HAN KUN
汉 坤 律 师 事 务 所
Han Kun Law Offices

# 汉坤专递

2022 年第 6 期（总第 182 期）

© 2022 Han Kun Law Offices. All Rights Reserved.

# 新法评述

1、新《反垄断法》解析系列文章 — 经营者集中：处罚金额的提高与新旧法的衔接问题

2、Web3.0 投融资法律指南系列：融股 or 融币？Tokenomics 如何定？

# 新法评述

## 1、新《反垄断法》解析系列文章 — 经营者集中：处罚金额的提高与新旧法的衔接问题

作者：公司合规部

### 前言

《反垄断法》修正草案（二次审议稿）已于 2021 年 6 月 21 日提请十三届全国人大常委会第三十五次会议进行第二次审议，并于 2022 年 6 月 24 日正式审议通过，将于 2022 年 8 月 1 日起正式实施。这是《反垄断法》立法近 15 年以来的首次修订，也是自 2018 年起国务院反垄断委员会将《反垄断法》修订工作列入工作计划后，酝酿近四年的立法成果。此次《反垄断法》修订总结了反垄断执法经验，借鉴国际经验，并结合国内市场发展现实，对反垄断相关制度规则作了进一步完善，体现了国家制定和实施与社会主义市场经济相适应的竞争规则，健全统一、开放、竞争、有序的市场体系的决心与方向。

为了帮助大家第一时间了解立法动态与变化，对于本次《反垄断法》修订的主要内容，我们将根据《反垄断法》历次修正草案以及媒体公开报道的信息，以系列专题文章的形式进行逐一解读。本文将重点解读实务中一个备受关注的话题：违法实施经营者集中处罚金额的提高与新旧法的衔接问题。

### 一、违法实施经营者集中处罚力度提升

根据此前公示的多个版本修正草案，新的《反垄断法》很可能会大幅提升违法实施经营者集中的处罚力度。具体而言，新《反垄断法》预计将区分违法实施经营者集中的排除、限制竞争效果，对于不具有排除、限制竞争效果的经营者集中，罚款上限由原来的 50 万元上升至 500 万元；而对于具有排除、限制竞争效果的集中，除原有的责令停止集中、恢复到集中前的状态等措施外，同时处上一年度销售额 10%以下的罚款。

此外，对于极端情况下严重违反《反垄断法》的行为，情节特别严重、影响特别恶劣、造成特别严重后果的，反垄断执法机构还可以在前述罚款金额的二倍以上五倍以下范围内确定具体罚款数额。换言之，对于特别严重的违法实施经营者集中行为，最高可处上一年度销售额 50%以下（有排除限制竞争效果）或 2,500 万元以下（没有排除限制竞争效果）罚款。值得注意的是，该项罚则适用条件较为严格，需要达到“三个特别”，即情节特别严重、影响特别恶劣、后果特别严重，目前对“三个特别”标准尚无具体说明。

处罚力度的提升早有预期。普遍认为，上限 50 万元的罚款额度相较于动辄上亿交易金额的交易而言明显偏低，欠缺威慑力。而本次靴子落地，大幅提升了企业的违法成本，将促使相关企业更加重视经营者集中的合规，避免受到高额罚款。

### 二、新旧法的衔接问题

新《反垄断法》将于 2022 年 8 月 1 日起实施，距今尚有一个多月的时间，而与此伴随而来的一个问题引起了企业的重点关注，即新旧法罚则如何衔接？尤其是执法机构查处新《反垄断法》出台之前完成的未依法申报交易时，应当如何适用罚则？

对违法实施经营者集中行为的处罚性质上是一种行政处罚。我国《行政处罚法》第三十六条规定如下：

“违法行为在二年内未被发现的，不再给予行政处罚；涉及公民生命健康安全、金融安全且有危害后果的，上述期限延长至五年。法律另有规定的除外。

前款规定的期限，从违法行为发生之日起计算；违法行为有连续或者继续状态的，从行为终了之日起计算。”

上述规定对于涉嫌违法实施经营者集中的交易可能适用罚则的判断，带了如下问题：

一是两年的追诉时效何时起算。对于一个涉嫌违法实施经营者集中的交易而言，如果交易之后所涉实体的存续状态和控制权结构没有发生变化，则至少从理论上可能认为违法实施经营者集中的状态仍在继续，因此存在是否可能适用《行政处罚法》第三十六条第二款关于“违法行为有连续或者继续状态的，从行为终了之日起计算”规定的疑问；

