

私募众筹？一个自相矛盾的词汇

——对《私募股权众筹融资管理办法（征求意见稿）》的批评

彭冰 北京大学金融法研究中心

内容提要

股权众筹作为互联网金融的一种模式，核心是公开、小额。中国证券业协会发布的《私募股权众筹融资管理办法》将股权众筹限定为私募，是对众筹本性的违反。具体分析现行法，股权众筹走公开之路并无不可克服的困难。因此，私募股权众筹试点只能是中国证监会在《证券法》修改之前的权益之计。在具体制度设计上，《办法》强制股权众筹平台入会缺乏法律依据，对于股权众筹平台职责要求上的重重限制，有些也极不合理，违背了众筹平台的基本功能，这些限制使得纯粹的股权众筹平台在与现有证券经营公司竞争中处于不利地位，在制度设计上很不公平。

关键词

股权众筹 私募 股权众筹平台 自律管理

2014 年 12 月 18 日，中国证券业协会在网站上发布了《私募股权众筹管理办法(试行)》的征求意见稿(以下简称为“《办法》”), 公开征求意见。¹这是在国务院总理的要求下,²拓展中小微企业直接融资渠道的最新举措。《证券法》尚未修改, 中国证券业协会的这一举措显然受到了旧法的种种限制, 但其锐意创新之举仍然值得赞赏。不过, 从法理角度和众筹实务角度来看, 《办法》还有很多值得商榷之处。

众筹的本意是向公众募集小额筹资, 因此私募众筹是一个自相矛盾的词汇。在现行《证券法》修改之前, 中国股权众筹只能走私募之路吗? 本文第一部分分析的结论是否定的, 私募众筹只是中国证监会的权益之计。本文第二和第三部分则讨论了《办法》的一些具体规则, 对包括中国证券业协会是否是一个合适对股权众筹平台进行自律监管的组织, 以及对于股权众筹平台、融资者和投资者的种种监管是否恰当等问题进行了分析。最后是一个简短的结论。

一、私募是唯一选择吗?

一般来说, 股权众筹是指通过互联网平台向大量社会公众获得少量融资, 核心的概念是分散和小额。³向社会公众直接融资使得股权众筹不仅仅是一个商业模式, 而是必须在法律上予以特别对待的事情, 因为各国证券法都对向社会公众融资有较为严格的管制。

¹ 中国证券业协会: “关于就《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》公开征求意见的通知”(中证协发[2014]236号), http://www.sac.net.cn/tzgg/201412/t20141218_113326.html, 最后访问日期: 2014 年 12 月 25 日。

² 腾讯财经: “国务院解决企业融资成本高问题股权众筹试点获肯定”, <http://finance.qq.com/a/20141120/041687.htm>, 最后访问日期: 2014 年 12 月 25 日。

³ 参见彭冰: “股权众筹的法律构建”, 《互联网金融与法律》第 6 期, 第 1-7 页。

某些国家之所以在立法上对股权众筹网开一面，是因为互联网技术带来了信息成本的降低，便利了信息的流动，减少了传统上融资者和投资者之间的信息不对称。⁴迄今为止，以美国 2012 年 JOBS 法为先导，⁵英国、⁶意大利和法国⁷都相继出台了众筹的相关法律，德国目前关于众筹的立法也在征求意见过程中。⁸

中国证券业协会在《起草说明》中承认：根据国际证监会组织对众筹融资的定义，众筹融资是指通过互联网平台，从大量的个人或组织处获取较少资金来满足项目、企业或个人资金需求的活动。但中国证券业协会提出：因为《证券法》尚未修改，公开发行必须经过核准，而选择众筹融资的中小微企业往往不符合“现行公开发行核准的条件”，所以“只能采取非公开发行”。⁹

目前中国《证券法》正在修订过程中，看目前进程，最顺利估计也要 2015 年年中才可能出台。但国务院总理李克强在 2014 年 11 月 19 日主持召开的国务院常务会议上，提出要进一步采取有力措施，缓解企业融资成本高的问题，要求“建立资本市场小额再融资快速机制，开展股权众筹融资试点”。¹⁰因此，股权众筹融资试点不能等到《证券法》修改完成之后，必须在修法之前就立即开展。这是此次《办法》出台的背景，也是此次股权众筹采取私募方式的主要理由。

