

Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.fx.2018.10.003

欢迎按以下格式引用:赵吟.互联网股权融资投资者准入的法律规制[J].重庆大学学报(社会科学版),2019(4):126-136.

Citation Format: ZHAO Yin. Legal regulation of investors access of internet equity financing[J].Journal of Chongqing University( Social Science Edition),2019(4):126-136.

# 互联网股权融资 投资者准入的法律规制

赵吟

(西南政法大学 民商法学院,重庆 401120)

**摘要:**互联网股权融资既存在传统金融面临的各类风险,又因资源配置方式上的差异致使风险的形成与传递呈现出特殊性。投资者准入的法律规制不仅有助于开启互联网股权融资的正确航向,而且有助于激发信息披露制度的应有功能。实践中,融资平台借私募之名行公募之实,关于合格投资者的认定标准未有统一,直接影响参与者的数量和质量,致使投资者保护陷入困境。文章在对域外相关立法经验的分析和中国投资者准入的法律规制需要在理念更新的基础上,遵循类型化思维,由主体资质认定转向投资行为规范,并科学计算投资限额,适度允许理性弥补,藉由金融产业链源头上的风险控制促进真正意义上的股权众筹规范化发展。

**关键词:**股权众筹;私募股权融资;合格投资者;投资限额;投资者保护

**中图分类号:**D922.28 **文献标志码:**A **文章编号:**1008-5831(2019)04-0126-11

随着金融科技的迅速发展,公司融资活动从线下走向线上,通过融资平台的媒介作用,实现低成本、高效率的资金筹措。作为以信息流为抓手的新型金融业态,互联网股权融资主要借助云计算、搜索引擎、社交网络等现代信息技术手段进行,既存在传统投融资均会面临的市场风险、信用风险、流动性风险、技术风险等各类风险,又因资源配置方式上的差异致使风险的形成与传递呈现出较强的底层渗透力和辐射力。为了有效平衡促进资本形成和保护投资者利益之双重目标,兼顾金融创新与金融安全,中国证券业协会、中国人民银行等10部委、证监会先后发布《私募股权众筹融资管理办法(试行)》(征求意见稿)、《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》和《关于对通过互

修回日期:2018-09-02

基金项目:中国法学会部级法学研究课题“互联网股权众筹监管体系构建研究”(CLS2017C52);西南政法大学“十九大”专项项目“金融安全视域下互联网股权众筹监管体系构建研究”(2017XZZXQN-11)

作者简介:赵吟(1985—),女,浙江杭州人,法学博士,西南政法大学民商法学院副教授,硕士研究生导师,公司治理法律问题研究中心研究员,主要从事商法学研究,Email: zhaoyin77@126.com。

联网开展股权融资活动的机构进行专项检查的通知》，股权众筹的界定也随之经历了从私募股权的互联网化，到通过互联网形式进行的公开小额股权融资活动，再到特指“公募股权众筹”的转变<sup>①</sup>。随后，《证券法》修订草案开创性地允许以互联网等众筹方式公开发行业券，且允许一定条件下的豁免注册或核准。在私募与公募的定性之间，监管政策上的调整突显出监管目标上的权衡，投资者利益保护不足的担忧成为阻碍互联网股权融资拓展真正众筹之路的目标困境。如何构建行之有效的投资者保护体系，需要从风险形成的起点着手寻找答案，以科学合理的投资者准入机制为依托，在源头上搭建互联网股权投融资活动持续稳定发展的安全港。

## 一、投资者准入规制的市场逻辑

互联网股权融资从本质上讲属于资金融通的去中介化形式，但与传统的直接投融资活动有着明显的区别。在“互联网+”的模式下，项目融资方与融资平台签订委托融资服务协议，借助平台发布项目信息；具备一定资质的投资者在平台注册后根据信息自主选择投资，以投入的资金换取融资方的股权；融资平台则主要发挥信息媒介功能，同时服务于投融资双方，通过收取相关服务费用实现盈利。在融资方、融资平台、投资者的相互交流中，信息是沟通的核心工具，是各方彼此信任的基础依靠。抛开熟人圈的合作，互联网技术的运用极大地扩展了投融资活动的社交圈，使陌生人之间基于信息的广泛公开与获取形成信赖关系，并在充分信赖的基础上完成资金的融通。信息的真实、准确、完整、及时是互联网技术优势得以彰显的介质，是股权投融资得以顺利进行的前提，亦是市场竞争得以有效开展的保障。

由于信息可呈现价格形成的客观过程，信息工具的规制范式被广泛应用于金融市场<sup>[1]</sup>。针对互联网股权融资活动中普遍存在的信息不对称问题，不少学者从不同的视角提出具有参考价值的完善建议。例如，在强化信息披露要求的方向下，建立多层次的信息披露体系，对核心信息实行强制披露，对非核心信息实行有效监管<sup>[2]</sup>。抑或，根据融资金额的大小进行分级管理，融资金额大的信息披露要求高，反之亦然<sup>[3]</sup>。除了初期的信息披露外，融资平台应在项目运营期间以及投资回报阶段，对相关信息进行持续关注并披露<sup>[4]</sup>。并且，融资方在众筹发行后的信息披露义务应当高于《公司法》中股东知情权对应的要求，高于以发起方式设立公司的信息披露要求<sup>[5]</sup>。诸如此类的建议直接指向发布信息和经手信息的参与主体，通过加强信息之完全和有效的规制手段，试图确保投资者能够在投资回报全过程中获得第一手信息，使投资者的信赖藉由信息工具之规范使用获得保障，延续互联网股权投融资层面的市场信用。

