

各国股权众筹法律监管逻辑之比较研究

刘诗瑶

(西南政法大学 民商法学院 重庆 401120)

摘要: 股权众筹作为新型互联网融资方式,因其新的特点各国均采取了不同的监管路径对其进行规制。从比较研究的视角,介绍意大利、英国、法国与美国在股权众筹法律规定与在本国市场实施过程中的变化,探讨对比四国核心监管逻辑和监管方式的异同,寻找四国在促进融资效率与投资者保护上的平衡点,并结合我国股权众筹现存问题,寻找我国股权众筹法律规制的监管方向。

关键词: 股权众筹; JOBS 法案; 信息不对称; 投资者保护; 监管

中图分类号: DF96 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-3933(2018)07-0127-10

A Comparative Study of the Logic of Equity Crowd-funding among Various Countries

LIU Shi-yao

(College of Civil and Commercial Law, Southwest University of
Political Science & Law, Chongqing 401120 China)

Abstract: As a new type of internet financing, equity crowd-funding have new features which leads to different regulatory approaches in different countries. From the perspective of comparative study, this paper introduces the changes of Italy, Britain, France and the United States in the implementation of the legal provisions and the domestic market, discusses and compares the similarities and differences between the core supervision logic and the mode of supervision in the four countries, looking for the balance between the four countries in promoting the efficiency of financing and the protection of the investors, and combining our shares. And it finally will help us to

收稿日期: 2018-04-18 该文已由“中国知网”(www.cnki.net) 2018年6月5日数字出版,全球发行
作者简介: 刘诗瑶(1989-),女,重庆人,西南政法大学民商法学院博士研究生,研究方向:民商法。

find out the legal path of equity crowd-funding in China.

Key words: equity crowd-funding; JOBS; information asymmetry; investors protection; regulation

一、问题的提出

随着互联网金融的兴起,股权众筹作为初创企业利用互联网向大众募集资金的重要融资方式,引起全球范围内的广泛关注。股权众筹被普遍视为解决中小企业融资困难,便利融资,促进投资者充分利用闲置资金参与市场的重要途径。各国也纷纷出台立法规制股权众筹这一新的市场现象。当传统的证券监管手段信息强制披露、反欺诈、投资者适当等手段不足以实现对股权众筹的监管时,各国采取了何种措施解决证券监管永恒的“信息不对称”问题?各国新的监管政策下体现了怎样的内在逻辑?监管路径的选择是否能够实现平衡投资者利益保护和促进融资效率这一目标?本文沿此研究进路,在比较了各国对股权众筹监管的具体政策、内在逻辑、实行及变化之后,分别分析其内在监管逻辑,并结合我国市场环境,建议强化股权众筹平台中心作用,弱化传统信息披露制度,加强投资者保护来确立股权众筹的有效监管。

二、各国股权众筹监管逻辑的比较研究

随着互联网金融的发展,各国都对股权众筹进行了规定。其中美国、意大利、英国与法国由于对股权众筹规定时间较早,对股权众筹的法律的实施进行了相当程度的市场调研,并在股权众筹法律实施后根据本国市场环境与原有法律体系对股权众筹法律规定进行了相当程度的调整。针对投资者利益与融资效率的平衡问题,各国采取了不同思路化解^[1]。

(一) 美国股权众筹的监管

1. 美国股权众筹立法与实践现状

2012年美国《JOBS》法案规定了股权众筹的发行豁免规定。2015年10月30日通过的美国众筹立法的最终规则——《众筹条例》,其根据JOBS法案的授权对众筹豁免作出了详尽的规制。

具体而言,美国对股权众筹的规制集中在四个方面:公募型众筹的基本条件——(1)众筹豁免;(2)集资平台监管;(3)以投资者限额为中心的投资人;(4)其他条款,包括州法适用、转售限制等。

根据《众筹条例》的规定,创业企业在12个月内出售给投资者的证券总额不超过100万美元的,所有证券交易可以免于注册。在信息披露方面,发行人根据发行规模的不同承担相应的报告要求^①。对投资者而言,股权众筹投资者存在投资限额^②。另外众筹条例规定了两

① 无论发行额多小,发行人均须准备财务报表,并且当发行额在10万美元或以上时,财务报表须由独立会计师进行审查;发行额超过50万美元时,则须经过独立会计师的审计。企业在众筹发行后还要进行持续的年度报告。See Rule 100(a)(2) of Regulation Crowdfunding.

