

论领投人模式下股权众筹法律风险及其应对方案

□ 王建文, 郭梦川

(河海大学 法学院, 江苏 南京 210098)

摘 要: 股权众筹自2012年末进入我国以来得到迅速发展, 成为了继第三方支付、P2P网贷平台之后又一具有前景的互联网金融模式。虽然股权众筹对初创中小微企业的融资渠道的拓展具有不可或缺的作用, 但是, 由于我国立法未能迅速跟进, 其发展不可避免地将面临诸多法律风险。本文分析了目前我国最盛行的领投人模式下的股权众筹面临的法律风险, 通过对外国立法经验的借鉴, 结合我国具体国情, 提出相关防范建议, 以期有益于我国资本市场的发展。

关键词: 股权众筹; 领投人; 法律风险

中图分类号: D922.287

文献标识码: A

文章编号: 1007-8207 (2016) 02-0110-06

收稿日期: 2015-10-20

作者简介: 王建文(1974—), 男, 安徽望江人, 法学博士, 河海大学法学院副院长, 教授, 博士生导师, 研究方向为商法学; 郭梦川(1989—), 男, 安徽池州人, 河海大学民商法学硕士研究生, 研究方向为商法学。

基金项目: 本文系国家社科基金一般项目“公司章程防御性条款法律效力研究”的阶段性成果, 项目编号: 14BFX077; 江苏省“青蓝工程”中青年学术带头人项目的阶段性成果, 项目编号: 苏教师 [2010] 27号。

“股权众筹是指企业筹资人出让一定比例的股份, 面向大众投资人, 投资人通过投资入股筹资人的被投资企业, 以获得未来可能产生的预期收益。”^[1]2014年12月18日, 证券业协会公布的《私募股权众筹融资管理办法(试行)》(征求意见稿), 第一次以“官方”形式将私募股权众筹界定为“融资者通过股权众筹融资互联网平台以非公开发行方式进行的股权融资活动”。这一定义说明, 我国现阶段股权众筹的本质是一种私募股权的互联网化。股权众筹融资模式起源于美国, 与非股权众筹不同, 它是一种风险较高、期限较长的投资行为。^[2]股权众筹自2012年末进入我国, 目前已经取得了迅猛的发展。2015年3月国务院办公厅

发布的《关于发展众创空间, 推进大众创新创业的指导意见》和2015年6月16日国务院发布的《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》均表达了国家和政府对股权众筹的支持态度, 并强调了发展股权众筹、增强我国企业融资能力的重要性。据股权众筹数据网站“众筹家”统计, 当前股权众筹平台数量已超过百家。在股权众筹作为一种新兴事物得以迅猛发展的同时, 不可避免会存在许多问题, 因此, 了解我国股权众筹的主流运行模式及其内在的法律风险就成为促进我国股权众筹健康发展必不可少的一环。表一所列即为现阶段我国综合实力排名前五的股权众筹平台运作模式。

表一: 我国代表性股权众筹平台对比

| 名称 项目 | 组织形式 | 投资人 人数限制 | 领投人 出资比例 | 跟投人 出资比例 |
|----------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 京东东家 | 有限合伙+领投+跟投 | ≤200人 | 30%-80% | 项目方定 |
| 人人投 | 有限合伙+无领投 | ≤200人 | — | ≥2% |
| 众投邦 | 有限合伙+领投+跟投 | ≤200人 | 5%-80% | ≥5000元 |
| 大家投 | 有限合伙+领投+跟投 | ≤40人 | ≥5% | ≥2% |
| 天使客 | 有限合伙+领投+跟投 | ≤50人 | ≥5% | ≥2W |

由对比可以看出,领投人+跟投+合伙企业的组合模式是目前我国股权众筹领域的标配。基于此,本文将研究范围限定在“领投人”模式下的股权众筹,且主要研究其运作模式及法律风险与相应的对策,以期对我国资本市场的发展有所裨益。

