

公共政策與法律研究中心

104 年度研究計畫案期末報告

股權型群眾募資法制-兼論投資人保護



主持人：王文宇教授

協同主持人：邵慶平教授

撰寫日期：民國 105 年 1 月

第一章 前言	4
第一節 主要問題.....	4
第二節 群眾募資概述.....	4
第三節 研究方法.....	7
第四節 計畫目標.....	8
第二章 美國	9
第一節 美國群眾募資之立法發展.....	9
第二節 立法發展.....	9
一、 《證券法》 4(a) (6)：股權群眾集資豁免註冊及要件.....	9
二、 募資平台之規範.....	11
(一) 把關責任.....	11
(二) 行為要求.....	12
第三章 中國	15
第一節 興起背景.....	15
一、 中小企業的希望.....	16
二、 互連網金融的價值.....	16
三、 目前狀況.....	17
(一) 數據分析.....	17
(二) 組織模式.....	17
第二節 中國股權眾籌之立法發展.....	18
一、 打響第一槍的 JOBS 法案.....	18
二、 民間版《私募股權眾籌融資管理辦法（徵求意見稿）》.....	18
(一) 將股權眾籌的性質定性為私募.....	18
(二) 學者批評.....	20
三、 《關於促進互聯網金融健康發展的指導意見》.....	21
四、 《場外證券業務備案管理辦法》.....	22
五、 《國務院關於加快構建大眾創業萬眾創新支撐平台的指導意見》.....	23
六、 《證券法（修訂草案）》第十三條.....	23
(一) 打開現行法對「公開發行」的拘束.....	24
(二) 未解的下一步.....	24
第三節 目前中國股權眾籌主要法律風險與可能性.....	24
一、 眾籌平台並未受法律保護.....	24
二、 入罪的危機.....	24
(一) 存有模糊空間的非法集資罪.....	24
(二) 權威法律解釋.....	25
三、 股權融資在中國的發展潛力評估.....	25

第四章 歐盟	26
第一節 歐洲社會經濟與群眾募資形成之背景	26
一、 概述.....	26
(一) 目前發展情況.....	27
(二) 歐洲平台現況.....	27
(三) 針對資金之分析.....	29
第二節 歐洲股權型群眾募資法制規範現況介紹	30
一、 發展概況.....	30
二、 主要法規介紹.....	30
(一) 《關於投資型群眾募資之意見書 (Opinion – Investment-based crowdfunding)》	30
(二) 《關於投資型群眾募資之建議書 (Advice – Investment-based crowdfunding)》	32
(三) 《歐盟關於投資型群眾募資之總體規定 (Investment-Based Crowdfunding-Insights From Regulators In The Eu)》	33
(四) 《歐盟銀行局對於借貸型群眾募資之意見書 (Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding)》	33
三、 簡評.....	35
第三節 歐盟國家等級之規範介紹	35
一、 英國.....	36
(一) 英國法簡介.....	36
二、 法國.....	38
三、 德國.....	39
(一) 募資之類型.....	39
(二) 募資模式.....	39
(三) 募資規範.....	40
第五章 台灣	40
第一節 背景	40
第二節 台灣目前群眾募資之介紹	41
一、 平臺.....	41
(一) FlyingV.....	41
(二) 嘖嘖.....	42
(三) 貝殼放大與天使放大.....	42
二、 台灣法制之發展與現況.....	43
第六章 研究結果與立法建議	51
第一節 管制法源的疑義	51
第二節 投資人保護法的適用	52

第三節 相關管制的進一步放寬.....	53
第四節 領投-跟投投資模式的推廣.....	54
第七章 結論	56
附錄：計畫工作項目.....	57
(一) 研討會會議名稱：電子支付法研討會.....	57
(二) 活動照片集.....	57



國立臺灣大學公共政策與法律研究中心
Center for Public Policy and Law, NTU

第一章 前言

第一節 主要問題

近年來，全球吹起了一股創業風，許多富有想法的年輕人紛紛在各種新興領域大鳴大放，不管是科技、生醫、金融、娛樂、教育、設計等方面，這個世界都因為個人創意的能量而大大翻轉。這現象，無庸置疑是伴著網路的發展，一起搭著火箭升空。

網路顛覆了過去的空間概念，曾經需要面對面才能夠完成的行為或者人際互動，也將在如智慧型手機、平板等「第二螢幕¹」的普及下，逐漸取代傳統商業模式成為消費者中心，人與人之間的聯繫進入到前所未有的緊密，也因此，變形的交易形式也順應而生。

由於創業需要一筆啟動資金，在過去的創業融資上，受限於地理以及人際關係，僅有少數的創業團隊可以獲得創投（Venture Capital）或者天使投資人（Angel Investors）的融資，形成僧多粥少的創業環境，不過，電子商務的成熟使得一般大眾也已經習慣透過網路消費，因此便開始有人透過網路向大眾募集需要的資源，也就是群眾募資的原形。其實人們早期已經有群眾募資的概念，但大多用在救災時募集物資、公益勸募方面，但是那些畢竟是隨著突發事件而生而滅的，沒有系統性的運作，但是在 Kickstarter 出現後，群眾募資成為一種更為具體且可長期運作的交易形式，人們開始認真思考這種模式的可能性。從最早的預購、贈與到後來的借貸、股權模式，網路使人們把過去不那麼方便或者需要透過特定場所才能達到的金融方式，嘗試透過網路這個媒介，把新酒裝入新瓶中。

不過，過去有的金融模式，未必能夠直接套用到新的媒介上；面對面代表的是小範圍、已有基礎信任關係群體間互動，但網路上卻是以全球為規模、從未謀面的獨立個體間的互動；接觸的面越大，相對地潛在的風險也越不可控。在群眾募資的演進中，預購、贈與模式曾經有過爭議，但因為和既有法制上並沒有太大衝突，都屬於可以在現有法制下解決的問題，因此並沒有需要特別以法律介入規範。然而，關於群眾募資的另一種模式，也就是股權模式（equity mode），因為本質上乃是證券發行，而證券交易一直是財經法律上相當敏感的一塊，美國歷史上引起金融危機的兩次大事件，30 年代的大蕭條（Great Depression）和 08 年的金融危機（Financial Crisis），起因都是因為證券市場上的監管失靈，因此在「股權式群眾募資」成為議題時，各國政府莫不嚴陣以待。

本文的目的即是在這樣的時空環境下，透過各國逐漸成形的法制建構，思考我國在引進之後，該如何設計一套適合國情的遊戲規則，使這份制度能夠平易近人，但卻也為人敬重，尋找出在嚴格監管或者寬鬆開放之間的平衡。

第二節 群眾募資概述

現有分類下的群眾募資，共有四種態樣：

1. 捐贈型（Donations）：此種模式通常用在慈善事業或者個人發起的項目上，不過

¹ 資誠聯合會計師事務所(2012)。《掌握趨勢開創新局--全球娛樂及媒體行業展望暨文創產業邁入資本市場》，頁 10。載於：<http://www.pwc.tw/zh/publications/assets/2012-cultural-creative.pdf>。

這不意味著新創公司就不能用此種模式。在現在蔚為風潮的社會企業(Social Entrepreneurs)運作上就適合透過此模式來吸引對於特定議題有興趣的投資人。

2. 回饋/預購型(Rewards/Pre-purchase)：此種模式適合各種新創事業在不同階段的運作，通常操作的方式是，新創事業保證會以約定的產品作為對價，不管是零食、門票、或者新奇有趣的小東西，只要有辦法吸引群眾願意，都會是可能的選項。基本上，創業團隊在發起專案前，得向潛在投資人提供基礎的商業計畫，告訴投資人將如何使用這筆錢。

中後期的新創團隊在使用這個模式時，更不只是提供小東西獲取微薄起始基金，而是把募資平台當做宣傳行銷的測震儀；透過群眾們的留言，可以即時、在量產之前了解設計上的缺漏或瑕疵，也可以由網路上的反應，推測生產數量的評估數據。更具規模的團隊，或者有些已經站穩腳步的公司，甚至將平台作為進入全球市場的出發點。

3. 股權型(Equity)：現金流對於新創團隊來說非常重要，但透過銀行借貸的利息卻可能會是成長時沈重的負擔；股權型最適合那些具有清晰市場性的團隊，雖然短期內有風險的可能性，但如果長期來說有發展潛質，仍也會是投資人樂意尋找的項目。不過，在這種模式下，新創團隊要取得投資，必須花費更多的心力說服投資人其目標可行，因此商業計畫或者資金流等敏感訊息，就可能得公諸大眾。

4. 借貸型(Lending)：P2P 借貸模式對於中後期團隊而言，或許是最佳選擇，團隊不需要向投資人揭露太多營運訊息，只要能夠證明有穩定現金流可以支付到期利息即可。

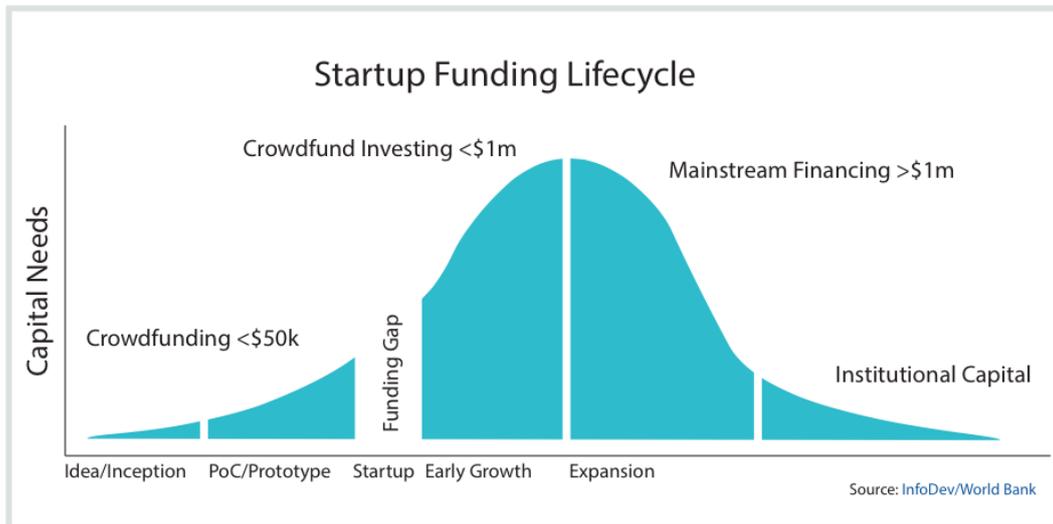
根據研究數據顯示，群眾募資平台在 2014 年的募資總額約為 160 億美元，比起前一年足足有三倍以上的增長。這個金額在群眾募資法規並沒有完全明確化的當下，已經令人為之意外²。

如果一個新創事業有機會在早期取得成功，通常創辦人會採用銀行借貸的方式來擴大成長的幅度，但是，在美國卻只有 40% 的新創事業採用此法，在歐盟，更僅有 30%³，因為新創事業能夠借到的金額，取決於公司的成熟程度和財務增長。在這情況下，小型、地方性的銀行或者合作社，對於新創來說特別重要，因為他們可能更重視新創事業的「軟實力」，比如管理團隊的組成、商業計畫，而不是公司收益。



² ALLIEDCROWDS, SPECIAL REPORT: CROWDFUNDING FOR ENTREPRENEURSHIP, 3 (2015) .

³ *Id.*



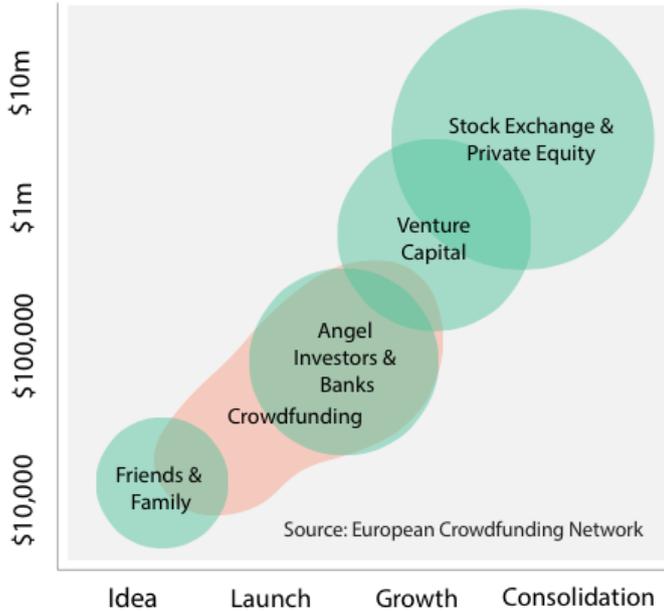
資料來源：Shareq Husain, Special Report: Crowdfunding for Entrepreneurship, AlliedCrowds,6 (Nov. 2015)

有論者認為，群眾募資是介於早期募資和機構性的發展基金之間的過渡；在現階段的制度底下，能夠填補初創時期的資金空洞，或者與傳統募資管道重疊，但在長遠公司發展歷程中，卻無法完全取代機構投資⁴。

上述立論的主要論據是認為，早期階段的新創事業，通常難以通過群眾募資，因為群眾或許願意在募資平台上面預購（pre-purchase）或者通過互易（reward-base）支持新奇有趣的團隊，但前提必須要是這些產品夠有說服力。沒有一個實際的樣品產出，單純的想法或願景，是難以使新創團隊獲得資金的。因此，新創團隊在創業最初，大部分還是在親友力挺或者自掏腰包下完成的。

⁴ *Id.*

Where Crowdfunding Fits In



資料來源：Shareq Husain, Special Report: Crowdfunding for Entrepreneurship, AlliedCrowds,8 (Nov. 2015)

然而，即便已經熬過初創階段，群眾募資制度也未必適合每間公司。群眾募資的制度設計，乃是透過網路的傳播能力，使過去受限於地緣限制的創業家們能夠更加便利地與全世界接觸，大聲介紹自己的理念，並進而募款。此種向大眾籌資的行為，照理需要受到嚴格的證券交易法管制，但卻因為小額且預設投資人門檻的情況下，立法論上遂有降低管制、寬鬆以對的空間。

這樣寬鬆管制的背後，並不代表公司的約束變少了，充其量只能說「受到政府的約束變少了」，但隨之而來的是「群眾的約束變多了」。向群眾募資的新創團隊，能否達到募資目的，關鍵在於能否說服最多的群眾相信，有得的背後必然有捨，新創團隊受到的檢視和透明性要求顯然更高，這種高並非是為了滿足政府監管上的措施，而是投資大眾的無止盡的留言。

因此，若有著強勢專利或者希望自主控制專案的新創團隊，就不適合採用這種募資方式，另外，僅僅有構想但沒有相對完整計畫的團隊也不適合，因為當在半成品階段貿然的投入，不僅無法募到錢，也有可能阻斷未來再募資時的觀感。

第三節 研究方法

本研究將以分析發展現況、比較他國法制為主要研究方法。在原始計畫書的規劃中，本研究將自分析群眾集資之性質出發，進而聚焦於股權型群眾集資，介紹其於我國及美國、歐盟、中國大陸之發展情形及實際運作模式。並於第貳部分介紹各國法制現況，其中將以美國肯認股權型群眾集資合法之 JOBS 法案、英國對各類群眾集資業務做出明確規範之「網路群眾集資及以其他媒介廣告不易變現證券的監管規則」、中國大陸相關法制為主要介

紹內容。續於第參部分介紹我國法制現況，包括股權型群眾集資於我國可能涉及之法律及相關議題例如內線交易等，及其他網路金融相關法制。第肆部分為結論，將綜上探討參考他國之法制及分析我國發展現況及其他制度之相互影響，討論於鼓勵創新及投資人保護之兩相拉鋸下，我國監管法制之可能發展方向。

相對於上述原始規劃，鑑於我國之股權型群眾集資已於 104 年 4 月底正式開放，此一突破性的改變使得本研究決定先從我國法制的整體分析規劃著手，特別是群眾集資法制與電子支付法制間的關聯與比較。

第四節 計畫目標

本研究計畫之主要目的，在於藉由探討股權型群眾集資之不同類型及其中各參與人間之關係，並透過比較美、中國大陸、部分歐洲國家之相關法制，以了解需要介入管制之面向及可能之管制方式。並以此探討我國現況下法制層面之不足及未來可能之發展方向。



國立臺灣大學公共政策與法律研究中心
Center for Public Policy and Law, NTU

第二章 美國

第一節 美國群眾募資之立法發展

美國的群眾募資可謂帶動這波法制改革的領頭者。群眾募資中的互易、預購、贈予模式，世界各國早已行之有年，且各國政府也相對寬鬆的標準檢視，但股權型群眾集資，從來都是個敏感的領域，而美國率先開啟改革的第一槍。由於股權型的群眾集資在美國現行法下有些不相容的地方，為了讓小額、新創事業可以透過股權型群眾集資方式融資，美國法相應地做了一些修改。

原來依據美國《1933 證券法》，股票的公開募集、發行，除非適用特定的「豁免」規定，否則需要經過申報。為符合申報的要求，因此衍生的費用對於需要募資的初創事業是不可承受之重。至於《證券法》原來所設有幾項「豁免」規定，都個別有群眾集資不適合之限制，例如常見的 Regulation D，不得透過公開招募（general solicitation）和廣告與投資人接觸，或必須透過費用高昂的募資平台，JOBS 法案 II 雖然已經放寬這個限制，但仍然只能賣給「合格投資人⁵」（accredited investors），對於群眾集資由大眾投資人進行小額投資也難以適用。

於 2012 年 4 月通過了 JOBS（Jumpstart Our Business Startups）法案，於 JOBS 法案第三章中，針對「股權型」群眾集資，修正了《證券法》的規定，新增了一項「公開發行之豁免事由」，使中小型商業實體得以較低成本、透過網路公開募集股票，並使有些網路平台不需登記成為證券經紀商，即得作為股票交易的中介者。

第二節 立法發展

美國法主要修正項目，可區分為下列四大塊：

1. 《證券法》 4(a) (6)：股權群眾集資豁免註冊及要件
2. 《證券法》 4A：發行人與募資平台各項義務、不實陳述或隱匿之責任、續行轉讓限制
3. 《證交法》 3(h)：豁免募資平台（funding portals）登記為經紀商之義務
4. 《證交法》 3(a)：募資平台的定義

一、《證券法》 4(a)(6)：股權群眾集資豁免註冊及要件

首先是關於集資者豁免登記的規定，從募集金額⁶的面向切入，符合以下要件者，得公開募集銷售股票，並豁免《證券法》Section 5 之公開募集登記之相關規定：

1. 募集總金額限制。12 個月內群眾集資總額不超過 100 萬美金。
2. 個別投資人在 12 個月內，依財力不同，可以投入不同的資產比例。例如，年收入

⁵ 機構投資人、內部人、高資力投資人（購買時淨值超過 100 萬美金或淨所得於前二年度超過 20 萬美金，或合計超過 30 萬美金）。

⁶ 《證券法》Section 4(a)(6)。See also Crowdfunding Release(Final Rule) at p.547-50; 17 C.F.R.§ 227.100

或資產淨值小於 10 萬美元者，最高僅可投資 2000 美元，或者年收入或資產淨值的 5%。而若上述標準高於 10 萬美元者，則最高可投資 10 萬美元，或者年收入或資產淨值的 10%。

3. 該募集交易必須僅透過一個中介平台為之。
4. 符合《證券法》Section 4A(b)及本條例相關規定。

另外，證券法上之揭露義務向來是保護投資人權益之一大重點，在股權式群眾募資中，對發行人之揭露義務也有特殊規定⁷。

依據發行人揭露之時期不同，可以分為「在申請募集時所需揭露之資訊」以及「每年定期揭露之事項」，在規定中列舉了幾項應該揭露的內容，包含，但並非全部，發行人仍可以依自主揭露更多有意義之內容。

在設立時需要揭露之內容主要有 a.發行人之基本資訊（名稱、法律組織、地址等） b.董事和高級職員、20%以上股東之資訊 c.發行人之營運和未來商業計劃 d.對於募集資金之目的及所預計之使用方式、發行人重要的不確定及風險因素 e.目標發行額、募集期限 f.是否接受超過目標發行額之投資、如何分配、交易完成或取消應買的過程 g.發行人所有權及資金架構之描述 h.發行人債務負擔的狀況、發行人過去一年及目前進行中任何交易 i.過去三年進行之豁免公開募集 j.大股東將如何影響本次募集之股東 k.財務報告，依據募集總金額區分應揭露之報告類型 l.提供發行人募集最新情況之更新。

而在每年揭露之資訊（年度報告）上，其主要揭露之對象為 SEC「電子數據搜集、分析和檢索系統」和發行人之網頁公告，因此內容上相對少，主要有 a.發行人之基本資訊 b.董事和高級職員、20%以上股東之資訊 c.發行人之營運和未來商業計劃 d.對於募集資金之目的及所預計之使用方式、發行人重要的不確定及風險因素 e.發行人所有權及資金架構之描述 f.發行人債務負擔的狀況、發行人過去一年及目前進行中任何交易 g.過去三年進行之豁免公開募集 h.財務報告，依據募集總金額區分應揭露之報告類型。

發行人之揭露義務上，與其他豁免規定之揭露義務比較，群眾募資相對於 Regulation D⁸而言更加嚴格；在 4(a)(6) 中，將揭露程度上區分為三個量級：

1. 募資金額 10 萬以下：最近一年所得稅申報表，以及最近兩年內較短那一年之財務報表，經過發行人之主要負責人之認證其主要部分為真實且完整。
2. 10 萬美元以上、50 萬美元以下：經獨立於發行人之會計師審閱 (review) 之財務報表，由美國註冊會計師協會 (AICPA) 下會計與檢核委員會發佈之標準會計及核閱公報 (SSARSs)。此層次下只需讓使用者知道財報經過形式上檢查，沒有需要實質上做調整的，報表符合整個財報架構即可。
3. 50 萬美元以上：此時因為金額較大，必須讓使用者知道，該報表示公平地表達公司的財務狀況，並且要考量到工似的內部控制、評估詐欺風險等，故需經獨立於發行人之

⁷ *Id.* at p.550; 17 C.F.R. § 227.201

⁸ 一百萬以下不需要提供經審計的財務報表、或定期地揭露；兩百萬以下：需要提供經審計的財務報表、但不要求定期的揭露。

會計師審計 (audit) 之財務報表，審計標準依據 (AICPA) 或公眾公司會計監督委員會 (PCAOB) 。

在發行人責任上，《證券法》Section 4A(c)和 JOBS 法案 Chapter III 規定，若「發行人」⁹以任何方式，對重要之事項為不實陳述、或隱匿被要求或有必要公開之資訊，且投資人不知該不實陳述或隱匿，則投資人得向發行人起訴主張發行人應退還投資人已繳股款、利息及損害賠償，除非發行人無法證明其不知且盡注意義務仍不得而知該陳述或隱匿。

除了發行人責任外，也規定了發行人失格¹⁰的制度：任何發行人、發行人之關係人、發行人之董事、高級職員、合夥人或管理階層成員、實質擁有 20% 表決權股份之大股東、推銷者等等，會因下列事由不再受到豁免：a. 十年內曾犯特定重罪或輕罪：例如與證券買賣相關的、證券商、投資分析人、勸募者相關之罪行 b. 五年內曾受到判決、命令或任何管轄法院禁止為證券交易相關行為 c. 受到國家證券機關取消會員資格。

投資人於群眾募資所認購之股份是否能夠自由轉讓，亦是比較法上值得關注的重點。蓋在美國法上，此一轉讓的限制明文於 2012 年通過的 JOBS 法案，並增訂於證券法第 4A(e) 項。其中規定群眾募資之證券在發行之後一年內不得轉讓，除非係轉讓予證券之發行人、合格投資人 (accredited investor)、認購人之家庭成員或是經向證管會註冊申請發行。

針對上述一定期間不得轉讓的限制，學說上評價不一。有認為可以防止證券詐欺並對受讓人提供一定程度的保障¹¹；另有認為此一限制應無必要，惟其存在並不會對群眾募資的利用產生抑制效果¹²；相對的，也有認為此一限制降低群眾募資證券的流通性，對於未來群眾募資的發展有不利影響¹³。

二、 募資平台之規範

由於平台擔任雙方之折衝，具有知悉雙方實力之可能，若是不對平台加以規範，將有可能造成募資平台偏袒一方或者圖謀自己利益，因此規定中特別要求其中立地位¹⁴。再者，募資平台經手之案件極多，通常較投資人更了解新創事業，因此具有守門人之角色。

(一) 把關責任

對於發行人 (或稱為募資公司) 的控管與篩選：發行人所為之揭露，募資平台原則上予以信賴，但例外在懷疑有潛在詐欺風險時，有使其不進入募資平台之義務¹⁵。平台必須有

⁹ 發行人之定義為任何於該交易中募集或銷售有價證券之人，包括發行人之董事、高級職員、會計財務負責人員等。

¹⁰ Crowdfunding Release(Final Rule), *supra* note 6, at 596; C.F.R. § 227.503

¹¹ See Joan MacLeod Heminway & Shelden Ryan Hoffman, *Proceed at Your Own Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933*, 78 TENN. L. REV. 879, 954 (2011) .