② 2000美元或投资者的年收入或净资产的5%,按其中较大金额计算,但年收入或净资产按其中较低者计算,适用前提是投资者的年收入或净资产中有一项低于10万美元;(2)投资者的年收入或净资产的10%,按年收入或净资产较低者计算,最高不得超过10万美元,前提是投资者的年收入或净资产均等于或高于10万美元。See Rule 100(a)(2) of Regulation Crowdfunding.

种众筹中介形式: 经济自营商或集资门户(Funding Portal) 。其中集资门户是《JOBS》法案新设的一种证券中介类型, 其必须要在 SEC 注册, 并加入全国性证券自律组织, 但可被豁免于《证券交易法》第 15(a) (1) 节的经纪人注册要求, 也就是说《JOBS》法案赋予了集资门户类似经纪商的地位, 但不具有投资顾问身份。其活动范围受到了以下限制: 1) 提供投资建议或建议; 2) 通过劝诱性的购买、销售或者发行方式吸引人购买网站或门户上发行或展示的证券; 3) 对实施此类劝诱行为的员工、代理人或其他个人支付报酬, 或者依据其门户上展示或推介的证券销售, 给予员工、代理人或其他个人报酬; 4) 持有、管理、占有或以其他方式处理投资者的资金或证券^①。此外众筹中介有保证投资者教育、投资者资格审查、保证交流渠道等义务^[2]。

从实践的反馈来看, 现有的众筹豁免并未能积极提升中小企业选择股权众筹方式进行融资的意愿, 其原因还是过高的信息披露成本。在相同的信息披露成本下, 对于中小企业而言可以选择其他收益更高的融资方式比如《JOBS》法案第二章规定私募豁免。另外值得注意的地方是《众筹条例》虽然创设了设立成本更低的集资门户这一新型中介, 但在实践中中介商更倾向于注册为经纪自营商^[3]。原因在于经纪自营商对平台而言有更多创收机会, 而投资者可以从平台获得投资建议, 降低受欺诈的风险, 避免投资受损^[4]。

2. 美国股权众筹监管思路与反思

从立法来看, 美国股权众筹的监管逻辑前提仍然是投资者在强制信息披露之下具有信息识别能力并对此做出理性判断, 在具体监管方式上沿袭了传统的信息披露制度和反欺诈的监管逻辑来保护投资者, 只是相对传统证券发行而言, 股权众筹发行更像是一个整体“弱化的证券发行”。但这种弱化能否真的能解决股权众筹背景下的投资者保护和提高融资效率值得质疑。一方面, 股权众筹投资人以投资限额为保护方式, 然而这种保护方式并未根本解决股权众筹的高风险, 相反由于股权众筹投资者较之普通投资者风险承担能力更为弱小, 能否真的通过限制投资额的方式解决投资者的风险承担能力颇为值得怀疑。另一方面, 弱信息披露的方式也有颇多值得商榷之处: 原因在于一是仍然无法解决股权众筹中发行人信息披露成本高的问题; 二是对于股权众筹市场而言, 由于股权众筹的发行人往往是初创企业, 其融资行为也是一次行为, 无法通过充分市场竞争形成有效市场, 使投资人能从披露的信息中做出合理反应和理性判断; 三是股权众筹的投资者较之普通投资者专业经验更加缺乏, 其搭便车的意愿较一般投资者更高, 信息披露变得可有可无^[5]。

同时平台及投资者对于经营自营商的倾向性提供了另一种可能解决股权众筹监管的方式, 即通过发挥平台作为声誉机构的作用, 由中介提供一定程度的信用担保, 以期减少投融资主体之间的信息不对称。

(二) 意大利股权众筹监管逻辑

1. 意大利股权众筹立法与实践现状

意大利证券交易委员会(CONSOB) 于 2013 年 6 月出台了 18592 号条例《关于创新型初

^① Rule 300(c) (2) of Regulation Crowdfunding.

