

不同商业模式下融资类互联网金融的法律分析

投资（投行）部 税海舟

摘要

本文通过从逻辑上对融资类互联网金融不同商业模式下的法律分析，发现在现有法律体制下，只有“中介模式”下平台在履行包括严格审核适格的投资者和借款人主体资质和监控资金来源（反洗钱）和投向（非资金经营使用）具有法律上存在的空间；而“自营模式”下的平台因为带有“原罪”，从根本上就不被法律所承认，要对其合法化，必须通过相关政策的规定赋予其主体业务资格的法律地位，如发放牌照等，才能使其合法化。希望对融资类互联网金融的监管具有一定参考价值。

关键词 融资类互联网金融 P2P 众筹 金融监管

一、问题的提出

从支付宝的第三方支付开始，完全市场化的互联网行业就试图与管制最为严格的金融行业进行碰撞和融合，试图打破金融行业原有的信息不对称和垄断，以降低交易成本，促进实体经济尤其是农村金融或中小企业发展¹，同时通过设计出一些新模式或新产品实现普惠金融。对此，希望创新和发展的监管层一直报以观察的态度²，希望通过“市场”的力量能够有序促进互联网金融行业的成长³。

但互联网金融企业的表现似乎让监管层有些惊讶：首先，在无准入门槛、无监管机构、无行业标准的“三无”状态下，各参与方基本都采用“先发展后治理”跑马圈地的发展策略，往往疏于对风险控制。其次，互联网行业与生俱来的“长尾效应”⁴基因，决定了互联网金融也必然具有传播速度快、受众面广的特点，若风险一旦处理不及时极易引起连锁反应，甚至冲击传统金融原有体系⁵。其三，互联网金融行业主要参与者还是互联网企业，而互联网企业本身最为看重的资产是创造力这类无形资产，而不是实体资产，这就使得平台的新设或者关闭变得非常容易⁶。这三个特点在融资类互联网金融行业中表现的更为突出，目前我国已经出现大量债权类（P2P 网贷，如拍拍贷、人人贷）和少量实物类众筹平台（点名时间⁷），融资模式类的互联网金融体现出旺盛的市场需求和内在活力，随着“跑路潮”的出现，对其

1参见：巴曙松，互动与融合：互联网金融时代的竞争新格局，中国农村金融，2012。

2参见：《中国金融稳定报告（2014）》，
http://www.pbc.gov.cn/publish/jinrongwendingju/370/2014/20140429162156125254533/20140429162156125254533_.html，最后登陆于 2014 年 5 月 15 日。

3参见：谢平，邹传伟；互联网金融模式研究，金融研究，2012。

4长尾效应就是利用数量优势，将所有非流行的市场累加起来就会形成一个比流行市场还大的市场，也即强调“个性化”，“客户力量”和“小利润大市场”，通过每个客户身上赚很少的钱，但是要赚很多人的钱实现大利润额的目标。例如 Google、亚马逊等著名互联网公司。<http://baike.baidu.com/view/350131.htm?fr=aladdin>，最后登陆于 2014 年 5 月 17 日。

5参见：闫真宇，关于当前互联网金融风险的若干思考，商业银行，2013。

6互联网行业本身相对轻视实体资产（包括例如货币资金、房屋等在内的有形资产）。因此互联网金融平台的成立成本非常低，也没有如商业银行关于注册资本金的限制，因此成立和“跑路”非常容易。有数据显示，2013 年平台总量最高时候为 800 多家，而到目前为止平台数量已经超过 2000 个。然而，井喷式增加的同时也迎来了一股倒闭浪潮，2013 年 P2P 平台跑路共 75 家，2014 年初的一个月里也有 10 家之多。<http://www.wangdaizhijia.com/>，最后登陆于 2014 年 5 月 17 日。

7鉴于目前法律对非法集资的界定，专门股权类众筹平台尚未出现。但是实物中通过豆瓣、人人网有一些尝试，例如“很多人的咖啡馆”，但是因为不是主流，故在本文中不讨论。

监管也迫在眉睫⁸。针对该问题，目前学界的研究基本集中于金融学和管理学领域，从现有法律角度方面的研究建议略微欠缺，但法律对行业健康发展的作用毋庸置疑。因此本文从现有法律体系角度出发，采用逻辑分析和对比研究的方法对融资类互联网金融行业发展的法律空间进行探讨，希望对其监管有一定的参考意义。

