

# 股权众筹中的领投跟投模式分析及优化措施

王阿娜

(厦门工学院 福建 厦门 361021)

**摘要:** 领投跟投模式是股权众筹常见的运作方式,简化了创业企业的股权结构,降低了跟投者投资经验不足的风险,促进股权众筹的实现。领投人是融资者与跟投人之间的信用中介,在股权众筹中的作用突出。但领投人也有可能与融资者和众筹平台之间相互勾结,侵害跟投人的股东权利,甚至引发欺诈风险。对此,建议从完善信息披露制度、强化领投人约束机制、完善众筹资金的安全管理制度、优化创业企业治理结构和加强众筹平台的监督职能等角度来完善领投跟投模式。

**关键词:** 股权众筹; 领投跟投模式; 优化对策

**中图分类号:** F832.5    **文献标识码:** A    **文章编号:** 2095-0098(2017)04-0022-04

股权众筹是众筹方在互联网平台上,以出让一定比例股份的形式,向大众进行小额融资,投资者投资入股并以股份或分红的形式获得收益<sup>[1]</sup>。这是“大众创业、万众创新”中缓解创业资金不足的一种金融创新。领投跟投模式是指在股权众筹过程中由经验丰富的专业投资机构或投资人作为“领投人”,跟投人选择跟投的融资模式,这种模式最初发端于海外的股权众筹平台中 Angelist,它把这种创新性的模式,称之为 Syndicat 辛迪加,可以翻译为联合投资体模式<sup>[2]</sup>。天使汇在国内首次提出领投跟投模式,京东股权众筹、大家投、创投圈等也应用领投跟投的运营模式。

## 一、股权众筹中的领投跟投模式的内涵

### (一) 建立联合投资体

领投跟投模式下股权众筹交易流程如下图所示:

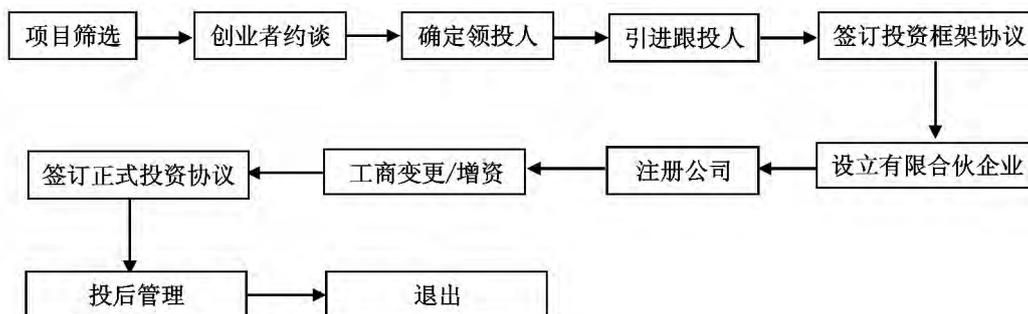


图1 领投跟投模式交易流程

股权众筹平台一般会协助物色项目领投人,领投人再从申请投资的跟投人中选择合适的跟投人。领投人与跟投人之间一般设立有限合伙企业形成联合投资体,所有的众筹股东均在有限合伙企业里进行登记。

收稿日期: 2017-03-30

基金项目: 2015年福建省教育厅中青年教师教育科研项目“股权众筹融资的运行机制及风险管控”(JAS150745)

作者简介: 王阿娜(1982-),女,福建南安人,硕士,讲师,研究方向为创业投融资。

在合伙企业中,由领投人担任普通合伙人,对外代表合伙企业开展股权投资活动,对合伙企业的债务对外承担无限连带责任;跟投人担任有限合伙人,不参与合伙企业的正常经营管理,以认缴出资额为限对合伙企业债务对外承担责任。以“人人投”为例,北京诺米多餐饮管理有限责任公司通过“人人投”众筹平台进行融资,86名投资者组成有限合伙企业向诺米多公司进行投资。

