

学校编码: 10384  
学号: 13020141150290

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

# 股权众筹投资者适当性规则研究

Research on the Suitability Rules for Investors Concerning  
Equity-Based Crowdfunding

吴耀奇

指导教师姓名: 郭懿美教授

专业名称: 法律硕士(法学)

论文提交日期: 2017年3月

论文答辩时间: 2017年 月

学位授予日期: 2017年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2017年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

- 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年 月 日解密，解密后适用上述授权。
- 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 内容摘要

我国在创业板市场最先引入了适当性规则，但并未达到普遍适用的形态。股权众筹相关监管规则存在着与投资者适当性类似的内容，但并未明确使用该字眼表述。股权众筹是金融脱媒背景下的一种新型融资方式，相比于主板、创业板、期货等市场存在其特殊性。信息披露制度、适当性规则和责任追究制度是保护投资者的主要途径，目前关于股权众筹的研究大多是围绕其合法性、监管体制、信息披露等方面，对于股权众筹领域的投资者适当性研究则相对较少。

股权众筹的突出特点在于其融资过程，即众筹平台通过提供格式化投资协议和相应支付服务来促成投融资双方交易的达成。适当性原则起源于美国，最开始作为证券经纪商在向投资者推介投资产品时应注意的义务，后来适用范围逐渐扩大到其他金融产品销售领域。在股权众筹领域引入投资者适当性规则具有必要性和合理性。适当性原则基于信义义务而产生，众筹平台对于投资者、领投人对于跟投人都存在某种信赖关系，对平台施加“了解所展示的融资项目、了解在其平台上注册的投资者情况”的义务，而且这种义务是从项目开始持续至投资退出整个过程的。反思和借鉴欧美立法经验，设计股权众筹领域内的适当性规则需要：明确适当性规则适用于股权众筹的合理性，即其适用范围；采用合理的投资者分类标准；细化适当性义务的具体内容；重视领投人的适当性义务规则设计；完善司法、行政及自律监管等配套措施。

**关键词：**股权众筹；投资者适当性；信赖利益

## ABSTRACT

Universally applicable suitability rules are not yet established in China now. Suitability rules were firstly adopted for the GEM board. There are similar contents in the regulatory rules of equity-based crowdfunding, but the wording "investor suitability" is not definitely used. As a new mode of Internet financing, equity-based crowdfunding has its special features compared with the main board, the GEM board and the futures market. Suitability rules, information disclosure and responsibility tracing are main approaches to protect investors. Most of the researches relating to equity-based crowdfunding focus on its legitimacy, supervisory system and information disclosure etc. but there are limited researches on investor suitability in the sector of equity-based crowdfunding.

An outstanding feature of equity-based crowdfunding lies in its financing process, i.e. the crowdfunding platform uses a format investment agreement and the corresponding payment services to promote the deal between the investor and the financing party. The suitability rules originated from the USA and they were initially taken as an obligation of a securities broker during its promotion of investment products to an investor but gradually extended to cover the sales of other financial products. The suitability rules are created on the basis of good faith. The crowdfunding platform has certain trust relations with the investor, so does the lead investor with the co-investor. A platform is imposed with the obligation to "know about the displayed financing project and the conditions of investors registered on the platform". Moreover, such obligation should continue from the beginning of a project until withdrawal of investor. In order to establish the suitability rules for investors of equity-based crowdfunding with reference to European and American legislative experience, it is necessary to: clarify the rationality of suitability rules for equity-based crowdfunding, i.e. to clarify the scope of application of suitability rules; adopt reasonable investor classification standards and allow investor to convert the type; clarify the scope of subject for suitability and the system of obligations;

preferentially establish the lead investor's suitability obligation rules; improve judicial, regulatory and self-disciplinary policies.

