

股权众筹运营模式及法律风险解读

伴随着互联网金融日新月异的发展，众筹作为主流模式之一，正在全国各地雨后春笋般呈现，特别是冠以“全民天使”之称的股权众筹，在发展过程中倍受争议。本文从介绍股权众筹概况入手，归纳整理了当前股权众筹运营中的不同模式，并对其间蕴藏的法律风险进行解析，最后对证监会即将出台的股权众筹监管政策试着给出一些建议。

股权众筹概述

1、定义

众筹（Crowd Funding）作为网络商业的一种新模式，来源于“众包（Crowd Sourcing）”，与“众包”的广泛性不同，众筹主要侧重于资金方面的帮助。具体而言，众筹是指项目发起者通过利用互联网和 SNS（Social Networking Services）传播的特性，发动众人的力量，集中大家的资金、能力和渠道，为小企业、艺术家或个人进行某项活动或某个项目或创办企业提供必要的资金援助的一种融资方式。

股权众筹是指，公司出让一定比例的股份，面向普通投资者，投资者则通过投资入股公司，以获得未来收益。这种基于基于互联网渠道而进行融资的模式被称作股权众筹。客观地

说，股权众筹与投资者在新股 IPO 时申购股票本质上并无太大区别，但在互联网金融领域，股权众筹主要指向较早期的私募股权投资，是天使和 VC 的有力补充。

2、分类

从投资者的角度，以股权众筹是否提供担保为依据，可将股权众筹分为无担保的股权众筹和有担保的股权众筹两大类。前者是指投资人在进行众筹投资的过程中没有第三方的公司提供相关权益问题的担保责任，目前国内基本上都是无担保股权众筹；后者是指股权众筹项目在进行众筹的同时，有第三方公司提供相关权益的担保，这种担保是固定期限的担保责任。这种模式国内目前只有贷帮的众筹项目提供担保服务，尚未被多数平台接受。

3、参与主体

股权众筹运营当中，主要参与主体包括筹资人、出资人和众筹平台三个组成部分，部分平台还专门指定有托管人。

（1）筹资人。筹资人又称发起人，通常是指融资过程中需要资金的创业企业或项目，他们通过众筹平台发布企业或项

目融资信息以及可出让的股权比例。

(2) 出资人。出资人往往是数量庞大的互联网用户，他们利用在线支付等方式对自己觉得有投资价值的创业企业或项目进行小额投资。待筹资成功后，出资人获得创业企业或项目一定比例的股权。

(3) 众筹平台。众筹平台是指连接筹资人和出资人的媒介，其主要职责是利用网络技术支持，根据相关法律法规，将项目发起人的创意和融资需求信息发布在虚拟空间里，供投资人选择，并在筹资成功后负有一定的监督义务。

(4) 托管人。为保证各出资人的资金安全，以及出资人资金切实用于创业企业或项目和筹资不成功的及时返回，众筹平台一般都会指定专门银行担任托管人，履行资金托管职责。

4、运作流程

股权众筹一般运作流程大致如下：

(1) 创业企业或项目的发起人，向众筹平台提交项目策划

或商业计划书，并设定拟筹资金额、可让渡的股权比例及筹款的截止日期。

(2) 众筹平台对筹资人提交的项目策划或商业计划书进行审核，审核的范围具体包括但不限于真实性、完整性、可执行性以及投资价值。

(3) 众筹平台审核通过后，在网络上发布相应的项目信息和融资信息。

(4) 对该创业企业或项目感兴趣的个人或团队，可以在目标期限内承诺或实际交付一定数量资金。

(5) 目标期限截止，筹资成功的，出资人与筹资人签订相关协议（具体详见下文）；筹资不成功的，资金退回各出资人。

通过以上流程分析，与私募股权投资相比，股权众筹主要通过互联网完成“募资”环节，所以，又称其为“私募股权互联网化”。

股权众筹运营的不同模式

国内股权众筹的发展，从 2011 年最早成立的天使汇至今，也就是三年左右的时间。其间，产生了大量的众筹平台如大家投、好投网、原始会、人人投、我爱创等。2014 年更是被称为中国众筹“元年”，5 月 22 日全球众筹峰会在北京召开，股权众筹更是成为关注焦点。

