

# 股权众筹模式异变 平台“一人演多角”暗藏隐忧

□本报记者 梅俊彦

互联网股权众筹发展悄然提速，在资金筹集上呈现井喷之势，但是，项目估值、领投人公信力、退出渠道等一系列问题也接踵而至。

清科研究中心联合众筹网发布的数据显示，全国10余家众筹平台上半年募集总额超过1.8亿元，最近两个月上线的一些新平台已完成了几个项目。据了解，“领投+跟投”是互联网众筹平台目前普遍采用的业务模式。大家投平台CEO李群林在去年7月上线时对其首创的这种业务模式满怀憧憬。不料一年间，平台遇到项目估值过高、领投人公信力不足、退出渠道不明朗等问题，平台的进一步发展受到制约。

为解决上述问题，大家投对业务模式进行改良，提出了“大家投V2.0”的概念。新业务模式下上述

问题的确有望得到改善，但是随之而来的是大家投平台信息中介的角色慢慢模糊，担保、投行、服务机构等角色的性质逐渐显现，全新的风险积聚到平台上。不少股权众筹平台表示大家投的改良未必适合每个平台，不会盲目跟风改变原有主流业务模式，这也意味着众筹平台的差异化将在今年逐渐拉大。



CFP图片

## 困惑

### 估值过高 领投人尽调存疑

创业者在平台上宣布创业项目融资金额和出让股份比例，有一定门槛和资质的领投人认投，领投人跟进凑满了融资额度后，领投人注册成立有限合伙企业，办理投资协议签订、工商变更等手续，最后资金注入创业者的企业之后。

上述流程是我国最早的互联网众筹平台大家投上线一年多以来的业务模式，目前已经20多个项目通过上述流程完成融资。该业务模式受到后来者的效仿，天使客、创业津梁等平台均采用类似模式。

不过大家投一年来遇到了诸多问题，其中遭到质疑最多的是领投人的尽职调查可信度问题。在2013年10月9日中国证券报刊发的《国内众筹平台闯入股权融资“禁地”》一文

中，就有律师提出“领投人为什么要相信领投人”的疑问。

分析人士认为，“领投+跟投”是个有争议的机制，好的一面是较为专业的领投人可以帮助散户完成尽职调查和在估值上作出专业判断，不足的一面是如果领投人跟创业者串通，该机制就形同虚设。

大家投CEO李群林对中国证券报记者解释：“社会上一直对互联网股权众筹存在怀疑，假如说创业者和领投人联手进行诈骗，平台该如何防范？一直都没有平台给出一个令人信服的解决方案。不过目前全国十多家股权众筹平台还没有发生过创业者跑路的情形。”不过他也承认，市场对此的顾虑一定程度上影响了平台的发展。

另外，非市场化的估值办法也给投资者带来了困扰。此前大家投项目的估值是投资经理在审核项目的时候直接跟创业者协商确定，投资人认投的过程中没有议价的权利，没有实现真正意义上的估值的市场化。“绝大多数投资人认为股权众筹平台上的项目估值过高。”大家投内部人士透露。

据了解，大家投只是目前互联网众筹行业的一个缩影，一些互联网技术背景的众筹平台普遍遇到了上述困扰。“这些想往前走必须要有一个解决方案，不然，没办法做得很顺畅，没办法获得社会的信任和认同，金融的本质就是以信任为标的做交易。如果受到很多人质疑，事就很难做大。”一位互联网众筹人士指出。

## 尝试

### 市场化竞价 平台介入尽调

从6月份开始，大家投开始着手对其业务模式进行改革，征询了投资人、创业者、律师、股东等各方面的意见之后，经过多次修改，提出了“大家投V2.0”的概念。李群林认为，全新的业务模式有望解决过往一年面临的问题，进一步向“全民天使”的目标迈进。