二、融资类互联网金融的定义

融资类互联网金融主要包括众筹和P2P，其中P2P的定义比较统一，是指贷款人和借款人通过P2P平台，在网络上达成包含借款金额、利息、期限等条款的借贷约定，最后通过网络进行认证、交割等流程，实现信用借贷⁹。关于众筹，美国2012年通过的JOBS法案认为其本质是一种类证券发行，即合格融资人通过网络平台向适格的多数投资者发行经过认可的“小额证券”，因此众筹平台被纳入SEC监管，其行为随之合法化¹⁰。在该定义下，众筹收益应该为投资收益，在美国语境下的投资范围较广，不仅仅为股权分红和股权转让收益，也包括从融资者处得到实物回报¹¹，或者用以支持融资者（其他组织或个人）发起的活动的集体行动¹²，由此可见，众筹的定义应当包括P2P模式在内¹³。

基于此，本文将P2P与众筹统一研究，都归属于融资类互联网金融名下，即指广泛投资者通过网络平台进行投资并获得一定收益的行为，其结果可能是获得债权收益、股权收益或者实物收益。

三、融资类互联网金融的商业模式

按照网络平台介入借贷经济利益链条不同深浅，可以将融资类互联网金融分为“中介模式”和“自营模式”¹⁴。

“中介模式”是指不论在借贷交易中发挥的作用大小，网络平台仅提供中介服务，所获取的收益来自于中介服务本身，其本身并不承担借贷风险，在该模式下投资者与网络平台、融资者与网络平台之间仅存在金融服务关系，投资者与融资者之间直接建立资金关系（包括借贷关系或投资关系）。

其运作路径如下：融资人提出申请→平台评估→融资人融资需求信息披露→平台竞标撮合→完成竞标，达到募集条件→融资人提款→融资人付给投资者相应的投资回报。

8融资类互联网金融主要表现为融资者通过平台使用债权或者股权或者未来的实物收益的方式向社会广泛投资者募集资金的行为。事实上，由于融资类互联网金融的受众广泛，金融监管问题早已引起监管层的高度关注，在2011年8月23日，银监会办公厅就发布了《人人贷有关风险提示的通知》，首次对P2P贷款平台的风险作出提示，引起了社会各方面的关注；同时最新的《中国金融稳定报告(2014)》中也将众筹和P2P单独进行论述，可见监管层对其的重视性。

9《P2P网络贷款的法律监管探究》，也有学者认为P2P是仅指个人与个人间的小额借贷交易《P2P借贷平台的信息安全风险》，这是从P2P，概念相对比较统一

10该定义可以看作相对比较官方的解释，来源于2012年美国出台的JOBS法案第三章，在该章节的描述中，众筹的方式与SEC制定的D条例504条款所允许的募集方式非常相似，因此可以当做一种股权类直接融资。而JOBS法案也被看做官方承认众筹合法的依据。

11 See: Ethan Mollick. The Dynamics of Crowdfunding Determinants of Success and Failure. SSRN Electronic Journal. SSRN. doi:10.2139/ssrn.2088298, 2012.

12 See: Ordanini A, Miceli L, Pizzetti M. Crowd-funding: Transforming customers into investors through innovativeservice platforms. Journal of Service Management, 2011.

13参见：孟韬，张黎明，董大海，众筹的发展及其商业模式研究，管理现代化，2014。在该文中，作者认为众筹模式的结果为：捐赠与赞助模式、预售模式、借贷与股权投资模式。

