

■哲学·政治·法学研究

完善股权众筹投资者保护机制

程园园

(安徽财经大学法学院,安徽蚌埠 233030)

摘要:近几年来,股权众筹在我国迅速发展壮大,其作为一种新型股权融资方式,主要定位于初创型、小微企业的直接融资。股权众筹不仅给我国小微企业融资难的问题提供一条崭新的道路,还有利于激发我国的市场活力。但是股权众筹在带来便利的同时,也带来了很多问题,其中最主要的就是投资者利益保护问题。虽然目前我国也出台了一些规定,但是该规定并不完善,在实践中也经常发生投资者遭受欺诈的现象。因此股权众筹应当以保护投资者为中心,为此应当借鉴国外立法的成功经验,并结合自身国情,建立适用于我国的完善的投资者保护机制。

关键词: 股权众筹;融资;投资者保护

中图分类号: D922.287;F832.51

文献标识码: A

文章编号: 2095-770X(2017)12-0132-04

PDF获取: <http://sxxqsfxy.ijournal.cn/ch/index.aspx>

doi: 10.11995/j.issn.2095-770X.2017.12.030

Study on the Improvement of Investor Protection Mechanism

CHENG Yuan-yuan

(Anhui University of Finance and Economics School of Law, Bengbu 233030, China)

Abstract: In recent years, the stock raising has grown rapidly in China. As a new type of equity financing, it mainly locates in the direct financing of start-ups, small and micro enterprises. Raising all the shares not only provides a new road to the financing difficulties of small and micro enterprises in China, but also helps to stimulate the vitality of our market. However, all the shares raised in the convenience of the same time, but also brought a lot of problems, of which the most important thing is the protection of investors' interests. Although some regulations have been issued in our country, the regulation is not perfect, and investors often suffer fraud in practice. Therefore, all investors should focus on the protection of investors. Therefore, we should draw on the successful experience of foreign legislation, and establish a perfect investor protection mechanism based on our own national conditions.

Key words: equity raising; financing; investor protection

一、问题提出

(一)研究背景及意义

世界范围内股权众筹的发展都尤为迅速,其中最具代表性的国家包括美国、法国等。2012年美国JOBS法案的出台为股权众筹在美国发展打下了基础,也成为世界范围内股权众筹的先河。股权众筹与传统融资方式不同的是其主要是针对中小微企业融资困难而开辟出来的一条新的道路。2011年我国股权众筹开始发展,到目前为止已经有近700家

众筹平台上线,也出现了多家极具代表性的众筹平台如天使汇、京东众筹等。股权众筹主要针对的是创新型、小微企业,由于我国处在经济结构转型的重要阶段,国家鼓励创业,因此出现了很多创新型企业,这些企业具备人才以及崭新的理念,但是缺乏资金,按照我国现有法律想要进行融资也比较困难,股权众筹为其吸纳了众多闲散资金,解决了这些企业的融资困难问题。同时,我国经济的迅速发展使得群众手上积累了大量闲散资金,股权众筹的出现为这些闲散资金找到了一条道路,鼓励群众进行投资,

收稿日期: 2017-06-23; **修回日期:** 2017-08-30

作者简介: 程园园,女,江苏盐城人,安徽财经大学法学院硕士研究生。

加强了这些资金的流动性。因此股权众筹不仅是我国经济结构转型过程中重要的一环,也为李克强总理提出的“大众创业、万众创新”理念提供了重要支撑。当然股权众筹在为我国社会带来发展的同时还带来了许多困境,例如我国股权众筹很容易触及到刑法的非法集资这条红线、投资合同欺诈等问题。在我国,股权众筹发展中面临的最大问题就是投资者利益保护问题,但是就我国目前已经出台的相关规定来看,我国无论是众筹平台监管机制问题还是投资者保护问题都无具体规定,在实践中施行遭遇很多问题。因此本文的研究具备一定的现实意义和理论意义。

