

从 JOBS 法案中的众筹投资限额看投资者保护

徐鹏

(浙江警察学院侦查系, 浙江杭州, 310053)

摘要: JOBS 法案中的众筹豁免制度允许非获许投资者通过众筹平台参与投资, 这一规定减少了联邦证券法对投资者的传统保护措施。为了回应对众筹小额投资者权益保护的疑虑, SEC 在 JOBS 法案中设立了投资上限, 力图将投资者损失相对地限定在较小的范围内。但是, JOBS 法案中投资限额的衡量标准及其执行机制都不能保证投资者在规定的限额进行投资。JOBS 法案中的投资限额规则在本质上是 SEC 用来维护融资效率和投资者保护之间平衡的工具。中国应借鉴 JOBS 法案的立法经验, 在未来的众筹监管规则中, 以居民收支为根据, 设置合理的投资限额, 在提升资本市场效率的同时保护投资者利益。

关键词: JOBS 法案; 众筹豁免; 投资限额

中图分类号: D912.28

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2016)05-0052-08

在经历了大萧条以来最严重的金融危机和经济衰退之后, 为了增加就业, 鼓励新兴成长型企业融资, 美国于 2012 年签署了《创业企业融资法案》(Jumpstart Our Business Startups Act, 以下简称为 JOBS 法案)。2015 年 10 月 30 日, JOBS 法案第三章(Title III)正式批准通过。尽管 JOBS 法案开宗明义地提出了“通过改善新兴成长公司的公开融资环境, 促进美国就业与经济增长”的宏大目标, 但是, 投资者保护从一开始就没有被排除在考量之外。JOBS 法案颁布之前, 作为 JOBS 法案共同发起人之一的参议员 Jeff Merkley 在拟定众筹条款时预设了两个目标。第一, 发挥众筹市场的作用, 帮助创业公司和小企业进行融资; 第二, 保护普通投资者免遭欺诈。^[1]众议院在拟定 JOBS 法案的讨论过程中, 多次提到“投资者保护”问题。如金融服务委员会在提交给众议院的报告指出, 拟议立法应为小公司调整美国证券交易委员会(SEC)的相应规则, 逐步取消征收发行人的高额费用而不减少对核心投资者的保护或披露义务。^[2]在拟议立法听证会上, 规模风险合作伙伴、IPO 工作组主席 Kate Mitchell 指出, JOBS 法案有助于新兴成长公司(EGC)重新进入公开市场而不会损害投资者保护, 这将刺激美国就业和经济增长。^[2]Barney Frank 等人在关于拟议立法的少数意见报告中指出, 我们期待随着 JOBS 法案的发展, 采取进一步改进措施以保证不牺牲投资者利益。^[2]作为美国证券立法史上的又一次重大变革, JOBS 法案

在多个章节中融入了投资者保护内容, 同时又超越了现有的法律框架。

一、投资限额规则的由来

联邦证券法主要通过要求发行人披露重要信息来保护投资者。在某些情况下, 如果用一个替代措施能够保护投资者, 那么就可以放宽披露要求。这就是证券监管中的“滑动尺度”理论(sliding scale), 即减少披露义务以换取其他的投资者保护措施。在 JOBS 法案颁布之前, 减少披露义务的主要替代措施是投资人的投资经验或获许资格。“滑动尺度”理论在私募发行中的合理根据在于, 投资者有足够的智慧进行明智的投资或至少能够承受其投资损失。^[3]1933 年《证券法》第 4(2)条规定, 不涉及公开发行的发行人的交易无需在 SEC 注册, 这些发行对象大多数限于“资深投资者”(sophisticated investors), 但该法没有明确“资深投资者”的定义。^[4]1974 年, SEC 通过了第一个私募安全港规则——规则 146, 规定为了满足“资深”的条件, 发行人必须合理地相信投资者(无论是单独还是与金融顾问一起)有能力评估发行的风险和优点。^①1980 年通过的《小企业投资奖励法》增加了一类新的豁免——如果募集对象为“获许投资者”(accredited investors), 发行人在出售证券以前无需提供注册规则所要求的信

收稿日期: 2016-04-12; 修回日期: 2016-05-20

基金项目: 2016 年度浙江省哲学社会科学规划项目“金融消费者权益司法保护——以经济犯罪侦查为视角”(16NDJC288YB)

作者简介: 徐鹏(1972-), 女, 江西乐平人, 浙江警察学院副教授, 武汉大学国际法专业博士研究生, 主要研究方向: 国际人权法

息。但该条只规定了模糊的“获许投资者”定义。^⑥

1982年,SEC在《D条例》中提供了一个更清晰的“获许投资者”定义。其中规定,如果证券购买者全都是获许投资者,或者是不超过35个满足一定“资深”要求(针对其对财务及商业事宜的知识与经验)的非获许投资者,就可以获得注册豁免。^⑦其中,获许投资者包括成熟的实体(如银行和保险公司)、在该公司销售证券的资深业内人士和净资产超过100万美元或年收入超过20万美元的个人等多种主体。^⑧按照《D条例》,个人投资者要么具备一定的经济基础,要么单独或联合其代理人具有金融和证券业务方面的知识和经验,能够评估预期投资的优点和风险。

