

## 论股权众筹时代我国天使 投资法律体系的构建

刘 辉\*

**摘要:**股权众筹的快速发展引领天使投资进入新的时代。自引入天使投资二十多年以来,我国并未制定天使投资的专门法律,相应的配套法律制度也相对缺乏。建议在完善股权众筹法律保障机制的基础上,从规定天使投资人准入制度、明确天使投资相关财税优惠政策、建立天使投资风险控制体系、完善天使投资市场退出机制等方面入手,构建符合我国国情的天使投资法律体系。

**关键词:**天使投资 风险投资 股权众筹 新三板

### 一、引论

天使投资(angel investment)是权益资本投资的一种形式,是指拥有一定资金的天使投资人,对于其认为具有较大发展潜力的初创型企业(或称种子期企业)进行的权益性投资。天使投资人对初创

---

\* 厦门大学法学院经济法学博士研究生。

型企业进行投资,获得企业相应的股权,甚至直接参与企业的经营,与企业共担创业失败的风险、共享创业成功的高回报。从法律性质上讲,天使投资是一种股权投资,天使投资人的获利方式一般是在企业成长壮大以后,转让其股权并获取资本所得。天使投资也是一种直接投资,企业从天使投资人处获取资金并不需要通过商业银行等金融机构作为资金融通的中介,而是在投资方和融资方之间直接发生金融关系。

天使投资和机构风险投资同属于风险投资的范畴,二者的主要区别在于:首先,投资主体方面,天使投资属于非组织化创业投资形式,天使投资的资金来源一般为民间资金,天使投资的主体一般为个人,即天使投资人;而机构风险投资的主体则一般为风险投资机构。其次,二者投资的企业所处的成长阶段也不同:<sup>[1]</sup>天使投资的主要标的是处于种子期的公司,或者说初创型企业。在这个阶段,创业者们往往仅仅停留在一种单纯的创业理念或者概念之上,很难获得风险投资机构的青睐并获得融资,而天使投资人则往往看中创业者的理念和勇气,从而对企业进行投资。机构风险投资则主要投向成长期的公司,即已经经历过种子期,取得一定发展,并基本确立了下一阶段的主要经营战略的公司。风险投资机构相中的不是创业者的理念,而是下一阶段公司的战略。

天使投资最早诞生于19世纪的美国纽约百老汇,最初意指当地富有群体对百老汇进行的戏剧投资。后来,天使投资泛指对一切种子期企业的个人风险投资。1983年,美国新罕布什尔大学(University of New Hampshire)风险投资研究专家 William Wetzel 教授最早对天使投资进行了学术研究。我国的风险投资起源于1988年8月国家科委组织实施的“火炬计划”,实际上是中国政府对高科技初创型企业进行的政府资助行为。严格地说,这并不属于天使投资的范畴。我国真正的天使投资始于20世纪90年代,作为舶来品,天使投资在中国的落地生根无不与互联网和高新科技创业发生着密切的联系。搜狐的前身爱特信公司的创始人张朝阳通过麻省理工学院两位教授提供的共计22.5万美元的天使投资成功创业,设立了如今众所周知的著名互联网企业

---

[1] 参见 Ibrahim D M., *Should Angel - Backed Start - Ups Reject Venture Capital*, Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law, Spring, 2013.

搜狐,成为中国第一家通过天使投资建立起来的互联网企业。步入新世纪,天涯社区、百合网等互联网企业均获得了几百万到几千万美元不等的天使投资,中国天使投资发展进入快车道。目前,天使投资已经成为我国激发创业、助力中小企业、引导民间资本服务实体经济的重要金融工具。而国外天使投资理念的深度渗透和传播以及互联网金融的飞速发展,为我国的天使投资带来了极佳的发展机遇。这其中,股权众筹(equity-based crowd funding)的互联网金融模式对天使投资的促进作用无疑是最为显著的。作为普惠金融理念的推崇者,股权众筹通过“专业投资人+财务投资人跟投”的模式,既实现了专业化投资与管理,又能够让大众人士可以低门槛参与天使投资阵营。<sup>[2]</sup>

天使投资自被引入我国已有二十多年,应该说获得了快速的发展,但我国并未制定天使投资的专门法律,相应的配套法律制度也非常匮乏。天使投资法律体系的欠缺已经成为制约我国天使投资健康发展的桎梏。

