

私募股权众筹融资管理办法解读

2014年12月18日，中国证券业协会（以下简称“证券业协会”）发布了《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），就《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》（以下简称“《管理办法》”）向社会公开征求意见。

一、《管理办法》主要内容

《管理办法》从私募股权众筹融资（以下简称“股权众筹”）的定义、对股权众筹平台、融资者与投资者的规范与限制、自律管理及处罚措施等方面对股权众筹进行了规范和约束，以期对股权众筹这一新兴的互联网融资方式进行规范，促进中小微企业的健康发展，保护投资者的合法权益。

《管理办法》主要包括以下内容：

（一）明确股权众筹、股权众筹平台的定义及《管理办法》的适用范围

《管理办法》所称股权众筹指融资者通过股权众筹融资互联网平台（以下简称“股权众筹平台”）以非公开发行方式进行的股权融资活动；股权众筹平台指通过互联网平台（互联网网站或其他类似电子媒介）为股权众筹投融资双方提供信息发布、需求对接、协助资金划转等相关服务的中介机构。

《管理办法》作为规范股权众筹这一新兴的互联网融资方式的第一个“官方文件”，首次对股权众筹及股权众筹平台作出了定义，并明确《管理办法》将适用于股权众筹这一类融资活动。

（二）明确股权众筹的非公开发行性质

《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）第十条规定，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；未经依法核准，任何单位和个人不得公开发行证券。同时证券法规定，向不特定对象发行证券的，或向特定对象发行证券累计超过二百人的，为公开发行。由于作为融资者的中小微企业或发起人不具备公开发行的条件，因此，股权众筹只能采取非公开发行的方式。

为满足《证券法》规定的非公开发行条件，《管理办法》要求：投资者必须为特定对象，即经股权众筹平台核实的符合《管理办法》中规定条件的实名注册用户；

融资完成后，融资企业的股东累计不得超过 200 人；股权众筹平台只能向实名注册用户推荐项目信息，股权众筹平台和融资者均不得进行公开宣传、推介或劝诱。

（三）对股权众筹平台提出其准入条件及禁止行为

《管理办法》对股权众筹平台提出了准入条件及禁止行为：

准入条件	禁止行为
<ul style="list-style-type: none"> (1) 在证券业协会备案登记，并申请成为证券业协会会员； (2) 在中华人民共和国境内依法设立的公司或合伙企业； (3) 净资产不低于500 万元人民币； (4) 有与开展私募股权众筹融资相适应的专业人员，具有 3 年以上金融或者信息技术行业从业经历的高级管理人员不少于 2 人； (5) 有合法的互联网平台及其他技术设施； (6) 有完善的业务管理制度； (7) 证券业协会规定的其他条件。 	<ul style="list-style-type: none"> (1) 通过本机构互联网平台为自身或关联方融资； (2) 对众筹项目提供对外担保或进行股权代持； (3) 提供股权或其他形式的有价证券的转让服务； (4) 利用平台自身优势获取投资机会或误导投资者； (5) 向非实名注册用户宣传或推介融资项目； (6) 从事证券承销、投资顾问、资产管理等证券经营机构业务，具有相关业务资格的证券经营机构除外； (7) 兼营个体网络借贷（即 P2P 网络借贷）（以下简称“P2P 网贷”）或网络小额贷款（以下简称“小贷”）业务； (8) 采用恶意诋毁、贬损同行等不正当竞争手段； (9) 法律法规和证券业协会规定禁止的其他行为。

同时，《管理办法》还明确了股权众筹平台在股权众筹活动中应当履行的职责，主要包括对投融资双方及融资项目的审核、采取措施防范欺诈行为、对募集资金专户管理、妥善保管相关资料、以一定的方式确保投资者知悉投资风险、报送股权众筹融资业务信息等。

