

从美国实践看首发中的存量发行

美国证监会侧重审核注册表、招股说明书，如有老股出售，招股说明书首页以及相关部分需要做出相应披露，美国证监会不干涉老股东是否在首发时公开出售股票。因此，在美国首发实践中，不时会出现既有新股发行又有老股出售的情况。

唐应茂

2012年3月31日，中国证监会发布了《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见（征求意见稿）》。其中，《指导意见》规定，在首次公开发行时，老股东可以按照要求转让老股，即可以进行存量发行。最近，首发时进行存量发行的问题引起了业内人士的热议。笔者曾从事多年美国证券业务，对境外市场存量发行做法有切身感受。借此机会，笔者希望与业内人士分享境外市场，主要是美国在存量发行方面的做法，以及美国对老股转让的监管机制，在此基础上，再简要谈谈如何看待存量发行与国内现行法律的协调问题，主要是部分业内人士提到的、存量发行与《公司法》第142条的协调问题。

美国的存量发行实践

根据笔者的从业经验，美国证券法允许存量发行，即发行人首发时，老股东可以向公众公开出售首发前购入的股份。这里的逻辑在于，美国证券法规定，公开发行，不论是发行新股，还是出售老股，都需要向美国证监会注册，除非符合豁免条件。比如，符合条件的私募发行或私募转让不需要向美国证监会注册。因此，发行人公开发行股份，需要向美国证监会递交注册表，履行注册程序；老股东公开出售股份，也需要通过发行人向美国证监会履行注册程序，在首发的注册表（主体部分为招股说明书）中做出相应的披露。

换句话说，公开发行新股和公开出售老股通过同一次注册程序完成，两者都是首发的一部分。美国证监会侧重审核注册表、招股说明书，如有老股出售，招股说明书首页以及相关部分（如“主要和售股股东”一章）需要做出相应披露，美国证监会不干涉老股东是否在首发时公开出售股票。因此，在美国首发实践中，不时会出现既有新股发行又有老股出售的情况。

比如，以红筹结构在美国上市的太阳能企业江西赛维（LDK），2007年6月首发时总共向投资者公开发售了约1700万股，其中77%为公司发行的新股，23%为老股东出售的老股。又比如，2011年8月以红筹结构在美国上市的土豆网（Tudou），首发时共向投资者公开发售了约2400万股，其中约93%为公司发行的新股，7%为老股东出售的老股。此外，不少国企以H股方式，即中国境内注册的股份有限公

司发行境外上市外资股的方式，在境外发行股票并在香港上市，或者在香港和美国两地上市。有部分企业，比如2003年12月在香港和美国两地上市的中国人寿，在首发时也是新股和老股同时发售。其中，中国人寿发行的新股约占90%，老股东出售的老股约占10%。

公司首发时老股东是否公开发售老股，美国证券法不管，决策权留给老股东和公司。但是，根据笔者的经验，首发时老股东出售股票，承销商、公司和股东之间通常会有严肃的讨论，讨论的核心是避免老股东出售老股给首发带来负面影响。比如，不少私营企业，控股股东通常也是创始人，创始人首发时出售老股，会影响投资者对公司经营的信心，影响首发的顺利进行。所以，老股东出售老股，通常是各方反复讨论、甚至博弈之后的结果。

因此，2007年江西赛维首发时，尽管有老股东售股，但从招股书披露的名称来看，这些股东看起来基本都是私募投资者，而创始人彭小峰没有出售任何股份，首发后仍持有70%以上的股份。2011年土豆网首发时，创始人王巍虽然出售了老股，但从招股说明书的披露看，售股主要是为了套现以了结了和前妻之间的离婚纠纷。而2003年中国人寿出售老股，则是为了满足当时国内关于国企上市必须减持一定比例股份补充社保基金的规定。

美国对老股转让的限制

虽然美国证券法对首发时老股东是否公开发售股票不做限制，但它对于老股东首发前购入股票的转让仍然有一系列限制。综合起来，这些限制大概有以下几个方面内容。

1、老股东公开售股需要通过发行人向美国证监会注册。公开发售股票，老股东自己不能向美国证监会启动注册程序，只有公司才可以。在公司有控股股东的情况下，比如像持有江西赛维70%以上股权的创始人彭小峰，控股股东通常也担任公司董事、高管等职务，可以影响公司的重要决定。因此，控股股东公开发售股票，可以通过正常程序，要求公司配合，操作起来通常问题不大。如果是非控股股东，比如首发前购买公司股票私募投资者，他们通常在购股时会要求公司赋予“注册权”（registration right）。什么是注册权呢？简单讲，如果这些股东需要公开售股，有了这个权利，他们就可以要求公司向美国证监会提交注册表、准备招股说明书，协助这些股东公开出售其股票。美国公开发行的情形很多，注册权的种类很多，在此不做详细讨论；同时，注册权通常也会有限制，比如股东总共可以行使几次注册权等。注册权的细节由双方协商确定，并通常在首发招股书中披露。

