

商业众筹模式中预购型众筹和股权型众筹的法律分析

众筹模式在今天已经不是一个新鲜的事物，尽管其历史不长，但独有的特点和优势为其赢得了巨大的市场和未来发展的潜力。众筹模式简单而言，可以理解为个人或企业通过互联网实施的投融资在线交易行为。

众筹模式最早诞生在欧洲和美国。欧洲最大的网络众筹平台是Zopa，于2005年3月在英国伦敦成立，目前拥有注册会员逾24万众，系为资金供给方提供平台，进而寻找合适项目的网络运营实体；美国最大的网络众筹平台是Prosper，于2006年在美国诞生，与Zopa有所不同，资金需求方在平台上列出项目信息，资金提供方则参与竞标。众筹融资发展十分迅速，根据世界银行的预测，到2025年，全球众筹市场规模将达到3000亿美元，发展中国家市场规模也将达到960亿美元，其中500亿美元在中国¹。

目前的商业众筹模式²可以基本划分为三种类型：预购型众筹、借贷型众筹（peer to peer lending, P2P）和股权型众筹（股权众筹）。其中，借贷型众筹已经纳入银监会的监管范围，中国银监会创新监管部主任王岩岫在“2014中国互联网金融创新与发展论坛”上已明确银监会对借贷型众筹的十项监管原则³，且不久将出台具体的监管规则，我们将在新

规则颁布后进一步探析。对于股权型众筹，证监会和证券业协会于今年11月底进行了第三次调研，并与中介机构召开了座谈会，预计会与银监会同步出台相关的监管办法，后文中将对会议信息做进一步介绍。

本文主要讨论预购型众筹和股权型众筹的法律定性和边界，而这又牵涉两方面的问题：一是刑法规定及罪刑法定基础上的合法边界；二是关于众筹的民法性质及关键事项的制度设计及依据。故本文将主要从刑法和民法两方面就上述两种众筹模式（除非特别说明，下文所述众筹模式仅指预购型众筹和股权型众筹）的相关问题进行说明。

一、 众筹模式中的刑法边界

尽管政策层面已逐渐放开金融管制，但众筹模式的制度设计和运营模式仍游走在刑法规定的边缘，由于存在金融犯罪的隐患，因此该模式至今仍未受争议。众筹模式的刑法规制，如同是悬在发起人

¹ 参见《首届全球众筹峰会在京举行》，载于《互联网金融与法律》2014年第4期，第35页。

² 除商业性众筹模式外，目前已出现非商业性众筹项目，如公益型众筹基金等。

³ 十项监管原则分别为：1、P2P监管要遵循P2P业务本质，所谓业务的本质就是项目要一一对应，P2P机构不能持有投资者的资金，不能建立资金池；2、要落实实名制原则，投资人与融资人都要实名登记，资金流向要清楚，避免违反反洗钱法规；3、要明确P2P机构不是信用中介，信用中介要承担信用风险，也不是交易平台，是信息中介，P2P是为双方的小额借贷提供信息服务的机构，应当清晰其业务边界，应与其他法

定特许经营服务进行区别；4、P2P应该有一定的行业门槛，P2P信息平台作为分析、遴选新闻信息、提供参考性的信用分析，有很强的专业性，应有一定的门槛，从业机构应该有一定的注册资本，对高管人员的专业背景和从业年限、组织架构也应该有一定的要求，同时对他的风险控制、IT设备、资金托管等方面也应该有一定的资质要求。P2P机构应做好风险评估、风险提示和投融资限额的规定；5、投资人的资金应该进行第三方托管，不能以存款代替托管，托管是独立的监管行为。同时尽可能引进正规的审计制，P2P机构自己不能接触资金，避免非法集资的行为；6、P2P机构不得为投资人提供担保，不得自身为投资人提供担保，不得为借款本金或者收益作出承诺，不承担系统风险和流动性风险，只是信息的提供者，不得从事贷款和受托投资业务、不得自保自融；7、走可持续发展道路，不要盲目追求高利率融资项目，现在规范P2P机构融资的利率已经在逐步的下降，也接近了合理的水平；8、P2P行业应该充分信息披露、充分的提高信息披露的程度、揭示风险，既要向市场披露自身的管理和运营信息，也要向投资者做好风险提示，开展必要的外部审计；9、P2P投资者平台应该推进行业规则的制定和落实，加强行业自律的作用；10、必须坚持小额化，支持个人和小微企业的发展，项目一一对应的原则。

