

美国证券众筹条例解读*

丛怀挺**

摘要: 证券众筹,已成为当今许多境外成熟资本市场为解决小微企业融资问题给出的共同答案。2015年10月30日,美国证券交易委员会正式通过了《众筹条例》,使美国的证券众筹有了操作依据。该条例的制定与通过无疑为我国的股权众筹监管提供了经验,也对正在制定中的《股权众筹试点管理办法》有一定的借鉴意义。本文由美国证券交易委员会就《众筹条例》的征求意见稿及最终稿及其“起草说明”整理而成,对条例中的规则做了相对全面的梳理与解读。

关键词: 众筹 证券众筹监管 支持创业创新 投资者保护

众筹(crowdfunding)作为相对新颖的概念,是指通过互联网向公众募集资金支持创业创新的一种融资方式。众筹融资方大多寻求人数众多的小额投资;而众筹投资方——即众筹之“众”,则以“集体智慧”(wisdom of the crowd)为基础,做出投

* 本文系国家社科基金青年项目《非上市公众公司治理指引研究》(项目编号:15CFX060)的阶段性研究成果。

** 上海证券交易所资本市场研究所研究员。

资决策。

在《初创期企业推动法案》(下称《JOBS 法案》)颁布之前,美国的众筹总体上不包含“股权众筹”等与证券相关的众筹类型。因为根据美国 1933 年《证券法》(下称《证券法》)和 1934 年《证券交易法》(下称《证券法》),股权众筹涉及证券的要约出售,应当向美国证券交易委员会(下称 SEC)注册。无论是发行注册时的信息披露义务,还是报告公司(reporting company)的持续信息披露义务,都将引发高昂的成本,这是多数众筹发行人无法承受的。

2012 年颁布的《JOBS 法案》从法律层面确认了证券众筹豁免制度,明确了初创期的小微企业,在符合法案对投资限额、信息披露等要求的基础上,可以豁免注册发行证券。

为落实《JOBS 法案》的要求,SEC 于 2013 年 10 月公布了《众筹条例》的征求意见稿,并根据各方意见对征求意见稿进行了完善,最终于 2015 年 10 月 30 日正式通过了《众筹条例》。主要内容总结如下:

一、总体要求

(一) 融资额度

《众筹条例》规定众筹发行的额度上限为 12 个月内不超过 100 万美元。众筹发行与其他豁免注册的发行方式将不会被合并(integrate),因此不妨碍发行人在众筹前后或同时进行私募等其他融资行为。

(二) 投资额度

单一投资者的投资额度较小是众筹的特征,也是证券众筹得以豁免发行注册的重要条件。《众筹条例》对投资者进行分层管理,要求(1)如果投资者的年收入或者净资产小于 10 万美元,则投资限额为年收入或净资产中低者的 5% 与 2000 美元之间的高值;(2)如果投资者的年收入和净资产均在 10 万美元以上,则投资限额为年收入或净资产中低者的 10%,且不得超过 10 万美元。

值得注意的是,在最终公布的《众筹条例》中,SEC 修改了征求意

见稿中关于投资额度计算方式的模糊处理,明确了上述额度为同一投资者 12 个月内累计投资所有众筹项目的总额,而不是对单一项目或者对单一发行人的投资额度。

(三) 发行渠道

《众筹条例》将“互联网众筹平台”(crowdfunding platform)定义为“可以通过互联网或者其他类似的电子通讯方式接入,并由注册券商或者注册众筹门户作为中介服务的提供者,根据众筹豁免条款组织证券要约或出售行为的程序或者应用”。条例要求众筹发行应当通过注册券商(registered broker-dealer)或者注册众筹门户(registered funding portal)所经营的互联网众筹平台(下称众筹平台)来完成。同一发行人的单次众筹或同时进行的多项众筹应当通过同一家中介来完成,旨在为潜在投资者提供统一的信息获取渠道,促进“集体智慧”的形成。不过,同一中介机构可以同时经营多个众筹平台。

(四) 适格发行人与适格证券

由于《JOBS 法案》设立证券众筹豁免制度是为了解决美国境内创业创新型小微企业的融资问题,因此《众筹条例》规定境外发行人、报告公司、投资公司、空壳公司及被取消资格(disqualified)的公司等,不得依照条例从事证券众筹。

