

本期推荐

股权众筹的法律构建

彭冰

(北京大学金融法研究中心)

【摘要】 股权众筹作为中小企业和创业企业的一种新型融资方式，在互联网时代开始兴起。但在传统证券法框架下，只能通过私募的方式开展，其多人小额的特征没有得到完全展现。中国目前正在进行的《证券法》修改，需要考虑股权众筹这种新兴事物，设置符合中国实践需求的股权众筹豁免模式。本文对此提出了一些思路和建议，供立法者参考。

【关键词】 股权众筹豁免 公开发行 证券法

众筹 (crowdfunding) 是向大众筹集资金的一种方式，自古以来就存在。由于互联网技术的运用，众筹现在可以克服成本高昂的门槛，有了普遍适用的可能性。但对于向公众筹集资金，法律一向予以特别规制。对于以未来收益诱使公众投资的行为，《证券法》规定了严格的核准制度，如何在现有法律框架下构建众筹的法律结构，是立法者需要仔细考虑的问题。

众筹基本上可以划分为四种模式：捐赠型众筹、预购型众筹（回报型众筹）、借贷型众筹和股权型众筹（为方便起见，以下简称股权众筹）。其中捐赠型众筹一般由慈善法管辖。预购型众筹以公众预付货款购买产品为模式汇集资金，或者在回报型众筹中，虽未明确为产品预购，但付款人乐见项目成功，自己也贡献其中，例如在电影或者视频中列名其上，在这两种众筹模式中，提供资金的公众都不以获得未来投资回报为目的提供资金，其目的在于项目成功、获得产品消费，因此，都不具有投资性，不属于证券法管辖，只能由合同法、产品质量法、消费者权益保护法等法保护。借贷型众筹中投资者以借贷形式提供资金，目的是获得利息回报；股权众筹中，投资者更是直接以股权作为投资形式，希望未来能够获得股权的增值。这两种众筹模式中，资金提供者

都以获得投资收益为目的提供资金，在理论上都属于证券法的管辖范围。不过，由于借贷型众筹的典型——P2P网贷 (peer to peer lending) 在中国变型，多数从纯粹信息中介转化为信用中介，甚至进行了期限转换、流动性转换，将其纳入金融中介机构范畴监管更为合理。¹因此，本文主要研究股权众筹的法律构建问题。

虽然法律上障碍重重，但股权众筹已经在中国有所发展。本文首先研究股权众筹在互联网时代兴起的原因，其优势和存在问题所在（第一部分）；然后讨论在现行法的框架下如何合法构建股权众筹的模式（第二部分）；最后讨论，如何在修改《证券法》时设置股权众筹的豁免规则，合法有效地构建股权众筹的法律框架。

一、众筹在互联网时代的兴起

如果把众筹理解为是向公众筹集资金，则众筹显然并非新生事物。向公众募集资金以从事某些项目自古就有，只是互联网技术的出现极大降低了集资者和公众之间的信息传递和资金支付的成本，才使

¹ 参见彭冰：“非法集资与P2P网贷”，《互联网金融与法律》2014年第3期。

得众筹在网络时代成为一种可行的集资方式。

目前众筹兴起的主要市场在北美和欧盟。2012年，全球众筹市场规模达到28亿美元，其中北美众筹市场规模达16亿美元，年增长105%，欧盟众筹市场达到9.45亿美元，年增长65%。¹而根据世界银行的预测，到2025年，全球众筹市场规模将达到3000亿美元，发展中国家市场规模也将达到960亿美元，其中500亿美元在中国。²

从理论上分析，从公众处募集资金需要满足几个条件：1、能够通过向公众传递集资信息；2、能够取得公众对集资者的信任；3、公众能够方便的缴付和收回资金。在前互联网时代，广播、报纸和电视等媒体的出现使得1的成本大幅度降低，但2和3的成本仍然很高。证券法不得不通过强制信息披露制度和规定严厉的欺诈责任来便利信任的建立，实践中还需要通过保荐和承销制度来保证2和3的实现。

