

美国《众筹法案》中集资门户 法律制度的构建及其启示

刘 明*

摘要:为促进股权众筹产业发展,美国《众筹法案》创立了集资门户,这一全新的众筹平台类型。相较于注册券商,集资门户的设立门槛较低,但业务范围也受到严格限制,只能从事基础性的信息和交易中业务,而禁止以任何方式参与或影响投融资双方的证券交易。我国股权众筹法律规范应借鉴集资门户这一制度设计,在平衡兼顾各方主体利益的基础上,对众筹平台的经营行为进行规范化管理,尽快结束现今众筹网站的无序经营状态。

关键词:股权众筹 集资门户 众筹法案
JOBS 法案

引言

在我国乃至全球范围内,小型企业融资难、融资贵问题都普遍存在,银行等传统金融机构在贷款方面的风险厌恶倾向,使其难以成为小型企业的主

* 中国人民大学法学院博士后流动站研究人员,法学博士。

要融资渠道,而公开发行证券的高额成本,也让小型企业只能望洋兴叹。然而近年来,股权众筹融资模式的出现,为该问题的解决提供了一条全新的思路。^[1] 据相关数据显示,2013 年全球股权众筹融资总额已超过 2 亿美元,这一数额在 2014 年度更将有望超过 10 亿美元。^[2]

在股权众筹的运作过程中,众筹平台(crowdfunding platforms)发挥着无可替代的中枢作用,其一方面为投融资双方提供了高效、廉价的信息沟通平台,使其投融资需求得以获得匹配;另一方面,则通过一系列制度和技术措施,为证券交易的安全性提供基础性保障,大幅降低投融资双方之间的信赖成本,有助于交易效率的提高。^[3] 毫不夸张地说,众筹平台的运转状况直接决定着股权众筹产业的发展前景。有鉴于此,在美国《初创期企业推动法案》(*Jumpstart Our Business Start-ups Act*,以下简称“JOBS 法案”)第三章:《众筹法案》(*Crowdfunding Act*)中,立法者不仅对众筹平台的一般经营行为设置了相关规则,而且还特别创建了集资门户(funding portal)这一全新的众筹平台类型,以期通过相对宽松的设立标准和规范化的经营规则,鼓励市场主体更多地设立和经营众筹平台,带动股权众筹产业的蓬勃发展。^[4]

在国家鼓励发展多层次资本市场的大环境下,^[5]我国股权众筹产业正处于快速发展时期。但由于缺乏具体、统一的监督管理规范,导致在实践中,众筹平台产业不得不面临主体法律地位界定不清、非法集资法律风险巨大、经营行为缺乏规范指引、投资人利益难以获得充分保护等多个难题,这显然不利于我国股权众筹产业的长远发展。可喜的是,我国证监会已经展开了对于股权众筹融资模式的调研工作,并着手制

[1] 参见袁康:“互联网时代公众小额集资的构造与监管”,载《证券市场导报》2013 年第 6 期。

[2] See Massolution, 2013 CF THE CROWDFUNDING INDUSTRY REPORT, 载 <http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>, 2014 年 8 月 1 日访问。

[3] Jonathan M. Barnett, *Intermediaries Revisited: Is Efficient Certification Consistent with Profit Maximization?* 37 IOWA J. CORP. L. 475, 476(2012).

[4] Phyllis Diamond, *Litigation Reform May Be Problematic in New JOBS Act Era*, NASAA's *Abshire Says*, Sec. Reg. L. & Rep., Oct. 1, 2012.

[5] 参见周小川:“资本市场的多层次特性”,载《金融市场研究》2013 年第 15 期。

定相关监管细则。其中,在众筹平台法律制度的建构中,美国《众筹法案》对于集资门户这一新型众筹平台类型的相关规定,无疑是值得我们研究和借鉴的。〔6〕

一、《众筹法案》创立集资门户法律制度的背景

(一) 股权众筹是一种面向公众的证券发行行为

所谓众筹(crowdfunding),是指筹资人通过众筹平台发布资金需求,吸引众多个体投资人进行集合性投资,从而为特定目标或企业经营发展寻求资金支持的一种直接融资模式。根据融资标的不同,众筹可分为捐赠众筹(donate crowdfunding)、回报众筹(reward crowdfunding)、借贷众筹(lending crowdfunding)和股权众筹(equity crowdfunding)四类。〔7〕其中,作为《众筹法案》规制对象的股权众筹,在法律性质上属于一种面向公众的证券发行行为,具体表现在以下几个方面:

第一,股权众筹是以发行证券为融资手段的直接融资行为。与其他众筹类型不同,股权众筹中的筹资人(又称发行人,issuer)是以发行证券法意义上的证券(security)来募集资金的。而且,此种证券交易法律关系是在投融资双方之间直接产生的,金融媒介并不作为一方当事人参与其中。〔8〕

第二,股权众筹以不特定多数普通投资人为融资对象。在《众筹法

〔6〕 由于美国国会将会《众筹法案》的实施细则制定权赋予了美国证券交易委员会(以下简称SEC),因此,SEC颁布的实施细则将和《众筹法案》一起,共同组成股权众筹法律制度的主体架构。2013年10月23日,SEC公布了《众筹法案实施细则(建议稿)》(Proposed Rule of Regulation Crowdfunding,以下简称《SEC建议稿》),虽然该建议稿至今尚未正式生效,但我们仍能从中看出立法者对于集资门户法律制度的核心建构思路。因此,本文将主要以《SEC建议稿》和《众筹法案》为依据,展开对美国众筹门户法律制度的研究。

〔7〕 C. Steven Bradford, *Crowdfunding and Federal Securities Laws*, 2012 COLUM. BUS. L. REV. 1, 5 (2012).

〔8〕 参见杨林瑞、尹良培:“中小企业融资问题的法律研究”,载《中国法学》2003年第3期。

案》中,立法者仅对股权众筹投资人的投资数额进行了限制,^[9]而未对其数量上限进行规定,亦未将其限定在“合格投资人”(accredited investor)的范围之内。^[10]换言之,投资人既不需要具备特定的资产能力和投资经验,也不需要与筹资人存在某种可以有效获得证券发行信息的较为密切的关系,就可以直接参与股权众筹融资。这使股权众筹融资,无论是根据美国最高法院在 SEC v. Ralston Purina Co. 案^[11]中确立的“需求保护”规则,还是根据美国第五巡回法院在 Doran v. Petroleum Management Corp 案^[12]中确立的“分离检验”标准,都应属于公开发行证券的范畴。^[13]

第三,筹资信息的传播具有公开性。股权众筹以互联网技术为依托,这就使筹资信息天然的具有公开传播特性。无论筹资人或众筹平台是否有意实施公开广告或一般性劝诱行为(general advertising or public solicitation),筹资信息都将持续性地处于公开可获得状态。此外,社交网络和自媒体技术的普及,也使筹资信息可能借由网络用户的行为,在更大范围内进行传播,并对潜在投资人产生影响。

综上所述,股权众筹在本质上是筹资人与不特定普通投资人之间发生的直接融资活动。在此种融资活动中,由于投资人群体的分散特性以及非专业性,使仅凭其自身力量难以有效消除其与筹资人之间的信息不对称情况。^[14]因此,要想有效规制筹资人行为,保护投资人的合法利益不受证券欺诈、不实陈述等违法行为损害,并营造一个有序的

[9] 参见《JOBS 法案》第 302 条(a)款。

[10] 所谓合格投资人,是指达到法定收入或净资产门槛的主体,具体标准参见美国《证券法》第 2 条(a)(15)款之规定。

[11] See SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119(1953).