### (一) 缺乏专门的天使投资法律制度

我国不存在诸如美国《天使投资法案》(Angle Investment Act)这样的专门天使投资立法。1998年3月,民建中央在全国政协九届一次会议上提出了《关于加快发展我国风险投资事业的几点意见》的提案,但并未出台相应的法律。2005年11月15日,国家发改委、科技部、财政部、商务部、人民银行、国税总局、工商总局、银监会、证监会、外汇局十部委联合发布了《创业投资企业管理暂行办法》,这是我国第一部创业投资立法。《创业投资企业管理暂行办法》对创业投资企业的设立、备案登记、投资管理以及扶持政策等进行了规定,但该办法仅仅适用于创业投资企业而并不适用于个人的天使投资。从法律层面来看,尽管《证券法》、《公司法》等对天使投资有零散的规定,<sup>[3]</sup>但总体而言,对

---

[2] 参见谢宏中:“股权众筹开启天使投资4.0时代”,载《证券时报》2014年10月29日版。

[3] 比如,《证券法》第73条关于禁止内幕交易的规定适用于天使投资人所持股权的交易;《证券法》第38条关于依法发行的证券在限售期内禁止转让的规定适用于天使投资人所得股权的市场退出;《公司法》第6章关于公司董事、监事、高级管理人员的资格和义务的所有规定均适用于担任公司董事、监事、高级管理人员的天使投资人股东。

于规范日益庞大的天使投资市场而言明显不堪重任。未来,制定专门的天使投资立法是必然选择。

## (二) 天使投资人市场准入标准缺位

我国《证券法》对证券私募发行制度规定不完善,尤其是缺乏“合格投资者”认证制度和“发行主体豁免审查”制度。这对天使投资市场的发展造成重大影响。美国在承认证券私募发行的前提下,建立了私募投资合格投资者(accredited investors,也译为“获许投资者”)制度。根据《D 条例》之《506 规则》,对于经依法认定的合格投资者,法律并不设定认购数量限制;而对于非获许投资者则限定私募发行不得超过 35 人。从 2005 年起,欧盟也直接豁免了对合格投资者的私募发行,而对合格投资者之外的发行对象限定为:只能在单个成员国内 100 个法人或者自然人以下发行。<sup>[4]</sup>我国《证券法》对公募和私募的界定则简单而笼统,即采用“向特定对象发行证券累计超过二百人”的区分标准,这种规定虽然直观,但一方面,由于缺乏天使投资人准入标准,资质差的投资人可能对有实力的天使投资人投资项目构成潜在风险;另一方面,简单规定私募对象的人数上线,又可能对有实力的天使投资人造成准入障碍。

## (三) 天使投资风险控制立法不健全

天使投资风险控制主要体现在三个方面:一是与天使投资市场相应的征信体系;二是天使投资项目遴选信息平台;三是天使投资人作为股东对目标企业的治理机制。

首先,现代新制度经济学中的交易成本理论(transaction cost theory)认为,基于资本市场是一种不完全竞争的信息高度不对称的市场,任何一项交易需要付出如信息搜寻等多重成本。<sup>[5]</sup>加之天使投资的对象主要为种子期项目,因此,必须尽可能降低投融资双方的信息不对称现象,这高度依赖于健全有效的征信体系。目前,我国的征信市场几乎被人民银行征信管理系统所垄断,众多天使投资人并不能有效获

[4] 参见 2005 年最新修订的欧盟《修改说明书指令》第 3(2)条。

[5] 参见赵玉:《我国私募股权投资基金法律制度研究》,中国政法大学出版社 2013 年版,第 82 页。

取相关征信信息,并且该系统的数据也缺乏诸如司法和行政处罚信息等诸多信息,对天使投资人充分了解众筹企业造成一定的障碍。此外,天使投资人无法对目标企业的动态信用信息进行日常监控,<sup>[6]</sup>对项目风险评估造成重大影响。

其次,我国法律在项目遴选信息平台建设方面也处于空白状态。天使投资的对象主要是一些高科技、高成长性的中小企业,而中小企业的生命周期在各国经济体中均处于下游。<sup>[7]</sup>“创业企业从初创到生存到发展多半是一个漫长的过程,因此投资回报无论是资产型回报还是成就型回报都要经历较长时段的等待。”<sup>[8]</sup>而天使投资作为一种股权投资,具有长期投资的属性,通过股权转让而退出目标公司是天使投资人最常见的选择。为确保天使投资人的投资成功率,同时加强对天使投资市场的监管,以克林顿总统为首的美国联邦政府早在1996年便建立起了覆盖全美的天使资本电子网,这不仅有利于天使投资人发现合适的投资机会,方便资金需求企业在联邦和州证券监管法律法规框架下及时发布股权众筹信息,而且其作为一种公认的新型全国性股权报价市场,切实创新了对天使投资市场的监管。<sup>[9]</sup>而我国法律由于缺乏统一、权威的项目遴选信息平台,容易造成众多的人情投资、盲目投资,同时也不利于天使投资市场的监管,使天使投资市场蕴含着巨大的风险。