¹² See C. Steven Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, 2012 COLUM. BUS. L. REV. 1, 144 (2012) .

¹³ See Jason W. Parson, *Crowdfunding: The Real and the Illusory Exemption*, 4 HARV. BUS. L. REV. 281, 310-12 (2014); Morsy, Sherief, *The JOBS Act and Crowdfunding: How Narrowing the Secondary Market Handicaps Fraud Plaintiffs*, 79 BROOK. L. REV. 1373, 1391-93 (2014) .

¹⁴ Crowdfunding Release(Final Rule), *supra* note 6, at 568; 17 C.F.R. § 227.300

¹⁵ *Id.* at p.571; 17 C.F.R § 227.301(c)

合理基礎相信（**have a reasonable basis for believing**）發行人符合證券法與本規則之相關規定，以及發行人對於精確記錄募資之後之有價證券持有人已建構適當機制。惟為符合上述規定，募資平台原則上可以信賴發行人之陳述，除非其有理由質疑該等陳述的可信賴性¹⁶。

在以下之情況，應拒絕發行人進入其平台：（1）必須建立的合理相信的基礎¹⁷下，信賴發行人及其高級職員、董事（或其他任職於相同職位之人任職相同之工作）或持有發行公司之發行股份總數 20% 以上且享有投票權之受益者，係不符合依據§227.503 之資格¹⁸。為滿足此要件，中介必須於最低限度內，對每一位發行人，且其股份係透過中介進行募集為背景和證券監管執法檢查之歷史記錄之檢查。（2）中介有合理基礎相信發行人或此一募資有詐欺之可能、或有投資人保護的相關疑慮。於滿足此一要件，若中介認為此無法充分或有效地評估發行人或其發行之股票有潛在詐欺風險，則中介必須拒絕使其進入平台。此外，若係於中介准許進入平台後始得知後其有前開之情事，中介必須及時從平台移除該發行人之發行，並撤銷發行及返還（或者，對於直接門戶直接返還）已應買承諾之投資者之任何資金¹⁹。

（二）行為要求²⁰

1. 註冊義務

在股權式群眾募資下的中介商，亦即所謂募資平台（**funding portal**），因為負有交易雙方折衝之重要地位，因此需依照證交法規定，於委員會註冊登記為經紀商或為§ 227.400 所規定之募資平台，或者成為美國金融監管局（**FINRA**）之會員或註冊為其他規定於交易法 **Section 15A** 適合之證券組織。

2. 利益衝突之避免

在利益衝突之防止上，規定中要求募資平台的董事、經理人、合夥人等不得對發行人擁有經濟利益²¹（**financial interest**），也不得收取財務利益作為提供募資交易服務的對價。募資平台原則上亦不得對發行人擁有財務利益，除非同時符合下列兩要件：1. 募資平台取得該財務利益係作為進行該次募資交易服務的對價；2. 此一財務利益之有價證券，其種類、條件與權利等，均與同次募資交易所募集之有價證券相同²²。

為防範募資平台這端的行為，在發行人端也設下控制²³；要求發行人不得直接或間接就其募集條件為廣告，以通知指示投資者前往中介平台，但得透過中介平台的溝通管道（**communication channels**）與投資人溝通，惟發行人應於該等溝通中表明其為發行人。

¹⁶ See Crowdfunding Release (Final Rule) at p. 568-71; 17 C.F.R. § 227.301(a)-(b)

¹⁷ 合理信賴原則：1. 募資平台原則上得依據發行人之陳述，合理信賴發行人之行為是符合相關規定的 2. 募資平台得依據投資人之陳述，合理信賴投資人之投資在法定限額以內。

¹⁸ Crowdfunding Release(Final Rule), *supra* note 6 ,at 596-601; 17 C.F.R. § 227.503

¹⁹ *Id* at 571; 17 C.F.R. § 227.301(c)

²⁰ *Id* at 568-71; 17 C.F.R. § 227.300(a)

²¹ 發行人之經濟利益是指直接或間接的所有權，或任何一種發行人之證券之經濟利益。

²² Crowdfunding Release(Final Rule), *supra* note 6, at 569; 17 C.F.R. § 227.300(b). 本條將「對發行人擁有財務利益」定義為「直接或間接擁有發行人有價證券之所有權或經濟利益」。

²³ *Id.* at 566-67; 17 C.F.R. § 227.204

3. 提供教育資料之義務

除了發行人提供的那些資訊外，募資平台本身也負有以使用淺顯易懂之文字或其他有效率且得以精確的方式，給予投資人「教育資訊」之義務²⁴。這些教育資訊規定，包括：(1) 透過中介的募集、認購及發行有價證券之過程，認購有價證券所產生之風險 (2) 依據證券法 Section 4(a)(6)於募資平台所發行及銷售之證券種類，與各類型有價證券之相關風險，包括具有限制表決權的所導致稀釋之風險 (3) 對依照證券法 Section 4(a)(6)募集與銷售的轉售股票之限制 (4) 那些發行者應依據§ 227.202 提供之資訊，收到該資訊之頻率，及未來可能終止之義務 (5) 依據§227.100(a)(2)投資者所得投資之上限 (6) 對投資者撤銷應買承諾之限制，及應買承諾可能將被發行者撤銷之限制 (7) 需要投資者考慮關於依據證券法 Section 4(a)(6)所募集及銷售之有價證券之投資是否適合於該投資者，及 (8) 透過中介所進行的募集完成後，募資平台與發行人之關係可能持續，亦有可能不會在持續。

於接受投資人認購時，募資平台必須有合理基礎相信該投資人符合證券法及本規則之投資限制。惟為符合此一規定，募資平台原則上可以信賴投資人的陳述，除非其有理由質疑該等陳述的可信賴性²⁵。

此外，募資平台亦應向投資人取得關於其已閱讀教育資料、了解投資風險等之相關聲明²⁶。

4. 募資平台的揭露義務

除了發行人有揭露義務外，募資平台自身也有揭露義務；募資平台應該揭露之訊息內容，包括發行人所提供的任何訊息，且必須持續公開於募資平台，直到依據證券法 Section 4(a)(6) 完成或撤銷交易此訊息必須公開於募資平台上，任何人得進入該平台，並下載儲存或以其他方式存取該資訊。另外，該訊息必須於任何證券之銷售與募集之 21 天前，公開於該平台上，在此期間，中介可以接受的投資者之應買承諾。最後，中介不得要求任何人開戶才能獲取上開資訊。

5. 募資平台 (funding portal) 的設立²⁷

在登記為募資平台上，規定中設立單獨的登記規範，要求依照指示提交完整的募資平台表格²⁸，包括募資平台之基本資訊（大致分成八個部分：身份資訊、法律組織形態、受讓紀錄、控制權人、揭露資訊、證券以外事業、附帶條件委付蓋印契約、支付費用協議、撤銷）。

在資格上，募資平台之申請人須為美國金融業監管局 (FINRA) 或任何國家證券相關機構之會員，且必須於其登記有效期限內，投保「員工誠實保證保險²⁹」，客體上涵蓋所有

²⁴ *Id.* at 573-74; 17 C.F.R. § 227.302(b)

²⁵ *Id.* at 575; 17 C.F.R. § 227.303(b)(1)

²⁶ *Id.* at 576; 17 C.F.R. § 227.303(b)(2)

²⁷ *Id.* at 542-46; 17 C.F.R. § 227.400

²⁸ *Id.* at 623; 17 C.F.R. § 249.2000

²⁹ 員工誠實保證保險：若募資平台違反「不得持有、管理、占有或以其他方式處理投資者之資金或有價證券」之規定對於投資人保護。通常註冊的證券經紀商都是「證券投資人保護基金」的成員，券商財務危機時投

該募資平台相關人員，最低範圍 100,000（十萬）美金。

依照§ 227.400 登記為募資平台者，於其作為募資平台之營運範圍內，得依規定³⁰豁免依據《證交法》Section 15(a)（1）須登記為經紀商之義務。

至於外國商業組織是否可以成為美國股權群眾募資之募資平台，規定³¹中採取允許的態度，但也預先設下了要件，必須 SEC 和該國監管機關有簽署「信息共享協議（information sharing arrangement）」，且該募資平台必須於美國指定一個代理機構，負責完成行政手續；此外，為了防範跨境洗錢的風險，SEC 和其所屬的國家證券相關機構，有權對其帳本和資訊等進行即時檢查或審核。

6. 募資平台之行為限制³²

在控制募資平台的非法或者非常規交易，規定中禁止募資平台為以下行為：（1）給予投資諮詢、建議、提供意見等服務（2）勸誘購買（solicit purchases）、銷售或出價購買（offer to buy）其平台上展示或提供參考之有價證券（3）對於為該等勸誘之相關受僱人、專員或其他人支付酬勞（4）基於該募資平台上展示或推薦之有價證券之買賣，給予相關受僱人、專員或其他人酬勞（5）持有、管理、占有或以其他方式處理投資者之資金或有價證券（6）其他依據 SEC 規定所禁止之行為。

7. 募資平台安全港條款³³

《證交法》3(a)規定募資平台禁止的行為，那麼反過來說，募資平台又可以為什麼行為呢？因此在 crowdfunding rules 做出一個非列舉規定（例示規定），正面肯任何項行為是被允許的。不過，特別應該注意的，若募資平台所為之行為非本款所舉出的規定之一，不代表其違反《證券法》3(a)80 之規定，僅僅是沒被列舉進入而已。

- (1) 提供搜尋功能或其他工具讓投資人得依客觀標準搜尋、區分、類型化集資平台上之發行人
- (2) 提供投資人之間、投資人與發行人代表間之溝通管道
- (3) 對於第三人向他人推薦、介紹募資平台支付酬勞
- (4) 對發行人募集之架構或內容進行指導，協助發行人準備募集相關文件
- (5) 指導投資人就該募集與買賣相關資金之移轉或匯出
- (6) 指導合格之第三方，於募集完成時將所收受之資金釋放予發行人、或於應買承諾或募集被撤銷時，將資金退還給投資人。

資人保證獲得賠償，由於募資平台不用註冊為經紀商，因此規定其必須投保員工誠實保險，且每位客戶可獲賠償額上限制少十萬美金。

³⁰ Crowdfunding Release(Final Rule), *supra* note 6 ,at 586; 17 C.F.R. § 227.401

³¹ Id. at 582-85, 17 C.F.R. § 227.400 (g)

³² Id. at 586, 17 C.F.R. § 227.402(a)

³³ Id. at 586-90, 17 C.F.R. § 227.402(b)

- (7) 與經紀商互相合作，並對對方提供之服務支付報酬
- (8) 對募資平台本身為廣告
- (9) 拒絕其認為存在詐欺或其他對投資人保護有疑慮之發行人項目

至於那些募資平台上，性質上合法之特定類型的募集行為：募資平台因有給予投資諮詢、建議之虞，因此允許以客觀的標準，合理地向該平台上可廣泛選擇的數個發行人提供服務。該等標準對於所有發行人一致適用，且該等標準清楚地載明於募資平台平台，例如：證券之種類（例如普通股、特別股或債務型證券），發行人之地理位置、其相關營業或產業部門。

集資平台除了需要遵守上述規定外，還須建立溝通管道，擬定溝通相關準則，並移除濫用或可能虛偽之溝通；雖然平台不必得參與這些溝通，但仍得進行管理，比如限制「已於募資平台平台上開設帳戶之人」之貼文或回應、要求每個貼文之人揭露其是否係發行人之成立者或為代表發行人進行推銷活動之受僱者，或是其推銷行為曾經、或將會受到酬勞等等。草案中提到群眾募資的意義在於「wisdom of the crowd」，公眾透過彼此之間的交流、資訊分享、想法討論，對發行人評估、決定是否對於項目提供支持。

另外對於第三人向他人推薦、介紹募資平台支付酬勞，不可以直接或間接基於該集資平台上證券之買賣結果支付酬勞，必須堅守募資平台的中立性，消除集資平台為不中立、不公平行為之誘因。

8. 資金移轉規定

募資平台資金移轉的規定在《證交法》Rule 15(c)(2)-4b，募資平台應指示投資人將款項匯給合格之第三人保管。此一第三人之保管係為發行人之利益所為。募資平台於募資目標金額達到時，應立即指示該第三人將款項匯給發行人；若投資人撤銷認購或發行人無法完成募資，募資平台應立即指示該第三人將款項返還予投資人³⁴。

值得一提的是，募資平台與募資平台的差別在於，募資平台不得收受任何資金，因此必須指示投資人將資金直接移轉與合格之第三方，且此期間至少發行人公開資訊募集資訊 21 天後，確保該發行人之募集資訊為投資人可以取得特定期間後才能實際賣出。

所謂「合格第三方」，乃是銀行或獨立的帳戶，經書面承諾契約為利益之實質所有人持有資金，並於募資平台指示時，立即移轉或退還資金與該俱有實質所有權之人。

第三章 中國

第一節 興起背景

中國網路使用者總量是美國的 2.5 倍，超過前五大發達國家的總和，手機網民超 5 億，平均每天上網時間是日本人、美國人的 3 到 5 倍。憑藉這個紅利，電子商務創造了舉世矚目的雙十一節³⁵。憑藉這個紅利，微信正在創造奇蹟。憑藉這個紅利，預料還會有更多中

³⁴ Id. at 577-78; 17 C.F.R. § 227.303(e)

³⁵ 雙 11，取其「1111」意向，代表單身無對象的光棍。

國獨特的商業模式和社會變革相繼發生³⁶。

相對於此，中國曾經的支柱產業：房地產行業，具有居住屬性和商業投資屬性的房地產行業，正在逐步降低支柱產業的地位，而一二線大城市目前房地產市場進入了一個滯漲或者緩慢增長階段，三四線中小城市面臨着供大於求的非理性市場局面，今年與去年，央行的大幅度降息以及今年股市的波動更是一個明顯的信號：中國的經濟增長從投資拉動型向消費拉動型轉型，所以金融也會從「投資拉動型」的金融變成「消費拉動型」的金融。

從宏觀經濟的角度來看，底層國民的資金流動性，在很大程度上決定了國家未來的生活質量，從金融角度來看，當下的互聯網金融概念與傳統金融的屬性相比，更具有消費屬性，而非傳統的投資屬性；換句話說，更加草根且將更廣大的人民拉進這個領域。以用戶為中心的互聯網金融，就是老百姓的金融，小企業的金融，他更適合於消費型的經濟，他符合中國的國家戰略和未來的方向。

一、 中小企業的希望

不利產業發展的銀行借貸，反而造成小額融資興起。學者楊東認為，中國互連網金融興起，成因是因為長時間的金融抑制，他認為主要的體現有以下四個方面³⁷：其一，對利率的抑制。政府通過對利率的抑制幫助減少了政府債務的成本，並且再通過通脹產生的實際更低利率或負利率便消滅了政府債務的實際數額；相應的，普通民眾則受到了低利率甚至負利率儲蓄的打擊。其二，對銀行的控制。銀行業迄今仍然基本沒有對民營資本開放，中國銀行業仍基本處於政府壟斷狀態。民間資本進入銀行業尚處於改革和探索階段。其三，對證券市場的控制。這問題主要體現在上市時的「所有制歧視」³⁸和上市後政府保持對上市公司的繼續控股。其四，對資本賬戶的控制。對外投資受限、國內儲蓄的低利率、加上中國證券市場中的嚴重的詐欺、內線交易與操縱市場等違法行為，普通投資者的權益無法被有力保障的情況下，投資方向只能轉向房產市場，這在很大程度上導致中國房地產價格的虛高。同時，部分居民將儲蓄投向地下錢莊或者民間借貸，導致地下錢莊或民間借貸問題無法根治。

在中國金融抑制的大背景之下，互聯網金融成為普通民眾越來越重要的投資渠道。近年來，P2P 網絡借貸平台飛速發展，大型 P2P 平台「人人貸」的母公司「人人友信」獲 1.3 億美元融資³⁹。阿里巴巴與天弘基金共同推出的餘額寶、微信與華夏基金推出的財付通以較高的收益率和較為穩定的賠付手段得以迅速普及。儘管股權眾籌礙於相關法律法規的制定，尚且沒有廣泛化，但金融抑制對普通民眾投資欲奠定了基礎。可以說，股權眾籌在中國的發展是金融抑制的產物。

二、 互連網金融的價值

³⁶ 王嘯（2015）。《股權眾籌是機遇，能帶動傳統金融業彎道超車》。載於：
<http://news.zhongchou.com/article-1068-1.html>

³⁷ 楊東（2015）。《股權眾籌為什麼能在中国能扎根》。載於：<http://mt.sohu.com/20150827/n419873640.shtml>

³⁸ 所有制歧視，指的是在中國特有的市場體制下，國有企業和民間企業有著不同的起跑點和待遇，而這相當程度影響了民間企業的體質和發展潛能。參照：王軍（2014）。《所有制歧視是“國民共進”最大障礙》。載於：
http://www.21ccom.net/articles/zgyj/ggcx/article_20140328103277.html。

³⁹ A 輪融資，融資金額即 1.3 億美元。新浪科技（2014）。《人人貸母公司人人友信集團獲 1.3 億美元融資》。參照：<http://tech.sina.com.cn/i/2014-01-09/11089081975.shtml>

媒體認為，互連網的誕生將會消滅實體銀行或者顛覆金融秩序，但事實上兩者的關係相當微妙。互連網給金融行業帶來很多的支持，這樣的支持有助於新的金融產品開發和銷售，早期我們很難看到 1 分錢的保險產品，而現在這樣的產品成為保險公司的潛在客戶的拓展手法，如果按照傳統銷售手法，一對一的人工服務顯然成本是難以接受的，效率也未必得到⁴⁰。

互連網還提供了很多金融產品的銷售場景，比如：交易的物流保證，產生了退貨險、物流險等品種，類似的金融產品場景都可以成為金融公司在互連網領域得到較大長尾效應收益的應用，這種方式與傳統的金融產品銷售完全不同，但是非常高效。

三、 目前狀況

(一) 數據分析

上海交通大學互連網金融研究所、北京京北金融信息服務有限公司聯合發佈的《2015 中國股權眾籌行業發展報告》⁴¹數據顯示，截止 2015 年 7 月底，除去 5 家即將上線平台（眾友眾籌、創業 e 家、眾虎籌、雲投匯、螞蟻達客、平安眾籌），以及 3 家（海立方、投易贏、好項目）統計信息不明確的平台外，共有 113 家平台開展股權眾籌業務。這 113 家平台分佈於全國 18 個省市地區，北京、廣東、上海、浙江四個地區的平台數量最多。廣東平台數量達到 32 家，其中，深圳地區 24 家，其餘 8 家平台分佈於廣州、佛山、揭陽三個地區；北京 32 家、上海 18 家、浙江 8 家，四個地區合計，共占全國股權眾籌平台總數的 79.6%。其餘 23 家平台分佈於中國中西部地區包括四川、河北、江蘇、山東、安徽、河南、陝西、江西、天津、重慶、福建、湖南、貴州 13 個省市地區。

截至 2015 年 6 月底，全國共有 235 家眾籌平台，目前正常運營的有 221 家，股權眾籌類平台 98 家。全國眾籌平台總籌資金額達 46.66 億元。

可以看出，雖然在互連網時代，網際網路可以跨越空間的地理障礙而自由發展，但在現實的發展上，還是依照傳統的「北上廣深浙」重點大城市的脈絡。一方面可以推測因為這些地方的商業嗅覺較高，和股權眾籌的接軌較為快速，另一方面也可能是因為這些地方的創業機會相較於二三線城市多出許多。

(二) 組織模式

在投資方式上，股權眾籌與傳統的股權投資最大的不同在於參與投資的人數眾多，投資資金比較分散。目前實務上一般採取合投模式，一般要求項目融資人必須參與領投且在投資份額和持股鎖定期上有一定要求。