[12] See Doran v. Petroleum Management Corp. 545 F. 2d 893(5th Cir. 1977).

[13] “需求保护”规则与“分离检验”标准的具体内容,可参见梁清华:“美国私募注册豁免制度的演变及其启示——兼论中国合格投资人制度的构建”,载《法商研究》2013 年第 5 期;郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 71~78 页。

[14] 参见彭岳:“投资性众筹的法律问题”,载《法学家》2013 年第 5 期。

投融资环境,适格中介机构(intermediaries)的加入将是必不可少的。^[15]而在股权众筹中,这一中介机构被统称为众筹平台,根据《众筹法案》之规定,股权众筹中的所有交易行为都必须通过众筹平台这一中介机构方可得以实施。

(二) 集资门户的诞生是成本收益考量的结果

对于股权众筹来说,由于投融资双方的交易标的主要是筹资人发行的公司证券,因此,由根据美国《证券交易法》第15条(a)款之规定,^[16]在SEC注册设立的证券经纪商/交易商(registered Broker-Dealer,以下简称注册券商)来设立众筹平台,并为投融资双方提供中介服务,无疑是一个顺理成章的选择。但是,由于股权众筹的筹资人只能是经营规模相对较小的新兴成长型公司(Emerging Growth Companies),^[17]且筹资规模较为有限,^[18]因此,对于大多数注册券商而言,为此种规模的证券交易提供中介服务,很可能是一笔并不划算的买卖。^[19]

正是意识到了这一问题,立法者在《众筹法案》中创造了集资门户,这一相较于注册券商,在设立门槛和经营成本等方面均要求较低的众筹平台类型。^[20]根据《证券交易法》第3条(h)款之规定,只要众筹平台的经营者能够遵守SEC设定的检查义务、强制性规定以及其他相关规则,并注册成为《证券交易法》第15A条项下的全国证券协会

[15] John L. Orcutt, *Improving the Efficiency of the Angel Finance Market: A Proposal to Expand the Intermediary Role of Finders in the Private Capital Raising Setting*, 37 ARIZ. ST. L. J. 861, 866 (2005).

[16] 由于《众筹法案》的条文内容,主要涉及对美国1933年《证券法》和1934年《证券交易法》的修订,因此,在本文对《众筹法案》法条进行引述时,如果涉及对上述两法条文的修订,将直接引用修订后的《证券法》和《证券交易法》的法条编号,不再标明《众筹法案》中的法条编号。

[17] 根据《JOBS法案》第一章之规定,本法案仅适用于“新兴成长型公司”,即在最近的会计年度中总收入低于10亿美元的公司。

[18] 根据《证券法》第4条(6)(A)款之规定,筹资人每年通过股权众筹方式募集的资金总额不得超过100万美元。

[19] 参见[美]丹尼尔·高凡:“‘众投’引发大众关注”,李丹译,载《金融市场研究》2013年第10期。

[20] 参见《证券法》第4A条(a)款。

(national securities association)的成员,^[21]就可无须按照该法第15条(a)(1)款之规定注册成为注册券商,而直接以集资门户的主体身份设立众筹平台。

总的来说,立法者创立集资门户这一众筹平台类型,主要是基于对设立和经营众筹平台的成本效益分析,意图通过相对较低的设立门槛,鼓励市场主体更多的设立众筹平台,进而以更为充分的中介服务带动股权众筹产业的发展。^[22]同时,集资门户法律制度的创立,也为那些在《众筹法案》通过前就已经开始提供股权众筹中介服务的众筹网站,提供了一条相对可行的“转正”之路。毕竟,相对于注册券商,要求这些网站注册成为集资门户,是一个更为合理的选择,不会使其因此承担过重的成本压力。事实上,从本质上看,集资门户就是一个发布众筹融资信息并为投融资双方提供需求匹配服务的网站,《众筹法案》只不过赋予了其一个新的名字——集资门户,并以法律的形式明确规定了其权利义务罢了。^[23]

(三) 集资门户的主要功能目标

根据《众筹法案》和《SEC建议稿》的相关规定可以看出,立法者希望将集资门户打造成为一个既能独立提供完整的股权众筹中介服务,同时又与注册券商在功能和经营模式上存在差异性互补关系的众筹平台类型。具体来说,集资门户的主要功能目标可归结为以下三个方面:

1. 投融资信息中介功能

信息中介是集资门户最为常用同时也是最为基础的功能。通过其架设的平台,筹资人能够以低廉的价格向社会公众发布各类筹资信息,吸引潜在投资人;而投资人则可以从种类丰富的融资信息中,发现符合其投资偏好的目标公司,并据此作出投资决定。除融资信息外,集资门

[21] 在现今美国法上,美国金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)是唯一适格的国家证券协会。因此在下文中,凡提及国家证券协会时,均以FINRA指代。

[22] Jason Best & Sherwood Neiss, *Crowdfunding Delayed Again, Blasted as a “Top Danger”*, <http://venturebeat.com/2012/08/22/crowdfunding-delayed-again-blasted-as-a-top-danger/>, 2014年4月7日访问。

[23] Stuart R. Cohn, *The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution*, 64 FLA. L. REV. 1433, 1439(2013).

