



Photo by [Andre Francois](#) on [Unsplash](#)

王琍瑩律師文章「STO 是什麼？Blockchain 新創必須掌握的 Crypto 監管趨勢」同時刊登於 BlockTempo、TechOrange、INSIDE、創業小聚專欄，針對加密貨幣最新監管趨勢與業界因應之道，提出專業解讀。

來自監管的不確定性，一直被認為是影響 Crypto 發展最大的風險之一。身為全球最大金融市場的美國，SEC (Securities and Exchange Commission，證券交易委員會) 轄下單位在 11 月聯合發佈「[數位資產證券發行與交易聲明](#)」(Statement on Digital Asset Securities Issuance and Trading)，清楚定義了證券型代幣 (Security Token)，並強調其發行與交易，都必須符合現有的證券法規。

從長遠角度來看，這是掃除 ICO 目前仍有太多灰色地帶的重要里程碑，有助於未來 Crypto 正常化、合法化的發展。然而，就短期面來說，SEC 的大動作，對於 ICO 產生哪些衝擊？對 Blockchain / Crypto 新創來說，該如何因應？在輔導 AppWorks Accelerator 新創校友的過程中，發現這是近期 Blockchain / Crypto 新創最關心的議題，特此就 SEC 未來的監管趨勢，提供來自法

資料來源：<https://www.blocktempo.com/sto-ico-regulation-trend-3>  
<https://buzzorange.com/techorange/2018/12/13/wil-sto-replace-ico>  
<https://www.inside.com.tw/article/14974-Blockchain-STO-trend>  
<https://meet.bnext.com.tw/articles/view/44201>  
<https://nextandnexus.com/sec-crypto-regulation-trends/>

務面的專業解讀。

追劇的人都知道，無論台劇、美劇、韓劇、陸劇，總有那麼一些似曾相識的套路。這回由美國聯邦政府領銜主演的加密貨幣監管大戲第一季即將殺青，眼看著 ICO 黯然下台，STO (Security Token Offering) 霸氣登場，著實也有某種倒帶重播的既視感。

正在苦惱要不要進行 ICO 募資的團隊、不確定是否合規的跨國交易所、以及期待探索 Blockchain 和 Crypto 發展潛力的朋友們，本文有雷，不要錯過，一起來拆解監管套路、看看 STO 到底憑什麼紅吧！

## 第一季精彩回顧：與 ICO 大戰三十回，SEC 勝

首先回顧 SEC 針對 Crypto 監管立場的幾次重大表態：

- 2013 年 7 月：SEC 針對利用 Bitcoin 從事龐氏騙局的業者 [提告](#) (SEC v. Shavers)，此後針對詐欺案件展開積極執法。
- 2017 年 6 月：SEC 主席 Jay Clayton 接受 [專訪](#) 表示，Bitcoin 作為法幣的替代品，並非證券；但對 Altcoin 如 Ether 和 Ripple 則拒絕評論。
- 2017 年 7 月：SEC 引用 1946 年最高法院經典案例 (SEC v. Howey) 發表 [The DAO Report](#)，認定 DAO Tokens 是證券法 (Securities Act of 1933) 和證交法 (Securities Exchange Act of 1934) 所定義的證券，同時確認 Howey Test 所謂 investment of money 不以現金為限，也包括 Ether。
- 2017 年 12 月：SEC [重申](#) Crypto 有無證券屬性，依個案實質認定，與是否稱為 Utility Token 無關。
- 2018 年 6 月：SEC 企業金融局 (Division of Corporation Finance) 局長 William Hinman 發表 [When Howey Met Gary](#) 演說，認為證券投資性應判斷交易雙方有無重大訊息不對稱 (material information asymmetries)。
- 2018 年 9 月：SEC 認定 [TokenLot \(ICO Superstore\)](#) 未註冊經紀商 / 承銷商 (Broker-Dealer) 而向

散戶出售加密貨幣，構成違法；即便 TokenLot 聲稱已踐行嚴謹的 KYC (Know Your Customer) 及 AML (Anti-Money Laundering) 法遵程序，仍受到裁罰。

- 2018 年 11 月：[CarrierEQ \(Airfox\)](#) 與 [Paragon](#) 因未註冊 ICO 證券發行而分別與 SEC 達成和解處分；提供「幣幣交易」服務的 EtherDelta 也因未依法註冊交易所 (Exchange) 而受到民事裁罰。