(二) 股权众筹的相关概念

众筹,也称公众融资或公众投资,通常是指公众作为一个集体,通过互联网投入资金,支持其他个体或组织的活动^{[1]16}。众筹有很多类型,包括股权型和债权型众筹等^{[2]84}。股权型众筹是指投资者在互联网上进行小额投资,筹资者通过出让一定比例的股权或类似于股权的权益份额来获得融资,投资者最终成为筹资者的股东的融资模式^{[3]25}。股权众筹过程中一般包括筹资者、众筹平台以及投资者三个主体,筹资者主要是将自己的项目信息上传到众筹平台上,众筹平台审核并发布信息,投资者针对平台发布的信息选择投资项目。

二、我国股权众筹投资者保护必要性分析

(一) 我国股权众筹投资者保护面临的风险

1. 合法性风险

股权众筹在我国是否合法是第一大问题,股权众筹在我国一直没有专门规定。因此股权众筹如果没有合法性基础,更不用说投资者利益的保护了。按照我国《证券法》及《公司法》的相关规定,股权众筹为了避免触犯法律红线采取会员制等方式,旨在将公募转为私募。但是这种做法在现实中也存在很大争议,例如我国《证券法》规定股票的非公开发行要求不特定对象不得超过200人,但是股权众筹在操作中需要借助网络平台,公开性是其本质,人数限制与股权众筹本质相违背^{[4]53}。同时,即使股权众筹被规定为非公开发行也无法满足要求,因为非公开发行的要求是不能使用公开、诱导等方式发行,但是股权众筹发行的手段是借助网络发行,公开性几乎是难免的。

2. 融资方的欺诈风险

众筹平台连接着融资方与投资方。首先,融资方在平台上发布自己需要融资的相关信息,投资者浏览平台发布的信息并选择项目投资,这种间接获取信息的方式使投资者很容易遭受来自融资方的欺诈。而且由于股权众筹面向的都是普通公众,他们对于缺乏投资经验和投资技能,出于自身成本考虑,

他们也不会对融资方和平台进行详细地调查和了解,因此这种信息的不透明使得投资者易受到欺诈。同时,我国缺乏对众筹平台的监管,众筹平台对筹资者项目信息的审查是按照自己定的规则与标准,缺乏第三方的监管,容易导致众筹平台与融资方相互串通欺诈投资方。其次,我国目前股权众筹采用的是投资人跟随领投人进行投资的“领投模式”^{[5]20},领投人一般具有专业投资经验和技能,虽然一定程度上为无投资经验的投资人避免了风险,但是却也很容易造成筹资者与领投人串通使投资者遭受巨大损失。最后,虽然众筹平台的开放性使得投资者之间可以相互讨论,一定程度上能防止被欺诈,但是也正因其开放性,投资者的言论风向可能会被恶意引导,遭受巨大损失。

3. 资金募集与存管风险

在实际操作过程,股权众筹筹集资金需要一定的期限,在众筹完成之前,已经募集到的资金就会被储存在一起形成一个资金池,那么对于这些储存起来的资金应该由谁保管也没有明确规定。如果资金池保管方将资金用于其他方面,损害了投资者利益的问题该如何救济也没有规定。

(二) 我国股权众筹投资者保护中存在的问题

1. 我国股权众筹缺乏合法性基础

首先,我国《证券法》明确规定了何为公开发行,股权众筹面对的也是不特定对象,但是初创型、小微企业在成立之初并不能满足《证券法》对公开发行的要求,这是股权众筹难以跨越的障碍。同时,我国《公司法》对有限责任公司股东人数以及股份有限公司发起人人数进行了明确规定,但是股权众筹投资者数量很有可能超过该人数限制。其次,我国目前针对股权众筹出台的《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》(以下简称办法)还存在很多缺陷和漏洞。《办法》规定股权众筹的性质为私募融资^{[6]95},但是股权众筹本身就具有公开性,将其定性为私募反而有违其本质,也不符合股权众筹发展的目的。

