

欧洲股权众筹投资者适当性 制度之比较研究*

张继红** 吴涛***

摘要:运用互联网技术平台创新出的新型融资方式,股权式众筹不仅拓宽了初创型企业融资的新渠道,也代表着互联网资本市场发展的重要方向。意大利、法国、英国作为欧洲股权众筹立法的先行者,围绕股权众筹适当性制度的构建进行了立法规制,尽管具体规则设计不同,但价值取向却殊途同归,即构建投资者适当性制度。在欧洲国家股权众筹立法比较分析的基础上,探寻我国股权众筹投资者保护制度的构建思路,即我国应将股权众筹纳入规制范畴并加以合法化,以适当性制度为核心要素,从准入资质、投资者分类及适合性测试、投资建议、责任追究、投资者教育五个方面加以完善。

关键词:股权众筹 适当性制度 投资者教育
适合性测试 准入资质

* 本文系国家社科基金一般项目“大数据时代金融消费者信息权保护制度研究”(项目编号:15BFX112)阶段性成果;上海对外经贸大学085工程重点学科专业建设阶段性成果。

** 上海对外经贸大学法学院副教授,法学博士。

*** 上海对外经贸大学法学院法律硕士研究生。

众筹的兴起源于不断发展的数字化技术与社交通讯技术,高速网络与数字装置越来越普及;经济危机与中小企业融资缺口的双重作用将众筹推向了普惠金融的风口浪尖。相较于其他融资方式,股权众筹所面临的风险更大,欧美等国相继对股权众筹制定了监管规则,其中较引人注目的是近期欧洲股权众筹的立法探索:大都承认股权众筹的合法性并在立法中明确引入适当性制度,在拓宽中小企业融资渠道的同时,亦注重投资者权益保障制度的建设。

一、方兴未艾——适当性制度于股权众筹之构想

投资者适当性制度最早出现于美国1939年《国家证券交易商协会公平行为规则》,表述为“当会员向客户推荐购买、出售或者交易任何一个证券时,如果客户已经披露其持有的证券和金融状况及需求,则必须以披露的情况为基础认为其推荐对于客户是适当的”。虽然此表述过于主观,缺乏具体的判断标准和操作范式,但一直以来固有的“买者自负”原则(caveat emptor)在金融领域却已悄然发生着改变——基于不对等的市场地位而附加给证券服务提供商更多的义务以衡平公平价值。

金融活动具有无形性、专业性、信用性、复合性和复杂性等特征,作为金融创新的股权式众筹结合了互联网技术与普惠金融的理念,使得这些特征更加突出。普通投资者在金融市场中处于弱势地位,不仅表现为外在的信息获取和经济实力相对较弱,还存在内在的投资知识、经验和分析能力缺失问题。有鉴于此,投资者保护历来为金融监管当局所关注。

从法律规制手段上分析,投资者保护制度可以分为赋权模式与限权模式两种不同方式。赋权模式包括信息披露制度和冷静期制度,通过知情权和撤回权的赋予来弥补投资者的弱势地位。^[1] 这种模式的

[1] 参见韩祥波:“金融产品销售的适当性法律问题研究”,中国政法大学2011年博士学位论文。

规制前提在于:投资者具备足够的理性,有能力做出合适的决策,法律需要通过解决信息不对称和鲁莽冲动的困境来帮助投资者实现这一点。然而,金融的创新使得投资者面临的风险逐渐扩大,投资者的理性瑕疵^[2]也越来越反应在市场之中,需要适当性制度作为限权模式来加以干预,体现出政府对投资者非理性的考量。

我国立法对适当性制度已有初步规范,^[3]但仍存在规则较为庞杂、散乱,法律位阶较低,原则性规定过多,制度践行收效甚微等问题。上述规范对证券服务提供商的要求并不统一,其零散的特定金融业务规制及主体规制很难涵盖其他领域的投资者,亦无法适应日新月异的金融市场创新与变迁。适当性制度不应拘泥于传统金融产品和金融业务,美国次贷危机充分说明了这一点:次级贷款的经纪交易人应当在美国 SEC 的管辖之下,行为应当受到 SEC 的监管,如果经纪交易商违背了适当性的要求给投资者造成损失,在符合特定条件的情况下,也应给予救济;此外,如果传统证券行业领域适用的规则对于次级贷款这种产品也是适用的话,那么,次贷危机本来应当是可以避免的,至少是可以减轻的。^[4]对次贷危机的反思映射出监管当局对股权众筹这一金融创新形式的忧思,通过对股权众筹等金融创新产品进行适当性制度构建,是我国进一步完善投资者保护制度的应然选择。

投资者保护制度构建体现在横向和纵向两方面的规则设计:横向规制路径,主要以证券服务提供商的适当性义务为主(倾斜性保护),

[2] 理性瑕疵包括:有限意志力、禀赋效应、乐观偏见、积淀成本、决策语境与缺省规则。转引自马辉:“从信息不对称向决策瑕疵矫正的弱者保护路径变迁”,载《经济法论丛》第26卷。

[3] 相关规定包括:《商业银行个人理财业务管理暂行办法》、《商业银行个人理财业务风险管理指引》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》;《证券公司监督管理条例》、《关于加强证券经纪业务管理的规定》、《证券投资顾问业务暂行规定》、《证券公司代销金融产品管理规定》;针对创业板的《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》、《创业板市场投资者适当性管理实施办法》、《创业板市场风险揭示书(必备条款)》;针对股指期货产品的《关于建立股指期货投资者适当性制度的规定》、《股指期货投资者适当性制度实施办法》、《股指期货投资者适当性制度操作指引》;针对投资者的《证券公司营业部投资者教育工作业务规范》、《上海证券交易所个人投资者行为指引》,等等。

