

论众筹融资的法律属性及其与非法集资的关系

肖 凯^{*}

【内容摘要】 众筹是基于互联网技术或平台,出于营利或者非营利的目的,小额投资或者捐资于个人或公司等特定项目的新型融资模式。考虑到众筹小额、众人、募资等特点,其主要法律风险在于如何防止非法集资。本文从不同种类的众筹法律属性切入,分析了众筹之“众”的网络特点和从众投资趋势,进而界定了 P2P 网络借贷的证券投资合同的性质,主张在适用非法吸收公众存款罪时,应以投资人的风险识别能力和承担能力为基准,辅之以人数标准,衡量其社会性构成要件,以平衡鼓励金融创新和加强投资者保护之间的关系。

【关键词】 众筹融资 P2P 非法吸收公众存款 合格投资者

如果要选择一个词作为这两年国内金融业的关键词,“互联网金融”大概是众望所归。一方面我们看到国内互联网金融企业呈爆炸式增长,^{〔1〕}无论是网络公司还是传统金融企业都纷纷进入互联网金融领域,各种打着互联网金融旗号的产品层出不穷,令人目不暇接;^{〔2〕}另一方面,互联网金融平台倒闭跑路事件时有发生,^{〔3〕}金融监管部门一再提示风险,逐步明确监管原则。2014 年 4 月 29 日,中国人民银行发布《中国金融稳定报告(2014)》,报告指出

^{*} 肖凯,上海交通大学法学院“双千计划”教授,法学博士;上海市人民检察院金融检察处检察官。

〔1〕 仅以 P2P 网贷平台为例,截至 2014 年 8 月 31 日,全国目前正在运营的网贷平台共计约 1357 家,预计今年底,我国网贷平台或增至 1800 家左右。全国网贷平台日均成交量达 6.76 亿元,预计 2014 年全年总成交量将突破 2500 亿。网贷平台借款人数显著增长,8 月网贷行业投资人数 52.50 万人,平均单人投资金额 4.25 万元。投资人数是去年同期(8.03 万人)的 6.5 倍,环比增速达到 28.40%,预计年底投资人数或达 100 万。借款人数 9.09 万人,平均单人借款金额 22.34 万元。借款人数是去年同期(1.47 万人)的 6.1 倍,环比增速达 2.43%,预计年底借款人数会突破 20 万人。标的数 23.33 万笔,是去年同期(5.1 万笔)的 4.6 倍,环比增速达 2.91%。参见网贷之家《中国 P2P 网络借贷行业 2014 年 8 月报》,来源: <http://news.wangdaizhijia.com/news-33-1.html> 2014 年 9 月 1 日访问。

〔2〕 从支付宝的余额宝开始,微信的“理财通”、百度的“百发”以及一些银行、基金公司自己发行的各种“宝”类的理财产品如雨后春笋,加上数以千计的 P2P 网贷平台和各种众筹产品,极大地带动了投资者的热潮。如不到一年时间,余额宝客户已经超过 4900 万人。来源: <https://financeprod.alipay.com/fund/index.htm> 2014 年 8 月 30 日访问。

〔3〕 据网贷之家监测分析报告,2014 年 8 月问题网贷平台就多达 14 家,涉及金额超 2.7 亿元,涉及投资人 5000 人左右。需要关注的是,2014 年初至今,问题平台达 78 家,已超过去年全年。来源: <http://news.wangdaizhijia.com/20140901/13743.html> 2014 年 9 月 1 日访问。

