

## 美国股权众筹立法发展 及其借鉴意义

刘瑜恒\*

**摘要:** 股权众筹健康发展的根基和关键在于投资者保护。必须在立足我国实际和把握股权众筹发展规律的基础上,以确立股权众筹合法地位为前提、以信息披露为核心、以专项投资者保护措施为补充、以中介机构监管为抓手、以监管执法为保障,多措并举,健全投资者保护体系,为股权众筹发挥促进融资的作用,夯实持续发展基础。本文梳理美国众筹立法要点,借鉴立法创新,为加强投资者保护、促进股权众筹规范发展,提供可行思路和合理建议。

**关键词:** 众筹 注册豁免 投资者保护

### 一、股权众筹促进小微企业融资

#### (一) 众筹兴起的客观环境

众筹是指个人或小微、初创企业为特定项目、产品或者服务,无须借助传统中介机构,利用互联

---

\* 中国证监会四川监管局干部。

网平台从众多资助者、投资者直接筹集小额资金的融资方式。广义上讲,众筹可以分为股权类、借贷类、预售类、回馈类和捐赠类。<sup>[1]</sup> 股权众筹是众筹的一种模式,指众筹发行人通过符合条件的中介机构互联网平台,向小额投资者出售股份,募集一定限额资金的融资活动。据统计,2012年,全球包括股权众筹在内的众筹融资总规模27亿美元,覆盖了超过100万个项目,以少量资金对较多项目予以滴灌式支持,显示出众筹在促进金融普惠、降低融资成本方面的广阔前景。

传统融资难以有效满足小微、初创企业融资需求,是众筹迅速兴起的客观环境。尤其是金融危机后美国信贷收紧、资本市场融资下降等问题,严重影响了小微、初创企业发展,制约了创新创业活动。

银行信贷方面。银行信贷是小微企业重要融资来源,但小微企业普遍缺乏担保资产,盈利前景不明,风险较大,难以获得银行信贷支持。各国政府积极推动小微企业获得贷款,如美国小企业管理局(SBA)提供低成本贷款担保,但与小微企业的需求相比,仍然无法完全满足。肇始于2008年的金融危机,导致银行信贷萎缩,小微企业面临更严峻的融资困境。据美国联邦存款保险机构(FDIC)统计,从2006年6月底至2013年6月底,美国100万美元以下的小企业贷款在2008年达到峰值后开始下降,从2008年至2013年持续下降约18%。<sup>[2]</sup> 同时,大企业贷款在2010年后稳步回升至2万亿美元以上,已接近2008年金融危机前最高水平,与小微企业贷款下降形成明显对比。由于信贷渠

---

[1] 按照有无资金回报,美国通常把众筹分为五类:一是股权类,融资者在中介网站发布募资项目、募集资金,投资者参与股份认购。二是借贷类,也称P2P,包括有偿借贷、无偿借贷。三是预售类,类似于定制销售,融资者预先募集资金,完成项目后向资助者提供相关产品或服务。四是回馈类,常见于艺术、创意领域,侧重精神体验,如获得演出票、会见创作者等。五是捐赠类,常用于非盈利组织、慈善组织向公众募捐资金。Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, Columbia Business Law Review, 2012, pp. 1 - 150. Wroldsen, *The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd*, Vanderbilt J. of Ent. & Tech. Law, 2013, pp. 587 - 590.

[2] SEC proposed rules: *Crowdfunding Regulation*, p. 326.

道受阻,导致美国创业创新活动持续减少。<sup>[3]</sup>

IPO 融资方面。美国实行 IPO 注册制,不对企业设盈利水平、资产规模、成立时间等门槛,本来可以方便小微企业股权融资,但近年来美国中小企业 IPO 融资活动大大减少,从 1980 至 2000 年期间的年均 IPO165 起(高于大企业)下降为 2001 至 2009 年期间的年均 30 起(远低于大企业)。一项重要原因是较高的 IPO 成本阻碍了企业利用资本市场。<sup>[4]</sup> 2002 年出台的《萨班斯法》在合规、会计等方面加重了上市和维持上市的负担,上市平均成本达 250 万美元,维持上市的年度成本达 150 万美元。<sup>[5]</sup> 此外,随着市场发展,美国证券经营机构盈利结构发生变化,小企业 IPO 给证券经营机构带来的回报较低,证券经营机构在 IPO 市场上更倾向服务大企业,在融资成本较高的情况下,小企业不愿以较低价格进行 IPO。

私募融资方面。美国《1933 年证券法》第 4 条以及美国证券交易委员会(SEC)制定的 D 条例、A 条例等规定了豁免注册义务的私募融资制度,降低了合规、会计等成本。2009~2012 年,利用 D 条例中的规则 504、505、506 及 A 条例等豁免制度进行的融资中,有 22,128 笔融资规模低于 100 万美元,有 12,200 笔融资规模 100 万至 500 万美元,分别占总笔数的 50%、28%,豁免制度有效发挥了支持中小企业融资的作用。但是,豁免制度存在大量限制条件,无法满足广大小微企业需求,也不能较好地适应互联网融资方式。例如,D 条例中的规则 504、505 及 506(b)所允许的私募融资,融资对象主要是合格投资者、成熟投资者,对投资者资产状况、投资经验等要求较多。这些规定不利于利用互联网面向众多普通投资者募集小额资金。<sup>[6]</sup> 又如,A 条例要求监管机构审阅企业披露的信息,程序复杂、时间较长,不能为小微企业提

---

[3] 美国处于初创期的创业活动从 2005 年的 10.6% 降到 2009 年的 6.9%。数据来源: Global Entrepreneurship Monitor, *National Entrepreneurial Assessment for the United States of America*, 2009 Executive Report, pp. 7 - 33.

[4] 田辉:“美国《乔布斯法》分析及对中国的启示”,载《中国经营时报》2013 年 1 月 15 日。

[5] IPO Task Force, *Rebuilding the IPO On - ramp*, 2011, pp. 9 - 11.

[6] SEC Proposed Rules, *Crowdfunding Regulation*, pp. 322 - 324.