SEC认为,当证券发行仅限于这些特定的对象时,注册豁免在减少发行人的披露成本的同时,不会损害投资者的利益。^[3]美国各级法院通过一系列判例进一步完善了豁免发行对象的规定。在SEC v. Ralston Purina Co一案中,联邦最高法院判称,发行豁免规则的适用取决于受影响的特定人群是否需要证券法的保护。如果一个证券只针对那些“能够自我保护的人”发行,该发行就可以取得免除。^⑨在Hill York Corp. v. Am. Int'l Franchises, Inc一案中,美国上诉法院第五巡回法院指出,受要约人是否具有“自我保护能力”主要取决于受要约人的经验程度和获取信息的能力两个方面。^⑩在美国法院看来,那些在金融投资方面富有经验或者具有足够财力的认购对象能够根据所获得的发行信息做出正确的投资决定,并且有能力承受全部损失的风险。

JOBS法案中的众筹豁免规则没有包含“获许投资者”或“资深投资者”的限制要求,无论是“获许投资者”还是非获许投资者都可以成为JOBS法案中的众筹对象。在这种情况下,普通投资者很可能由于信息不对称而遭受欺诈和损失的风险。北美证券管理者协会(NASAA)在一封公开信件中指出,在线筹集资金不恰当地把投机性商业投资的风险加在无法应对潜在投资损失的、没有经验的投资者身上。^[5]JOBS法案的参议院听证会上,国会成员Rep Polis指出,众筹机制让普通家庭和百万富翁面临同样损失金钱的可能性。^[6]因此,为了不偏离保护投资者的目标,美国国会试图通过设定投资限额减少这些风险。

2011年,美国国会开始着手制定众筹豁免规则。2011年9月14日,国会议员Patrick McHenry推出了《企业融资法案》(Entrepreneur Access to Capital Act),旨在豁免通过互联网进行的小额发行。该法案最初规

定,在任意12个月期间通过互联网进行的不超过500万美元的证券发行可以取得注册豁免。拟议立法没有要求投资者必须是“资深投资者”或“获许投资者”,但规定投资者在每个发行中的投资限于1万美元或投资者年收入的10%中较少的一个,投资者的收入核实情况由投资者提供的证书决定。^⑪

但是,众议院通过的最终版本对该法案进行了重大修改。最终版本将证券发行规模减少到100万美元(如果发行人满足一定的披露要求,可以达到200万美元)。互联网集资门户需要满足若干投资者保护要求。^[7]投资限额的规定最终被保留下来,按照该规定,个人在单个发行中投资不得超过1万美元或年收入的10%中较少的一个,并删除了收入情况由投资者自我证明的规定。

2011年12月,参议员Merkley和Landrieu等人提出了《在线集资以及反欺诈和不道德非披露法案》(Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012,即《众筹法案》)议案,列出了一个比众议院版本更严格的投资上限。在所有众筹企业的年度投资中,收入不到5万美元的投资者只能投资500美元,收入低于10万美元的投资者只能投资其收入的1%,收入超过10万美元的投资者可以增加至2%,但没有界定收入的含义。^⑫对此,参议员Brown解释说,相对较低的限额是为了让“普通”投资者参与非公开发行,同时限制他们不能承受的损失风险。^[8]

最后,参议院再次调整了《众筹法案》议案中的投资限额,规定投资上限不得超过2000美元,或该投资者年收入或资产净值的5%,两项中的较大值,如果该投资者年收入或资产净值不超过10万美元;投资者年收入或资产净值的10%,最多不超过10万美元,如果该投资者年收入或资产净值达到或超过10万美元。^⑬2012年3月13日,修改后的《众筹法案》作为一项修正案被纳入JOBS法案。该法案允许发行人通过中介向不特定个人投资者开展小额股权融资,并授权SEC制定实施条例。2013年10月,SEC发布了条例建议稿和一份长达500多页的报告,对拟议规则(Proposed Rule)进行了解释和经济分析,并征询业界更多修改建议。2015年3月,SEC正式通过了众筹法案实施细则最终版(Final Rule),进一步细化了《众筹法案》中原本就有的平衡条款。2015年10月30日,JOBS法案第三章正式通过,取消了以往必须是获许投资者的限制,允许所有投资者在规定的限额内通过参与股权的方式投资创业公司和小企业。

