

我国股权众筹投资者权益保护机制之完善

李 华

摘 要 伴随互联网金融的发展,股权众筹作为一种新型的融资模式越来越引起人们的重视,已成为拓宽小微企业直接融资的主要渠道,有利于解决小微企业融资困难问题。股权众筹在为资本市场创造活力的同时,也存在损害投资者权益的风险。我国股权众筹的发展不仅存在着逻辑困境,同时也存在着现实困境。股权众筹的制度设计必须以投资者利益保护为中心,规范众筹平台的行为,防范融资人与领投人合谋欺诈投资者的风险。为防范融资欺诈和众筹平台的不规范运营给投资者带来的损失,应借鉴发达国家的成功立法经验,完善我国股权众筹投资者权益保护机制。

关键词 股权众筹;众筹平台;合格投资者;投资者保护

中图分类号 D922.29 文献标识码 A 文章编号 1001-8263(2016)09-0101-07

DOI: 10.15937/j.cnki.issn.1001-8263.2016.09.015

作者简介 李华,南京大学法学院副教授、博士,南京 210093

一、问题的提起

2015年9月15日,我国“股权众筹第一案”飞度公司诉诺米多公司居间合同纠纷一案在北京海淀区人民法院宣判。本案源于被告诺米多公司委托原告飞度公司通过其所经营的“人人投”众筹平台向公众融资以开办餐厅。在融资成功后,飞度公司称诺米多公司信息披露不实,为保护投资者利益,故解除与诺米多公司的合同并诉至法院,要求后者进行赔偿。诺米多公司反诉飞度公司恶意违约且未及时交付融资款。作为国内“股权众筹第一案”,此案在互联网金融领域受到投资者、融资人与众筹平台运营者的极大关注。法院审理后认为,飞度公司所经营的“人人投”股权众筹平台的运营行为合法,且认定其与融资人诺米多公司签订的《委托融资服务协议》合法有效。这一表述被认为是司法裁决对股权众筹活动的认可与鼓励。

为拓宽小微企业直接融资渠道,支持实体经

济发展,完善我国多层次资本市场体系,股权众筹成为小微企业解决融资难的主要途径。伴随互联网金融的发展,通过股权众筹进行融资越来越引起许多创业者的关注。股权众筹的方式和特性决定了其最大风险是损害投资者权益的风险,因此,股权众筹的制度设计必须围绕投资者利益保护这一中心,以防范融资欺诈和众筹平台的不规范运营给投资者带来的损失。

二、法理基础:普惠金融视角下股权众筹之考察

1. 众筹融资与股权众筹。众筹(Crowdfunding)起源于美国,作为一种新型的微型金融,通过聚合众多中小投资者的资金,为初创期企业或者小型企业的发展提供资金。融资难是很多小微企业发展的难题,小微企业不仅难以从银行筹措资金,而且也很难像大中型企业那样通过公开发行股份从证券市场直接融资。众筹融资是融资人通过互联网平台,从众多的个人或组织处获得一定数量的资金来满足项目、企业或个人资金需求的

活动。股权众筹作为众筹融资方式的一种,是融资人通过众筹平台向社会公众宣传其项目,投资者通过众筹平台获取项目信息,对中意项目投入资金,以换取小微企业或初创企业一定比例股权的融资模式。股权众筹作为“互联网+”时代的产物,是运用互联网技术进行融资的一种新形式。在大众创业、万众创新的背景下,初创企业大量涌现。对于初创企业而言,创业者的创业方案不太成熟,并因缺乏必要的担保,很难通过银行贷款融资。对于投资者而言,由于缺乏有效的项目信息和识别创业项目好坏的能力,难以寻找到好的项目进行投资,而股权众筹模式的出现,无疑在投融资双方之间搭起了沟通的桥梁,可以有效地解决投融资双方之间信息不对称的问题,提高投融资的效率,这对于改善投融资环境,推动普惠金融的发展具有重大意义。

