

【文章编号】1002—6274(2019)02—080—12

股权众筹中介机构的功能解释与立法规制*

杨 硕

(南京大学法学院 江苏 南京 210093)

【内容摘要】自 Coffee 教授《看门人机制: 市场中介与公司治理》一书出版发行以来, 对证券市场“看门人”失败的反思, 尤其是“声誉资本”悖论之现象得到详细描述。公募与私募股权众筹在本质上属于证券发行行为, 亦是基于传统证券发行制度的创新, 其过程中必然无法避免“看门人”的参与。尽管二者在解决信息不对称问题时具有相同的内在需求, 但也因各自面临的核心困境不同, 衍生出两套相似但有区别的规则体系。因而需从新型中介(顾问、信息整合者、精明的读者) 角度, 对应对信息不对称工具(信息披露、群体智慧、信用中介) 的功能重新进行解释。在构建我国股权众筹“看门人”制度时, 应厘清二者规则设计的逻辑基础, 不可将其作为通用制度概而论之。

【关键词】证券法 JOBS 法案 股权众筹 中介机构

【中图分类号】DF438.7 【文献标识码】A

在实现金融稳定目标的大格局下, 证券中介机构之于投资者利益保护的意义和作用愈加凸显。传统证券法理论通过赋予中介机构“看门人”角色, 来解决市场普遍存在的信息不对称问题。然而, 无论是安然公司的财务丑闻,^{[1]P20-28} 亦或是国内近年来万福生科^[2] 等一系列财务违规事件, 都不得不迫使我们再次追问和反思“看门人”功能定位和制度设计中存在的问题。股权众筹本质上是一种证券发行行为,^{[3]P261-263} 其过程中必然无法避免“看门人”的参与。那么, 作为发行中介平台的集资门户(Funding Portal) 或者经纪商(Broker-dealer)^①, 以及发行成功后对持续信息披露审计的会计师^②, 是否就是股权众筹的“看门人”? 答案似乎是否定的。本文旨在 Shahar 教授对强制披露制度失败理论解释的基础上,^[4] 讨论股权众筹特殊“看门人”功能的逻辑悖论, 并提出改进对策。文章结构安排如下: 第一部分厘定了股权众筹中介机构“看门人”角色的范畴及分类依据; 第二部分解释了公募股权众筹以强制披露方式解决信息不对称困境的成因, 以及如何通过“精明的读者”和“信息整合者”这两类中介进行修正; 第三部分解释了私募股权众筹中介“声誉资本”(Reputational

Capital) 的悖论, 并尝试根据“信息整合者”的中介原理提出应对之道。第四部分在前文论述基础上, 给出未来我国股权众筹中介机构的立法规制建议。

一、谁是股权众筹的“看门人”?

自 Coffee 教授《看门人机制: 市场中介与公司治理》一书出版发行以来, 对证券市场“看门人”失败的反思, 尤其是“声誉资本”悖论之现象得到详细描述。“看门人”是“那些以自己职业声誉为担保向投资者保证发行证券品质的各种市场中介机构。”^{[1]P3} 其旨在帮助投资者甄别发行人信息准确与真实性, 以自身“声誉资本”避免“柠檬市场”^{[5]P488-500} 的出现。那么依循 Coffee 教授的追问思考, 向股权众筹投资者提供服务的“看门人”是以何种形态出现? 这些“看门人”是否也存在类似的逻辑悖论?

(一) 域外镜像与本土现状

国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions, 简称 IOSCO) 认为“股权众筹融资是指通过互联网平台, 从大量个人、组织处获取较少资金来满足项目、企业或个人资金需求的活动。”^{[6]P8} 世界范围内股权众筹立法模式的典型代表

* 基金项目: 本文为中国法学会项目“股权众筹的制度设计与体系构建研究”(项目编号: CLS(2018)D77)、国家社科基金重大项目“把社会主义核心价值观融入法治建设”(项目编号: 18VHJ002)、国家社科基金一般项目“民法典编纂后的商事立法研究”(项目编号: 17BFX08)、中国法学会青年调研课题“公司机会法律问题实证研究”(项目编号: CLS(2017)Y20)的阶段性研究成果。

作者简介: 杨 硕(1987-), 男, 江苏徐州人, 法学博士, 南京大学法学院博士后, 研究方向为商法。

为美国公募和私募股权众筹的二元规制模式,以及英国以信托(Trust)或特殊目的载体(Special Purpose Vehicle, SPV)为基础的一元规制模式^{[7]P597}。理论上,美国私募股权众筹(Accredited Crowdfunding)只接纳合格投资者,而公募股权众筹(Retail Crowdfunding)才是具有“小额、大众”特征的投资活动,二者分别由美国《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^③和第二章所创设。

在理论层面,国内研究起初并没有注意到公募与私募股权众筹的区别,或者可以认为,学者最初对股权众筹的认知仅限于公募股权众筹,^[8]相关规则探讨也是以公募股权众筹为中心展开的。^{[9][10]}随着研究深入,学界认识到“股权众筹”的表述似乎并不严谨,理论上存在公募和私募两种类型(刘明研究员较早阐释了美国对私募股权众筹公开宣传规则的调整,^[11]彭冰教授亦撰文重述公募股权众筹原理基础,并更正先前观点^{[12]P164})。在实务层面,中国证券业协会于2014年12月18日公布的《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》(后文简称《私募股权众筹办法》),旨在规范私募股权众筹的发展。该文件的出台对推动我国私募股权众筹发展功不可没,规则主体框架已经基本涵盖私募股权众筹的各个方面,具体规则中也已经体现出私募发行的基本特征。但必须承认,部分规则仅考虑到下位法对上位法的遵守,而并没有考虑到私募股权众筹市场的实际需求。由于理论研究尚存争议,征求意见稿迟迟未能正式出台。此外,公募股权众筹则有待《证券法》修改,增加发行豁免规则之后,才可依此进一步制定相关细则。总体而言,效仿《JOBS法案》分别以公募和私募两条路径发展股权众筹目前已经成为国内理论^[13]和实务界^④的共识。

然而,以股权众筹为代表的金融创新与金融稳定之间存在天然悖论,整个金融发展史也折映出“治乱循环”的演进路径,^[14]如何平衡金融创新、金融稳定与金融效率之间的关系则是未来金融稳定发展的关键。无论是美国《JOBS法案》的出台亦或是我国股权众筹野蛮增长的五年(2011-2016),都是政府放松金融监管阶段的产物。伴随着一系列负面事件出现,2017年7月第五次全国金融工作会议再一次将金融工作重点聚焦到“服务实体经济、防控金融风险”之

上,明确和规范股权众筹中介机构的功能,亦是未来落实该领域金融风险防控要求必不可少的一环。

中介机构的重要功能便是解决信息不对称,相比于公开市场,信息不对称问题在股权众筹市场中更为突出。信息不对称是指发行人所掌握的投资者不了解的信息,其导致的直接结果是逆向选择,并最终导致股权众筹市场陷入失灵。由于潜在投资者意识到发行人往往掌握很多未公开的重要内容,很难以现有信息辨别发行人质量高低,因此投资者会进而降低对该市场中所有发行人的评价,优质发行人难以获利并最终被迫退出,而市场中仅仅留下劣质公司,即出现“柠檬问题”,这种现象在公募股权众筹市场中表现更为明显^{[15]P587-589}。私募股权众筹市场也存在信息不对称问题,但作为资金提供方的投资者拥有更强的规则设定权^{[16]P111},可以要求发行人完善或进一步提供其认为能够影响投资决策的重要信息。可见,尽管私募股权众筹中同样存在信息不对称的问题,但能够通过多元化的措施加以应对。因此,两类股权众筹各自中介的规则体系是内在逻辑需求的外化,具有专属性特点,不可将其作为股权众筹的通用制度笼统而论。