然而在实践中，信息工具的使用以及信息披露制度的功能发挥并没有预设的那样理想。互联网技术突破了传统金融在时间和空间上的限制，互联网化的投融资活动为参与主体提供了随时可以获取的海量信息。但这些信息往往是无序的，不可避免地增加投资者提取、甄别信息的成本<sup>[6]</sup>。而且，投资者作为信息弱势方，没有互联网股权投融资规则的设定权，无从奢望作为信息优势方的融资主体和平台主动披露真实信息，尤其是在没有合适的激励约束之下，披露虚假信息的可能性将大大提高<sup>[7]</sup>。即使存在相应的信息披露规则，依然可能面临制度供给偏离制度目标的路径悖论。

<sup>①</sup>根据证监会于2015年8月发布的《关于对通过互联网开展股权融资活动的机构进行专项检查的通知》，现有“私募股权众筹”将用“私募股权融资”代替，并规定单个项目可参与的投资者上限为200人。同月，中国证券业协会在《关于调整场外证券业务备案管理办法》中将“私募股权众筹”修改为“互联网非公开股权融资”。

从融资方的角度看,选择通过互联网进行股权融资的主体大多是走传统融资渠道受阻的初创企业或者小微企业,有着降低融资成本的强烈需求。过高的初始和持续信息披露要求无疑会增加这些企业的发行成本及运营成本,使之望而却步。与此同时,由于涉及商业秘密等不宜在前期公开的信息,过于详细的信息披露将引发股权投融资活动中的知识产权保护问题。更为重要的是,初创企业或者小微企业受到自身发展条件的制约,信息判断能力和预测能力较差,加之夸大投资回报以吸引更多投资者的利益诱惑,往往会披露经过包装的信息或者故意隐瞒重要的信息。对于融资平台而言,强化信息披露则意味着向融资方转嫁更多的财务成本,即向融资方收取更多的因尽职调查和持续关注所产生的费用,以履行减少欺诈的义务。最终,互联网股权投融资市场上将充斥着带有不同程度欺诈色彩的融资产品<sup>[8]</sup>。

其实,对于投资者而言,过多的信息无助于理性的决策。按照行为经济学的观点,人类仅具有的有限理性,可能产生错误判断且不符合期望效用理论。固有的偏见导致认知过程的不完美,致使人类通常难以做出最合适的选择<sup>[9]</sup>。投资者在做出投资决策时,实际上想要或者需要使用的信息非常少。面对大量的详细信息,投资者往往无法准确判断所需的信息,甚至无法理解一些专业信息,远不如监管者期望的那样理性。强制地全面披露,反而会导致信息的过载和累积<sup>[10]</sup>。与其花费大量的时间在了解可能根本无法准确使用的海量信息上,不如看一看其他投资者购买的融资产品,这就是所谓的羊群效应。以合理的期间为考察标准,当一个项目已经获得大量的资金投入,那么事实上可以非常快速地实现成功融资;当一个项目无人问津或者仅有少数投资者参与,那么完成既定融资目标的可能性将非常小。大量投资者的认可和资金的投入,在处于观望状态的投资者看来,是对融资产品信誉和价值的认可,可以有效消除投资者对融资方和平台披露信息之真实性的疑虑,进而保证该融资项目的顺利完成。因此,相较于披露之信息本身,大部分投资者更加笃信群众的眼光,而群众的眼光则更多地取决于最先下单之投资主体的判断,这也是为什么中国现有的互联网股权投融资活动主要采用“领投+跟投”的模式。

鉴于投资者的有限理性导致信息工具之作用异化,进而导致信息披露之功能弱化,互联网股权融资的法律规制在寻求相对适度的信息披露监管的同时,还应当在遵循投融资市场运作规律的基础上从互联网金融之特殊性中探寻相匹配的制度设计。作为普惠金融之典范,互联网金融的竞争逻辑在于:较低的市场准入允许投资者的广泛参与,具有相同精准度的市场信号传递参与者的真实信息,借此驱逐实施虚假信息披露的信息优势方,进而形成完全竞争的市场<sup>[11]</sup>。可见,完全竞争的市场之形成最初有赖于市场准入层面的合理规制,良好的市场准入机制能够有效控制信用风险的传递,将投融资活动纳入实质平等对话的轨道。以此为基础,参与者的信息才能反映真实的价值判断,并在一定范围内有效传递,价格等市场信号才能保持精确可靠。所以,投资者准入的法律规制不仅有助于开启互联网股权融资的正确航向,而且有助于激发信息披露制度的应有功能。