[4] 参见简捷:“论欧盟投资者适当性制度”,载《法学评论》2013年第1期。

辅以投资者理性审慎行事之要求(适度性保护);纵向监管路径,主要以监管机构适当性规则的制定及执行、投资者的金融教育普及要求为主。

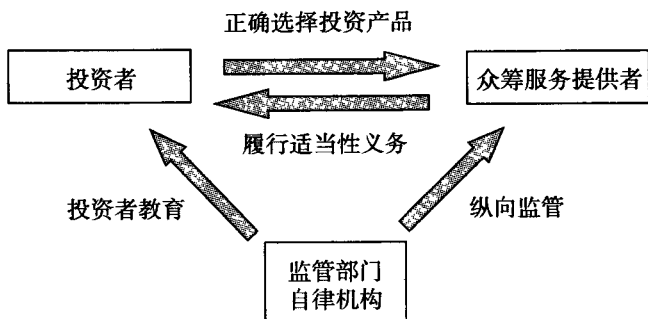


图1 投资者适当性制度中投资者、众筹服务提供者及监管层关系结构图〔5〕

二、他山之石——欧洲探路股权众筹立法之先例

欧盟于2013年10月3日发布了《众筹在欧盟——发掘欧盟行动的潜在附加值》意见征询书,就有关众筹的定义、优势、风险、监管等问题进行广泛的意见征集,以考察是否有必要在欧盟层面采取监管措施以对各成员国立法进行协调统一。2014年3月中旬,其又发布了有关众筹监管意见征询的《总结报告》,但迄今为止欧盟层面尚未出台针对股权众筹的专项指令文件或立法。

目前只有意大利、英国和法国进行了股权众筹领域的专门立法,并将投资者适当性制度纳入其中。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。英国金融行为监管局(FCA)于2013年10月24

〔5〕 参见武汉大学课题组:“投资者保护法律制度完善研究”,载《证券法苑》2014年第10卷。

日发布了《众筹平台和其他相似活动规范行为征求意见报告》(CP13/13),向社会征求意见并提出监管建议。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)。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)。

(一)意大利、英国、法国股权众筹适当性制度之比较

意大利、英国和法国作为欧洲股权众筹立法的先行者,围绕着股权众筹适当性制度的构建进行了立法规制,三个国家立法规则既有相似之处,又有各自的创新。

1. 市场参与者限制

在风险面前,股权众筹投资者相比其他众筹类型更加脆弱,通过对市场参与者的限制性规定来保护投资者成为意英法三国的共同选择。值得注意的是,由于三个国家的市场环境 with 制度背景不同,意英法从不同角度,分别采取了对融资企业、投资者、众筹中介进行限制的规则设计。三个国家的立法恰好涵盖了三方市场参与主体,并且各有侧重。

意大利侧重对融资企业的限制性规定,意大利众筹条例将股权众筹这一融资途径限制为“创新型初创企业通过线上平台进行的风险资本集合”,将融资主体限定为“创新型初创企业”。根据2012年221号法律(Law 221/2012),创新型初创企业的业务主要为高新技术产业,在获得政府扶持的同时需要满足一定的条件。^[6]

英国侧重于对投资者的限制性规定,英国众筹监管规则要求众筹业务的客户群体被限定在以下几种特定类型之内:(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(sophisticated

[6] 存续期间未超过4年、主要营业地为意大利、主要控股人是自然人并持有不低于51%的股权以及投票权、未分配利润、年度总产值不高于500万欧元、未经历过合并或分立、公司运营团队满足一定高新技术要求。公司运营团队的高新技术要求表现在以下三个方面:第一,科研费用应占到公司年度开支的30%;第二,1/3以上雇员拥有博士学位或正在攻读博士学位;第三,拥有发明、设计专利、计算机软件相关权利等知识产权。

investors);(5)散户得到认证或自我认定为高净值投资人;(6)散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)^[7]的10%。前五项限制性规定实际上要求散户具备一定的专业投资知识或专业投资经验,而第六项中10%可投资资产净值的限制则是针对欠缺相应知识和经验的普通投资者进行的投资额限制。该项规定实质是对 MiFID 所确立的投资者分类标准进行了股权众筹领域的细化。

法国侧重对众筹中介的限制性规定,法国原有的金融监管法规要求提供证券投资类金融中介服务需要被授权认定为“投资服务提供者”(prestataire de services d'investissement, PSI)或“金融投资顾问”(conseiller en investissements financiers, CIF),服务类型包括以非担保形式帮助证券发行方寻找投资者、代表第三方接受和传输投资指令、代表第三方签订证券买卖协议等。由于 PSI 的资质要求过高,很多法国的众筹中介(如 WiSEED、Anaxago 等)都采用门槛较低的 CIF 资质,在提供投资机会的同时提供投资建议。法国众筹条例以 CIF 为模板创新出“众筹投资顾问”(conseiller en investissements participatifs, CIP),在股权众筹领域替代原先的 CIF 资质。

2. 投资建议

在缺乏尽职调查渠道和金融数据分析能力的情况下,相比项目的路演等宣传手段和其他同类投资者的投资决策,缺乏投资知识和投资经验的散户更愿意相信来自专业领域的指导和帮助。投资建议作为一项典型的金融服务,在投资决策时对普通散户而言具有较大的影响力,然而意英法在股权众筹领域对待投资建议的态度却各不相同。