及众筹平台头上的达摩克利斯之剑。因此众筹模式法律分析的起点必然是刑法，在符合刑法规范的前提下才涉及民法定性和制度讨论。我们认为，众筹模式的刑法问题涉及非法吸收公众存款罪、非法发行证券罪和集资诈骗三个方面。

1、非法吸收公众存款的风险

《刑法》第176条规定了非法吸收公众存款罪⁴。考虑到非法筹资形式的多样性和复杂性，2010年12月13日，最高人民法院出台了司法解释——《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，以下简称“《18号解释》”），其中第1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。司法解释同时要求，非法吸收公众存款罪的认定必须同时符合上述四个要件。

众筹平台目前不存在平台设立及项目发布的审批要求，其通过互联网络公开发布信息和运营，并且众筹平台吸收资金的对象在信息发布时通常不是直接确定的（这点与定向发行或私募不同），因此难以规避《18号解释》第1条中的第（一）、（二）和（四）项的要件。实践中亦有众筹平台试图通过制度设计以降低触及向社会不特定对象吸收资金这一要件的风险，如大家投和天使汇等众筹平台，通过投资人准入制度，设定一定的进入要求和投资限制，或将发起人、投资项目和合格投资人建立成

项目组或内部成员，并在组内或成员内部进行融资。其实非法发行证券也涉及特定对象问题。我们理解，上述措施成功与否的关键在于能否将投资人限定在特定对象范围内，如果仅是通过设定相应条件以缩小不特定对象的范围，但在信息发布时投资人仍未具体明确的，则依然无法规避向不特定对象集资之嫌。相反，如果众筹平台在项目发起之前能通过会员制等方式具体确定每个投资人，则该等措施存在解释的余地。在股权众筹的第三次调研座谈会上，监管部门亦提到股权众筹的非公开发行要求。我们理解，即便股权众筹的监管规则颁布后，这一要件的处理也需慎重——实践中，众筹平台做到这点存在一定难度——如果投资人是确定的，则众筹模式可能与私募趋同，众筹也无法达到筹集社会资金的效果了。

我们以为众筹模式突破非法吸收公众存款罪的关键在于对第（三）项要件的解读，即是否“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”。我们理解将上述规定解读为不能表示以货币、实物或股权等作为对价或回报是不合适的，因为众筹项目通常都会说明在项目成功后以一定方式给予投资人回报（无需回报的只有公益性众筹项目），该解释与当前实践不符，且不利于中小企业融资渠道的拓宽和众筹模式本身的正常发展；我们认为合理的解释是可以给付货币、实物或股权，但不能承诺在一定期限内给予固定的货币、实物或对股权给予固定的回报。其中，给付货币形式的属于借贷型众筹，给付实物性质的属于预购型众筹，给付股权的属于股权型众筹。

如后文民法性质之分析，这里的预购型众筹所形成的预购合同必然是一种附条件的预购合同，投资人是否取得实物回报取决于项目成功与否，因此尽管发起人在众筹项目发布时说明了实物回报内容，但该等回报存在不确定性，符合了第（三）项要件的规定；同样，股权型众筹也不应存在固定回报，实践中通常的做法是在项目公告的资料中向出资人揭示项目预期收益，如果预期收益不能兑现，则意味着项目失败。然而虽然使用了预期收益的字眼，我们理解股权给付的提法仍为不妥，从法规的字面规定看，股权给付的提法容易落入非法吸收公

⁴ 根据《刑法》第176条，非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款，扰乱金融秩序的，处三年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处二万元以上二十万元以下罚金；数额巨大或者有其他严重情节的，处三年以上十年以下有期徒刑，并处五万元以上五十万元以下罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照前款的规定处罚。

众存款或非法发行证券罪的范畴，比较安全的定性是将投资人投入的资金视为出资额，发起人和投资人之间形成有限合伙关系，以规避以股权回报和擅自发行股票的风险。在项目失败的情形下，如果发起人和投资人签署了补充协议，则发起人应根据补充协议返还投资人投资资金及其他补偿款项。有人士提出通过股权代持的方式规避上述要件，诚然现实中出于各种原因已存在由发起人、领投人或其他中间机构为投资人或部分投资人代持众筹股权的事实，然而这里的代持行为本身牵涉到合法性问题（如合法形式掩盖非法目的等），而且在项目执行期间或完毕时容易引发争议，不利于投资人的保护和股权型众筹的正常发展。

