

Web3.0 投融资法律指南系列（五）：SAFT 的兴衰

作者：李胜 | 王心怡 | 韩乐怡

引言

在上一篇中，我们解读了 SEC 目前正在将加密货币纳入证券法监管规则下以执行其监管审查，“Howey Test”所确立的证券认定标准仍是 SEC 关于加密货币发行审核的主要监管工具之一。本篇中，我们将视角置于美国 Web3 投融资的常见交易结构，并解读 SEC 对交易结构的审查态度如何影响了美国市场交易结构的变化。

要点概览：

- 2017 年，美国 Cooley 律师事务所与 Protocol Labs 设计了 Web3 融资项目的主要工具 —— “SAFT（Simple Agreements for Future Tokens）”。SAFT 以所售 Token 是 Utility Tokens（“UT”）为基点，采用了一种“两步走”结构，目的是期望实现 Tokens 合规发行与证券注册豁免。
- 然而由于 SEC 采取的“实质大于形式”的审查标准，结合 SEC 近期的审查案例，我们发现 SAFT 模式所希望达到的目的似乎并不被 SEC 所认可。
- 2021 年起，以“SAFE（Simple Agreements for Future Equity）+Token Warrant”为主的交易结构正在兴起并成为美国 Web3 市场融资者的另一个选择。这一交易结构有一定程度的灵活性，但是在 SEC “实质大于形式”的审查标准下，从美国证券法监管的角度，其与 SAFT 是否有本质区别仍有待检验。

一、SAFT 的愿景和挑战

（一）SAFT 的“两步走”结构

2017 年 10 月 2 日，美国 Cooley 律师事务所与 Protocol Labs 共同发布了题为“The SAFT Project: Toward a Compliant Token Sale Framework”的白皮书（“SAFT 白皮书”），首次向市场引入了 SAFT 的交易形式，旨在为 Token 发行方提供于美国证券法体系下进行合规发行的路径。SAFT 白皮书通过 SAFT

构建了一套白皮书创建者认为完整且合规的 Token 发行流程¹。

在发币准备阶段，开发者发布其Token白皮书，设立主体，并与合格投资者（accredited investor）锁定份额	开发者和合格投资人签署SAFT，投资人向开发者支付投资款，开发者提交Form D备案（如适用）	
SAFT.	步骤一 01	02 步骤二
开发者在收到资金后进一步开发其产品网络，将其Token及产品网络建设成有真正实用的功能性产品	步骤三 03	04 步骤四
开发者完成开发后，上线该等产品及网络，并向投资人发放Token		

- **步骤一：**此时为发币的准备阶段，若开发者就其发币项目进行相关公开宣传，可能需要依赖于 Regulation D Rule 506 的豁免，即开发者只能对合格投资人进行公开宣传。
- **步骤二：**SAFT 白皮书认为，SAFT 协议满足 Howey Test 要求，属于投资合同(Investment Contract)，但根据步骤一（只发放给合格投资人），其符合美国证券法下 Regulation D Rule 506 的豁免（视项目情况不同可能申请其他豁免），因此开发者无需在 SEC 登记，但需要进行 Form D 备案。
- **步骤三：**由于开发者的最终目标是将其 Token 及产品网络建设成有真正实用的功能性产品，因此在开发完成后，该 Token 是有真正使用价值的 UT，因此 SAFT 白皮书认为，未来购买该 Token 的任何协议和 Token 本身应当不满足 Howey test，不属于 SEC 监管的 Security。
- **步骤四：**Token 发放阶段，投资人可以实现退出，公司也可以通过向公众发行 Token 获取利润。

通过以上流程，SAFT 为投资人构建了一种“两步走”框架：

1. 第一步 or 初始发行阶段（SAFT 属于 Security，但可以适用豁免）：

发行人与合格投资者签订 SAFT，投资者不会收到 Token 而只能获得之后购买 Token 的权利。由于 SAFT 协议本质上是一种针对 Token 的远期协议，投资人为取得 SAFT 支付了金钱对价，其投资款共同汇聚在一起用于 Token 和其网络的设立，且其利润的获得依赖于开发者对 Token 的管理和开发，从而符合 Howey Test 关于 Investment Contract 的定义，构成 Security，但可以通过适用特定的“Exemption”来避免进行 SEC 登记（例如，如果是发给合格投资人，可以主张适用 Regulation D Rule 506 享有注册豁免）。