二、投资限额规则的内容

按照联邦行政程序法规定,在制定新规则的过程中,联邦政府行政部门事先把拟议规则向全社会公布,以征求民众对该拟议规则的评论。在评论期结束后,联邦政府行政部门必须仔细审阅所收到的评论,然后,才可以公布最终有法律效力的规则。而且,在公布最终有法律效力的规则的同时,也要对所收到的评论进行分类说明,并告诉全社会该行政部门在决定最终规则的时候,是如何采纳或者拒绝采纳所收到的评论的。因此,通过对拟议规则和最终规则的分析,可以更准确地解读《众筹法案》文本。在投资限额部分,《众筹法案》最终规则对《拟议规则》进行了多处修改,试图使相关规则更详尽、更清晰。

(一) 投资限额的层级

众筹法案最终规则沿用了2012年《众筹法案》中的投资上限,根据投资者的年收入和净资产将投资限额分为两个层级。该规则规定,发行人出售给所有投资人的总额应不超过100万美元,包括该交易发生前12个月内依照本豁免规定累计出售的所有金额。发行人出售给任一投资者的总额,包括该交易发生前12个月内依照本豁免规定累计出售的所有金额,应不超过:①2000美元或其年收入或净资产的较低值的5%,两项中的较大值,如果其年收入或净资产不足10万美元;②投资者年收入或净资产的较低值的10%,最高不超过10万美元,如果投资者年收入和净资产等于或高于10万美元。^⑧SEC认为《众筹法案》中设定的数额是恰当的,它能够限制投资者遭受由于众筹豁免产生的风险。每个投资者在非股权众筹中的投资一般不超过这个数额。^⑨但是最终规则没有提到在何种情况下,应该按照投资者年收入的百分比计算,以及在什么情况下应该按照投资者净资产的比例适用。

(二) 投资限额的计算方法

最终规则和之前制定的拟议规则都以投资者的年收入和净资产为计算标准,但是计算方法却明显不同。^⑩拟议规则采用的是较大值法,即当投资者年收入和净资产数额不同时,取二者的较大值,而最终规则却以投资者年收入和净资产中较小值为准。根据收入或净资产较小值进行计算意味着,除非投资者的收入和净资产都超过10万美元,否则他们至多只能投资5%的收入或净资产,且5%的计算比例将适用于收入或净资产中的较小值。如果投资者的净资产和收入都超过10万美元,那么他们可以投资10%的收入或净

资产,但是该百分比仍然按照收入或净资产中的较小值计算。比如,按照较小值方法,年收入5万美元且净资产10.5万美元的投资者最多只能投资2500美元,而按照较大值方法,该投资者有资格投资1.05万美元。SEC认为,适用较小值方法将潜在地限制那些承担损失风险能力较弱的投资者在众筹发行中的投资损失,最终规则中的投资者限额适当地兼顾了发行人获取资金的需要和投资者在众筹交易中面临的风险。

(三) 不同类型投资者的投资限额

拟议规则评论期间,有人提出应该为获许投资者和机构投资者设立不同的投资限额,他们认为对获许投资者或机构投资者适用较低的投资限额会妨碍这些投资者参与。SEC没有采纳这一观点。SEC认为,众筹是集资的创新方法,集资的实体或个人一般寻求从广大的投资者群体中获得少量资金。为此,根据第4(a)(6)条进行的众筹交易应平等适用于所有不同的投资者。法案规定了具体的投资限额,唯一改变这些投资限额的依据是“消费者物价指数”(the Consumer Price Index)至少每五年更新一次。另外,发行人可以根据其他豁免对获许投资者和机构投资者发行或出售证券。按照规则,如果满足所有可适用的豁免条件,对这类投资者同时发行不同类型的证券是可能的。因此,SEC没有为任何特殊类型的投资者改变投资限额。最终规则的投资限额平等地适用于包括零售商、机构和获许投资者在内的所有投资者。

(四) 投资者配偶的年收入和净资产

与拟议规则相同,最终规则允许投资者配偶的净资产或年收入与投资者合并计算。但在合并计算时,夫妻双方的投资总额不能超过同等收入和净资产的单个投资者适用的限额。尽管有人反对将配偶的净资产或年收入合并计算。但SEC认为,按照最终规则中更严格的投资限额,这个方法是适当的,这个方法对于维护投资限额的预期保护是必要的。

此外,最终规则允许发行人依靠中介机构的努力来确定投资者购买的证券总数不会超出投资限额,倘若发行人不知道投资者由于购买发行人发行的证券已经或将要超过投资限额。^⑪

三、投资限额争议之辨析

众筹法案在通过之初就引起了极大的争议,对于投资限额规则,存在两种对立观点。支持者认为,该规则通过设定个人的投资限额从而限制了每个投资者可能遭受的损失。这种限制确保即使投资者遭受经济