英国对投资建议持谨慎的态度,要求股权众筹平台只提供辅助性的服务,不涉及“受监管活动”(regulated activities)。如果平台提供的说明构成投资建议,比如星级评价、最佳投资评比等形式,平台需要向 FCA 申请投资咨询机构的授权。^[8] FCA 认为,企业在运作股权众筹

[7] 可投资资产净值不包括基本的居住条件、养老金和寿险保障等基本的生活条件。

[8] 根据《2000年金融服务与市场法》的规定,提供投资建议是受监管活动之一,需要向 FCA 申请投资咨询机构的授权。

业务时可能会出现提供未经许可建议的情形,因而投资者会面临不当建议的风险,包括:无意中提供建议、简化的建议、全权委托投资管理服务等形式。然而,这种逐案授权的方式对众筹平台的资质要求非常高,目前英国已取得授权的平台数量十分有限。除了资质限制之外,英国的金融监管法规对投资建议的内容及法律责任都有较为严格的规定。

相较于英国的谨慎态度,法国则鼓励众筹平台向缺乏投资知识和投资经验的散户提供投资建议,弥补散户在专业知识和经验方面的不足,以提高投资者的理性决策。在法国,提供股权众筹服务需要 PSI 或 CIP 资质。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;CIP 由法国金融中介人员登记机构(ORIAS)注册,监管主体为 AMF。无论是门槛很高的 PSI 资质,还是更适合众筹微金融特性的 CIP 资质,都可以向投资者提供投资机会与投资建议。根据法国《货币与金融法典》的规定,投资建议被定义为:金融顾问基于投资者请求或主动为投资者提供个性化的推荐,通过建议的方式在一个或数个金融工具交易的选择中帮助投资者进行决策。AMF 对投资顾问的职责、商业行为、透明度都做了具体规定。

相比之下,意大利则跳出了英法两国投资建议点对点的定式思维,创新出“领投人制度”。以专业投资人率先做出投资决策的方式,向散户以点对面的形式提供投资参考。意大利众筹条例规定,平台在执行股权众筹项目时,平台经营者应当确保其中有 5% 以上的融资额度由专业投资者、银行或初创企业孵化公司(innovative start-up incubators)认购。该项规定是股权众筹业务成功运作的前提,如果无法满足条件则整个认购过程将被认定无效。通过“领投人制度”,散户可以挑选出其信赖的领投人并进行跟投,从而避免了投资的盲目性。

3. 适合性测试

在欧盟层面,MiFID 规定了投资公司“了解客户”的义务,这是其履行“最佳执行”义务和其他业务行为规则的前提。该指令引入针对散户的全面测试和针对专业客户的有限测试,包括适当性测试和适合性测试。适当性测试针对提供投资意见和建议产品,要求投资公司充分收集有关投资者的投资知识和投资经验、财务状况、投资目标等方面的重要事实,结合特定金融业务的性质和范围,有合理的根据相信所推

荐或在投资组合管理过程中进行的特定交易满足以下条件:符合客户的投资目的、客户的财务状况可以承受相关风险、客户具有了解风险所需的知识和经验。适合性测试针对非建议产品和辅助服务,要求投资公司根据投资者是否具有投资相关金融业务的必要知识和经验,评估该金融业务对其是否适当,当不能决定适当性与否的情形下,可以在向客户提出警示的前提下提供服务。^[9]

由于英国股权众筹平台只有在获得授权的情形下才能提供投资建议,英国监管规则只规定了针对非建议产品和辅助服务的测试规则。规则规定,无论企业的业务是否被 MiFID 覆盖,在没有投资建议的情况下,企业必须在发出邀请之前确保其客户拥有足够的知识和经验来理解所涉业务的风险,企业对未被建议的零售客户应当进行适合性测试(appropriateness test)。根据 COBS 第 10 章,在向散户发出直接非上市证券金融推介之前,应当要求客户提供相关信息以评估金融业务是否适合客户。相关信息包括:客户熟悉的金融服务、交易和指定投资的类型;交易和指定投资的性质、规模、频率和持续时间;客户受教育水平和专业等。规则指出,特定复杂金融产品或服务在面向零售客户之前,企业应当通过众筹平台在线注册流程确保客户具备足够经验和知识来理解业务的风险,这种针对个人的适当性评估可以在合理期限内豁免重复的适当性评估。英国所规定的股权众筹适合性测试是以典型的 MiFID 适合性测试的形式进行的,体现出投资者适当性规则中的“了解客户”义务,而意大利和法国则有所变通。

意大利众筹条例在平台经理人的信息提示义务中规定了平台经理人对投资者的信息收集和风险提示义务。平台必须设立前置的流程,确保投资者在平台进行投资活动之前经过这一流程的筛选。该流程分为三个步骤:第一,阅读相关材料,接受一定的投资者教育;第二,积极地填写问卷,确保其理解创新型初创企业众筹的特点和风险;第三,投资者宣布其资产能够承担投资全部失利所带来的负面影响。意大利众筹条例将适合性测试与投资者教育、投资者筛选相结合,通过平台前置