供融资灵活性。由于 A 条例关于信息披露与审阅的要求较严格,实际使用情况不佳,市场认可度不高,SEC 按照《乔布斯法》有关要求,提出了简化 A 条例信息披露义务等方面修订意见。可见,部分现行豁免规定存在监管要求过重问题,限制了小微企业融资。

风险投资与天使投资方面。据美国全国风险投资协会(NVCA)统计,2012年,风险投资进行了3800笔投资,投资金额约270亿美元,投资对象包括种子期、初创早期、创业扩张期、创业后期的企业,但风投对投资对象有较多限制,不到四分之一的风投投资于初创企业:一是常常排除了处于种子期、萌芽期的企业。二是限于商业计划较清晰、模式较成熟的企业。三是倾向于投资高速增长、潜力较大、IPO可能性较高的企业。四是倾向于投资加州、麻省等高校林立、高科技公司密集的区域,对其他区域小微企业关注不够。五是风投等进行尽职调查会产生较高交易成本,限制了风投投资小微企业的意愿。六是寻找风险投资与天使投资,往往以稀释企业股份、让出部分控制权为代价,在一定程度上降低创始人融资意愿。

## (二) 股权众筹促进小微企业融资

股权众筹能够弥补传统融资不足,在拓宽服务对象范围、降低融资成本、加快融资节奏、提供小额资金和长期资金、吸引众多投资者等方面,具有明显比较优势,包括以下方面:

一是拓宽服务对象的范围。广泛惠及处于种子期、初创期的企业,覆盖传统融资盲区。二是降低融资成本。传统 IPO 中,承销、审计、法律等专业服务的成本与费用总共将超过发行募集金额的 10%〔7〕。股权众筹依托互联网实现金融脱媒,不借助传统中介服务,无须承担相关融资成本。三是加快融资节奏。按照美国注册制,完成 IPO 流程至少需要 6 个月,在这期间市场状况可能发生变化,导致发行价格更低,发行数量更少。股权众筹简化流程,缩短时间,可以在几日至几周内实现快速融资。四是提供小额融资服务。限制单个投资者的投资金额上

---

〔7〕 Stuart R. Cohn and Gregory C. Yadley, *Capital Offense: The SEC's Continuing Failure to Address Small Business Financing Concerns*, NYU Journal of Law and Business, Fall 2007, pp. 8-9.

限,通过汇集成百上千的小额投资者,对初创企业提供小额资助,填补初创资金缺口。五是提供长期资金支持。初创企业最缺乏长期资金,与 P2P 要求到期还本付息不同,股权众筹输送长期资金,为初创企业提供最宝贵的资金支持。六是可以通过在线机制,吸引数量众多的投资者与发行人直接对接,避免了发行人与天使投资人一对一接触的缺点。此外,股权众筹侧重于提供投资渠道,相比预售类众筹更能满足投资需求,预售类众筹侧重于提供产品或服务的使用价值,对部分投资者而言,由于投资者身处异地难以获得服务,或预售产品并非所需,或企业具有良好前景,投资者更愿意进行权益投资,尤其是股权投资。〔8〕

## 二、美国资本市场众筹立法概况

股权众筹具有促进融资的优势,但是在《乔布斯法》出台前,美国传统的 IPO 制度和私募制度不适应互联网时代的众筹发展,亟须更加健全的制度安排。为此,美国积极推动证券法律完善创新,于 2012 年 4 月制定出台了《乔布斯法》,以“在线融资与反欺诈反违规信息披露法”(简称 CROWDFUNDING)为题设专章规范众筹,正式确立众筹法律地位,授权 SEC 制定监管细则,负责证券领域众筹融资的监管执法。

美国众筹制度,主要包括限定最高融资金额与投资金额,允许众筹发行人通过众筹中介机构设立的互联网平台,以公开方式向所有普通投资者募集小额资金,并向投资者交付证券。在这个销售发行过程中,众筹发行人不必按照传统 IPO 的要求向监管部门进行注册,免除 IPO 的信息披露义务。同时,提出众筹中介机构定位于信息中介,在融资项目审核发布、组织信息披露、为投资者提供信息平台、指示第三方托管

---

〔8〕 2013 年,美国初创企业 Oculus 在预售类众筹网站 Kickstarter 上推出融资项目用于游戏的头盔式虚拟现实平台(Oculus Rift),拟筹集 25 万美元,实际获得了来自 9522 名支持者的 243 万美元。2014 年,Oculus 被脸谱(Facebook)以 20 亿美元收购获得批准,但 9522 名支持者只能获得相关产品,不能分享 Oculus 被收购的巨大溢价收益,进一步说明了预售类众筹不具备投资功能。

机构对成功的融资项目进行资金转移交割等方面,提供信息服务,促进投、融资双方对接。众筹中介机构不得从事传统意义上的咨询、承销、推销等证券服务,并免除按照传统证券经营机构向监管部门进行注册的义务,不必按照传统证券经营机构的要求接受合规监管。

### (一) 众筹融资限额

根据《乔布斯法》,众筹发行人可以豁免公开发行条件下的信息披露注册义务,于12个月内通过法律规定的中介机构互联网及类似电子方式,向公众发行证券,募集100万美元以内的资金,单个投资者投资资金不超过限定额度。最高众筹金额100万美元的范围,不包括依据SEC制定的D条例、A条例等其他豁免规则所募集的金额,以及捐赠、回馈、预售、借贷模式众筹募集的金额。SEC认为,众筹的目的是在不影响企业原有融资方式的同时,还为初创、小微企业提供新的融资渠道,不应限制其他融资途径,不能把其他融资金额计算在众筹限额内。需要说明的是,美国证券制度中,众筹发行的证券包括但不限于股权证券和债权证券两类。这与我国的众筹概念仅限于狭义的股权众筹不同。

### (二) 众筹投资限额

美国证券制度通过限制投资金额,控制投资者最大损失,这种做法与美国其他豁免制度通常只限制融资金额的做法存在不同。众筹投资限额分为两类,投资限额与投资者收入或净资产挂钩,采取富人多投、穷人少投的原则。

第一类,投资者年收入或净资产不足10万美元的,12个月内的投资金额不得超过2000美元或投资者年收入的5%(二者较高者)。

第二类,投资者年收入或净资产达到或超过10万美元的,12个月内投资金额不得超过投资者年收入或净资产的10%(二者较高者),但上限为10万美元。其中,投资者净资产按照D条例有关规定计算,需要剔除投资者所有的不动产住宅价值。投资者收入授权SEC根据物价指数每5年进行调整。

### (三) 众筹豁免

众筹豁免分为两类:一是发行环节注册义务的豁免。根据《乔布斯法》规定,在美国《1933年证券法》第4条豁免部分,新增众筹发行豁免

条款,免除众筹融资注册义务。这项被免除的注册义务,是指按照美国《1933年证券法》要求,传统的公开发行业务募集资金,发行人应向监管部门设立的电子化信息披露系统 EDGAR 系统填报信息和各种报表,这些信息应经审计、会计、评估、律师等中介服务机构审核把关。这个过程就是发行人履行注册义务,并且发行人必须为此向各类中介服务机构支付中介费用,承担较重的融资成本。而众筹发行虽然是公开发行,但是法律专门免除了众筹发行人注册义务。〔9〕

二是融资门户(Funding Portal)的豁免。根据《乔布斯法》规定,在美国《1934年证券交易法》第3条对融资门户进行规范,明确了融资门户这类新型中介机构的法律地位,并将融资门户定位于信息中介,免除融资门户按照美国《1934年证券交易法》向监管部门注册为证券经营机构(即证券经纪—交易商),无须承担证券经营机构的合规义务。〔10〕