二是“违法行为在二年内未被发现的”应当如何理解。对于涉嫌违法实施经营者集中的交易，由于交易规模往往较大，且出于宣传的需要，在交易发生时可能有大量的公开报道，因此才产生了该等违法状态是否已经在两年内被执法机关发现的疑问。

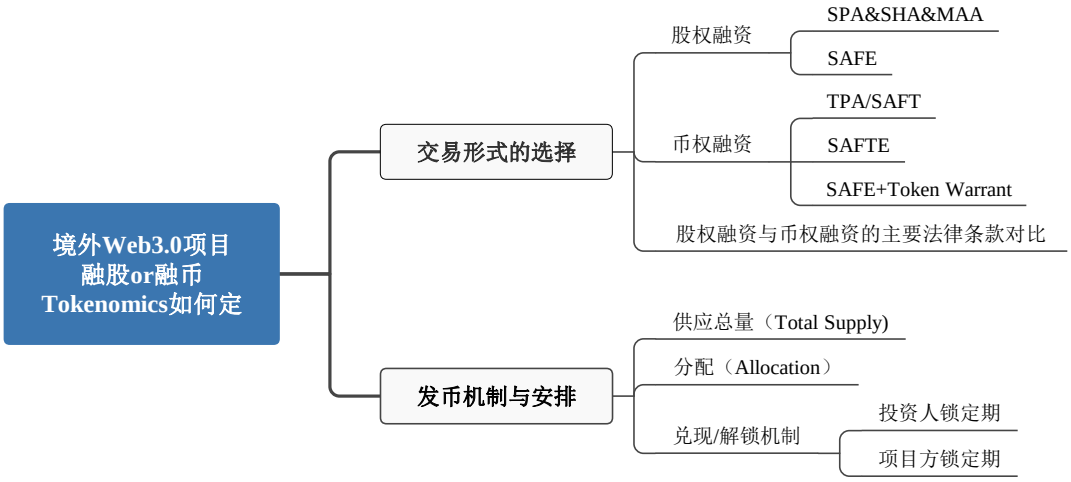
由于上述问题的存在，除了新《反垄断法》生效后发生，或者新《反垄断法》生效之前已有处理结果的交易适用的罚则较为明确，其他交易面临的法律后果存在较大的不确定性，需要反垄断执法机构在后续的实施细则和执法实践中予以澄清。我们也希望反垄断执法机构在推行新法、制定实施细则并解释和执行相关法律条文时能充分考虑《行政处罚法》第三十七条所确立的从轻原则。

## 结语

十四年磨一剑，新《反垄断法》的出台是对《反垄断法》实施以来所出现问题的总结回应，也是国家在制定和实施与社会主义市场经济相适应的竞争规则，健全统一、开放、竞争、有序的市场体系的有益探索，势必对未来企业合规、反垄断执法等产生重要影响。我们也将结合企业反垄断合规关注的热点和难点，通过一系列文章对新《反垄断法》进行深度解析。

## 2、Web3.0 投融资法律指南系列：融股 or 融币？Tokenomics 如何定？

作者：李胜丨李士堃丨张超




### 一、交易形式的选择[1]

如本指南此前系列所述，由于代币经济在 Web3.0 项目中的显著重要性，在境外 Web3.0 项目的融资中，币权融资往往会成为股权融资的补充甚至是替代方式，即一个项目中，有可能会出现同时进行股权融资（Equity Financing）和币权融资（Token Financing），也有可能会只进行币权融资。二者背后的商业逻辑、估值模型和核心安排均有不同，因此也基于不同项目类型、所属地域监管要求等组合、变种成不同的交易形式和对应的法律文件。

#### （一）股权融资（Equity Financing）

1. 对于一些倾向于提供底层技术类服务或其他技术支持业务的 Web3.0 项目，其在融资阶段可能并未确定发币意向，且未来也不一定会创设或发行 Token，这类项目通常和传统的投融资项目类似，直接进行股权融资，签署惯常的股权投资交易文件。但鉴于项目方业务领域涉及 Web3.0，不排除其将来的发展方向可能会涉及 Token 发行，通常投资人和项目方也可能结合项目预期在股权交易文件中加入一定的币权条款，但这类条款相对简单。

2. 交易文件类型：

(1) **SPA（Share Purchase Agreement）+SHA（Shareholders Agreement）+MAA（Memorandum and Articles of Association）：**投资人的投资目的系认购股权，惯常约定一系列优先股东权利。

同时，在该等股权交易文件中可能会加入一定的币权条款，视项目情况约定，通常包括如果项目方创设或发行 Token 时，投资人如何获得相应的币权映射。

(2) **SAFE（Simple Agreement for Future Equity）：**系 SPA 的变种，主要用于非常早期的小额融资项目，机制为由投资人先提供投资款，后续公司正式股权融资时再将 SAFE 自动转为届时相应发行

