

互联网非公开股权融资业务的焦点问题剖析与法律风险防范

——以近期部分平台所涉的融资项目纠纷为视角

作者: 陈巍 / 李仲英

根据“万众创新”、“大众创业”的政策引领,结合“金融开放”、“金融创新”的现实需求,近年来我国的互联网金融平台积极实践,互联网金融业务推陈出新,股权众筹作为新型金融创新产品,发展迅猛,但纠纷亦接踵而至。2015年9月15日,北京市海淀区人民法院(以下简称“海淀区法院”)对备受关注的全国首例股权众筹融资案,即平台方北京飞度网络科技有限公司(以下简称“飞度公司”)与融资方北京诺米多餐饮管理有限责任公司(以下简称“诺米多公司”)居间合同纠纷一案进行公开宣判,一时引发各界热议;2016年6月又有多家知名股权众筹平台因“涉嫌欺诈”、坏账等问题被投资者质疑并引起了媒体、市场的广泛关注,再次将股权众筹平台推向舆论风口。近年来尽管随着部分涉及“股权众筹”的框架性规范性文件的颁布,界定、调整、规范“股权众筹”的依据已逐渐明朗,但鉴于其属于新兴金融产品,相关的专门性规范性文件颁布仍需时日,因此,目前“股权众筹”仍游走于市场摸索与法律规制之间。在这样的背景之下,本文将近期部分股权众筹平台所涉纠纷为视角,结合股权众筹发展现状,对互联网非公开股权融资业务的焦点问题进行梳理及剖析。

一、 近期部分股权融资项目纠纷的案情概述

如您需要了解我们的出版物,请与下列人员联系:

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

(一) 诺米多公司与“人人投”的餐厅项目纠纷

融资方诺米多公司委托众筹平台方飞度公司在其运营的“人人投”平台上融资用于诺米多公司的餐厅项目,双方就此签订了《委托融资服务协议》。飞度公司如期完成了融资工作,后由于诺米多公司信息披露不实导致双方合作破裂,并诉诸法律。一审法院海

互联网非公开股权融资业务的焦点问题剖析与法律风险防范

淀区法院审理后认为，飞度公司与诺米多公司签订的《委托融资服务协议》并未违反现行法律、行政法规的效力性强制性规定，协议有效。飞度公司与诺米多公司之间系居间合同关系，诺米多公司存在《委托融资服务协议》项下的违约行为，因此应向飞度公司承担相应违约责任。¹一审法院判决作出后，诺米多公司不服，上诉至北京市第一中级人民法院。二审法院经审理后，驳回了诺米多公司的上诉，维持原判。²

(二) 某股份公司股权众筹项目纠纷

该纠纷中的融资方系一家股份公司，其委托某知名平台方宣传并推介其股权融资方案。后投资人认为该股份公司在之后财报中披露的财务数据与项目路演时的宣传内容及项目预期不符，遂产生意见，并对平台方进行质疑。

二. 纠纷涉及的法律问题剖析

(一) 股权众筹的立法现状及股权众筹分类

1. 现行涉及股权众筹的相关规定介绍

我国目前尚未颁布专门针对众筹融资的行政法规和部门规章，涉及的文件主要为规范性文件及行业自律性文件等，主要包括《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》(以下简称“《管理办法(征求意见稿)》”)、《国务院办公厅关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》、《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)、《场外证券业务备案管理办法》、《中国证监会办公厅关于对通过互联网开展股权融资活动的机构进行专项检查的通知》(以下简称“《证监会通知》”)等。就其中的部分主要规定，简要介绍如下：

(1) 《管理办法(征求意见稿)》

《管理办法(征求意见稿)》系由中国证券业协会发布，目前尚在征求意见阶段。《管理办法(征求意见稿)》主要适用私募股权众筹融资，即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。《管理办法(征求意见稿)》规定，融资者不得公开或采用变相公开方式发行证券，不得向不特定对象发行证券。融资完成后，融资者或融资者发起设立的融资企业的股东人数累计不得超过两百人。

(2) 《指导意见》

互联网非公开股权融资业务的焦点问题剖析与法律风险防范

《指导意见》系由中国人民银行、工业和信息化部等 10 部委于 2015 年 7 月 18 日联合发布。根据《指导意见》，股权众筹融资主要系指通过互联网形式进行公开小额股权融资的活动。股权众筹融资必须通过股权众筹融资中介机构平台(互联网网站或其他类似的电子媒介)进行。股权众筹融资业务由中国证监会负责监管。