[9] 参见曾洋:“‘投资者风险自负原则’研究——以证券法第 27 条为中心”,载《南京大学法律评论》2013 年春季卷。

的三步流程来筛选合适的投资者。通过该流程的投资者即使无法确定适当性,其书面的自认宣告和大量的风险提示已经满足 MiFID 关于适当性测试的豁免规定。

法国众筹条例并未明确规定适当性测试的内容,法国监管层选择将该内容整合到 CIP 投资顾问的职责之中。根据 AMF 对投资顾问的职责规定,从其客户或潜在客户获取相关信息是提供投资建议之前必经程序,相关信息包括投资知识和投资经验、财务状况、投资目标等,确保投资建议的适当性。当客户或潜在客户不提供或无法提供相关信息时,投资顾问应当拒绝提供任何投资建议。

(二) 小结——规则设计的殊途同归

由于英国、意大利及法国的市场状况、制度背景、法律传统以及各自的规制思路都有较明显的差别,三国在股权众筹的规则设计上都融入了本国特色,做了一定的制度创新。

英国在股权众筹领域采取了与 MiFID 规定相似的适当性制度,以投资者分类为前提,基于股权众筹微金融和高风险的属性对缺乏投资知识和经验的散户加以 10% 可投资净值的限制;以“了解客户”义务为基础,要求平台充分收集有关投资者的重要信息,包括投资者进行尽职调查的信息;^[10]以“最佳执行”要求为核心,要求平台在进行金融推介活动时满足公平、清楚、不误导的要求,确保投资者理解金融产品和服务的风险,以及投资决策的适配程度。

意大利则采取“领投人制度”和融资主体限制相结合的模式来降低散户投资者面临的风险,提高投资决策的科学性,从而提高股权众筹产品与散户投资者之间的匹配度。由于“创新型初创企业”要求的门槛较高,符合条件的基本都是从事高新技术类产业的企业,无论从运营团队的整体素质,还是投资行业的市场前景,一般比不加遴选的普通企业更加优秀。相比英国监管规则指出的 50% ~ 70% 的初创失败概率,意大利通过融资主体的高门槛,降低了股权众筹投资失败可能产生的

[10] FCA 认为对投资项目的尽职调查不单单是投资者方面应当自发进行的,为了平衡权益和风险,企业为符合金融推介规则应保证信息的详实,其中应包括投资者进行尽职调查的信息,包括是否进行、调查的程度、相关分析结果三个方面。

风险,从而更加适应抗风险能力较弱的散户投资者。而且,意大利股权众筹条例将投资者分为两类,即具备投资知识和经验的专业投资者和欠缺相应知识和经验的散户投资者。由于每一个成功融资的项目至少有5%的融资额度由专业投资者、银行或初创企业孵化公司认购,面向公众的股权众筹项目至少有一个专业的投资者进行过尽职调查并率先进行投资,对散户投资者起到了投资指引的作用,从而进一步降低了其投资风险。

法国将适当性义务通过投资顾问的形式附加给众筹中介,要求其忠诚、公平地履行客户利益最大化的职责。AMF要求投资顾问在提供服务时必须遵守与其身份相关的规则和要求,利用其专业技能、主观能动性和勤勉来实现客户利益的最大化,确保客户的需求、目标与提供的服务相适配;提供的服务要基于客户全面的信息,确保投资建议的适当性。

由此可见,英国、意大利、法国尽管具体规则设计并不完全相同,但三个国家的立法目标及价值取向却是殊途同归,即构建投资者适当性制度,在权利义务设定上突出体现股权众筹平台对投资者的适当性义务。同时,以英国、意大利及法国为代表的欧洲国家,都倾向于将股权众筹这种金融创新形式通过立法、政策声明等形式合法化,纳入到新创或已有监管框架内进行规制。即便是未专门立法的德国、芬兰等国也在原有法律框架内寻求规制依据,通过牌照要求、受监管活动的豁免等方式将股权众筹融入其法律体系内,从立法层面肯定股权众筹在拓展融资渠道、活跃金融市场、推进金融普惠方面的积极意义。

三、因地制宜——适当性制度差异性设计之考量因素

意大利、英国、法国作为探路股权众筹立法之先驱,无一例外地将投资者适当性制度作为核心的立法理念,但又不约而同地突破了适当性制度发源地——美国立法模式,分别做出了创新和变通。这种差异性设计的立法理念,源于美国早期适当性原则的扩张性适用所带来的“滥权”之痛。虽然适当性原则旨在实现实质公平,有力地保障了投资

者权益,但该原则过度使用则不利于培养投资者的理性和独立性,有“法律父爱主义”之嫌。在构建股权众筹投资者适当性制度之前,立法者必须清楚地意识到适当性原则的两面性,一方面,该原则对投资者保护具有积极意义;另一方面,其过度扩张有可能威胁金融市场创新及自由,对公平的过度强调会招致效率的减损。

一面是处于不利市场地位的投资者,如同待宰羔羊,处境堪忧;另一面是肇始于滥权,对证券服务提供商的敲诈盛行。两难的抉择呼唤有效的规则设计,市场需求催生合理的制度创新。就美国而言,将适当性规则提升法律位阶、明确道德责任与法律责任界限、进行诸如 JOBS 法案等特定金融形式的制度创新,成为美国金融行业繁荣的强大助力。

欧洲国家在进行规则设计时清楚地意识到,过于原则性的制度不利于市场主体的行为规制,更难以在实践中践行。金融领域里有效且合理的规则设计必然是有明确的行为指引和范式,设定相对清晰的权利与义务,并充分考虑到差异性因素。差异性体现在两个方面,即金融业务的差异性和市场环境的差异性。金融业务的差异性意味着监管规则需要与时俱进、推陈出新,必要的制度创新在面对日新月异的金融市场时,可以保证规制的有效性并在一定程度上克服法律的滞后性。市场环境的差异性意味着国内法层面的规则设计需要考虑到不同国家、不同市场的制度基础和制度沿革,改革的阻力及障碍必须通过渐进与传承才能得以有效消除。