#### (四) 转售限制

《乔布斯法》规定了众筹证券的转售问题。限制豁免证券的转售,是美国重要的证券法律制度,要求发行过程中已被豁免注册的证券,必须获得新的豁免才能转售,否则该转售必须符合法定条件(包括向监管部门注册后进行公开发行或转让)。这项制度常常用于私募融资,其重要目的是,防范私募证券在没有向监管部门注册的情况下转售给普通投资者,规避注册义务,引起风险从合格投资者向普通投资者外溢。

众筹制度借鉴了私募融资制度关于转售限制的做法。SEC 拟禁止众筹发行的证券在销售后一年内转售,如果要在发行后一年内转售,必须转售给证券发行人、合格投资者,或经向 SEC 注册后进行转售,或转售给前述购买者的家庭成员,或购买者控制的信托,为购买者近亲属利益设立的信托等。其中,合格投资者定义适用 D 条例 501 规则,转售人必须有充分理由相信获得者属于合格投资者。SEC 认为,适用现存豁免制度关于合格投资者等规定,保持连贯性,方便投资者理解与使用。可见,众筹转售与美国现存证券法律制度的精神相通、衔接顺畅。

〔9〕 美国《1933年证券法》第4(a)(6)条。

〔10〕 美国《1934年证券交易法》第3(a)(80)条。

### 三、美国对众筹发行人的监管要求

#### (一) 发行人资格

1. 禁止利用众筹的一般主体。以下几类主体不得进行众筹融资:美国《1934年证券交易法》规定的报告公司、《1940年投资公司法》规定的投资公司、违反持续披露义务被取消资格的发行人、对冲基金、不属于依据美国法律组建的发行主体,以及经营计划不明确的企业。

2. 禁止违法失信的发行人进行众筹融资。发行人及其董事、高管、持有20%以上投票权股票的股东等有关机构、人员具有以下情形,则不得从事证券法上的网络众筹活动:因证券活动而严重犯罪、过失犯罪未满10年的;因证券活动受法庭判决、调解等未满5年的;因欺诈、操纵市场等违法违规行为,被SEC、州监管部门、商品期货交易委员会、银行业监管部门、国家信用管理局等处以市场禁入、行政处罚等措施未满10年的。上述规则严格禁止违法失信人进入众筹领域,体现了众筹融资重视诚信、保护投资者的重要精神。

#### (二) 发行招徕行为:特殊的招揽通知

如前所述,众筹发行人可以通过且只能通过众筹中介机构进行众筹融资,融资信息必须在众筹中介机构发布,但除此以外,发行人不得直接或间接在其他媒体对众筹进行宣传、推销,只允许发行人发布通知并提供众筹中介机构的网站链接,告知投资者前往证券经营机构或融资门户这两类中介机构的网站获取信息。这种被允许的有条件的通知类似于SEC制定的134规则规定的墓碑广告。<sup>[11]</sup> 发行人可以在报纸杂志、广播电视、互联网络刊登通知,甚至可以在经营场所、公共场所、会议现场等放置通知,只要符合证券法律和监管规则要求,不触犯禁止证券公开宣传、推介的规定。

---

[11] 美国证券法的墓碑广告(tombstone ads)主要包括12类信息,如发行人名称、发行人简介、发行数额、预计发行价格、主承销商名称等内容,墓碑广告所的内容没有招股说明书详尽。因为墓碑广告在媒体发布时周围要罩上黑框,形似墓碑,所以称之为墓碑广告。罩上黑框的目的就在于提醒投资者该股票发行尚未注册生效。

### (三) 发行披露与持续披露

众筹制度豁免注册义务,是指免除按照公开发行必须履行的信息披露义务,此外,众筹发行人应当履行有关信息披露义务,众筹融资并非完全不披露任何信息。从众筹发行人应履行的信息披露义务看,《乔布斯法》以及 SEC 拟议的监管规则,仍然把信息披露作为众筹监管的重点。

之所以强调信息披露,目的是保护投资者的同时,避免因过重的披露负担,限制豁免条款促进资本形成的作用。SEC 拟议监管规则共规定了 22 类须披露的内容,相对于公开发行的信息披露已大大简化,但这种简化并非简单地减少信息披露内容,而是为促进融资与保护投资者而做出的创新,具有较大灵活性。披露的内容包括以下几个方面:

1. 基本情况。发行人名称、组织形式、地址和网址;董事、经理、持股 20% 以上的股东。董事和经理以及其他任何履行类似职务的人,过去 3 年(短于注册制发行和 A 条例发行要求的 5 年)担任职务的情况和工作经历,包括是否在其他企业任职。其中,应披露的经理包括总经理、副总经理、秘书、财务总监、审计人员的信息。<sup>[12]</sup>

2. 发行人财务状况。按照众筹融资金额进行分类披露,融资金额越大,应披露的财务状况编制要求越严格。主要分以下三类:

第一类,包括拟募集资金在内的最近 12 个月内众筹融资金额,合并计算不超过 10 万美元的,应披露发行人最近一个完整会计年度的所得税申报表(如有),以及总经理签字确认真实、完整的财务报告。

第二类,包括拟募集资金在内的最近 12 个月内众筹融资金额,合并计算在 10 万美元以上 50 万美元以下,应披露经独立于发行人的会计机构审阅的财务报告,编制财务报告应使用美国注册公共会计师协会(AICPA)发布的关于会计与审阅服务标准的规定。

第三类,包括拟募集资金在内的最近 12 个月内众筹融资金额,合并计算超过 50 万美元、低于 100 万美元的,应披露发行人经审计的财务报告,编制财务报告应使用美国注册公共会计师协会或者公共公司

[12] 众筹中经理(officer)的定义适用《1933 年证券法》405 规则和《1934 年证券交易法》3b-2 规则的规定,范围较大,并非指狭义的总经理、副经理。

会计监督委员会(PCAOB)发布的审计标准。

3. 财务报告。根据一年内融资金额进行披露,金额要累积计算,避免发行人将大额融资拆分成数笔小额融资,规避披露要求。财务报告包括根据美国会计准则(GAAP)编制的资产负债表、损益表、现金流量表和所有者股权变动表,报告期间为近两年财务年度与企业成立以来二者之中较短的期间。

4. 募集资金的目的与用途。允许资金超募,只要募集资金的总额一年内不超过100万美元的众筹最高额。应披露募集资金的用途,如没有使用募集资金的具体计划,仅有可能的用途,应对这些可能的用途加以区分,明确影响这些用途的因素。

