美國公司如何通過證券發行來私募資金（二）

非上市公司私募資金（private placement）：依投資對象不同，在實際操作上有兩種基本模式：一是由投資者如風險投資基金等為主導，企業與之配合；二是企業自己向投資人直接銷售其證券以達私募之目的。模式不同，企業所需要準備的文件和經歷的過程也不一樣。

在前一種情況下，企業需要準備一份商業計劃書（business plan），詳細闡述公司概況、產品或服務、盈利模式、市場分析、競爭優勢、營銷策略、領導成員、財務預測，所需資金和未來資金使用等情況，然後提交給投資人。

投資者如有興趣，會對該公司進行考查，然後向其提出投資意向書（term sheet）。

投資意向書是證券買賣的提要。基於對該公司的估值，投資者會列出計劃投資的金額、其股份佔融資後公司的比例、所得股票的數量、股票的類型（通常爲可轉換的優先股）等，將構成日後正式的證券買賣協議的核心內容。

在雙方簽署並同意投資意向書的內容之後，就進入盡職調查（due diligence）階段。投資者會要求企業提供有關公司經營狀況的所有資訊，包括：企業核心人物的簡歷與證明人、有關公司章程、股東所有權、商標、專利等法律文件，過去兩年的財務損益表、今後五年的財務預測、所融資金如何使用，等等。

盡職調查大約需要三個月或更長的時間。只有當盡職調查完成，投資者完全滿意了，才會與該公司簽署正式的投資協議並注資，以換取該公司的部分股份。

整個私募過程，從開始找投資人到收到資金，大約需要六到十二個月，最快通常也要三個月。

另一種情況是由企業自己主導證券發行的全過程，包括籌劃證券的結構、起草相關文件、向投資人銷售、向顧問和各州政府報備等。如果企業有合適的投資人，實際收到資金時間要短很多，甚至幾天就可搞定。所以，企業家也應關注如何自主發行證券的相關問題。

證券結構

所謂證券結構是指企業應決定發行何種證券，股票還是債券即出售公司股權還是向外借款，或二者兼而有之，做不做可轉換債權證券等。如果是發行股票，則要確定發行多少股、每股定價如何、預計總發行量和佔公司股份的百分比等。

如果是債權證券，要確定期票的年利息、歸還年限和預計總發行量等。

爲確定股價，企業家需要知道自己公司的融資前價值（pre-money valuation），然後根據已發行股票（issued stocks）計算出每股的單價。

假定一個公司價值四百萬美元，已發行了八百萬股股票，四百萬元被八百萬股除，就得出每股單價爲$0.50。

如果該公司計劃融資一百萬美元，用一百萬元除以股票單價$0.50就得出需要增發的新股票數，用我們的例子來說就是兩百萬股。

如果百分之百達到了融資目標，公司的融資後價值（post-money valuation）就變爲五百萬元（四百萬元加一百萬元新投資），已發行的股票數就達到一千萬股（八百萬股加二百萬新股）。

現在，投資人擁有了該公司百分之二十的股份（一百萬元除以五百萬元總價值），而公司原持有人的股份則降爲百分之八十（四百萬元除以五百萬元）。

企業家如果想要減少自己股票被稀釋的比例，只有兩個途徑：在融資前價值不變的條件下，減少融資的金額，或者在融資額不變的條件下，重新計算並得到較高的公司融資前價值。

相關文件

企業需要準備私募備忘錄（private placement memorandum，簡稱PPM）和證券交易的協議文件。

PPM的內容與商業計劃書是相似的，PPM應該是商業計劃書內容的一個提要。

不同的地方是，PPM要描述私募的有關細節，如所發行證券的類型、融資總金額、股票單價、總發行股數、利息、還本付息的年限，等等。最重要的，PPM要披露所有的風險要素和對投資人的要求。

PPM是否一定要給投資人呢？這取決於該項融資所走的顯邦法律條款，融資金額的大小和所在州政府的披露要求。但專家們都建議，最好是提供PPM，即使法律上不要求，這樣做對企業比較安全。

起草PPM，企業可在網上購買PPM模板或軟體，然後將本企業的情況表進去，也不失爲一種又快又好的辦法。在網歐上搜索的關鍵詞爲PPM template，sample PPM，或PPM software等。

如果發行普通股票，企業要準備普通股票認購協議（Common Stock Purchase Agreement）。如果發行債權證券，則要準備期票認購協議（Promissory Note Purchase Agreement）。

如果是可轉換期票，需要可轉換期票和股票購買擔保認購協議（Convertible Note and Warrant Purchase Agreement）。這些法律文件最好由律師起草，以減少日後不必要的麻煩。但如果企業私募的金額不大，也可以考慮選擇在網上購買相應的文件模板，然後加以修改補充。在網歐上搜尋，只要敲入上述文件的英文名稱即可。