当下，根据我国特定的法律、法规和政策，股权众筹从运营模式可分为凭证式、会籍式和天使式三大类，下面逐一介绍：

1、凭证式众筹

凭证式众筹主要是指在互联网通过卖凭证和股权捆绑的形式来进行募资，出资人付出资金取得相关凭证，该凭证又直接与创业企业或项目的股权挂钩，但投资者不成为股东。

2013 年 3 月，一植物护肤品牌“花草事”高调在淘宝网销售自己公司原始股：花草事品牌对公司未来 1 年的销售收入和品牌知名度进行估值并拆分为 2000 万股，每股作价 1.8 元，100 股起开始认购，计划通过网络私募 200 万股。股份以会员卡形式出售，每张会员卡面值人民币 180 元，每购买 1 张会员卡赠送股份 100 股，自然人每人最多认购 100 张。

稍在花草事之前，美微传媒也采用了大致相同的模式，都是出资人购买会员卡，公司附赠相应的原始股份，一度在业内引起了轩然大波。

需要说明的是，国内目前还没有专门做凭证式众筹的平台，上述两个案例筹资过程当中，都不同程度被相关部门叫停。

2、会籍式众筹

会籍式众筹主要是指在互联网上通过熟人介绍，出资人付出资金，直接成为被投资企业的股东。国内最著名的例子当属 3W 咖啡。

2012 年，3W 咖啡通过微博招募原始股东，每个人 10 股，每股 6000 元，相当于一个人 6 万元。很多人并不是特别在意 6 万元钱，花点小钱成为一个咖啡馆的股东，可以结交更多人脉，进行业务交流。很快 3W 咖啡汇集了一大帮知名投资人、创业者、企业高管等如沈南鹏、徐小平数百位知名人士，股东阵容堪称华丽。

3W 咖啡引爆了中国众筹式创业咖啡在 2012 年的流行。没过

多久，几乎每个规模城市都出现了众筹式的咖啡厅。应当说，3W 咖啡是我国股权众筹软着陆的成功典范，具有一定的借鉴意义，但也应该看到，这种会籍式的咖啡厅，很少有出资人是奔着财务盈利的目的去的，更多股东在意的是其提供的人脉价值、投资机会和交流价值等。

3、天使式众筹

与凭证式、会籍式众筹不同，天使式众筹更接近天使投资或 VC 的模式，出资人通过互联网寻找投资企业或项目，付出资金或直接或间接成为该公司的股东，同时出资人往往伴有明确的财务回报要求。

以大家投网站为例：假设某个创业企业需要融资 100 万元，出让 20%股份，在网站上发布相关信息后，A 做领投入，出资 5 万元，B、C、D、E、F 做跟投入，分别出资 20、10、3、50、12 万元。凑满融资额度后，所有出资人就按照各自出资比例占有创业公司 20%股份，然后再转入线下办理有限合伙企业成立、投资协议签订、工商变更等手续，该项目融资计划就算胜利完成。

确切地说，天使式众筹应该是股权众筹模式的典型代表，它

与现实生活中的天使投资、VC 除了募资环节通过互联网完成外，基本没多大区别。但是互联网给诸多潜在的出资人提供了投资机会，再加上对出资人几乎不设门槛，所有这种模式又有“全民天使”之称。下文的法律风险及监管也会主要针对这一模式。

股权众筹主要法律风险及防范

综合分析上述股权众筹不同运营模式，其法律风险主要体现在两个方面：

❶是运营的合法性问题，这中间可能涉及最多的就是非法吸收公众存款和非法发行证券；

❷是出资人的利益保护问题。

1、运营的合法性

股权众筹运行合法性，主要是指众筹平台运营中时常伴有非法吸收公众存款和非法发行证券的风险，而很多从业人员包括相关法律人士对此也是认识不一。

（1）非法吸收公众存款的风险

众所周知，在目前金融管制的大背景下，民间融资渠道不畅，非法吸收公众存款以各种形态频繁发生，引发了较为严重的社会问题。股权众筹模式推出后，因非法集资的红线，至今仍是低调蹒跚前行。

2010年12月《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》第一条规定：

违反国家金融管理法律规定，向社会公众（包括单位和个人）吸收资金的行为，同时具备下列四个条件的，除刑法另有规定的以外，应当认定为刑法第一百七十六条规定的“非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款”：

（一）未经有关部门依法批准或者借用合法经营的形式吸收资金；

（二）通过媒体、推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣传；

（三）承诺在一定期限内以货币、实物、股权等方式还本付息或者给付回报；

（四）向社会公众即社会不特定对象吸收资金。

未向社会公开宣传，在亲友或者单位内部针对特定对象吸收资金的，不属于非法吸收或者变相吸收公众存款。

该司法解释同时要求，在认定非法吸收公众存款行为时，上述四个要件必须同时具备，缺一不可。因此，股权众筹运营过程中对非法吸收公众存款风险规避，应当主要围绕这四个要件展开：