5. 发行人的股东结构、资本结构。披露内容包括:拟发行的证券以及已发行的其他种类证券;这些证券是否具有投票权及投票权的限制;这些证券可能受到其他种类证券限制、稀释的影响;持有投票权股票20%以上的股东的名字及其持股比例;拟发行的证券估值情况、未来可能的估值方式;投资者作为少数股东可能面临的风险,包括再融资时新的证券发行、证券回购、将企业股权或资产出售给关联方;证券转售限制的风险。

6. 关联交易。披露近一年关联交易,而非一般要求的两年。关联交易的金额超过募集资金的5%,应予披露。最近一个财务年度以来发生的、正在进行或筹划的关联交易情况,也应披露。

7. 近三年所有豁免融资情况。披露最近三年使用众筹与其他豁免融资的情况,对投资者有重要意义,能够揭示发行人股权结构,帮助投资者了解估值情况,评估投资风险,为投资决策提供有效参考。

8. 证券种类与定价方式。《乔布斯法》没有限制众筹发行的证券种类,原则上股票、债券均可以依据众筹制度发行。SEC拟议监管规则规定,众筹发行债券情况下,中介机构必须在众筹交易完成前告知投资者关于债券利率和偿还日、偿还日应偿付的利息金额等情况。不强制发行人设定一个固定价格,不限定定价方式,发行价格与定价方式由发行人自行确定,也未禁止股权稀释。

9. 持续披露。不要求披露半年报、季报,但应该披露年报、重大事项临时报告以及募集资金达到目标额的一半或全部时,5天内在SEC

的 EDGAR 系统更新募集情况,除非众筹发行人成为公众公司、回购所有证券、解散或清算。持续披露原因有:一是发行后满 1 年,证券可能在某些二级市场(如柜台市场)转让,持续披露能为投资者提供更多信息;二是持续披露有利于促进证券转让交易,将在一定程度上提高众筹证券流动性。

10. 披露方式与填报系统。SEC 认为可以不提出特定的披露格式,并赋予市场自主性、灵活性,希望发行人在文字之外选择利用表格、图片、影像等多种方式,传递应披露的法定信息、发行人认为重大的信息。SEC 建立了基于计算机语言 XML 的信息披露格式,发行人填报各类电子表格,不须为购买或维护软件或技术额外承担费用。募集资金前,发行人应在 EDGAR 系统向 SEC 填报 C 表格,以便 SEC 抓取关键信息,监测众筹豁免制度的执行情况,评估众筹豁免制度对投资者保护、资本形成的作用。EDGAR 系统向社会公开,方便投资者、有关中介机构通过系统自助查询。

#### 四、美国对众筹中介机构的监管要求

中介机构是众筹融资活动的重要主体,是加强投资者保护的重要抓手。《乔布斯法》规定,众筹融资必须通过法定的中介机构进行,一类是融资门户,另一类是证券经营机构,两类中介机构必须为众筹提供互联网信息服务平台。

##### (一) 中介机构监管要求

传统的证券经营机构与融资门户是众筹融资活动的信息中介,具有《乔布斯法》规定的众筹业务提供信息服务的资格。融资门户不得从事证券服务活动,如果融资门户未向 SEC 注册,并取得证券经营资格,擅自提供证券服务,将违反监管要求,可能受到制裁。同时,证券经营机构作为中介机构时,在遵守证券监管要求的前提下,可以提供投资咨询等证券服务。与众筹中介机构有关的制度安排,包括:

1. 行政监管与自律监管。两类众筹中介机构必须向 SEC 注册接受行政监管,并成为美国金融监管局(FINRA)或其他全国性自律组织

的会员,接受自律监管。金融监管局负责制定证券业行为指引、加强自律监管、查处违规行为、防范欺诈投资者等,SEC负责审阅金融监管局制定的自律规则,推动自律监管发挥作用。

2. 拒绝存在欺诈等风险的众筹融资。众筹中介机构在核实发行人背景、组织发行人进行披露信息的过程中,发现存在证券欺诈或损害投资者合法权益的风险,必须拒绝发行人通过众筹中介机构进行众筹融资,或者取消证券发行,返还募集资金。

3. 拒绝存在失信记录的众筹融资。《乔布斯法》禁止存在有关失信记录的发行人利用众筹融资。众筹中介机构应核实发行人及其董事、经理、持有表决权股 20% 以上股东,是否存在违法失信记录,排查存在禁止情况。如果发行人存在禁止情形,中介机构必须拒绝发行人。

4. 核实投资者投资限额。众筹中介机构应确保每个投资者 12 个月内的投资总额不超过法定限额。由于投资者的收入、资产与投资总额挂钩,中介机构负有核实投资者投资收入的义务,以便确定投资总额不超过法定限额。同时,中介机构有权信赖投资者提供的收入或资产证明,同时也可以信赖第三方提供的投资者收入证明,避免因核实工作导致成本剧增。

5. 督促证券劝募人向投资者表明劝募身份。原则上,发行人只能在众筹中介机构的互联网平台上进行宣传活动,发行人不得在其他渠道或互联网平台从事宣传活动。在众筹中介机构的互联网平台上,发行人有权委托他人进行宣传、劝募活动。中介机构应督促接受委托的人公开报酬和劝募人身份。通过信息公开,防范违规劝募行为或者利益冲突,损害投资者利益。

6. 提供信息披露平台。《乔布斯法》要求中介机构为监管部门和投资者提供发行人准备的与证券发行有关的所有信息。包括:(1) 中介机构网站公开所有众筹信息,确保投资者能够通过中介机构网站浏览、保存或下载这项信息。(2) 任何证券发行之前 21 天,前述信息必须在中介机构网站公开。(3) 前述信息与发行人提供的其他信息,必须一直在网站公开,除非证券发行完成或取消。这些信息必须公开,中介机构不得以先开设电子账户为前提,拒绝公开这些信息。

7. 对投资者教育的义务。中介机构必须以平实、简明、准确、易懂

的语言解释投资要求,揭示有关风险与转售限制,确保投资者知晓存在投资全部损失的可能,并取得投资者教育的证明材料。美国投资者咨询委员会在向 SEC 提供的众筹监管意见中指出,SEC 应进一步采取措施,确保投资者清楚明白地认识风险,包括投资面临全部损失的风险。中介机构往往出于利益考虑,可能不愿意过于突出风险,降低投资者意愿,因此其提供的投资者教育信息,可能使用模糊表述淡化风险。投资者咨询委员会建议,监管部门可以要求投资者登录中介机构网站进行投资前阅读风险警示,并对众筹投资问题全部回答正确,才能证明中介机构履行相关投资者教育义务,投资者才能参与众筹投资。<sup>[13]</sup>

8. 与银行建立资金存管关系。要求银行机构作为合格第三方负责投资资金的存管、交付、转移,为投资者与发行人利益维护资金存管账户。募集金额达到目标,融资完成,中介机构应该立即指示存管银行将募集资金转移给发行人。当投资承诺被取消或者募集资金没有达到目标,中介机构要立即指示存管银行将资金退还给投资者。

