

# 股权众筹融资市场发展、监管及启示

## ——基于欧洲市场的实践分析

宋莹

(中国人民银行合肥中心支行 安徽合肥 230019)

**摘要：**作为一种为新设企业提供启动资金的融资新模式，众筹融资在全球范围内迅猛增长，欧洲市场也不例外。本文在总结分析欧洲四种众筹融资模式的基础上，梳理了股权众筹融资模式下投资标的企业不同发展阶段的风险表现，比较了欧洲各国对于股权众筹融资模式的监管做法，提炼出一般经验启示，为促进我国股权众筹融资提供参考。

**关键词：**股权众筹 互联网金融 资本市场监管 互联网金融监管 信息披露 众筹经营模式 众筹平台经营管理 股权众筹风险防范

中图分类号：F830.91 文献标识码：A 文章编号：1009-4350-2016(10)-0035-05

作为为新设企业提供启动资金的新模式，众筹融资正在全球范围内呈指数级的增长。2015年全球融资总额344亿美元，较2014年增长112.3%。而欧洲地区2015年众筹融资总额约为42亿欧元，其中股权众筹总额4.2亿欧元，同比增长193%。

众筹融资模式2011年进入我国，2013年国内正式诞生第一例股权众筹融资案例。截至2015年底，我国众筹行业成功筹集资金114.24亿元，正常运行的众筹平台283家，其中股权融资平台141家，融资金额51.9亿元。

鉴于欧洲各国间经济与众筹融资发展程度不同，监管理念及做法也存在差异。本文在总结分析欧洲市场四种众筹融资模式的基础上，梳理了股权众筹融资模式下投资标的企业不同发展阶段的风险表现，比较了欧洲各国对于股权众筹融资模式的监管做法，提炼出普遍适用性启示，为促进我国股权众筹融资提供参考。

### 一、欧洲股权众筹融资的发展

在欧洲，众筹与小微企业成长及经济振兴密切相关。欧盟

把众筹视作提高增加就业和促进欧洲企业发展的重要新途径，并将众筹纳入“2020战略”。

#### (一) 众筹融资四种模式比较

众筹融资指的是借助某网络平台，向众多资金持有者来筹集项目启动资金。其模式一般分为四类：捐助型——资助者愿意无偿资助那些他们想要支持的事业（如慈善或以赞助商为基础的激励行为）；奖励型——资助者的投资目的在于获取非经济报酬（如获得象征性礼物或首款发行的产品等）；贷款型（即众筹贷款）——资助者接受定期固定收益，并预期会获得原始投资本金的返还；股权型（通常定义为众筹投资）——资助者获得筹资人股权形式的收入或利润共享安排。换句话说，企业家自主决定以一定比例的股权来交换筹集资金的数量，而每位众筹投资者根据其投入标的比例得到公司股权（多为普通股）的按比份额。例如，某新启动项目愿意动用20%的股权来筹集5万元的资金，每位众筹者投入500元（即5万元的1%），那么该投资者将获得0.2%的公司股权。

这四种融资模式发展速度不尽相同。Massolution 最新 CF-

**作者简介：**宋莹（1975-），女，山东曲阜人，硕士，中级经济师，供职于中国人民银行合肥中心支行，研究方向：金融稳定。

Crowdfunding Industry Report 显示,2014 年全球 162 亿美元的融资额中,贷款型较上年增长 223%,约为 110.8 亿美元;股权型同比增长 182%,为 11 亿美元。欧洲市场上贷款型和股权型模式的筹资额也占到融资总额的 85.7%。

表 1 2015 年欧洲地区众筹融资情况统计表  
(单位:欧元、个)

|     | 筹资总额          | 平均筹资额   | 筹资项目    | 参与平台数 |
|-----|---------------|---------|---------|-------|
| 捐助型 | 25,264,527    | 2,938   | 8,634   | 63    |
| 奖励型 | 96,899,235    | 4,573   | 21,538  | 127   |
| 贷款型 | 3,209,368,439 | 15,688  | 204,575 | 77    |
| 股权型 | 422,039,462   | 504,832 | 836     | 60    |

这四种融资类型在复杂性和不确定性方面均存在着差异。其中,捐助型模式最为简单,因为即使项目没有达到所宣扬的目标值,投资者也不指望从该投资交易中获得任何物质或财务回报。而股权类众筹最为复杂。从法律角度看,出资者购买了公司股权,那么就必须估算该股权的实际价值,其中将涉及到多方面的因素。此外,由于难以准确评估公司企业家创造股权价值的能力,股权众筹融资的不确定性也远高于其他类型,从而使得它完全不同于其它类型的众筹融资,需要政策当局特别关注。

(二) 股权众筹模式的特点分析

2011 年 2 月,英国 Crowdcube 平台上线运行,标志着欧洲股权众筹序幕的开启。

1. 股权众筹融资流程。欧洲股权众筹融资的所有交易通过在线平台来完成,而这些平台在投资阶段和后投资阶段的作用也会发生显著变化。虽然各平台运营方式或存在明显差异,但一般均遵循以下操作过程(见图)。



股权众筹融资流程图

来源: Bruegel.