14参见：黄迈，杨哲，何小锋，商业银行参与P2P网络借贷的战略分析与路径选择，金融科技时代，2014。

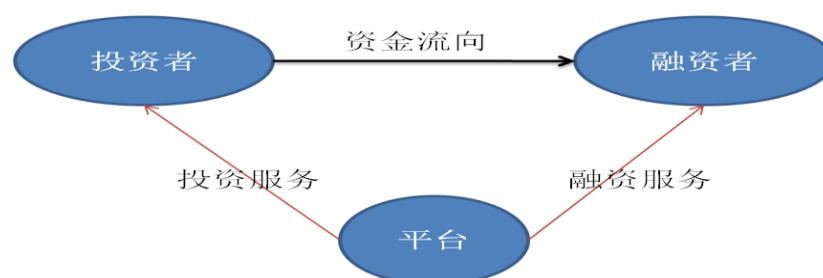
在该模式下，平台的收入来源仅为借入的费用中直接收取的手续费。在实践中，国外的平台基本均采用这种模式，例如全球最大的网络P2P平台Prosper、英国P2P平台的始祖Zopa、全球最大的众筹网站Kickstarter、全球首个采取股权融资方式的众筹平台Crowdeube；而在国内主要代表为拍拍贷。

“自营模式”是指网络平台在过程中不仅提供中介服务，还通过各种形式介入借贷交易中，如作为中间人先放贷给借款人，再将债权转让给投资者，其收益不仅来自于中介服务，还要求获得一定的风险收益。在该模式下资金其实分为两段进行，三者间的法律关系因为资金的走向不同，权利义务的显得更为复杂。在实践中代表有宜信、红岭创投等。例如宜信模式没有采用竞标撮合，而是为融资者提供全程式的理财服务，目前有包括宜信宝、月息通、固定期限出借方式、月满盈、月定投和公益理财等产品。通过为平台两端的客户提供包括信用咨询、评估、信贷方案制定、协议管理、回款管理等多方面的全程信用管理和财富管理服务的损失。实际上宜信已经突破了为借贷双方提供借贷信息的贷款平台功能，其研发出的理财产品使得宜信自己成为了“二传手”，其将自有资金先借贷出去，再将债权转让给贷款人。宜信像一个流动的“供应池”，随时向贷款人提供债权或者再行受让贷款人的债权¹⁵。

四、不同商业模式下融资类互联网金融面临的法律问题

（一） 中介模式下的问题与对策

在中介模式下，投资者、融资者、交易平台三者间的关系相对简单（如图一）：



图一

资金直接从投资者流向融资者，并不通过网络平台，投资者和融资者之间构成直接资金关系（借贷或投资）；网络平台作为金融服务者的角色出现，向投资者提供投资服务，向融资者提供融资服务，并且按照服务收取相应的费用。因此，就法律逻辑而言，要实现全流程的合法，需要每一个节点上法律关系均合法，具体需要回答如下问题：

1. 借贷关系下，投资者是否是适格的借贷主体？
2. 融资者的融资行为与非法集资的区别？
3. 交易平台是否能够提供金融服务？在提供金融服务的同时是否应当承担普通金融机构应当有的义务，例如反洗钱、反欺诈等。

首先，在我国法律明文规定只有金融机构才是合法的放贷人¹⁶，不管是广泛的投资者或者自营模式下网络平台提供资金，都不属于合法的“放贷人”。若投资者是个人，其实质是民间借贷的网络版¹⁷，只要双方当事人意思表示真实即可认定有效，但利率不得超过人民银行规定的相关利率¹⁸；若投资者为公司，我国法律从本质上历来反对公司资金拆借行为，尽

15参见：沈霞，P2P网络贷款的法律监管探究，华东政法大学硕士论文，2012。

16参见：《贷款通则》（1996）第二条：“本通则所称贷款人，系指在中国境内依法设立的经营贷款业务的中资金融机构。”

17参见：陈静俊，P2P网络借贷：金融创新中的问题和对策研究，科技信息，2011。

18参见：《关于人民法院审理借贷案件的若干意见》第六条：“民间借贷的利率可以适当高于银行的利率，各地人民法院可根据本地区的实际情况具体掌握，但最高不得超过银行同类贷

管根据新《公司法》第 148 条第 3 款¹⁹有所突破,承认公司可以在一定条件下进行资金拆借,但是该条仅仅是对本金的承认,对利息是否收到法律保护却无定义²⁰。可见,并非任何主体都是适格的投资者,只有“个人”才能符合法律的规定。美国实务界经验也从侧面证明了这一结论,例如 Prosper 就规定只有具有美国合法公民身份、达到平台评分要求,拥有个人税号、银行账号等的注册客户,才可以从事平台内的借贷交易²¹。

