

我国股权众筹投资者适当性制度的构建^{*}

史欣媛

内容提要:信息披露制度对股权众筹投资者保护提出了悖论性难题,其保护投资者之功能已被严重削弱甚至失灵。股权众筹投资者适当性制度旨在确保股权众筹项目对于投资者而言是适当的,乃加强投资者保护的一条可行路径。在理论层面,投资者适当性制度的主流理论适用于股权众筹领域皆有所欠缺,而信义义务理论中的脆弱性理论、不平等理论和信赖保护理论则可较为全面、准确地解释股权众筹投资者适当性制度的正当性与合理性;在制度层面,应构建投资者分类制度和投资限额制度,同时明晰股权众筹平台所应承担的投资者适当性一般义务与特殊义务之内容。

关键词: 股权众筹 投资者适当性 投资者保护 信息披露制度 信义义务

中图分类号: F832.0

文献标识码: A

文章编号: 1009-2382(2017)02-0036-05

DOI:10.13891/j.cnki.mer.2017.02.008

一、问题的提出

“金融创新是金融业内进行的创造性变革,乃金融发展的推动力”(李爱君,2016)。作为金融创新的典型代表,近几年勃兴的股权众筹不仅是互联网时代金融市场发展的必然产物,亦是我国中小企业发展和多层次资本市场完善的现实需求。然而,股权众筹作为一种新兴的融资模式,投资者所面临的风险更为复杂多样,由此产生了更为强烈的投资者保护需求。对此,很多学者沿用传统证券市场领域以信息披露为主的投资者保护思路。^①但理性观之,学界和实务界都忽略了一个关键性问题:信息披露制度对股权众筹投资者保护提出了悖论性难题,其保护投资者之功能已被严重削弱甚至失灵。

面对信息披露制度的困境,已有学者指出,以保护投资者为出发点的投资者适当性制度乃缓解困境

的可行路径。但综观我国学界研究现状,有关股权众筹投资者适当性制度之理论著述寥寥。^②并且,在笔者看来,既有研究存在诸多问题亟须澄清,概而言之有三:其一,当前学者大多对股权众筹投资者适当性制度的构建层面予以探讨,而对理论层面论证不足。其二,当前对于投资者适当性义务内容的研究缺乏体系性和完整性,从既有研究中难以获知投资者适当性义务的不同类型及其适用阶段。其三,投资者适当性义务在传统证券市场领域最终指向向证券经纪商的“推介”行为,即向投资者推荐适当的产品。但是,为了维护金融安全,目前股权众筹平台正面临着被禁止推介、提供建议的政策导向。对此,推介适当性义务在股权众筹领域该何去何从?迄今尚无学者对此问题予以审视与分析。

是故,面对股权众筹投资者保护的严峻形势,探索投资者适当性保护制度适用于股权众筹领域的价

^{*} 本文系中国法学会2015年重点委托课题“福建自贸区若干重大法律问题研究”(项目编号:CLS[2015]ZDWT28)、中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“财税金融法”(项目编号:20720151038)、西南政法大学2016年度学生科研创新计划项目“互联网金融市场软法治理研究”(项目编号:2016XZXS-005)的阶段性成果。

^① 参见马永保:《股权众筹行业融资信息披露制度:行业特殊性与发展方向》,《现代经济探讨》2016年第8期;徐晓睿:《众筹中的信息不对称问题研究》,《金融法苑》2015年第2期;何剑锋:《论众筹监管国际前沿及对我国的启示》,《理论月刊》2015年第10期;何欣奕:《股权众筹监管制度的本土化法律思考——以股权众筹平台为中心的观察》,《法律适用》2015年第3期等。

^② 根据CNKI,截至2016年11月20日,以“股权众筹投资者适当性”为选题进行研究的文章仅有2篇。事实上,很多有关股权众筹监管与投资者保护的文章中都涉及诸如投资限额等与投资者适当性制度相关的内容,但并没有将其纳入投资者适当性制度范畴中予以系统探讨。

值逻辑与理论基础,厘清股权众筹投资者适当性制度架构,无疑具有深刻的理论意义和现实意义。

二、股权众筹投资者适当性制度的价值逻辑

1. 信息披露制度的投资者保护功能之弱化

“从理论上说,只有投资者充分掌握有关信息之后才能做出明智的投资决定”(王欣新、丁燕,2012)。信息披露制度作为证券市场投资者保护的黄金法则,一直备受推崇。然而,基于股权众筹交易主体和交易方式的特殊性,信息披露制度对股权众筹投资者保护提出了悖论性难题:

其一,信息披露制度有效控制欺诈的悖论。股权众筹的勃兴逻辑在于促进中小企业等初创企业融资,以优化市场的资源配置。而初创企业的法律意识、风险承受能力、经营经验等较传统上市公司相去甚远(傅穹、杨硕,2016),这也意味着股权众筹的融资者更具有欺诈的潜质。对此,从中国股权众筹第一案“飞度诉诺米多居间纠纷案”中,即可见一斑。^①由此可见,信息披露制度在股权众筹领域难以有效控制欺诈,发挥保护投资者利益之重要功能。

其二,信息披露制度帮助投资者甄别优质项目的悖论。信息披露制度仅仅保证了投资者的知情权,其功能发挥的关键性前提为投资者具有足够的理性。然而,股权众筹投资者多为草根阶层,普遍缺乏充足的信息筛选能力。因此,股权众筹投资者的非理性特质将进一步导致信息披露制度功能的弱化甚至失灵。

其三,披露完整信息的悖论。美国公布的《初创企业推动法案》(Jumpstart Our Business Start-ups Act,以下简称“JOBS法案”)以及《众筹条例》(Regulation Crowdfunding)自出台以来饱受指责,其批判的焦点即在于信息披露内容复杂,偏离了促进中小企业低成本融资的初衷。无疑,降低信息披露要求方能提高金融效率。但是,从投资者保护的视角观之,这将难以充分保证投资者的知情权。此时,在投资者获取信息的完整性无法被有效保证的前提下,如何加强投资者保护乃须重点研究的命题。

2. 投资者适当性制度:保护股权众筹投资者的可行路径

如前所述,信息披露制度对股权众筹投资者保护

提出了悖论性难题,此时亟待寻求一条新的出路以弥补信息披露制度的不足。笔者认为,以保护投资者为出发点的投资者适当性制度乃缓解信息披露制度困境的可行路径。

所谓投资者适当性,即证券公司等中介机构应当履行投资者适当性义务,确保其提供的产品或者服务对于投资者而言是适当的。投资者适当性制度是成熟资本市场国家投资者保护的重要组成部分,其肇始于美国,在美国资本市场发展了70余年。互联网技术与金融的融合,使得股权众筹更具复杂性、无形性与高风险性,这亦对投资者保护提出了更高的要求。此时引入伴随金融创新而生的投资者适当性制度乃保护股权众筹投资者的必然选择和客观要求。一些成熟资本市场国家在近些年制定的股权众筹监管规则中即融入了投资者适当性思想:美国国会于2012年通过的JOBS法案和2015年10月30日通过的《众筹条例》,对众筹的发行规模、投资限制、集资门户的适当性测试义务等与投资者适当性制度相关的内容作出了规定,这正是平衡金融创新与金融安全的结果;意大利于2013年6月出台的《关于创新型初创企业通过网络平台融资的规则》,对投资者分类、投资限额等进行了详尽规定;英国金融行为监管局(FCA)于2014年3月发布的《关于网络众筹和通过其他方式推介不易变现证券的监管规则》,对投资者分类以及了解客户、风险揭示、适当性评估等投资者适当性义务作出了设定等等。总结起来,虽然美国、意大利、英国等国家的制度背景、市场状况有所差异,但基于股权众筹投资者保护的迫切需求,其立法目标与价值取向却是殊途同归,即通过设置股权众筹投资者适当性制度,以昭示其对股权众筹投资者的关怀。

综上所述,在理论层面,赋予股权众筹平台投资者适当性义务,可确保股权众筹项目对于投资者而言是适当的,从而加强投资者利益保护的力度。在实践层面,近些年国外纷纷开展的股权众筹领域投资者适当性制度的法制化建设亦为我国股权众筹投资者适当性制度的构建奠定了良好基础。因而,构建股权众筹投资者适当性制度乃加强投资者保护的一条可行路径。

^① 该案中,诺米多公司在其提供的《房屋租赁合同》中披露不真实信息,谎称经营房屋乃平房而事实上却是存在违建隐患的楼房。正是由于诺米多公司作为一家经营餐饮业的中小企业,具有更为强烈的融资需求,加之缺乏真实披露信息的意识,驱使其行欺诈之行径,损害投资者利益。参见北京市第一中级人民法院(2015)一中民(商)终字第09220号民事判决书。

三、股权众筹投资者适当性制度的理论基础

近年来,学界对投资者适当性制度理论基础的探索可谓方兴未艾,一些学者在探索股权众筹投资者适当性制度的理论基础时亦引用了投资者适当性制度理论基础的主流观点。但是,学者们似乎忘记了一个根本问题,即投资者适当性制度的主流理论是否可同样适用于股权众筹领域?此外,我们更需要反思,以投资者适当性制度的主流理论解释股权众筹投资者适当性制度的正当性与合理性是否全面与准确?理论基础作为制度构建的逻辑起点,以上问题皆应首先得到合理回应。

