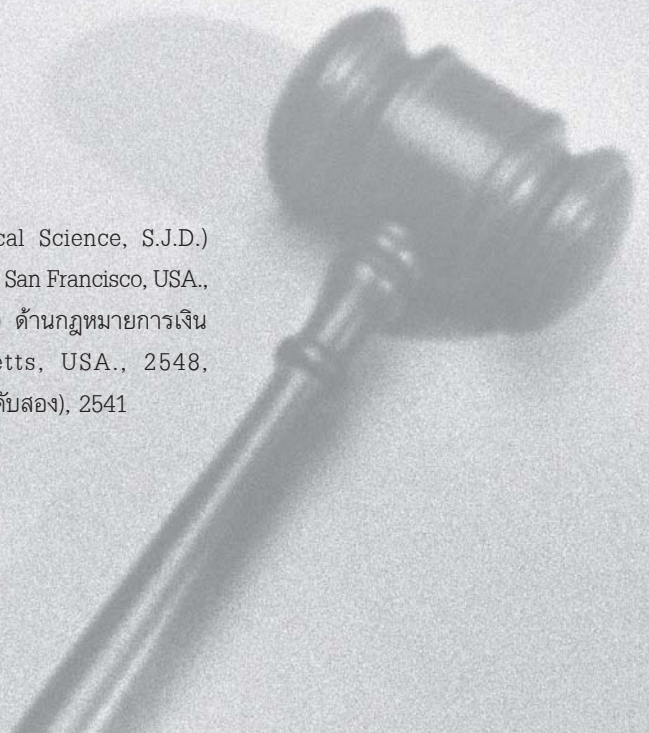


# การบังคับใช้กฎหมายเกี่ยวกับการระดมทุน จากฝูงชนผ่านเว็บไซต์ในประเทศ สหรัฐอเมริกา

## Law and Regulation Relating to Equity Crowdfunding in United States

- : ดร. นัทริกา จุงพลา<sup>1</sup>
- : Natharika Joongpol, S.J.D.
- : อาจารย์ประจำ คณะนิติศาสตร์
- : มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
- : E-mail: njoongpol@gmail.com

<sup>1</sup> จบการศึกษานิติศาสตรดุษฎีบัณฑิต (Doctor of Juridical Science, S.J.D.) ด้านกฎหมายการเงินการธนาคาร Golden Gate University, San Francisco, USA., 2555, นิติศาสตรมหาบัณฑิต (Master of Laws, LL.M.) ด้านกฎหมายการเงินการธนาคาร Boston University, Massachusetts, USA., 2548, นิติศาสตรบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย (เกียรตินิยมอันดับสอง), 2541



## บทคัดย่อ

การระดมทุนผ่านฝูงชนหรือ Crowdfunding เป็นการระดมทุนรูปแบบใหม่ผ่านอินเทอร์เน็ตที่กำลังแพร่หลายอยู่ในปัจจุบัน ทำให้ผู้ประกอบการหน้าใหม่ที่ไม่มีเงินทุนมีโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น นอกจากนี้การไปขอสินเชื่อจากธนาคารหรือสถาบันการเงิน Crowdfunding แบ่งออกเป็นหลายรูปแบบแต่ผู้เขียนเน้นไปที่การทำการระดมทุนผ่านฝูงชนโดยให้ความเป็นเจ้าของกิจการ หรือ Equity Crowdfunding เนื่องจากการระดมทุนด้วยวิธีดังกล่าวเป็นการระดมทุนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน จึงทำให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (SEC) ได้เข้ามากำกับดูแลทั้งวิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนผ่านอินเทอร์เน็ตซึ่งตามกฎหมายแล้วจะต้องขออนุญาตก่อน แต่เนื่องด้วยลักษณะของการทำ Equity Crowdfunding ที่แตกต่างจากการเสนอขายหลักทรัพย์กรณีทั่วไป จึงทำให้ผู้ประกอบการจำเป็นต้องศึกษาข้อยกเว้นต่าง ๆ เพื่อที่จะเป็นการลดภาระการปฏิบัติตามกฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ซึ่งบทความนี้จะนำเสนอข้อมูลเกี่ยวกับกฎหมายของสหรัฐอเมริกาที่ออกมาเพื่อเอื้อให้กับผู้ประกอบการที่ต้องการระดมทุนด้วยวิธีนี้ ในการประหยัดเวลาและค่าใช้จ่ายในการระดมทุน

**คำสำคัญ:** ผู้ประกอบการหน้าใหม่ การระดมทุนผ่านเว็บไซต์

## Abstract

Crowdfunding--the use of the Internet to raise money through small contributions from a large number of investors. Small and unexperienced entrepreneur, who traditionally have had great difficulty obtaining capital, have access to anyone in the world with a computer, Internet access, and spare cash to invest through crowdfunding. However, crowdfunding sometimes involves the sale of securities, triggering the registration requirements of the Securities Act of 1933. Registration is prohibitively expensive for the small offerings that crowdfunding facilitates, and none of the current exemptions from registration fit the crowdfunding model. This article will explain the U.S. law and regulation that help facilitate, save time and cost through Equity Crowdfunding.

