

NEWSLETTER 中伦 e 简报 深度观察



中倫律師事務所
ZHONG LUN LAW FIRM

【跨境投资与交易】

“一带一路”债券 01 /
在沪深交易所市场迎来新机遇

跨境知识产权 02 /
许可交易的三大纪律八项注意

【投资与对赌】

IPO语境下对赌条款的 03 /
成本、风险及对策

对赌玄机：如何应对投资和并购中 04 /
不可预知的风险？

【新经济模式】

区块链及数字货币投资 05 /
——中国法下投资路径及监管分析

“一帶一路”債券 在沪深交易所市场迎来新机遇

作者：王湘红 李柏慧



王湘红
合伙人
北京办公室
86-10-59572007
wangxianghong@zhonglun.com

李柏慧
律师
北京办公室
86-10-59572372
libaihui@zhonglun.com

2018年3月2日，上海证券交易所（以下简称为“上交所”）及深圳证券交易所（以下简称为“深交所”，与上交所合称为“沪深交易所”）分别发布了《关于开展“一带一路”债券试点的通知》（以下简称为“通知”）。通知的发布，无疑是我国金融对外开放的又一重要里程碑，为我国债券市场对外开放营造了更加开放、规范的市场环境，为“一带一路”债券的发展带来了新机遇。本文主要就通知的具体内容进行梳理，结合近年来“一带一路”债券的发行案例做以简析，并介绍了中国律师在此类项目上能够承担的角色，供参考、交流。

第一部分\ 通知的主要内容

（一）“一带一路”债券的定义

通知首先对于“一带一路”债券的范围进行了明确定义，包括：

① “一带一路”沿线国家（地区）政府类机构在交易所发行的政府债券（以下简称为“‘一带一路’政府债券”）；

② “一带一路”沿线国家（地区）的企业及金融机构在交易所发行的公司债券（以下简称为“‘一带一路’公司债券”）；及

③ 境内外企业在交易所发行的，募集资金用于“一带一路”建设的公司债券（以下简称为“‘一带一路’建设公司债券”）（上述三类债券统称为“‘一带一路’债券”）。

上述关于“一带一路”债券的定义，将发行人所在地域和募集资金用途两个维度进行结合，从形式和内涵角度对于《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》中“资金融通”¹部分关于债券发行的规划进行了进一步拓展和开放。

（二）关于“一带一路”债券的发行、上市交易或挂牌转让、信息披露安排的基本要求

通知对于三类“一带一路”债券的发行、上市交易或挂牌转让、信息披露安排进行了分别规定，具体如下：

1. 国家发展和改革委员会、外交部、商务部《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》：“四、合作重点…… 资金融通。……支持沿线国家政府和信用等级较高的企业以及金融机构在中国境内发行人民币债券。符合条件的中国境内金融机构和企业可以在境外发行人民币债券和外币债券，鼓励在沿线国家使用所筹资金。”



“一带一路” 政府债券

一、发行人应当在发行前向交易所提交以下文件，并由交易所备案：

1. 符合发行人所在国家法律规定的关于发行本次债券的审批或授权等文件；
2. 债券募集说明书，包括发行条款、发行安排、发行人基本信息、经济财政状况、信息披露安排、投资者保护机制等；
3. 主承销商核查意见；
4. 中国境内及发行人所在国家（地区）律师分别出具的法律意见书；
5. 反映发行人主要经济数据或财政状况的文件；
6. 境内（深交所特别规定：至少一家）具有从事证券业务资格的资信评级机构出具的信用评级报告；
7. 交易所要求的其他文件。

发行人应当在每期债券发行前通过交易所网站或交易所认可的其他方式披露上述文件和发行方案，发行方案应当明确本期债券发行规模、发行期限、发行方式、认购对象、定价原则等。

（深交所特别要求：申请材料如非中文编制，应当提供中文译本，如不同版本内容不一致的，以中文译本为准。）

二、政府债券在交易所上市交易或挂牌转让，适用交易所的有关交易业务规则。

三、发行人应当按照募集说明书的约定，在存续期内披露上一年度主要经济数据或财政状况、影响发行人偿债能力的重大事件有关情况等。

“一带一路”公司熊猫债券，及“一带一路”建设公司债券	“一带一路”沿线国家（地区）的企业及金融机构发行的公司债券，以及境内外企业在交易所发行的、募集资金用于“一带一路”建设的公司债券，在交易所发行、上市交易或挂牌转让参照《公司债券管理办法》、相关交易所的《公司债券上市规则》、《非公开发行公司债券暂行办法》及业务规则/指南办理。
“一带一路”建设公司债券特别要求	一、募集资金应当用于投资、建设或运营“一带一路”项目、偿还“一带一路”项目形成的专项有息债务或开展“一带一路”沿线国家（地区）业务。在满足上述要求的前提下，允许使用不超过 30% 的募集资金补充流动资金、偿还银行借款。 二、“一带一路”项目应经省级或以上发改部门或其他国家职能部门认定为“一带一路”项目，或为发行人与沿线国家（地区）政府职能部门或企业已签订协议，且已获得有关监管机构必要批复、符合“一带一路”倡议的项目。 三、债券存续期内，发行人应当在定期报告中披露募集资金使用情况、“一带一路”建设项目进展（深交所特别规定：经济效益）情况等。深交所特别规定：受托管理人在年度受托管理事务报告中应当披露上述情况。
“一带一路”债券募集资金涉及跨境资本流动的，发行人应当在募集说明书中披露募集资金使用计划，包括发债规模、汇出境外或境内使用计划、购汇金额及频率等，并遵守相关监管部门的规定。	

（三）通知所标志的重要意义

1. 境外政府类主体发行人民币债券首次纳入交易所市场

通知明确将境外政府类主体发行人民币债券纳入“一带一路”债券范围，此为交易所市场的一次重大突破。

近年来，韩国政府（2015 年 12 月，募集资金人民币 30 亿元）、加拿大不列颠哥伦比亚省（2016 年 1 月，募集资金人民币 30 亿元）、波兰共和国（2016 年 8 月，募集资金人民币 30 亿元）、及匈牙利（2017 年 7 月，募集资金人民币 10 亿元）等政府类机构相继在银行间市场发行了人民币债券。沪深交易所的通知，无疑给予了“一带一路”沿线国家（地区）政府类机构有力的政策支持，境外政府类机构在中国境内人民币市场的募集资金途径也得到进一步丰富。

2. 对境内外企业及金融机构发行人在交易所发行公司债券进行统一规范

根据通知规定，交易所对于“一带一路”公司熊猫债券及“一带一路”建设公司债券，与境内公司在交易所发行公司债券参照适用同等标准。从主体平等角度，对于境内外企业 / 金融机构适用同等标准无可厚非，但是在实务操作领域，对于境外发行人主体兼容问题，比如会计准则的差异，还需交易所市场在实务中不断探索进一步的适用规则。

2017 年 3 月，俄罗斯铝业联合公司（以下简称“俄铝”）成功在上交所非公开发行熊猫债券，这是首单俄罗斯大型骨干企业在中国发行的熊猫债券，也是首单“一带一路”沿线国家企业发行的熊猫债券。在《上海证券交易所服务“一带一路”建设愿景和行动计划（2018-2020 年）》中两次提及该项目，并且上交所计划在该项目的基础上，进一步

研究完善“一带一路”熊猫债券融资机制。俄铝是全球最大的铝生产商，其普通股分别于香港联交所和巴黎的纽约泛欧交易所上市，其俄罗斯预托证券于莫斯科银行间外汇交易所及俄罗斯交易系统进行买卖。随着交易所市场的进一步开放，也将进一步吸引俄铝一类的“一带一路”沿线国家（地区）优质大型企业来华发行人民币债券，为交易所市场注入更多的新鲜血液。

3. 对“一带一路”建设公司债券提出特别要求

通知中对于“一带一路”建设公司债券具体要求，最关键之处，即为对于募集资金使用用途的特别规定。为了保障该类债券的募集资金被切实用于“一带一路”建设，通知对于募集资金用途、补流还贷比例、“一带一路”项目的认定标准，以及债券存续期间募集资金使用情况、项目情况的披露均进行了详细规定。

2018 年 1 月以来，已有多家企业成功注册或发行“一带一路”建设公司债券，涉及的“一带一路”项目包括老挝万象红狮水泥项目（红狮控股集团有限公司“一带一路”建设公司债券）、收购“一带一路”欧洲沿线物流基础设施资产项目（普洛斯洛华中国海外控股（香港）有限公司面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券）及文莱 PMB 石油化工项目（恒逸石化股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券）等。以恒逸石化“一带一路”债券为例，作为通知发布后的首例“一带一路”建设公司债券，发行人在《募集说明书》中就拟投资“一带一路”项目的情况进行了详细披露，包括但不限于：项目基本情况、项目总投资及资金来源、项目建设的必要性、项目境内外审批情况、项目建设进度、资金监管机制等，体现了该类债券有关“一带一路”项目的特别披露重点。

第二部分 \

中国律师在“一带一路”债券项目中的重要作用

(一)“一带一路”熊猫债

“一带一路”政府债券和“一带一路”公司熊猫债券均属于境外主体在中国境内发行人民币债券，也即“熊猫债”。

笔者曾担任承销商的中国法律顾问，承办过俄罗斯铝业联合公司在上海证券交易所以的“一带一路”债券发行项目，此外也曾参与多项银行间市场的政府、企业、金融机构熊猫债发行工作。我们理解，总体上相较于境内主体发债，熊猫债的主要挑战在于境外发行人与境内市场规则之间的磨合。尽管境外发行人此前可能已经在境外债券市场上多次发行各类债券，但在首次进入中国市场时，仍需花费一定精力来适应境内市场的发行要求、披露口径、发行文件要求等。

在熊猫债的发行过程中，中国律师不论作为发行人的法律顾问，还是作为承销商的法律顾问，主要工作均集中于以下几个方面：①交易文件的起草、修改；②协调境外律师进行法律尽职调查，出具法律意见书；③协助发行人及 / 或主承销商提交申报文件及与境内监管机构的沟通；④就与债券发行的相关问题提供法律咨询。中国律师的加入，可以最大程度地加速发行人了解境内债券市场规则的过程，实质性提高债券发行准备过程的效率，例如，非中资境外发行人在熊猫债交易中，由于语言的差别，通常需要准备英文与中文两套交易文件，由中国律师为主撰写交易文件，可最大程度地保持交易文件严谨性，并保证交易文件能够充分符合境内债券市场的要求和规则，从而提高效率和降低发行人的法律风险。

(二)“一带一路”建设公司债券

考虑到“一带一路”建设公司债券中对于“一带一路”项目的特别披露要求，我们理解，在该等项目中，除了常规的熊猫债券及 / 或境内公司债券中的律师工作外，特别需要中国律师牵头项目所在地律师，对于项目的具体合规情况进行全面的法律尽职调查，以便在交易文件中进行全面的披露。

第二部分 \

结语

中国证监会新闻发言人高莉2018年3月

2日在证监会新闻发布会上提到：截至当日，已有7家境内外企业发行“一带一路”债券的申请获得证监会核准或沪深交易所的无异议函，拟发行金额合计500亿元，其中，4家境内外企业已发行35亿元“一带一路”债券²。交易所市场“一带一路”债券方兴未艾，随着两通知的发布，也必然有更多的境内外主体将目光投向沪深交易所债券市场。