首先，就前两个要件而言，基本上是无法规避的。股权众筹运营伊始，就是不经批准的；再者，股权众筹最大特征就是通过互联网进行筹资，而当下互联网这一途径，一般都会被认为属于向社会公开宣传。所以，这两个要件是没有办法规避的。

其次，针对承诺固定回报要件，实践中有两种理解：一种观点是不能以股权作为回报，另一种观点则是可以给与股权，

但不能对股权承诺固定回报。如果是后一种观点还好办，效仿私募股权基金募集资金时的做法，使用“预期收益率”的措辞可勉强过关；如果是前一种观点，相应要复杂一些，可以采取线上转入线下采取有限合伙的方式，或者将若干出资人的股权将某一特定人代持。

再次，针对向社会不特定对象吸收资金这一要件，本来股权众筹就是面向不特定对象的，这一点必须要做处理。实践中有的众筹平台设立投资人认证制度，给予投资人一定的门槛和数量限制，藉此把不特定对象变成特定对象，典型如大家投；也有的平台先为创业企业或项目建立会员圈，然后在会员圈内筹资，借以规避不特定对象的禁止性规定。

（2）非法发行证券的风险

我国《证券法》于1998年12月制定，历经3次修改，其中第十条规定：

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。

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。

首先必须提到的是，迄今为止，证券法并未对“证券”给出明确的定义，究竟有限责任公司的股权和股份有限公司的股份是否属于证券法规定的“证券”，业界仍有一定的争议，但前文提到的美微传媒被证监会叫停，显然主管部门更倾向于认定股权属于证券范畴。

针对证券法第十条，有三个问题值得关注：

一是公开发行必须符合法律、行政法规规定的条件；

二是如何认定公开发行，什么是面向特定对象、什么是面向不特定对象发行？

第三，二百人是打通计算，还是仅看表面？

① 什么是必须符合法律、行政法规规定的条件

公开发行一般对公司有一定的要求，如要求公司的组织形态一般是股份有限公司，必须具备健全且运行良好的组织机构，具有持续盈利能力、财务状况良好，最近三年内财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为，以及满足国务院或者国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

股权众筹项目显然通常都不具备这些条件，绝大多数众筹项目在众筹计划发布时公司都尚未注册成立，更别提还具备好的财务记录了，显然不具备公开发行政券的条件，因此只能选择不公开发行了。

② 非公开发行

应该说这个规定发布的时候网络等新媒体还没有那么发达，而现在微博、微信等已经充分发达，那么现在通过互联网等平台发布众筹计划不属于采用广告或变相公开的方式发布就成为一个问题了，众筹这种方式它的本质就是众，就是

说它面向的范围会比较广，它又是一个新生事物，以互联网等作为聚集人气的手段，如果法律对这些都进行强制性的规制，无疑会扼杀这个新兴的具备活力的创业模式。

是否符合面向特定对象的不公开发行，实践中判断时大致采用两个标准：一是投资人是否限定在一定范围内；二是发行数额是否有上限是否可以随时增加。

针对前一标准，投资人限定范围大小，是否构成特定对象不好判断，但后一标准相对比较好把握，比如众筹计划募集的资金和股份是不是有限制的，是不是有一个特定的数额，如果没有限制随时都可以增加可能就存在问题。

③ 向特定对象发行累计超过二百人

不超过二百人，是数量上的禁止性规定，这个在实践中比较容易把控。但有一点是，这二百人的认定，是打通计算，还是仅看表面？如果是打通计算，也就说股权众筹最多只能向二百人筹资；如果是仅看表面，那么众筹平台在实践中就会有许多变通方式。

2、出资人的利益保护

在股权众筹模式中，出资人的利益分别涉及以下几个方面：

（1）信任度

由于当下国内法律、法规及政策限制，股权众筹运营过程中，出资人或采用有限合伙企业模式或采用股份代持模式，进行相应的风险规避。但问题是在众筹平台上，出资人基本互相都不认识，有限合伙模式中起主导作用的是领投人，股份代持模式中代持人至关重要，数量众多的出资人如何建立对领投人或代持人的信任度很是关键。