一、领投人模式下的股权众筹运作模式 及法律风险

(一) 领投人模式下的股权众筹运作模式

领投人模式又被称为“领投+跟投”模式。在该模式下,股权众筹平台(互联网网站或者其他电子媒介)扮演的是衔接投融资方的作用。股权众筹平台为投融资双方提供信息发布、需求对接等相关服务。在此过程中,股权众筹平台具有双重身份,不仅是项目融资人的审核者、辅导者和监督者,也是出资人利益的重要维护者。通常情况下,股权众筹平台还会指定一名具备一定行业资源、影响力、丰富投资经验和很强风险承受能力的人或者投资机构充当投资的领导者与协调人——领投人,其在项目中承担专业调研、估值判断、投资协议草拟等工作,其他在股权众筹平台经过注册并符合股权众筹平台准入门槛的适格投资人——跟投人追随领投人进行投资。领投人和跟投人与企业之间以增资扩股的方式取得股东的地位,但通常情况下由领投人担任项目合伙企业的普通合伙人并参与管理,跟投人作为有限合伙人亦享有重大事项投票权,但不参与一般性事物管理。

(二) 领投人模式下的股权众筹运作模式面临的法律风险

虽然领投人模式下的股权众筹方兴未艾,但自其进入我国以来便伴随着诸如“带着镣铐跳舞”“打《证券法》擦边球”等负面评论,其法律风险可见一斑。领投人模式下的股权众筹法律风险主要来源于其特有的运作模式,具体表现如下:

被划为非法公开发行证券或非法集资的风险。我国《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,并依法报国务院,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:向不特定对象发行证券、向特定对象发行证券累计超过200人以及法律、行政法规规定的其他发行行为。此外,非公开发行证券不能采用广告、公开劝诱和变相公开方式。与《证券法》规定相似的是2010年《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,应当认定为擅自发行股票、公司、企业债券罪。”具体到实践中:首先,融资项目投资人数不宜超过200人,否则有可能触及法律规定的底线。其次,众筹投资者退出融资项目时,若将所持股份向多个投资者转让后总投资者的人数超过200人,此种情形是否会触及法律规定的底线,仍存在疑问。再次,因为领投人模式下的股权众筹是以互联网平台为媒介,而互联网具有开放性,这就使所有融资项目面向的是不特定大众。尽管投资人需要注册或满足平台其他要求,但依然不能完全否定股权众筹的公开性。^[3]

违反《合伙企业法》的风险。我国《合伙企业法》第六十一条规定:“有限合伙企业由二个以上五十个以下合伙人设立;但是,法律另有规定

除外。有限合伙企业至少应当有一个普通合伙人。现阶段,领投人模式下的股权众筹出于规避被划为非法公开发行证券或非法集资的考虑,多数情况下众筹项目都是以设立有限合伙企业的形式进行。领投人模式下股权众筹领域目前存在的普遍现象是投资方人数高于50人却低于200人。从表面上看,这一现状确实规避了被划为非法公开发行证券或非法集资的风险,但无形中又踩到了《合伙企业法》关于合伙人数量限定的“警戒线”。不难想象,若日后投融资方中的一方以此为缘由提起诉讼用以否定有限合伙企业成立的合法性,法院是否会予以支持便成了一个极大的未知数。可见,这也是我国领投人模式下股权众筹发展中所面临的又一个法律风险。

投资合同欺诈的风险。领投人模式下的股权众筹旨在由经验丰富的投资人作为领投人选中投资项目,将更多缺乏投资经验但具有投资意愿的投资者带动起来,但随着时间的推移,这种模式的弊端已逐渐显现:一方面,由于征信系统并未开放,跟投人并不能对融资方及领投人的过往信用作出全面客观的评价。另一方面,由于领投人模式在当前政策与监管双双缺失的情形下,领投人往往会与融资方形成利益共同体,利用自己在投资领域的名气与口碑对某个融资项目进行领投,以便形成“羊群效应”,造成许多投资不明就里的投资人在不能正确评估投资风险的情况下盲目跟风,从而变相进行利益输送,最终让跟投人承受投资失败的后果。现阶段,以上因素的存在极大地增加了领投人与融资方恶意串通的可能性,也加大了投资合同欺诈的风险。