在中國眾籌的組織模式上，一般有如下四種模式⁴²：

一是有限合夥模式。根據投資人人數決定設立合夥體的個數，由 50 個人為一組設立一個合夥體，然後由有限合夥體作為投資主體，直接投資於融資的項目公司，成為其股東。富有經驗的投資者成為普通合夥人，其他投資者成為有限合夥人。目前股權眾籌多數採用此模式。

⁴⁰ 王新宇 (2015)。《經濟下滑：互聯網金融下一步怎麼辦》。載於：<http://wangxinyu.baijia.baidu.com/article/170665>

⁴¹ 上海交通大學互連網金融研究所。《2015 中國股權眾籌行業發展報告》。載於：<http://img1.zczhijia.com/file/20150806/6357447279779666479987040.pdf>

⁴² 郭勤貴 (2015)，《中國式股權眾籌三十大問題（下）》。載於：<http://www.weiyangx.com/142187.html>2015/9/3

二是代持模式。在眾多投資人中選取少數投資人與其他投資人簽訂股權代持協議，由這些少數投資人成為被股項目公司的登記股東。此模式不用設立有限合夥實體，但涉及人數眾多時股權代持易產生糾紛。

三是契約型基金模式。與有限合夥模式相比，契約型基金模式不是設立有限合夥實體，而是由基金管理公司發起設立契約型基金，基金管理公司作為管理人與其他投資人簽訂契約型投資合同，然後由該管理公司直接作為投資主體投資於項目公司成為其股東。此模式相比有限合夥，操作更為簡便。

四是公司模式。由投資人設立公司再由公司作為投資主體再投資於融資公司成為融資公司登記股東。此種類型由於成本高操作不便，且涉及雙重徵稅，比較少採用。

第二節 中國股權眾籌之立法發展

一、打響第一槍的 JOBS 法案

在美國於 2012 年通過 JOBS 法案後，全世界興起一股眾籌的熱潮，許多眾籌平台在世界各處熱烈開展；在 JOBS 法案中，主要規定若有獲得互聯網眾籌發行豁免，發行人每 12 個月籌資額不得超過 100 萬美元，同時對投資者參與投資的總額也進行了限制，以年收入和淨資產額 10 萬美元為界，低於 10 萬美元的，12 個月內參與眾籌的投資額不能超過 2000 美元或年收入的 5%；若高於 10 萬美元的，則允許在 12 個月內參與眾籌的投資額為不超過 10%，最高不超過 10 萬美元。此項規定基本上成為了全世界其他國家在跟進時的主要參考依據，包括中國。

二、民間版《私募股權眾籌融資管理辦法（徵求意見稿）》

2014 年中，中國國務院總理李克強在國務院常務會議上，指示各部委進一步扶植小微企業，推動“大眾創業、萬眾創新”。由於眾籌乃是互連網快速發展底下的必然產物，因此中國早已有許多網路平台著手從事「無法律支持的眾籌」，在發展過程中也積累了一些不容忽視的問題和風險：一是法律地位不明確，參與各方的合法權益得不到有效保障；二是業務邊界模糊，容易演化為非法集資等違法犯罪活動；三是眾籌平台良莠不齊，潛在的資金欺詐等風險不容忽視⁴³。

（一）將股權眾籌定性為私募

2014 年 12 月 18 日，中國證券業協會起草並下發《私募股權眾籌融資管理辦法（徵求意見稿）》，把股權眾籌分為公募眾籌和私募股權眾籌，定義合格投資者的門檻，股權眾籌平台的準入標準等。

在該規定之《管理辦法》之主要內容中，首先明確表示：

現行《證券法》明確規定，公開發行證券必須依法報經國務院證券監督管理部門或者國務院授權的部門核准，未經核准，任何單位與個人不得公開發行證券。通常情況下，選擇股權眾籌進行融資的中小微企業或發起人不符合現行公開發行核准

⁴³ 中國證券業協會（2014）。《私募股權眾籌融資管理辦法（試行）（徵求意見稿）》。載於：http://www.sac.net.cn/tzgg/201412/t20141218_113326.html

的條件，因此在現行法律法規框架下，股權眾籌融資只能採取非公開發行。

將現行透過互連網運作的股權眾籌定性在私募領域，也許無法如同公開發行那樣進入蓬勃發展的大陸股市當中，但劃在私募中，其好處是其他規定也可以準用私募的寬鬆彈性規定，比如該管理辦法第六條，股權眾籌平台進入市場時，在符合一定準入條件⁴⁴後，比如高於 500 萬人民幣的淨資產等要件後，僅需要「備案登記⁴⁵」即可營運。一旦省去了申請核准的時間性和官僚體制，具有實力的平台便可快速掌握市場先機。

1. 實名制與資訊揭露

此外，儘管前述提到，限定在私募意味著不允許公開招募，但是在《辦法》的說明提到，雖然不得公開勸誘以及廣告，但是並非表示不能做廣告，股權眾籌平台仍可以實名註冊用戶推薦項目訊息。這樣一個要求「實名制」的規定，表面上看來迫使平台將融資者以及投資人的身分透明化，但另一方面，卻可以同時保護到投資人以及項目發起人，因為越透明，就越少詐欺存在的機會，在網路身分可以透過淘寶買到的中國，要求用戶浮出水面也許是必要的選擇。

在項目發起人，也就是融資者身分的限制上並沒有具體的規定，也沒有要求財務資訊的披露，但是要求發佈真實的融資計劃書、影響投資者權益的重大訊息、以及企業經營的關鍵訊息⁴⁶。

2. 投資者資力門檻相當高

而在投資者方面，則採用了 JOBS 法案的身分限制，除了單位投資人的資力限制以外，自然人投資者的資力限制遠高於 JOBS 法案，限定必須要擁有超過 300 萬人民幣的金融資產，或者最近三年年收不低於 50 萬人民幣⁴⁷。與美國的規定相比，中國的入門門檻高於美國五倍之多，雖然在《辦法》的主要內容說明中提到，大眾投資者投資經驗少，抗風險能力弱，因此明確並非所有普通大眾都可以參與股權眾籌，必須確定其具有必要的風險認知

⁴⁴ 私募股權眾籌融資管理辦法（徵求意見稿）第 7 條：「股權眾籌平台應當具備下列條件：（一）在中華人民共和國境內依法設立的公司或合夥企業；（二）淨資產不低於 500 萬元人民幣；（三）有與開展私募股權眾籌融資相適應的專業人員，具有 3 年以上金融或者信息技術行業從業經歷的高級管理人員不少於 2 人；（四）有合法的互聯網平台及其他技術設施；（五）有完善的業務管理制度；（六）證券業協會規定的其他條件。」。

⁴⁵ 私募股權眾籌融資管理辦法（徵求意見稿）第 6 條：「股權眾籌平台應當在證券業協會備案登記，並申請成為證券業協會會員。證券業協會為股權眾籌平台辦理備案登記不構成對股權眾籌平台內控水平、持續合規情況的認可，不作為對客戶資金安全的保證。」。

⁴⁶ 私募股權眾籌融資管理辦法（徵求意見稿），第 11 條：「融資者應當為中小微企業或其發起人，並履行下列職責：（一）向股權眾籌平台提供真實、準確和完整的用戶信息；（二）保證融資項目真實、合法；（三）發佈真實、準確的融資信息；（四）按約定向投資者如實報告影響或可能影響投資者權益的重大信息；（五）證券業協會規定和融資協議約定的其他職責。」。

⁴⁷ 私募股權眾籌融資管理辦法（徵求意見稿）第 14 條：「私募股權眾籌融資的投資者是指符合下列條件之一的單位或個人：（一）《私募投資基金監督管理暫行辦法》規定的合格投資者；（二）投資單個融資項目的最低金額不低於 100 萬元人民幣的單位或個人；（三）社會保障基金、企業年金等養老基金，慈善基金等社會公益基金，以及依法設立並在中國證券投資基金業協會備案的投資計劃；（四）淨資產不低於 1000 萬元人民幣的單位；（五）金融資產不低於 300 萬元人民幣或最近三年個人年均收入不低於 50 萬元人民幣的個人。上述個人除能提供相關財產、收入證明外，還應當能辨識、判斷和承擔相應投資風險；本項所稱金融資產包括銀行存款、股票、債券、基金份額、資產管理計劃、銀行理財產品、信託計劃、保險產品、期貨權益等。（六）證券業協會規定的其他投資者。」。

能力和風險承受能力。但是否需要如此高的收入才能證明有能力進入股權眾籌？如此的規定對於融資者而言是否是一種障礙？

（二）學者批評⁴⁸

在民間版的私募股權眾籌辦法後，北京大學法學院的彭冰教授撰文，對此做了許多質疑，認為在現行《證券法》未修改前，股權眾籌非得採用私募方式嗎？

1. 私募未必是降低眾籌管制的唯一解方

證券協會提出的《辦法》中認為，因為證券法尚未修改前，新創公司無法公開發行，且公開發行所適用的法規遵循成本也將造成沈重的負擔，所以非公開的私募是一個解套。

關於公開發行要件，主要規定在現行《證券法》第 13 條：“公司公開發行新股，應當符合下列條件：

- （1）具備健全且運行良好的組織機構；
- （2）具有持續盈利能力，財務狀況良好；
- （3）最近三年財務會計文件無虛假記載，無其他重大違法行為；
- （4）經國務院批准的國務院證券監督管理機構規定的其他條件。”

在該條基礎上，中國證監會相繼發布了《首次公開發行股票並上市管理辦法》、《首次公開發行股票並在創業板上市管理辦法》，其中對於公司治理、持續盈利能力等都提出了嚴格細緻的要求，一般會需要透過眾籌融資的企業，顯然很難符合這些條件。但彭冰教授認為，這些規定的規範客體是公開上市公司，而新創公司在短時間不大可能有這種打算，用上市公司的規定來解釋新創公司顯然不適合。

其次，關於證券法的「具備健全且運行良好的組織機構」以及「具有持續盈利能力，財務狀況良好」兩要件，彭冰教授認為這些抽象概念的要件完全可以透過行政機關的解釋求解，此外「盈利」這點，實踐上面，主板要求的是三年連續盈利、創業板要求的是連續兩年盈利，顯然對於盈利的定義是可以放寬的，那麼對於股權眾籌來說，勢必也能給予更大優惠。

2. 可透過豁免或者參考新三板的方式繞開核准的要求

對於證券發行的另一個問題，當滿足了發行要件外，尚需經過核准，《證券法》第 10 條不僅規定了公開發行證券必須依照法定條件，還規定了必須依法經過核准。由於證券法對於核准程序有著明確的法定要件，因此相比起同法第 13 條的發行規定，似乎更難透過証監會的解釋開脫。

但彭冰教授認為即使如此，仍不代表這條路無解。現行《證券法》在第 2 章中，特別規定了證券發行的核准程序，一系列的規定包括：保薦、申請文件、預披露、發審委審核、核准或不予核准的決定、承銷。

⁴⁸ 彭冰（2015）。《私募眾籌？一个自相矛盾的词汇--对私募股权众筹融资管理办法（征求意见稿）的批评》。載於：
http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA3MzI3MjE4NQ==&mid=207807076&idx=1&sn=ffa082c9442091baa61c2bc1603a7ad2&3rd=MzA3MDU4NTYzMw==&scene=6#rd。

申請文件方面，雖然《證券法》第 14 條規定了許多複雜的要件，但《證券法》第 19 條又說具體方式是由証監會規定，顯然可以因事制宜。而當申請文件可以簡化，需要披露的文件自然也可以相應簡化。

而在發審委審核這一關，《證券法》第 22 條中也有明文規定，但參考實務上「新三板」受到發審委的審核豁免⁴⁹，股權眾籌理當同樣可以有此待遇。而關於核准與否的第 24 條規定，也同樣是証監會的裁量範圍，理應可以為此開綠燈。

至於比較複雜的承銷問題，《公司法》第 87 條和第 134 條，雖然做出了強制要求：要求那些向社會公開發行股份的，應當由依法設立的證券公司承銷。但彭冰教授同樣認為，這個問題一樣可以參考新三板的作法，由國務院發文豁免股權眾籌，或者直接一點，宣布股權眾籌平台可以承銷⁵⁰。

3. 投資人規定不利於互連網思維下的小額融資

投資人資力上，《辦法》基本上照抄了私募投資基金的合格投資者標準，其中「最低 100 萬投資額」這個門檻是否過高，以及是否新創公司需要一次這麼大筆資金不論外，手中有這種高端投資人名單的，也多半是已經耕耘多年的證券公司，這一規定看似是希望透過金額把關合格投資人，但深層來看，最終結果只是使得毫無資源的平台，無力對抗已經有高資產客戶名單的證券公司。

最後，對於《辦法》中第 3 項禁止平台提供股權轉讓服務的規定，彭教授也批評，先不論到底眾籌是屬於私募還是公募，既然《辦法》自我限制為私募，那麼投資者購買的股權當然屬於限售股份，除了符合資格的合格投資人外，不能公開轉讓外，在這些合格投資者之間的轉讓，因為不涉及公眾，應該允許用私募規定，在條件下轉讓，協助已經缺乏流動性的新創眾籌活絡資金。這種有利於眾籌市場的事情，為什麼要禁止？

總之，彭教授認為，將眾籌導到私募領域，以私募的規定限制眾籌平台，只會對現有的證券公司開展股權眾籌業務有利，卻對純粹的股權眾籌平台相當不利，在制度設計上頗不公平。

三、《關於促進互聯網金融健康發展的指導意見》

2015 年 7 月 18 日，央行等十部委⁵¹發佈《關於促進互聯網金融健康發展的指導意見》⁵²。在該指導意見中，雖然並沒有提到什麼實質性的政策指示，但是卻明確宣示了中國在互連網時代的策略布局。內容將互聯網支付、網絡借貸、股權眾籌融資、互聯網基金銷售、互聯網保險、互聯網信托和互聯網消費金融視為一個產業大框架，劃訂出各自的目的以及

⁴⁹ 在國務院關於新三板的決定中，明確規定了“無需再提交証監會發行審核委員會審核”，等於由國務院授權放棄了《證券法》第 22 條的規定。參大公網。《新三板正式全國擴容 明確轉板機制》。載於：<http://finance.takungpao.com.hk/hg/jj/q/2013/1215/2107074.html>。彭教授亦提出，除了新三板的豁免規定外，也可以採用創業板的思路，為股權眾籌另設獨立發行審核委員會，使審核程序更為高效簡便。

⁵⁰ 對於何謂承銷，彭教授認為，中國法上並無明確的界定，股權眾籌平台審核、發布融資信息、對接需求、協助資金劃撥的功能，在某種程度上也類似證券代銷。

⁵¹ 十部委分別為：黨中央、國務院同意，中國人民銀行、工業和信息化部、公安部、財政部、國家工商總局、國務院法制辦、中國銀行業監督管理委員會、中國證券監督管理委員會、中國保險監督管理委員會、國家互聯網信息辦公室

⁵² 《十部委意見》。載於：http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201507/t20150720_1332370.htm。

邊界。

關於眾籌部分，文件裡雖然只用了一段的篇幅劃定職責⁵³，但對於眾籌「公開小額」的定義，卻也改變了中國證券協會擬出的「私募」性格，這樣的改變，也使得後續國務院對於股權募資的態度更加明確。

四、《場外證券業務備案管理辦法》

2015年7月30日，中國證券業協會發佈《場外證券業務備案管理辦法》⁵⁴明確私募股權眾籌是「場外證券業務⁵⁵」。所謂場外證券業務，是指相較於交易所而言的其他證券。場外證券市場沒有固定的交易場所，無法在上海、深圳證券交易所和全國中小企業股份轉讓，必須直接由投資者和證券商進行的一對一交易，交易金額通過雙方協商決定，交易標的物包括政府債券、金融債券，以及其他按規定公開發行，但短時間內無法或者不能在證券交易所交易的股票⁵⁶。

2015年8月7日，中國證監會發下《關於對通過互聯網開展股權融資活動的機構進行專項檢查的通知⁵⁷》，其中「未經國務院證券監督管理機構批准，任何單位和個人不得開展股權眾籌融資活動。」這短短的34個字，讓中國大部分股權眾籌平台們驚出了一身冷汗。一方面，目前各大股權眾籌平台上的股權眾籌項目，都沒有獲得證監會批准；另一方面，在通知中明文寫到的“未經批准不得開展”，似乎也暗示著股權眾籌未來的監管方向，可能會走向審批制或許可制，並不是有如民間版本樂觀預想的備案制⁵⁸。

通知中明確定義股權眾籌的概念，把市場上通過互聯網形式開展的非公開股權融資和私募股權融資行為排除在股權眾籌的概念之外。股權眾籌明確為，通過互聯網形式進行公

⁵³ 股權眾籌融資之定義，「股權眾籌融資主要是指通過互聯網形式進行公開小額股權融資的活動。股權眾籌融資必須通過股權眾籌融資中介機構平台（互聯網網站或其他類似的電子媒介）進行。股權眾籌融資中介機構可以在符合法律法規規定前提下，對業務模式進行創新探索，發揮股權眾籌融資作為多層次資本市場有機組成部分的作用，更好服務創新創業企業。股權眾籌融資方應為小微企業，應通過股權眾籌融資中介機構向投資人如實披露企業的商業模式、經營管理、財務、資金使用等關鍵信息，不得誤導或欺詐投資者。投資者應當充分了解股權眾籌融資活動風險，具備相應風險承受能力，進行小額投資。股權眾籌融資業務由證監會負責監管。股權眾籌融資。股權眾籌融資主要是指通過互聯網形式進行公開小額股權融資的活動。股權眾籌融資必須通過股權眾籌融資中介機構平台（互聯網網站或其他類似的電子媒介）進行。股權眾籌融資中介機構可以在符合法律法規規定前提下，對業務模式進行創新探索，發揮股權眾籌融資作為多層次資本市場有機組成部分的作用，更好服務創新創業企業。股權眾籌融資方應為小微企業，應通過股權眾籌融資中介機構向投資人如實披露企業的商業模式、經營管理、財務、資金使用等關鍵信息，不得誤導或欺詐投資者。投資者應當充分了解股權眾籌融資活動風險，具備相應風險承受能力，進行小額投資。股權眾籌融資業務由證監會負責監管。」參證監會。《中国证监会致函各地方政府 规范通过互联网开展股权融资活动》。載於：

http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201508/t20150807_282509.html

⁵⁴ 中國證券業協會（2015）。《場外證券業務備案管理辦法》。載於：

<http://news.cnyes.com/Content/20150810/20150810201403160603810.shtml>

⁵⁵ 《場外證券業務備案管理辦法》第2條：「場外證券業務是指在上海、深圳證券交易所、期貨交易所和全國中小企業股份轉讓系統以外開展的證券業務，包括但不限於下列場外證券業務：（十）私募股權眾籌」。載於：<http://big5.chinanews.com/cj/2015/07-30/7437498.shtml>。

⁵⁶ 騰博金融（2015）。《【簡釋】場外證券業務備案管理辦法》。載於：<http://tw.112seo.com/article-751549.html>。

⁵⁷ 證監辦發〔2015〕44號。《關於對通過互聯網開展股權融資活動的機構進行專項檢查的通知》。載於：

http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201508/t20150807_282509.html。

⁵⁸ 華人金融網（2015）。《“未經批准不得開展，股權眾籌何去何從？”》。載於：

<http://www.5262.com/faq/guquanzhongchou-167.html>

開小額股權融資的活動，把公開、小額、大眾作為股權眾籌的根本特徵，規定“未經國務院證券監督管理機構（即證監會）批准，任何單位或機構不得開展股權眾籌融資活動。”該文件屬於證券監督管理機構下發的工作文件。

證監會在該《通知》中對股權眾籌概念進行了梳理，分為股權眾籌、互聯網非公開股權融資、私募股權基金募集，將創業者或小微企業通過股權眾籌融資中介機構互聯網平台募集資本之行為，明確定性為「公募股權眾籌」。

附隨該通知之官方發佈新聞稿中，並且指出：

目前一些地方正在制定或已經發布開展互聯網股權眾籌試點的相關政策性文件，其中界定的“股權眾籌”與《指導意見》定義的“股權眾籌”不一致。將非公開股權融資或私募股權投資基金募集行為稱為“股權眾籌”，易引起市場和社會公眾對股權眾籌概念的混淆。

2015年8月10日，中國證券業協會立即發佈相當簡短的《關於調整個別條款的通知》⁵⁹，將《場外證券業務管理辦法》第二條第（十）項“私募股權眾籌”修改為“互聯網非公開股權融資”。意味著民間版本的私募態樣，並沒有獲得官方認可。大勢所趨之下，民間也放棄原先擬定的規則以及堅守的立場。

至此，民間和政府對於股權眾籌的態度算是達到了統一，修訂代表監管思路上整體銜接正式完成。過去兩年間始終無法落定的定性，最終確定兩種業務形式：股權眾籌和互聯網非公開股權融資。具有“公開、小額、大眾”特徵的股權眾籌，將採取嚴格的準入制，在機構和業務的進行雙重核準；另一方面，對於互聯網非公開股權融資業務，採取了相對寬鬆的事後備案製，無論是機構或者業務，均只要事後備案⁶⁰。

五、 《國務院關於加快構建大眾創業萬眾創新支撐平台的指導意見》

2015年9月25日，國務院發表《國務院關於加快構建大眾創業萬眾創新支撐平台的指導意見》⁶¹，該文中並沒有發表特別突破性的作法，僅提出了所謂「眾創、眾包、眾扶、眾籌」的方向性宣傳，但可以算是一個將過去一段時間國家行政部門的文件彙整統一⁶²。

六、 《證券法（修訂草案）》第十三條

在政府對於眾籌的態度和底線趨於明朗之後，緊接著2015年4月20日全國人大常委會審議版的《證券法（修訂草案）》第十三條，更加具體地在操作面的最後一道關卡，也就是發行與否上做出規定：“通過證券經營機構或國務院證券監督管理部門認可的其他機構以互聯網等眾籌方式公開發行證券，發行人和投資者符合國務院證券監督管理部門規定的條件的，可以豁免註冊或核准”。此項修正雖然幅度並不大，卻具有相當的突破性意義。

⁵⁹ 該份文件僅有一個訊息，就是將原本用詞予以修正。中國證券業協會（2015）。《關於調整《場外證券業務備案管理辦法》個別條款的通知》。載於：http://www.sac.net.cn/tzgg/201508/t20150810_125195.html。