但互联网的出现，不仅使得1和3的成本大幅度降低（3是因为出现了网络支付），而且在2方面也可能有所进步，即所谓“集体的智慧”（wisdom of crowd），因此才会出现众筹在互联网时代的兴起。互联网作为一种信息技术，便利了人们之间的信息交流，这不仅便利了集资者向公众传递信息，而且也便利了公众就集资信息展开讨论。正是这种网络的开放性，使得分布广泛的投资者可以传递其自身拥有的私有信息，使得欺诈被发现的可能性大幅度提高。³因此，从现有的众筹网站来看，虽然迟延履行情况屡有发生，但欺诈确实数量较少。

不过，相对于传统证券公开发行中保荐人、承销商和各类专业人士的背书，

发行人能够在网络上建立的信任毕竟有限，募集资金的额度也会受到限制，股权众筹因此更适合于小额融资。而中小企业，特别是创业企业，在利用传统直接融资渠道上存在种种困难，也迫切需要寻找更为便利的融资方式，众筹的出现恰好符合了中小企业和创业企业的融资需求。

因此，在互联网时代，众筹可能成为中小企业和创业企业筹资资金的一条新渠道。

二、现行法框架下的股权众筹

有了互联网技术支持，众筹似乎可以在新时代成为中小企业和创业企业融资的一条新渠道，然而在现行法下如何开展众筹，却困难重重。

1、现行法下对股票公开发行的规制

现行《证券法》第10条第一款明确规定：“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；未经依法核准，任何单位和个人不得公开发行证券”。该条是现行《证券法》关于证券发行的总规定，明确确立了证券公开发行必须经过核准的法定要求。在这一规定下，证券发行人如果希望豁免复杂、不确定的核准程序，只能通过被界定为“非公开发行”来实现。

第10条第二款对公开发行的界定做出了规定，列出了三种情况：向不特定对象发行证券的；向特定对象发行证券累积超过200人的；法律、行政法规规定的其他发行行为。在这样的界定下，希望避免走核准程序的证券发行，就只有一种——向特定对象发行，并且累积不超过200人，在股票发行的情况下，就是向特定对象发行股票，并且在发行结束后股东人数总计不能超过200人。

¹ 参见顾晨：“欧盟探路众筹监管”，《互联网金融与法律》2014年第2期，页26。

² 参见“首届全球众筹峰会在京举行”，《互联网金融与法律》2014年第4期，页35。

³ 参见徐晓睿：“众筹中的信息不对称问题研究”，《互联网金融与法律》2014年第6期。

现行《证券法》规定核准制度是希望通过核准程序实现两个目的：（1）规范信息披露的范围，（2）通过对发行条件的规定，对发行人起到一定的筛选。尽管出发点是好的，但核准制度确实给发行人带来了巨大的成本，包括信息披露成本，也包括为满足发行条件限制所带来的成本。这种巨大的成本将中小企业的融资需求排除在了核准程序之外，因为这些成本中小企业和创业企业根本就无法承受。对此，许多国家通过设置小额豁免制度来为中小企业和创业企业提供一定的便利，其立法目的就在于成本收益的考量：对于小额发行来说，因为募集资金金额有限，要求其承担昂贵的核准成本得不偿失，并且，小额豁免因为发行金额不大，对社会危害也有限。所以，小额豁免致力于简化信息披露要求，以减轻发行人负担的发行成本。但在放松监管要求后，小额发行也带来了更多欺诈，美国低价股发行市场就曾经走过一段弯路。如何在保护投资者和便利企业融资这两个目标之间达成某种微妙平衡，确实是个令人头疼的问题。

2、在现行法下股权众筹的合法途径——私募众筹

在中国现行《证券法》并未规定小额豁免的情况下，中小企业或者创业企业在避免昂贵的核准程序方面只有一条路可走，就是选择非公开发行的道路。按照现行法，非公开发行的方式只有一种界定方式：就是向特定对象发行累积不超过200人。

