

小额发行注册豁免制度研究 ——美国后 JOBS 法案时代的经验与启示

刘宏光

(清华大学法学院,北京 100084)

摘要:自2012年4月JOBS法案发布以来,美国证券交易委员会对小额证券发行豁免制度进行了体系性调适,将Regulation A修订为Regulation A⁺,并就Regulation D中的Rule 504、Rule 505的修改发布《建议规则》征求公众意见。此次修订的主要内容是提高年度发行限额、创立双层发行制度、豁免州证券法注册义务、扩展“试水”的时间范围,并在发行人资格、投资限额、信息披露方面强化监管。通过此次修订,美国证券交易委员会重构出一个规则合理、层次分明的小额发行豁免制度体系,体现了在便利资本形成与投资者保护之间的再平衡。在注册制改革的背景下,我国有必要参照Regulation A⁺中的“简式注册”制度创设小额发行豁免制度。2015年4月提交审议的我国《证券法(修订草案)》已初步勾勒出我国小额发行审核豁免制度的整体框架,但还需要在发行主体资格、融资限额、发行形式与交易场所、发行程序、信息披露、投资限额、融资中介等方面进行完善。

关键词:小额发行注册豁免;股票发行注册制;创业企业促进法案;美国法

中图分类号:DF411 文献标识码:A 文章编号:1005-9512-(2016)11-0125-17

小额发行注册豁免(Small Issues Exemption)是指对数额较小的证券发行行为免于注册或核准的法律制度,其具有证券发行周期短、发行费用低、信息披露较少、发行失败风险较小、节省监管资源等特点,非常贴合中小企业的融资需求。^①小额发行注册豁免制度的正当性依据在于,由于注册成本的存在,对小额发行行为施以注册或核准要求会因注册成本超过注册收益而不具有经济合理性,^②并且小额发行行为涉及风险范围及程度相对可控,对其豁免注册或核准要求并不会引发系统性风险。从比较法上看,美国是小额发行注册豁免制度的先行者,在2012年《创业企业促进法案》(The Jumpstart Our Business Startups Act,以下简称:JOBS法案)通过之前,^③美国法上已经形成体系较为完备的小额发行注册豁免制度体系。JOBS法案通过之前美国法上的小额发行注册豁免制度主要包括两类:一类是Regulation A之下的“简式注册(Short-Form Registration)”制度,另一类是Regulation D中Rule 504、

作者简介:刘宏光,清华大学法学院2014级商法学专业博士研究生。

^①参见杨正洪《美国证券发行注册豁免制度研究》,北京大学2008年博士学位论文,第81-82页。

^②See C. Steven Bradford, Transaction Exemptions in the Securities Act of 1933: An Economic Analysis, 45 Emory L. J. 591(1996).

^③Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. No. 112-106.

Rule 505 之下的“限制性发行(Limited Offering)”制度 其立法基础均为《1933 年证券法》第 3(b) 节。^④

自 2012 年 4 月 JOBS 法案发布以来,美国出现了一波针对证券发行注册豁免制度的调整潮流,范围涉及私募发行豁免、小额发行豁免、众筹发行豁免、州内发行豁免,其甚至被美国证券交易委员会(以下简称:SEC)主席 Mary Jo White 称为“新一轮证券发行制度改革(the Next Phase of Offering Reform)”。^⑤ 在小额发行注册豁免方面,SEC 对 Regulation A 进行修订(习惯上将修订之后的 Regulation A 称为 Regulation A⁺) 并针对 Regulation D 中的 Rule 504、Rule 505 发布《建议规则》公开征求社会意见,对原有规则进行(或拟进行)重大调整。笔者撰写本文的目的是对 JOBS 法案通过后美国法上的小额发行注册豁免制度的修订动态、规则体系与调适经验进行研究,深入挖掘小额发行注册豁免制度的理论基础,为我国法上的小额发行注册豁免制度的构建提供理论支持与制度模型,进而提出构建我国小额发行注册豁免制度的具体思路。

一、后 JOBS 法案时代美国法上的小额发行注册豁免制度体系性调适的背景分析

(一) JOBS 法案通过之前美国法上的小额发行注册豁免制度体系

美国《1933 年证券法》第 5 节禁止未经注册而直接或间接进行证券发行。然而,考虑到具体发行行为在发行对象、发行限额等方面的特殊性,要求所有的证券发行行为都由监管机关进行事前注册审核既不经济也不必要,故立法者在该法第 3 节和第 4 节又规定了豁免证券(Exempted Securities)与豁免交易(Exempted Transactions)两类证券发行注册豁免制度。^⑥ 小额发行注册豁免制度在美国《1933 年证券法》立法之初即已存在,经过国会以及 SEC 八十多年来的努力,至 2012 年 JOBS 法案通过之前,小额发行注册豁免制度已发展为以《1933 年证券法》第 3(b) 节、第 3(c) 节、第 4(a)(5) 节等法定豁免(Statutory Exemptions)为基础,以 Regulation A、Regulation D 之 Rule 504 和 Rule 505、Regulation E 等规则和条例为主干的制度体系。其中,《1933 年证券法》第 3(b) 节是针对年度发行限额不超过 500 万美元的发行行为所设置的法定豁免条款,Regulation A、Regulation D 之 Rule 504、Rule 505 是据此制订的具体规则,《1933 年证券法》第 3(c) 节是针对小型投资公司的豁免条款,Regulation E 为其实施规则,《1933 年证券法》第 4(a)(5) 节是针对普通商业企业的豁免条款。^⑦

Regulation A 是 SEC 于 1936 年根据《1933 年证券法》第 3(b) 节授权制定的一个条例,属于非排他性安全港(Safe Harbor),^⑧其允许发行人在年度发行总额不超过 500 万美元的范围内向社会公众公开发行证券。^⑨ 在发行程序方面,虽然 Regulation A 之下的证券发行不要求发行人进行注册,但仍然要求发行人在证券销售行为开始前至少 20 日提前向 SEC 提交一份发行声明(Offering Statement,具体形式为 Form 1-A)且得到 SEC 的认可,并经历提交前阶段(Pre-filing Period)、认可前期间(Pre-qualification Period)、认可后期间(Post-qualification Period)三个阶段,类似于注册,所以有时被称为

^④2012 年 4 月通过的 JOBS 法案将原《1933 年证券法》第 3(b) 节指定为第 3(b)(1) 节,故 JOBS 法案通过以后,Regulation D 中 Rule 504、Rule 505 的立法基础为《1933 年证券法》第 3(b)(1) 节。同时,JOBS 法案于《1933 年证券法》中增设第 3(b)(2) 节,2015 年 3 月 SEC 将 Regulation A 修订为 Regulation A⁺,并将其立法基础变更为《1933 年证券法》第 3(b)(2) 节。

^⑤Mary Jo White, Building a Dynamic Framework for Offering Reform, Keynote Address at the 47th Annual Securities Regulation Institute, (Oct. 28, 2015), <http://www.SEC.gov/news/speech/building-dynamic-framework-for-offering-reform.htm>, 2016 年 7 月 20 日访问。

^⑥See Louis Loss, Joel Seligman, Troy Paredes, Securities Regulation, Volume III, 4th edition, Wolters Kluwer Law & Business 2008, pp.4-14.

^⑦See Alan R. Palmiter, Securities Regulation: Examples & Explanations, 6th edition, Wolters Kluwer Law& Business 2014, pp.209-221.

^⑧See Louis Loss and etc, Supra note 6, pp.243-247.

^⑨Thomas Lee Hazen, Treatise on the Law of Securities Regulation, Volume I, 5th edition, West Group 2005, pp.401-412.

