

美国股权众筹平台的定性 及其对我国的启示

——以美国证券众筹法案为视角*

李文莉** 刘鲁滨***

摘要:股权众筹是互联网金融下新兴的融资模式,美国在众筹法案中引入股权众筹平台,作为连接发行人和投资者的信息中介和保护投资者的安全港。众筹法案其将众筹平台定位为集资门户和证券经纪商,一方面可以降低股权众筹平台成本;另一方面可以为众筹平台提供灵活的注册选择。我国可以借鉴美国对于众筹平台双重定位的思路,规定我国众筹平台可注册为证券经纪商或集资门户,并明确众筹平台的权利义务,使之有效发挥对股权众筹的监管作用。

* 本文为司法部2014年度国家法治与法学理论研究项目“证券发行注册制的法理内核与审核机制研究”(项目编号:14SFB4007)、上海市社科规划课题项目“证券发行注册制的法理基础与实现路径”(项目编号:2014BFX014)、2015年国家社科基金重大项目(第二批)“基于国家金融安全的互联网金融立法与国际治理对策研究”子项目“互联网金融涉众型风险的立法及国际治理对策研究”的阶段性研究成果。

** 上海对外经贸大学法学院教授。

*** 上海对外经贸大学法学院法律硕士研究生。

关键词: 股权众筹平台 集资门户 证券经纪商

引言

我国最早出现的众筹融资平台是2011年4月份上线的点名时间,随后追梦网、淘梦网、天使汇等逾百家众筹融资平台陆续落地,并各具特色。^[1] 2014年股权众筹平台呈几何增长,2015年上半年一些行业背景雄厚,拥有丰富资金实力的互联网巨头及专业投资机构也都纷纷加入到股权众筹的行列中。^[2] 因此有人称2015年为股权众筹元年。^[3] 但是在股权众筹平台遍地开花的背景下,由于缺乏法律规制和监管机构,问题就不断地暴露出来。尤其是众筹平台到底在股权众筹中担当何种角色,具体应该如何定性? 2015年10月30日,美国证券交易委员会通过了《JOBS法案》第三章,即股权众筹规则(以下简称《众筹法案》)。《众筹法案》对于众筹平台的定性和相关制度设计都为我国法律制定提供了参考,值得我们学习和研究。

一、美国股权众筹的信息中介:股权众筹平台

(一) 股权众筹平台界定

“众筹”一词最初来源于英文“crowdfunding”,是crowdsourcing(公众搜索)和microfinancing(微型金融)二词含义的融合,顾名思义,众筹的含义就是面向公众筹集资金,特别指以资助个人、公益慈善组织或商

[1] 参见周振国:“股权众筹在中国的发展及面临的法律风险”,载京都律师事务所网,<http://www.acla.org.cn/html/lilunyanjiu/20141020/18396.html>,2016年1月5日访问。

[2] 参见2015中国股权众筹行业发展报告,2015年8月。

[3] 参见李俊慧:“业内人说:2015股权众筹元年,狂热之后的冷处”,载iDoNews网,<http://www.donews.com/net/201512/2913221.shtml?Mobile>,2016年1月5日访问。

事企业为目的的小额资金募集。^[4] 股权众筹平台就是在股权众筹交易中担任中介机构的众筹网站。众筹平台主要有两种法律定性:一是传统的证券经纪商;二是新型的集资门户。《众筹法案》明确规定,发行和销售证券进行众筹交易必须通过中介机构。此外,《众筹法案》还进一步规定了中介机构相关的权利义务,认定中介机构作为建立融资沟通渠道,本质上是互联网论坛,允许潜在的投资者和其他人发表评论。^[5]

(二) 股权众筹平台的职能:信息中介和安全港

股权众筹平台作为连接发行人和投资者之间的中介,在众筹交易中起到至关重要的作用。股权众筹是一种直接融资行为,中介机构在众筹交易中具体有何种职能? 主要可归结为以下两个方面:

1. 信息中介:传递发行人和投资者之间的信息

在通过网络平台筹集股权资本的新世界里,不再需要传统的承销商。相反,投资者和企业实质上可以通过互联网平台获得更多的相关信息。^[6] 众筹虽然是一种直接融资方式,不需要类似银行之类的金融中介,但是仍需要信息中介平台传递发行人和投资者之间的信息,促进众筹交易的顺利进行。信息中介机构在证券交易中可能有不同的作用,它们可以作为发现者(在交易中识别潜在的投资者或合作伙伴),也可以作为市场参与者(提供可靠的评估和监测服务)。^[7] 股权众筹平台作为中介机构,发挥着不可替代的作用:一则为发行人提供一个融资平台,发布融资需求;二则也为投资者提供一个投资机会,并将双方的信息进行匹配,促成两者合意达成。同时,众筹平台还要及时向证券交易委员会披露发行人的相关信息,成为证券交易委员会的信息收集平台。

[4] 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。

[5] See C. Steven Bradford, *Crowdfunding Regulations and their Implications: Shooting the messenger: The liability of Crowdfunding Intermediaries for the Fraud of Others*, University of Cincinnati Law Review, Winter, 2014.

[6] See Kurtis Urien & David Groshoff, *An Essay Inquiry: Will The Jobs Act's Transformative Reregulatory*, Texas A & M Law Review, Spring, 2014.

[7] See Joan macleod Heminway, *The New Intermediary on the Block: Funding portals under The Crowdfunding Act*, Business Law Journal, Spring, 2013.

2. 安全港:保护投资者免受发行人的欺诈

《众筹法案》中对众筹中介的规定,在一定程度上可以看成是投资者保护的安全港。但是如何实现“安全港”的实际功能,需要采取不同的监管策略。^[8] 众筹在互联网的基础上依靠“群体的智慧”^[9]进行交易,防止欺诈风险和保护投资者。但是放在众筹的背景下,普通投资者没有投资经验和风险识别能力,仅仅依靠“群体的智慧”是不能彻底解决发行人和投资者之间的信息不对称问题。美国许多评论家担心,众筹投资者专业能力的相对缺乏,以及降低的信息披露义务,将会为欺诈的土壤提供滋养的肥料。^[10] 因此,如果要解决发行人欺诈问题,保护投资者的合法利益,就必须加入中介机构,分担证券交易委员会的监管职责。

根据上文众筹的概念,股权众筹平台并不代表众筹交易发行人和投资者任何一方,除了作为传递信息的中介,还可以承担保护投资者的法律责任,分担证券交易委员会的职能。通过相关的制度设计和措施,保护投资者,保障证券交易的安全性。例如,《众筹法案》规定,众筹平台应该按照委员会制定的规则采取措施,降低交易的欺诈风险,包括对销售证券的发行人的所有高管、董事或任何拥有超过20%已发行股票的股东的背景及其证券执法监管历史进行核查。^[11] 以此来解决发行人和投资者之间信息不对称问题,保护投资者受到发行人的欺诈。

二、美国股权众筹平台的定性:证券经纪商和集资门户

(一)美国股权众筹平台的双重定性

根据《众筹法案》,证券必须通过众筹网站才能进行出售,而这些

[8] 参见余涛:“众筹规制探究——一个规范分析的路径”,载《证券市场导报》2015年第3期。

[9] “群体的智慧”最早由詹姆斯·索罗维克(James Surowiecki)在《群众的智慧》(*The Wisdom of Crowds*)中提出:群众的智慧比少数精英分子更聪明。

[10] Kurtis Urien & David Groshoff, *An Essay Inquiry: Will The Jobs Act's Transformative Rregulatory*, Texas A & M Law Review, Spring, 2014.

