

關於群眾募資與股權群眾募資 之法律及政策分析

潘彥州*

壹、群眾募資是甚麼

根據國外資料顯示，二〇一三年全年（本文截稿前尚未有二〇一四年資料）群眾募資（crowdfunding）的全球集資規模已達五十一億美元，而且在二〇一四年，這個數字粗估可望達到一〇〇億美元左右¹。這個數字若單以二〇一三年的全球數據而論，大概是台灣的二〇一三年GDP的百分之一左右，雖然不能算是非常大的數字，但仍然十分值得關注。

一般說來，群眾募資起源於藝文創作者向不特定人的募資，以完成特定的音樂創作或是藝文表演。就如同街頭藝術者向過往路人表演尋求贊助，或是古代的藝文創作者由特定的富豪供養一般，現在的創作者透過網路，可以不必仰賴路人的善意，亦不用屈就於富豪的門下，即可向任何網路上的群眾尋求知音，以大量的小筆捐款，透過積沙成塔的力量，迅速募集創作所需要的資金。最早的群眾募資網站可能要追溯到二

〇〇三年成立的藝文創作網站Artistshare，Artistshare容許創作者向群眾募集捐款，以進行音樂、影片、攝影等製作專案，例如，音樂家Maria Schneider即透過Artistshare招募捐款來製作爵士專輯，她的網路募資案提供了網路上捐款者若干等級的「回饋」，如捐款超過九點九五美金的捐款者可獲得專輯的數位下載，而捐款二五〇美金以上的捐款者將可於專輯中的小冊中列名等。透過線上募款，Maria Schneider募得約十三萬美金，讓她製作並且行銷該專輯，該爵士專輯於二〇〇五年還獲得了葛萊美獎²。

藝文創作以外，群眾募資也漸漸應用於其他型態的產品，去年全球最大的群眾募資網站Kickstarter即有眾多前端的電子產品出現向群眾籌募資金，例如在二〇一四年Kickstarter上出現了第一個袖珍型的3D列印機The Micro，可供消費者在家庭內使用，該專案於Kickstarter上募集了超過三百四十萬美金，贊助者可捐任何金額，且早期捐助至少一百九十九美金者可直接獲得一台3D列印機，後期捐助者如已捐至少

* 本文作者係德勤商務法律事務所資深顧問

註1：請參<https://crowdfundingpr.wordpress.com/2014/06/25/estimated-crowdfunding-industry-growth-expected-to-exceed-10-billion-in-2014/>

註2：Freedman and Nutting, "A Brief History of Crowdfunding - Including Rewards, Donations, and Equity Platforms in the USA" (2015)

<http://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf> (瀏覽日：2015年2月9日)

二百九十九美金，也可獲得一台3D列印機（此價格仍遠低於一般3D列印機的市價，故對贊助者具有相當之吸引力）。透過這樣的捐款及回饋的機制，創作者可以提早瞭解某一專案的市場接受度並取得使用者的回饋意見，也可以募集初始的資金，降低開發新產品的風險，而消費者也可透過捐款鼓勵產品的開發，或是以較大額的捐款達到特定門檻後，取得一定的回饋。

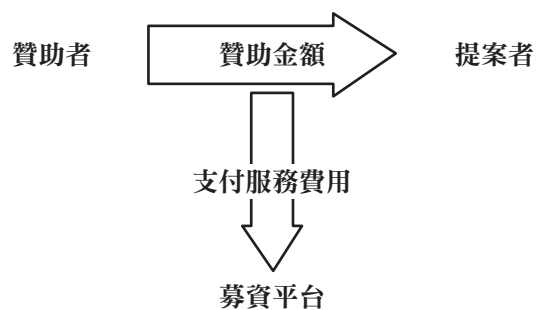
從上例可知，目前群眾募資的常見型態可以區分為兩種，第一種是由使用者直接小額捐款給開發者或提案者，而無實質上的回饋（但通常會有精神上的回饋例如於網站上列名感謝捐款或是贈送紀念卡片等），也就是通常稱為捐款型的群眾募資（donation-based model）；第二種則是通常以捐款達到一定門檻為前提而提供產品回饋（reward-based model），例如前述捐款一百九十九美金以上可獲得一定產品之回饋。