(一) 意大利——政策导向

2012年10月18日意大利发布《关于进一步刺激经济发展的紧急措施》(第179号法令)。该法令旨在通过新的制度框架为初创公司提供激励、鼓励创新,降低此类企业的制度阻力和运作成本,从而达到刺激国内经济发展和改善就业环境的目的。意大利政府认为,没有一个政府可以强迫其公民服务于创新与创业,更不能迫使他们以诚待人。但一个好的政府可以消除创新的阻力,促进创业与创造,并为那些以诚待人并努力创造未来的人们提供坚实的后盾。意大利需要反思旧的模式,需要见证新的改变,需要从现在开始致力于创新与创业。^[11]正是

[11] 参见意大利经济发展部发布的“Restart, Italy!”文件第138~142页。

由于意大利国家层面的创新与创业战略，“创新型初创企业”从问世以来就得到各类扶持与豁免的眷顾，如融资方式及渠道的拓展、一般公司法的豁免规定、税收优惠等。

政府在报告中总结了初创企业的各类需求，如减负需求、合适位置需求、资源需求等。在上述各类需求中，金融资源被放到非常重要的地位。一方面，众筹模式作为一种新兴的普惠金融形式，拥有非常广阔的投资者群体和市场前景，被意大利政府作为扶持创新创业的激励机制应用于创新型初创企业的融资制度上；另一方面，众筹模式可以作为贯通连接普通公众与创新创业前线的桥梁，不仅可以有效促进金融普惠，还可以促进创新政策的普及。由此可见，意大利股权众筹规则的出台及适当性制度的规则设计是国家政策导向的结果。

除了政策导向因素外，对众筹融资主体的限制还可起到试错作用。尽管这种限制可能被质疑为政府对市场的过度干预，但逐步放宽融资主体限制，通过试错的方式确保整个金融系统安全，不失为一种相对稳健的监管策略。

相比限制融资主体所体现出的政策导向激励，意大利众筹立法中的领投人制度则从另一侧面彰显出克服普通投资者信息级联困境的智慧。“众筹”之“众”由个体组成，然而每个个体在决策时都会被一时兴起的念头、特殊的癖好、周期性的激动和鲁莽所影响，^[12]其决策不仅难以确保正确，更难以确保适合其他人。然而，投资者群体会出现因为个别决策误导而同时性地对一个事物进行狂热地追逐，直到下一个更有吸引力的事物出现为止。这种个体投资决策互相作用的现象会引发价格泡沫，危害金融体系的稳定，被称为“羊群效应”（herding effects）。羊群行为出现的经济原理表现为“信息级联”（information cascades）对交易费用的节约能力——后决策者观察和利用先决策者的行为，获取并依赖他人的信息，以“采取”或“拒绝”的方式获得后发优势，节约了大量的尽职调查成本。尽管信息级联在巧妙地运用下可能会带来交易费用的降低，但缺乏单个个体信息的决策难以适应互联网金融创新背

[12] Joan MacLeod Heminway: *Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the “Crowd”*, (838).

景下不断个性化、复杂化的金融产品及服务。面对互联网上庞杂的信息,信息级联只有在专业性判断的基础上才能保证决策的适当,缺乏判断和筛选必然会导致信息失益,因此金融领域的投资行为对决策者的个人业务素质要求更高。正因为缺乏投资知识和投资经验之“众”在面对具备复杂性、专业性、快节奏信息之“筹”时,很容易出现集体非理性行为,所以在决策环节亟需一定的专业性指导。意大利领投人制度作为股权众筹的准入性规定,有效解决了散户投资者面临的信息级联困境。专业投资者先期的尽职调查、对信息的分析、同类项目的对比直到最终的决策,以充分的专业投资知识及经验为支撑,有能力做出相对合理的投资决策,在一定程度上克服了信息级联的负面效应,大大节约了交易费用,降低了跟投人的投资风险。

(二) 法国——从 CIF 至 CIP

法国在证券投资领域一直采取 CIF 和 PSI 的资质要求。PSI 门槛过高,并不适合具备微金融属性的股权众筹。为了适应股权众筹这一金融创新形式,法国以 CIF 为模板进行了股权众筹的专业化设计,衍生出 CIP 模式,通过一系列豁免性规定(如取消最低资本金的限制等)让 CIP 更加适应股权众筹的特点。获取 CIP 资质必须通过 AMF 的检验及监管,确保其具备适格的专业水平,遵守商业行为和机构守则,遵循 AMF 监管规则。AMF 主要从两个方面对 CIP 进行规制:一是审核申请文件,进行资质准入检验;二是众筹中介通过 CIP 资质准入程序之后,需要履行年度披露义务。

法国的投资顾问制度与意大利的领投人制度具有共通之处,在散户投资者进行投资决策时对其施之以专业性辅助。而法国体现出的是点对点专业辅助,通过个性化的投资建议来提升散户投资者投资决策的合理性,即对自由化的投资选择进行合理化筛选。相较而言,意大利则体现出点对面的专业辅助,通过众多领投人提供的投资参考,帮助散户投资者控制风险,即对经过合理化筛选的选择进行自由化匹配。然而,上述专业投资辅助制度均依赖于一定的市场及制度基础,不可贸然套用。例如,在获取法国 CIP 资质之后,众筹中介要向投资者提供投资建议,仍需投资者支付一定的交易费用,确保对投资顾问具备足够的行为激励。然而,过高的交易费用不利于普通投资者,还需要政府通过补