成功的天使投资经验表明,天使投资的一个重要内容,即在取得标

---

[6] 因为目标企业在经营过程中,跟信用相关的一切征信信息时刻都处于变化之中,征信信息垄断以及现有征信数据价值的有限性不利于天使投资人进行风险管理。

[7] 调查显示,我国注册资本分别在100万元以下、100万~1000万元、1000万元以上的三类企业到第10年的存活率分别为40%、65%和90%。而根据美国《财富》杂志的统计数据,在美国,世界五百强企业平均寿命为40~42年,而中小企业平均寿命不到7年。欧洲存活5年以上的中小企业只有50%。参见“中国80%的企业生命周期活不过10年”,载钛金行业网,[http://www.cshma.com/news/2/zx\\_8221.html](http://www.cshma.com/news/2/zx_8221.html),2015年10月26日访问。

[8] 李媛:“中国天使投资发展进程初探”,中国社会科学院研究生院硕士学位论文,2012年。

[9] 其典型特点是证券监管部门与非营利机构(主要是遍布全国的网络运营商)开展紧密合作,将他律监管与自律监管有机结合,提升监管实效。

的公司股权的同时参与企业的公司治理。<sup>[10]</sup> 实践中,天使投资的资金往往采取分批注资的原则,天使投资人通常根据目标企业的实际财务状况和经营情况对其进行风险管理和业务引导,部分天使投资人甚至直接参与企业的渠道开发与营销,或者以财务顾问的身份为企业制定长远的发展战略,以提高投资的成功率。我国《公司法》并没有关于天使投资公司的专门规定,在私募股权众筹模式下,关于目标公司的治理,投资者往往选择与股权众筹企业签订投资合同的方式进行约定。但基于合同这一载体,责任方承担的只可能是违约责任或者是缔约过失责任,对天使投资人并没有特殊的权利保护机制,这在股权众筹市场快速开放的背景下,显然不利于激发天使投资行为的积极性。

#### (四) 配套法律制度不完善

我国天使投资领域不仅专门立法缺失、天使投资人市场准入标准缺位、风险控制立法不健全,配套法律制度不完善的问题也十分突出。相关的配套法律制度主要包括有关天使投资人财税优惠的法律和有关天使投资人市场退出机制方面的法律等。

首先,在税收优惠方面,我国尚未出台对于天使投资人所得收益的税收优惠政策。财政部、国家税务总局在 2007 年曾发布《关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》,但一方面,该通知仅对创业投资企业实行税收优惠,<sup>[11]</sup>并不面向个人进行的天使投资。另一方面,该通知已被 2011 年 2 月 21 日的《财政部关于公布废止和失效的财政规章和规范性文件目录(第十一批)的决定》予以废止。根据我国现行税法,天使投资人投资所得应按照 20% 的税率缴纳资本利得税。如果是天使投资联盟等机构进行的天使投资,则应适用 2007 年《企业所得税法》,按照合伙制企业的税收标准予以征税。这对天使投资人的确是不小的负担。随着我国私募股权众筹以及公募股权众筹的逐步放开,

---

[10] 对于被投企业的投后管理,主要包括四种模式:即参与董事会、协助开拓市场、支持公司发展、协助再融资。参见董浩然:“我国天使投资法律保护机制研究”,辽宁大学硕士学位论文,2014 年。

[11] 该通知第 1 条规定:“(一)创业投资企业……投资于未上市中小高新技术企业 2 年以上(含 2 年)可按其对中小高新技术企业投资额的 70% 抵扣该创业投资企业的应纳税所得额。”

要真正建立起天使投资与股权众筹的互动,相关的各种税收优惠政策必须相应跟进。

天使投资股权众筹面临的风险除了被投资企业的经营风险以外,还必须承受市场退出不畅可能带来的风险。实践中,不少天使投资的企业“即使上市成功,天使投资人还不得不面对来自 VC 的退出制约,即,多数 VC 在介入初创企业时均约定自己拥有退出优先权。这意味着企业上市后,天使投资人只能在 VC 退出之后才能退出”。<sup>[12]</sup>为顺应股权众筹的时代要求,必须完善各种股权交易和转让渠道。然而,尽管我国早已推出了创业板,但较高的准入门槛和严格的发行核准令较多股权众筹企业望尘莫及。因此,创业板为股权众筹企业提供股权转让平台的实际效果并不理想。新三板的开通及其扩容同样为天使投资人退出提供了平台,但总体来看,目前市场规模仍不能充分满足股权众筹时代天使投资井喷式增长的需求,<sup>[13]</sup>天使投资人要实现自由退出仍不现实。