⁶⁰ 虎嗅網（2015）。《新規之下，“股權眾籌”迂回的空間在哪裏？》。載於：<http://www.wx135.com/zh-tw/articles/20150815/55cf3edb-df34-4749-8cae-317802734e20.html>

⁶¹ 政府信息公開專欄。《國務院關於加快構建大眾創業萬眾創新支撐平台的指導意見》（2015）。載於：http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-09/26/content_10183.htm

⁶² 在中國，行政機關為國務院；證監會、銀監會、人民銀行等都是屬於「國務院組成部門」，由總理統轄。

（一）打開現行法對「公開發行」的拘束

現行《證券法》第十條規定：“公開發行證券，必須符合法律、行政法規規定的條件，並依法報經國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門核准；未經依法核准，任何單位和個人不得公開發行證券。向不特定對象發行證券或者向特定對象發行證券累計超過200人的，視為公開發行。”

然而，眾籌的性質顯然就是違背現行證券法，眾籌必得面向不特定的廣大投資者募集資金，實質上就是公開發行。但是，通過股權眾籌募集資金的創業型公司，基本不可能滿足《證券法》規定的公開發行條件，想獲得證監會核准發行更是難上加難⁶³。眾籌要開，必然需要先打開證券法這道鎖，《草案》立意就是解決這個問題。

（二）未解的下一步

但是，《草案》第13條也存在一些問題，雖然方便之門是打開了，但卻沒有進一步的具體規定，例如發行人的信息披露義務、是否允許市場交易等問題；且《草案》中對於這些細則部分既沒有授權主管機關，本身也沒有特別規定。在缺乏針對眾籌的特殊規定之下，言下之意就是眾籌可以適用證券法的發行，但關於證券銷售、交易等規定，還是適用現行證券法的發行人義務。若這樣詮釋是正確的，那麼將導致新創公司得負擔大型上市櫃公司的義務，這樣的結果顯然是不合理的。因此，可以預期的是，眾籌若要取道證券法的規定，勢必還得再有更多符合眾籌性質的規定才是。

第三節 目前中國股權眾籌主要法律風險與可能性

一、眾籌平台並未受法律保護

首先是公開發行的限制，雖然已經進入草案階段，但仍未通過全國人大或其常委會通過，因此現階段的眾籌平台尚處於一種不穩定情況。目前股權眾籌平台與用戶之間的關係需進一步釐清，並在雙方之間設定合理的權利義務關係，為今後可能出現的法律糾紛的解決提供可靠的依據。

根據現行《中華人民共和國證券法》第十條的規定，公開發行證券，必須符合法律、行政法規規定的條件，並依法報經國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門核准；未經依法核准，任何單位和個人不得公開發行證券。有下列情形之一的，為公開發行：（一）向不特定對象發行證券；（二）向累計超過二百人的特定對象發行證券；（三）法律、行政法規規定的其他發行行為。非公開發行證券，不得採用廣告、公開勸誘和變相公開方式。

二、入罪的危機

（一）存有模糊空間的非法集資罪

其二是相當容易入罪的「非法集資罪」。該罪的構成要件由於較為寬泛，一直以來多有爭議。目前通說認為的構成要件，係自然人或者單位，以故意的方式，透過未經法定程序批准的集資行為，破壞國家金融管理秩序。但何為國家金融管理秩序呢？因為存在相當大

⁶³ 眾籌之家（2015）。《從法律的角度淺析股權眾籌監管規制》。載於：
<http://news.zhongmuzhijia.com/zjjd/2734.html>。

的政府裁量空間，因此在中國也有一些實務工作者對此提出批判，認為非法集資的猖獗很大一部分是因為法律規定的不明確，但民間對於融資卻又有深刻的需要，因此相當一大筆的民間借貸被劃到「地下金融」的非法地帶⁶⁴。

此外，該罪的進化型：「集資詐騙罪」，乃構成非法集資罪者，若具有非法佔有之目的，將轉化為更重的犯罪類型⁶⁵，若是構成該罪後，犯罪金額上又符合「數額特別巨大⁶⁶」，最重將可能處以死刑。

（二）權威法律解釋

2010年12月13日，為了解決非法集資的模糊問題，最高人民法院對此出台了一篇解釋：《最高人民法院關於審理非法集資刑事案件具體應用法律若干問題的解釋》。首先該解釋第1條後段中規定：「未向社會公開宣傳，在親友或者單位內部針對特定對象吸收資金的，不屬於非法吸收或者變相吸收公眾存款。」將民間金融的大部分情況合法化。

接著又以金額和人數⁶⁷劃定出可罰性的界線，基本上若是自然人向超過30人募資、募資額超過人民幣20萬、或者造成人民幣10萬元以上損失的，都可能構罪。若由《解釋》提出之判準來看，眾籌毫無疑問非常容易被界定違法，因這顯然不是親友相借，人數與金額也輕易就跨越入罪門檻了。因此，即便在互連網金融相當發達的當代中國，眾籌與非法集資的界線仍相當模糊，與重罪「集資詐騙」的界線亦是模糊⁶⁸。

三、 股權融資在中國的發展潛力評估

首先，中國是否存在足夠的潛在投資者？據統計，截止到2013年8月，中國居民儲蓄存款餘額超過40萬億元，如此龐大的閒散資金預示着巨大的投資空間。同時，通過上文提

⁶⁴ 嚴碧華（2011）。《非法集資不再模糊》。載於：

http://paper.people.com.cn/mszk/html/2011-01/17/content_728245.htm。

⁶⁵ 《最高人民法院關於審理非法集資刑事案件具體應用法律若干問題的解釋》第4條：「以非法占有為目的，使用詐騙方法實施本解釋第二條規定所列行為的，應當依照刑法第一百九十二條的規定，以集資詐騙罪定罪處罰。」

⁶⁶ 《最高人民法院關於審理非法集資刑事案件具體應用法律若干問題的解釋》第5條：「個人進行集資詐騙，數額在10萬元以上的，應當認定為“數額較大”；數額在30萬元以上的，應當認定為“數額巨大”；數額在100萬元以上的，應當認定為“數額特別巨大”。單位進行集資詐騙，數額在50萬元以上的，應當認定為“數額較大”；數額在150萬元以上的，應當認定為“數額巨大”；數額在500萬元以上的，應當認定為“數額特別巨大”。」。

⁶⁷ 《最高人民法院關於審理非法集資刑事案件具體應用法律若干問題的解釋》第3條：「非法吸收或者變相吸收公眾存款，具有下列情形之一的，應當依法追究刑事責任：（一）個人非法吸收或者變相吸收公眾存款，數額在20萬元以上的，單位非法吸收或者變相吸收公眾存款，數額在100萬元以上的；（二）個人非法吸收或者變相吸收公眾存款對象30人以上的，單位非法吸收或者變相吸收公眾存款對象150人以上的；（三）個人非法吸收或者變相吸收公眾存款，給存款人造成直接經濟損失數額在10萬元以上的，單位非法吸收或者變相吸收公眾存款，給存款人造成直接經濟損失數額在50萬元以上的。」。

⁶⁸ 前面提到的進化型犯罪-「集資詐騙」，在該司法解釋中亦有提到。《最高人民法院關於審理非法集資刑事案件具體應用法律若干問題的解釋》第4條：「使用詐騙方法非法集資，具有下列情形之一的，可以認定為“以非法占有為目的”：（一）集資後不用於生產經營活動或者用於生產經營活動與籌集資金規模明顯不成比例，致使集資款不能返還的；（二）肆意揮霍集資款，致使集資款不能返還的；（三）攜帶集資款逃匿的；（四）將集資款用於違法犯罪活動的；（五）抽逃、轉移資金、隱匿財產，逃避返還資金的；（六）隱匿、銷毀賬目，或者搞假破產、假倒閉，逃避返還資金的；（七）拒不交代資金去向，逃避返還資金的；（八）其他可以認定非法占有目的的情形。」。

到的金融抑制理論可以看出，根據政府對存款利率的控制加上通貨膨脹的影響，居民的存款所獲得的利率往往是負值。正是在中國這種金融抑制程度較深的背景下，初創企業從銀行類金融機構獲取貸款又受到較高的門檻限制，股權眾籌等互聯網金融模式才可能成為普通公眾投資的重要途徑。從另一個角度看，宜信、人人貸等各類網絡小額貸款平台的成功以及餘額寶、財付通等網絡基金產品受到的熱捧體現出，金融市場上的消費者對於可能的投資機會是求知若渴的⁶⁹。

因此可以推測，如果擁有着足夠存款的居民能夠獲得比存款更為有效且不失保障的渠道進行小額的投資，他們應該會欣然接受。可以看出，股權眾籌這種互聯網金融模式符合中國經濟現狀以及民眾迫切的投資需求。

其次，比起上一個問題，更為重要的是，在民眾迫切的投資需求之下，中國的投資者有沒有足夠的風險意識和風險承擔能力？投資者本身的投資經驗可能是眾籌最大的風險，如果沒有相關領域的專業知識和足夠的經驗，股權眾籌的風險可以說不亞於傳銷可能帶來的風險，一個無知的投資者可能因為某個項目金玉其外、敗絮其中而帶來傾家蕩產的危險。就目前看來，國內外的股權眾籌平台推行的“領投+跟投”模式（天使匯、大家投、AngelList 均有採用）是一種很好的解決方案。

由不同領域的專業投資人帶領其他跟投人進行投資，既為雙方都帶來了更多可能的收益，也帶來了一定程度上的安全。當然，由於股權眾籌存在運營模式，特別是投資者審核、項目審核與推薦、資金流轉、入資方式等方面的風險，一般民眾不可能具備對這些風險的防範意識。因此，儘管中國具備股權眾籌得以生存與發展的需求背景，但風險的多樣化要求政府的重視以及平台自身監管的加強。

第四章 歐盟

第一節 歐洲社會經濟與群眾募資形成之背景

一、 概述

在全球的群眾募資市場中，以北美洲和歐洲為最早發跡之處。歐洲的群眾募資發展起源相當早⁷⁰，在近年間更是迅速發展，在 2011 年至 2012 年間，群眾募資市場於歐洲已成長超過 1 倍以上，其籌資金額於 2012 年高達近 10 億歐元。

根據歐盟估計，歐洲有約 2,300 萬家中小企業，其中 90% 之企業其員工人數不超過 10 個人。然而，這些中小企業佔了總工作人員額的 67%，以及 80% 的新工作機會。因而，若論及歐洲經濟的復甦，中小企業佔有相當重要的角色。根據歐洲投資銀行（European Investment Bank）的統計，僅約 30% 的企業使用銀行長期貸款，另外約 40% 企業係倚靠短期信貸或透資額度。在資本投資方面，根據業界統計，創投每年投資不超過 5,000 家高成長的企業，而創業天使（business angels）投資約 1,000 家；因此，無法取得以上管道資

⁶⁹ 楊東（2015）。《股權眾籌為什麼能在中國能扎根》。載於：<http://mt.sohu.com/20150827/n419873640.shtml>。

⁷⁰ 全世界第一個以群眾募資的活動，是 1997 年的英國樂團 Marillion，他們透過群眾，成功的募集了 6 萬美金，完成他們在美國的巡迴演出。參維基百科。載於：<https://zh.wikipedia.org/wiki/%E7%BE%A4%E7%9C%BE%E5%8B%9F%E8%B3%87>。

金的中小企業業主，除藉由獲利或仰賴供應商信用交易外，僅能靠自身的財產及親朋好友的支持以獲取營運上的資金需求，因此，群眾募資提供了此等企業獲取資金的管道，並促使創新創意的整合。基於群眾募資能提供中小企業募資的管道，歐盟在 2013 年 3 月 25 日公開的 *Long-term Financing of the European Economy* 綠皮書提出了「如何支持非傳統來源的融資（例如群眾募資）？」，顯示其表明支持群眾募資的意圖。

然而歐盟目前並未將群眾募資市場整合為單一市場，且未有特別針對「群眾募資」訂定法規，而係由歐洲各國於歐盟的金融法規下，針對群眾募資各自發展其規範。

（一）目前發展情況

根據 Massolution 所發布之「2013CF THE CROWDFUNDING INDUSTRY REPORT」。2012 年的北美洲募資總金額為 16 億美元，占全球募資金額的 59.25%，其成長率為 105%；其次為歐洲地區，共 9 億 4 500 萬美元，占 35%，成長率則為 65%；其餘地區市場規模雖不及北美洲及歐洲地區，但平均成長率亦高達 125%，可見當時群眾募資在全球各地迅速的興起。

然而，在短短的幾年時間內，各地市場的平台數量、總募資金額等已經大幅度的重新洗牌，而同時群眾募資此一嶄新的籌資模式正以前所未見的速度，改變了政府的決策，影響新創事業，甚至金融機構的角色。根據「2015CF THE CROWDFUNDING INDUSTRY REPORT」之報告中顯示，全球的群募募資平台（CFPs）的總募資金額在 2014 年已經達到了 162 億，相較於 2013 年的 6.1 億成長了 167%。而其中，雖然北美洲仍舊保有著市場龍頭的地位，但是亞洲市場已經取代了歐洲而成為全球第二大的群募市場。該報告中顯示北美的總募資金額較 2013 年增長了 145% 來到了 94.6 億美元。而亞洲的總募資金額增長了 320%，共 34 億美元，小幅超越了歐洲的總金額 32.6 億（成長率為 141%）。而隨著亞洲的成長潛力被看好，Massolution 預測在 2015 年結束時，歐洲及亞洲間的差距會超過 40 億，且歐洲在全球的市場佔有率會從 2014 年的 20.1% 微幅下降至 18.8%。

除了在亞洲市場（大部份是中國市場）所產生的極大差距外，將歐洲與北美洲做比較可以發現，在 2011 年到 2014 年間最大的五個群眾募資平台在北美洲仍然持續的擴大，總募資金額不斷上升。然而歐洲的前五大平台卻失去了自己 30% 的市場，證明了北美和歐洲的市場正朝著不同的方向變化⁷¹。

（二）歐洲平台現況

目前歐洲的群眾募資雖然漸趨緩，仍保持高度競爭力，歐洲委員會（European Commission）於 2015 年 9 月所發布之群眾募資：歐盟市場策會及事件研究之執行摘要（Crowdfunding: Mapping EU markets and events study Executive Summary）中統計，該執行摘要藉由資金來源、所在位置，分析了新興平台的生成速率，截至 2014 年底歐洲群眾募資平台，目前仍然處於正常運作的共有 510 個（如圖 1），其中包含了 502 個歐洲在地設立

⁷¹ CROWDFUNDING MARKET GROWS 167% IN 2014: CROWDFUNDING PLATFORMS RAISE \$16.2 BILLION, FINDS RESEARCH FIRM MASSOLUTION, <http://www.marketwired.com/press-release/crowdfunding-market-grows-167-2014-crowdfunding-platforms-raise-162-billion-finds-research-2005299.htm> (last visited Dec. 22, 2015).

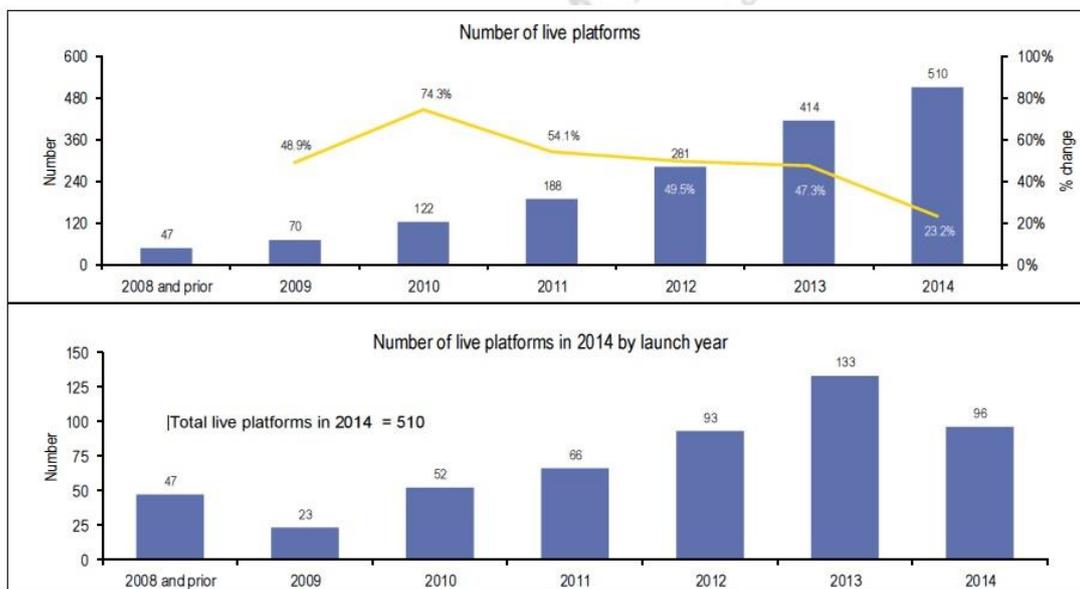
的平台，以及 8 個非歐盟設立的平台（Non-EU platforms），其中，美國、紐西蘭、加拿大、澳大利亞、中國，皆在歐洲的群眾募資市場上表現活躍。

	Identified platforms #	Participating platforms #	Total		
			Total Projects* #	Amount raised* €000	Average raised* €000
EU projects					
Equity	114	37	585	144,014	246
Loan	107	35	155,098	1,658,089	11
Rewards	152	75	24,164	163,711	7
Donation	93	35	4,262	14,970	4
Invoice trading	4	1	3,888	275,170	71
Other ¹	32	7	2,857	14,538	5
Total	502	190	190,854	2,270,493	12
Add non EU					
Non-EU platforms	8	3	n/a	n/a	n/a
Non-EU projects	n/a	n/a	16,054	77,778	5
Total	510	193	206,908	2,348,271	11
Other data gathered					
Failed projects	n/a	n/a	18,885	88,814	5
Total	510	193	225,793	2,437,085	11

* For successfully ended in-scope projects in 2013 and 2014

(圖一)

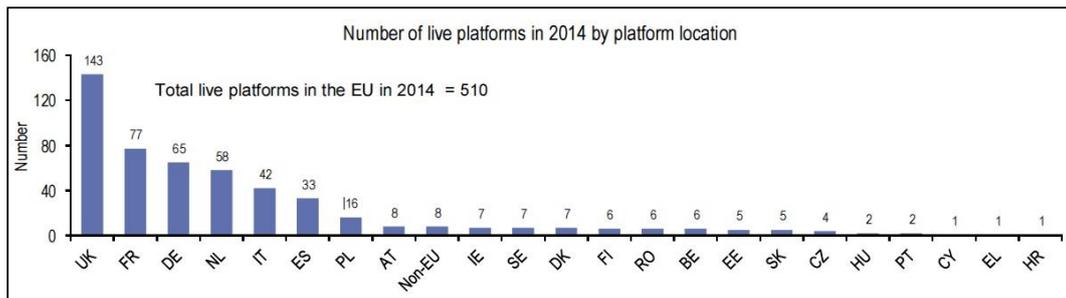
2014 年，平台總數的上升率為 23.2%（從 2013 年的 414 個平台成長到 510 個平台），相較於 2013 年的 47.3% 下降不少，更離 2010 年的高峯值，74.3% 相去甚遠，可見目前的群眾募資平台成長速率趨緩。（見圖 2）



(圖二)

而在各國的平台數量方面，英國有數量最多的募資平台（143 個平台），佔平台的歐盟總數的 28.0%。其次是法國（77 個平台，15.1%），德國（65 平台，12.7%），荷蘭（58 平台，11.4%）和義大利（42 平台，8.2%）。僅這五個國家，就已經囊括了歐盟四分之三的市場，可見在目前歐盟的群眾募資發展上，各國間有一定的落差。（如圖三）

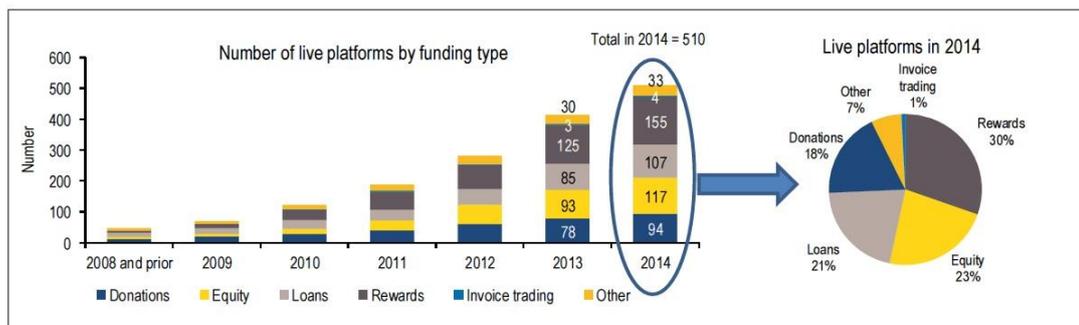
Figure 3: Analysis of the number of live platforms in the EU by location in 2014 (Source: Platforms database, Crowdsurfer Ltd.)



(圖三)

該執行摘要並對歐盟中各平台之募資方式做統計，而統計結果發現，歐洲的群眾募資的集資方式相當的多元化，最常出現之群眾募資方式，仍為回饋模式 (Reward Model)，共 155 個平台，其次為股權模式 (Equity Model) 共 117 個平台，但捐款模式 (Donation Model)、借貸模式 (Lending Model) 亦有著一定的數量。(如圖 4) 並且，此四大集資模式於 2013、2014 年間的成長率皆落在 20%至 25%之間，可見歐盟中並無顯著的對單一模式的依賴或偏好。同時，並有著 8 個募資平台提供不只一種的集資方式，並成功的運作。此外，於境外投資、跨境融資 (cross-border funding) 的方面，亦有 49 個平台容許，支持跨國的資金來源。無論是各集資模式平台的建立，或是跨國資金的容許，皆有一定數量，顯見歐盟的群眾募資成長雖趨緩，但已發展的相當成熟。

Figure 4: Analysis of the number of live platforms in the EU by funding type per year (Source: Platforms database, Crowdsurfer Ltd.)