何谓特定对象？现行《证券法》并无规定。理论上认为主要是那些不需要证券法提供的特殊保护，能够自己保护自己的投资者。一般认为主要包括三类人：

（1）与发行人有特殊关系，足以保护自己人的人；（2）有丰富投资经验，足以保护自己人的人；（3）有足够财产，能够保护自己人的人。实践中，各国一般都采用第3个标准——财富标准，来界定非公开发

行的对象，主要是因为财富标准比较容易客观化，能够为商业活动提供较为确定的标准。¹相比之下，特殊关系和投资经验这两个标准则过于主观化，需要在个案中具体分析，不确定性太强，发行人和监管者都不愿意采用。因此，尽管在《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》（法释[2010]18号）中提到向亲友或者单位内部职工集资的不构成非法吸收公众存款罪，但第一这只是界定非罪的标准，不是合法性的标准，第二在实践中如何认定亲友，也是极为模糊的概念，具有很大的不确定性。

因此，在中国现行法下，股权众筹就只能走私募的道路才能合法化。理论上来说，合法的私募发行必须具备两个条件：1、股东必须为特定对象；2、股东人数不能超过200人。在实践中，股东人数比较好控制，困难的是如何确定只向特定对象发行。理论上说特定对象的确定有上述3种标准，但在商业实践中可以广泛使用的只有第3个财富标准，问题在于：中国目前并没有明确立法规定什么样的财富标准是合适的划分特定对象——俗称合格投资者的标准，只能自己揣摩；并且因为中国财产申报制度和个人信用体系的不完善，也很难确定某个投资者的收入和财产状况是否符合规定的财富标准。因此，实践中往往通过采取规定最低购买金额的方法来保证投资者符合合格投资者要求，这就使得投资者的财富状况与购买能力之间出现一定的差异。

具体到中国的股权众筹实践来说，以天使汇为代表的股权众筹都对参与者进行了某种程度的限制。据称：天使汇采取会员制，对投资者进行审核，没有证券投资经验的个人投资者被禁止参与，每个投资者的资金量必须达到一定的准入门槛，

¹ 参见彭冰：“非法集资行为的界定：评最高人民法院关于非法集资的司法解释”，《法学家》2011年第6期。

每个项目参与的投资者人数也严格限制，以免超过人数限制。

三、股权众筹豁免

在现行法严格的限定下，股权众筹的合法化只能走私募之路，这显然违背了众筹向公众筹资的本意，也难以体现众筹多人小额的优势。实际上，除了其他国家已经采用的小额豁免之外，股权众筹多人小额的特点，也使得人们重新思考是否需要为股权众筹设置一个单独的豁免制度。2012年美国颁布的《工商初创企业推动法》（Jumpstart Our Business Startups Act，以下简称JOBS法案），第三章就明确规定了众筹豁免制度。¹目前中国《证券法》正在修订过程中，是否需要以及如何设置股权众筹豁免，是一个必须考虑的问题。

1、多人小额的意义

证券法的立法目的在于在保护投资者和便利企业融资。但这是两个既相互促进也相互冲突的目标。从相互促进角度来看，投资者在得到足够保护的情况下，会提高投资意愿，企业融资也会相对容易。但投资者保护往往会提高企业的融资成本，当企业觉得融资的成本和收益不能匹配时，企业就会放弃证券融资方式，转而选择其他融资途径，投资者因此也就丧失了投资机会。因此，任何国家的证券法都是在投资者保护和便利企业融资之间达成某种微妙的平衡，不能偏废任何一方。

证券发行豁免制度就是在成本收益方面不断平衡的结果。就投资者保护来说，立法者主要关心三件事：（1）信息的获得；（2）欺诈；（3）公共性损害。对中小企业和创业企业的融资来说，其中信息的获得较为困难，因为要求中小企业和创业企业提供详细的信息成本巨大，而