2、公司上市后老股东可以通过144规则（Rule 144）规定的程序公开出售股票。除了向美国证监会注册公开发售股票外，老股东还可以通过美国证监会144规则规定的程序公开出售股票。144规则规定了“限制性证

券”（restricted securities）这一概念。简而言之，首发前公司通过非公开方式出售的股票都属于“限制性证券”。比如，公司成立时以私募方式向创始人发行的股票、公司以私募方式向创投或私募基金发行的股票、公司在美国境外出售的股票等等，都属于“限制性证券”。

对于这些“限制性证券”，如果满足了一定条件，比如持有“限制性证券”达到一定期限（6个月到1年）、股东不属于公司的关联方（affiliate），那么，股东可以公开出售这些股票，不受任何限制；如果股东属于公司的关联方，那么，这类“限制性证券”的公开出售需要遵守一定的条件。就后者而言，这类条件较多，比如，必须填写并向美国证监会提交144表格、任何3个月期间出售的股票不能超过一定数额（公司在外发行股票的1%或前四周的平均交易量，以高者为准）、必须通过券商出售等等。实践中，控股股东/创始人通常会被认为是公司的“关联方”，因此，如果需要公开售股，他们更多地会采用这种方式出售，但要受前述条件的限制。对于私募基金这样的非控股股东，投资情况各异，能否满足144规则规定的条件无限制公开出售股票，取决于是否满足相应条件，尤其是是否满足属于公司的“关联方”这个条件。其中的认定规则较为复杂，在此不做详细讨论。

3、老股东私募出售股票。如果老股东不采用注册方式公开发售，也不采用上面提到的144规则允许的两种方式公开出售，老股东还可以以私募方式、向特定对象转让其持有的老股。在这种情况下，由于老股东持有的股票属于“限制性证券”，老股东以私募方式再次转让“限制性证券”，该证券仍然属于“限制性证券”，不能在公开市场（证券交易所）进行交易。因此，是否注册、是否遵守美国证监会允许的公开出售的规则，成为了一个影响老股性质的重要因素。只有注册了的股票，才属于可以在公开市场上自由流通的股票，否则，它永远是“限制性证券”。

如何看待《公司法》第142条的规定？

部分业内人士认为，证监会《指导意见》提出的存量发行同国内《公司法》第142条的规定不一致。该条第二句规定，公司公开发行前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市之日起一年内不得转让。根据这部分业内人士的解释，公司首发前已发行的股份，比如创始人控股股东持有的股份，不仅在公司股票上市后不得转让，而且也不能在首发时公开向投资者发售。换句话说，对于转让的限制，既适用于公司上市后的一年内这段时间，也适用于（首发前）发行股份时到公司上市这段时间。

对此，也有业内人士认为，上述解读似乎过于严格。比如，第142条第一句话规定，发起人持有的公司股

票，自公司成立之日起一年内不得转让。换言之，公司成立一年后，此时公司可能还没有上市，发起人（如创始人/控股股东）此时转让股票似已不再受限制。如果又根据第二句规定，在这个时候限制发起人持有股票的转让，这似乎前后矛盾，同一条规定里的两句话逻辑不太一致。因此，这部分业内人士认为，对于《公司法》第142条第二句的规定，不能绝对地理解为它同存量发行的做法存在冲突。

笔者认为，对同一条法律规定出现不同的解读是完全正常的。其中的原因很多，既有立法技术问题，也同目前股市低迷、投资者怨气较大的背景有关。结合前面对美国存量发行实践的介绍，在笔者看来，对该条规定存在不同解读的一个原因在于，我国监管机构对于老股东持有股票的转让还缺乏一整套监管规则。上面提到，美国证监会允许存量发行、不管首发时老股东是否公开售股，但它仍有一整套逻辑比较一致的规则来处理老股东转让首发前购入股票的问题。比如，首发时公开出售必须通过公司向美国证监会注册，通过注册的程序把“限制性证券”转换为可自由流通的证券，由此才会产生“注册权”这样的概念。又比如，美国证监会通过144规则创造出“限制性证券”这一概念，规定了老股东根据144规则公开出售股票的方式、条件、机制和程序。如果老股东既不选择注册途径，也不选择144规则这条途径，它仍然可以通过私募方式转让，只是转让后的股票仍然属于“限制性证券”，不能在公开市场上自由流通。