2. 信息来源：http://www.xinhuanet.com/fortune/2018-03/02/c_1122479960.htm



跨境知识产权许可交易的 三大纪律八项注意

作者：舒海



舒海
合伙人
上海办公室
+86 21 6061 3650
michaelshu@zhonglun.com

在知识经济快速发展的今天，企业最核心的竞争要素之一便是知识产权。不可否认的是，我国企业的知识产权总体水平仍然远远落后于发达国家，这个差距在短期内还无法弥补。与自主研发相比，通过海外收购或者技术授权，是一个快速进行技术迭代，甚至“弯道超车”的高性价比方式。然而，统计表明，相当数量的跨境并购，并没有帮助企业实现预定的价值目标。根据麦肯锡的一项研究数据¹显示，近10年间，中国已累计达成650多宗1亿美元以上的跨境并购案。而在被统计的近505宗中国企业跨境并购交易中（总值4320亿美元），只有200宗（约1460亿美元）交易完成了既定目标，而其余将近60%的交易并没有为中国买家实现预先设定的价值。

对中国企业来说，通过收购或者许可的方式获得境外知识产权，往往是提升竞争力的捷径。然而，海外收购存在前述的不小的失败概率，而中国企业也面临境外企业由于种种原因不太愿意轻易转让知识产权的情况，这就给希望从海外获得高新技术、知识产权的中国企业带来额外的无形挑战。笔者近年来代表中国客户参与了多起跨境知识产权许可交易²，涉及芯片、医药、制造业、游戏等多个行业领域。结合近年来中国企业跨境知识产权许可交易的相关案例以及笔者自身的心得体会，本文特别总结出中国企业跨境知识产权许可交易的策略以及需要重点关注的条款，我们将其简称为“三大纪律八项注意”。现简要介绍如下：

第一部分 \ 三大纪律之“知己知彼”

在任何商业交易前，充分了解你的交易对手都是明智的。中国企业在知识产权的许可交易中，大多数情况下是作为被许可人的角色，而外国公司作为许可人，拥有商标、专利、技术等知识产权，往往在谈判一开始就处于相对强势的地位。但这态势并不是一成不变的，谈判之前了解对方的动机就显得尤为重要。比如，有的许可交易谈判是在被许可人为了解决许可人提起或拟提起的侵权诉讼的情况下进行的，这种情况下，被许可人就需要考虑败诉的可能性、可能的赔偿额、律师费、败诉对于公司商誉的影响等因素。反之，如果没有这种侵权诉讼，许可交易是基于单纯的商业合作，往往被许可人掌握着一定的生产能力、国内的渠道以及一定的市场影响力，这也是许可人看重被许可人的重要原因，而这时，如果许可人的交易动机是出于财务压力，希望将花费巨资形成的

知识产权转化为新的创收来源，就会更有意愿早日达成交易。有的许可人在相关专利即将到期的情况下，尽早达成协议的心态或多或少会体现在谈判过程中。还有的许可人，其商业目的在于跑马圈地，迅速扩大市场份额，对其它问题的关注自然就少了很多。

第二部分 \ 三大纪律之“找对律师”

在谈判过程中，之所以找对外部律师极为重要，是因为几个关键点决定了整个项目的命运和痛苦指数。一方面，对于风险的判断以及条款的把控，首先需要专业律师的诠释和剖析，律师需要就某个风险因素、某个条款的法律含义和可能的法律后果向客户作出说明，以便客户作商业决策。如果律师自己的专业度有局限——就要有度量和能力找到合适的其他专业律师提供帮助。我们在进行跨境并购交易过程中，负责并购的律师经常协同负责税务筹划和

知识产权的专业律师团队共同参与项目，涉及目标公司所在国家的法律，也要帮助客户找到合适的所在国专业律师一同合作，而绝对不能干“摸着石头过河”的事情，这必然铸成大错。所以，这里的关键词是——“找对”律师。

而所谓“对”的律师，或者说“合适的”律师，专业知识仅仅是一个方面，另外，作为外部顾问，律师应该永远要牢记商业目的是最终的决定因素，在谈判上要能够灵活变通，而不是意气用事，自己“慷慨激昂”，牺牲的则是客户的商业利益。一方面，有时候客户有意在某一个条款上做出妥协，以交换另外的利益，律师就必须要有全局观。另一方面，虽然应该将客户的利益最大化，但仍然要尽可能达成相对公平合理的许可协议，任何一方如果耍小聪明，试图跨越合理界限企图获取不合理的利益，往往都会弄巧成拙。比如许可人的律师针对被许可人可能的轻微违约行为，主张约定巨额违约金，就容易使磋商演变为毫无意义的争论。

很多律师往往喜欢扮演一个强硬的谈判者。实话说，在商业谈判中寸步不让并不是维护客户利益的最佳方式。相反，律师要善于利用专业知识和经验，提出建设性的方案，做有效的沟通者。律师还要避免过分追求一份完美的许可协议而使得谈判进程陷入停滞的局面。

1. 中企跨境并购十年回顾，岑明彦（David Cogman），欧高敦（Gordon Orr），麦肯锡，〈2017年4月11日〉，见：<http://www-mckinsey.com.cn/中企跨境并购十年回顾/>。该统计基于2006年至2016年间的505宗跨境并购交易进行统计分析。

2. 比如超威动力控股有限公司(00951.HK)旗下全资子公司超威镍钴与美国通用电气公司成立合营公司并独家引进通用电气的钠盐电池专利和技术的交易；一家中国的物联网芯片设计公司（作为许可人）与全球芯片巨头英特尔（作为被许可人）的技术许可交易；美罗药业从阿斯利康药业获得 Crestor（瑞舒伐他汀钙，中文商品名：可定）原研药专利和技术的排他许可，“可定”主治原发性高胆固醇血症和混合型血脂异常症，属阿斯利康的重重量级药物；中国新城市商业发展有限公司(01321.HK)之全资子公司金胜企业有限公司与美国知名亲子家庭俱乐部 Maggie & Rose 在香港组建合营公司，Maggie & Rose 通过知识产权许可协议，授权合营公司独家将 Maggie & Rose 品牌亲子俱乐部引入中国内地以及澳门和台湾地区；以及一家中国的游戏发行公司分别与数家世界知名游戏公司之间就索尼PS4平台上的进口网络游戏的独占性著作权许可交易。



总之，律师的作用在于准确地表达双方协商达成一致的交易内容，预测并努力降低客户的风险，尽力促成交易的完成。律师当然需要从法律的视角来处理知识产权许可协议，确保协议的有效性，不包含无效的、不合法的或者相互冲突的条款。但是，客户最终还是会评估这份协议会给业务带来怎样的影响。因此，知识产权律师非常需要培养自己的商业视野，除了法律专业知识，还需要具备商业敏感性和一定的创造力。

而合适的律师，必然是能够灵活应变，善于寻找解决方案，并且沟通能力一流，同时又懂得维护客户利益的律师。

第三部分 \ 三大纪律之“运筹帷幄”

对于技术许可或者以获得技术为目的的并购，国内有的企业负责人往往亲力亲为，一开始就直接面对境外公司的专业律师，或者公司仅仅派遣商务人员来参与谈判，在协议签字之前匆忙让外部律师快速检查一下，这种谈判方式虽然可能很快达成协议，但往

往既隐藏着巨大的法律风险，同时在价格和条款上吃亏，一上来就陷入对方的“套路”被人牵着鼻子走。

要想谈判处于优势地位，靠的不是“钱多任性”，而是运筹帷幄，做足功课，尤其是知识产权和法律方面的功课。因为对于被许可人而言，对技术（知识产权）分析得越透彻，达成商业目标的可能性越大。例如，我们会帮助客户对于该许可交易，制定替代方案——例如，许可人的专利和技术，业内有没有替代的技术方案？一般来说，替代方案越多，意味着谈判的筹码越多。

我们的建议是，谈判小组人员的组成以及各自承担的角色很重要，业务部门、技术部门、财务部门、内部律师、外部律师，各司其职。公司的决策者需要根据谈判的进程来参与到谈判过程中，以便对于关键的分歧做出迅速的决策，要尽量避免让最终决策者陷入到马拉松的谈判全过程。

第四部分 \

八项注意之“尽职调查”

知识产权许可交易的尽职调查，就是从企业达成许可交易的目的和长远发展出发，分析排查许可人的知识产权风险，评估许可人的知识产权能否实现企业的商业目的，为企业的决策提供切实客观的依据。

尽管知识产权的尽职调查看起来似乎是一个相当专业的问题，但是在本质上，它与资产并购交易的尽职调查有很多相似之处，比如：权利属性是什么？权利有哪些限制？交易是否合法？交易是否能达成客户的经济目标？等等。企业需要确认目标公司相关知识产权的所有权、状态、权利内容、附随的许可和质押事项，尤其要关注与交易目的相关的知识产权项目，尽量做到不遗漏。

尽职调查首先要确认相关知识产权的权属问题，即究竟是许可人所有、与他人共有还是第三方所有的问题。比如，对于共有的技术和专利，共有各方就其中一方对外许可是否有特别约定？许可人对于主力研发专利或技术的雇员，是否有相应的奖励制度、劳动合同相关条款是否完备？如果相关专利和

技术是委托第三方研发的，是否书面约定了委托开发的技术和专利归属于许可人？拟许可知识产权的实施，是否包含第三方的权利，是否需要第三方额外授予许可？

其次，对于专利和技术许可，尽职调查还需要了解，核心知识产权的稳定性如何？现有的知识产权是否足以达成许可交易的目的？当许可人拥有众多专利时，是否可以交易业务构建成具有保护壁垒的专利池？对于商标许可，还需要了解，许可人商标注册的类别及项目是否已经涵盖了交易目的现在以及将来可能涉及的领域？商标注册的地域是否已经覆盖了产品销售或将来可能销售的区域？

无数的案例表明，对知识产权尽职调查的疏忽可能会给企业带来巨大的麻烦和巨额的经济损失。2012 年美国苹果公司与深圳唯冠的 iPad 商标纠纷，起因就是苹果公司在

收购 iPad 商标之前并没有就 iPad 商标在中国大陆的注册情况做完备的尽职调查，这一疏忽，使苹果公司付出 6000 万美元的代价。

第五部分 \ 八项注意之“交易架构”

知识产权许可往往需要开展数十年，在许可协议签订后，还需要许可人和被许可人长期紧密配合，否则会影响交易效果的达成。这时，一个让双方都有共同利益驱动的合理交易架构，对整个交易的重要性自然毋庸置疑。

交易架构的最基本要素就是所授予许可的内容和开展。除了明确被许可的知识产权内容之外，双方还需要对每一许可阶段的达成、是否需要附带技术培训和技术支持、及其何时开展等事项达成基本一致。

其次，在确立订约主体时，企业除了需要考虑集团公司实施知识产权的能力、是否有关联公司需要受惠于许可交易外，还需要从税务和外汇等方面全盘考虑。

另外，许可方式，究竟是独占性许可、排他性许可还是普通许可？被许可人是否有权分许可，以及须受制于何种条件？还有许可的地域范围、产品种类范围、许可的期限等等，这些都是需要在交易的最初阶段作出考虑的重要因素。