隨著劇情高潮迭起，觀眾們都感受到 SEC 針對 Crypto 的監管步調正在加快、力道也不斷增強，終於到了下緊箍咒毫無懸念的階段了。William Hinman 近日更公開表示，SEC 將會彙整實務問題，以素人能懂的白話文來撰寫監管指南，以供各界遵循。

## 套路拆解：華爾街歷史重演，而且更加精彩

歷史會重演，而且一集比一集更精彩。以下我們就根據 SEC 官方說法與重要裁罰案件，搭配「歷史上的今天」，一起來拆解 SEC 監管套路。

### 一、關於初級市場發行

自從 The DAO Report 公布之後，依循同樣的論證模式，只要 ICO 個案落入 Howey Test 所述「以金錢共同投資於特定事業，而對獲利具備合理期待，且該獲利來自於第三方在創業或管理上的努力」(an investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others) 的投資性要件，便會被認定為投資合約 (Investment Contract)，無論白皮書如何強調 Utility Token 效用，無論投資的對價是現金、Bitcoin 或 Ether，都屬於證券法第 2(a)(1) 條和證交法第 3(a)(10) 條所定義的證券。此外，從 Shavers 到 Airfox 各個案件的發展脈絡顯示，SEC 所採取的立場不外乎：(1) 對詐欺犯罪嚴格執法、(2) 對非詐欺 ICO 輔導註冊、(3) 以行為時點在 The DAO Report 公布前後來決定裁罰輕重。

其實，早在數百年前歷史上第一張股票誕生之後，類似的監管套路就已經存在。有價證券的特色，本來就在於集中游資、分散風險，而 ICO 追求的也是讓發行企業把餅做大、利潤共享。按照 SEC 的嚴格解讀，恐怕只剩湯姆熊集點上鏈算是合規的 Utility Token，絕大多數 ICO 都是屬於證券化 (Securitization) 的動作。一旦企業資產證券化之後，市場重點就不再只是享有商品或服務，而是證券的漲跌價差 (例如投資台積電的股票，是希望獲得投資收益而非買晶圓)，或許可

以說，此時企業本身就是商品，透過某種抽象化、碎片化的形式，成為可交易的資產。當證券持有者意識到可能沒有後手買家的時候，就會出現泡沫的終點、恐慌的起點，從而公權力有必要提早介入監管。

## 二、關於次級市場交易

資產證券化，勢必衍生次級市場交易的需求。為了解決場外交易資訊不對稱的問題，當年華爾街的業者，共同發起自律協議，形成行業的特許門檻，這就是歷史上著名的「[梧桐樹協議](#)」(Buttonwood Agreement)，也是紐約證券交易所 (NYSE) 的概念雛形。後來的故事，大家都耳熟能詳，Nasdaq 的出現，從標榜低門檻、低管制，逐漸轉制為合規交易所，打破 NYSE 的壟斷。

畫面回到現在，SEC 啟動一連串緊箍咒的對象，除了 ICO 業者，從事交易所業務的平台，自是不能倖免。前面提到 EtherDelta 違規裁罰的案件，即便創辦人 Zachary Coburn 在 2017 年底已將平台出售給國外買家，SEC 仍然針對 The DAO Report 公布之後、平台出售之前的違法交易予以處罰。此外，我們從 TokenLot 漂白失敗的經歷可以了解，經紀商或承銷商在監管單位眼中，也是肩負資訊揭露義務的重要守門員。標榜「幣幣交易」低門檻、低管制的交易平台，要不重現 Nasdaq 正規化之後的異軍突起，要不就可能步入 EtherDelta 的後塵了。

## 第二季預告搶先看：STO 探索生命出口，內心戲多

對業者來說，經過本文的劇透，我們其實可以未看先猜 SEC 白話監管指南將如何成為未來主流市場遵循的方向。但如果這麼快就下定論說：「這是華爾街的勝利，什麼去中心化、什麼共識信任，到頭來終究是一場富人的遊戲」，結局也未免太過無趣。STO 趁勢崛起，就是為了「Hack everything」，不只要做到合法、還要好用，從此改變華爾街的歷史。