[11] 参见《JOBS法案》第304条b款。

众筹网站也必须向证券交易委员会注册为证券经纪商或集资门户。证券经纪商作为传统的众筹平台在《众筹法案》颁布之前就已经规定在《1934年证券交易法》中,《众筹法案》的颁布为证券经纪商开拓了新的业务市场。而由于“集资门户”是《众筹法案》创造出来的一种新型的融资平台,作为众筹豁免的亮点,与证券经纪商共同为发行人和投资者服务。

1. 传统的股权众筹平台定性:证券经纪商(broker - dealer)

证券经纪商是指发现或指引投资者或客户投资公司的证券中介机构的实体或个人,也可以是操作或控制证券电子交易平台的实体或个人。^[12] 证券经纪商只有在证券交易委员会进行了注册,才能开始证券交易。注册为证券经纪商一般时间长、成本高。反欺诈条款禁止证券经纪商虚假陈述或误导遗漏重要事实,欺诈或操纵的行为和做法。证券经纪商只能推荐合适的投资或投资策略给自己的客户,不能参与内幕交易。所有这些措施都作为投资者保护的保障措施。此外,证券经纪商还必须加入自律性组织。^[13] 当证券经纪商向自律性组织注册时,必须以文件的形式向自律性组织提交每个可能影响证券交易的相关人。证券经纪商的“关联人”是指任何合伙人,主任,主管,部门经理,或证券经纪商的员工等。^[14] 如果关联人打算参与完成证券交易,必须通过股票经纪人系列7的考试并符合其他资格条件。

2. 新型的股权众筹平台定性:集资门户(funding portal)

根据《众筹法案》的规定,集资门户指仅按照《1933年证券法》第4(6)条款所规定的涉及证券发行或销售的交易中任何受他人委托担任中介的人。^[15] 集资门户豁免是指可以选择不注册为证券经纪商,而是选择注册为集资门户,豁免了注册为证券经纪商的烦琐程序和成本。但是,集资门户并不是完全的脱离证券交易委员会的监管,集资门户还

[12] See Shekhar Darke, *To Be or Not to Be a Funding Portal: Why Crowdfunding Platforms will Become Broker - Dealers*, *Hastings Business Law Journal*, Winter, 2014.

[13] 参见美国《1934年证券交易法》第3(a)(12)款。

[14] See Shekhar Darke, *To Be or Not to Be a Funding Portal: Why Crowdfunding Platforms will Become Broker - Dealers*, *Hastings Business Law Journal*, Winter, 2014.

[15] 同注[11]。

是需要到证券交易委员会进行注册,提交集资门户特定的表格。此外,集资门户也需要注册成为一个全国性的自律性组织的成员,同时接受证券交易委员会和自律性组织的双重监督和检查。集资门户的功能类似于证券经纪商,但是其仍须满足作为“守门员”的要求,防止诈骗与滥用,还须确保投资者对投资及其风险有所了解,并监督投资者遵守投资额上限。^[16]

集资门户网站一方面豁免了注册为证券经纪商;另一方面也规定了一系列禁止性规定,不得提供如下服务:^[17]

1. 提供投资意见或建议。
2. 通过招揽购买、销售或发行方式,吸引购买其网站或门户上发行或展示的证券。
3. 因实施此类劝诱行为或根据其网站或门户上所展示或推介的证券销售,对相应员工、代理人及其他个人支付报酬。
4. 持有、管理、拥有或以其他方式处理投资者基金或证券;或参与证券交易委员会按照规则确定的其他行为。

(二) 股权众筹平台双重定位原由

《众筹法案》明确规定,发行和销售证券进行众筹交易必须通过中介机构。根据美国目前的情况,只有证券经纪商最符合条件,但是为何还要规定一种全新的股权众筹平台—集资门户。也就是说,股权众筹平台为何要进行双重定性?

1. 降低股权众筹平台成本

证券经纪商作为传统的融资平台,在《众筹法案》通过之前就已经存在。由于证券经纪商符合股权众筹中介各项标准,因此自然纳入了股权众筹平台的定性中。传统证券经纪商需要在美国证券交易委员会注册登记,手续繁杂,成本相对较高,大多数的众筹平台没有足够的收入支付证券经纪商的注册花费。从有利于筹资者融资的角度来说,法律法规对众筹中介的限制不应太过严苛,应降低众筹中介的经营成本,

[16] See Abbey R. Stemler, *The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power - and money - of the masses*, Kelley School of Busines, 2013.

