

重思股权众筹的裁判逻辑

杨 硕* 傅 穹**

摘要:在飞度网络科技有限公司诉诺米多餐饮管理有限公司有限责任公司案件中,北京市一中院充满了司法能动主义的裁判结果极大推动了我国股权众筹发展。股权众筹融资行为的实质是一种证券发行,应当受到《证券法》的规制与调整。《合同法》与《证券法》的立法目的不同,导致两种裁判逻辑下归责原则和举证责任有所差异,后者更加倾向于保护投资者。此外,由中介平台代为起诉发行人似乎成为一条应对证券集团诉讼制度缺失的可选路径。

关键词:证券法 股权众筹 虚假陈述 民事责任

一、案情概况

2015年8月20日,北京市海淀法院开庭审理北京飞度网络科技有限公司(下称“飞度”)与北京诺米多餐饮管理有限公司(下称“诺米多”)居

* 吉林大学法学院博士研究生。

** 吉林大学法学院教授。

间合同纠纷。作为我国股权众筹第一案,其在理论和实务界均引起广泛关注。经过一审和二审审理后,北京市第一中级人民法院在2015年12月22日公布终审判决。这一过程中,法院所表现出的能动性对推动我国股权众筹发展起到了十分积极的作用。^[1]

飞度公司系“人人投”股权众筹平台的运营者,能够为项目方展示融资项目、发布融资需求,以实现互联网便捷融资、投资、管理的目标。2015年1月21日,飞度公司与诺米多公司签订《委托融资服务协议》(以下简称《融资协议》),融资金额为88万元,经飞度公司运作融资成功。根据《融资协议》第1条第3款之约定,诺米多公司应支付委托融资费用。但在融资成功后,经飞度公司多方核实,诺米多公司提供的项目所涉房屋性质、物业费均与实际情况不符,虽经多次协商,诺米多公司仍拒绝提供房屋真实产权信息。为避免投资人投资风险扩大,飞度公司依据《融资协议》第7条第1款之约定,于2015年4月14日解除了与诺米多公司的协议,要求诺米多公司支付违约金并赔偿经济损失。^[2]

二、关于股权众筹基本概念与性质的讨论

(一) 公募与私募股权众筹之辩

股权众筹(equity crowdfunding)是指从大量人手中为小型公司或者初创企业筹集少量资金的一种新型融资模式,其正在世界范围内迅速扩张。过去只能由少数富有群体和熟人关系才能投资初创企业的状况,已被普惠金融与金融民主化理念所改变。公募与私募股权众筹在现行美国联邦证券法中分别表现为:其一,《初创期企业推动法案》(Jumpstart Our Business Start-ups Act,以下简称《JOBS法案》)项下第

[1] 蒋惠岭:《“诺米多”诉飞度“人人投”股权众筹合同纠纷案评析》,载《中国法律评论》2016年第2期。

[2] 参见北京市第一中级人民法院(2015)一中民(商)终字第09220号民事判决书。

3章^[3]创设的全新豁免,即公募股权众筹制度(Retail Crowdfunding);其二,基于《JOBS法案》第二章及传统私募发行衍生而来的则被称为“私募股权众筹”(accredited crowdfunding)^[4]。公募股权众筹投资者通过网络平台投资初创企业,不必满足美国传统证券法上“获许投资者”(accredited investors)^[5]的资格要求。由于美国公开发行市场以机构投资者为主,^[6]公众投资者(retail investors)数量极少,^[7]而私募股权众筹与传统天使/风险投资均设定了较高的获许投资者标准,因此,投资经验相对匮乏的中产阶级公众投资者成为美国公募股权众筹市场的主要群体。

以公募和私募两条路径发展股权众筹已经成为国内理论和实务界的共识。2014年年底,中国证券业协会发布的《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》以及2015年《场外证券业务备案管理办法》对“私募股权众筹”表述的修改,确立了“互联网非公开股权融资”(下称“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,在我国现行法律框架下,只有被称为“互联网非公开股权融资”的私募股权众筹是合法的。在美国也存在相似情况,美国证券交易委员会(以下简称SEC)于2015年10月30日正式发布《众筹条例》,并于2016年5月正式生效,其效果如何还有待验证。相比之

[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并要求按照《JOBS法案》第3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] Parsont, Jason W., *Crowdfunding: The Real and The Illusory Exemption*, Harvard Business Law Review, Vol. 4, 2014.