## 二、天使投资立法的他山之石

### (一) 美国的天使投资立法

世界上最早的风险投资和天使投资均诞生于美国。为支持高成长、高科技企业的发展,美国一直致力于营造良好的法制环境,保障和促进天使投资的发展。

#### 1. 制定保护天使投资的专门法律

美国于 2005 年制定《天使投资法案》,这是针对天使投资的专门

---

[12] 佚名:“退出无门‘老’天使投资人无奈转型”,载新浪财经,<http://finance.sina.com.cn/g/20070330/08111300325.shtml>,2015 年 10 月 26 日访问。

[13] 例如,2015 年 1 季度,国内获得天使投资前三位的行业:互联网、电信及增值业务和 IT 行业获投案例数分别为 141 起、97 起和 43 起,但在新三板挂牌的仅宁波世游信息科技股份有限公司 1 家。参见“天使投资 4.0 将到来:互联网获投最多 新三板成退出新渠道”,载中国证券报·中证网,[http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201504/t20150423\\_4694480.html](http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201504/t20150423_4694480.html),2015 年 5 月 15 日访问。

立法,主要规定了天使投资的运作模式,明确了建立发展天使投资的基础设施以及政府对天使投资的优惠政策。

## 2. 承认股权众筹的合法性,建立良好的天使投资市场基础

为了促进中小企业在证券法的框架范围内能够更加便利地融资,切实加强股权众筹时代天使投资的法律保障,2012年4月,美国总统奥巴马签署了《创业企业融资法案》(Jumpstart Our Business Startup Act,即《JOBS法案》),《JOBS法案》在修改1933年《证券法》和1934年《证券交易法》相关规定的基础上,对股权众筹融资做出了专门的规定。只要符合法律规定的条件,不需要经过证券交易委员会(SEC)注册即可以进行股权众筹。<sup>[14]</sup> 法案规定,满足如下条件的发行可予以注册豁免:一是发行人年度募集资金总量不超过100万美元;二是年收入在10万美元以上(含)的个人投资者,在12个月以内,在所有众筹平台的投资总额不高于其年收入或净资产10%的,或年收入在10万美元以下的个人投资者,在12个月以内,在所有众筹平台的投资总额不高于2000美元,或其年收入或净资产5%的(取其高者);三是发行人必须通过经注册的经纪交易商(broker-dealer)或者“融资门户网站”(funding portal)进行,不得直接公开销售(public solicitation)。《JOBS法案》通过明确发行豁免制度简化了股权众筹的融资程序,这对天使投资人参与股权众筹无疑提供了良好的市场基础和投资环境。

## 3. 最大限度地给予税收优惠政策激发天使投资人投资热情

通过优惠的税收待遇给予天使投资人更多的投资回报,是美国政府激活天使投资市场的重要途径,主要包括两个方面:一是降低资本利得税。1978年,美国颁布《税收法》(the Revenue Act)将资本利得税的税率由49.5%降至28%。1981年,又颁布《经济复兴税法》(Economic Recovery Tax Act),将资本利得税降至20%。自此,美国基本保持了联邦政府层面资本利得税立法的稳定性并一直沿用至今。二是实行所得税抵免。2000年,美国政府出台了《新市场税收抵免计划》(New Market Tax Credit, NMTC),根据该计划,如果天使投资人对低收入地

---

[14] 杨东:“互联网金融视阈下我国股权众筹法律规制的完善”,载《贵州民族大学学报》(哲学社会科学版)2014年第2期。



区的“社会发展实体”投资,则可获得所得税抵免。其中,投资超过七年的,其可获得的所得税抵免高达 39%。除联邦政府的上述立法以外,美国各州政府也积极出台所得税抵扣制度。比如,在印第安纳州,天使投资人可享受投资数额 20% ~ 30% 的税收抵免。这在很大程度上保护了天使投资人的投资收益,促进了天使投资市场的快速发展。