9. 禁止参与证券发行宣传活动。禁止中介机构从事以下行为:一是持有、管理或者处置投资者资金或证券。二是对众筹发行的证券,提供投资建议,进行推介、宣传。三是对任何从事以上行为的员工、代理人提供报酬。四是中介机构的工作人员与融资主体存在其他利益关系。对中介机构的规定还适用于与中介机构存在关联关系的人,包括中介机构的合伙人、管理人、经理人,或任何履行类似职能的人、任何直接或间接控制融资门户的人,或受融资门户或融资门户雇员控制的人,但一般的文员或行政人员除外。SEC 认为,与发行人存在利益关系,可能导致中介机构滋生不良动机,偏袒有利益关系的发行人,损害投资者合法利益。

10. 禁止违法失信的中介机构参与众筹融资。中介机构资格具有以下情形的,禁止从事众筹业务:被判处犯罪行为、法庭禁止令和限

---

[13] 投资者咨询委员会(Investor Advisory Committee, IAC)系美国国会根据美国证券交易法第 39(a)条的规定在 SEC 内部设立的部门,负责向 SEC 提供关于监管执法、投资者保护、提高投资者信心与证券市场诚信度等工作。2014 年 4 月 10 日,投资者咨询委员会向 SEC 提出众筹监管意见。See Recommendation of the Investor Advisory Committee, Crowdfunding Regulation.

制令、特定监管机构最终的命令、SEC 的纪律处分命令、SEC 的中止—终止命令、被自律组织中止或开除会员资格等。该禁止情形与已有的豁免制度 D 条例 506 规则等类似,保持了制度的统一性、连贯性,便于理解使用。

## (二) 融资门户的专门要求

除遵守中介机构监管要求外,融资门户作为新创设的机构,还存在以下规定:

1. 允许融资门户变更组织形式、合并、分立、终止,但必须按照规定在 30 日内向 SEC 填报变更信息。因此,融资门户兼并重组、清算解散等,监管部门不予干涉,不设审批,采取填报相关监管信息,实行注册或者备案管理。

2. 融资门户不须具备最低净资本额。美国《1934 年证券交易法》实施细则要求证券经营机构必须拥有并维持一定资本额,并且要向监管部门报送年度资产负债表和损益表,满足净资本监管要求。融资门户不属于证券经营机构,不须具备最低净资本。同时,融资门户不持有、管理、占用投资者资金或者证券,因此《乔布斯法》没有对众筹网站提出最低净资本要求。

3. 融资门户必须购买雇员责任保险。SEC 认为,应由融资门户购买雇员忠诚责任保险,承担员工失信行为带来的经济损失。主要原因是:一是中介机构涉及募集资金转移与交割,可能影响投融资双方资金安全。考虑到融资门户没有最低净资本要求,购买保险可以为投融资双方提供一定保护。二是美国《1970 年证券投资者保护法》规定,证券经营机构成为投资者保护公司(SIPC)的会员后,因为证券经营机构的原因,投资者受到损失,单个投资者最多可以获得来自于投资者保护公司 50 万美元的赔偿。融资门户并非投资者保护公司的会员,投资者难以获得相应保护。为弥补这项不足,SEC 拟议监管规则规定,雇员保险是融资门户注册和存续的前提条件,承保的赔偿金额不低于 10 万美元,保险覆盖对象包括任何与融资门户有关的人,以及金融监管局规定的其他要求。

4. 允许境外网站申请成为融资门户,开展众筹业务。美国境外网站,符合条件的,可以依据《乔布斯法》和 SEC 监管规则申请成为融资

门户,开展众筹业务。但是,必须满足境外融资门户注册地或主要经营地的政府与美国签署了信息共享等备忘录,境外融资门户必须雇用美国律师开展相关法律业务,按照要求填报监管信息,接受美国监管等条件。

## 五、美国众筹立法特点与监管重点

美国众筹立法,把握互联网金融发展趋势和规律,在继承与扬弃传统证券制度的基础上,以豁免制度为依托,以信息披露为核心,以中介机构监管为抓手,精心设计降低融资成本的制度机制,较好地兼顾了促进融资与保护投资者的目标。

### (一) 立法特点

一是依托成熟的豁免制度,创新众筹豁免,为众筹提供法制保障。美国证券法律以注册为原则,要求证券面向普通投资者公开发售,必须进行发行披露以及持续披露。以注册豁免为例(美国证券法律制度中存在各类注册豁免规则),在面向合格投资者进行私募融资的场合,免除发行人特定注册义务,降低披露成本,为大量小微企业利用资本市场融资提供了条件。近年来通过豁免规则融资的规模占比越来越大,甚至超过了公开发行的融资规模。面临 IPO 融资成本居高不下,尤其是《萨班斯法》实施后的金融抑制,在充分利用豁免制度的便利性、便捷性的基础上,美国为小微、初创企业众筹融资,提供了制度框架,体现了豁免法律制度较强的适应性、衔接性,为资本市场发展注入了新的活力。

二是坚持以信息披露为主的监管思路。美国对众筹的监管仍然坚持以信息披露为中心,与其他豁免制度(如 D 条例 506 规则)的做法类似,免除了公开发售证券强制要求的注册义务。在免除特定注册义务、降低融资成本的同时,并不意味着放弃监管,更不是以牺牲投资者利益为代价。众筹发行人仍然要向信息披露电子系统填报基本信息,遵守市场监管与投资者保护的要求。为此,美国详细规定了众筹发行人信息披露义务。值得注意的是,信息披露过细将加重披露义务,降低众筹制

度吸引力,由于缺乏实践检验,美国的制度设计是否务实可行,仍然有待进一步研究。

三是将投资限额与财产公示制度结合,规定投资上限,控制最大损失。众筹发行虽然要进行必要的发行披露、持续披露,但披露要求较低,投资风险较高。从保护投资者角度出发,设定最高投资额,要求投资额与收入、资产挂钩,收入与资产高的投资者投资限额相应较高,收入与资产低的投资者投资限额相应较低。这一思路与美国健全的财产公示制度密切相关,较容易查询收入、资产状况,否则难以确定投资限额。

四是支持融资门户这类新的中介机构提供信息化服务。融资门户是《乔布斯法》创设的新的中介主体,定位于信息中介,主要从事信息服务,不能从事传统的证券服务、担保服务、增信服务等活动。融资门户不承担证券经营机构合规责任,经营成本大大降低,减少转嫁经营成本的冲动,从而间接降低融资成本,同时,由于引入新的中介机构,将促进市场竞争,改善市场服务。强化融资门户的信息服务与沟通桥梁作用,要求利用互联网提供全程、全方位的信息服务,保障投资者充分获得信息,缓解信息不对称问题,促进资本形成,助力创新创业。