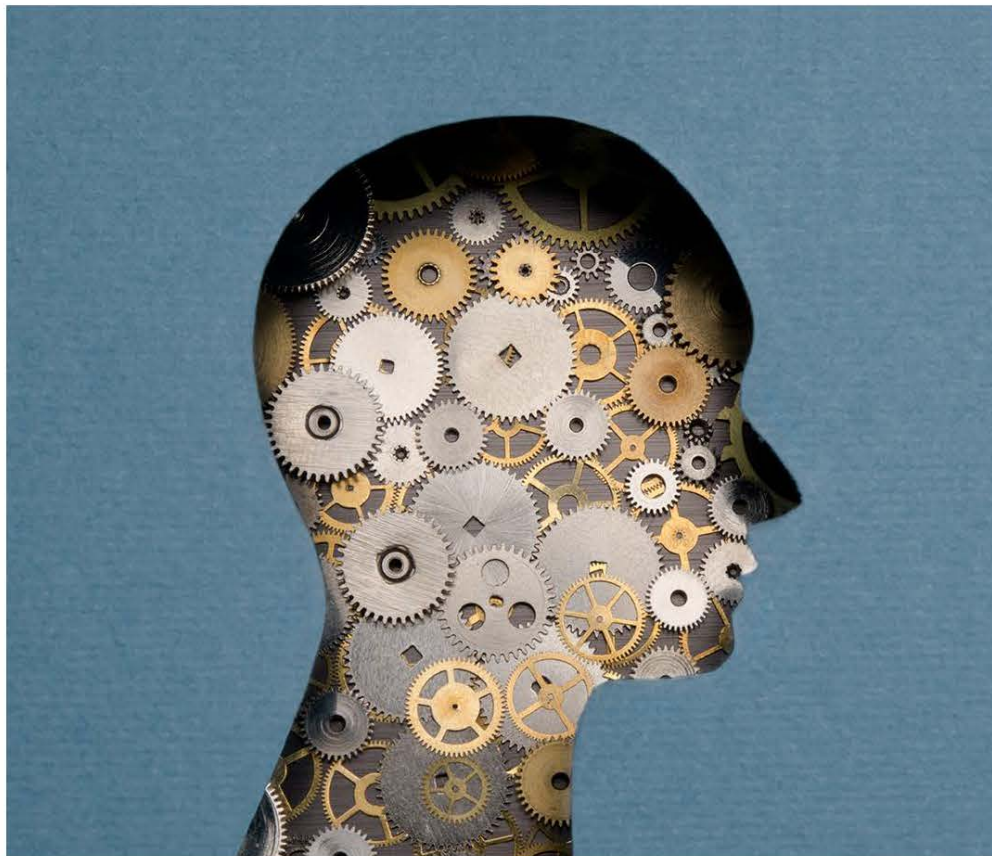
理想情况下，在许可交易的上述各个方面基本明确后，另一核心要素，许可费的结构才会相应明确。究其核心，价格条款应该是与许可的排他性、实施阶段、各阶段达成效果等紧密相关的，这也是促使许可交易双方互相配合的商业驱动之一。关于许可费，我们在下文还会专门讨论。

交易谈判初期，许可人往往会发出一份“条款清单” (term sheet)，列明知识产权许可的主要条款。这个时候，我们不建议客户直接进入具体细节的讨论，而应该花足够的时间理解交易的复杂程度以及可能面对的风险。只有当双方就“条款清单”磋商达成一致以后，才进行完整的许可协议的讨论，这样往往能够使整个谈判流程进展更加顺利，并且避免走回头路。

通常情况下，条款清单的内容除了保密条款和独家谈判费条款之外，大多不具有约束力。尽管如此，条款清单却仍然是双方建立信任和期望值的基础。如果草率地对待条款清单，在最终完整协议的谈判中要改变立场是非常糟糕的，也很容易破坏双方刚刚建立起来的脆弱的信任，甚至有可能直接导致谈判破裂。

第六部分 \ 八项注意之“进出口管制”

跨境知识产权许可，需要关注双方所在国家的技术进出口法律法规以及可能涉及的



安全审查与调查程序等，这其中最典型的当属美国的出口管制制度。根据美国的出口管制法律法规，“出口”包括将货品实际运出或传递出美国国境，也包括将出口管理条例下的技术或软件披露给在美国境内外的外国人。美国出口管制的主要法律基础为国会通过的《出口管理法》(EAA, Export Administration Act) 和美国商务部根据该法制订的《出口管理条例》(EAR, Export Administration Regulations)。此外，美国还有一系列与武器及其技术出口管制相关的法律，包括美国 1976 年制订的《武器出口控制法》(AECA, Arms Export Control Act) 和 1954 年制订的《原子能法》(AEA, Atomic Energy Act)。美国政府还会视国际政治、经济环境的变动而制订新的法律作为出口管制的依据。如 1976 年，美国为了应付紧急情况的需要，保障国家安全，由国会制订了《国际危机经济权力法》(IEEPA, International Emergency Economic Power Act of 1976)，该项法律授权总统在美国面临危急情况下或受到非常威胁时，实施出口管制或贸易禁运等措施。

美国出口管制的重点物项是军品、军民两用品和技术，并分别制订了详细的军品和军民两用品清单。军民两用品清单主要包括 10 个大类，出口管制清单内的产品或技术都会涉及出口许可证问题。美国是按照其控制清单，根据受控原因和国家来判定某项出口是否需要许可证，及应申请何种许可证。

我国的《对外贸易法》以及《技术进出口管理条例》，也对相关的货物和技术实施进出口管制。属于限制进口的技术，实行许可证管理；未经许可，不得进口。属于禁止进口的技术，不得进口。

因此，在许可交易谈判之初，企业需要了解许可人的知识产权是否受相关国家进出口管制法律的限制，尤其要明确要求许可人就其许可的技术和专利不属于本国出口管制

的技术提供相应的保证。

第七部分 \ 八项注意之“许可费条款”

许可费往往是被许可人最为关心的问题，也是许可协议的核心条款之一。最常见的许可费支付方式就是签约预付款加许可费 (Royalty)。许可费是基于销售额、产量还是两者的结合？随着销售额的增加，费率是否应该减少？销售额的计算依据是什么？运费、保险费、关税等是否包括在销售额的计算方式内？对于许可人的销售是否需要计入？许可费在什么情况下可以调整？一份完备的许可协议应将这些事项得以明确。另外，很多情况下，对于销售收入的确认，往往会被忽略。比如，确认销售是发货日、发票开具日还是货款收到之日？毫无疑问，以货款收到之日起计算许可费，对于被许可人是最为有利的。

很多许可人往往要求最低保证金以保证其最低的许可费收入；而相对应地，被许可人也可提出许可费的上限，即许可人支付许可费达到一定年限或一定额度后，免除许可费。

当交易涉及到商标组合或者专利组合的许可时，在协议期间如果部分商标或者专利无效或者到期了，对于此类问题的解决方案往往存在重大分歧，被许可人往往认为，既然许可的商标或者专利减少了，许可费自然应该减少。而许可人则认为，只要其中一项商标或者专利有效，被许可人就需要支付同样的许可费。为避免日后争议，双方应事先就这一点达成一致，并在许可协议内对这一点予以明确。双方就这一问题谈判时，当然应围绕无效或到期的知识产权是否对交易产生实质性影响来区别讨论。

第八部分 \ 八项注意之“技术改进”

“改进”一般指的是知识产权许可协议实

施以后，任何一方对于技术进行的提升或者加强。许可人和被许可人都有可能对专利和技术做出改进，因此在许可协议中应考虑这些改进是否会被协议各方分享？是否需要额外付费？尤其是如果改进是由许可人做出的，那么改进后的技术将直接影响到现有的许可技术。如果许可的知识产权涉及到软件，改进条款更是尤为重要，因为改进往往意味着新的软件版本，如果没有事先的约定，则被许可人将非常被动。

关于“改进”，在许可协议中还可能存在权利回授条款，即关于改进技术权利归属以及权利回授条件的约定。根据我国相关法律法规，在技术进口合同有效期内，改进技术的成果属于改进方。“回授”分为非独占性回授和独占性回授。在前一情况下，被许可人除向许可人许可外，自己也有权自由使用被改进了的技术，且有权在一定条件下向第三方许可或者转让新技术。然而，如果许可人要求独占性回授，这种安排就可能是滥用知识产权的行为，这些约定是否必然被认定为无效，还需要看具体情况，因此在谈判过程中需要结合双方国家的相关法律，确定相关约定是否为法律禁止，充分维护客户利益。

第九部分 \ 八项注意之“第三方侵权”

知识产权许可协议里面，针对潜在的第三方侵权，一般来说，双方均需要就其知悉的侵权告知另一方。此外，被许可人还需要额外关注下述方面：许可人是否有义务来采取法律行动阻止侵权行为？如果许可人认为被许可人有必要加入法律行动尤其是诉讼程序中，被许可人的法律成本如何分摊？在诉讼或者和解方案中获得的赔偿款，如何分配？如果许可人拒绝采取措施阻止侵权行为，被许可人是否有权独立采取法律行动？尤其是关乎被许可人的自主权限，比如是否有权选择外部律师、是否能独立发起诉讼、主导诉

讼进程以及达成和解方案，这些均需要明确约定。

第十部分 \ 八项注意之“不侵权承诺”

在一般的商品买卖合同中，卖方一定得保证自己出售的商品在性能上能达到使用的要求，不会侵犯第三人的合法权利。但在知识产权许可合同中，这样的保证是很少的。相反，许可人往往会做出相反的规定，不对其知识产权是否侵权作出承诺。

对主要作为被许可人的中国企业来说，当然最好要求许可人做出不侵权的担保，或者要求许可人有义务获得第三方的许可，或者许可人免费提供替代方案，双方还需要就费用的承担和许可费的处理进行约定，尤其是在以后可能发生的侵权诉讼中，许可人应完全承担相关法律费用（专利诉讼案件，法律程序往往持续多年，法律费用在境外动辄数百万美元）。当然，被许可人需要保留终止协议的权利。

第十一部分 \ 八项注意之“禁止挑战”条款

这一条款也被称为“不质疑条款”（no-challenge clause）或者“不争执条款”（no contest clause），主要内容就是在知识产权许可协议中，要求被许可人不得对许可人知识产权的有效性提出质疑，比如：“被许可人承认许可使用的专利是有效的，是可以实施的……被许可人在任何时候不应该直接或间接地对专利的有效性和可实施性提出异议。”

“禁止挑战条款”的核心意思在于，只要被许可人签订了这个协议，那就说明认可了许可人的知识产权，将来不能以知识产权无效来减少支付许可费的义务。实际上，相关知识产权是否有效，并不是由双方通过协



议来约定，也不是被许可人认可就行了，比如专利权要通过行政甚至司法审查才能确定。

在有的国家，这一条款的效力存疑。根据国家工商总局《关于禁止滥用知识产权排除、限制竞争行为的规定》，“具有市场支配地位的经营者”在作为许可人时，是不能禁止被许可人对其知识产权的有效性提出质疑的。当然，在不涉及标准必要专利的情况下，许可人被认定具有市场支配地位的可能性较小。但作为被许可人的中国企业来说，最好还是尽量不要接受这样的条款。

以上这“三大纪律八项注意”，具体到每一件具体的跨境知识产权许可交易中，被许可人关注的重点各不相同。在充分准备的基础上，有效整合内部和外部资源的中国企业，大多能与许可人达成双赢的许可协议。中国企业只有不断快速提升运用知识产权的能力，才能增强参与国际市场竞争的能力。