众筹平台信息披露义务缺失的风险。股权众筹平台盈利模式是撮合投融资双方之间的需求,并进行合理匹配以促成投融资双方的交易并提取相关费用。但如前文所述,众筹平台拥有的

是双重身份,仔细对比股权众筹平台盈利模式与其所具有的双重身份不难发现,股权众筹平台与出资人的利益并不一致,甚至存在着事实上的冲突。主观上,股权众筹平台极有可能为了自身利益对众筹项目“报喜不报忧”,故意夸大众筹项目存在的优势并蓄意掩盖众筹项目存在的缺陷,以便促成众筹项目并从中获取利润。客观上,由于众筹项目涉及的行业具有多样性,众筹平台不得不考虑履行信息披露所需的成本。为此,规范股权众筹平台的信息披露义务就显得尤为重要。然而,当前的情形是,由于缺乏法律的强制性要求,股权众筹平台信息披露中存在较严重的内容不真实、不完整、披露的信息缺乏时效性以及为节省运营成本而导致的信息披露的非主动性等问题。这些问题的存在势必会对股权众筹平台自身的信誉、投资者的信心以及股权众筹在我国的发展造成不利的影响。

二、领投人模式下股权众筹法律风险

应对的域外经验

(一)美国对股权众筹法律风险的防范

股权众筹融资模式起源于美国,因此,美国对股权众筹法律风险的防范无疑走在了世界的最前列。2012年4月5日,奥巴马签署了著名的《企业振兴法案》(Jumpstart Our Business Start-ups Act,简称“JOBS法案”),由于其在众筹领域产生的深远影响,又被称之为“众筹法案”。

“JOBS”对股权众筹的规制集中体现在第三章“众筹章节”。纵观整个章节,虽然主要体现了鼓励新兴企业进行融资、效率优先的商法思维,^①但同时,该法案并未放松对股权众筹中法律风险的监管。如该法案主要是通过限制投融资额度、规定集资门户的风险提示义务和禁止性行为来

^①这一点从法案302(a)中关于发行人,即新兴企业在SEC(美国证监会)豁免注册条件中可以清楚看出。

应对潜在的法律风险的。“JOBS”法案的投融资额度限制机制存在于条款302(a)中。条款302(a)针对两类不同投资人做出了投资股权众筹的限制：在投资人投资股权众筹项目时及在此之前的12个月内，年收入或净产值大于10万美元的投资者，投资股权众筹项目最多不能超过10万美元；年收入或者净产值小于10万美元的投资者，投资股权众筹项目的投入不能超过2000美元或者净资产5%二者中的较大值。股权众筹的融资方12个月内的融资上限为100万美元。股权众筹中介人对投资者的风险提示义务规定在302(b)中。该条款规定了集资门户需通过问答的形式来确认投资者了解新兴初创企业发行人存在的各种风险以及投资后因股权流动性不足可能导致退出困难的风险。同时在条款304(b)中还规定了提供投资建议、通过劝诱性方式吸引顾客购买发售证券、以持有或者管理的方式处理投资者的证券等行为为集资门户的禁止性行为。

“JOBS”法案推出的这些措施，不仅可以使投资者意识到潜在的法律风险，而且即使当投资者遭遇法律风险导致投资失败时，由于投资限制机制的存在，投资者的生活亦不会受太多影响。加之融资限制机制的存在，由于遭受法律风险而导致系统性风险发生的几率更可谓微乎其微。

(二)英国对股权众筹法律风险的防范

2014年3月，英国金融行为监管局(FCA)发布了《关于网络众筹和通过其他方式推介不易变现证券的监管规则》(以下简称《监管规则》)。《监管规则》对股权众筹的规制集中在第四章投资型股权众筹中。其对股权众筹法律风险的应对主要是通过完善信息披露机制和健全投资者投资机制。第一，《监管规则》明确将股权众筹纳入其监管范围内；第二，《监管规则》的信息披露机制要求股权众筹平台在遵守金融销售其他规定的同时应向投资者阐述清楚、公平、不具误导性的投资意

见。同时，还应对众筹项目存在的风险和可能产生的收益及融资公司可能出现的情况作出判断；第三，股权众筹平台有义务对二级市场信息进行披露；第四，《监管规则》在健全投资者投资机制时将股权众筹的投资者划分为成熟型投资者和非成熟型投资者。^①具体而言其规定非成熟型投资者投资股权众筹的比例不能超过净资产的10%，而成熟型投资者不受此限制。

《监管规则》在健全投资者投资机制的举措上与“JOBS”法案有着异曲同工之妙。完善的信息披露制度有助于帮助投资者全面了解股权众筹项目、融资公司等方面存在的法律风险。