五是以中介机构为重要抓手,强化投资者保护。美国完善了监管思路,提出符合众筹融资规律的监管框架。在降低融资成本,促进资本形成同时,兼顾投资者保护,维护投资者信心。在提供信息化服务同时,强调中介机构应履行反欺诈责任,主要包括进行背景核实以及发现风险后采取处置。发挥中介机构监测、过滤、防范风险的优势,强化看门人责任,防范众筹欺诈,切实保护投资者合法权益。

## (二) 监管重点及其不足

如前所述,美国证券制度中,众筹监管重点,主要是信息披露监管。发行人应履行与众筹发行有关的信息披露义务,减少信息不对称问题,满足投资者决策需求,起到保护投资者合法权益的作用。<sup>[14]</sup>

同时,美国众筹制度对信息披露的监管制度,相比其他私募融资制度,要求众筹发行人承担更重的披露义务,披露项目更多、次数更频繁,

---

[14] SEC Proposed Rules, *Crowdfunding Regulation*, p. 360.

体现出美国对众筹信息披露的强调。例如,依据拟议的众筹监管规则,众筹发行人要同时履行发行和年度信息披露义务,但是依据 A 条例,发行人除披露发行报告外,不需要披露定期报告,同时,依据 D 条例 504 规则,发行人募集资金不超过 100 万美元,不需要披露经审计的财务报告,也不需要持续披露定期报告。又如,众筹发行人要披露过去 3 年内该发行人其他涉及证券发行的众筹融资或者豁免融资,以便投资者了解发行人的股权结构、历史上的股票估值等。SEC 认为,众筹融资突出信息披露,有利于投资者评估众筹发行人投资价值、持续关注经营情况,为不同风险偏好的投资者提供投资机会,才能促进市场配置资源。<sup>[15]</sup>

美国采取以信息披露为主的众筹监管思路,与投资者结构、信息披露体系、司法行政制度等,存在密切关系。第一,投资者结构是坚持信息披露为中心的重要基础。信息披露制度的前提,首先是投资者具备投资能力、风险识别能力。美国投资者结构以机构投资者为主体,机构投资者能够有效使用披露的信息,阅读依据会计规则缮制的财务信息、股权信息、经营信息、风险问题,为决策提供参考,信息披露制度能够切实发挥作用。第二,司法体制为信息披露提供了有力的司法保障。如果存在虚假信息披露,投资者可以通过完善的司法制度维护合法权益。迫于司法制度强大的威慑,发行人不敢肆意欺诈。第三,美国具有以信息披露为导向的良好历史和实践传统。美国证券法律制度以信息披露为基础,具备健全的披露规则,能够较好满足投资者需求,资本市场与监管部门都比较熟悉有关制度要求。众筹制度承继这一制度安排,存在良好基础,有利于发挥既有成熟制度的作用。

美国采取以信息披露为主的众筹监管思路具有一定合理性,但是,这种监管思路存在一些不能忽略的问题。<sup>[16]</sup> 信息披露过重将降低众筹吸引力。众筹发行虽然豁免传统的注册义务,但发行人仍然必须履行必要的信息披露义务,与此同时,发行人对融资成本非常敏感,信息披露义务过重、监管过度,将降低企业利用众筹的意愿,损害众筹制度

---

[15] SEC Proposed Rules, *Crowdfunding Regulation*, p. 361.

[16] 投资者咨询委员会向 SEC 提出意见认为,众筹投资者面临股份价值难以评估、投资退出渠道不畅、股权稀释等问题。

的有效性。<sup>[17]</sup>此外,过多的信息披露,容易被市场竞争者利用,影响发行人尤其市场创新型、科技型企业的市场竞争力,从而降低发行人利用众筹融资的意愿。如何处理好信息披露与融资成本的关系,在保障投资者获得信息的基础上,简化信息披露内容,降低信息披露成本,平衡二者关系,对众筹融资至关重要。

## 六、政策建议

股权众筹是一项尚未定型、不断发展的新生事物,随着互联网与金融融合,还将出现新业态、新趋势,境内外都在积极探索更符合实践发展的制度机制。股权众筹具有复杂性、风险性。我国发展股权众筹面临较多挑战,要在借鉴境外经验的基础上,把握股权众筹特征与规律,围绕投资者保护的核心,健全投资者保护体系,夯实股权众筹持续发展的基础,处理好促进融资与投资者保护的关系,建立符合国情的股权众筹监管制度,发挥促进小微企业融资的作用。

### (一) 在法律层面确立股权众筹合法地位

经济发展进入新常态,小微企业、初创企业、创新企业的融资需求越来越明显,融资渠道不畅越来越严重,资本市场缺乏针对性包容性制度安排的问题越来越突出,亟待创新解决思路。众筹引入我国后,展现出服务小微、服务创新的优势。其中,股权众筹具有促进资本形成、资本积聚、缓解金融抑制的功能,已经受到国家高度重视、引起社会广泛关注。但是股权众筹发展受到多重制约,首当其冲的就是法制瓶颈,众筹容易触犯“非法公开发行证券”、“非法集资”等法律红线。针对此问题,需要加大法律供给力度,加强制度创新,破除制度瓶颈,拓宽众筹发展的法律空间。目前立法机关已经启动《证券法》修订程序,建议抓住修法机遇,在《证券法》层面确立众筹融资制度,确立众筹合法地位,彻

---

[17] David R. Burton, *Proposals to Enhance Capital Formation for Small and Emerging Growth Companies*, Testimony before the Capital Markets and Government Sponsored Enterprises Subcommittee of the Committee on Financial Services United States House of Representatives.

底解决为资本市场促进小微、初创企业融资提供法制保障。明确规定,股权众筹必须通过监管部门认可的互联网站、证券经营机构等中介机构进行,限定在一定期限内(如12个月)每个发行人的融资总额,以及每名众筹投资者的投资总额。

## (二) 创设众筹发行豁免规则

需要厘清的是,注册制因为存在较高融资成本而不适于小微企业。股权众筹虽然进行公开发行人,具有传统意义上利用注册制进行融资的外观,但股权众筹在融资金额、投资金额、信息中介、运行机制等方面,都与传统注册制存在明显差异,应该为股权众筹开辟一条绿色融资通道。减少信息披露义务,简化或者免除披露要求,努力使股权众筹制度作为一项“便宜”的制度,吸引小微企业运用,否则过高的融资成本、合规成本将阻碍股权众筹普及。鉴于注册制是明确的改革方向,宜在注册制推出的同时,一并研究推出豁免制度,提高注册制的完备性、协调性。具体而言,在注册制基础上,设立注册豁免制度,即在允许众筹发行人利用众筹中介机构互联网平台实现小额、快速融资的同时,免除发行人信息披露义务(仅履行简化的报告义务),使股权众筹成为用得起的融资方式。

