

资本形成、投资者保护与股权众筹的制度供给

——论我国股权众筹相关制度设计的路径

袁康

(武汉大学法学院, 湖北 武汉 430072)

摘要: 随着众筹融资的勃兴, 股权众筹模式日益受到市场和监管层的高度关注。股权众筹合法化乃大势所趋, 相应的监管规则也呼之欲出。为确保股权众筹的有效规范运行, 我国必须充分借鉴境外立法经验做好相应的制度设计, 坚持投资者保护与促进资本形成的基本原则, 一方面破除制度障碍, 创设股权众筹模式的“安全港”, 解决其合法性的难题, 为股权众筹模式的发展提供制度空间; 另一方面要完善制度保障, 构建股权众筹安全有效运行的制度体系。

关键词: 股权众筹; 资本形成; 投资者保护

Abstract: With the emerging of the crowdfunding, the equity model has attracted more and more attention from the market and regulators. Legalization is the trend of the equity crowdfunding and the corresponding rules are going to come out. In order to effectively regulate the operation of equity crowdfunding, it is necessary to learn the legislation experiences from foreign markets and balance the investor protection and the capital formation. On one hand, we should get rid of the institutional barriers and set up the safe harbor of equity crowdfunding, solving its legitimacy problem and providing institutional space for its development. On the other hand, the supporting system shall be improved to make the equity crowdfunding safer and more efficient.

Keywords: equity crowdfunding, capital formation, investor protection

作者简介: 袁康, 武汉大学法学院博士生, 研究方向: 证券法。

中图分类号: DF438 **文献标识码:** A

股权众筹作为一种新兴的融资模式, 代表着互联网金融的发展方向与必然趋势。尽管我国现行监管制度并不允许, 但市场还是在小规模地尝试股权众筹。股权众筹的发展不仅是互联网时代金融市场发展的必然产物, 也是我国中小企业发展和多层次资本市场完善的现实需求。初创企业是现代市场经济中最具活力和创造力的主体, 但这些企业由于自身规模和发展阶段的限制, 往往被排除在主板、中小板、创业板以及新三板等资本市场之外。由于缺乏资产作为抵押, 也极难从银行获取贷款; 即使寻求风险投资是一条可行道路, 但由于风投数量少覆盖面窄, 往往能获得风投的初创企业也不过是凤毛麟角。¹ 初创企业的融资问题成为了横亘在企业发展和经济繁荣前面的一道鸿沟。只有引入股权众筹, 使其成为常规资本市场的有益补充, 全方位地拓展初创企业的融资渠道, 便利其资本形

成, 才能培育和发展中小企业, 进而促进经济的增长与繁荣, 稳定和扩大就业, 实现经济社会的全面发展。

完善的制度供给是股权众筹模式健康有序发展的基础和保障。一方面, 股权众筹需要突破法律对这类具体交易模式的限制, 以实现融资过程的合法合规, 因此需要通过立法为股权众筹的顺利开展提供可能性。另一方面, 股权众筹涉及到多方利益的平衡, 其中既包括初创企业的融资权也包括投资者的保护, 因此需要通过立法确立合理有效的监管规则, 防范和化解股权众筹中的各类风险。

