

论互联网金融下对股权众筹模式的监管

李 玫, 刘汗青

(对外经济贸易大学 法学院, 北京 100020)

摘 要: 众筹, 是项目发起人在互联网平台发布创业项目信息, 吸引公众为该项目筹集资金的融资方式。众筹的出现带来了金融理念的重大转变, 有望成为解决中小微企业和创业项目融资的重要途径。但是, 股权众筹模式在中国均面临法律与政策风险, 生存空间几乎没有, 急需监管机构出台相关法律和政策进行松绑。金融监管机构应及时调整对待民间融资的固有思维模式, 出台便利中小微企业融资和投资者利益保护的规则, 完善监管机制。这是中国在金融领域赶上欧美等发达国家的大好机会。

关键词: 互联网金融; 股权众筹; 法律风险; 监管

中图分类号: D922.28 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-105X(2015)01-0024-08

一、众筹的基本概念

(一) 众筹的定义

众筹(crowdfunding), 即大众筹资, 起源于美国。作为一种广义上的筹资手段, 众筹早在千百年前就已经出现, 起源于众包模式, 目的是有效利用一个新项目潜在参与者的知识、智慧、技能, 构建一个资金池^[1], 但是众筹这个概念却是在最近几年才开始进入人们的视野。维基百科上对众筹的定义突出了两个特点: 一是公开面向公众; 二是通过因特网, 且明确众筹的参与者应该是项目发布者、众筹平台和投资者这三方。即“去中心化”明显, 众筹可以让项目发布人和投资者尽可能的零距离接触, 形成一种与网上易货不同的交易模式: 投资者参与到产品的开发制作过程中来, 是一种投资与购买的结合, 消费者不再是纯粹的消费者, 而兼有生产者的角色, 成为“产消者”(Prosumer)^[2]。未来学家托夫勒提出了“产消者”的概念, 并预言人类文明将迈向“生产者和消费者再次合一的个性化文明”^[3]。究其原因, 一是得益于众筹本身的低门槛和多样性, 二是趁势搭上互联网金融的班车, 得以迅速成燎原之势进入广大投资者的视野, 进而引发众筹浪潮。

(二) 众筹的演变

1884 年著名新闻家 Joseph Pulitzer 通过报纸和分发宣传单号召纽约市民为来自法国盟友的礼

物—自由女神像的底座捐款, 这个面向纽约市大众集资的项目前后耗时六个月, 约 12.5 万人参与, 共筹集到 100091 美元, 换算成当下的市值大约是 220 万美元, 这个金额放在今天也鲜有众筹项目可以匹敌。如今项目初期的融资时间已经大大缩短, 国外知名的众筹网站如 Kickstarter 和 Indiegogo, 或者国内的天使汇和点名时间都对项目的认投时间规定了 1~60 天的期限。而人数受限于目前国内的法律规定, 投资人还不是非常广泛, 如天使汇截至目前共 1976 位投资人, 几乎清一色都是有充裕资金的专业投资人, 更像风投而不是众筹。

真正意义上众筹的风靡源于分别在 2008 年、2009 年上线的美国网站 Indiegogo 和 Kickstarter, 他们的初衷是帮助那些缺少资金的人实现梦想, 而到目前众筹的模式横向上来看可以分为四种, 分别是回报型众筹、债务型众筹、募捐型众筹以及股权型众筹。若从纵向上来细分, 那基本上已经覆盖大部分公众耳熟能详的行业了, 如电影、软件、音乐及演出甚至地产和能源都有众筹的身影。已成功的案例从早期图书出版、唱片发行到最近电影的上映和高科技产品的生产、甚至宗教都有涉足, 如近期国内上映的《黄金时代》和早些的德国电影《钢铁苍穹》, 前者是百度金融的众筹试水, 后者是粉丝筹资请导演拍摄的成功案例。不管是横向的分类还是纵向的分布, 众筹项目都离不开特定客户(即投资者)的支持, 真正的最大限度地使公众

收稿日期: 2014-12-15

作者简介: 李 玫(1959—), 女, 对外经济贸易大学法学院教授, 博士生导师;

刘汗青, 对外经济贸易大学法学院博士研究生。

参与到感兴趣的项目的投资中来,这与信贷权的本质不谋而合,正如孟加拉乡村银行总裁尤努斯创办银行之理念,这将是普惠金融的发端,而不仅仅是将钱打入“宝宝”们获取利息收入。试想一下,可以入股自己喜欢的餐厅、咖啡厅、电影、房产甚至太空火箭制造商将是多么令人兴奋的事,而这些投资居然只需要简单地点几下鼠标即可实现。