互联网金融监管应遵循五大原则:一是互联网金融创新必须坚持金融服务实体经济的本质要求,合理把握创新的界限和力度;二是互联网金融创新应服从宏观调控和金融稳定的总体要求;三是要切实维护消费者的合法权益;四是要维护公平竞争的市场秩序;五是要处理好政府监管和自律管理的关系,充分发挥行业自律的作用。⁽⁴⁾ 互联网金融的“支持”者认为,互联网是一种金融创新,是传统金融体系的有益补充,有助于实现普惠金融和金融民主,值得大力提倡。⁽⁵⁾ 但在目前缺乏具体监管框架和细则的背景下,互联网金融的野蛮生长也一再出现监管套利,甚至突破法律底线,触及刑事责任。今年7月,深圳市罗湖区人民法院以非法吸收公众存款罪,一审对“东方创投”网络投资平台的法定代表人和运营总监邓某、李某作出有罪判决,⁽⁶⁾引起业内广泛关注。不可否认,现行法律框架中通过刑事罪名对非正规渠道集资的惩治一直受到学界关注,甚至多有争论。在司法实践中,两高亦不断推出相关司法解释,试图缓解适用法律条文与满足投资者诉求之间的张力。然而,面对所谓“第三种金融模式”的互联网金融,法律到底该如何回应?本文将以众筹为例,围绕众筹之“众”和所筹之“资”进行剖析,试图厘清众筹融资与非法集资之间的界限,寻求众筹融资的规制出路。

一、众筹界定

随着互联网的普及和发展,众筹成为小微企业融资的一种新方式。⁽⁷⁾ 众筹一词译自英文“Crowdfunding”,字面含义是大众筹资或者群众募资,指的是一群人基于互联网技术或平台,出于营利或者非营利的目的,小额投资或者资助个人或公司的特定项目。众筹的理念和实践来源于两方面,一是众包(Crowdsourcing),指的是个人或企业突破雇员与供应商的界限,从大量人群中征集服务、概念、技术或者人力。众筹征集的资金,实质是面向资金的“众包”。⁽⁸⁾ 二是微型金融(Micro-financing),即为穷人和小微企业提供小额资助,以解决其生存和发展问题。⁽⁹⁾ 众筹合二为一,即从广大网民投资者募集小额资金,资助个人或小微企业。如果从融资者角度来看,众筹是创意者或小微企业等项目发起者利用互联网和社交网络传播的特性,集中公众的资金、能力和渠道,以资助个人、公益慈善组织或商事企业的小

(4) 2014年3月24日《金融时报》采访全国人大财经委副主任吴晓灵,其强调“用金融基本规则监管互联网金融”来源: <http://finance.people.com.cn/money/n/2014/0324/c218900-24714370.html> 2014年8月30日访问。人民银行副行长刘士余2014年也发表署名文章,认为互联网金融存在机构法律定位不明、资金第三方存管制度缺失、内容制度不健全三大风险。参见刘士余《秉承包容与创新理念,正确处理互联网金融发展与监管的关系》,载《清华金融评论》2014年第1期。

(5) 参见谢平等《互联网金融模式研究》,载《新金融评论》2012年第1期。

(6) 轰动一时、涉案金额达1.2亿元的“东方创投案”,是国内P2P自融平台被判非法吸收公众存款罪第一案。

(7) 无论国内国外,小微企业融资困难,尤其是创业初期的小微企业更是如此。传统上企业融资一般有三个渠道:银行贷款、风险资本或者自身利润积累。对于小微企业而言,无一例外都难以获得。当然,目前还有一些被称为“天使投资人”的富人会资助一些小微企业,但即便是天使投资一般也倾向于较大项目的投资。这样一来,作为社会经济发展驱动力之一的企业家精神往往难以伸展,小微企业生长不易。

(8) 通过众多网民共同努力完成浩大项目的众包模式在互联网时代已经非常普遍,诸如维基百科、Linux开放软件等均是众包的成果。参见零点财经、零点数据《众筹服务行业》,中国经济出版社2014年版,第2页。

(9) See Bradford, C. Steven, Crowdfunding and the Federal Securities Laws, Columbia Business Law Review, Vol. 2012, No. 1, 2012: 27; Paul Belleflamme, Thomas Lambert, Armin Schwenbacher, Crowdfunding: Tapping the Right Crowd, Journal of Business Venturing, Forthcoming; CORE Discussion Paper No. 2011/32: 6-7.