## (三) 提升信息披露有效性

在股权众筹透明化、脱媒化条件下,信息披露是投资者保护的核心。要处理好信息披露与融资成本二者的关系。一方面,股权众筹发行人对融资成本敏感,合理减轻信息披露负担,会使众筹豁免规则更具吸引力,否则豁免规则难以发挥促进融资作用。<sup>[18]</sup> 另一方面,探索利

---

[18] 放松管制是美国豁免制度的重要启示。以A条例为例,这项制度是SEC制定的注册豁免制度,该制度允许面向合格投资者进行非公开证券发行。1997年利用A条例的融资达到峰值,共116笔,但自此后至2011年降至19笔。在美国豁免融资规模不断扩大的同时,A条例融资下降,重要原因就是监管负担繁重,例如,除要向SEC进行注册,经过审阅程序外,还受限于各州的证券监管。鉴于此,2013年12月,SEC公布的A条例修改征求意见稿中,拟放松对A条例融资的监管,包括免除各州对A条例项下融资的注册义务,简化向SEC进行注册的程序。See U. S. Government Accountability Office (GAO): *Factors That May Affect Trends in Regulation A Offerings*, July 2012 及 SEC Proposed Rules, *Amendments for Small and Additional Issues Exemptions Under Section 3(b) of the Securities Act*.

用互联网技术、大数据等,丰富信息披露手段和形式,提升信息披露有效性、针对性。

一是建立分层信息披露制度。如果按照传统做法,采用一种信息披露标准,搞“一刀切”,既忽视了众筹融资强调低成本的特点,也不适应投资者保护的需要。宜采取分层信息披露,信息披露可以与融资金额挂钩,达到义务与权益相匹配。融资额较大的,履行较严格的信息披露义务,执行较严格会计标准;融资额较小的,可以减少、免除部分信息披露义务与会计要求。分层信息披露一定程度上有利于解决投资者知情权与发行人融资成本问题。

二是减轻信息披露义务。小微、初创企业业务较单一,信息披露适当简化并不必然损害投资者知情权,关键是信息披露要充分揭示风险,说明影响投资者决策的重大事项,明白无误地展示企业未来发展情况,而不必拘泥于历史财务信息、过往经营情况。众筹豁免制下,发行人向监管部门、投资者提供的信息,应该较注册制要求的信息更个性化,突出发行人特点。鼓励自愿披露,突出信息披露个性化,突出对投资者有效的信息。免于季度、半年度披露,一般只需年度披露。

三是允许灵活的披露内容与方式。众筹发行人可能是没有经营历史的创业企业,或者是经营事项简单、涉及金额较低的小微企业,因此,披露内容与方式,应与传统的信息披露要求有所区别。例如,可以允许发行人用音像、图片、表格等可视化形式进行披露,披露内容不限于重大性事件,披露方式不局限于文字与数字。披露渠道主要是企业网站与众筹网站,采用电子化披露方式,免除在纸质媒体等其他社交媒体上披露的义务。

#### (四) 完善投资者保护专项措施

鉴于众筹投资者分散、维权成本较高、发行人经济赔偿能力有限,推动股权众筹发展,要完善投资者保护制度,多措并举,建立以事前保护为基础、事后救济为重点的保护机制,包括排除违法失信记录人利用股权众筹,建立投资者准入与投资限额制度,赋予投资者撤销投资承诺的反悔权,引入关于反稀释、股权退出等权利的合同性保护机制,拓宽投资退出渠道,探索建立专门的维权组织。

一是禁止存在违法失信记录的发行人利用众筹融资。第一,资格

禁止主体不仅包括融资企业、机构,也包括企业、机构的董事、监事、总经理、财务总监、控股股东、实际控制人等。第二,违法失信记录,不仅限于资本市场,也包括银行、保险等金融领域,从入口处防范不当行为人,加强事前保护。同时,考虑到我国小微企业群体庞大,融资需求强烈,宜在初期把股权众筹发行人限定在不存在违法失信记录,且符合有关部门如工信部规定的小微企业或初创企业。

二是建立投资者准入制度。美国允许所有投资者参与众筹,将投资金额与投资者收入、资产挂钩,仅对最高投资金额设限,控制单个投资者最大投资损失。这种思路与投资者适当性管理存在差异,投资者适当性管理要求在评估投资者风险承受能力与产品风险等级的基础上,将适当的产品推荐给适当的投资者。而美国众筹监管制度为扩大投资者范围,没有采取这种思路。我国资本市场发展历史较短,投资者经验欠缺、风险防范能力低,同时社会存在大量低收入群体,如果不对投资者准入作起码限制,可能出现低收入群体进入高风险的众筹市场,不宜照搬美国允许所有投资者参与众筹的规定。从稳妥谨慎角度出发,可以考虑设定必要准入条件,进行投资者测评,对经济能力、投资能力等明显偏低的投资者,要列入限制投资名单。在经过一段时期实践之后,再根据风险状况,研究是否允许所有普通投资者参与股权众筹。

三是建立投资限额制度。控制每名投资者投资总额,是众筹投资者保护的重要思路。美国的众筹豁免制度允许面向普通投资者,客观上增加了风险源。美国的应对思路是将投资总额与投资者收入资产挂钩,限制投资总额。在核实投资者收入方面,美国主要依靠投资者提供收入证明信息,并且众筹中介机构可以通过公开的纳税查询、征信查询等方式予以核实。美国的制度安排有一定合理性,但收入核实程序对社会配套制度要求较高,与美国完备的社会信用机制关系密切。而我国相关信用机制不健全,收入与投资总额挂钩的思路不具有操作性,不宜套用美国的制度。较为务实的思路是,设定一个较确定的总额,明确每名投资者在一定期限内不得超过这个总额,便于市场与监管部门掌握,并授权监管部门根据市场需要,依法调整投资总额。

四是为投资者设立反悔期,允许投资者有权在反悔期内撤销投资承诺。不管是预售类、回馈类,还是股权类众筹交易,一般都允许众筹

发行人确立一段时间的融资期限,在融资期限届满前,赋予投资者反悔权,有权撤销投资承诺。考虑到股权众筹融资期限短、涉及的发行人情况较为复杂,投资者可能存在决策盲目情况,应该在融资期限内确立一定时间反悔期,为投资者提供反悔机会,允许其在反悔期内撤销投资承诺。同时,应该明确规定,反悔期结束,则不能撤销投资承诺,如果融资金额达到目标,投资款项要按约定转给众筹发行人。