贴、税收优惠等政策来加以扶持,减少制度运行的阻力。例如,意大利的税收优惠政策、英国政府推行的股权众筹激励机制(包括企业投资计划 EIS^[13]和种子企业投资计划 SEIS^[14])等。我国目前在顾问团队建设、政策扶持方面仍存在一定缺失,在借鉴域外法制时更应注重制度基础环境建设。

(三) 英国——MiFID 规则的沿用

英国众筹监管规则将 MiFID 适当性规则进一步细化,在投资者分类的层面增加了散户 10% 可投资净值的限制,在适合性测试方面做了股权众筹的针对性设计,在“最佳执行”方面规定了原则性要求。英国之所以采取这一立法进路,源于其一直致力构建证券投资领域的投资者适当性制度。作为欧盟成员国将 MiFID 国内法化的代表性国家,其适当性制度体现在三个层面的法律规制:一是欧盟层面,以 MiFID 为代表;二是国内法层面,以《2000 年金融服务与市场法》为代表;三是监管层面,以 FCA 制定的监管规则为主。股权众筹领域的专门性立法,自然需要落入这三层法律体系设计,并沿用最上层 MiFID 所确立的规则设计模式,即投资者分类、“了解客户”义务、“最佳执行”要求。

英国在此次股权众筹监管规则的出台过程中,并不止于规定投资者、证券服务提供者这样的平行市场主体之间的适当性义务,而是通过投资者教育将适当性制度进一步立体化。英国在立法规制策略上选择了将市场信息反馈与投资者教育相结合的模式。此次监管规则的出台是基于 2013 年《众筹平台和其他相似活动规范行为征求意见稿》而展开的,规则的内容大多针对实践中总结出的问题以及民众的反馈意见。规则全文长达 95 页,前半部分采用问答的形式,对众筹已经出现的问题和可能出现的问题进行逐条梳理和总结。相关信息的采集和整合过程中,民众参与是至关重要的一环。英国政府通过收集及时、真实的市场信息,综合考虑普通大众的各类需求,制定出符合需求、易被市

[13] Enterprise Investment Scheme,在该框架下,投资者每个纳税年度可以最多投资 100 万英镑,累计可获 30% 的税收优惠,减税额度最高可达 15 万英镑;此外还在股权众筹方面提供其他大量的激励措施。

[14] Seed Enterprise Investment Scheme,在该框架下每 10 万英镑投资即可为投资者带来最多高达 50% 的税收优惠,超过 3 年的股份无须缴纳资本利得税。

场接受的监管规则。与此同时,2013年的征求意见报告和2014年的监管规则本身又是投资者教育的绝佳文本,在向民众征求意见和收集信息的同时也是政府开展多样化投资者教育活动的方式之一。投资者教育不仅需要设立较为稳定的金融教育机构,如英国2010年设立的金融消费者教育局,还需要构建多样化的教育渠道,结合不同的教育形式,以提升公众对教育活动的参与度。

四、尚付阙如——构建我国股权众筹适当性制度

将股权众筹合法化,这是建设股权众筹投资者适当性制度的基础,正所谓“皮之不存,毛将焉附”。我国股权众筹合法化面临的主要法律风险是对《证券法》第10条^[15]的解释问题,对象是否特定、人数是否超过限制成为判断股权众筹合法性的核心问题。其他国家在实践中同样遭遇类似合法边界问题。英国早期通过基于会员制的双层股权关系架构来寻求法律规避,通过对象特定化的实践技巧来跨越监管障碍。考虑到法律规避过于僵硬可能带来的风险,英国FCA在专门的监管规则尚未出台之时,就已经开始着手对众筹平台的规制,如采用发警示通知、劝诫等,对其认为已经触及法律红线的众筹平台进行警告和清退。此种情况下,对监管当局的主观能动性要求极高,一方面监管者需高度警惕、积极推进立法补缺,另一方面需要对市场进行基于个案的干预和调整。相比不特定对象问题,200人的限制在实践中也可以通过业务安排来解决,如国内股权众筹平台“大家投”明确规定项目中领投人和跟投人的最低投资额度分别为项目融资额度的5%和2.5%,如此一来投资者数量不会超过39人。

事实上,股权众筹存在私募与公募的双重属性,欧美国家对众筹普遍持包容态度,这也为互联网金融的进一步发展创造了制度空间,而我

[15] 《证券法》第10条规定:“……未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行证券。有下列情形之一的,为公开发行:(一)向不特定对象发行证券的;(二)向特定对象发行证券累计超过二百人的;(三)法律、行政法规规定的其他发行行为。非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。”

国将股权众筹纳入规制范畴并加以合法化则是顺应这一发展趋势的应然之选。我国股权众筹监管框架的构建中,应以适当性制度为核心要素,主要从以下五个方面进行完善。

(一) 准入资质

在法律环境尚不明朗的情况下,我国目前市场上已有多家股权众筹平台,其主流做法是将投资者分为普通投资人和合规投资人,由合规投资者进行尽职调查并决定投资,其他普通投资者跟投资金,即“领投—跟投”模式,与意大利“领投人制度”较为相似。2013年10月17日,天使汇众筹平台联合其他投融资机构共同发布《中国天使众筹领投人规则》,以行业自律形式规定投融资双方的义务与责任,明确众筹的基本流程,以促进股权众筹投资正规化、标准化。监管当局理应在现有股权众筹实践发展的基础上进行相应的法律规制,有针对性地预防、控制我国股权众筹发展所面临的法律风险。