股权众筹制度设计的基本原则: 促进资本形成与保护投资者

一、促进资本形成

资本是企业运行的血液, 缺乏资本的企业很难形成

发展动力。股权众筹的初衷，就是利用互联网金融模式的新业态，为初创企业提供有效的资本形成途径。事实上，中小企业尤其是初创企业获取资本存在着现实的困难。首先，过高的门槛将初创企业挡在了常规资本市场门外。一方面初创企业在存续时间、资产规模和融资规模等方面均不符合公开发行股票的条件和要求，另一方面公开发行股票所带来的发行承销费用等高昂的资金成本以及漫长的发行周期所形成的时间成本都会成为初创企业不能承受之重。²也就是说，初创企业的资本形成并不适应通过常规资本市场公开发行的融资方式。其次，初创企业寻求银行信贷的路径受阻。由于初创企业缺乏提供抵押担保的能力和充足的现金流，并不属于银行的优质信贷客户，银行往往会基于贷款风险的考量拒绝向中小企业尤其是初创企业提供贷款。小微企业“融资难”的问题相当明显。小微企业在正规金融中无法获得资金后只能转投非正规金融，即小额贷款公司、信用担保公司或民间借贷。但是非正规金融中高昂的风险对价使得小微企业融资成本过高，往往会成为资金饥渴的初创企业饮下的一杯毒酒，最终极易导致初创企业的夭折。另外，“看起来很美”的股权投资、风险投资以及天使投资人也并不能成为初创企业的救世主。股权投资以认购原始股的方式，通过在公司上市或股权转让时退出以获取溢价收入，处于初创期的企业显然离这一目标较为遥远，因此很难成为股权投资机构所青睐的理想对象。即便是倾向于进行前期投资的风投而言，更强的介入公司治理的动机以及各种对赌协议将会给初创企业戴上厚重的枷锁³，控制权的旁落不利于初创企业按照创始人的意志自由发展。而天使投资与风投一样，更加青睐特定的高增长、高回报的高科技行业⁴，并且具有非常鲜明的地域特色即集中于某些特定区域，比如硅谷等高新技术区。⁵对于分散于各行各业和不同地区初创企业并不具有普适意义。总体而言，现有传统的融资模式并不能很好地解决初创企业的融资需求。股权众筹模式的出现给初创企业融资提供了一种新的解决方案，资金的供给与需求通过互联网实现有效匹配，大量的小额投资者可以跨地域限制将资金转移给初创企业使用且对筹资者干预较小。尽管股权众筹并不一定能绝对完美地弥补传统融资方式的缺陷，但毕竟是一种全新且低

成本的融资方式，能够有效地促进资本形成，解决初创企业的资本难题。因此针对于股权众筹的制度设计，必须建立在充分保障和促进初创企业资本形成的基础之上。这就要求立法机关和监管部门对现有法律和监管规则进行相应的调整，一方面要破除股权众筹活动的制度障碍，解决股权众筹的合法性问题，从法律的层面认可股权众筹作为初创企业的有效融资方式。另一方面要完善股权众筹的相关配套规则，确保股权众筹活动的顺利开展，便利初创企业通过股权众筹模式募集发展所需资金。

二、保护投资者

保护投资者是资本市场的永恒命题。完善的投资者保护制度是维护投资者的合法权益、增强投资者信心的前提和基础。投资者受到有效保护不仅事关每个投资者的切身利益，也关系到资本市场的运行秩序与长远发展。要充分发挥股权众筹在促进初创企业资本形成、有效补充常规资本市场不足的功能，实现其良性发展，必须要充分重视和强调在股权众筹活动中的投资者保护问题。然而，股权众筹作为一种新兴的融资模式，其在投资者保护方面存在着许多先天性的不足，这给股权众筹的进一步发展带来了诸多不确定的因素。首先，投资者对股权众筹业务模式和风险属性的不熟悉容易造成投资者利益受损。股权众筹是近几年互联网金融模式不断发展的过程中产生的新生事物，其资金流动、股权登记、公司治理等相关权利义务配置尚无定式，投资者对于如何参与股权众筹、在股权众筹中享有何种权利等与自身利益息息相关的问题并无明确概念。在这种情况下，投资者贸然参与这种新型融资模式无异于在黑夜赶路，极易受到损害而成为股权众筹发展中的垫脚石。其次，股权众筹模式本身的高风险使投资者受到损失的概率更大。由于股权众筹的参与主体、交易模式等的特殊性，股权众筹的投资者往往暴露在经营风险、道德风险、流动性风险和操作风险之中，各类风险都有可能造成投资者的损失。初创企业的高失败率容易导致投资者血本无归，股权众筹中极易发生的虚假众筹项目、侵占众筹资金和信息披露不透明等问题都会使投资者利益受损，而股权众筹本身的显著缺陷就是缺乏二级市场，且股权众筹的发起人作为初创企业其股权估值难度较大，造成股

权流动性差。众筹平台系统建设不完善,也容易使投资者的资金和股权处在不安全的状态之中。再次,股权众筹投资者的特殊属性使得其风险识别和风险承受能力较低,从而有更强的受保护的需求。股权众筹的投资者往往是最普通的草根投资者,这些投资者缺乏充足的投资知识和风险防控能力,并且容易对自身的投资能力进行错误评估,因此缺乏足够的自我保护能力,在股权众筹的投资风险面前显得尤为脆弱。而这些草根投资者往往并不具有较强的资金实力,若发生投资损失则有可能造成其生活困难。最后,股权众筹本身业务模式的不规范不成熟,在其早起阶段可能存在的诸多制度和规则的漏洞也会使投资者遭受损害。因此,我们在进行制度设计时,需要将投资者保护作为制度的基本价值旨向贯穿于制度始终。

制度障碍的破除:构建股权众筹模式的“安全港”