2. 我国未建立合理的平台准入制度

在股权众筹的具体操作中,众筹平台至关重要,其不仅是筹资者发布项目信息的一个平台,其也承担着监管的责任,因此众筹平台能够有效监管也是投资者利益保护的一个重要方面。但是目前众筹平台发展并不理想,市场上的众筹平台良莠不一、泥沙俱下,管理混乱。虽然《办法》中规定对众筹平台实行事后备案管理,但并不能以该备案保证投资人的资金安全。因此这种较为轻松的准入条件及事后备案制度并不能起到监管的作用。另外,运营过程中监管的缺失。虽然目前我国在《办法》中规定由证监会对股权众筹进行监管,但是其中缺乏具体的监管规则,监管主体的权限也没有规定,这些规定的缺乏使得《办法》在实践中遇到了很多问题。在股权众筹

实际操作过程中,众筹平台需要审核项目信息,在融资过程以及后期监管中也需要平台进行监管,由此可见众筹平台承担着极为重要的监管责任,并且众筹平台是根据自己定下的标准进行监管。但是这种“自己做自己法官”的监管机制存在很大弊端。

3. 缺乏合格投资者规则

股权众筹针对的更多是普通民众,他们盲目地追求利润,缺乏对项目信息的准确判断,容易引发金融秩序的混乱。因此为了保护投资者利益,在股权众筹中应当区分普通大众投资者与合格投资者,合格投资者要求具备一定的资产以及承受风险的能力。但是目前我国证券市场涌入了很多普通投资者,他们缺乏投资经验及知识,并且基于“羊群效应”会盲目追求高额利润,再加上我国股权众筹规定存在许多问题,更加剧了投资者的风险。

三、股权众筹投资者保护的域外实践及启示

(一)美国股权众筹投资者保护制度

2012年《初创企业融资法案》(JOBS法案)在美国通过,该法案成为美国股权发展的基础。JOBS法案中规定了发行人可以借助中介向不特定个人投资者进行小额股权融资,并且针对股权众筹,创设了其豁免法则。当然在豁免的同时也对投资者保护进行了相关规定。具体规定有:首先对发行人及众筹中介的行为进行了限制规定。对发行人资格进行限制,排除了无特定营业计划的公司,并且同时规定发行人利用广告等方式宣传,未经SEC的批准,不得直接或间接地为其证券发行进行推荐的个人给予报酬或承诺。其次规定了众筹中介参与股权众筹所需要的两个条件:一是需要在SEC中登记成为注册商或者集资门户^{[7][15]},二是需要在任何相关的自律性组织中登记注册。其次规定了信息披露制度。JOBS法案分别规定了众筹中介和证券发行人的信息披露义务。众筹中介主要是根据SEC的规定披露投资风险及其他投资教育相关材料,而证券发行人的信息披露规定较为具体。此外,SEC在JOBS法案规定的基础上增加了一条后续信息披露规则。

再次规定了众筹中介的监管责任。JOBS法案以及SEC建议规则规定:第一,加强投资风险教育;第二中介应对发行人的董事、高管或持有股权超过20%的股东的背景进行审查或聘请第三方机构审核^{[8][35]};第三中介应采取措施应对可能出现的风险;第四众筹中介有对投资者信息进行保密的义务。最后,资金第三方托管制度。JOBS法案和SEC建议规则规定众筹中介要将众筹筹集的资金由第三方银行托管,当资金筹集完毕的时候才能将资金发放给实际发行人,这些规定主要是为了防止资金池风险以及投资者遭受欺诈的风险。