此外，对于众筹模式的发起人和众筹平台而言，应当注意以下事项：一、在筹资项目发起时即明确发起人和众筹平台不是融资方，所有的筹资行为系基于明确的项目计划和项目收益回馈周期，投资人充分了解并看好项目本身，并以投资人对项目的认可为基础进行投资；二、必须明确筹集的资金是基于特定项目的生产经营所用，并非同时进行资金的融通；三、发起人偿付的是产品、服务或者出资额所对应的项目收益，且这种产品、服务或收益是项目本身确定和衍生的内容，投资人享受产品、服务或收益的情况完全取决于项目的运作，发起人和众筹平台不对在一定期限内以任何方式还本付息或者给付回报作出承诺。

2、非法发行证券的风险

《刑法》第179条规定了非法发行证券罪⁵，并且《证券法（2014年修订）》第10条对发行证券的监管部门和非法发行证券的行为进行了明确，即：公开发行政券，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政券。有下列情形之一的，为公开发行政券：（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。非公开发行政券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。

国务院办公厅于2006年12月12日下发了《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，以下简称“《99号文》”），其中第三条第（二）项规定，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。为进一步明确执法和定罪量刑，2008年1月2日，最高人民法院，最高人民检察院，公安部，证监会联合发布了《关于整治非法证券活动有关问题的通知》（证监发〔2008〕1号），第二条第（二）项规定，未经依法核准，擅自发行证券，涉嫌犯罪的，依照《刑法》第179条之规定，以擅自发行股票、公司、企业债券罪追究刑事责任。未经依法核准，以发行证券为幌子，实施非法证券活动，涉嫌犯罪的，依照《刑法》第176条、第192条等规定，以非法吸收公众存款罪、集资诈骗罪等罪名追究刑事责任。未构成犯罪的，依照《证券法》和有关法律的规定给予行政处罚。《18号解释》第六条也明确了向不超过200名特定对象发行的要求。

非法发行证券的风险主要针对股权型众筹。根据上述《刑法》、《证券法》及《18号解释》的规定，擅自发行股票和擅自发行公司、企业债券应当被追究刑事或行政责任，而《99号文》则对擅自发行股票的行为进行了明确，其中有两点特别值得关注：

（1）《99号文》中提到了“非公开发行股票及其股权转让”，换言之，有限责任公司的股权和股份有限公司的股份是否都可以纳入擅自发行的范围？我们倾向于肯定性的答案，否则会进入所谓“股票不得公开发行，但股权却能公开发行”的逻辑谬误，并且实践中美微传媒众筹被证监会暂停也印证了股权标的属于非法发行证券罪范畴的结论；（2）《99号文》将以网络渠道向社会公众发行认定为公开方

⁵ 根据《刑法》第179条的规定，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，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处非法募集资金金额百分之五以上百分之二十以下罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役。

式或变相公开方式，从而将其直接划出了非公开发行的范畴，也即是严格从法律角度看，通过互联网平台向社会公众发布众筹计划属于公开发行的行为。。随着网络技术的不断更新变化，网络受众面越来越广，众筹对象在集资信息发布时很难确定，并且众筹模式本身特点即是向社会大众筹资，因此如果将投资人局限在一定范围内，则众筹模式将失去意义。我们认为避免构成非法发行证券真正的突破点还在于社会公众的区分和特定对象的界定标准，是否符合面向特定对象的非公开发行。实践中，不少众筹平台对此采取如下变通做法，以达到合规目的：（1）设定投资人的准入标准：如大家投模式采取的投资人认证制度，对投资人设定了相应的准入门槛及投资限制，参与众筹项目的投资者必须符合一定标准；（2）组建项目有关的成员圈：如天使汇为创业企业或项目建立投资人的圈子，然后在确定的成员圈内筹资。尽管上述筹资平台采取了一系列的规避措施，但从法律角度看，该等变通措施依然存在法律风险，譬如虽然设定了投资人标准，但实践中该等标准往往比较宽泛，无法通过该等标准将投资人限定在一个对象明确的范围内；再如会员圈本身亦是一个开放性的平台，会员身份存在变动性，任何不特定对象为参与某项目的众筹，可以加入会员圈成为会员，因此会员圈本身面对的对象也是不特定的。考虑到违规风险，众筹平台必须谨慎地使用多种措施以便对众筹对象的确定性有一个合理的解释，如将投资人准入标准与会员制度相结合，进一步明确并限定投资主体的范围。

同时，为了进一步增加筹资对象的明确性和固定性以降低风险，我们建议众筹平台在发起众筹计划时就明确募集的资金数额和相应的股份，该等规模和内容一经确定便不得随意变更，如因客观情况变化需追加或调整众筹计划的，必须通过公开合理的渠道通知所有的投资人并取得投资人的一致同意。