最近幾年群眾募資的現象亦蔓延到國內，國內群眾募資網路平台flyingV、嘖嘖、Hereo等網站，開啟了國內群眾募資的風潮，舉凡音樂、電影、文學創作、3C產品，甚至是社會或政治運動，都可以看到提案者積極地透過國內的群眾募資網路平台尋求網路群眾的支持及捐款。以flyingV為例，在二〇一三年即有提案者透過群眾募資募集了將近新台幣兩百五十萬元，實現了由齊柏林導演的「看見台灣」紀錄片的中正紀念堂戶外首映會。該首映會號召了三千名贊助者參加，完全地展現了「我有個想法，由全民一起贊助來實現」的群眾募資精神。

貳、提案者、贊助者、募資平台的三角法律關係

回歸到法律，我們首先可以探討的是：在群

眾募資這個活動中，因為涉及了提案者、贊助者、募資平台的三角關係，它們之間的法律關係究竟為何？一般而言，提案者是尋求贊助（且可能會提供特定回饋，以「看見台灣」首映會為例，所回饋的是電影票、海報、衣服等），贊助者則是提供贊助款項（且可能會取得特定回饋，例如電影票、海報、衣服等），而平台則是提供一個提案者發表提案的平台、代為審核提案，代為收取贊助金額，並從中收取約百分之五到百分之十的服務費用（不同的募資平台的訂價費率不一定相同，但通常在此區間內），其關係可以簡單用下圖表示：



由於募資平台是直接向提案者收取所收到的贊助金額的一定百分比，故其契約法上之法律關係應存在於募資平台與提案者之間，比較接近於一種有償的委任關係，亦即募資平台於審核提案通過後，與提案者的法律關係即成立，並基於提供平台且代為收款之有償服務，向提案者收取贊助款之一定比例之服務費用。

比較值得深究的是，贊助者與提案者之間的法律關係究竟為何？倘若贊助者提供贊助款項但沒有取得回饋，即前述的捐款型的群眾募資（donation-based model），則法律關係應該是民法的贈與，應無疑義。不過，倘若涉及到了有約定回饋的群眾募資時（reward-based model），這個法律關係究竟應如何界定，或許

可從兩方面來考慮：

一、贊助者的意思為何

以贊助電影首映會而取得電影票為例，有些贊助者可能是覺得該活動十分有意義故提供贊助，取得首映電影票只是附帶的利益，但有些贊助者卻可能是基於能夠取得首映電影票才贊助該活動。以前者來說，比較接近贈與，或是附有負擔（即提案者收到贊助者捐款後必須提供電影票給贊助者）之贈與；但以後者來說，卻比較接近買賣的關係。

二、是否應優先保護贊助者的利益

若是以買賣來解釋回饋型的群眾募資，則贊助者於收到回饋後，若不滿意所收到的回饋，在有瑕疵的情形下可以主張瑕疵擔保，另由於群眾募資平台一般都是透過網際網路進行，因此贊助者可以主張其為消費者保護法第二條第十款之「郵購買賣」，並依據同法第十九條「於收受商品後七日內，退回商品或以書面通知企業經營者解除買賣契約，無須說明理由及負擔任何費用或價款」。反之，若是以附負擔之贈與來解釋回饋型群眾募資，則贊助者將無法取得上述退貨權利。

這兩種解釋上的差異，將影響回饋型群眾募資之當事人間的權利義務之安排及風險分配，進而影響各該當事人在實際進行此活動時的決策。本文以為，群眾募資的提案往往是草創中的新構想或新產品，並藉由網路的傳播吸引眾人贊助來實現。一個新構想或是新產品，即便能募集相當之資金，恐怕也不一定如提案者