1. 投资者适当性制度的主流理论及其评析

在传统证券交易领域,为解释证券经纪商承担投资者适当性义务的正当性,美国SEC通过三种理论来对其进行说明,即代理理论(agency theory)、特殊情况理论(special circumstance theory)和招牌理论(shingle theory)。代理理论认为,证券经纪商和客户形成的是一种代理关系,代理关系一经成立,证券经纪商就须竭力为客户的最大利益行事。作为客户的代理人,证券经纪商应受到忠实义务和注意义务的约束,其中包括投资者适当性的子义务内容。特殊情况理论源于信义义务理论(fiduciary duty theory),其强调产生信任关系乃证券经纪商对客户承担信义义务的前提,受信人有义务因被给予信任而为受益人的利益尽心行事(Lennar I.Rotman,1996),其中就包含证券投资商应在尽职调查基础上为投资者合理推荐证券的义务。招牌理论从证券经纪商的资质出发,认为只要证券交易商“挂出招牌”,则表明其具有专业知识,理应基于客户的信赖承担适当性义务(Frederick Mark Gedicks,2005)。

综观上述有关投资者适当性制度的主流理论,其适用于股权众筹领域皆有所欠缺。首先,股权众筹的交易模式较之于传统证券交易具有一定的特殊性,股权众筹平台只是促进交易形成的居间人,其与投资者不构成代理关系,因而代理理论失去了适用空间。其次,特殊情况理论从信义义务的角度出发,引用信义义务中的信赖保护理论来解释投资者适当性的理论基础。诚然,信义义务理论历经百年发展,其理论体系较为全面而成熟,因而此种思路值得赞许与肯定。但应当注意,除信赖保护理论,信义义务理论亦包括财产理论、不平等理论、合同理论、不当得利理论、脆弱

性理论、权力和自由裁量理论等诸多观点(范世乾,2012),故而单纯以信赖保护理论解释投资者适当性制度未免有些狭隘。最后,招牌理论的逻辑思路虽然简洁明了,但其只是从证券经纪商的资质出发,并未从正面回应投资者适当性制度的理论基础。故而,招牌理论实质上可被信义义务中的诸多理论所涵盖。由此可见,代理理论、特殊情况理论和招牌理论皆不足以全面、准确地解释股权众筹投资者适当性制度的正当性与合理性。

2. 信义义务理论的适用

有关信义义务的概念,美国《布莱克法律词典》将其解释为:“信义义务即一方为另一方利益所担负的最高程度的忠诚,并且代表另一方最佳利益的义务”。如前所述,信义义务理论包含诸多理论观点,特殊情况理论和招牌理论皆可被信义义务理论所囊括。因此,股权众筹投资者适当性制度的理论基础可从信义义务理论中寻得理想依据。结合股权众筹的参与主体和交易模式,信义义务理论中的脆弱性理论、不平等理论和信赖保护理论对于说明股权众筹投资者的适当性义务的理论基础具有一定的解释力。

脆弱性理论(vulnerability theory)认为,当某法律关系中存在脆弱性时,则应该适用信义义务。股权众筹投资者的资金实力、风险承受能力、信息获取能力等极为有限,因而投资者在股权众筹领域十分脆弱,此时信义义务便有了适用的基础。不平等理论(inequality theory)基于受益人能力劣于受信人的事实,强调通过对受信人施加为受益人最佳利益行为的义务来调和这种不平等。这在股权众筹领域主要体现为专业知识和技能上的不平等。股权众筹平台作为机构组织,拥有专业的技术人员,在投资方面有着较为丰富的经验。而股权众筹投资者多为缺乏专业知识和经验的普通百姓,由此造成的不平等就需要对股权众筹平台施加信义义务来进行平衡。同时,正是由于上述股权众筹投资者的脆弱性及股权众筹平台与投资者间不平等的双重因素,加深了投资者对股权众筹平台的信赖与信任,法律应当对当事人在交易中付出的合理信赖予以保护,即施加信义义务,这便是信赖保护理论(reliance protection theory)的重要内核。信赖保护理论乃上述理论中最为常用的一种,其源于民法理论,“为了使受表意人不致因信赖而遭受损害,令当事人承担法律行为有效的法律后果,为信赖法则的核心思想”(马新彦,2010)。以中国股权众筹服务平台“人

人投”为例,“人人投”会为每个融资项目作风控点评,以供投资者参考。无疑,缺乏投资经验和专业知识的普通投资者会对股权众筹平台给予极大信赖,“人人投”所作的风控点评对投资者来说具有重要的参考意义。