其次,根据刑法及有关规定,针对不特定多数人进行融资并承诺给予回报的行为,极易构成非法吸收公众存款罪²²,该罪需要同时具备四大要件:一是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;二是通过媒体、推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣传;三是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;四是向社会公众即非特定对象吸收资金²³。对融资类互联网金融而言,似乎除不求回报的公益活动外,融资者的行为无论债权还是股权分红、实物回报均构成该罪。但需要注意的是,该罪规定在刑法“破坏金融管理秩序罪”一节,其只有满足对金融秩序的扰乱的主观构成要件时,才能满足基本要件,即只有融资者利用吸收的“存款”进行货币资金的经营时,才能认定为扰乱金融秩序²⁴。从此看来,似乎还有融资类互联网金融存在的法律空间²⁵。

最后,对交易平台而言,其提供的服务实质上是一种金融撮合服务。目前并没有法律严格规定交易平台不能够进行撮合服务,但是也没有规定其在进行该等行为时候必要的义务。因此交易平台并不必须承担一般金融机构所具备的反洗钱的义务和保护投资者的要求,这也使得金融交易的参与者合法权利无法得到有效保护。但是根据以上两点的分析,平台要避免成为非法集资的共犯,起码具有审核投资者资质和监控资金合法性两个义务。相比较而言,美国和英国的做法更加值得借鉴。在美国的 JOBS 法案中,交易平台被认为是市场的重复参与者,对其的监管可以非常有效且降低和分散监管成本,因此被 SEC 认定为重点监管对象²⁶。SEC 有权对集资门户网站进行检查、执法和其他规则制定权,州一级监管机构保留欺诈或者非法行为的司法权,同时,通过职业操守、强制注册、与成本相匹配的信息披露要求、强制征信尽调、信誉评价机制、确保投资者年底投资总额上限等多种方式²⁷,交易平台被赋予了

款利率的四倍(包含利率本数)。超出此限度的,超出部分的利息不予保护。”

19该款规定“董事、高级管理人员不得有下列行为:违反公司章程的规定,未经股东会、股东大会或者董事会同意,将公司资金借贷给他人或者以公司财产为他人提供担保;”

20例如在《自贡宏图建筑工程有限责任公司与北京天门伟业房地产开发有限公司企业借贷纠纷一案》((2009)通民初字第8548号)中法院未支持关于利息的诉讼请求,但并未对此说明具体理由。但是在《北京北辰实业集团公司与深圳市亚奥数码技术有限公司企业借贷纠纷案》((2008)高民终字第1388号)中,法院鉴于亚奥数码公司实际占有和使用了该资金,依照公平原则酌定亚奥数码公司应自2006年1月1日起至款项实际返还之日止,向北辰集团支付资金占用费,按照中国人民银行同期一年期存款利率标准计算。

21<http://www.prosper.com/>,最后登陆于2014年5月24日。

22参见《刑法》第一百七十六条:“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……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。”

23参见《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》第一条。

24参见张明楷,刑法学(第三版),法律出版社,2010,584页。

25例如“点名时间”明确回报必须不能为股权或是资金,也不许诺资金上的回报,从而使支持者对一个项目的支持属于购买行为,而不是投资行为。实际上,也是一个法律的擦边球。

26 See: Heminway, Joan, Shelden Hoffman. Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933. Tennessee Law Review, 2011(3).