股权众筹充分利用互联网的优越性,为初创企业提供补充性的融资来源。首先,众筹融资不仅支持新企业在其发展的第一阶段就在网上打响知名度,众筹投资者本身也是潜在的消费者。新企业通过产品早期广告,获得预期市场需求和产品偏好方面

的信息,早期评估有助于降低新企业的投资低效率。其次,与天使投资和大多数的风险投资交易完全不同,众筹融资被设定为从“大数据”的模式中获益,即以网络作为基础,充分保留了投资者、企业家、公司和交易的数据痕迹。通过分析这些时间序列数据,可为投资者和企业之间提供更合适的匹配,并最大限度地密切众筹投资人和产品需求之间的联系。

2. 股权众筹模式各时期的风险表现。众所周知,初创企业的投资风险普遍较高,众筹融资的特性则使得风险程度进一步加深,与初创企业间信息不对称问题在股权众筹融资模式下尤为严重。

表 2 股权众筹投资、天使投资和风险资本的异同

|           | 股权众筹                 | 天使投资               | 风险资本                                              |
|-----------|----------------------|--------------------|---------------------------------------------------|
| 投资者       | 背景多样、许多并不具备投资经验      | 以前的企业家             | 金融、咨询、或来自所投行业                                     |
| 投资方法      | 投入自有资金               | 投入自有资金             | 管理一家基金和 / 或投入别人的资金                                |
| 投资阶段      | 早期阶段                 | 早期阶段               | 早期和后期等各个阶段,并逐渐倾向于后期阶段                             |
| 投资工具      | 普通股                  | 普通股                | 优先股                                               |
| 交易运行      | 通过网络平台               | 通过社交网络、天使投资集团 / 网络 | 通过社交网络和主动拓展                                       |
| 尽职调查      | 个人操作,有时通过平台          | 天使投资人基于自身经验的操作     | 风险资本公司内部员工操作,有时寻求外部企业(如法律事务所)帮助                   |
| 投资的地理范围   | 在线投资,多数投资者与所投资企业相距甚远 | 多数投资在当地(相距几小时的车程)  | 全国投资,并逐渐拓展至国外(通过当地合伙人)                            |
| 投资后的作用发挥  | 视投资者个人而定,但多数人并不积极。   | 积极主动、手把手地参与        | 董事会成员、战略性作用                                       |
| 投资收益和投资动机 | 财务回报很重要但并非投资的唯一理由    | 财务回报很重要但非天使投资的主要理由 | 财务回报非常关键。风险投资基金必须向既有投资者提供可观的回报以便能再次筹建新基金(并继续发展业务) |

(1) 投资对象的选择与评估期

在做出投资决定前,天使投资人和风险资本家通常将花费大量时间和资源,开展尽职调查以评估目标企业的潜在价值。证据显示尽职调查是获取投资回报的主要决定因素,而且与巨大的投资规模相比,这些成本费用均属于合理范畴。但对于众筹融资模式而言,尽职调查往往投入不足,原因是多方面的。一是每位众筹投资者的投资占比较小,缺乏尽职调查的动力,个人投资者或存在“搭便车”行为。二是众筹投资者可能缺乏开展充分尽职调查所必需的专业知识和技能。众筹人群中的非专业投资者

并不具备正确估算公司价值的知识或能力。三是众筹投资者对公司估值的行为可能会受到社会偏见和羊群效应的影响。此外,不同研究均发现,众筹投资者和创业者在开始阶段,对预期结果都会过于乐观。

## (2) 投资期

针对处于早期阶段公司的股权投资,双方之间通常需要量身定制合同,以使得公司与投资者的利益保持一致,如风险投资和天使投资人会在合同中列明各种契约(如针对估值打折融资<sup>①</sup>的反稀释条款、有利于退出的跟随权<sup>②</sup>、价值分配时确保较高优先权的优先清偿机制等)。但股权众筹往往依赖于门户网站所提供的标准化合同。同时,为降低风险敞口并加强对企业家行为的控制,专业投资者会将其投资分割成既定条件实现时的定期付款。但在众筹融资背景下,所有这些机制都难以复制。