**Keywords:** Startup, Entrepreneur, Crowdfunding

## บทคัดย่อ

Crowdfunding เป็นรูปแบบหนึ่งของการระดมทุนสำหรับผู้ประกอบการที่ต้องการใช้เงินทุนในการเริ่มประกอบธุรกิจ ในสมัยก่อน หากผู้ประกอบการต้องการที่จะใช้เงินทุนเพื่อทำธุรกิจ สิ่งที่สามารถทำได้คือ การเก็บเงิน การยืมครอบครัว คนรู้จัก หรือการกู้เงินผ่านธนาคาร ซึ่งการระดมทุนแต่ละประเภทจะมีความเหมาะสมกับความต้องการเงินทุนที่แตกต่างกันออกไป แต่สำหรับการระดมทุนแบบ Crowdfunding นั้น เป็นนวัตกรรมทางการเงินรูปแบบใหม่ที่รวมเอาการใช้เทคโนโลยีอินเทอร์เน็ตบวกกับความต้องการหาแหล่งเงินทุนเข้าด้วยกัน ซึ่งเหมาะสมสำหรับผู้ประกอบการหน้าใหม่ที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน แต่มีผลิตภัณฑ์ นวัตกรรมใหม่ ๆ หรือสิ่งประดิษฐ์ที่น่าสนใจก็สามารถเข้ามาขอเงินทุนผ่าน Crowdfunding ซึ่งปัจจุบันแนวโน้มของ crowdfunding มีแต่จะเพิ่มมากขึ้นเรื่อย ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศในแถบเอเชีย แต่อย่างไรก็ตาม Crowdfunding มิใช่จะก่อให้เกิดผลในทางบวกเท่านั้น แต่ยังมีผลในทางลบได้เช่นเดียวกัน เช่น ความเสี่ยงเกี่ยวกับการลงทุนโดยเฉพาะกับนักลงทุนรายย่อยที่ขาดประสบการณ์ในการลงทุน ดังนั้น หลาย ๆ ประเทศจึงได้มีการออกกฎหมายเพื่อมาควบคุมการใช้ Crowdfunding เพื่อป้องกันความเสียหายอันจะเกิดต่อนักลงทุนและเจ้าของธุรกิจ

### 1. ความหมายของ Equity Crowdfunding

การระดมทุนผ่านฝูงชน หรือ Crowdfunding คือ การที่ผู้ประกอบการผู้ซึ่งต้องการหาแหล่งเงิน

ทุนเพื่อใช้ในการเริ่มต้นทำธุรกิจแต่ไม่สามารถที่จะขอสินเชื่อหรือกู้เงินจากสถาบันการเงินได้ ไม่ว่าจะ เป็นเหตุผลเรื่องการขาดความน่าเชื่อถือ ไม่มีเครดิตเพียงพอ หรือรายได้ไม่ถึงเกณฑ์ที่จะขอสินเชื่อ การระดมทุนผ่านฝูงชนถือเป็นอีกทางเลือกหนึ่งของผู้ประกอบการ โดยการระดมทุนผ่านฝูงชนเป็นการระดมทุนจำนวนไม่มากนักจากนักลงทุนจำนวนมากผ่านอินเทอร์เน็ต โดยผู้ประกอบการสามารถรู้ผลของการทำ Crowdfunding แบบทันที (real-time) ทั้งนี้ การทำ Crowdfunding เป็นการระดมทุนโดยไม่ผ่านตัวแทน ธนาคาร สถาบันการเงิน นายหน้า แต่ทำผ่านเว็บไซต์ที่ดำเนินการเกี่ยวกับ Crowdfunding โดยเฉพาะ

ผู้ประกอบการสามารถเริ่มต้นระดมทุนด้วยการโพสต์ข้อเสนอขอชวนการลงทุนในเว็บไซต์เพื่อการระดมจากฝูงชน อาทิเช่น Kickstarter, Indiegogo, Kiva ฯลฯ โดยในคำขอชวนจะต้องประกอบไปด้วยวัตถุประสงค์ในการระดมทุน แผนการประกอบธุรกิจ และสินค้าหรือผลิตภัณฑ์ที่ต้องการระดมทุน รวมทั้งผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุน Crowdfunding เป็นการระดมทุนที่เริ่มมีการใช้กันอย่างแพร่หลายผู้ประกอบการเลือกที่จะระดมทุนด้วยวิธีนี้เนื่องจากเป็นการระดมทุนที่ง่าย สามารถระดมเงินทุนได้โดยผ่านอินเทอร์เน็ต และสามารถได้เงินจำนวนมหาศาลเพื่อใช้ในการเริ่มประกอบการ ซึ่ง Professor C. Steven Bradford ได้ทำการแบ่ง Crowdfunding ออกเป็น 5 ประเภทด้วยกัน ได้แก่ การบริจาค (donation) การสั่งซื้อล่วงหน้า (pre-purchase) การให้รางวัล (reward) การให้กู้ยืมเงิน (lending) และการระดมโดยวิธีการออกหลักทรัพย์



(equity) อาจกล่าวได้ว่า Crowdfunding สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 กลุ่มใหญ่ คือ กลุ่มที่ได้ทุนเป็นผลตอบแทน ได้แก่ Equity Crowdfunding และกลุ่มที่ไม่ได้ทุนเป็นผลตอบแทน โดยการสั่งซื้อของล่วงหน้า (pre-purchase) และ การให้รางวัล (reward) เป็นรูปแบบ Crowdfunding ที่ได้รับความนิยมมากที่สุดในสหรัฐอเมริกา แต่อย่างไรก็ตาม บทความฉบับนี้ผู้เขียนจะเน้นเฉพาะเรื่อง Equity Crowdfunding<sup>2</sup>

สำหรับ Equity Crowdfunding นั้น คือ การที่ผู้ประกอบการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่ นักลงทุนผ่านทางเว็บไซต์ โดยมีการกำหนดวงเงินที่นักลงทุนต้องการไม่เกิน \$1 ล้าน โดยการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องกระทำผ่านตัวแทนเสนอขายหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตหรือ funding portal โดยมีการโพสต์ข้อเสนอขายหลักทรัพย์ลงในเว็บไซต์ที่เกี่ยวกับ Crowdfunding หลังจากนั้นนักลงทุนที่สนใจลงทุนและผู้ประกอบการที่ต้องการเงินทุนจะทำการติดต่อสื่อสารผ่านช่องทางของเว็บไซต์

ในด้านของนักลงทุนผู้สนใจลงทุนสามารถเข้าไปดูในเว็บไซต์เพื่อดูว่าสนใจที่จะลงทุนในข้อเสนอของผู้ประกอบการคนไหน โดยสามารถร่วมทุนได้ตามจำนวนที่ตนต้องการ ในขณะที่เดียวกันเมื่อนักลงทุนได้ร่วมทุนแล้ว เว็บไซต์จะทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการประสานงานระหว่างผู้ประกอบการและนักลงทุนเพื่อให้ผู้ประกอบการปฏิบัติตามข้อเสนอและนักลงทุนได้รับผลตอบแทนตามที่ตกลง