概言之,股权众筹投资者的脆弱性及其与股权众筹平台的不平等性加深了投资者对股权众筹平台的信赖,这就要求股权众筹平台更应本着忠诚、谨慎的态度,保护投资者的权益,由此催生了信义义务。而将适当的项目销售给适当的投资者乃信义义务的应有之义,故而,股权众筹投资者适当性制度可从富有丰富内涵的信义义务理论中找寻符合自身特征的理论基础,以全面、准确地解释股权众筹投资者适当性制度的正当性与合理性。

四、我国股权众筹投资者适当性的制度设计

1. 构建投资者分类制度与投资限额制度

在“大众创业,万众创新”的时代背景下,旨在保护投资者权益的股权众筹投资者适当性制度亦应对提升金融效率有所考量。鉴于此,股权众筹投资者适当性的制度设计应体现出差异性,对不同类型的投资者提供不同程度的保护。综合国内外相关规定和我国金融市场环境,笔者认为投资者分类标准主要应包括两点,一是风险承受能力,二是投资经验。对于风险承受能力的评判指标,可根据投资者的年收入和净资产对投资者进行划分。对于投资经验,可根据两项因素予以界定,即投资年限和交易频率。对此,可参考借鉴《证券公司投资者适当性制度指引》第十条之规定。^①但是,为鼓励创新,股权众筹投资者的投资经验应低于《证券公司投资者适当性制度指引》的要求,同时,投资频率也应适当降低。关于投资者分类的具体类型,为使规定更为灵活,可遵循英国的立法思路,将投资者分为成熟投资者、认证成熟投资者和非成熟投资者三类,给予差异性保护。

在此还须厘清一个重要问题,即在股权众筹领域,是否应当对投资者设置准入门槛?基于金融创新和普惠金融的要求,笔者认为答案应当是否定的。不可否认,我国金融市场诚信机制缺失,风险防范能力低,若放开准入条件将放大金融风险。但是,股权众筹在本质上提倡“小额”、“大众”理念,若将大部分草根投资者挡在门外,显然与股权众筹的精髓相逆。与此

同时,面向大众即意味着扩大了风险源。鉴于此,有必要设立投资限额制度,减少投资者的投资风险,从而实现投资者保护的监管重点从投资者投资资格的定性向兼顾投资者投资数额的定量转变。当然,从金融效率的角度考量,对于成熟投资者不宜过度苛刻,法律应仅针对非成熟投资者的投资限额作出限制。至于投资限额的设定方式,主要是操作层面的问题,在此不作论述。

2. 明晰股权众筹投资者适当性的义务内容

(1)一般义务:传统投资者适当性义务内容的沿用。同创业板、股指期货、融资融券等领域的投资者适当性义务一样,股权众筹投资者适当性义务亦包括了解投资者、了解股权众筹项目、投资者教育、风险揭示以及适当性评估等传统义务。股权众筹投资者适当性义务的履行主要分为三个阶段:

第一阶段为股权众筹投资者的身份注册阶段。此阶段主要包括了解投资者义务、投资者教育义务及风险揭示义务。美国《众筹条例》规定,集资门户应通过调查问卷以确认投资者已阅读教育材料,知悉其财产状况、投资经验等信息。对此,我国可加以借鉴,对股权众筹投资者注册阶段设置如下流程:基本信息注册——阅读教育材料——填写调查问卷。第二阶段为融资者发起项目阶段。此阶段主要包括了解股权众筹项目义务,即通过融资者对项目基本信息的登记,以便于股权众筹平台对项目进行风险测评并划分等级。第三阶段为股权众筹投资者申请投资阶段。此阶段主要包括适当性评估义务,旨在评估股权众筹项目和股权众筹投资者的风险投资能力、投资经验是否匹配。当然,适当性评估应仅针对非成熟投资者,以实现金融安全与金融效率的平衡。

(2)特殊义务:从推介适当性义务到不适当性警示义务的嬗变。通过梳理国内外关于投资者适当性的特征表述可知,投资者适当性最终指向券商对投资者的推介行为。如美国 SEC 的 15b10-3 规则规定,证券经纪商应确保其以投资者提供的信息为基础所作出的推介是适当的。罗思教授和塞利格曼教授认为,投资者适当性是指经纪商有义务推荐符合特定客户要求的证券(罗思和塞里格曼,2008)。我国学者武俊桥认为,投资者适当性要求证券公司应向客户推荐符合该特定客户投资需求的证券(武俊桥,2010)。可见,投