损失，这些损失也不可能是灾难性的。^[10]如参议员 Merkley 指出，投资限额是一项重要的保障，如果没有这个规定，个人在理论上可以在一个公司倾尽其所有投资，然后重复赌上十次、百次或一千次，可能在无意中就耗尽了他们所有的积蓄。^[11]相反，批评者认为，众筹豁免会导致更多的欺诈和投资者的损失。即使投资人投入的资金不超过其收入的 1/10 或 10 万美元，但对于大多数人而言，这仍然是一大笔钱。^[11]此外，没有监督个人投资活动的措施，投资限额规则不会提供有意义的保障。^[12]一项规则是否能产生预期的效果主要取决于两个方面：一是规则本身是否合理，二是规则的实施是否有效。同样，投资限额规则能否实现保护投资者的目的取决于投资限额的衡量标准和实施两个方面。

（一）投资限额的衡量标准

和获许投资者相比，缺乏投资经验和专业知识的非获许投资者在股权众筹中往往要面临更高的风险。调查监督投资项目的能力弱且成本高，个人投资者无法充分实现组合投资，风险集中度较高。因此，在众筹豁免中，投资限额被预设成控制非获许投资者损失的有效闸阀，即投资者只能投入他们能够承受的损失数额。按照《众筹法案》，投资限额不仅可以按照投资人的收入而且还可以按照投资人的净资产来计算。但是，该法案没有明确适用投资者的年收入或净资产的条件，而是允许投资者自己选择计算限额的标准，从而为投资者提供了选择更高投资上限的机会。在选择衡量标准方面，SEC 参考了《D 条例》中获许投资者的收入标准来确定投资者的投资上限。然而，获许投资者语境下的收入和净资产是为了确定“资深”和承担风险能力而设计的门槛。^⑧倘若在一段时间内符合必要的财富标准，投资者即被视为有能力评估一项投资的优点或有资源获得必要的经验，从而在风险投资中具备自我保护的能力。^[13]因此，除了主要居所之外，获许投资者的资产衡量标准几乎涵盖所有的资产和收入。

但在众筹融资中，收入或净资产不是评估投资者合格与否的门槛，而是用于确定投资者的可投资额度，或者说投资者可承受投资失败的额度。^[14]在这种情况下，将投资人的所有收入和资产纳入可承受损失的范围是不恰当的。因为，除了年收入和资产之外，投资者能承受损失的程度还取决于多个因素，比如房租、大学学费和退休津贴等必要的生活费用。根据美国卫生和人类服务部的报告，一个四口之家的贫困线标准为 23 050 美元。^⑨按照 JOBS 法案的投资上限，这个家庭可以投资 2 000 美元。然而，这样的家庭即使损

失再少也承受不起。又如，美国家庭 2010 年平均收入为 50 220 美元，有两个 5 岁以下孩子的四口之家在食品上平均花费在 6 288 美元至 12 168 美元之间，平均每月房租 804 美元(或总共 9 648 美元)。^[13]加上医疗保健、交通运输、服装和公用设施等其他必要的费用，这些家庭能够承受的额外投资往往很少。尽管如此，按照 JOBS 法案的投资限额，他们仍然可以投资其收入的 5% 或 2 511 美元。

同样，净资产和年收入差距较大的家庭实际承受损失的能力也很弱。2013 年消费者金额调查数据分析显示，大约 20% 净资产在 10 万美元以上的美国家庭年收入不到 5 万美元。^[15]美国人口普查局 2008 年公布的一项调查发现，45~54 岁之间的个人退休账户平均金额为 10.1 万美元，65~69 岁之间的退休人员平均值净资产为 13.7 万美元(有相当一部分是退休金)，从账面上看起来，这些人拥有大量的净资产，但年收入较低。^[16]按照众筹法案中的投资限额标准，这些人在众筹发行中可以投资很多钱。但实际上，这些投资者通常承受不起失去退休金的损失。另外，净资产规则没有将流动性资产和非流动性资产区分开来。资产流动不足的投资者和闲钱很少的投资者只能承受其收入的小部分损失。那些拥有耕地等非流动性资产的非获许投资者算起来有很多净资产，但是，要真正参与众筹，投资者必须拥有那些可以转换成现金的资产。^[17]因此，SEC 制定的众筹投资限额规则不能实现控制投资者承受损失的目的，相反，它允许投资者超出其自身的承受能力进行投资，从而增加了投资者的风险。