户还需要依法向 SEC 和投资人承担筹资人信息的披露职能、向投资人提供投资风险教育材料,^[24] 以及与证券交易相关的各类通知和确认信息。^[25] 质言之,集资门户是股权众筹的信息集散中心,通过对各类相关信息的发布和传播,有效解决投融资双方之间的信息不对等现象,从而为证券交易的达成创造基础性条件。^[26]

2. 维护证券交易秩序功能

在信息中介功能外,集资门户还承担着维护股权众筹交易秩序的重要职能。具体来说,在促成股权交易的过程中,集资门户不仅需要对接筹资人和投资人的投融资主体资格进行审查,对筹资人履行法定义务的情况进行监督,还要对股权众筹的投资风险向投资人进行充分的披露,^[27] 以尽可能地降低证券欺诈和盲目投资行为的发生概率,从而为投融资双方创造一个真实、透明、有序的证券交易环境。因此,可以说,集资门户在股权众筹融资过程中,将始终承担着保障投融资双方各自行为合法性的安全阀职责。

3. 创造股权交易条件功能

根据《众筹法案》的相关规定,集资门户虽然不能以任何一方代理人的身份主动影响或促成证券交易,但是,其仍然承担着为投融资双方的证券交易创造必备交易条件的职能。^[28] 其中主要包括:在资金募集期内代表筹资人接受投资人的投资承诺 (investment commitment)、为证券交易过程中的资金流动提供制度保障、建立完备的交易信息通知和记录系统、为投融资双方的需求匹配提供信息检索工具等。^[29] 可以说,集资门户的主要经营业务,就是为股权众筹交易搭建基础设施,缺少了集资门户创造的这些交易条件,投融资双方的交易成本必将大幅提高,相互匹配的资金需求也只能停留在纸面上,而难以付诸实践。

[24] 参见证券法第 4A 条(a)(3)款。

[25] 参见《SEC 建议稿》第 304 条。

[26] C. Steven Bradford, *The New Federal Crowdfunding Exemption; Promise Unfulfilled*, 40 SEC. REG. L. J. P206 - 207(2012).

[27] 参见《证券法》第 4A 条(a)款、《SEC 建议稿》第 301 ~ 303 条。

[28] Joan MacLeod Heminway, *The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act*, UC Davis Business Law Journal, Vol. 13(2013).

[29] 参见《SEC 建议稿》第 402 条(b)(11)、(12)、(13)款。

总而言之,集资门户在股权众筹交易中,扮演了一个中立的综合性中介服务提供者角色。一方面,其综合了信息集散、交易监督、交易渠道等多项中介服务职能,为投融资双方在融资活动中各取所需创造必备条件,这与注册券商在证券公开发行活动中所发挥的作用颇为类似;另一方面,鉴于集资门户较为特殊的设立规则,集资门户还需要在与投融资双方的法律关系中,始终保持独立看门人(independent gatekeeper)地位,不能通过为任何一方提供有倾向性的服务来获取报酬,这点从立法者对集资门户经营行为的限制性规定中可见一斑,对此将在下文详述。

二、集资门户的设立规则和法定职责

根据规制目的和规则内容不同,《众筹法案》和《SEC 建议稿》对于集资门户的法律规范,可主要分为集资门户的设立规则、法定职责、禁止性规定和安全港规则这四个类别,本文将分两节分别对其进行介绍和分析。

(一) 集资门户的设立规则

《证券交易法》第3条(h)款和《SEC 建议稿》第400条,分别从注册豁免和设立条件这正反两个方面,对集资门户的设立规则作出了较为详细的规定。鉴于篇幅有限,本文仅对如下几项较为关键的设立规则进行介绍:

1. 向 SEC 递交包含集资门户主要信息的申请表

虽然集资门户在法律性质上已经区别于注册券商,但鉴于其证券中介服务提供者的本质属性,因此仍然需要向 SEC 提出设立申请,并填写一张内容与注册券商设立申请表(form BD)较为类似的表格,其中主要要求集资门户的经营者提供如下信息:集资门户的营业地和平台网站网址、集资门户的所有权和管理层结构、集资门户和其分支机构之间的关系、集资门户的第三方存管协议、集资门户的补偿安排(compensation arrangements)和忠诚保险的购买情况等。在集资门户正式注册设立后,SEC 还应将上述信息予以公开,并使其处于可被公众任

意搜索 (searchable) 的状态,从而达到增加注册流程透明度,并让公众监督集资门户设立行为的效果。

2. 注册成为 FINRA 的会员

根据 FINRA 制定的具体规则,集资门户申请人要想注册成为其会员,至少需具备如下基本条件:第一,有能力遵守联邦及 FINRA 制定的证券和集资门户相关法律规范,并有合理的监督系统对此予以保障;第二,与银行、注册券商、清算公司或其他必要机构建立法律法规所要求的合作关系;第三,通过书面形式公开所有直接或间接的资金来源,并建立有符合法律和自治组织要求的记录保留系统 (recordkeeping system)。^[30]

3. 承诺接受 SEC 和 FINRA 等法定组织的监管

虽然《众筹法案》有条件地豁免了集资门户注册成为注册券商的义务,但作为股权交易的中介机构,其经营行为仍应属于法定证券监管机关的管辖范围。因此,根据《众筹法案》和《SEC 建议稿》的相关规定,SEC 和 FINRA 等法定组织,将有权对其与股权众筹相关的所有经营情况进行监督和检查。^[31]同时,集资门户还应依法设置对某些特定经营行为的记录系统,^[32]以方便监管机关进行检查。

4. 购买忠诚保险

根据 SEC 建议稿第 400 条 (f) 款之规定,集资门户应购买忠诚保险,且保额最低为 10 万美元。所谓忠诚保险 (fidelity bond),是一种主要弥补投保人因他人的不诚信行为而遭受损失的保险类型,包括但不限于对因雇员的不忠行为而给投保人造成损失的补偿。^[33]之所以《SEC 建议稿》在《众筹法案》之外增设这一要求,主要是出于保护投资人资金安全的考虑,特别是当集资门户的工作人员违法挪用投资人资金并导致集资门户陷入破产时,忠诚保险的赔付,将可以为投资人提供

[30] FINRA 相关规定的具体内容,因篇幅有限故不逐一列举,具体可参见 <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/industry/p369763.pdf>,2014年7月18日访问。

[31] 参见《证券交易法》第3条(h)(1)(C)款、《SEC 建议稿》第403条。

[32] 参见《SEC 建议稿》第404条。

[33] See SEC Release No. 34-63961; File No. SR-FINRA-2010-059 (Feb. 24, 2011).