“简式注册(Short Form Registration) ”或者“迷你注册(Mini - Registration) ”。^⑩ Regulation D 是 SEC 于 1982 年根据《1933 年证券法》第 3(b) 节和第 4(2) 节(JOBS 法案通过后变为《1933 年证券法》第 4(a) (2) 节授权发布的另一个条例,^⑪包含 Rule 504、Rule 505 两个小额发行注册豁免安全港规则和 Rule 506 这一私募发行豁免安全港规则。Rule 504 是针对每 12 个月发行总额不超过 100 万美元的证券发行的豁免安排,其对投资者数量及资格无限制,但除特定情形外,不得进行一般性招揽与宣传。^⑫ Rule 505 是针对每 12 个月发行注册总额不超过 500 万美元的证券发行的豁免安排。该规则虽未限定投资者资格,但要求每次发行中非合格投资者的购买人数不得超过 35 人。两者的共同点是均不豁免州证券法上的注册义务,所发行的证券为受限证券(Restricted Security)。在发行程序方面, Regulation D 下的小额发行不需要事先通知 SEC,只需在销售行为完成后 15 日内提交一份销售通知(Notice of Sales,具体形式为 Form D) 即可。仔细分析 Regulation A、Regulation D 下的小额发行豁免规则可知,三个具体规则在发行主体、发行程序、发行限额、发行方式、发行证券性质、信息披露、州法注册豁免等方面存在交错配置,细节错配使三者形成功能相近但具体路径有异的制度群(如表 1 所示),呈现出细节上的差异性和整体上的层次性。

表 1 JOBS 法案通过之前美国小额发行注册豁免规则构成要素对照

项目	Regulation A	Rule 504	Rule 505
发行人	非“报告公司”、“空壳公司”、“投资公司”、“坏孩子”公司等	非“报告公司”、“投资公司”、“空壳公司”等	非“坏孩子”公司等
发行限额(每 12 个月)	500 万美元	100 万美元	500 万美元
发行方式	可以在提交发行声明后进行公开招揽	禁止公开招揽,仅在满足 Rule 504(b) (1) 时允许公开招揽	禁止公开招揽
发行对象人数	无限制	无限制	合格投资者无限制,非合格投资者不得超过 35 人
发行对象资格	无限制	无限制	无限制
信息披露要求	发行通知(offering circular)	不需要	当向非合格投资者发行时需要信息披露
转售限制	无	有,受限证券	有,受限证券
SEC 通知义务	事前提交表格 1-A,并得到认可(qualification)	事后提交表格 D	事后提交表格 D
是否豁免州法注册义务	不豁免	不豁免	不豁免

(二) JOBS 法案通过之前美国法上的小额发行注册豁免制度的适用情况

1. Regulation A 的适用情况

Regulation A 最初引入时适用非常频繁。据统计,仅 1960 年就有 1000 多家公司向 SEC 提交 Reg-

^⑩See J. William Hick, Exempted Transactions under the Securities Act of 1933, 7B, West Group 2001, 6:5.

^⑪See Louis Loss and etc, Supra note 6, at 364 - 367.

^⑫17 CFR 230.504(b) (1) .

ulation A 之下的发行声明(Offering Statement)。^⑬ 后来, Regulation A 的适用频率呈明显下降趋势。1997 年只有 116 家公司向 SEC 提交申请, 到 2011 年更是下降为 19 家。在提交的发行声明中, 被 SEC 许可(Qualified Offering) 的数量则更少, 1997 年有 57 家公司的发行请求被许可, 2011 年仅有 1 起,^⑭ 虽然这一数字在 2012 年至 2014 年有所好转, 有 26 件豁免申请被许可,^⑮ 但仍相对较低, 以致于 SEC 委员都坦承, 如果以适用频率衡量一项豁免制度成功与否, 那么 Regulation A 已经失败了。^⑯ 对于 Regulation A 适用频率下降的原因, 学者们的解释主要有以下一些。其一, 发行限额过低。Regulation A 之下的发行限额仅为 500 万美元, 无法满足融资人需要, 且发行成本相对于融资额度也过高, 使其不具有经济上的合理性。其二, 不豁免州证券法(即“蓝天法”, Blue Sky Laws) 上的注册义务。Regulation A 下的发行并不豁免州法上的注册义务, 发行人还需在发行证券的州逐一履行注册程序, 由此增加了时间成本与经济负担。^⑰ 且不少州证券法上的注册程序是实质审查(Merit Review), 审查者可能会因对普通投资者产生过大风险而拒绝某项证券发行, 有时甚至拒绝整个行业的证券发行, 比如生物技术行业就曾因自设立之日起三年至五年内难以盈利而被州证券监管机关拒之门外。^⑱ 其三, 审核程序的时间成本过高。据 SEC 统计, 2012 年至 2014 年, 一份 Regulation A 之下的发行声明从提交到生效的平均时间超过 300 天, 造成迟延的原因是发行人进行纸质文件准备、SEC 职员审查文件、发行人回复 SEC 职员提问等环节花费了大量时间。^⑲

2. Regulation D 的适用情况

Rutheford B Campbell, Jr. 教授对 Regulation D 在 2008 年 9 月 15 日至 2010 年 10 月 18 日间的适用情况进行了研究, 结果表明: 使用 Rule 504 豁免规则的发行行为共 1196 次, 适用率仅 4.4%。Rule 505 的使用次数更是仅为 447 次, 占比 1.6%。在 100 万美元以下 Regulation D 的发行行为中, Rule 504 的使用率仅占 14.3%; 在 100 万美元到 500 万美元之间的发行中, Rule 505 的使用率也仅占 3.9%。^⑳ SEC 职员所做出的研究报告也得出相似的结论。^㉑ 可见, 大量发行额度处于 Rule 504 和 Rule 505 规范区间的证券发行也并未使用 Rule 504 和 Rule 505, 而是使用 Rule 506 下的私募发行制度。最新统计结果表明, 在 2014 年有 544 起适用 Rule 504 的证券发行行为, 289 起适用 Rule 505 的证券发行行为。^㉒ 这再次从绝对数量上表明 Rule 504 与 Rule 505 在实践中适用频率不高。对该现象的形成原因, SEC 职员的研究认为, 是否豁免州证券法监管、能否进行招揽与宣传、是否允许非合格投

^⑬Harvey Frank, The Processing of Small Issues of Securities Under Regulation A, 1962 Duke L. J. 507 (1962).

^⑭U. S. Government Accountability Office Report to Congressional Committees, “Factors That May Affect Trends in Regulation A Offerings”, GAO-12-839, (July 2012), <http://www.gao.gov/products/GAO-12-839>, 2016 年 7 月 20 日访问。

^⑮Securities Act Release No. 33-9741, “Amendments for Small and Additional Issues Exemptions under the Securities Act (Final Rule)”, (Mar 25, 2015), at Section III. B. 1. a. i, p. 21868.

^⑯Luis A. Aguilar, Helping Small Businesses and Protecting Investors, (March 25, 2015), <https://www.SEC.gov/news/statement/helping-small-businesses-and-protecting-investors.html>, 2016 年 7 月 20 日访问。

^⑰Rutheford B. Campbell, JR., Regulation A and The Jobs Act: A Failure to Resuscitate, 7 Ohio St. Entrepren. Bus. L. J. 317 (2012).

^⑱Samuel S. Guzik, Regulation A+ Offerings—A New Era at the SEC, (January 15, 2014), <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/01/15/Regulation-a-offerings-a-new-era-at-the-SEC/>, 2016 年 7 月 20 日访问。

^⑲See “Adopting Regulation A+ Release”, Supra note 15, at Section III. B. 1, p. 21869.

^⑳Rutheford B Campbell, Jr, The Wreck of Regulation D: The Unintended (and Bad) Outcomes for the SEC’s Crown jewel Exemptions, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1971200&download=yes, 2016 年 7 月 20 日访问。

^㉑Scott Bauguess, Rachita Gullapall, Vladimir Ivanov, Capital Raising in the U. S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings (2009-2014), Oct. 2015, pp. 15-16, https://www.SEC.gov/dera/staff-papers/white-papers/30oct15_white_unregistered-offering.html, 2016 年 7 月 20 日访问。

^㉒Securities Act Release No. 33-9973, “Exemptions to facilitate Intrastate and Regional Securities Offerings (Proposed Rules)”, (Dec 30, 2015), at Section VI, p. 69826.