在提案時的預想，完美地製作出提案者於募資平台上描繪出的樣貌，並將成果或產品回饋給消費者。一般的網路上的贊助者，應該也是在理解並接受新構想或新產品本身即具有一定程度之不確定性之前提下，贊助提案者。況且，若解釋為買賣，消費者保護法第十九條之七日內無條件退貨之約定，意味著贊助者若事後改變主意可無條件退貨退款，因此提案者在提案時就必須預先考慮到此風險，並於募資時預先多募集一定部位之資金來因應此退款風險，徒然增加募資成功的難度，且將墊高實現創意的最低門檻。因此，從鼓勵透過網路群眾募資進行創新的角度，似無須將回饋型的群眾募資解釋為買賣關係，而應回歸到群眾募資最初始的由網路上群眾自主「捐款」鼓勵創意的初衷，將贊助解釋為贈與，而非買賣的對價，較為符合群眾募資發展的脈絡及本意³。

叁、關於股權的群眾募資

群眾募資有無可能成為新創事業（Startup）的籌資管道？理論上來說，新創事業亟需資金及市場關注，而透過群眾來籌措資本，一來可以利用群眾募資積沙成塔的特性迅速籌措資金，而減少對於創投基金或是其他有資力民間投資人（如天使投資人）的依賴程度，二來可以迅速打響知名度，讓群眾透過募資平台迅速瞭解該新創事業所提供之產品或服務，大幅減少未來行銷產品或服務所必須支出之成本，而網路上的一般民眾也可以透過此機會投資新創之企業，使此種投

註3：以贈與來定性群眾募資還有捐贈者必須負擔贈與稅之問題，不過依我國稅法每個人每年均有新台幣220萬元之贈與稅免稅額，一般大眾的贈與通常不會超過此門檻，故實務上的問題應該不大。

資機會不再為基金或是專業投資機構之專有領域，可謂一舉而數得。

不過，新創公司如透過群眾募資向不特定人發行股權以進行募資，依據我國證券交易法，已涉及證券交易法第二十二條規定之「有價證券之募集及發行」，非向主管機關依據公開發行相關規定申報生效，不得為之。其他歐美先進國家，亦多有與我國證券交易法相類似之限制，以致於股權群眾募資在運作上面臨法令上的限制。證券法的立場，通常是為了貫徹公開原則，俾投資人可充分了解公司營運狀況及股份之價值，同時防止證券詐騙，故規定有價證券之募集與發行必須向主管機關申報公開說明書、財務報告等文件，而不得有虛偽隱匿之情形⁴。不過，準備公開說明書、經簽證之財務報表及募集發行有價證券之其他法令遵循成本，係針對即將初次公開發行（IPO）的企業而設計之規範，草創初期的企業往往無法承受此類負擔。立法政策上所面臨的難處為：若為新創事業特別立法使其例外無須適用前述之證券公開發行相關法規，要如何讓「例外」不會侵蝕到證券法強調公開且防止詐騙的「原則」？況且新創事業透過網路群眾募資亦有可能會誇大其事業前景，故意讓投資人抱有錯誤期待，而此正是證券法規想要去防止的證券詐騙，邏輯上來說，似無特別提供其豁免的理由。這些考慮，導致我國及國外證券主管機關，雖然政策上鼓勵股權群眾募資，但在制定相關遊戲規則時，仍採取謹慎的態度。

肆、外國法律對於股權群眾募資之規定

以下簡單介紹美國及英國的相關立法及證券主管機關對於群眾募資的相關法令規定：

一、美國

為了鼓勵群眾募資創業以促進國內就業機會，美國於二〇一二年通過JOBS（Jumpstart Our Business Startups Act）法案。該法案針對網路群眾募資及新創事業，鬆綁了若干既有證券法規上的限制，以利新創事業進行募資。在JOBS法案通過後，美國新創事業共有三種網路群眾募資的方案可資利用，而無須受證券法上關於發行證券必須經過註冊（registration）之限制：