กันไว้ โดยทั่วไปแล้ว การเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนจะต้องจดทะเบียนภายในกฎหมายหลักทรัพย์ the Securities Act of 1933 เว้นแต่จะได้รับยกเว้น แต่อย่างไรก็ตาม ข้อยกเว้นที่ปรากฏอยู่ไม่สามารถใช้บังคับกับการระดมทุนจากฝูงชนได้มากนัก ที่ผ่านมามีความพยายามที่จะสร้างข้อยกเว้นขึ้นมาเป็นการเฉพาะสำหรับการระดมทุนจากฝูงชนเพื่อที่จะเป็นการปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุนและผู้ประกอบการที่ต้องการเงินลงทุน

เมื่อมีผู้ลงทุนตามจำนวนเงินที่ผู้ประกอบการตั้งไว้แล้ว เงินที่ได้จากการระดมทุนจะถูกโอนมาให้ผู้ประกอบการผ่าน บัญชีเอสโครว์ (Escrow Account) ตามข้อตกลงระหว่างผู้ประกอบการและ funding portal ในกรณีที่ผู้ประกอบการไม่สามารถระดมทุนได้ตามจำนวนที่กำหนดไว้ เงินทั้งหมดก็จะถูกโอนกลับคืนให้แก่ักลงทุน<sup>3</sup>

## 2. ประวัติความเป็นมาของ Crowdfunding

สำหรับผู้ประกอบการที่มีแนวคิดธุรกิจรูปแบบใหม่ แต่ไม่มีสินทรัพย์หรือเงินสดมากเพียงพอในการที่จะเริ่มต้นธุรกิจ และไม่มีธนาคาร นักลงทุนหรือสถาบันการเงินไหนที่จะปล่อยสินเชื่อให้กับธุรกิจของผู้ประกอบการรายใหม่ เนื่องจากยังขาดความน่าเชื่อถือและเครดิตในการขอสินเชื่อ ดังนั้นจึงเป็นไปได้ยากที่ผู้ประกอบการรายใหม่จะเริ่มต้นธุรกิจหรือเริ่มต้นทำอะไรใหม่ ๆ จะสามารถหาเงินจำนวนมากเพื่อใช้ในการเริ่มประกอบธุรกิจ ในปี

<sup>2</sup> C. Steven Bradford, Crowdfunding and Federal Securities Law, 2012 Colum. Bus. L. Rev.

<sup>3</sup> G. Philip Rutledge, Overview of crowdfunding in the US, Comp. Law. 2015, 36(8), 244-250.

ค.ศ. 2009 Michael Migliozi II และ Brian Flatow ผู้บริหารด้านการตลาดของบริษัทแห่งหนึ่งในสหรัฐอเมริกา ได้ทำการชักชวนนักลงทุนรายย่อยผ่านเว็บไซต์ BuyABeerCompany.com เพื่อที่จะซื้อเบียร์จากบริษัท Pabst Blue Ribbon<sup>4</sup> โดยระดมทุนจากนักลงทุนคนละ 40 เหรียญดอลลาร์สหรัฐ เป็นจำนวน \$300 ล้านเหรียญ โดยนักลงทุนจะได้รับความเป็นเจ้าของในกิจการ (certificate of ownership) และเบียร์มูลค่าเท่ากับจำนวนที่นักลงทุนได้ลงทุนไป Michael Migliozi II และ Brian Flatow สามารถระดมทุนได้เป็นจำนวน \$200 ล้านเหรียญ ภายในระยะเวลา 6 เดือน<sup>5</sup> การระดมทุนดังกล่าวถือเป็นจุดเริ่มต้นที่สำคัญของการระดมทุนจากประชาชนผ่านเว็บไซต์ (crowdfunding)<sup>6</sup> หลังจากนั้นไม่นาน คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) ของสหรัฐอเมริกาได้สั่งพักการชักชวนการลงทุนดังกล่าวเนื่องจากเป็นการกระทำที่ผิดกฎหมาย

หลักทรัพย์ ต่อมา Sustainable Economies Law Center ได้ยื่นข้อเรียกร้องต่อ SEC เพื่อขอให้ยกเว้นกฎหมายหลักทรัพย์กับการระดมทุนของธุรกิจขนาดเล็กที่มีมูลค่าไม่เกิน \$100,000 ผ่านเว็บไซต์โดยมีนักลงทุนรายย่อยลงทุนไม่เกิน \$100<sup>7</sup> หลังจากนั้นไม่นาน ประธานาธิบดี Barack Obama ได้ประกาศใช้ Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act “JOBS Act” ประธานาธิบดี Barack Obama ได้ลงนามในกฎหมายฉบับนี้ ในวันที่ 5 เมษายน ค.ศ. 2012 ซึ่งกฎหมายดังกล่าวออกมาเพื่อส่งเสริมและสร้างงานของธุรกิจ在美国สำหรับเพื่อแก้ไขกฎเกณฑ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์เพื่อให้เอื้อประโยชน์ต่อธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กมากขึ้น โดยวิธีการที่จะสามารถกระตุ้นเศรษฐกิจและสามารถสร้างงานได้ จำเป็นต้องมีการปลดล็อคการระดมทุนจากนักลงทุนผ่านเว็บไซต์ ดังนั้นการระดมเงินทุนผ่านเว็บไซต์จึงควรได้รับการยกเว้นการปฏิบัติตามกฎหมายหลักทรัพย์<sup>8</sup>

<sup>4</sup> Andrew Ackerman, Fizzled Beer Deal Prompts ‘Crowd-Funding’ Hearing, Wall St. J., Sept. 14, 2011, achieved May 10, 2016 from <http://online.wsj.com/article/SB10001424053111903927204576570614068591>

<sup>5</sup> Michael Migliozi II, Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order, Securities Act Release No. 9216 (June 8, 2011), achieved May 1, 2016 from <http://www.sec.gov/litigation/admin/2011/33-9216.pdf> [hereinafter Migliozi Cease-and-Desist Order]; Chad Bray, Huge Beer Run Halted by Those No Fun D.C. Regulators, Wall St. J.L. Blog (June 8, 2011, 4:05 PM), <http://blogs.wsj.com/law/2011/06/08/huge-beer-run-halted-by-those-no-fun-d-c-regulators/?mod=WSJBlog>

<sup>6</sup> Supra note 3.