[1] 本文仅讨论境外 Web3.0 项目在 PE/VC 中的交易形式，对于 ICO/ITO（Initial Coin/Token Offerings）、IEO（Initial Exchange Offerings）、STO（Security Token Offerings）等公开募资的形式不再讨论或赘述。

的优先股份。相较 SPA 和 SHA 等完整的融资文件，SAFE 通常不会约定具体的优先权利，也不会有复杂的陈述保证、交割条件等，仅主要约定投资款金额、后续转股适用的估值、特定条件下的还款安排，通常签约即打款。

虽然 SAFE 这一形式并非近期才出现，但传统投融资项目中投资人为了保障自己的完整优先权利，特别是中国背景的投资人，基本很少接受公司采用 SAFE 形式融资。但随着近期 Web3.0 项目的再次兴起以及考虑到这类项目融资额偏小、交易速度快且境外投资人（特别是美国背景 VC）对 SAFE 的接受度高等特点，SAFE 又重新受到了众多交易方的青睐，而且这类项目中股权的重要性被币权的出现所弱化，大多数投资人也逐渐更能接受项目方通过 SAFE 的形式进行股权融资。

**（二） 币权融资（Token Financing）**

1. 相比传统的股权融资，很多 Web3.0 项目中投资人的退出渠道更多是在相关项目的 Token 完成 IEO 并解锁之后对其所持有的 Token 进行自由处置；项目方也大概率并不计划进行股份的 IPO，而是在相关的代币交易所完成 Token 的公开上所发行。在这种类型的项目中，投资价值不体现在股权而是币权，投资人更关注认购的 Token 的比例及其价值，往往会选择直接购买 Token 而非股权，由此便衍生出了币权融资（Token Financing）。

2. 交易文件类型：

(1) **TPA（Token Purchase Agreement）或 SAFT（Simple Agreement for Future Tokens）：**约定投资人用一定金额的投资款购买项目方发行（或未来拟发行）的一定数量或比例的 Token。上述两种文件中，TPA 通常适用于项目方已经创设 Token 的情形（即使尚未公开或对外发行），其内容比较完整，基本与股权融资中的 SPA 结构类似，会有买卖双方完整的陈述保证、Token 的介绍与描述、买方的特定权利、Risk Factors、违约赔偿、终止情形等条款；而 SAFT 内容会更为简单，仅主要约定认购金额、购买单价及数量或购买比例。由于 SAFT 基于的背景是项目方尚未正式创设或发行 Token，因此其中陈述保证、交割条件等条款的内容都会尽量简化。从近期项目经验来看，对于早期 Web3.0 项目中的币权融资，大多数项目方会倾向于选择 SAFT 这种更为简单的文件类型。

(2) **SAFTE（Simple Agreement for Future Tokens or Equity）：**系 SAFE 和 SAFT 的结合，通常约定为“二选一”的机制，即（1）如果项目方在股权融资前先完成了 Token 的发行，则该等投资款自动转为币权投资款，项目方基于约定的 Token 估值给投资人分发相应数量的 Token；（2）如果项目方先进行正式股权融资，则该等投资款自动转为股权投资款，项目方基于约定的公司估值（公司估值与 Token 估值不一定相同）给投资人增发相应比例的公司股权。此外，如果股权融资和 Token 发行同时发生的，则会给到项目方或者投资人选择权，决定发股抑或发币。SAFTE 相较 SAFE 或 SAFT 更为灵活，给了项目方一定的选择空间，即项目方可以在拿到投资款后根据实际运营情况考虑进行股权融资或币权融资。但从我们的项目经验来看，目前 Web3.0 项目采用 SAFTE 形式的占少数。

(3) **SAFE + Token Warrant / Side Letter：**投资人与项目方签署 SAFE，投资人投入的资金被定性为股权投资款，同时双方再签署一份 Token Warrant 或 Side Letter，约定如果项目方发行 Token，投资人有权免费或以很低的价格取得一定数量或比例的 Token。

如我们此前系列中对美国证券法对 Token 监管的分析，这一形式的出现和兴起在一定程度上是为了顺应美国证券监管的合规要求或相关代币交易所的特定要求（但尚未得到 SEC 官方认可），**根据我们的经验以及对 Web3.0 的 PE/VC 投资交易的观察，近期大部分项目（特别是美国项目）偏向于采用 SAFE + Token Warrant 的形式进行融资。**