在通过证券众筹可以发行的证券品种方面,《众筹条例》并无限制。发行人可以根据其需求选择发行股票、债券或者其他类型的证券。不过,由于证券众筹的融资额度较小,且融资方大多属于高风险高成长型企业,所以,实践中通过众筹发行股票可能会成为投融资双方的选择。

(五) 失当行为资格取消制度(“bad actor” disqualification)

除正面规定发行人适格性以外,《众筹条例》还参考 D 条例、A 条例等发行注册豁免规则,规定了“资格取消”制度,采用负面清单的管理方式,进一步控制众筹融资方的市场准入。《众筹条例》规定,如果发行人或其董事、高管、20% 以上股东,或者众筹发行的推销者、招揽者及其董事、高管等,存在条例规定的事由,如在发行前十年内曾因证券违法违规行为被判处重罪(felony)或轻罪(misdemeanor)等,则该众筹发行将不能适用《众筹条例》而豁免注册。

(六) 转售限制

《众筹条例》规定众筹证券原则上在发行后一年内不得转让,但向发行人、合格投资者、该投资者的亲属及以该亲属名义设立的信托等转让,或者是基于投资者死亡、解除婚姻关系等事宜的转让行为不受限制。当然,如果发行人向 SEC 申请了注册发行,那么条例允许众筹证券作为注册发行的一部分进行存量发行。

设置转售限制的原因在于,证券私募、众筹等豁免注册的发行方式对投资者的资质或投资额度等有所规定,如果发行人在进行私募、众筹等发行后,投资者可以立即向他人的转售,则上述限制条件将形同虚设,发行人甚至可以以此来规避公开发行的信息披露要求,以私募、众筹之名行公募之实。因此,美国等境外成熟市场国家的证券法律基本都对上述证券的转售做出了相应的限制。

(七) 交易安排

《众筹条例》并未明确众筹证券的交易方式和场所,但按照美国市场的实践,此类豁免注册而发行的证券将在场外市场交易。虽然众筹发行人需要根据条例向 SEC 提交年报,但一年一次的信息更新频率显然无法满足交易市场的需求。因此,为缓解场外市场信息不对称的问题,给投资者提供真实可靠的价值判断依据,SEC 在《众筹条例》的“起草说明”中明确为众筹证券提供报价服务的券商,必须遵守 34 年法项下的 15c2-11 规则。

15c2-11 规则是 SEC 为防止场外市场的证券交易中可能存在的欺诈和操纵问题而颁布的。该规则要求在场外市场提供证券报价服务的券商,必须提前获取并查验发行人的一些基本信息,如发行人名称、经营状况、高管董事名单、最近一期的资产负债表等,并且应当有理由相信上述信息的真实性以及来源的可靠性。

同时,SEC 还表示将在未来的 3 年内,进一步研究 15c2-11 规则的调整与众筹证券的交易方式及场所等问题。

二、发行人要求

(一) 发行信息披露

1. C 表格

证券众筹发行人将通过 C 表格进行信息披露,该表格与注册发行中的 S-1 表格及小额发行中的 1-A 表格类似,是包含招股说明书在内的一次性信息披露文件。C 表格无须经审核或批准,发行人仅需向 SEC 提交该表格作为备案,并将其提供给投资者及与该众筹项目相关的中介机构。

《众筹条例》未对 C 表格备案的时点做出具体规定,仅要求发行人在众筹发行前进行备案即可。但《众筹条例》要求众筹平台应当在众筹证券最终被出售给投资者前至少 21 天,公布发行人的信息披露文件,此后才能开始接受投资者对众筹证券的认购。因此,在实践操作中,发行人应当会选择在众筹平台公布其信息披露文件的同时向 SEC 提交 C 表格进行备案。

C 表格中所应当披露的信息包括:发行人的基本信息、发行人董事和高管的信息、股权结构及持股 20% 以上的股东、有关中介机构的信息及获利、发行价格与估值方式、募集资金用途、风险揭示、先前的证券发行行为、负债情况、关联交易情况、转让限制提示、管理层讨论等等。最终公布的 C 表格还增加了问答形式的信息披露方式供发行人选择,以便投资者更好地理解发行人所披露的信息。