(二) “三种工具”与“三类中介”

三种解决信息不对称的工具与三类中介之间并非一一对应,需要逐一解释。所谓“三种工具”是指股权众筹解决信息不对称时使用的三种重要工具,即,Ibrahim教授提出的信息披露(Disclosure)、群体智慧(The Wisdom of the Crowd)^⑤^{[17]P23-83}以及信用中介(Reputational Intermediaries)^{[15]P593-603}。信息不对称是一系列问题之根源所在,上述三种工具反映到立法实践中,则表现为不同国家股权众筹立法的制度选择。美国公募股权众筹选择了以信息披露和群体智慧作为解决信息不对称的工具;而英国以及美国私募股权众筹则依赖于信用中介。

信息披露作为最传统的应对信息不对称方式,被Shahar教授证明在多数情况下是失败的,但可以通过“三类中介”进行修正,即顾问(Consultants)、信息整合者(Information Aggregators)、精明的读者(Savvy Readers)^{[18]P186-190}。首先,Shahar教授将精明的读者解释为“研究信息披露为他们自己所用,去理解他们并进行理性的选择。……虽然他们首先是让自己受益,但他们间接地帮助了每个人,因为他们驱使着披露人提供更好的条款。”但其本人似乎并不看好这一

群体,因为其功能发挥的空间十分受限,除非在该类市场上“披露人无法区分阅读者和非阅读者,从而不得不为所有人提供与精明的读者相同的交易条件。”其次,对信息整合者的解读,Shahar教授认为其是:“通过收集信息,并将这些信息转化为有用的形式,比如价格比较、评级、标签等”。“这种信息通常来自于调查和研究,反馈和观察,专业知识和判断,而不是信息披露。”信息整合者甚至可以完全代替信息披露制度,因为他们经常使用未披露的信息。最后,相比于前两者,顾问则是最为专业的一类中介。Shahar教授明确指出“顾问可能不可靠”,其必须处理自身与客户之间的利益冲突。顾问以“声誉资本”为担保向投资者提供建议,但诚如Coffee教授所言,“声誉资本”本身就是一个悖论的存在。

至此,我们可以初度回答本部分开始时提出的问题,究竟谁是股权众筹的“看门人”?投资者群体中精明的读者可以被认为是公募股权众筹的“看门人”,在群体智慧理论下,精明的读者研究发行人信息披露内容为自己所用,符合多样性要求,并且理性的决策亦满足独立性与分权化标准。私募股权众筹的“看门人”则表现为顾问,从比较法的视野观察,英国以及部分美国私募股权众筹平台本身和“领投人”恰恰承担了顾问(信用中介)这一角色。然而,精明的读者可能会引发“群体的疯狂”(Madness),^[19]而顾问则又面临“声誉资本”的悖论。因此,在明晰两类股权众筹核心困境的基础上,以期解释各中介机构的功能原理及其逻辑困境的应对之道,正是本文需要完成的工作。

二、公募股权众筹中介机构的功能解释与逻辑修正

公募股权众筹理论上存在的问题便是,小的是否比大的好?目前来看,似乎赞同这一观点者居多。许多美国学者将2008年金融危机归咎于对大型银行的管控失灵,之后经济复苏也是因为小企业创造了更多劳动岗位的功劳。《JOBS法案》的公布试图给大公司施压,来结束“太大而不能倒”的困境。但立法者似乎忽略了一个事实,大型公司首选IPO是因为上市带来的收益超过了监管成本,而公募股权众筹规则的设计在于强制初创企业保持适度规模,来避免适用复杂的上市公司规则,这在实质上限制了法律对投资者的保护能力。同时,公募股权众筹可能陷入另一

个困局,即,“太小而难以成功”。^{[20]P1615-1618}

(一)核心困境:投资者的非理性决策行为

Shahar教授给出的三种解决信息不对称的中介机构都为股权众筹提供了依循的路径。对披露信息有效解读之目的在于优化披露对象的决策,这也是披露主义者所追求设计更加恰当合理信息披露制度的理想目标。因此,无论是股权众筹亦或是Shahar教授所论及广泛社会生活的各个方面,立法目的是要确保个体能够根据其所获得的信息进行有效决策,那么将这一目的转换到公募股权众筹中,则可以表述为——立法如何解决经验缺乏投资者的非理性决策行为。公募股权众筹投资者的非理性决策行为由两个因素导致:投资者缺乏必要的知识来解读披露的信息;公募股权众筹市场并不符合有效市场假说。

1、投资者缺乏必要的金融知识。在美国证券法语境中,理性投资者并非是单纯字面上的“理性”,而是指在证券市场中,具有一定投资基础知识、能够理解财务会计以及宏观经济材料所表述内容的投资者,并且能够推断发行人所公布信息的经济、财务及法律后果。此外,理性投资者还应具备理性的认知和基本计算能力,能够对发行人披露信息的潜在风险进行理性评估,可以基于自身计算和推理能力处理各类数据。^{[21]P1009}总体而言,传统证券市场语境中的理性投资者不仅应具备理解信息的能力,还需具备相应的信息处理能力。因此,除精明的读者外,绝大多数公募的投资者并不符合上述标准。

2、公募股权众筹市场并不符合有效市场假说。缺乏经验的投资者也大量存在于公开发行人市场中,但市场上大量经验丰富的投资者可以利用公开信息披露内容来评估公司价值,如果有效市场假说成立,那么所有评估结果将反映为发行人的股票价格。投资者不需要专业知识来解读上市公司信息披露内容,而是根据其他投资者的经验来做出决策即可。^{[22]P32-34}但公募股权众筹市场并非有效市场。

鉴于此,Bradford教授建议放弃沿用传统的强制信息披露制度,转而依靠群体智慧来解决信息不对称问题。^{⑥[23]P114}但同时,另一个不可避免的问题便是Hazen教授提出的指责和质问。^{⑦[24]P1757-1760}因此,《JOBS法案》在Bradford教授的理论基础上,仍然加入了传统信息披露与反欺诈制度。可见,公募股权众筹是各方观点争论、交融的产物,其一方面沿用了传

统证券法强制信息披露制度的基本思路,^⑧另一方面也引入群体智慧这一新兴元素。申言之,在解决信息不对称引发的投资者非理性决策行为时,公募股权众筹同时使用了信息披露和群体智慧两种工具。但信息披露制度的高成本已经饱受学者诟病,“太小而难以成功”的困局似乎难以得到有效解决,因此,美国学者对公募股权众筹发展前景亦有两派观点,反对者认为公募股权众筹制度正在接受死魂曲的召唤(Siren Call)^[25],而支持者则将希望寄托于稍有争议的群体智慧理论上。但总体而言,信息披露制度在公募股权众筹中是失败的。

(二) 逻辑悖论: 信息披露制度的失败

Shahar 教授详细论述了信息披露为何失败: 信息披露制度并没有实现预期效果, 不仅收益效果微乎其微, 且成本异乎寻常的高昂。既然如此, 为何信息披露仍然受到如此青睐? 其原因不仅在于该制度与美国自由市场和个体自治原则的基本意识形态产生了共鸣, 并且相对而言, 信息披露只是一种相对轻微的监管, 即便它没有带来什么好处, 但也确实没有造成什么坏处, 因为它的失败几乎没有被注意到, 并且这种失败也是能够得到令人心安理得的辩解。^⑨