（三）股权与币权融资的主要法律条款对比

| 事项 | 股权融资 | 币权融资 |
| --- | --- | --- |
| **属性** | 证券属性 | 功能型代币（Utility Token）具有功能属性、证券型代币（Security Token）具有证券属性 |
| **适用法律** | 公司法、证券法 | 多数法域暂无专门针对 Token 融资的明确法律；如果构成证券型代币，证券法的规定会适用 |
| **文件类型** | SPA & SHA & MAA、SAFE | TPA、SAFT、Token Warrant |
| **融资款种类** | 通常为法定货币 | 除法定货币外，项目方有时也可接受稳定币或其他虚拟货币（例如比特币） |
| **退出渠道** | IPO | ICO（Initial Coin Offerings）、IEO（Initial Exchange Offerings）或 STO（Security Token Offerings） |
| **锁定期** | 按照上市规则适用法定锁定期 | 适用公司拟定的锁定期，且不同类型的 Token 持有人会适用不同类型的锁定期；上代币交易所时也会根据交易所的意见对锁定期调整 |
| **流动性** | 较低，可能受限于相关变更登记程序 | 较高，解锁后可实时自由转让 |
| **投票权** | 作为股东参与股东会表决<br>如有董事席位，可参与经营治理事项的表决 | 一般情况下，Token 持有人对项目方本身的公司经营治理没有投票权；在 DAO 的机制下，持有治理代币的主体可根据 DAO 项目的具体规则参与经营治理事项的议案提出及表决 |
| **其他优先权利** | 一系列优先股东权利，视项目情况，包括优先认购权、优先购买权、共售权、分红权、赎回权、优先清算权、反稀释权、一票否决权等 | 大部分优先权利均不适用（个别如反稀释权可有例外），但是如果投资人另外也签署股权文件（例如股东协议），则投资人也会享有惯常的股权融资中的优先权利 |

## 二、常见的发币机制与安排

截至 2022 年 5 月，我们结合已有项目经验和部分典型/知名项目的公开信息，并在 Binance[2]、Coinbase[3] 等几家境外主流代币交易所检索选取了近期在该等交易所 IEO 的全部新上 Token，以及近几个月可交易且涨幅排名在前的部分 Token 的相关公示信息（合计约 50 家）等作为参考样本，将目前境外 Web3.0 项目发币的常见机制与安排分类梳理如下，以便项目方及投资人在参与 Token 设计、规划和发行时有所参考和注

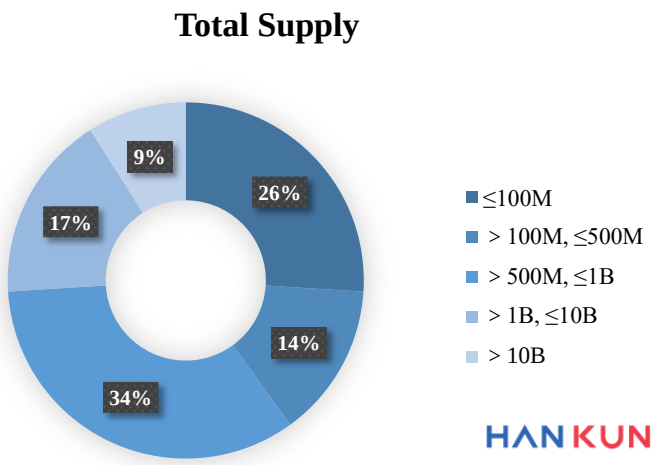
[2] https://www.binance.com/en/markets/newListing。

[3] https://www.coinbase.com/price。

意。

### （一）供应总量（Total Supply）

在我们检索核查的境外 Web3.0 项目中，大部分项目中供应的 Token 的总量是固定的，不同区间的 Total Supply 分布如下。




该等项目中，仅有很少数项目明确说明其 Total Supply 并非固定数字，而是动态或定期调整。典型的包括 MakerDAO 发行的 MKR Token[4]、Uniswap 发行的 UNI Token[5]以及 STEPN 发行的 GST[6]：（1）关于 MKR，其系 MakerDAO 和 Maker Protocol 的治理代币（Governance Token），用于运营及管理稳定币 DAI；出于维持 DAI 与美元的稳定关系（尽量保持 1DAI≈1USD），MKR 的 Total Supply 是不固定的，其发行和移除会由一套复杂的机制管理运行；（2）关于 UNI，同样也属于治理代币，任何持有 UNI 的人都可以对可能改变 Uniswap 协议的操作或基础设施的开发提案进行投票；为了促使 UNI 持有人积极参与生态系统的建设而非仅作为被动投资者坐享其成，UNI 的 Total Supply 也是不固定的，在其初次发行期满四年（2024 年 09 月）后，会以每年 2%的固定通胀率增发；（3）关于 GST，其属于功能型代币，供应总量无任何上限，用户在该项目 APP 购买相应的跑鞋装备后通过运动即可赚取 GST（即 Move-to-earn 的概念），GST 可用于升级装备（升级的同时会消耗 GST），升级到一定等级的装备后运动即可赚取 GMT（治理代币，其供应总量有上限），拥有 GMT 的持有人可参与相关运营事项的表决。