（二）投资限额的实施

投资限额的另一个问题是应当由谁来保证投资者遵守投资限额规则。《众筹法案》将监督投资限额的重任托付给中介机构。《众筹法案》规定，中介机构必须确认每个投资者在过去 12 个月中在所有众筹股票上的投资总额不超过规定的投资限额。^⑩从降低发行成本的角度看，要求中介机构进行尽职调查是正确的。众筹将资金短缺的初创企业汇集起来，中介机构是唯一能够利用规模经济来降低成本的一方。但是，SEC 没有明确为了保证投资者不超出《众筹法案》的投资限额，集资门户应当采取哪些合理措施。由于股权众筹主要依赖于众多投资者的小额投资，集资门户确定个人收入和资产数量的成本很高。一方面，投资者可能同时使用多个集资门户或多个帐户进行投资，因此很难确定其投资总额。另一方面，投资者的收入和净资产会经常发生变化(比如，投资者可能会失去工作或减少收入)，因而集资门户在发行人每次开始集资时都需要分析投资者的收入和资产。为了保证投资者的投

资上限不超标,集资门户需要大量的信息交换和共享。因此,SEC在拟议规则中提出,集资门户可以依赖能够提供特定投资者信息的中央数据库,如果它能为中介机构的结论提供合理的根据。^[18]鉴于如今尚不存在这样一个中央数据库,可供集资门户对投资人的众筹投资状况进行高效、准确的核查,因此,拟议规则允许集资门户根据投资人自己对于其年收入、净资产以及其他股权众筹投资情况的陈述,对其是否具备投资资格进行判断,除非集资门户有理由对上述信息的真实性产生怀疑。^[18]这意味着,集资门户仍然需要收集和追踪每个投资者的收入和净资产情况,但不需要对这些信息进行验证。一旦投资者将收入和净资产情况告知集资门户,集资门户的工作随即完成。

然而,集资门户依靠投资者自我认证的做法在许多情况下会使得投资限额归于无效。一方面,投资者可能会误算自己的年收入或净资产。另一种可能出现的情况是,试图投资更多的投资者会夸大自己的收入。众议员 Waters 指出,为了获得额外投资的资格,被证券发行的刺激和夸张所吸引的投资者很可能会谎报实际投资的数额。^[19]例如,在验证净资产时,投资者可能只提供资产证明但不提供负债的证明。这样一来,自证收入标准基本上等同于没有标准。国会议员 Maxine 指出,自我认证过程显然为欺诈留下了余地。……如果我们要对特定的资深客户减少保护措施,我们必须采取步骤确保这些人实质上是资深的。^[2]北美证券管理协会(NASAA)同样认为认证规则不应当要求发行人或中介机构调查投资者的财务状况。但是,简单的填表自证方式不足以满足认证的合理步骤。^[20]因此,如果没有独立的第三方核查,投资者很可能有意或无意地不报告准确的金额,最终会超过法定投资限度。

由此可以看出,按照众筹法案的规定,无论是投资限额的衡量标准还是其实施过程都不能保证投资者不超出该法案规定的投资限额进行投资,从而不能有效地控制投资者的损失。

(三) 融资效益和投资者保护之间的平衡

从美国联邦证券立法进程中可以发现,SEC 一直努力在提高融资效率和保护投资者利益之间维持微妙的平衡。从 1933 年的《证券法》到《D 条例》再到《JOBS 法案》,豁免条款历经数度修订并有所反复,正是根据美国经济发展的背景进行动态调整的结果。在经济繁荣和市场过热时,证券监管以打击市场违规为主,如在克林顿执政的经济繁荣期内 SEC 对 504 条款的收紧。而在经济疲弱时扶持企业融资,推动经济走出低谷,如大萧条后的 A 条例。^[21]在 2008 年金融危机后

全球经济疲弱的大背景下,JOBS 法案的重心必然倾向于放松证券监管,支持小企业融资。为了在促进小微企业融资和保护非合格投资者之间取得适当的平衡,SEC 将投资限额作为整个股权众筹风险防控机制的核心要素纳入到 JOBS 法案。

投资限额的逻辑起点是非获许投资者也有风险承受能力,投资者根据其经济实力做出投资决定,并能够承受所有的损失,这也是联邦证券法一贯遵循的买者当心的市场原则。作为众筹豁免的首要条件,投资限额是为了减少扩大投资者范围对非获许投资者带来的风险。这一措施的本意在于保护投资者,锁定风险敞口,在 SEC 认定的个体投资者可承受的风险范围内放开个人众筹股权投资。正如 Rodrigues 指出的,放宽获许标准的理由之一是允许有限的投资。^[22]诚然,作为一种新兴的互联网金融模式,众筹本身也处于不断的发展之中,法案有关投资者保护的制度安排并非面面俱到。正如所有新制定的规则一样,投资限额仍然存在被滥用的风险。真正的问题是这些风险是否超过了该监管缺口所带来的收益。^[23]