### 一、關於合法

ICO 最初的萌芽，是在 Utility Token 和 Security Token 定義未明之前，冒險遊走「非特許」與「特許」中間的灰色地帶。如今撇開定義之爭，SEC 勢必將因應 STO 市場的多層次需求，仿照傳統上市櫃規範，調和出大小分流的監管路線。至少以目前風向來看，STO 可能從公開發行 (Public Sale) 低調收斂為私募 (Private Sale)，從割韭菜的亂象回歸專業投資領域，遵照 SEC 自

1982 年沿用至今的 Regulation D，在符合私募人數上限、合格投資人 (Accredited Investor) 與合格機構投資人 (Qualified Institutional Buyer) 條件、以及發行方式與資訊揭露等前提下，豁免證券註冊的要求，便能順勢以相對容易的方式切入主流市場，減少詐欺風險、強化投資信心，以尋求生存空間。

除了 Regulation D 豁免註冊的制度以外，Rule 144 針對次級市場流動性的需求，也提供了安全港規範。在符合持有期間、交易數量、資訊揭露等要件下，私募證券持有人，包括 Security Token 持有人，可以自由進行轉讓，本身不會被認定是未經註冊的違法承銷商。至於交易所，如果符合 SEC 頒佈的 Regulation ATS 註冊為經紀商 / 承銷商，並遵守事前、事後的申報與法遵，也能豁免依證交法註冊為交易所的嚴格要求。著名的加密貨幣交易所 Coinbase 併購 Venovate Marketplace，主要就是為了取得 ATS (Alternative Trading System) 特許執照；據聞 tZero 也是藉由母公司 Overstock 的 ATS 執照來經營交易所業務。只是 SEC 近期再度修正 Regulation ATS，強化資訊揭露與監管程序，預計於 2019 年 2 月生效，後續發展以及對既有業者的影響，都有待關注。

## 二、關於好用

STO 不是為了監管存在，而是為了市場存在；不是為了服膺主流，而是為了成為主流。事實上，針對 Security Token 而生的 EIP 提案，目前在開發者社群已是大鳴大放，不只解決法遵的問題，相較於傳統證券，其實更具備技術與應用的差異化優勢，有機會成為金融科技 (FinTech) 與監理科技 (RegTech) 同時實現的最佳示範場域。

以提出 ST 20 協定的 Polymath 平台為例，便是藉由 GeneralTransferManager 的白名單機制，以系統化、自動化方式，預先確認買賣雙方的帳戶均為可交易帳戶，交易才可能進行，相較於傳統證券私募在 KYC / AML 合規程序的複雜性，效率可望大幅提昇。而 ERC 1404 設法讓閉鎖期間限制轉讓的條件可以被程式執行，加上可讀取訊息的功能，標榜交易互動性與透明度。近期社群討論最熱的 ERC 1410 / 1400 則試圖透過智能合約設計，定義不同批次 (Tranche) 的代幣可交易性 (Fungibility) 優先順序，從而使傳統證券的各種特別股特性與細部操作，在加密貨幣的世界成為可能。

STO 的運作有多便利，其應用就會有多普及。現階段鏈上、鏈下關聯場景的調和與折衝，仍然需要在試錯中摸索前進，包括讓新創團隊與投資人感到困惑的代幣權益與股東權益互斥問題、

還有 AppWorks 曾經專文討論過「當 ICO 遇見 Accounting」的會計謎團，未來都將因為 STO 獲得主流重視，而得到更為清晰的解答。尤其，Blockchain「去中心化」的基本精神，承載著我們對於跨境法規協調的無限想像。當運算能力到位、底層技術成熟、共識也逐漸形成，不同法域 (Jurisdiction) 之間的交易，將因為 Blockchain 標準協定而有了共通的語言。到那一天，我們便能真正改寫數十年來風險投資的遊戲規則，甚至徹底翻轉數百年來文明社會對於金融體系的認識。

## 結語

Blockchain 的共識演算，本質上就是一種政治運作，並且是在「管理眾人之事」的各種方法中，選擇了較為困難、卻可能較為長遠的去中心化道路。Blockchain 整體產業發展，雖然還在生命週期的新生兒階段，ICO 的熱潮與 STO 的潛力，卻已經為傳統金融體系吹皺一池春水，足見其中蘊藏的市場動能。

Crypto 的劃時代技術與應用，即將帶領我們建構華爾街金融 2.0，只是這條華爾街，不屬於哪一個國家、哪一個城市，而是虛擬地、平等地、去中心地存在於整個社群之中。為了達到這樣的應許之地，我們必須現在開始努力。