2. 第二步 or 公开发行阶段（发行的 UT 不是 Security）：

针对最终阶段实际发行的“Already-functional utility Token”，因其大概率不符合 Howey Test 项下“预期获得利润”和“该利润主要依赖于其他人的努力”两项核心认定依据，而不会落入 Security 的定

¹ 白皮书链接：<https://www.crowdfundinsider.com/wp-content/uploads/2018/03/SAFT-Project-Whitepaper-October-2017.pdf>。

义之下，故也不需要根据证券法进行相关登记。

- 针对“预期获得利润”而言，SAFT 白皮书认为，由于该 Token 已经具有了实用属性，一般而言投资人购买该 Token，其主要目的不是为了获利（虽然客观上投资人可能通过将其在二级市场上买卖赚取差价），而是为了取得该 Token 对应的实用价值；
- 针对“该利润主要依赖于其他人的努力”而言，SAFT 白皮书认为，对于一个去中心化的 Token 体系，该 Token 在二级市场的价格完全受到市场的供需关系影响，而不由开发者的贡献主导。

（二）SAFT 的适用限制 — 一项被忽略的关键因素

SAFT 的“两步走”形式似乎为加密货币发行提供了一种更加简便的证券法合规路径，业内普遍认为 SAFT 框架同时存在经济结构上的优势：

- 只有合格投资者参与购买 SAFT，因此不会导致散户投资者存在项目初创期失败的风险；
- 由于散户投资者可以在平台成熟后参与购买 Tokens，因此仍可以参与到项目的发展中。

需注意的是，SAFT 的上述优点，均建立在该等 Token 在实际发行时是“Already Functional Token”的基础之上，这也意味着，如果 SAFT 内出售的 Token 是 non-utility Token，该等 Token 很有可能满足 Howey Test 从而属于 Security，其发行受制于 SEC 和证券法的监管，也因此无法通过两步走来达到避免登记的目的。在 SAFT 白皮书关于 SAFT 框架的有限性的分析里，也曾明确的提到，“the SAFT framework is not very useful to non-utility tokens that are themselves Securities when sold to the public”，但市场使用者可能都忽略了这一提示。

（三）SEC 态度：SAFT 只是形式，实质最重要

SAFT 白皮书发布于 2017 年 9 月，当时 SEC 仅发布了 The DAO 调查报告表明了其对 Security Token 的态度，但尚未公开发表过其对 UT 的态度。从事实上来看，白皮书构建的“两步走”流程在后续的实践中并没有被 SEC 完全认可。

结合近期的 Kik 案例和 Telegram 案，SEC 对 SAFT 或类似的代币预售框架是否可以规避美国证券法的登记要求表示了质疑：

（需提示的是，虽然 Telegram 在初始发行中使用的是“Grams Purchase Agreement”而非“SAFT”，但根据相关裁判文书，理解其交易框架和 SAFT 十分类似，亦为分两个阶段的、针对 Token 的远期协议）

Q1: 针对初始发行阶段，SEC 认为其实质上存在公开发行的性质，且初始投资人事实上扮演“承销商”的角色，故不得适用 Securities Act of 1933 Section 4(a)(2)或 Regulation D Rule 506 规定的私募注册豁免情形。

若要适用 Securities Act Section 4(a)(2)或 Regulation D Rule 506 的私募豁免，该等交易的每一个组成部分都不能存在公开发行的性质。

- 在 Kik 案中，SEC 认为，Token 的初始发行与后来的公开发行实质为同一融资交易的两个部分，SAFT 框架并不足以使其成为独立的阶段，因此初始发行难以适用 Regulation D Rule 506 的豁免。由于 Kin 代币的初始发行与公开发行的收益均系为 Kik 数字生态系统的创建提供资金，其收取的对价均属于同一类型（尽管初次发行收取了美元，而公开发行收取以太币为对价，但以太币可以容易地转换为美元），且 Kik 在其声明中未对两项交易进行区分，而是将其合并计算，合计筹集 1 亿

美元，因此法院认为 Kik 的初始发行和公开发行事事实上为同一个完整融资。

- 在 Telegram 案中，SEC 同样认为 Telegram 向初始投资人出售 Grams 属于 “a disguised public distribution”，属于公开发行的第一阶段，其理由包括：Telegram 的目标是让 Grams 流通在更大的市场上，故其进行初次出售的本意不是为了让初始投资人持有 Grams，而是为了让初始投资人在二级市场上转售；同时，Telegram 在初始发行中设定的不同的价格和锁定期、选择的投资人对象，也暗含着投资人会在 Token 发行后进行转售的意图。