4 参见徐骁睿：“众筹中的信息不对称问题研究”，《互联网金融与法律》第 6 期，第 8-16 页。

5 参见郭雳：“创寻制度‘乔布斯’（JOBS）红利——美国证券监管再平衡探析”，《证券市场导报》2012 年第 5 期，第 10-16 页。

6 参见张雨露：“英国投资型众筹监管规则综述”，《互联网金融与法律》第 6 期，第 17-22 页。

7 参见顾晨：“法国众筹立法与监管介绍”，《互联网金融与法律》第 10 期，第 21-27 页。

8 赖梦茵：“德提交众筹条例草案拟加强股权众筹监管”，《互联网金融与法律》第 10 期，第 51-53 页。

9 参见中国证券业协会：“关于《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》的起草说明”，http://www.sac.net.cn/tzgg/201412/t20141218_113326.html，最后访问日期：2014 年 12 月 25 日。

10 腾讯财经：“国务院解决企业融资成本高问题股权众筹试点获肯定”，<http://finance.qq.com/a/20141120/041687.htm>，最后访问日期：2014 年 12 月 25 日。

但众筹的核心在于分散和小额，私募的股权众筹本身就是一个自相矛盾的词汇。因此，核心问题是：在现行《证券法》未修改前，股权众筹真的只能采用私募方式吗？

乍看起来，好像这是唯一选择，这也是本人曾经在一篇文章中的分析结论。¹¹但上述结论是建立在证监会不采取任何行动基础上的：在现行法的框架下，证券公开发行必须经过证监会核准，一方面众筹融资的企业基本上都无法满足严苛的公开发行条件，另一方面其也无法承担证监会高昂的核准成本，合法合规的唯一选择只能是脱离证监会核准的私募发行。然而，如果证监会愿意采取行动，实际上公开发行并非不能为众筹融资开出一条通道，违背众筹本性的私募不是唯一选择。

现行《证券法》第 10 条规定：“公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准”。这里为公开发行设定了两个要求：满足法定条件、依法经过核准。现行《证券法》对这两个规定的规定是否构成了众筹融资不可克服的障碍？我们来逐一分析。

（一）法定条件

对于公开发行的法定条件，主要规定在现行《证券法》第 13 条：“公司公开发行新股，应当符合下列条件：（1）具备健全且运行良好的组织机构；（2）具有持续盈利能力，财务状况良好；（3）最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为；（4）经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件”。在该条基础上，中国证监会相继发布了《首次公开发行股票并上市管理办法》《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，其中对于公司治理、持续盈利能力等都提出了严格细致的要求，一般众筹融资的企业显然很难满足。

¹¹ 参见彭冰：“股权众筹的法律构建”，《互联网金融与法律》第 6 期，第 1-7 页。

但这些严格细致的要求，是中国证监会对于公开发行并上市的融资者提出的要求，众筹融资的企业目前并不寻求上市，不需要必须满足这些条件。研读《证券法》第 13 条的原文，“健全且运行良好的组织机构”、“持续盈利能力、财务状况良好”，都是比较虚化的内容，证监会完全可以不采取那么硬化的指标来要求众筹融资。以持续盈利能力为例，主板上市一直坚持的是三年连续盈利要求，创业板就弱化为连续两年盈利。如果进一步弱化为过去无盈利，但未来有盈利可能，又有何不可？

因此，看起来好像只有“最近三年财务会计文件无虚假记载”是个硬性要求——要求发行人必须已经成立三年以上。其实并非如此，这从证监会对公开发行不上市的要求中可以看出。依《证券法》第 10 条对于公开发行的定义，除了向不特定对象发行构成公开发行外，向特定对象发行累积超过 200 人也会构成公开发行，因此公开发行并上市并非发行人的唯一选择。2012 年 9 月份，中国证监会发布《非上市公众公司监督管理办法》，2013 年 12 月，国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，创设了全国中小企业股份转让系统（以下简称：新三板），为向特定对象发行累积人数超过 200 人的公开发行规定了特定条件和特定程序。