资者参与、融资限额的高低、初始与持续信息披露要求等因素都会影响融资人对豁免规则的选择。²³ Rutheford B Campbell, Jr. 教授则更直接地表明观点:州证券法上的注册义务是导致 Rule 504 和 Rule 505 被边缘化的主要原因。²⁴

(三) JOBS 法案与 SEC 对小额发行注册豁免制度的调适

为降低融资成本、便利中小企业融资、化解中小企业的 IPO 危机,并促进经济增长,美国国会于 2012 年 4 月通过了 JOBS 法案。该法案放宽了对中小企业 IPO 融资过程及后续信息披露方面的监管,对证券私募发行豁免、小额发行豁免规则进行修改,新设众筹发行注册豁免制度,其堪称美国证券法史上具有里程碑意义的变革。²⁵ JOBS 法案对小额发行豁免规则的调整体现在其第四章(Title IV)中,要点是将原《1933 年证券法》第 3(b) 节指定为第 3(b)(1) 节,并增加第 3(b)(2)(3)(4)(5) 节,作为第 3(b)(1) 节之外新的小额豁免路径。²⁶ JOBS 法案增加的《1933 年证券法》第 3(b)(2) 节的豁免并不具有自动执行的效力,²⁷需要 SEC 发布规章或条例具体实施这一豁免规则。2013 年 12 月 18 日,SEC 发布修订后的 Regulation A+《建议规则(Proposed Rules)》²⁸,公开征求社会各界意见。在综合考虑各方意见后,SEC 于 2015 年 3 月 25 日发布 Regulation A+《正式规则(Final Rule)》,从放松管制和强化投资者保护两个角度对 Regulation A 进行全面修订,充分反映了 JOBS 法案的改革成果。

同时,SEC 也在酝酿对 Regulation D 之下的小额发行豁免规则进行修改。2015 年 10 月 30 日,SEC 发布 Rule 504《建议规则》和 Rule 505《建议规则》,并公开征求意见。²⁹ Rule 504《建议规则》对现行规则的主要修订是将年度发行限额提高至 500 万美元,并将特定的“坏孩子(Bad Actors)”公司排除在 Rule 504 的适用范围外。对于修改 Rule 504 的原因,SEC 作出如下解释。³⁰ 第一,众筹豁免是 JOBS 法案引入的另一个每 12 个月发行限额为 100 万美元的豁免规则,众筹豁免下的证券发行享有联邦优先权,且豁免《1934 年证券交易法》上的注册义务,相比之下,Rule 504 的适用率可能进一步下降。第二,其时已有 29 个州和哥伦比亚特区发布州内众筹规则,³¹且这些规则中的发行限额大多高于每 12 个月 200 万美元。虽然多数州的州内众筹规则所对应的联邦证券法规则是州内发行豁免,但缅因州(Maine)等却将州内众筹的规则对应为 Rule 504,³²若 Rule 504 中的发行限额低于州内众筹的发行限额,将会影响州内众筹制度功能的发挥。第三,为便利区域性(跨州)发行,节省发行人的时间、金钱成本,州证券监管机关正在推进区域性协调审查项目(Regional Coordinated Review Programs),由于 Rule 147 仅适用于州内发行,Rule 504 是最可能适用于区域性发行的联邦豁免规则。另外,对于 Rule 505,由于 Rule 504 发行限额提高,Rule 505 不再具有发行限额方面的优势,且在发行对象、针对非合格投资者的信息披露等方面存在更多管制,其适用性将进一步下降。考虑到对于如何改造 Rule 505 各方面意见分歧较大,SEC 在 Rule 505《建议规则》中仅对投资限额的计算方法进行技术

²³Scott Bauguess and etc, Supra note 21, at 5.

²⁴Rutheford B Campbell, Jr, The Wreck of Regulation D: The Unintended (and Bad) Outcomes for the SEC's Crown jewel Exemptions, The Business Lawyer, Vol. 66, p.919, (2011).

²⁵参见王啸《美国小企业 IPO 危机与〈JOBS 法案〉的尴尬应对》,载黄红元、徐明主编《证券法苑》(第 12 卷),法律出版社 2014 年版,第 340-348 页。

²⁶Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. No. 112-106 § 402.

²⁷The Securities Act of 1933 § 4(a)(2) (codified in 15 U.S.C. § 77c[b][2]).

²⁸Securities Act Release No. 33-9497, "Proposed Rule Amendments for Small and Additional Issues Exemptions Under Section 3(b) of the Securities Act", (Dec. 18, 2013).

²⁹See "Proposed Rules to Rule 147 and Rule 504/505", Supra note 22.

³⁰See "Proposed Rules to Rule 147 and Rule 504/505", Supra note 22, at Section V.B.4, pp. 69820-69821.

³¹See Matthew A. Pei, Intrastate Crowdfunding, 2014 Colum. Bus. L. Rev. 854 (2014).

³²Weitz Theodore, Halket Thomas D. State Crowdfunding and the Intrastate Exemption under Federal Securities Laws - Less than Meets the Eye, 34 Rev. Banking & Fin. L. 521 (2014-2015).

性调整,对其他规则未作调整。

二、后 JOBS 法案时代美国法上的小额发行注册豁免制度体系性调适的梳理与评价

(一) Regulation A 的调适: 规则修改及实施效果

1. Regulation A 调适的主要内容

与修订前的 Regulation A 相比,Regulation A⁺ 有大幅变动。首先,依照 JOBS 法案规定,SEC 将其立法基础由《1933 年证券法》第 3(b)(1) 节变更为第 3(b)(2) 节。其次,SEC 还在如下几个方面对 Regulation A 进行了修改。

第一,将年度发行限额提高至 5000 万美元,并对豁免规定进行分层:第一层次(Tier 1),每 12 个月累计发行额不超过 2000 万美元,《建议规则》中首次发行限额为 500 万美元,《正式规则》作了进一步提升;第二层次(Tier 2),每 12 个月累计发行额不超过 5000 万美元。2000 万美元以下的发行由发行人自由选择适用第一层次发行规则或者第二层次发行规则。^③ 修订之前 Regulation A 中的 500 万美元年度发行限额系于 1992 年确立,经过二十多年的发展,由于货币购买力显著下降等原因,原来的标准已无法适应现实需要。美国联邦总审计署(U. S. Government Accountability Office,GAO) 报告认为除了融资限额过低之外,融资的固定费用畸高也是原 Regulation A 被弃置不用的原因之一。^④ 而 Regulation A⁺ 将第一层次的发行限额提高到 2000 万美元,将第二层次的发行限额设定为 5000 万美元,大大提高了 Regulation A⁺ 的适用性。此外,双层制的优点是发行人在信息披露及其他要求方面提供更多的选择权,由发行人自行选择适用何种层次发行制度,更富有灵活性。

第二,在 Regulation A⁺ 第二层次发行中豁免州证券法注册义务。其具体路径为,在修订后的 Regulation A⁺ 中,SEC 将第二层次发行中的合格投资者和虽非合格投资者但遵守投资数额限制的人界定为合格购买者(Qualified Purchasers)。^⑤ 针对合格购买者出售的证券为 1996 年《国家证券市场提升法(the National Securities Markets Improvement Act of 1996,NMSIA)》中的“联邦管辖证券(Covered Securities)”,享受联邦优先权,不受州证券法注册义务的管辖,从而在第二层次发行中事实上豁免州证券法上的注册义务。^⑥ 而修订前,依 Regulation A 发行的证券虽然豁免联邦证券法上的注册义务,但并不豁免州证券法上注册义务。这被认为是阻碍 Regulation A 适用的主要原因。针对在第二层次发行中豁免州证券法注册义务这一修改,在征求意见阶段即有诸多反对意见。Regulation A⁺ 《正式规则》发布后,马萨诸塞州(Massachusetts)与蒙大拿州(Montana)甚至将 SEC 起诉至哥伦比亚特区上诉法院,认为 SEC 在 Regulation A⁺ 的第二层次发行中豁免州法上的注册义务与公共利益及投资者保护的要求不符(Inconsistent with the Public Interest and the Protection of Investors),请求法院禁止该规定生效。他们还宣称 SEC 行为过于武断,违反行政程序法,并特别指控 SEC 在对合格购买者的界定上存在异常,不符合证券法的立法目的。^⑦ 实际上,豁免第二层次发行的州证券法注册要求并不必然导致证券欺诈横行,修订后的 Regulation A⁺ 虽然规定了第二层次发行的联邦优先权,但州监管机关保留了获取发行资料、对发行行为进行调查、提起反欺诈诉讼的权力,依然可以打击证券欺诈行为。

^③17 CFR 230.251(a)(1)-(2)(2015)。

^④See GAO Report, Supra note 14.

^⑤17 CFR 230.256(2015)。

^⑥See Paul Getty, Dinesh Gupta, Robert R. Kaplan, Regulation A⁺: How the JOBS Act Creates Opportunities for Entrepreneurs and Investors, Apress 2015, pp. 253-258.