额资金募集方式。由此可见,众筹融资的主要特点就是:众人、小额、募资、互联网平台。

基于投资者投资回报形式的不同,众筹融资主要分为捐赠型众筹、预售众筹、借贷型众筹和股权型众筹四种类型。⁽¹⁰⁾

以法律视角观之,捐赠型众筹是投资者和项目发起人之间的赠与合同,受到我国《公益事业捐赠法》和《合同法》中有关条款的约束。⁽¹¹⁾ 预售众筹则是具体商品的买卖或者特定服务的提供,双方之间的合同权利义务关系应通过众筹平台的项目说明加以明确。⁽¹²⁾ 这两种类型的众筹,本质上与资金的跨期配置并不相同,因此,就互联网金融意义上“资金众筹”而言,主要还是指借贷众筹和股权众筹。

具体到我国语境,目前股权众筹争议不大,应作为证券业务,股权众筹网站作为证券中介纳入证监会的监管范畴。⁽¹³⁾ 银监会主要关注借贷众筹,将其视为类信贷业务,把P2P网贷平台归于从事银行业务的准金融机构,这从目前银监会对P2P的监管原则表述中可见一斑。近期银监会专门表态,P2P业务发展要遵循六原则:一是P2P机构是一个网上的信息中介平台,绝不是一个信用中介平台;二是P2P公司的设立,要有一定的门槛,要是实缴资本;三是作为P2P机构,必须不能经手出借人和借款人的钱,必须是纯粹的独立的中介;四是对于出借人、借款人双方应当有一定资金额度的明确限制和一定的规模;五是P2P从业人员都要有明确的要求;六是要打击假冒P2P。⁽¹⁴⁾

站在功能监管的立场上,事实上,P2P和股权众筹都是针对公众募集资金,其募集资金的法律定性到底是公众存款、变相公众存款,还是发售证券,确实存在纷争。而且,如果考虑到实践中不断翻新的P2P融资模式以及未来P2P平台发展空间,以功能监管的视角分析资金众筹更有利于正确适用法律。由此,下文将从众筹的公众性和资金法律性质略加阐述。

二、众筹之“众”

众筹与互联网的发展密不可分,是不断发展的社交网络与公司融资的传统因素嫁接开出的新花。事实上,在传统公司的资本形成中,普通公众由于资金所限,一般难以进入。在这个意义上,支持互联网金融的一个理由就是所谓“资本民主化”,即原来仅向“高富帅”的合格投资者开放的高收益企业投资也允许普通投资者参与了。美国制定众筹法的“目标”

(10) See Bradford, C. Steven, Crowdfunding and the Federal Securities Laws, Columbia Business Law Review, Vol. 2012, No. 1, 2012, 14-27.

(11) 按照1999年《公益事业捐赠法》第10条的规定,只有公益性社会团体和公益性非营利的事业单位可以接受捐赠。包括以发展公益事业为宗旨的基金会、慈善组织等社会团体、从事公益事业的不以营利为目的的教育机构、科学研究机构、医疗卫生机构、社会公共文化机构、社会公共体育机构和社会福利机构等。如果受赠人为个人的,则可适用《合同法》有关赠与合同的规定,如第185条至第195条。

(12) 除了《合同法》之外,对于具体产品的质量问题的,也可适用《产品质量法》。对于出版物众筹,应遵守相关新闻出版的法律法规。

(13) 目前正在修订中的《证券法》已经将股权众筹纳入“证券”的概念之中。全国人大财经委副主任吴晓灵在今年6月接受媒体采访时表示,在我国多层次资本市场发展还不够健全的情况下,股权众筹有它广阔的发展前景。在本次《证券法》的修法当中,也借鉴了国际经验,希望通过修法给股权众筹留下空间。来源: <http://www.cweekly.cn/2014/0630/85728.shtml> 2014年8月30日访问。