上述规定和新三板的挂牌要求都只对公司治理提出了明确要求。对于持续盈利能力，国务院的决定中明确：“可以尚未盈利”，因此，新三板在挂牌要求上规定的是“业务明确，具有持续经营能力”。¹²所以持续盈利看起来是一个硬性指标，其实不是。对于成立三年以上的要求，也同样如此。无论是《非上市公众公司监督管理办法》还是国务院的决定，对于非上市公众公司的成立时间都没有提出要求，新三板的挂牌条件则是“依法设立且存续满两年”。

¹² 参见“全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）”（2013 年 2 月 8 日发布，2013 年 12 月 30 日修改）第 2.1 条。

¹³可见,《证券法》第 13 条对于“最近三年财务会计文件无虚假记载”的要求,并非对于发行人必须成立三年以上的硬性要求。

总结一下,从证监会现行对于公开发行条件的细化要求来看,《证券法》第 13 条对于公开发行条件的各种要求都比较虚化,无论是困扰市场多年的持续盈利能力还是成立三年以上的要求,其实都是可以被证监会抛弃的。既然如此,如果证监会真心想促进股权众筹的发展,为什么会通过中国证券业协会之口发出“选择众筹融资的中小微企业或发起人不符合现行公开发行核准的条件,因此,在现行法律法规框架下,股权众筹只能采取非公开发行”这样的言论呢?既然现行公开发行条件对于股权众筹要求过高,证监会完全可以另行设定条件,证券法第 13 条并不构成障碍,构成障碍的是证监会自己规定的各种规制、规范性文件而已。

换句话说,股权众筹的融资者不符合现行证券公开发行的条件,仅仅是因为证监会设定门槛时没有考虑众筹融资的中小微企业。如果监管者设定了过高的门槛,又不愿意为股权众筹另开通道,而是直接宣布“此路不通”,显然是因为监管者本来就不想让它走这条道路。

(二) 依法核准

按照上述分析,法定条件并非股权众筹走公开发行之路不可逾越的障碍,但《证券法》第 10 条不仅规定了公开发行证券必须依照法定条件,还规定了必须依法经过核准。与法定条件不同,核准程序则可能构成股权众筹在现行法下的困难。因为《证券法》对核准程序有种种明确的规定,看起来证监会不能自行解决。实际上,在证券发行采取注册制的国家,如美国,法律上对于发行条件并无

¹³ 同上注。

规定，构成公开发行重要成本的就是监管机构的注册程序，因此一些豁免规则的适用，例如私募，主要就是对注册程序的豁免。¹⁴

现行《证券法》在第 2 章专门规定了证券发行的核准程序，其中包括：保荐；申请文件；预披露；发审委审核；核准或不予核准的决定；承销。我们一一分析如下：

1、保荐制度。虽然看起来保荐制度不是《证券法》的强制要求——《证券法》第 11 条规定：发行人依法采取承销方式的，应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐人，好像如果不采用承销方式，就可以不采取保荐方式。但因为承销实际上是法定要求，因此，保荐制度也就相应变成了强制要求。不过，这并非不可克服的障碍，具体分析，我们放到承销部分去一起讨论。

2、申请文件。《证券法》第 14 条虽然对公司公开发行新股，规定了看起来比较复杂的申请文件要求，但《证券法》第 19 条同时规定，这些申请文件的格式、报送方式，由证监会规定，因此，对于股权众筹，完全可以规定较为简单的申请文件，不构成障碍。

3、预披露。既然申请文件可以简化，预披露当然也不是问题。

4、发审委审核。麻烦的是发审委审核，《证券法》第 22 条对发审委审核的规定，看起来没有任何可以协商的余地。但实际上，也可以有两个解决思路：（1）采取新三板的思路，豁免发审委审核。在国务院关于新三板的决定中，明确规定了“无需再提交证监会发行审核委员会审核”，等于由国务院授权放弃了《证券法》第 22 条的规定。这一做法虽然于法无据，但也是实践中通行的做法。如果国务院认为股权众筹试点值得推进，不妨也发个文件，宣布股权众筹的公开发行核准“无需再提交证监会发行审核委员会审核”。（2）采取创业板的思路，为股权众筹的公开发行另设独立发行审核委员会，采取更为简便、快捷、高效的审核程序。