对发行人而言,投资限额规则通过降低投资门槛,扩大潜在投资对象的方式为初创企业、小微企业开辟了一条新的融资途径。例如,一个需要融资 100 万美元的创业公司有更多的机会去接触 1 000 个持有 1 000 美元的人,而不是寻求一个持有 100 万美元的富裕投资者。在投资者方面,投资限额使得更多的中小投资者能够参与到股权众筹之中。在 JOBS 法案颁布之前,私募股权的投资对象仅限于那些与证券发行公司有独特关系的小团体(不超过 35 个投资者),或者净资产 100 万美元以上或年收入超过 20 万美元的获许投资者。JOBS 法案解除了这些限制,允许净资产为正值的任何投资者通过众筹平台进行投资。与此同时,通过限定个人的投资数额,每个投资者遭受的潜在损失也会随之减少。因此,出于分散投资风险的考虑,规定发行人的募资总额上限,并根据投资者的经济实力规定在单一项目中的投资总额上限的限定方式,是比较合理的。^[24]

事实上,投资限额作为控制投资风险的手段已纳入多个国家的众筹法律。英国 2014 年 3 月发布的《关于网络众筹和通过其他方式发行不易变现证券的监管规则》要求,非资深投资者(投资众筹项目 2 个以下的投资人)投资额不能超过其净资产(不含常住房产、养老保险金)的 10%,资深投资者不受此限制。西班牙 2015 年 1 月出台的众筹法案规定,非获许投资者通过众筹在每个项目中的投资上限为 3 000 欧元,每年总投资额不超过 1 万欧元。德国 2015 年 4 月通过的《小

投资者保护法》规定，散户通过众筹平台可以投资 1 000 欧元，高收入投资者的投资额度可以达到其月收入的两倍，但不得超过 1 万欧元。因此，我们不能因为制度设计上的瑕疵而否认投资限额规则本身的合理性。关键是如何确定投资限额的准则，最大限度地减少投资者的损失。《众筹法案》投资限额规则的实际效果还有待大量的实证研究予以验证。正如 NASAA 在修改建议中提到的，JOBS 法案众筹豁免是一个大胆的尝试，但是需要进一步完善。实现法定目标需要智慧、有效的规则以及 SEC 和国家证券监管机构一致的、认真的监管。^[1]

四、对中国的启示

充分利用抗风险能力强的民间资金，解决小微企业融资难题是当前国内外金融市场发展的主导趋势。十八届三中全会决定提出，“应健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资。”我国目前企业部门总体依赖债务融资，股权融资比重偏低。中国人民银行发布的《2014 年社会融资规模统计数据报告》显示，2014 年，我国社会融资规模为 16.46 万亿元，其中债权融资占 94.03%，非金融企业境内股票融资 4 350 亿元，仅占 2.64%。股权众筹模式的崛起，克服和丰富了我国场外市场发展的瓶颈和困局，利用互联网的开放平台，高效地连接中小投资人和创业企业，必将成为发展我国多层次资本市场的重要内容和补充。

股权众筹的目的是为了解决小微初创企业融资问题。但是，和其他国家的情况一样，我国小微初创企业的成功率也很低，大多数众筹项目最终会以失败告终。如果为了众筹项目的成功而面向不适合的对象集资，同时又没有充分做好风险提示的话，投资者可能会遭受较大的损失。2015 年 7 月，人民银行等十部门联合发布的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》规定，投资者应当充分了解股权众筹融资活动风险，具备相应风险承受能力，进行小额投资。^[6]从投资者保护的角度出发，集资门户应适当评估投资者风险承担能力，保证投资者尤其是非获许投资者能够承受投资失败的高风险。为此，我们可以借鉴 JOBS 法案中众筹豁免的立法经验，对投资者在股权众筹中的投资比例进行设置。

首先，以投资者年收入和净资产为衡量标准决定投资者的承受风险能力。年收入和净资产双重标准比

单一的收入标准或净资产标准更为灵活，可以让更多的潜在投资者参与众筹投资。另外，在投资者年收入和净资产的金额不同的情况下，应以较小值为准，这样可以避免因收入和净资产差额过大而错误判断投资者投资能力的问题，同时也减少了投资者的潜在风险。应当注意的是，净资产的计算不仅要排除投资者的主要居所，而且应该排除其持有的非流动性资产。

其次，委托集资门户确认投资者的年收入和重要的流动性资产持有状况。在此过程中，尽管集资门户不承担核查投资者年收入和净资产的义务，但不能仅仅依赖于投资者的个人陈述来判断投资者的投资风险承担能力。为了满足验证的安全港条件，发行人或集资门户应取得投资者在过去两年中已满足收入或净资产要求的证明文件。例如，投资者应提交个人所得税纳税申报表等文件以验证其个人收入，并出示最近的工资单以证明能够达到当年同等收入水平的合理预期等等。