三、现阶段我国领投人模式下股权众筹法律风险的应对方案

(一)引入“不易变现债券”概念

领投人模式下的股权众筹在我国是否能发展成为面向大众的“草根性”众筹，关键在于其能否规避被划为非法公开发行证券、非法集资和违反《合伙企业法》的风险。为了规避这些潜在的风险，立法层面上必须对《证券法》第十条及《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》第六条中的“200人”的人数上线作出实质性的突破，且要厘清领投人模式下股权众筹形成的有限合伙企业是否属于《合伙企业法》第六十一条但书所规定的内容。但令人失望的是，在2014年8月修改后并予以公布的《证券法》中并未对股权众筹内容有所涉及，对前述人数限制亦未做任何改变，而且目前的司法实践中也对这些问题做出了“选择性”回避。若此种情形不能得到有效改变，则必然会极大制约领投人模式下的股权众筹在我国的发展。第一，若领投人模式下的股权众筹投资方人数在200人以上，

^①成熟型投资者指年收入10万英镑以上或者除去常住房和养老金净资产超过25万英镑的投资者，还包括经过FCA认证的机构性投资者。反之则是非成熟型投资者。

则具有被划为非法公开发行证券、非法集资的法律风险;第二,若投资方人数在50-200人之间,则违反了《合伙企业法》关于人数的规定;第三、若投资方人数保持在50人以内,便会极大地削弱领投人模式下股权众筹的融资作用。

法律属于上层建筑,当上层建筑为适应生产力发展要求的经济基础服务时则会成为推动社会发展的进步力量,反之,就会成为阻碍社会发展的消极力量。首先,从我国法律做出上述限制的时间点来看,股权众筹显然尚未进入我国,且当时互联网金融尚未进入飞速发展期。其次,从英美两国对股权众筹规制的经验来看,主要是对众筹平台及投资者资格进行了规制,而并未对众筹项目的人数作出限制。再次,从我国目前的现实情况来看,领投人模式下股权众筹领域存在的“代持人”现象在事实上已突破了200人的人数限制。就当前我国法律框架而言,领投人模式下的股权众筹实际已经步入了进退两难的境地。对此,笔者建议,对待互联网金融创新应采取包容态度,不妨效仿英国,将股权众筹中所获得的股份定义为“不易变现债券”,并将其与传统的公司、企业债券做区分性对待,使其彻底摆脱被划为非法公开发行证券、非法集资的法律风险。同时还应将领投人模式下股权众筹成立的有限合伙企业明确列为《合伙企业法》第六十一条但书中的内容,使其可以突破《合伙企业法》规定的人数限制,从根本上规避违反《合伙企业法》的风险,并在此基础上借鉴英美的先进经验建立符合我国国情的投资者区分机制。

(二)开放征信系统

作为融资领域的“防火墙”,征信系统一贯扮演着风险控制不可或缺的角色。换言之,是否能从根本上保证跟投人不受误导,切实维护跟投人的利益,关键在于征信系统能否向股权众筹领域开放。基于此,监管层应大力推进征信系统向股

权众筹领域开放。因此,当务之急是打通各领域的征信系统,如将央行、银监会、证监会、工商局等现有征信系统全部打通,同时将其匹配到各股权众筹平台中去。这样,跟投人就可以锁定领投人或融资方,再利用互联大数据对其过往信誉进行排查,以对其过往信誉作出全面、客观且直观的评价,跟投人受欺诈的风险便会随之降低。

(三)健全股权众筹平台信息披露制度

除征信系统之外,领投人模式下股权众筹风控领域另一道至关重要的“防火墙”便是众筹平台的信息披露义务。在现阶段,由于法律对众筹平台信息披露义务缺乏强制性要求,使众筹项目信息不对称的问题更加突出,从而增加了投资欺诈的可能性。要使这一问题得到妥善解决,必须健全股权众筹平台的信息披露制度。一是建立差异化披露制度。对此,可以参考英国金融行为监管局(FCA)发布的《监管规则》中关于信息披露义务的规定。股权众筹平台应提供精确的、足够的、清楚的、显著的风险提示,并且根据投资项目的不同、投资者的不同及融资公司的不同,在不同的环境下采取不同的警告措施。二是由于股权众筹自身具有投资周期长、股权流动性偏弱等特点,其风险远胜于传统的证券市场。现阶段,我国证券协会会员披露自己的经营状况采取的是“季报”形式。笔者建议,股权众筹平台对众筹项目进展情况的披露应采取更高的频率,如“月报”形式,这样才能保证信息披露的时效性,从而使投资者的知情权得到更好的保护。三是信息披露缺失导致投资者损失责任的规制亦应是建立信息披露制度的重要内容。目前在我国,一旦众筹项目失败,投资者需自行承担损失。笔者认为,这种现状并不合理,对此应明确规定:由于股权众筹平台信息披露义务的缺失而导致的投资者损失,应由股权众筹平台承担。