(三) 众筹的世界地图

美国在平台的建设和法律的制定上虽然先行一步,但各国在这方面几乎还是处于同一起跑线上,都在摸索各自的众筹之路。纵观世界,向公众发行股票的证券发行行为,在几乎任何一个国家都受到严格限制。因此,从法律角度看,股权众筹始终处于夹缝中求生存的状态。股权众筹在各国监管程度不一。意大利先拔头筹,在2012年12月议会通过了“Decreto Crescita Bis”(或称“Growth Act 2.0”),成为世界上第一个将股权众筹正式合法化的国家。美国的JOBS法案为股权众筹确立了基本的监管框架,但具体实施办法还有待SEC出台最终的监管规则。澳大利亚也未将面向公众的股权众筹完全合法化,但其《公司法》6D章节确立的小规模发行制度,却非常具有启发性。其他国家,比如英国,以Seedrs Limited为代表的众筹平台已获得英国金融监管局(FSA)的批准,从事类似众筹的募集活动,但英国尚没有正式将众筹从一般规则的角度合法化^[4]。不过北美和欧洲部分发达国家依靠相对自由的市场环境,已经开始显现出众筹的巨大能量,反观国内乃至整个亚洲依然不温不火。2014年上半年,美国国内众筹模式共发生募资案例近5600起,参与众筹投资人数近281万人,拟募资金额共10426.99万美元,实际募资金额21508.61万美元,募资成功率为206.28%^[5]。

表1 2014年上半年众筹领域美中数据对比表

对比指标	项目数量 (个)	已募集金额 (万)	参与人数 (个)	预期募集金额 (万)
美国	5513	USD	2805553	USD
		21508.61		10426.99
中国	1423	RMB	109174	RMB
		18791.07		206276.38

(四) 股权众筹的兴起

股权众筹是指,公司出让一定比例的股份,面向普通投资者,投资者通过出资入股公司,获得未来收益。这种基于互联网渠道而进行融资的模式

被称作股权众筹。另一种解释就是“股权众筹是私募股权互联网化”。作为四种众筹类型之一,股权型众筹还是未超越募捐型和借贷型这些较为传统稳妥的模式,但是股权型模式自2012年起开始在中国市场份额上有了很大的提高。(图1)这与当前各政府对众筹这种迅速崛起的新兴事物的法律规范尚不完善有关,各国法律对于股权以及资金的回报都有严格的限定,因缺乏融资的资格,很有可能涉嫌非法集资,这在一定程度上限制了回报型和股权型模式的拓展。

众筹模式发展情况(单位:万美元)

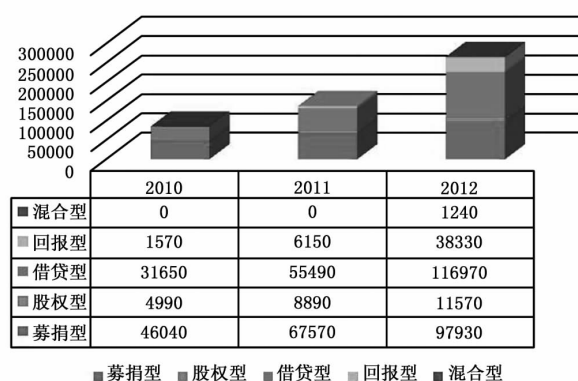


图1 众筹模式发展情况

令人欣喜的是,2012年4月美国出台了Jobs Act,即《创业企业扶助法》(Jumpstart of Our Business Startups),旨在通过IPO等融资规则的改革,推动中小企业更便利地获得融资,以重新唤起美国社会的企业家的创新精神,从而解决高失业问题。法案中特别新设了对众筹融资的注册豁免机制,确立了对众筹融资的发行豁免条件:

(1) 发行人每年最高合计的众筹融资不超过100万美元。

(2) 投资者的投资金额需满足以下要求:第一,年收入少于10万美元的个人累计投资至多为2000美元或年收入5%中的高者;第二,年收入超过10万美元的个人可将其收入的10%用于投资。

(3) 必须通过经纪人或资金门户进行众筹融资^[6]。

由此,可以大致推测法案的目的主要是在保护投资者的基础上为想融资的中小企业提供一个股权众筹的方式。JOBS ACT使得众筹彻底脱离出“非法集资”的阴影。JOBS ACT通过后,更多专注于企业融资和提供现金,或股权式回报的众筹网络平台如雨后春笋般出现了,其中对于股权式众筹的呼声最高。