¹⁴ 参见郭雳：《美国证券私募发行法律问题研究》，北京大学出版社 2004 年版。

5、核准决定。《证券法》第 24 条规定，证监会应当在受理申请之日起三个月内，做出予以核准或不予核准的决定，三个月是时间上限（尽管实践中从来没有得到遵守）不是下限，证监会完全可以快速审核，高效快捷地为股权众筹的公开发行开启一路绿灯。

6、承销。承销要求构成了另一个障碍。《证券法》第 28 条规定对于法律、行政法规规定应当由证券公司承销的，必须采取承销方式。《公司法》第 87 条和第 134 条就此做出了强制要求：发行人向社会公开发行股份的，应当由依法设立的证券公司承销。对此也可以有两个解决办法：（1）参照新三板对发审委审核的处理方式，由国务院发文宣布股权众筹的公开发行可以不采用承销方式；（2）由中国证监会宣布股权众筹平台起到承销的功能。因为对于何谓承销，法律上并无明确的界定，股权众筹平台审核、发布融资信息、对接需求、协助资金划拨的功能，在某种程度上也类似证券代销。唯一可能存在的问题是，《公司法》规定的承销机构是证券公司，股权众筹平台并非全部都是证券公司。对于这一瑕疵，证监会应该可以通过解释予以弥补。至于《证券法》对于承销商的责任要求，也可以通过对勤勉尽责标准的解释来得以解决，不至于为平台增加过重义务。

对于与承销配套而来的保荐制度，完全可以做类似处理。

（三）小结

在现行《证券法》下，股权众筹如果采用公开发行的方式，必须符合法定条件，经法定程序，由中国证监会核准。但依据上述具体的条文分析，法定条件并不构成股权众筹采取公开发行不可克服的障碍，过高的发行条件完全是证监会自己设立的。解铃还须系铃人，证监会完全可以对股权众筹的公开发行设立符合实际需求的公开发行条件，这点在法律上并无障碍。分析下来，只有核准程序中的保荐制度、发审委审核和承销要求，构成了现行《证券法》上的

强制要求，但这三个障碍都可以或者由国务院发文豁免，或者由证监会通过另行特别规定来克服，虽然困难些，但也并非不可逾越。

因此，认为股权众筹在现行证券法下只能走私募道路的理由并不成立。虽然中国证券业协会看起来无权修改证监会对于公开发行条件的设定，也无权做出对于核准程序的种种特别规定，似乎像实践中的众筹平台一样，在合法合规条件下只能选择私募。但考虑到实践中证监会和中国证券业协会的关系，由中国证券业协会出面发布《办法》，让人不免对证监会的动机生疑：这是在证券法修改之前的权益之计吧？可以想象：证监会正忙于《证券法》的修改，如果此时大动干戈另起炉灶，重新为股权众筹的公开发行另行开辟道路，耗费无数人力物力、干扰证券法修改不说，关键是生效时间有限，因为一旦《证券法》修改通过，这些力气就白费了。这也是证监会借中国证券业协会搞私募众筹的不得已苦衷吧！

二、私募众筹为什么还需要监管？

即使不纠缠于公募还是私募，仅从法律角度来看，这一权益之计在法律上也存在一些问题，试分析如下：

（一）私募为什么需要监管？

私募的目的就是规避证券法对公开发行的界定，避免《证券法》第 10 条对于公开发行需依法定条件经法定程序由中国证监会核准的要求。那私募的股权众筹为什么还需要监管？

实践中，我们发起设立一家股份公司，其实就是私募，只要人数不超过 200 人，没有采取公开募集形式，除了从事特许行业之外，一般都只需要工商注册，不牵涉证券监管方面的事宜。从各国私募管理的经验来看，对于私募发行方面的监管，主要在于厘清私募和公募的边界，既要防止私募发行浑水摸鱼，采用公开或者变相公开的方式，也是为了提供安全港规则，让合法的私募发行人心里有底，