(3) 《证监会通知》

该通知系由中国证监会于 2015 年 8 月 3 日发布,《证监会通知》首次就“股权众筹融资”与通过互联网形式的非公开股权融资或私募股权投资基金募集行为进行了明确区分。《证监会通知》规定,“股权众筹融资主要是指通过互联网形式进行公开小额股权融资的活动,具体而言,是指创新创业者或小微企业通过股权众筹融资中介机构互联网平台公开募集股本的活动。由于其具有公开、小额、大众的特征,涉及社会公众利益和国家金融安全,必须依法监管。未经国务院证券监督管理机构批准,任何单位和个人不得开展股权众筹融资活动”。《证监会通知》同时确认,目前一些市场机构开展的冠以“股权众筹”名义的活动,实质系通过互联网形式进行的非公开股权融资或私募股权投资基金募集行为,不属于《指导意见》规定的股权众筹融资范围。

(4) 《场外证券业务备案管理办法》

《场外证券业务备案管理办法》系由中国证券业协会 2015 年 7 月 29 日发布,根据该办法,证券公司、证券投资基金公司、期货公司、证券投资咨询机构、私募基金管理人从事办法第二条规定的场外证券业务的,以及证券监管机关或自律组织规定应当在协会备案的机构,应当按照办法规定对其场外证券业务备案。“私募股权众筹”属于办法第二条规定的场外证券业务。根据中国证券业协会 2015 年 8 月 10 日发布的《关于调整〈场外证券业务备案管理办法〉个别条款的通知》,根据《证监会通知》精神,《场外证券业务备案管理办法》第二条第十项“私募股权众筹”修改为“互联网非公开股权融资”。

2. 股权众筹分类

根据上文所述,现行涉及股权众筹的相关规定将股权众筹主要分为两类:一类是受证监会监管的公募股权众筹,另一类则是不受证监会直接监管的“互联网非公开股权融资”。目前一些市场机构开展的冠以“股权众筹”名义的活动,以及上文提及的股权融资纠纷案例,其实质均属于修订后的《场外证券业务备案管理办法》所称的“互联网非公开股权融资”范畴,是本文讨论的重点。

(二) 争议焦点的梳理分析

1. 是否构成“公开发行证券”

在首例股权众筹融资案诺米多公司与“人人投”的餐厅项目纠纷中，融资方与平台方签署的《委托融资服务协议》的法律效力系案件主要争议点之一。海淀区法院经审理后认为，该案中的投资人均系经过平台方实名认证的会员，且人数未超过二百人上限，不属于“公开发行证券”，该案所涉的融资交易未违反《证券法》第十条的规定；其次，我国目前尚未颁布专门针对众筹融资的行政法规和部门规章，目前涉及股权众筹的相关规范性文件并未对该案所涉及的众筹交易行为予以禁止或给予否定性评价。因此，海淀区法院认为，《委托融资服务协议》并未违反现行法律、行政法规的效力性强制性规定，且无其他导致协议无效的事由，该协议有效。

从上述判决结果看，海淀区法院判定《委托融资服务协议》有效性的主要依据为我国《证券法》第十条³关于是否构成“公开发行证券”的相关规定。换言之，众筹融资交易行为是否构成“公开发行证券”将直接决定众筹融资合同是否违反法律、行政法规的强制性规定并进而影响众筹融资合同的有效性。于目前针对股权众筹、互联网非公开股权融资业务的具体操作性法律规定相对缺位的背景下，首例股权众筹融资案的判决结果，对众多互联网非公开股权融资平台而言，无疑具有较强的借鉴价值和指导意义。

2. 平台方的角色认定

互联网非公开股权融资业务涉及多方主体，各方之间的法律关系将直接影响各方在业务开展过程中的权利义务分配，以及出现纠纷时的责任承担方式，而平台方作为连接融资方和投资人的纽带，其在股权融资交易中的角色认定对判定交易各方的法律关系具有重要影响。一般来说，平台方的作用在于促成交易，其性质较接近于居间人的角色。诺米多公司与“人人投”的餐厅项目纠纷中，法院亦最终判定融资方与平台方之间的法律关系为居间合同关系。尽管如此，实践中该类股权融资活动形式多样，部分平台方在融资活动中除提供一般的居间服务外，亦提供推荐领投人、投后管理等服务，甚而还存在平台方作为领投人或跟投人参与投资的情况。多样的服务内容以及融资活动中平台方/融资方/投资人于股权融资协议中不同的权利义务约定均可能直接影响股权融资各方之间的法律关系界定，从而影响各方在纠纷情况下的权利义务承担。