（四）明确股权众筹平台备案、信息披露制度

就股权众筹平台的监管，《管理办法》并未要求股权众筹平台进行事前审批，而是采取了设立后备案的方式。

股权众筹平台应当在设立后 5 个工作日内向证券业协会申请备案，按照《管理办

法》的要求提交备案材料，包括最近一期经审计的财务报告或验资报告、互联网平台的 ICP 备案证明复印件等。为保证备案材料的真实性、准确性和完整性，《管理办法》还允许证券业协会通过约谈股权众筹平台高级管理人员、专家评审、现场检查等方式对备案材料进行核查。

鉴于前述备案制度的监管形式相对宽松，为了保护投资者的资金安全，降低其投资风险，《管理办法》规定了对股权众筹的若干限制性条款，如上文提到的股权众筹平台的禁止行为；同时，《管理办法》还要求股权众筹平台履行一定程度的披露及信息报送义务，包括披露其发布的众筹项目融资计划书、向证券业协会报告其存在的可能影响融资者或投资者合法权益的情形等。

（五）明确融资者为中小微企业或其发起人

《管理办法》要求融资者应当为股权众筹平台核实的实名注册用户且为中小微企业或其发起人，并应当履行相应的披露义务，保证融资者自身及其融资项目的真实性、合法性。

此外，《管理办法》对于融资者的禁止行为也作出了明确规定：

- (1) 不得欺诈发行；
- (2) 不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益；
- (3) 不得同一时间通过两个或两个以上的股权众筹平台就同一融资项目进行融资，或在股权众筹平台以外的公开场所发布融资信息；
- (4) 法律法规和证券业协会规定禁止的其他行为。

基于股权众筹的性质，《管理办法》仅明确了股权众筹的融资者应为中小微企业或其发起人，未对融资额度作出限制。但是，为了保护投资者，《管理办法》仍对融资者提出了适当程度信息披露的要求，并明确禁止可能损害投资者权益的行为。

（六）确立合格投资者认定制度

《管理办法》参考《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第 105 号）（以下简称“《私募基金监管办法》”），引入了合格投资者制度，明确股权众筹的投资者只能为符合下列条件的单位或个人：

- (1) 《私募基金监管办法》规定的合格投资者；
- (2) 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；
- (3) 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；
- (4) 净资产不低于 1000 万元人民币的单位；
- (5) 金融资产不低于 300 万元人民币或最近三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；

(6) 证券业协会规定的其他投资者。

《管理办法》通过上述规定，以期保证投资于股权众筹的投资者符合一定的资产或身份条件，且具有必要的风险认知能力和风险承受能力，从而避免大众投资者承担与其风险承受能力不相匹配的投资风险。

（七）明确自律管理制度及处罚措施

《管理办法》明确了股权众筹的自律管理制度：证券业协会依照有关法律法规及《管理办法》对股权众筹进行自律管理；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进行日常管理，其应当建立备案管理信息系统，记录包括但不限于融资者及其主要管理人员、股权众筹平台及其从业人员从事股权众筹融资活动的信息。

《管理办法》还规定了股权众筹平台及其从业人员进行自律检查，对于违反《管理办法》的单位和人员，证券业协会视情节轻重对其采取谈话提醒、警示、责令所在机构给予处理、责令整改等自律管理措施，以及行业内通报批评、公开谴责、暂停执业、取消会员资格等纪律处分，同时将采取自律管理措施或纪律处分的相关信息抄报中国证券监督管理委员会。涉嫌违法违规的，由证券业协会移交中国证券监督管理委员会及其他有权机构依法查处。

（八）允许证券经营机构从事股权众筹业务

证券经营机构作为传统直接融资中介，在企业融资服务方面具备一定经验和优势。因此《管理办法》允许证券经营机构从事股权众筹业务，开展股权众筹业务的证券经营机构应当在业务开展后5个工作日内向证券业协会报备。

二、《管理办法》分析及建议

（一）个人投资者的准入门槛

考虑到股权众筹的融资者为中小微企业或其发起人，基于其企业自身的性质，股权众筹融资具有较高的投资风险。为确定投资者具有相应的风险承担能力，《管理办法》对投资者准入门槛的设定主要参照了《私募基金监管办法》相关要求，同时投资者范围增加了“金融资产不低于300万元人民币或最近三年个人年均收入不低于50万元人民币的个人”，并要求投资者拥有一定的风险识别能力。