创企业通过网络平台融资的规则》(以下简称意大利众筹条例)将众筹业务局限于创新型初创企业的融资活动。此后 2015 年意大利颁布法令扩大了股权众筹的实施范围,将股权众筹业务扩大至创新型中小企业。2016 年,意大利证券交易委员会出台了 19520 号条例(以下简称意大利众筹条例 2016),该条例修订了此前意大利众筹条例中关于适用于股权众筹在线平台的规定,对股权众筹在线平台进行了突破性的规定。具体而言,意大利股权众筹规则包括以下几个方面:

首先发行人资格上,意大利对股权众筹发行人资格的规定由严格限制变为扩宽至全体创新型企业。根据意大利众筹条例,最初只有创新型初创企业可以进行豁免。同时对创新性设定了一系列条件^①。但在 2015 年的法令中股权众筹的实施范围有创新型初创企业扩大至创新型初创企业和创新型中小企业(Innovative SMEs)。

其次在股权众筹平台的许可上,意大利众筹条例 2016 对意大利股权众筹平台做了突破性规定,在原有的提供股权众筹平台服务的银行和投资公司基础上,增加了股权众筹门户经理(portal managers)这一新的实体经营股权众筹网络平台。该类平台与此前的银行和投资公司经营网络平台的主要区别在于股权众筹平台经理由意大利证券交易委员会(CONSOB)所持有的特殊登记册上注册^②。股权众筹门户经理的资质要求需要满足:(1) 公司为股份有限公司、有限责任公司或合作社;(2) 在意大利本土境内注册并有行政办公室,或者是任何在欧盟成员国内注册但在意大利本土境内有分支机构的公司;(3) 公司宗旨为创新型企业筹集资金提供在线平台管理;(4) 拥有控股股东、董事和审计师,满足意大利全国公司和股票交易所委员会的完整性与专业性要求。(5) 此类主体不得在任何情况下持有第三方所有的金钱或金融票据。同时较银行、投资公司注册的股权众筹网络平台相比,意大利股权众筹门户经理被赋予了更多强制性义务,包括:(1) 门户经理必须检查客户提出的每一份报价订单,确保客户有足够的经验和知识,以了解投资所涉及的基本特征和风险。如果门户经理坚持认为该项目不适合客户,他应当以电子通信系统的方式警告客户。(2) 若门户经理并没有执行前述赋予的强制性义务,则适用对投资者投资限额的规定:包括 a. 对个人投资者而言,单笔投资不得超过 500 欧元或年度总投资额低于 1000 欧元。b. 对于合格投资者而言,单笔投资不得超过 5000 欧元或年度总投资额低于 10000 欧元。(3) 门户经理必须在开始检查客户订单之前 60 天通知意大利全国公司和股票交易所委员会。

在投资人问题上,意大利一是扩大了投资人范围,允许风投公司参与到在线筹资中,不限制具体项目的类型。二是意大利设置了一系列措施进行投资者保护尤其是对非专业投资

① 意大利创新型初创企业规定自 1998 年 1 月所规定的第 58 号法令(即《统一金融法》,CFA/TUF)第 25 条第 2 款和第 4 款所定义的带有社会目的的创新型企业,其中该类企业需要满足以下条件之一:研发经费不得少于年度开支的 15%,至少 1/3 以上雇员拥有博士学位或者正在攻读博士学位,拥有发明或设计专利或者拥有计算机软件专利。同时该类企业创立时间不能超过 48 个月。

② manager shall mean the subject which professionally practises the portal management service for the collection of risk capital for the bidders, entered on the specific register kept by the Consob; See Regulation on “the collection of risk capital via on-line portals” adopted by Consob with Resolution no. 18592 of 26 June 2013 and successively amended by resolution no. 19520 of 24 February 2016.