1、信息披露制度失败原因的解釋

信息披露制度依赖于一条简单但十分脆弱的逻辑链, 只有当立法者、信息披露者以及信息披露的接受者都能够熟练扮演各自角色时, 该制度才能有效运行。然而, 在实际中很少能够满足上述要求。信息披露的内容不仅很难读懂, 也没有人去读, 而披露主义者的主张——将复杂的事情简单描述出来——也是难以实现的。Shahar 教授就信息披露失败的原因给出如下具体解释: (1) “无所谓”的心理。信息披露失败原因可能并不在披露, 而在于披露的对象。这其中, 应质疑的问题并不是信息披露是否有效传递了信息, 而是信息披露是否帮助人们进行了有效选择。“无所谓”的心理并非真的无所谓, 而是一种厌恶心理。更多情况下, 信息披露对象并非是像逻辑链中的假设一样, 能够根据披露的信息作出有效决策, 而往往是选择根据少量的信息作出未经深思熟虑的非理性决策。因此, 由于信息披露的逻辑违背了人们思考、行动和生活最基本、最真实的需求, 导致逻辑链中最后一环的断裂。(2) 阅读能力和信息过载。阅读能力和信息过载是产生上述厌恶心理的原因, 由于信

息披露提供的内容过多, 未经专业训练的大脑是无法记忆、识别并使用这些信息的。这种信息超负荷会降低人们自己做决定的意愿, 进而寻找替代方案、选择默认选项或者什么都不选。(3) 决策时的惯性思维。人们的决策结果很大程度上取决于解读、重新诠释和曲解信息的方式方法, 个人经历、思维惯性也必然导致没有任何一个立法者制定的信息披露法律能够充分预估人们对信息解读的特殊思维方式。因此, Shahar 教授并没有否认信息披露制度的作用, 而是强调其仅仅对一部分人有益处, 并不可因此要求所有人都具有根据信息内容进行有效决策的能力。那么, 信息披露制度还有救么?

2、降低披露标准并非可行的应对策略

面对上述困境, Shahar 教授认为简化信息披露并不是一条可行的道路, 而一些替代品似乎能够更好的解决这一问题。

(1) 把复杂化的信息披露变简单是否可行? 答案是, 这种做法并不总是会奏效, 并且随时可能被“消灭”。因为复杂的事情本身就很难用简单的表述说清楚, 其结果可能会导致另外一种更为“复杂”的结果出现, 并且以简单的方法向不懂行的人描述复杂的问题也不符合基本常理。此外, 立法的政治因素会提出简单化披露失败时的救济措施, 即, 更多的信息披露。这种信息披露的合理性如同永不失败的神祇, 因为失败只能说明披露规则应该被重新进行设计。这种追求表现出强烈的“棘轮效应”, 促使立法者倾向于要求更加全面、彻底的信息披露, 因此被简化的信息披露很快便被立法者“消灭”。

(2) 信息披露所导致损害的承担者, 恰恰可能正是那些最需要保护的人。信息披露绝不是“至少, 没有害处”这一结论, 恰恰相反, 信息披露可能会导致立法者为缓解立法压力进而削弱、排除其他更好的监管制度。

(3) Shahar 教授的结论并没有回答应该用什么制度来完全替代信息披露, 而是旨在说明某些特定领域中去掉它并不会让谁失去什么。因为信息披露制度正在完成一个有意义且应该有人来替代的工作, 能够完成这一替代任务的正是一些中介组织。相比于各种用于决策的复杂数据信息, 人们更加想希望得到的是“建议”。例如, 各类电商网站上的评分机制似乎为消费者提供了购买建议。顾问、信息整合者以及

精明的读者作为中介机构,在很大程度上可以成为信息披露制度的替代品,成为“建议”的提供者。

3、悖论的再思考:或许与披露无关?

目前一个倾向性的思路是提高信息披露标准以缓解投资者信息不对称的弱势地位。但如前所述,公募股权众筹市场投资者成熟度较低,信息披露制度的逻辑难以有效实现投资者保护之目的。那么,作为投资者保护的黄金法则,在公募股权众筹领域中是否能实现理论预设的制度功能,还有待市场实践的试错回馈。此处,我们首先进行一个假设,即,认为在公募股权众筹市场中,即使设定严格细致的信息披露标准,也并非是实现投资者保护的有效手段。故而,信息披露制度在公募股权市场中更突显出 Shahar 教授的结论“他能够做到的是如此之少,去除它不会让谁失去什么。”^{[4]P205-206}这里需要对“去除”加以说明,“去除”不是信息披露制度本身,而是除去不必要的信息披露(也及放弃严苛标准信息披露的要求),因为在证券市场中必要的信息披露不可避免,那么剩下的问题便是如何寻找合适的替代机制。

(1) 信息披露制度错在哪?

在寻找可行路径之前,我们还需要进一步解释为何信息披露并不能解决公募股权众筹市场的信息不对称问题。假设抛开上述信息披露制度的悖论,设定更为严格的信息披露标准是否可以实现披露主义者的主张?答案应该是否定的,根据 Shahar 教授对信息披露制度实现的逻辑链来看,由于公募股权众筹投资者多数是没有投资经验或者投资经验不足的群体,故无法熟练扮演其应有角色,这类群体在本质上更加类似普通产品的消费者(金融消费者^{[26]P84-95}),而非金融市场的投资者,其对于信息披露所持有的“无所谓”心态相比于合格投资者更加明显,并且囿于阅读能力所限,即使设定更为严格的信息披露标准,也只会出现更加严重的信息过载,而且这些过载的成本最终将由投资者承担。

因此,在公募股权众筹中,提高信息披露标准绝非是解决信息不对称问题的有效路径,其所面向的投资者群体特征属性已经注定信息披露制度在公募股权众筹市场的失败,这一方面有上述悖论的存在,而忽略受众群体讨论信息披露制度,也可能陷入“把它变简单”的无解循环之中。公募股权众筹的投资者对于投资意见获取建议的心态比获取发行人披露的

信息更为强烈。因此,信息披露制度固然存在争议,但解决这一争议的关键并非是信息披露制度本身,而是其面对的投资者群体的固有特性,为公募股权众筹投资者寻找信息披露的替代机制——中介机构,则似乎成为一条修补断裂逻辑链的有效路径。

(2) 寻找可替代的中介机构

Shahar 教授给出了三种中介机构,即,精明的读者、信息整合者、顾问。这三者都为解决公募股权众筹发展提供了可行路径。

Shahar 教授并不十分看好精明的读者,因为其发挥功能空间十分有限,“虽然他们可以得到属于他们自己的惬意交易,但精明的读者并不是我们其他人的代理人。”^{[4]P211}但公募股权众筹设置的交流渠道,能够汇聚精明的读者,并且当汇聚意见变得足够典型时,交流渠道便成为了一个好的中介(代理人)。

而信息整合者甚至可以完全代替信息披露制度,因为评价者给出的评价,通常是根据未披露信息作出的,例如,个人使用感受等。若希望在公募股权众筹中实现信息整合者的功能,则需要构建一种类似大数据的评价机制。同时,信息整合者之于规制私募股权众筹的“领投人”却有非凡的意义。

Shahar 教授指出在某些领域内顾问有可能并不存在,即使存在,也可能是不可靠的。倘若依据《JOBS 法案》所设计的公募股权众筹制度,在整个过程中实无顾问这一类型的中介,但英国以及部分美国私募股权众筹平台,则恰恰承担了顾问这一角色。