一定程度的救济。

从上述集资门户设立规则中可以看出,美国立法者并没有为了促进股权众筹产业发展而一味降低集资门户的设立门槛,而是十分重视其与投资人利益保护之间的平衡关系。毕竟,只有在股权众筹各方之间形成一个平等互利的交易环境,股权众筹产业才能真正走上持续性发展的轨道。此外,SEC要求集资门户注册成为FINRA这一非官方组织会员的做法,也给行业协会根据集资门户的实际运行状况,灵活调整并细化集资门户的设立规则,预留了制度空间,这对于经营形态尚未完全定型的股权众筹产业而言,无疑是十分重要的。

(二) 集资门户的法定职责

毋庸置疑,为投融资双方提供优质的中介服务并撮合其进行证券交易,是集资门户最为基础的经营目标。但是,若任由集资门户根据自己的需要从事经营活动,将可能造成不同集资门户之间的规则混乱,不利于整个产业的规范化发展。因此,《众筹法案》和《SEC建议稿》为包括集资门户在内的所有众筹平台规定了一系列法定职责,作为其经营行为的必备基础。^[34]

1. 采取措施防止证券欺诈

从筹资人的角度看,股权众筹与其他公开发行证券活动相比,最主要区别就在于发行豁免制度的适用,证券监管机关的核准不再是其公开发行证券的前置程序。但是,前置审批程序的取消,也给证券欺诈留下了可乘之机。^[35]因此,为避免此种违法行为给投资者利益造成损害,扰乱股权众筹的市场环境,立法者要求集资门户必须采取相关措施,降低欺诈行为的发生概率。^[36]详言之,这些措施可分为以下两种类型:

第一,对筹资人及其筹资行为的合规性进行审查。集资门户对于

[34] 需要说明的是,虽然本部分涉及之法定职责,大多通用于所有众筹平台类型,但为保持文章用词的统一性,故均以集资门户为代表进行表述。

[35] Thomas G. James, *Far from the Maddening Crowd: Does the Jobs Act Provide Meaningful Redress to Small Investors for Securities Fraud in Connection with Crowdfunding Operations*, 54 B. C. L. Rev. 1767(2013).

[36] 参见《证券法》第4A条(a)(5)款[《众筹法案》第302条(b)款]。

筹资人及其筹资行为的合规性审查,主要体现在以下三个方面:其一,集资门户应有合理的理由相信筹资人通过股权众筹进行融资的行为,是符合《证券法》第4A条(b)款中设定的所有条件的;其二,集资门户应有合理的理由相信,筹资人建立了有效的信息记录系统,从而能够对其通过股权众筹发行或出售的证券的持有者情况,进行准确的记录;其三,集资门户应对筹资人及其高管、董事或持有20%以上股权或受益权的人的背景和证券合规记录进行调查,如果其有理由相信上述主体存在《SEC建议稿》第503条中规定的失格情形(disqualification),或有潜在的欺诈行为可能,则应拒绝为该筹资人提供中介服务。如果集资门户无法获得必要的资料,以至于难以对筹资人的合规性作出有效评估,则也可以拒绝为其提供服务。此外,若集资门户在筹资人开始筹资活动后,意识到该筹资人或其发行行为的合规性存在问题,则必须及时将其从平台上移除,并向投资人进行退款。

第二,履行筹资人信息披露职责。在股权众筹中,集资门户是外界了解筹资人信息的最主要途径,保持该信息渠道的畅通,不仅可以保障投资人根据筹资人的真实情况作出合理的投资决策,而且也有利于监管机关和投资人对筹资人经营行为的合规性进行有效监督。因此,从这个意义上讲,要求集资门户对筹资人的信息进行及时、全面的披露,是有助于降低证券欺诈行为发生概率的。具体来说,集资门户的信息披露职责主要包括以下两个方面:其一,集资门户至少应在筹资人向投资人实际出售证券的21天前,向SEC和潜在投资人披露筹资人根据《众筹法案》第4A条(b)款和《SEC建议稿》第201条和第203条(a)款之规定所提供的各类信息;其二,集资门户应以公开可获得的方式,对上述信息进行披露。具体来说,集资门户应将上述信息持续性地放置于其平台之上,供所有访问者查阅并提供下载功能,直至筹资活动结束或取消。此外,集资门户还不得将注册成为其平台的用户,作为人们获取上述信息的前提条件。

2. 采取措施保障投资人作出理性的投资选择

由于《众筹法案》并未将投资主体限定在“合格投资人”的范围之内,因此,为防止缺乏投资经验(unsophisticated)的投资人因鲁莽的决策而遭受损失,立法者要求集资门户采取措施,为投资人架设一道风险

的防火墙。具体措施如下:

第一,通过提供教育资料使投资人了解股权众筹的基本规则和投资风险。首先,在实体上,集资门户应在教育资料中,全面说明股权众筹的基本规则,如股权众筹融资的程序、筹资人发行证券的类型、筹资人所承担的信息披露义务等;以及投资人可能遭遇的投资风险,如小型企业经营风险较高、股权流动性较差、股权可能被稀释、股权转售受限制等。其次,在程序上,集资门户应在投资人参与股权众筹的各关键节点,如开立账户前、决定投资时,以明白易懂的方式对其进行投资知识普及和风险的披露,并采取有效措施,确认投资人是在了解上述知识和风险的基础上,作出投资决策的。^[37]如要求投资人回答有关股权众筹的问题,对其进行风险承受能力测验等。

第二,对投资人的投资资格进行审查。详言之,在允许投资人对平台上的筹资人作出投资承诺前,集资门户应从以下两方面对其投资资格进行审查:首先,集资门户应确认投资人已在集资门户上正式开立账户,并同意以电子方式发送和接受各类信息、材料和通知;其次,集资门户应有合理理由相信,该投资人的投资总额未超过法定限额。^[38]鉴于如今尚不存在一个中央数据库,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,法律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。

3. 建立投融资双方的信息沟通平台

开源、共享的信息沟通,是预防和化解因信息不对称而造成的欺诈风险的最有效手段。毕竟,无论是多么高明和勤勉的外部监管者,都无法完全避免欺诈风险的出现,而如果能够通过制度手段,充分调动数量众多的投资人的信息搜集和分析能力,将集体的智慧用于对欺诈行为的防范,无疑有助于降低证券欺诈行为的发生概率。正是基于这种考虑,《SEC 建议稿》要求集资门户必须在其平台之上搭建一个信息沟通

[37] 参见《SEC 建议稿》第 303 条(b)(1)款。

[38] 参见《证券法》第 4 条(6)(B)款。

平台(communication channel),为投资人相互间以及投融资双方之间进行沟通,创造必要的条件。

具体来说,集资门户应保证其搭建的信息沟通平台在运行过程中,遵循如下规则:第一,集资门户不得实际参与投融资双方之间的交流,否则将可能构成向投资人提供投资建议;第二,集资门户应允许人们无限制地访问沟通平台中所讨论的所有内容,但出于减少无用信息的考虑,只能允许在集资门户上开立账户的正式投资人在其上发表意见;第三,为维护沟通平台中信息的真实性,集资门户应要求所有在沟通平台上发表意见的人明确披露其身份,特别是那些与筹资人存在各种利益关联的主体,以防止筹资人利用欺诈性手段吸引潜在投资人。

4. 对特定信息进行记录和保存

发行豁免规则的确立,^[39]使监管机关无法通过事先审查对股权众筹融资的合规性进行筛选,只能在融资活动的事中和事后对其进行监督,而能否全面、准确地获取融资活动相关信息,将直接决定监管行为的实际效果。因此,为方便监管机构履行监管职责,SEC要求集资门户全面记录下述几类信息,并在信息产生后的2年内,将其存储于可轻易获取的空间之中:^[40]