^⑦Carlton Fields, States challenge SEC Regulation A⁺, (September 28, 2015), <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=d4ae658b-24f7-4e48-b21c-46548159e8c2>, 2016 年 7 月 20 日访问。

第三,Regulation A⁺将可以“试水(Test the Waters)”的时间段从提交发行声明之后扩展到提交声明之前,³⁸但要求发行人在公开提交发行声明(Offering Statement)之后使用的招揽材料中一并或先行提供初步发行公告(Preliminary Offering Circular),或者提供一则告知潜在投资者可以从何处、以采用何种方式获得初步发行公告的通知。³⁹允许投资者在提交发行声明之前进行招揽,发行人可以在付出准备及提交发行声明的成本之前试探市场的表现,以减少发行行为成败方面的不确定性。若市场反映不乐观,发行人可以提前放弃发行或尝试其他发行方法,从而节省金钱及时间成本。⁴⁰这一变化的另一作用是增加投资者可获取信息的类型与强度,促进证券价格更有效地形成,便利投资者在不同投资项目之间更有效地分配资金,提升资本效益与资金分配方面的效率。⁴¹

第四,Regulation A⁺从以下两方面完善了发行人资格要件。其一,Rule 251在发行人资格方面基本保持原规定,但增加两类不得存在的消极事项,即不得在提交发行声明前5年内曾被SEC依据《1934年证券交易法》第12(j)发布拒绝、中止或撤回注册的命令,以及在提交新的发行声明前两年存在应按照Regulation A⁺相关规则提交持续报告而未履行该报告义务的情形。⁴²其二,对Rule 262中的失格条款(Disqualification Provisions)进行修改,使其与Regulation D的相关规定趋同,并加入与Rule 506(e)相似的信息披露要求。⁴³前者的意义在于将一些不合适的发行人拒之门外,保护投资者免受其潜在侵害。⁴⁴后者的背景是为遵守JOBS法案第401(a)节中关于制定与《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》第926节中所要求的失格条款相似的失格条款的要求。总之,完善发行人资格要求的意义在于对不同豁免规则适用相同的失格规则,保证相关规则之间的连贯性(Consistency),有助于降低发行人的合规成本,便利投资者进行风险判断并作出投资决策。⁴⁵

第五,Regulation A⁺对非合格投资者(Not an Accredited Investor)投资于第二层次发行的投资数额加以限制:对于自然人而言,不超过年收入(Annual Income)或资产净值(Net Worth)中较大者的10%;对于非自然人而言,不超过其年度收入(Annual Revenue)或资产净值(Net Assets)中较大者的10%。⁴⁶投资限额制度首次出现于JOBS法案的第三章(Title III)即众筹(Crowdfunding)中,⁴⁷其在传统证券法中从未出现过,是美国证券法在投资者保护方面的最大创新。⁴⁸由于Regulation A⁺下的第二层次发行不受州证券法注册义务的规制,豁免州证券法上的实质审查(Merit Review)程序可能导致投资者受到欺诈行为的伤害。通过引入投资限额制度,能够锁定投资者可能遭受的最大风险,使得投资者即便不具备风险识别能力,仍然具有风险承担能力,从而使之成为保护投资者的有力手段。对投资者设定投资限额虽然存在迫使发行人为满足相同数额的融资需求向更多投资者发行证券的可能性,从而增加发行成本,限制非合格投资者可能获取的收益,但经过成本收益分析,SEC仍认为采纳投资限额制度是合适的。⁴⁹

第六,Regulation A⁺还强化了信息披露要求。在发行信息披露方面,要求第一层次和第二层次的

³⁸“试水”即“兴趣招揽”(Solicitation of Interest),是指通过广播、电视、网络、邮件等方式对投资项目进行说明,吸引投资者关注。

³⁹17 CFR 230.255(a)(2015)。

⁴⁰See “Adopting Regulation A⁺ Release”, Supra note 15, at Section III. E, p. 21882.

⁴¹See “Adopting Regulation A⁺ Release”, Supra note 15, at Section III. E, p. 20883.

⁴²17 CFR 230.251(b)(2015)。

⁴³17 CFR 230.262(2015)。

⁴⁴See “Adopting Regulation A⁺ Release”, Supra note 15, at Section II. B. 1, p. 21811.

⁴⁵See “Adopting Regulation A⁺ Release”, Supra note 15, at Section II. G, P. 21855.

⁴⁶17 CFR 230.251(d)(2)(C)(2015)。

⁴⁷Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. No. 112-106 § 302(a). (codified in 15 U. S. C. § 77 d[a][6][B].)。

⁴⁸参见彭冰《公募众筹的理论基础》,载郭锋主编《证券法律评论》(2016年卷),中国法制出版社2016年版,第54页。

⁴⁹See “Adopting Regulation A⁺ Release”, Supra note 15, at Section III. C. 4, p. 21877

发行人提交前两个会计年度(如果公司存续期间不满两个会计年度,则相应缩减)的资产负债表及相关财务报告。第二层次发行人在发行公告(Offering Circular)中必须纳入经审计的财务报告,审计准则可在 GAAS 或 PCAOB 中选择其一。此举有助于大幅提升投资者对发行人财务报告质量的信任,这虽在一定程度上将增加审计费用,但由于发行人融资数额增加,单位融资成本反而降低。^{⑤①}在持续信息披露方面,Regulation A⁺要求第二层次发行人以电子方式向 SEC 提交年度、半年度以及临时事件报告。^{⑤②}这大大强化了信息披露义务,事实上确立了类似于注册发行的持续信息披露义务,有利于监管机关和投资者掌握发行人动态,以减少信息不对称,增强市场流动性。^{⑤③}同时,信息披露制度辅以信息披露法律责任,还能对证券欺诈行为形成有效威慑。另外,值得注意的是,Regulation A⁺还针对第一层次发行与第二层次发行实行差异化披露策略,对第二层次发行课以更严厉的信息披露义务。鉴于第二层次发行中发行限额更高、豁免州法证券注册义务等特征,该做法体现了监管强度与风险大小之间的合理配比,具有合理性。

2. Regulation A⁺ 的实施效果

从实施效果看,与原 Regulation A 少人问津的尴尬境况相比,Regulation A⁺ 则受到市场热捧。统计表明,截至 2016 年 4 月,累计被提交或批准的发行申请共有 150 多份,金额累计超过 12 亿美元。^{⑤④}其中最著名的案例是近期完成发行的艾利奥发动机公司(Elio Motors)。作为一家生产三轮车的美国公司,该公司为给其“E 系列”三轮车项目融资,在 Regulation A⁺ 生效后不久即向 SEC 申请使用 Regulation A⁺ 之下的第二层次发行募集资金。得到 SEC 许可后,艾利奥发动机公司从 2015 年 11 月开始在 Start Engine Crowdfunding, Inc 网络平台上融资,^{⑤⑤}截至 2016 年 2 月 1 日,共募集资金超过 1700 万美元。2016 年 2 月 19 日,该公司股票在 OTC 市场上市,短时间内公司股价翻倍。^{⑤⑥}可见,修订后的 Regulation A⁺ 适用性大大提高。SEC 主席 Mary Jo White 也认为,Regulation A⁺ 不仅为集资提供了有效可行的路径,还充分保护了投资者利益。^{⑤⑦}

(二) Rule 504 的调适《建议规则》及社会反响

1. Rule 504《建议规则》的内容梳理

SEC 于 2015 年 10 月 30 日发布 Rule 504《建议规则》的总体目标是促进资本形成,提高融资效率,增强投资者保护,并为州证券监管机构所推进的“区域性审核协调项目(Regional Coordinated Review Programs)”以及州内证券众筹发行的开展提供制度支持。与现行规则 Rule 504 相比,Rule 504《建议规则》的主要变化体现在以下几个方面。

第一,将 Rule 504 中的年度发行限额由 100 万美元提高到 500 万美元。^{⑤⑧} Rule 504 的设置目的是为创业企业提供“种子资本(Seed Capital)”。据统计,2014 年全美范围内共发生天使投资 240 亿美

^{⑤①}See “Adopting Regulation A⁺ Release”, Supra note 15, at Section III. D. 3, p. 21881.

^{⑤②}17 CFR 230.257(2015).

^{⑤③}See “Adopting Regulation A⁺ Release”, Supra note 15, at Section III. F, pp. 21883 – 21884.

^{⑤④}Regulation A⁺ Disrupts Traditional Investing and Fundraising, (April 12, 2016), <http://www.cbs19.tv/story/31700801/Regulation-a-disrupts-traditional-investing-and-fundraising>, 2016 年 7 月 20 日访问。

^{⑤⑤}Start Engine Crowdfunding, Inc. 是一家成立于 2013 年的股权众筹融资平台(<http://www.startengine.com>)。另外,与众筹融资不同,Regulation A⁺ 不强制要求必须通过融资中介进行融资,但也不禁止发行人在融资过程中使用众筹平台等中介。

^{⑤⑥}Elio Motors CEO: Regulation A⁺ Brings Wall Street Back to Its Roots; Benefits Entrepreneurs and Investors, Boosts Economy, (Feb. 25, 2016), <http://www.otcmrks.com/stock/OTCM/news/Elio-Motors-CEO-Regulation-A-Brings-Wall-Street-Back-to-Its-Roots-Benefits-Entrepreneurs-and-Investors-Boosts-Economy?id=126154>, 2016 年 7 月 20 日访问。

^{⑤⑦}SEC Adopts Rules to Facilitate Smaller Companies' Access to Capital New Rules Provide Investors With More Investment Choices, SEC Immediate Release(March 25, 2015), <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-49.html>, 2016 年 7 月 20 日访问。

^{⑤⑧}17 CFR 230.504(b)(2)(proposed)(2015).