(圖四)

(三) 針對資金之分析

而若以投資之資金數量、總額來區分，則可發現各國間的金額會因為平台數量的差異而有極大的不同：

在歐盟內的群眾募資方案一共有 190854 個成功的計畫、方案，一共募集了 23 億的資金，其中歐盟的平台占了 22 億 (185783 筆計畫) 而非歐盟的平台則有 8500 萬歐元 (5101 筆計畫)，同時也有位於歐盟之外，但在歐盟的平台開展的項目，共有 16054 筆成功的計畫，一共募得了 7780 萬，其中來自與美國、俄羅斯、印度、肯亞的計畫占了大宗。

在這些市場中，資金額最龐大的市場依序為英國、法國、德國、荷蘭和西班牙。群眾募資在歐洲已經是一個普遍的現象，縱使在各成員國中仍存在有顯著的規模、成長率差距，但總金額仍然在 2014 年較 2013 年成長了 100%。⁷²

第二節 歐洲股權型群眾募資法制規範現況介紹

一、發展概況

歐洲證券市場管理局（European Securities and Markets Authority, ESMA⁷³）在 2014 年 12 月因應市場的需求，發布了對投資型群眾募資（Investment-Based Crowdfunding）在目前歐盟內各國的規範底下運作的意見書⁷⁴與建議書⁷⁵。在發布的新聞稿中，ESMA 提到了投資型的群眾募資需要一個歐盟等級的規範，因此 ESMA 發布了意見書和建議書。

意見書中主要敘述了當前歐盟對群眾募資的規範，並針對國家主管當局 national competent authorities（NCA）提除如何在現行的歐盟規範下進行合法的群眾募資之方法，例如如何在在歐盟的現有規則內申請募資平台、NCAS 該如何估算目前規範內募資方式的風險程度以及如何在歐盟法制下監管。同時，意見書中並提到了在投資型群眾募資中，不同的商業模式所面臨的法規範會不同，因此該意見書亦提到 NCA 如何適用歐盟的現有規則，例如：金融工具市場法規（MiFID），招股說明書指令（AIFMD）等等。並同時概述了 ESMA 認為 NCA 在投資型群眾募資監理中最核心的概念。

而建議書中內容雖與意見書大同小異，但增加了在如何處理在內部實現更大範圍的監管方式。目的在於避免目前因法制尚未健全，使得許多募資平台可能會故意迴避監管行為，而讓監管機關為了保護投資者，建立不利於募資平台拓展業務之法規環境。因此提出在本建議書中提出一些可能降低募資平台迴避監管行為動機，但不會影響投資環境的政策、規範之選擇。並提到 NCA 進行規範時必須特別注意如下事項：展望指令的影響、資金的需求和金融工具市場指令中可能的豁免、目前群眾募資的發展潛力，特別是目前位於金融工具市場指令規範外的運作平台。

ESMA 對於投資行的群眾募資相當重視，其規範的立場較為積極，預計透過政府規範來創造有利於募資人的募資環境，引導新創事業的設立，並使群眾募資可以藉由歐盟統一的法規，達到歐盟內的跨國規模，已達到活絡整體歐盟經濟之目的。

二、主要法規範介紹

（一）《關於投資型群眾募資之意見書（Opinion - Investment-based crowdfunding）》

本意見書主要可以分成 5 大部分，分別是 ESMA 進行規範群眾募資之法律依據、形成背景、群眾募資參與者和商業模式、監管機構需考慮的風險及問題、可能適用歐盟層面的

⁷² EUROPEAN UNION, CROWDFUNDING: MAPPING EU MARKETS AND EVENTS STUDY (2015).

⁷³ ESMA 是成立在 2011 年 1 月 1 日的一個獨立的歐盟機構，與其他歐洲監管機構進行密切的合作，例如：EBA、EIOPA、ESRB 等等，其任務是加強對投資者的保障和促進穩定、運作良好的金融市場。身為一個獨立機構，ESMA 建立了統一的市場規則，並確保在歐盟體內的適用，並透過直接監督或與國家監管機關合作，而管理了整個歐盟地區。

⁷⁴ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, OPINION - INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING (2014).

⁷⁵ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, ADVICE - INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING (2014).

監管制度，以下逐一介紹之：

1. ESMA 進行規範群眾募資之法律依據、形成背景

鑑於近來群眾募資興起的事實，現有的歐盟立法沒有專門對應的規範，ESMA 認為現行法律的無法明確的解釋投資風險。且由於群眾募資多樣化、新穎的投資模式，無法明確建立歐盟現有的法體系規範。因此，ESMA 有必要建立合法的商業模型和解釋相關的風險和問題，以供各國監管，並對歐盟法律如何適用進行闡釋。因此 ESMA 根據 Article 29 (1) of Regulation (EU) No. 1095/2010.發布此意見書。

在實務工作中，發現有些平台業者對於目前法制規範內容有所誤解，造成其容易傾向迴避監管，從而可能放棄進入國內市場。而隨著國家主管機關當局不斷的更新自身法律規範，規範必然會變得逐漸全面、完整，故此份意見書希望國家主管當局（NCA）以意見書中所討論的如何監理已存在平台、未來可能潛在發展成平台、監理之利益、成本等為將來政策出發之基礎。

2. 群眾募資參與者和商業模式

ESMA 定義了此處的投資型群眾募資（Investment-based crowdfunding）包含了股權和其他證券（Equity or other securities），而投資型群眾募資內至少會涉及三方：尋求資金的業主、投資人、以及時常也會加入投資的中介平台。

監管機構必須考慮所有有關的證券問題，例如發行和銷售量等，這代表著法律規範不僅在規範平台運作，且同時規範了發行證券之人。關於證券本身，本質上與其他有價證券之類型相同，所面臨之問題亦類似。但是在非公開發行公司，股票的轉讓並不如想像中容易，主要問題在於投資者是否正確認知自己的投資行為（識別風險）。包含：可能喪失一部或全部資金之風險、股權遭稀釋的風險，所投資之資金受清償可能性極低。而除了上述問題，以平台作為中介仍會導致許多問題，例如投資者對於群眾募資計劃的過度樂觀、自信之可能，尤其在該平台同時做為發起人時因為平台同時擁有客戶的資金或資產此問題會更為明顯，除此之外平台還可能利用特權獲取特定募資計畫內的知識產權。群眾募資相比於其他匿名的投資方式，例如投資於天使基金等一樣會產生詐欺行為的可能，而如果一個平台內出現了大量的詐欺行為，則可能使該平台的聲譽下降，進而影響該平台的運作。而同時，NCA 也需考慮透過平台洗錢的風險。在這個階段由於市場規模與一般股票證券投資相較之下規模仍較小，ESMA 仍無法精確的描繪出可能潛在遭受到的金融風險。

而群眾募資對於投資者和募資人而言也有潛在的機會成本，如果他們不能通過平台籌資或投資，對於投資者，因為已經投資在該群眾募資計畫中而使資金無法注入到其他投資機會，即便得以抽身，也會導致搜索成本。而對於該計畫而言也會有可能找不到其他募資的管道，最終因資金不足而失敗。ESMA 的結論是適當的監管制度應包含以下的重要部份：

(1) 按資金比例或相似機制以維護該計畫繼續運作。

(2) 建立一套完善的機制，可以確保投資人正確的認知到他們的投資行為，及可能遭受的風險。確保投資人進行合適的投資，以免因群眾募資證券不容易變現的性質而在事後

遭受損失。

(3) 對平台客戶的資產進行適當的保護/隔離（並非保護投資者的投資風險，而是保證平台客戶能在平台破產時拿回資金）

(4) 妥善的監理募資平台的組織安排及運作，特別在涉及到利益衝突和提供持續性的服務兩方面。

(5) 將不同募資平台的性質、對客戶所需負的責任明確化。

(6) 可能適用歐盟層面的監管制度。

在意見書中，ESMA 羅列了眾多法規指令已供各國在現有的歐盟法規基礎上建立自己的監管法令規範。包括：招股說明書指令（Prospectus Directive）、金融工具市場指令（Markets in Financial Instruments Directive）、投資者補償措施指令（Directive on investor-compensation schemes）、市場濫用行為指令（Market Abuse Directive）、選擇性投資資金管理指令（Alternative Investment Fund Managers Directive）、歐洲風險投資基金條例（European Venture Capital Funds Regulation）、歐洲社會創業基金條例（European Social Entrepreneurship Funds Regulation）、金融服務的遠程銷售指令（Distance Marketing of Financial Services Directive）、反第三方洗錢指令（Third Anti-Money Laundering Directive）。

（二）《關於投資型群眾募資之建議書（Advice – Investment-based crowdfunding）》

由於本建議書與意見書之內容絕大部分皆為雷同，故僅列於此項內併同討論，就不同之處補充之。

在形成背景中（第 15 項）提到，ESMA 發覺了一些需要被政策決定者考慮到的問題，而使決定者得以考慮目前的法律框架是否合式。然而，這部分超出了 ESMA 的職權範圍，因此 ESMA 已經建議歐洲議會、理事會、委員會來進行這部份的考慮。而在本建議書中特別將政策制定者需考慮的問題提列於最後一部份，摘要如下：

1. 各種模式的影響程度

決策者需考慮監管機關的負擔和各群眾募資模式受影響的程度方面，首先，MiFID、招股說明書指令、ICSD 只適用在可轉讓的證券。而 ESMA 認為對 MiFID 的適用範圍有正確的理解是重要的，一些平台可能認為監管行為的影響並不顯著，這需要一些努力來轉變此誤解。ESMA 相信根據前一章（可能適用歐盟層面的監管制度）中的規定與分析，能提供有用的資訊供決策者參考。然而，鑒於監管要求產生的負擔，ESMA 對於實務上如何操作感到憂心，因為平台、募資計畫可能會有強烈的動機去迴避 MiFID 的管控，例如建構以借貸為基礎的募資平台，或是決定使用不可轉讓的證券等等。尤其在使用不可轉讓的證券時，會導致對投資者、計畫營運人的保障降低，可能增加證券無法變現的風險，長期來看，這對群眾募資的發展是不利的，因為證券的形式阻礙了市場的發展，並限制了可能跨境經營的平台出現。因此 ESMA 建議歐盟機構考慮以歐盟層級展開規範，減少大眾可能不想被 MiFID 規範的誘因。而根據 ESMA 之分析，在現行 MiFID 的規範下運作的平台，歐盟政府將已其風險降低至合理程度，相較於未在 MiFID 的規範下運作的平台則無。這樣的平

台間差距可以通過各國家內部的監管行為來調控，但是就可能無法支援跨境的平台運作。NCAs 在應用 AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) 的經驗其實相當有限，然而，隨著群眾募資的發展，會有越來越多的投資結構會被認定是 AIFs (Alternative Investment Funds)，在此前提下，AIFMD 的適用範圍需要被明確化。

2. 招股說明書指令的門檻造成的影響

根據 Directive 2010/73/EU，5 百萬歐元以下不適用 Prospectus Directive 的規定，而各成員國在此規範下已經選擇了不同的金額門檻，來課予發布招股說明書的義務。ESMA 在本建議書中，認為此規範所造成的影響並不僅限於群眾募資的資金募集，而是在於這樣的規定，使計畫的金額刻意小於該門檻，而對現行門檻產生挑戰。同時，一些平台已經開始採取一些限制投資者的種類，或投資者在單一計畫的數量，以獲得 Prospectus Directive 的豁免。雖然這可能不是一般的平台管理者會因應監管行為所為的決定，但是這種情況的確會減少潛在的投資人投資意願，並增加了群眾募資多樣化的困難度。此外，即便沒有課予發布說明書的義務，平台或募資計畫仍會面臨來自於 MiFID 的規範要求，例如提供相關報價等必要資訊使投資人得進行理性的決定。因此在資訊揭露上需要考慮合理的統一規範。

3. 資金需求和 MiFID 的選擇豁免

根據 MiFID 的第三條，不要求具有豁免資格的平台要具有起始資金。然而，平台仍會受到其他規定的約束，例如必須遵守國家法律規定，或是只能與經授權的公司交易，來保障投資人。會出現這種規定的原因之一是「最小資本必須小於 5 萬歐元」之條件過苛，另一個原因是這使得調控投資者的投資風險，具有更大的彈性。因此需要考慮是否有更不具干涉性的監管行為，可以達到此成果。

(三) 《歐盟關於投資型群眾募資之總體規定 (Investment-Based Crowdfunding-Insights From Regulators In The Eu)》

在 2014 年 12 月 ESMA 展開對國家主管當局的調查之後，在 2015 年 5 月發表此調查報告。此調查報告首先分析了這些平台的規則、提供服務的態樣、資金額的要求，以及投資工具，平台結構和報酬的類型。

至少已經有奧地利、法國、德國、義大利、荷蘭、西班牙、英國開始進行對於平台的監管。(有些可能尚未回覆，芬蘭、希臘已收到了平台申請) 而目前受監管的平台在該報告已調查的範圍內共有 46 個⁷⁶。

(四) 《歐盟銀行局對於借貸型群眾募資之意見書⁷⁷ (Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding)》

歐洲銀行局 (European Banking Authority, 下簡稱 EBA) 成立於 2011 年，其主要任務之一包含監管創新的金融活動，以決定其對市場與者可能造成的風險。在歐洲目前的監

⁷⁶ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING: INSIGHTS FROM REGULATORS IN THE EU INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING (2015)

⁷⁷雖然本文主要探討者為股權或投資型群眾募資，但因為此份意見書對於「募資平台」的規範頗值得參考，故也一併討論之。

管分配模式，由 ESMA 負責投資型的群眾募資監管，而由 EBA 負責借貸型的群眾募資監管。依照 Regulation (EU) No 1093/2010 第 9 條規定，EBA 應監測新型態的金融活動，並發布指導綱領或建議以促進市場安全健全以及法律管制措施之調和。為此，EBA 依照 Regulation (EU) No 1093/2010 第 8 條，在 2015 年 2 月發布了「歐洲銀行局借貸模式群眾募資意見書(Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding)」，並提交與歐洲議會、歐盟執委會以及歐洲理事會。

EBA 將群眾募資分為四類，捐贈模式 (donation model)、回饋模式 (reward model)、借貸模式 (lending model) 以及投資模式 (investment model)。投資模式指計畫擁有者提供支持者計畫入夥 (partnership)、發行債券 (bond) 或分享計畫獲利。單一募資平台可能混合提供多種模式。

意見書主要分析的對象為借貸模式，EBA 對於借貸模式群眾募資的定義如下：資金需求者透過第三人，通常為網路平台，為計畫或者是個人目的向廣泛社會大眾募資，以借貸契約的形式，承諾於返還時提供利息（但有時也約定不提供利息）。資金需求者可能是尋求非傳統債信市場之其他籌資管道的個人、新創公司或已經成立的微型企業。EBA 在意見書中分析了借貸模式對於或因為貸方、借方以及平台之可能產生的風險，並分析現有歐盟各指令的適用可能性。

除了各國的內國法規，例如法國、英國、西班牙目前訂立有借貸模式群眾募資相關規範，依照 EBA 的分析，借貸模式群眾募資可能適用之歐盟指令包括支付服務指令 (the Payment Services Directive, 下簡稱 PSD) 與反洗錢指令 (the Anti-Money Laundering Directive, 下簡稱 AMLD)。意見書特別指出電子錢指令 (the Electronic Money Directive, 下簡稱 EMD) 不適用，雖然借貸模式群眾募資同樣具備預收款項的服務，但是由於款項收取後一律只用於平台內提供給貸款方使用於金融目的，不符合電子錢指令下對於電子錢應為多用途支付使用的定義，因此非電子錢。依照 EMD 第 2 條第 2 項 10 規定，電子錢乃是電子錢發行人收取以支付（「支付」定義參見 PSD 第 4 條第 5 款 11 定義）為目的之資金並提供以電子，包含磁力方式儲存金錢之表彰憑據，用於支付予除電子錢發行人以外之自然人或法人。

從營運模式觀之，群募平台可能直接提供下述服務，符合 PSD 關於支付 (payment) 的定義，而被認定為支付服務提供者 (Payment Service Provider, 下簡稱 PSP)，應取得各國 PSP 主管機關之許可，並應符合 PSP 的相關法定規範 12，包含資本額要求、資金保管安全要求、內控機制要求等等。

1. 提供帳戶資金存放、提取以及其他營運支付帳戶的服務。(PSD附件13第1點、第2點)
2. 執行支付交易，包含從使用者的支付服務提供者帳戶移轉資金，或者是其他支付服務提供者。(PSD附件第3點)
3. 發行或收取支付工具。(PSD附件第5點)
4. 匯款。(PSD附件第6點)

但是依照PSD第26條，如果12個月月平均交易額未超過三百萬歐元者，且經營管理階層未曾違反任何洗錢、恐怖金融活動規定或從事金融犯罪，可以豁免經營許可，然而僅得於本國營業，不得提供跨國服務。

然而EBA也提出，在適用上，PSD第 1 條要求支付服務應為機構的「經常(regular)」業務或商業活動，但是PSD前言(Recital)第六點又指出PSD適用對象應為其「主要(main)」活動包含提供服務使用者支付服務的機構。因此對於PSD是否適用於借貸模式群募平台，可能產生矛盾的是，支付服務為「經常」的但可能不是「主要」的服務。另外，對於募資款項的代理收付是否屬於PSD第3條第1項(b)款14的例外事項，也可能產生爭議。依照PSD第3條，如果是擔任收款方或付款方的代理人進行商品或服務的買賣款項交易，無需受PSD規範。有疑義者為借貸模式群眾募資下的資金移轉並無商品或服務的買賣交易。因此在欠缺明確解釋的狀況下，各國對於支付法制是否適用於借貸模式群募平台可能會有所不同。

意見書指出，目前群募平台實際上對於募資款項的處理大概可歸納為下面三種模式：

- (1) 平台以取得許可的PSP執行資金處理與匯款服務。
- (2) 平台在取得許可的PSP以自己的名義開立帳戶，以經手借款方與貸款方之間的資金流。
- (3) 平台本身為PSP，並直接處理借款方與貸款方間之資金流動交易。就洗錢防制而言，如果募資平台被認定為PSP或PSP代理人(agent)，即有AML之適用。

三、 簡評

在進行監管時，此三個歐盟會員國皆參考當地市場的狀況，習俗和慣例，定義新的群眾募資規範。因此各國間的差異反映了成員國之間的法律法規和稅收法規之間的不同，以及在監管的注重層面之重要差異(例如:將規範焦點聚焦於投資方、募資平台或是基礎工程)。每個監管行為、法規的立場，皆由支持國產平台的運作出發，但相反地，卻不支持使群眾募資平台得在跨境的基礎上運作。而跨國等級的運作需要一個更全面的一套授權，相較於一般群眾募資集資的管理成本更加昂貴和規範更加複雜(例如，如何符合歐盟相關法律的要求)。

該執行摘要中並一併提到目前的法制規範已確實對群眾募資的市場造成了影響。雖然不可能在所有的情況下證明這些發展之間的因果關係，但認為，這些監管行為創造了一個明確和穩定的外部環境，而有利於募資人。因此，該執行摘要認為，因為目前的監管行為立場皆在扶植平台、幫助募資人而創造有利的募資環境，因此可以被認為是推動法規改革的催化劑⁷⁸。

第三節 歐盟國家等級之規範介紹

由於歐盟至今並沒有針對群眾募資以歐盟等級發布清楚、明確的法律規範，而是僅指引大概的監管方向與核心概念，並闡述在現行已有的歐盟法律框架下，群眾募資應該如何運作，各國政府應該如何扶持與監管來應對此一新興的募資方式。因此在各成員國間，以國家等級發布的法律規定才是真正規範投資人、募資人以及平台的權利義務規範。而其中，如同歐盟所重視的，大多數國家都將主要的立法規範重心放在投資型的群眾募資，以及借

⁷⁸ EUROPEAN UNION, *supra* note at 72.