者进行保护:首先意大利强制规定了专业投资者的投资额度,股权众筹平台需要审计发售情况,确保至少5%的金融票据是由专业投资者、银行基金会或创新企业孵化者认购。其次,意大利赋予了非专业投资者七天的撤销权。

2. 意大利股权众筹监管逻辑与立法反思

意大利作为最早通过股权众筹立法的国家,绕过了美国的监管思路,选择了通过对股权众筹发行人限制和引入专业投资者来引领普通投资者进行投资选择的方式来解决信息不对称问题,保护投资者。首先通过对发行人的资格限制,鼓励更高收益、风险更小的创新企业进入市场,给股权众筹实践提供了试错空间和优化可能,其次专业投资者的领投效应可以引领普通投资者通过观察和利用专业投资者的行为进行选择,节约了普通投资者的尽职调查成本,同时以专业投资者眼光来保证风险在可控范围内。

然而过于严格的发行人限制显然限制了意大利股权众筹的发展,中小企业的融资效率并未得到提升。为此意大利转换了监管的思路,一是扩大了股权众筹的适用范围,二是创建了新的股权众筹中介平台——门户经理。通过加强对门户经理的监管,赋予门户经理一定“看门人”的职责,加强对投资者风险识别能力和风险承担能力的审核,同时辅以投资限额及专业投资者领投的机制,以期最小化潜在风险,以保护投资者的决策。这种立法思路实质是将传统证券发行中的信息不对称问题为转化平台的代理成本问题,将平台信息中介变为信誉中介,无疑是一个替代性的保护投资者的方式。

(三) 英国股权众筹监管逻辑

1. 英国股权众筹立法与实践状况

英国金融行为监管局(FCA)于2013年10月24日发布了《众筹平台和其他相似活动规范行为征求意见稿》(CP13/13),后FCA在总结反馈意见后出台了《关于网络众筹和通过其他方法推介不易变现证券的监管规则》(CP14/4,以下简称英国众筹监管规则)。

英国众筹监管规则强调对投资人适当性的规定,将股权众筹投资者框定在以下范围:(1)专业的投资者;(2)通过正规渠道获得投资建议的散户;(3)与风险投资或公司融资有关联的散户;(4)散户得到认证或自我认定为成熟投资者^①。其中第(4)种可以由股权众筹平台进行适当性测试,以判断散户是否属于成熟投资者。在发行人规制上,英国对股权众筹发行人规制较为轻松,并没有规定单独的信息披露义务。但股权众筹本身并不影响已有金融推介规则和信息披露规则的适用,股权众筹发行人应当确保推介行为的合规性,特别是对金融推介活动的公平、清楚、禁止误导的要求。在平台方面,英国要求股权众筹平台对股权众

^① 英国对投资者范围的规定包括:1)专业的投资者;2)零售客户声明自己已经获得受监管的投资建议或被授权者提供的投资管理服务;3)与风险投资或公司融资有关联的零售客户;4)零售客户得到认证或自我认定为成熟投资者(sophisticated investors);零售客户得到认证或自我认定为高净值投资人(年收入不少于10万英镑或净资产不少于25万英镑,且不包括基本居住、养老金、特定保险合同所涉权益;5)零售客户保证不会在该非上市证券业务中投资超过其可投资资产净值(net investible financial assets)的10%,该规定要求零售客户只有保证在不影响其基本的居住条件、养老金和寿险保障等情况下才可进行适当投资。

筹投资人说明股权众筹风险巨大,确保投资者理解金融产品和服务的风险^[6]。另外 FCA 希望股权众筹平台对发行人进行尽职调查,并告知投资者^[7]。

从实践来看,英国股权众筹平台市场内部已经形成较为良好的自律框架。英国股权众筹平台尝试自行进行审查并排除欺诈项目。同时,英国出现股权众筹项目评级网站,从管理、产品和投资这三个方面出发评估项目。通过声誉机制作为解决信息不对称、保护投资者的替代性机制。