第一,与投资人相关的信息,其中包括投资人向集资门户提供的开户信息,以及投资人在集资门户上实施的投资活动信息等。第二,筹资人和其控制人的相关的信息。例如,筹资人为证明其符合法定筹资资格而向集资门户提交的资料,以及为履行信息披露义务而向集资门户提供的信息等。第三,集资门户搭建的沟通平台上的各类信息。既包括投资人之间进行的信息交流,也包括投融资双方之间的沟通情况。其中,应重点记录筹资人利用沟通平台与潜在投资人进行的交流情况。第四,与证明集资门户经营行为合规性有关的信息,以及集资门户所订立的与其经营行为相关的书面协议。第五,集资门户向投融资双方发出的所有通知和其他信息。第六,对在集资门户上完成融资情况的当日、月度和季度总结,以及对每个筹资人的融资情况的信息记录。

[39] 参见《证券法》第4条(6)款。

[40] 参见《SEC建议稿》第404条(a)款。

应该说,SEC要求集资门户履行对上述信息的记录和保存职责,不仅可以使监管者更为方便的对集资门户经营行为和投融资双方交易行为的合规性进行监督,而且也有助于督促集资门户在众筹融资过程中,自觉遵守和维护各项法律规定,可谓一举两得。

事实上,除了前文所列举的四项法定职责之外,集资门户还需要承担保护投资者个人隐私、为资金移转提供技术支持、反洗钱、向投融资双方履行通知义务等诸多职责。由此可见,虽然立法者为集资门户设置了相对较低的设立门槛,但在实际经营过程中,其所需承担的法定职责却仍然较为复杂,而设置这些法定职责的目的,则是为了维护股权众筹融资的良好秩序,并保护投资者利益不受侵害。

三、集资门户经营行为的禁止性规定与安全港规则

(一) 集资门户经营行为的禁止性规定

相较于注册券商,集资门户较为宽松的设立标准,使其在专业水平和风险防范能力等方面,与前者均存在一定差距。而为了避免此种差距给投资人利益造成损害,立法者将集资门户的经营行为严格限定在了交易中介的范围之内,禁止其以任何直接或间接的方式,实际参与或影响证券交易。^[41]具体表现为以下几个方面:

1. 不得向投资人提供投资建议或推荐投资机会

所谓不提供投资建议或推荐投资机会,是指集资门户不得以明示或默示的方式,依主观标准选择并向投资人推荐特定的筹资人。其中,典型的明示方法包括:对特定筹资人的商业前景进行评价、主动向投资人发送投资机会信息、对不同筹资人进行对比分析等;而默示方法则包括:将特定筹资人的信息置于网站明显位置进行展示、依主观标准对筹资人的信息进行归类和整理等。^[42]质言之,集资门户不得向投资人传

[41] 参见《证券交易法》第3条(a)(80)款。

[42] William Michael Cunningham, *The JOBS Act: Crowdfunding for Small Businesses and Startups*, Apress, 2012, p. 85

递一切可能对其投资决策产生倾向性影响的信息。此外,根据该项禁令,集资门户也不得主动参与投资人信息交流平台的讨论,仅可为该平台设立交流规范,并移除那些可能构成欺诈的信息。

2. 不得引诱购买、销售或认购在其网站上发行或展示的证券

一方面,集资门户不得充当证券销售人员的角色,通过群发邮件、传真、宣传单或其他传播手段向投资人推荐投资项目,^[43]引诱其购买通过集资门户发行的证券。另一方面,集资门户也不得自己购买,或作为转售方向投资人出售证券。也就是说,所有通过集资门户发生的证券交易行为,都必须且只能发生在筹资人和投资人之间,集资门户不得作为证券买卖合同的一方当事人参与证券交易法律关系。

3. 不得依据证券销售情况向第三人支付佣金

集资门户不得向其雇员、代理人或其他第三方支付报酬,作为向投资人实施引诱购买行为的对价;亦不得基于投资人对于筹资人证券的购买情况,向第三方支付报酬。也就是说,任何第三方不能通过向他人推销在集资门户上发行的证券,从集资门户处获得佣金(commission),除非该第三方是注册经纪商或交易商。此外,根据《证券法》第4A条(a)(10)款之规定,集资门户还不得向任何第三方购买潜在投资者的个人可识别信息。立法者作出上述规定之目的主要是减少集资门户采取高压销售策略(high - pressure sales tactics)和其他不当推销行为的动机,保障投资人利益不受侵害。

4. 不得持有、管理、保管或以其他方式处理投资人的资金或证券

根据众筹融资的行业惯例以及《证券法》第4A条(a)(7)款之规定,只有当投资人承诺投资的金额,在筹资期限届满前达到或超过筹资人预设的融资目标时,众筹平台才可以将募集资金转移给筹资人。因此,为防止集资门户侵吞或挪用投资人的资金,立法者要求其必须将投资人的资金直接交由合格第三方进行保管,而不能自行设立资金池,以任何方式占有投资人的资金。所谓合格第三方,通常是指与集资门户

[43] Michael L. Zuppone, *Demystifying the Recently Enacted Crowdfunding and Private Offering Reforms: Opportunities for Issuers and Investors*, Paul Hastings 7 (Apr. 2012), <http://www.paulhastings.com/assets/publications/2164.pdf>, 2014年7月22日访问。

以书面方式订立第三方存管契约(escrow),并有权将资金直接支付或退给集资门户指定的特定人的银行。^[44]

5. 集资门户及其关联人员不得与筹资人存在财务利益关系

为防止出现利益冲突,集资门户自身以及其董事、高管或合伙人,均不得与其平台上的筹资人存在任何财务利益关系(financial interests),或以服务报酬的形式接受筹资人的证券。^[45]所谓与筹资人存在财务利益关系,是指直接或间接持有筹资人的任何形式的证券,或对其证券享有经济利益。立法者之所以设置上述限制,主要是考虑到,如果允许集资门户及其关联人员因持有证券而与特定筹资人形成利益共同体,那么,前者就有可能倾向于采取更为激进的策略,甚至不惜以违法手段来促成该筹资人的融资活动。^[46]这不仅会使其他筹资人遭受不公平待遇,而且也会使集资门户陷入与投资人的利益冲突,从而不利于投资人利益的保护。

综上所述,立法者意图通过对一系列经营行为的禁止性规定,将集资门户的经营范围,限定在了匹配投融资双方的资金需求的领域,^[47]严格禁止其以自己的意志影响投资者的选择。而这背后所反映的是立法者极力希望避免集资门户与投资人之间存在利益冲突的立法理念。毕竟,相对较低的设立门槛和监管要求,使集资门户在面对与投资者的利益冲突时,难保不会将自己的利益凌驾于投资者之上。

(二) 众筹门户经营行为的安全港规则

在《众筹法案》公布后,上述禁止性规定引发了学界和从业者的广泛讨论,而焦点主要集中于如何准确界定其边界,以及是否会对集资门户的经营自由造成过大限制这两个方面。^[48]为回应这一问题,SEC专门设置了一系列安全港(safe harbor)规则,允许集资门户从事如下经营

[44] 参见《SEC 建议稿》第 303 条(e)款。

[45] 参见《证券交易法》第 4A 条(a)(11)款。

[46] Abraham Cable, *Fending for Themselves: Why Securities Regulations Should Encourage Angel Groups*, 13 U. Pa. J. Bus. L. 107, 112(2010).