<sup>7</sup> Carl Esposti, Making it Legal: Crowdfunding Bills Waiting in the Wings, crowdsourcing.org (Jan. 5, 2012, 4:20 AM), achieved April 30, 2016 from <http://www.crowdsourcing.org/editorial/making-it-legal-crowdfunding-bills-waiting-in-the-wings/9928> (noting that the petition itself was successfully crowd-funded on popular crowdfunding website IndieGoGo)

<sup>8</sup> Aneesh Chopra & Tom Kalil, The President’s American Jobs Act: Fueling Innovation and Entrepreneurship, Office of Sci. & Tech. Policy blog (Sept. 8, 2011, 11:20 PM), achieved May 2, 2016 from <http://www.whitehouse.gov/blog/2011/09/08/president-s-american-jobs-act-fueling-innovation-and-entrepreneurship>



กฎเกณฑ์การระดมทุนจากฝูงชนผ่านตลาดทุน มีความแตกต่างจากการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ ตามกฎหมายหลักทรัพย์ในหลายประการ อาทิเช่น<sup>9</sup>

- 1) ผู้ประกอบการระดมทุนโดยการซื้อเชิญประชาชนผ่านอินเทอร์เน็ต
- 2) นักลงทุนส่วนใหญ่เป็นบุคคลทั่วไปไม่ใช่ นักลงทุนมืออาชีพ
- 3) ไม่มีข้อจำกัดเรื่องจำนวนนักลงทุนที่สามารถลงทุนได้และไม่มี การตรวจสอบการตรวจสอบ (due diligence)
- 4) การผ่อนปรนกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล
- 5) ความเข้มงวดของตัวกลางในการระดมทุน เกี่ยวกับการจดทะเบียนหลักทรัพย์ การปฏิบัติตามกฎหมาย และการปฏิบัติตามกฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งจะแตกต่างจากตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหุ้น

### 3. ประเภทของการทำ Crowdfunding

การระดมทุนผ่านฝูงชนสามารถแบ่งออกได้ เป็น 4 ประเภทใหญ่ๆ ได้แก่<sup>10</sup>

3.1 การบริจาค (donationsite) การระดมทุนจากฝูงชนด้วยการบริจาค โดยปกติแล้ว นักลงทุนมักจะไม่ได้อะไรตอบแทน เป็นการลงทุนแบบ ให้เปล่า โดยอาจจะเป็นการบริจาคให้กับบริษัท ที่ประกอบธุรกิจโดยหวังผลกำไรก็ได้ เว็บไซต์ที่

ระดมทุนผ่านฝูงชนจากการบริจาค ได้แก่ Global Giving โดยนักลงทุนบริจาคเงินผ่านเว็บไซต์เพื่อ โครงการที่มีได้หวังผลกำไรต่าง ๆ ทั่วโลก โดย เว็บไซต์จะระดมทุนภายใน 16 วัน และคิดค่า บริการ 15%

3.2 การให้รางวัล (Reward and Pre-Purchase Sites) การระดมทุนจากฝูงชนด้วยการ บริจาคโดยปกติแล้วนักลงทุนจะได้ผลตอบแทน เป็นสินค้าหรือผลิตภัณฑ์ ซึ่งการระดมทุนด้วยวิธีนี้ มีความคล้ายคลึงกับการสั่งสินค้าล่วงหน้า (pre-order) ผู้ลงทุนจะได้รับสินค้าภายในระยะที่กำหนด ไว้ในอนาคต เช่น ถ้าผู้ประกอบการเป็นบริษัทผลิต เพลง นักลงทุนก็จะได้รับผลตอบแทนเป็นอัลบั้ม เพลงในราคาที่ถูกลงกว่าไม่ได้หรือเดออร์ เว็บไซต์ ที่ระดมทุนผ่านฝูงชนจากการให้รางวัล ได้แก่ Kickstarter and IndieGoGo เป็นต้น

3.3 การให้กู้ยืมเงิน (Peer-to-Peer Lending) การระดมทุนจากฝูงชนด้วยการให้กู้ยืมเงิน นัก ลงทุนลงทุนโดยหวังผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ยหรือ เงินต้น เว็บไซต์ที่ระดมทุนผ่านฝูงชนจากการให้ กู้ยืมเงิน ได้แก่ Prosper and Lending Club, Kiva เป็นต้น

3.4 การให้ผลตอบแทนการด้วยการเป็น เจ้าของกิจการ (Equity Crowdfunding) การ ระดมทุนจากฝูงชนด้วยวิธีนี้ผู้ประกอบการเสนอให้ ผลตอบแทนนักลงทุนด้วยหลักทรัพย์หรือความ เป็นเจ้าของกิจการ Profounder เป็นเว็บไซต์ที่ให้

<sup>9</sup> Alan R. Bromberg, Lewis D. Lowenfels, and Michael J. Sullivan, Equity Crowdfunding: Risks and Rewards, 7 Bromberg & Lowenfels on Securities Fraud § 13:223 (2d ed.)

<sup>10</sup> Supra note 2.