(14) 2014年8月22日,中国银监会业务创新监管协作部副主任李志磊在2014年中国资产管理年会的发言,来源: <http://www.anxin.com/news/industry/1311.html> 2014年8月30日访问。

之一也在于使公司的资本形成市场更加民主化。⁽¹⁵⁾如此一来,我们发现,众筹之“众”呈现出一些显著特点。

首先,相比传统投资者,众筹之众是差异之众。所谓差异之众,是指众筹的投资者分布广泛,投资目标迥异,身份差异明显。互联网消弭了地域的差异,一条网上公开发售证券的信息,在理论上意味着全球任何地方的上网者均可能接触到,投资者地域分布广泛不言而喻。而且,按照学者的实证研究,众筹投资者的投资目标也迥然不同:有的是为了支持他们认同的重要事业,有的是出于自身兴趣偏好、追星捧场,还有一些人则是为了涓水细流、投资生财,各种初衷,不一而足。⁽¹⁶⁾

其次,众筹之众是互联网之众。所谓互联网之众,意指参与众筹的投资者本质上是一种互联网现象,是网络驱动和支持的群体。网络技术很重要的一个特点就是合众,将个体整合成为各种能够识别的群体(crowds)。众筹的投资者和融资者之间投融资关系都是通过网络联系而形成,几乎所有的投资信息、投资环节、投资决策均是在网上作出。也就是说,投资者和融资者一般不需线下见面,很可能在实际生活中还是陌生人,相逢对面不相识,而在网上则早已是粉丝、博友和微信圈中人。与传统人际关系相比,基于互联网而产生的群体,一方面很松散,除了网上熟络之外再无干系;另一方面又非常紧密,天涯咫尺,时时刻刻能够通过网络进行实时交流信息、分享感受。传统上以血缘、身份、职业、地域形成的亲疏体系,被网络时代的共同兴趣、爱好、追求所打破,形成了线上和线下两种不同的群体联系和沟通基础上的社会架构。

最后,更重要的是,从行为心理学的角度来看,众筹之众呈现出盲从和从众的行为模式。所有的经济活动,由于它们的自然属性,都由群众心理所驱动。诺贝尔经济学家罗伯特·席勒曾言:任何人作为个人时,都还算是感性与理性,可一旦成为群体中的一员,他却立刻变得愚不可及。查尔斯·麦基(Charles Mackay)在其《非同寻常的大众幻想与疯狂》一书中对人类历史上的一些大众疯狂做过经典的论断,历史上如密西西比计划、南海泡沫、郁金香狂潮等都是经济学家所谓的投资从众行为。⁽¹⁷⁾这些群体疯狂所涉及的利益动机、愚昧狭隘、轻信盲从等因素古今俱有。在风险资产市场上,从众行为的心理偏差常常出现于各类投资者中,作为投资者心态模型的一种重要形式,从众行为是“群体压力”或“社会影响”等情绪下贯彻的非理性行为,而且投资者的从众行为对风险资产的价格具有重要影响。

目前在股权众筹中新出现的“领投人”制度更加扩张了众筹的从众投资趋势。所谓领投人制度,又称财团众筹,是指由一名具备资金实力、投资经验或某方面专业技能的人员充当投资的引领人,其他投资人跟投。⁽¹⁸⁾以目前国内知名的股权众筹平台天使汇为例,为增加融资的成功率,其平台对众筹项目进行线下尽职调查,完善融资方案后在线上推广,待投资人确定

(15) Andrew A. Schwartz, Keep It Light, Chairman White: SEC Rulemaking Under the Crowdfund Act, 66 Vand. L. Rev. En Banc 43, 44-45 (2013).

(16) Ethan Mollick, The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study, 29 J. Bus. Venturing 1, 3 (2014).