不至于整天提心吊胆，生怕在不知情的情况下已经触犯非法公开发行的红线。¹⁵从这个角度来说，私募监管其实不是监管，而是划定合法边界、给出游戏规则，是一种管理手段，也是促进私募市场发展的基础设施建设。

从中国证券发行的实践来看，迄今为止，对于一般的证券私募发行，除了《证券法》第 10 条，中国证监会尚未颁布明确的私募发行规则，对于私募发行中最重要的“合格投资者”概念也未有任
何明确界定（证监会目前对合格投资者最重要的界定主要是针对私募投资基金，与证券发行有所不同¹⁶）。这种不作为导致实践中过度夸大“200 人”的界定标准，混淆了公开发行和私募发行的核心区分标准：发行对象的不特定。这也导致实践中，各种私募与变相公开发行相混淆，私募发行人面临种种不确定性，非法公开发行甚至非法集资成为悬在私募发行人头上的一柄达摩克利斯之剑。商人最怕的就是这种不确定性，因此，诸如 BAT（百度、阿里、腾讯）等互联网公司至今尚未开展股权众筹业务，显然是考虑到了众筹法律风险的不确定。

因此，《办法》对投资者范围的界定，明确了众筹私募边界，提供了商人最喜欢的确定性和安全性，对于鼓励众筹在中国的迅速发展显然具有重大的意义。

在划定私募边界的同时，增加一些报告义务，便利对市场监测，只要不给市场增加过高成本，应该也不是问题。不过看《办法》中，对于股权众筹平台、融资者和投资者都增加了相当义务，提出了各种规范要求，这就不属于上述私募管理基础设施建设的范畴，而扩展为自律监管了。在国务院 2014 年发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中规定：“建立促进经营机构规范开展

¹⁵ 参见郭雳：《美国证券私募发行法律问题研究》，北京大学出版社 2004 年版。

¹⁶ 参见中国证监会：《私募投资基金监督管理暂行办法》（中国证券监督管理委员会令 105 号）第 12 条和第 13 条，2014 年 8 月 21 日发布。

私募业务的风险控制和自律管理制度安排，以及各类私募产品的统一检测系统”。该文件被《办法》第 1 条引为立法依据，股权众筹自律管理的来源也应来源于此。

（二）谁来自律监管：为什么是中国证券业协会？

《办法》拟建立以中国证券业协会对股权众筹融资行业进行自律管理、中证资本市场监测中心有限责任公司对股权众筹融资业务备案和后续监测的管理体制。但为什么会是中国证券业协会？

自律的本意就是市场主体自我管理。¹⁷股权众筹一般涉及融资者、投资者和股权众筹平台，融资者和投资者的情况千差万别，对这些企业和个人来说，融资和投资行为都可能只是偶然为之，因此，对融资者采取自律管理，显然并不现实。股权众筹平台作为专门提供投融资双方沟通服务的中介机构，是自律管理的合适对象。不过，自律是自我管理，这事需要自愿。证券业协会发个文，就宣布把股权众筹平台纳入自律管理范围了，其法律依据何在？按照《办法》的规定，股权众筹平台应当在证券业协会备案登记，并申请成为证券业协会会员。这是对股权众筹平台的强制入会要求。这一要求恐怕缺乏依据，违背了自愿结社的原则。

按照现行《证券法》的规定，证券业协会是证券业的自律组织，证券公司必须加入证券业协会。查《中国证券业协会章程》，其会员分为法定会员、普通会员和特别会员。证券公司必须加入，是法定会员；经证监会许可从事与证券有关业务的证券投资咨询机构、金融资产管理公司、财务顾问机构、资信评级机构等证券经营或者服务机构，可以申请加入，成为普通会员；证券交易所、证券登记结算机构、从事证券业务的律师事务所、会计师事务所及其它中介

¹⁷ 参见黎军：《行业组织的行政法问题研究》，北京大学出版社 2002 年版。

机构，可以申请加入，为特别会员。特别会员无选举权和被选举权。

18

普通会员和特别会员，都应当是自愿加入。强制股权众筹平台加入证券业协会，只能来自法律或者行政法规的特别规定。上述国务院文件显然还算不上行政法规，“建立促进……自律管理制度安排”的表述，也解释不出强制要求股权众筹平台都加入证券业协会的意思来。