(四)投资者退出机制的构建

当前,无论是英美还是我国,均没有很好地解决股权众筹投资者退出机制缺失这一难题。一方面,我国《合伙企业法》虽然规定了退出机制,但由于投资者的资金已经转化为股权形式,退出时如何具体计算项目市值和应退还的资金则没有明确;另一方面,传统的退出机制如并购退出、IPO退出、新三板退出等由于存在退出周期长、股权流转困难等问题,事实上已严重制约了投资者投资收益的取得,而迅速有效的获得投资收益是投资者的刚性需求,对此,急需构建投资者的退出机制以保护投资者的投资收益。笔者认为,构建投资者退出机制应采取内外相结合的方式。于内,股权众筹平台应依法建立内部会员协议交易板块,在内部完成新老股东之间的股份转让及原始大股东的股份回购。于外,应在现有的条件下不断创新退出机制,如大力推进股权众筹平台与地方性股权交易所之间的合作,以促成众筹股权在“四板”中挂牌转让。投资者退出机制的构建不仅有利于拓宽投资人的退出途径,而且可以有效避免因退出困难而引发的民事纠纷。

(五) 完善并及时出台股权众筹专门性管理办法

领投人模式下的股权众筹从最初的试水发展到今天,一路伴随着争议,投资者因投资受损血本无归的报道也时常见诸于报端,但这并不能

阻碍其广泛存在并被投融资方认可。领投人模式下股权众筹无论是想摆脱当前的困境,还是实现从“对的”到“权利”的转变,都不能缺少法律的规制。从领投人模式下股权众筹内容上看,其应该受到《证券法》的规制,但《证券法》属于较高位阶的法律,所以不可能也没有必要在其中细化关于股权众筹的内容。因此,完善股权众筹的专门性管理办法——《股权众筹管理办法(试行)》的及时出台就显得尤为必要。在《股权众筹管理办法(试行)》中不仅应对股权众筹领域做到全面规制,还应对存在的争议性问题作出重点解释。

领投人模式下的股权众筹作为一种正在我国兴起的新型互联网金融模式,通过网络股权众筹平台紧密地将投融资双方的利益维系在一起。对现阶段领投人模式下股权众筹法律风险的研究,不仅可以使中小微初创企业在融资时规避潜在的法律风险,而且有助于保护跟投人的合法权益,同时也有利于促进我国多层次资本市场健康有序的发展。

【参考文献】

- [1] 褚葵花. 股权众筹的基本运营模式与法律风险研究[J]. 经营管理者, 2014, (10): 243-244.
- [2] 邱勋, 陈月波. 股权众筹: 融资模式、价值与风险监管[J]. 新金融, 2014, (09): 58-62.
- [3] 杨东, 苏伦嘎. 股权众筹平台的运营模式及风险防范[J]. 国家检察官学院学报, 2014, (04): 157-168.

(责任编辑:王秀艳)

On the Legal Risks and the Response Options of Equity-Based Crowdfunding in Leading Investor Mode

Wang Jianwen, Guo Mengchuan

Abstract: Equity-based crowdfunding becomes another perspective internet financial model following third-party payment, P2P network loan platform since the end of 2012 when it entered our country. Although equity-based crowdfunding is indispensable to the expanding of financing channels for medium small and micro-sized start-ups, our legislation is unable to catch up rapidly, so it will confront a great deal of legal risks inevitably when developing. This article starts from the most popular equity-based crowdfunding in leading investor mode, by analyzing the foreign successful legislation experience and combined with the specific situation of our country, analyzing potential legal risk and put forward constructive opinions and targeted advice on legal risk prevention to prospering development of China's capital market.

Key words: equity-based crowdfunding; leading investor; legal risk