貸型群眾募資。因此本文重點將著重於發展較為成熟的英國、德國上做法制上的介紹。

一、英國

(一) 英國法簡介

英國群眾募資主要是由金融行為監管局 (Financial Conduct Authority, 下稱 FCA) 在金融服務和市場法 (Financial Services and Market Act 2000, FSMA) 的框架底下進行規範；群眾募資由於涉及到 FSMA 下的 Order 2001 (或謂"RAO") 以及 FSMA 第 21 條的金融宣傳 (financial promotion), 因此英國當局, 先是在 2013 年 10 月提出「群眾募資平台 (與其他相類似行為規範) 行為徵求意見報告書」(The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities), 下稱 CP13/13)。

關於群眾募資以及類似活動之監管政策意見徵詢書, 徵詢書表述 FCA 的監管具有兩大目標: 保障消費者權益與促進競爭, 並在其中對於投資型群眾募資以及債權式群眾募資做出規範。

FCA 後續在 2014 年 3 月公布「關於群眾募資和其他不易變現證券之政策說明書」(The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media, 下稱 PS14/4), 確認僅借貸模式及投資模式需要受 FCA 監管, 排除掉以下幾類的募資方式: 1. 捐贈模式群眾集資 2. 預購或者回饋模式的群眾募資 3. 符合 Enterprise Schemes 之制度豁免。

說明書也提出監管法規「2014 群眾募資和通過其他方式推介不易變現證券的監管規則」(Crowdfunding and the Promotion Of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014), 針對現存相關法規提出修正, 並於 2014 年 4 月 1 日起正式實施。而於 2015 年 11 月, FCA 為了引進創新金融個人儲蓄帳戶 (Innovative Finance individual Savings Accounts, 下稱 IFISA)⁷⁹ 之法令規範, 再度發布了「為了採納 IFISA 和點對點監管行為之建議 FCA 可能採取的措施說明書」(Possible FCA Handbook changes to reflect the introduction of the Innovative Finance ISA and the regulated activity of advising on peer-to-peer agreements, 下稱 DP15/6) 以調整現有的債權式群眾募資之規範。

監管重點在於借貸模式及投資模式之經營需取得 FCA 許可授權, 以確保平台經營的穩定性以及投資人保護, 然而投資者在群眾募資的投資不受金融補償計劃保障, 意謂著投資人仍應自負風險⁸⁰。

(一) 投資型群眾募資:

投資型 (investment-base) 群眾募資, 意指在募資平台上, 直接或間接購買公司股份或

⁷⁹ ISIFA 為英國財政部於 2015 夏季通過之法案, 預估於 2016 年 4 月 6 日實施, 主要內容為針對 P2P 之金融行為獨立創造出一個個人儲蓄帳戶, 而用戶可以藉由將從借貸型群眾募資平台獲得之金錢注入此帳戶而獲得免稅的優惠。ISIFA 之介紹: <https://www.lendingworks.co.uk/peer-to-peer-lending/innovative-finance-isa>。

⁸⁰ 林家生、楊智翔 (2015)。〈開放民間業者經營股權性質群眾募資專題介紹〉,《證券櫃檯》, 177 期。載於: http://www.tpex.org.tw/web/about/publish/monthly/monthly_dl.php?DOC_ID=1523。

者債券的行為。在 FCA 的規定下，從事以下行為都會構成投資型的群眾募資⁸¹：

1. 對於特定投資的交易
2. 從事一個受監管的行為
3. 建立、進行一個不在規定範圍內的投資計畫

與借貸式群眾募資重在「提供消費者取得正確資訊 (access to clear information)」不同的，股權式更著重在於投資人的資格要求。在美國的新創企業啟動法 (Jumpstart our Business Startups Act, JOBS) 通過之後，英國受其影響亦積極推動監管規則之改革，並於 2013 年發布「群眾募資平台行為徵求意見報告，徵詢意見書。」(The FCA's regulatory approach to crowdfunding, CP13/13)，且在 2014 年發布網路群眾募資平台及其他方式不易變現證券監管條例，政策聲明 14/4 (The FCA's regulatory approach to crowdfunding and similar activities, PS14/4)。

於英國之金融監督制度下，部分集資平台係採行法規下之豁免，而少數平台係取得英國金融主管機關之核准。因此股權募資平台系採核准制，平台需滿足一定要件以取得執照。為了建立更穩固的制度以及保障消費者，減少可能的損害，PS14/4 之主要內容為：

1. 金融促銷 (financial promotions)

於英國法規下，發行股票或證券等屬於「金融促銷」活動，亦即招募或勸誘投資的活動。除非平台業者係由經過 FCA 核准，或其金融促銷經「FCA 授權之公司」之核准（或享有豁免權者），否則不得對投資大眾從事金融促銷之活動。由於許多集資網站之內容包括金融促銷活動，平台業者須取得 FCA 之核准執照或是確保其金融促銷係經核准，且金融促銷內容必須符合 FCA 的規定，以確保其清楚、公正且不會引起誤解。

2. 管制的活動 (regulated activities)

金融服務及市場法 (The Financial Services and Markets Act 2000) 規定下，股權基礎群眾募資平台業者須經 FCA 核准始得從事相關受管制的活動，包括：促使籌資者及投資人之投資交易、安排投資交易及保管或管理投資資金。取得 FCA 核准之過程相當費時與花費成本，且平台業者須確認平台上的投資案對投資人是適當的，此點亦造成群眾募資平台業者相當程度之挑戰。

3. 公開說明書之規定

CP13/13 中特別提到對於某些投資人類別的保護，包括：有學習障礙或心理疾病而導致無法充分了解群眾募資風險的投資人、個人依賴養老金或缺乏可支配收入導致群眾募資風險可能對此等投資人太高之情形、因為群眾募資多由網路平台進行，容易吸引年輕、缺乏投資經驗而可能無法掌握風險的投資人。因此 FCA 特別注重公司的財務報告等信息的揭露。

⁸¹ SOLARPLAZA, CROWDFUNDING LEGAL FRAMEWORK OVERVIEW: RENEWABLE ENERGY CROWDFUNDING CONFERENCE (2015) .

故英國金融服務及市場法要求，向公眾發行可移轉證券（transferable securities）時，原則上須提供公開說明書。然而，大部分的群眾募資案件適用於「12 個月內發行少於 500 萬歐元」之豁免規定，亦即不需提供公開說明書。⁸²

借貸模式的規範同樣適用於投資模式，但是投資模式下的非專業投資人需要符合「必須在投資屬性上被歸類為成熟的投資者」之要求，如金融接觸、風險投資接觸或者被評定為高淨值客戶。

二、 法國

即便歐盟嘗試在由 31 個國家組成的經濟區域內，建立和諧單一的金融法律秩序，但各個國家內部的特有法規仍然相當歧異，群眾募資法規也是。

在法國所謂的銀行壟斷（Banking Monopoly）乃是除了具有 EEA 資格（信貸機構，établissement de crédit）或著合乎規定的金融公司（sociétés de financement）外，禁止從事有利率的放貸；而法院在實務中也禁止在法國本土購買或者直接持有不健全（unmatured）的銀行發行之貸款衍生金融商品⁸³。

不過，在 2014 年 10 月份時，法國的群眾募資規定正式施行，允許企業透過網路平台募資，無論是透過借貸模式的，或者發行股權，且金額最高可達 100 萬歐元，這額度截至 2015 年為止，傲視全球。不過，因為本質上仍屬於應該高度監管的行業，因此從事網路群眾募資「借貸式」的平台，必須要向法國管理當局註冊，以獲得一個合法的中介地位（intermédiaire en financement participative, IFP），而從事證券發行的「投資型」必須取得投資顧問（conseil en investissement participatif, CIP），或者具有提供金融服務的執照（prestataire de services d'investissement, PSI）⁸⁴。

在投資型的 CIP 適用中，CIP 必須獲得法國證券管理局（Autorité des Marchés Financier, AMF）的監管，發行人限於有限公司（société anonyme, SA）或者簡化的股份有限公司⁸⁵（société par action simplifiée, SAS），或有限責任公司（sociétés à responsabilité limitée, SARL）；這些發行人有資格發行一百萬歐元、12 個月期的普通股或者固定利率的公司債。

CIP 除了投資型的群眾集資外，另外也可為，但僅限於下列幾項：1. 從事無支付服務（without）的借貸型 IFP 的業務 2. 對企業提供資本結構的建議 3. 協助股份認購協議。每一個合格的 CIP 都必須符合正當行為規範⁸⁶（good conduct rule），建構適切的程序並且維持長久穩定的營運狀況。

沒有商業計劃書（prospectus）的股權群眾募資可能不屬於法規的規範範疇，而是屬於公募（public placement），若發行總額不超過首次發行總額的 50% 並低於 10 萬歐元，且僅對封閉社群內、低於 150 位法國合格投資人募集。此種證券在金額上的門檻非常高，每張

⁸² 李郁儒（2014）。〈創意產業發展新趨勢—群眾募資〉，《證券櫃檯》，169 期。載於：http://www.tpex.org.tw/web/about/publish/monthly/monthly_dl.php?l=zh-tw&DOC_ID=1334。

⁸³ SolarPlaza, *supra* note 81.

⁸⁴ 當這些募資平台獲得這些法定資格，即可以使用官方授權的“Marianne”標誌。Id.

⁸⁵ 兩年內，帳戶經審核或者經註冊會計人員簽證過之股份有限公司。

⁸⁶ 比如說公平、具有專業技能、盡職、有效率、提供警示、合理的發行等。SolarPlaza, *supra* note 81.

的面額至少需達到 10 萬歐元，或者每位投資人最低應認購 10 萬歐元。

三、 德國

德國的群眾募資成長速度非常快，至 2014 年 3 月總累計數額已經高達 2267 萬歐元，在募資平台方面，則以 *Companisto* 及 *Seedmatch* 為主。

(一) 募資類型

德國的群眾募資同樣發展相當蓬勃，在 2015 年新修訂，在同年 7 月 10 日生效的小額投資者保護法（*Kleinanlegerschutzgesetz-KASA*）。該法被認為是投資產品法

（*Vermögensanlagegesetz-VermAnlG*）的延伸。以借貸性群眾募資來說，與傳統獲取利息的借貸（*partiarische Darlehen*）不同的，那些在募資平台上運作的新式次級借貸

（*Nachrangdarlehen*）或者經濟上相類似的投資產品，已經被定位為投資產品法（*VermAnlG*）的行為，而必須負有提供商業計劃書（*prospectus*）的義務。

為了因應和扶植這股金融新模式，達到投資人和新創事業的平衡，立法者訂出所謂「群眾募資豁免」，使落入 *VermAnlG* 要件的群眾募資免於負擔特定義務，比如前面提到的商業計劃書。

不過，此種豁免僅在符合下列情況時才適用：

1. 僅適用有償借貸和具有商業價值的投資（*wirtschaftlich vergleichbare Anlagen*）
2. 每一項目金額不得超過 250 萬歐元，且若超過 1000 名投資人，必須履行更多義務，比如財務資訊和收入的揭露。
3. 單一投資人的總投資金額不得超過 1 萬歐元，但若為企業（*Kapitalgesellschaften*），則無 1 萬歐元的限制。
4. 群眾募資平台必須要取得德國工商貿易法（*Gewerbeordnung*）、德國銀行法（*Kreditwesengesetz*）、或德國證券交易法（*Wertpapierhandelsgesetz*）規定之下機構審核。

值得一提的是，立法者禁止將「群眾募資豁免」和「私募的豁免」混在一起使用，不過這情況導致在實務上，專業投資人是否可以平行投資（*parallel investments*）出現了疑義⁸⁷。

(二) 募資模式

1. 股權模式

目前德國僅有 2 個於金融法規架構下運作之股權模式集資平台，其中一個係取得德國銀行法下之金融服務執照，其功能除發行股票外，亦提供交易市場；而另一個集資平台具有經核准之公開說明書，其架構類似於基金。除上述 2 者外，其他平台業者皆未具備執照，其功能僅限作為投資之仲介服務，且因其符合投資案於 12 個月內發行不超過 100,000 歐元之額度內，故不在公開說明書制度規範內，無須提供公開說明書。

2. 債權模式

⁸⁷ *Id.*

此類平台主要係募集「後償貸款 (subordinated loans)」，其利息係與公司或專案的獲利連結，投資人除損失利息外因保有本金故並不負擔損失。

3. 捐贈或回饋模式 (無償或換取非金錢回饋)：

主要是用在社會性或創意性專案或產業 (例如非營利機構)。其中並未涉及財務投資或報酬，贊助者僅取得非金錢的回饋品 (例如門票、CD 等) 或完全無償。

(三) 募資規範

德國銀行法 (Kreditwesengesetz) 下之執照規定根據德國銀行法，任何提供金融服務 (營利性質) 者須取得德國金融監督管理局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，簡稱「BaFin」) 之執照。「金融服務」之提供包括買賣金融證券之仲介，因而當群眾募資平台於網路上仲介投資股權時，原則上則須取得 BaFin 之執照。然而，大部分的群眾募資平台係提供「隱名合夥 (silent partnerships)」之仲介，故 BaFin 於 2012 年 9 月 12 日發布的群眾募資監管法 (Crowdfunding and supervisory law) 規定，集資平台可於符合以下條件時，豁免需取得執照之要求，但此等集資平台不允許提供股權交易之功能：

1. 僅從事投資仲介 (investment broking/contract broking)
2. 僅從事發行新的投資商品 (其定義規範於「投資商品法」下)
3. 並未取得所募集資金之所有權或其客戶之股權對於債權模式及捐贈或回饋模式，因「債權」不屬於其「投資商品法」規範下之商品，故僅需取得商業法下之執照即可。捐贈或回饋模式亦因其性質，不屬金融法規之規範範疇，亦僅需取得商業法下之執照即可。

德國支付服務法 (Zahlungsdienstaufsichtsgesetz) 下之執照規定：集資平台之「收付公開說明書之要求：發行證券或投資商品之企業，必須依德國證券公開說明書法或投資商品法之規定提供經 BaFin 核准之公開說明書。債權基礎及捐贈與回饋基礎模式無須提供公開說明書。此外，若企業發行之證券或投資商品於 12 個月內並未超過 100,000 歐元，亦可無須提供公開說明書。⁸⁸

第五章 台灣

第一節 背景

網路金融法制的改革與開放是台灣近年來面臨的重大挑戰！台灣的群眾集資平台發展時期偏晚，大約至 2012 年始有較具規模之發展⁸⁹，但隨著科技進步與世界潮流的發展，此一改革的進行應是無可迴避；然而，金融法制本身具有的高度監理性質，即是為了保護金融消費者、投資人，若對於網路金融的各式業務類型，採取大幅開放、解除管制的作法，勢必伴隨著更多的金融亂象，不僅損及消費者、投資人權益，也會對社會整體經濟造成不利影響。因此，在管制與去管制之間，如何折衷拿捏，實非易事。

當前文創產業的發展是政府施政的首要目標之一，在此情形下，如何積極建設產業可

⁸⁸ 李郁儒 (2014)。同前註 82。

⁸⁹ 對於網路金融的發展以及台灣的因應討論，參閱王文宇 (2013)。〈網路金融的發展與法制〉，《月旦法學雜誌》，238 期，頁 5-26。

自給自足，籌措資金甚至創造盈餘的環境，顯為重要目標。而相對於具有高風險、高報酬的高科技產業較能吸引傳統典型的創投基金，文創產業雖不乏高風險高報酬之類型，但主要強調在實踐理想的過程中嘗試創造其商業價值，故創投之協助有本質上的侷限性。而群眾募資則是由具有成人之美的廣大群眾個別提供小額但可集腋成裘的資金支持，無疑是文創產業最佳的資金管道之一⁹⁰。

面對群眾募資的潮流，金管會於二〇一二年十一月起參考美國 JOBS 法案以及國際上對於群眾集資的規範，研議規劃我國的群眾集資措施，並決議透過櫃買中心採雙管齊下方式推動，一方面規劃建置「創櫃板」，另一方面建立「創意集資資訊揭露專區」。相對於後者僅是針對非股權性質的群眾募資透過此一專區的揭露提高其曝光機會，依據櫃買中心公告實施之「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創櫃板管理辦法」（創櫃板辦法），於二〇一四年一月三日正式啟用的創櫃板則是針對公司的股權募資所為的改革。

於民間股權性質群眾募資方面，主管機關於二〇一五年四月正式開放。在不修法的情形下，由財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（「櫃買中心」）發布「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」（「群眾募資辦法」）針對群眾募資加以管理。

第二節 台灣目前群眾募資之介紹

一、平臺

2011 年起，「捐贈及回饋基礎」型的群眾募資平台陸續在國內成立，其中較知名者為「FlyingV」、「嘖嘖」，以及「weReport」等。隨後陸續有：HereO、Limitstyle、Fuudai、975 募資銀行、104 夢想搖籃等平台出現。各平台各有其特殊定位，從文創設計、音樂藝文、公益導向到新聞產業等，可供國內募資者多方選擇。而股權性質群眾募資平台於二〇一五年四月開始開放申請，並於六月時確定由元富證券、第一金證券率先開始運作平台，但至 2015 年年底為止，在元富證券的募資平台上，尚無任何股權性質群眾募資專案開始募資之專案，而可以在第一金證券之網路平台上看到的專案亦皆在募資前置作業中，目前為止尚無任何專案開放投資。此外，櫃買中心創意集資平台上的兩家群募業者群募貝果、創夢市集，以及一度參與、但已退出的 FlyingV 原先都表態加入⁹¹，惟因目前股權式群眾募資所受限制仍多，環境並不熱絡，因此業者之意願是否可能改變仍待觀察。

（一）FlyingV

Flying V 為昂圖股份有限公司所架設的平台，網站於 2012 年 4 月開始營運，為台灣目前最大的群眾集資網站。FlyingV 屬「捐贈及回饋基礎」型的募資平台。提案性質以文化創意、商品設計為主，專案類別包含音樂、影片、展演、設計商品等。希望能夠透過平台的力量，媒合創意與資源，實現更多產品、計畫和理想，為生活帶來更多美好的改變。該平台認為群眾集資能促使「從想法而提案、從提案而產品、從產品而品牌、從品牌而產業」，因此他們也逐步規劃從群眾集資平台逐步發展出包含通路、經紀、製作等服務內容。其集

⁹⁰ 邵慶平（2013）。〈文創產業籌資與群眾募資〉，《月旦法學教室》，123 期，頁 78-79。

⁹¹ 陳碧芬（2014）。〈股權群募平台 10 日啟動〉。載於：
<http://www.chinatimes.com/newspapers/20150705000061-260202>。

資專案相當多元，包括社會文化、社會創新、音樂、影片、展演、設計商品等⁹²。

FlyingV 的會員註冊機制除了 Facebook 之外也整合新浪微博。金流處理方面除了一般的信用卡支付，亦提供支付寶、PayPal 等。於 FlyingV 刊登專案和贊助皆為免費，待募資成功後，FlyingV 收取募資金額的 8% 作為維持平台營運費用，募資者則在完成提案或產品量產後提供實質回饋予出資者，如限量版明信片組等。募資者若未達募款門檻，則平台不予收費，並將贊助款退回原贊助人⁹³。

根據 FlyingV 所發布的 2014 年度報告，2014 年一共募集了一億一千五百多萬的金額較 2013 年成長三倍，共有近八萬人參與，也較 2013 年多了兩倍以上。而提案數量部份，亦曾加至 523 件，其中成功達標的有 238 個專案⁹⁴。至 2015 年底，該平台總共已募集近三億之資金，處理近 1500 件案件，並有近半的成功機率。⁹⁵

（二）嘖嘖

嘖嘖為國內第一個商業營利的群眾集資平台，於 2012 年 2 月上線，亦屬「捐贈及回饋基礎」型的募資平台，與 FlyingV 相似，網站內容以藝文創作、設計為主，惟嘖嘖的募資者透過預購的方式，經由平台尋求社會大眾的款項支持，並提供「實質的回饋」予出資者，如預購的產品、預售的門票、限量商品、會員優惠等。嘖嘖亦在募資成功後，收取募資總額的 8% 作為平台租用費，並扣除交付手續費後將餘款交付予募資者，若募資者提案失敗，未達募款門款，嘖嘖則不予收費，並將贊助款退回原出資者⁹⁶。

（三）貝殼放大與天使放大

貝殼放大作為國內首家專門以個案方式處理群眾集資的公司，名稱取自英文的「Backer」和「Founder」，就是贊助者和募資發起者。其特色在於公司直接幫助發起人從最初的提案、策略到專案的廣告、行銷以及執行進行通盤的規劃以及處理。包含了：為提案者提供免費的初次諮詢，並進行集資潛力評估，同時也提供設計公司、線上集資平台等長期的合作諮詢服務。並進行前期市場調查，探測產品市場接受度與聚焦目標客群，更依照調查結果鎖定潛在贊助者，修正產品內容，並且重新擬定集資策略與行銷方向，累積社群影響力。依照不同風格、類型的集資案件，為其量身打造文案、影片與各種素材製作，使得整體風格統一，提升專案專業度。而為協助專案曝光，提供廣告、媒體操作與社群經營的服務，同時也協助公關宣傳活動、記者會等活動執行。並在線上專案結案後提供實體活動、後續販賣通路等幫助的一條龍服務。為提案者解決了市場調查、影片、文案、行銷與公關等繁瑣的規劃與問題，讓提案者能夠專注於提案本身，以及消費者需求⁹⁷。

貝殼放大過去一年參與執行了 52 個群眾集資案件，總共集資 2 億 9,460 萬，佔了去年臺灣所有團隊集資總金額的將近六成，平均單案集資金額高達 566 萬元，為台灣集資

⁹² 李郁儒（2014）。同前註 82。

⁹³ 林雅燕（2014）。〈新興募資方式－群眾募資行為之初探〉，《經濟研究》，14 期，頁 164。

⁹⁴ Flying v 網站，<https://www.flyingv.cc/reports/2014>（最後瀏覽日：12/21/2015）。

⁹⁵ Flying v 網站，<https://www.flyingv.cc/faq>（最後瀏覽日：12/21/2015）。

⁹⁶ 林雅燕（2014）。同前註 93，頁 165。

⁹⁷ 貝殼放大網站，<http://www.backer-founder.com/#!----backer-founder/cddk>（最後瀏覽日：12/21/2015）。

專案平均金額 20 倍以上。其著名的募資案件包含在 FlyingV 上募得近 2600 萬台幣的「金萱字型」、突破台灣團隊在 Kickstarter 上募資紀錄的「Flux 3D 列印機」，以及「ARRC 前瞻火箭」、「月亮杯」等等，其中 13 個國際集資案件佔了 1 億 1,700 萬，國內集資的 31 件專案也有 8,400 萬的表現。除了在群眾募資平台進行，亦有近三分之一的集資額是在獨立的集資網站上進行⁹⁸。

而貝殼放大公司有感於因櫃買中心開放創櫃板，以及民間股權式募資平台以來成效不彰，於二〇一五年 10 月成立「天使放大」股權私募平台，與以往群眾募資平台對不特定多數人進行募集資金行為不同，天使放大，將 Angel（天使投資人）和 Founder（創業者）進行媒合，目的是讓更多商業模式已經得到驗證的公司，能更有效的被看到，降低投資者的風險，也降低了創業者尋求投資的成本。

其運作模式為將具有人脈、通路或其他創業資源之天使投資人與已經具有初步商業模式之創業者進行媒合。天使放大平台將成立天使俱樂部，針對投資人進行資格審核，而惟有成為該俱樂部之會員始得進行投資，而創業者則須提交專案至平台上，經平台專案審核之後使得上架，藉由此會員制之方式，將投資者限於特定人。天使放大平台主要提供線上的撮合服務，並撮合後於線下進行投資協商。

然而，該私募平台的出現，原因在於目前創櫃板管理辦法、股權性質群眾募資管理辦法對於平台業者、新創公司、投資人具有太多的限制而導致投資人不願意進場，因此欲藉由私募之方式，規避管理辦法的規範。但依目前實務見解，非公開發行公司無法適用證券交易法第 43 條之 6 以下私募之規定，而非非公開發行公司若欲對非股東之特定人發行股票，僅得依公司法第 267 條第三項之規定，但亦僅在原有股東未認購時行之，於該平台進行募集資金之公司得否遵循此等要件已有疑慮。且縱原公司股東皆放棄其股份認購，此行為實際上與證券交易法之私募行為有何不同之處？甚至若其行為並非私募是否可能不受到證券交易法第 43 條之 7、第 43 條之 8 之限制？故該股權私募的平台適法性目前仍有疑慮。

二、 台灣法制之發展與現況

(一) 捐獻式群眾募資 (the donation modal)

捐獻式群眾募資為出資人單純贈與資金給募資人，計畫發起人無須提供任何的回報，出資人也不會取得任何回饋或對價。而較常見於公益募款。目前台灣專門經營捐獻式群眾募資之平台相當稀少，而以同時經營回饋式、預購式、捐獻式等模式為大宗，然而，實務上雖多數的募資計畫以回饋式、預購模式為主，但幾乎所有的計畫皆包含、接受小額的單純捐獻。

目前我國並沒有針對捐獻式群眾募資的規範，雖有論者認為捐獻式群眾募資現階段並無法制上障礙⁹⁹，但亦有論者認為因為捐獻式群眾募資常常具有以文化、社會為號召，具有一定公益色彩，而有適用公益勸募條例之可能。若提案人以公益為號召進行募資，則可