业务流程升级之后，大家投平台将深度介入尽职调查。“尽管我们是做平台的，但是一直秉持着这样一个原则，对项目严格审核，现在审核通过率不到百分之十。我们认为绝大多数项目是不可靠的，因为很多人拍个脑袋就能弄一个商业计划书，开口就要500万元，很扯。所以我们要保证项目质量。”李群林说。

因此，大家投投资经理将对领投人的尽职

调查过程进行监督。“我们不关心领投人和创业者是什么关系，我们只对过程进行监督。尽职调查报告按模板填写，领投人、创业者、大家投投资经理三方签字。尽调报告发布之后，投资人可以进入打款环节。”李群林对中国证券报记者表示。

大家投对领投人激励制度也做了调整。此前，创业者送领投人激励股权，现在则根据全部投资人的收益对领投人进行分配。具体分配方案为：总投资收益的20%为管理收益，领投人分享10%，这使得大家投与投资者的利益绑在了一块。

在估值模式上，大家投往更加市场化的方向发展。据了解，目前大家投采用“荷兰式询

价”确定项目估值。比如一个创业者想融100万元，一个投资者按照项目1000万元的估值认投10万元，另一个投资者按照800万元的估值认投10万元，第三个投资者按照500万元的估值认投10万元，创业者都接受了，那么项目的最终估值就按照创业者同意的估值的最低值，即500万元定。如此一来，估值不再由创业者或者平台决定，是由投资者和创业者相互博弈而产生。

“创业者在接受投资人议价的时候也是在反复的纠结，内心也在作斗争，开始时咬着不放，投资人就投不进来，放松一点点就会有更多的人投进来，创业者要在估值和融资速度上作平衡。”李群林说。

## 变异

### “一人演四角”风险潜藏 平台差异化拉大

“大家投V2.0”的变革不仅仅在业务上，其扮演的角色和盈利模式也开始出现了变化。

此前，大家投平台作为较为纯粹的信息中介撮合创业者和投资者，通过收取佣金获得收益。在“升级”之后，大家投平台告别纯中介角色，介入到项目尽职调查当中。盈利模式方面，在项目进入下一轮融资之后，大家投分享投资收益的10%，除了佣金以外，超额收益成为平台新的盈利点。

李群林在大家投上线之初曾对中国证券报记者表示，互联网众筹不应该兜底，投资者风险自负。但是在本次业务模式改革之后，大家投平台在其分享的10%管理收益中抽取2%作为风险补偿金，另外还可能从部分投资者的“询价认筹诚意金”中收取风险补偿金。

如果创业者融资成功后2年内存在利用大家投进行诈骗的，投资人可获得风险补偿金，但风险补偿金的发放时间需以司法机关作出的生效判决为准。创业者无诈骗行为，而是企业正常经营不善、股东间民事经济纠纷或其他不可抗拒因素所引发的投资人亏损，不予以补偿。很多项目投资人会亏损，正常的投资亏损投资人自己承担。

虽然大家投认为投资者应该风险自负，但是介入尽职调查、极端情况下兜底必然会给平台带来全新的风险。在有“刚性兑付”的

金融背景当中，如果项目风险暴露，非理性的投资者难免会怪罪于众筹平台，进而要求平台赔偿。

为了让平台和投资经理获得超额收益具有合理性，大家投业务模式改良之后将全程参与项目投前、投中、投后的管理，例如帮助创业者做投资者关系维护、举行投资者大会等。“投后管理还涉及到退出，比如投资人刚开始投资5万元，项目估值翻了6倍变成30万元，投资人就可以通过大家投平台份额转让模块进行转让，有限合伙企业的份额转让手续与资金交割统一由大家投平台负责，大家投平台份额转让模块预计2014年10月开通。”李群林表示。