### (二) 领投人起到信用中介的作用

由于跟投人往往缺乏专业的投资知识,投资经验不足,且分散的投资者收集和分析投资项目和创业者信息的成本相当高,容易造成对众筹企业的信息不对称以及逆向选择问题。因此,由经验丰富的领投人来统筹协调项目的投资管理,有助于弥补跟投人投资知识的缺漏,降低信息收集和分析的成本,建立起跟投人对众筹企业的信任。众筹平台一般要求领投人符合一定的收入标准、具备投资管理经验和风险承受能力等,这实际上为跟投人的信任设置“担保”。例如,京东股权众筹对领投人的要求:在风险投资领域具备一定的经验、有一定的投资和从业时间,且有成功案例、领投人既能投钱,也能投入战略资源,从而带动更多跟投人参与<sup>[3]</sup>。领投人以其实物出资、经验标准以及财产情况等赢得跟投人的信任,并将此信任以背书的方式传递至创业者,最终促成股权众筹的实现<sup>[4]</sup>。当然,领投人额外担任的信用中介角色也为其带来更高的收益,领投人一般都会有额外的分红或提成。

### (三) 跟投人间接行使股东权利

以成立有限合伙企业的形式来参与股权众筹,跟投者不是众筹公司的登记股东,不能直接享有对公司经营状况进行监督和异议的权利;跟投者作为有限合伙人,也不享有合伙企业日常经营管理的权利,其权利的行使一般是通过参加合伙人会议的形式来实现。通过合伙人会议行使表决权,间接表达对股权投资的意见以及其拥有的收益分配权和出资转让权。

### (四) 领投人与跟投人利益趋于一致

领投人与跟投人一样,都需要以货币出资的形式为创业公司注资,而且领投人一般都会投入一大笔资金,他们对众筹公司享有相对一致的收益分配权。这种制度安排促使领投人要关注众筹公司的财务状况和经营成果,与跟投人利益趋于一致,且因为领投人持股比例往往更高,投资风险更高,对创业企业业绩的监督也更加积极。领投人与跟投人利益的一致性降低了领投人与跟投人之间的委托代理成本。

### (五) 股权众筹平台是信息沟通的桥梁

股权众筹平台主要职责是众筹的信息发布、信息沟通、尽职调查等。一是承担开展众筹知识普及和风险教育活动义务,揭示风险,承担对投融资双方信息真实性的审核,降低欺诈风险。二是送报股权众筹融资信息,实时披露股权众筹融资的进展情况。三是对领投人和创业企业开展尽职调查,帮助跟投人了解领投人的信用和实力,了解创业企业的投资价值。

## 二、股权众筹中应用领投跟投模式的优势和风险分析

### (一) 领投跟投模式的优势

1. 降低大众投资经验不足的风险。领投人一般具有丰富的投资管理经验和较强的行业影响力,由他们负责众筹公司的尽职调查,项目筛选以及投后管理,可以降低大众投资者投资知识的不足和经验的缺乏导致的投资风险,缓解投资者对于融资项目的信息不对称以及逆向选择问题。领投人投资占比较高,有较强的动机和激励开展尽职调查和投后管理,为跟投人提供了“搭便车”的机会<sup>[5]</sup>。他们以领投人的名义撬动多于自身数倍的资金,可以在创业企业中占有相当的股权比例,有利于代表所有投资人在众筹企业中争取更多的权利。同时,领投人资金实力相对雄厚,投资经验丰富,担任普通合伙人,对合伙企业债务承担无限连带责任,减轻人作为有限合伙人的跟投人的责任承担。

2. 简化筹资者的股权治理结构。在股权众筹的领投跟投模式中,众筹企业不需要面对众多的众筹投资者,他们面对的只是作为联合投资体的合伙企业。当联合投资体向众筹企业投资的时候,众筹企业只用跟作为普通合伙人的领投人代表谈判就可以了。特别是当创业企业发展壮大,在上市或进一步引进投资机构的磋商谈判过程中,领投跟投模式相对于人人持股或者项目发起人代为持股的模式优势性更加明显,因为其股