【舒海，中伦律师事务所上海办公室合伙人，主要业务领域为：知识产权、公司/外商直接投资、合规/政府监管。】



IPO语境下对赌条款的成本、风险及对策

作者：熊川 王振



熊川
合伙人
北京办公室
86-10-59572274
xiongchuan@zhonglun.com

王振
律师
北京办公室
86-18811470584
wangzhen@zhonglun.com

第一部分 \ 目标公司为股东之间对赌提供担保的效力

(一) 不同案例的裁决情况

股东之间对赌并由公司提供连带保证是否有效？自“海富投资与甘肃世恒案”以后，实务界一般认为，股东之间关于股权回购、业绩补偿

等内容的对赌协议属于有效约定，而对于股东与目标公司之间的对赌则因涉及损害目标公司及其债权人利益而被认定无效。但对于股东之间对赌并由公司提供连带保证是否有效，各地法院裁判不一，认识尚未统一。从最高院近期的裁判案例来看，可能已经形成了一种倾向性意见。

以下为近年来人民法院审理的三例涉及目标公司为股东之间对赌提供担保是否有效的案件主要情况：

序号	案件简称	审理法院	审结时间	裁判结果及理由要点
1	昆山贝瑞康生物科技有限公司（简称“昆山贝瑞康公司”）案	江苏省常州市中级人民法院、江苏省高级人民法院	2015年3月	一审：昆山贝瑞康公司作为签订协议一方承担连带责任但有权在承担连带保证责任后向原股东刘海燕追偿。（目标公司担保有效） 二审：昆山贝瑞康公司在一定情形下承担连带担保责任，损害了公司利益和公司债权人利益。（目标公司担保无效）
2	北京碧海舟腐蚀防护工业股份有限公司（简称“碧海舟公司”）案	北京市丰台区人民法院、北京市第二中级人民法院	2015年12月	一审：无证据表明公司担保行为已经履行内部决策程序且以股东身份获得与公司其他正常商业活动中外部债权人相同等的地位，既会损害公司以及公司其他股东的利益，也会损害公司外部债权人的利益。（目标公司担保无效） 二审：雷石企业的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了碧海舟公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，应属无效。（目标公司担保无效）
3	四川久远新方向智能科技有限公司（简称“久远公司”）案	四川省成都市中级人民法院、四川省高级人民法院、最高人民法院	2015年7月	一审：久远公司承担连带责任具有合同依据，予以支持。（目标公司担保有效） 二审：久远公司担保未履行内部程序，投资方通联资本未进行形式审查不属于善意第三人，不支持久远公司应承担回购担保责任。（目标公司担保行为无效，其不承担对赌责任） 再审：久远公司担保未履行内部程序，投资方通联资本未进行形式审查且久远公司作为担保人未在章程中明确规定相关对外担保规则等，双方均存在一定过错，久远公司承担二分之一的责任。（目标公司担保行为无效，其承担二分之一的责任）

上述三则案例裁判理由既有公司担保可能涉及侵犯公司或债权人利益，也有公司担保行为本身是否履行相应程序。“久远公司案”中，最高院再审理民事判决书主要从公司对外担保的章程记载、程序合规等角度入手，对相应事实进行分析，这与先前“昆山贝瑞康公司案”“碧海舟公司案”终局裁决以可能损害公司或债权人利益等原则性角度作为分析切入点相比，发生了较大的变化。那我们是否可以合理推测，“久远公司案”中，若目标公司内部规则健全、担保程序合法合规且其他条件不变，最高院亦有可能裁决由目标公司如约承担相关全部担保责任，即法院很可能将优先适用公司对外担保相关规则，遵循“禁止向一般条款逃逸”的法律原则。

除上述三则对赌协议担保纠纷案件外，亦有最高院其他类似案例可供参考。最高院在2016年12月裁定“广西万晨投资有限公司等股权转让纠纷案”（以下简称“万晨公司案”）时，就案件争议焦点问题：标的公司万晨公司是否应该对其新股东胡升勇欠付原股东陈伙官股权转让款承担连带保证责任问题，最高院认为《股权转让协议书》约定万晨公司承担连带责任，不存在损害其他股东利益的情形。万晨公司承担连带责任系经过公司股东会决议，是公司意思自治的体现，并不违反法律强制性规定，并就此认定万晨公司承担连带责任并无不当。该案件情形与前述对赌协议相关纠纷案件较为相似，都是在股东之间达成的与目标公司事项相关的约定中，为了保障其中部分股东利益不受损失而由目标公司进行担保。结合相关案例情况，关于股东之间对赌能否由目标公司承担连带保证责任，我们理解最高院可能已经倾向性地认为目标公司可以承担相应的连带保证责任。

(二) 对股权投资领域的借鉴意义

为避免在有效性问题上的争论，目前主流投资人及其采用的投资合同已很少使用由目标公司直接承担对赌责任的条款。从投资人利益角度出发，基于最高院对“久远公司案”的裁决

情况，投资人可以适当考虑增加由公司对股东之间对赌承担保证责任的约定。事实上，目前加入相关条款的投资协议并不少见。鉴于有最高院的裁决案例作为参考，未来人民法院在审理类似的纠纷时，我们理解由目标公司对股东对赌承担担保责任的约定很可能会得到更多法院的认可，但需要特别注意目标公司对外担保程序的合法合规情况。

第二部分 \

关于 A 股 IPO 项目中对赌协议的处理

(一) 对赌协议需要清理的程度

1. 证监会原则性态度

根据多期保代培训传递的信息，一般情况下，证监会对对赌协议的处理态度较为明确：必须予以终止（清理）。一方面这主要是考虑到股权回购等对赌内容可能会对公司股权结构的稳定性造成不利影响；另外一方面，即使不涉及股权回购等股权结构潜在变动因素，业绩补偿等类似对赌可能促使承诺方影响公司正常稳定的生产经营。

尽管如此，但证监会未对对赌协议的法律效力进行评价或质疑，即证监会要求予以清理对赌协议并非是否否定对赌协议的效力。

2. 对于存在对赌恢复条款的处理

从证监会的反馈及相关案例处理情况来看，一般情况下，自动恢复对赌效力的约定亦需进行清理。例如，2016 年至 2017 年期间多家申报企业在申报或反馈回复时披露对赌协议已经终止，但在未通过 IPO 审核等情形时相关条款将予以恢复。证监会在之后继续关注对对赌协议是否完全清理或解除，而后公司进一步回复或披露称相关恢复条款也已经终止或解除（部分案例情况见下表）。

序号	公司名称	过会时间	反馈及披露要点
1	广东拓斯达科技股份有限公司	2016年12月	披露：披露文件显示兴证创投、达晨创丰、华融恒力和高富信创投分别于2015年6月1日签署的《<增资扩股之补充协议>中止合同》，该合同约定自发行人向证监会申报材料之日起，《增资补充协议》中止；若发行人上市申请被有权部门不予核准，或发行人撤回申请的，《增资补充协议》恢复效力。 反馈：说明发行人与控股股东、实际控制人之间有无特殊协议或安排。 更新回复/披露：对于约定以发行人股权变动、股东权利优先性的变动、反稀释条款股东权利内容的变动等作为实施内容的有效的或将生效的协议或类似的对赌安排及或业绩补偿安排不再有效或不再生效，上述该等被确认无效/不再生效的条款不再恢复，且视为从来不曾约定过。
2	中持水务股份有限公司	2017年1月	披露：公司股东于2014年4月25日签订的《终止合资经营合同、公司章程之协议》，该协议终止了合资经营合同中的回购条款。同时各投资人股东出具《声明》，各投资人同意自声明出具之日起终止影响公司上市的特殊权利，并在公司首次公开发行被撤回、失效、否决、未被受理时自动恢复。 反馈：补充说明对赌股东关于终止对赌协议的声明是否为附条件的终止，对赌协议是否均已清理完成，是否对发行人的股权结构产生不利影响，发行人目前的股权结构是否清晰、稳定。 更新回复/披露：公司股东于2017年1月签订《股份认购及增资协议之补充协议》，该协议约定各方永久、无条件的放弃原协议中规定的所有特殊权利，同意删除《声明》中“并在公司首次公开发行被撤回、失效、否决、未被受理时自动恢复”条款，该等终止是永久、不可撤销的。
3	上海透景生命科技股份有限公司	2017年3月	披露：2015 年 10 月，公司与相关主体签订《补充协议》，约定在发行人本次发行申请获得批准以及成功发行前，投资方不可撤销的同意放弃“回购权”，但一旦确定发行人本次发行申请被否决或主动撤回本次发行申请，“回购权”自动恢复。 反馈：对关于发行人、控股股东或实际控制人是否与外部股东签订对赌性质的合同等法律文件进行核查 更新回复/披露：2017年3月，相关股东出具《声明》，确认：终止《投资协议》约定的全部特殊权利，且该等终止未附加任何条件，永不再恢复效力；该等协议的履行及终止不存在任何纠纷或者潜在纠纷；未签署达成以公司经营业绩、发行上市等事项作为标准，以公司股权归属的变动、股东权利优先性的变动、股东权利内容的变动等作为实施内容的有效或将生效的其他协议安排或类似的对赌安排。



（二）对赌协议的清理时间点：申报前、上会前或上市前？

从业务承做的角度，中介机构往往要求公司或相关股东在 IPO 申报前终止或解除对赌协议，但如上述案例所述，存在一些在申报后及上会前（发审会）方才予以完全终止或解除的情形。另外，暂未发现在发审会后及上市前方才终止的情况。对此，我们理解，对赌协议终止的最迟时间一般为上会前。尽管如此，从尊重并遵守审核规则的角度，我们还是建议在申报前完全终止或解除对赌条款为妥。

（三）需要清理的对赌协议范围：仅与发行人的对赌还是所有对赌？

经查阅证监会的部分 IPO 项目反馈意见，值得注意的是，关于发行人是否存在对赌协议问题，有时证监会反馈仅问及发行人与股东之间是否存在对赌协议，而有时则问及股东、实际控制人、发行人等主体之间是否存在对赌协议等（部分案例见下页表）。对于该问题，在具体反馈问题表述及出现时间上并无绝对显著特征。

尽管相关具体反馈问题内容不尽相同，但从保代培训等渠道传递的信息可以看出，证监会不仅要求发行人与股东之间对赌协议终止，原则上对于股东之间对赌协议亦需要终止。即便如此，由于反馈意见不必然问及对赌协议问题，且不一定问及股东之间是否存在对赌协议，再加上完全清理对赌协议的时间底线可迟于申报后，不排除部分对赌方可能会存在“侥幸心理”而暂不予终止或解除。

（四）对赌协议终止的后续处理及信息披露注意事项

实践中，为了能够通过 IPO 审核，相关主体一般都会按照中介机构或反馈意见要求签署协议终止对赌条款，但不排除相关主体亦会通过签署抽屉协议的方式另行约定对赌条款在终止后自动恢复，甚至是约定对赌从未终止