另外，就非法发行证券罪业内有人士提出过关于股东200人的人数限制是否需要打通计算的质疑（即200人仅局限在项目公司股东这一层面，还是向上追溯直至最终真实持股的自然人或国有独资主体）。我们理解，如果众筹计划所针对的投资人

数量限制仅局限在项目公司股东一级的层面而非打通计算，则实践中可能会有多种方式规避这一限制，例如在股东层面设立持股平台公司，或多名投资人设立合伙企业再以合伙企业的名义进行投资，亦或者通过代持的方式委托相关主体代为持有多名实际投资人（隐名股东）的股权等等；相反，如果参照上市规则的精神将限制主体解释为最终持有人（即追溯至自然人或国有独资主体），则参与众筹模式的投资者数量将被大幅限制，而众筹模式本身针对的投资人群体即是大众，若作此限制则众筹模式将失去意义，不利于该筹融资模式的发展。鉴于目前尚未出台关于众筹的法律法规，200人的数量限定缺乏一个明确的细则，因此在实践中存在灵活解释的空间。

3、 集资诈骗的风险

《刑法》第192条规定：以非法占有为目的，使用诈骗方法非法集资，数额较大的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处二万元以上二十万元以下罚金；数额巨大或者有其他严重情节的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处五万元以上五十万元以下罚金；数额特别巨大或者有其他特别严重情节的，处十年以上有期徒刑或者无期徒刑，并处五万元以上五十万元以下罚金或者没收财产。根据《18号解释》中的规定：具有下列情形之一的，应当认定其行为属于“以非法占有为目的，使用诈骗方法非法集资”：（1）携带集资款逃跑的；（2）挥霍集资款，致使集资款无法返还的；（3）使用集资款进行违法犯罪活动，致使集资款无法返还的；（4）具有其他欺诈行为，拒不返还集资款，或者致使集资款无法返还的。因此，为确保众筹行为的合规性，发起人和众筹平台必须加强对众筹资金占有、使用、收益及处分的管理和监管，形成彼此监督的模式：如：（1）众筹模式筹集资金的使用，应该有明确、真实、可行的使用项目，该等项目应已经取得项目前期核准或备案；（2）发起人应按项目规模的一定比例以自有资金同时参与项目开发建设，同时通过结构化设计劣后于其他投资人分取收益；（3）通过其他信用评级或信用增信机构增加众筹项目的信用等级，抑或由第三方提供担保；（4）对于资金的使用过程及剩余资金的存放及处置应按照事

先明确的规则进行公示；（5）对于众筹模式募集的资金应存入监管账户，在符合募集说明书和协议确定的条件下由监管银行相应支付；（6）如果项目失败则应及时按照规则进行款项退还工作。如果以不存在或无法执行的项目进行套取社会资金，或者将取得的筹集资金肆意挥霍，则可能被解读为以非法占有为目的的集资诈骗行为，涉嫌集资诈骗犯罪。

二、 众筹模式中的民法问题

1、 众筹性质——众筹模式的法律定性

如前文所述，目前中国的商业众筹模式可分为三种类型，按照众筹的民法性质，我们可以将预购型众筹模式视为附条件的预购合同，此“条件”即为项目的成功与否；将股权型众筹模式界定为投资并取得公司股权或有限合伙出资额，如界定为有限合伙，则发起人为普通合伙人，投资人为有限合伙人。

对于预购型众筹，如果项目成功，投资人可以以较低的价格享受商品或服务；如果失败，发起人有义务返还项目投资资金或按照众筹协议的约定支付一定补偿。对于投资人而言，以低于公允价值的价格去获取商品或服务的利益与相对人违约时损失部分或全部预付款的风险是平衡的。发起人不能在筹资期间向投资人承诺到期给予一定的商品或服务，因此这里的众筹合同只能是附条件的预售和预购行为，回报投资人的前提是项目成功，方式是在项目结束后投资人获得筹资期间要求的商品或服务。

对于预购型众筹的合同成立有两种理解：一是发起人以众筹平台为媒介向潜在投资人展现项目、项目回报及回报前提，并告知投资人相应的融资需求、期限和金额的（“发起人及众筹平台的公告行为”），应视为发出附条件预购合同的要约，而投资人以网上支付的方式向众筹平台指定的收款账户支付投资资金（“投资人的支付资金行为”），可视为接受附条件预购合同要约的承诺；二是将发起人及众筹平台的公告行为视为要约邀请，将投资人的支付资金行为视为要约，发起人、众筹平台和托管银行向投资人交付纸质或电子付款凭证作为承诺。上述理解的基础是《合同法》第14条和15条关于要