权清晰,潜在的股权纠纷产生的概率比较低。众筹企业不需要自己直接面对众多的投资人,股权结构大为简化,沟通交流成本也降低了。例如“天使客”平台设置投资基金,将所有股东打包成一个有限合伙企业,由领投人对投资基金进行管理,并以基金方式投资创业项目<sup>[6]</sup>。

3. 一定程度上规避了法律风险。理论上,股权众筹的资金来源于大众,人数众多且对象不特定,这违反了《证券法》的相关规定。《证券法》第十条第一款指出“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两百人的;(三)法律、行政法规规定的其他发行行为。”<sup>[7]</sup>为规避法律风险,目前国内平台的通行做法是把不特定的对象变成特定化,合伙入股减少股东数量。采用打包方式将所有众筹股权打包成一个有限合伙入股众筹企业,众筹企业的股东只增加一个,数量上符合法律规定。

#### (二) 股权众筹中领投跟投模式的风险

1. 领投人权利过大引发的风险。对于“领投+跟投”模式,领投人与跟投人之间形成了委托代理关系,代理成本除了跟投人要牺牲一部分的投资收益,更大的成本在于跟投人受欺诈、权利受损。领投人的义务和权力过大的时候,缺少权利制衡的交易框架势必会导致权力滥用<sup>[8]</sup>。成立合伙企业后,资金由普通合伙人集中投资和管理,普通合伙人与融资企业如果进行不正当利益交换,作为有限合伙人的跟投人因未参与合伙企业日常事务,容易因信息不对称而使权利受损。除此,当前的法律和相关政策均未对股权众筹中的领投跟投模式作出规范管理的规定,对其合法和合规性也未作出明确表态,若领投人与融资者、平台合谋隐瞒融资项目风险,引诱跟投人投资,在获取资金后逃匿,这样投资者的利益将受到严重侵害。

2. 跟投人对创业企业的监督困难引发的风险。跟投人一般是成为有限合伙企业的合伙人,通过有限合伙企业间接享有融资人的股权收益,但并未直接成为融资人的股东,无法直接向融资人主张任何股东权利。跟投人的意见表达仅能向有限合伙企业进行而不能直接向众筹企业主张。由于跟投人只能借助合伙企业来掌握众筹公司的信息,但在股权众筹背景下成立的合伙企业有其特殊性。与一般的基于“熟人熟识”原则成立的合伙企业不同,基于互联网这一虚拟环境认识的投资者之间明显陌生许多,来自不同地域、不同经历背景的分散投资者之间主要通过网络平台进行有限的沟通。当合伙企业需要进行集体决策时,容易因众多跟投者沟通的不充分而陷入困境,最终难以形成对众筹公司有效的监督。

3. 有限合伙企业治理薄弱引发的风险。有限合伙企业是领投跟投模式中重要的组成部分,其运作和内部治理主要受《合伙企业法》的规制。我国《合伙企业法》对于有限合伙企业的内部治理只有一些简单的规定,例如,有限合伙企业由普通合伙人执行合伙事务;有限合伙人不执行合伙事务等。这给了合伙企业很大的自治权,同时也隐藏着风险。该有限合伙企业与基于其他目的成立的有限合伙企业存在很大的差距,它的主要目的不是为了经营某个实体业务,而是为了单一的某个创业企业的投资项目而进行的投资者捆绑,投资结束后就没有日常的具体业务,合伙企业容易沦为一个“空壳”。有限合伙企业由一到两个领投人担任普通合伙人,但是一到两个领投人往往身兼数职,同时投资很多企业,或者担任其他公司重要的岗位,也难以一直兼顾合伙企业事宜。合伙企业赖以生存的决策机制可能因为以上原因而变得迟钝,合伙协议制定的灵活性可能让有限合伙人有机可乘,合伙企业甚至可能成为领投人侵害跟投人利益的合法的挡箭牌。