同时，为了满足 Regulation D Rule 506 私募发行的标准，发行人必须尽合理注意义务确保购买者并非承销商。根据 Securities Act Section 2(a)(ii) 的定义，“承销商”指 “any person who has purchased from an issuer with a view to . . . the distribution of any security”；而 “distribution” 的定义包括，在公开发行中股票被分散并落入大众手中的整个过程²。

- 在 Telegram 案中，法院认为初始购买者投资 Grams 是为了在上链后尽快于二级市场转售，而 Telegram 最终目的是通过这些投资人让公众持有 Grams，因此这些初始投资人属于承销商。其次，尽管 Telegram 认为自己在购买协议中要求购买者保证 “购买代币不是出于出售或与出售有关的目的而转售或分发”，已尽到了保证购买者并非承销商的合理义务，但法院认为，法律上的免责声明并无意义，依旧应该以经济实质为准。

Q2: 针对公开发行阶段，SEC 认为部分 SAFT 项目下发行的 Token 实际上满足 Howey Test，属于 Security

在 SAFT 框架下，基于两步走原则，发行人通常在公开发行阶段主张自己的 Token 属于 Utility Token，可用于实用性消费用途，因此不满足 Howey Test。但 SEC 及法院往往会进一步考虑该 Token 是否真的具有实用价值。（其他 Howey Test 的要点分析可参见 [【上一篇链接】](#)）

- 在 Kik 案中，Kik 辩称其代币 Kin 旨在用于聊天、社交媒体和支付等数字服务中的 “消费性使用” 而非投资。但 SEC 认为当 Kin 代币公开发行时，Kin 所有者只能购买一个 “最简可用产品” —— 一种数字表情 (sticker)。SEC 认为 Kik 对这一产品的开发仅为了合规目的，Kin 代币依旧应被认定为 Security。

二、新的交易趋势：SAFE + Token Warrant

由于 SAFT 存在一些局限性，自 2021 年开始，以 “SAFE + Token Warrant/Side Letter” 的新投资框架逐渐成为境外加密行业 VC 投资的新选择。

² “the entire process by which in the course of a public offering the block of securities is dispersed and ultimately comes to rest in the hands of the investing public”, R. A. Holman & Co., 366 F.2d at 449.

（一）SAFE + Token Warrant 结构概览

SAFE + Token Warrant - What's New?

在传统的股权交易（SAFE）基础上，公司向投资人签发Token Warrant，约定若未来公司发币，投资人可以免费或以很低的价格认购公司所发行的Token

Simple Agreements for Future Equity

01

系SPA的变种，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的优先股份。

Token Warrant

02

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。

如上图所示，“SAFE+Token Warrant”的形式，系在传统的股权交易（SAFE）基础上，由公司向投资人签发Token Warrant，约定若未来公司发币，投资人可以免费或以很低的价格认购公司所发行的Token。

（二）SAFE + Token Warrant vs. SAFT

从结构上而言，“SAFE+Token Warrant”与“SAFT”的交易框架可能存在部分差异，我们简要整理如下：

SAFT vs. SAFE+TokenWarrant

	SAFT	SAFE + Token Warrant
交易内容	投资方支付对价以取得未来特定数量的Token	投资方在SAFE下支付对价，以取得： (1)未来特定数量的股份；及(2)未来免费或以低价取得Token的权利
交易标的	未来发行的Token	公司股权+未来购买Token的权利

新的SAFE + Token Warrant模式相比传统的SAFT模式可能更加灵活（例如可以同时获得公司的股权和Token），且可能给公司带来潜在的税务优势。从美国证券法的合规角度，部分观点认为在新的模式下，投资人所支付的投资款系其取得公司未来股权的对价，而非Token的对价，因此就Token交易而言不满足Howey Test“金钱投资”的要件，且在“投资于共同事业”和“预期获得利润”角度亦有解释空间。但由于新的框架下交易实质可能并未发生变化，不排除SEC可能对这一类交易采取“实质大于形式”的审查裁量（即将股权交易和Token交易打包认定为一个交易），从而将其认定为证券并一样受限于美国证券法的登记要求。

三、税务问题对于交易框架的潜在影响

美国国税局(IRS)于2014年发布第一份税收指南(Notice 2014-21)中将加密货币定义为“财产(property)”