股权众筹是互联网金融时代的新型融资模式,在信息化浪潮中金融市场发展的时代性与法律制度的滞后性的矛盾冲突中,股权众筹模式面临着制度上的障碍。要充分发挥股权众筹模式在初创企业资本形成中的积极作用,法律制度必须及时回应市场需求,通过法律授权或豁免等方式构建股权众筹模式的“安全港”,破除股权众筹的制度障碍,为股权众筹模式的发展提供制度空间。

一、企业组织形式障碍的突破

从基本交易结构来看,虽然称之为“股权众筹”,但筹资者向投资者销售的可以是股权、股份和合伙份额等权益,即利用股权众筹模式的初创企业的组织形式可以是有限责任公司、股份有限公司和合伙企业等。初创企业利用股权众筹模式募集资金时,会因其组织形式的差异而遭遇不同的障碍。当筹资者的组织形式为有限责任公司或合伙企业时,会存在股东(合伙人)人数的限制,以及公开发行募集资金的障碍。根据《公司法》第二十四条的规定,有限责任公司由五十个以下股东出资设立。《合伙企业法》虽然未限定普通合伙企业的合伙人人数,但《合伙企业法》第六十一条也将有限合伙企业的合伙人人数限定为五十人以下。然而股权众筹是面向不特定多数投资者募集资金,故筹资者若是通过股权

众筹模式募集资金时,股东(合伙人)人数极有可能超过五十人,从而造成企业设立登记时的困境。即便是将投资者人数限定在规定人数之内,鉴于众筹融资是面向草根投资者的微金融,其融资额将会受到极大的限制而导致资本形成目标无法实现。并且,股权众筹实际上构成证券公开发行,而《证券法》和《首次公开发行股票并上市管理办法》均将发行人主体资格限定为股份有限公司,关上了有限责任公司和合伙企业发行证券募集资金的大门。当筹资者的组织形式为股份有限公司时,也会存在发起人人数限制的问题。在《公司法》修订之前,股份有限公司通过股权众筹模式设立还存在着初创企业不能达到股份有限公司注册资本限额的问题,然而新《公司法》取消了股份有限公司注册资本最低限额,使得作为小微企业的初创企业以股份有限公司的形式设立不再有注册资本的限制。然而《公司法》第七十八条对股份有限公司发起人人数的限制依然给筹资者通过股权众筹设立股份有限公司造成了障碍。

事实上当前理论界对于企业组织形式及企业的融资权问题已经开始了全面的反思。有学者认为公司法结构不是为了存在而存在的,它总是要为了市场经济的发展而存在与发展。当它不能满足市场经济发展的需求时,就不可避免地要对它进行改革,并且提出应该摒弃我国现行公司法体系中有有限责任公司和股份有限公司的机械划分,而代之以公开公司和封闭公司的分类。⁶事实上,企业组织形式只是企业发展需求与法律控制之间的妥协,随着政府对市场的干预逐渐放开,企业组织形式也正走向虚化。⁷片面因企业组织形式的不同而对其融资和参与经济活动横加干涉并不符合经济发展的需求和规律。有学者甚至直接提出了有限责任公司乃至合伙企业也应能够公开发行募集资金。⁸此外,除了公司之外,非公司组织也随着经济发展和经济组织形式创新的浪潮开始勃兴⁹,也伴随着较强的融资需求。为充分保障各种组织形式的初创企业的融资权,有必要弱化股权众筹模式对企业组织形式的限制。

二、公开发行标准与小额发行豁免

股权众筹在行为性质上构成了证券公开发行。然而在我国法律规定中,股权众筹往往并不符合公开发行标准。我国《证券法》第十三条规定公司公开发行新

股，应当具备健全且运行良好的组织机构、具有持续盈利能力且财务状况良好、最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为等条件。为了进一步规范和明确公开发行的条件，证监会发布了《首次公开发行股票并上市管理办法》，明确了发行人在主体资格、独立性、规范运行、财务会计和募集资金运用等方面的要求。为了适应自主创新型企业 and 成长型企业的融资需求，证监会又发布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，对特定类型的发行人的发行条件进行了规定。一般来讲，要公开发行证券，必须要满足上述法律和规章所规定的条件。然而利用股权众筹模式募集资金的初创企业一般难以符合这些条件。从设立年限来看，初创企业往往是拟设立或刚设立，并不符合已经设立并持续经营三年以上的要求。从财务数据来看，初创企业一方面尚未开展经营难以有盈利，另一方面即便有盈利也难以达到上述规定中所要求的净利润、现金流和营业收入动辄千万级的财务数据。公开发行条件的高门槛与股权众筹的小规模之间形成了显著的冲突，构成了股权众筹所面临的最大的法律障碍。