信息披露失败问题在公募股权众筹中表现的更为明显。尽管《众筹条例》设置了“相对合理”的信息披露标准,但在面对几乎没有投资经验的投资者时,这些信息披露的内容似乎仍然十分“深奥”。解决公募股权众筹投资者非理性决策困境的突破点,可能并非是改变信息披露内容的详与略,由于症结在于投资者群体的固有属性,故而解决策略也需要进行调整。而在证券市场中,与信息披露配套的反欺诈制度则是无可替代的,而反欺诈制度的功能实现又与信息披露制度密不可分。故笔者认为,公募股权众筹信息披露制度应回归并承担起重大虚假陈述与遗漏的反欺诈功能,而并非是解决信息不对称的主要工具。因此,Shahar 教授提出信息披露的替代制度,为公募股权众筹提供了一条新的发展思路。

(三) 逻辑补正“疯狂”的群体与强化平台功能

的修正路径

精明的读者可能会使群体智慧的结果走向两个极端。行为心理学领域中存在两个完全相反的“群体”理论。一种观点集中阐述了群体中的个体会罔顾自身理性,而盲从于群体中的其他人。而另一种观点则认为,群体意见作为群体中个体意见的总和,其结果总是优于个体意见,即“群体智慧”。

1、读者并非一定“精明”

Charles Mackay 教授指出群体的疯狂特性,^[19]与类似的经典理论便是 Gustave Le Bon(勒庞,1841-1931)笔下的乌合之众。^[27] Mackay 教授将研究的重点集中在因羊群行为引发的信息瀑布上。羊群行为与信息瀑布是两个不同的概念,根据 Lones Smith 教授的解释,信息瀑布是指序贯决策中,后续决策者就可能不再考虑自己拥有的个人信息而直接选择前人的决策结果。羊群行为中的个体并未忽略他们所拥有的信息。换言之,羊群行为中的个体在进行同类决策时,会因个体所掌握的信息不同,做出不同的选择结果。但是在信息瀑布的语境下,个体在选择跟随他人决策结果时,则完全忽略自己所掌握的信息,甚至当他们深信自己是正确时,也会放弃自己的选择。也就是说,信息瀑布中必然存在羊群行为,羊群行为则不必然导致信息瀑布。^{[28]P485-486}那么信息瀑布会导致何种结果呢?当群体的决策不是立刻做出而是依次做出时,由于个体掌握的信息是不完整的,如果最先做出决策的几个人恰巧得到的是错误信息,那么在这个信息瀑布模型中,按照假设选择的群体都做出了错误决策,其原因只不过是于最先做出决策的人恰巧得到的是错误信息。信息瀑布并不是简单的盲从,而是后来的个体坚定不移的相信,他们从先前的“榜样”中学习到了重要的东西。于是个体不再关注自己的知识,转而开始关注其他人的行为,并进行模仿。当个体不再依赖于自己的知识进行决策时,所有人都认为自己的决策行为是依赖他们所了解的信息,但实际上个体在做决策时所依赖的是其他人之前已经掌握的错误信息,这导致群体中所有人最终都作出了错误的决策。^{[17]P54}

信息瀑布甚至还会助长发行欺诈。由于《众筹条例》赋予投资者在投资后直至发行说明书所确定的截止时间 48 小时前享有无条件反悔权,不知真相的普通投资者跟进投资后,“扮演的投资者”将逐渐

撤回前期投资,以此营造项目发行即将成功或者达到预定数额的假象来欺骗后跟进的投资者,这种欺诈发行行为被 RocketHub 称为“pump and dump”^[29]。因此,相比于过分乐观期待群体智慧的正向功能,如何防止其走向群体疯狂(Madness)的反面则是更亟需解决的问题。

2、强化平台功能的修正路径

对群体智慧的修正是围绕强化平台功能展开,并且这一变化在 SEC 最终公布的《众筹条例》中表现为赋予平台拒绝可能存在欺诈的发行人之权利。

首先,增设交流渠道制度,统一管理信息。交流渠道制度是“群体智慧”理论得以付诸实践的重要工具之一,但《JOBS 法案》并没有设定交流渠道的相关规则,SEC 意识到这一问题并在《众筹条例》Rule 303(c)部分增加了相关条款。SEC 强调设立便利的交流渠道是中介平台应尽的责任,交流渠道能够提供一个集中并且透明的渠道供投资者讨论并分享投资意见,正确评估发行人行为以及信息披露内容,来实现投资者利益的保护。^①

其次,赋予平台终止发行的权利。平台虽有终止发行的权利,但其仍处于中立地位,无需履行“看门人”的尽职调查义务。在《众筹条例》征求意见期间,有提议要求中介平台承担尽职调查责任,而非仅仅依据发行人的陈述进行判断,甚至有提议要求中介平台在证券发行过程中履行持续监督义务。但 SEC 并没有采纳上述提议,在充分考虑中介平台运营成本后,最终稿仍然坚持中介平台依赖发行人陈述进行判断,免除平台尽职调查责任。^②因此,《众筹条例》实际上是赋予了中介平台在有合理理由相信发行人或发行人行为具有欺诈的可能性时,终止发行的权利,这并非一项义务。由于新型中介机构的功能发挥依赖于平台,那么如何规制平台则成为关键,强化平台功能则是一条可选路径。

三、私募股权众筹中介机构的功能解释与逻辑修正

美国 1933 年《证券法》原则上禁止一切未经 SEC 注册的证券要约和销售行为,只有符合该法所列豁免交易范围的证券可以除外,私募发行便是其中之一,在我国被称为“定向发行”。而传统私募发行的逻辑,在股权众筹语境下则需要新的规则设计,其中最为核心的问题是如何实现传统私募的线上运营,以及由此产生“看门人”的“声誉资本”悖论。

(一) 核心困境: 实现传统私募的线上运营

《JOBS 法案》第二章中增设 Rule 506(c) 条款, 解除私募发行公开宣传的限制, 这也是实现传统私募融资线上运营的基础。实际上, 美国学者最初并不看好这种将传统风险投资由线下转换到线上的做法, 因为传统天使/风险投资具有极强的地理限制因素, 若投融资双方之间相距过远, 则投资者无法对企业进行管理和风险控制。实践中, 一方面由于电子技术发展使初创企业所需融资数量降低, 一定程度上避免了复杂风险投资协议安排; 另一方面由于网络技术进步, 使投资者对发行人进行远距离监管成为可能。

1、允许公开宣传是实现私募融资线上运营的基础

美国私募发行制度在经历长期反复的理论争议与修正后,^{[30]P51-141}美国 Rule 506 最终确立了私募发行豁免的两项标准: 其一, 在宣传方面。发行人在主张使用 Rule 506(b) 获得私募发行豁免时不得进行一般劝诱或公开宣传。其二, 在投资者方面。Rule 506 要求私募发行对象必须满足 Rule 501(a) 合格投资者标准。申言之, 禁止公开宣传之目的在于防止发行人任意扩散融资信息, 将发行对象限制为与发行人具有“先存关系”(preexisting business or substantive relationship) 的群体,^③而实践中“先存关系”十分难以形成类型化的统一标准, 因此 SEC 选择另外一条反向逻辑, 即私募发行中所有的公开宣传都被禁止, 除非发行人和受要约人之间具有先存关系。但禁止公开宣传与股权众筹所依赖的基础——互联网环境——背道而驰, 因此《JOBS 法案》在原 Rule 506 基础上增加了 Rule 506(c), 解除了禁止公开宣传的限制。^[11]由于取消了公开宣传限制, 那么私募股权众筹若想豁免, 则必须面向合格投资者发行。