2. 股权众筹的法理基础。股权众筹平台向用户提供各种投资信息以及其他相关互联网信息服务,用户向众筹平台缴纳一定的费用。在实践中,投资者使用自己的用户名登录众筹平台,享受众筹平台提供的互联网信息服务,获得投资创业项目的机会。投资者所填写的用户信息应是真实、准确、完整的,无引人误解或者虚假的陈述,保证资金来源合法,保证根据要求及时提供相应的身份证明等资料,了解众筹项目投资风险,并确认其具有相应的风险认知和承受能力。对于融资人而言,融资人需要在平台上发布投资项目,项目必须是真实与合法的,无任何引人误解或者虚假的陈述,发布真实准确的融资信息,按约定向投资者如实报告影响或可能影响投资者权益的重大信息,保证合法利用所融资金,按约定向众筹平台支付报酬。众筹平台作为居间人,是沟通投融资双方的重要桥梁,向委托人即融资人索取报酬,对融资人发布的项目进行尽职调查,勤勉尽责,督促投融资双方依法合规开展众筹融资活动、履行约定义务。众筹平台与融资人签署咨询服务合同,在融资成功后,融资人按照融资金额一定比例向众筹平台支付咨询服务费。^①

依我国《合同法》第四百二十四条的规定:“居间合同是指居间人向委托人报告订立合同的

机会或者提供订立合同的媒介服务,委托人支付报酬的合同。”在投资者、融资人及众筹平台三方之间存在一个居间法律关系,因此众筹平台与融资人、投资者之间是居间合同关系。融资人是委托人,投资者是第三人,众筹平台是居间人,众筹平台向融资人提供订立合同的媒介服务,履行中介职责,融资人支付相应的费用,但是众筹平台不是融资人与投资者之间合同的当事人,不是项目的合作方或参与方,融资人是否与投资者签订合同与众筹平台无关。^②从投资者与融资人之间的关系来看,由于股权众筹主要是融资人在众筹平台上发布项目,以股权作为对投资者的回报,投资者把资金通过众筹平台投向目标项目,以获得相应股权。若融资人为项目公司,其在众筹平台上融到的资金相当于公司在增资,投融资双方之间是增资扩股法律关系。若融资人为项目创始人,此时还未成立公司,初创人在众筹平台上的融资行为相当于在寻找共同成立公司的股东,则他们之间是公司设立的发起人之间的关系。

三、逻辑困境:我国股权众筹发展的法律障碍

股权众筹作为一种新型资金筹集形式,伴随互联网金融的创新而发展,但在我国现行的法律框架内,要受到既有法律规则的约束。简言之,股权众筹的发展尚存在着逻辑困境,在现行法律框架下投资者的利益难以得到有效的保护。

1. 证券法对公开发行的管制。我国《证券法》第十条第二款规定“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。有下列情形之一的,为公开发行:(一)向不特定对象发行证券的;(二)向特定对象发行证券累计超过二百人的;(三)法律、行政法规规定的其他发行行为。非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。”基于此,在现行法律背景下,如果股权众筹面向不特定对象,必须将发行对象限定在二百人以下。违反此规定面向超过二百人的公众发行行为即违反了《证券法》,亦有可能触犯刑法。从严格意义上讲,我国当前并不

存在股权众筹得以广泛发展的法律土壤,现有的所谓“股权众筹”平台,大多通过限制投资者资格、人数或投资金额等方式避免被视为非法公开发行股票的平台而处于“灰色地带”,因而所谓的“股权众筹”实质上是一种私募或者说半公开的融资行为。^③《私募股权众筹融资管理办法(试行)》对股权众筹的定性是“私募股权众筹融资”性质,明确规定股权众筹应当采取非公开发行方式,并通过一系列自律管理要求以满足《证券法》的相关规定。但股权众筹是面向众多不确定的投资者公开融资,以人数众多、小额为本质特征,而《证券法》的规定限制了股权众筹的发展。