风险资本家和天使投资人采用的另一策略是进行投资组合式的投资,以分散其投资风险。股权众筹投资者虽然也可以如此操作,但实际上,非专业投资者可能尚未意识到该战略的重要性,并将其所有投资集中在单一项目上。英国 Seedrs 数据显示,41% 投资者的投资组合中仅仅只有一家公司。

风险投资和天使投资人会根据其投资目的、战略安排和所投企业的即时情况等,决定是否继续投入或调整投资规模,从而保证后期在该企业的话语权。而受个人认知程度和资金情况等主客观条件所限,众筹投资者可能无法参与后续投资,这就意味着投资者的股份可能会被稀释,获得正收益的机会也被减少。

## (3) 投资后的支持和监督期

一般情况下,天使投资人和风险资本家不仅为新创公司提供资金,同时也积极参与提升公司价值的后续活动。而众筹投资人的后期参与度相对较低,原因是多方面的。一是众筹投资金额较小,投资行为收益较低,不足以激励投资者向企业提供积极的支持和帮助。二是后投资期较高的信息不对称,以及资助者与创业者之间的地理距离导致不对称问题叠加,使得监督成本进一步提高,也弱化了众筹人群的积极性。三是众筹模式暂无重复性的相互评价约束机制。通过互联网筹集股权资金多为一次性的事件,企业家没有动力去维护自身商誉,正确行为激励机制的匮乏或将导致潜在的欺诈行为。其他如 eBay 等在线市场上,由于存在反馈和评级机制,参与者一般不会胡作非为,否则未来将面临禁止参与市场经营的惩罚。

## (4) 退出期

现实中,判断投资是成功或失败必须基于较长的时间周期。

当某投资活动需要 5~10 年或更长时间才能产生收益时,充分的监督通常必不可少。另外,股权投资多为长期不流动资产。对于能为投资者带来收益的股权投资,必须建立正向的“退出”机制,比如首次公开募股 IPO、合并或收购 M&A。但受本轮金融危机影响,这些正向退出越发减少。2012 年,欧洲仅有 15% 的风险投资退出是通过贸易销售,5% 通过 IPO,相对于 2007 年间,这两类退出机制占比分别是 22% 和 8%。

总体上,缺乏足够的投资前筛选和尽职调查、投资合同条款不明确、投资后的支持与监督薄弱,都使得股权众筹融资的风险明显高于天使投资和风险投资。此外,股权众筹融资背景下,信息不对称导致无法正确评估创业者能力和商业规划质量,逆向选择增加了融资成本,从而使得众筹融资模式下多为低质量的风险项目,而高品质的企业将继续争取风险资本或天使投资。

表 3 欧洲地区部分股权众筹平台的基本情况对比

|                   | 费用                                      | 促成投资的主要措施                | 尽职调查             | 确定股权分配           | 融资窗口期   |
|-------------------|-----------------------------------------|--------------------------|------------------|------------------|---------|
| 英国 CrowdCube      | 企业: 筹到金额的 5%+1750 英镑的法定费用               | 企业和投资者均为平台会员             | 在平台接受企业前完成调查     | 企业主决定,融资窗口期可增加股权 | 60 天为标准 |
| 荷兰 Symbid         | 企业: 250 欧元的注册费、筹到金额的 5% 投资者: 所投金额的 2.5% | 通过建立的合作社来进行投资            | 平台负责             | 企业主决定,融资窗口期可增加股权 | 最长为 1 年 |
| 比利时 MyMicroinvest | 企业: 筹到金额的 12%                           | 通过投资者载体                  | 专业投资者委员会在投资前自主实施 | 双方协商后达成一致        | 1 个月为标准 |
| 法国 WISeed         | 企业: 筹到金额的 10% 投资者: 所投金额的 5%             | 每个项目都通过投资载体              | 平台负责             | 尽职调查完成后,平台和企业协商  | 3 个月为标准 |
| 英国 Seedrs         | 企业: 筹到金额的 7.5% 投资者: 投资利润的 7.5%          | Seedrs 作为指定经理人,代表投资人持有股份 | 平台进行法定尽职调查       | 企业主确定金额后不能更改     | 3 个月为标准 |

①估值打折融资,是指投资人在一轮融资中购买同一家公司股票的价格低于对上一次融资投资者支付价格的情况,又称流血融资。

②跟随权,用于保护中小股东的合法权益。如果大股东出售所持股份,小股东也可以参与交易并卖出其股份。

(三) 融资平台

截至2014年12月,欧洲地区共有510家平台(23%为股权融资类),其中英国143家,筹集资金总额20亿英镑;法国77家,德国65家,荷兰58家,意大利45家。