与此形成对照的，是私募投资基金的自律管理。对私募投资基金的监管，直接来自法律授权。修改后的《证券投资基金法》第 90 条直接规定：“担任非公开募集基金的基金管理人，应当按照规定向基金行业协会履行登记手续，报送基本情况”，在这种情况下，中国证监会又发布《私募投资基金监督管理暂行办法》，明确中国证券投资基金业协会对私募基金业开展行业自律。反观此次私募股权众筹的自律监管，不但没有任何法律规定，连中国证监会都没有明文授权，按照证券业协会自己的表述，协会只是“在证监会创新业务监管部支持下”，起草了《办法》。

股权众筹这一新兴事务多年游走在合法与非法边缘，中国证券业协会勇挑管理重担，为没家的孩子找到了娘，确实值得钦佩。不过，2014 年以来，李克强总理多次强调一个法律原则：我们要努力做到让市场主体“法无禁止即可为”，让政府部门“法无授权不可为”。¹⁹因此，证券业协会对股权众筹融资行业进行自律管理，强制要求所有股权众筹平台入会，恐怕与法不符。

¹⁸ 《中国证券业协会章程》（2011 年 6 月 24 日中国证券业协会第五次会员大会审议通过，2011 年 10 月 24 日民政部核准），<http://www.sac.net.cn/ljxh/xhzc/>，最后访问日期：2014 年 12 月 25 日。

¹⁹ 新华网：“李克强畅谈改革方略：让市场主体法无禁止即可为”，http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-03/14/c_126264959.htm，最后访问日期：2014 年 12 月 25 日。

另外，有报道称：国务院已经批复成立组建中国互联网金融协会，主要负责互联网金融行业的自律管理。²⁰股权众筹作为互联网金融的主要业务形态，如果由中国证券业协会自律管理股权众筹平台，其与互联网金融协会之间如何协调？

三、私募众筹监管，监管什么？

私募监管，监管什么？上文已经分析过，主要应当是划定私募和公募的边界，设定安全港，为私募发行提供确定性。这项任务《办法》已经完成，虽然门槛设定比较高。自律监管，则主要着重于业务规范。《办法》分别对股权众筹平台、融资者和投资者予以规范，其中有些比较合适，有些不太合适，值得细细讨论。

（一）融资者和投资者

因为《办法》对融资者和投资者的要求不多，我们先来讨论，股权众筹平台是监管的重点，我们放在后面讨论。

1、融资者

《办法》要求融资者必须是中小微企业或其发起人，有一定的道理：股权众筹在法律上的合理性就在于破解中小微企业的融资难题。不过，对于中小微企业，目前立法上还没有一个准确的定义。如果要遵守办法对融资者的资质要求，恐怕还需要明确规定中小微企业的界定标准。

《办法》也规定了融资者的信息披露义务，包括：向平台提供真实、准确和完整的用户信息；保证融资项目的真实、合法；按照约定向投资者如实报告影响或者可能影响投资者权益的重大信息。不过，因为《办法》对信息披露的内容和期限没有特别规定，例如没有明确要求定期报告和临时报告义务，这种信息披露义务基本上

²⁰ 搜狐证券：“互联网金融协会获国务院批准成立”，<http://stock.sohu.com/20140403/n397675422.shtml>，最后访问日期 2014 年 12 月 25 日。

还属于自愿披露的范畴，主要看合同约定，也主要看平台要求。这种自愿性信息披露的安排是否合适，需要实践检验。

《办法》禁止融资者欺诈发行，禁止向投资者承诺本金不受损失或者承诺最低收益，以及禁止在两个以上平台就同一融资项目融资，禁止在平台之外的公开场所发布融资信息。目前来看，这些禁止性规定都有一定的合理性。

《办法》没有对众筹融资额度做出限制，也受到了一定的批评。不过，这和《办法》定性私募倒是相匹配的。

2、投资者

《办法》对投资者的主要要求是资质。《办法》设定了合格投资者的标准，这一标准参照了《私募投资基金监督管理暂行办法》的相关要求，不过有所放松。《办法》基本上照抄了私募投资基金的合格投资者标准，唯一不同是：私募投资基金的合格投资者要求是三项条件同时具备：具备风险识别能力和风险承担能力，最低 100 万投资额，以及金融资产或者收入要求，而《办法》则将最低投资额和金融资产或收入要求这两项条件拆散，并只在个人金融资产或者收入要求项下，同时提出应具有风险识别能力的要求。