（一）Regulation D Rule 506(b)透過網路進行「非公開募集」的股權募資

其主要的要件有：

- 1.合格投資人（accredited investor）可以不限人數參與投資，一般非合格投資人（non-accredited investor）也可以參與投資，但總人數不得超過三十五人⁵。所謂的合格投資人係指(1)年收入二十萬美金以上的個人，或是與配偶合計年收入三十萬美金以上的投資人；(2)個人或與配偶合計財產一百萬美金以上（但不得計算自用主要住宅的價值）之投資人；或(3)符合特定標準之機構投資人，例如銀行、公司、非營利組織等。
- 2.不能有向不特定人公開募集的行為，也不

註4：賴英照，《最新證券交易法解析》，2011年2月再版2刷，頁11。

註5：同註2。

能在網站上公告被投資公司的相關投資資訊。如果是透過網路募資平台提供被投資公司之資訊，則必須透過網站密碼限制投資人存取募資平台。投資人必須先與募資平台聯繫，並通過募資平台對於合格投資人（accredited investor）的資格檢驗後，才能取得網站密碼。取得網站密碼後，投資人必須主動表示對投資某一公司有興趣，平台才能提供該公司之投資資訊，而且必須是限於合格投資人通過資格檢驗後才開始募資的公司⁶。

- 3.對於合格投資人（accredited investor）的檢驗較為簡單，允許利用合格投資人的自我聲明合格（self-certify）⁷，無須實質調查合格投資人財務資料。

目前而言，由於此方式對於合格投資人（accredited investor）的資格檢驗較為簡單，仍為募資平台上相當常見的募資模式。

（二）Regulation D Rule 506(c)透過網路進行「公開募集」的股權募資

其主要的要件有：

- 1.可以公開被投資公司之投資相關訊息，但投資者限於合格投資人（accredited investor），投資人數無任何限制。
- 2.必須對進行合格投資人（accredited investor）合理的實質資格檢查，例如取得其所得稅申報單或是銀行的存款證明等。

由於此方式是較為公開的募資方式，對於新創公司有一定之吸引力，但由於合格投資人

（accredited investor）必須提供較多的財務資料來證明自己為合格投資人，故對於募資平台來說檢驗的成本較重，而且基於隱私考量投資人也可能會不願意將個人的資料提供與網路募資平台⁸。

（三）JOBS法案之Title III股權群眾募資

由於不限制投資人的資格，此方式被稱為真正的股權群眾募資。其主要的要件有：

- 1.每十二個月期間內募資的上限為一百萬美金。
- 2.在每十二個月期間內，每位投資人投資的上限為：如投資人的年收入或財產低於十萬美金，則為兩千美元或是年收入或總財產的百分之五，取其高者。如投資人的年收入或財產高於十萬美金，則為年收入或總財產的百分之十，但投資金額最多不高於十萬美金。
- 3.必須透過已向主管機關註冊的募資平台來募資，募資平台必須履行若干資訊揭露、投資人保護、對於募資之公司進行特定背景調查的工作。
- 4.募資之公司如募資超過十萬美金，必須提供經過會計師核閱之財務報告，如超過五十萬美金，則必須提供經過會計師簽證之財務報告。
- 5.可以公告募資之公司即將募資之訊息，並將有意投資者引導至募資平台，但募資公司與投資人之間的投資訊息交流必須透過募資平台，不得逕行公開。

註6：Noreen Weiss, “Industry still foggy about crowdfunding nearly one year after adopting Rule 506(c) and eliminating the ban on general solicitation” (2014) <http://macdonaldlex.com/wp/?p=1724> (瀏覽日期：2015年2月13日)。

註7：同註2。

註8：同註2。

6. 投資人所認購之股份，原則上一年內不得轉售。

不過，由於此方案容許所有合格及非合格投資人都進行投資，所牽涉的範圍較廣，一旦開放後可能影響深遠。為求審慎，美國證管會至今仍在研議當中，尚未頒布相關行政細則，以致於此一方案至目前為止均尚未正式生效⁹。

二、英國

英國於二〇一四年也頒佈了股權群眾募資的相關立法。原則上，英國的立法較為簡單，其規定除了以下的投資人以外，任何投資人均不得投資超過其可投資財產（亦即個人財產但不包含住宅及退休金帳戶等無法運用之資產）之百分之十：