作为众筹项目与投资人之间的桥梁,平台可以有助于解决投资者缺乏专业投资经验、对初创企业监督动力及能力不足等问题。平台代表众筹人群开展尽职调查,并对企业进行监督。如Seedrs等平台通过提名和管理系统,作为众筹融资项目投资者的代言人;比利时的MyMicroInvest平台允许投资者与经验丰富的

天使投资人共同投资,并借助后者获得金融合同技巧和后投资阶段的监督便利。融资平台间、众筹融资产业与传统融资间的竞争促使各平台不断创新,避免出现“柠檬市场”。

为规避风险,融资平台通常将投资项目限定在较少的众筹人群,如规定合格投资者的投资额度超过平均数(如爱尔兰的Seedups等),或者设定较高的投资最低额度以限制众筹人群数量。Seedrs等平台要求众筹投资者做出决定前,必须通过某项测试,以确保他们对潜在的投资风险有足够的认知。虽然市场会促使融资平台采取最优方案,但由于缺乏长期视野、能力不足或其

表 4 欧洲部分国家对于股权众筹融资的规定

|              | 奥地利                                            | 西班牙                                                         | 法国                                          | 英国                                                       | 意大利                                                       | 德国                                                                 |
|--------------|------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 平台最低资本金      | 业务投资咨询类:无<br>MiFID平台类 <sup>③</sup> :依据其投资服务及行为 | 初始金:6万欧元<br>筹资额超过200万欧元,则最低股本金为12万欧元(随筹资额增至200万欧元)          | 对非MiFID平台:无<br>MiFID平台:依据其投资服务及行为           | 最低要求:自有资金5万欧元                                            | 无                                                         | MiFID平台:依据其投资服务及行为<br>拥有商业执照的平台:专业债务保险                             |
| 金融工具         | 须为SMEs发行的可选择金融工具(股份、股权、债券等)                    | 可转换证券、有限责任公司股份                                              | 特定机制授权平台:普通股和固定利率债券<br>MiFID平台:MiFID附录的金融工具 | 股权和债务证券                                                  | 创新型初创企业和创新SMEs的股份和股权资本单位                                  | 收益预期型贷款、其他可获得利息、偿付等的投资产品                                           |
| 最大可投资金额      | 每位个人投资者每年5000欧元(除法人、专业投资者)                     | 非授权投资者:每个项目3000欧元,每年不超过1万欧元;授权投资者:无                         | 投资者类型、投资者数量或投资限额:无                          | 无硬性限制对于不接受咨询、净值不高、非专业的零售投资者:不超过其净投资资产的10%                | 无                                                         | 自由可得资产≥10万欧元的投资者:单项投资不超过1万欧元;自由可得资产<10万欧元:月收入的两倍,且不超过1万欧元;企业实体:无限制 |
| 发起人信息披露      | 项目发起人、可选择金融工具、风险、年度报告、资产负债表、业务规划等              | 所有披露和风险警示必须直接发布在平台上,且完整、清晰、具体                               | 发起人和平台必须公布:认购订单转给发起人的程序、对投资者收取费用的细节         | 披露有关既定投资的足够信息,客观、清晰、不引起误解                                | 信息公开简洁、正确、清晰,采用Consob标准格式                                 | 发起人必须向德国联邦金融监管局提交投资信息清单VIB                                         |
| 平台的信息规定和风险警示 | 关于平台运营商、发起人选择要求、关于托收支付的类型、数量和频率、损失风险等信息        | 警示:平台公布项目的投资风险;平台并非投资公司或信用机构;项目不接受监管                        | 平台必须严格限入,项目必须符合平台公布的标准并经筛选                  | 规定不能取代、减少或模糊重要的声明或警示                                     | 信息包括:采取的行动、费用、税收优惠、与众筹相关的普遍风险<br>单个项目:风险、发起人、金融工具、平台提供的服务 | 如果平台提供投资建议,则必须在投资决定钱向潜在投资者公布VIB                                    |
| 尽职调查         | 没有硬性规定,但平台必须核查发起人信息的完整性、综合性和一致性。               | 平台应当保证披露给投资者的项目信息是完整的。                                      | 平台在选择项目时必须开展尽职调查,并披露筛选阶段的既定标准。              | 尽职调查的程序没有具体规定,公司必须披露其服务的性质和准确信息。                         | 平台必须提供关于要约筛选的具体信息,并在平台上公布                                 | N/A                                                                |
| 利益冲突         | 运营商不允许在自身平台上发起项目。                              | 平台必须公布利益冲突政策。平台、主管、经理等可以投资某项目(最多10%),并作为发起人(通过平台筹集资金的最多10%) | 平台必须服从利益冲突管理相关规定                            | 平台必须识别、记录可能附带重大风险的利益冲突,并采取所有合理措施来避免顾客损失。一旦风险无法管控,必须向客户披露 | 平台必须遵循特定规则。                                               | 平台必须公布任何费用、支付和其他从相关第三方(非投资者)获得的货币利益                                |