2. 英国股权众筹监管逻辑与反思

英国在股权众筹的监管逻辑上其实质更接近于私募的监管思路:即确认投资者的适当性。这种监管逻辑意味着英国同样绕过了传统解决信息不对称问题的思路,而将重心放在了确认股权众筹投资人具有风险承担能力上。

但在实践过程中,英国并未关闭普通投资者进入股权众筹的大门。当普通投资者在正当渠道获得投资建议时普通投资者也可以进入市场。而实践中,英国股权众筹平台自发形成了评级机制,并且自发进行尽职调查以占据市场份额。这种市场自发的行为事实上弥补了信息披露制度不足和过分依赖投资者适当性带来的弊端。一是能够帮助投资者进行理性分析,二也是对投资者进行有效保护^[8]。

(四) 法国股权众筹监管逻辑

1. 法国股权众筹立法

法国政府于 2014 年 2 月 14 日发布了《关于众筹的新的法律框架》文件,并于 2014 年 9 月 16 日正式出台了《参与性融资条例》(以下简称法国众筹条例),并于同年 10 月 1 日生效。此后 2015、2016 法国政府对股权众筹具体实施细则进行了调整。主要调整范围集中在股权众筹发行人筹资上限由 100 万欧元提升至 250 万欧元,而投资者的投资上限则由 1000 欧元提高到了 2000 欧元。但整体实施框架并未修改。

法国并未在发行人资格上对股权众筹的发行人进行过多要求。然而法国对股权众筹中介进行了着重监管。在法国两种中介可以进行股权众筹服务,一种是基于法国原有的金融监管法规中提供证券投资类金融中介“投资服务提供者”(prestataire de services investissement, PSI),另一种则是为股权众筹专门设立的证券众筹顾问(Conseillers en Investissements Participatifs, CIP)。两类中介的区别主要集中在四个方面:注册资本^①、服务范围、营业范围和监管主体。股权众筹中介需满足一定资质条件^②,同时法国鼓励股权众筹中介对股权众筹提供投资建议、咨询服务以弥补股权众筹投资者在专业知识与专业经验等方面的不足。AMF 对证券众筹顾问的职责、商业行为等都做了规定,证券投资顾问可以从事以下三类服务:(1)向

① 就注册资本而言,CIP 无需注册资本,PSI 至少需要 5 万欧元的注册资本。就服务范围而言,CIP 仅仅可以在线筹集普通股和固定利率债券。就营业范围而言,CIP 仅仅在法国范围内可以实施股权众筹。就监管主体而言,CIP 由法国金融中介人员登记机构(ORIAS)注册,监管主体为 AMF。PSI 由法国金融审慎监管局(ACPR)许可,监管主体为法国金融市场监管局(AMF)和 ACPR。

② 其资质条件包括:1)必须是在法国设立的法人;2)其经营管理人必须满足一定的年龄、信誉、专业能力的要求;3)需加入行业协会,并遵守该协会的职业规范和尽职规则。

投资者提供特定投资建议服务,即为股权众筹发行提供投资建议的服务;(2)为企业有关资本结构、产业战略和并购提供建议的服务;(3)提供参与性融资框架下的认购服务^①。

2. 法国股权众筹监管逻辑与反思

法国股权众筹的监管逻辑近乎放弃了对发行人的强制信息披露来解决信息不对称问题,保护投资者,而是通过实现设定投资者的资格审核保证投资者的适当性,同时鼓励证券众筹顾问提供咨询建议对投资者进行保护。其思路其实质接近于2016年修改后的意大利股权众筹条例中通过门户经理承担起看门人的职责来保护投资者。

(五) 小结——规则设计的殊途同归

各国基于自身法律传统、市场情况对股权众筹进行了不同的制度设计,但都体现了股权众筹背景下促进资本形成、提高融资效率和投资者保护平衡的考量。各国都意识到股权众筹作为一种金融活动仍然具有较大的风险,在此基础上各国都对股权众筹的发行人、中介机构(股权众筹平台)和投资者做了诸多限制以对投资者进行保护。在具体的监管思路,为促进融资效率,各国对股权众筹都弱化了传统证券发行规制中对发行人强调信息披露和反欺诈规则的一面。同时,在具体制度设计上采取了替代性措施来弥补股权众筹信息不对称的问题,体现了监管理念的创新^[9]。