虽然《管理办法》的初衷为保护投资者，降低投资风险，但《管理办法》设定的

个人投资者准入门槛可能偏高，基本将投资者限定为高净值人群，排除了绝大多数净资产较低、期望通过小额投资收取回报的投资者，这与众筹这一新兴的融资方式可能并不相符。众筹作为新兴的互联网融资方式，其本身应具有大众小额的特征。《管理办法》规定的准入门槛，可能不利于中小微企业的融资以及中小微企业投资人的投资。

关于个人投资者的股权众筹，美国《2012 年促进创业企业融资法》(Jumpstart Our Business Startups Act, 以下简称“**JOBS 法案**”)根据个人投资者的收入情况进行比例限制。根据 JOBS 法案，对于网上小额集资，投资者的投资数额根据投资者年收入或净资产应设定相应的上限，其中年收入或净资产低于 10 万美元者，可投资金额为 2000 美元或者年收入或净资产的 5%；年收入或净资产高于 10 万美元者，可投资金额为年收入或净资产的 10%，但无论年收入或净资产多高，其投资金额均不能超过 10 万美元。

《管理办法》可考虑根据不同投资者的风险承受能力与投资回报预期设置分类准入标准。如根据投资者的净资产或年收入的高低将投资者分为若干类别，并规定每类投资者的投资金额不得超过其净资产的一定比例，或设置各个类别投资者的最高投资金额。设置投资者的分类准入标准，不仅能满足不同类别投资者的投资需求、确保投资者的资金安全，且有利于证券业协会实施更为有效的分类监督管理。

(二) 股权众筹平台不得兼营 P2P 网贷或小贷业务

《管理办法》禁止股权众筹平台兼营 P2P 网贷或小贷业务，目的在于通过规范股权众筹平台的经营业务范围，避免风险跨行业外溢，“分业经营，分业监管”。

股权众筹与 P2P 网贷或小贷的概念、性质、业务模式均不相同，P2P 网贷、小贷属于固定收益类投资，而股权众筹属于风险投资类投资，分业经营可以在一定程度上降低投资者的投资风险。股权众筹与 P2P 网贷、小贷的监管机构也不同，如混业经营，则可能造成监管不便。

(三) 股权众筹的宣传方式

鉴于股权众筹的非公开发行性质，《管理办法》要求融资者和投资者应当为股权众筹平台核实的实名注册用户，且股权众筹平台仅能向实名注册用户宣传或推介融资项目。

众筹作为互联网金融的重要组成部分，其得以迅速发展的重要原因除了融资者可以通过大众的力量得到所需的资金援助外，也可通过互联网的传播与互联性，在融资的同时宣传融资项目。股权众筹作为众筹方式之一，融资项目也通常具有一定的宣传诉求。《管理办法》规定股权众筹平台不得向非实名注册用户宣传或推介融资项目。如股权众筹融资项目的传播内容不具有利诱性，且不存在非法集资的现

象，是否可考虑允许融资者在一定的前提下进行适当的公开宣传。

三、总结

《管理办法》的发布，对于股权众筹的发展具有里程碑式的重要意义，表明监管层对于股权众筹这一新兴的互联网融资方式合法性的认可以及推动其发展的明确态度。证券业协会指出，《管理办法》有利于满足普通大众的投资需求，拓展普惠金融，鼓励行业创新发展，推动股权众筹的自律管理，促进股权众筹的健康蓬勃发展。

《管理办法》对股权众筹的各项要求略显保守，条文规定还需进一步明确和细致，个别条款可能存在实践操作难度。另外，对于商品众筹以及债权众筹等其他众筹方式的规定尚未明确。

◇◇◇◇

本文作者为柯杰律师事务所郝玉强（合伙人）、刘夏艺和罗小丹。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的研究。若就本文有任何进一步问题，请与郝玉强律师联系（电话：8610 59695336，电邮：fred.hao@kejielaw.com）。