且往往也很难获得；欺诈的事前避免很困难，只能靠事后的责任追究机制；公共性损害则因为融资规模小而并不突出。因此，小额豁免主要靠简化信息披露要求来为中小企业和创业企业融资提供便利。

众筹则提供了另一种思路。试想一下：每天我们坐地铁时，几乎都会遇到乞讨者，尽管我们知道其可怜样可能是装扮出来的，作为职业乞丐，其收入甚至高过我们这些白领，但我们仍然可能施舍一两块钱给他。为什么我们心甘情愿上当受骗？因为一两块钱对于我们来说，只是小钱，被骗也不会损失什么，但万一帮助了真的可怜人，就收益巨大。众筹在本质上也是这个思路：多人小额，可以聚集起一笔较大的资金，用于创业和项目开发，对提供资金的一方来说，小额投资即使全部损失了，也并不会对其生活造成严重影响，但一旦成功，则可能带来巨大的收益。“小赌怡情”，众筹其实是为普通公众提供了一种高风险的投资机会。

传统证券法思路下，出于保护公众投资者的目的，这种高风险投资机会被留给合格投资者，是高收入人群的专利，普通公众投资者不允许介入。而且在前互联网社会中，向公众募集小额资金，对于中小企业和创业企业来说也成本巨大，得不偿失，很少有人愿意做这种尝试。因此VC、PE的暴富神话才会盛行一时。但互联网技术通过降低信息传递成本和资金支付成本，大幅度降低了多人小额集成本的成本，众筹因此被称为打开了中产阶级高风险投资的门槛，可能成为“金融民主化”的先驱。

在众筹模式下，当公众投资者投资的额度被严格控制一定限额以下时，其面临的风险也就受到了严格控制，并且基于公众的特性，其要求的信息披露水平也不用那么详尽，发行人的成本因此可以大幅度降低。但传统证券法根本就没有考虑过这一问题，小额豁免主要考虑的是发行人的筹资额度，没有从投资者角度来考虑

¹ 关于JOBS法案的具体内容，参见本期的法案译文，也可参见郭雳：“美国JOBS法案介绍：证券监管再平衡评析”，《互联网金融与法律》2014年第1期。

这一问题；私募豁免则主要从投资者的财富水平来考虑，认为富人能够承担较高水平的损失，而没有考虑到中产阶级的小额投资也可以降低风险。

因此，证券法有必要设立一个特殊的众筹豁免规则，为多人小额提供一种新的豁免规则。

2、众筹豁免的特性

众筹不但具有多人小额的特征，互联网还通过大幅度降低信息交流成本，为“集体的智慧”提供了可能性。后者往往容易被立法者所忽略。美国JOBS法案颁布后，明确规定了众筹豁免规则，但学界却一片批评之声，主要原因就是立法者仍然固守传统证券法思路，虽然强调了多人小额的众筹特征，却没有考虑到互联网的特性。

设计众筹豁免，有两个关键因素要注意：

(1) 体现多人小额的特性：与众筹带来的风险相适应，众筹豁免中对于参与投资者的每年投资额度应当有所限制，美国JOBS法案同时对筹资金额和投资者个人参与众筹的总投资额进行限制，是个可以考虑的思路。美国JOBS法案限制发行人每12个月在众筹豁免中的筹资额是100万美元，同时对投资者参与众筹投资的总额也进行限制：以年收入和净资产额10万美元为限，低于10万美元的，其在12个月内参与众筹的投资不能超过2000美元或者年收入的5%，以高者为准；高于10万美元的，则允许在12个月内参与众筹投资的总额是10%，最高不超过10万美元。存在的问题是：发行人为了避免与众多投资者联系的麻烦，也许会限定最低投资额，从而限制投资者的人数。中国的天使汇等众筹网站，则采用了将投资者汇集为有限合伙企业，然后再以合伙企业的名义投资发行人，这样在发行人处就只有该有限合伙企业注册为股东。这种方式可以减少发行人的股东人数，但带来了投资者和有限合