<sup>③</sup>根据欧洲《金融工具市场指令》MiFID规定,股权和债券都属于“金融工具”,提供对这些金融工具进行投资的核心服务的主体需要取得相应牌照。

它暗藏的利益,有些平台可能会偏离既定规划。另外,平台在收费结构的设置也可能增加其风险偏好。多数平台从其所筹资金总额中抽取一定比例作为收入,Seedrs等平台则通过从投资者利润中获取部分费用并实现成功退出。为达成交易,平台可能向众筹人群低估投资风险,因此需要进行有效监管来防范潜在的利益冲突。

### 三、欧洲股权众筹市场监管

由于欧洲各国经济金融发展水平的不一致,各国对股权众筹的监管程度也不尽相同。有的国家紧盯市场发展,积极引导市场走向,如意大利证券交易委员会 Consob 2013 年 6 月的《股权融资监管规定》;有的国家(如奥地利、德国和西班牙)2015 年才出台相关正式法规。

各国对于股权众筹融资模式的具体条款也有所区别。例如,在平台是否必须注册成为投资中介或者获得银行牌照的问题上,德国明确规定众筹投资平台不提供任何投资建议,或经纪类服务没有义务提供任何咨询记录等文件证明或代表投资者的利益来开展业务。因此,大多数德国平台并没有注册成为投资中介机构;英国平台的监管由金融监管局 FCA 负责;法国股权众筹融资平台被登记为金融投资顾问,业务活动包括提供融资和咨询服务。

### 四、启示和政策建议

#### (一) 启示

作为向初创企业提供早期阶段融资的一种可选路径,股权众筹融资的发展前景非常让人期待,但政策当局须继续审慎评估这一新型金融中介工具的风险。

现今的证券监管规定一般要求发行人必须在该国证券主管机构登记,且遵守严格的报告标准,但小企业很难符合这些要求。欧洲地区在招股说明书和注册要求中定义了豁免条款,允许初创公司可通过股权众筹融资向公众筹集资金。虽然这些豁免条款有助于小企业公开募集资金,但侧面也反映了对于投资者的权益保护处于相对弱势。

风险也可能来自初创企业或融资平台的潜在欺诈行为,或者非专业投资者所做出的不良投资决策,当前主要通过缩减个人投资者持有高风险资产的敞口来解决,目的在于确保投资者能够承受潜在的损失。但随着股权众筹融资规模的持续增长,这种解决方案可能收效甚微。

总体而言,首先,在没有足够保护措施的情况下,法律应该对众筹投资人群(可能缺乏投资某初创企业的激励机制和专业技能)进行限制。其次,如果企业的投资人群由非合格投资者组成,那么至少应有一位参与者(或众筹融资平台)能够代表全体投资者。当众筹投资人可以与职业投资人共同投资时,平台就应该采取有效措施来保护众筹投资人利益免受其他投资者不当行

为的伤害。再次,为有效预防平台的潜在利益冲突,证券监管部门的适当监督尤为重要。

#### (二) 政策建议

目前,我国经济正处于转型的关键时期,小微企业融资难、融资贵严重影响着市场经济的健康发展。虽然股权众筹不失为一种较好的解决方案,但该模式与生俱来的复杂性和市场构成各部分的良莠不齐,都亟需政府相关部门的有效介入与管理。

一是加强投资者保护力度。加大投资者风险教育,提升投资者风险意识水平,明确规定众筹项目投资人的准入数量及资格,设定单个项目投资限额、投资时限及总额,鼓励投资者多元化投资组合。修订投资者司法救助条款,切实维护投资者合法权益。

二是加强筹资企业信用体系建设。健全失信惩戒机制,提高失信成本,增强企业信息披露的自觉性。推动社会信用体系的商业化运作,逐步开放信用服务市场。

三是加强对中介机构的监管。发挥平台的行业自律功能,尽快出台相关监管细则,适当提高平台创建门槛,明确规定平台法律地位、尽职调查、追责等内容,加大平台自身对筹资项目的审核及约束,推动众筹市场的长远发展。

#### 参考文献:

- [1]Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, EUROPEAN COMMISSION, 2016.
- [2]Review of crowdfunding regulation 2014, ECN.

责任编辑: 晓翔