如此一来，大家投在整个股权众筹的过程中除了扮演类似于中介平台角色以外，同时混杂了券商投行、担保、服务机构等性质的角色。

业内人士认为，“大家投V2.0”模式可能难以再次引领股权众筹行业的潮流，“荷兰式询价”风险保证金不会成为该行业的主流模式。

多家众筹平台的负责人在接受中国证券报记者采访的时候，表示“荷兰式询价”只是一个没有创投背景的团队的“权宜之计”。“肯定会有捣乱的人，一群没有创投专业能力的散户做询价估计会很混乱。”一位众筹平台的负责人表示。

另外，虽然大家投在估值方法上更为市场化，但是对投资者的询价和创业者出让的股份比例有着并不市场化的“一刀切”的限制，并非所有的投资者和创业者都适合通过大家投进行股权买卖。

此外，一位众筹平台负责人认为，“荷兰式询价”过于市场化，公司IPO的发行价格区间也是由承销银团和发行人根据市场情况协商定出，由专业领投人、众筹平台、创业者作出估值的模式更适合有创投背景的众筹平台。

虽然不少业内人士认为众筹平台要成为纯信息中介不切实际，大家投的改良有一定的可取之处，但是认为风险保证金的设置也有不妥。“通过询价认筹诚意金收不到多少钱，不知道能否覆盖风险。”一位众筹平台负责人说。除此以外，有平台负责人认为平台虽然介入尽职调查，但是不应该承担项目风险。

另外在风险保障方面，虽然投资经理在第二轮融资之后可以获得一定比例的收益，投资经理的利益似乎跟投资者绑在一起，但是项目周期需要2年以上，而且投资经理获得的收益只有投资收益的2%，而新项目上线之后获取的佣金收入则立竿见影，投资经理有刷佣金的动力，这或会影响项目质量。

多家众筹平台人士对记者表示，不会盲目跟风对原有的业务模式进行改良，这也意味着互联网众筹平台之间的差异化将逐渐拉大。

## 创业津梁谢宏中：

### 估值市场化或是美丽“传说”

□本报记者 梅俊彦

云计算、云搜索、云电视……“云”成为目前最时髦的IT概念之一，因此也成为了很多公司噱头营销的“利器”。创业津梁是深圳一家天使投资与创业孵化平台，云筹是由创业津梁提出的创业投资云平台。云筹被创业津梁认为是众筹的“明天”，云筹是否只是噱头，众筹行业目前面临着哪些挑战……且看津梁创始人谢宏中接受中国证券报记者专访如何说。

#### 众筹行业尚处预热与躁动期

中国证券报：目前各家股权众筹平台的业务模式有何差别？同质化是否严重？

谢宏中：（对于业务模式）我没有深入研究，社会各方可以在这个方向多做些研究。

我们最熟悉的只是自己。关于同质化竞争，股权众筹平台作为互联网金融业务的一个类别，如果强调“互联网”属性，竞争的同质化是不可避免的，如果强调“金融”属性，则是可以大家通过不同的产品配置与产品设计来差异化竞争，如果进一步强调“服务”属性，我理解股权众筹平台的本质是创业服务，那么行业内更加可以百花齐放各领风骚了。

中国证券报：众筹跟众筹有何区别？目前平台完成了多少个项目？

谢宏中：云筹在2014年5月20日上线测试，共推出了8个项目，已经完成了4个项目，共交付给创业公司的资金是650万元，加上未交付的认筹平台上的认筹总额是1037万元。云筹平台自身也是通过众筹成立的，当时发出项目募资400万元，出让10%股份，项目发出当天2小时筹满，就立即停止对外融资，一些不知情的投资者继续打保证金，都全部被退回。最后共26人参与了本轮众筹。

很多人从字面上把云筹当作众筹一样，视为一种行业形态，在这个意义上有关于不同：相对于众筹强调大众小额集资的业务类型而言，“云筹”更强调资金、人脉、渠道等各项资源的汇集、聚合，增值效应与业务实践。相对于众筹平台大多数为互联网WEB页面而言，“云筹”更强调背后网络与移动平台的云架构设计，与云计算技术应用。