[5] 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44页。

[6] 美国公开发行市场机构投资者约占70%。See Edelman P H, Thomas R S, Thompson R B, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, Southern California Law Review, Vol. 87, 2014.

[7] 这与我国A股市场正好相反。参见顾铭德:《证监会新主席含金量最高的一句话:A股小额投资者为主》,载搜狐网, <http://business.sohu.com/20160320/n441185323.shtml>, 2016年7月29日访问。

下,美国私募股权众筹市场的前景则更为乐观,其能够成功并不是因为本身创造了新型融资模式,而是与传统天使/风险投资相比,实现了两点突破:第一,网络能够降低传统天使/风险投资的运营成本;第二,通过互联网能够更加便利地吸引更多投资者。

从中国人民银行金融研究所发布的《股权众筹调研报告》^{〔8〕}内容来看,我国未来将根据投资者的投资能力,将投资者群体划分为私募、大私募、小公募、大公募四个层次。“公募”与“私募”之间的区别主要在于投资者的资金实力与投资者的成熟度上,“大私募”即面对适当降低标准合格投资者的“私募股权众筹”市场,而“小公募”则是未来即将构建的“公募股权众筹”市场,逐步形成“五四三二一”的股权众筹发展框架。

二分法发展路径形成过程与重要节点文件〔9〕

时间	政府态度
2014. 12. 28	中国证券业协会发布《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》,间接承认私募股权众筹地位
2015. 4	《证券法》修订草案增加了公募股权众筹的豁免条款,但是因随后股市异常波动而搁置
2015. 7. 18	十部委发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》
2015. 7. 24	中国证监会召开新闻发布会称,股权众筹具有“公开、小额、大众”的特征,目前一些市场机构开展的冠以“股权众筹”名义的活动,是通过互联网形式进行的非公开股权融资或私募股权投资基金募集行为,不属于《指导意见》规定的股权众筹融资范围
2015. 7. 29	中国证券业协会发布《场外证券业务备案管理办法》,将“私募股权众筹”纳入场外证券业务范围,并且应按照规定向证券业协会履行备案手续
2015. 8. 10	中国证券业协会发布《关于调整〈场外证券业务备案管理办法〉个别条款的通知》,宣布将《场外证券业务备案管理办法》第2条第(10)项“私募股权众筹”修改为“互联网非公开股权融资”

〔8〕 中国人民银行:《中国人民银行金融研究所股权众筹调研报告》,载希财网,<http://www.csai.cn/zhongchouzixun/773847.html>,2016年9月16日访问。

〔9〕 资料来源:根据公开资料整理。

(二) 股权众筹的性质: 证券发行

1. 起因事件: “美微传媒”

2013年2月,北京美微文化传播公司在淘宝网店铺上以销售会员卡附赠股权的方式转让其“原始股”,顾客购买会员卡的行为实际上就是购买公司股权。美微公司以“任何人只要花120元,就能买到100份股票,成为公司股东”的所谓创新举动,在2012年10月5日至2013年2月之间,共收到1191名会员参与认购的81.6万元人民币。上述行为很快引起了中国证券监督管理委员会(下称“证监会”)的关注,2013年2月5日,证监会对外通报,北京美微文化传播公司此举属“新型非法证券活动”,要求退还通过淘宝网平台获得的转让款,但未给予相应惩处。其后5月,证监会发布通报,认为淘宝网等互联网平台擅自向公众转让股权,属于向社会公众非法发行股票行为,并提醒投资者要提高网络证券活动的风险防范意识。至此,国内首例互联网转让股权事件因触碰监管红线而以失败告终。与此同时,如何发展股权众筹的问题在国内迅速引起广泛讨论,诸多困境和制度阻碍亦浮出水面,引发学界和实务界进一步的思考与探索。

2. 证券范围的扩张: “投资合同”