元,平均每笔投资金额约 267 万美元。⁵⁸ 原 Rule 504 所规定的 100 万美元的发行限额显然无法适应现实需要。此次发行限额调整是 SEC 在 1988 年将发行限额从 50 万美元提高到 100 万美元后的再次提高,将为州证券监管者提供更广阔的立法框架,便利州证券监管者对各自州法上的注册条件进行修改,以促进州内众筹及区域性证券发行行为的开展。另外,提高年度发行限额还会使 Rule 504 与其他豁免规则相比对中小企业更具吸引力,有利于发行人利用 Rule 504 进行融资,⁵⁹也为投资者增加投资机会、进行分散投资创造了条件。⁶⁰

第二,将 Rule 506(d) 中的“坏孩子”条款(失格条款)引入 Rule 504 中。⁶¹ Rule 506(d) 作为针对发行人的失格条款,其主要内容是:若发行人、发行人前身、发行人高管、合伙人、持股 20% 以上的股东等在发行前五年内在发行证券方面因存在违法犯罪行为受到法院、证券监管机构处罚或禁令,则不得适用该豁免条款进行证券发行。⁶² 发行限额的提高及第二层次发行中州证券法注册义务的豁免容易导致欺诈行为横行。此次修订将原本仅适用于 Rule 505、Rule 506 的失格条款引入 Rule 504,将不合适的发行人排除在豁免规则范围之外,能对投资者起到很好的保护作用。另外,该修订还有助于 Rule 504 与 Regulation Crowdfunding、Regulation A⁺ 中的发行人资格规则实现趋同,减少发行人的合规成本,并提高效率。这对同时利用多个豁免规则进行融资的发行人而言尤为重要。⁶³

第三,引入“坏孩子”行为的披露规则。Rule 504《建议规定》不禁止《正式规则》正式生效前存在“坏孩子”行为的发行人使用 Rule 504 规则发行证券,但要求发行人对此进行披露。⁶⁴ 其中蕴含的制度逻辑与 Rule 506(e) 相同。正式规则生效前的失格事件不一定导致规则生效后存在失格行为,但与完全不存在失格行为的发行人相比,行为人的道德风险更大。《建议规则》要求对生效前的失格事件进行披露,便于投资者在全面掌握信息的基础上做出理性决策,对投资者有很好的保护作用。

2. Rule 504《建议规则》的社会反响

上述三方面修改中,第一方面意在构建更具包容性的联邦小额发行注册豁免框架,以便利各州就本州小额发行监管制度做出具体规定;第二、第三方面意在为 Rule 504 下的投资者提供更多保护。对于 Regulation D 的修订,美国律师协会商法部联邦证券监管委员会(Federal Regulation of Securities Committee of the Business Law Section of the American Bar Association, the “ABA”)认为,Rule 504 的修改动向是正确的,但做得还不够,应进一步规定在州内进行注册或依照州法豁免发行的证券可自由转让。⁶⁵ 北美证券监管者协会(the North American Securities Administrators Association, NASAA)对 Rule 504 中提高限额、引入“坏孩子”条款的建议表示支持,但建议 Rule 505 维持现有框架。⁶⁶ Brian Knight 和 Staci Warden 大致同意《建议规则》的整体框架,但认为在 Rule 504 的发行限额中应考虑通货膨胀

⁵⁸Jeffrey Sohl, “The Angel Investor Market in 2014: A Market Correction in Deal Size”, Center for Venture Research(May 14, 2015), <https://paulcollege.unh.edu/sites/paulcollege.unh.edu/files/webform/2014%20Analysis%20Report.pdf>, 2016 年 7 月 20 日访问。

⁵⁹See “Proposed Rules to Rule 147 and Rule 504/505”, Supra note 22, at Section III. B, p. 69801

⁶⁰See “Proposed Rules to Rule 147 and Rule 504/505”, Supra note 22, at Section V. B, 4, p. 69821.

⁶¹17CFR 504(b) (3) (proposed) (2015) .

⁶²“坏孩子”条款本来只适用于 Rule 505 与 Regulation A, 2013 年 6 月,为执行《多德 - 弗兰克华尔街改革和消费者保护法》第 926 节,其被引入 Rule 506, 规定在 Rule 506(d) 中。See Securities Act Release No. 33 - - 9414, “Disqualification of Felons and Other ‘Bad Actors’ from Rule 506 Offerings”, (Jul 10, 2013) .

⁶³See “Proposed Rules to Rule 147 and Rule 504/505”, Supra note 22, at Section III. B, p. 69801.

⁶⁴17 CFR Rule 504(b) (3) (proposed) (2015) .

⁶⁵Letter from Federal Regulation of Securities Committee of the Business Law Section of the American Bar Association (the “ABA”), (April 8, 2016), <https://www.SEC.gov/comments/s7-22-15/s72215.shtml>, 2016 年 7 月 20 日访问。

⁶⁶Letter from The North American Securities Administrators Association, Inc. (January 11, 2016) <https://www.SEC.gov/comments/s7-22-15/s72215.shtml>, 2016 年 7 月 20 日访问。

因素及豁免《1934 年证券交易法》第 12(g) 节的报告义务。^{⑥7} 2015 年,在 SEC 举办的小企业融资政府与业界论坛中,与会人员甚至一致认为应将 Rule 504 中的发行限额提高至 1000 万美元。^{⑥8} 可见,美国学界和业界人士中有不少人认为 Rule 504 存在发行限额过低问题,对其进行修订是大势所趋。此外,未见美国社会各界对 Rule 504《建议规则》中发行人资格方面修改动向表达明确的反对意见。

三、后 JOBS 法案时代美国法上的小额发行注册豁免制度体系性调适的经验归纳

此次小额发行注册豁免制度的修正是 JOBS 法案通过的余波。如果说修订 Regulation A 是为了落实 JOBS 法案的明确要求,那么,修订 Rule 504 则是 SEC 在 JOBS 法案的精神指引下为促进区域性证券发行的发展而主动进行的制度调整。此次修正放松了对年度发行限额、州证券法注册义务、“试水”行为等方面的管制,并在发行人资格、投资限额、信息披露方面强化监管以求平衡,构造出了一个制度合理、层次分明、体系协调的小额发行注册豁免制度体系。对于此次修订(含拟议),可从单一规则、小额发行注册豁免体系、注册豁免制度体系三个层面深入解读。

(一) 系统论视角下便利资本形成与强化投资者保护理念的再平衡

从小额发行注册豁免制度的内部构成看,Regulation A、Rule 504、Rule 505 是相互独立的安全港规则,每个规则都包含发行主体、发行限额、发行方式、发行证券性质、信息披露、发行程序、州法监管等构成要件。根据系统论的基本原理,系统是指处于一定关系中并与环境互相联系从而形成组织整体的元素集合。^{⑥9} Regulation A、Rule 504、Rule 505 各自可被视为独立的系统,发行主体、发行限额、发行方式、发行证券性质等构成要件,是系统的构成要素。根据在系统中的作用,这些要素又可细分为促进性要素与保护性要素,前者在系统中发挥放松管制、促进资本形成的功能,后者在系统中主要承担投资者保护的角色。显然,提高投资限额、扩展“试水”程序、引入州法注册豁免,有利于促进企业融资,是促进性要素;强化发行信息披露、引入持续信息披露、完善发行人资格制度、引入投资限额,有利于强化对投资者的保护,是保护性要素。Regulation A、Rule 504 各自的修正案实际上是对原系统构造的调适,根据要素分类理论,可对修正案的具体内容进行解构(见表 2)。一个完善的系统要求内部要素间实现功能协调,从表 2 可以看出,Regulation A⁺在第一层次发行中包含 2 个促进性要素和 2 个保护性要素,在第二层次发行中包含 3 个促进性要素和 4 个保护性要素;Rule 504《建议规则》中包含 1 个促进性要素和 1 个保护性要素。可见,各修正方案分别包含大致相同的促进性要素与保护性要素,各要素间具有功能性联系与协同,体现了对资本形成与投资者保护的同等重视。

此次 SEC 针对小额发行注册豁免制度的体系性调整,其主要目的在于降低发行成本,激活豁免制度,促进中小企业融资,同时也在发行人资格、信息披露、投资者适当性方面进行必要限制,以保护投资者利益,体现立法机关在平衡投资者保护与资本形成方面的努力。^{⑦0} 虽然 SEC 的有关举措出于为中小企业融资提供便利的政策考虑,但 SEC 并未忽视放松管制可能带来的欺诈风险增加、信用风险与商业风险放大等不利后果,在投资者保护方面采取若干措施以求平衡,使小额发行注册豁免制度从原来的平衡过渡到新的平衡。毕竟保护投资者利益是美国证券法的明确要求,也是 SEC 一贯的行为准则。简言之,资本形成与投资者保护是证券监管的两大目标,也是一对永恒的监管难题。此次针

^{⑥7}Letter form Brian Knight, Staci Warden(January 11, 2016), <https://www.SEC.gov/comments/s7-22-15/s72215.shtml>, 2016 年 7 月 20 日访问。

^{⑥8}Securities and Exchange Commission, “The 34th Annual SEC Government – Business Forum on Small Business Capital Formation, Final Report”(Nov, 19, 2015), P. 24.