中国证券报：预计日后众筹平台之间会在哪些方向上体现差异化？对行业的未来会有怎样的愿景？

谢宏中：投资真的不是把钱投出去就可以了，必须要等到钱收回来才算结束。我想只要行业内在这方面增强共识，创业服务和创业成长孵化化而带来的差异化的点会很多。如果只是做投融资信息发布与撮合，必将面临一家独大局面，这个市场只要一两家可能就够了。

行业目前是在预热与躁动期，成熟的商业模式、服务流程化体系、平台价值标准等方面都还在探索与建设中，云筹也是在不断学习与发展中。我们当前只能说是在法律与政策的框架下积极前行、谨慎把握。

我们不建议把这样的专业问题做成一个纯粹讨价还价、不断杀价的游戏，我有点担心创业者是否伤得起，有没有那么多精力来面对。传统的天使投资项目估值确实是通过谈与砍出来的，如果众筹过程需要项目方跟每一个意向投资人去谈一轮砍一轮，这个效率实在值得怀疑。另外，既然我们作为股权众筹平台，自身的专业性会不断去加强，也会增进我们对前期估值建议合理性的信心。如果没有信心，也许我们也会完全推给交易双方去跳蚤市场式还价。

## 股权众筹募资额呈井喷趋势

□本报记者 梅俊彦

清科研究中心发布的《中国众筹模式运行统计分析报告（2014年上半年）》显示，上半年中国众筹行业募集总金额1.88亿元，其中有1.56亿元来自股权众筹。

中国证券报记者了解到，此前有平台负责人预期监管层在5月之前会完成调研并出具管理征求意见初稿，6月份正式公布股权众筹管理办法。7月25日，证监会新闻发言人张晓军表示，关于股权众筹的相关监管规则，证监会目前已完成多轮行业调研，相关规则正在抓紧研究制定过程中。

#### 股权众筹三足鼎立

上述报告表示，文中数据抓取国内6家奖励类众筹平台及3家股权众筹平台综合得出，目前国内80%以上的众筹资金投向股权众筹。国内股权众筹领域6月募资金额达8776万元，超过1至5月的募资总额。这反映出股权众筹平台在重点发力之后，已经具备了一定的用户基础，在资金筹集上呈现出井喷趋势。

清科新金融事业部分析师柏婷婷认为，截止到2014年6月底，国内大概有30家项目上线速度较快、知名度较高的众筹网站；众筹网站以每月新上线2到3家的数量增加，其中增加的主要还是奖励类众筹网站。

目前股权众筹网站规模最大的是天使汇，奖励类众筹网站规模最大的是众筹网，天使汇由于上线项目速度快，项目募集完成后即下线，详细的数据无法统计，初步估计占据了股权众筹所有平台的80%以上份额；众筹网占奖励类众筹网站55%左右的份额。

清科新金融事业部分析师柏婷婷表示，股权众筹行业集中度高，股权众筹项目主要集中在天使汇、原始会、大家投三家平台

## 创业津梁谢宏中：

### 估值市场化或是美丽“传说”

如果说中国当前P2P网络平台投资人是42万人，活跃的天使投资人是1000人，借鉴所有发达国家民众经济从储蓄，到理财，再到股权投资的历程，相信在中国也会有一个快速爆发增长的局面。股权众筹平台的兴起，有机会掀起中国天使投资的新浪潮，培养和造就10万量级的天使投资人，平分甚至超过传统创业投资市场的规模，是完全可以期待的。

#### 估值市场化或是美丽的误导

中国证券报：领投人群体为什么重要？怎么培养？怎么抑制领投人不当冲动？

谢宏中：股权众筹要实现尽调、投资、投后管理三项投资职能的分工协作，要让大部分参与者轻松成为财务型天使投资人，其中的一项关键是领投人职能的发挥。

股权众筹是风险投资行为，不同于借贷与P2P的“理财”行为。投资前的风险评估、投资中的条款达成、投资后的参与和监督，是投资行为有效性的根本，领投人作用和定位是其中的关键要素之一。