2. 刑法规制的严厉性。根据我国《刑法》第一百七十九条规定,未经国家有关主管部门批准,擅自发行股票或者公司、企业债券,数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的,要承担刑事责任。《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》第六条规定“未经国家有关主管部门批准,向社会不特定对象发行、以转让股权等方式变相发行股票或者公司、企业债券,或者向特定对象发行、变相发行股票或者公司、企业债券累计超过200人的,应当认定为刑法第一百七十九条规定的‘擅自发行股票、公司、企业债券’。构成犯罪的,以擅自发行股票、公司、企业债券罪定罪处罚。”如果遵循这一规定,势必与股权众筹的设立目的大相径庭,其合法预期的稳定性难以保障,稍有不慎即存在着可能承担刑事责任风险。在现有的刑事法律框架下,股权众筹存在着发展的障碍。

3. 股权众筹监管的滞后性。股权众筹的监管核心是平衡融资人融资的便利性与投资者利益保护的关系,即在控制企业融资成本的同时着力控制投资者面临的风险,实现企业最小成本与投资者最小损失。股权众筹涉及融资者、投资者及股权众筹平台,监管重点在于通过信息披露和责任承担,规范融资者和平台的权利义务。^④现行法律缺少对股权众筹的法律规制,《私募股权众筹融资管理办法(试行)》(征求意见稿)虽然规定了众筹平台和融资人的准入条件、职责及禁止行为,但弱化了融资人的信息披露责任、融资人以及众筹

平台的责任承担,难以有效化解股权众筹投资者面临的欺诈风险和投资风险。^⑤因股权众筹监管的滞后,投资者的权益无法得到切实可靠的保障。

四、现实困境: 股权众筹中投资者法律风险之成因

1. 缺乏合格投资者规则。普通投资者盲目追逐高额利润,未对自身抗风险以及商业判断能力进行正确评价,容易引发了社会成本损失与金融秩序混乱。从防范投资者风险的角度,一般要求参与股权众筹的投资者应有别于普通大众投资者,要具有一定额度的净资产并拥有较为丰富的投资经验和投资知识,具有投资风险的承担能力和追逐利润的判断能力。^⑥市场本身并没有蕴含化解股权众筹中欺诈风险的力量和完整机制,投资者保护问题仍是需要法律规则予以解决。而且,投资者保护不仅要面对欺诈风险带来的挑战,也无法回避的还有不成熟市场中的不成熟投资者。^⑦长久以来,在投资领域,投资者教育的理念尚没有得到广泛的认同,一大批不具有金融知识和投资理念的人很容易就进入证券市场,有的投资者是用自己的养老金或退休金进入证券市场,很多人不具有合格投资者的资格。我国股权众筹处于发展初期,制度尚不规范,一个不成熟的投资者在对于具有高风险属性的股权众筹项目时,往往缺乏投资风险的判断能力,基于“羊群效应”的盲从会加剧投资者的投资风险。

2. 股权众筹投资方式存在欺诈风险。为吸引投资者积极参与股权众筹,树立投资者信心,股权众筹在投资方式上一般采用“领投+跟投”的方式。领投人为具有投资经验的专业投资者,普通投资者针对领投人所选中的项目跟进投资。通过专业投资者投资行为的示范效应,带动没有专业投资经验但有资金和投资意愿的人参与股权众筹。这种引导性的投资机制在政策与监管缺失的情形下为领投人与融资人恶意串通提供了可能,提高了合同欺诈的风险。^⑧从“领投+跟投”的投资方式来看,由一些有投资经验的专业投资者利用自己的专业和独到眼光对项目进行筛选,跟投人基于对领投人的信任跟进投资,从而降低跟投