伙企业之间的委托代理问题，利弊到底如何，还值得进一步考虑。

在设置了投资限额之后，如何实现对发行人筹资金额和投资人投资总额的限制也是一个问题。理论上，众筹应当通过众筹网站开展，这些工作可以交给众筹网站来完成。美国JOBS法案就是这么规定的。但考虑到可能存在多个众筹网站，发行人和投资者都可能不止在一个众筹网站上筹资和投资，这些众筹网站之间的信息共享就变得非常重要。

(2) 开放的信息交流：在多人小额的投资结构下，可以想象每个投资者因为投资额度不大，而展现出所谓“理性的冷漠”，对发行人的信息筛选和监控都可能存在集体行动的困难。但在web2.0的时代，通过互联网进行的信息交流成本大幅度降低，因此，每个投资者完全可能分享其拥有的对发行人的私人信息，这些信息的频繁交流和汇集，就可能构成“集体的智慧”。¹种种公开的信息交流，以开放性为特征，主要可能发生在展现众筹项目的众筹网站上。因此，在立法上应当要求众筹网站必须开放讨论区，促进和鼓励投资者在讨论区公开交流和讨论相关信息。

3、在中国如何设计股权众筹豁免

中国现行《证券法》只规定了非公开发行豁免，并未给股权众筹留下空间，幸好2014年全国人大财经委已经启动了《证券法》修改程序，预计在2015年能够完成修改，在此时讨论如何在中国设计股权众筹豁免，正好恰逢其时。

在修改《证券法》时，可以考虑加入两个豁免，一个是小额豁免，一个是众筹豁免。在设计者两个豁免时，有几个因素需要考虑：

(1) 金额。无论是小额豁免还是众筹豁免，都涉及如何确定豁免的最高金额，包括发行人的筹资限额和投资者的投

¹ 参见徐晓睿：“众筹中的信息不对称问题研究”，《互联网金融与法律》2014年第6期。

资限额。但何种金额较为合适，恐怕需要进行一些调研，才能确定比较合适的金额，包括中小企业和创业企业的一般资金需求，以及社会收入水平和结构，众筹豁免的目的是鼓励中产阶级加入高风险投资，实现金融民主化。

(2) 信息披露。豁免核准或者注册，并不意味着发行人可以不披露任何信息，而是需要披露简化的信息。

在美国证券法典型的小额豁免规则《条例A》中，对小额豁免中发行人的信息披露要求做出了明确的规定，尽管也有异议，但一般认为其简化的信息披露要求还是在投资者保护和企业融资便利之间的达成了微妙的平衡。

对于众筹豁免，美国JOBS法案中则除了规定基本信息外，还根据发行金额不同，对财务信息有不同的要求：目标发行总额在10万美元以下的，发行人只需要提供最近一年的所得税申报表，以及经发行人的高管确认真实性和完整性的发行人财务报告；目标发行总额在10万美元至50万美元之间的，发行人则需要提供由独立于发行人的公共会计师依法制作的财务报表；如果目标发行总额超过50万美元的，发行人则需要提交经审计的财务报表。

中国证券法修改中，是否也可以规定这种与发行规模相联系的信息披露需求？我们建议在《证券法》中对于众筹豁免的信息披露不做具体要求，而是授权给中国证监会具体制定规则。信息披露多少才合适，如何在投资者保护和企业融资便利之间达成平衡，这都是具体的实践问题，需要监管者在实践中不断与发行人、投资者沟通，不断试错、不断调整，很难一开始就通过立法固定下来。

(3) 虚假披露的法律责任。没有相应法律责任的信息披露制度是没有意义的，证券法为虚假陈述规定了明确的法律责任，从刑事责任、行政责任到民事责任一应俱全。为了配合虚假陈述民事责任的展开，最高人民法院还专门通过司法解释