4	三只松鼠股份有限公司	/	披露：2015年12月17日，公司分别与三名投资人签署了附条件终止上述特殊权利安排的协议，若公司的上市未获审核通过，则投资人自动恢复其在投资文件项下的优先权利。 反馈：说明是否就发行人和股东之间的特殊权利安排是否已全部合法、有效地解除，发行人股权结构是否清晰，是否存在相关股东与发行人及其实际控制人其他形式的利益安排，如未解除，请发行人予以整改。 更新回复/披露：2017年8月1日，公司分别与三名投资人签署了关于优先权利终止的协议，约定自该等协议生效之日，该三名股东不再享有任何优先权利，相关约定了特殊权利安排的《股东协议》终止执行。
5	江苏鼎胜新能源材料股份有限公司	2018年2月6日	披露：相关主体与投资人约定，公司申请重大资产重组或IPO时股份回购等条款自动中止，申请未被受理、申请撤回材料或申请被终止审查或否决时自动恢复效力。 反馈：发行人及其控股股东、实际控制人与发行人其他股东之间是否存在对赌协议等特殊协议或安排。如有，披露其签订时间、权利义务条款、违约责任等具体情况，是否存在纠纷或潜在纠纷，是否均已清理完成，是否对公司股权结构产生不利影响，公司目前股权结构是否稳定。 更新回复/披露：2017年12月相关主体签署《关于对赌条款终止协议》，约定各方之间不存在以公司的经营业绩、发行上市等事项作为标准，以对所持公司的股份进行回购或者调整、股东权利优先、业绩补偿等安排作为实施内容的有效或将生效的其他协议安排或类似的对赌安排。

序号	公司名称	首次反馈时间	对赌协议反馈关注角度
1	厦门乾照光电股份有限公司	2010年3月25日	投资人增资入股等是否存在对赌协议等相关协议安排
2	常州天晟新材料股份有限公司	2010年5月12日	说明投资人与发行人及其他股东签订上述对赌协议的具体情况及解除情况
3	北京首航艾启威节能技术股份有限公司	2011年7月7日	股东与发行人之间有无特殊协议或安排，例如对赌协议等
4	加加食品集团股份有限公司	2011年8月前	股东之间是否存在业绩对赌协议
5	扬州扬杰电子科技股份有限公司	2011年11月11日	新增股东与发行人之间是否存在对赌协议等特殊协议或安排
6	浙江田中精机股份有限公司	2012年9月24日	增资过程是否存在对赌协议等情形或安排
7	浙江天成自控股份有限公司	2015年5月前	合伙股东与公司之间有无特殊协议或安排，如对赌协议
8	江苏东珠景观股份有限公司	2017年5月前	发行人机构投资者与发行人是否存在对赌协议等事项
9	科大讯创软件股份有限公司	2015年7月前	法人股东是否与发行人签订对赌协议
10	深圳康泰生物制品股份有限公司	2015年9月30日	股东与发行人及其实际控制人之间有无特殊协议或安排，例如对赌协议
11	北京海量数据技术股份有限公司	2016年9月前	各新股东与发行人之间是否存在未披露的关联关系，是否存在对赌协议等特殊协议或安排
12	浙江铁流离合器股份有限公司	2017年3月前	各新股东与发行人之间是否存在对赌协议等特殊协议或安排
13	北京建工环境修复股份有限公司	2017年5月前	发行人及其股东、实际控制人之间是否存在其他对赌协议或特殊协议安排
14	北京朝歌数码科技股份有限公司	2017年12月前	发行人与股东之间是否存在对赌协议
15	常州市钱璟康复股份有限公司	2017年12月前	发行人直接及间接股东与发行人及其控股股东、实际控制人、其他股东、董监高、本次发行中介机构负责人及其签字人员之间是否存在对赌
16	浙江企朋网络科技股份有限公司	2018年2月前	发行人与股东之间是否存在对赌协议

或解除。在此情况下，中介机构需要注意相关事项的核查及披露方式。比如，在进行披露时应特别说明系依据相关主体的说明 / 承诺、对相关主体的访谈确认等内容，对赌协议已经终止。

第三部分 \

三、涉及对赌协议时相关个人所得税处理问题

根据《关于将国家自主创新示范区有关税收试点政策推广到全国范围实施的通知》[财税〔2015〕116号]、《关于股权激励和转增股本个人所得税征管问题的公告》[国家税务总局公告2015年第80号]等文件，明确有限责任公司资本公积转增股本涉及个人股东的需缴纳个人所得税。基于上述，按照前述规定及现有税务部门的处理意见，有限责任公司资本公积转增股本需要缴纳个人所得税，但可以根据情况申请分期缴纳。

不少公司在初创期进行股权融资时，投资机构一般会要求原股东以补偿或回购方式进行业绩、上市对赌。同时，初创公司注册资本及业绩一般相对不高，为了满足《证券法》第五十条第一款第(二)项规定的申请上市时3000万元



的最低股本总额要求，在股改时很可能会以资本公积转增股本并涉及个人所得税缴纳问题。

由于存在对赌失败的风险，即原有股东在股改后可能会将一部分股份转让给投资人或对投资人进行补偿，那么在股改时已按照资本公积转增股本的数额作为计税基础所缴纳的个人所得税就存在多缴的可能性。但现有规定并未明确对赌失败时个人股东是否可以申请退税这一问题。

但与之相对应的是，根据《股权转让所得个人所得税管理办法（试行）》第九条的规定，纳税人按照合同约定，在满足约定条件后取得的后

续收入，应当作为股权转让收入。即通过转让股权并对赌成功时，若原股东从投资人处获得了业绩奖励，对该等额外收入也应当缴纳个人所得税。从公司股改缴纳个人所得税时点出发，未来对赌成功（原股东获得奖励）与对赌失败（原股东产生损失）均为或有事项，如果仅针对对赌成功情形继续征税，而对于对赌失败情形不予考虑退税，似乎略有不公。

但是，在相关规定没有做出修改或明确的情形下，可以考虑从如下角度进行应对：

（1）公司若面临资本公积转增股本的，建议提前向当地税务部门了解资本公积转增

股本个税缴纳政策，但需注意，即使税务部门可以少征、不征或退税，但仍存在不符合财税〔2015〕116号等规定而面临被予以追缴并支付滞纳金的风险；

（2）个人拟新设公司并筹划进行融资上市的，建议考虑能否以法人股东间接持有该新设公司股权，但此情况下，也需要同时考虑法人持股可能面临的双重纳税问题。

（3）若个人资金支付能力较强的，建议可以在公司设立时提高注册资本规模（例如，满足上市要求的最低 3000 万元的注册资本），届时可不必须以资本公积转增股本。 ❏



对赌玄机：如何应对投资和并购中不可预知的风险？

作者：龚乐凡



龚乐凡
合伙人
上海办公室
86-21-6061 3608
lefangong@zhonglun.com

对赌条款本身并不邪恶，但是却充满玄机，而时常由于其后果的严重，让企业的创始股东倍感惊诧、不公，甚至觉得被人蒙骗忽悠。而投资人、收购方也往往觉得“冤枉”：对赌条款作为合同的一部分，也是企业创始股东、核心股东经过谈判签字认可的，为什么到了要践行的时候，对其不利了，就要喊冤呢？

这是让对赌条款备受争议的原因之一。而这样的条款，由于涉及未来的诸多不确定性，也是考验谈判智慧、条文缜密程度和律师水平的重要标杆。对于一个细节的忽略，则可能导致未来的重大损失，甚至满盘皆输，丧失了对家族企业的控制。

对赌条款的本质实际上是交易的双方对于企业估值、企业未来的有关风险的分担条款。虽然说谈判桌上和记者招待会的镁光灯下，大家都说“共赢”，但对赌安排往往是彻头彻尾的你多我少的风险博弈游戏，也就是当发生某种并不“共赢”的情况时，风险究竟谁来承担？不妨我们用下面的这个案例，来说明这种悲剧情况发生时，家族企业所面临的窘境以及对赌条款对之所产生的巨大影响。

第一部分 \ 案例评析： 对赌意外还是条款设计失误

小马奔腾曾经是一家文化影视行业的知名企业，也许它本可以成为另一个华谊兄弟，然而，2014年1月灵魂人物李明先生的不幸去世让这家家族控制的企业走上了急速下行通道，一方面是公司创始人的突然变故，公司人心涣散，创始人之前承诺的股权激励等未能实现，引发诸多业务板块高管的不满与出走（据报道，主要依赖7个分公司完成项目运作的小马奔腾，总经理级别的负责人中有5个离职）；另一方面，分公司高管的离职直接导致公司的项目运作停止，随后并无新项目开工，大部分老项目处于亏损状态。以上情况均直接导致公司的IPO计划遥遥无期。

而投资人之一的建银文化拿出之前签署的投资补充协议，其中约定：若小马奔腾未能在2013年12月31日之前实现合格上市，则投资方建银文化有权在之后的任何时间，要求小

马奔腾、实际控制人或李萍（李明妹妹）、李莉（李明姐姐）中的任何一方一次性收购建银文化所持有的小马奔腾的股权。

2014年11月18日，建银文化向中国国际经济贸易仲裁委员会提起仲裁；2016年初，中国国际经济贸易仲裁委员会就建银投资公司与李明、李萍、李莉的争议案进行裁决，判决小马奔腾现任董事长李莉（李明姐姐）、董事李萍（李明妹妹）对建银文化承担无限连带责任，金燕（李明遗孀）及其女儿、李明父母在继承范围内承担有限责任，责任承担者将回购建银文化所持有公司股权，并支付股权转让款6.35亿元。

创始人的突然去世当然是投资人和家族成员都万万没想到的，但是合同的文本和法律架构不就是应对不测和意外的吗？这样的家族悲剧是否可以避免？也许在一定程度上可以——这自然考验谈判者的智慧。

笔者在代理过的类似行业的并购项目中，就额外设计了条款应对此类不测和风险。在该项目中，我们代表一家媒体公司的主要

股东和一家英国的上市公司（系一家全球知名的媒体广告公司）进行并购交易而对垒，准备将该国内媒体公司出售给英国公司，而其中就包含了对赌条款。

在该并购项目中，笔者的客户作为卖方必须继续在公司服务6年，收购方制定了每年业务增长的目标，如果达标或者超额完成任务，那么出售方就可以获得更多业绩奖励。而如果没有达标，不仅之后的业绩奖励拿不到，而且原来已经支付的对价款还得部分退赔给收购方。

笔者当时和作为出售方的主要股东一起，研究各种可能的风险，并且及时提示了他们在本人发生意外状态下的业绩目标情况以及对赌是否仍然适用的问题。经过谈判，将主要股东发生人身意外（死亡和丧失行为能力）等情形作为例外情况看待，不会触发已经支付的收购款的退赔。针对协议中类似条款的挖雷和纠偏，让客户把意外不测以及经营的风险更为公允地让收购方分担。客户对谈判结果非常满意。

拿小马奔腾的案例来说，如果当时签订投资协议的时候，就能够规定，将创始股东的意外作为对赌的例外，因此导致IPO滞延而不会触发投资人回购权利的话，那么家族企业的崩盘也许不会那么迅速。当然，投资人可能也会不乐意，最终合同仍然会继续僵持，经过拉锯之后，直到最后达成协议，投资人是否会因此让步也不好说。

所以这种创始人、核心管理人突然死亡或者丧失行为能力的事情，并不能仅仅依靠对赌条款的设计和谈判来加以根本解决。

这就是要使用另一个在国外更为多见的金融工具，让公司为核心管理人员购买要员保险（Key Man Insurance）。当该企业发生意外时，公司可以获得保险公司的大笔资金赔付，为公司的现金流解决燃眉之急，并且得以喘息，以积极在市场上找到合适的人才顶上，也可以同时起到稳定军心的作用。