(17) [美]查尔斯·麦基《非同寻常的大众幻想与全民疯狂》,黄惠兰、邹林华译,北方联合出版传媒(集团)股份有限公司2010年版,前言。

(18) 美国的AngelList、澳大利亚的ASSOB都实行的是领投人制度,参见零点财经、零点数据《众筹服务行业白皮书(2014)》,中国经济出版社2014年版,第24-28页。

投资意向后,线下确定领投人。若预约认购额达到总融资额度 50% 以上,则正式上线快速合投,通过领投人的经验和金钱背书,吸引其他投资者跟投,在 30 天内完成快速投资。⁽¹⁹⁾

由此可见,互联网时代的众筹之“众”,成员差异明显,亲疏聚合基础发生改变,完全不同于线下社会生活的“亲友”概念。同时,从众投资的行为模式以及“领投—跟投”股权众筹机制无疑放大了网络投资者之间非理性跟风概率。这也对以强化信息披露为基础的证券监管模式提出了挑战:如果理性人假设难以成立,围绕信息披露做文章可能并不会有效降低众筹投资人的风险。

三、众筹之“资”

讨论众筹之“资”,主要是明确众筹投资的法律性质,进而才能辨明应适用的法律、适当的监管部门以及合理的监管手段。这其中的核心问题是:什么是证券?借贷型众筹(P2P)是不是证券?前面已经提及,国内谈到 P2P,一般均认为是资金借贷,是类银行业务,理应由银监会制定监管细则。而在美国,P2P 行业翘楚 Lending Club 和 Prosper 都受到美国证监会(SEC)监管,P2P 业务也被认定为证券业务。当然,一个显而易见的解释是,中美两国法律不同,对证券的定义迥异,⁽²⁰⁾导致监管主体相异。但值得进一步追问的是,同样是出资以获得收益,为何一为借贷,一为证券?到底哪一种定性更有利于投资者保护,更有利于众筹市场的创新发展和公平有序?

立法中对证券采取宽泛立场,主要是为了法律能够在保持稳定的情形下通过司法裁量,及时应对“那些寻求使用他人金钱而炮制的无数不断变化的投资计谋”,⁽²¹⁾无论证券以何种形式出现,都能被归纳到定义之中,不至于逃出监管范围。因此,对证券的界定应该重内容而不是重形式,以经济现实作为判断基础。美国证券定义中最为宽泛的一个术语是“投资合同”,联邦最高法院在 Howey 案中确立了要件:将其资金投资于一个共同企业,且被诱导预期收益仅来自于发起人或第三方的努力。⁽²²⁾Howey 标准尽管在之后的司法实践中也有修正,但其核心观点一直未变。比如,投资人是否有收益预期的要件,即可排除捐赠型众筹的证券属性。又如,判断投资和消费之间的区别在于:投资是资金收益(financial return on investment),包括资本增值和收入分成,⁽²³⁾在 2004 年判例中,甚至固定利息收入也被判定为投资收益。⁽²⁴⁾而消费是对实物的使用,购买价格是否打折毫无影响。这样一来,商品众

(19) 来源: <http://www.angelcrunch.com/home/merit> 2014 年 8 月 30 日访问。

(20) 我国《证券法》第 2 条仅规定“股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易”。对比美国 1933 年证券法,“证券”定义非常广泛,包括各种票证、股票、国库券、债券、无抵押债券、利益证明或参与某种利润分配协议的证明、担保信托证、筹建经济组织证、可转让股权、投资合同、有投票权的信用证、证券证明、油矿、气矿或其他矿藏开采权未分配部分的权益等等。

(21) SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293, 299 (1946).

(22) Howey 案中,被告 Howey 公司为了推销橘园,与投资人签订了土地销售合同。根据合同规定,Howey 公司对橘子的播种、收割和销售拥有完整的决策权,买方无权进入橘园且无权拥有任何产品。买方在收货季节获得收益支票作为回报。根据被告观点,该土地销售合同是交易性质,不属于证券范畴。针对此案,联邦最高法院提出了四要素来判定投资合同是否属于证券。SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293, 299 (1946).