- （一）對於投資案有聘請具備專業執照之顧問之人；
- （二）有一定資力之人，即年收入超過十萬英鎊或是資產超過二十五萬英鎊；或
- （三）對於從事投資具有專業之經歷，或是過去兩年內投資超過一家非上市企業之人。

若是屬於上述三種類型之一的投資人，參與群眾募資的投資金額就沒有任何上限。

伍、股權群眾募資——我國目前現況

依據我國證券交易法，新創公司如透過群眾募資向不特定人發行股權以進行募資將會適用證券交易法第二十二條規定之「有價證券之募

集及發行」，非向主管機關依據公開發行相關規定申報生效，不得為之的規定。因此若新創事業直接透過網路募資平台進行股權募資，可能會違反前述的證券交易法的規定。又我國並未如美國的Regulation D容許直接公開向合格投資人募資，而是只要是向非特定人發行，就必須適用前開證券交易法的規定，致使群眾募資在我國實質上欠缺法源上的基礎。

為彌補上述缺陷，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心於二〇一三年頒佈了財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創櫃板管理辦法，等於是以前櫃買中心為平台，向群眾進行新創事業之募資，其要點如下：

1. 募資之公司必須經過一定之資格審核，被認定具有新創潛力者，才能進入輔導程序。輔導程序最多兩年，係由櫃買中心統籌輔導會計、內控制度、行銷及法務等層面。
2. 募資之公司輔導通過後應完成登錄創櫃板前之現金增資或募集設立，始可登錄創櫃板並續行接受創櫃版之輔導與管理。募資之公司還必須與股務代理機構簽訂股務代理合約。
3. 必須定期為資訊之申報與揭露，包括股東會營業報告書、財務報表、股東會議事錄、股東會及股利分配之相關公告、募集資金之使用情形等。且如有重大訊息時，亦應申報與揭露。
4. 非專業投資人之投資上限為新臺幣六萬元，此為最近一年內透過創櫃板對所有創

註9：Kevin Harrington “Will JOBS Act Equity Crowdfunding Ever Happen?” (2015)
<http://www.forbes.com/sites/kevinharrington/2015/02/03/will-jobs-act-equity-crowdfunding-ever-happen/> (瀏覽日期：2015年2月13日)

櫃板公司認購投資股票累計之上限，並非對單一公司之投資限額。若是專業投資人（即機構投資人、資產新台幣五千萬以上之法人或是具有新台幣三千萬之財力證明且具備專業投資知識之自然人），則不受此投資上限之限制。

5.原則上登錄創櫃板之期限為三年，逾期即終止登錄。

由於創櫃板公司必須建立一定之會計及內控制度，且必須定期申報揭露公司資訊，並應委託股務代理處理股務事宜，其似乎比較適合已經有一定規模而有多餘的人力及財力可以處理這些事務的公司，而不是草創初期的新創公司。另外，創櫃板的三年登錄期限似乎意味櫃買中心認為創櫃板公司於三年內即可發展成熟，無須繼續輔導。由於新創公司很可能需要較長的時間來發展業務，故此一假設似乎也不見得符合草創之新創公司的狀況。

除創櫃板以外，最近金管會進一步公布將授權櫃買中心訂定「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」，讓一般的籌資平台只要有新台幣五千萬之資本額，並繳納新台幣一千萬之保證金，即可以申請專營籌資平台的證券商執照。目前規劃僅有資本額新台幣三千萬元以下之公司可透過具備證券商證照之籌資平台籌資，且投資人單一案件之投資上限為新台幣三萬元，全年的投資上限為新台幣六萬元。由於詳細的法規還有相關的細節尚未出爐，尚無法得知此籌資管道是否能在創櫃板以外提供更具有彈性之投資管道。不過，從金管會要求籌資平台應具有證券商證照以觀，恐怕金管會仍是希望能對籌資平台及其所經營之籌資管道有相當之管制能力，以防止弊案之發生並保護投資人。