證券銷售

需要注意的問題包括：一是不能刊登媒體廣告和發SPAMMING電子郵件向素昧平生的人兜售，這會導致顯邦給企業的私募豁免自動消失，就好象一個人經常酒醉後駕車，政府會將其駕駛權收回一樣；二是不能有欺詐行爲，不能將私募當成給自己創收的一種手段，因爲顯邦法律從來沒有豁免欺詐；三是應保留良好的記錄，有問題發生時對企業會是一種保護；四是爲融資單獨開一個銀行帳戶，同企業日常營業收入區別開來，以減少會計工作上的麻煩。

政府報備

在第一筆交易之後，不超過十五天，企業應填寫D表格（Form D，下載網址是http://www.sec.gov/about/forms/formd.pdf）並以美國郵局掛號信寄給SEC。

在證券全部發售之後，或者，雖未達目標但企業決定結束發售時，企業應再填報一次D表格，在報備種類項上選填修訂（Amendment）。

這樣，六個月後又可以重新開始，以相同方式籌集更多資金，只要過去連續十二個月的證券銷售總額不超過一百萬美元（D504規則）或五百萬元（D505規則）即可。

此外，企業還必須向融資公司所在的州和證券購買人所居住的州報備。在加利福尼利亞州，根據公司法25102(f)，企業必須填報有限證券銷售豁免通知（Limited Offering Exemption Notice 簡稱LOEN），其電子報備的網址是http://www.corp.ca.gov/loen/default.asp。

以上，我們介紹了私募的操作事項，但是如果找不准對象就難不到錢，文件做得再好也是沒有用的。所以，還必須清楚私募證券應賣給誰，誰是私企最好的投資人等。這些問題，我們下一期再來探討。（未完待續）

方平

中國及香港公司在美國上市之途徑

中國在世界上日漸增加的影響力，爲許多中國和香港的公司打開了通往美國資本市場之門戶，從而可利用美國投資者對公司的投資興趣在美國資本市場上集資。本文就此對以下作出了扼要的討論：(i) 美國境外公司（以下簡稱“境外公司”）進軍美國資本市場的上市途徑；(ii) 在美國資本市場掛牌上市和買賣證券的方法。

爲何要上市？因爲美國市場能爲境外公司提供若干好處。美國市場的規模與效率，可改善公司籌資渠道、增加資金的流動性和折現能力，並提供機會利用美國股票作附購之用。同時，美國市場可強化公司企業的總體形象。公司要掛牌上市的理由會影響其所選選擇進軍市場的方法。除此之外，其他因素也要考慮，比如公司的股票是否已在其他地方（如香港、上海或深圳）掛牌上市。

在美國掛牌上市的途徑包括：

(a) 普通股的首次公開發行；

(b) 美國存托股證（“ADRs”）；

(c) 所謂的“後門”上市。

在衡量選取哪一種途徑前，最好先考慮掛牌上市的原因，當中可包括：(i) 改善公司籌資渠道；(ii) 強化公司企業形象；(iii) 增加資金的流動性和折現能力；(iv) 利用美國股票作收購合併之用。公司對上述主要因素的自我評估將有助於公司選擇如何於美國掛牌上市。

途徑一：普通股的首次公開發行

境外公司（尤其是那些沒有在其本土市場掛牌的公司）進入美國資本市場最常用的途徑，是直接在美國的證券交易所將其普通股掛牌。這等同於在美國作首次公開發行。若一家公司將在美國可得到比在香港或在中國更好的評價時，該公司通常便會採用這種方法。

通過這種方法上市可讓公司享受到上述所列的全部好處。若成功的話，公司可以(i) 募集相當數量的資金以用作營運資金或作其他用途；(ii) 由於首次公開發行的宣傳活動，公司可在投資市場裏提高知名度；(iii) 能進入世界上其中一個最大的資本市場；(iv) 在未來的收購項目中，以擁有的美國股票作爲高標準的非現金的融資選擇。無疑在某些市場的環境下，首次公開發行是有相當吸引力的。然而，這也可以是一個成本昂貴的融資方法，而且其成功與否是沒有保證的。該上市方法的機制在本文較後部分再行討論。

途徑二：美國存托股證掛牌

對於已在香港或中國掛牌的公司而言，美國存托股證（American Depository Receipts 或“ADRs”）提供了一個在美國交易所掛牌交易其在相應市場上已流通的證券的方便途徑。ADRs是特別爲使美國投資者有機會投資美國境外證券而設的。對應地它也爲美國境外公司提供了進入美國資本市場的機會。ADRs是一張由美國的銀行簽發的並於公司本土國的託管銀行存放的“憑證”或“證書”。每一張憑證（因此叫作美國存托股“證”）代表著若干數量的在美國境外公開交易的公司股票。該憑證可在美國自由交易而無須交付其實質代表的股票。

ADRs有三個級別，各有優點。保薦I存托股憑證分爲I級、II 級和III級。

保薦I級ADRs是其中一個最簡單的讓境外上市公司進軍美國資本市場的方法。I級ADRs是在美國的場外交易市場（over-the-counter market）交易的，其價格載於場外交易市場報價表2（“粉紅紙”）（pink sheets）上（及載於若干美國境外的交易所）。因此，美國境外公司可透過I級ADRs而進入美國證券市場，而無須改變公司當時的報告程序。