บริการ Equity Crowdfunding ในสหรัฐอเมริกา แต่อย่างไรก็ตาม Profounder ได้ยุติการให้ผลตอบแทนด้วยหลักทรัพย์เนื่องจาก Profounder ไม่ได้จดทะเบียนการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายของแคลิฟอร์เนียจึงไม่สามารถดำเนินการต่อไปได้ แต่อย่างไรก็ตาม ผู้ประกอบที่สนใจระดมทุนผ่าน Profounder ผู้ประกอบการจะต้องจ่ายค่าธรรมเนียมให้ Profounder \$100 ผู้ประกอบการมีเวลาในการระดมทุนทั้งหมด 30 วัน ถ้าไม่สามารถระดมทุนได้ถึงจำนวนที่ตั้งเป้าไว้ ผู้ประกอบการจะไม่สามารถนำเงินที่ระดมทุนได้มาใช้ นักลงทุนก็ยังไม่ต้องชำระเงินจนกว่าผู้ประกอบการจะระดมทุนได้ตามเป้าที่กำหนด<sup>11</sup>

#### 4. กฎหมายเกี่ยวกับ Equity Crowdfunding ในประเทศสหรัฐอเมริกา

การระดมทุนผ่านฝูงชนด้วยการให้ผลตอบแทนด้วยการเป็นเจ้าของกิจการ (Equity Crowdfunding) มีประเด็นทางกฎหมายที่เกี่ยวข้อง 2 ประเด็น ได้แก่ ประเด็นแรก เรื่องการระดมทุนด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับบุคคลทั่วไป จะถือเป็นการระดมทุนเพื่อเสนอขายหลักทรัพย์ตาม Securities Act of 1933 หรือไม่ ประเด็นที่สองเว็บไซต์ที่เป็นตัวแทนในการระดมทุน จะถือเป็นตัวแทนเสนอขายหลักทรัพย์ตามกฎหมายหรือ

ไม่ โดยในบทความนี้ผู้เขียนจะกล่าวถึงเฉพาะประเด็นแรกเท่านั้น

ตามกฎหมายแล้วการเสนอขายหลักทรัพย์ผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer) จะไม่สามารถทำการเสนอขายหลักทรัพย์ได้จนกว่าจะมีการจดทะเบียนต่อ Securities Exchange Commission (“SEC”) ก่อน (registration statement)<sup>12</sup> ผู้ออกหลักทรัพย์จะไม่สามารถเสนอขายหลักทรัพย์ได้จนกว่าจะได้รับการอนุมัติจาก SEC ทั้งนี้มีข้อสังเกตว่า SEC จะเข้ามากำกับดูแลเฉพาะการระดมทุนผ่านฝูงชนด้วยการให้ผลตอบแทนด้วยการเป็นเจ้าของกิจการเท่านั้น ไม่รวมถึงการระดมทุนประเภทอื่น ๆ ตามที่ได้กล่าวถึงในหัวข้อที่ 3

ประเด็นต่อมาที่ควรได้รับการพิจารณา คือ ผลตอบแทนของการระดมทุนผ่านฝูงชนด้วยการให้ผลตอบแทนด้วยการเป็นเจ้าของกิจการ ถือเป็นหลักทรัพย์ตามความหมายของ Securities Act of 1933 หรือไม่ ในเรื่องนี้ได้มีคดีที่ศาลฎีกาได้วางบรรทัดฐานไว้ว่าสิ่งที่จะเป็นสัญญาการลงทุน Investment Contract จะต้องประกอบไปด้วยองค์ประกอบ 4 ข้อ เรียกว่า Howey Test ดังนี้ 1) เป็นการลงทุนด้วยเงิน 2) ในบริษัท 3) คาดหวังว่าจะได้กำไร 4) ผลกำไรเกิดจากความพยายามของผู้ริเริ่มหรือบุคคลที่สาม<sup>13</sup> ดังนั้น เมื่อพิจารณา

<sup>11</sup> Company Terms and Conditions for Services, Profounder, achieved May 1, 2016 from [https://www.profounder.com/legal/terms\\_and\\_conditions](https://www.profounder.com/legal/terms_and_conditions)

<sup>12</sup> Securities Act of 1933 § 5(c), 15 U.S.C. § 77e(c) (2010).

<sup>13</sup> SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 298-99 (1946). the Supreme Court defined an investment contract as (1) an investment of money (2) in a common enterprise (3) with an expectation of profits (4) \*31 arising solely from the efforts of the promoter or a third party.



จาก Howey Test แล้วหลักทรัพย์ที่เสนอขายผ่าน Equity Crowdfunding ถือเป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ภายใต้บังคับของ Securities Act of 1933 กล่าวคือ ผู้ประกอบการที่ต้องการระดมทุนแต่ไม่สามารถขอลินเชื่อจากธนาคารหรือสถาบันการเงินได้ ผู้ประกอบการสามารถทำการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนผ่านเว็บไซต์ โดยชักชวนให้นักลงทุนลงทุนด้วยเงิน ให้กับบริษัทของผู้ประกอบการ และนักลงทุนจะได้ผลตอบแทนในรูปแบบของหลักทรัพย์หรือความเป็นเจ้าของในบริษัท นักลงทุนย่อมหวังผลกำไรจากเงินที่นำไปลงทุน และกำไรที่นำมาจากผลตอบแทนก็มาจากผลการดำเนินธุรกิจของบริษัทของผู้ประกอบการเอง

ดังนั้น เมื่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายถือเป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ภายใต้บังคับของ Securities Act of 1933 ผู้ประกอบการจึงมีหน้าที่ต้องจดทะเบียนการเสนอขายหลักทรัพย์เว้นเสียแต่ว่าจะเข้าข้อยกเว้น แต่อย่างไรก็ตาม สำหรับผู้ประกอบการหน้าใหม่ที่ยังไม่มีความรู้ความชำนาญในการประกอบธุรกิจและมีทุนน้อย การจดทะเบียนการเสนอขายหลักทรัพย์อาจก่อให้เกิดภาระ ใช้เวลายาวนานและค่าใช้จ่ายค่อนข้างสูง ดังนั้น จึงจำเป็นที่ผู้ประกอบการจะต้องทราบถึงข้อยกเว้นเพื่อที่จะได้ไม่ต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขของ Securities Act of 1933 ข้อยกเว้น ได้แก่ the private offering exemption มาตรา4(2) ของ the Securities Act, Rule 506 of Regulation D, มาตรา4 (5) the Securities Act, Rule 504 of Regulation D, Rule 505 of Regulation D หรือ Regulation A แต่