### （二）分配（Allocation / Distribution）

Token 的分配对象通常包括：（1）私人出售（Private Sale，IEO 前 PE/VC 融资阶段认购未来发行的 Token 的投资人通常属于这部分）；（2）团队、员工、项目公司；（3）社区、社区金库（Community Treasury）；（4）营销（Marketing）、顾问（Advisor）、合作方（Partner）；（5）公众流通（Public Sale，即通过 IEO 公开出售的 Token），视不同项目情况还可能有其他新增或细化类别。结合我们的项目经验，对于持有一定股权比例的投资人，如果根据交易安排有权获得一定比例的币权时，其所获 Token 在 Total Supply 中的占比也会采用不同的公式来确定。

[4] https://makerdao.com/。

[5] https://uniswap.org/。

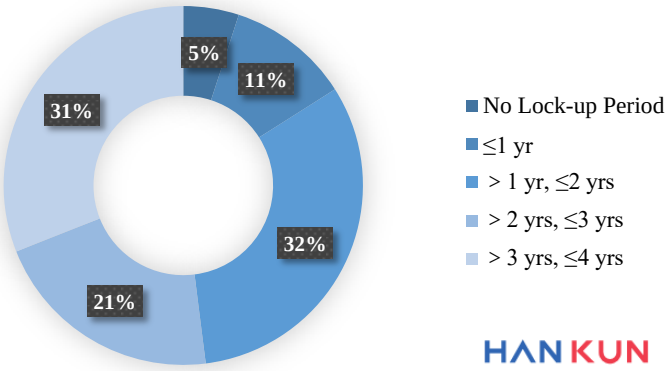
[6] https://stepn.com/litePaper。

### （三）兑现/解锁机制（Vesting / Release Schedule）

在我们整理的已公示或确定兑现/解锁机制的样本案例中，

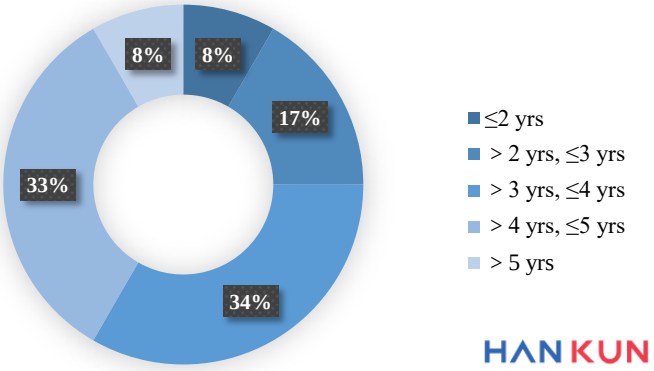
1. 投资人获得的 Token 的兑现/解锁期大部分都在 2 至 4 年的区间内，在该等期限内，视不同项目情况，对于投资人获得的 Token，有些会在 IEO 后先受限于一定期限的 Cliff，然后在剩余期限内分批兑现/解锁，有些则无 Cliff 安排，在 IEO 之日起分批兑现/解锁，项目方将按照时间表分批向投资人交付相应的 Token。各区间具体占比如下：

**Investor's Vesting Schedule**




2. 项目方（创始人及团队）获得的 Token 的兑现/解锁期大部分都在 3 年或以上，部分项目对于创始人和团队甚至约定了超过 5 年的兑现/解锁期，各区间具体占比如下：

**Team's Vesting Schedule**



## *特别声明*

汉坤律师事务所编写《汉坤专递》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所的下列人员联系：


**北京　金文玉　律师：**

电话：　+86 10 8525 5557

Email：　wenyu.jin@hankunlaw.com

**上海　曹银石　律师：**

电话：　+86 21 6080 0980

Email：　yinshi.cao@hankunlaw.com

**深圳　王哲　律师：**

电话：　+86 755 3680 6518

Email：　jason.wang@hankunlaw.com

**海口　朱俊　律师：**

电话：　+86 898 3665 5000

Email：　jun.zhu@hankunlaw.com

**香港　陈达飞　律师：**

电话：　+852 2820 5616

Email：　dafei.chen@hankunlaw.com