## (二) 英国的天使投资立法

英国天使投资市场的建立虽然晚于美国,但其立法在天使投资人税收优惠和市场退出机制方面亮点颇多。

### 1. 给予天使投资人税收优惠并鼓励新创企业股权众筹

这方面的立法主要从两方面展开:一是全面制定和完善天使投资人税收优惠法律体系;二是迎合股权众筹的时代要求,制定鼓励和开放股权众筹的相关法律。英国对天使投资人给予的所得税、资本利得税等税收优惠政策基本成型于 20 世纪末,这些法律和政策吸引了英国国内外众多的天使投资人加入。1983 年英国“企业扩展计划”(Business Expansion Scheme, BES)规定,个人向投资机构投资达到 4000 英镑以上的,可免交所得税 5 年,免税数额最高可达收益的 1/3。1995 年出台的《风险投资信托法案》对投资于风险投资信托的个人投资者给予个人所得税的税收抵免。晚近的《2000 年公司风险投资法案》则对投资于未上市小型高风险企业且持股期限在 3 年以上的创投企业实行投资额 20% 的公司税抵免,这对保障天使投资人的投资收益具有重要意义。在资本利得税方面,英国政府 1998 年制定的《金融法案》(Finance Act 1998)明确:个人投资者持股在 4 年以上的,资本利得税可由 40% 减为 10%。同时,英国制定了《公司投资法案》,规定投资者投资于风险投资业未使用所得税抵免的,在持有目标公司股权 3 年后处置的,可享受资本利得税的抵免。《公司创业投资法规》规定在 2000 年 4 月 1 日至 2010 年 3 月 31 日期间,凡公司以股权投资的方式进入创业投资领域且投资对象为中小高新技术企业,取得的资本利得可以推迟纳税。

英国创造激励机制鼓励新创企业开展股权众筹融资,并给予天使投资人税收优惠,这种双向激励的促动效果引起了欧洲乃至全球天使投资届的关注。英国政府制定了企业投资计划(Enterprise Investment Scheme, EIS)和种子企业投资计划(Seed Enterprise Investment Scheme,

SEIS)。前者创立于1993年,主要是为尚未上市的初创公司提供股权融资。该计划对独立登记的初创公司有企业规模、行业类型和创设时间等方面的资质要求,符合条件的企业纳入该计划的优惠范畴,天使投资人投资该计划框架下的公司股权,每年最多可投资100万英镑,并可以获得累计30%的税收优惠,天使投资人享受的减税额度最高可达15万英镑。纳入该框架满3年的,公司还可以享受税收优惠政策。2012年,英国再次启动企业投资计划的补充计划:种子企业投资计划。根据该计划,种子企业可在股票发行之前筹得15万英镑以内的融资。同时,天使投资人每10万英镑投资可以获得50%以内的税收优惠,如果所持股份超过3年,则全额减免资本利得税。

## 2. 为天使投资人建立顺畅的市场退出机制

1980年,英国创立了“未上市证券市场”(unlisted securities market, USM),对不具备证券交易所上市条件的中小企业提供挂牌交易的机会。1995年,英国伦敦证券交易所特别设立了“替代投资市场”(alternative investment market, AIM)。“替代投资市场”完全取代了“未上市证券市场”,并对中小企业股权转让提供了高效的平台,是为天使投资人市场退出的理想场所。另外,对于投资于前述“投资信托基金”的天使投资人而言,由于“投资信托基金”本身是在伦敦证券交易所公开上市的,根据英国法律,如果天使投资人投资于“创业与发展投资信托基金”和“创业投资信托基金”,在基金存续期间,天使投资人不能对基金资本增值进行分配,但可以通过在交易所转让的办法卖出其持有的基金份额。因此天使投资人也能便利实现市场退出。

### (三) 日本的天使投资立法

在经历了20世纪七八十年代的繁荣之后,日本经济在20世纪90年代陷入停滞的泥潭。为振兴经济,尤其是为了促进中小企业融资,日本制定了大量的法律法规推动天使投资市场的发展。

#### 1. 制定专门立法和配套立法

1995年,日本颁布《关于促进小企业创造性事业活动的临时措施法》,即《中小企业创造活动促进法》。其宗旨是促进天使投资的发展,推动中小企业创业。次年,日本对《中小企业创造活动促进法》进行了修订,允许企业以设立风险财团的方式融资。其实质是天使投资人可

通过风险财团间接投资于新兴企业所发行的融资凭证,如股票等。日本还出台了一些关于促进天使投资的配套立法。比如,为支持技术性企业的发展,在1997年出台了《关于搞活特定产业集成的临时措施法》;为鼓励金融机构加大中小企业的信贷投入并构建强有力的中小企业信用体系,在1998年出台了《中小企业惜贷对策大纲》、《关于部分修改中小企业信用保险法的法律》;为创造有吸引力的天使投资项目,出台了《新事业创出促进法》资助新兴企业的创业。这些立法对于推动天使投资的繁荣起到了重要作用。