[47] Stuart R. Cohn, *The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution*, 64 Fla. L. Rev. 1433, 1439(2012).

[48] Shekhar Darke, *To be or not to be a Funding Portal: Why Crowdfunding Platforms Will Become Broker - Dealers*, 10 Hastings Bus. L. J. 183(2014).

行为：

1. 依据客观标准对筹资人信息进行筛选、整理和展示

虽然根据前述规定,集资门户不得对其平台上的筹资人进行任何主观评价,但这并不意味着集资门户不能对其进行任何的筛选和整理。毕竟,杂乱无章的信息环境中,投资人是很难快速、准确地发现和选择投资对象的。因此,SEC在综合考量保护投资人利益与提高融资效率这两方面需求后,决定允许众筹平台依据客观标准,对筹资人信息进行筛选、整理和展示。

所谓客观标准,主要包括两层含义:其一,集资门户选择的标准本身应是客观的,不能包含任何隐性的推荐或认可意思。较为典型的客观标准包括:筹资人的地理位置、从事的行业、发行证券的类型、预计筹资的数额、已完成筹资的进度等。其二,集资门户对该标准的适用应是公开、持续且非歧视性的。^[49]换言之,集资门户应对所有筹资人一视同仁地适用其公开设定的标准,而不能存在“特事特办”的情况。进言之,在严格遵循客观标准的前提下,集资门户可通过以下方式对筹资人信息进行必要处理,以提高股权众筹的融资效率:

第一,对是否接纳筹资人在其平台上发布筹资信息进行筛选。集资门户可根据既定经营方针,以客观标准为依据对筹资人的范围进行限定。例如,集资门户可仅向从事特定行业或处于特定地区的筹资人提供众筹平台服务,并拒绝其他筹资人的服务请求。而此种对于筹资人的事先筛选,不应被视为一种投资建议。^[50]

第二,对筹资信息进行突出展示。在现行技术条件下,无论集资门户采取何种信息展示方式,所有的筹资信息都不可能得到完全均等的展示机会,而那些处于明显位置的筹资信息,显然更有机会得到投资人的关注。但是,只要这些获得突出展示机会的信息是依据客观标准选定的,那么集资门户的中立属性就不会受到影响,突出展示也不会被认为含有主观评价的色彩。当然,即便此种突出展示是来自于客观标准

[49] Douglas S. Ellenoff, *Making Crowdfunding CREDIBLE*, 66 Vand. L. Rev. En Banc 19 (2013).

[50] 参见《SEC建议稿》第402条(b)(1)款。

的选择,集资门户也不能因此向该筹资人索取额外的报酬。^[51]

第三,为投资人提供信息检索工具,以便于其对平台上的筹资信息进行查找、排序和分类。^[52]在筹资信息过载的情况下,投资人对于筹资信息的选择成本将大幅提升,因此,立法者允许众筹平台以客观标准为基础,为投资者提供多元化的信息检索工具,以帮助其更为高效地找到符合其投资偏好的筹资人,提高投融资需求的匹配效率。例如,集资门户可将融资目标的完成度作为搜索条件,方便投资人快速找到那些将要完成融资目标的热门筹资人。

2. 向筹资人提供与筹资行为相关的建议和帮助

对绝大多数筹资人而言,股权众筹融资都是个新鲜事物,对于《众筹法案》及相关法律法规的了解程度也有所欠缺。因此,为了降低筹资人的融资成本,方便其利用股权众筹进行融资,并保证其融资行为的合规性,SEC允许集资门户向筹资人提供与筹资行为相关的建议和帮助。^[53]例如,集资门户可以向筹资人告知股权众筹的相关程序和规则;向筹资人提供格式模板,指引其完成法定的信息披露义务;通过向筹资人解释各类证券的法律特征,帮助其选择最适合的证券发行类型等。总之,只要筹资人的协助行为,不会使特定筹资人在与他人的竞争中获得特殊或额外的优势,那么该行为就应属于避风港的范围之内。

3. 向为集资门户招揽客户或提供其他服务的第三人支付报酬

根据上述禁止性规定,集资门户仅可在符合下述条件时,向为其招揽客户或提供其他服务的第三人支付报酬:第一,报酬与在集资门户上发行之证券的销售和购买情况,不存在直接或间接的关系;第二,第三人并未向集资门户提供潜在投资人的“个人可识别信息”。例如,第三人可以提供一个集资门户的超级链接,以招揽潜在投资人访问集资门户,而集资门户可根据该链接的点击量向该第三人支付报酬。此外,集资门户还可以通过与注册券商签订合作协议,相互提供服务并获

[51] 参见《SEC 建议稿》第 402 条(b)(2)款。

[52] 参见《SEC 建议稿》第 402 条(b)(3)款。

[53] 参见《SEC 建议稿》第 402 条(b)(5)款。

得报酬。例如,注册券商可以通过向投资人推荐集资门户上发行的证券,向集资门户收取佣金;而集资门户则可以通过向注册券商提供信息技术支持,收取服务费用。但是,避风港规则不允许集资门户因向注册券商发起的证券销售活动推荐潜在投资者,而获得以交易为基础的报酬。^[54]

统观上述对于集资门户经营行为的禁止性规定和安全港规则,我们可以看出,立法者在设定上述规则时,始终秉持着均衡兼顾各方主体利益的立法理念。一方面希望通过一系列禁止性规则的设定,以制度手段将集资门户定位于纯粹的交易中介地位,从而防止其与投资人之间发生利益冲突;另一方面则意图通过安全港规则的设置,为集资门户的经营行为预留了充分的制度空间,使经营集资门户有利可图。毕竟,只有集资门户的健康发展,才能带动整个股权众筹产业的整体进步。