具体而言,各国对股权众筹的监管思路主要集中在两大进路:

一是在弱化发行人信息披露义务的基础上通过投资者适当性和投资者投资限额来保护投资者。在投资者适当性的设计上,典型是英国和意大利,英国设计了成熟投资者为主的投资者适当性制度,但同时也并未完全放弃给普通投资者打开股权众筹大门。意大利则通过专业投资者和非专业投资者同时投资项目,通过专业投资者5%项目投资保底的方式,以期降低投资者面临的风险,提高非专业投资者投资决策的科学性。

在投资限额的设计上,其典型是美国《JOBS》立法,通过分层次的信息披露义务和对投资者设置投资限额。其次是意大利众筹条例对股权众筹的非专业投资者年度投资额度进行了限制。英国对普通的零售投资者亦有同样限制。在具体的投资限额标准上,三个国家都选择了限制单一投资者单笔投资额和年度投资总额的标准限制投资者的投资额度。

二是在弱化发行人信息披露的基础上转向由中介机构(股权众筹平台)发挥信誉中介防范风险的作用来保护投资者,通过赋予股权众筹平台验证信息披露的信息的权利,以此作为解决信息不对称的问题的替代方式。一般而言,证券中介机构分为信息中介和信誉中介,其中信誉中介帮助验证发行人披露的信息,比如审计师、律师、承销商等,信息中介帮投资人获取和消化信息,比如投资咨询机构等。尽管各国并未强制规定股权众筹平台必须进行相当程度的尽职调查,但是多种股权众筹平台牌照取得之后的相关权利义务均体现了股权众筹平台不再是单纯信息中介,而是发挥了信誉中介的作用,以“保证信息披露的质量,从而减

^① 关于法国股权众筹立法,整体可参见顾晨《法国众筹立法与监管介绍》,载《互联网金融与法律》2014年第10期第21页。

少证券市场的信息不对称^①。”

法国鼓励众筹中介提供投资顾问,以专业而个性化的投资建议来降低投资者投资的风险。美国的证券经纪商这一众筹中介方式也通过提供专业性辅助给投资者一定保护。意大利的专业投资者保底机制本身是将通过专业投资者的审核对股权众筹项目形成有质量信号,通过将声誉机制内化于项目成本之中,通过专业投资者的引导适度弥补非专业投资者的不足。而门户经理的规定无疑是政府指定了“看门人”的位置。而英国虽然没有强制规定,但从各股权众筹平台自发来看,为充分在市场竞争占据先手,英国股权众筹平台不约而同选择了对发行人进行尽职调查,对投资者发出投资建议。

三、对我国股权众筹立法与监管的建议

面对股权众筹的发展现实,我国在法律制度和监管体系上应当及时对市场需求做出回应。而在比较各国股权众筹监管逻辑框架及理念之后,笔者认为,美国的监管模式虽然体系完整、制度明确,但是面对我国股权众筹投资者成熟度更低,专业经验更为薄弱的情况,仍然以信息披露下的“投资者理性”为前提的美国股权众筹模式能否通过弱化之后的强制信息披露保护我国股权众筹的投资者,降低投资者参与股权众筹的风险颇为值得疑虑。而且弱化的强制信息披露仍然需要一定成本,因而在促进资本形成、提高融资效率的目标能否实现也要画上问号。而英国模式虽然未对股权众筹发行人进行强制规定,但其强调股权众筹投资者适当性的认定,其监管背景依赖于英国完善的征信体系,在我国征信体系和司法效率都较为低下的前提下,制度供给的不足使以强征信体系为基础的英国股权众筹在我国难以开展。