考虑到股权众筹的筹资者或者说发行人一般都是规模较小且融资数额较少的初创企业，由于自身能力局限以及融资规模较小，为了保障其融资权利和融资机会，减少其融资成本，可以考虑对其进行小额公开发行的豁免，即在一定范围内允许构成公开发行的股权众筹无需受到现行证券法律的限制，免于相应的监管要求。美国证券法中的Regulation A对于融资额小于500万美元的证券发行进行了豁免，规定了低于一般公开发行的要求，尤其是免于一般劝诱禁止的限制使得股权众筹通过互联网的推广宣传获得一定数额的资金更加便利。¹⁰美国的JOBS法案也为股权众筹的小额发行豁免提供了制度上的空间，规定了通过众筹融资模式在12个月内的融资额不超过100万美元的发行人可以不受到联邦证券法的监管。此外，JOBS法案还针对股权众筹模式调整了触发注册标准的投资者数量限制，在考察股东人数是否达到公开发行标准时对众筹发行中的投资者不予计算。¹¹事实上小额发行豁免在我国的证券法律实践中也可以找到例证，《非上市公众公司监督管理办法》第四十二条规定“公众公司在12个月内发行股票累计融资额低于公司净资产

20%的，豁免向中国证监会申请核准”正是小额发行豁免的中国实践。为了使股权众筹在中国的法律环境下能够得以顺利开展，有必要建立股权众筹模式下的发行豁免制度。

三、股权众筹门户的审批

众筹门户作为一种新型的市场主体，为众筹融资活动提供项目发布、信息交换和钱货交易的平台。由于我国现行立法中众筹融资的相关规定尚付阙如，众筹门户或者说众筹平台在法律上的定性还不明确。另外股权众筹在我国还存在诸多法律障碍，众筹门户擅自为股权众筹活动提供平台有可能构成非法设立证券交易场所和非法经营证券业务。因此股权众筹门户在现有制度体系中并不具有明确的法律地位，其设立和业务开展也缺乏相应的法律依据。然而，众筹门户是股权众筹活动的枢纽和平台，在股权众筹模式中具有至关重要的作用和地位，因此需要明确众筹门户的法律地位并打通其获得核准设立的通道。境外已有的立法经验基本上都要求众筹门户在监管部门登记备案，以有利于对众筹融资进行监管。在我国目前的体制下众筹门户尤其是股权众筹门户难以获得合法地位，这就要求我国法制进行相应调整，对众筹门户这一新生事物进行确认和规范，通过设立合理的注册登记条件筛选适格的众筹门户，明确其法律地位并将其纳入监管对象范围。¹²

对股权众筹门户的审批，需要解决三个方面的问题：一是在明确股权众筹门户的法律性质和主体地位基础上的设立审批；其次是股权众筹门户为股权众筹活动提供平台支持服务的业务审批；还有就是股权众筹门户设立和经营的具体要求。就设立上来看，由于众筹门户业务类型和法律属性具有一定的特殊性，加上其本身不需要实体经营场所和资本要求不高的特点，很难将其作为既有的传统证券服务机构进行定位，因此许多国家选择将其作为一种独立的市场主体进行注册或授权。笔者曾分析过众筹门户是否属于交易所、证券经纪商或证券投资咨询商，基本结论是在当前的业务模式下众筹门户不构成交易所和投资咨询商，只是可以被认为是证券经纪商。¹³即便是在未来众筹门户拓展业务模式后与交易所或投资咨询商类似，根据我国《证券法》和《证券公司监督管理条例》中所规定的严格条件，众筹门户注

册为交易所或证券公司也几无可能。此外，股权众筹门户中还可能涉及到对于众筹资金和股权登记的处理，其主体性质更为复杂。因此将股权众筹门户作为一种新型的市场主体赋予其独立法律地位，或许是当前的可行选择。在业务方面看，股权众筹门户从事的活动实质上属于证券业活动，根据《证券法》的规定，未经批准擅自经营证券业务有可能构成非法经营证券业务而需要承担相应的法律责任。境外许多国家例如美国在一定范围内豁免了众筹门户的注册义务，但是出于未来能够从事更为多元化的业务，很多众筹门户会更加倾向于注册为证券经纪自营商。¹⁴因此有必要为股权众筹门户设定可选的业务类型，在满足其当前阶段的制度需求之外为将来可能的发展提供空间。就股权众筹门户设立和经营的具体条件而言，由于众筹门户主要依赖于互联网平台，网络平台系统的安全性和规范性关系到客户资金和证券的安全和个人金融信息的保护，因此应该借鉴《证券公司网上证券业务安全管理技术指引》、《证券投资基金销售业务信息管理平台管理规定》等对股权众筹门户的系统安全提出严格要求。且股权众筹平台会涉及到不特定投资者的利益，如何构建投资者损害补偿机制也需纳入考量，对此可以要求众筹门户设立众筹投资者补偿基金。还有就是为了防范利益冲突，股权众筹门户也需要设定相应的防火墙机制和风险隔离机制，对众筹门户及其雇员参与股权众筹活动予以限制。具体而言，可以借鉴Crowdfunding Accreditation for Platform Standards (CAPS)的衡量指标，从操作透明度、信息和支付安全、平台功能和操作功能等方面对股权众筹门户提出具体的要求¹⁵，并通过这些要求进一步规范股权众筹门户的行为。