⁹⁸ Editor_Wye(2015)。「台灣群募顧問公司貝殼放大，宣布前進美國，並正式啟動私募股權平台「天使放大」！」載於：<http://www.inside.com.tw/2015/11/03/back-founder-one-year>。

⁹⁹ 謝孟珊(2014)。「群眾募資法制障礙與發展」，《科技法律透析》，26 卷 8 期，頁 9。

能違反公益勸募條例對於勸募團體資格、募集財物應經主管機關許可之規定¹⁰⁰。

公益勸募條例於二〇〇六年 4 月通過，對於勸募團體對不特定多數人募集資金之行為以及發起機構、活動申請、資訊揭露加以規範，使募款活動更加透明，目的在於有效管理勸募行為，妥善運用社會資源，以促進社會公益，保障捐款人權益¹⁰¹。

目前在募資平台上的具公益色彩的捐獻式募資計畫雖無明文法律限制，但與公益募款之行為相似。然而，依公益勸募條例第 5 條僅公立學校、行政法人、公益性社團法人、財團法人，得為勸募團體。而大多數群眾募資計畫案皆非此等團體，或未經主管機關許可，若行勸募行為則有可能違反公益勸募條例第 24 條第一項第一款、第二款之規定而遭處罰¹⁰²。

現今在群眾募資平臺上的捐款模式計畫，多半具有公益勸募性質，但至今鮮有因觸法而處罰募款人之案例，未必是這樣的行為合法，而是政府對於捐獻式群眾募資此種新興的募資方式是否應該適用現行的公益勸募條例或如何規範仍有疑慮。而實務上為了避免涉及公益勸募條例相關處罰，募資平台 FlyingV 便透過要求具公益性色彩之捐獻式群眾募資計畫先通過主管機關審核始可於平台中進行募資¹⁰³。而另外亦有許多具有社會性、公益性之計畫透過微薄的回饋紀念品以規避適用公益勸募條例，故因現今針對捐獻式群眾募資仍無具體、明確之規範，在勸募熱潮下，如何防止冒用群眾募資名義以逃避主管機關核可、如何應對公益勸募條例中並未規範的募資平臺此中介者、並是否課予募資者資訊揭露的義務，是主管機關應該優先考慮的問題¹⁰⁴。

(二) 回饋式 (the reward model)、預購式群眾募資 (the pre-purchase model)

回饋模式為計畫發起人提供一定形式的回饋品或紀念品來作為給予出資者的回饋，但非利息也非公司企業的營利或股票。價值也可能與當初所捐助的金額有懸殊的差距。而預購模式與回饋模式類似，但限縮於出資貢獻所製造出的回饋商品項目範圍，出資者出資後即取得預購商品的權利，將來商品上市後，出資者可以用較優惠的價格，或優先使用、購買到該產品。

目前我國實務上以此兩種模式最為盛行，FlyingV、嘖嘖等募資平台皆主要採取此兩種模式。回饋式、預購式的群眾募資並不屬於證券交易法所規範的投資契約，故無相關法規適用，而目前也並無針對此兩種模式的專門法規，但仍可能發生回饋未履行或不符出資者期待的情形，更有可能發生因花費資金超出預期仍無法生產產品之情形，而同時因計畫發起人與募資平台間契約只規範雙方的合作內容，因此商品的危險仍由出資者承擔。而在

¹⁰⁰ 陳世傑 (2014)。〈從美國 JOBS 法案看現上募資之法律問題〉，《科技法律透析》，26 卷 12 期，頁 34。

¹⁰¹ 公益勸募條例第 1 條：「為有效管理勸募行為，妥善運用社會資源，以促進社會公益，保障捐款人權益，特制定本條例。」。

¹⁰² 公益勸募條例第 24 條：「有下列情形之一，經制止仍不遵從者，處新臺幣四萬元以上二十萬元以下罰鍰，並公告其姓名或名稱、違規事實及其處罰；經再制止仍不遵從者，得按次連續處罰：一、非屬第五條規定之勸募主體發起勸募。二、勸募活動未經許可。三、勸募活動之許可經主管機關撤銷或廢止，仍為勸募活動。四、逾許可勸募活動期間，仍為勸募活動。前項罰鍰，於勸募團體或其他法人、團體，併罰其負責人或代表人，並公告其姓名。」。

¹⁰³ Flying v 網站，<https://www.Flyingv.cc/faq/create> (最後瀏覽日:12/21/2015)。

¹⁰⁴ 陳明傑 (2015)。《群眾募資制度適用於我國法制之探討》，東海大學法律學研究所碩士論文，台中，頁 15-16。

此情況下，計畫發起人在無法提供產品造成遲延給付時，出資者僅得請求返回出資金額，但卻會因為發起人已將資金投入生產，在此情形下，出資者的可能陷入無法取得資金，亦無法獲得商品之困境。

故有見解認為，此時有消費者保護法介入之可能¹⁰⁵。原因在於依消保法施行細則第 2 條，營業不以營利為目的者為限，因此發起人、募資平台皆有可能受到消保法規範，而發起人於平台上所提供之資訊因常包含豐富多元的圖片、廣告，具創意的文章等，亦有可能被認定是消保法第 22 條所稱廣告，而若因計畫不實使出資者陷於錯誤亦有可能構成不實廣告行為。此外，目前的群眾募資平台業者多聲明平台僅提供募資者、出資者媒合場所，不介入兩者間的交易，而不涉入雙方的權利義務關係，但卻同時收受手續費，造成受有利益，卻並無負擔責任的不平衡情形，對於出資者保護而言，恐有不周。

除此之外，回饋模式及預購模式仍有其他消保法適用的疑義，關鍵問題在於提供商品或服務回饋的群眾募資究竟是否為交易？例如回饋商品是否適用消保法第 19 條 7 天猶豫期間？網頁內容是否適用零售業等網路交易定型化契約應記載及不得記載事項？皆為尚待釐清之問題¹⁰⁶。

(三) 債權式群眾募資 (the lending model)

債權式群眾募資與銀行融資類似，出資者提供資金予發起人，發起人進行計畫並完成一定成果後，將當初所借之資金，按約定加計利息還給出資者。對於發起人而言，藉由向民眾借用資金而省去與金融機構間繁瑣的融資手續，但放貸金額與利息仍需受法律規定之限制因此不會太高，在我國目前的群眾募資行為中應用較少。而其中較常出現者為且能夠吸引出資者出資的大部分仍是具有公益色彩的借貸式募資行為。

因債權式群眾募資為對不特定人以投資等名義收受資金，並在一定期間後給予利息，對於發起人而言與銀行融資相當類似，故此時是否受有銀行法規範可能，則有疑慮¹⁰⁷。

按銀行法第 29 條規定，除法律另有規定者外，非銀行不得經營收受存款、受託經理信託資金、公眾財產或辦理國內外匯兌業務。而收受存款之相關規定見於銀行法第 5 條之 1¹⁰⁸ 以及第 29 條之 1¹⁰⁹。

因為存款的特性之一在於本金的返還，而捐贈模式、回饋模式、預購模式以及股權式群眾募資收取社會大眾資金之後，由於不再返還「本金」，而是給予其他物品（可能有對價，也可能沒有），因此並非銀行法第 5 條之 1 所指之「存款」。但是在債權模式中，由於債權模式將會返還本金，並附加利息，因此 P2P 網路借貸平台的經營模式在寬鬆解釋下將可能

¹⁰⁵ 陳明傑（2015）。同前註 104，頁 22-24。

¹⁰⁶ 謝孟珊（2014），同前註 99，頁 9。

¹⁰⁷ 陳世傑（2014），同前註 100，頁 34。

¹⁰⁸ 銀行法第 5-1 條：「本法稱收受存款，謂向不特定多數人收受款項或吸收資金，並約定返還本金或給付相當或高於本金之行為。」

¹⁰⁹ 銀行法第 29-1 條：「以借款、收受投資、使加入為股東或其他名義，向多數人或不特定之人收受款項或吸收資金，而約定或給付與本金顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬者，以收受存款論。」

被認為違反銀行法第 29 條。且亦有見解認為¹¹⁰就法條本文解釋，P2P 網路借貸的確有違反銀行法第 29 條之虞，但是存款的法律關係為消費寄託，而 P2P 網路借貸之方式是由網路平台擔任中介者，以媒合或發行債券之方式，將資金從平台移轉至發起人，故與吸收資金後自行持有之消費寄託法律關係不同，並非銀行法第 5 條之 1 所稱之「收受存款」，因此非銀行法第 29 條所欲規範之對象。且另有論者自法院實務觀察，法院目前朝向限縮收受存款定義範圍，因此 P2P 借貸網站接受他人暫時轉入資金之行為，應可被認定不屬於銀行法所禁止的收受存款行為¹¹¹。

然而，由於應募者具有預期收益，可被認定為投資行為，參照立法理由，地下投資活動應屬於銀行法第 29 條之 1 之規範內容。捐贈模式群眾募資不提供金錢利益回饋，因此不構成本條。而就「股權模式」或「債權模式」群眾募資，其運作模式為群眾投資一定的資金後取得股權或回收利息，為「以借款、收受投資、使加入為股東或其他名義，向多數人或不特定之人收受款項或吸收資金」，有疑義者為是否「約定或給付與本金顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬」。但在目前實務中，債權模式群眾募資多具有在傳統金融市場上遭遇籌資困難、其營運計劃以及償債能力無法獲得貸款銀行之認同、或者是被歸類為高風險事業而無法獲得較有利的借貸條件等原因。故亦有學者認為因群眾募資一般而言設有募資上限，金額不龐大，群眾募資的發起人如透過群眾募資取得資金，一般而言也無法約定或給付與本金顯不相當之利息或其他報酬，因此不違反銀行法第 29 條之 1¹¹²。

(四) 股權式群眾募資 (the equity model)

股權式群眾募資指出資者投入資金於計畫發起人所成立之公司，取得該公司所發行之股份，成為該公司之股東，而因為通常僅具有限制的流通市場，或是無流通市場，故大多數皆藉由公司的盈餘分配來賺取利潤。由於股權的買賣及發行牽涉到證券交易相關法令，在 JOBS 法案尚未出現之前，鮮少有股權模式的群眾募資網站，而在法源具備之後，利用群眾募資來進行股權的買賣已經變的可行。

我國的股權式群眾募資受限於證交法規範，起步較晚，櫃買中心於 2013 年 11 月始公告「創櫃板管理辦法」，並於 2014 年 1 月正式啟用「創櫃板」專區，其基本原則有：依公司規模採差異化管理、建構公設之聯合輔導機制、積極保障投資大眾權益、創櫃板公司免依證券交易法規定辦理公開發行¹¹³。而在民間的股權式群眾募資方面，主管機關於 2014 年 4 月，在不修法的情形下，以命令之方式，由櫃買中心發布「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」。

然而，縱使元富證券、第一金證券，取得股權群募經營許可已達半年，但在兩者的募資平台上皆無任何的股權式募資計畫案，陷入有平台無團隊的窘境。而實務界大多認為此問題之原因在於目前我國的股權性質群眾募資管理辦法對於平台、投資人限制過嚴¹¹⁴，而

¹¹⁰ 謝孟珊 (2014)。同前註 99，頁 9

¹¹¹ 鄭莞瓊 (2008)。〈P2P 借貸平台網站之法律性質初探〉，《科技法律透析》，20 卷 7 期，頁 13。

¹¹² 邵慶平 (2013)。同前註 90，頁 80。

¹¹³ 高啟仁 (2014)。〈我國推動「創櫃板」與「群眾募資」之情形〉，《證券暨期貨月刊》，32 卷 4 期，頁 8。

¹¹⁴ 翁書婷 (2015)。《數位時代》 囧！法規限制好嚴格，2 大股權群募證券商，1 個團隊都沒有。載於 <http://www.bnnext.com.tw/article/view/id/38196>。

櫃買中心和金管會也正視此問題，目前正邀集業者、學者討論放寬相關規定，可期在一定時期後，股權性質群眾募資管理辦法會再做進一步修正。

1. 相關法規介紹

(1) 創櫃板

A. 成立背景

以發行公司股票的方式向大眾籌募資金所可能衍生之投資人權益保障的問題，正是證券交易法立法所欲因應者，不論籌資人或投資人的主觀期待如何，此類行為都必須嚴格遵循證券交易法的規定。

對於投資人權益的保障，證券交易法的主要管制策略則為資訊揭露。依該法第 22 條第 1 項規定：「有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。」而依第 7 條第 1 項之規定：「本法所稱募集，謂發起人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行為。」其目的在藉由資訊的公開，降低有價證券之發行人及投資者之間的資訊不對稱，避免不法吸金情事的發生。此外，依上述證券交易法之規定進行有價證券之募集後，該籌資人（公司）即成為「依本法發行股票之公司」，必須受到證券交易法的高度管制。政府的管制一方面對於投資人雖有更多的保障，但同時也使得公司的法律遵循成本大幅提高，對於處於初創階段，規模較小的公司，形成進入資本市場的法制障礙。

面對群眾募資的潮流，金管會於 2012 年 11 月起參考美國 JOBS 法案以及國際上對於群眾集資的規範，研議規劃我國的群眾集資措施，並決議透過櫃買中心採雙管齊下方式推動，一方面規劃建置「創櫃板」，另一方面建立「創意集資資訊揭露專區」¹¹⁵。相對於後者僅是針對非股權性質的群眾募資透過此一專區的揭露提高其曝光機會，依據櫃買中心公告實施之「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創櫃板管理辦法」（創櫃板辦法），於 2014 年 1 月 3 日正式啟用的創櫃板則是針對公司的股權募資所為的改革。

為能使公司透過創櫃板的籌資活動無須依證券交易法進行申報，主管機關採取的策略是運用證券交易法所賦予的豁免權限，將依創櫃板管理辦法規定募集及發行之普通股股票指定為證券交易法第 22 條第 1 項之「經主管機關核定之其他有價證券」，而得以申報之相關規定¹¹⁶。依據主管機關官員說明¹¹⁷，此一豁免的理由，主要是希望達到扶植微型創新企業發展之目標，並且參照美國 JOBS 法案，豁免群眾募資及放寬小額公開發行豁免向美國證券管理委員會之規範。依創櫃板管理辦法規定，公司欲登錄創櫃板，應先經第一階段創新創意審查通過後接受本中心統籌之公設聯合輔導機制之輔導，並於第二階段輔導成效暨籌資計畫審查通過後，完成登錄前之現金增資或募集設立，始可為之¹¹⁸。

¹¹⁵ 高啟仁（2014）。同前註 113，頁 6。

¹¹⁶ 金融監督管理委員會 2013 年 12 月 13 日金管證發字第 1020050231 號函令。

¹¹⁷ 高啟仁（2014）。同前註 113，頁 8-9。作者為金管會證期局秘書。

¹¹⁸ 創櫃板管理辦法第 3 條。本辦法共分五章，除第一章總則外，第二章為創新創意審查（4-7 條），第三章為公設聯合輔導機制（第 8-12 條），第四章為登錄創櫃板（第 13-18 條），第五章為登錄創櫃板後之輔導與管理

創櫃板作為「只此一家，別無分號」，而且籌資者若欲登錄須經創新創意審查與輔導之平台，本質上並不符合群眾募資的民主精神¹¹⁹。因此，創櫃板的後續改革即是開放一定資格的民間業者來經營群眾募資平台¹²⁰。在進一步改革的過程中，其在法制面的策略並無不同，亦即由櫃買中心公告實施「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」，主管機關並核定依群眾募資辦法發行之普通股股票為證券交易法第二十二條第一項之「經主管機關核定之其他有價證券」¹²¹。募資平台只要登記設立證券商，即可依法經營股權性質群眾募資的業務；且在開放募資平台經營的精神下，群眾募資辦法中自然也就不會有嚴格的創新創意審查與輔導機制的要求，蓋對於募資者的創意考量本應交由募資平台經營自由與市場機制來決定。

B. 法制介紹-創櫃板管理辦法

為積極協助富有創意之微型創新企業得以順利籌措所需資金，金管會參考美國「股權基礎」群眾募資平台作法及符合我國法令規定規劃之「創櫃板」，僅提供股權籌資功能但不具交易功能。簡述如下：

得提出申請之主體，目前僅有已登錄為我國股份有限公司、有限公司或以籌備處之名義得向櫃買中心提出申請於創櫃板登錄，且實收資本額或募集設立規劃之實收資本額在新臺幣五千萬元以下¹²²。而登錄之公司之登陸期限為三年，若櫃買中心認為有必要得延長之¹²³。

目前創櫃板上共有 61 家公司，主要以電子科技、文化創意、生計醫療為主，其中文創產業公司共有 15 家，可見在群眾募資平台之應用雖以文化創意產業為多數，但創櫃板同時提供了多種企業類行籌措資金之功能¹²⁴。

資訊揭露方面，有別於美國 JOBS 法案著重於籌資企業之事後揭露機制，我國創櫃板管理辦法多著重於籌資人申請籌資之事前審核。公司申請登錄時應檢具「登錄創櫃板申請書」向櫃買中心提出申請¹²⁵，若具備中央目的事業主管機關、科技部、縣（市）以上層級政府、國家實驗研究院、工業技術研究院、商業發展研究院、資訊工業策進會等之推薦函或具備「公司具創新創意意見書」則可不受實收資本額五千萬元之限制¹²⁶。除此之外，公司尚應先申請櫃買中心之公設聯合輔導機制之輔導，並簽定「接受輔導及登錄創櫃板契約」¹²⁷，

（第 19-29 條）。對於創櫃板辦法的詳細介紹，參閱王志誠（2015）。〈創櫃板與公眾籌資法制之建構（上）〉，《月旦法學教室》，148 期，頁 33-43。

¹¹⁹ See John S. Wroldsen, *The Crowdfund Act's Strange Bedfellows: Democracy and Start-Up Company Investing*, 62 U. KAN. L. REV. 357, 359-364 (2013).

¹²⁰ 金融監督管理委員會，金管會對「開放股權性質群眾募資業務」之說明，2015 年 4 月 23 日。載於：http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201504230002&toolsflag=Y&dttable=News（瀏覽日期：2015 年 6 月 1 日）。

¹²¹ 金融監督管理委員會民國 104 年 4 月 30 日金管證發字第 10400140147 號。

¹²² 創櫃板管理辦法第 4 條第 1 項第 2 項。

¹²³ 創櫃板管理辦法第 27 條第 1 項第 2 款。

¹²⁴ <http://www.tpex.org.tw/web/gisa/company/company.php?l=zh-tw>

¹²⁵ 創櫃板管理辦法第 4 條。

¹²⁶ 創櫃板管理辦法第 5 條。

¹²⁷ 創櫃板管理辦法第 8 條。

於輔導成效暨籌資計畫審查通過後，完成登錄創櫃板前之現金增資或募集設立¹²⁸，而在櫃買中心評估公司具備上述等事前要件後，公司始可登錄創櫃板。

在發行時亦有資訊揭露的義務，發行人辦理登錄創櫃板前之現金增資或募集設立時，應於確認員工及股東放棄認購股數或公司發起人未認足股數之日起五個營業日內，將公司基本資料及現金增資或募集設立之相關資訊依櫃買中心規定之格式輸入所指定之網路資訊申報系統，並經櫃買中心審查後揭示於創櫃板專區至少五個營業日，投資人始可進行認購¹²⁹。

而在事後揭露方面，創櫃板管理辦法仍規定公司登錄後應進行定期、不定期的資訊揭露。定期資訊揭露包括股東會相關資訊、年度財務報表及每季申報已募集資金使用情形等資訊¹³⁰。不定期之重大訊息揭露包含如退票、喪失債信、訴訟、停工或嚴重減產等¹³¹。

籌資金額限制上，受輔導公司或籌備處辦理登錄創櫃板前之現金增資或募集設立，提出透過創櫃板供投資人認購之股本面額不得逾新臺幣一千五百萬元。¹³²此規範依據為美國 JOBS 法案之 TITLE III (CROWDFUNDING) 規定(發行人最近一年內透過群眾集資金額不超過美金 100 萬元)。櫃買中心考量 2012 年美國與我國人均 GDP (美國 GDP 約美金 50 千元，我國 GDP 約美金 20 千元) 之比例，參考美國 JOBS 法案公司群眾募資限額之 1/2，訂定公司透過創櫃板增資之限額¹³³。

投資人投資創櫃板金額限制，非專業投資人最近一年內透過創櫃板對所有創櫃板公司認購投資股票累計金額不得逾新臺幣 15 萬元¹³⁴，但公司登錄創櫃板前之原始股東認購公司股票不受此限。符合條件之專業投資人，例如經主管機關核准之專業機構投資人、最近一期經會計師查核或核閱之財務報告總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金、提供三千萬以上財力證明之自然人、簽訂信託契約之信託業等，亦不受 15 萬元之拘束。¹³⁵另創櫃板資訊系統僅提供「股權籌資」功能但不具交易功能，非專業投資人於認購投資創櫃板股票前均須簽署風險預告書¹³⁶。

發行人廣告宣傳對象之限制方面，申請公司或籌備處不得以接受櫃買中心輔導為由，作為其業務推廣、經營績效或獲利之保證或宣傳¹³⁷。為參考英國及美國係對發行人廣告宣傳其發行條件之對象予以限制。櫃買中心參酌國際規範，限制公司於登錄創櫃板前透過創櫃板之籌資，及登錄創櫃板後所辦理之籌資，且公司於籌資期間不得對外發布財務或業務

¹²⁸ 創櫃板管理辦法第 3 條。

¹²⁹ 創櫃板管理辦法第 18 條。

¹³⁰ 創櫃板管理辦法第 22 條。

¹³¹ 創櫃板管理辦法第 23 條。

¹³² 創櫃板管理辦法第 15 條。

¹³³ 創櫃板常見問題及說明匯總。載於：<http://www.tpex.org.tw/web/gisa/qa.php?l=zh-tw> (瀏覽日期：2015 年 6 月 1 日)。

¹³⁴ 創櫃板管理辦法第 16 條第 2 項。

¹³⁵ 創櫃板管理辦法第 16 條第 3 項。

¹³⁶ 楊智翔 (2014)。〈創意櫃檯—創櫃板專題介紹〉，《證券櫃檯》，169 期，頁 21。

¹³⁷ 創櫃板管理辦法第 8 條第 2 項。

之預測性資訊¹³⁸。

(2) 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法:

關於民間辦理股權式群眾募資，主管機關既以適用「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」規定作為豁免申報的前提，則募資平台當然必須符合法令上對於證券商之相關規範。要求募資平台必須登記成為證券商，一方面雖然使得主管機關得以依據證券交易法以及相關子法之規定，對於募資平台加以管制；然而，在此同時，主管機關也已經對於證券商的相關規範進行配套修改，大幅降低募資平台作為證券商經營的門檻。

依 2015 年 4 月修正後之規定，在「證券商設置標準」中，證券經紀商之最低實收資本額為二億元，但若僅經營股權性質群眾募資業務者，則為 5000 萬元¹³⁹。證券經紀商發起人向主管機關申請許可時，應向指定銀行存入籌設保證金 5000 萬元，但若僅經營股權性質群眾募資業務者，則為 1000 萬元¹⁴⁰。在「證券商管理規則」中，規定證券經紀商應向指定銀行提存之營業保證金為五千萬元，但若僅經營股權性質群眾募資業務者，則為 1000 萬元¹⁴¹。除此之外，在「證券商設置標準」、「證券商管理規則」及「證券商負責人與業務人員管理規則」中，則明文豁免包括證券商內部控制制度在內等諸多規定的適用，僅要求募資平台「應依證券櫃檯買賣中心規定辦理」¹⁴²。以下就群眾募資辦法中的重要規定簡要摘述之：

A. 組織設立

申請經營群眾募資業務者，應向主管機關申請許可（第四條），於取得許可後，向櫃買中心申請簽訂證券商經營股權性質群眾募資契約（第五條）。

B. 業務執行

募資平台在執行業務時，為維持證券商的公信力及客觀中立性，辦法中列出十三款之禁止行為，另設第十四款「其他損及投資人權益或違反相關法令規定之情事」之概括規定（第十五條）。於股權募資過程中所知悉之公司財務業務上之秘密事項，應予以保密（第十六條），對於投資人個人資料的處理，應符合個人資料保護法之規定（第十七條）。證券商並應訂定內部控制制度並設置內部稽核（第六條、第八條）。

證券商僅得受理實收資本額新臺幣三千萬元以下之公司於募資平台辦理股權募資，且

¹³⁸ 陳明傑（2015）。同前註 104。

¹³⁹ 證券商設置標準第 3 條。

¹⁴⁰ 證券商設置標準第 7 條。

¹⁴¹ 證券商管理規則 9 條。

¹⁴² 證券商設置標準 11 條：「證券商應依證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則及臺灣證券交易所股份有限公司等證券相關機構共同訂定之證券商內部控制制度標準規範之規定，訂定第十條第一項第四款之內部控制制度。（第 1 項）證券商經營股權性質群眾募資業務之內部控制制度，應依證券櫃檯買賣中心規定辦理，僅經營股權性質群眾募資業務者不適用前項之規定。（第 2 項）」。

證券商管理規則 45-1 條第 2 項：「證券商僅經營股權性質群眾募資業務者不適用第二條、第五條、第六條、第十三條、第十四條、第十八條、第十八條之一、第二十一條、第五章及第六章之規定。」。

證券商負責人與業務人員管理規則第 21-1 條第 2 項：「證券商負責人及業務人員僅從事股權性質群眾募資業務者，不適用第八條至第十一條之二及第十五條至第十七條規定。」。

應逐案與公司簽訂契約，且該契約之應記載事項包括「依據法令或本中心要求提供資訊或進行調查時，公司不得拒絕」（第十九條）。證券商應確認公司符合下列各款條件者，始得於募資平台揭示公司基本資料及現金增資之相關資訊：一、已建置內部控制制度且有效執行。二、會計處理符合商業會計法之規定。三、公司及其董事、監察人及總經理無重大誠信疑慮。四、其他經本中心規定之事項（第二十條）。

發行人每一年度透過所有證券商募資平台辦理股權募資金額，合計不得逾新臺幣一千五百萬元（第二十五條）。公司應委託金融機構代收募資股款，存儲於公司所開立之專戶內，募資期間該專戶款項不得流用；募資目標金額未能於募資期間收足者，專戶款項不得撥付公司辦理後續增資事宜，且公司就已繳款之投資人均應加給法定利息並自行負擔匯款手續費後辦理退款作業（第二十一條）。

C. 投資人保護

投資人有認購意願者，應於證券商募資平台確認「風險預告書」後始得進行認購作業，經檢核未逾其投資限額，即完成投資人之認購作業。但專業投資人不在此限。此一投資限額，係指投資人透過單一證券商募資平台進行認購之投資金額，其單次股權募資認購金額不得逾新臺幣五萬元，且依前條第二項所定期間內合計不得逾新臺幣十萬元（第二十六條）。公司於募資完成日起至資金運用完成日之次年度十二月三十一日止，應將相關資訊依規定之格式輸入證券商指定之資訊揭露系統（第二十八條），若此一期間有重大事實發生，應於事實發生日起五日內將該訊息內容依規定之格式輸入證券商指定之資訊揭露系統（第二十九條）。

D. 主管機關的管理與罰則

櫃買中心得派員實地查核證券商辦理股權性質群眾募資業務（第三十一條）。若證券商有違約情事，櫃買中心得依情節輕重處以違約金。但經證券商適時提出具體事證，舉證係不可歸責事由所致者，經櫃買中心審核後得同意減輕或免除其責任。若證券商違反上述規定者，於最近一年內含本次累計課處次數達二次以上、或個案情節出於故意或重大缺失、或對投資人權益具重大影響者，櫃買中心得報請主管機關為必要之處置。（第三十二條）若證券商之受僱人違反本辦法或其他相關規定情節重大者，櫃買中心亦得報請主管機關為必要之處置（第三十三條）。

第六章 研究結果與立法建議

第一節 管制法源的疑義

就管制法源而言，主管機關對於群眾募資的改革策略明顯容易引起法理上的爭議。首先，證券交易法第二十二條第一項雖規定「政府債券或經主管機關核定之其他有價證券」可以豁免申報義務，但主管機關將透過募資平台募集之普通股股票加以豁免，是否適法，不無疑義。在此兩類的豁免證券中，前者之政府債券作為豁免證券，其立法理由當是證券發行人為政府，債券發行前，已經過政府機關的審核，債券持有人之權益已獲得相當保障，

無須再依本法規定進行申報¹⁴³。因此，對於後者的解釋，不論是從「例示規定作為概括規定的解釋依據」¹⁴⁴的法律解釋原則觀之，或是從排除第二十二條第一項申報義務的立法目的與法律效果來看，一個有力的論點應是：主管機關核定權限的行使，應以該有價證券的募集對於投資人權益的侵害可能性作為主要判斷依據¹⁴⁵。果若如此，主管機關即不應將透過網路平台群眾募資的股票排除在本條項的適用之外，蓋以網路方式進行有價證券的募集，相對於傳統募集方式，可能對更多的投資人造成詐害，也可能存在更嚴重的資訊不對稱，以此一方式募集者，應不在本項授權主管機關所得核定的範圍內。

主管機關或許強調，上述核定看似解除管制，實則僅是以另一種方式進行管制，並未嚴重違反證券交易所要求之申報與資訊揭露的立法意旨。蓋透過募資平台募集者，固然無須依本條項規定進行申報，但必須適用「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」，櫃買中心可以據此對其加以管制。然而，由櫃買中心進行管制的適法性，學理上向有批判¹⁴⁶，主管機關此舉更添爭議。尤有甚者，櫃買中心的管制充斥著概括條款與不確定性，難以防止管制的恣意，更使其未來所可能採取的管制作為的適法性雪上加霜。

考慮到證券交易法的規範體系，即使中國也為因應群眾募資而著手證券法的修正，我國目前由主管機關、櫃買中心直接進行管制的規範手段應是過渡時期之「實驗」作法。長期而言，仍應在證券交易法中就群眾募資予以適當的定位，方為正辦。

第二節 投資人保護法的適用

在主管機關的前述核定豁免之後，若認群眾募資之公司非屬公開發行公司，不僅其募資行為無第二十二條第一項之適用，該公司亦不適用對於公開發行公司規範之相關法規¹⁴⁷。又，對於同樣經過主管機關核定而豁免的創櫃板公司，櫃買中心在依據創櫃板管理辦法第十六條規定¹⁴⁸公告的「創櫃板股票風險預告書」中指出「創櫃板公司未辦理股票公開發行程序，係『非適用』證券交易法、證券投資人及期貨交易人保護法與金融消費者保護法」（按：雙引號粗體註記為網路下載原文，並非筆者所加）。而在櫃買中心依據群眾募資辦

¹⁴³ 賴英照，證券交易法逐條釋義-第2冊，三民，再版，1996年，6頁。

¹⁴⁴ 法諺「A general clause of remainder dose not embrace those thing which are not of the same kind with those which had been special mentioned」，「例示事項之末，所加之概括文句，不包括與所列事項中明示事務性質相異之事項」，參閱羅傳賢、蔡明欽，立法技術，1992年，154-155頁。

釋字第521號解釋文：「法律明確性之要求，非僅指法律文義具體詳盡之體例而言，立法者仍得衡酌法律所規範生活事實之複雜性及適用於個案之妥當性，運用概括條款而為相應之規定，業經本院釋字第四三二號解釋闡釋在案。為確保進口人對於進口貨物之相關事項為誠實申報，以貫徹有關法令之執行，海關緝私條例第三十七條第一項除於前三款處罰虛報所運貨物之名稱、數量及其他有關事項外，並於第四款以概括方式規定「其他違法行為」亦在處罰之列，此一概括規定，係指報運貨物進口違反法律規定而有類似同條項前三款虛報之情事而言。...」

¹⁴⁵ 賴英照老師以「銀行發行之金融債券」為例，參閱賴英照，證券交易法逐條釋義-第2冊，三民，再版，1996年，6頁。

¹⁴⁶ 賴英照，股權遊戲規則：最新證券交易法解析，三版，2014年，109頁；吳庚，金融監管事務之依法行政問題，台灣法學，247期，2014年5月，46-47頁。

¹⁴⁷ 王志誠（2015）。〈創櫃板與公眾籌資法制之建構（上）〉，《月旦法學教室》，148期，頁40。（針對與群眾募資同經主管機關核定豁免之創櫃板，認為「創櫃板公司並未辦理股票公開發行程序，原則上並不適用證券交易法、證券投資人及期貨交易人保護法之規範。」）。

¹⁴⁸ 創櫃板管理辦法第16條第1項：「投資人有認購意願者，應於本中心創櫃板公司籌資系統確認「風險預告書」（附件九）後始得進行認購作業，經系統檢核未逾其投資限額，即完成投資人之認購作業。但專業投資人不在此限。」。

法第二十六條規定¹⁴⁹公告的「證券募資平台股票風險預告書」中則以紅色字體強調「發行人未辦理股票公開發行程序，可能在適用證券交易法、證券投資人及期貨交易人保護法、金融消費者保護法，有相當之不確定性」。此一風險預告的說明頗有疑義！即使豁免申報，發行人若涉證券詐欺，亦應有證券交易法第二十條規定的適用¹⁵⁰，投保法第十條之一雖限於上市上櫃公司始有適用，但第二十八條關於團體訴訟的規定並不限於公開發行公司¹⁵¹。

將創櫃板與群眾募資之前後風險預告的文字加以比較，可以發現櫃買中心對於否定法規適用之法律見解不若之前確定，惟仍可了解主管機關希望對於群眾募資進一步解除管制、排除投資人保護法規適用的基本態度。而基於投保中心的性質，其對於相關議題的決定若受主管機關基本態度的影響，並不會讓人意外¹⁵²。

然而，投保法與投保中心之設計本是為了解決多數的證券投資人對於證券不法事件之行為人起訴求償所面臨的訴訟費用過高與集體行動問題。按，對於證券期貨相關爭議之訴訟，鑑於團體訴訟的進行有助於個別受害之投資人的求償，且能避免裁判歧異，達成訴訟經濟，我國在二〇〇二年七月通過投保法，並於次年一月成立財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（以下稱「投保中心」）。依投保法規定，投保中心對於造成多數證券投資人或期貨交易人受損害之同一原因所引起之證券、期貨事件，得由二十人以上證券投資人或期貨交易人授與仲裁或訴訟實施權後，以自己之名義，提付仲裁或起訴。（第二十八條）投保法中並賦予投保中心下列特殊待遇：（一）其訴訟標的金額或價額超過三千萬元者，超過部分免繳裁判費；聲請保全程序，取得執行名義而聲請強制執行時，其執行標的金額或價額超過新臺幣三千萬元者，超過部分暫免繳執行費。（第三十五條）（二）聲請假扣押、假處分時，法院得為免供擔保之裁定。（第三十四條）（三）投保中心釋明在判決確定前不為執行，恐受難以抵償或難以計算之損害者，法院應依其聲請宣告准予免供擔保之假執行。（第三十六條）此一設計在比較法上極為特殊，可以說是我國法的特色。

我國學界對於投保中心的評價，雖然褒貶互見¹⁵³，但無可否認的是，投保中心確實是現行法制下可以扮演一定程度的投資人保護角色的機制。面對群眾募資在未來極可能產生的投資爭議，此一機制正可發揮功能，緩解我國群眾募資中投資人保護不足的疑慮。但主管機關目前卻將群眾募資排除於投保法適用，實值檢討。

第三節 相關管制的進一步放寬

目前我國的股權式群眾募資一直無法蓬勃發展，許多實務家歸因於目前的投資規範限制過多，目前我國規定非專業投資人單次股權募資認購金額不得逾 5 萬元，合計不得逾 10

¹⁴⁹ 群眾募資辦法第 26 條第 1 項：「投資人有認購意願者，應於證券商募資平台確認「風險預告書」（附件四）與同意依個人資料保護法相關規定後始得進行認購作業，經檢核未逾其投資限額，即完成投資人之認購作業。但專業投資人不在此限。」。

¹⁵⁰ 劉連煜（2015）。〈未公開發行公司的證券可否適用證交法證券詐欺的規範？—最高法院 101 年度台上字第 703 號等刑事判決研究〉，《法令月刊》，65 卷 9 期，頁 8；王志誠（2015），同前註 147，頁 41-42。

¹⁵¹ 劉連煜（2015），同上註，頁 8。不同見解，參閱王志誠（2015），同上註，頁 40（「鑑於創櫃板公司並未辦理股票公開發行程序，原則上不適用...證券投資人及期貨交易人保護法之規範。」）。

¹⁵² 邵慶平（2013），〈金融管制與私人執行—國際金融危機後管制發展的反省〉，《國立中正大學法學集刊》，40 期，頁 126-127。

¹⁵³ 王文宇、張冀明（2007）。〈非營利組織主導的證券團體訴訟：論投資人保護中心〉，《月旦民商法》，15 期，頁 5-33；邵慶平（2013），〈金融管制與私人執行—國際金融危機後管制發展的反省〉，《國立中正大學法學集刊》，40 期，頁 95-141。

萬元、專業投資人一律無投資上限，且我國限制公司每年度透過所有證券商募資平台辦理股權募資金額不得逾 1500 萬元。從我國立法過程觀之，一開始的公司年度募資金額上限為 1000 萬，而在討論過後才上調為 1500 萬，在虛擬世界法規發展調適線上諮詢會議（二）-股權式群眾募資的會議紀錄中¹⁵⁴，可以發現，幾乎所有的與會專家、學者，包含台大會計系教授林世銘、銘傳大學財金法律學系教授武永生、FlyingV 創辦人林弘全、創拓國際法律事務所執行董事司徒嘉恒、學悅科技創辦人趙式隆等，基於成本、效益考量皆認為 1000 萬之限制太低¹⁵⁵。

然而，在外國立法例上，美國在 2015 年 10 月 30 日通過 JOBS 法案 Title3 後，開放了非認證合格投資者（Non-Accredited Investors）募資，等於是正式開放非專業投資人參與股權式群募。JOBS 法案規定公司募資 12 個月內不得超過美金 100 萬元；在 Regulation D，關於合格投資人規定之部分僅財力限制，而未規定是否具備專業能力，合格投資人投資並無投資上限；JOBS 法案 Title3 中非合格投資人的投資限制也以年收入分級，不同年收入之投資人投資上限亦不同，並規定一年在股權群募平台投資總額不得超過美元 10 萬元。此上限為我國之兩倍。

而英國在 2014 年 4 月頒布群眾募資的法律中也明確降低了股權式群募投資者門檻，使一般非專業投資人也能參與投資，其規定較為簡單，除了三種投資者外，任何人之投資金額不得超過其可投資財產的 10%，該三種投資者分別為：對於投資案聘請具備專業執照之顧問之人、年收入超過 10 萬英鎊或資產超過 25 萬英鎊之人、對於從事投資具有專業之經歷或過去 2 年內投資超過一家非上市企業之人。

在此比較中最明顯的天使投資人對股權群募平台卻步的可能主因在於每家公司的募資上限每年僅 1500 萬元，對於專業投資人而言，若其看好該有潛力的新創事業，其願意出錢的投資額恐怕遠遠超過 1500 萬元，此時其大可透過其他的管道來投資該新創事業，而不會選擇上限很低的股權式群募。此外，管理辦法對於專業投資人之規定，要求提供 3000 萬元以上之財力證明太過嚴苛，特別是在該投資人實際上是具備專業投資能力時，其僅能依據非專業投資人之規定投資也會有投資限制，該限制過於嚴格亦會使其因其可投資額太小而不願選擇以群眾募資的方式進行投資。主管機關近來亦在進行相關討論，可望在不久的將來將限制鬆綁。

第四節 領投-跟投投資模式的推廣

推動前育成已 4 年的 iiiNNO 共同創辦人郭展榮指出，「政府的嘗試和好意，創業社群一定會支持。但政府推股權式群募平台是想解決什麼問題？是新創團隊募不到錢？還是新創團隊募不到能幫助自己的錢？」新創公司最需要的是「Smart Money」（帶有公司所需技術等的資金援助），而非「Dumb Money」（單純的資金）股權式群募平台是為了幫助初早期新創公司，美國也有知名的天使募資平台 Angel List。然而，郭展榮說，如果機制中沒有加入天使投資者和初早期創投的角色，等於在騙一般投資者的錢。當一般人投資時，不會意

¹⁵⁴ 20150324 虛擬世界發展法規調適線上諮詢會議紀錄（股權式群眾募資）

<http://www.vtaiwan.org.tw/model.aspx?no=242>（最後瀏覽日:12/21/2015）

¹⁵⁵ 郭芝榕（2015）。《金管會股權式群募平台，解除新創募資 1 千萬元上限！？》。載於：<http://www.bnnext.com.tw/article/view/id/35739>。

識到有 90%、甚至 99% 初早期新創公司會失敗。台灣不缺資金，缺的是天使投資。如果政府想做初早期、種子輪募資平台的話，平台的角色是媒合創業者和天使投資人，招募有經驗和有聲量的投資者，由知名天使投資者領投，才能讓菜籃族放心跟投。此外，很多創投礙於本身的基金結構，無法做種子期投資，所以另外成立子公司去投資，郭展榮說，如果這個平台沒有解決天使投資者的痛點，天使投資者不會擁抱平台，就無法形成創業生態圈¹⁵⁶。

面對上述業者的呼聲，吾人如果看到中國盛行的領投-跟投模式，可以了解其廣受採用確實不無道理。誠然，此一模式難以由主管機關或櫃買中心來強制實施，而必須藉由市場的發展與募資平台的引導。然而，主管機關若從此一角度思考，則可以考慮對於募資平台對於投資發行人的限制可以考慮加以放寬，而由募資平台扮演領投人的角色，期以讓股權式群眾募資市場可以更為蓬勃，同時對於小額投資人提供投資上的參考。



¹⁵⁶郭芝榕（2015）。《股權式群募平台立意良好，但金管會你解決了誰的問題？》。載於：<http://www.bnnext.com.tw/column/view/id/35334>。

第七章 結論

本計畫從比較法的觀點，討論了各國對於群眾募資的規定，用以作為台灣未來在修法時的參考。各國國情未必相同，對於金融監理的寬鬆程度也有所不同，如文中提到的募資金額或大眾投資人的進場門檻，類似的一套制度，在不同的區域顯示出來卻天差地遠，立法者背後的想法，某些程度也決定了這套遊戲規則是否能夠順利在國內運行，使有天份的創業家們能夠透過制度尋求資源、有能力的投資人透過制度得到利益，最終實現鼓勵創業的良善價值。

持平而言，雖然群眾募資在設計上最大的衝突在於保護投資人與扶植創業之間，但扶植創業的過程中未必涉及大眾投資人；群眾募資這套制度，對於建構一個創業環境而言並不是必須的，好比美國在 Jobs 法案問世至今仍未實行，但依然是全世界創業者的聖地。因此可以理解為什麼台灣的主管機關可以用較寬泛的態度來處理這個問題，因為現階段群眾募資的確不是燃眉之急，也不是事關重大。然而，由比較法整理中可以看到，除了較謹慎的美國之外，中國早已對此問題一修再修，遑論民間早已風風火火的運作，而法國也早已訂立出一套關於股權式群眾募資的成文法，雖然各國政府都不知道究竟股權式群眾募資會如何發展，但至少都盡量做足準備，在可控的風險之內，扶創業者一把。

台灣不缺世界級的創意，也有眾多的有志之士；既然發展創業是政府長遠的目標，政府在趨利和避害之間，應該採取更為果敢的方式，將風險劃定清楚之後，大大開放入場的門檻的募資的金額，讓這套制度廣為民眾所採用。台灣已經在商事領域累積相當數量的理論和實務判例，政府應該有自信能夠處理後續發生的任何問題，不管是一個想法或是一套制度，唯有嘗試過，才知道如何修正，也才知道心血背後真正的價值。



附錄：計畫工作項目

一、研討會會議名稱：電子支付法研討會

1. 辦理目的：從我國最近的法制改革探討我國的網路金融法制建構

2. 辦理時間：104年6月2日下午2點至4點

3. 參與人員：

主持人：詹森林教授（臺灣大學法律學院）

報告人：蔡英欣副教授（臺灣大學法律學院）、邵慶平副教授（臺灣大學法律學院）

與談人：林育廷副教授（東吳大學法學院）、譚耀南執行顧問（國際通商法律事務所）

4. 發表主題：網路金融法制的改革策略：第三方支付與群眾募資的比較分析

二、活動照片集





國立臺灣大學公共政策與
Center for Public Policy and Law,