2014年12月18日,我国证券业协会发布《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》),以行业自律规范的形式探路股权众筹监管。然而,其对私募股权众筹融资的投资者却设定了过高的准入标准,即“投资单个融资项目的最低金额不低于100万元人民币”或“金融资产不低于300万元人民币或最近三年个人年均收入不低于50万元人民币”。这对普通投资者而言,显然是一条难以逾越的鸿沟。该标准虽然对净化股权众筹投资市场具有积极意义,但对投资者的准入标准过于严格并不符合“众筹”之“众”的本质和互联网精神。换言之,准入资质的设置不应当把重点放在对普通投资者的限制,而是应将关注点更多地聚焦合规投资者(即领头人)及众筹平台的准入规制上。

事实上,我国股权众筹平台“领投—跟投”模式存在较大法律风险:由于众筹平台的虚拟性,如果领投人与项目发起人存在恶意串通,投资者遭遇欺诈行为时就很难发现并搜集证据。加之,股权众筹在收益方面的不确定性和长期性使投资风险骤增。因此,在股权众筹立法框架中必须对领投人资质进行准入限制和监管,以降低投资风险。即在股权众筹立法中明确领投人的地位,并建立统一的准入标准;或授权股权众筹平台建立差异化标准,并以立法形式明确最低标准,从而有序

促进众筹平台之间关于领投人资质及服务质量的良性竞争。

在股权众筹平台监管方面,《征求意见稿》规定了股权众筹平台设立的实质性要件,即“资金不低于500万元人民币”及“有与开展私募股权众筹融资相适应的专业人员,具有3年以上金融或者信息技术行业从业经历的高级管理人员不少于2人”。但相较普通投资者的准入标准,该门槛显然过低。目前市场上股权众筹平台良莠不齐,“500万元”和“2人”的要求确实可以淘汰掉不少“小作坊”式众筹平台,但显然不能有效保护股权众筹之普通投资者。毕竟股权众筹直接面向缺乏风险承担能力的普通公众,对于这种金融创新形式在其发育成长初期理应遵循金融安全原则,采取严格准入模式,对股权众筹平台采取资格及行为限制等措施来予以规制。在这里,我国可借鉴法国牌照制度,探索建立适合我国市场的强制注册制度,由证券业协会负责统一注册登记,并由证监会监管股权众筹活动。

(二) 投资者分类和适合性测试

作为投资者适当性制度的前提,恰当的投资者分类规则是其合理运行的基础性保障。投资者分类规则中普遍重视对“可投资净值”的把握,即扣除掉影响基本生活条件的资产,如基本居住条件、养老金、寿险保障等。在这一点上,我国亦应采纳“可投资净值”的概念,确保金融活动对基本生存和社会秩序的无害性。在规则设计时,可以引入充分的风险提示及说明后的“自认”形式,以确保投资者得到全面且充分的提示和告知。

如前所述,区分机构与个人高低收入是投资者分类的关键。鉴于我国股权众筹投资者主要是自然人散户投资者,如何界定高低收入就成为核心问题。这里,可以参考《私募投资基金监督管理暂行办法》(2014)对“合格投资者”的界定,^[16]即个人最近3年年均收入50万元

[16] 《私募投资基金监督管理暂行办法》第12条规定:“私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力,投资于单只私募基金的金额不低于一百万元且符合下列相关标准的单位和个人:(一)净资产不低于一千万元的单位;(二)金融资产不低于三百万元或者最近三年个人年均收入不低于五十万元的个人。前款所称金融资产包括银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货权益等。”

可以作为区分高低收入者的基本标准。对近3年平均收入低于50万元的投资者,监管当局应制定更加严格的投资者保护规则,通过制度安排和规则设计预先控制可能产生的投资风险,以确保金融产品与散户投资者风险承担能力相适配。

与投资者分类相伴而生的是适合性测试——投资者分类是为了针对性地测试其与金融产品和适配程度,而适合性测试则是为了更好地区分和辨识投资者,避免不适当的过度风险。通过适合性测试可以将投资者进行分类管理,基于收入水平、投资经验、投资知识、风险认知和风险承受等方面的不同,将投资者分为一般投资者和专业投资者,对一般投资者进行投资额度限制,对专业投资者则可以给予一定程度的豁免。为了分散风险,对一般投资者的投资限额,建议可采取类似英国的比例限制,即“可投资净值10%为上限”。借助适合性测试确定每一个众筹投资者的投资限额,从而实现更加灵活和个性化的法律规制。此外,通过适合性测试中附加认知风险的书面自认宣告,可以相应地放宽投资额度限制,从而在保障投资者权益的同时,尽可能地给予其更大的自由及融资资源。

(三) 投资建议

参与众筹的普通投资者相比专业投资者,缺乏相关的投资经验和投资知识。出于对专业人士的信赖,投资建议很容易影响普通投资者的投资决策。好的投资建议自然皆大欢喜,然而,不良建议将给欠缺风险承担能力的普通投资者带来灾难性后果。因此,在股权众筹适当性制度构建中,投资建议的规范化是保护普通投资者的关键环节。