^{⑥9}参见[奥]L 贝塔兰菲《一般系统论:基础、发展、应用》秋同、袁嘉新译,社会科学文献出版社 1987 年版,第 46 页。

^{⑦0}参见郭雳《创制制度“乔布斯”(JOBS) 红利——美国证券监管再平衡探析》,《证券市场导报》2012 年第 5 期。

对美国法上的小额发行注册豁免制度的修订是在便利中小企业融资的立法政策指导下,于促进资本形成与强化投资者保护之间、效率与公平之间所进行的再平衡。

表2 美国后 JOBS 法案时代小额发行注册豁免制度变革(含建议规则)分解

制度调整	Regulation A ⁺ 第一层次	Regulation A ⁺ 第二层次	Rule 504 (建议规则)	定性
投资限额(提高)	A	A	A	促进性措施
发行信息披露(强化)	B	B	—	保护性措施
持续信息披露(新增)	—	B	—	保护性措施
失格制度(强化)	B	B	B	保护性措施
“试水”程序(强化)	A	A	—	促进性措施
州法豁免(新增)	—	A	—	促进性措施
投资限额(新增)	—	B	—	促进性措施
总计	促进性变革(A):2 保护性变革(B):2	促进性变革(A):3 保护性变革(B):4	促进性变革(A):1 保护性变革(B):1	

注: A 表示存在促进性变革 B 表示存在保护性变革 — 表示未进行变革

(二) 体系化视野下小额发行注册豁免制度层次化的再构造

为加深对小额发行注册豁免制度的认识,研究者可以引入监管强度的概念。监管强度是对某一监管方法表现出的强度的具体评价。^① 监管强度的引入丰富了监管评价工具,相对于全有或全无的评价,其更具有准确性。从理论上讲,监管强度与风险大小相匹配是监管有效性与正当性的要求,过高、过低均不适宜,监管强度过高容易导致监管资源浪费,监管强度过低则会导致监管效果缺失。小额发行注册豁免虽豁免注册义务,但在发行方式、信息披露、投资者资格方面进行适度监管,与“注册”这一监管强度较高的监管方式相比,其更加柔性,是强度较低的监管方式。

作为小额发行注册豁免制度的三个代表性规则,Regulation A、Rule 504、Rule 505 在发行主体、发行限额、发行方式、发行证券性质、信息披露、州法注册监管等方面的构成要素配置上的差异,导致三种规则在监管强度上呈现出层次序列关系。历史地看,小额发行注册豁免制度的具体规则系统分别在不同时期形成。Regulation A 颁行于 1936 年,Rule 504 和 Rule 505 确立于 1982 年,各子系统在制度演变过程中相互影响、相互作用,经过复杂博弈,最终形成当前错综复杂的制度体系。深入分析其规则可以发现,到 2012 年,美国法上已经形成监管强度上层次分明的小额发行注册豁免制度体系(见表 1),三个规则的监管强度依次表现为“Regulation A > Rule 505 > Rule 504”。^② 这与融资限额的排序基本一致,体现了风险大小与监管强度相匹配的原则。此次修订也保留了层次化特征(见表 3),三个规则的发行限额大小排序为“Regulation A⁺ Tier 2 > Regulation A⁺ Tier 1 > Rule 505 = Rule 504 (拟)”,而监管强度的序列是“Regulation A⁺ Tier 2 > Regulation A⁺ Tier 1 > Rule 505 > Rule 504 (拟)”。Regulation A⁺ Tier 2、Regulation A⁺ Tier 1、Rule 504 (拟) 的限额序列与风险大小序列相匹

^①Howell E. Jackson, Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications, 24 Yale J. on Reg. 253 (2007).

^②C. Steven Bradford, Transaction Exemptions in the Securities Act of 1933: An Economic Analysis, 45 Emory L. J. 591 (1996).

配,具有正当性。但这里存在的问题是,Rule 505 与 Rule 504(拟)相比发行限额相同,但发行监管强度却高出许多,^③最终导致其不具有适用性。这也是 SEC 建议删除 Rule 505 或对其进行重大修订的原因所在。从这个角度看,此次小额发行注册豁免规则的调整是对小额发行注册豁免制度层次化的再构造,而 Rule 505 的监管强度及其在小额发行注册豁免制度中的地位还需要进一步合理确定。

表 3 JOBS 法案通过之后美国最新小额发行注册豁免规则(含建议规则)对照

项目	Regulation A ⁺ 第一层次	Regulation A ⁺ 第一层次	Rule 504 (建议规则)	Rule 505
发行人	非“报告公司”、“空壳公司”、“投资公司”、“坏孩子”公司等	非“报告公司”、“空壳公司”、“投资公司”、“坏孩子”公司等	非“报告公司”、“投资公司”、“空壳公司”、“坏孩子”公司等	非“坏孩子”公司等
发行数额(每12个月)	2000 万美元	5000 万美元	500 万美元	500 万美元
发行方式	公开	公开	禁止公开招揽,在仅出售给合格投资者或已在州证券法下注册时允许公开招揽	禁止公开招揽
发行对象人数	无	无	无限制	合格投资者无限制,非合格投资者不得超过 35 人
发行对象资格	无	无限制,但对非合格投资者有投资限额要求	无限制	无限制
信息披露要求	发行信息披露	发行信息披露与持续信息披露	相关州证券法的要求	Rule 502(b) 的规定和相关州证券法的要求
转售限制	无	无	有限制	有限制
SEC 通知义务	事前向提交表格 1-A	事前提交表格 1-A	事后提交表格 D	事后提交表格 D
是否豁免州法注册义务	不豁免	豁免	不豁免	不豁免

(三) 整体论背景下小额发行注册豁免制度修订与其他豁免制度的再协调

正如 SEC 主席 Mary Jo White 所言,此次小额发行注册豁免制度修订是 JOBS 法案以来新一轮证券发行制度改革(the Next Phase of Offering Reform)的组成部分。毕竟小额发行注册豁免制度并非孤立的制度,而是嵌入注册制度、州内豁免、私募豁免等规则群中,与美国证券法的整体进化紧密相

^③Rule 505 发行中要求非合格投资者的数量不得超过 35 人,且 Rule 505 绝对性地不允许进行公开招揽,这些都比 Rule 504 更严格。

联。⁷⁴因此,小额豁免制度与其他豁免制度间的互动关系也是考察小额发行注册豁免制度的重要维度。笔者于本文中主要从制度和理念两个角度对小额发行注册豁免制度与其他豁免制度间的协调进行研究。

JOBS 法案发布以来的新一轮证券发行制度改革涉及私募发行豁免制度的调整、众筹豁免制度的创设以及州内发行豁免规则的整体性调整。众筹豁免制度是近年来新兴的注册豁免制度,由 JOBS 法案第三章引入美国联邦证券法。⁷⁵2015 年 10 月 30 日,SEC 发布众筹豁免的实施细则即 Regulation Crowdfunding,⁷⁶从融资限额、信息披露、行为限制、强制中介机构参与、众筹投资者适当性管理等五方面对互联网众筹融资行为进行规制。私募发行豁免是美国证券法另一类重要的豁免安排,其主要的“安全港”规则是发行方面的 Rule 506 和转售方面的 Rule 144、Rule 144A。JOBS 法案第 201 节授权 SEC 对 Rule 506(c) 和 Rule 144A 进行修改,允许向合格投资者发行及向合格机构投资者转售中进行一般性劝诱和广告。⁷⁷2013 年,SEC 制定通过规则对 Rule 506(c) 和 Rule 144A 进行修订以实际行使该授权。⁷⁸在州内发行豁免方面,⁷⁹为促进州内证券发行特别是州内众筹活动的开展,SEC 于 2015 年 10 月 30 日发布关于修改 Rule 147 的建议规则,主要内容包括允许在要约过程中以各种形式进行公开招揽,调整发行人“州内经营”认定标准、购买者“州内居住”认定方法、转售限制、合并计算、州证券法注册义务等方面的规则。⁸⁰JOBS 法案及 SEC 相继出台或修订的若干规定和条例(Rules and Regulations)放松了注册豁免方面的诸多管制,力度之大前所未有的,共同体现了去管制化的理念。这一系列修订行为如果完成,将是对美国法上的证券发行豁免制度的全面“升级”,标志着该制度的监管理念步入新时代。