我国1998年《证券法》明确调整的证券范围包括:“在中国境内,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。”后经过修订的2005年《证券法》扩大了证券的范围:“在中华人民共和国境内,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,适用本法……政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法……证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。”可见,我国现行《证券法》是通过列举方式对证券的范围进行界定,法条明文规定的证券种类包括:股票、公司债券(包括政府债券)、投资基金、衍生证券四类。^[10]学者已经开始反思这种界定方式的负面影响,其中包括但不限于不利于投资者保护、限制资本市场发展空间、无法满足投融资需求、不利于实现资本市场监管等,并建议扩大证券定义范围,参考美国立

[10] 朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2011年版,第1~39页。

法经验,引入“证券”的一般性概念。^[11]

美国《1933年证券法》^[12]和《1934年证券交易法》^[13]对证券采取了十分宽泛的定义。这其中,不仅包括美国《1933年证券法》Section 2(a)所列举的证券范围,同时立法旨在将无论以何种形式出现在商业社会中通常所谓的“证券”,都纳入这一定义之中,并通过设定“投资合同”(investment contract)概念,由SEC和联邦法院对“证券”的内涵和外延进行界定。^[14]在美国司法实践中,“投资合同”成为解释证券定义的主要工具,而阐释这一问题的经典案例是1946年SEC v. W. J. Howey Co.案。^[15]本案中,联邦最高法院归纳出著名的“Howey检验”标准,来辨别某项交易是否属于投资合同,具体而言包括如下四个方面:(1)钱财投资(investment of money);(2)普通企业(common enterprise);^[16](3)利润预期(expectation of profit);(4)完全他人努力(solely from the efforts of others)。在Howey案之后,上述四大要素均得到补充和修正。^[17]

基于对美国《1933年证券法》的考察,股权众筹在本质上属于证券发行行为。套用“Howey检验”标准:首先,股权众筹投资者阅读发行人

[11] 陈洁:《金融投资商品统一立法趋势下“证券”的界定》,载《证券法苑》2011年总第12卷。

[12] 美国《1933年证券法》Section 2(a)在立法上对证券的定义为:“‘证券’一词是指任何票据、股票、国库券、债券、无担保债券、任何利润分享协议的利息或参与证、从属信托证、公司设立前的证书或认股证、可转让股权、投资合同、表决权信托证、存股证、石油、天然气或其他矿藏权利的未分割的部分利益,任何证券、存款证、一组证券或指数(包括任何利益或基于价值所生利益)的任何卖出期权、买入期权、跨期买卖或优先权、在全国性证券交易所交易的与外汇相关的任何卖出期权、买入期权、买入卖出选择权或优先权,或者总而言之,通常称为‘证券’的任何利益或工具,或上述任何一种的利益证书或参与证书,或上述任何一种的暂时或临时证书,或接收、担保、认购或购买的授权或权利证书。”参见[美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003年版,第24页。

[13] 美国《1934年证券法交易法》对“证券”的定义稍有不同,但应按“实质上完全相同”对待。参见[美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003年版,第24页。

[14] 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13页。

[15] 328 U. S. 293. S. Ct. 1100. 90 L. Ed. 1244(1946).

[16] 郭雳(2004年)将其翻译为普通企业,而张学安(2003年)将其翻译为共同单位,本文采用郭雳教授的翻译。

[17] 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19页。

披露的相关信息,并根据信息作出投资决策,符合钱财投资标准要求。其次,普通企业(或共同单位)要求的重点是,投资者获利的多少在多大程度上依赖于企业内其他人。对该条是否成立的判断,美国各法院的判例并不一致,其中较为典型的是美国第五巡回法院的解释:“表明投资者的财富与发起人的努力密不可分。”^[18]再次,利润预期。债权众筹和股权众筹都具有显著的获取预期利润的特征,在债权众筹中,投资者在投资到期时,能够获得本金与约定利息回报;而在股权众筹中,投资者可以获得相应的分红收入。最后,完全的他人努力。“Howey 检验”标准最初设定的“完全源于他人努力”的标准正在逐步弱化,联邦第五、第九巡回法院认为,能够符合“决定企业经营成败关键因素中,他人的努力无可否认的重要”即可。基于以上分析,股权众筹能够符合“Howey 检验”的四项标准,故构成美国《1933 年证券法》中的“证券”。因此,股权众筹融资行为的实质是一种证券发行,应当受到《证券法》的规制与调整。^[19]