进一步讲，不同的解读也反映出我国目前的证券监管理念同境外主要资本市场还存在一定差异，由此导致不同人士对监管本身的“效力”存在不同理解。比如，公开发售需要向美国证监会注册，私募发行、私募转让则不需要注册，类似原则被不少市场采纳，注册程序起到了转换“限制性证券”身份的作用。但从我国目前的实践来看，不仅公开发行需要证券监管机构核准，非公开发行同样需要监管机构核准，发行方式的区分缺乏实践上的差异，由此也造成业内人士对核准“效力”的不同解读。比如，针对上述《公司法》第142条的规定，如果立法原意是防止首发前低价收购的“原始股”上市后被老股东抛售套现，由此扰乱市场秩序，那么，各方自主协商确定的、经过证券监管机构核准的、在招股说明书上做出详细披露的老股东公开发售股票是否不属于立法禁止的情况？根据美国证券法的逻辑来看，这个问题的答案很清楚，但在国内，监管机构核准能否把“限制性证券”转化为自由流通股票，这却引起了不同的解读，导致了业内对存量发行做法的不同看法。

因此，如何对《公司法》第142条进行解读，如何看待《指导意见》提出的存量发行做法，笔者认为，监管机构应该在综合考虑境外存量发行的实践、实践背后的逻辑、对老股东股票转让的整体规制做法的基础上，参考业内人士意见，并通过适当程序稳妥实施。

（作者系金杜律师事务所顾问）

新股发行体制改革中存量发行刍议

杨小蕾

中国证监会2012年3月31日发布的《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见（征求意见稿）》中提出的一项重大改革措施是：在首次发行新股时，推动部分老股向网下投资者转让，增加新上市公司可流通股数量，持股期满3年的股东可将部分老股向网下投资者转让。这是一项新股发行体制改革的重大举措，并引起业界的广泛讨论，笔者也从法律方面谈谈看法。

存量发行是否为一项公开发行？

存量发行在境外证券市场是一个很平常的、成熟的做法，根据美国、香港等主要证券市场的发行和上市规则，一项发行是公开发行还是非公开发行，并不取决于股票的来源是新股还是老股，而取决于发行的对象是特定的投资者还是不特定的投资者，发行对象的人数是多少。例如，根据香港《公司条例》，不管是发行股票还是公司债券，发行对象不超过50人即为一项非公开发行，而超过50人即为一项公开发行；境外规则还从发行行为本身出发界定一项发行是否为公开发行，例如，美国1933年证券法规定，公开发售必须向美国证监会注册，私募发售则不需要，香港《公司条例》也规定，公开发售股票或债券需要注册招股说明书或发售说明书。我国《证券法》第十条规定：向不特定对象发行证券的，或向特定对象发行证券累计超过二百人的即为公开发行，同时规定，非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。《证券法》在界定公开发行时，与境外主要证券市场的界定方式基本相同，即都没有从股票的来源来界定，而是从股票发行的对象和行为方式来界定。因此，只要符合《证券法》第十条规定的发行对象和发行方式，存量发行就构成一项公开发行。

投资者持有的通过存量发行获得的股票所具有的流通属性

投资者通过存量发行获得的股票具有什么样的流通属性？是与通过发行新股方式获得的股票具有同样的可流通性质，还是仍然具有“老股”的限制流通性质？我国《公司法》第142条规定：“公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。”表面上理解，存量发行的老股即为公开发行前已发行的股份，因此，该股份在公司上市后一年内需要锁定。但笔者认为，当老股经发行而转移到新股东持有，所有权发生变更后，股票的性质已经发生完全的改变，首先，如果存量发行根据第一点所述构成一项公开发行，则投资者获得的股票就应