[17] 同注[11]。

促进众筹中介业务的发展,进而由其为筹资者提供更加低廉高效的融资服务。^[18]因此,《众筹法案》的出台允许这些众筹网站根据自己的特点选择注册为证券经纪商或是集资门户。

2. 有益于灵活选择注册平台模式

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,立法者特别创建了集资门户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。^[19]这就意味着,证券交易委员会设立一个门槛较低的集资门户并不是一时兴起,而是经过深思熟虑。除了上面提到的成本原因,也有益于众筹平台灵活选择注册模式。股权众筹作为一个新兴的融资方式,证券交易委员会在进行规制时,该机构应保持其对中介的重视,并尽量较少限制,让市场去决定市场参与者主体的优劣,小心地不要扼杀众筹行业和潜在的就业创造与调控,以最大限度地提高资本形成的可能性。^[20]也就是说,集资门户的设立可以让一些本来不符合证券经纪商条件的网站也可以参与到众筹中来,与证券经纪商共同会促进整个股权众筹行业的发展。

三、证券经纪商 VS 集资门户

众筹网站可以选择注册为证券经纪商或者集资门户,那众筹网站会倾向于哪种注册呢?《众筹法案》对于证券经纪商和集资门户提出了一般性要求,也着重对于集资门户进行了特别的规定。注册为证券经纪商的成本昂贵,程序烦琐,相对于注册为负担更重的证券经纪商,

[18] 同注[8]。

[19] 参见刘明:“美国《众筹法案》中集资门户法律制度的构建及其启示”,载《现代法学》2015年第1期。

[20] See Andrew C. Fink, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the Crowdfunding Act*, University of Detroit Mercy Law Review, Fall, 2012.

《众筹法案》使集资门户注册成为了更便利的选择。因此,许多人认为众筹平台将选择注册为集资门户。但是,注册为证券经纪商会一方面可以为众筹平台带来更多的收入,业务选择更灵活;另一方面因为经纪商的注册和监管都较为严格,监管更透明,为投资者提供更有利的保护,可以吸引更多的潜在投资者。此外,相较于证券经纪商,虽然集资门户的设立门槛较低,但其业务范围受到严格限制,只能从事基础性的信息和交易中介业务,禁止以任何方式参与或影响投融资双方的证券交易。^[21] 所以究竟选择注册为何种平台还需要仔细对比两者的利弊。

(一) 注册程序不同:低门槛的集资门户注册

在所有的证券业务参与者中,针对证券经纪商的管理规定是最为庞杂和详尽的。^[22] 证券经纪商注册需要一定的时间,首先,证券经纪商要向证券交易委员会提出注册申请,申请要符合经营能力等标准,通过证券经纪商的一系列考试。其次,除了联邦注册,证券经纪商也有可能向不同的州进行注册。即便进行跨州豁免证券交易也会违反州内豁免,这是因为州内豁免的证券经纪商不得在其他州的交易所进行交易,无论是否在本州有办事处的交易所进行下单。^[23] 在注册后,证券经纪商还必须不断检查其是否符合美国证券交易委员会的证券经纪商标准,《1934年证券交易法》也对其进行了许多实质性的监管规定,以保护投资者的利益。集资门户虽然可以免除注册为证券经纪商的繁琐程序和较高成本,但是仍要接受证券交易委员会的审查,遵守欺诈等规则。两者都要向全国证券协会的自律性组织进行注册,目前符合条件的只有美国金融业监管局(FINRA)。^[24] 相对于集资门户,证券经纪商的注册程序更复杂、成本更高,比集资门户要受到更多的监管。

[21] 同注[19]。

[22] 参见高如星、王敏祥:《美国证券法》,法律出版社2000年版,第172页。

[23] 参见[美]路易斯·罗斯、乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第604页。

[24] 美国金融业监管局,FINRA是The Financial Industry Regulatory Authority的简称,中文翻译为美国金融业监管局。成立于2007年,美国金融业监管局(FINRA)由美国证券交易商协会(NASD美国当时最有影响的证券业自律组织)和纽约证券交易所监管局(NYSERegulation, Inc.),合并发起成立。