人由于缺乏投资的专业知识与经验而带来的风险,但该机制并没有改变跟投人由于缺乏相应的专业知识而处于信息不对称的劣势地位。^⑨可见,股权众筹高度依赖于互联网,互联网平台固有的匿名性和信息不对称使投资者难以获得融资人的详细信息,如果缺乏对投资欺诈的制约机制,股权众筹存在着恶意欺诈的风险。^⑩作为跟投人的投资者基于“羊群效应”,在不明投资风险的情形下盲目跟风,如果融资人与领投人之间恶意串通,则投资者的风险便会产生。

3. 投资者冷静期制度的缺失。“冷静期制度”亦称后悔权制度,原规定于消费者权益保护法中,消费者在购买商品或接受服务之后的一定时间之内,可以无条件退货。“冷静期制度”最初起源于“无因退货”,旨在保护处于弱势地位的消费者,后成为商家相互竞争的营销手段,是卖方为了在日趋激烈的市场竞争中保持优势的一种经营策略。在股权众筹中,普通投资者因为信息不对称,缺少相应的投资知识,容易在考虑不周的情况下匆忙作出投资决策,而投资者一旦将资金打入众筹平台指定的账户,便无法行使后悔权,不能在众筹完成之前退出投资,或即使能退出也会遇到重重障碍。从股权众筹投资者所处的地位来看,相比较于融资人,股权众筹中的投资者如消费者一样,处于信息不对称的弱势地位,如一时冲动跟随领头人盲从投资,后悔而又不能撤回出资,非常容易使自身处于尴尬境地,投资者权益无法保障。

4. 信息不对称的欺诈风险。在股权众筹运行中,投融资双方只是通过众筹平台才能相互沟通,由于众筹平台上披露的信息有限,投资者对融资人的信用了解有限。再由于投资者人数众多且分散,缺乏对相关信息获取和分析的能力。而且对于股权众筹这一新兴事物,监管制度尚不健全,众筹平台对融资人信息的审查义务也不够严谨,易导致在众筹平台上发布的众筹信息良莠不齐,加上融资人往往都是初创企业,知名度不高,投资者很难通过其他途径获知项目的相关信息,因此,投资者在股权众筹中所面临的欺诈风险非常高。

5. 投资者股东权难以有效行使。投资者通过股权众筹的模式,将资金投入融资人的项目后,

成为融资人的股东而享有股东权利。在融资人成功融资之后,由于是通过网络平台融资,投资者地域分布极其分散,股东考虑到时间成本及空间距离,其积极行使股东权的意愿不强。作为股东的投资者如果没有合适的参与公司治理的途径,将难以正常行使股东权利,在公司日常的经营过程中,其权益保护缺少制度保障。

五、他山之石:美国对股权众筹投资者保护

1. 美国 JOBS 法案的规定。2012 年美国通过的《创业企业融资法案》(简称“JOBS”法案)确认了股权众筹平台作为“集资门户”的合法地位,被认为是股权众筹领域最成熟的兴业法律,又被称为“众筹法案”。并且 JOBS 法案还授权美国证券交易委员会(SEC)指定详细的实施细则。JOBS 法案对 1993 年证券法中已有的小额发行豁免规定第 4(6) 条做了修改:允许发行人通过中介向不特定个人投资者开展小额股权融资的全新形式,为股权众筹创制了豁免。修改的条文中涉及到股权众筹融资人主要是:(1) 在 1933 年证券法中加入第 4(a)(6) 条,对股权众筹豁免注册(以下成为“豁免条款”),前提是符合特定条件:融资额限制。在交易发生日之前的 12 个月以内,发行人通过各种方式的筹资额累计不超过 100 万美元;投资额限制。年收入或其净资产少于 10 万美元的个人投资者所购累计证券金额不超过 2000 美元或者年收入或净资产 5% 中孰高者;年收入或净资产超过 10 万美元的,则限额为年收入或净资产的 10%。(2) 在 1933 年证券法中加入第 4A 条,对于按豁免条款进行的众筹交易,发行人和中介必须向投资者和潜在投资者尽到一定的信息披露义务,特定行为还必须向 SEC 尽到披露和通知义务。