(23) United Hous. Found., Inc. v. Forman, 421 U.S. 837, 853 (1975).

(24) SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 397 (2004).

筹或者预售众筹的投资者由于只是收到产品或服务,并没有获取任何资金收益,故均是消费,而非投资。对于P2P,因为利息也是“收益”的一种,投资者出资的预期即是获取该利息,获取该利息也是出于众筹发起人的努力,而且是多人共同出资给一个企业或项目,Howey要件均得到满足,SEC对P2P进行证券监管并无异议。当然,明确证券性质进行监管,仍有必要深入讨论妥当的监管措施,以在保护投资者和促进资本形成二者之间寻求平衡。

事实上,对比我国目前的P2P网贷实践,投资人的收益预期及其实际收益都是非常明显的。平均而言,大多数平台利率都高达20%以上,这还不包括平台本身所收取的管理费用。如此高的回报收益率,与专业的财富管理机构不遑多让。以风险收益正相关原理加以检视,P2P的投资风险确实值得我们认真对待,尤其是当下国内P2P的投资者大部分为普通人且数量众多,容易被高收益所吸引,而忽视自身的风险识别能力和风险承受能力,尽管P2P行业意义重大,但需要避免风险的链条式传染,引起公众风险。⁽²⁵⁾

按照目前银监会披露的对P2P的监管原则——单纯的信息中介、设立门槛、人员要求、借贷双方的进入资格——虽然也能实现监管者保护“出借人”权益的目的,但基本上也限定了P2P进一步发展的空间,难以期望其产品和交易模式创新。如果进一步考虑到正在修订中的《证券法》已经将“投资合同”引入草案,众筹时代以投资为核心的“证券”概念无疑更加顺应金融实践的发展要求。因此,我们可具体区分P2P资金用途以明确其性质:用于个人消费的,则为借贷;用于企业或企业项目的,则为投资,是为证券。

四、众筹与非法集资的关系

资金众筹最大的一种风险在于非法集资的界限问题。一般认为,之所以惩治非法集资活动,是因为该类集资活动未取得必要的事前许可,归根到底是出于保护投资者的目的。考察刑法,涉及非法集资的罪名一共有7个,除了非法吸收公众存款罪和集资诈骗罪之外,还包括欺诈发行股票、债券罪(《刑法》第160条),擅自发行股票、债券罪(《刑法》第179条),组织、领导传销活动罪(《刑法》第224条),非法经营罪(《刑法》第225条),擅自设立金融机构罪(《刑法》第174条第1款)。按照前文第三部分的分析,借贷型和股权型众筹,如涉及非法集资,更适当的罪名应是证券犯罪相关罪名,当然这需要进一步修正《刑法》第160条和第179条,以配合证券法扩大证券概念的修订。

囿于篇幅,这里仅以实践中争议比较大的非法吸收公众存款罪中“社会公众”之认定略作说明。很明显,非法吸收公众存款罪是一个非常具有中国特色的罪名,主要针对的是当下的中国金融市场。我们目前的金融市场,金融产品匮乏、利率管制、投资者教育欠缺,加上纠纷解决上的维稳意识,使得这个罪名变成管制金融投资产品的刑法之剑,往往被用以快刀斩乱麻。2010年11月最高人民法院《关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第1条规定“违反国家金融管理法律规定,向社会公众(包括单位和个人)吸收资金的行为,同时具备下列四个条件的,除刑法另有规定的以外,应当认定为刑法第一百七十六条规定的‘非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款:(一)未经有关部门依法批准或者借用合法经营的形式吸收资金;(二)通过媒体、推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣

(25) 第一财经金融研究中心《中国P2P借贷服务行业白皮书(2013)》,中国经济出版社2013年版,第117页。

传; (三) 承诺在一定期限内以货币、实物、股权等方式还本付息或者给付回报; (四) 向社会公众即社会不特定对象吸收资金。”根据这一司法解释, 构成非法吸收公众存款罪应具备非法性、公开性、利诱性和社会性四个特征。在此, 刑法条文中的“社会公众”被解释为“社会不特定对象”, 且“亲友或者单位内部针对特定对象吸收资金的, 不属于非法吸收或者变相吸收公众存款”。2014年3月两高一部最新司法解释中,^[26] 亲友和单位内部人员在下列情形下又被认为是社会公众: (一) 在向亲友或者单位内部人员吸收资金的过程中, 明知亲友或者单位内部人员向不特定对象吸收资金而予以放任的; (二) 以吸收资金为目的, 将社会人员吸收为单位内部人员, 并向其吸收资金的”。按照前文第二部分的讨论, 深入辨析众筹之“众”, 我们原则上不会将网络粉丝、微信好友以及其他一些网络社交媒体所形成的“网友圈”一概界定为“好友”, 而排除《刑法》第176条的适用。其实, “社会公众”与“社会不特定对象”本来就是同义反复, 并没有为第176条的适用提供可资参考的实质性标准。

社会公众的界定, 更合理的考量维度在于: 合格投资者标准和人数标准。其中合格投资者标准是基础, 通过投资限额的上下设定, 甚至能够豁免人数标准的限制, 美国众筹豁免即为一例。^[27] 在我国, 以人数标准判断, 有限合伙的合伙人人数以及集合资金信托计划中都不能超过50人,^[28] 证券公开发售不能超过200人, 股权众筹的投资人数亦是如此。^[29]

需要强调的是, 股权众筹虽然大大降低了公众参与的门槛, 但并没有改变投资风险。市场经济中, 投资创始企业是典型的高风险高回报的投资, 一般创始企业的成活率不到50%, 因此, 几乎各国都将股权众筹的投资人限定于合格投资人。

合格投资者标准是以投资人的风险识别能力和承受能力为基准, 非法吸收公众存款罪中的“社会公众”应为合格投资者之外的普通投资者。合格投资者的认定, 对于证券发行人而言是一种登记披露豁免。换句话说, 募资对象是否是合格投资者, 是划分公募和私募的一个标准。如果是私募, 则不构成公开募集资金, 不是向社会公众集资。这背后的原因不难理解, 既然法律设置非法集资的落脚点在于保护投资者, 因此, 投资者的身份和资质显然是用来界定非法集资社会性的最为重要的标准之一。无论是从投资自由还是司法资源的有效利

[26] 参见2014年3月25日, 最高人民法院、最高人民检察院、公安部《关于办理非法集资刑事案件适用法律若干问题的意见》第3条。

[27] 美国2012年《创业企业融资法案》(Jumpstart Our Business Startups Act, 即“JOBS法案”)中众筹豁免规定了公司从投资者进行融资的限额。对年收入或资产净值低于10万美元的投资者而言, 公司对其12个月内的筹资限额为2000美元或者该投资者年收入或净值的5%。如果投资者年收入或资产净值超过10万美元, 则其一年内的投资限额为其年收入或净值的10%, 但在12个月内不得超过10万美元。除此之外, 公司通过众筹豁免的最大融资限额一年之内不得超过100万美元。JOBS Act, Pub. L. No. 302, 126 Stat. at 315-21.

[28] 《合伙企业法》对有限合伙的合伙人人数有明确的规定, 该法第61条规定“有限合伙企业由两个以上五十个以下合伙人设立, 但是法律另有规定的除外。有限合伙企业至少应当有一个普通合伙人”。《信托公司集合资金信托计划管理办法》(第5条第3款)中对信托计划的投资者人数进行了规定, “信托公司设立信托计划, 应当符合以下要求: 单个信托计划的自然人人数不得超过50人, 但单笔委托金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制。”

[29] 2011年11月23日, 国家发展改革委办公厅《关于促进股权投资企业规范发展的通知》, 发改办财金[2011]2864号。其第1条第4项规定“股权投资企业的投资者人数应当符合《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国合伙企业法》的规定。投资者为集合资金信托、合伙企业等非法人机构的, 应打通核查最终的自然人和法人机构是否为合格投资者, 并打通计算投资者总数, 但投资者为股权投资母基金的除外”。