(二) 收益模式不同:高收益的证券经纪商

根据《众筹法案》,允许向合格投资者进行大范围的募集资金,进行大范围募资的人购买或者出售证券都不会获得报酬,除非他是证券经纪商,这种报酬被称为基于交易的报酬。^[25] 如果众筹平台注册为证券经纪商,他们可以基于交易的成功获得一定的收入,并且这种收入方式是非常可观的。证券经纪商没有像集资门户的限制性规定,因此可以向合格投资者宣传有潜力的投资机会,这样众筹成功的可能性也会增加,证券经纪商也会获得相应的回报,是一种互利的局面。

因为集资门户豁免了注册为证券经纪商,所以,证券交易委员会为了防止集资门户增加收入而进行不利于投资者保护的 sales strategy,禁止集资门户获得任何基于证券交易成功的报酬,只允许其收取一般固定性的手续费。注册为证券经纪商的众筹网站,可以通过成功发行或者销售证券,获得以交易为基础的报酬,增加他们的收入。如果将两者的收入进行客观性的比较,注册为证券经纪商的众筹网站收取以交易为基础的报酬可以比集资门户获得更多的收入。因为证券经纪商众筹平台的收入将根据在众筹交易平台做的交易或者成功完成一轮融资计算。^[26] 例如,一个发行人要筹集资金 10 万美元,另一个发行人要筹集资金 100 万美元,无论筹集资金的数额,也不论是否成功,集资门户都只收取固定费用,假如是 5000 美元。而假如注册为证券经纪商的中介机构收取募集资金的 5%,如果众筹是成功的,证券经纪商众筹平台将收取 5000 美元或者 50000 美元。^[27] 注册为证券经纪商的众筹网站也可以像集资门户一样只收取固定费用,长此以往,相比集资门户,证券经纪商收取的费用肯定比集资门户多。对于集资门户,无论融资是否成功,都只收取固定费用是不利于众筹网站未来的发展壮大的。

(三) 投资建议规定不同:禁止提供投资建议的集资门户

对于集资门户的一个限制性规定就是禁止其向投资者提供投资建

[25] See Shekhar Darke, *To Be or Not to Be a Funding Portal: Why Crowdfunding Platforms will Become Broker-Dealers*, *Hastings Business Law Journal*, Winter, 2014.

[26] 同上注。

[27] See Michael B. Dorff, *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, *Journal of Corporation Law*, Spring, 2014.

议。其实这是基于保护投资者的角度提出的,防止投资者受到欺诈。但是,从另一个角度看,禁止提供投资建议或建议也不利于保护投资者。《众筹法案》最大的特点就是允许普通投资者进入众筹,而普通投资者相比合格投资者而言,没有投资经验,在一定程度上投资建议的存在,可以帮助草根投资者进行投资选择,有更高的成功潜在可能性,远离投资风险。此外,《众筹法案》规定众筹豁免的目的就是保护普通投资者。通过注册为证券经纪商,众筹网站可以提供投资建议,而集资门户网站不能提供投资建议。虽然《众筹法案》规定,中介机构要确保每个投资者阅读了投资者教育资料,并确保投资者知道自己有失去全部投资的风险。但是,对于大多数投资人在众筹网站按下“接受”按钮时,都是走马观花,并没有认识到这些提示的重要性。而在访问证券经纪商的众筹网站时,对于支付了投资顾问费用的投资者,对于专家的提示会更加的重视。在某种程度上,这将使众筹平台成功地向投资者履行自己的义务。

股权众筹和天使投资最相类似,根据研究表明,天使投资的结果是高度倾斜的,因此,一小部分的投资占了大部分的回报。在美国的研究中,投资前 10% 的获得了高达 75% 的总回报,52% 的投资都在亏钱。^[28] 天使投资都是成熟的天使投资人,失败率都如此高,更何况没有经验的普通投资者。成熟的天使投资人可以进行多元化投资,并在投资前进行深层次的调查,用以降低风险。而普通投资者没有投资经验,由于缺少行业知识和经验,也不可能进行调查和多元化投资,只能接受这种高风险的投资,在某种程度上与赌博无异。投资建议能使资金规模较小的、没有经验的投资者作为投资者在实践中学习的机会,同时也能保护他们避免遭受难以承受的损失。^[29] 可以看出在这个时候专业人士投资建议的重要性,也许这些建议不能完全剔除风险,但是会帮助投资者降低一定的风险。因此,提供投资建议的证券经纪商更有利于保护投资者。

[28] See Robert Wiltbank & Warren Boeker, *Returns to Angel Investors in Groups*, 2007.