国内股权众筹的发展状况日趋火热,自2008

年起,已经出现了许多提供不同众筹方式的众筹平台。2014年更是被称为中国众筹“元年”,当年便成立了14家股权众筹平台,5月22日全球众筹峰会在北京召开,快速发展的股权众筹成为瞩目焦点。国内股权众筹平台已初步形成了以天使汇、创投圈、原始会为首梯队,创业易、V2ipo、创客、路演吧、众投邦、天使街、微投网、大家投为第二梯队,爱合投、天使客、云筹网、奇点集、股权易、币帮、爱创业等为第三梯队的格局。而第一梯队也就是成立较早的这些众筹平台,其发布的股权众筹项目如今已经占据了98%的全行业份额,呈现出强者愈强的局面。

二、股权众筹的分类与特点

从目前的发展情况来看,各股权众筹平台和组织在特定的法律、法规和政策下形成了大致三种运营模式,凭证式、会籍式和天使式。

(一) 凭证式众筹

凭证式众筹主要是指通过互联网销售凭证和股权的捆绑来募资,出资人付出资金取得相关的凭证,而该凭证又直接与创业项目或者企业的股权相挂钩,但是投资者并不当然成为股东。

2013年年初,美微传媒在淘宝店“美微会员卡在线直营店”出售会员卡,购买会员卡就是购买公司原始股票,单位凭证为1.2元,最低认购单位为100,只需要花120元下单就可以成为持有美微100股的原始股东。紧随其后的是一植物护肤品牌“花草事”,同样采用了类似的模式。

这种集资行为曾引起法律及互联网行业深度讨论,有法律人士认为按照公司法规定,即有限责任公司股东人数不能超过50人,只能实行股份代持方式。与此同时根据证券法规定,向不特定对象发行证券,或者向特定对象发行证券累计超过200人的,都属于公开发行,需要经过证券监管部门核准才可进行。由于这种行为规避法律,且潜在的风险较大,都很快被证监会叫停。

(二) 会籍式众筹

会籍式众筹就是由不超过200人的股东,每人认购一份股份成为被投资对象的股东。一般用来开咖啡厅或者酒吧等。国内较著名的就是由北大杨勇牵头的北京大学1989咖啡厅,由许单单牵头的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。由于3W咖啡厅本身就聚集着很多创业群体和知名的投资人,因此很快就有一批诸如徐小平、沈南鹏等知名人士认

购股份。但是这种众筹模式主要依靠某个志同道合的群体之间的联系,以交流为主,并非是为了寻求资金的回报而来,咖啡厅更多是以一种交流媒介而存在,但这也是众筹的魅力所在,也是与PE/VC等投资方式的区别之一。

(三) 天使式众筹

这种方式很容易让人联想到天使投资或者VC,同样是通过付出资金直接或者间接地成为该公司的股东,同时出资人有明确的财务回报要求。

在国内比较典型的是大家投,其在官网上举了个例子来介绍其业务模式:假设有一个创业者在大家投网站上宣布自己的创业项目需要融资100万元,出让20%的股份。然后有一定门槛和资质的领投人认投5万元,其余陆续有5位跟投人认投20万、10万、3万、50万和12万元。凑满了融资额度以后,领投人会以此为注册资金成立有限合伙企业,办理投资协议签订、工商变更等手续,资金注入创业者的企业之后,该项目的天使期融资完成,投资人就按照各自出资比例占有创业公司出让的20%股份。

这种典型的领投+跟投模式与天使投资、VC的区别已经不是那么明显了,但是其可以通过互联网让更多的投资人参与进来,有“全民天使”之称,特点是比较依赖领投人,毕竟只有少数人有专业的投资经验,一旦产生风险,有树倒猢猻散之忧。

由以上三种主流的股权众筹形式可以看出,股权众筹与其他投资方式不同的地方在于除了专业的投资者外,其将来面对的是更广泛的非专业投资者,这是由众筹的低门槛和便捷性决定的。

三、股权众筹的主要法律风险

包括众筹在内的互联网金融具有“金融换媒”的特性,即绕过传统的金融机构(如银行、证券等)进行融资。在当前国内中小微企业普遍存在融资难、融资贵的情况下,众筹模式有望成为解决中小微企业融资难题的重要途径。然而,中国的众筹模式尚处于法律灰色地带,在当前的法律框架之内难以施展拳脚,随时可能触及法律的高压线。天使汇作为最早成立的一批众筹平台,其编写的《中国天使众筹领投人规则》及《合格投资人规则》是中国股权众筹领域最早的成文规则,建立了良好的行业自律规则,但是做的没有P2P行业规范和统一,P2P网贷平台具备初步的行业联盟和行业标准。目前国内尚缺乏对众筹的法律规范和保护,也曾出现过涉嫌欺诈和非法集资、出售股权被叫停的情况,