四、股权众筹份额的转售与流通

投资者参与股权众筹项目并成为初创企业股东后，可以基于其投资份额而享有相应的权益。然而当投资者在该项目的投资已完成预期收益，或者对该项目失去信心，或者亟需流动资金时，就需要退出该众筹项目。有效的退出渠道，是增强股权众筹的流动性和保护投资者利益的内在要求。出于保障通过股权众筹设立的初创企业的经营维持，投资者不能从初创企业退股，只能选择转让其股权众筹份额。但是根据现行法律，股权众筹份

额转售交易存在着法律障碍，限制了股权众筹份额的转售与流通，二级市场的缺位使得投资者面临着较大的流动性风险。股权众筹份额的转售与流通，需要突破两大难题。首先是交易场所的问题，即要为股权众筹份额提供买卖信息匹配和交易的平台。根据《证券法》第三十九条的规定：依法公开发行的股票、公司债券及其他证券，应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让。由于股权众筹份额的特殊性，其在现有的合法证券交易场所转让并不具备条件。证券公司的柜台交易市场的实践或许能为我们提供启示，要么可以通过证券公司的柜台交易市场进行股权众筹份额的交易，要么直接允许众筹门户开设类似的柜台交易市场。其次是交易“锁定期”的问题。为了防范利益冲突并限制利益输送，法律往往会设置股票转让“锁定期”。“锁定期”规则有助于防范初创企业创始人利用股权转让套利后不再经营该企业，从而保护股权众筹投资者的利益。美国JOBS法案也要求股权众筹份额持有人必须在持有达12个月后方能在公开市场转让该份额¹⁶，以此确保初创企业的稳定经营。

为了确保股权众筹市场的流动性，为投资者提供退出通道，我国股权众筹的制度和规则必须要建立股权众筹份额的转售和流通规则。首先，要建立股权众筹份额的转售交易平台。具体而言，应该允许股权众筹份额在证券公司柜台交易市场进行转让流通。为了更加便利股权众筹份额的转让，也可以借鉴《证券公司柜台交易业务规范》的规定直接授权股权众筹门户开展柜台交易业务，允许众筹门户为投资者提供专门的股权众筹份额交易服务。其次，要完善股权众筹份额转让的具体规则。既要初创企业创始股东和控制股东的股权转让规定一定的锁定期，也要确保一般投资者退出渠道的畅通。

制度保障的完善：

构建股权众筹安全有效运行的制度体系

要为股权众筹提供良好的制度环境，除了破除制度障碍，消解股权众筹模式与我国现行法律之间的冲突之外，还需要根据证券法律的一般原理和境外立法经验做好配套制度的建设，妥善解决股权众筹模式运行中的一系列问题，以维护投资者保护与资本形成之间的平衡。

笔者认为应当从以下几个方面构建股权众筹安全有效运行的制度体系，完善股权众筹的制度保障：

一、信息披露制度

阳光是最好的杀虫剂，灯光是最好的警察。信息披露作为资本市场投资者保护制度的重点，能够提高透明度，以便投资者作出正确的投资决策。就股权众筹而言，一方面投资者很多都是草根，其信息获取和分析的能力极为有限，且通过互联网发布的众筹信息良莠不齐，加上认知度不足的初创企业往往缺乏相关信息，这就容易加剧信息不对称进而导致股权众筹过程中欺诈横行。¹⁷因此必须要完善股权众筹中的信息披露制度，对筹资者课以强制性信息披露义务。然而从另一方面来看，初创企业尚处在发展的初级阶段，若信息披露要求过高则会造成过高的合规成本，给本来缺乏资金的筹资者造成更大的困难。在平衡投资者保护与资本形成的原则下需要谨慎地确定信息披露义务的程度，过高的信息披露义务会增加筹资者的融资成本不利于资本形成，而过低的信息披露义务则会降低透明度而容易影响投资者的利益，因此股权众筹中的信息披露义务也应保持合理适度。