[29] See C. Steven Bradforden Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, *Columbia Business Law Review*, 2014.

(四) 公开招揽规定不同:广泛公开招揽的证券经纪商

集资门户网站不能通过招揽购买、销售或发行方式,吸引购买其网站或门户上发行或展示的证券。^[30] 虽然对于招揽没有明确的定义,一般认为,不允许集资门户网站使用电子邮件,传真,邮寄宣传片,和其他通讯,促进特定投资。^[31] 公众可以在集资门户网站无限制地访问他们的在线众筹证券平台,但他们不能强调任何特定的投资机会或向特定的投资者传达。^[32] 集资门户只能依靠服务质量的好坏进行竞争,而不能向投资者和潜在的众筹发行人宣传任何特定的投资机会。这一限制阻碍了《众筹法案》规定的众筹豁免的目标实现,因为如果集资门户不向投资者作广告,集资门户可能无法让投资者投资股权众筹。然而,招揽购买的限制并不适用于注册为证券经纪商的众筹网站。因此,证券经纪商可以广泛宣传和进行一般劝诱,通过电子邮件,广播电台、电视台和其他方式促进证券发行,大量吸引投资者。通过宣传广告作用,证券经纪商会更容易地吸引到潜在投资者。

(五) 员工激励机制规定不同:员工机制更优的证券经纪商

集资门户不能因实施招揽行为或根据其网站或门户上所展示或推介的证券销售,对相应员工、代理人及其他个人支付报酬。^[33] 集资门户只能向其员工支付基本工资,不能补偿任何在其网站成功进行招揽和促成出售证券的员工。如此一来,员工便没有诱导投资者作出特定投资决定的动机了。当员工尽心尽力完成一项公司业务时,却无法获得与其付出相等的回报,这样将不会激励员工努力工作。试想在一个付出与回报不成比例的公司,如果员工不齐心协力,那公司就会是一汪死水。员工不会积极完成工作,集资门户网站就不会完成筹资工作,这样不利于股权众筹的发展。而且,善于招揽买卖的员工会倾向于选择去注册为证券经纪商的众筹网站,完善的员工激励机制会有利于回报员工的付出。证券经纪商的众筹网站比集资门户会吸引更多的优秀员

[30] 同注[11]。

[31] See Michael L. Zuppone, *Demystifying the Recently Enacted Crowdfunding and Private Offering Reforms: Opportunities for Issuers and Investors*, Paul Hastings, 2012.

[32] 同注[11]。

[33] 同注[11]。

工,也间接有利于众筹的完善与发展。

四、美国股权众筹平台的定性对我国的启示

随着股权众筹平台的数量和规模在我国不断的发展壮大,问题也不断暴露出来,法律的缺失阻碍着股权众筹的再进一步发展。行业巨头参与的股权众筹平台上线后,对于股权众筹进行了重新洗牌,良莠不齐,众筹平台的收费模式也没有统一的标准,征信系统不健全都制约着众筹的进步。虽然李克强总理在政府工作报告中明确表明支持互联网金融,而且2014年年底证监会也公布了《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》,但是截至目前,仍没有正式的法规出台。可能的原因是股权众筹作为一个新兴的融资方式,立法者仍举棋不定该如何规定,尤其是对于股权众筹平台的规制。因此,下文会根据美国对于众筹平台定性和《众筹法案》的立法框架和监管思路,提出对我国股权众筹平台的一些启示。我们并不是全盘接收,还是应该扎根于我国资本市场的土壤制定相关法律和配套规则。