^①《证券公司投资者适当性制度指引》第十条:“证券公司根据了解的客户信息,可以将符合以下条件的客户划分为专业投资者……具有 2 年及以上从事证券、期货、黄金、外汇等相关市场投资交易的经历,而且过去 12 个月中证券交易不少于 40 次。”

投资者适当性制度是同推介行为联系在一起的。换言之,中介机构应具有推介的职能与义务。然而,股权众筹平台被界定为信息中介已成为一些国家的共识,如美国《众筹条例》要求集资门户禁止提供投资建议和咨询;^①英国《众筹监管条例》原则上禁止股权众筹平台提供投资建议。^②应当看到,如此规定具有一定的现实必然性。在我国法律制度和市场环境不健全的境况下,赋予股权众筹平台推介权无疑会加剧信息不对称,引致道德风险,这将对投资者利益产生极大威胁。故而,目前禁止股权众筹平台从事推介行为实属必要。

股权众筹平台在经适当性评估后,如若认为股权众筹项目和投资者的风险承受能力、投资经验不相匹配,其可对投资者作出警示,此即笔者所言的“不适当性警示义务”。我国台湾学者陈洸岳提出的“建言义务”与“不适当性警示义务”呈现出一定程度的契合。该学者指出,“建言义务实际上是指在投资者适当性适用过程中的非推荐的场合,金融机构于交易时提醒投资者注意的义务”(陈洸岳,2011)。投资者适当性中的“不适当性警示义务”要求股权众筹平台从反面提示投资者投资的不适当性,其可同样达到保护投资者利益的效果。故而在股权众筹领域,股权众筹平台的适当性义务应当实现从推介适当性义务到不适当性警示义务的嬗变。

法律责任亦属股权众筹投资者适当性制度的内容之一。法律责任的施加,可对股权众筹平台作出负激励,从而促使其忠诚、谨慎、尽职地履行投资者适当性义务。囿于本文篇幅,笔者对诸如股权众筹投资者适当性义务的形态类型、民事责任的性质及其构成要件、损害赔偿的确定等内容不作详细论述,此后将展开进一步研究。

五、结 语

根据20世纪末拉坡塔(La Porta)等四位美国经济学家(合称LLSV)开创的“法律与金融理论”(law and finance theory),法律对投资者保护的立法愈是完善,金融市场亦会更加繁荣。长期以来,我国政府与学

者过度倚重信息披露制度。然而,在股权众筹领域,信息披露制度保护投资者功能已被严重削弱甚至失灵。对此,伴随金融创新而生的投资者适当性制度可成为加强股权众筹投资者保护的可行路径。在理论层面,信义义务理论中的脆弱性理论、不平等理论和信赖保护理论可为解释股权众筹投资者适当性制度的正当性与合理性提供一定的理论基础;在制度层面,根据投资者风险承受能力和投资经验,可将投资者分为成熟投资者、认证成熟投资者和非成熟投资者三类,并对非成熟投资者作出投资额的限制。同时,结合股权众筹的特性,在沿用投资者适当性传统义务的同时,对其中的推介适当性义务作出调整,实现从推介适当性义务到不适当性警示义务的嬗变。

投资者适当性制度本就属于比较宏大的理论议题,何况在充满不确定性因素的股权众筹领域,该制度的理论基础与具体设计仍然有待学者们的不断挖掘与探索。

参考文献:

1. 李爱君:《互联网金融的法治路径》,《法学杂志》2016年第1期。
 2. 王欣新、丁燕:《论破产法上信息披露制度的构建与完善》,《政治与法律》2012年第2期。
 3. 傅穹、杨硕:《股权众筹信息披露制度悖论下的投资者保护路径构建》,《社会科学研究》2016年第2期。
 4. 范世乾:《信义义务的概念》,《湖北大学学报(哲学社会科学版)》2012年第1期。
 5. 马新彦著:《现代私法上的信赖法则》,社会科学文献出版社2010年5月版。
 6. [美]路易斯·罗思、乔尔·塞里格曼著,张路等译:《美国证券监管法基础》,法律出版社2008年1月版。
 7. 武俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,《证券法苑》2010年第2期。
 8. 陈洸岳:《金融消费者保护法下业者损害赔偿责任初探》,《月旦法学杂志》2011年第12期。
- 作者简介:史欣媛,厦门大学法学院博士生(厦门361005)。

[责任编辑:张震]

^① Rule 227(c) of Regulation Crowdfunding, 2015.

^② Article 4.24, The FCA's Regulatory Approach to Crowdfunding Over the Internet, and the Promotion of Non-readily Realisable Securities by Other Media, Feedback to CP13/13 and Final Rules, March 2014.