另外,如果在发行人提交 C 表格后,其中的内容出现可能影响投资决策的重大变更时,发行人还需要提交 C/A 表格对先前披露的信息进行更正,并征得已认购众筹证券的投资者对该信息披露更正的重新确认(reconfirmation)。

2. 财务信息

《众筹条例》要求发行人在 C 表格中披露最近两个财年的财务报告,并根据发行额度的大小,将该披露义务进行了分层。发行额度在 10 万美元以下的,发行人要披露经其主要执行负责人认证(certify)的

财务报告与近一年的纳税记录;超过 10 万美元但在 50 万美元以下的,发行人应当披露经独立会计师查验(review)的财务报告;超过 50 万美元的,其财务报告须经审计(audit)。

除前述与征求意见稿基本一致的规定外,SEC 在最终公布的《众筹条例》中放松了对首次证券众筹发行的信息披露要求,规定首次众筹发行的额度即使超过 50 万美元,发行人也仅需要披露经独立会计师查验的财务报告,而无须审计。

3. 更新报告(progress update)

《众筹条例》要求发行人在投资者拟认购金额达到众筹目标资金的 50% 及 100% 后的 5 日内,向 SEC 提交 C-U 表格更新相关情况;如果发行人准备接受超募资金,则应当在认购截止日后的 5 日内,向 SEC 提交 C-U 表格确认最终募集金额。C-U 表格也需要同时向投资者公布。

(二) 报告公司注册义务豁免

美国 34 年法第 12 条(g)款从权益类证券(equity security)的持有的人数,即股东人数这一维度,划分了报告与非报告公司的界限。根据 12(g)的规定,一旦发行人的总资产超过 1000 万美元,且持有其某一种权益类证券的非合格投资者超过 500 人,或总投资者超过 2000 人时,发行人就应当根据 34 年法向 SEC 注册成为报告公司,并履行持续信息披露等义务。

由于众筹发行的公开性,发行人很难控制其投资者人数不超过 12(g)所设定人数限制;但报告公司诸多义务的成本,又是多数众筹发行人所无法负担的。因此,SEC 修订了 34 年法项下针对报告公司的 12g-6 规则,有条件地将众筹投资者排除在前述 12(g)的人数计算范围之外,使发行人不至于因众筹发行而触及 12(g)所规定的投资者人数“红线”。这些条件包括:发行人依照《众筹条例》履行了持续信息披露义务;发行人的总资产不超过 2500 万美元;发行人需要证明拟被排除的投资者所持有的证券来自众筹发行;发行人应当聘请经注册的转让代理人(registered transfer agent)来监督其证券持有人数。

值得注意的是,SEC 在条例的“起草说明”中明确,众筹证券的后续转让或交易,不影响前述条件中“投资者所持有的证券来自众筹发

行”这一事实,发行人也不会因众筹证券不再由最初的购买者所持有,而失去豁免注册成为报告公司的资格。

(三) 持续信息披露

1. 年报

因为众筹发行人得以有条件地豁免了 34 年法项下的报告义务,所以《众筹条例》规定了专门适用于众筹发行人的持续信息披露义务。条例要求,众筹发行人应当在每个财年结束后的 120 日内,通过 C-AR 表格向 SEC 提交年报,并将年报通过发行人的网站向投资者公开。年报中所应包含的信息与众筹发行时所披露的信息一致,并且应当经过发行人的主要执行负责人认证。

2. 退出报告

众筹发行人的持续信息披露义务并不是永久性的,在特定条件成就时,《众筹条例》允许发行人通过向 SEC 提交 C-TR 表格终止其《众筹条例》项下的持续信息披露义务。这些特定条件包括:发行人应根据 34 年法第 12 条注册成为报告公司并履行相关义务;发行人至少提交了一次年报并且投资者人数少于 300 人;发行人至少提交了三次年报并且总资产不超过 1000 万美元;发行人或第三方购买了发行人通过众筹发行的全部证券;发行人根据州法律解散或者进入清算程序等。

相较于征求意见稿,《众筹条例》最终稿中增加了“发行人至少提交了一次年报并且投资者人数少于 300 人”以及“发行人至少提交了三次年报并且总资产不超过 1000 万美元”等两项可以终止持续信息披露义务的情形。