อย่างไรก็ตาม ข้อยกเว้นเหล่านี้ถึงแม้จะสามารถใช้ได้กับการเสนอขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป แต่ไม่สามารถใช้ได้กับหลักทรัพย์ที่เสนอขายโดยผู้ประกอบการรายย่อยได้อย่างแท้จริง<sup>14</sup>

ในปี ค.ศ. 2012 Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act “JOBS Act”<sup>15</sup> Title III หรือเรียกว่า “Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012, (CROWDFUND Act) ได้สร้างหลักเกณฑ์ใหม่เกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนตามกฎหมายหลักทรัพย์ โดยผู้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนโดยวิธี Crowdfunding จะได้รับการยกเว้นการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (securities offerings) ตามกฎหมายหลักทรัพย์รวมถึงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลเอกสารต่าง ๆ ซึ่งโดยปกติแล้วนักลงทุนที่ต้องการจะระดมทุนโดยการออกหลักทรัพย์และขายให้แก่ประชาชนไม่สามารถทำได้เนื่องจากผิดตามกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น ช่องทางการระดมทุนของนักลงทุนจึงมีเพียงไม่กี่ช่องทาง ดังนั้น JOBS ACT จึงเปรียบเสมือนเป็นกุญแจสำคัญที่จะปลดล็อกให้กับผู้ประกอบการรายย่อยให้สามารถมีวิธีการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้อีกทางหนึ่ง

JOBS ACT ได้วางหลักเกณฑ์ใหม่สำหรับการทำ Equity Crowdfunding ได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์ข้อยกเว้นที่ผู้ออกหลักทรัพย์จากการทำ Equity Crowdfunding จะไม่ต้องจดทะเบียนการเสนอขายหลักทรัพย์ และไม่ต้องรายงานการ

<sup>14</sup> Supra note 2.

<sup>15</sup> Jumpstart Our Business Startups Act, Pub.L.112-106, 126 Stat. 306 (2012).



ซื้อขายหลักทรัพย์ ไว้ดังนี้

1. โครงสร้างทั่วไป มาตรา 4(6) ของ Securities Act ได้กำหนดหลักเกณฑ์การพิจารณา Crowdfunding ดังนี้

1.1 ข้อจำกัดเกี่ยวกับหลักทรัพย์จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขาย

1.2 ข้อจำกัดจำนวนเงินที่นักลงทุนสามารถลงทุนได้

1.3 ข้อปฏิบัติเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายผ่านคนกลาง (intermediaries)

1.4 ข้อปฏิบัติของผู้ออกหลักทรัพย์ที่จะต้องปฏิบัติตาม มาตรา4A(b)

2. จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขาย จำนวนหลักทรัพย์สูงสุดที่ผู้ออกหลักทรัพย์สามารถเสนอขายหลักทรัพย์ภายในช่วงระยะเวลา 12 เดือน คือหนึ่งล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐ<sup>16</sup>

3. ข้อปฏิบัติของนักลงทุน กฎหมายฉบับนี้ได้กำหนดเงื่อนไขสำหรับผู้ที่จะลงทุนใน Crowdfunding ดังนี้

3.1 จำนวนเงินลงทุนที่นักลงทุนสามารถลงทุนได้

3.1.1 ข้อจำกัดกรณีผู้ออกหลักทรัพย์รายเดียว (Single-Issuer Investment Limit) จำนวนเงินลงทุนที่นักลงทุนสามารถลงได้ คำนวณได้จากจำนวนรายได้สุทธิ (net worth) และรายได้ประจำปี (annual income)

- กรณีที่รายได้สุทธิและรายได้ประจำปีทั้งสองจำนวนมีมูลค่าน้อยกว่า \$100,000 มูลค่าที่นักลงทุนสามารถลงทุนขึ้นน้อยกว่าจำนวนใดต่อไปนี้มีมูลค่ามากที่สุด ได้แก่ \$2,000 หรือ 5 เปอร์เซ็นต์ของรายได้ ประจำปีของนักลงทุน หรือ 5 เปอร์เซ็นต์ของรายได้สุทธิของนักลงทุน

- กรณีที่รายได้สุทธิและรายได้ประจำปีมีมูลค่าเท่ากับหรือมากกว่า \$100,000 จำนวนที่นักลงทุนสามารถลงได้ คือ 10 เปอร์เซ็นต์ของรายได้ประจำปีหรือรายได้สุทธิ แต่ไม่เกิน \$100,000

3.1.2 ข้อจำกัดกรณีผู้ออกหลักทรัพย์รวมทุกราย (Aggregate Investment Limit) ข้อจำกัดนี้ใช้บังคับโดยคำนวณจากการลงทุน Crowdfunding ทั้งหมดของนักลงทุนรวมกัน มิใช่พิจารณาจากผู้ออกหลักทรัพย์เพียงรายเดียว กล่าวคือ ตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์จะต้องตรวจสอบว่าภายในระยะเวลา 12 เดือน นักลงทุนจะไม่ซื้อหลักทรัพย์จากผู้ออกหลักทรัพย์ทุกรายเกินจำนวนที่มาตรา 4(6) กำหนดไว้ (ตามที่ได้อธิบายในข้อ 3.3 (1)) ซึ่งกฎดังกล่าวบังคับให้ตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์มีหน้าที่ตรวจสอบว่านักลงทุนได้ทำการซื้อขายเกินจำนวนที่กฎหมายกำหนดหรือไม่ หากซื้อขายเกินจำนวนที่กำหนดจะส่งผลให้ไม่ได้รับสิทธิการซื้อขายหลักทรัพย์ตามข้อยกเว้นตามมาตรา 4(6)(B)

3.2 ข้อบังคับเรื่องความเข้าใจและการให้การศึกษาแก่ผู้ลงทุน การซื้อหลักทรัพย์ที่ออกตามมาตรา 4(6) นักลงทุนจะต้องทราบถึงความเสี่ยง

<sup>16</sup> JOBS Act, Pub. L. No. 112-106, § 302(a), 126 Stat. 306, 315.