第二部分 \ 对赌安排的主要情形

上面的案例对于企业家、家族企业来说,可谓触目惊心,警钟长鸣。那么要探讨如何就对赌安排进行高手过招般的谈判,就有必要了解对赌本身以及它的适用情况。对赌并没有法律的、官方的定义,比较常见的定义是风险投资机构在对未上市企业进行投资时,与目标企业的股东就估值情况所进行的调整约定,该等约定一般伴有股权回购、现金或股权补偿的约定,亦称为“估值调整”。

狭义对赌概念:就是前述所谓的“估值调整”。需要注意的是,“估值调整”与基于流动资金的充足与否而进行的“收购价调整”有所不同。后者往往是被投资的企业因为交易完成后,投资人发现企业流动资金不够,还不得不额外增加流动资金投入,这就意味着投资人的实际投入增加,或者发现企业流动资金未达到约定的金额,因此往往要求出售方向投资方、收购方调整收购对价或给予其他形式的补偿。

广义对赌概念:指发生某种情况,或者里程碑(milestone)事件无法达到或实现,投资人可以要求公司或者创始股东以一定的价格(一般情况,以投资款项为基数,按照年8%~15%不等的复利计算价格)回购股权;还有就是在收购的情形下,所谓“earn-out”(业绩奖励)的条款,即股权转让的收购对价以投资后目标公司一段时期内的财务表现进行调整,比如以目标公司未来1至5年的盈利能力为依据重新调整股权收购款后再进行付款。

这里需要注意到两种不同的情形。一种是VC和PE在进行参股投资(不控股)模式下的对赌,另一种则是控股收购的模式,收购方(包括上市公司、收购基金“buyout fund”和投资公司)进行并购,获得被投企业的控股权、控制权。这两种类别下,对赌的适用会很不相同。

在参股投资的情形下,对赌围绕着“估值调整”和强行“退出”进行。例如,如果VC或者

PE投资人发现,企业在未来的业绩没有达标,或者企业未能在约定时间内实现上市或重组,或者企业在未来一轮的融资中估值下降,那么投资人可根据相关条款要求将自己的股权比例上调,或者要求现金赔偿。

而在控股收购的模式下,收购方已经获得了公司的控股地位,甚至全部股权,在这种情况下,“反稀释”的情况就不大会再适用。而对于估值调整,则必须关注作为出售方的原股东,对于企业的业绩是否有任何影响?这也往往是产生较大分歧的重要原因之一。如果出售方已经全身退出,例如,出售方自己就是一家PE基金,那么一般来说基本不会答应任何根据未来业绩而进行的任何估值调整,最多可以接受的是基于交割日现金流、流动资金的收购对价调整。

当然,在参股投资的情况下,基于“估值调整”的投资人股权比例的上调,可能直接导致投资人成为了企业的控股股东,创始股东、

原实际控制人大权旁落。这样,一个参股投资就变为控股收购了。

另外,在适用earn-out(业绩奖励)的情况下,不少时候,收购方会把收购价的重心放在该部分业绩奖励中,这样一方面给予留在企业任职的股东更大动力把企业管好,另一方面也是降低自己作为收购方的风险。

然而,对于作为出售方的企业家来说,他往往自信地认为只要自己还在并购完成后担任企业的领导,企业的业务的合理增长以及利润率保持应该没有问题。所以会“爽快”地答应业绩奖励条款。**殊不知,收购以后企业是否能够像过去那样有效地控制成本,企业是否能够保持原先的会计方法,他还是否能够像过去那样自由地使用销售费用,收购方在控制企业以后是否会恶意增加企业的成本,导致企业虽然在成长,但是就是看不到利润。**

这些都带来了巨大的博弈空间和不确定性,甚至会引发恶意的人为操控,增加双方的



分歧和不信任，最终爆发冲突。

第三部分 \ 博弈和谈判要点

无论是对赌的安排，还是投资协议、收购协议整体，都需要花费心力进行认真、严谨的条款分析和“排雷”工作。有些条款是基于投资人、收购方的所谓标准条款精心设计，企业家若没有具有丰富并购和投资经验的专业人士的指导，往往会糊里糊涂签约，最后后悔莫及，在“坑”里大呼上当。

1. 充分考量各种意外、衡量可能影响承诺实现的不可控风险情形，设置例外条款

例如文首提及的小马奔腾案例，如果能够对于核心灵魂人物的意外进行约定，并且还能够为企业安排一个关键要员保险，那么家族企业的抗风险能力就会大大增强。

此外，在作出对赌承诺时，创始股东应充分考量影响承诺实现的不可控因素。在引入私募风投投资人时，创始股东往往低估影响承诺实现的不可控因素，作出超出自己实际掌控能力的承诺，随后爆发争议的案例不是少数，比如俏江南、前文提及的小马奔腾案例等。

以小马奔腾为例，其创始股东李明等承诺公司在 2013 年年底上市，但境外证券市场对小马奔腾运营模式的认可度较低。雪上加霜的是，中国 A 股资本市场在 2012 年 11 月后即开始暂停冻结所有公司 IPO 上市，该暂停持续了一年多，直至 2014 年 1 月 IPO 才开闸。因此，对于超出创始股东的掌控能力的承诺，要充分评估并重视，切不可盲目套用市场惯例或高估自己。

如小马奔腾李明的遗孀金燕随后回忆称，“埋头做事的人与只做资本运作的人是走不到一起的，李明是一个艺术家，不懂资本市场上的算计和金融财务，这是他作为一个企业家不可



原谅的缺陷，但他不是故意的。现在是一个更金融化的时代，李明没有跟上这个时代的步伐，永远地停留在了他的时代里。”

当然，如果一定有必要作出超出掌控能力的承诺，创始股东要充分衡量该等目标所蕴藏的风险，并设定一定的隔离墙进行隔离，比如下文讨论的设置保底、底线条款。

2. 设置保底、底线条款

对于企业家及其法律顾问来说，投资人或者收购方的“标准条款”往往偏向于自己，如果没有专业、尽心的法律顾问通过举例、沙盘推演的方法来一一解释这些有利于投资人的条款的性质、意义，企业家往往无法理解这些对赌安排以及技术性条款的严重性。一不小心，就丢失了家族企业的控制权，或者自己莫名其妙、毫不知情地以自己的全部家庭财产对投资人、收购方承担了无限责任。

所以，在向企业家一一说明这些条款的利害关系之后，则可以对照该类交易市场的通行做法，就相关安排和协议条款进行谈判。有经验的法律顾问，就可以帮助企业针对各种最

差的情况，设定“保底条款”。例如，确保无论如何不会因为估值调整、反稀释条款而丧失其对企业的控制权，在发生赔偿的情形下，企业家个人（除明确的例外情形之外）原则上不承担无限责任，或者以有限责任公司股东承担回购责任，而不是创始股东个人或承担无限责任的合伙企业作出实际上是无无限责任的回购承诺等。届时，如果需要承担回购责任，最坏的情况即是公司股东破产（但需要考虑中国法还没有个人破产的法律适用），等等。当然，这些仍然要经过和投资人的博弈和拉锯式谈判，但是在充分知悉利害的情况下做出让步，总比懵懵懂懂、心存侥幸地签署一份自己不熟悉的协议要靠谱得多。

3. 所依据业绩以及业绩计算方法是否可控进行谈判

如前文所言，如果企业家、创始股东对于企业的经营管理不具有控制权的时候，业绩是否能够通过其努力达到，业绩究竟如何计算，是否还会有第三方人为的操控因素，这些都会为未来的对赌，例如 earn-out（业绩奖

励)带来不确定性。

尤其是 earn-out (业绩奖励) 条款, 实践中可能会发生争议的是: 交割日现金流、流动资金的计算, 比如预付保费、税款等其他预付的将来应付款项是否排除在外等, 这就考验起草收购对价调整条款的法律顾问的法律专业程度和其对会计上现金流、流动资金影响因素的熟知及把控能力。如果该等条款起草恰当, 不仅可以减少当事方之间的争议, 也可以为企业家、创始股东最大限度地争取可以获得的合理利益, 而不会因为起草交易文件律师的不专业, 丧失本来可获得的利益。

对赌安排中可能隐藏的并不“共赢”的情

况, 可以包括企业未来的业绩没有达到双方原来同意的高增长预期, 企业由于种种原因未能够在某个时点完成某个技术创新的 milestone, 或者完成 IPO, 那么这种并不符合各方预期的安排, 对各方的影响是巨大的, 如创始股东失去控制权或者落入承担无限责任的无底洞。而这样的安排, 可能隐藏在不为人注意的复杂条款中。懵懵懂懂地签字, 就是糊里糊涂地承担巨大的责任和风险。

第四部分 结论

尺有所短, 寸有所长。很多企业家、家族企业善于销售、运营、管理, 但并不深谙资本市场的游戏规则, 签署了自己没有看懂的协议文件, 而到了未来要兑现承诺的时候, 说自己“不懂”, 甚至大呼“上当”或者“被骗”。而说自己“不懂”或者“无辜”并不能让自己免除责任, 更不能让自己的企业和家族降低风险。

实际上, 这些风险并不是不可预知, 不可提前布防——专业的问题, 就交给最专业的人士去处理, 及时进行风险提示并设防, 相信会是另一番结局和景象。



区块链及数字货币投资 ——中国法下投资路径及监管分析

作者：刘新辉 陈杨子¹



¹ 刘新辉担任过 美国此文亦有贡献。



刘新辉
合伙人
北京办公室
86-10-59572074
liujason@zhonglun.com

陈杨子
律师
北京办公室
86-10-59572458
chenyangzi@zhonglun.com

伴随着世界各国对数字货币约束性或非约束性政策的出台，中国亦针对ICO、数字货币等领域出台了一系列监管政策。对于数字货币之底层技术区块链领域，我国采取了相对中立或鼓励的监管态度。2018年2月27日，《人民日报》“经济周刊”更整版刊登了《三问区块链》等署名评论文章，表达了对区块链的积极导向。本文旨在就我国目前关于数字货币、ICO及区块链投资领域的监管及合规问题进行讨论和分析。

第一部分 \ 区块链及数字货币概念厘清

* 区块链为比特币等加密货币的底层技术，是一个去中心化的分布式数据库，该数据库由一种使用密码学方法产生的数据区块有序链接而成，区块中包含有一定时间内产生的无法被篡改的数据记录信息。因区块链没有中介机构，系统中每一节点都拥有完整数据库拷贝，且数据库和整个系统的运作公开透明，故区块链具有去中心化、去信任及可靠性等显著特征。

* 本文所探讨之数字货币，或我国相关监管规定所指“虚拟货币”，系指以比特币为代表的狭义的数字货币，特指基于区块链和加密运算等技术，依托互联网来创建、发行和实现流通的电子货币，即“加密货币”，典型代表包括比特币、以太坊、莱特币等。

就区块链与加密货币的关系，在区块链技术创建和维护的分布式网络中，交易信息的传递依赖于该网络多个节点争夺传递信息的记账权（即成为传递信息的区块链上的一个区块），这一争夺区块链“账簿”记账权的过程被称为“挖矿”。成功取得记账权的“矿工”，可以获得新生成的加密货币作为额外报酬。该等激励机制，使加密货币与其底层区块链网络具有密切的相关性。