急需官方出台相关的法律法规进行指导。

(一) 运营风险

股权众筹在运行中的风险主要包括涉嫌非法吸收公众存款罪,擅自发行股票、公司、企业债券罪。

我国民间借贷监管长期坚持国家本位主义,存在着两个基本价值上的偏差:一是坚持压制等于稳定和安全的理念,过分强调严格的限制;二是过分强调通过压制民间金融维护正式金融机构垄断地位的目标。因此民间融资渠道较少,虽然众筹具备多种优势,但目前相关法律法规建设不完善,容易触发非法融资的红线。

中华人民共和国最高人民法院公告的《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》已于2010年11月22日由最高人民法院审判委员会第1502次会议通过并自2011年1月4日起施行。为依法惩治非法吸收公众存款、集资诈骗等非法集资犯罪活动,根据刑法有关规定,现就审理此类刑事案件具体应用法律的若干问题解释如下:

第一条 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”:

(1) 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;

(2) 通过媒体、推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣传;

(3) 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;

(4) 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。

值得注意的是第三款规定,其他三款基本都无法避免。第三款规定实践中有两种方式去规避:一是不以股权作为回报,而是通过代持去控制出资人的股份,略有复杂;二是给予股权但是不承诺给予固定回报,类似私募股权基金集资时承诺“预期收益率”。虽然还是有方式曲线救国进行股权众筹,但是成本会相应提高,且有违“全民投资”之名,无法普遍发挥众筹的优势。

(二) 非法发行股票、证券

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:

(1) 向不特定对象发行证券;

(2) 向累计超过二百人的特定对象发行证券;

(3) 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。

此外,2006年12月的《国务院办公厅关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知》(国办发[2006]99号),对非公开发行股票某些行为作了限制:向特定对象发行股票后股东累计不超过200人的,为非公开发行;非公开发行股票及其股权转让,不得采用广告、公告、广播、电话、传真、信函、推介会、说明会、网络、短信、公开劝诱等公开方式或变相公开方式向社会公众发行;严禁任何公司股东自行或委托他人以公开方式向社会公众转让股票;向特定对象转让股票,未依法报经证监会核准的,转让后,公司股东累计不得超过200人^[7]。

可以看到,有两个地方是股权众筹无法回避的,一是人数,二是“公开发行”。如大家投和天使汇,通过对投资人的筛选,并设置相关门槛将每个项目的人数控制在200以下,且这些人有一部分就是专业的投资人。但是即便人数未达到200人,采用了法律上认定的“公开”手段,即采用广告、公告、广播、电话、网络、短信等公开方式向社会公众发行,也会被认定为公开发行,这就涉嫌以公开方式向社会公众转让股票。这恰属《国务院办公厅关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知》严禁之例,且《证券法》第10条第三款也规定:“非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。此外,《公司法》要求公司向社会公开募集股份时,必须向国务院证券管理部门递交募股申请、批准。

但是目前,股权回报类众筹平台均未获得此类批准。

(三) 投资风险

1. 信息对称度

互联网金融下的众筹拥有一个很突出的特点,那就是在理论上尽可能地实现了信息对称,即产品的开发过程是有众多投资者参与的,投资者对产品的了解提前并更加可控了,只不过需要众筹平台的

“牵线搭桥”。但是目前实践中并没法做到这么透明,一是众筹平台目前缺乏法律的监管和指引,本身处境就比较尴尬,在对前期项目的申报和审核中没有进行尽职调查和估值指导,再加上非专业投资者的识别能力欠缺,若中间有不利于项目的因素,轻则项目流产,重则涉嫌欺诈。二是上文提到目前主流的股权众筹模式是“领投+跟投”,跟投人长期依赖领投人会降低跟投人自身的信息识别能力。三是由于股权众筹自身的特殊性,投资者的股份在公司中所占份额比较少,这就减弱并分散了投资者的声音,往往难以实现与创业者的实质性交流,这与前述几种众筹方式能参与到产品的制作开发中去不同,弱化了众筹本身的特性。再者,投资周期长和投票权的缺失,股权众筹投资者的权益较难得到保护。