但是，I級ADRs是不能向公司提供所有先前討論過的好處的：(i) I級ADRs不能替境外公司帶來新的資金；(ii) 由於I級ADRs不能在美國的交易所（如納斯達克市場、美國證券交易所或美國紐約證券交易所）交易，境外公司只能有限度的接觸到美國市場；(iii) I級ADRs並不能爲境外公司在收購項目中作爲“支付工具”。

I級ADRs可升級到II級或III級ADRs。由於II級及III級ADRs均能在美國的交易所交易，所以II級及III級ADRs比I級ADRs具有較多的優點。II級與III級ADRs主要的分別是，雖然II級ADRs是上市證券的交易，它仍不能替美國境外公司帶來新的資金。相對而言，由於III級ADRs可籌集新的資金而使美國投資者興趣大增。

途徑三：“後門”上市

“後門”上市（“back-door” listing）亦稱爲“反向兼併”—即當一家私人公司與以下的其中一種公司合併 (i) “空殼”公司（通常爲一家之前有營運的但目前並沒有任何資產或負債的公司）或(ii) 專爲收購另一家公司而成立的“空白支票”公司。

當市場大勢不利於傳統的首次公開發行時，對香港或中國公司來講，後門上市亦不失爲一個具有吸引力的上市途徑。例如，一家境外公司的股票在完成其後門上市後於“粉紅紙”報價，該公司可以在通過私人配售出售其股票，藉此增加其後爲公司集資的能力。

當市場大勢不利於傳統的首次公開發行時，對香港或中國公司來講，後門上市亦不失爲一個具有吸引力的上市途徑。例如，一家境外公司的股票在完成其後門上市後於“粉紅紙”報價，該公司可以在通過私人配售出售其股票，藉此增加其後爲公司集資的能力。

這種境外公司經私人配股爲境外公司開拓地盤的一種方法，雖然這種方法是一個成本昂貴的融資方法，而且其成功與否是沒有保證的。該上市方法的機制在本文較後部分再行討論。

此外，相比之下，反向兼併未能提供以傳統方式進入美國市場所具有的很多優點。就先前提及過的四個要點，反向兼併：

(i) 不能爲存續公司提供即時的新資本；

(ii) 通常未能引起投資者的注意。反向兼併不像傳統的首次公開發行那樣可以受益於所能引發的宣傳效應及投資興趣，而該宣傳效應和投資興趣正是所籌資金的來源；

(iii) 籌得的資金缺乏（甚至沒有）流動性或折現能力（下文再作詳細闡述）；

(iv) 這是由於該類證券的成交量都很小，在收購項目中通常不被考慮使用。此外，若反向兼併涉及到美國上市公司或美國空殼公司時，通常都會帶來複雜的美國稅務問題。

雖然反向兼併可經私人配股爲境外公司開拔地融資，但考慮選用該途徑的境外公司應注意到反向兼併會帶來的特有的風險。例如，其中一個主要的缺點是先前提到的流動性問題。

反向兼併唯一實質地可做到的就是讓境外公司在美國創造一個公眾市場並讓其證券能於該市場交易。但該合併後的公司很大機會只會在“粉紅紙”交易；而這市場是經常被投資界忽略的。境外公司可以以下方法離開粉紅紙市場：(i) 申請於境外電子櫃檯交易系統（Over-the-Counter Bulletin Board, “OTCBB”）交易；或

(ii) 申請於美國的交易所交易。這種轉移要求境外公司須符合交易所定下的上市標準，因此這種轉移並不容易。再者，由於其過程無承銷商監察，反向兼併不能如首次公開發行那樣產生同樣的投資興趣。合併後公司的股票一般交易都比較淡靜，形成實際上流通性很低。就算日後市場有發展，現有投資者亦通常會由售其持有的股票，

從而令股價有下滑壓力。反向兼併的另一個缺點是其讓人所聯想到的不好的名聲。雖然合法的公司偶爾也會使用反向兼併成功地進軍美國市場，這些項目大部份都避開了SEC的嚴格標準。

在過去，若干空殼公司的發起人會刻意推高其在發售的股票（當中他們是有吉干權益的），然後在該些股票達到一定標格後便大舉沽售。SEC及若干美國交易所留意到這類行徑後，已分別採取了適當的監管措施以阻止此類反向兼併活動。再一個缺點，尤其是對非境外營運公司的空殼公司而言，是空殼公司的債務在營運公司與空殼公司合併後是仍然存在的。

雖然對空殼公司的歷史進行適當的盡職調查可減少這風險，但空殼公司仍要承擔隱在的或未披露的債務，並可能於日後危害合併後的公司。

最後，如下文的關於後門上市機制部分所討論到，反向兼併的過程多不能提供任何低成本或節省時間的優勢。在非常有限的情況下，如一中國公司只希望首先在粉紅紙報價從而在美國股票市場建立其地位時，後門上市是有其好處的。這種方法對於境外公司更具有吸引力之處，可能在於其可利用掛牌的股票在私人配售中集資。然而，反向兼併並不是一個上市。

作者：陸志明 余文權律師