除理念方面的协调外,JOBS 法案通过之后诸豁免规则的修正还表现出具体制度的协调(见表 3 和表 4)。这种协调可从趋同化与趋异化两个角度理解。趋同化主要体现于不同豁免规则在构成要件方面的趋同,包括整体趋同和部分趋同。前者如诸规则在发行人资格方面的趋同,后者如 Regulation A⁺ 中第二层次与 Regulation Crowdfunding 在投资者限额、州证券法注册豁免、持续信息披露方面的趋同。趋异化主要体现于 Regulation A⁺ 中的两个层次发行在州证券法注册义务豁免、投资限额等方面的差异,以及不同豁免规则在融资限额方面的差异。趋同有助于制度间的功能配合,而趋异有助于制度间的功能区分。由于趋同与趋异情形的存在,豁免制度内部形成监管强度不同的层次序列。同时,层次化、体系化的豁免制度与注册制度相配合,与联邦及各州的双重监管体系互相套嵌,以欺诈发行法律责任制度为保障,形成了全面位、立体化的注册/豁免制度体系,共同服务于直接融资行为监管与投资者保护。

⁷⁴参见袁东升《美国小额发行制度移植研究》,华中科技大学 2005 年硕士学位论文,第 20 页。

⁷⁵See The Securities Act of 1933 § 4(a)(6), codified in 15 U.S.C. § 77d(a)(6).

⁷⁶Securities Act Release No. 33-9974, “Crowdfunding (Final Rule)”, Dec 30, 2015.

⁷⁷JOBS Act Section 201.

⁷⁸Securities Act Release No. 33-9415, “Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A offerings(Final Rules)”, Jul 10, 2013.

⁷⁹See Alan R. Palmiter, Supra note 7, at 203-205.

⁸⁰See “Proposed Rules to Rule147 and Rule 504/505”, Supra note 22.

表 4 美国联邦证券法中其他发行注册豁免规则对照

条款	Rule 506(b)	Rule 506(c)	Regulation Crowdfunding	Rule 147
发行人	非“报告公司”、“投资公司”、“空壳公司”、“坏孩子”公司等	非“报告公司”、“投资公司”、“空壳公司”、“坏孩子”公司等	非“报告公司”、“投资公司”、“空壳公司”、“坏孩子”公司等	目前没有“坏孩子”条款
发行限额 (每 12 个月)	无限制	无限制	100 万美元	500 万美元
发行方式	禁止公开招揽	可以公开招揽,但要对投资者合格投资者身份进行审核	只能将投资者吸引到集资门户和经纪商,且不得对具体发行条件做公开宣传	可以公开招揽
发行对象人数	无明确限制,非合格投资者不超过 35 人	无限制	无限制	无限制
发行对象资格	无明确限制	合格投资者	非合格投资者有投资限额	无限制
融资途径	无要求	无要求	众筹必须通过集资门户或者证券经纪商进行	无要求
投资限额	无限制	无限制	有限制, Rule 227. 100(a) (2), 年收入或其净资产少于 10 万美元的个人投资者所购证券金额累计不超 2000 美元, 或者年收入或净资产 5% 中孰高者; 年收入和净资产均超过 10 万美元的, 则限额为年收入或净资产中较小者的 10% , 且不得超过 10 万美元	无限制
转售限制	有限制, 受限证券	有限制, 受限证券	有限制, 1 年内转让受限	有限制, 9 个月内转让受限
SEC 通知义务	事后提交表格 D	事后提交表格 D	事前提交表格 C	不需要
持续信息披露	无	无	有	无
是否豁免州法注册义务	豁免	豁免	豁免	不豁免

四、注册制改革背景下我国小额发行审核豁免制度的构建

股票发行注册制改革是近年来我国资本市场上讨论的热门话题。2015年底,我国立法机关授权国务院对注册制先行先试。^①目前注册制改革的推进虽无具体时间表,还需要多方面的制度基础作为配套,^②但注册制改革的方向未变。如果说从核准制到注册制是从审核标准与审核方法的角度对证券发行行为进行市场化改革,那么以小额发行审核豁免制度为代表的发行豁免制度则是发行监管制度的另一面,对符合条件的证券发行行为直接否定对其审核的必要性,市场化程度更为突出。在当前我国推进证券发行注册制改革的背景下,小额发行审核豁免制度尤其值得重视。针对我国中小企业融资需求普遍无法得到满足的现状,不少学者和实务界专家呼吁创设小额发行审核豁免制度,^③笔者亦持赞成态度。除了为中小企业融资提供便利以外,小额发行审核豁免制度的创设还有特殊意义,即在当前注册制改革走向不明的情况下,小额发行审核豁免制度可以作为注册制的先导,为注册制度改革积累经验。2015年4月20日提交立法机关审议的《中华人民共和国证券法(修订草案)》(以下简称:修订草案)第14条、第17条、第299条,规定了小额发行注册/核准豁免制度,勾勒出我国小额发行审核豁免制度的初步框架。以下,笔者拟从小额发行豁免的基本理论出发,参照美国法上的小额发行注册豁免规则,并结合修订草案的相关规定,对我国构建小额发行审核豁免制度的总体思路与具体方法展开研究。

(一) 构建我国小额发行审核豁免制度的总体思路

如何化解资本形成、投资者保护及市场秩序之间的张力是证券发行制度设计与运作中的核心命题,小额发行审核豁免制度亦然。在小额发行审核豁免制度的构建中,合理配置发行限额、发行人资格、投资者资格、发行方式等监管要素,以落实促进资本形成和强化投资者保护的要求是首要任务。此外,小额发行审核豁免制度并非空中楼阁,构建小额发行审核豁免制度时还应当考虑市场诚信状况、监管方法的成本与收益、与其他豁免制度的衔接、与反欺诈制度的配套等外部环境问题,以期与外部环境实现良性对接,在多个维度之间实现综合平衡。参考美国法上的小额发行注册豁免制度演进的历史与经验,笔者认为,构建我国小额发行审核豁免制度也应遵循如下原则:第一,具体制度设计要实现发行额度、发行方式及发行范围之间的协调,^④注重经济合理性,合理平衡监管成本、融资成本及投资者保护之间的关系;第二,作为证券发行监管制度的重要组成部分,小额发行审核豁免制度还要与发行审核制度相契合,与其他豁免制度合理区分、紧密协作,共同形成体系化、层次化的制度群;第三,小额发行审核豁免制度的设计要考虑市场诚信现状,综合布局反欺诈等配套制度,积极发挥监管机构与市场中介机构的作用,保护投资者利益免受欺诈行为侵害。

对于我国小额发行审核豁免制度的立法选择,有学者认为存在两种思路:一种思路是对小额发行审核豁免制度设置较低的发行限额(低于众筹),在具体监管细则上不再施加其他限制性条件;另一种思路是仅规定一定限额下的众筹发行豁免,不另外规定小额发行审核豁免。^⑤笔者对此均不赞同。

^①参见《全国人大常委会关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》(2015年12月17日)。

^②参见杨毅《注册制改革不会“单兵突进” 制度基础还需完善》,《金融时报》2016年3月16日,第7版。

^③参见周晓刚《美国证券发行注册豁免制度研究》,《证券市场导报》2001年第4期;彭冰《证券公开发行之研究》,载王文杰主编:《最新两岸公司法与证券法评析》,清华大学出版社2006年版,第106页;前注①,杨正洪文,第85-87页;卫光钦《借鉴美国经验,逐步完善发行审核机制》,《中国证券报》2011年4月12日,第A17版;肖百灵《证券发行注册豁免制度前瞻》,《证券市场导报》2014年第6期,卷首语。