四、集资门户对我国众筹平台法律制度建构的启示

(一) 我国众筹平台的发展现状及面临的问题

证券公司高昂的经营成本与股权众筹较小的市场规模之间的反差,决定了我国在现阶段,由证券公司设立众筹平台,在经济上并不具有可行性。因此,一批以提供股权众筹中介服务为主要业务的众筹网站应运而生,并迅速填补了众筹平台市场的空白。正是众筹网站的出现,让我国股权众筹产业在短时间内得到了较为迅速的发展。^[55]然而,一个不容忽视的问题是,众筹网站在现行证券法律制度中的主体地位十分模糊,绝大多数众筹网站只是依据《公司法》设立的普通有限责任公司,这与其所从事的证券中介服务的特殊性,显然是不相匹配的。而这也给我国众筹平台产业的健康发展,造成了如下制约:

[54] 参见《SEC 建议稿》第402条(b)(7)、(8)款。

[55] 根据《2014年中国众筹模式上半年运行统计分析报告》的统计,仅2014年上半年,原始会、天使汇和大家投这三家主要的股权众筹网站,就为超过430位筹资人募集了约1.56亿元人民币的资金。

1. 众筹网站的经营行为存在合规性风险

在实践中,随着股权众筹市场规模的逐渐扩大,我国众筹网站的经营范围也有所扩张,从最初较为单一的发布筹资信息和搭建交易通道,逐渐扩展到了证券经纪、投资咨询、尽职调查、场外交易等多个领域。然而,由于股权众筹涉及证券发行行为,而依据我国现行证券法律规范,只有经由证监会批准设立的证券公司或其他证券服务机构,才有资格从事各类证券服务业务。因此,这就使未取得相关法定从业资格的众筹网站,在经营过程中普遍面临着较大的合规性风险。

此外,由于我国尚无针对股权众筹的证券发行豁免制度,因此,众筹网站为股权众筹融资提供中介服务的行为,还有可能触及“擅自发行股票、公司、企业债券罪”的红线。这使在实践中,众筹网站不得不通过实名认证、限制人数等方法将投资人限定在“特定”范围之内,以求避免触碰公开发行的监管红线。^[56]然而,此种自缚手脚的法律规避方法,不仅会对股权众筹的融资效果产生负面影响,而且在缺乏明确法律依据的情况下,也仍然存在相当程度的法律风险。^[57]

2. 缺乏统一的设立和经营法律规范

由于缺乏统一的设立和经营法律规范,我国众筹网站尚处于自由生长阶段。固然,较为宽松的制度环境,有利于众筹网站探索新的经营模式,改进股权众筹的融资环境,但其产生的副作用却更为显著。首先,设立规则的缺失,使市场主体无论是否具备相应资质和能力,只要符合开设网站的法定要求,就可以设立众筹网站开展业务,这可能造成整个行业的鱼龙混杂。事实上,近期频发的P2P网站携款潜逃事件,已经为我们在这方面敲响了警钟。其次,缺乏统一的经营规范,也可能使众筹网站出于各种目的,从事一些与其自身专业水平和风险承担能力不相符的经营活动。

例如,某些众筹网站希望能够全面介入对筹资人的尽职调查,并根据结果对其投资价值进行评价,虽然其初衷是更为有效地把控投资风

[56] 参见杨东、苏伦嘎:“股权众筹平台的运营模式及风险防范”,载《国家检察官学院学报》2014年第4期。

[57] 参见彭冰:“非法集资行为的界定——评最高人民法院关于非法集资的司法解释”,载《法学家》2011年第6期。

险,从而吸引更多投资人。^[58]但其实际效果却可能将投资风险大量积聚到众筹网站自己的身上,一旦筹资人的经营出现困难,在我国具有“刚性兑付”需求的金融环境中,投资人就很可能将责任归咎于众筹网站,并要求其进行赔偿。^[59]而众筹网站通常又不具备此种偿付能力,最终受损的还是投资人。

3. 缺乏有效的行业监督规则

众筹网站主体法律地位不清造成的另一个问题,就是行业监管的缺位。虽然根据年初国务院对于互联网金融监管的划分,股权众筹的监管权明确归属于证监会,^[60]但由于相关众筹法律规范尚未出台,使监管机关在监管时面临无法可依的问题。特别是在对众筹网站的监管方面,如何有效平衡保护投资人利益与鼓励经营模式创新、提高融资效率之间的关系,仍有待相关立法的完善。这也是目前我国众筹网站的经营模式和发展方向均较为混乱的重要原因之一。

总而言之,由于缺乏明确的法律定位,我国众筹网站大多处于自由发展却无规则可循的状态,这让股权众筹融资的安全性,并未获得社会公众的广泛信任和认可,而只在少数专业投资者范围内具有一定影响。金融在本质上就是一种对于信用的交易,在缺乏投资人基本信任的前提下,我国股权众筹产业注定将面临着难以突破的发展“瓶颈”。

(二) 我国众筹平台法律制度建构的关键:创立新的众筹平台类型

总体来看,由于我国股权众筹产业的发展轨迹,与美国《众筹法案》创立集资门户时的制度背景十分类似,因此,笔者认为,在我国股权众筹法律制度的建构过程中,有必要效法《众筹法案》,将众筹网站升格为集资门户这一独立的众筹平台类型,并通过对其设立规则、经营范围、法定职责、监管程序等事项进行特别规定,以使其走上阳光化和规范化经营的发展轨道。换言之,在集资门户法律制度确立后,所有从事股权众筹中介服务的经营者,要么选择注册设立证券公司,要么选择

[58] 参见“国内众筹平台闯入股权融资禁地”,载《中国证券报》2013年10月9日版。

[59] 参见梅俊彦:“股权众筹模式异变 平台‘一人演多角’暗藏隐忧”,载《中国证券报》2014年8月1日版。

[60] 参见陆玲:“股权众筹监管踌躇”,载《财经》2014年第21期。

注册成为集资门户,并且在法定许可范围内从事经营行为,履行法定职责;而不能在未经注册的情况下,擅自设立股权众筹平台,并超越法律规定从事经营行为。具体来说,在建构我国集资门户法律制度时,除了可以在具体制度安排方面,参考《众筹法案》和《SEC 建议稿》的相关规定外,更为重要的是把握其中所蕴含的制度精神和立法理念。其中,又以下述两个方面最为关键:

1. 平衡兼顾各方主体的利益需求

在股权众筹融资中,筹资人作为资金的需求方,是筹资项目产生的源头;投资人作为资金的供给方,是满足筹资人资金需求的基础,而众筹平台作为中介服务提供者,则是资金资源得以在投融资双方之间高效配置的保障。由此可见,在参与股权众筹的三方主体之间存在互相依存的利益关系,对于任何一方利益的忽视或过度倾斜,都可能使股权众筹的运行链条发生断裂。^[61] 因此,在股权众筹法律制度的建构过程中,应时刻保持平衡兼顾各方主体利益这一立法理念。