领投人一般由传统的天使投资人和创业投资机构来转型担任比较普遍。从培养机制而言，天使投资过程中经验值得积累，投资平台的服务功能增强补位、投资学院的专业知识教育培训三个方面共同促进。

云筹在抑制领投人的不当冲动方面，主要是通过加强风险教育、增强股权投资意识、线下投资人交流辅导等综合行为完成，有一套自己的领投人管理标准和认证机制。

中国证券报：为什么很多平台不采用完全市场化的估值模式？

谢宏中：任何一个非公开交易的市场行为，都可能用完全市场化的思维去套，那可能会是一个美丽的传说。

创业企业的估值是一个专业性的课题，更是平台方、领投人、跟投人议价能力的综合，是一场心理认可与博弈的结果，没有绝对合理的估值，只有融资方和投资方达成的共识与接受。

云筹在这方面是分三步走的。第一步是云筹平台本身的专业投资经理与创业项目方的沟通与评价，产生估值基础。第二步是领投人进行尽调和确认投资时，与创业项目方达成的招股一致意见，进行招股书发布。第三步是所有跟投人产生后，各方一起签署投资协议时，做最后一轮估值调整与确认。

我们不建议把这样的专业问题做成一个纯粹讨价还价、不断杀价的游戏，我有点担心创业者是否伤得起，有没有那么多精力来面对。传统的天使投资项目估值确实是通过谈与砍出来的，如果众筹过程需要项目方跟每一个意向投资人去谈一轮砍一轮，这个效率实在值得怀疑。另外，既然我们作为股权众筹平台，自身的专业性会不断去加强，也会增进我们对前期估值建议合理性的信心。如果没有信心，也许我们也会完全推给交易双方去跳蚤市场式还价。

行业目前是在预热与躁动期，成熟的商业模式、服务流程化体系、平台价值标准等方面都还在探索与建设中，云筹也是在不断学习与发展中。我们当前只能说是在法律与政策的框架下积极前行、谨慎把握。

我们建议把这样的专业问题做成一个纯粹讨价还价、不断杀价的游戏，我有点担心创业者是否伤得起，有没有那么多精力来面对。传统的天使投资项目估值确实是通过谈与砍出来的，如果众筹过程需要项目方跟每一个意向投资人去谈一轮砍一轮，这个效率实在值得怀疑。另外，既然我们作为股权众筹平台，自身的专业性会不断去加强，也会增进我们对前期估值建议合理性的信心。如果没有信心，也许我们也会完全推给交易双方去跳蚤市场式还价。

相关规则正在抓紧研究制定

第十二届全国人大常委会副主任委员吴晓灵7月26日在北京一论坛上表示，现在社会上也都在提议，希望政策修法当中能够给股权众筹留下发展空间，监管当局和立法机关也听到了这样声音，也会进行考虑。

7月25日，证监会新闻发言人张晓军表示，关于股权众筹的相关监管规则，证监会目前已完成多轮行业调研，相关规则正在抓紧研究制定过程中。中国证券报记者了解到，今年2月底监管层有人员到深圳调研股权众筹平台，当时跟监管部门有接触的平台预计监管层在5月之前会完成调研并出具管理征求意见初稿，6月份正式公布股权众筹管理办法。

清科新金融事业部分析师柏婷婷表示，目前股权众筹项目退出、项目投后运营及管理等环节存在诸多问题，这些环节发展完善需要市场化的机制及宽松的监管环境。所谓没有规矩不成方圆，目前股权众筹项目国内出现非法集资、诈骗、平台老板卷钱跑路的事件还较少，所以在目前的政策、经济背景下，股权众筹的中国模式还未完全建立，仍需各平台继续探索，可以在几个法律边缘问题上出台相关的监管内容，对于过于细节的模式内问题，可出台指导意见，待模式发展趋于成熟时再出台明确规定的内容。