## 二、投资者准入规制的现实挑战

《2017 互联网众筹行业现状与发展趋势报告》显示,截至 2016 年年底,全国正常运营的互联网非公开股权融资平台数量共计 118 家;2016 年新增项目成功融资额 52.98 亿元,同比增加 1.08 亿元;新增项目投资人次 5.8 万人次。据《2018 互联网众筹行业现状与发展趋势报告》统计,截至 2017 年 12 月底,全国互联网非公开股权融资平台共计 76 家,与 2016 年同期相比减少 42 家,降幅高达

36%;股权众筹成功融资金额为142.2亿元,同比减少14.4亿元,下降9%;投资人次达3.55万,同比下降约39%。从连续两年的数据可以看出,互联网股权融资在经历了2016年的行业洗牌后进入回落期,无论是平台数量还是投资人次,均出现了较大幅度的下降,融资金额亦随之减少。在金融监管趋严的大势下,不少融资平台选择转型甚至退场,投资者的参与热情受到多种因素的影响亦不如当初。虽然通过良币驱逐劣币的淘汰机制,互联网股权融资能够在一定层面进入规范发展阶段,但在逐年下降的数字面前,行业似乎不能信心十足地将其视为是一种正常态势。倘若市场仅留存目前尚在参与的股权投融资核心人群,那么无异于将互联网股权融资等同于私募融资,继续让私募冠以众筹之名在现代信息技术的辅助下开展“贵圈”活动。这不仅背离互联网股权众筹的应有之义,而且背离互联网金融服务实体经济尤其是缓解中小微企业融资困难的使命。

之所以出现这样的局面,理念与规则的拘囿是关键因素。投前阶段不合理的准入规制,直接影响参与者的数量和质量,进而影响诸如信息披露等制度的实际效用,最终影响整个市场的运转。根据2014年《私募股权众筹融资管理办法(试行)》(征求意见稿)第14条的规定,私募股权众筹融资的投资者包括《私募投资基金监督管理暂行办法》中规定的适格投资者,在单项投资上符合最低标准的单位或个人,养老基金、社会公益基金和依法备案的投资计划,净资产符合最低标准的单位,金融资产或年均收入符合最低标准的个人<sup>②</sup>。在该征求意见稿的起草说明中,中国证券业协会表示投资者的资格限定主要参照《私募投资基金监督管理暂行办法》的相关要求,同时增加金融资产或年均收入符合条件的个人投资者一项。关于投资者保护,起草说明中指出众筹融资的本质特征决定了大众投资者是重要的募资对象,但因为大众投资者经验少、抗风险能力弱,故并非所有普通大众都可以参与股权众筹。

不难发现,中国证券业协会在起草《管理办法》时,对于众筹融资的行为定性是准确的,同时考虑到此类投融资活动存在较高的风险性,所以需要设置一定的准入门槛,以排除不具备相应风险识别能力和风险承担能力的投资者。但在金融效率与金融安全之间,自律监管组织表现出了对金融安全的过分考虑,试图通过设置较高的准入门槛保护大众投资者,所收到的实际效果则是将大部分投资者拒之门外,以阻止购买融资产品的方式防范风险。大众利益保护固然可以在某种意义上达至预定目标,但金融创新遭到严重抑制,甚至可以说无创新可言。(1)互联网技术演绎的金融民主在私募的定性下无从表征,高投资额、高净资产等方面的封闭式限制忽视了众筹应有的“大众”性质,将原本应当是普惠金融下的中坚力量的民间资本大部分排除在外,实际上剥夺了小额资本获得多元化投资回报的平等机会。(2)互联网技术演绎的金融开放在私募的定性下无从体现,针对单位和个人的各项最低标准设定使股权投融资活动局限于富人过剩资本的游戏,忽视了众筹“公开”特性所指向的生态圈合作,使原本可以资源共享和资源对接的投资者被人为地隔开,导致聪明人过剩的智力没有在资源聚集的平台上施展的空间。(3)互联网技术演绎的小微金融在私募的定性下无从彰显,投资限额规则的缺失忽视了众筹“小额”的特点,混淆了风险识别能力和风险承担能力的不同

<sup>②</sup>《私募股权众筹融资管理办法(试行)》(征求意见稿)第14条规定,私募股权众筹融资的投资者是指符合下列条件之一的单位或个人:(一)《私募投资基金监督管理暂行办法》规定的合格投资者;(二)投资单个融资项目的最低金额不低于100万元人民币的单位或个人;(三)社会保障基金、企业年金等养老基金、慈善基金等社会公益基金,以及依法设立并在中国证券投资基金业协会备案的投资计划;(四)净资产不低于1000万元人民币的单位;(五)金融资产不低于300万元人民币或最近3年个人年均收入不低于50万元人民币的个人。上述个人除能提供相关财产、收入证明外,还应当能辨识、判断和承担相应投资风险;本项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;(六)证券业协会规定的其他投资者。

同判断标准,使资本的赌徒可以倾其所有进行博弈,可投资金额较少但足够审慎的投资者则因门槛的限制无法参与。由此,以保护广大投资者利益为出发点的规则设计,因逻辑上的悖论反倒成了投资者基于平等机会实现预期投资回报的阻碍。