鉴于目前参与众筹的许多国内投资者并不具备专业的投资能力，也无法对项目的风险进行准确的评估，同时为解决信任度问题，股权众筹平台从国外借鉴的一个最通用模式即合投机制，由天使投资人对某个项目进行领投，再由普通投资者进行跟投，领投人代表跟投人对项目进行投后管理，出席董事会，获得一定的利益分成。这里的领投人，往往都是业内较为著名的天使投资人。但该措施或许只能管得了一时，长期却很难发挥作用，这是因为众筹平台上项目过多，难以找到很多知名天使投资人，不知名的天使投资人又很难获得出资人信任，另外天使投资人往往会成为有限合伙企业的

GP，一旦其参与众筹项目过多，精力难以兼顾。解决问题的核心还是出资人尽快成长起来。

另，众筹模式中采用股份代持的，代持人通常是创业企业或项目的法定代表人，其自身与创业企业的利益息息相关，出资人应当注意所签代持协议内容的完整性。

（2）安全性

目前，从国内外众筹平台运行的状况看，尽管筹资人和出资人之间属于公司和股东的关系，但在筹资人与出资人之间，出资人显然处于信息弱势的地位，其权益极易受到损害。

众筹平台一般会承诺在筹资人筹资失败后，确保资金返还给出资人，这一承诺是建立在第三方银行托管或者“投付宝”类似产品基础上。但众筹平台一般都不会规定筹资人筹资成功但无法兑现对出资人承诺时，对出资人是否返会还出资。当筹资人筹资成功而却无法兑现对出资人承诺的回报时，既没有对筹资人的惩罚机制，也没有对出资人权益的救济机制，众筹平台对出资人也没有任何退款机制。

严格来说，既然是股权投资，就不应该要求有固定回报，否

则又变成了“明股实债”。但筹资人至少应当在项目融资相关资料中向出资人揭示预期收益。一旦预期收益不能实现，实践中又会形成一定的纠纷。

（3）知情和监督权

出资人作为投资股东，在投资后有权利获得公司正确使用所筹资金的信息，也有权利获得公司运营状况的相关财务信息，这是股东权利的基本内涵。

虽然行业内规定众筹平台有对资金运用有监管的义务，但因参与主体的分散性、空间的广泛性以及众筹平台自身条件的限制，在现实条件下难以完成对整个资金链运作的监管，即使明知筹资人未按承诺用途运用资金，也无法对其进行有效制止和风险防范。

该环节有点类似私募股权投资的投后管理阶段，出资人作为股东，了解所投公司的运营状况是其基本权利。行业内虽对众筹平台类似规定，但实践中缺乏可操作性，只能寄期望于不久出台的法规中对众筹平台强制性要求，以及不履行义务的重度处罚。同时，对于公司或众筹平台发布或传递给出资人的相关信息，如果能明确要求有专业律师的认证更好。

（4）股权的转让或退出

众筹股东的退出机制主要通过回购和转让这两种方式，如采用回购方式的，原则上公司自身不能进行回购，最好由公司的创始人或实际控制人进行回购；采用股权转让方式，原则上应当遵循公司法的相关规定。

上述提到的公司创始人回购或者直接股权转让，如果出资人直接持有公司股权，则相对简单，但实践中大多采用有限合伙企业或股份代持模式，出资人如要转让或退出，就涉及到有限合伙份额的转让和代持份额的转让。关于这一点，最好能在投资前的有限合伙协议书或股份代持协议中作以明确约定。

在解决了由谁来接盘后，具体的受让价格进行又是一个难题，由于公司尚未上市没有一个合理的定价，也很难有同行业的参考标准，所以建议在出资入股时就在协议里约定清楚，比如有的众筹项目在入股协议里约定，发生这种情况时由所有股东给出一个评估价，取其中的平均值作为转让价，也有的约定以原始的出资价作为转让价。

股权众筹的法律监管

作为股权众筹发源地的美国，2012 年 4 月即颁布了《2012 年促进创业企业融资法》（JOBS 法案）。英国 FCA（金融行为监管局）也于 2014 年 3 月 6 日发布了《关于网络众筹和通过其他方式发行不易变现证券的监管规则》。目前中国还没有专门针对股权众筹的法规。