(二)英国股权众筹投资者保护规定

英国被认为是网络众筹的发源地,因此英国对股权众筹的规定也较为完善。2014年英国正式施行《FCA关于网络众筹和其他媒介销售不易折现证券的规定》(下面简称FCA众筹规定)。该规定的出台旨在合理保护消费者并且在保护消费者利益的基础上促进有效竞争。该规定中包含了借贷型及投资型众筹两种众筹类型,投资型众筹就是股权众筹。FCA指出了众筹中的风险,包含了“投资者缺少理解投资中的潜在风险”、“利益冲突”、“滥用平台进行欺诈或洗钱”、“平台倒闭或管理不当”以及“平台给予未经授权的建议”等。针对这些风险,FCA众筹规定主要针对平台和投资者作出了相应的规制。

(三)域外经验启示与借鉴

首先完善我国现有法律及规定,为股权众筹建立合法性基础。从美国众筹法案的相关规定我们可以看出美国对股权众筹的规定相当全面,建立了专门法或专门章节来规定股权众筹。英国作为不成文国家也由其监管机构制定了具体规则,对股权众筹中参与主体的权利和义务、具体运营规则等方面都进行了明确的法律规定。因此我国应当借鉴国外的这方面经验,以立法形式规定股权众筹的具体规则、运营模式等,这是维护投资者利益的基础。

其次对投资者的准入门槛按合理标准设定。各国对投资者保护的通常做法是对投资者的资质进行认定以及对投资者投资额上限。股权众筹的中心是面向普通公众,投资门槛低,因此如果对投资者进行“一刀切”的划分,显然违背了股权众筹的本质。因此我国可以借鉴别国经验,对投资者设定一定标准进行分类,从而能够在投资者保护与资本形成之间达到平衡。最后规范股权众筹平台的准入制度,加强众筹平台的监管职责。正如上文所说,股权众筹平台在股权众筹运营过程中发挥着重要作用,英美各国都加强了对众筹平台的监管。目前我国众筹平台资质有好有坏,亟需加强对众筹平台的监管,明确平台的责任与义务,这也是我国投资者保护的一个重要方面。

四、我国股权众筹投资者保护机制的完善

(一)完善股权众筹合法性基础

首先需要完善《证券法》相关规定。我国经济结构的转型以及社会主义市场经济的发展让股权众筹在我国得到迅速发展,为了更好地规制股权众筹,就需要对现行法律做出相应修改,对股权众筹加以明确规定,使其成为我国现有法律体系的一部分。由于我国现行法律对公开发行作出了很多限制,因此股权众筹一直徘徊在法律雷池一边,稍有不慎就可能违法,也因此我国股权众筹发展凝滞。2015年经

过第一次审议的《证券法(修订草案)》中增设了豁免制度,即向合格投资者公开发行的证券可以豁免注册或核准,因此我们可以借鉴美国的规定,在我国试行建立小额豁免制度,以公开发行的特殊方式将股权众筹写入现有法律,为股权众筹建立合法性基础。但是建立豁免制度有个关键问题即豁免发行的条件,也需要考虑到如何平衡资本形成以及投资者利益之间的关系。因此我们在设立豁免标准时就需要考虑到这两方面的问题,同时,豁免不应包括证券发行的侵权认定和救济方面。因此在确定具体标准时在确定股应注意以下几点:第一,对融资额度的限制。融资额度需要包括两方面及项目年融资总额度及单个投资者的年投资总额度。这样不仅有利于将资金引入初创型企业,也有利于控制投资者的投资风险。第二严格审查股权众筹平台资质,也有利于限制投资者的投资风险。其次对《办法》中的一些规定加以完善。《证券法》中规定的内容繁多并且很多都是基础规定,因此想要细化一点地规定股权众筹,就需要在《办法》的基础上加以完善。目前《办法》中对股权众筹的很多问题都没有规定,例如股权众筹平台的准入、具体运行程序、参与人的权利义务以及救济方法等。因此需要进一步完善《办法》,从而更好地监管股权众筹。