(一) 明确定性众筹平台为证券经纪商或集资门户

众筹平台不仅起到了匹配投融资需求的居间作用,同时也掌握了投融资过程中的重要信息。^[34] 众筹的各方参与者对众筹拥有持续信心的根本在于众筹网站任何时候都以一种专业的方式进行活动,世界各国对从事股权众筹业务的中众筹网站都要求在有关金融监管或证券监管机构注册或许可。^[35] 因此,《众筹法案》的监管重点在于对众筹网站的监管。众筹网站可以选择注册为证券经纪商或集资门户,《众筹法案》规定,允许众筹网站在一定条件下注册为集资门户,豁免其按照要求注册为证券经纪商。^[36] 这在一定程度上降低了众筹网站参与股权众筹的门槛,鼓励众筹网站推动股权众筹的进行。我国可以学习

[34] 参见杨东、刘翔:“互联网金融视阈下我国股权众筹法律规制的完善”,载《贵州民族大学学报》2014年第2期。

[35] 参见樊云慧:“股权众筹平台监管的国际比较”,载《法学》2015年第4期。

[36] 参见《JOBS法案》第304条a款。

《众筹法案》的经验,将众筹的监管重点放在对众筹网站的监管上,对众筹网站进行证券经纪商和集资门户双重定性。因为在我国目前的体制下,集资门户尤其是股权集资门户难以获得合法地位,这就要求我国法制进行相应调整,对集资门户这一新生事物进行确认和规范,通过设立合理的注册登记条件筛选适格的集资门户,明确其法律地位并将其纳入监管对象范围。^[37] 在注册方面,众筹网站可以自由选择注册平台模式,既可以选择注册为证券经纪商,也可以注册为集资门户这个新的平台模式。

(二)明确教育投资者和调查发行人义务

股权众筹平台不仅是沟通投资者和发行人之间的桥梁,还负有保证众筹交易顺利进行的责任。这些网站须满足作为“守门员”的要求,防止诈骗与滥用,还须确保投资者对投资及其风险有所了解,并监督投资者遵守投资额上限。^[38] 美国对众筹平台的责任进行了详细规定,我们可以借鉴其相关做法,明确对于投资者的教育义务和对发行人的披露、调查义务。根据《众筹法案》规定,中介机构有责任采取证券交易委员会规定的各项措施以减少欺诈风险。众筹网站承担起教育投资者的重任,该责任分为三个组成部分:首先,确保每个投资者阅读了按照SEC标准制定的投资者教育资料;其次,确保每个投资者正面肯定他理解自己可能损失所有投资;最后,确保每个投资者回答各种问题以表明他理解投资企业的风险和众筹证券的低流动性。^[39] 为了保护投资者,我国也应该在投资者教育上加重众筹网站的责任,让众筹网站承担相应的投资者教育和投资者保护职责,确保每个投资者阅读并理解投资风险,不至于盲目投资。当然,投资者教育的资料不能是中介机构随便设置,而应该由证监会统一划定标准,设定标准阅读文本,防止众筹网站逃脱责任。

[37] 参见袁康:“互联网时代公众小额集资的构造与监管——以美国JOBS法案为借鉴”,载《证券市场导报》2013年第6期。

[38] See Abbey R. Stemler, *The JOBS Act and Crowdfunding: Harnessing the Power - and Money - of the Masses*, Business Horizons, 2013.

[39] 参见吴志国、宋鹏程、赵京:“资本市场监管:平衡的艺术——美国对众筹融资监管思路的启示”,载《征信》2014年第3期。

如果证监会对每个发行人进行尽职调查,程序会非常复杂,容易推高众筹融资的发行成本,因此证券交易委员会主要依靠事后执法和行业自律。此时可以由众筹网站分摊证监会职责,明确规定众筹网站调查发行人义务。众筹平台要对销售证券的发行人的所有高管、董事或任何拥有超过20%已发行股票的股东的背景及其证券执法监管历史进行核查。^[40]《众筹法案》规定众筹网站要向证券交易委员会和投资者披露发行人的信息,用以解决信息不对称问题,降低交易的欺诈风险。如果众筹网站存在欺诈性陈述,如他们知道张贴的材料是欺诈性的,故意忽略了危险信号,众筹网站应当承担赔偿责任。^[41]