股权众筹信息披露最核心的任务是让投资者清楚该众筹项目的基本情况和投资价值，这是投资者作出正确投资决策的前提。因此，应要求筹资者在众筹门户发布股权众筹项目时披露项目基本情况、筹资用途和资金使用计划等信息，并及时地披露经营状况，以有利于投资者掌握相关信息。这些信息是基础性的核心信息，应当作为股权众筹发行人所必须披露的信息进行强制性规定，筹资者披露上述基本信息并不会耗费过多的成本。筹资者也可以为了增强投资者的信心并吸引投资者而进行自愿性的信息披露。此外，网络时代投资者的信息来源往往也并不局限于发行人的披露。因为股权众筹的投资者尽管在一定程度上难言理性，信息获取与分析能力也不强，但在互联网这一开放式和交互性平台上，众多的投资者会借助投资者论坛、搜索引擎等工具发现和形成更为丰富的信息，例如对初创企业的价值判断、筹资者创始人的个人资信等等，这就极大地拓展了投资者可以获得的信息总量。¹⁸尽管这些信息可能存在着较多的市场噪声和欺诈性信息，但是信息发布平台的规范化

运作，加上发行人强制性信息披露和自愿性信息披露的配合，基本上能够满足投资者对于信息披露的要求。因此，构建股权众筹的信息披露制度必须建立在对多层次的信息披露体系的充分认识之上，一方面对于核心信息课以强制性披露义务，另一方面对于自发形成的信息进行有效的监管。

二、投资者适当性管理制度

投资者适当性制度(Suitability)，或称投资者适当性原则、适当性要求，按照SEC的定义，是指证券商向投资者推荐买入或者卖出特定证券时，应当有合理依据认定该推荐适合投资者，其评估的依据包括投资者的收入和净资产、投资目标、风险承受能力，以及所持有的其他证券。巴塞尔银行监管委员会、国际证监会组织、国际保险监管协会在其2008年发布的《金融产品和服务零售领域的客户适当性》(Customer suitability in the retail sale of financial products and services)¹⁹中将适当性定义为“金融中介机构所提供的金融产品或服务与客户的财务状况、投资目标、风险承受能力、财务需求、知识和经验之间的契合程度”。股权众筹是投资者基于自身判断所参与的投资活动，然而以草根投资者为主的投资者群体往往缺乏对股权众筹所涉风险的准确判断，并且这类投资者风险承受能力有限。为了保护投资者，必须在股权众筹中确立投资者适当性管理制度，实现投资者的投资行为与其投资水平和风险承受能力相适应。但是，股权众筹最显著的特点便是投资门槛低和广大草根投资者的参与，小规模投资者构成了股权众筹模式的根基。若机械地将投资者进行分类并限制低水平的投资者参与，则有可能失去股权众筹模式的本色和优势。因此各国所通行的做法是并不规定投资者的准入门槛，而是根据收入水平或资产净额对投资者进行分类，限定一般投资者的投资限额，而对于专业投资者或成熟投资者则不加限制。投资限额制度也分为三种类型，一种是不超过年收入或资产总额的一定比例，例如英国将非成熟投资者的投资额限定为其净资产总额的10%以内；另一种类型是规定投资额的绝对数限额，例如加拿大几个省联合发布的众筹监管规则规定投资者的单笔投资不得高于2500美元，年度投资总额不得超过10000美元；还有一种类型是将投资额的绝对数限额与年收入或资产总额比例限额相

结合，例如美国规定股权众筹投资者年收入少于10万美元的，其投资额不得超过2000美元或年收入的5%，若投资者年收入等于或高于10万美元的，其投资额不得超过10万美元或年收入的10%。

我国目前已在《证券公司监督管理条例》、《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》、《股指期货投资者适当性制度实施办法(试行)》、《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司投资者适当性制度指引》等规则中确立了投资者适当性管理制度。但是对于股权众筹这一新生事物尚无投资者适当性管理的制度和实践。为了加强股权众筹中的投资者保护，我国在制定股权众筹制度时需要引入投资者适当性管理制度。首先要对投资者进行分类管理。即基于资金实力、投资水平、风险认知能力、风险承受能力等指标将投资者分为一般投资者和专业投资者，对一般投资者参与股权众筹应规定相应的额度限制，对专业投资者则可以豁免相应限制。其次要明确股权众筹的投资限额。即在平衡一般投资者的风险承受能力和投资机会的基础上确定合理的额度，可以采取美国的绝对数限额与比例限额相结合的方式规定一般投资者的最高投资额度。再次要明确投资者适当性管理的义务主体。笔者认为众筹门户作为股权众筹信息发布和交易的平台，应当对其客户进行充分的了解，并承担相应的投资者适当性管理的义务。