JOBS 法案确定了发行人的信息披露义务也进行了规定:第一,发行人需向 SEC 进行以下信息的注册备案:创业公司的具体情况、商业计划、公司财务状况、管理者、董事和持股 20% 以上股东的信息、发行人和本次发行可能涉及的风险、集资用途、目标发行额及集资的最后期限、集资达标过程中的定期通报以及披露支付给交易推广者的

报酬。第二,除首次发行披露义务外,实行定期披露,规定企业至少一年向 SEC 备案一次,并向投资者提供证券发行人的经营及财务报告。^①第三,根据项目筹资额度大小,进行不同程度的财务信息披露。例如,筹资额在 10 万美元以下的项目,需要提供最近一年所得税申报表,以及首席执行官确认的真实的完备的财务报表。筹资额在 10 万美元到 15 万美元的项目,需要提供与发行人无关联的注册会计师按照 SEC 要求审阅的报表。筹资额在 50 万美元以上的项目,则必须提供经注册会计师审核的报表。(3) 在 1934 年《美国证券交易法》中加入豁免资格取消条款,即当发行人或中介触犯某些规定时,豁免资格将被取消。JOBS 的豁免规定只是为股权众筹的监管搭建了基本框架,但这些规定过于笼统,难以满足实践操作和监管执法的具体需要。

2. 《股权众筹规则》之规定。2015 年 10 月 30 日,美国证监会(SEC)正式通过股权众筹规则,来规范国内企业通过互联网进行股权众筹的活动,设定了这类筹资的期限和上限,并根据投资者的个人收入或资产做出相应要求。SEC《股权众筹规则》使得个人能够有限制地购买某些众筹产品,要求公司公开有关业务和证券提供的信息,并且为极力促进众筹交易中介商设定了监管规则。该规则最大的亮点在于:(1) 允许公司在 12 个月内通过股权众筹获得最大总额为 100 万美元资金;(2) 允许个人投资者在 12 个月内在所有的股权众筹产品中投资合计达到:如果其年收入或净资产的任意一项少于 10 万美元,则一年最高股权众筹投资额为 2000 美元即不超过其年收入或者资产净值的 5%;如果个人投资者年收入和个人资产净值至少 10 万美元,则一年最高股权众筹投资额 10 万美元。《股权众筹规则》从保护投资者的角度,详细地确立了合格投资者规则。

六、法律应对:股权众筹投资者保护机制之完善

1. 确立合格投资者规则。一般而言,合格投资者的确认按以下标准:(1) 收入标准。对个人和机构投资者设定不同的标准,借鉴一定地域范围内的平均工资标准,考量收入是否超过一般人

的最低生活消费要求,以求最大限度地保护投资人;(2) 风险识别能力。应从投资者从事的行业,投资人以往成功投资的案例来进行考量而对于风险承担能力;(3) 认购金额的要求。为了防止一个项目的投资者过度分散,导致权利义务过于复杂而阻却融资进程。^②我国《证券投资基金法》第八十七条中对非公开募集基金中合格投资者的要求是“达到规定资产规模或者收入水平,并且具备相应的风险识别能力和风险承担能力,其基金份额认购金额不低于规定限额的单位和个人。”从规定来看,合格投资者应具备收入上的要求、风险识别能力和风险承担能力的要求及认购金额上的要求。我国《私募股权众筹融资管理办法(试行)》(征求意见稿)第十四条亦规定,作为股权众筹的投资者必须符合的条件是:(1) 《私募投资基金监督管理暂行办法》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。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。