受监管政策及参照规则的引导,实践中互联网股权融资平台分别根据自身的经营理念、经营模式设置不同的投资者准入门槛。以盈灿咨询有限公司发布的《2017年众筹行业年报》中列出的成功筹资金额排名靠前的5家非公开股权融资平台为例,众投邦平台在2017年成功融资项目8个,融资金额为34733万元,位居同类平台榜首。其对于合格投资者的要求包括单笔投资额、金融资产和年均收入三个方面,以及满足法律法规关于股权投资资格的规定<sup>③</sup>。成功融资额紧随其后的第五创平台为使投资者熟悉了解众筹全过程,设有新手训练营,通过一定额度的投资训练达到合格投资者认证所起的效果。成功融资25197万元的人人创平台,亦从金融资产和年均收入的角度设置准入条件,允许投资者选择符合100万元的最低金融资产要求或近3年30万元以上的个人年均收入,以及相应的风险辨识、判断和承担能力,注册时系统自动默认符合认定标准。相比而言,爱就投平台关于合格投资者的要求更加细致且灵活,除自有资金和单项投资比例限制外,满足股权投资经历、家庭近3年总收入、金融资产市值、固定资产市值条件之一即可,且独具特色地设置月薪阶层60岁以下的要求<sup>④</sup>。但该平台成功融资项目数仅为6个,融资金额为17031万元。采用直接投资模式的人人投虽然在成功融资金额上较为逊色,但成功融资项目数多达77个,远远超过众投邦和爱就投平台。在该平台上,投资者通过实名认证即可成为普通会员,了解相关项目信息,认购或发布项目;如果累计成功投资25万元以上,既可享有普通会员的所有权限。

尽管5家平台的规则设计及融资表现并不能有力说明互联网股权融资的行业样貌,但作为成功融资金额占据较大比重的代表性平台,在一定层面仍然能够反映出投资者准入规制方面存在的问题。其一,由于受到《证券法》公开发行人规定,《公司法》股东或发起人人数规定,《刑法》非法集资规定等要求的限制,互联网股权融资名义上皆采取非公开发行的形式,实际上以通过打开网页或者注册即可浏览项目信息的方式变相公开发售,且通过不设门槛或者设置较低门槛的方式变相公开发售,只不过将最终投资人数控制在200人红线以下。简言之,向不特定对象发行的公开发行认定标准已被规避。其二,仅就5家平台关于合格投资者的要求来看,标准未有统一,有些平台甚至没有标准,向普罗大众敞开投资入口。在有标准的情况下,每个平台依目标对象的不同,侧重于不同的衡量指标。有的注重投资者的投资经验和专业技能,有的则注重投资者的资金实力。而且在同样看中资金实力的标准上,具体的风险判断参考因素也有所不同,如金融资产或固定资产,一定时间内总收入或年均收入等。如此五花八门的合格投资者认定标准使互联网股权投融资市场处于无序竞争状态,不利于普惠金融规范化的持续发展。投资者无法通过准入规则的分析准确判断平台的

③众投邦平台的合格投资者要求是投资单个项目不低于10万元、金融资产不低于100万元、最近3年年均收入不低于30万元;不存在任何法律、行政法规、规范性文件及有关交易规则禁止或者限制股权投资的情形。

④爱就投平台自然人投资评审标准:一、必须承诺投资资金为自有资金。二、符合下列条件之一:(1)有两次以上股权投资经历,且能够提供有效证明;(2)家庭近3年总收入必须大于或等于25万元,且能够提供有效证明;(3)名下有100万市值以上金融资产(包括银行存款、理财产品、股票、债券、基金或者保险等,且能够提供有效证明);(4)名下有500万市值以上固定资产(不包括主要住房),且能够提供有效资产证明的。三、承诺单一项目投资资金不超过其家庭金融资产的10%。四、必须通过平台风险测评与合格投资人测评,了解股权投资风险。五、必须签署《风险声明书》。六、愿意贡献智慧帮助所投资企业,并愿意提供资源支持项目企业发展。七、如果是月薪阶层,年龄必须在60岁以下。

定位及融资项目的定位,更无法通过准入规则的识别精准判断自身的投资能力以及拟投资项目的适合度,投资者保护或许从一开始就陷入困境。

### 三、投资者准入规制的理念更新

关于互联网股权融资的投资者准入规制究竟应该从严把握还是从宽处理,理论界和实务界有着不同的认识,不同的学者亦有不同的认识。严格论观点认为,金融产品本身就内含各类风险,加之与金融科技相结合,在结构上日趋复杂,并非普通投资者所能理解,即使是专业的投资者也可能无法准确识别风险。而股权式的资本投资又属于金融运作的高端层次,涉及较大的风险,需要专门的相关知识储备作为参与的前提,所以规则的设计有必要将发行交易限制在特定人群范围内。宽松论观点则认为,较高的投资者准入门槛设置将股权众筹与私募基金等同化,无助于金融信息和金融资源的共享以分散投资风险,也无助于股权众筹惠及大众实现预期收益之功能的发挥。况且,现有的投资者注册与认证方式更多是形式化要求,纸面上的严格限定在实践操作中难以落实,导致主体适格制度形同虚设<sup>[12]</sup>。的确,互联网股权融资中的投资者适格标准设定是一个充满着多重矛盾,需要多维度平衡的棘手问题。从融资方和平台的立场来看,严格的准入机制可以排除不适格的投资者,在降低自身负担之投资者适当性义务的同时,更高效地实现既定融资目标,但随之而来的也可能是因合格投资者人数骤然减少或有较强能力之投资者更加挑剔等缘故,导致融资成功率降低。从投资者的立场看,严格的准入机制虽然能够从源头上控制金融风险,通过彻底隔离保护投资者利益,但使投资者丧失诸多可选择的投资产品,尤其是在存款类和债权类金融产品收益较低,固定资产类投资产品风险较大的情况下,将导致大量社会资金闲置。