我们认为《办法》对合格投资者的要求过高。按照这个要求，估计很多目前从事股权众筹业务的平台只能重新筛选客户，证券公司则因为一开始就和高富帅打交道，尽管起步较晚，仍然可能抢占先机。在私募定性下，界定合格投资者是不得已的选择。但是否需要规定的这么高，确实值得讨论。另外，对最低 100 万投资额的限制也不尽合理。既然股权众筹的发行人是中小微企业，尽管没有限制融资额度，但一般来说，融资需求也不会很大，限制投资额度最少 100 万，估计一个项目也就没有几个投资者了，不符合风险分散的投资者保护理念。

（二）股权众筹平台

股权众筹平台负责勾连融资者和投资者，是股权众筹能够成功的关键所在，当然也是自律管理的主要目标。实际上，按照我们的分析，在股权众筹的三方关系中，也只有股权众筹平台适于采取自律管理。《办法》对股权众筹平台的管理主要分为：备案登记和信息报送管理、准入条件和职责要求三个方面。

1、备案登记和信息报送管理

看起来《办法》对平台采取了较为宽松的管理方式，实行事后备案管理：平台应当在设立后 5 个工作日内向证券业协会申请备案。不过，具体分析条文，我们可以发现：即使事后备案确实比事前许可或者备案要宽松，但备案程序复杂，备案的时间和成本都很高，有些要求也不切实际。

按照《办法》规定的备案程序，需要平台先报送备案申请材料，然后证券业协会通过约谈、专家评审、现场检查等方式对备案材料进行核查，经审查符合规定的，证券业协会才予以备案确认。

首先，备案申请材料中要求提供“最近一期经审计的财务报告或验资报告”，对于那些新成立的专门从事股权众筹的平台，这是无法满足的条件。能够满足这个条件的，只能是目前已经开业的股权众筹平台和拟开展股权众筹平台业务的证券公司。

其次，尽管《办法》要求证券业协会在 20 天内予以备案确认，但这么复杂的备案程序根本不太可能在 20 天内完成。一旦申请备案的平台数量多，约谈高管、专家评审和现场检查在 20 天内肯定搞不完。同时，考虑到《办法》还强制要求平台必须成为证券业协会会员，对于那些非会员的平台，在备案的同时还需要申请入会，换句话说，入会程序和备案程序同时启动，协会真的在 20 天内能够做完这些事情吗？

2、准入条件

《办法》对准入条件的要求看起来比较宽松，核心的硬性指标只有净资产不低于 500 万元人民币。对很多证券公司来说显然不是问题，对于新设立的从事股权众筹业务的平台应该问题也不大。

3、职责要求

《办法》对股权众筹平台的职责要求主要体现在要求平台履行一些职责，包括：（1）督促投融资双方依法合规开展众筹融资活动；（2）对投融资双方进行实名认证，对用户信息的真实性进行必要审核，采取措施防止欺诈；（3）对融资项目的合法性进行必要审核；（4）保存投融资双方的信息和交易记录至少 10 年，并保护商业秘密和客户隐私；（5）对投资者进行风险揭示和教育；（6）按照要求报送业务信息并遵守反洗钱等合规要求。

看起来对于平台的职责要求并不高，不过，随着而来的是平台的法律责任。当平台没有尽到上述职责时，往往会给平台带来法律责任，特别是民事责任。

职责要求中另外比较重要的是《办法》明确禁止平台从事某些行为，明确列出的有 8 项，第 9 项是其他规定，算是兜底条款。具体分析这 8 项，可以发现其中有些是合理的，有些是不需要的，有些是没有道理的。其中禁止平台自融（第 1 项）、为众筹项目提供担保或者股权代持（第 2 项）、抢夺投资机会或者误导投资者（第 4 项）、向非实名注册用户宣传或者推介（第 5 项），都是合理要求。禁止采用恶意诋毁、贬损同行等不正当竞争手段（第 8 项），则根本不需要特别规定。