相比起来意大利和法国的股权众筹通过“专业投资者的保底介入”和“投资咨询建议”的方式,在传统解决信息不对称的方式中引入“专业投资者”和“股权众筹平台”,发挥其声誉机制,强调其作为信誉中介的风险防范功能,作为信息不对称的替代性解决方式。这种监管思路结合我国目前征信体系薄弱,投资者风险承担能力和风险识别能力都较弱的现状,或许能为我国解决投资者保护,促进资本形成和提升融资效率开拓有效监管路径。

在具体监管制度设计上,考虑平台作为股权众筹的核心,不仅发挥着匹配融资需求的作用,也因掌握融资过程中更多的信息,理应承担更多的责任^[10]。因此可以考虑将股权众筹平台赋予一定信誉中介的功能,同时对股权众筹发行人进行资格限制、对投资人参与股权众筹全程进行投资者保护。

(一) 股权众筹平台的制度设计

在股权众筹平台定位的设计上,可以将股权众筹平台设计为可以进行投资建议的信誉中介。股权众筹平台的一般职责为负责提供信息交换,同时股权众筹平台可以对发行人进行实质审查,然后根据审查的情况对投资者做出投资建议。

在考虑保护投资者利益的前提下,应当关注平台在经营成本上的负担,合理设置平台的实质审查义务与责任,为平台预留合理的盈利空间^[11]。可以考虑股权众筹平台分两种情况

① Black Bernard S, “The legal institutional preconditions for strong securities markets.” 781 UCLA LAW REVIEW (2001) pp. 786 - 788.

对发行人进行实质审查:一种是股权众筹发行人提交项目融资金额过大,不审查容易容易造成较大的金融风险,此时审查为必要审查。在此种审查之后,股权众筹平台对审查结果进行法定的信息披露和对投资者进行风险提示。另一种是股权众筹平台根据自己的投资眼光对股权众筹众筹发行人进行实质审查,此后投资人通过专门的选择对股权众筹平台的实质审查结果进行获取。这种分类进行审查的方法一是能够鼓励股权众筹平台加强市场竞争,进行实质审查,同时获得实际的酬劳回报;二是能够提高融资效率;三是能够避免金融风险的集中性爆发。同时根据权责一致原则,股权众筹平台在承担了相当的审核责任之后应当对股权众筹平台可能涉及的欺诈、与发行人勾结欺骗投资人利益等行为规定相应的法律责任。另外应当要求股权众筹平台建立交流社区。通过投资者发挥群体智慧,对股权众筹项目的信用进行讨论及评级,以此作为股权众筹投资者的投资者指引补充。此外股权众筹平台也应当承担起对投资者的教育义务、风险提示义务以及基本的平台信息披露义务^[12]。

同时就股权众筹平台的监管而言,应当通过定期信用评级制度以及建立在信用评级基础上的风险资本金制度,防止其作为中介平台而从事到的风险行为,降低道德风险行为发生的概率^[13]。

(二) 股权众筹发行人的制度设计

考虑股权众筹是为中小企业服务的融资渠道,应当对股权众筹发行人设定为中小企业。同时设定发行人的最高融资上限,使其同一般IPO、新三板上市等证券发行框架区分开来。

对于传统证券法监管中发行人的法定信息披露义务,股权众筹发行人同样应当适用。但是对股权众筹发行人的信息披露义务绝对不能直接套用上市公司的信息披露义务。对于具体的信息披露内容,可以考虑对股权众筹项目的公司信息、财务信息、项目信息等几个重点信息进行强制信息披露。在披露方式上,不囿于强制信息披露,而采取强制信息披露与自愿信息披露相结合,鼓励发行人披露法定披露以外的内容。在披露时间点上,除开在股权众筹平台上进行项目募集时进行披露,也应当设计股权众筹项目筹资结束实行期间以季度为单位定期、持续进行法定的信息披露。

(三) 对股权众筹投资者的制度设计

应当认识到,股权众筹“众”之概念意味着股权众筹参与人较一般投资人范围更广,专业能力更低,因此不宜对股权众筹的投资者设计过多的义务,以免人为提高投资者参与股权众筹的门槛,同时应当对股权众筹投资者设计特殊保护^[14]。