三、众筹门户的审核义务

众筹门户是为股权众筹活动提供网络平台的中介机构。众筹门户一方面作为信息中介为筹资者与投资者之间的信息交流提供支持²⁰，为筹资者提供信息披露的平台并为投资者揭示风险并提供投资者教育的相关材料。另一方面众筹门户还被赋予一定的审核义务，对筹资者的背景及其高管和大股东的情况进行审查，事实上承担着降低众筹融资风险的功能。此外，众筹门户还是一种声誉型中介(reputational intermediaries)，众筹投资者往往会基于对众筹门户的信赖而作出投资决策，因而具有与证券承销商类似的特征，而这就使众筹门户具有了“看门人”的地位。²¹基于这种地位，众筹门户应该秉持一种超然的态度确保股权众筹过程的公平公正和公开。此外众筹门户还有义务保护投资者，包括风险揭示和投资者教育，采取减少欺诈的措施，确保投资者隐私权等。

因此，可以说众筹门户作为一种自律监管机构应履行相应的审核义务²²，以确保股权众筹符合投资者保护的要求。

在制定股权众筹相关法律制度时，应当赋予众筹门户相应的审核权力，以保障其审核义务的履行。首先，众筹门户应当对股权众筹项目有审核义务。筹资者通过众筹门户发起股权众筹项目也需要符合一定的要求，但作为一种小额发行，若要监管部门审核无疑会造成较高的监管成本，也不利于筹资者及时高效且经济地完成众筹过程。因此将审核的权力交由众筹门户行使，待审核通过后只需在证券监管部门进行备案是比较理想的选择，也是许多境外国家的普遍做法。众筹门户对股权众筹项目的审核是以信息披露为中心的审核，主要对以下信息是否真实、充分和及时地披露进行审核：拟众筹融资的商业项目的描述及商业计划书、发行人的财务状况、发行人的高管和大股东的情况、募资的目的和用途、募资总额和募资的起止期限、所有权和公司资本结构的描述等，以减少股权众筹中的欺诈。其次，众筹门户对众筹平台上的信息有审核义务。除了筹资者在众筹平台上披露相关信息之外，也有其他投资者会通过众筹门户提供的BBS和其他方式进行信息交流。投资者会基于对众筹门户的信任而认可上述信息的真实性。对于在众筹平台上发布的虚假信息，投资者往往会因轻信该信息而遭受损失。因此众筹门户应当设置相关的审核程序和甄别机制，对筹资者、投资者在附属于众筹门户的信息交流平台上发布的信息进行审核以确保其真实性。再次，众筹门户应承担对合格投资者的审核义务。众筹门户作为投资者适当性管理的义务主体，应当在投资者进行用户注册时对其背景和财产状况进行审查和确认，并自动完成投资者分类。在投资者选择众筹项目并作出投资决策时，众筹门户应根据投资者类型按照适当性规定作出是否接受投资者该项投资请求的决定。

四、投资者参与公司治理的路径

在股权众筹模式下，投资者的资金构成了众筹项目公司的资本，投资者相应地取得股东地位并享有相应的股东权利。但由于股东人数众多以及所占股权比例极小，众筹投资者所持有的表决权相当分散，单个股东基本上不可能直接对公司治理产生实质性影响。众筹门户

虽然在融资时搭建了筹资者与投资者沟通的桥梁，但融资完成后却因其横亘在筹资者与投资者之间，客观上形成了投资者介入筹资者公司治理的障碍。抛开投资者是否有介入公司治理的积极性不论，尽管股权众筹中的投资者在法理上具有股东地位，但却缺乏介入公司治理的途径，也缺乏介入公司治理的组织化力量。²³为了防止众筹项目公司出现内部人控制而引发的利益冲突问题，避免投资者利益被创始股东侵害，有必要在制定股权众筹相关法律制度时畅通投资者参与公司治理的路径。