有问题的是第 3 项和第 6 项的规定。第 3 项禁止平台提供股权转让服务，其道理很难让人理解。众筹投资既然限制为私募发行，投资者购买的股权当然属于限售股份，不能公开转让，但《办法》已

经限定投资者为合格投资者，在这些合格投资者之间的转让，应当不涉及公众，仍然符合私募条件。众筹项目发行人为中小微企业，风险本来极大，私募股权又缺乏流动性，此时允许平台提供股权转让服务本来可以缓解流动性风险。²¹为什么要禁止？

第 6 项禁止平台从事证券承销、投资顾问、资产管理等证券经营机构业务，除非平台本身就已经是证券经营机构。这需要首先理解平台到底在干什么？按照《办法》的定义，平台为众筹的投融资双方提供信息发布、需求对接、协助资金划拨等相关服务。提供信息发布，在某种程度上其实就具有投资顾问的性质——显然并非任何众筹项目都可以在平台上随意发布，平台必须对项目进行一定程度的审核，在页面的显示次序上也可能有所安排，这在某种程度上就具有了投资推荐的功能。帮助投融资双方需求对接，则实际上具有承销性质，因为承销的主要目的是帮助发行人销售股份。众筹平台通过发布众筹项目信息，其实是向其注册的合规投资者推荐该项目。不同的平台具有不同的客户群，可以想象平台未来的竞争也主要是项目和客户的竞争，这和投行的承销工作在本质上类似。从这个角度来说，投融资的需求对接，与证券承销具有类似的功能。美国法上对于股权众筹的讨论中，核心问题之一就是平台从事这些业务的豁免。²²而证券业协会特别允许证券经营机构从事股权众筹业务，合理性也是其恰好与这些机构本来从事的业务有重合之处。

从另一个角度来说，证券业务的核心就是证券承销、证券经纪和证券投资咨询，如果全面禁止平台从事这三类业务，平台根本就和证券业务无关，那我们不知道证券业协会强制要求平台加入会员的理由何在？

²¹ 对于私募证券，美国设立了很多电子交易平台，有些发展得很好。参见 Darian M. Ibrahim, *The New Exit in Venture Capital*, 65 *Vanderbilt Law Review* 1(2012); 肖百灵：“美国私募股权电子融资平台运作模式、监管及启示”，《金融法苑》总第 89 期，第 322-346 页，中国金融出版社 2014 年。

²² Steven Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, *Columbia Business Law Review* 1 (2012).

至于第 7 条禁止平台兼营 P2P 网贷借贷业务或网络小额贷款业务，是否恰当，则属于立法的政策选择。这种风险隔离是否恰当，还需要实践的检验。

小结：从上述备案要求和职责规定来看，《办法》强烈倾向于保护现有的证券经营机构是明显的事实。特别是上述第 6 项禁止纯粹平台从事证券业务活动，使得纯粹平台在与现有证券经营机构竞争中处于不利地位，这才是赤裸裸的不正当竞争吧？

四、结论

股权众筹作为互联网金融的一种模式，是互联网技术对信息交流成本降低后形成的一种新的融资模式。通过互联网平台向公众募集少量资金，有助于为中小微企业开拓新的融资渠道。因此各国纷纷通过修改证券法或者重新立法，试图促进股权众筹的开展。

股权众筹的核心是公开、小额，中国证券业协会公开征求意见的《办法》将股权众筹限定为私募方式，是对众筹本性的违反，私募众筹因此是一个自相矛盾的词汇。具体分析现行法律，股权众筹走公开之路在法律上并无不可克服的困难，私募股权众筹试点只能是中国证监会在现行《证券法》修改之前的权益之计。

此外，《办法》在具体制度设计上，强制股权众筹平台入会缺乏法律依据，对于股权众筹平台职责要求上的重重限制，有些极为不合理，违背了众筹平台的基本功能。从分析来看，这些限制对现有的证券公司开展股权众筹业务有利，使得纯粹的股权众筹平台在与现有证券经营公司竞争中处于不利地位，在制度设计上颇不公平。