对此,广为各国借鉴的美国股权众筹相关规则事实上也经历了一个冲突蜕变的过程。根据美国1933年《证券法》第4(a)(2)条的规定,发行人之交易不涉及公开发行,便可豁免于登记之要求。1980年颁布的《小企业投资奖励法》增加关于募集对象为认可投资者的豁免规定,所谓认可投资者取决于财务相关知识、净资产、知识与经验。为明确私募发行豁免规范的内容,SEC于1982年公布《D条例》,其中规则501(a)对认可投资者进行定义,包括任何近2年来个人收入均超过20万美元或与其配偶共同拥有超过30万美元的收入,并且于当年有合理期待可以获得相同收入的自然人,或者个人净资产不低于100万美元。至于认可投资者之法人类型,包括机构投资者、私人事业发展公司、免税组织等多种主体<sup>[13]</sup>,在SEC看来,如果投资者皆为具备一定经济实力或者投资知识经验的主体,那么就on能力进行自我保护,豁免注册不会损害这些投资者的利益。但由于众筹机制让投资者无论贫穷或富有都面临同样的损失风险,故美国国会于2011年开始着手制定众筹豁免规则。最初草拟的注册豁免规则参照小额发行豁免条件,规定为通过互联网发行证券在任意12个月内不超过500万美元,且投资者单项投资限额为1万美元或年收入的10%中取较低者。对此,参议员提出了更加严格的规则版本,根据投资者收入水平的不同,区分不足5万、低于10万、超过10万3个层次,分别设计500美元、1%、2%的投资上限<sup>⑤</sup>。经调整后,投资限额规定为固定值加比例值两种衡量标准,且区分为两个层次,分别是年收入或净资产不超过10万美元情况下,不得超过2000美元,

<sup>⑤</sup>参议员最开始在《在线集资以及反欺诈和不道德非披露法案》议案中提出的投资限额规则为:在众筹年度投资中,投资者收入不足5万美元的,只能投资500美元;收入低于10万美元的,只能投资收入的1%;收入超过10万美元的,可以投资收入的2%。目的在于让普通大众既能够参与股权投资,又不至于承担超过能力所及的金钱损失。

或者5%的比例,取较高值;年收入或净资产10万美元以上情况下,则比例为10%,最多不超过10万美元。此规范内容于2012年3月被纳入JOBS法案<sup>[14]</sup>。2015年10月,JOBS法案第三章正式通过,修正1933年《证券法》的相关规定,允许藉由股权式众筹发行或销售的证券豁免于登记之要求,以设定投资者年度投资上限作为替代保护手段。

从认可投资者之限定,到所有投资者在规定限额内之参与,再到投资限额的反复调整,JOBS法案的相关规则虽然仍存在如年收入和净资产适用情形不明确、一般投资者和机构投资者之投资限额未做区分等问题,但不得不说是美国长久以来证券法规范层面的重大变革,为互联网股权融资的蓬勃发展提供了有力的法律保障。这种规范变革背后无疑蕴含着深刻的理念转变,是监管机构在不失投资者保护之下追求促进资本形成之目标的有益探索。因信息披露要求的降低,信息的架构和呈现方式将成为影响投资者行为的重要因素,显而易见的信息更能引起投资者的注意<sup>[15]</sup>。在投资决策之前,投资者通常没有确切且清楚的偏好,此时若设定可用以提供信息的起始点,便可以促使投资者进一步做出选择<sup>[16]</sup>。所以,相比传统的家父式全方位关怀,自由因素的添加更加有利于监管目标的达成。JOBS法案摒弃认可投资者的限制,向所有投资者开放众筹之路的做法,实则是改强制或禁止之规定为引导或助力之规定;在投资限额上,改取固定值或比例值中的较低者为取两者中的较高者,实则是进一步拓展选择空间,通过投资起点之设计引出投资者的真正偏好,而非左右或影响投资者的偏好。