三、两种裁判逻辑的比较:合同违约 VS. 证券欺诈

重新回到“飞度”诉“诺米多”一案的讨论。本案最主要的争议焦点之一便是双方签订《融资协议》的法律效力以及原被告双方之间的法律关系。法官在判词中将《融资协议》作为居间合同处理的理由是充分且妥当的。同时,判决书中提道:“需说明的是,界定为居间合同关系是基于对本案争议的相对概括,但众筹融资作为一种新型金融业态,众筹平台提供的服务以及功能仍在不断创新、变化和调整当中,其具体法律关系也会随之而发生变化。”笔者认为,法官将居间合同作为“针对本案争议相对概括”的观点,殊值赞同。

[18] [美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社 2003 年版,第 26~27 页。

[19] Cohn, Stuart R, *The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution*, Florida Law Review, Vol. 64, 2012.

(一) 为什么是合同违约而不是证券欺诈?

严格意义上讲,在我国正式通过《证券法》修改,扩大证券概念并设立合格投资者发行和众筹发行豁免制度之前,现行市场上所有互联网非公开股权融资业务都无法归入《证券法》调整的范畴,故只能依循《合同法》规则解决发行人、中介平台和投资者之间的冲突。

首先,根据我国现行《证券法》,无法将《融资协议》归入证券的范围。2012年证监会对“美微传媒”事件处理结果表明了官方对于股权众筹性质的确认,但问题在于我国现行法律对证券概念的界定十分狭窄,仅通过列举方式明文规定了:股票、公司债券(包括政府债券)、投资基金、衍生证券这四类。^[20]故有学者提出引入“证券”的一般性概念——“投资合同”。^[21]

其次,根据我国现行与私募发行有关的法律,《融资协议》也无法归入非公开发行之中。我国《证券法》并没有类似于美国私募发行系统完整的规则体系,导致目前法律对于私募发行和私募证券的界定呈现出分散和模糊之状态。根据学者的总结,并结合立法新增的类别来看,我国私募证券应包括四类:(1)私募股票(上市公司非公开发行的股票、股份有限公司募集设立时发行的股票,以及公司向职工发行的股票);(2)私募基金;(3)私募债;^[22](4)非上市公众公司融资。^[23]

因此,尽管本案中《融资协议》具有“投资合同”的属性,但在我国现行法律框架下,仍然无法将其归入《证券法》的调整范围,也无法援引我国《证券法》中关于虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的相关条款进行裁判。

[20] 朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2011年版,第1~39页。

[21] 陈洁:《金融投资商品统一立法趋势下“证券”的界定》,载《证券法苑》2011年总第12卷。

[22] 杨柏国:《中国私募证券法律规制研究》,华东政法大学2011年博士学位论文。

[23] 非上市公众公司融资主要表现为股权融资、债权融资、资产重组等。《非上市公众公司监督管理办法(2013年修订)》第5条规定:“公众公司可以依法进行股权融资、债权融资、资产重组等。公众公司发行优先股等证券品种,应当遵守法律、行政法规和中国证券监督管理委员会相关规定。”该规定的核心仍体现在非公开发行的股权融资方面。参见关璐:《非上市公众公司法律问题研究》,吉林大学2013年博士学位论文。

(二) 按照合同违约判决的问题在哪?