约和要约邀请的规定。我们认为界定发起人及众筹平台的公告行为属于要约还是要约邀请的关键点在于公告的内容是否具体确定并直接决定投资人与发起人签订附条件预购合同，如果是则应认定公告内容符合要约规定视为要约，否则作为一般性商业广告按要约邀请处理（目前实践中由于项目公告内容一般比较具体明确，因此通常被视为要约）。作为佐证，可以参考最高院2003年4月公布的《关于审理商品房买卖合同纠纷案件适用法律若干问题的解释》，其中第三条规定“商品房的销售广告和宣传资料为要约邀请，但是出卖人就商品房开发规划范围内的房屋及相关设施所作的说明和允诺具体确定，并对商品房买卖合同的订立及房屋价格有重大影响的，应当视为要约。”虽然该司法解释主要针对商品房销售，然而其对于要约和要约邀请的划分标准反映了目前司法实践的态度。

另外需要说明的是，该附条件的预购合同成立的时间并非合同的生效时间。根据《合同法》第45条的规定，当事人对合同的效力可以约定附条件。附生效条件的合同，自条件成就时生效。如果发起人未能在规定的时间内筹集到规定的众筹资金，则合同条件不成就，众筹合同亦不发生法律效力，发起人应返还投资人所支付的金额并按约定加算银行同期存款利息。因此，我们理解发起人能否在规定的时间内筹集确定的金额是合同生效的条件。

对于股权型众筹，我们倾向于用有限合伙的形式来替代公司股权，因为取得公司股权有股权回报⁶和非法发行证券的嫌疑。我们建议采取有限合伙的方式以规避当前法律规定下的风险，但前提是，被投资企业本身应为合伙企业，或者发起人另外设立有限合伙企业，利用该有限合伙企业作为融资平台反投资于被投资企业。无论以何种方式，投资人以投入的资产为出资额承担有限责任，如果项目成功，则投资人作为有限合伙人直接或间接分配收益，如果项目失败，则按照合伙企业法律规定，以出资额承担有限责任。

根据上述分析，预购型众筹形成的是合同法上

⁶ 如前文所述，目前对于《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》中就股权等方式还本付息或者给付回报的规定有争议，亦可能被认定为非法吸收公众存款行为。

的债权债务关系，而股权型众筹则系公司法或合伙企业法上的投资行为，形成的是区别于债权和物权的股东权益或有限合伙人权益（我们倾向于后者）。我们可以进一步对两种众筹模式在众筹项目失败时是否需要返还资金并进行赔偿/补偿作出如下判断：如系预购型众筹，则应返还众筹资金并按照合同约定予以赔偿/补偿，因为此时合同已经生效，项目失败使得投资人无法根据众筹合同取得期待利益，因此发起人应对其违约行为承担违约责任；如系股权型众筹，则无需返还，因为投资人此时的身份是股东或有限合伙人，应以出资额为限与发起人共担项目风险，否则将变为明股实债。

2、 资金筹集——众筹资金的交付与监管

众筹资金的交付是众筹模式中比较重要的一环，筹资平台、发起人和投资者之间关于资金交付的方式及本金和孳息的归属应当予以明确。众筹平台不仅是项目信息的发布者，也是实际筹资阶段发起者与投资者的链接点，为众筹资金的转移提供管理和给付服务。如上所述，众筹资金将通过网络支付至众筹平台指定的账户中，然而这些众筹资金并非众筹平台所有，众筹平台负责对该预付款或出资进行保管和监督。筹资期限届满且众筹资金达到预定的金额，则视为附条件预购合同生效或项目投资活动成功，众筹平台应将筹集资金转付给发起人，并由发起人向投资人出具合同生效证明或由发起人组织验资并向投资人颁发出资证明书。众筹资金转移给发起人的方式可分为一次性支付和分期支付：前者在项目资金募集到位后由平台公司一次性交付给发起人；后者则在项目资金募集完毕后仅支付项目启动资金，在项目实际执行后再按照项目公告中的计划安排一次或多次支付剩余资金。无论是一次性支付还是分期支付，众筹平台都可以和发起人协议按比例保留一定数额的保证金，并通过与项目信息同时公告的方式告知投资人，该等保证金将在日后转化为众筹平台的全部或部分服务费，详见本文关于众筹平台报酬的分析。