合格投资者规则要求股权众筹的投资者必须有别于普通大众投资者群体,需要具有“一定额度的净资产并拥有金融事务的投资经验与知识储备”。换言之,该类群体不仅具有投资的风险承担能力,且具有追逐利润的判断能力。金融市场的产品创新,必须迎合或满足不同风险偏好的投资者的需求,以推动金融市场的创新与企业成长的融资需求,同时防范风险投资教育不足或风险防范能力较低的投资者陷入投资陷阱或认知判断有误引发的社会成本与金融损失。经由合格投资者这一类似防火墙的准入机制,固然不能全然解决投资者损失或受欺诈的风险,但起码在一定程度上起到风险提示与风险阻遏的机能。^③但我国对于个人投资者设置的门槛较高,标准单一,不利于股权众筹融资的发展。对于个人投资者而言,

可以根据其年收入额、投资比例以及投资限额等方面来确认合格投资者,但如果合格投资者认定标准过高,就背离了股权众筹多人、小额的基本特征,这种多人、小额的股权众筹运作机制,可以更好体现金融民主化。我国由于投资渠道单一,投资者投资经验欠缺,而且缺少培育合格投资者的外部环境,故对于互联网金融背景下的股权众筹投资应适当降低个人合格投资者的认定标准,同时加大对投资者的教育。

2. 融资人、领投人与跟投人之间的利益平衡。领投人的资格应当从其从业经验角度予以明确,目的是保证其判断和领投行为的独立性,保证领投人具有足够的动机进行审慎判断,设定其投资最低额度,使其与拟投资项目之间形成能够督促其审慎判断的潜在利害关系。同时,需要考虑降低创业者与领投人合谋的风险,保护跟投者的知情权,故需要领投人披露其与拟投资项目之间既存的利害关系。^⑭一旦领投人与融资人之间存在某种利害关系,双方达成损害跟投人的协议,则跟投人的利益便岌岌可危。^⑮通过网络平台进行股权众筹,本身就存在着信息不对称的问题,在我国征信体系尚不完善的情况下,股权众筹的“领投+跟投”的众筹模式更应考虑到欺诈投资者的风险。基于此,众筹平台应当对融资人以及领投人的资格予以审核,及时披露双方之间是否存在有可能损害跟投人的协议,融资人和领投人应作出说明和保证。

3. 引入众筹投资者冷静期制度。鉴于股权众筹主要面对普通大众投资者,其投资风险的认知能力和承担能力都比较差,为最大限度维护投资者利益,有必要在股权众筹中引入“冷静期”制度,以避免投资人因一时冲动而损失惨重。具体制度设计可以将此项制度的具体实施操作交由众筹平台和第三方资金托管机构实施,在融资人融资计划额度达到要求的第二天开始计算,当投资金额筹集到融资人的预期目标后一定时间之内,投资人可以无理由向众筹平台提出撤回投资请求,众筹平台审核通过后,由第三方资金托管机构直接将资金退还给投资者,投资者可以无理地要求返还其所投资金而不必支付任何费用。

4. 完善信息披露制度,强化众筹平台的审查义务。在股权众筹领域,投资者所面临信息不对称、合同欺诈等风险,皆因相关的交易信息未能被真实、准确、完整地公开所引起。对投资者利益的保护,必须通过强制性的信息披露来实现,这一制度在股权众筹的法律规制中居于核心地位。^⑯强制融资人在众筹平台上发布股权众筹项目时必须披露项目基本情况、筹资用途和资金使用等信息,并及时通过众筹平台披露经营进展状况,以方便投资者掌握与融资有关的信息。众筹平台为融资人与投资者之间的信息交流提供技术支持。因此,众筹平台对融资人的初步审查显得尤为重要,对于融资人所发布的众筹项目,众筹平台要从财务及法律等角度对融资方众筹的项目进行审核,以防范对欺诈投资者的风险。为了解决信息不对称问题,应当鼓励股权众筹行业形成行业内部征信体系并制定统一的信用评价标准,并积极促进其与外部征信系统的对接,实现信用信息在不同行业间的沟通,进而加强股权众筹融资平台对融资人信用状况的了解,实现对投资风险的控制,使投资者充分掌握股权众筹项目的信息,提高投资效率,降低投资风险。