2、私募发行线上运营的模式

传统天使投资是由经验丰富的领投天使(Active Angels) 对项目进行详细尽职调查并决定是否投资, 其他投资者(Passive Angels) 相信领投天使的经验和信誉并“搭乘”领投天使的“便车”。这种传统天使投资模式在私募股权众筹的语境下转换为 AngelList 和 FundersClub 两种平台模式, 其也本身便是本文前述的中介机构之一, 即, 顾问。诚如 Bernard Black 教授指出的“信用中介的主要角色便是保证信息披露的质量, 从而减少证券市场中的信息不对称。”^{[31]P786-788} 顾问对于经验丰富的合格投资者来说可能并不重要,

而对于部分投资经验不足的私募股权众筹投资者而言则另当别论。

在《JOBS 法案》第二章框架下, 美国目前最为成功的私募股权众筹平台分别是 AngelList 和 FundersClub, 两者都源自于传统天使投资, 但却在实践中衍生出两种完全不同的运营模式。(1) FundersClub 平台。在 FundersClub 模式中, 领投天使表现为投资委员会(Investment Committee), 投资委员会由平台自身设立并对发行人项目进行详细尽职调查。实际上, 能够通过投资委员会审核的发行人不足申请总数的 2%, FundersClub 以平台自身的信誉和业务能力的确来确保只有高成长企业才能进入平台。因此, 所有的来到 FundersClub 的跟投人只需要提供资金, 选择平台上提供的投资项目投资即可。(2) AngelList 平台。相比于 FundersClub 平台的运营模式, AngelList 平台则由领投人负责项目的尽职调查。同时, AngelList 设立一种名为“SocialProof”的制度, 将投资业绩突出的领投人信息发送给新注册的投资者, 作为其投资选择的参考。2015 年 3 月上线的京东商城也仿照了 AngelList 模式。^[32]两者相较而言, 为何 AngelList 更为成功呢? 这可能是因为 AngelList 不仅致力于寻找优秀的初创企业, 同时还寻找优秀的投资者。诚如其所言, “我们允许有丰富经验的合格投资者能够实实在在的帮助初创企业, 而不是仅仅提供资本支持。”^[33]

问题也随之产生, AngelList 希望寻找优秀的领投投资者作为顾问, 放大顾问的杠杆效应, 在降低平台自身尽职调查成本的同时吸引更多跟投人参与。但几乎所有的私募股权众筹跟投人都未曾与领投人谋面(因为允许公开宣传, 扩大了投资者群体的地域范围) 相互了解亦甚少, 跟投人也仅仅能够信任领投人的声誉, 这也是与传统私募发行最大的区别之处。AngelList 创设的“SocialProof”制度对于改进顾问“声誉资本”的重大意义, 但在解释顾问如何改进“声誉资本”之前, 我们还需回应另外一个问题, 即, 合格投资者真的“合格”么? 实际上, 这也是领投模式在互联网环境下悖论产生的根源之所在。

(二) 逻辑悖论: 合格投资者并非“合格”

合格投资者并非“合格”表现为两个方面: 其一, 参与私募股权众筹的跟投人虽然满足合格投资者标准, 而这类群体在很多情况下是缺少投资经验的, 加

之互联网环境产生的空间距离,其更加依赖于领投人对项目尽职调查后给出的结论;其二,安达信作为四大会计事务所之一,在安然事件中的“声誉资本”都尚且廉价,那么领投人“声誉资本”又何从谈起呢?

1、跟投人的投资经验并非“合格”

合格投资者是私募发行中及其重要的概念之一,跟投人属于合格投资者,但其却往往缺少投资经验。经过长期反复和论证,美国 Regulation D 最终放弃了投资经验标准,使用资产数量取代投资经验,这不仅提高了合格投资者制度的可操作性,而且极大促进了美国私募市场发展。但学界已经开始反思,尤其在《Dodd-Frank 法案》公布之后,美国国会要求 SEC 重新定义个人合格投资者标准,^[34]但仍有许多支持观点以资产为标准认定合格投资者的方法。例如,SEC 认为投资者的净资产和年收入水平在很大程度上决定投资者承受损失的能力。^[35]另有学者认为,尽管资产可能并不代表丰富的投资经验,但其可以代表投资者其他方面的社会经验。抛弃资产评价标准会抑制资本形成效率。^{[36]P285}

美国联邦最高法院最初意图是只允许具有丰富经验的成熟投资者进入私募市场,而非以财富作为评价投资者经验的标准。尽管在某种程度上,财富与投资经验呈正相关,但实践证明这一逻辑似乎并不成立,^{[37]P215}尤其是考虑到财富来源的时候。例如,投资者通过继承或博彩获得的资产,其并没有使用过任何投资工具。机构投资者也面临类似问题,例如,在美国历史上最大的“庞氏骗局”中,由于缺少有经验投资者的尽职调查,包括对冲基金、犹太人慈善组织等机构投资者也未能幸免。但囿于各类反对设立新标准的观点仍然占据主流,故《JOBS 法案》并没有改变以资产多少来认定合格投资者的标准,而只是增加了合格投资者的验证步骤^④。

2、领投人(顾问)的“声誉资本”并非可靠

假设详细的合格投资者验证步骤已经能够确定投资者具有一定的损失承受能力,那么余下便是解决投资经验不足的问题。根据 Shahr 教授的观点,寻找可靠的中介作为替代,则是有效的解决路径。此处使用到最后一类中介机构——顾问。顾问并不是十分适合公募股权众筹,由于设计的目的便是发挥群体智慧的功能,借由交流渠道将精明的读者汇聚成为中介,而顾问却与这一目的背道而驰。领投人担任顾

问角色,为经验缺乏的跟投人提供投资建议的模式已经被实践证明是非常成功的。然而问题在于,当传统天使/风险投资从线下转移到线上的互联网环境后,以往领投人与跟投人之间基于朋友或熟人关系建立的信任基础已经不复存在,跟投人并不了解作为顾问的领投人,只能根据中介平台对领投人的介绍进行选择,那么,顾问的信誉是否可靠?

(三) 逻辑补正:“看门人”失灵与大数据评价的修正路径

确保领投人“声誉资本”的可靠性是维系私募股权众筹“领投+跟投”模式的根本。相比于单纯的“声誉资本”,利用信息整合者将所谓的信誉转换为直观的大数据评价似乎更加可行。

1、领投人(顾问)“声誉资本”的困局

自然人领投人的最大问题在于个人信息容易造假,并且自然人实施欺诈行为的成本十分低廉。因此,有学者建议由机构担任领投人。^{[38]P33}但机构领投人的表现似乎也不尽如人意,意大利设计的股权众筹规则^⑤似乎已经印证了其中的问题。CONSOB(相当于美国 SEC)规定发行人股权中“至少 5%是由专业投资者、银行或创新型初创企业孵化器所持有”,这旨在强制专业投资机构进入,来防止或减少欺诈。强调“至少 5%是由专业投资者、银行或创新型初创企业孵化器所持有”,实质上是将传统风险投资和金融机构投资者引入其中,由专业投资者代替一般投资者进行决策。由于被引入的风险投资创收点与股权众筹有所区别,风险投资更关注发展相对成熟的小型公司,通过投资上市后转售股份来获得收益,而初创企业并不具备这一特征,故其难以吸引风险投资关注,这也导致部分专业机构可能并不是很认真的去甄别初创企业。但实践表明,专业投资者失败的情况远比成功多。^[39]可见,无论是自然人和机构作为领投人,均存在“声誉资本”的悖论,那么转换评价标准似乎能够在一定程度上缓解该困局。