與英美相較，我國群眾募資的政策方向似乎比較強調由官方組織出面籌設平台（如櫃買中心之創櫃板）或由政府高度管制的機構來籌設募資平台（如由證券商出面籌設募資平台），此一思維係符合我國金管會一貫之防弊思維，認為如有投資人被詐欺或是投資血本無歸，則必須由政府出面為一定之處理，故籌資平台理應由櫃買中心或是金管會所管制之證券商經營，以利管制防弊。依筆者之經驗，由於官方組織或是具備金融證照的證券商係受到高度管制，往往難以突破其法定業務而有所創新。網路事業為一不斷演化，且各國業者競相創新之行業，我國如採取管制優先於興利之政策，恐怕難以維持我國網路籌資平台業者之國際競爭力。況且，從機率的角度來看，絕大部分的新創事業都會失敗，因此投資人本來就瞭解很可能投資血本無歸，其著眼係在於十件投資中如有一二件投資能獲利，其整體上即有獲利。新創投資本來即是高風險的投資，在此前提下，政府理應致力於建立資訊透明、高度彈性且由投資人自我負責之投資制度，而無須過度介入。

另外，與美國的Regulation D Rule 506(b)及506(c)相較，我國制度缺乏一套針對合格或專業投資人進行網路募資之明確遊戲規則，亦即在目前我國的證券交易法令下，平台是否可以針對網路上之合格或專業投資人直接進行募資，並無明確之法令依據，以致於業者對此裹足不前。實則合格或專業投資人係具有一定資力或知識之人，實無須過度保護，從國外的Regulation D 募資網站如Circleup、Angellist均運作良好且發展迅速而成為成熟之新創事業籌資管道可知，此一籌資管道具有高度的發展潛力，且不易產生爭議，對於政策制定者來說，

實為「易於摘取之果實」(low hanging fruit)。筆者認為，主管機關此部分只須比照美國證管會之作法，對於網路上已註冊為會員之合格或專業投資人是否仍為我國證交法之「不特定人」，為若干之明確化之解釋，即可解套，實無須另外制定一套制度來管制。

陸、結論

網路的特性是：立法政策永遠趕不上明日的變化。因此，今日的立法政策雖已完備，明日就可能完全過時。本文的討論主要是針對群眾募資的兩種型態為討論，第一種是傳統的捐贈或附帶回饋型的群眾募資，第二種是股權的群眾募資。從法律人傳統的角度來說，前者是民法或消保法上的問題，後者卻是證券交易法的問題，可謂南轅北轍，彼此之間沒太大的關係，但這兩者在網路上卻是相關聯的現象，是由前者發展出後者。

在國外，這兩種群眾募資型態已慢慢成為新創事業可靈活彈性交互運用的籌資手段，例如，某一企業如擬推出某一高度精密之電子手環，則可先透過回饋型的群眾募資徵求捐款並

提供實際產品的回饋給捐贈者，藉以累積產品之知名度及一定數量之使用者，在此同時可在股權募資網站向合格或專業投資人進行非公開股權募資，並藉由產品已累積之知名度，讓募資獲得更好的股權價格。這兩種募資手段交互運用時，就可能衍生出更進一步的法律問題，例如前者的公開尋求贊助者，雖不是直接銷售股權，但卻可能會讓不特定人對該公司股權產生興趣，如此則在同時間的非公開招募是否仍為「非公開」？目前我國的群眾募資產業仍未成熟，尚在遊戲規則制定階段，這類問題的討論或許仍嫌過早。但無論如何，群眾募資是一種充滿魅力及無限可能性的網路現象，它的發展勢必將會挑戰傳統金融及證券的產業及制度。目前網路上的股權募資只是在國外的一些新創事業所適用的籌資工具，但或許未來有一天，所有成熟或甚至上市上櫃企業也都可能透過網路募資，假設再搭配電子投票及股東會電子化，也許未來整套證券交易法都是在規範網路上所發生的現象。這目前聽來像是天方夜譚，但確實有可能發生。這些發展未來如何實未可知，我們只能充滿期待，並且拭目以待。