总体而言,上述改变是为了进一步减轻众筹发行人的合规成本,避免其在发展受阻的情况下仍要负担持续信息披露成本的情形。具体来说,前者中“展受阻人”的人数要求是参考了 34 年法第 15 条(d)款的规定。15(d)规定了报告公司持续信息披露义务终止的情形,如果某报告公司每一类证券的持有人数在某一会计年度结束时均少于 300 人,则该报告公司 34 年法项下的报告义务将自动终止(suspend)。既然报告公司的持续信息披露义务可以在上述情形下终止,那么众筹发行人的持续信息披露义务也应如此。而后者中“总资产不超过 1000 万美元”的要求则是参考了前述 34 年法 12 条(g)款的规定。发行人提

交了3次年报证明其至少已经存续3年,而总资产未超过1000万美元则证明其的发展速度较为缓慢,终止这类企业的持续信息披露义务,旨在为处于困难期的企业提供更为宽松的发展条件。

(四) 发行机制

在信息披露文件中,发行人应当对募集资金的确定方式以及认购或发行程序进行说明。认购程序必须提示投资者可以在认购截止的48小时前撤回其认购,逾期则不得主动撤回。

如果在认购期届满前,目标资金已募足,发行人决定提前结束认购,则应当提前5日通知投资者。一旦众筹的目标资金在认购期内未募足,则发行失败,投资款应被全额退还。另外,如果在投资者认购后,发行人通过C-A表格对信息披露文件做出了重大修改,而投资者未予以再次确认的,认购将被取消,投资款应被退还。

(五) 广告与宣传方式限制

《众筹条例》规定,除通过众筹平台披露信息外,众筹发行人及其代理人只能以“通知”(notice)的形式进行广告宣传,并且只能在通知中透露发行人的名称、地址、网站,以及众筹的发行量、募集资金数额等信息。另外,通知还必须包含可以将潜在投资者指引至众筹平台的链接。

SEC认为,对广告宣传行为进行监管,虽然可能对众筹发行的信息扩散形成一定阻力,但如果法定信息披露渠道足够高效、透明且值得信赖,则上述限制应不会对众筹发行造成实质性阻碍。相反,对广告宣传的监管十分有助于减少虚假信息、误导性陈述以及其他不实消息的传播,可以充分保护中小投资者利益,增强投资者信心。

三、中介机构要求

(一) 注册要求

《JOBS法案》要求从事众筹业务的中介机构必须依照34年法15条(b)款向SEC注册成为券商,或者根据《众筹条例》的规定注册成为众筹门户;并且应当根据34年法15A条的要求成为美国金融业监管局

(FINRA)的成员。

众筹门户(funding portal)是《JOBS 法案》中专门为证券众筹创设的中介机构类型,《众筹条例》单独为其规定了注册程序和要求。众筹门户的注册大体与34年法所规定的券商注册类似,两者均要求中介机构向SEC提交相应的注册表格并公开有关信息。但与券商注册相比,众筹门户注册时的披露义务较低,后续的合规要求也有所放松,所以其运营成本也将相应降低。不过正因如此,众筹门户所能够从事的业务受到了严格限制,如不得为投资者提供投资建议,不得为在其平台上发行的证券进行招揽,不得持有、管理或者以任何其他方式处置投资者的资金或证券(需要通过第三方从事相关行为)等。

(二)利益关联禁止

利益关联(financial interest in an issuer)是指,直接或间接持有发行人的任何证券,或享有该证券所代表的经济利益。《众筹条例》禁止中介机构的董事、高管或合伙人与在其平台上进行众筹的发行人有利益关联,除非该利益关联是发行人为支付众筹发行服务费而与中介机构建立的,并且发行人所支付的利益必须是其通过众筹而发行的同类证券。

(三)减少欺诈行为

为减少发行过程中的欺诈行为,《众筹条例》规定,如果中介机构有合理的理由认为某众筹项目存在欺诈的可能性,如发行人或其关联方可能因失当行为被取消资格等,则中介机构应当拒绝发行人通过其众筹平台发行证券。为此,《众筹条例》要求中介机构应对众筹发行人及其董事、高管和20%以上的股东进行背景调查和证券违法违规记录调查。