4. 创始人控制权旁落的风险。创业初期,创始人以股权出让换取发展资金,但引入的资金越多越集中,控制权旁落的风险越高。众筹股东通过成立合伙企业把原本分散的股权打包形成了相对集中的股权,在众筹企业中可占有较高的持股比例,这虽可与创始人股权形成较好制衡,但同时也增大了创始人股东控制权旁落的风险。

### 四、股权众筹中领投跟投模式的优化措施

#### (一) 建立信息披露制度

信息披露制度在金融法体系中的重要性不言而喻。充分、全面、及时的信息披露,是投资者利益保护的核心内容。在领投跟投模式中,跟投人获得保护的基础是信息公开,应注重两个维度的信息披露。一是众筹

企业的信息披露。众筹在项目发布时应提交与项目有关的可行性报告、财务信息、资金用途等信息,股权众筹平台应严格审查众筹企业的信息,确保信息披露的真实性和可靠性。二是合伙企业的信息披露。规定普通合伙人应定期向其他合伙人报告合伙事务执行情况,特别是重大决策信息的披露以及合伙企业的财务状况和经营成果。不定期召开合伙人现场见面会,定期召开网络的领投跟投大会,公布项目投资进展。

## (二) 强化领投人约束机制

首先,加强股权众筹的行业监管,成立股权众筹协会,负责领投人的登记备案和领投人信息公布和更新,及时公布不合格的领投人,提醒广大的投资者保持警惕。提高领投人的准入门槛,严格领投人的资格筛选、职责义务。如,确定领投人在融资项目中的最低投资比例;规定领投人的资产额度;限制领投人年度内投资项目总数;领投人需有一定的投资经验;限制领投人人数;一旦成为领投人,允许公众公开查询领投人的个人信用行为,等等。其次,建立跟投人对领投人的约束机制,设置跟投人取消投资的制度,若跟投者有足够的证据证明领投人存在欺诈跟投人的重大事项,跟投人可以在线上众筹结束前的任何时候取消投资。美国《JOBS法案》也规定,中介平台应当允许所有投资者依照美国证监会(SEC)认可的合适的方式取消投资。在普通合伙人对合伙企业造成重大损失,普通合伙人违反《合伙企业法》的相关规定时,跟投人有权要求召开合伙人会议以表决除名或强制领投人退出合伙企业。

## (三) 完善众筹资金的的安全管理制度

股权众筹资金的安全管理与合理应用是降低风险的核心,也是投后管理的重点。为防范领投人或股权众筹平台利用其他支付体系进行非法的资金运作,建议我国立法中,强制要求对股权众筹资金进行第三方托管。此外,证券市场领域为预防信用风险,通常会建立保证金和风险基金制度<sup>[9]</sup>。参照《公司法》中的法定盈余公积金的提取制度,建议股权众筹目的成立的合伙企业建立内部保证金提取制度,规定保证金的提取比例和运用管理方法等。

## (四) 优化众筹企业的治理结构

对于股权众筹企业,不同阶段可以采用不同治理结构。在股权众筹的前期,以保护创业企业控制权为基本原则,重视众筹者的监管权,兼顾众筹者的话语权。中后期,随着创业企业的发展壮大,公司股权的社会化程度越来越高,慢慢转向同股同权的治理结构。在前期,例如五年中,设置创业企业控制权的保护,为创业企业的发展创造一个相对独立的空间。在公司章程和股东协议里明确规定创业企业和股权众筹投资者的权利和义务。首先,设置双重股权结构,区分高投票权股票和低投票权股票。创业者分配高投票权股票,股权众筹企业分配低投票权股票。其次,设置一票否决权。对于公司重大事项,创始人拥有一票否决的权利。