诺米多公司与“人人投”的餐厅项目纠纷庭审中，飞度公司与诺米多公司就双方之间的法律关系具体界定为委托合同关系抑或为居间合同关系存在较大争议。而双方之所以如此关注项目纠纷的法律关系界定，系因为不同的法律关系界定将直接影响双方在

互联网非公开股权融资业务的焦点问题剖析与法律风险防范

国法下的权利义务承担，涉及报酬请求权、费用承担方式及举证责任等，进而可能在双方纠纷中带来不同法律后果。例如，在由融资方生意失败或融资方卷款而逃等事件导致投资人血本无归的纠纷案件中，该等法律关系的认定甚至可能带给平台方大相径庭的结果。若平台方与融资方被界定为委托合同关系，当平台方以自己名义直接与投资人订立合同时，根据《合同法》第四百零二条⁴的规定，投资人可举证其不知晓平台方与融资方之间的代理关系，并进而主张由平台方对其承担义务。在此基础上，投资人还可依据《合同法》第四百零三条⁵的规定，主张平台方系因融资方的原因对其不履行义务，并选择向平台方主张权利。

3. 平台方项目推介以及信息披露的规范性

互联网非公开股权融资过程中，平台方除提供一般的融资居间服务外，还提供信息审核、风险防控、交易结构设计、交易过程监督等服务，且相较于一般投资人，平台方往往掌握着投融资过程中的重要信息。这也造成了实务中投资人往往是基于对平台方而非融资方的信赖对股权融资项目进行投资。一旦融资方出现任何问题，投资人常常容易将矛头首先指向平台方。鉴于此，平台方更需要关注项目推介及平台信息披露的规范性，以免因融资项目引起平台方与投资人争议。近期出现的多起平台方与投资人的纠纷中，最为投资人所质疑的正是平台方在项目推介过程中存在的不规范之处，而平台方亦无法对其已就平台信息披露履行了必要审核进行充分举证。

三. 互联网非公开股权融资的风险防范

(一) 避免股权融资构成公开发行证券

如前文所述，是否构成“公开发行证券”将直接影响通过互联网非公开股权融资平台开展的股权融资交易的合法性及相关众筹融资合同的有效性。

根据《证券法》第十条的规定，向不特定对象发行证券或向特定对象发行证券累计超过二百人即构成“公开发行证券”。因此，判断是否构成“公开发行证券”核心在于面向的投资者是否具有“不特定性”以及投资者人数是否超过二百人。从保护自身利益角度出发，建议相关互联网非公开股权融资平台在股权融资业务开展过程中通过以下方面确保股权融资交易不构成“公开发行证券”：

1. 股权融资项目面向的投资者建议通过平台会员实名认证、资格审核等方式予以特定化。在实现发行对象特定化的过程中，应注意对象特定化的程度。具体而言，建议平台方就某个项目的基本信息作分级管理，并根据平台成员信息的完整度调整披露范

互联网非公开股权融资业务的焦点问题剖析与法律风险防范

围。对于仅在平台注册了个人联系方式与基本信息(性别、年龄、职业等)的成员,或者可以依据其他网络聊天工具(QQ、微信、微博等)间接登录平台的成员,实践中均存在被认定为不特定对象的风险。

2. 股权融资文件中应明确可参与单个项目投资的投资人总数不得超过二百人。实践中,平台方在审核投资人资格时,应同时注意投资人是否存在通过架设特殊目的载体(如通过设立有限合伙企业等方式)规避投资人人数限制的情况。鉴于《证券法》对此类情况是否需要揭开特殊目的载体面纱,累积计算背后投资人人数并无明确规定,为避免构成“公开发行证券”,建议平台方在认定该等投资人资格时仍应谨慎。
3. 平台方应避免采用广告、公开劝诱和其他变相公开方式推介股权融资项目。在互联网非公开股权融资业务中,平台方不可能在激烈的市场中不作宣传或者推销,为避免法律风险,平台方在公布项目信息(尤其是在项目初期于平台上发布项目融资公告)时应注意项目推介方式、推介内容的拿捏,以避免被定性为“广告”、“公开劝诱”。