**Key words:** Equity-Based Crowdfunding; Investor Suitability; Trust Interest

厦门大学博硕士论文摘要库

# 目 录

引 言.....	1
<b>第一章 股权众筹投资者适当性问题的引入 .....</b>	<b>3</b>
<b>第一节 案情概要以及争议焦点 .....</b>	<b>3</b>
<b>第二节 股权众筹的基本理论 .....</b>	<b>4</b>
一、股权众筹的“公”与“私”之争 .....	4
二、股权众筹的运作模式及各方法律关系.....	6
三、股权众筹与类似融资方式相比具有的特性 .....	8
<b>第三节 案件对构建股权众筹投资者适当性规则的启示 .....</b>	<b>9</b>
一、引入投资者适当性规则的必要性.....	9
二、投资者适当性规则适用于股权众筹领域的可能性.....	10
三、构建股权众筹投资者适当性规则应关注的问题 .....	11
<b>第二章 域外股权众筹投资者适当性规则的比较.....</b>	<b>14</b>
<b>第一节 美国股权众筹投资者适当性规则的考量 .....</b>	<b>14</b>
<b>第二节 欧洲资本市场关于股权众筹投资者适当性规则的考量 .....</b>	<b>16</b>
一、英国股权众筹投资者适当性规则内容 .....	16
二、意大利股权众筹投资者适当性规则内容.....	17
三、法国股权众筹投资者适当性规则内容 .....	18
<b>第三节 域外股权众筹投资者适当性规则实践对我国的启示.....</b>	<b>19</b>
<b>第三章 我国股权众筹投资者适当性规则的构建.....</b>	<b>22</b>
<b>第一节 构建股权众筹投资者适当性规则之合理性再分析 .....</b>	<b>22</b>
<b>第二节 股权众筹投资者适当性规则的构成.....</b>	<b>23</b>
一、规则主体方面的设计 .....	23
二、规则具体内容的设计 .....	24
<b>第三节 股权众筹投资者适当性规则的其他问题 .....</b>	<b>30</b>
结 论.....	32
参 考 文 献.....	33
致 谢.....	36

## CONTENTS

<b>Preface</b> .....	1
<b>Chapter 1 The Introduction of Suitability Rules for Investors Concerning Equity-Based Crowdfunding</b> .....	3
<b>Subchapter 1 Summary and primary dispute of the first domestic case of equity-based crowdfunding</b> .....	3
<b>Subchapter 2 Basic theories of online equity-based crowdfunding</b> .....	4
Section 1 Equity-based crowdfunding: "public" or "private" .....	4
Section 2 Operational mode of equity-based crowdfunding and legal relations among various parties .....	6
Section 3 Special features of equity-based crowdfunding compared with other financing modes .....	8
<b>Subchapter 3 The case's incentive to establishing and introducing suitability rules for equity-based crowdfunding</b> .....	9
Section 1 Necessity of introducing investor suitability rules .....	9
Section 2 Probability of introducing investor suitability rules .....	10
Section 3 concerns for establishing investor suitability rules for equity-based crowdfunding.....	11
<b>Chapter 2 Comparison of Overseas Investor Suitability Rules for Equity-Based Crowdfunding</b> .....	14
<b>Subchapter 1 Considerations for investor suitability rules for equity-based crowdfunding in the USA</b> .....	14
<b>Subchapter 2 Considerations for investor suitability rules for equity-based crowdfunding in the European capital market</b> .....	16
Section 1 Content of investor suitability rules for equity-based crowdfunding in Britain .....	16
Section 2 Content of investor suitability rules for equity-based crowdfunding in Italy .....	17
Section 3 Content of investor suitability rules for equity-based crowdfunding in France .....	18
<b>Subchapter 3 Experience that China can learn from overseas practices of</b>	

investor suitability rules for equity-based crowdfunding.....	19
<b>Chapter 3 Establishment of Investor Suitability Rules for Equity-Based Crowdfunding in China.....</b>	<b>22</b>
<b>Subchapter 1 Reanalysis of the rationality of investor suitability rules forequity-based crowdfunding.....</b>	<b>22</b>
<b>Subchapter 2 Makeup of investor suitability rules for equity-based crowdfunding.....</b>	<b>23</b>
Section 1 Design of rule subject .....	23
Section 2 Design of details of suitability rules.....	24
<b>Subchapter 3 Other issues relating to investor suitability rules for equity-based crowdfunding .....</b>	<b>30</b>
<b>Conclusions .....</b>	<b>32</b>
<b>Bibliography .....</b>	<b>33</b>
<b>Acknowledgements.....</b>	<b>36</b>

廈門大學博碩士論文

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 引言

近年来我国股权众筹呈现非常活跃的态势，截至 2016 年年底，全国众筹平台数量共计 511 家，其中正常运营的众筹平台数量共计 415 家，互联网非公开股权融资平台共计 118 家。<sup>[1]</sup>但是目前尚未确立专门的生效法律文件，《私募股权众筹融资管理办法（征求意见稿）》所涉及的监管规则更像是比照私募基金管理办法而产生。适当性规则是比“诚实信用原则”内涵更加具体、可操作性更强的制度，通过施加一定的信义义务以规范股权众筹参与主体。投资者保护仍然是股权众筹的核心，设计一套适合于股权众筹的投资者适当性规则，对于促进融资进程可持续性、平台合规操作以及降低投资者风险具有重要意义。