1. 虚假陈述的民事责任:侵权责任

现行《证券法》及《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(2003年)(下称《若干规定》)确立了证券虚假陈述民事责任的基本框架。我国学界曾对虚假陈述民事责任的性质究竟属于合同违约责任还是侵权责任存有争议,但目前主流观点倾向于将其认定为民事侵权责任,且同时适用于证券发行与证券交易的所有阶段。^[24]

首先,在归责原则方面。《若干规定》对发行人责任采取了无过错的归责原则,即信息披露义务人即使证明自己无过错,也必须承担民事赔偿责任。发行人的高管和中介分别承担过错推定和过错责任。

其次,因果关系方面。《若干规定》引进了美国 Rule 10b-5 的经验,在第 18~19 条^[25]规定了虚假陈述和损害结果之间的因果关系认定。简而言之,原告只要在规定时间内购买证券,则可以根据第 18 条(欺诈市场理论为基础)主张因果关系成立;而第 19 条是给了发行人一个自我辩护的机会。这样综合起来,就形成了虚假陈述举证责任倒置的基本证明关系。由于我国并没有像美国一样,将虚假陈述分为发行阶段和交易阶段,《若干规定》的归责原则可以用于认定发行过程中的虚假陈述。^[26]

[24] 彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社 2006 年版,第 350~379 页。

[25] 《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第 18 条规定:“投资人具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系:(一)投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券;(二)投资人在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入该证券;(三)投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后,因卖出该证券发生亏损,或者因持续持有该证券而产生亏损。”第 19 条规定:“被告举证证明原告具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系:(一)在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券;(二)在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资;(三)明知虚假陈述存在而进行的投资;(四)损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致;(五)属于恶意投资、操纵证券价格的。”

[26] 美国证券法将虚假陈述按照“发行时的文件申报和信息公开”和“持续性信息披露”两个不同阶段分别规制,前者为美国《1933 年证券法》Section 11 和 Section 12(a)(2),后者则为美国《1934 年证券交易法》Section 18(a)、Section 14(a) 和 Rule 10b-5。

若我们重新根据虚假陈述欺诈的思路审视“飞度”诉“诺米多”案,则可能应按照如下思路进行。首先,原告依据《若干规定》第18条主张其接收到“诺米多”公司错误的信息披露而在人人投平台上做出了投资决策,即因果关系成立。其次,被告“诺米多”公司根据归责原则应承担无过错责任,且无法援引《若干规定》第19条进行抗辩。最后,还需要确定该信息属于《若干规定》第17条要求的重大性信息。

2. 股权众筹中的信息“重大性”标准

虚假陈述责任制度要求法官在审判时,准确甄别并确认“重大性”信息——“究竟哪些信息是股权众筹发行人必须提供给投资者的?”如果更进一步追问的话,便需要回答股权众筹中理性投资者应如何界定。信息披露与反欺诈条款是美国证券法投资者保护的重要构成要素,其中“重大性”标准明确了哪些信息需要被披露,而反欺诈条款则与理性投资者标准密不可分,两者共同回答了证券法应在何种程度上保护何类投资者的问题。目前,我国证券法律法规中有关信息披露“重大性”标准的规则,采用了“证券价格标准”和“投资决策标准”的二元体制,其中“证券价格标准”通常被用于判断上市公司持续信息披露信息的“重大性”,而“投资者决策标准”则被用于发行环节,^[27]这也代表了当今各国普遍采用的评价标准。由于股权众筹的核心在于证券发行环节,故“投资决策标准”应成为认定“重大性”信息的主要方法。

(1) 理性投资者的基本特征

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,并且其能够推断发行人所公布信息在经济、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,并且可以基于自身计算和推理能力处理各类数据。^[28]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

[27] 赵薇、孟翔:《证券信息披露标准比较研究:以“重大性”为主要视角》,中国政法大学出版社2013年版,第217页。

[28] Black, Barbara, Gross, Jill I, *Making It up as They Go along: The Role of Law in Securities Arbitration*, *Cardozo Law Review*, Vol. 23, 2002.