2. 股权的流转和退出

我国《公司法》明确规定股东入股后,并不能随便退出,退出只有两个途径:减资或者转让股权。减资需要经过股东大会的同意,股权转让则需要为股权找到下家。而目前众筹股东的退出机制主要通过回购和转让这两种方式,由于有的项目涉及人数较多,为了符合法律规定的人数,需要一定比例的代持份额,或者采用有限合伙企业。目前更多的是通过建立有限合伙企业来持股,而非通过SPV持股。这两种方式都存在比较大的弊端,现有的法律框架下无法发挥股权众筹的力量,前者受限于证券法所规定的50人,若超出50人则要多套嵌一个甚至更多有限合伙企业^①,加大融资成本;后者则因证监会最新出台的办法规定而被堵死,办法称通过SPV持股的人数要穿透核查最终投资者并合并计算投资者人数的,这样SPV持股也很容易超出法律规定的人数范围,因此也行不通了。

当然,将来监管部门如果对中小企业和创业企业进行股权众筹实施小额豁免,那么对投资者的数量限制自然会被放宽或完全放开,但目前通过SPV持股形式规避对投资者的数量限制应当说是违法的。

3. 资金的限额和安全

为了在一定程度上保护投资者的利益,最大限度地减少风险,几乎每个众筹平台都会对投资者的人数和投资金额做出各自的限定。在国外,Kickstarter对投资人数和投资金额均没有制定具体的限制,而AngelList对投资者人数限定为95人,WeFunder为99人。投资金额方面AngelList只是规定了1000美元的下限,WeFunder规定了

100美元的下限,但是对于上限目前没有规定。反观中国,只有天使汇对投资金额的下限做出了规定,要求不能低于1万元人民币。由于国内对于众筹的相关法律法规尚未出台,各平台在自律的基础上还是以维护平台利益为主,毕竟互联网金融下的交易还是流量为王,规定上限可能会流失一部分项目和投资者。但是没有限制投资人数和金额,这会带来一定的风险,加上国内绝大部分的投资者并未拥有足够的风险意识和承受能力,其利益一旦受损,在目前的环境下比较难以维护。

其次,众筹既然是一种融资手段,势必关系到大量资金的流转,这笔资金是由平台保管还是第三方机构保管?在中国,天使汇和创投圈与AngelList比较相似,即平台本身并不经手资金,也不会通过任何关联机构(包括子公司)经手或者管理资金,属于纯中介平台;而大家投由于存在注册有限合伙这一环节而存在资金流的二次流转问题,第一次由投资者打入支付宝托管账户,待资金达到目标额且有限合伙成立后,由支付宝托管账户打回由有限合伙注册的银行账户^[8]。由于目前国内如雨后春笋般崛起的众筹平台都还在各自摸索适合自己的模式,因此资金的安全会是一个非常需要注意的问题。天使汇和创投圈采用“线上了解,线下交易”的方式,也能一定程度上降低资金流的风险,但是线下交易缺乏足够的监管,平台也无法保证资金流向的绝对安全,即便是大家投与银行推出了“投付宝”这一第三方托管账户,也会因为资金二次流转以及需要另外设立有限合伙企业进行投资而隐藏风险。

4. 回报周期长,股权流动性差

企业选择股权众筹的目的是利用资金进行公司成立以及扩大经营的,而且这些筹措的资金是以一部分股权形式存在的,通常是5%~20%之间。而投资者投资其他理财产品,一般并不会按照特别固定的周期进行结算,也不会按一定收益比例提供回报。与私募基金以及风投等投资手段类似的是,股权众筹投资人能获取回报一般有三种:一是在公司的下一轮融资中溢价通过转让股权获得利差;二是从公司获得分红,但是需要公司具备一定的盈利能力和发展前景;三是持股直到公司上市,通过抛售股票获利。

以PE为例,私募股权基金的存续期通常为7

^① 由项目融资方出让股权份额融资,并充当GP(一般合伙人)角色,而投资人则充当LP(有限合伙人)。信息通过股权众筹平台发布,最后成立有限合伙基金入股项目公司。

—10年,投资期通常为5—7年,而退出期也不短,一般要2—5年,顺利的话整个投入到退出也要至少7年。目前私募股权基金份额报价系统还未壮大,退出手段中IPO仍然占较大比重,而且只有20%左右的私募股权基金能“功成身退”,流动性仍受掣肘。股权众筹面临着同样的问题,需要更多的股权流转和退出方式。