目前，我国资本市场“已初步建立起以信息披露及适当性评估为主要内容的适当性体系”。<sup>[2]</sup>对于股权众筹而言，一些文章以投资者保护为研究视角，其中有部分内容涉及投资者适当性制度，但是很少有专门针对股权众筹投资者适当性规则方面的研究。更多的学者是通过对美国或者德、法、英等欧洲国家的关于股权众筹投资者适当性立法实践为研究起点，为我国股权众筹的投资者适当性制度构建提出建议，最有代表性的文章如张继红教授的《欧洲股权众筹投资者适当性制度之比较研究》，“讨论我国股权众筹投资者适当性规则的架构设计，围绕信义义务为中心，从准入资格条件、了解投资者以及众筹产品、风险等级适当性匹配、义务落实、投资者教育等方面加以丰富”。<sup>[3]</sup>

总体而言，这种研究现状存在一定的不足：法律制度的移植需要考量国内环境的特殊性，较多篇幅放在域外制度的介绍方面，而忽略了与中国式股权众筹具体运行状况的结合，缺乏具体的措施建议。对适当性规则具体内容的认识存在偏差，并未将适当性规则与信息披露规则、投资者教育规则进行合理区分。一种新制度的构建，需要考量其逻辑起点、理论基础、制度变迁过程、可行性测试等因素。逻辑起点即该制度所包含的各种概念的内涵与外延；制度设计必须以既有理论为支撑；某项制度在社会发展历程中经历了怎样的演变过程（制度变迁）可以为制度分析提供经验；可行性测试即涉及到具体制度内容的设计，

<sup>[1]</sup> 《2017 年互联网众筹行业现状与发展趋势报告》发布[N]. 中国高新技术产业导报, <http://tech.hexun.com/2017-01-16/187753881.html>, 2017-01-16.

<sup>[2]</sup> 赵晓钧. 中国资本市场投资者适当性规则的完善——兼论《证券法》中投资者适当性规则的构建[J]. 证券市场导报, 2012,(2):42.

<sup>[3]</sup> 张继红, 吴涛. 欧洲股权众筹投资者适当性制度之比较研究[J]. 证券法苑 2015,(15):78-98.

这种架构设计能否有效地实现该项制度的目标。本文欲解决的主要问题是：我国股权众筹投资者适当性规则的构建。并按照如下方面进行分解论述：股权众筹这一逻辑起点的分析、投资者适当性的理论基础、国内外股权众筹适当性规则的立法实践、具体适当性规则的构建。本文的主要结构如下：

第一章，首先将国内股权众筹第一案作为问题引入，从其争议问题以及裁判的影响意义出发，提出在股权众筹活动中采纳投资者适当性规则的设想。然后，结合案情对既有的股权众筹理论再分析，并以此作为后文的逻辑起点。主要围绕股权众筹的“公私”之争、股权众筹的运作模式以及各方法律关系展开。最后，从必要性、可能性和可操作性角度就投资者适当性规则能否运用到股权众筹活动展开论证。

第二章主要是比较研究，通过对美国与欧洲国家既有的股权众筹立法实践所体现的适当性条款进行比较分析，进而对比总结域外监管动态的可取之处，为设计符合我国股权众筹运行实践的投资者适当性规则寻求借鉴与启示。

第三章作为规则设计的尝试，就国内股权众筹领域投资者适当性规则的具体设计展开构思。首先对投资者适当性规则适用于股权众筹领域的合理性进行再分析；其次主要讨论具体规则的构成问题；同时，也强调股权众筹领域投资者适当性规则应注意的特殊问题，比如领投人的资格与义务、平台的准入、信息披露程度等；最后，为促进适当性规则的有效实施，针对相关的配套措施提出一些想法。

## 第一章 股权众筹投资者适当性问题的引入

北京飞度网络科技有限公司诉北京诺米多餐饮管理有限责任公司融资合同纠纷一案（国内股权众筹第一案）作出终审判决，“人人投”平台胜诉。<sup>[1]</sup>此案虽然存在许多争议，但是对股权众筹的业务合规操作和司法实践具有指导意义。本文便从此案入手，由案件的争论焦点和裁判结论引出构建我国股权众筹投资者适当性规则的若干问题。