要实现这一目标，可以从以下三个方面寻求突破：首先，应在制度层面要求筹资者在众筹门户设立电子股东论坛。尽管电子股东论坛目前尚无统一模式，但其作为一种网络交流平台，在股东就公司信息进行广泛交流、就特定话题进行讨论并寻求一致、表决权征集等方面能够发挥积极的作用，目前美国、德国等国均已就电子股东论坛进行了立法，对电子股东论坛的设置和运行规则进行了规定。通过法律要求筹资者在众筹门户设立单独的电子股东论坛，能够便利投资者了解公司经营情况和重大事项，并有利于投资者对公司决策发表意见并

交流信息，为投资者介入公司治理提供良好的环境准备。其次，应为股权众筹的投资者进行表决权委托和表决权信托提供制度条件。由于投资者的股权比例较小，表决权比较分散，投资者的单独行动并不能对公司决策形成实质性影响，而投资者的集体行为则有利于形成合力。因此应当允许和便利股权众筹的投资者利用网络平台征集表决权，或者允许投资者选择其信任的主体例如众筹门户进行表决权信托，代表分散的投资者的利益参与公司治理。再次，应完善网上投票系统和虚拟股东大会制度。股权众筹本身即是利用互联网平台完成，网络化既是其基本特征，亦是其显著优势。参与众筹的投资者往往经济实力有限且地域分散，按照常规方式参加股东会行使表决权不具备现实可能性，也不符合经济性原则。为了便利投资者参与公司治理，应当要求众筹门户和筹资者在利用众筹平台发起众筹项目的同时，必须建立相应的网上投票系统和虚拟股东大会制度，弥合筹资者与投资者之间的鸿沟，使投资者能够借助网络平台经济、高效地参与公司重大决策。

[本文受国家留学基金资助]

注释

1. Andy Cosh et al., Outside Entrepreneurial Capital [J]. The Economic Journal, 2009(119): 1494 - 1530.
2. Jeffrey J. Hass, Small Issue Public Offerings Conducted Over the Internet: Are They ' Suitable ' for the Retail Investor? [J]. Southern California Law Review. 1998(72):67 - 75.
3. Jill E. Fisch, Can Internet Offerings Bridge the Small Business Capital Barrier?[J]. Journal of Small & Emerging Business Law. 1998(2):57 - 64.
4. Darian M. Ibrahim, The Puzzling Behavior of Angel Investors[J]. Vanderbilt Law Review. 2008(62):1405 - 1417.
5. Simon C. Parker, The Economics of Entrepreneurship [M]. Cambridge University Press, 2009:249.
6. 王保树. 公司法律形态结构改革的走向[J]. 中国法学. 2012, (01):106 - 116.
7. 甘培忠, 周游. 论当代企业组织形式变迁的趋同与整合——以国家需求与私人创新的契合为轴心[J]. 法学评论, 2013, (06): 68 - 74.
8. 蒋大兴. 公司组织形态与证券(融资)权利——摒弃有限公司“改制上市”的法律习规[J]. 现代法学, 2013, (01):71 - 83.
9. Larry E. Ribstein, The Rise of the Uncorporation[M]. Oxford University Press 2009: 207 .
10. James D. Cox et al, Securities Regulation: Cases and Materials [M]. Aspen Publishers, 6th edition, 2009: 319 - 323.
11. JOBS Act Sec303(a).
12. 袁康. 互联网时代公众小额集资的构造与监管——以美国JOBS法案为借鉴[J]. 证券市场导报, 2013(06):4 - 20.
13. 同上.
14. Shekhar Darke, To Be or Not to Be a Funding Portal: Why Crowdfunding Platforms will Become Broker - Dealers [J]. Hastings Business Law Journal, 2014, (10):183.
15. <http://www.crowdsourcing.org/caps>.
16. Mary McAllister Shepro, Keeping the Crowd at Bay: The Practical Implications of the SEC's New Crowdfunding Exemption (May 5, 2014). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2433225>.
17. Thomas Lee Hazen, Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Law: Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned On Meaningful Disclosure [J]. North Carolina Law Review, 2012, (90):1735.
18. Joan MacLeod Heminway, Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the " Crowd " [J]. Vanderbilt Law Review., 2014, (38): 827.
19. Bank for International Settlements, Customer Suitability in the Retail Sale of Financial Products and Services, April, 2008, P4. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD268.pdf>.
20. C. Steven Bradford, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled [J]. Securities Regulation Law Journal, 2012, (40):222.
21. Joan Macleod Heminway, The New Intermediary on the Block: Funding Portals Under The Crowdfund Act [J]. University of California, Davis Law Journal, 2012, (13):177.
22. Stuart R. Cohn, The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution [J]. Florida Law Review, 2013, (64):1433 - 1439.
23. 参见前引12.