## 2. 出台税收优惠政策

大量的税收优惠政策是日本天使投资市场繁荣的另一个重要原因。1997年,日本制定了“天使税收待遇”条例。其中规定,对天使投资可迟延3年向政府报税。日本政府通过一系列政策构建起了覆盖全国的天使投资网络,并迎来了天使投资热潮,对日本中小企业的发展注入了一针“强心剂”。2014年5月3日,据日本经济新闻报道,日本政府正考虑进一步扩大税收减免优惠,拟大幅提高对天使投资人免征所得税的投资额上限,拟从目前的1000万日元上限提高数倍。同时,扩展天使投资的适用对象,从当时规定的设立时间最长不超过3年的公司修改为设立时间最长不超过5年的公司,<sup>[15]</sup>以促进天使投资人和风险资本对初创企业的投资。

## 三、我国天使投资法律制度的构建

国外成熟的天使投资立法经验表明,制定专门的天使投资法律,完善私募和公募股权众筹立法,设立合理的天使投资人准入标准,加强对天使投资的风险控制是发展天使投资、疏导民间资金服务实体经济的必然选择。笔者认为,构建符合中国国情的天使投资法律体系,应从以下方面着手:

---

[15] 参见佚名:“报道日本政府考虑减免税收以促进对初创企业的投资”,载 <http://ns4.fx678.com/C/20140504/201405041715081489.html>,2015年5月15日访问。

### (一) 制定专门的天使投资法律制度

发达国家的经验表明,制定天使投资专门立法是保障和规范天使投资行为的重要前提。我国天使投资虽然已经有了二十多年的发展历程,但在目前多层次资本市场的建设过程中,对天使投资的认同度和重视程度仍然不高,天使投资市场仍不发达。要提升已有的和潜在的天使投资人以及社会各界对天使投资的关注度和参与度,制定我国的《天使投资法》(或《风险投资法》)势在必行。建议在确立天使投资的概念、运作模式等基础性规定的基础上,对天使投资的市场准入标准和税收优惠政策予以明确:

1. 明确市场准入标准。制定天使投资的市场准入标准是一门平衡的艺术。如果设置标准过低,所有的投资者都可以成为天使投资人,表面上看,中小企业可以获得更多的融资,但实际上却蕴藏着巨大的金融风险,极端情形下甚至还可能酿成系统性的金融危机;如果设置标准过高,则不利于中小企业融资和天使投资市场的发展。以美国为例,法律对天使投资设置了“认证投资人”标准:其一,个人或者家庭在除去汽车、住房等家庭必需品之外,净资产达到100万美元以上的;其二,个人或者家庭净资产低于100万美元,但在过去两年内个人年收入高于20万美元的,或者已婚并且夫妻年收入合计高于30万美元的。我国目前在国家层面并没有关于天使投资人准入的法律法规。但2011年9月1日实施的《天津股权投资企业和股权投资管理机构管理办法》建立了个人天使投资的市场准入标准,其中第32条规定:“股权投资企业出资人中每个机构投资者最低认缴(出资)1000万元人民币,每个自然人投资者最低认缴(出资)200万元人民币”。天津市规定的天使投资人市场准入标准似乎有过高之嫌,笔者建议设立“个人或者家庭在除去汽车、住房等家庭必需品之外,净资产达到100万元人民币以上的”或者“个人或者家庭净资产低于100万元人民币,但在过去两年内个人年收入高于20万元人民币的,或者已婚并且夫妻年收入合计高于30万元人民币的”准入标准,比较符合我国的国情。

另外,股权众筹的投资者准入标准也必须予以明确。应当遵循的一个基本逻辑是:股权众筹的投资者准入必然低于天使投资的投资者

准入标准,并主要针对私募股权众筹。<sup>[16]</sup> 2014年12月,中国证券业协会发布了《私募股权众筹融资管理办法》征求意见稿,但其中第14条关于投资者标准的规定饱受诟病。<sup>[17]</sup> 2015年2月,中国证券业协会修订了《私募股权众筹融资管理办法》,降低了个人投资者投资单个融资项目的最低金额要求,从不低于100万元降至不低于10万元;金融资产方面,从不低于300万元降至不低于100万元,或最近3年个人年均收入不低于30万元。笔者认为,该准入标准仍有过高之嫌,关于金融资产的标准可进一步降低,低于上述天使投资人的建议准入标准,同时,结合投资者适当性制度,限定投资者投资占其金融资产或者年收入的比例。