四、风险防范

“股权众筹模式高度体现了互联网金融的特征:去中心化、点对点直接交易,如果运行顺利,将改善我国天使投资环境,大大节省中小微企业的融资成本,也开拓了投资新渠道”^[9]。国内的众筹行业相比国外众筹的发展或者国内PE、VC以及P2P相比,还是欠缺些火候,与P2P网络借贷相比,股权众筹项目因更强的专业性和较长回报周期,当前并不适合普通投资者的参与,而且目前股权众筹网站基本不会对投资者的风险负担担保责任。如上文所分析,股权众筹涉及股权的流转和回购、资金的流转以及平台自身建设过程中的风险都是需要注意的。

2014年7月25日,证监会新闻发言人张晓军曾向媒体表示,关于股权众筹的相关监管规则,证监会目前已经完成多轮行业调研,相关规则正在抓紧研究制定过程中,这是官方最近一次就股权众筹监管问题发表声明。2014年11月19日,国务院总理李克强主持召开的国务院常务会议上首次提出,“要建立资本市场小额再融资快速机制,开展股权众筹融资试点”,这意味着政府或将从政策方面给股权众筹松绑,相信法律层面的松绑也是指日可待。在具体监管规范出台之前,本文根据股权众筹的分类和特点,针对中国股权众筹的法律风险,提出以下几点建议:

(一)规则的完善。当务之急是需要有关部门及时出台规范众筹行业的文件,给股权众筹以定位和指导。作为一种迅速崛起的互联网金融产物,原则性监管^①会比规则监管赋予股权众筹更广的生存空间。原则性监管意味着更加注重以高位阶的原则为导向,并较少依赖于具体的规则,可以在设置白名单的基础上以原则为指导,持续进行原则和规则的不断平衡。原则一方面通过给予监管者及监管对象就如何实现合规以灵活性,从而有利于市场发展及产品、服务的创新;另一方面也能够增进监管制度对市场创新与发展的回应程度,减少监管对象规避监管制度的空间,并通过对违规行为的严

厉处罚,促进监管对象行为的实质合规性^[10]。除此之外,可以适当放开交由市场自行处理,随着如今政府在市场中的角色逐渐弱化,市场终将更加自由,原则导向监管有利于规范金融创新,也有利于促进金融安全。

(二)信息披露。信息披露的程度一定程度上决定着项目的成败,披露的最主要内容是项目发布者的信息以及项目的信息。各个平台对信息披露都有各自的手段,但是都只是“表面功夫”,更多的是需要投资者自行与项目发布者进行交流和识别。清科近期发布的《2014年上半年股权众筹行业报告》中显示,2014年上半年中国股权众筹募资1.56亿元,融资事件430起,6月募资金额8776万元,超过1—5月的总额。看似火焰高涨但是很多投资人表示这更多的是平台在做宣传,且很多项目只有一个方案,并无团队做支撑,别说后续的股权管理和流转了,这都是普通投资者无法识别和防范的。如果这样发展下去,那离“全民投资”只会渐行渐远,因此急需制定一套信息披露的规范,但是对互联网融资信息披露的要求应当低于证券市场,否则成本过高又有悖于众筹本身低成本融资的价值理念。信息的披露应该贯穿整个项目,以平台主动披露关键信息为主,监管部门审查为辅,不仅仅要披露项目发起人的信息,还应该确保投资者能了解到资金的流向和使用程度、押品法律权属和股东重大变化等信息。其次要加大信息披露不实的责任,增加违反规定的成本,切实维护股权众筹融资的信用环境。

(三)众筹平台市场准入制度。除了第一梯队的几家众筹平台较为规范以外,这两年来崛起的许多形形色色的众筹平台都缺乏监管,一旦发生损失,仅仅靠一个平台也无法承担起全部的责任。这就需要众筹平台实施市场准入制度,在设置一定条件的基础上,采取备案制或者许可制,比如对符合要求的平台发放牌照,只有取得备案资格后方可运行。其次,要对项目发布人的资质和责任做严格的约束,避免失真的项目损害投资人的利益,这就需要众筹平台要在责任范围内承担一定的审查义务,其不能以第三方为由推卸责任。可以要求众筹平台根据项目的规模缴纳一定的保证金,作为防范损失扩大的手段之一。总之,必须明确众筹各个主