ของการลงทุนในกิจการของผู้ประกอบการรายใหม่ ที่เพิ่งเริ่มต้นธุรกิจ ความเสี่ยงเกี่ยวกับสภาพคล่อง รวมถึงข้อมูลอื่น ๆ ที่ SEC เห็นสมควร นอกจากนี้ นักลงทุนจะต้องแสดงให้เห็นว่าตนมีความเข้าใจถึงความเสี่ยงทั้งหลายอันจะเกิดขึ้นจากการลงทุนและสามารถรับความเสี่ยงเหล่านั้นได้

3.3 ข้อบังคับสำหรับผู้ออกหลักทรัพย์ ผู้ออกหลักทรัพย์ตามข้อยกเว้นมาตรา 4(6) จะต้องปฏิบัติตามมาตรา 4A(b) โดยมาตรา 4A(b) กำหนดหน้าที่ในการเปิดเผยและการเสนอขายหลักทรัพย์แก่นักลงทุนไว้อย่างกว้าง ๆ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

3.3.1 บริษัทที่สามารถเสนอขายหลักทรัพย์ได้ บริษัทที่สามารถเสนอขายหลักทรัพย์ได้จะต้องเป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมาย และจะต้องไม่เป็นบริษัทที่มีหน้าที่รายงานตามกฎหมาย Securities Exchange Act หรือเป็นบริษัทจัดการลงทุนตาม section 3(b) หรือ 3(c) ของ Investment Company Act นอกจากนี้ SEC มีอำนาจในการกำหนดคุณสมบัติบริษัทที่มีสิทธิทำการเสนอขายหลักทรัพย์ได้<sup>17</sup>

3.3.2 หน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต้องจัดทำรายงานและยื่นรายงานที่จำเป็นต่อ SEC นักลงทุน ผู้ที่คาดว่าจะลงทุน และตัวแทนการทำ Crowdfunding โดยบริษัทจะต้องเปิดเผยข้อมูลดังต่อไปนี้

- ข้อมูลทั่วไป เช่น ชื่อ สถานะทางกฎหมาย ที่อยู่ และเว็บไซต์ รายชื่อผู้อำนวยการ พนักงานหรือบุคคลที่มีตำแหน่งคล้ายคลึงกัน และรายละเอียดเกี่ยวกับธุรกิจและแผนการดำเนินงาน

- ข้อมูลทางการเงิน ผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องแสดงรายละเอียดสถานะทางการเงินของผู้ออกหลักทรัพย์ โดยรายละเอียดที่ต้องรายงานขึ้นอยู่กับขนาดของกิจการ

3.4 ข้อจำกัดเรื่องการขายหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ที่ได้จากการทำ Equity Crowdfunding จะไม่สามารถโอนไปยังบุคคลอื่นได้ภายในเวลา 1 ปี นับแต่วันที่ซื้อหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตาม มีข้อยกเว้นในการโอนหลักทรัพย์ กล่าวคือ หากโอนให้บุคคลดังต่อไปนี้ถึงแม้ว่าจะไม่ถึงกำหนดระยะเวลา 1 ปี ก็สามารถโอนไปยังบุคคลภายนอกได้ ดังนี้ ผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer of the securities) นักลงทุนที่มีความน่าเชื่อถือ (accredited investor) สมาชิกในครอบครัวของผู้ซื้อหลักทรัพย์ หรือทายาท<sup>18</sup>

## 5. บทวิเคราะห์และข้อเสนอแนะ

การระดมทุนจากฝูงชนหรือ Crowdfunding ผ่านเว็บไซต์ถือเป็นเรื่องใหม่ที่เกิดขึ้นซึ่งในความเป็นจริงแล้วการระดมทุนด้วยวิธีดังกล่าวถึงแม้จะเกิดจากวัตถุประสงค์เดียวกันกับการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม แต่อย่างไรก็ตามก็ยังคงมีความแตกต่างอยู่หลายประการไม่ว่าจะเป็น

<sup>17</sup> JOBS Act section 302(b).

<sup>18</sup> JOBS Act section 302(e).

เรื่อง ผู้ต้องการเงินทุน นักลงทุน มูลค่าหลักทรัพย์ ปริมาณหลักทรัพย์ที่ทำการเสนอขาย ประเภทหลักทรัพย์ และวิธีการระดมทุน แต่อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าการระดมทุนผ่านเว็บไซต์ยังไม่ได้รับความนิยมหรือเป็นที่แพร่หลายเท่าที่ควรในประเทศไทย แต่ผู้เขียนเชื่อว่าจากแนวโน้มการเจริญเติบโตของธุรกิจและการเจริญเติบโตของชุมชนออนไลน์ การระดมทุนผ่านเว็บไซต์จะต้องมีปริมาณเพิ่มมากขึ้นตามลำดับอย่างแน่นอน ดังนั้น ประเด็นหนึ่งที่มีความสำคัญและควรได้รับการพิจารณา คือ เราควรจะทำกับดูแลการระดมทุนประเภทนี้มากน้อยเพียงใด ใครเป็นผู้ที่มีอำนาจในการกำกับดูแล เนื่องจากการระดมทุนผ่านเว็บไซต์มีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างจากการระดมเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ควรที่จะเข้ามากำกับดูแลมากน้อยเพียงใด

นอกจากนี้ ตามที่กล่าวมาแล้วว่า Crowdfunding คือ การระดมทุนผ่านทางอินเทอร์เน็ต ซึ่งผู้ประกอบการที่ต้องการเงินทุนและนักลงทุนมักจะไม่รู้จกกันมาก่อน บางทีก็อยู่คนละประเทศ ดังนั้น การทำธุรกรรมประเภทนี้จึงใช้ความไว้วางใจกันค่อนข้างสูง และก็มีความเสี่ยงสูงมากที่จะถูกหลอกลวง ด้วยเหตุนี้ควรมีหน่วยงานใดหน่วยงานหนึ่งเข้ามาดูแลให้เกิดความน่าเชื่อถือ โปร่งใส และป้องปรามอาชญากรรมที่แฝงมากับกลุ่มผู้ที่มีความต้องการที่จะระดมทุนเพื่อทำตามวัตถุประสงค์ของผู้ต้องการทุน