处理能力。在公开交易的有效市场中,设定如此之高的理性投资者标准不乏一定道理,而非有效市场中的投资者往往表现出一种非理性,因此,该标准也难以适用。

(2) 投资者决策标准:谁是股权众筹中的理性投资者

公开发行人中理性投资者的界定为理解股权众筹中理性投资者概念提供了启示。理性投资者通常被描述为理性的市场参与者,他们依赖经验和信息获取能力参与市场交易。理性投资者在公开交易市场中表现出的最大特点是能够综合考虑所有可用信息,分析风险收益并作出适当选择。公开交易市场中理性投资者被假定为有效市场的一部分,并且能够利用分析工具来权衡风险和回报之间的多样化价值。^[29]

如前所述,这项标准似乎无法适用于非有效市场。根据 SEC 调查显示,这类市场中投资者缺少基本金融知识,不懂得基础的证券定价知识。^[30] 有效市场中理性投资者标准几乎无法用于股权众筹之中,因此,需要对该标准进行适当修正。

Sachs 教授提出,对于非有效市场中没有经验的投资者,应该像对待消费者一样进行保护,对他们不能适用传统理性投资者标准,而应当采用最不成熟投资者标准。^[31] 基于上述观点,股权众筹市场中理性投资者应以非有效 (inefficient) 市场中最不精明的投资者 (the least sophisticated investor) 为标准,将其作为普通消费者一样进行保护,而非传统的理性投资者。一些在理性投资者看来无关紧要的信息,在股权众筹市场中则可能变为重大性信息。因此,信息披露的表述方式必须能够使非有效市场中的投资者所接受,若发行人未能提供适当信息,则可能承担重大虚假陈述与遗漏的欺诈责任。

根据上述关于信息“重大性”的论述,“诺米多”公司虚假披露的房

[29] Heminway, Joan MacLeod, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman*, William & Mary Journal of Women and the Law Female, Vol. 15, 2009.

[30] SEC, *Study Regarding Financial Literacy Among Investors*, available at <https://www.sec.gov/news/studies/2012/917-financial-literacy-study-part1.pdf>.

[31] Sachs, Margaret V., *Materiality and Social Change: The Case for Replacing the Reasonable Investor with the Least Sophisticated Investor in Inefficient Markets*, Tulane Law Review, Vol. 81, 2006.

屋位置信息披露会导致一个没有经验的投资者(以普通消费者为标准)改变其投资计划,即可以根据证券虚假陈述的逻辑判决“诺米多”公司败诉。

(三) 两种裁判逻辑的区别在哪?

证券欺诈与合同违约的裁判逻辑并没有影响本案的裁判结果,但可能产生两个问题:其一,两者对投资者保护的力度不同;其二,与商业计划不同是否就意味着欺诈。

首先,与《合同法》不同,《证券法》是以投资者保护为核心构建的。尽管在私募市场中发行人和投资者的关系更加类似于《合同法》中平等关系^[32],但证券立法也赋予获许投资者同等维护自身利益的“武器”(例如,获许投资者同样可以援引反欺诈规则提起诉讼,证明责任也与普通投资者没有区别)。《若干规定》规定虚假陈述举证责任倒置便是很好的例证。

其次,与商业计划不同是否就意味着欺诈?若按照《合同法》的逻辑,“诺米多”提供的房屋系三层楼房而非租赁协议约定的平房,根据双方签订的《融资协议》,“飞度”如果发现“诺米多”出现隐瞒财务状况、提供不真实信息等情况时,有权终止与“诺米多”的合作,故“飞度”终止协议是合法的。按照证券虚假陈述的逻辑,“诺米多”事后租赁的房屋因无产权证且实际租金与原计划出入很大,这已经足以影响一名普通投资者的投资决策。但不可忽视的是,初创企业囿于规模有限,在创业过程中必然面临许多不确定性,违反商业计划内容也可能实属无奈之举。可以认为,未完全按照商业计划执行必然符合“提供不真实信息”这一《融资协议》解除标准,但不一定会影响投资者的投资决策。因此,在某些情况下,采用两种裁判逻辑则可能导致不同结果。因此,未来相关案件审理中,应由法院在具体案件中审查相关信息对投资者决策影响度,即以不同类别股权众筹语境下投资者是否会因此改变自己的投资计划为标准进行判断,进而认定发行人是否需要承担重大虚假陈述或遗漏的法律责任。