当与通过公开发行新股所获得的股票具有同样的性质，如果存量发行构成一项非公开发行，则投资者获得的股票就应当与通过非公开发行的新股具有同样的性质，但均不应当仍具有老股的性质。《公司法》第142条的规定，规范的是公开发行前的老股东以低于发行价的价格取得股份，而在公开发行后的较短时间内以股票市场的较高价格出售股票的投机行为，而存量发行下，股东主体已变更为新股东，新股东获得股票的价格也与新股发行的价格一致，因此，无论是从股东主体还是价格上，投资者获得的存量发行股份均与通过新股发行获得的股份同质，而与“老股”具有本质上的差别。其次，指导意见中所推动的在是首次公开发行新股的同时向网下投资者进行部分存量发行，根据《公司法》第127条的规定，同次发行的同种类股票，每股的发行条件和价格应当相同”，无论是通过发行新股还是卖老股而出售的股份，其所具有的股东权利是相同的，是同种类的股票，价格应当相同，发行的时间与新股发行的时间也相同，由于发行价格、发行时间和股票种类均相同，网下投资者获得股票时并不区分哪个是新股，哪个是老股，因此，无论从法律规定还是从实践操作上，通过存量发行所得的股票与通过新股发行所得的股票没有任何性质上的区别，因此，在锁定期方面，也应当与新股享有相同的权利。同时，指导意见中还规定，只有持股期满3年的股东才可以在首次公开发行的同时出售部分“老股”，这项规定也可以在一定程度上防止老股东通过存量发行获得投机性收益。

关于《公司法》第142条中“发行”和“上市”两个概念的理解

《公司法》第142条规定了“公开发行前已发行的股份”和“自公司股票在证券交易所上市交易之日起”两个时间概念，如果这两个时间概念重合，则存量发行将遇到障碍。根据境内外证券市场的实践，“上市日”是一个非常明确的时点，但发行则是一个过程，从路演、定价到后交割的整个过程都是发行，而从行为上看，发行行为与上市行为为两个不同的行为，发行行为的完成并不以上市行为的完成为条件，即，如果发行行为通过股票交割完成了，而由于任何原因没有完成上市行为，并不能直接导致发行行为无效。我国的实践中，发行行为与上市行为有明显的区别，首先，公开发行行为在获得中国证监会核准后即可进行，而上市行为还需获得交易所的同意和签署《上市协议》；其次，发行结束到上市有一定的时间间隔，不是同时发生，因此，“发行”和“上市交易”并不重合，发行在前，上市在后，《公司法》第142条的规定并不构成障碍。（作者系金杜律师事务所合伙人）

股票代码：600779 股票简称：水井坊 编号：临2012-12号

Diageo Highlands Holding B.V. 要约收购四川水井坊股份有限公司股份结果的公告

Diageo Highlands Holding B.V.董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

根据中国证券监督管理委员会《关于核准Diageo Highlands Holding B.V.公告四川水井坊股份有限公司要约收购报告书的批复》（证监许可[2012]361号），Diageo Highlands Holding B.V.（以下简称“DHHBV”或“收购人”）于2012年3月22日公告了《四川水井坊股份有限公司要约收购报告书》。按照《上市公司收购管理办法》的相关规定，履行向除四川成都全兴集团有限公司（以下简称“全兴集团”）之外的四川水井坊股份有限公司（以下简称“水井坊”）全体股东发出全面收购要约的义务，要约收购期限为2012年3月26日至2012年4月24日。

目前，要约收购期限已经届满。现将本次要约收购的相关情况公告如下：

一、要约收购基本情况

1、要约收购的目的

为增强双方在中国白酒行业的合作，DHHBV与成都盈盛投资控股有限公司（以下简称“盈盛投资”）于2010年3月1日签订《股权转让协议》，约定由DHHBV受让盈盛投资持有的全兴集团4%的股权（以下简称“股权转让”）。股权转让完成后，盈盛投资和DHHBV分别持有全兴集团51%和49%的股权。全兴集团已于2011年7月4日在四川省成都市工商行政管理局办理完毕与股权转让有关的工商变更登记手续。目前，盈盛投资在全兴集团的持股比例已由51%降至47%，DHHBV在全兴集团的持股比例已由49%升至53%，从而成为全兴集团的控股股东，并通过全兴集团间接控制水井坊39.71%的股份。

根据《证券法》和《上市公司收购管理办法》，收购人应当向除全兴集团之外的水井坊股东发出全面收购要约。本要约乃为履行上述义务而发出之要约。虽然收购人发出本要约不以终止水井坊的上市地位为目的，但如本次要约收购导致水井坊股权分布不具备《上海证券交易所股票上市规则》项下的上市条件，且收购人未提交股权分布问题解决方案，则水井坊可能终止上市，届时收购人将通过适当安排，保证仍持有水井坊股份的剩余股东能够按要约价格将其股票出售给收购人。

2、要约收购对象：除全兴集团之外的水井坊全体股东

3、要约收购价格：21.45元/股

4、要约收购支付方式：现金

5、要约收购期限：2012年3月26日至2012年4月24日

6、预受要约申报代码：760109

二、本次要约收购的实施

1、收购人于2012年3月22日在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》以及上海证券交易所网站（http://www.sse.com.cn）刊登了《四川水井坊股份有限公司要约收购报告书》和《Diageo Highlands Holding B.V.要约收购四川水井坊股份有限公司股份申报公告》，并于2012年3月26日开始实施本次要约收购。