^④参见洪锦《论我国证券小额发行豁免法律制度的建立——以美国小额发行豁免为例》,《湖北社会科学》2009年第4期。

^⑤参见前注③,肖百灵文。

第一,设置一个金额很低(低于众筹)小额发行豁免制度并不可行。众筹发行豁免的发行限额本就不高(美国法为每 12 个月不超过 100 万美元,我国的众筹发行豁免金额很可能也与之相当),如果小额发行豁免制度的发行限额设置得比众筹豁免制度更低,考虑到当前企业设立与经营的实际情况,过低的金额根本无法支撑初创企业的资金需求,从而导致这一豁免制度无用武之地。第二,仅规定众筹发行豁免的路径亦不可取。从美国法的情况看,众筹发行豁免与小额发行豁免是相对独立的,两者在构成要素与制度机理方面均有所不同。众筹发行豁免发行限额较低,小额发行豁免发行限额相对较高,两者之间基于发行限额及其他监管要素方面的交错配置,形成互相之间具有竞争与协作关系的制度群,为发行人在寻找豁免制度时提供更多的选择空间。合理的思路是借鉴美国法的做法,在众筹发行豁免之外,另行设置发行限额高于众筹的小额发行豁免制度。修订草案在其第 13 条和第 14 条分别规定了众筹发行豁免与小额发行豁免,且拟对小额发行豁免的“发行人”、“投资者”、“募集资金限额”进行限制,较接近笔者的思路。

(二) 我国小额发行审核豁免制度的具体设计

关于小额发行审核豁免制度的具体设计,笔者认为,美国法 Regulation A⁺ 之下的“简式注册”制度是一个成型范例,值得借鉴,我国可以以之为模型来构建小额发行审核豁免制度:一方面,豁免小额发行的注册/核准要求,简化融资流程,设定比众筹豁免更高的发行限额,以便利融资人融资;另一方面,限定融资人资格、设定融资与投资限额、强化信息披露、明确欺诈法律责任,强化对投资者的保护。

从内容上看,修订草案明确了以下事项:第一,小额发行审核豁免是一种公开发售;第二,小额发行审核豁免必须通过证券经营机构发行;第三,发行人要遵守融资限额;第四,发行人资格和投资者方面受到限制;第五,发行人有义务进行发行信息披露。可见,修订草案已初步勾勒出我国小额发行审核豁免制度的整体框架,并将重要细节留给证券监管机构充实。这一做法既维护了我国《证券法》等基本法律的稳定性与权威性,又满足了市场发展对规则变动的弹性需求,^⑧在立法体例上是可取的,但细节上尚需进一步完善。参考 Regulation A⁺ 的制度设计,结合修订草案的有关规定并考虑我国国情,笔者认为,我国小额发行审核豁免制度可做如下设计。

第一,在发行主体资格方面,小额发行审核豁免制度以促进创业型中小企业成长为目的,这一点在中美两国并无二致,因此我国法也应当对发行主体资格有所限制。上市(挂牌)公司应当被排除在发行主体之外,这类公司通常为大型企业,且各国通常对上市(挂牌)公司再融资设有特殊监管规则。金融或类金融企业存在特殊的金融风险,应该接受更为严格的金融监管,也需要被排除在小额发行豁免的主体范围之外。此外,存在不诚信行为的公司由于欺诈概率高,允许其不经注册发行证券会损害投资者的利益,扭曲小额发行审核豁免制度的宗旨,因此也不能适用小额发行审核豁免制度。

第二,关于发行限额方面,其发行限额作为小额发行审核豁免制度的重要监管要求,既不能过高,也不能过低,前者可能引发系统性风险,后者可能导致小额发行审核豁免制度的适用性不足。如上所述,我国小额发行审核豁免制度针对的发行限额应高于众筹发行限额、低于上市标准,具体金额有待监管机构在综合考虑上市标准、众筹发行限额的基础上统筹确定。另外,笔者认为我国法并不需要对小额豁免分层。由于新三板的存在,我国创业板、新三板、众筹之间的门槛相差并不大,又由于缺少地方证券监管权,如果在新三板与众筹两者之间设置两个或多个层次的小额发行豁免,实际意义不大,且徒增纷扰。此外,在发行数额计算方面,我国法还有必要引入美国法上的总额计算(Aggregation)制度与合并计算(Integration)制度,^⑨避免小额发行审核豁免制度被滥用。

第三,明确发行形式与交易场所。笔者认为,与美国 Regulation A⁺ 之下的证券发行相同,我国的

^⑧参见何晓楠《聚集 2015 年美国小额发行最新规则》,《银行家》2015 年第 8 期。

^⑨See Alan R. Palmiter, *Supra* note 7, at 202 - 203, 212 - 213.

小额发行应为公开发行,允许发行人依照监管机构的监管细则进行公开招揽,修订草案亦采纳这一观点。既然是公开发行,依据小额发行审核豁免制度,所发行证券的可转让性(Transferability)也不应受到限制,应当允许其在柜台市场等场外市场托管与交易。此外,为促进小额发行审核豁免制度的发展,增强中小企业和投资者运用这一豁免制度的动力,甚至可以考虑设立专门针对依据小额发行审核豁免制度所发行证券的交易市场或交易版块。

第四,设定科学便利的发行程序。关于是否要求发行人向证券监管机构履行报告义务及如何履行,可能存在三种监管模式:事前通知、事后备案或完全不通知。⁸⁸ 事后备案模式和完全不通知模式可能导致监管机构信息滞后或根本无法掌握证券发行的情况,两者均不利于监管职能的发挥。相比较而言,事前通知模式有利于监管机构及时掌握小额发行的具体情况并监测市场整体动态,笔者认为更为合理。对于发行人提交的发行通知,证券监管机构应仅进行形式审查,符合法定条件即准许其发行。另外,为确保发行通知的易读性,监管部门可以发布表格式的发行通知模板,以便发行人使用。

第五,设立投资限额。证券投资是一项高风险事业,由于发行人与投资者之间信息不对称,商业风险与道德风险均非常突出,因此,我国法有必要仿效美国法在 Regulation A⁺ 第二层次发行和 Regulation Crowdfunding 中的做法,引入投资限额制度,锁定投资者可能遭受损失的最大范围,间接保护投资者利益。考虑到我国的实际情况,投资限额的具体标准可以设定为自然人年收入或净资产的 10%、法人或其他组织年度营业收入或净资产的 10%。

第六,关于信息披露制度,应考虑小额发行的特点与信息披露的成本与收益,与上市(挂牌)公司的信息披露制度相比在披露程序、披露方式、披露内容等方面进行适当简化,但真实性、准确性、完整性的披露标准不能降低,反欺诈法律制度不可缺位。Regulation A⁺ 对原 Regulation A 中的信息披露制度进行强化,区分发行信息披露与持续信息披露,并要求第二层次发行人对其财务报告进行审计,被实践证明合理有效。修订草案第 17 条仅规定发行信息披露制度,不够详细,对持续信息披露则未作规定。笔者建议借鉴美国 Regulation A⁺ 的做法,在小额发行审核豁免细则中引入持续信息披露制度,并对信息披露的内容、形式、审计鉴证要求、披露方式等进行明确规定。此外,为增强投融资双方及投资者之间的沟通,还可以考虑要求小额发行审核豁免交易市场或平台设立电子股东论坛,⁸⁹ 充分利用现代信息技术为小额发行审核豁免制度服务。

第七,融资中介机构参与小额发行审核豁免要合理。修订草案第 14 条规定的小额豁免的条件之一是“通过证券经营机构”,此即“强制中介参与”原则,这一规定与与美国法存在重大差异。美国法在小额发行注册豁免中并不要求发行人必须通过中介机构发行证券,且实际调研表明,使用中介的比例很低。⁹⁰ 修订草案的立法初衷容易理解,即将证券经营机构作为小额证券发行行为的监管抓手,通过对中介机构的管控来间接实现对小额发行的监管。这一做法虽然具有可行性,但也可能导致成本增加,还可能导致小额发行审核豁免与众筹发行豁免之间的混淆,其合理性值得进一步考量。中介机构固然可以充当小额发行豁免制度的“看门人”,运用声誉机制服务于小额发行审核豁免的有效规制,对小额发行审核豁免制度的规范发展有益,但对于中介机构的参与应采用鼓励而非强制态度,由发行人自主决定是否聘用中介机构,更多地借助市场力量而非管制力量来实现对小额发行审核豁免的有效规制。

(责任编辑:陈历幸)

⁸⁸参见北京大学课题组《证券发行法律制度完善研究》,载黄红元、徐明主编《证券法苑》(第十卷),法律出版社 2014 年版,第 217 页。

⁸⁹参见赵金龙《电子股东论坛制度之探讨》,载郭锋主编《证券法律评论》(2016 年卷),中国法制出版社 2016 年版,第 542-544 页。

⁹⁰See “Adopting Regulation A⁺ Release”, Supra note 15, at Section III . B. 3, p. 21872.