具体到集资门户而言,立法者所要解决的主要问题是,如何合理规划集资门户的经营范围和法定职责,从而在充分保护投资者利益的前提下,为集资门户预留合理的盈利空间。在这方面,《众筹法案》的制度设计具有重要借鉴意义,其一方面是为了保护投资人的利益不因利益冲突而遭受损害,对集资门户的经营行为作出了诸多禁止性规定;另一方面则设置了与之相应的安全港规则,并允许集资门户根据筹资人的筹资金额收取佣金(transaction-based compensation),而此种盈利方式原本是为注册券商所独有的。^[62] 除此之外,在我国众筹平台法律制度的建构过程中,还可通过以下制度设计实现对各方主体利益的均衡兼顾。

[61] Luis A. Aguilar, *Investor Protection is Needed for True Capital Formation* (Mar. 25, 2012), <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/03/25/investor-protection-is-needed-for-true-capital-formation/>, 2014年7月23日访问。

[62] Alexander Davie, *Thoughts on the Proposed Crowdfunding Regulations*, *LexisNexis Legal Newsroom Banking and Finance*, July 1, 2014, <http://www.lexisnexis.com/legalnewsroom/banking/b/venture-capital/archive/2014/01/07/thoughts-on-the-proposed-crowdfunding-regulations.aspx>, 2014年7月20日访问。

第一,以基础功能加单项许可方式确定集资门户的经营范围。如上所述,鉴于集资门户相对宽松的准入标准,从保护投资人利益的角度出发,应在原则上将集资门户的经营范围限定在单纯的信息和交易中介方面,禁止其以任何直接或间接的方式,实际参与或影响投融资双方的证券交易。但与此同时,也应允许集资门户根据自己的经营需要,通过向证券监管机关申请特定业务许可的方式,依法扩大其经营范围,从而以更为多元化的业务类型吸引投资人,并获得更大的盈利空间。而特定业务的法定审批标准,恰好可以作为投资人利益保护与集资门户盈利模式扩张之间的平衡点,这与我国证券法律制度所采取的证券业务准入制度,也是相符合的。

第二,合理设置集资门户对于第三方信息的审查义务。客观地说,在股权众筹产业的起步阶段,应本着谨慎的态度给予投资人更多的保护。但此种保护不应达到不惜一切代价的地步,否则,这个代价将可能是股权众筹产业的消亡。值得注意的是,《SEC 建议稿》并未对集资门户应对投融资双方披露的信息承担何种性质的审查义务作出明确规定,而此种不确定性,势必会在相当程度上增加集资门户的经营成本。^[63] 特别是当筹资人存在虚假陈述情形时,集资平台是否需要因此承担证券欺诈的法律责任,将对其经营成本产生重大影响。笔者认为,从权利义务对等的角度来看,集资门户作为投融资双方的中介服务提供者,理应对其提供的资料承担必要的审查义务,但原则上应以形式审查为主,并根据一般注意义务标准,对其中可能存在的明显的欺诈行为进行筛查即可,而不应要求其承担过重的实质审查义务。^[64]

2. 通过制度安排充分调动集体的力量

由于股权众筹本质上是一种聚沙成塔式的集资方式,是众包(crowdsourcing)与小额贷款相互结合的产物。^[65] 因此,借由众筹平台

[63] Assaf Hamdani, *Gatekeeper Liability*, *Southern California Law Review*, Vol. 77, 2003.

[64] 参见田春雷:“金融资源公平配置的法学分析——兼论中国金融法的新价值”,载《法学评论》2013年第3期。

[65] Paul Belleflamme, Thomas Lambert, Armin Schwiendacher, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, *Journal of Business Venturing*, Forthcoming, CORE Discussion Paper No. 2011/32.

所汇集的,不仅是表现在外的来自于众人的资金,还应包含潜在的来自于众人的智慧,而此种集体智慧的力量,无疑远超任何单一主体的能力范围。^[66] 这点在维基百科的成功中,已经得到充分的印证。因此,从某种程度上说,能否通过制度手段充分调动和利用集体的智慧,将在很大程度上决定着众筹平台法律制度的设计是否科学合理。

在这方面,《SEC 建议稿》中要求众筹平台设立沟通平台的制度安排,对我国众筹平台法律制度具有重要的启示意义。具体来说,借由沟通平台的建立,立法者为投资人提供了一个开放式的信息交流和分享机制。一方面,使得投资人可以通过相互间的信息沟通,自发地对筹资人作出的陈述的真伪以及实际经营情况进行查明,并以此为基础作出更为理性的投资选择,降低遭遇投资欺诈的风险。^[67] 另一方面,投资人自我保护能力的增强,也在相当程度上降低了众筹平台(特别是集资门户)的监管负担,从而使其能够获得更为宽松的发展环境。毕竟,众筹平台的监管力度和经营成本之间是存在正相关关系的,要求其承担过重的审查义务,可能会破坏股权众筹各方主体之间的利益平衡关系,并非一种明智地选择。此外,在面对证券欺诈行为时,除了强调众筹平台应积极履行监管义务外,还可以通过建立一套便捷、高效的投资人集团诉讼制度,来降低单个投资人的诉讼成本,使其通过自己的力量来获得救济。^[68] 而投资人集体诉讼渠道的通畅,对于维护股权众筹融资活动的秩序,也具有重要的作用。^[69]

总而言之,在信息充分开放的互联网环境中,个体投资者不再是手无寸铁,需要监管者呵护备至的婴儿,而是真正具备独立意识和自主能

[66] C. Steven Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, 2012 Colum. Bus. L. Rev. 1, 114 (2012).

[67] See SEC, *Study Regarding Financial Literacy Among Investors* 15 (2012), <http://www.sec.gov/news/studies/2012/917-financial-literacy-study-part1.pdf>, 2014年6月24日访问。

[68] Thomas G. James, *Far from the Maddening Crowd: Does the Jobs Act Provide Meaningful Redress to Small Investors for Securities Fraud in Connection with Crowdfunding Operations*, 54 B. C. L. Rev. 1767 (2013).

[69] 参见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社2004年版,第210页。

力的理性人。此时,若依然选择完全依靠中介机构对投资人的利益进行保护,反而可能会使后者被一种投资安全的假象所迷惑,并对股权众筹的市场环境产生盲目乐观情绪。从长远看来,这既不利于投资人利益的有效保护,也可能过度增加众筹平台的监管负担。因此,在我国众筹平台法律制度的建构过程中,应根据网络技术的自身特点,以制度手段充分发掘投资人的集体智慧,并将其合理运用到保护投资人利益,降低证券欺诈风险,提高资金需求匹配效率等各个方面,进而建立起一个更为健康、有序和高效的股权众筹融资环境。^[70] 毕竟,聚合来自于众人的各方面力量,才是众筹融资的终极意义。

[70] Oskari Juurikkala, *The Behavioral Paradox: Why Investor Irrationality Calls for Lighter and Simpler Financial Regulation*, 18 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 33, 82 (2012).