[32] 笔者认为,这也是私募发行得以豁免的主要原因,这种平等体现为投资经验和信息获取能力上的平等。

四、证券裁判逻辑的修正：缺少证券集团诉讼的应对

（一）诉讼主体适格

当事人适格是指在具体诉讼中，拥有作为本案当事人起诉或应诉的资格。在“飞度”诉“诺米多”案中，人人投平台是《融资协议》合同的当事人，故其能够作为适格原告提起诉讼。但若以虚假陈述诉讼的逻辑审视，则人人投可能并非本案的适格原告，而应当成为被告或第三人。

当发行人出现欺诈或者虚假陈述时，应由投资者起诉，因为他们需要为自己的“经验”“理性”抑或是追求“高额”回报付出“代价”，这也是证券法责任承担的基本逻辑。《若干规定》第18条也仅赋予了投资人作为原告起诉的权利。因此，待股权众筹正式纳入《证券法》监管范围之后，平台中介需要承担对信息审核不严的过错推定责任，而只有投资者才能成为虚假陈述的适格原告。

但从另一方面看，我国股权众筹平台十分注重自身项目是否出现欺诈，并且极其关注项目因存在欺诈而给自身平台带来的信誉损失，以至于作为中介的平台，自愿、主动承担起本不需承担的责任。

（二）平台的特殊功能

即便是拥有完备证券集团诉讼制度的美国，在面对股权众筹投资者高度分散的现实状态时，似乎也显得有些力不从心。因此，有学者提出通过证券仲裁来解决股权众筹这一困境。^[33]然而，我国目前证券民事诉讼多采用单独诉讼或共同诉讼，^[34]并且证券仲裁立法也相当滞后^[35]。

[33] Verret, J. W., *Uber-ized Corporate Law: Toward a 21st Century Corporate Governance for Crowdfunding and App - Based Investor Communications*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 41, 2016.

[34] 黄辉：《中国证券虚假陈述民事赔偿制度：实证分析与政策建议》，载《证券法苑》2013年总第9卷。

[35] 刘丽：《我国证券仲裁法律制度的立法缺陷与完善建议》，载《湖北警官学院学报》2013年第9期。

那么,允许中介平台代为起诉发行人似乎成为投资者保护的可选路径。尽管可能与注册制背景下的证券发行实质——“买者自负”以“卖者有责”为前提的原则相违背,^[36]但市场机制和资本逐利的本性难以因法律强加之意志而转移,激励功能亦是法律制度重要功能之一。^[37]因此,在我国现阶段股权众筹市场发展及证券法律环境下,应以激励为导向设计中介平台责任制度,允许中介平台代为起诉发行人或许是由我国市场特殊环境决定的。故可以赋予中介平台代理投资者起诉,并收取相应费用的权利。

声誉和项目质量是国内平台极其重视的因素,“飞度”为保证自身良好信誉,不惜得罪自己的“老板”——发行人。表面上看,此种行为旨在维护投资者利益和平台信誉,但也传递给其他发行人一个信号,即在“人人投”网站上进行融资,可能会因项目执行过程与最初信息披露存在出入而被平台起诉,这或许也会使发起人在选择融资平台时,谨慎考虑“人人投”。相比于成熟资本市场,我国投资者救济制度仍相对匮乏,难以实现“公开、小额、大众”条件下的投资者权益有效保护。因此,赋予平台可以选择的起诉权,一方面,能够满足平台维护自身信誉的需求,同时也是救济制度不完备境况下实现投资者权益保护的有效途径。另一方面,究竟青睐何种模式的平台,是投资者和发行人双向选择的结果。我们不排除这样一种情况,当发行人被中介平台追索,面临承担高概率的欺诈责任时,预期违约或信息披露不真实的公司可能会选择主动退出,真正优质的项目能够被保留下来。但并非所有中介平台都有足够的正向激励,促使其对“老板”提起诉讼,毕竟中介平台之间也存在竞争。因此,建议我国在设计中介平台代为起诉规则条款时,采用任意性规范,允许中介平台选择适用,这或许是现阶段我国股权众筹投资者保护的可选路径,但究竟结果如何,还需要交给市场来判断和检验。

[36] 汤欣:《股票发行注册制改革笔谈》,载《证券法苑》2014年总第12卷。

[37] 丰霁:《法律激励的理想形态》,载《法制与社会发展》2014年第1期。