2、“声誉资本”的大数据修正

根据 John · C. Coffee 教授的观点,只有当看门人的信誉资本价值超过他们从客户处获得的可期待利益时,他们才会选择忠于职守。然而,实践中看门人的成本和收益截然相反,此时他们的理性选择便是为了一时的高额收益而放弃信誉资本,这便是看门人机制失灵的原因。^{[1]P17-113}在如此庞大的资本市场面前,

“声誉资本”尚且廉价,那么在私募股权众筹市场中,“信誉资本”又价值几何呢?这似乎使我们刚刚找到的新路径重新陷入难以解释的逻辑悖论。幸运的是,Shahar教授为我们提供了另一个可供选择的中介机构,即信息整合者。尽管信息整合者在公募股权众筹中的运用和制度设计尚需探讨,但其却可以用于修正私募股权众筹“看门人”制度的悖论。大数据评价机制在公募股权众筹中面临的最主要问题是发行人可能不会重复融资,导致数据难以实现有效积累。然而,私募股权众筹领投人和平台的运营模式,则为大数据的评价和预测功能创造了适用空间。

四、股权众筹中介机构的立法规制

“三种工具”与“三类中介”相互补充、配合,共同组成了股权众筹有别于传统中介机构的全新的信息不对称应对方式。目前国内的公募股权众筹立法尚属空白,而中国证券业协会的《私募股权众筹办法》也饱受学者诟病,若下一轮《证券法》修改能够将股权众筹提上日程,有关中介机构的规则还需要从以下几个方面完善。

(一) 强化平台功能的规则设计

与Uber和Airbnb为代表的分享经济一样,平台之于股权众筹规范发展的意义重大,监管必须考虑自治、效率和价值的多元因素^{[40]P45-54}。如何平衡金融的效率和安全的两大难题,是股权众筹规则设计必须回应的问题。

1、强化平台功能的路径解释

平台与中介机构的概念并不完全等同。股权众筹平台是中介机构的载体,尤其是作为中介的信息整合者和精明的读者,二者在脱离平台这一媒介之后,几乎无法实现理论预设的功能。认为小额股权公开融资不必绑定互联网^{[41]P130-132}的观点似乎没有关注到中介机构之间的差异,《JOBS法案》中涉及的小额证券发行豁免Regulation A+由于未涉及到平台这一特殊主体,其仍仅采用了最为传统的信息披露来解决信息不对称问题^{[42]P125-141}。因此,如果说“设置投资额上限是股权众筹为证券法理论带来最大创新”^{[43]P54}的话,那么由平台承载的信息整合者和精明的读者,则可以被认为是互联网时代新型中介机构在证券法领域中的初次尝试和运用。

实际上,我国《私募股权众筹办法》中也体现出强化平台的监管思路。在第八条(四)款中,其要求

平台“采取措施防范欺诈行为,发现欺诈行为或其他损害投资者利益的情形,及时公告并终止相关众筹活动。”此条对于“防范”欺诈行为的内涵界定也不甚清晰。究竟是要求平台仅对发行人提供的信息进行形式审核,还是要求平台必须对发行项目进行详细尽职调查,来防范欺诈行为。进一步细化解释实属必要。

2、强化平台功能的规则设计

笔者曾经讨论过强化平台责任的理由,但囿于认知限制,误将强化平台功能解读为设置更为严格的平台责任,^{[44]P70-71}这实际上是两个层面的问题。平台应承担何种责任是法定的义务,而强化平台功能则是赋予平台更多的自治选择权。

法定义务的差异决定平台应该承担何种责任。公募股权众筹平台是中立的信息中介,其核心义务是对发行人资格进行审查,而信息披露的真伪以及项目未来预期收益的可能性,则是由群体智慧而非顾问来评判。相反,私募股权众筹平台是投资者的“看门人”,必须承担类似我国《证券法》保荐人的尽职调查义务,并承担过错推定责任。这种划分是实现融资效率因素的考量,是必要的、也是必须的,否则公募股权众筹的整套规则设计将可能完全失去意义。

功能强化为每个平台提供了充足的发展空间。通过分析上述公募股权众筹立法态度的演进历程可以发现,SEC对使用群体智慧解决信息不对称问题是持观望态度的。一方面,《众筹条例》确立了通过交流渠道实现群体智慧理论的功能预设;但另一方面,立法也没有完全寄希望于群体智慧,而是赋予平台审查权限。由于公募股权众筹平台在对发行人提供的资料进行合规审查时,不可避免的受限于平台工作人员的能力水平,故如何行权以及采取何种有效排除潜在欺诈发行人的措施,则由平台根据自身能力来决定。此外,同样的道理亦适用于私募股权众筹,AngelList和FundRazr平台分别采用不同的模式,不断强化自身作为“看门人”的功能,确保投资者的投资安全和收益。因此,只有真正信誉良好、提供服务全面的平台才能吸引投资者。

(二) 大数据评价功能的规则设计

正如Viktor Mayer-Schönberger和Kenneth Cukier在《大数据时代》一书中所言“大数据开启了一次重大的时代转型。”^{[45]P9}同时,大数据时代的金融信用也需要被赋予全新含义。金融领域内,大数据可以将

重要的交易、报价、业绩、消费者研究等内容,在短暂时间内形成信用评分及风险控制所需的指标。故而,使用大数据实现信息整合者中介的功能,则是应对传统中介“声誉资本”悖论的有效方式。

尽管信息整合者尚未有证券领域的立法先例,但我国已经在其他部门法中确立了其合法地位。根据《电子商务法》第 39 条的规定,“电子商务平台经营者应当建立健全信用评价制度,公示信用评价规则,为消费者提供对平台内销售的商品或者提供的服务进行评价的途径。”并且“电子商务平台经营者不得删除消费者对其平台内销售的商品或者提供的服务的评价。”依此逻辑,未来立法中亦可以明确要求平台建立类似的信用评价制度。但公募股权众筹中设立信誉评价制度面临的最关键问题在于发行人可能并不会像普通电商一样长期销售产品,并逐渐累积用户评价。相反,对于规范 AngelList 模式的私募股权众筹平台则有重要意义。

AngelList 既有赖于自然人顾问给出的建议,同时又面临“声誉资本”的逻辑悖论,需要借由信息整合者将顾问廉价的信誉资本转换为更加客观可测的大数据评价。首先,领投人能够重复提供投资建议,形成原始数据积累。其次,该市场参与者的投资者经验更加丰富,所作出的评价也更加客观和真实。那么,剩下的问题便是通过制定法律,要求平台记录真实有效的投资者回馈信息,并且严惩数据造假行为。同时也必须承认,数据积累需要一个过程,在缺乏大数据

原始记录并进行有效预测之前,欺诈在所难免。互联网金融的发展不可避免的需要付出试错成本,但必须通过制度设计将其控制在可承受的范围之内。

五、结语

适应市场已经成文金融法的一项基本原则。^{[46]P17}与其他领域不同,资本市场法律移植具有理论上的正当性,也是贯穿于我国资本市场立法变革的一条主线,但不注重本土化改造的法律移植无异于打开了“潘多拉魔盒”。^{[47]P100}因此,在研究资本市场法域时,一方面难以避免的使用法律移植来弥补制度空缺,另一方面也极易忽略中国问题的特殊性,把中国问题与外国问题同质化,把外国用来解决问题的理论和制度作为恒定标准,不加变通的用于中国。由于没有顾及中国问题背后复杂的社会因素,导致部分主张和方案超越中国发展的历史阶段。^[48]这一现象似乎在互联网金融研究领域内表现的更为明显,已有学者洞见^{[49]P103-121}并直指当下互联网金融法律研究弊病要害,即学者提出的建议均极为抽象和原则,“当监管目标之间存在冲突时,监管者只能求助于‘运用之妙,存乎一心’来加以平衡。”因此,在构建我国股权众筹法律制度时,不仅需要充分理解域外相关法律制度的构成,更应当准确把握其规制的逻辑,以及与需移植规则相关的法律条文,甚至相关的整个法律体系框架,片面借鉴制度只会造成管中窥豹之结果。