### 第一节 案情概要以及争议焦点

国内股权众筹第一案概要：2015年1月21日，北京诺米多餐饮管理有限责任公司（下面简称“诺米多”）欲融资70.4万元在海淀区域开设“排骨诺米多健康快时尚餐厅”分店，遂与北京飞度网络科技有限公司（下面简称“飞度”）达成《融资协议》，欲通过飞度公司旗下的“人人投”网站展示诺米多的项目，发布融资需求，欲通过互联网渠道成功融资。双方就委托事项及融资费用、项目融资安排说明、双方权利义务等达成一致。随后经过“人人投”网站的宣传介绍，在有效融资期内飞度公司成功为诺米多公司融资70.4万元，共有86位投资人认购了投资。融资成功之后，为履行上述合同，开设“排骨诺米多健康快时尚餐厅”分店，诺米多公司从田××（转租方）承租位于北京市东城区金宝街的一处房屋作为经营用房。随后，飞度公司工作人员前往上述房屋所在地实地考察，发现上述房屋实际为三层楼房，投资人对《房屋租赁合同》中披露房屋为平房但实际是三层楼房的问题提出质疑，认为二、三层房屋可能涉及违建，进而要求诺米多公司提供进一步的房屋产权凭证，而诺米多公司未能出具产权证明。诺米多公司的放款请求遭到飞度公司的拒绝，因此，双方均于2015年4月14日向对方发出了《合同解除通知书》，并要求对方承担相应的违约责任。

分析双方当事人的陈述以及两级法院的判决书内容，发现本案存在以下争议问题：首先是关于《融资协议》的法律效力问题。现行法律框架下，众筹融资行为主要受到《合伙企业法》第61条和《证券法》第10条的规制，有限合

---

<sup>[1]</sup> 见北京市第一中级人民法院民事判决书（2015）一中民（商）终字第09220号。

伙人数超过 50 人是否会导致融资协议的无效。这也是与股权众筹性质相关的问题。其次是股权众筹各参与方之间的法律关系问题,涉及到投资者与平台、融资者与平台、领投人与跟投人多重关系。另外,本案中平台对融资者进行持续尽职调查,法院要求融资者提供的相关证据要足以完全排除可能的交易风险,可见在股权众筹这一创新金融形态中对投资者利益保护的重视程度。

股权众筹平台在《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》中被认定为“融资信息服务提供者”。其作用不仅仅在于提供媒介服务,还会涉及项目信息尽调、潜在风险控制以及众筹框架设计、交易行为监控等服务,这些服务是否会致使投资者对其产生某种程度的心理信赖,是投资者适当性规则得以适用的关键。下面就从互联网股权众筹的基本理论入手,讨论采纳投资者适当性规则的必要性和可能性。

## 第二节 互联网股权众筹的基本理论

众筹基于微金融理论、众包理论以及风险投资的原理,本质上是投资者与融资者之间多对一的关系。<sup>[1]</sup>投融资两端的需求加上互联网数字化的特性,促成了众筹平台的活跃。在此,围绕理论和立法方面对股权众筹争议较多的问题进行论述,为投资者适当性规则寻找适用基础。

### 一、股权众筹的“公”与“私”之争

股权众筹的突出特点在于其融资过程,即众筹平台通过提供格式化投资协议和相应支付服务来促成投融资双方交易的达成。通常具有以下特点:

1. 融资主体以处于初创期的中小企业为主;
2. 投资者以非专业化的资金闲置人群为主;
3. 鉴于网络信息传递的及时性,股权众筹的投资者范围是不特定的。

《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》提到,股权众筹主要是借助网络介质开展小额公开融资的方式。而《私募股权众筹融资管理办法(试行)》征求意见稿则将股权众筹进行了“公募”与“私募”之分。现有的法律法规也主要是比照私募股权基金的监管思路来对股权众筹进行规制。“私募股权众筹”的界定实质上则是私募股权基金的一种线上运作模式,与股权众筹存在本质区

<sup>[1]</sup> 万国华,王才伟.“私”募何以“众”筹——评《私募股权众筹融资管理办法(试行)》征求意见稿[J]. 证券法律评论,2015,(00): 435-451.

别。股权众筹的本质与首次公开发行股票类似，二者都是通过股权开展融资的渠道，是借助网络媒介为小微企业提供融资服务的活动。<sup>[1]</sup>

从欧美国家股权众筹立法实践当中，也充分体现对股权众筹公开性的认可。最为典型的美国《工商初创企业推动法案》采取众筹融资豁免规则，不再强调合格投资者制度，取而代之的是限定每个投资者某一时间段内的投资总额，以期待降低投资风险。这便从法律层面承认了股权众筹的公开性。最先将股权众筹正式合法化的意大利意识到通过网络门户集资的风险，将投资者区分为专业和非专业两种类型，分别制定不同的监管规则。法国则将股权众筹定义为“参与性融资”，具有浓厚的全民参与色彩，《参与性融资法令》并未对投资者设置准入资格，而是把众筹投资者视为资本市场中的一般投资者，赋予其充分的决策权和自主权。英国对股权众筹的监管则相对严格，规定了投资者的特定范围，保证投资者有足够的适当性和理性来作出投资决策，其法律规制的关键点不是在限制哪些人群进入股权众筹市场，而是设法为不同类型的投资者设置对应的风险控制措施。各国普遍认识到股权众筹的公开性与风险性，并制定出独立的监管条文。