进行征税，并同步上线了“问答页面”³针对 16 项加密货币的基本税务问题进行了页面问答式的回应。由于 Notice 2014-21 的内容整体上仍是原则性的指导意见，实践中被诟病存在较多模糊不清的问题，2019 年 IRS 再次发布了新的加密货币税收指南 (Revenue Ruling 2019-24)，并且同步将页面问答从 16 项增加到了 48 项，对加密货币征税问题做出了进一步的阐释（合称“**IRS 指南**”）。

***TIPS:** 关于加密货币报税处理的基础问题了解，值得参考 Coinbase 官网 Crypto Basics 部分对于“crypto taxes”问题的基础介绍和指南，其中对于常见的不涉税活动、收入性/资本收益报税活动进行了一一列举⁴。*

早期 SAFT 白皮书设计 SAFT 模型时也将税务优惠因素考虑在其交易结构之内。对于美国 Web3 项目融资而言，不能忽视加密货币交易的税务处理问题对于交易结构的潜在影响。在美国国税局（IRS）定性原则下，加密货币可以通过两种方式征税⁵：

- 作为**收入 (Income)**：包括加密货币形式的工资收入、获得商品/服务报酬等，同时 IRS 针对挖矿、空投、硬分叉的形式也做出了相应的征税说明。
- 作为**资本收益 (Capital Gain)**：我们理解这可能是对于 Web3 项目投资方而言更值得关注的情形，即针对出售、交换等加密资产交易活动取得的收益，将作为资本收益被征税。

随着 IRS 对于 Token 的税务处理态度趋严，新的交易结构可能也会随变化调整。以“SAFE+Token Warrant”为例，相比传统以现金对价直接认购 Token 的模式，税务处理存在不同的操作方式。分拆来看，针对 SAFE 部分的收益，由于其仍为传统的股权投资交易，可能无需作为虚拟货币交易纳税；针对 Token Warrant 部分，公司在该笔交易项下的收益则几乎可以忽略不计。然而未来买方出售根据 Token Warrant 转换所取得的特定单位的 Token 时，计算其税基的金额标准仍有待商榷。

四、新的监管趋势 — 安全港提案

针对美国证券法和 SEC 对 Token 的监管，也有观点认为，SEC 应用证券法对 Token 的约束使得公司分发 Token 变得极其困难。部分加密货币领域的“友好派”正在推进一些新的立法举措，以缓和创新与监管的摩擦。

³ <https://www.irs.gov/individuals/international-taxpayers/frequently-asked-questions-on-virtual-currency-transactions>。

⁴ Understanding crypto taxes | Coinbase, <https://www.coinbase.com/learn/crypto-basics/understanding-crypto-taxes>。

⁵ <https://www.coinbase.com/learn/your-crypto/tax-documents-explained#IRS-forms-and-resources>。

“

A talk about crypto regulation in the United States would not be complete without a mention of one of the main questions posed to the SEC: **when is a digital asset a security?** Despite the frequency with which this question is asked, clear answers are rare.

Remarks at the British Blockchain Association's Conference



Hester M. Peirce.

- 2020年2月，Hester首次提出“安全港提案”，旨在为网络开发人员提供三年的宽限期
- 2021年4月，Hester结合一年来的市场意见，进一步发布了她对安全港提案的修订版

在加密社区中，Hester M. Peirce被亲切的称为“Crypto Mom（加密妈妈）”

- **安全港（Safe Harbor）提案：**Hester认为，在一些Token的发行之初，该Token可能因其交易符合Investment Contract的定义而属于security，但该等性质可能发生改变，而过度的监管可能阻碍这种变化。据此，Hester于2020年2月提出一项安全港（Safe Harbor）提案，希望通过加强披露来保护Token购买者，保持证券法反欺诈条款的应用，同时为Token发行人提供三年的豁免期来构建功能性网络（functioning network）或去中心化网络（decentralized network），而不受证券法的注册规定的约束，从而在保证灵活监管的同时促进创新。

三年期满后，该Token的管理团队需要决定该Token是否属于Security；若届时Token网络仍未成熟，Token依旧需要作为Security注册。

- **2021 数字通证清晰度法案（Clarity for Digital Tokens Act of 2021）：**尽管Hester委员的提案尚未在SEC获得通过，但实践中已有很多支持者。2021年10月5日，共和党人Patrick McHenry在安全港提案的基础上进一步提交了《2021 数字通证清晰度法案》（Clarity for Digital Tokens Act of 2021）的提案。如初始开发团队在第一次Token销售后三年内使得Token网络达成网络成熟度（论证方式可参考安全港提案），将可以获得注册豁免。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

李胜

电话： +86 10 8525 4691

Email: sheng.li@hankunlaw.com