2. 制定天使投资的税收优惠政策。在发达国家,中小企业往往对国民经济和就业做出非常重要的贡献,但每当市场外部环境发生变化时,对中小企业的损害也尤为明显。<sup>[18]</sup> 因此,国家往往通过中小企业组织法和中小企业政策法充分保障中小企业的发展。笔者认为,对中小企业发展的大力支持,离不开国家对股权众筹金融的保护,也离不开对天使投资人实行优惠的财税政策,并且这将逐步成为现代经济法典型的和重要的组成部分之一。我国对于天使投资财税优惠政策的设计,建议从两个方面进行:一是对天使投资人所投资中小企业的财税优惠政策;二是对天使投资人投资所得的税收优惠。就前者而言,我国已经积累了比较丰富的政策经验,继续完善尚可。就后者而言,立法目前尚属空白。作为所投资企业的股东,天使投资人的投资收益在缴纳企业所得税之后,仍然需要缴纳个人所得税。这不利于激发天使投资人

---

[16] 因为公募股权众筹需要监管部门的核准,面向所有的大众投资者,并无设定特定准入标准之必要。

[17] 《私募股权众筹融资管理办法》第14条规定:“私募股权众筹融资的投资者是指符合下列条件之一的单位或个人:(一)《私募投资基金监督管理暂行办法》规定的合格投资者;(二)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;(三)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;(四)净资产不低于1000万元人民币的单位;(五)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。”

[18] 参见漆多俊:《经济法学》,高等教育出版社2010年版,第336页。

的投资积极性,建议对个人所得税予以部分减免,以冲抵投资风险。具体可根据天使投资平均期限内的所得额确定个人所得免征额,再根据市场调查情况规定相应税率,对投资所得征税予以减免。

## (二)完善股权众筹立法建立良好的天使投资市场基础

根据现行的《证券法》、《刑法》等法律规定,股权众筹行为很容易触犯非法集资和投资合同诈骗的底线。根据《证券法》的规定,证券公开发行必须经过依法核准,而向不特定对象发行证券、向累计超过200人的特定对象发行证券均属于公开发行的范畴。股权众筹作为依托互联网众筹平台向投资者进行的股权融资,极易因其发行对象人数超过200人或者发行行为指向“不特定对象”而被认定为非法。<sup>[19]</sup>不仅如此,股权众筹如果被认定为《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》中“向社会不特定对象发行、以转让股权等方式变相发行股票”的行为,将构成擅自发行股票,公司、企业债券罪。

要鼓励发展天使投资就必须摘除上述两柄悬在股权众筹之上的利剑。其一,由于特定与不特定本身就是似是而非的一对概念,基于对金融创新的鼓励,建议对《证券法》公开发行的限定进行修改,承认股权众筹的合法性,对筹资方、天使投资人和互联网众筹平台各自的权利义务予以明确,在适当放宽准入的前提下,加强监管。其二,对于我国《刑法》中规定的非法集资犯罪,也需要重新进行审视。该罪侵犯的犯罪客体主要是国家的正常经济管理秩序和公民法人的财产所有权。对此必须进行合理的解释,不宜随意扩张。股权众筹作为当下典型的金融创新,对于疏导民间资金服务国民经济具有重要的价值,对于天使投

---

[19] 在我国现行法律框架下,合法的股权众筹只能是私募。根据《证券法》,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。对于200人的人数限制,众筹企业必须予以控制,而对于“特定对象”,要规避现行法律则比较棘手。《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)规定,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,但一方面这只是界定罪与非罪的标准,而非合法性的标准;另一方面,实践中如何认定“亲友”,也存在争议。以天使汇为代表的股权众筹平台都对投资者进行会员制管理,对投资者会员进行审核和认证,必须达到一定的准入门槛,以此达到“特定”,并将每个项目控制在200人以内。但其合法性解释,仍存在不确定性。

资人获取较高的风险资本收益也具有重要的现实意义,因此,基于刑法谦抑性原则,不宜扩大“非法集资”的范围而缩小天使投资股权众筹的发展空间。

### (三) 构建天使投资风险控制体系

天使投资的风险控制主要体现在三个方面:一是投资之前的信用调查;二是投资过程中的项目遴选;三是投资过后的目标公司治理。

投资之前的信用调查是每一项天使投资的起点。我国虽然有了《征信业管理条例》这部征信领域基本法,但相关配套法规尚需逐步完善。鉴于天使投资人在信用查询和对目标公司信用信息管理方面的不便,建议将人民银行的征信系统与下文建议构建的全国性天使投资信息交流平台相连接,通过立法的形式,允许天使投资人在征得目标公司同意的情况下,通过天使投资信息交流平台获取目标公司的动态信用信息。这样,不仅在信息保护和便利投资之间找到了平衡,而且大大节省了天使投资人信用调查的时间成本。