通过互联网进行项目宣传，与“广告、公开劝诱和变相公开方式”并没有本质区别。比如人人投平台上的融资项目信息就如同淘宝商城的电商产品一样展示于平台网站，网络用户只需通过邮箱或者手机号码进行简单的注册便可以无限制地浏览项目信息，并进行份额投资认购，其所针对的是不特定的群体，这实质上属于一种主动宣传方式。再比如资本汇平台，用户只要进行简单的注册便可以浏览项目总描述、工商登记信息、团队组成情况、项目运营模式、融资信息以及财务报表等信息。

“私”募与“众”筹从文意上就具有逻辑的矛盾与冲突，将二者僵硬地合并既有违众筹融资的初衷，也对证券法、合伙企业法等规范性文件提出了挑战。

<sup>[1]</sup> 本文认为股权众筹应具有大众参与的公开性。我国将股权众筹限定为“私募”范畴，原因之一是证券法第 10 条“公开发行须经核准”规则的限制，原因之二在于欲设定投资者门槛来缩小众筹融资的风险范围。然而这种舍弃众筹内在精神的发展模式难以体现众筹融资的独特之处。

<sup>[1]</sup> 荣浩. 国内股权众筹发展现状研究[J]. 互联网金融与法律, 2014,(7):28-37.

<sup>[1]</sup> 万国华, 王才伟. “私”募何以“众”筹——评《私募股权众筹融资管理办法（试行）》征求意见稿[J]. 证券法律评论, 2015,(00): 435-451.

为了符合现有监管体制，众筹平台一般通过实名认证、合格投资者认证等方式对不特定的投资者进行特定化转换。但是这种方式实质上仍然属于变相公开宣传推广的范围，其转化效果不能得到认可。众筹的投资者多为普通公众或是众筹所宣传的“草根阶层”，将股权众筹界定为“私募”只是受限于目前法律框架而采取的权宜之计，不宜作为长期监管策略。因此在我国缺乏使得股权众筹合理扩张的法律保障，现存的“股权众筹”平台，通常借助投资者准入、投资资金额度等方式来规避公开发行证券行为的条件约束，所以目前我国的“股权众筹”实质上是一种私募或者说半公开的融资行为。<sup>[2]</sup>

## 二、股权众筹的运作模式及各方法律关系

通过分析国内股权众筹的主要运作模式以及各参与方之间的法律关系，明确众筹活动中的主要风险点、各参与方在此过程中所起到的作用以及应承担怎样的责任，是分析可否适用投资者适当性规则的基础问题。

目前众筹平台一般采用普通模式和“领投+跟投”模式。普通模式主要有以下流程：用户注册相关平台的投资人账号；录入个人信息进行认证成为平台所规定的合格投资人，有的平台会要求进行实名认证；浏览并认购融资项目；确认认购订单并支付投资额；投后管理。可以看出普通模式与线下的私募股权投资流程是一致的，其中值得关注的问题有：项目信息的真实性、投资者资金安全、投后资金运用情况、项目经营事务的决策权等。争议较大的还有关于合格投资者认定问题，由于缺乏统一的标准，各平台都保留了自有的投资者准入条件。“领投+跟投”模式，是指由符合一定财务和经验标准的投资人（一般是机构投资者）对项目先行投资，随后大众投资者跟进投资，二者签署一系列协议，由领投人主导对项目资金的运用、投后管理、项目相关决策等事项。

综览原始会、人人投、资本汇、爱创业、众筹之家等股权众筹平台，一般都采取后一种模式，并且对跟投人的数量进行限制以规避非法发行证券。领投人一般具有一定专业投资经验及资金实力，是有意发起人的项目并自愿率先向其他可能的大众投资人说明其背景身份及投资意向的特定投资人。领投人在股权众筹过程中承担何种角色对投资者保护的研究具有关键作用。领投人在享有履行职责和收取费用的同时，更要履行忠实勤勉的义务，其主要职责一般包括：融资项目的评估、项目材料的尽职调查与审核、融资成功后的项目登记备案等，

<sup>[2]</sup> 钟维, 王毅纯. 中国式股权众筹: 法律规制与投资者保护[J]. 西北政法大学学报, 2015,(2):19-26.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库