(四)沟通渠道

证券众筹的基础即是在众多投资者之间形成的集体智慧,公开透明的信息交流是形成集体智慧的必要过程,而对信息沟通渠道的管理则是对众筹形成有效监管和监督的前提。因此,《众筹条例》要求中介机构应当在其众筹平台中建立供投资者交流的信息沟通渠道,并进行管理。只有在某众筹平台开户的投资者,才能使用该平台的信息沟通渠道。中介机构不得参与沟通,但有权删除其认为虚假或者过激的言

论。所有信息交流必须公开,中介机构还必须妥善保存信息沟通的记录。同时,如前所述,发行人及其代理人可以通过此沟通渠道向投资者宣传推介,但必须向投资者明确揭示其身份及关联关系。

(五) 投资者教育

《众筹条例》规定当每个投资者在众筹平台上开户时,经营该平台的中介机构均要向其送达一份简单易懂的投资者教育材料。并且任何对这份材料的后续更改,都必须在投资者可以认购下一个众筹项目前让其知晓。上述材料应当包括众筹发行程序、证券品种及相关风险、投资限额、转售限制、发售声明内容、投资者可以取消投资的期限以及发行人可以取消发行的情形等。

(六) 业务要求

1. 信息提供

根据《众筹条例》的要求,中介机构必须在众筹证券被最终出售给投资者之前至少 21 天,将发行人的信息披露文件公布,之后才可以开始接受投资者的认购。上述披露文件在众筹证券销售结束或者发行被取消之前,应当一直处于公开状态,供投资者参考,并应当能够被保存、下载。

另外,《众筹条例》明确要求,上述信息披露文件必须向公众开放,中介机构提供上述信息不得以投资者在其经营的众筹平台开户为前提。

2. 投资额度管理

《JOBS 法案》将管理投资者投资限额的义务交由中介机构负责。《众筹条例》根据法案的要求,规定投资者每次在众筹平台上认购证券时,经营该平台的中介机构均要确认投资者符合前文中提到的投资额度限制,该确认可以基于对投资者陈述的合理信赖。

3. 风险揭示

《众筹条例》要求中介机构在每次接受投资者对众筹证券的认购前,均应从投资者处获取其已阅读投资者教育材料并知晓其可能损失全部投资的确认。中介机构还应当同时获取关于投资者知晓撤回投资的期限、转售限制等方面规定的调查问卷。

四、总结

通过上述介绍和读解可以看出,美国对证券众筹的监管还是相当严格的,所谓的监管创新,并不是对传统证券监管模式的颠覆。SEC 仅是基于证券众筹的特征,对监管模式进行了调整,从对信息披露的单核监管,转变为对信息披露、投资限制、中介机构等的多核监管。曾经几乎全部由发行人承担的义务和成本,在一定程度上向其他市场主体分散,从而使众筹融资更具性价比,也更具可操作性。

可以说《JOBS 法案》与《众筹条例》所确立的证券众筹豁免制度,是对美国证券市场公平与效率的又一次重新平衡,但提高市场效率必须以投资者保护为前提的价值取向,在条例中仍然清晰可见。这是美国 1933 年《证券法》第 2 条(b)款对证券市场规则制定提出的要求;也是半个多世纪以来,美国证券监管者一直贯彻的监管意志;更是美国证券市场得以蓬勃发展的基石。

正如现任 SEC 首席委员 Mary Jo White 在第 47 届美国证券法年会上的发言中所说的,“监管机构作为资本市场的促进者和守护者,理应为融资行为排除不必要的阻碍和成本。但如果‘一根筋’的认为清除‘壁障’和降低‘成本’就能促进企业融资,那将导致规则制定的价值取向过窄。我们制定并严格执行的信息披露及其他措施,并不仅仅是所谓的‘壁障’和‘成本’,它们更是提升市场信心,创造公平与效率的基本规则。投资者之所以愿意投资,是因为他们知道这是一个规则完善、保障到位、执法严明的市场。因此,我们监管的核心应当是不断寻找投资者保护与市场效率之间的动态平衡。请记住,资本并不是在投资者保护制度的夹缝中形成的,相反是因其而生”。