首先在股权众筹项目前置阶段,应当对股权众筹投资者进行投资者教育,确认其识别和承担风险的能力。

其次在股权众筹项目筹集资金阶段,可以参考意大利的股权众筹条例,设计冷静期制度,此举是考虑了投资者决策并非总是理性,同时股权众筹项目在发行人初创阶段可能存在项目条件的更改,通过赋予投资者一定时效内的冷静期权利,可以帮助投资者进行理性决策,避免出现从众、投机等非理性决策行为,减少出现非理性的羊群效应。

最后在股权众筹项目结束后,应当赋予股权众筹投资人救济诉权,同时为了避免投资人在维权时维权成本过高,不利于权利的充分行使,可以选择对股权众筹发行人违反信息披露

义务、欺诈发行等情况由股权众筹平台代为提起诉讼。通过强化平台责任给广大投资者服务,以节约社会资源和司法资源。

结论

股权众筹作为互联网背景下的融资方式,其立法规定与实践均是不断探索试错的过程。我国目前股权众筹立法仍有较长道路要走,在设计股权众筹监管制度时可以考量各国股权众筹制度设计监管思路,比较各国股权众筹立法的背景差异,结合我国股权众筹的风险特征,决定监管路径的选择。在具体路径选择上,可以适度弱化传统证券发行的监管思路,不以强制信息披露及反欺诈为主要监管手段,重视股权众筹平台的中心作用,通过设立股权众筹平台为信誉中介替代性解决股权众筹中信息不对称的问题。

参考文献:

- [1] Review of Crowdfunding Regulation 2017 ,www. eurocrowd. org.
- [2] Compare Edan Burkett: A Crowdfunding Exemption Online Investment Crowdfunding and U. S. Securities Regulation ,13 TENN. J. BUS. L. 63(2011) .
- [3] Shekhar Darke. 众筹平台的选择: 集资门户还是经纪自营商[J]. 金融法苑 2017 (1) : 15 - 25.
- [4] Hazen , Thomas Lee , “Crowdfunding or Fraudfunding -Social Networks and the Securities Laws - Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure” , 1735 North Carolina Law Review (2012) , pp. 1757 - 1760.
- [5] 王会敏. 股权众筹是否真的那么美? ——基于美国制度缺陷的再思考[J]. 北京社会科学 , 2016 , (12) : 51 - 64.
- [6] 张继红. 英国股权众筹监管规则评介及其对中国的启示——以投资者保护为主要视角[C]. 中国银行法学研究会年度 , 2014.
- [7] 张雨露. 英国投资性众筹监管规则综述[J]. 互联网金融与法律 2014 (6) .
- [8] Equity Crowdfunding in the UK: Evidence from the Equity Tracker ,www. british - business - bank. co. uk.
- [9] 盛学军, 刘志伟. 证券式众筹: 监管趋势与法律进路[J]. 北方法学 2015 (4) : 85 - 95.
- [10] 袁康. 互联网时代公众小额集资的构成与监管: 以美国 JOBS 法案为借鉴[J]. 证券市场导报 , 2013 , (6) : 4 - 13.
- [11] 刘玉. 股权众筹平台法律地位界定及制度构建——基于对美国相关制度的考察[J]. 河北法学 2017 , (6) : 172 - 179.
- [12] 樊云慧. 股权众筹平台监管的国际比较[J]. 法学 2015 (4) : 89; 刘明. 美国《众筹法案》中集资门户的法律制度构建及其启示[J]. 现代法学 2015 (1) : 149 - 161.
- [13] 朱琳. 众筹式证券发行的激励性监管——以平台为中心的路径[J]. 河北法学 2018 (2) : 184.
- [14] 许多奇. 论股权众筹的法律规制——从“全国首例众筹融资案”谈起[J]. 学习与探索 , 2016 , (8) : 82 - 89.

(全文共 10 914 字)