(三) 确保投资者投资总额不超过上限

任何投资都会有风险,风险和投资是一对影影不离的双胞胎。因此,作为股权众筹平台需要做的一件事情就是向投资者充分地披露股权众筹的风险,设定能够参与股权众筹的门槛。^[42]众筹门户作为投资者适当性管理的义务主体,应当在投资者进行用户注册时对其背景和财产状况进行审查和确认,并自动完成投资者分类。在投资者选择众筹项目并作出投资决策时,众筹门户应根据投资者类型按照适当性规定作出是否接受投资者该项投资请求的决定。^[43]确保只有当筹集的资金总额达到或超过目标发行总额时,发行收益才能属于发行人,并允许所有投资者可以撤销其出资承诺。^[44]《众筹法案》改变了传统的监管思路,限制了投资者的投资总额,对于这一规定的实施主要交给众筹网站。而我国众筹网站具体如何实施,还是任重而道远的,需要各个众筹网站进行联网,共同分享投资者的投资信息。美国拥有成熟的社会征信系统,促进了美国资本市场的健康发展。我国也应该加快社会信用体系的构建,实现中介机构联网信息分享,提高失信成本。至于上限

[40] 同注[11]。

[41] See C. Steven Bradford, *Shooting The Messenger: The Liability of Crowdfunding Intermediaries For The Fraud of Others*, University of Cincinnati Law Review, 2014.

[42] 参见李湛威:“股权众筹平台运营模式比较与风控机制探讨”,载《当代经济》2015年第5期。

[43] 参见袁康:“资本形成、投资者保护与股权众筹的制度供给——论我国股权众筹相关制度设计的路径”,载《证券市场导报》2014年第12期。

[44] 参见《JOBS法案》第304条a款。

的数额问题,不能直接依照美国的做法定为 100 万美元,中国的资本市场发展还不成熟,融资需求和投资能力都无法与美国相匹配,应该通过具体的实践调查才能确定。

(四)明确众筹网站的盈利模式

众筹平台乱收费等现象屡见不鲜,但我国现在还没有关于股权众筹平台的法律出台。美国《众筹法案》在颁布之前,评论者认为对于众筹网站行为应该是“足够的投资者保护和适当的监管”。^[45] 众筹网站不仅要履行分担证监会监管的法律责任,监督发行人和投资者的行为,也要履行好自己的本分。为了防止发行人和众筹网站发生利益冲突,禁止经纪商或集资门户的董事、高管或合伙人(或任何具有相似职位或履行相似职能的人)在使用其服务的发行人处拥有经济权益。^[46] 《众筹法案》规定了集资门户的盈利模式,收取固定的费用,证券经纪商可以选择收取固定费用或者以成功交易为基础的融资比例。但是根据之前的分析,只收取固定费用不利于众筹网站的发展。因此,我国可以在允许证券经纪商和集资门户都可以选择收取固定费用或者融资比例,但也相应的制定规范性文件限制乱收费现象。

五、小结

《众筹法案》明确规定,发行和销售证券进行众筹交易必须通过中介机构。之所以法律明确中介机构的地位,是因为众筹平台一方面可以服务于众筹平台的目标和需求,另一方面也可以为投资者提供更强的保护。美国将众筹平台定位为集资门户和证券经纪商,传统的证券经纪商注册程序费时费力,而新的众筹平台-集资门户注册程序简单,但是《众筹法案》也单独规定了一些限制性条款。这种双重定位在规定二者不同监管义务的同时,也为众筹平台提供灵活的注册选择。我国处于大众创新,万众创业的阶段,结合美国《众筹法案》对于众筹平

[45] 参见《33-9974 股权众筹通告》。

[46] 同注[44]。

台双重定位的启示,我国应该明确众筹网站可以注册为证券经纪商或者集资门户,明确对于投资者的教育义务和披露、调查义务,确保投资者投资总额不超过上限,并且明确众筹网站的盈利模式,使之有效发挥对股权众筹的监管作用。