1、美国 JOBS 法案

JOBS 法案中关于股权众筹的主要内容有以下五项：

（1）股权众筹标准及投资人要求

JOBS 法案首先解除了创业企业不得以“一般劝诱或广告”方式非公开发行股票的限制，这使得股权众筹在法律上获得正式认可。

法案另对股权众筹标准及投资人分别作出规定：

对每一个项目而言，其融资规模在 12 个月内不能超过 100 万美金。

如果投资者年收入和净值均不超过 10 万美元，其出资规模不超过 2000 美元或该投资者 5%年收入或净值（以较大者为准）；如果投资者年收入和净值达到或超过 10 万美元，其出资规模不超过该投资者 10%年收入或净值，最多不超过 10 万美元。

（2）众筹平台注册登记义务

JOBS 法案明确免除了众筹平台登记成为证券经纪商或证券交易商的义务。也就是说，众筹平台需要在 SEC 登记，仍然在 SEC 的监管下，即使在一定条件下免除登记注册为经纪交易商，仍然需要众筹平台是一个注册的全国性交易证券协会的成员，或是接受 SEC 检查、执法。

（3）对众筹平台的内部人员限制

JOBS 法案严禁平台内部人员通过平台上的证券交易获利，主要包括两个方面：一是禁止向第三方宣传机构或者个人提供报酬，这是对众筹网站解除公开宣传禁令之后实施的附加经济限制；二是禁止众筹平台管理层从业务关联方获得直接经济利益，这是对众筹平台自身合规性的进一步要求。

（4）众筹平台信息披露

众筹平台的信息强制披露义务包括两个方面，第一是对投资者的风险告知义务，第二是对交易行为本身的信息披露义务。

风险告知义务源于股权投资的高风险性，JOBS 法案要求必须对投资者给予足够的风险提示，包括：按照证券交易委员会的适当规则，审核投资者信息；明确投资者已经了解所有投资存在损失的风险，并且投资者能够承担投资损失，通过回答问题，表明投资者：了解初创企业、新兴企业以及小型证券发行机构的一般风险等级，了解投资无法立即变现的风险，按照证券交易委员会确定的适当规则，了解此外其它相关事项。

交易信息披露义务方面，法案规定众筹平台应采取 SEC 的规定，降低交易欺诈风险，包括了解每个证券发行机构高管、董事以及拥有 20%可流通股股东的个人背景，以及证券执法监管历史记录，同时在证券销售前 21 天内（或 SEC 规定的其它时间段内），向 SEC 和潜在投资者呈现证券发行机构规定的相关信息。

2、英国《众筹监管规则》

对于股权众筹，FCA 已经有相应的监管规则，此次只是增加了一些新的规定：

（1）投资者限制

投资者必须是高资产投资人，指年收入超过 10 万英镑或净资产超过 25 万英镑（不含常住房产、养老金）；或者是经过 FCA 授权的机构认证的成熟投资者。

（2）投资额度限制

非成熟投资者（投资众筹项目 2 个以下的投资人），其投资额不得超过其净资产（不含常住房产、养老金）的 10%，成熟投资者不受此限制。

（3）投资咨询要求

众筹平台需要对项目提供简单的说明，但是如果说明构成投资建议，如星级评价，每周最佳投资等，则需要再向 FCA 申

请投资咨询机构的授权。

3、中国关于股权众筹的法律监管思考

由于股权众筹在我国起步较晚，所以至今尚无股权众筹的相关法律、法规或监管政策。不过，事情正在发生变化，目前股权众筹已经明确归属于证监会监管。而近期证监会明确表示，众筹模式对拓宽中小微企业融资渠道有积极意义。证监会正在对股权众筹模式进行调研，将适时出台指导意见，促进健康发展，保护投资人合法权益，防范金融风险。

最新消息是，2014 年 5 月份证监会即完成对国内各大众筹平台的调研工作并出具征求意见初稿，6 月可能会正式发布股权众筹管理办法。据悉，筹备中的《对股权众筹平台指导意见》提出，公司股东不得超过 200 个，单个股东投资金额不得超过 2.5 万元，整体投资规模控制在 500 万元内。当然，个人还是认为这一标准还是有点偏低，重要的是，除了标准外，《指导意见》应该同时建立起配套制度，如合格投资者的认定、信息披露的要求等。

未来展望

这是最好的时代，互联网赋予了我们一切理想转化为现实的可能，国家层面对股权众筹的认可及支持是呼之欲出，股权众筹挑战着我们每个人的创新力和想象力，“全民天使”时代至少已经开始向我们走来。毕竟，股权众筹还是一个新生的事物，在不久的将来必会爆发出强大的生命力，呈现出阳光灿烂的春天。