2、水井坊董事会于2012年3月31日在上海证券交易所网站刊登了《四川水井坊股份有限公司董事会关于Diageo Highlands Holding B.V.要约收购事宜致全体股东报告书》。

3、收购人于2012年3月31日、4月11日和4月18日，在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》以及上海证券交易所网站分别三次刊登了收购人要约收购水井坊股份的提示性公告。

4、收购人委托上海证券交易所以于要约收购期限内每个交易日在其网站上公告前一交易日的预受和撤回预受要约股份数量以及截至前一交易日累计净预受要约股份数量。

三、本次要约收购的结果

截至2012年4月24日，本次要约收购期限届满。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司提供的数据统计，在2012年3月26日至2012年4月24日要约收购期限内，预受要约股份共计3,274股，撤回预受要约股份共计120股，水井坊流通股中共有3,154股接受收购人发出的收购要约。

目前DHHBV正在办理用于收购上述3,154股股份资金的外币结汇手续，待相关手续完成后，DHHBV将通过中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理上述股份的清算过户事宜。

特此公告。

Diageo Highlands Holding B.V.
 授权代表：Margaretha Catharina
 Theodora Maria Gerichhausen
 日期：2012年4月25日

证券代码：002272 证券简称：川润股份 公告编号：2012-035号

四川润股份有限公司 关于签订募集资金四方监管协议之补充协议的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

为加强对募集资金的管理，根据《深圳证券交易所中小板上市公司规范运作指引》及《四川川润股份有限公司（以下简称“公司”）第二届董事会第十八次会议决议，2012年04月19日，公司、全资子公司四川川润液压润滑设备有限公司（以下简称“川润液压”）、保荐机构国金证券股份有限公司（以下简称“国金证券”）已分别与上海浦东发展银行股份有限公司成都分行和中国农业银行股份有限公司自贡盐都支行，签订《募集资金四方监管协议》。

经公司第二届董事会第十九次会议审议通过《关于将部分闲置募集资金转为定期存款的议案》，公司于2012年04月21日披露了《关于将部分募集资金转为定期存款的公告》详见公司2012-031号公告（刊载于2012年04月21日的《证券时报》、《上海证券报》、《中国证券报》和巨潮资讯网http://www.cninfo.com.cn）。

公司、川润液压及国金证券分别与存放募集资金的商业银行签订了《募集资金四方监管协议之补充协议》，具体内容如下：

一、募集资金定期账户情况：

1、2012年04月23日，公司将在中国农业银行股份有限公司自贡盐都支行开立的募集资金专户（账号为：101901040004886）中的15,000.00万元募集资金以定期存款方式存放，具体如下：

序号	定期存款账号	存期	金额(万元)	存放期
1	1019010400048860001	一年定期	5,000.00	2012.04.23-2013.04.23
2	1019010400048860002	一年定期	5,000.00	2012.04.23-2013.04.23
3	1019010400048860003	一年定期	3,000.00	2012.04.23-2013.04.23
4	1019010400048860004	六个月定期	2,000.00	2012.04.23-2012.10.23
合计			15,000.00	

2、2012年04月24日，公司将上海浦东发展银行股份有限公司成都分行开立的募集资金专户（账号为：730901154500000553）中的11,000.00万元募集资金以定期存款方式存放，具体如下：

序号	定期存款账号	存期	金额(万元)	存放期
1	73090167020000387	六个月定期	5,000.00	2012.04.24-2012.10.24
2	73090167010000123	三个月定期	3,000.00	2012.04.24-2012.07.24
合计			8,000.00	

二、上述定期存款公司、川润液压不得直接支取，也不得转入《募集资金四方监管协议》中约定的募集资金专户之外的其他账户。公司、川润液压如需提前支取上述定期存款，需转入募集资金专户，并通知存放募集资金的商业银行。

三、公司、川润液压承诺上述存单到期后将及时转入《募集资金四方监管协议》规定的募集资金专户进行管理或以存单方式续存，并通知国金证券。川润液压存单不得质押。

四、本补充协议生效后，构成《募集资金四方监管协议》不可分割的部分，与《募集资金四方监管协议》具有同等法律效力。

五、本协议未尽事宜参照《募集资金四方监管协议》的约定及中国证监会及其派出机构、深圳证券交易所相关规定执行。

特此公告。

四川川润股份有限公司
 董事会
 2012年04月26日