当然,什么样的投资起点才是科学的,并没有绝对的定论,取决于各国不同的经济发展水平、社会文化背景、投资者成熟程度等因素。如英国《关于网络众筹和通过其他方式发行不易变现证券的监管规则》将投资者分为成熟投资者与非成熟投资者,前者不受投资额的限制,后者的投资额不得超过其资产净值的10%,以保证不影响基本生活和养老保障<sup>⑥</sup>。同时,参与众筹融资的个人投资者必须具有较强的经济实力,要么年收入超过10万英镑,要么净资产超过25万英镑,抑或是获得合格投资机构投资管理服务的自然人。德国《小投资者保护法》则规定,投资者通过众筹平台进行投资的额度为1000欧元,收入较高的投资者可以投资其月收入的两倍,但最高不得超过1万欧元。加拿大有关众筹监管规则直接设定2500美元的单笔投资上限,以及10000美元的年度投资总额上限。在此,无法通过排除任何其他可变因素之影响单独比较法律规范本身的优劣,但至少可以明确宏观层面的指导思想。一方面,投资者准入需要规制,因为初创企业或者小微企业尤其是与高新技术相关的企业之设立运营风险较一般企业更大,投资者非完全理性且风险承担能力有限,需要外力保护。另一方面,投资者准入规制不宜过于苛刻和死板,因为股权众筹之本意即在于满足较低层次、较广范围的投融资需求,是对多层次资本市场完善的有效补充,有赖于普通大众的积极参与才能激发活力。

是故,投资者准入的法律规制需要从家父主义理念向自由家父主义理念转变,即从面面俱到的圈层规定转向动态平衡的红线把握。在互联网股权融资发展的初级阶段,准入机制无法及时做出应对性的调整,可以采事先明确行为方式,划定行为范围的规则导向监管,以给予投融资双方清晰的市场预期,在法律支持的监管框架内确保各方享有公正待遇。但随着股权投融资活动的纵深化

<sup>⑥</sup>成熟投资者包括获得FCA许可的企业认定的能充分了解投资活动中所涉风险的投资人,还包括满足根据工作经历、投资经历、工作经历或提供融资的经验、任职经历、高资产指标设定的五项条件之一的投资者。

发展,准入机制的设计依金融创新与金融安全的有效调试,客观上需要转向更加注重目标与结果的规制方式。原则导向的法律规制通过将自由竞争理念与严格监管理念的有机结合,能够根据投融资各方的风险防范和处置能力适时调整监管力度,具有较强的灵活性。在原则导向下,投资者准入规制应当是具有必要性的一般规定,以规制手段与监管目标相匹配为基本要求。投资者享有相当自主的选择空间,能够在自身所处的能力层次上获得实质上的公平保障。融资者则可以在避免承担过高的投资者适当性义务之同时,获取股权融资创新活动创造的可得收益。

#### 四、投资者准入规制的法律进路

中国互联网股权融资已经过萌芽期(2011—2013)和崛起期(2014—2015),于2016年达到高峰后又进入回落阶段。在此过程中,2014年公布的《私募股权众筹融资管理办法(试行)》(征求意见稿)曾引起业界广泛的关注,被学术界作为批评的对象,至今未能正式颁布实施。根据中国证券业协会对该《管理办法》的最新修改,投资者准入门槛的设置为单项投资不低于10万元的单位和个人,金融资产不低于100万元或近3年年均收入不低于30万元的个人,较最初版本的相关规则要求有所降低<sup>[17]</sup>。但投资者准入规制仅仅是投资额、资产或年收入数值上的降低,或许并不能有效应对互联网股权融资持续发展所面临的各项挑战。由于通过互联网平台进行股权投资活动不同于互联网债权融资,也不同于传统模式下的公司筹资,涉及多维度的法律定性和行为规范,所以准入规制将是一项系统性工程,需要全面考虑各种可能的正面和负面效果,与相关法律、法规及规范性文件的规定形成无缝对接。

第一,遵循类型化思维,合理取舍准入门槛。互联网股权融资的性质界定在中国经历了从私募到公募的转变,经官方文件明确后,私募股权众筹的概念已被私募股权融资或互联网非公开股权融资所替代,而股权众筹则特指公募股权众筹。由此可以看出,中国的互联网股权融资事实上包含两种不同的类型,私募股权融资和公募股权众筹。前者为目前实践中普遍存在的互联网非公开股权融资模式,实质上是私募融资的互联网化。后者为真正意义上集众人之力的股权式群众募资,是需要大力发展以解决初创企业和中小企业融资难问题的互联网金融创新举措。鉴于两者存在本质上的差别,对应的投资者准入标准亦应有所不同,即根据私募和公募的核心特征,对投资者准入进行有无门槛的考量。就私募股权融资而言,其定位是以机构投资者等具有深厚经济基础、丰富专业知识的单位和个人为募集对象,是通常认为的资深投资者和融资者之间的高代价利益博弈。投资者参与该类交易,需要以一定的资质为前提,即满足合格投资者的条件要求,借此确保投资者不至于因过低的信息披露而盲目跟投,也不至于因过高的损失风险而陷入困境。该种合格投资者制度的设计可以参照《私募投资基金监督管理暂行办法》第三章的规定,纳入满足一定净资产或金融资产或年均收入标准的个人,以及社会保障基金、养老基金、社会公益基金、依法备案的投资计划、有关管理人员及从业人员等视为合格投资者的主体。就公募股权众筹而言,其定位乃“大众、公开、小额”的生态圈合作,欲借大众之资金和智慧提升小微金融服务的品质,则应当向大众敞开心扉,舍弃合格投资者制度之背离机会均等的门槛设置。这不仅契合普惠金融下互联网投融资创新的实质,而且可以有效解决互联网信息传递无阻隔与投资者获取信息有屏障之间的矛盾。