(二)规范股权众筹平台准入制度

股权众筹平台是连接着筹资者与投资者双方,在股权众筹运营过程中发挥着重要作用。因此为了投资者利益得到更好的保护,众筹平台的准入制度的建立就尤为重要。目前我国《办法》中对众筹平台的准入采取事后备案制,虽然起到了一定的监管作用,但是股权众筹风险大,投资者多属于没有投资经验和投资技能的普通公众,事后备案制度力度不够强,再加上我国征信体系和金融信用体系还不健全,因此不能够很好地保护投资者利益^{[9]56}。因此我们可以借鉴国外先进经验,采取平台准入许可制度,即由政府部门对众筹平台资质进行审核,许可符合标准的众筹平台进入市场。对于许可的条件可以包括平台最低注册资本、平台管理人员的资质水平、平台章程的规范性等。另外,可以借鉴美国法国的做法,要求众筹平台在注册期间购买民事责任保险,从而保证在其有过错导致筹资方、投资方有损失的时候,对其进行赔偿。

(三)确立合格投资者规则

合格投资者规则旨在防止不适当的投资者进入不适当的市场,购买不适当的产品^{[10]83}。通常对合格投资者进行确认的标准有两个,一是收入,二是风险识别能力。我国《证券投资基金法》第88条中对非公开募集基金中合格投资者规定了三个要求分别是收入标准、风险承担能力以及达到相应金额。我国《办法》也规定了作为股权众筹合格投资者的条

件。合格投资者规则要求与普通大众投资者相区分,合格投资者需要具备一定的资产以及投资经验,具备良好的风险承担能力并且具有较强的判断能力。因此,经由合格投资者规则,一些不具备相关要求的投资者就被挡在门外,合格投资者规则就像一座城墙,虽然不能解决全部风险,但在一定程度上起到了风险防范以及投资者保护功能。但是我国对个人投资者分类采取的“一刀切”的标准并不合理,阻碍了股权众筹的发展。因此就个人投资者而言,我们应该对投资者按照一定的标准进行分类,可以根据投资者的年收入、净资产以及风险识别能力的不同来划分合格投资者和普通投资者。但是如果规定了太高的合格投资者标准,就与股权众筹的本质相悖,因此应当规定较低的合理的个人投资者标准。

五、结语

股权众筹能够良性发展的核心就是投资者利益的保护。我国股权众筹还处在发展阶段,不仅缺乏合法性基础,在众筹平台的监管等方面也存在缺陷。因此当前应当完善我国股权众筹立法,以投资者保护为重心,建立股权众筹监管机制,并且根据我国国情,在借鉴域外发达国家先进经验的基础上,找出适合我国的股权众筹发展道路。

[参考文献]

- [1] 斯蒂芬·德森纳(Steven Dresner). 众筹:互联网融资权威指南[M]. 陈艳,译. 北京:中国人民大学出版社,2015.
- [2] 樊云慧. 股权众筹平台监管的国际比较[J]. 法学,2015(4):84-91.
- [3] 李玫,刘汗青. 论互联网金融下对股权众筹模式的监管[J]. 中国矿业大学学报(社会科学版),2015(1):24-31.
- [4] 杨东,刘磊. 论我国股权众筹监管的困局与出路——以《证券法》修改为背景[J]. 中国政法大学学报,2015(3):51-60,158.
- [5] 钟维,王毅纯. 中国式股权众筹:法律规制与投资者保护[J]. 西南政法大学学报,2015(2):19-26.
- [6] 刘明. 论私募股权众筹中公开宣传规则的调整路径——兼评《私募股权众筹融资管理办法(试行)》[J]. 法学家,2015(5):95-104+178.
- [7] 刘明. 美国《众筹法案》中集资门户法律制度的构建及其启示[J]. 现代法学,2015(1):149-161.
- [8] 余涛. 美国 JOBS 法案之评析——以股权式众筹为中心[J]. 金融法苑,2014(2):347-363.
- [9] 胡薇. 股权众筹监管的国际经验借鉴与对策[J]. 金融与经济,2015(2):53-56.
- [10] 张付标,李玫. 论证券投资者适当性的法律性质[J]. 法学,2013(10):82-89.