注释:

① 美国集资门户可以理解为一个低配版的经纪商,囿于资质和专业水平的限制,根据 17 C.F.R. § 227.300(c)(2) 的规定,集资门户不得从事以下行为:①提供投资建议或推荐;②为平台上展示的证券招揽购买、发售、出售;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;或者④拥有、管理、持有或处理投资者资金或证券。而经纪商则不受上述限制。

② 美国《众筹条例》Rule 277.202 和 Rule 203 中规定了发行人持续信息披露之义务。对持续信息披露的讨论和争议主要涉及到披露频率、报告提供方式、财务陈述内容以及是否可以仅要求特定发行人履行持续信息披露义务。规则要求发行人在每个会计年度结束后的 120 天内将年度报告提交 SEC 备案,并且在发行人网站上进行公布。持续信息披露的年报不用必须经过会计审计或者审阅,可以由发行人的首席执行官做出保证。

③ 2012 年 4 月 5 日,美国国会通过著名的《JOBS 法案》,授权美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission,后文简称 SEC)并要求按照《JOBS 法案》第三章内容制定更为细致的《众筹条例》(Regulation Crowdfunding),该条例于 2015 年 10 月 30 日正式公布。

④ 2014 年底证券业协会发布《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》以及在 2015 年 8 月 10 日发布《场外证券业务备案管理办法》第 20 条第 10 项将“私募股权众筹”修改为“互联网非公开股权融资”(为研究方便,本文仍称之为“私募股权众筹”)两项内容,确立了私募股权众筹在我国的合法地位。而 2015 年 3 月《证券法》修订草案增加公募股权众筹豁免条款,2015 年 7 月 18 日十部委发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》和随后 24 日证监会表态认定股权众筹应具有“公开、小额、大众”的特征,则是对公募股权众筹的立法探索。因此,在我国现行法律体制下,只有被称为“互联网非公开股权融资”以私募方式进行的股权众筹是合法的。

⑤ 群体智慧理论由 Surowiecki 最早提出,并在《群体的智慧》一书中使用大量事实论证了群体的智慧优于群体中的任何个体。Surowiecki 认为,群体智慧功能的发挥依赖于三项要素,即多样性(Diversity)、独立性(Independence)以及分权化(Decentralization)。群体的多样性能产生多元化思路,并最终得到有意义的差异化结果(多样性),但群体智慧发挥功能的前提条件是个体在发表意见时不受其他人干扰(独立性),且最终决策应由个体根据自己知识的判断独立做出(分权化)。

⑥ Bradford 教授根据群体智慧理论提出公募股权众筹的五项原则:①发行人和公募股权众筹网站能够承受的发行成本;②不设置任何投

投资者障碍(例如,公开宣传和投资者资格);③通过限制个人投资额度来防止全部资产损失,并且对潜在风险进行提示;④要求股权众筹网站担任投资者的“看门人”,明确责任并限制利益冲突;⑤通过设立公开交流渠道利用群体智慧来发现欺诈行为。

⑦ Hazen 教授认为《JOBS 法案》中对于投资者保护的设计实际上是很幼稚的,并对放松监管的观点提出严重质疑——“对几百美元的小额投资的保护价值难道低于大额投资? 小额投资者利益难道不值得进行保护么?”

⑧ 美国 1933 年《证券法》解决信息不对称的思路,即(1)强制信息披露制度,要求证券发行人必须向投资者披露所有相关信息;(2)规定了一套注册程序,其核心是统一信息披露的格式、内容和公开方式,并由监管者对信息披露内容进行审查;(3)对证券中介机构许可并进行监管;(4)反欺诈制度。

⑨ 《过犹不及:强制披露的失败》一书所涉及的强制披露不仅特指证券市场的信息披露,而是生活中的各类信息披露。但该书中所论及的内容及结论,恰恰可以用来解释公募股权众筹市场的实际问题。下文将先阐述 Shahaar 教授的观点,并尝试利用该观点,审视公募股权众筹信息披露制度中存在的问题。

⑩ Shahaar 教授认为中介是信息披露制度的替代,在某些地方可以完全放弃强制信息披露制度。但笔者认为,Shahaar 教授在《过犹不及:强制披露的失败》一书中,将社会中存在的各种强制披露纳入了考察范围(包括合同、医疗等诸多方面),而并非专指证券市场的强制信息披露。故而,笔者认为可以在此按照“除去不必要的信息披露”进行理解。

⑪ 17 C.F.R. § 227.303(c). 具体内容:中介必须在其平台上提供交流渠道供投资者互相交流,以及与发行人代表就发行相关问题进行交流,具体要求:(1)如果中介是集资门户,除了建立交流规则和移除辱骂性或可能的欺诈信息外,不得参与任何交流;(2)中介允许公众查看交流渠道中的讨论;(3)中介仅允许已经在中介平台开设账户的人在交流渠道中发布评论;以及(4)中介要求每次在交流渠道中发布评论时,明确而醒目地披露评论人是否是代表发行人从事推广活动的发行人员工和创始人,或是已经或预期因推广发行获得报酬的人。

⑫ 17 C.F.R. § 227.301(a).

⑬ 先存关系的存在和确定是判断是否构成私募发行的重要标准之一。发行人和受要约人之间曾经基于雇佣或其他因素建立的先存关系,是确定受要约人对于发行人信息有所了解基础。同时,先存关系的存在也是发行人判断投资者是否具有投资能力的基础。

⑭ 《JOBS 法案》Section 201(a)(1)在修改 Rule 506 时要求发行人“采取合理的步骤确认投资者符合合格投资者标准,具体标准由 SEC 制定。”Rule 506(c) 设定的合格投资者验证方法仅适用于公开宣传的私募股权众筹中,发行人仍然可以采用原有 Rule 506(b) 进行发行,如此可不用遵守 Rule 506(c) 对投资者资格进行验证的要求。SEC 在广泛参考各方征求意见后,最终于 Rule 506(c) 中要求发行人通过公开宣传进行私募股权众筹融资时,必须满足如下条件:其一,满足 Rule 501.502(a) 以及 502(d) 的要求;其二,投资者必须全部是合格投资者;其三,发行人必须采取合理的步骤验证合格投资者符合资格。此外,SEC 根据征求到的提议,增加了个人合格投资者的非排他性验证方法。

⑮ CONSOB Reg. n. 18592/2013.