最后，以居民收支为根据设定合理的投资上限。设置准确的投资限额以平衡众筹豁免对投资者带来的风险不仅是一个法律问题，而且是一个经济学问题。目前还没有任何理论或实证分析能够为我们提供一个确切的数额。鉴于众筹融资的高风险性，在众筹实验初期，应采取较小的投资限额以便获取更多的众筹经验，更好地理解投资者风险和投资限额在解决这些风险中的效力。过高的限额会阻碍更多的非合格投资者进入众筹市场，降低小微企业融资的效率，同时也增加了非合格投资者的风险。如前所述，除了年收入和净资产之外，投资者承受损失的能力还受到多种因素的影响。中国国家统计局公布的数据显示，2015 年全年全国居民人均可支配收入 21 966 元，年贫困标准为 2 800 元。与欧美等发达国家相比，我国居民家庭收入处于比较低的水平，城镇与农村收入差距较大，社会保障体系尚不健全，居民抗风险能力较差。因此，不能简单套用美国众筹投资限额的标准。^[14]未来我国监管机构应当结合居民的收入与开支情况，规定单个项目融资额上限为 300 万元，每个投资者在该交易发生前 12 个月内累计投资的所有金额，应不超过 2 000 元或年收入或净资产的 10%，以较小值为准，如果投资人年收入或净资产在 10 万元以下；1 万元或年收入或净资产的 10%，以较小值为准，如果投资人年收入或净资产超过 10 万元。投资限额应适用于个人在所有众筹项目中的年投资总额，而不是按单个发行计算。当然，投资限额不是固定不变的，应根据居民消费价格指数的变化每五年至少进行一次适当调整。

五、结语

众筹模式能够为小微企业提供有效的融资途径,促进经济增长,创造就业机会。但是,由于众筹市场服务于初期融资,项目成功率较低,加上众筹豁免减少了信息披露,大多数缺乏投资经验的普通投资者在众筹投资中必然会面临更大的风险。在股权众筹中设置合理的投资限额,避免投资者过度投资,能够在提升融资效率的同时更好地保护投资者。然而,投资限额的确定不仅需要合理的衡量标准,而且需要有效的执行机制。股权众筹的实际效果仍有待市场的检验。

注释:

- ① Notice of Adoption of Rule 146 Under the Securities Act of 1933.
- ② Small Business Incentive Act, H.R. 7554, 96th Cong. § VI (1980).
- ③ Securities and Exchange Commission, 17C.F.R. § 230.506(b)(2)(ii).
- ④ Securities and Exchange Commission, 17C.F.R. § 230.501(a)(5) & (6).
- ⑤ SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119(1953).
- ⑥ Hill York Corp. v. Am. Int'l Franchises, Inc., 448 F.2d 680, 690(5th Cir. 1971).
- ⑦ Entrepreneur Access to Capital Act, H.R. 2930(112th Cong.2011).
- ⑧ Crowdfund Act, S. 1970, (112th Cong. 2011).
- ⑨ Jumpstart Our Business Startups Act (H.R.3606-2).
- ⑩ Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 200, 227, 232, 239, 240, 249, 269, and 274.
- ⑪ 拟议规则规定投资者的投资总额应不超过: (1) 2000 美元或年收入或者净资产的 5%, 两项中的较大值, 如果投资者年收入和净资产均少于 10 万美元; (2) 投资者的年收入或净资产的 10%, 最高不得超过 10 万美元, 如果投资者年收入或净资产达到或超过 10 万美元。
- ⑫ Instruction 3 to paragraph (a)(2) of Rule 100 of Regulation Crowdfunding.
- ⑬ Revision of Certain Exemptions from Registration for Transaction Involving Limited Offers and Sales (Release No. 33-6389).
- ⑭ 2012 HHS Poverty Guidelines: One Version of the U.S.Federal Poverty Measure.
- ⑮ JOBS Act Section 302(b).
- ⑯ 《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》第九条。

参考文献:

- [1] Jeff Merkley. Congressional Record (S5475) [EB/OL]. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CREC-2012-07-26/html/CREC-2012-07-26-pt1-PgS5474-3.htm>. 2012-07-26/2015-06-23.
- [2] Spencer Bachus. Reopening American capital markets to emerging growth companies act of 2011 [EB/OL]. <https://www.congress.gov/112/crpt/hrpt406/CRPT-112hrpt406.pdf>.2012-

03-01/2016-02-06.