第二,立足参与式行为,分层检索实质差异。与私募股权融资注重主体资格限制不同,公募股权众筹在舍弃合格投资者要求后,并非不对投资者做任何限制,而是应当侧重主体参与互联网投融



资的行为进行规制。在互联网平台上,投资者可以随时获取大量融资项目信息,且无需付出任何代价,至多进行身份验证或完成评估问卷即可。风险的产生和蔓延并不是源于投资者获取了相关信息,而是源于投资者实际参与了相关项目。所以,与其对投资者主体资格进行限制,采最低值的门槛规制,不如对投资者投资额度进行限制,采最高值的红线规制。因为在充满各种不确定性的资本市场中,企业经一笔投资获得足额融资所面临的风险,未必一定小于经多笔投资获得足额融资的情形。且在后者,企业可以接触更多的普通投资者,而不是苦苦寻求唯一的合格投资者,客观上起到分散融资风险、降低融资失败可能性的作用。放宽主体限制,收紧行为限制,旨在减少去除投资者准入资质要求后对非专业投资者带来的风险。这是资本市场买者自负原则的具体落实,与股东有限责任制度的理念亦是一脉相承。考虑到广大投资者在资金实力、投资经验、投资知识、认知水平等方面参差不齐,投资额度的规定不能采用“一刀切”的做法,而应当以相关衡量指标为基础进行分层设计。参考域外相关立法经验,中国可以在《证券期货投资者适当性管理办法》之投资者分类的基础上进一步细化投资者类型,将可能参与公募股权众筹的投资者分为专业投资者和非专业投资者,分别设置不同的投资限制。专业投资者的范围即为《证券期货投资者适当性管理办法》第8条所列的五种情形,参与公募股权众筹可以不受投资额度的限制;非专业投资者<sup>⑦</sup>应结合资产或收入的多少区分为风险投资者和一般投资者,分别受到相对较高和较低的投资额度限制。三类投资者在满足相应层次条件的情况下可以互相转化,以年度数据评估为基准,实行动态考察和持续调整。

第三,坚持本土化方向,科学计算投资限额。在私募股权融资合格投资者的标准设定上,资产或收入的适格参数是投资者资深与否的归类界限,反映投资者的风险识别能力和风险承担能力。倘若投资者在一段时间内满足一定的财富标准,那么将被推定为具有在高风险投资中实施自我保护的能力<sup>[18]</sup>。因此,投资者被允许进入互联网非公开股权融资市场的前提就是通过财富的显示表明自身的经验能力。然而在公募股权众筹的规制上,这些标准不宜作为准入的门槛,但可以被转化为不同投资者受不同投资限额规制的衡量指标,即将下限转变为上限。此种上限设置的目的系为了确定该投资者可以负担之损失,故不宜包含投资者所有的资产或收入,至少应当剔除常住房屋、养老保险金等流动性较差或为基本生活保障之需的资产。否则,投资者可能因倾其所有赌上一次而流离失所,最终引发一连串社会问题。至于衡量指标的具体数值,需要结合中国投资者的收入水平和经验能力等因素综合考量。据国家统计局公布的数据显示,2017年全国居民人均可支配收入25974元,其中城镇居民人均可支配收入36396元,农村居民人均可支配收入13432元。贫困线以家庭人均年收入为依据,2011年确定为2300元,2015年为2800元,2016年为3000元。相比域外发达国家,中国居民收入水平较低,城镇和农村之间的差距较大,且尚未建立完备的社会保障体系,所以不能照搬照抄他国规定。基于现阶段推进互联网股权众筹稳定发展之目标,相关规则可以考虑如下设计:以目前税务部门单独征税标准为参考,规定净资产或最近3年年均收入在12万元以上的风险投资者,连续12个月内投资总额不能超过净资产或最近3年年均收入的10%;针对年收入不超过12万元的一般投资者,规定连续12个月内投资总额不能超过净资产或最近3年年均收入的5%,且单笔投资不超过3000元。

<sup>⑦</sup>《证券期货投资者适当性管理办法》第10条将专业投资者之外的投资者称为普通投资者,此处为进一步细分,用非专业投资者的概念对应该管理办法中的普通投资者概念。