* ICO (Initial Coin Offering 或 Initial Crypto-Token Offering)，是指加密货币的发行渠道，即加密货币首次发行。发行方向投资者发行以区块链技术承载的加密货币（又被

称为“代币”）；与传统IPO不同，投资者多使用比特币等加密货币购买该等代币，并取得该代币所记载的权利。ICO发行方（如非营利性基金会等）通过发行代币筹集加密货币资金，用于项目技术开发及项目由概念向现实转化。

厘清上述概念，有助于更清晰的把握我国监管机构对加密货币及区块链领域的监管政策及监管对象。

第二部分 \ 中国法下加密货币的性质及法律认定

中国《民法总则》的规定，民事主体的财产权利受法律平等保护。民事主体依法享有物权、债权、知识产权、股权和其他投资性权利等。《民法总则》进一步规定，民事主体享有法律规定的其他民事权利和利益；其中，法律对数据、网络虚拟财产的保护有规定的，依照其规定²。就数据、网络虚拟财产的认定，《民法总则》未予以进一步说明。

2013年，中国人民银行、工业和信息化部、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会联合发布了《关于防范比特币风险的通知》，对比特币的性质及监管方式进行了相关说明和规定。通知指出，比特币应当是一种特定的虚拟商品，不具有与货币等同的法律地位，不能且不应作为货币在市场上流通使用³。

前述通知界定的比特币的虚拟商品性质，

使其存在被认定为数据、网络虚拟财产从而获得法律保护的空间。但是伴随前述《关于防范比特币风险的通知》及2017年9月中国人民银行等七部门《关于防范代币发行融资风险的公告》的出台，任何所谓的代币融资交易平台不得从事法定货币与代币、“虚拟货币”相互之间的兑换业务，不得买卖或作为中央对手方买卖代币或“虚拟货币”，各金融机构和非银行支付机构亦不得直接或间接为代币发行融资和“虚拟货币”提供账户开立、登记、交易、清算、结算等产品或服务⁴。因此，在中国境内，比特币缺乏合法渠道与法定货币进行兑换及交易，对其作为网络虚拟财产的属性认定亦存在不确定性。

在法院裁判角度，对于比特币等虚拟货币财产属性的认定，亦存在不同判例。2016年12月28日，台州市中级人民法院关于武宏恩盗窃罪一案⁵二审刑事裁定书（[2016]浙10刑终1043号）指出，被害人金某付出对价后得到比特币，不仅是一种特定的虚拟商品，也代表着被害人在现实生活中实际享有的财产，应当受刑法保护；被告人武宏恩通过互联网窃取了被害人金某的比特币后，再将其售出所得款项计人民币20余万元到了其个人的银行帐户，其行为已构成盗窃罪。该案例中，法院肯定了比特币的虚拟商品财产属性及持有人受法律保护的权利。而在2017年10月27日，南京市江宁区人民法院对原告高玉平与被告包丽红委托合同纠纷一案⁶的一审判决书（[2017]苏0115民初11833号）中，该法院指出，根据中国人民

2. 《中华人民共和国民法总则（2017）》第一百二十七条。

3. 《中国人民银行、工业和信息化部、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会关于防范比特币风险的通知（银发[2013]289号）》第一条。

4. 《中国人民银行、中央网信办、工业和信息化部、工商总局、银监会、证监会、保监会关于防范代币发行融资风险的公告（2017年9月）》第一至四条。

5. 武宏恩盗窃罪：浙江省台州市中级人民法院刑事裁定书（2016）浙10刑终1043号；浙江省天台县人民法院刑事判决书（2016）浙1023刑初384号。

6. 高玉平与包丽红委托合同纠纷案：江苏省南京市江宁区人民法院民事判决书（2017）苏0115民初11833号。

银行等六部门于 2013 年 12 月 3 日出具的《关于防范比特币风险的通知》，比特币类似于比特币，属于虚拟货币，虚拟货币的交易目前不受法律保护，因虚拟货币交易产生的债务属于非法债务，故不受法律保护。

视后续监管政策的出台及更多司法判例的出现，比特币等加密货币的法律地位可能会得到进一步明确。

第三部分 \ 中国在区块链领域的投资路径及监管政策

尽管目前中国已较为全面地禁止了虚拟货币交易及 ICO 项目，但虚拟货币之底层技术区块链具有相对独立的技术价值及应用场景，我国政府对区块链技术的开发和发展呈支持态度，对“币”、“链”采取区别的监管政策。

关于近年政府机构出台的关于区块链领域的主要政策文件，请见附图一。

在符合国家产业政策且不违反关于虚拟货币法币交易、ICO 项目禁止性规定的前提下，投资机构投资于区块链技术企业及虚拟货币上下游产业，我国法律并未予以限制或禁止。

36 氪研究院 2018 年 2 月发布的《区块链行业研究报告》显示，自 2013 年至 2017 年，我国区块链项目成立数量逐年走高，区块链行业的融资轮次整体处于种子轮至 A 轮等早期轮次，大型企业对于区块链企业的战略投资布局占比逐年走高，适用应用场景包括但不限于物联网、分享经济、跨境支付、去中心化投票等。

就围绕虚拟货币的上下游产业，亦产生了矿机生产、区块链媒体平台 / 自媒体等新兴行业板块，并逐渐形成具有领先优势的创业企业，例如致力于高速运算芯片、比特币挖矿运算设备研发制造的北京比特大陆科技有限公司、已完成天使轮 /A 轮融资的巴比特、金钱豹、深链财经等区块链媒体平台等。

投资者可采取多种形式对区块链企业或项

发布日期	规定 / 事件	要点
2016年6月15日	中国互联网金融协会（国家互联网金融行业自律组织）决定成立区块链研究工作组 ²	对区块链在金融领域应用的技术难点、业务场景、风险管理、行业标准等开展研究，跟进国内外区块链技术发展及金融领域应用创新，密切关注创新带来的金融风险 and 监管问题。
2016年12月15日	《国务院关于印发“十三五”国家信息化规划的通知》	提出强化战略性前沿技术超前布局。重点突破信息化领域基础技术、通用技术以及非对称技术，超前布局前沿技术、颠覆性技术。加强量子通信、未来网络、类脑计算、人工智能、全息显示、虚拟现实、大数据认知分析、新型非易失性存储、无人驾驶交通工具、区块链、基因编辑等新技术基础研发和前沿布局，构筑新赛场先发主导优势。
2017年8月13日	《国务院关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	截至 2020 年，工业和信息化部、国家发展改革委、科技部等负责单位的工作任务包括，推动信息技术服务企业提升“互联网+”环境下的综合集成服务能力。鼓励利用开源代码开发个性化软件，开展基于区块链、人工智能等新技术的试点应用。
2017年10月5日	《国务院办公厅关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	加强供应链信用和监管服务体系建设和研究利用区块链、人工智能等新兴技术，建立基于供应链的信用评价机制。推进各类供应链平台有机对接，加强对信用评级、信用记录、风险预警、违法失信行为等信息的披露和共享。
2017年11月19日	《国务院关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	加强产业支撑。加大关键共性技术攻关力度。促进边缘计算、人工智能、增强现实、虚拟现实、区块链等新兴前沿技术在工业互联网中的应用研究与探索。

附图一

2. 《中国互联网金融协会成立区块链研究工作组》，载中国互联网金融协会官网：<http://www.nifa.org.cn/nifa/2955675/2955761/2957398/index.html>，2016-6-15

目进行投资。其中，以虚拟货币为载体的区块链投资模式主要为 ICO，即基于区块链技术，向投资者募集主流虚拟货币并发行代币及赋予投资者相关权利。目前，该融资模式在我国已被禁止，具体监管政策分析，详见本文第四部分内容。

但是，投资机构对区块链技术企业投资仍可采用股权投资等市场上较为成熟的投资模式进行。投资人应重点关注对被投企业的尽职调查及主要交易文件内容（Term Sheet、股权投资协议等），避免操之过急的投资安排引发潜在的商业及法律合规风险。

总体而言，就作为潜在投资目标的区块链企业，投资人可重点关注的问题包括但不限于：

★ **企业架构：**被投资企业实体注册于境内或境外、股权架构及主要关联方、是否存在股权代持、认购权协议等协议安排；

★ **核心技术及应用：**区块链企业核心底层技术、算法、可扩展性、安全性、隐私保护等；核心技术的应用场景；主要客户及供应商等；

★ **团队及激励制度：**核心团队成员、是否存在员工激励计划或相关安排、核心成员是否与被投资企业签署保密协议、知识产权开发或使用协议、竞业禁止协议等；

★ **业务模式合规性：**是否存在违反适用法律的业务模式或融资模式（可能涉及多个法域）；

★ **其他：**税务、劳动、环保、诉讼、行政处罚等其他合规问题。

我们后续将进一步发布区块链企业投资路径分析，并根据投资项目的具体情况，与投资者做进一步的探讨。

第四部分 \ 中国法下ICO项目的法律政

策分析

自 2013 年以来，我国对加密货币、ICO 项目及区块链技术采取区别的监管思路，即一方面鼓励“拥抱技术”，一方面对加密货币及 ICO 项目保持审慎乃至禁止的态度，严防相关金融风险。

尽管 2017 年 9 月七部门发布的《关于防范代币发行融资风险的公告》已明确禁止境内 ICO 项目，但考虑到加密货币、ICO 乃至更广泛的区块链领域仍属于新兴监管领域，不排除其监管政策有一定的波动性。故分析 ICO 项目在既有法律体系的性质认定及法律适用问题，仍具有重要及长远的现实意义。

2017 年 9 月 4 日，中国人民银行、中共中央网络安全和信息化领导小组办公室、工业和信息化部、国家工商行政管理总局、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会等七部门联合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》，明确了代币发行融资行为（ICO）的本质，将其认定为是一种未经批准非法公开融资的行为，涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动；另指出各类代币发行融资活动应当立即停止，各金融机构和非银行支付机构不得开展与代币发行融资交易相关的业务；对于存在违法违规问题的代币融资交易平台，金融管理部门将提请电信主管部门依法关闭其网站平台及移动 APP，提请网信部门对移动 APP 在应用商店做下架处置，并提请工商管理部门依法吊销其营业执照。

在前述监管规定下，自 2017 年 9 月起，ICO 项目募集活动在我国境内被全面禁止，各地均开展了 ICO 项目重点整治工作。以上海为例，截至 2017 年 9 月 22 日，上海市互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室





发表示，上海代币发行融资（ICO）、比特币等虚拟货币交易场所清理整治工作已取得初步成效，已发行 ICO 项目 90% 以上已基本完成清退⁷。

在其后的市场实践中，部分境内 ICO 项目团队辗转境外，即在新加坡、加拿大等对 ICO 项目相对友好的国家和地区成立 ICO 项目基金会，继续开展 ICO 项目。

2018 年 1 月 26 日，中国互联网金融协会发布《关于防范境外 ICO 与“虚拟货币”交易风险的提示》，指出有关管理部门对境内 ICO 行为及“虚拟货币”交易场所的清理整治工作已基本完成，期间有部分投资者转向境外开展相关活动。根据国家相关管理政策，境内投资者的网络访问渠道、支付渠道等可能会受到影响，投资者将蒙受损失；提示目前境外的交易平台一样存在系统安全、市场