天使投资人的决策形式往往根据投资项目的不同而有差异。<sup>[20]</sup>但无论如何,项目遴选是天使投资的关键环节,遴选项目的质量在很大程度上决定了投资的成功率和发生风险的概率。因此,项目遴选法律制度显得尤为重要。美国的做法是依据《天使投资法案》成立全国性的天使资本电子网络(ACE - NET),欧洲则成立了欧洲商业天使网。除了全国性的天使投资信息交流平台,区域性和行业性的天使投资信息交流平台也扮演着十分重要的角色。建立我国的天使投资信息交流平台,建议从区域性平台和行业性平台两方面着手:一是考虑由地方政府出面牵头组织建立区域间的天使投资信息交流平台,统一整合当地所有的天使投资信息;二是鼓励行业协会等组织建立行业性的天使投资信息交流平台,整合各自行业的天使投资信息。在此基础上,逐步建立跨区域、跨行业的全国性的天使投资信息交流平台。该平台不仅极大地便利了整合所有的天使投资信息,而且可以为之后天使投资人参

---

[20] See Cable, Abraham J. B., *Fending for Themselves: Why Securities Regulations Should Encourage Angel Groups*, University of Pennsylvania Journal of Business Law, Fall, 2010.

与目标公司的治理打下坚实的信息基础。

对目标公司的治理是投资风险控制的重要环节,也是我国《公司法》以及相关法规规章需要完善的重点之一。部分学者甚至将其概括为一种权利:“参与治理权”。<sup>[21]</sup> 天使投资本身是一种权益投资,天使投资人作为目标公司的股东,直接参与企业的治理能够提高投资的透明度,能够提高目标企业的经营管理水平并最大可能促成投资收益。在未来制定《天使投资法》(或《风险投资法》)等法律之前,建议在《公司法》《私募股权众筹融资管理办法》《公募股权众筹融资管理办法》等法律法规中对积极天使投资人和消极天使投资人进行区分,并赋予不同的权利。可考虑丰富《公司法》中公司的组织形式,增设两合公司,对积极天使投资人赋予其经营管理、财务顾问、法律服务以及为公司引入重要商业计划和重要经营战略等权利,对外承担无限责任。对消极天使投资人赋予其有限责任股东的法律地位,不参与公司经营并以其出资对公司债务承担责任。这不仅有利于做大做强目标企业,控制天使投资风险,更有利于激活股权众筹市场和天使资本市场。

#### (四) 进一步完善天使投资市场退出法律制度

“资本退出是天使投资的重要一步,资本的退出意味着新一轮投资的结束,也意味着新一轮投资的开始。”<sup>[22]</sup> 天使投资的基本特征是“以退为进,为卖而买”。<sup>[23]</sup> 作为一种股权投资,天使投资理想的退出方式主要是股权转让或者 IPO,因为股权众筹资金实现短期增值的特殊需求会大幅度提高股票价格。但如前述,限于中小企业本身的规模和财务状况,直接登录创业板或者在新三板挂牌具有较大的难度。因此,要完善资本退出渠道,必须从多层次资本市场的高度出发,<sup>[24]</sup> 对目前的资本市场进行改革。就创业板来说,主要是降低上市条件,<sup>[25]</sup> 简化行

---

[21] 李红润:《创业投资引导基金参股协议研究》,中国政法大学出版社 2013 年版,第 119 页。

[22] 廖声禄:“我国天使投资的法律规制”,华侨大学硕士学位论文,2013 年。

[23] 王荣芳:《私募股权投资基金监管法律问题研究》,中国政法大学出版社 2013 年版,第 164 页。

[24] 参见杨柏国:《中国私募证券法律规制研究》,中国法制出版社 2012 年版,第 144 页。

[25] 目前,我们立法对创业板上市企业具有经营期限、盈利状况、净资产、股本总额等严格的要求,详见《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》第 10 条。



政审批流程,对天使投资众筹企业进行适度的上市豁免等,为天使投资人市场退出创造条件。就新三板而言,2013年,《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》的出台标志着新三板在前期试点的基础上正式扩展至全国。截至2015年5月3日,新三板挂牌公司数达2344家。但目前挂牌公司中仍然以国家级高新技术园区的企业为主,并不能满足大多数的股权众筹企业的挂牌。应鼓励全国其他符合条件的非园区企业挂牌交易。只有在挂牌企业数量增加和投资者积极参与的双重作用下,新三板市场才会更加活跃,才能为天使投资人创造顺畅的市场退出渠道。此外,区域性的股权交易市场等其他场外交易市场则可以进一步打破“非上市公众公司”的局限,鼓励具备持续经营能力的有限责任公司挂牌,进一步丰富该类股权众筹企业中天使投资人的退出渠道。