## (五) 加强众筹平台的监督职能

在领投跟投模式中,跟投人相对处于弱势地位。众筹平台应基于重点保护跟投人利益的角度,加强对领投人、众筹企业的跟踪与监督。众筹平台是领投人和跟投人的信息和信用中介,众筹平台和领投人又是跟投人和众筹企业的信息和信用中介,投资者对领投人的信任首先来自众筹平台。在投资协议中,增加众筹平台对领投人的监督义务和违约责任条款,一旦跟投人因领投人诚信问题而遭受损失,众筹平台应承担尽职调查失职和监督失职的责任。同时,由股权众筹协会公布其失职行为。

## 参考文献:

- [1]王阿娜. 股权众筹的退出方式探讨[J]. 中国集体经济, 2015(22): 91-93.
- [2]杜国栋. 详解“领投+跟投”的股权众筹模式[EB/OL]. [http://www.zczj.com/news/2015-06-19/content\\_2469.html](http://www.zczj.com/news/2015-06-19/content_2469.html), 2017-02-04.
- [3]扬子. 京东股权众筹平台正式上线,采取领投加跟投模式[EB/OL]. <http://tech.sina.com.cn/i/2015-03-31/doc-iawzuney1589987.shtml>, 2017-01-04.
- [4]赵尧,鲁篱. 股权众筹领投人的功能解析与金融脱媒[J]. 财经科学, 2015(12): 28-36.
- [5]范文波. 股权众筹融资机制探讨及其在经济新常态下发展的建议[J]. 国际金融, 2016(4): 70-74.
- [6]张莉. 天使客.“明星领投人”带队众筹投资[N]. 中国证券报, 2014-11-01(012).

[7] 全国人民代表大会. 中华人民共和国证券法 [EB/OL]. [http://www.npc.gov.cn/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content\\_1934291.htm](http://www.npc.gov.cn/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content_1934291.htm) 2016-11-04.

[8] 张付庆. 股权众筹领投人模式下跟投人权利保护规则 [J]. 经营与管理 2016(8): 17-19.

[9] 马旭, 李悦. 我国互联网股权众筹面临的风险及法律对策 [J]. 税务与经济 2016(3): 24-29.

## The Analysis and the Optimization Measures of the Leading and Following Investing Mode in Equity Crowdfunding

WANG A-na

(Xiamen Institute of Technology, Xiamen, Fujian 361021, China)

**Abstract:** The leading and following investing mode is a common way to equity crowdfunding. This mode simplified the ownership structure of enterprises and lowered the risks for following investors who lack investment experience and promoted the realization of equity crowdfunding. Leading investor is the important credit intermediation between the financier and the following investor and played a prominent role in equity crowdfunding. But the leading investor may collude with the financier and the platform, infringe on the rights of the shareholders, and even lead to the risk of fraud. In order to perfect the leading and following investing mode, this paper put forward some suggestions from the following aspects: improve the information disclosure system, strengthen the leading investor's restriction mechanism, improve the safety management system of funds, optimize the governance structure of venture enterprises and strengthen the supervision function of the platform.

**Key words:** equity crowdfunding; leading and following investing mode; optimize countermeasure

(责任编辑: 张秋虹)

(上接第 21 页)

## Analysis of B Share Investment Opportunity under the Fluctuation of RMB Exchange Rate

QI Yue<sup>a, b</sup>, MA Pan<sup>b</sup>

(a. Corporate Governance Research Institute, Nankai University;

b. Business College, Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** Take 48 B share listed companies' financial index from 2005 to 2016 as the research object, this paper analyzed the investment opportunity of B share from two perspectives: intrinsic value and market value. The empirical results showed that: under the background of the RMB depreciates and the Dollar rises, B share has potential investment value. Improving the financing function and basic system of the stock market and strengthening the market supervision are necessary. People's Bank of China should further improve the market-based exchange rate formation mechanism to maintain the RMB exchange rate stability at a reasonable level. In addition, the government should also improve the capital market, balance the development of A shares, B shares, H shares and other investment products and look for new investment opportunities to promote multi-level stock market.

**Key words:** RMB exchange rate marketization; B share; principal component factor analysis; intrinsic value; investment opportunity

(责任编辑: 黎芳)