参考文献:

- [1] [美]约翰·C.科菲.看门人机制:市场中介与公司治理[M].黄辉、王长河等译.北京:北京大学出版社,2011.
- [2] 包涵.证监会公布IPO造假处罚决定:万福生科移送司法[EB/OL].<http://finance.sina.com.cn/stock/newstock/zxdt/20131019/001117041684.shtml>,2018-12-27.
- [3] 杨硕、傅穹.重思股权众筹的裁判逻辑[J].证券法苑,2017,3.
- [4] [美]欧姆姆·本·沙哈尔、[美]卡尔·E.施奈德.《过犹不及:强制披露的失败》[M].陈晓芳译.北京:法律出版社,2015.
- [5] George A. Akerlof, The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics, Vol.84, No.3 (Aug. 1970).
- [6] Kirby, Eleanor, Shane Worner, Crowd-funding: An infant industry growing fast[R]. Staff Working Paper of the IOSCO, No. 17, 2014.
- [7] Jack Wroldsen, Crowdfunding Investment Contracts, Virginia Law and Business Review, Vol.11, Issue 3 (Spring 2017).
- [8] 彭冰.私募众筹?一个自相矛盾的词汇[J].互联网金融与法律,2015,1.
- [9] 冯果、袁康.境外资本市场股权众筹立法动态述评[J].金融法苑,2014,2.
- [10] 樊智慧.股权众筹平台监管的国际比较[J].法学,2015,4.
- [11] 刘明.论私募股权众筹中公开宣传规则的调整路径——兼评《私募股权众筹融资管理办法(试行)》[J].法学家,2015,5.
- [12] 彭冰.投资型众筹的法律逻辑[M].北京:北京大学出版社,2017.
- [13] 黄辉.中国股权众筹的规制逻辑和模式选择[J].现代法学,2018,4.
- [14] 邢会强.金融危机治乱循环与金融法的改进路径——金融法中“三足定理”的提出[J].法学评论,2010,5.
- [15] D.M.Ibrahim, Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?, Minnesota Law Review, Vol.100, Issue 2(December 2015).
- [16] 杨东.互联网金融的法律规制——基于信息工具的视角[J].中国社会科学,2015,4.
- [17] James Surowiecki, The Wisdom of Crowds, New York: Anchor, 2005.
- [18] Omri Ben-Shahar and Carl E. Schneider, More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure, New Jersey: Princeton University Press, 2014.
- [19] Tim Phillips, Charles Mackay's Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds: A 52 brilliant ideas interpretation, Oxford: Infinite Ideas, 2009.
- [20] Robert B. Thompson and Donald C. Langevoort, Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital Raising, Cornell Law Review, Vol.98, Issue 6 (September 2013).
- [21] Barbara Black and Jill I. Gross, Making It up as They Go along: The Role of Law in Securities Arbitration, Cardozo Law Review, Vol.23, Issue 3 (February 2002).
- [22] Stephen Jung Choi and Adam C Pritchard, Securities Regulation: Cases and Analysis, New York: Foundation Press, 2005.
- [23] C. Steven Bradford, Crowdfunding and the Federal Securities Laws, Columbia Business Law Review, Vol.2012, Issue 1 (2012).

- [24] Thomas Lee Hazen , Crowdfunding or Fraudfunding—Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure , North Carolina Law Review , Vol.90 , Issue 5 (June 2012) .
- [25] Michael B. Dorff , The Siren Call of Equity Crowdfunding , Journal of Corporation Law , Vol.39 , Issue 3(Spring 2014) .
- [26] 陈洁. 投资者到金融消费者的角色嬗变[J]. 法学研究 , 2011 , 5.
- [27] [法]吉斯塔夫·勒庞. 乌合之众: 大众心理研究[M]. 戴光年译. 北京: 新世界出版社 , 2010.
- [28] BogachanCelen and ShacharKariv , Distinguishing Informational Cascades from Herd Behavior in the Laboratory , American Economic Review , Vol.94 , Issue 3 (Jun 2004) .
- [29] RocketHub. Implementation of Crowdfunding: Building on Title III of the JOBS Act Response to Proposed Rules [EB/OL]. <https://www.sec.gov/comments/s7-09-13/s70913-206.pdf> 2016-8-1.
- [30] 郭雳. 美国证券私募发行法律问题研究[M]. 北京: 北京大学出版社 , 2004.
- [31] Bernard S.Black , The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets , UCLA Law Review , Vol.48 , Issue 4(April 2001) .
- [32] 中新网. 京东股权众筹上线 “领投+跟投” 打造创投融资平台 [EB/OL]. <http://news.163.com/15/0331/20/AM21GIJ800014JB6.html> , 2017-6-2.
- [33] TomioGeron. The Most Influential Angel Investors on AngelList [EB/OL]. <http://www.forbes.com/sites/tomiogeron/2012/05/01/the-most-influential-angel-investors-on-angellist> 2017-10-13.
- [34] SEC. Net Worth Standard for Accredited Investors [EB/OL]. <https://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9287.pdf> 2017-12-2.
- [35] SEC. Investor Bulletin on Accredited Investors [EB/OL]. https://www.sec.gov/investor/alerts/ib_accreditedinvestors.pdf 2017-12-2.
- [36] Greg Oguss Should Size or Wealth Equal Sophistication in Federal Securities Laws , Northwestern University Law Review , Vol.107 Issue 1(2012) .
- [37] Felicia Smith , Madoff Ponzi Scheme Exposes the Myth of the Sophisticated Investor , University of Baltimore Law Review , Vol.40 , Issue 2 (Winter 2010) .
- [38] 赵尧、鲁篱. 股权众筹领投人的功能解析与金融脱媒[J]. 财经科学 2015 , 12.
- [39] Deborah Gage. The Venture Capital Secret: 3 out of 4 Start – Ups Fail [EB/OL]. <http://www.wsj.com/articles/SB10000872396390443720204578004980476429> 2017-11-20.
- [40] 奥利·洛贝尔、汪雨蕙. 分享经济监管: 自治、效率和价值[J]. 环球法律评论 2018 A.
- [41] 董净铿. 中国股权众筹立法问题之检讨[J]. 比较法研究 2018 5.
- [42] 刘宏光. 小额发行注册豁免制度研究——美国后 JOBS 法案时代的经验与启示[J]. 政治与法律 2016 , 11.
- [43] 彭冰. 公募众筹的理论基础[A]. 证券法律评论(2016 年卷) 北京: 中国法制出版社 2016.
- [44] 傅穹、杨硕. 新金融时代下股权众筹的监管逻辑[J]. 社会科学家 2016 9.
- [45] [英]维克托·迈尔-舍恩伯格、[英]肯尼思·库克耶. 大数据时代: 生活工作与思维的大变革[M]. 周涛译 浙江人民出版社 2013.
- [46] 蓝寿荣. 论金融法的市场适应性[J]. 政法论丛 2017 5.
- [47] 李安安. 资本市场法律移植的制度反思与变革[J]. 证券法苑 2015 1.
- [48] 张广兴. 法学研究应强化中国问题意识[N]. 中国社会科学报 2016-12-28(004) .
- [49] 彭岳. 互联网金融监管理论争议的方法论考察[J]. 中外法学 2016 6.

The Functional Interpretation and Legislative Regulation of Intermediary Institutions in Equity Crowdfunding

Yang Shuo

(Law School of Nanjing University , Nanjing Jiangsu 210093)

【Abstract】 Since professor Coffee published his book *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* , the questions about the function of the Gatekeeper , especially the paradox of Reputation Capital , have been described from multiple perspectives. In essence , Retail Crowdfunding and Accredited Crowdfunding both are innovations based on the traditional securities issuance system , and Gatekeepers are also inevitable in the process. Due to different core dilemmas , they derive two sets of similar but different rule systems , although they face the same internal requirements in solving the Information Asymmetry problem. Therefore , the functions of tools to solve Information Asymmetry (Information Disclosure , Group Intelligence , Credit Intermediary) should be reinterpreted from the perspective of new intermediaries (Consultants , Information Integrators , Smart Readers) . When constructing the Gatekeeper system of Equity Crowdfunding in China , we should clarify the logical basis of their rule design and should not confuse them with each other.

【Key words】 the Securities Law; the JOBS act; equity crowdfunding; intermediary institutions

(责任编辑: 黄春燕)