为确保众筹资金的安全，已有不少人士建议加强资金监管，例如众筹平台内部应明确资金转账流程，确认每一步资金的到位情况、责任人情况；投

资人支付的众筹资金应存入委托监管的银行的监控账户中，并由银行对该等转账账户的专款专用情况进行监控，按时出具托管报告，向监管部门提交；众筹平台应完善与发起人的沟通机制，及时向发起人通报资金筹集情况，并在资金到位后与发起人协作完成监管账户资金的交付；完善信息平台公告机制，及时向所有项目投资人公告资金筹集进度及支付情况等。另外，鉴于对众筹资金的保管，众筹平台会收到自监管账户收到第一笔众筹资金起至最后一笔资金支付给发起人止因众筹资金所产生的利息，我们认为：（1）在预购型众筹模式项下，发起人应为该等孳息所对应的众筹资金的所有权人，根据从物跟随主物的物权原则，众筹平台应将众筹资金及对应的利息同步支付给发起人，如项目失败则由发起人负责返还投资人相应的本金及利息；

（2）在股权型众筹模式项下，投资人应为该等孳息所对应的众筹资金的所有权人，若筹资失败（即意味着项目公司或有限合伙企业未设立），则众筹平台应当返还投资人的出资及对应的利息，低于合同补偿约定的部分由发起人支付；若筹资成功，则众筹资金应作为公司的注册资本或合伙企业的实缴资本，对应的利息应计入公司的资本公积或合伙企业的实缴资本（按出资比例分配），不存在返还的问题。

3、 项目风险——众筹资金的返还及项目监管

目前，无论是预购型众筹还是股权型众筹，众筹平台基本都会承诺如果筹资失败则将筹得资金返还投资人，但众筹平台一般不对项目是否成功负责，项目未能按预计方案实现目标或预期收益率的风险由发起人和投资人承担（如果众筹协议未作明确约定，则最终常由投资人埋单），因此投资资金一旦从众筹平台的银行监管账户或第三方拨付平台支付给发起人后，众筹平台通常不对后续项目情况进行监控（即使行业规定中可能涉及监督要求）及承担任何资金返还责任。有观点认为按照目前的做法会导致当发起人筹资成功而无法兑现对投资人承诺的回报时，丧失对发起人的惩罚机制及对投资人的权益救济机制。我们认为对此问题应做如下理解：（1）对于预购型众筹，如前文所述，发起人是要求返还资金的，由于此时附条件预购合

同已经生效，双方形成了合同法上的债权债务关系，因此该等请求实际上是合同法项下的基于发起人违约所形成的损害赔偿请求权，而非资金返还请求权（合同法上的返还请求权主要针对合同无效或可撤销的情况）；（2）对于股权型众筹，从理论上讲，投资人系以股东或有限合伙人身份加入项目的，投出资金应作为出资处理，投资人的责任以提供的资金为限，不会承担项目失败后超出投资资金范围以外的资金损失风险，因此项目失败时发起人无义务返还资金。当然，作为对项目失败的补偿，投资人可以与发起人商定在项目失败时由发起人赔偿投资人所投资金及利息，但我们认为这一补偿承诺系独立于股权或有限合伙关系之外的股东或合伙人间的担保约定，并应在众筹项目公告时即予以明确。鉴于此前最高院作出的如海富投资诉甘肃世恒的判例，我们理解该等补偿方式应能得到法院的支持⁷。

然而仅有众筹资金返还应然性的讨论是不够的，实践中确保对项目的监督并进而实现投资人分取收益或获得投资资金返还的权利则是另一个难题，具体分为如下两个方面：

一是信息不对称，投资人难以知晓项目成功与否。关于这方面，目前的众筹模式都难以提供有效的信息披露监管，现行的做法是通过众筹平台实施后续监督和发起人/项目公司自律披露信息两种方法。诚如上文所述，众筹平台由于不承担返还或赔偿责任，因此缺乏对项目进行后续监管的利益/风险动力，况且由于发起人及众筹项目的广泛性与分散性，以及众筹平台自身人员、能力等各方面的限制，众筹平台难以实现对项目及资金使用的监管；而同样地，由于缺乏明确的法律规定和要求，发起人无提供项目进展和资金使用情况的意愿，虽然作为股东或有限合伙人，股权型众筹的投资人可以拥有一定的知情权，但实践中往往很难执行，而预购型众筹的投资人的知情权则更无从谈起。我们的建议是相关主管部门应配合借贷性众筹模式的监管办法同时出台适用于各种众筹模式的信息披露制度，规