确立了特殊的证券民事赔偿诉讼程序，对因果关系推定等做出了特别规定。但因为证券诉讼中人数众多、每人受损额度不多的特征，即使有了最高法司法解释的特殊保护，证券民事诉讼在中国仍然开展的并不如意。在股权众筹中，多人小额的特征更为明显，因此，可以想见：在中国目前的条件下，无法依赖民事责任的追究来打击股权众筹中的虚假陈述行为，必须通过证券监管者或者自律组织来进行。因此，在股权众筹豁免的制度设计中，监管者或者自律组织对于虚假陈述的调查、处罚功能需要进一步加强。

(4) 与小额豁免相比，众筹豁免还需要考虑众筹网站的定位问题。股权众筹的兴起依赖于互联网的发展，股权众筹的优势都体现在众筹网站上。因此，美国JOBS法规定的股权众筹豁免的一个必备条件就是集资交易必须通过众筹网站进行。不过美国法上规定了两类人可以成为众筹网站，原有的券商，和新兴的集资门户，后者必须在证券监管部门注册并加入自律组织。众筹网站并被赋予了对于发行人核查的功能，以及对投资者审核和教育的功能。

在中国如何规定众筹网站，是个问题。现有的券商是否适合扮演众筹网站的角色？新兴的众筹网站是否能够遵守和完成法律和监管者对众筹网站的定位？这些问题看起来都不适合在《证券法》上直接规定，不如授权给中国证监会，由后者在实践中不断调整，予以细化规定。

(5) 众筹网站的监管职责。众筹网站作为沟通发行人与投资者之间的中介，实际上起到了传统证券发行中保荐人、承销商的作用，充分发挥其在股权众筹中的监管职能，是股权众筹豁免成功运作的关键。众筹网站应当起到的监管职责主要包括几个方面：**a.**对发行人的监管，众筹网站应当核实发行人的基本信息，对发行人起到某种审查和推荐作用。在发行人募集成功之后，众筹网站还应当持续督

导发行人，要求其履行持续的信息披露义务，以及兑现承诺；b.对投资者的教育和审核，向投资者进行投资风险教育和提示，并负责审核投资者遵守了投资限额；c.对资金的监控，在众筹项目募集成功之前，众筹网站应当将投资者已经缴付的资金予以独立托管，避免被发行人先行提取。

(6) 投资基金的运用。公众投资者参与众筹投资，可以想见其更多是一种投资冒险，具有小赌怡情的性质，多数公众投资者既没有能力也没有兴趣对发行人进行风险评估、调查研究，因此，即使法律上对于发行人的信息披露要求已经简化，多数公众投资者仍然不会有兴趣和能力去阅读消化此类信息，更可能被新奇的概念或者口号所吸引，往往落入欺诈的陷阱。因此，应当鼓励各种投资基金介入众筹投资，作为众筹投资的中介，吸收公众投资者的资金用于众筹投资。美国JOBS法案中明令禁止众筹网站提供投资咨询和投资基金服务，受到了学者的批判。中国实践中，天使汇等众筹网站通过领投人制

度在实践中可能起到投资基金的作用。在这种领投人制度中，领投人作为GP，跟投资人作为LP，共同组成有限合伙企业，购买发行人企业的股权。虽然其目的更多可能是为了满足私募实践的需求，但在一定程度上起到了投资基金的作用。可以考虑在未来制度设计中进一步细化。

四、结论

股权众筹作为中小企业和创业企业的一种新型融资方式，在互联网时代开始兴起。但在传统证券法框架下，只能通过私募的方式开展，其多人小额的特征没有得到完全展现。以美国JOBS法案为代表，证券法也开始回应股权众筹的金融创新需求，设置了股权众筹豁免规则，为真正的股权众筹开创了合法途径。

中国目前正在进行的《证券法》修改，也需要考虑股权众筹这种新兴事物，设置符合中国实践需求的股权众筹豁免模式。本文对此提出了一些思路和建议，以供立法者参考。