五是引入关于反稀释、股权退出等权利的合同性保护机制。美国《JOBS法案》与SEC拟议监管规则没有强制要求发行人、中介机构为投资者提供关于退出与反稀释等方面的合同性保护。这与美国市场制约机制较好、配套法律制度健全、投资者成熟度较高等原因有关,具有特殊性。但是,考虑到我国现实,建议要加强投资者保护力度,要求投资者参与发行人的众筹融资时,发行人应提供可选择的反稀释条款、股权退出条款,供投资者选择是否使用,但不强制所有的投资者都使用。一方面,增加投资者保护手段;另一方面,不事先代替投资者判断,由投资者与融资者协商博弈后自主选择。对选择反稀释条款、股权退出条款的投资者,发行人应作出专门的制度安排,严格履行合同条款。

六是健全众筹投资者退出渠道。目前,正在建设机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场。这些市场具有私募性,参与主体以机构投资者、合格投资者为主。建议探索将股权众筹市场与机构间报价与服务系统、证券公司柜台市场对接,允许众筹发行人在这些市场挂牌,拓宽众筹投资者退出渠道。

七是探索设立专门维权救济组织。借鉴《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发〔2013〕110号)关于探索建立中小投资者自律组织和公益性维权组织的思路,设立专门机构承担众筹投资者保护工作,为众筹投资者提供教育培训、维权救济、沟通交流等服务。在教育培训方面,要倡导理性投资,增强投资者自我保护意识,宣传互联网金融知识,促进掌握相关使用能力,提高防范网络风险意识和能力。在维权救济方面,由公益性维权组织向投资者提供公益帮助,接受投资者委托,向发行人提出民事损害赔偿,参与调解、和解、仲裁、诉讼等维权活动。在沟通交流方面,搭建交流平台,方便投资者之间、发行人之间、众筹中介机构之间、投资

者与相关市场参与方之间,进行有效沟通,营造良好沟通环境。

### (五) 强化信息中介的定位与监管要求

一是放宽众筹中介机构准入。明确股权众筹融资必须通过两类众筹中介机构:一类是证券经营机构;另一类是监管部门认可的互联网经营机构。两类中介机构都必须满足监管要求、信息安全要求。股权众筹经营资格宜采取牌照制,拓宽市场准入,减少行政干预,营造公平环境,促进市场竞争。

二是采负面清单管理模式,加强行为监管。证券经营机构与监管部门认可的网站,其定位严格限定于信息中介,允许从事展示、沟通、通知、公告等信息服务,并且实施负面清单监管,禁止从事证券经纪、承销、咨询等业务,也不得对发行人提供投资、担保、借贷、融资、增信等服务。证券经营机构具备证券业务资格,可以遵守相应业务资格,提供证券服务。

三是强化中介机构防范欺诈的义务。中介机构直接连接融资主体,是投资者保护重要主体。要督促其建立健全工作机制,核实融资主体的诚信状况,审核拟融资项目真实性。对涉嫌欺诈的项目要坚决排除,不能允许在众筹网站上发布融资项目。如果中介机构未尽到欺诈防范义务,要承担连带赔偿责任。

四是防范利益冲突。禁止中介机构以下行为:向众筹投资者提供证券投资建议;直接或者委托他人间接宣传、推销中介机构网站平台上销售的证券;持有、管理、处置投资者资金或证券,私设资金池、资产池;中介机构在网站平台上为自己、控股股东、实际控制人、关联方及其高管人员提供股权众筹服务;为众筹发行人提供担保、增信、借款等融资服务;其他存在利益冲突的行为。

五是提供互联网电子平台服务。明确要求众筹中介机构在网站建立互动、透明的交流平台,发挥汇集智慧、分享观点的作用。投资者对融资企业信息披露、资金使用、项目进展等存在疑虑,可以通过网站进行质询,督促众筹发行人及时有效反馈,充分保障投资者知情权。

六是建立资金与证券托管体系。SEC 拟议监管规则也专门提出中介机构要与第三方银行金融机构签署资金存管协议,由银行按照中介机构指令进行资金的托管、移交、流转等。托管体系包括资金与证券两

项托管体系,既是保护投资者合法权利的基础,也是众筹融资顺畅运行的条件,对维护众筹市场安全与稳定具有重要作用。缺少托管体系,融资主体、中介机构(尤其是众筹网站)就没有第三方监督与约束,容易引发道德危机,侵害投资者的资金与证券。因此,建议我国必须建立众筹的资金与证券托管体系,打牢股权众筹发展基础。

七是加强投资者教育。众筹中介机构要大力宣传利用合规的众筹网站的重要性,并把教育与风险揭示嵌入众筹投资前端,引导投资者了解众筹的投资模式与程序,认识小微、初创企业倒闭风险大、股权价值估算难度较大、股权流动性差、股权退出渠道不畅、股权稀释等问题,提高风险防范意识。

#### (六) 加强股权众筹监管执法

一是坚持综合监管、底线监管。股权众筹具有涉众化,要探索建立综合监管体系,加强与地方政府以及工商、金融、公安等执法部门沟通协作,加强监管联动,坚决取缔非法股权众筹机构,打击非法集资、非法证券活动,稳妥处置纠纷矛盾。有效利用媒体发现违法线索的作用。发挥监管部门派出机构属地优势,加强现场检查、核查,及时纠正、及时制止违规行为。严厉打击欺诈、隐瞒、侵占等损害投资者权益的严重违法行为。在守住系统性区域性风险的基础上,支持股权众筹健康发展。

二是推进信用信息共享。股权众筹具有虚拟化,对参与各方尤其是融资主体的诚信要求较高,应禁止存在违法失信记录的融资主体。目前,我国信用信息共享机制不健全,从事互联网金融业务的网站难以接入人民银行征信系统以及其他监管部门的诚信系统,缺乏采集融资主体的信用与诚信信息的渠道。建议以社会信用体系建设为契机,支持股权众筹网站与监管部门、自律组织建立共享机制,促进信用信息共享,加强诚信监管和诚信约束。

三是建立众筹监测体系。股权众筹具有电子化,要创新监管手段,探索将所有接受监管的众筹网站纳入电子化、实时化、全程化监测,对交易进程、资金流动进行分析、管理,防范合规风险。将股权众筹监测体系与证券期货稽查执法监测系统对接,加大违法违规行为线索的监测、发现能力,提高查处的预见性、针对性。

四是加强行业自律与行业服务。股权众筹作为一种新兴融资模

式,要更多汲取实践经验和智慧。自律组织具有贴近市场优势,在服务会员、促进创新方面,应该发挥更大作用。借鉴美国确立金融监管局负责自律监管的做法,明确证券业协会负责自律监管,强化制定规则、督促检查、约束惩戒等自律职能。加快制定行业业务指引,规范股权众筹参与各方行为。在行业大力倡导守法诚信,引导参与各方切实践信守约,对违法违规行为加强自律检查和惩戒。发挥自律组织联系会员、服务会员的作用,搭建行业沟通交流平台,加强调查研究,促进行业健康发展。

(本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关)