(二) 明确平台方的居间人地位

诺米多公司与“人人投”的餐厅项目纠纷案中,融资方与众筹平台方之间的法律关系被判定为居间合同关系,但该等法律关系判定仍应视具体案情而定,并不一定具有普遍适用性,不排除在平台方扮演多重角色的情形下,法院会对投资人、平台方、融资方之间的法律关系作出完全不同的界定。例如在实务中,投资人往往是基于对平台方而非融资方的信赖对股权融资项目进行投资,若平台方在这一过程中亦作为领投人参与了投资,投资人则可能依据《合同法》中关于委托合同的相关规定主张其不知平台方与融资方之间存在委托关系,并进而要求平台方对其承担义务。

基于上述考量,为防范后续风险,建议在股权融资文件(包括但不限于股权融资相关协议、股权融资项目介绍文件、平台介绍文件、融资规则)中明确平台方的居间人地位,明示平台方作为居间人仅在相关股权融资项目中承担居间责任。此外,建议融资方、平台方及投资人应根据其在交易中的地位签署相应法律协议,并在协议中明确各方的权利义务,如平台方的审核义务、放款条件等,以免后续争议。

(三) 积极规范平台方的推介以及披露行为

平台方具体应如何规范其项目推介及平台信息披露呢?《管理办法(征求意见稿)》第八条、第九条对平台方应履行的职责及禁止性行为提出了相关的要求,如对融资项目的合法性进行必要审核;采取措施防范欺诈行为,发现欺诈行为或其他损害投资者利益的情形,及时公告并终止相关融资活动;不得对融资项目提供对外担保或进行股权代持;不得利用平台

互联网非公开股权融资业务的焦点问题剖析与法律风险防范

身优势获取投资机会或者误导投资者等。我们认为，如果平台方在股权融资过程中能切实按照前述要求履行其职责，有利于平台与融资方及投资人之间进一步理清关系，降低平台风险。同时，考虑到不少融资项目的推介路演系通过平台工作人员开展，平台方亦应加强其工作人员的培训教育，规范其融资推介行为，避免工作人员以平台名义对融资项目擅自解读或对投资人作出承诺。

综上分析，互联网非公开股权融资行业的发展诚然离不开监管规定在制度、交易细节等方面的进一步细化，但作为当务之急的是，扮演核心角色的平台方应严格依据监管规则，妥善处理其自身定位与业务发展之间的关系，同时，为自身在项目立项、尽职调查、路演、信息发布和披露、风险提示、法律文件条款设置、投资服务、人员管理等各项工作中建立系统性的法律保障。

互联网非公开股权融资业务的焦点问题剖析与法律风险防范

如需进一步信息, 请联系:

作者

陈巍

电话: (86 21) 3135 8766
way.chen@llinkslaw.com

李仲英

电话: (86 21) 3135 8796
harriet.li@llinkslaw.com

上海

韩炯

电话: (86 21) 3135 8778
christophe.han@llinkslaw.com

陈臻

电话: (86 21) 3135 8699
grant.chen@llinkslaw.com

陈巍

电话: (86 21) 3135 8766
way.chen@llinkslaw.com

黄艳

电话: (86 21) 3135 8788
calista.huang@llinkslaw.com

陈鹏

电话: (86 21) 3135 8765
patrick.chen@llinkslaw.com

北京

翁晓健

电话: (86 10) 8519 2266
james.weng@llinkslaw.com

王利民

电话: (86 10) 8519 2266
leo.wang@llinkslaw.com

香港(与张慧雯律师事务所联营)

吕红

电话: (86 21) 3135 8776
sandra.lu@llinkslaw.com

张慧雯

电话: (852) 2969 5316
vivien.teu@vteu.co

本篇文章首次发表于微信公众号《律商网法律热点话题》(2016年6月29日)。

1. 参见北京市海淀区人民法院(2015)海民(商)初字第20357号民事判决。
2. 参见北京市第一中级人民法院(2015)一中民(商)终字第09220号民事判决。
3. 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的; (2)向特定对象发行证券累计超过二百人的; (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。
4. 《合同法》第四百零二条规定, 受托人以自己的名义, 在委托人的授权范围内与第三人订立的合同, 第三人在订立合同时知道受托人与委托人之间的代理关系的, 该合同直接约束委托人和第三人, 但有确切证据证明该合同只约束受托人和第三人的除外。
5. 《合同法》第四百零三条规定, 受托人以自己的名义与第三人订立合同时, 第三人不知道受托人与委托人之间的代理关系的, 受托人因第三人的原因对委托人不履行义务, 受托人应当向委托人披露第三人, 委托人因此可以行使受托人对第三人的权利, 但第三人与受托人订立合同时如果知道该委托人就不会订立合同的除外。

免责声明: 本出版物仅代表作者本人观点, 不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。