5. 开辟投资者参与公司治理的路径。为了维护投资人的股东权利,避免投资者利益被创始股东侵害,有必要开辟投资者参与公司治理的路径。众筹平台作为沟通投融资双方的中介可以起到积极作用。既然股权众筹是随着互联网的发展而产生的一种新型融资形式,也可以通过互联网的应用开辟投资者参与公司治理的路径,如通过众筹平台建立网上投票系统和虚拟股东大会制度,以便投资者的股东权利实至名归。

七、结语

在互联网金融快速发展的时代,股权众筹承载了为小微企业输入“资金血液”的公共政策目标。这种倾向于中低端的融资服务解决了传统金融之不足,实现普惠金融的美好愿景,是一个国家多层次资本市场不可或缺的组成部分。股权众筹在为资本市场创造活力的同时,也存在损害投资者利益的风险。我国股权众筹的发展处于起步阶

段,其发展要突破现行法律上的逻辑困境。股权众筹的核心问题是如何保障投资者的利益,这是确保股权众筹得以发展的重要问题。在当前的股权众筹实践中,投资者风险凸显,解决好投资者利益保护问题,这一新型的融资模式才有进一步发展的可能,对美国股权众筹相关制度的借鉴,结合中国实践,完善我国股权众筹投资者利益保护机制。

注:

- ①郭勤贵《股权众筹:创业融资模式颠覆与重构》机械工业出版社2015年版,第45页。
- ②吴凤君、郭放《众筹融资的法律风险及其防范》,《金融与法律》2014年第9期。
- ③杨东《股权众筹是多层次资本市场一部分》,《中国证券报》2014年3月31日。
- ④⑤李有星、李延哲《股权众筹的逻辑困境与突破》,《上海证券报》2014年12月24日。

- ⑥赵玉《私募股权投资基金合格投资者规则》,《上海财经大学学报》2012年第4期。
- ⑦⑭郑若瀚《中国股权众筹法律制度问题研究》,《南方金融》2015年第1期。
- ⑧杨东、刘翔《互联网金融视阈下我国股权众筹法律规制的完善》,《贵州民族大学学报》(哲学社会科学版)2014年第2期。
- ⑨⑫⑮杨东、苏伦嘎《股权众筹平台的运营模式及风险防范》,《国家检察官学院学报》2014年第4期。
- ⑩刘妹妹《众筹融资模式的发展、监管趋势及对我国的启示》,《金融与经济》2014年第7期。
- ⑪鲁公路、李丰也、邱薇《美国JOBS法案、资本市场变革与小企业成长》,《证券市场导报》2012年第8期。
- ⑬赵玉《私募股权投资基金合格投资者规则》,《上海财经大学学报》2012年第4期。
- ⑯钟维、王毅纯《中国式股权众筹:法律规制与投资者保护》,《西南政法大学学报》2015年第2期。

(责任编辑: 未 易)

The Perfection of Crowdfunding Investors Protection in China

Li Hua

Abstract: With the development of internet finance, people pay more attention on crowdfunding which has been a kind of new-type financing mode. Crowdfunding has become a main financing channel of the small and micro enterprises and solves their financing difficulties. Crowdfunding not only creates vitality for the capital market, but also has the risk of damage to the interests of investors. The development of crowdfunding not only has a logical paradox, but also has real paradox in China. The system of crowdfunding must protect the interests of investors and the network platform should have standard behavior, which can prevent the financing and investment risk of conspiracy to defraud investors. To prevent financial fraud and the loss of investors, we should study the successful legislative experience of developed countries and perfect the system of crowdfunding to protect the rights and interests of investors.

Key words: crowdfunding; network platform; qualified investors; investor protection