นอกจากนี้แล้ว ผู้ต้องการเงินทุนและนักลงทุนจะมั่นใจได้อย่างไรว่าไม่เกิดการฉ้อโกง คือ อาทิ เช่น ไม่มีการนำเงินทุนไปใช้ตามวัตถุประสงค์ที่

ระบุไว้ หรือนักลงทุนไม่ส่งมอบเงินตามที่เสนอไว้ ซึ่งโดยธรรมชาติของการระดมทุนออนไลน์ จะมีลักษณะที่คล้ายคลึงกับการทำธุรกรรมออนไลน์อื่น ๆ ไม่ว่าจะเป็นการซื้อขายของ การจองที่พัก เป็นต้น ธุรกรรมเหล่านี้มักจะมีการสร้างระบบให้หลักประกันลูกค้า โดยการทำให้ระบบการให้คะแนน (review system) โดยผู้ใช้บริการเว็บไซต์สามารถให้คะแนนการให้บริการได้ กล่าวคือ หากเป็นนักลงทุนที่ดีน่าเชื่อถือจะมีการส่งมอบเงินตรงตามเวลาก็จะได้คะแนนดี ในทางกลับกัน ผู้ระดมทุนหากมีการใช้เงินตามวัตถุประสงค์ที่แจ้งไว้ไม่ฉ้อโกง ก็จะได้รับเสนอให้ทุนอยู่เสมอ ๆ ดังนั้น การสร้างความมั่นใจ ความเชื่อมั่นให้กับผู้ใช้บริการออนไลน์จึงเป็นสิ่งสำคัญมาก

การควบคุมการระดมทุนโดยวิธีการ crowdfunding ยังมีประเด็นทางกฎหมายที่เป็นปัญหาอยู่หลายประเด็น อาทิเช่น การระดมทุนจากฝูงชนผ่านตลาดทุน (equity crowdfunding) ซึ่งเป็นการทำธุรกรรมออนไลน์เพื่อการระดมทุน โดยสิ่งนี้นักลงทุนจะได้รับตอบแทน คือ การเข้าถือหลักทรัพย์ของบริษัทเอกชน ถ้าธุรกิจประสบความสำเร็จราคาหลักทรัพย์ก็จะสูงขึ้น เนื่องจากการทำ crowdfunding เป็นการระดมทุนจากประชาชน หากเกิดความผิดพลาดจะเกิดความเสียหายต่อประชาชนเป็นอย่างมาก ดังนั้น จึงควรมีกำกับดูแลควบคุมการใช้ crowdfunding โดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง แต่ทั้งนี้ก็ไม่ควรจะมีการกำกับดูแลที่เข้มงวดมากเกินไป เนื่องจากลักษณะของการระดมทุนประเภทนี้มีความแตกต่างจากการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้ประกอบการรายย่อยส่วนใหญ่ มักจะไม่ได้มีความรู้ความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับการ

ระดมทุนประเภทนี้มากนัก เพราะฉะนั้นการยกเว้น กฎเกณฑ์บางประการเกี่ยวกับการจดทะเบียน หลักทรัพย์ หรือเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลบางอย่างออกไปก็จะทำให้มีผู้สนใจเข้ามาระดมทุนด้วยวิธีนี้มากขึ้น ท้ายที่สุดแล้ว หากเรามีการทำให้การ ระดมจากฝูงชนด้วยวิธี Equity Crowdfunding ไม่สร้างภาระให้แก่ผู้ประกอบการในด้านเวลาและ ค่าใช้จ่ายมากเกินไป ย่อมส่งผลให้ผู้ประกอบการ รายย่อยสนใจที่จะระดมทุนด้วยวิธีนี้มากขึ้น ทำให้ มีธุรกิจ กิจการ สินค้า ผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ เกิดขึ้นใน ตลาดมากขึ้น นั่นก็หมายถึงว่าจะเป็นการสร้างงาน สร้างรายได้และส่งผลดีต่อเศรษฐกิจของประเทศ อย่างแน่นอน

### บรรณานุกรม

- Ackerman, Andrew, Fizzled Beer Deal Prompts ‘Crowd-Funding’ Hearing, Wall St. J., Sept. 14, 2011, achieve May 10, 2016 from <http://online.wsj.com/article/SB10001424053111903927204576570614068591>
- Bromberg, Alan R, Lewis D. Lowenfels, and Michael J. Sullivan, Equity Crowdfunding: Risks and Rewards, 7 Bromberg & Lowenfels on Securities Fraud § 13:223 (2d ed.)
- Bradford, C. Steven, Crowdfunding and the Federal Securities Law, 2012 Colum. Bus. L. Rev.
- Chopra, Aneesh and Tom Kalil, The President’s American Jobs Act: Fueling Innovation and Entrepreneurship, Office of Sci. & Tech. Policy blog (Sept. 8, 2011, 11:20 PM), achieved May 2, 2016 from <http://www.whitehouse.gov/blog/2011/09/08/president-s-american-jobs-act-fueling-innovation-and->
- Espost, Carl i, Making it Legal: Crowdfunding Bills Waiting in the Wings, crowdsourcing.org (Jan. 5, 2012, 4:20 AM), achieved April 30, 2016 from <http://www.crowdsourcing.org/editorial/making-it-legal-crowdfunding-bills-waiting-in-the-wings/9928>)
- Migliozzi II, Michael, Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order, Securities Act Release No. 9216 (June 8, 2011), achieved May 1, 2016 from <http://www.sec.gov/litigation/admin/2011/33-9216.pdf>
- Philip, G. Rutledge, Overview of crowdfunding in the US, Comp. Law. 2015, 36(8), 244-250.
- Securities Act of 1933.
- Jumpstart Our Business Startup Act 2012.