- [3] Joseph Hogan. Like oil and water: Equity crowdfunding and securities regulation [J]. Lewis & Clark Law Review, 2014, 3(18): 1098-1103.
- [4] Wallis K. Finger. Unsophisticated wealth: Reconsidering the SEC's "Accredited Investor" definition under the 1933 Act [J]. Washington University Law Review, 2009, 3(86): 733-738.
- [5] Jack E. Herstein. Letter to the United States House of Representatives [EB/OL]. <http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/11/NASAA-Letter-on-HR-2930.pdf>.2011-11-03/2016-02-16.
- [6] Jared Polis. Congressional Record-House (H7279) [EB/OL]. <https://www.congress.gov/crec/2011/11/03/CREC-2011-11-03-pt1-PgH7279.pdf>. 2011-11-03/2015-12-23.
- [7] Spencer Bachus. Entrepreneur Access to Capital Act (House of Representatives Report 112-262) [EB/OL]. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CRPT-112hrpt262/pdf/CRPT-112hrpt262.pdf>.2011-10-31/2015-12-26.
- [8] Sen.Scott Brown. Creating a nation of venture capitalist through crowdfunding [EB/OL]. <http://www.wired.com/2011/11/scott-brown-next-steve-jobs/2/>.2011-11-30/2015-12-23.
- [9] Chad Odhner. Comment in response to proposal to implement regulation crowdfunding [EB/OL]. <https://www.sec.gov/comments/s7-09-13/s70913-66.pdf>.2013-11-25/2015/12.23.
- [10] C Steven Bradford. Crowdfunding and the federal securities laws [J]. Columbia Business Law Review, 2012(1): 116.
- [11] Jay Hancock. Businesses also seek "Crowdfunding," so watch out [EB/OL]. http://articles.baltimoresun.com/2011-11-14/business/bs-bz-hancock-crowdfunding-danger-20111112_1_small-business-crowdfunding-business-plan.2011-11-14/2015-12-26.
- [12] Scott Bailey. A JOB creator or an investor peril?: A texas practitioner's guide to the crowdfunding exemption under title III of the JOBS Act [J]. Texas Tech Law Review, 2014, 46(1): 12.
- [13] Lina Jasinskaite. The JOBS Act: Does the income cap really protect investors? [J]. Denver University Law Review, 2013, 90(2): 86-88.
- [14] 梁家全, 陈智鹏. 论众筹投资者的法律保护: 以美国 JOBS 法案为例[J]. 金融法苑, 2014, 88 (1): 59-60.
- [15] Jesse Bricker, Lisa J. Dettling. Changes in U.S. family finances from 2010 to 2013: Evidence from the survey of consumer finances [EB/OL]. <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2014/pdf/scf14.pdf>. 2014-09-12/2015-09-13.
- [16] Alfred O. Gottschalck. Net worth and the assets of households: 2002 [EB/OL]. <http://www.census.gov/prod/2008pubs/p70-115.pdf>.2008-04-13/2015-12-16.

- [17] Lindsey Anderson Smith. Crowdfunding and using net worth to determine investment limits [J]. *Denver University Law Review*, 2013, 90(2): 133.
- [18] 刘明. 美国《众筹法案》中集资门户法律制度的构建及其启示[J]. *现代法学*, 2015, 37(1): 154.
- [19] Jack E. Herstein. Congressional Record-House (H7290) [EB/OL]. <https://www.congress.gov/crec/2011/11/03/CREC-2011-11-03-pt1-PgH7289.pdf>. 2011-11-03/2015-12-16.
- [20] Heath Abshire. NASAA comments in response to release No. 33-9354. 4 (File No. S7-07-12), "Eliminating the prohibition against general solicitation and general advertising in Rule 506 and Rule 144A" [EB/OL]. <https://www.sec.gov/comments/s7-07-12/s70712-92.pdf>. 2012-10-03/2016-03-16.
- [21] 查向阳, 殷索亚. 美国资本市场支持小型企业的经验 [EB/OL]. <http://www.bisf.cn/zbscyjw/yjbg/201401/d178a3a9f4e64ad78b6a80aace47af5a.shtml>. 2015-05-14/2015-12-27.
- [22] Usha Rodrigues. Securities law's dirty little secret [J]. *Fordham Law Review*, 2013, 81(6): 3427-3428.
- [23] Andrew C. Fink. Protecting the crowd and raising capital through the JOBS Act [EB/OL]. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2046051. 2012-04-25/2015-12-23.
- [24] 钟维, 王毅纯. 中国式股权众筹: 法律规制与投资者保护[J]. *西南政法大学学报*, 2015, 17(2): 22.

Analysis of investor protection from the perspective of crowdfunding investment caps of JOBS Act

XU Peng

(Investigation Department, Zhejiang Police College, Hangzhou 310053, China)

Abstract: Unaccredited investors can participate in crowdfunding investment according to JOBS Act, which reduces the traditional protection for investors provided by federal securities laws. In response to the concerns on crowdfunding investors protection, SEC created the investment caps in the JOBS Act, trying to prevent investors from losing money. However, the criteria for measurement and the implementation of investor caps of JOBS Act can not ensure investors from exceeding the investment limit. Investment caps of JOBS Act are essentially used by the SEC to maintain the balance between investor protection and efficient financing. China should draw lessons from legislation experience of JOBS Act, set reasonable investment caps based on the residents balance of payments, and enhance the efficiency in capital markets as well as protect the interests of investors.

Key Words: JOBS Act; crowdfunding exemption; investment caps

[编辑: 苏慧]