主要有四种，分别是注册发行（首次公开发行Initial Public Offering和增发Seasoned Equity Offering）、小额发行（Mini Public Offering）、私募（Private Placement）和股权众筹（Equity Crowdfunding）。由于注册发行涉及主体众多、规则复杂，不宜与其他三种融资方式作对比，下表仅对除注册发行以外的三种发行豁免方式做出比较。*

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | *小额发行*  *（本由A+条例、504、505规则构成，505规则已被废止）* | | | *私募发行* | *股权众筹* | |  |
| *法律依据* | *A 条例、JOBS 法案之第四章A+条例及SEC 最新实施规则* | | *规则504* | *规则506、规则144、规则144A* | *JOBS 法案之第三章、众筹条例* | |  |
| *发行限额* | *一级：0-2000万美元* | | *500 万* | *无限制* | *100 万* | |  |
| *二级：2000-5000万美元* | |  |
| *发行人资格* | *不适用于《1934 年证券交易法》中负有报告义务的公司、《1940 年投资公司法》中的投资公司、“空头支票公司”、“不良行为者”。* | | | *不适用“不良行为者”* | *不适用于《1934 年证券交易法》中负有报告义务的公司、《1940 年投资公司法》中的投资公司、“空头支票公司”、“不良行为者”。* | |  |
|  |
|  |
|  |
|  |
| *投资限额* | *一级：无限制* | | *无限制* | *无限制* | *如果该个人投资者的年收入或其净资产少于10 万美元，则限额为2000美元或者年收入或净资产5%中孰高者；如果其年收入或其净资产中某项达到或超过10 万美元的，则限额为该年收入或净资产的10%。* | |  |
| *二级：非D 条例501 规定的获许投资者，自然人的投资限额为其10%年收入和净资产的较大值；非自然人其财政年度内10%年收入和净资产的较大值。* | |  |
| *受要约人数* | *无限制* | | *无明确限制，但结合对“要约发行方式”的要求，实际不能过多。* | *无限制* | *无限制* | |  |
| *购买者人数及资格* | *无限制* | | *无限制* | *没有人数限制的“获许投资者”和不超过35 人的非获许投资者（在金融和商务方面具备足够的知识和经验，能够衡量潜在投资的优势和风险）。* | *无限制* | |  |
| *证券分散度* | *一级* | *低* | *低* | *低（修法后允许发行人公开劝诱，可能导致证券分散度更高）* | *高* | |  |
| *二级* | *高* |  |
| *发行方式* | *无限制* | | *原则上禁止一般性劝诱或公开广告。如果采取一般性劝诱或公开广告，须满足一定条件。* | *发行人采取合理步骤确认购买者为获许投资者的条件下，可以采取一般性劝诱或公开广告的方式。* | *不得对证券发行广告，但可通知投资者，指示他们通过经纪商或集资门户进行交易；劝诱购买、销售、或要约购买在其网站或门户上发行或展示的证券。* | |  |
| *证券性质* | *非受限证券* | | *受限证券* | *受限证券* | *非受限证券* | |  |
| *试水* | *有* | | *无* | *无* | *有* | |  |
| *信息披露* | *一级* | *财务信息无需审计* | *无特别要求，但需遵守州法的规定。* | *发行人为非报告公司时，向非获许投资者披露财务信息分为三个档次* | *0-10万* | *所得税申报表、发行人财务报告* |  |
| *10-50万* | *独立第三方的审核报告* |  |
| *二级* | *财务信息需要审计* | *50万以上* | *经审计* |  |
| *SEC备案登记* | *Form 1-A* | | *Form D* | *Form D* | *Form C* | |  |
| *州备案登记* | *一级* | *需要* | *需要* | *不需要* | *不需要* | |  |
| *二级* | *不需要* |  |
| *转售限制* | *一级* | *12 个月内限额600 万（30%）* | *限制转售。须满足一定条件方可转售。* | *规则144：报告公司6 个月的持有期限和非报告公司1 年的持有期限、合理的信息披露、转售数量在3 个月内转售数量不可超过该证券总量的1%或该证券周平均交易量的较大值；其他法定条件。规则144A：向“合格机构买方”（QIB）转让无持有时间和转让数量等限制。* | *1 年持有期，除非向发行人、获许投资者、已注册上市的一部分，家庭成员及等同的人转售。* | |  |
| *二级* | *12 个月内限额1500 万（30%）* |  |