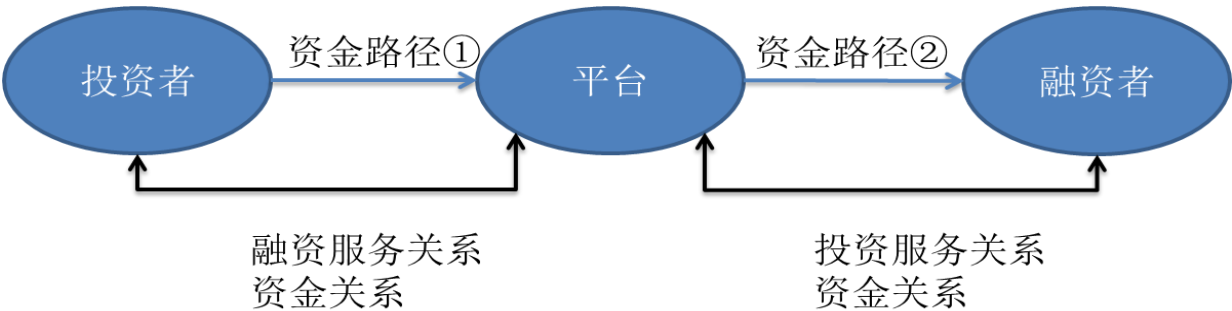
27例如,JOBS 法案规定 10 万美元以下的融资,需要主要行政人员将过去财政年度的所得

较多的保护金融投资者和融资者权利的责任²⁸。在实践中，英国的 Zopa 也是如此，Zopa 责任包括借贷双方交易中所有有关借款的所有事务，完成法律文件、执行借款人的信用认证以确定基本利率标准、雇佣代理机构为出借人追讨欠账等等²⁹，这种模式受到了业界的认可，使得 Zopa 在 2010 年与 2011 年连续获得“最值得信任的个人贷款平台”荣誉。

综上所述，在中介模式下，融资类互联网金融要实现现有法律体制下的合法运行，平台的责任重大，必须严格审核适格的投资者和借款人主体资质，同时对资金的来源和流向合法性需要承担相应的责任。需要说明的是，如果平台希望得到发展，保护投资者利益也是必备的条件之一。

（二） 自营模式下的法律问题与对策

在自营模式下，投资者、融资者、交易平台之间的权利义务相对比较复杂（如图二）：



图二

资金从投资者到达融资者的路径从法律上被切割为两段（资金路径①和资金路径②），因此在投资者和网络平台、网络平台和融资者之间形成了更为复杂的法律关系，往往是资金关系与金融服务关系的叠加。

在该模式下，除需要回答作为服务者需要面对的三个问题外，还会面对一个最重要的一个问题：网络平台是否具有吸收资金和经营资金的资格？这是因为在该模式下，网络平台成为了实际的出资方，投资者和融资者之间并不直接构成投融资关系，同时网络平台完成了实质的吸收资金和运营资金的功能。目前，这一功能只有特定的金融机构才能具有（如上文所述），究其本质而言，在现有法律下该模式均构成非法吸收存款罪³⁰。但是在实务中，此模式往往因为收益较高、方式灵活、成本较低而被广泛使用。

基于此，到底是通过刑法严格规定而禁止，还是通过其他办法，例如发放牌照将网络平台纳入金融行业的范围进行规制，尚待考证³⁰。就合理推进行业健康发展而言，本文认为，在现有法律框架下，通过推进金融机构对其重组收购或者发放牌照并纳入监管等方式赋予其应有的法律主体地位，似乎成为解决该问题唯一的路径。

五、小结

综上所述，不同商业模式下融资类互联网金融所涉及的法律问题并不完全一致，在不改变现有法律的基础上，只有中介模式融资类互联网金融平台在履行包括严格审核适格的投资者和借款人主体资质和监控资金来源（反洗钱）和投向（非资金经营使用）才具有法律上存在的空间；而自营模式下的互联网金融平台因为带有“原罪”，从根本上就不被法律所承认，

税纳税申报表和未经审计的财务报表确认无误即可；10 万美元到 50 万美元的发行，财务报销需要一个独立会计师的审阅；50 万以上，则需要提供经过审计的财务报告。这些资料，又全部需要交易平台进行核实。

28See: Jumpstart Our Business Startups Act.

29参见：辛宪，P2P 运营模式探微，商场现代化，2009.

30在美国，参与众筹要求是适格的投资者必须在 SEC 注册的金融中介机构进行，不能直接在发行人和投资者之间完成，发放专项中介牌照成为承认众筹平台法律地位的标志。

要对其合法化，须有有关机构出具关文件，确定其业务主体资格和资质，例如发放牌照，方可解决。