第四,采用负面清单,适度允许理性弥补。互联网技术之特征决定了投资者行为监管之难度,当量化指标体系无法做到足够精准地反映投资者能力与众筹产品的匹配度时,准入机制通过排除一些最不合格或者说必然不合格的投资者参与,可以在底线监管层面有效控制投资者损失,并维护融资者的基本权益。这些最不合格或必然不合格的投资者可以用负面清单的形式加以列举,并根据相关记录动态调整。为加强这一设计的可操作性,社会征信系统需要进行全面整合,包括人民银行等金融机构的征信系统和阿里巴巴等民间层面的征信系统,并对接具备资质的众筹融资平台,通过互联网大数据统计技术将严重违背诚信、违反交易规则的人员列入负面清单,禁止进入众筹市场。未来随着金融科技的发展,关于不良记录人员的统计还可以借助区块链技术来实现,届时不可篡改的多中心数据之实时共享能够快速识别最不合格的投资者。除了市场禁入规则外,投资者的风险控制还可以通过投资者自身在决策后较短时间内的反思来实现,即冷静期的规定。按照风险管理理论,投资者的自律能够防止一些特殊风险事件的发生。受到较高投资回报的诱惑,抑或跟风投资心理的作祟,投资者在决策当时可能实施与该投资者认知水平不相适应的非理性行为。冷静期制度的设计可以让投资者在决策后一段合理的期间内,根据自己的重新认识,或者根据客观变化了的条件,适时反悔。这项制度已经为不少国家所采用,欧盟的《金融服务远程销售指令》给予投资者14天的冷静期,而意大利《关于创新型初创企业通过网络平台融资的规则》则规定,如果出现情势变更或信息出现实质性错误,一般投资者在7日之内享有撤销投资的权利<sup>[19]</sup>。考虑到中国不同投资者风险认知水平差距较大,冷静期取中间数值较为合适,建议规定允许投资者在做出承诺后的10天内撤销投资。

#### 参考文献:

- [1] EUGENE F F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work[J]. The Journal of Finance, 1970, 25: 383-417.
- [2] 曹阳. 我国股权众筹的风险与法律规制[J]. 改革与战略, 2017(4): 81-84.
- [3] 卜亚. 股权众筹监管经验的跨国比较及启示——基于激励相容视角的分析[J]. 华东经济管理, 2016(9): 94-99.
- [4] 张宏婧, 王洁. 股权众筹平台的内部控制与外部监管——基于投资者保护视角的探讨[J]. 南方金融, 2016(7): 93-97.
- [5] 彭真明, 曹晓路. 论股权众筹融资的法律规制[J]. 法律科学(西北政法大学学报), 2017(3): 169-176.
- [6] 徐卫东, 郭千钰. 互联网金融监管困境及其破解——基于众筹金融视阈的分析[J]. 当代经济研究, 2017(1): 89-96.
- [7] 杨东. 互联网金融的法律规制——基于信息工具的视角[J]. 中国社会科学, 2015(4): 107-126.
- [8] EDAN BURKETT. A crowdfunding exemption—online investment crowdfunding and U.S. securities regulation[J]. The Tennessee Journal of Business Law, 2011, 13: 63-106.
- [9] JUURIKKALA O. The behavioral paradox: Why investor irrationality calls for lighter and simpler financial regulation[J]. Fordham Journal of Corporate & Financial Law, 2012, 18: 33-93.
- [10] OMRI BEN-SHAHAR, SCHNEIDER C E. More than you wanted to know: The failure of mandated disclosure[M]. New Jersey: Princeton University Press, 2014: 94-95.
- [11] STANFORD J G, JOSEPH E S. Information and competitive price systems[J]. The American Economic Review, 1976, 66: 246-253.
- [12] 张秀全, 蒋英燕. 我国股权众筹投资者适格准入的困境与突破[J]. 上海金融, 2016(11): 38-43.
- [13] Smith L A. Crowdfunding and using net worth to determine investment limits[J]. Denver University Law Review, 2013, 90: 127-135.
- [14] 徐鹏. 从 JOBS 法案中的众筹投资限额看投资者保护[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2016(5): 52-59.
- [15] SUNSTEIN C R. Simpler: The future of government[M]. New York: Simon & Schuster, 2013: 42.

- [16] SUNSTEIN C R , RICHARD H T. Libertarian paternalism is not an oxymoron[J]. *University of Chicago Law Review*, 2003, 70:1159-1202.
- [17] 闫夏秋. 股权众筹合格投资者制度立法理念矫正与法律进路[J]. *现代经济探讨*, 2016(4):63-67.
- [18] JASINSKAITE L. The JOBS act: Does the income cap really protect investors[J]. *Denver University Law Review*, 2013, 90:81-88.
- [19] 柴珂楠. 欧盟众筹金融监管法律框架及评析[J]. *南方金融*, 2014(7):40-47.

## Legal regulation of investors access of internet equity financing

ZHAO Yin

(*Civil and Commercial Law School, Southwest University of  
Political Science and Law, Chongqing 401120, P. R. China*)

**Abstract:** Internet equity financing exists the risks of traditional finance, and the differences in the way of resource allocation make the formation and transmission of risks special. The legal regulation of investors access not only helps to open the right orientation of internet equity financing, but also helps to stimulate the function of information disclosure system. In practice, financing vehicles do public placement in the name of private placement, and the standard of qualified investors is not unified, directly affecting the quality and the number of participants, which make investors protection in trouble. Through the analysis of extraterritorial legislation experience, the legal regulation of investors access in China needs to update concept, follow typological thinking, from the affirmation of subject qualification to the normalization of investment behavior, and calculate investment caps scientifically, allow rational remedy moderately, to promote the real crowdfunding standardization development by risks control on the source of financial industry chain.

**Key words:** crowdfunding; private equity financing; qualified investors; investment caps; investors protection

(责任编辑 胡志平)