^① 援引FSA官方的表述,原则性监管意味着更多地依赖原则并以结果为导向,以高位阶的规则用于实现监管者所要达到的监管目标,并较少地依赖具体的规则。

体的权责义务,完善的众筹平台才能催生成功的融资。

(四)完善股权的流转和退出机制,建立场外股权交易市场。股权众筹下的股权相对于证券市场上股权的交易而言,严重缺乏流动性,而流动性则直接影响着股份的价值,一般只能在既有股东内部转让,且在企业上市之前很可能常年不分红。这些都将大大限制股权众筹的筹资能力,使投资者们望而却步。所以首要的问题是开源节流,建立一个集中股权交易的二级市场方便投资者们交易股权,将极大地增强股权众筹企业中股权的流动性。

因目前股权众筹的规模较小,这个二级市场可以仿照私募股权基金份额报价系统或者区域性股权交易所的交易机制,交与证监会有关部门或者协会监管,由各企业自行提交申请请求并申报相关材料进入交易市场,股权众筹企业在报价系统中披露公司章程、股权认购书、股权协议以及服务协议等材料供审查和投资者查阅。是否被允许进入交易市场也应当显示在披露的信息中,一方面保护投资者,另一方面明确众筹平台和企业之间的责任。但是区域性股权交易所较多,门槛虽低但是规范不尽相同,适合当地的股权流转,不一定适合跨区域的股权流转,因此可以考虑建立一个全国性的股权众筹交易中心。

(五)简化对股权众筹的审核。如果发行人主动提供了足够的投资信息,那么我们就可以尝试探索一条新路径——豁免发行核准的要求,以平衡投资者保护与企业融资之间的利益。这条新路径就是小额发行豁免制度^[11],如澳大利亚对于初创公司的小规模发行制度^①。股权众筹平台面对的大部分都是比中小企业还要小的初创企业、小微企业。纵观目前股权众筹项目的平均融资额度,基本上都不超过1000万,在《证券法》的框架下是符合小额豁免制度的起点的。美国在JOBS ACT颁布之后,陆续有州立法对众筹施行了小额豁免制度,或者下放给SEC监管,我国可以借鉴并设计符合股权众筹发展的发行制度,从而尽量降低股权众筹在报价系统中的交易成本。

此外,对于参与投资的人而言,除了专业投资者外,将来参与众筹的会是更多非专业投资者,可以根据情况适时建立兼具限制性和培育性的合格人投资制度^[12],所谓限制性制度就是指不去主动改变(或改善)整体投资者现状,而是针对给定金融产品的市场服务设置强制性的准入门槛和管制措施以阻挡一些不合格的投资人,或者剔除一些“不

规矩”的投资人;所谓的培育性制度,就是能够使投资者的素质或者投资环境得到不断改善、能够让投资者朝着“合格”的方向发展的措施,其主要功能是培育合格投资人、不断地壮大合格投资人的队伍。结合这些措施才能进一步提升股权众筹的质量,为中小微企业融资提供保障,也能提升投资者对于不同市场风险的认识和承受能力,从根本上促进市场创新和强化投资者保护。

参考文献:

- [1] 谢平,邹传伟,刘海二.互联网金融手册[M].北京:中国人民大学出版社,2014:192.
- [2] 孟韬.网络社会中“产消者”的兴起与管理创新[J].经济社会体制比较,2012(3):205.
- [3] [美]阿尔文·托夫勒.财富的革命[M].吴文忠,刘微,译.北京:中信出版社,2006.
- [4] 张雅.股权众筹法律制度国际比较与中国路径[J].西南金融,2014(11):48.
- [5] 清科研究中心.2014年上半年中国众筹模式运行统计分析报告[R/OL]. [2014-08-20]. <http://www.zero2ipo.com.cn/Research/ResearchReport.aspx>.
- [6] 田辉.美国乔布斯法(JOBS ACT)分析及对中国的启示[D].北京:国务院发展研究中心金融研究所,2013.
- [7] 国务院办公厅关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知[EB/OL]. [2011-11-10]. http://www.china.com.cn/guoqing/gbbg/2011-11/10/content_23878002.htm. [2014-11-09]
- [8] 盛佳,柯斌,杨倩.众筹:传统融资模式颠覆与创新[M].北京:机械工业出版社,2014:110.
- [9] 王晓洁,冯璐.天使汇:网络股权众筹扮演创业“红娘”[N].经济参考报,2013-10-25(A21).
- [10] 刘媛.金融领域的原则性监管方式[J].法学家,2010(3).
- [11] 朱玲.股权众筹在中国的合法化研究[J].吉林金融研究,2014(6).
- [12] 邓建鹏.互联网金融时代众筹模式的法律风险分析[J].江苏行政学院学报,2014(3).