定信息披露的方式和内容（如要求进行众筹融资的发行人必须在指定的众筹网站或其他媒体上定期刊登项目进展说明、资金使用情况报告以及经审计的财务报告，项目发生重大变化时（如预计项目可能失败）应聘请投资顾问和律师发表专项投资和法律意见，并就该等事项实施专项审计），强化发起人的信息披露责任，保障投资人的合法权益。

二是项目失败时，发起人本身的偿付能力。尽管发起人可以通过众筹的方式筹集资金，但经营过程中面临的商业风险、法律风险、流动性风险等不确定因素可能导致即便众筹资金到位，项目依然执行失败。由于发起人采取众筹模式的起因就在于自有资金不足，因此一旦出现项目失败，特别是部分或全部众筹资金已经投入项目后，发起人将很难按照投资人的损害赔偿请求或其资金返还承诺实际支付投资资金，如果最终发起人无能力履行义务，则即便诉诸司法程序，也可能裁定执行终结，投资人面临较大风险。对此，我们的建议是在每个众筹项目发起前必须聘请第三方评估机构对项目风险进行整体和专项评估，众筹平台有义务在公布众筹项目时同时发布评估信息；众筹平台应当根据项目风险设定具备相应风险承受能力的合格投资人的门槛及标准，并仅允许和接受合格人的投资；对于高风险项目，众筹平台必须要求发起人寻找第三方担保机构为项目失败时的赔偿或返还责任提供担保，否则不予挂牌众筹项目信息。

4、平台收益——众筹平台的报酬

众筹平台在整个众筹模式中起到了连接点的作用，接受了发起人或投资人的委托，并为众筹双方提供了订立众筹合同的媒介服务，因此我们认为该等服务应被视为居间服务，众筹平台也就是居间人。《合同法》第426条规定，居间人促成合同成立的，委托人应当按照约定支付报酬。对居间人的报酬没有约定或者约定不明确，依照本法第六十一条⁸的规定仍不能确定的，根据居间人的劳务合理确定。因居间人提供订立合同的媒介服务而促成合同成立的，由该合同的当事人平均负担居间人的报

⁷ 在海富投资诉甘肃世恒案例中，最高院判决驳回了投资人海富投资要求目标企业甘肃世恒补偿其投资损失的请求，但认可了原始股东和投资人之间的业绩对赌约定，并支持了海富投资对原股东迪亚公司的补偿请求。

⁸ 《合同法》第61条系对合同生效后的未约定或约定不明的补救措施规定，合同当事人可以采用协议补充的方式，未达成补充协议的，各方可以按照合同有关条款或交易习惯确定。

酬。居间人促成合同成立的，居间活动的费用，由居间人负担。从上述规定中，我们不难发现居间人取得报酬应当符合两个条件：居间人介绍的合同成立和该合同的成立与居间人的服务行为有因果关系。对于前者，根据前述分析，投资人支付资金可以视为附条件预购合同中的承诺或股东及有限合伙人的出资行为，因此该合同成立；对于后者，很明显，众筹平台提供的信息发布、资金筹集和管理交付服务是显而易见的，并对合同的成立发挥重要作用，因果关系成立。所以，在完成项目推介并成功募集议定规模的资金后，众筹平台有权收取一定的报酬。

这里主要需明确承担众筹平台居间报酬的义务主体。根据对《合同法》426条的解读，我们理解众筹投融资双方的报酬承担义务应以居间事务的不同而有变化。如果众筹平台只是向投资人报告可投资的项目或向发起人报告可融资渠道，即仅向委托人报告交易机会，最终由投资人或发起人自行完成相关投融资事宜，则众筹平台未与相对人发生关系，众筹平台的报酬应当由委托人给付。如果众筹平台提供媒介服务（实践中多数如此），即不仅向委托人提供报告订约机会，而且还要找相对人促成合同订立，由于有了居间中介活动，使得发起人和投资人发生了法律关系，双方都因此而受益，因此，一般情况下，除合同另有约定或另有习惯外，众筹平台的报酬原则上应由因媒介居间而订立合同的委托人和投资人平均负担。

实践中，除上文中提到的公益型众筹平台外，绝大多数众筹公司都会按众筹资金规模收取一定的服务报酬，费率通常在百分之十至百分之二十区间。对于服务报酬，众筹平台会与发起者事先约定众筹平台在服务过程中应当中享有的回报，并且在项目失败时，众筹平台无需向发起人或投资人返还该等服务报酬，因此这部分负担在预购型众筹和附带补偿承诺的股权型众筹模式下一般由发起人承担，而该等合同约定可以视为当事人对众筹服务报酬分担原则的单独约定。