如前所述,意大利、英国、法国对投资建议所持的态度并不相同。相比而言,意大利、法国对领投人、投资顾问的规范较为完备,对投资建议的容忍度较高。我国股权众筹实践运营模式虽然类似意大利,但相应的配套制度并不完善,尚缺乏领投人的准入规范和责任追究机制。一旦对投资建议的规制过于宽松,不利于培育股权众筹良好市场风气的形成。在这里,不妨借鉴英国的严格规制思路,即股权众筹平台的定位,不应当是以涉及投资建议的融资服务为主,而应以信息中介为主体;在股权众筹平台准入标准上,还须施加投资咨询的资质要求。

(四) 责任追究

法律责任规定模糊、处罚过轻,历来是我国金融监管法规痼疾之一。以证监会《关于建立股指期货投资者适当性制度的规定》(2010)为例,违反适当性义务的法律后果也仅仅是纪律处分、行政处罚,而难觅民事、刑事责任之踪影,“1万元以上5万元以下的罚款、暂停或者撤销任职资格、期货从业人员资格”相比违法行为所获取的巨额收益显然太轻。

更有甚者,最高人民法院《关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》第16条规定,“根据以往交易结果记载,证明客户已有交易经验的,应当免除期货公司的责任。”这样的规则设计未免脱离了制度构建之初衷,执法思路和立法技巧急需变革。

金融规制的本质是驾驭人的贪婪和恐惧,制度的设立如果仅仅是为了保护信息优势方肆意而为,那么不知情的公众将面临一场貌似繁荣的浩劫。为避免金融公司高管追逐过度风险,越来越多的学者倡导建立金融高管个人问责制度(personal blame)。^[17]在我国,金融领域责任追究制度的建立无疑任重而道远——机构责任尚且阙如,个人责任更是几近空白。在股权众筹适当性制度构建上,我国应从机构、个人两个层面建立并完善适当性责任的追究机制。

一方面,建立机构责任追究机制。因欺诈或虚假陈述等违反适当性义务的行为发生投资损失时,股权众筹平台应对普通投资者承担责任,包括对普通投资者的赔付和对责任方的追偿。从程序设计上,就众筹平台与投资者损害的因果关系证明上,建议采取举证责任倒置:由众筹平台证明其履行了适当性义务。如此,不仅可以避免普通投资者过重的举证责任负担,亦能倒逼金融机构完善其内控机制。

另一方面,建立个人责任追究机制。对领投人及众筹平台的高管施以更重的义务与责任,如追究公司治理责任、撤回和限制高管激励措施、民事责任、公司责任的再分配、放大有限责任等。^[18]只有完善上述

[17] Steven L. Schwarcz, *Excessive Corporate Risk - Taking and the Decline of Personal Blame*, Emory Law Journal, Vol. 65, No. 2, April 13, 2015: (1).

[18] Id.: (31-41).

相关者责任追究制度,方能代偿投资者在信息绝对劣势时所面临的高风险。此外,对领投人而言,还可以建立起职业声誉机制——集中披露并公示领投人历史业务状况,形成声誉竞争的模式,以优胜劣汰的自然法则供投资者参考和选择。

(五) 投资者教育

作为投资者适当性制度的重要组成部分,投资者教育应当始终为监管当局及其他各方市场主体所重视。面对日益复杂化、专业化的金融创新,投资者必须有意识地提升其自身的知识体系和能力。这一方面需要投资者发挥主观能动性,积极学习金融知识;另一方面更需要形成以监管当局为主导的覆盖全社会的金融知识教育管理及保障体系。

互联网时代数字技术的运用使得金融教育方式更加丰富和多样化,建立金融教育网站是欧洲各国普遍通行的做法。由于互联网上信息过于庞杂,很多信息的真伪难以明辨或验证成本过高,普通投资者更愿意相信权威机构提供的信息。因此,很多金融教育网站就是金融监管机构的官方网站,如英国 FCA 的主页开辟了“消费者”专栏,包含基础知识、申诉相关信息、自我保护知识、防欺诈知识等;意大利 CONSOB 的主页开辟了“金融教育”专栏,从投资行为、投资风险、投资服务、投资产品、认股权证等角度切入,不仅包含了系统性的教育材料,还对常见问题进行系统化梳理。除了金融教育网站,投资者教育还可以嵌入到投资活动中,起到警示提醒作用。如意大利众筹条例规定的投资者注册流程,在投资者接触到金融产品及服务之前,必须仔细阅读投资者教育材料并填写问卷,确保投资者在投资之前对相关金融知识的了解及学习。

我国应当进一步建立多渠道、多层次的金融教育体系,向普通投资者普及金融知识、培养风险意识。这不仅仅是监管当局的职责,还需要各方市场参与主体乃至全社会的共同努力。值得注意的是,英国此次众筹条例征求意见的形式之所以成功,不仅在于多样化的投资者教育途径,还体现在对教育时间点(teachable moments)精准把握。在特定的时间点(投资者有学习的积极性,人们普遍关注某个金融领域)以其可接受的方式开展教育活动,其效果最佳。目前正值众筹热潮,投资者普遍关注这一新兴金融形式,既有很大的期待又有所观望,无疑是以多

种形式进行投资者教育的最佳时机。

五、结语

欧洲股权众筹立法最新发展之核心——投资者适当性制度,对我国股权众筹立法构建具有极高的借鉴意义。然而,这种借鉴需要结合本国的市场背景与制度基础,因地制宜、因势利导,方能实现制度对金融市场行为本身进行规制及调整的有效性及合理性。从股权众筹投资者保护角度出发,立法规则设计绝不止于适当性制度,正所谓“孤掌难鸣”,唯有诸多具备协同性、内在合理性的制度互相弥补、相互协调,才能构建起科学合理的投资者权益保障制度体系。