操纵和洗钱等风险隐患。同时指出，协会监测发现，境内有部分机构或个人还在组织开展所谓的币币交易和场外交易，并配之以做市商、担保商等服务，这实质还是属于“虚拟货币”交易场所，与现行政策规定明显不符。该通知呼吁郑重呼吁广大投资者认清境外 ICO 与“虚拟货币”交易平台的风险，牢固树立风险防范意识。

1.ICO 的法律适用分析

如前所述，ICO 项目实质为基于区块链技术的加密货币的发行渠道，加密货币发行方向投资者发行的加密货币即被称为“代币”，投资者通过购买代币参与早期项目或产品开发。投资者获得代币的同时亦获得该代币所记载的权利（根据 ICO 项目的不同类型，代币所记载的权利包括收益权、投票权、特定

系统使用权等；如代币未来可在交易所进行交易或通过其他渠道交易，亦可获得对应的交易价值）。投资者在 ICO 项目中获得代币的对价多为比特币、以太坊等加密货币，少数情况下亦可能采用法定货币为对价。

（1）从证券及金融监管视角

根据我国《证券法》的规定，在中华人民共和国境内，公开发行股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，需适用《证券法》及相关证券监管规定。其中，向不特定对象发行或向特定对象发行累计超

7. 钱海洁：《上海代币发行融资（ICO）平台90%项目完成清退》，载《中证网》：http://www.cs.com.cn/xwzx-/201709/20170922_5488949.html，2017-09-22；张轶：《上海ICO项目逾90%已基本完成清退 虚拟货币交易平台也将陆续停止》，载《东方财富网》：<http://sh.eastmoney.com/m/20170922/ulail10878842.html>，2017-09-22。
8. 《中华人民共和国证券法（2014）》第二章、第十节。

过二百人的，视为公开发行行为⁹。

在我国现有监管体系下，“证券”的定义主要采用列举式的规定表述。从 ICO 项目发行的代币及相关权益形式角度，其不直接属于股票、公司债券或目前国务院明确认定的其他证券，但从 ICO 发行代币可能涉及的分红权、收益权、投票权等具体权益种类角度，不排除监管机关乃至具体裁判案例中，将特定类型 ICO 项目的性质认定为证券的发行，进而被纳入现有证券法律监管体系下并被认定为未经证券监管机构批准擅自发行股票或债券。

就擅自公开或者变相公开发行证券的法律责任，《证券法》第一百八十八条规定，未经法定机关核准，擅自公开或者变相公开发行证券的，责令停止发行，退还所募资金并加算银行同期存款利息，处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款；对擅自公开或者变相公开发行证券设立的公司，由依法履行监督管理职责的机构或者部门会同县级以上地方人民政府予以取缔；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。另根据我国《刑法》第一百七十九条的规定，未经国家有关主管部门批准，擅自发行股票或者公司、企业债券⁹，数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处非法募集资金金额百分之一以上百分之五以下罚金。

(2) 从刑事犯罪及刑罚的视角

*是否触犯“集资诈骗罪”

我国《刑法》第一百九十二条规定，以非法占有为目的，使用诈骗方法非法集资，数额较大的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处二万元以上二十万元以下罚金；数额巨大或者有其他严重情节的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处五万元以上五十万元以下罚金；数额特别巨大或者有其他特别严重

情节的，处十年以上有期徒刑或者无期徒刑，并处五万元以上五十万元以下罚金或者没收财产。

另根据最高人民法院于 2010 年 12 月 3 日发布的《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》（《解释》），以非法占有为目的，使用诈骗方法实施《解释》第二条规定所列行为的，应当依照刑法第一百九十二条的规定，以集资诈骗罪定罪处罚。其中：

A. 就“使用诈骗方法实施《解释》第二条所列行为”，该等行为包括但不限于“……（五）不具有发行股票、债券的真实内容，以虚假转让股权、发售虚构债券等方式非法吸收资金的；（六）不具有募集基金的真实内容，以假借境外基金、发售虚构基金等方式非法吸收资金的；……（八）以投资入股的方式非法吸收资金的；……（十一）其他非法吸收资金的行为。”

B. 就“以非法占有为目的”的认定，使用诈骗方法非法集资，具有下列情形之一的，可以认定为“以非法占有为目的”：

（一）集资后不用于生产经营活动或者用于生产经营活动与筹集资金规模明显不成比例，致使集资款不能返还的；

（二）肆意挥霍集资款，致使集资款不能返还的；

（三）携带集资款逃匿的；

（四）将集资款用于违法犯罪活动的；

（五）抽逃、转移资金、隐匿财产，逃避返还资金的；

（六）隐匿、销毁账目，或者搞假破产、假倒闭，逃避返还资金的；

（七）拒不交代资金去向，逃避返还资金的；

（八）其他可以认定非法占有目的的情形。

因集资诈骗罪的认定要求集资行为以非法占有为目的，故 ICO 项目的实际运作情况

及集资目的将成为认定相关主体是否构成集资诈骗罪的重要依据。目前，市场上宣传的境内外 ICO 项目质量良莠不齐。如特定 ICO 项目以项目开发名义吸收投资者资金，但实无对应的区块链技术开发内容，或开发者知晓项目并不具有可实现性或实际价值，则项目发行的对应代币亦不具有实际价值；该等情形下，代币发行方被认定为以非法占有为目的发行代币诈骗集资的可能性较大。可能被认定为非法占有目的的其他 ICO 项目发行方行为还包括将募资资金用于项目白皮书所述用途之外的其他用途、肆意挥霍所募资金、隐匿资金或账目、携带集资款逃匿等。反之，如 ICO 项目具备真实的、有商业必要性及可实现性的技术设计及项目内容，项目发行方亦根据项目白皮书所述商业计划使用所募资金进行该等区块链项目技术开发，则其被认定为以非法目的集资诈骗的风险将在很大程度上得以降低。

*是否触犯“非法吸收公众存款罪”

根据 ICO 项目的不同性质，亦须关注我国刑法关于非法吸收公众存款的相关规定。

我国《刑法》第一百七十六条规定，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，处三年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处二万元以上二十万元以下罚金；数额巨大或者有其他严重情节的，处三年以上十年以下有期徒刑，并处五万元以上五十万元以下罚金。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。

根据《解释》第一条的规定，违反国家金融管理法律规定，向社会公众（包括单位

9.就“擅自发行股票或者公司、企业债券”的认定，《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》第六条规定，未经国家有关主管部门批准，向社会不特定对象发行、以转让股权等方式变相发行股票或者公司、企业债券，或者向特定对象发行、变相发行股票或者公司、企业债券累计超过200人的，应当认定为刑法第一百七十九条规定的“擅自发行股票、公司、企业债券”。构成犯罪的，以擅自发行股票、公司、企业债券罪定罪处罚。

和个人)吸收资金的行为,同时具备下列四个条件的,除刑法另有规定的以外,应当认定为刑法第一百七十六条规定的“非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款”: (一)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)通过媒体、推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣传; (三)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)向社会公众即社会不特定对象吸收资金。

就不同的 ICO 项目,在认定其是否属于前述四项条件时可能存在不同的情况。例如,就条件(二)及条件(四),ICO 项目较多通过媒体、推荐会、手机短信等途径公开宣传,

且宣传对象为社会不特定对象,故可能被认定为符合前述条件(二)及条件(四);但就条件(三),即“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”,因特定 ICO 项目所发代币及项目运营形式仅为向投资者出售代币使用权,并不附加收益权或承诺任何形式的汇报,故被认定为符合条件(三)的可能性较小。

*关于“资金”的认定

就前述“集资诈骗罪”及“非法吸收公众存款罪”,《刑法》及最高院《解释》均将非法吸收“资金”作为认定要素之一。

在市场上常见的 ICO 项目中,发行方多

向投资者募集数字加密货币,而非法定货币。故视监管机构对加密货币性质的认定及监管政策的变化,ICO 项目所募虚拟货币是否构成刑事犯罪监管视角下的“资金”、进而是否影响相关罪名的认定具有不确定性。

具体而言,根据 2013 年《关于防范比特币风险的通知》,比特币被认定为是一种虚拟货币而非货币;但 2017 年《关于防范比特币风险的通知》,已将融资主体通过代币的违规发售、流通,向投资者筹集比特币、以太币等虚拟货币,认定为本质上是一种未经批准非法公开融资的行为,并指出该行为涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动,



故不排除监管机构已倾向于将筹集比特币、以太坊等虚拟货币视为一种集资行为。考虑到加密货币可在特定法域兑换为法定货币，监管机构亦可能采取实质大于形式的认定标准，认为募集加密货币是一种间接的资金募集行为。

(3)中国对境外ICO项目的刑事管辖权

ICO 项目在中国境内被禁止后，部分中国公民将其开发的 ICO 项目迁至境外，通过设立境外非营利性基金会等形式进行开发及募集，或通过境外主体或他国公民进行该等募集活动。

从我国《刑法》视角下的属人管辖权¹⁰及保护管辖权¹¹角度，如中国公民或境外主体在境外 ICO 项目的融资行为属于我国《刑法》监管领域内的犯罪行为（如非法发行证券、诈骗集资等），且面向中国投资者、损害中国公民权益，中国政府亦有权根据前述

《刑法》规定的管辖权原则予以监管。

根据目前媒体披露的信息，部分 ICO 项目负责人可能被采取限制出境的监管措施。其依据来源于最高人民法院、最高人民检察院、公安部、国家安全部于 1987 年颁布并现行有效的《关于依法限制外国人和中国公民出境问题的若干规定》，采取限制出境措施的情形主要包括：（1）公安机关和国家安全机关认定的犯罪嫌疑人或有其他违反法律的行为尚未处理并需要追究法律责任；（2）人民法院或人民检察院认定的犯罪嫌疑人或有其他违反法律的行为尚未处理并需要追究法律责任；（3）国家安全机关决定对某些外国人或中国公民采取限制出境措施；（4）有未了结民事案件（包括经济纠纷案件）并由人民法院决定限制出境并执行等。

第五部分 小结

区块链行业的发展日新月异，这一新兴行业的发展及全球范围内对其采取的监管政策均处在不断的变化之中。基于前述对 ICO 项目、虚拟货币领域监管政策的分析，建议投资者及项目开发机构密切关注境内外监管政策动态，并及时对法律风险予以评估。

另一方面，就我国采取政策支持的区块链技术领域，新兴的区块链企业创业市场正在兴起。我们相信，大型机构投资者、私募基金等投资机构凭借对区块链企业技术实力、产品化能力、运营能力等企业实力的有效辨识，亦能在区块链领域获得巨大投资机会。我们后续将就区块链企业投资路径做进一步的归纳分析，并为投资者提供进一步法律支持。 ☒

10. 属人管辖权：《中华人民共和国刑法（2017修正）》第七条规定，中华人民共和国公民在中华人民共和国领域外犯本法规定之罪的，适用本法，但是按本法规定的最高刑为三年以下有期徒刑的，可以不予追究。

11. 保护管辖权：《中华人民共和国刑法（2017修正）》第八条规定，外国人在中华人民共和国领域外对中华人民共和国国家或者公民犯罪，而按本法规定的最低刑为三年以上有期徒刑的，可以适用本法，但是按照犯罪地的法律不受处罚的除外。





中伦研究院出品