众筹平台可以选择向发起人另行收取服务费或将暂扣的保证金转化为服务费，但众筹平台应当

明确服务费收取的标准，即项目筹资成功之时众筹平台即完成相关服务，还是必须等到项目成功实施后才能作此认定。如是前者，则只要到期筹集到足额的资金，众筹平台即可扣除一定比例的服务费，而投资人的投资资金则应置于银行的监管账户中；如后者，则众筹平台的服务应涵盖项目成功，众筹平台不仅要监督发起人获得资金后的正确使用并确保资金使用的公开透明，还可能对项目自身的因素承担责任，从而超越了众筹平台的能力范畴并会为投资人的决策行为埋单。诚然，鉴于信息不对称等诸多因素，在制度设计时确实应对投资人进行适度的倾斜，但考虑到众筹平台的实际监控能力及众筹模式的长期发展，不宜将平台机构的责任过度放大，因此如需在众筹平台监管义务和投资人自担风险之间取得平衡，我们建议众筹平台分阶段收取服务费，收费的阶段标志为筹资成功、项目实施、项目阶段进展和项目成功。

三、我国众筹模式的监管动向

尽管众筹模式在中国出现的时间较晚，但发展迅速，众筹资金加速增长，各类众筹平台层出不穷。根据私募通数据显示，仅2014年上半年，中国众筹领域共发生融资事件1423起，募集金额18791.07万元人民币，各种众筹平台呈现分类化趋势，中国众筹模式已步入分类监管的时期。

如前文所述，借贷型众筹已进入银监会监管范畴，明确了监管的十项原则，预计不久将出台正式的P2P指导意见。而根据最新公布的消息，中国证券业协会、中国证监会创新部亦于2014年11月末举办了“股权众筹融资中介机构座谈会”，系监管层于2014年度进行的第三次调研⁹。根据目前已公开的信息，会议初步明确了以下内容：1、作为股权众筹的监管机构，证监会未来将出台众筹平台的备案制度和出台众筹平台业务规范的指导办法；2、证券业协会成立专门的众筹专业委员会，会员由众筹平台组成，实行自律管理；3、建立合格投资人制度，与一般投资人相区别（根据2014年6月份的证监会调研信息，当时设计的一般投资人的投资上限为2.5万元人民币，合格投资人为500万元人民

⁹ 前两次分别在2014年2月份和6月份。

币，由于标准偏低，因此预计在本次调研后会有所调整)；4、明确股权众筹非公开发行的要求等。在上述监管架构和规则建设完毕后，我们相信中国的

众筹市场将会逐步迈向合规有序，而规范化的众筹运营也会给中小企业、创新企业，以及新型项目拓宽融资渠道并带来长足发展的空间。

陶旭东 合伙人 电话：86 021 2208 6213 邮箱地址：taoxd@junhe.com

应 煌 律 师 电话：86 021 2208 6292 邮箱地址：yingh@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。



附录：国外监管法律法规

为应对众筹的法律风险，众筹模式最早的诞生地英国和美国已经进行了法律探索，以下以简表形式对两国监管法规的重要内容予以摘录。

1、美国监管规则（2012 年 4 月）

《2012 年促进创业企业融资法》（即 JOBS 法案）	
众筹方式及投资人标准	● 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； ● 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； ● 如果投资人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）；如果投资人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人 10%年收入或净值，最多不超过 10 万美元。
众筹平台注册登记义务	● 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，但需要在 SEC 登记（注册为全国性交易证券协会的成员），接受 SEC 的监管。
对众筹平台的附加经济限制	● 禁止众筹平台向第三方宣传机构或者个人提供报酬；并且， ● 禁止众筹平台管理层从业务关联方获得直接经济利益。
众筹平台信息披露	● 对投资人的风险告知义务。法案要求必须对投资人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；明确投资人已经了解所有投资存在损失的风险，并且投资人能够承担投资损失，通过回答问题，表明投资人了解初创企业、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； ● 对交易行为本身的信息披露义务。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、英国监管规则（2014 年 3 月）

《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》	
投资人限制	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， ● 经过 FCA（即英国金融行为监管局¹⁰）授权的机构认证的成熟投资者。
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（非成熟投资者以外的投资人）不受上述限制。
投资咨询要求	● 众筹平台需要对项目提供简单的说明，但如果该等说明构成投资建议，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。

¹⁰ 英国金融行为监管局(Financial Conduct Authority, FCA)和审慎监管局(Prudential Regulation Authority, PRA)自 2013 年起取代原英国金融服务管理局(FSA)的职责，其中对于经纪商的监管权由 FSA 移交至 FCA。