用,只有那些普通的公众投资者才需要法律给予特别保护,而富有经验的投资者(sophisticated investors)被推定为有能力自我保护。^[30]从各国经验来看,界定私募中的交易对象范围,不外乎三个标准:(1)投资经验:主要是金融机构和机构投资者;(2)特殊关系:例如集资者的高级管理人员或者亲友;(3)财富标准:有钱人。^[31]在一些投资理财产品中,目前我国虽有一些合格投资者的界定,^[32]但缺乏统一的标准,^[33]而且法律效力层次较低,不仅在司法实践中并没有得到很好的采用,反而纵容了一些“合格投资者”,利用维稳导向的救济机制,通过制造外在压力,试图谋求无风险高收益。这在众筹涉及非吸等罪名时,同样不得不察,值得审慎对待。

五、结语

规制众筹,其政策考量核心在于鼓励创业促进资本形成与投资者保护之间的平衡。需要指出的是,投资者权益需要建立和完善多元规则体系——即通过民事、行政和刑事的三重责任提供立体保护。这三重责任体系之间的关系,打一个比方,就像一座冰山,浮出水面的冰山一角是刑事规制,水面以下是行政责任和民事责任,其中尤以民事责任为基础。反观我国目前的法律现实,资本市场上的民事责任由于诉讼机制的局限,投资者难以通过司法程序寻求充分及时的救济,而行政监管又存在比较明显的监管效率、监管漏洞和监管“俘获”的问题,这造成了我国资本市场上,刑事规制从后台走向前台。其实,刑法规制非法集资的最终目的依然落脚在投资者保护。因此,投资者的身份和资质显然是用来界定非法集资社会性的最为重要的标准之一。无论是从投资自由、便利资本形成,还是司法资源的有效利用,只有那些普通的公众投资者才需要法律给予特别保护,而富有经验的投资者被推定为有能力自我保护,很多时候根本不需要刑事介入。也基于此,刑法对众筹等投资者的保护只能是最后的选择,完善信息披露、开放私法救济以及引入举报奖励才是保护投资者更为有效的措施。

(责任编辑:卢勤忠)

[30] 各国往往通过对投资者资质的要求限定私募对象的范围。例如,美国《证券法》中就使用了“获许投资者”(accredited investor)、《证券交易法》中使用了“合格投资者”(qualified investor)、《投资公司法》中使用了“合格购买人”(qualified purchaser)等概念来界定私募中的交易对象范围。

[31] 机构投资者有丰富的投资经验,显然不需要法律的保护;集资者的高级管理人员和亲友基于与集资者的关系,熟悉集资者的情况,有能力保护自己;基于财富标准的理由则在于:这些投资者即使没有足够的投资经验作出明智的投资判断,也有财力聘请专业机构帮助他们投资,另外,足够的财富也使得他们有能力承担投资风险。

[32] 《信托公司集合资金信托计划管理办法》(第6条)以信托计划的投资金额及投资者的财产情况作为投资者风险承担能力的判断标准,并借此对合格投资者作了明确的界定。合格投资者是指符合下列条件之一,能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人:(一)投资一个信托计划的最低金额不少于100万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织;(二)个人或家庭金融资产总计在其认购时超过100万元人民币,且能提供相关财产证明的自然人;(三)个人收入在最近3年内每年收入超过20万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近3年内每年收入超过30万元人民币,且能提供相关收入证明的自然人。

[33] 上海2011年《关于本市股权投资企业工商登记等事项的通知》规定,“单个自然人股东(合伙人)的出资额应不低于人民币500万元”;而天津保税区管委会的文件中则规定“单个机构投资者的出资额不得低于2000万元”,自然人出资人应提供1000万元以上的自由金融资产证明”。