① 澳大利亚《公司法》6D章节规定了适用于初创公司(start-up)的小规模发行制度(small scale fundraisings)。该制度遵循所谓“20/2/12”规则,如果一个项目在12个月内,向不超过20名投资人,融资金额低于两百万,则豁免向ASIC注册披露文件。非公众公司也可以无需转换为公众公司,无需在ASIC注册披露文件,而实现募集。澳大利亚小规模发行协会(Australian Small Scale Offerings Board, ASSOB)已经发展成澳大利亚最大的服务于创业公司的小规模资金募集机构。

Regulation of Equity-based Crowd-funding Under Internet Finance

LI Mei, LIU Han-qing

(School of Law, University of International Business and Economics, Beijing 100020, China)

Abstract: Crowd-funding is a way of financing by the project sponsor who releases the project information via the internet to attract the public to raise funds for the project. The emergence of the crowd-funding brings about a significant shift in financial concepts. It is expected to become an important way to solve the small and micro enterprises' financing predicaments. However, equity-based crowd-funding is facing risks in terms of policies and laws in China. There is hardly policy and legal environment for its existence. It is urgent for regulatory bodies to make relevant laws and policies. The Chinese financial regulatory authority should change their old habitual way of thinking about the non-governmental financing, make regulations favorable to the protection of medium small and micro-sized enterprises' financing and investors' interests and perfect the supervision mechanism. This is an important opportunity for China to catch up with Europe and other developed countries in the financial field.

Keywords: internet finance; equity-based crowd-funding; legal risk; regulation

(上接第23页)

社会主义现代化进程是一个社会结构不断复杂化的过程,也是一个不可避免的社会分化过程。在这个过程中会形成不同阶层、集团、群体和个人的复杂利益关系以及相应关系。“顶层设计”就是在推进体制改革的过程中,追根溯源,统揽全局,统筹协调,在最高层次上寻求解决问题之道。

但是,“顶层设计”不是仅凭领导人或某个高层智库根据某个理念设计制度,而是要以基层群众的首创为基础。基层干部群众面对实际问题,更能找到问题的症结,他们往往能够结合自身的实际条件,突破旧体制,创新某种制度,有效地解决问题。这种创新往往是新制度的萌芽。这些创新看似偶然,具有特殊性,但由于它立足国情社情民情,所以有强大的生命力。

因此,“顶层设计”本质上是从群众中来,到群众中去的中间环节。首先要鼓励基层首创,对这种首创进行经验总结、研究、提升,在国家改革的总体布局中确定它的位置,再由高层推动,探索完善,借鉴推广。

没有顶层设计,基层创新就会处于盲目、随机、自生自灭的状态;而没有基层首创,顶层设计就会失去基础,成为空中楼阁,流于制度空转。

第四,借鉴世界经验,拒绝照搬西方模式。

中国的国家治理体系和国家治理能力是在革命、建设和改革中产生和发展起来的,它是在解决中国具体问题的过程中产生的,并随着历史发展和社会面临的中心任务的变化而发展。它有自己的

发展路径和发展脉络。其中,人民民主、人民当家作主,是中国国家治理体系和治理能力的灵魂,贯穿于一切制度建设之中。而各项具体的制度,则是根据具体国情建构而成。因此,国家治理能力现代化是在解决中国特色社会主义发展所面临的新问题中实现的。中国国家治理能力现代化,不等于西化,不等于照搬西方的国家治理体系。历史上,晚清政府的君主立宪、孙中山的西式民主、蒋介石的法西斯集权都失败了。当时人们最渴望的就是有一个能办事的政府。抛开政权的阶级本质不说,这些制度都是西方国家解决自己所面临问题的产物,离开具体的国情,只是模仿西方的制度形式,必然会失败。简单地套用、移植他国的国家治理模式,不仅不能提高国家治理能力,而且还会危及国家命运。

参考文献:

- [1] 习近平. 切实把思想统一到党的十八届三中全会精神上来[J]. 求是, 2014(1): 3-6.
- [2] 龚育之. 党史札记[M]. 杭州: 浙江人民出版社, 2002: 176.
- [3] 毛泽东文集: 第一卷[M]. 北京: 人民出版社, 1991.
- [4] 张鸣. 抗日根据地的基层政权建设[J]. 党史纵横, 2006(1): 38-40.
- [5] 刘青山. 鞍钢宪法始末——中国现代企业管理模式的早期探索[J] 国企, 2011(7): 122-125.
- [6] 毛泽东文集: 第八卷[M]. 北京: 人民出版社, 1999.
- [7] 陈玮. 浙江温岭工资协商制度纪实[J]. 中国市场, 2008(29): 16-17.