

# 美国ICO的监管逻辑

杨东

美国时间2017年7月25日，美国证券交易委员会（SEC）发布调查报告，提醒市场参与者：根据联邦证券法要求，线上“虚拟”组织发行和销售数字资产的行为将可能作为证券法的监管对象。此类数字资产发行和销售由相关组织利用区块链技术进行，又被称之为初次发行数字货币（Initial Coin Offerings, ICO）。

SEC的调查报告发现，被称为去中心化自治组织（The Distributed Autonomous Organization, DAO）的“虚拟”组织提供和出售的代币（Token）是证券，因此受到联邦证券法的约束。SEC强调，区块链上发行和销售证券的发行人除非存在有效的豁免适用，否则必须进行注册。那些参加未注册证券发行和销售的组织和个人也可能违反证券法。此外，提供这些证券交易的证券交易平台必须注册，除非他们获得有效的豁免。联邦证券法的注册规定的目的是确保投资者购买的是进行了适当披露的金融产品，同时对投资者受保护的情况进行监管。

SEC正在积极研究区块链和其他创新技术对金融市场的影响，并鼓励创新和有益的方式促进融资，但同时所有创新必须确保投资者的合法利益和金融市场的稳定。

SEC的报告源自于调查机构执法部门对DAO及其关联实体和个人是否违反了联邦证券法，以及未经注册进行定价、销售DAO代币以换取虚拟货币“以太”（Ether）。虽然DAO常常



被认为是一种众筹，但实际上，DAO并不符合股权众筹豁免的要求，因为DAO本身并不是美国股权众筹相关法律要求的经纪商或向SEC和金融业监管部门注册的融资门户。

鉴于该次事件具体的事实和情况，SEC已经决定不在这种情况下提出指控，或者在报告中提出违规行为的结论，而是提醒行业和市场参与者：联邦证券法适用于在美国发行和出售证券者，无论发行人是传统公司还是区块链上的自动化组织，无论这些证券是适用美元还是虚拟货币购买，无论是用传统凭证式还是区块链技术发行，都是美国的证券，都受到美国证券法的约束。

SEC的投资者教育和宣传办公室也发布了一份投资者公告，教育投资

者：虚拟货币或代币可能是证券，并受联邦证券法的约束。联邦证券法提供披露要求和其他对于投资者的重要保护。此外，该公告还提醒投资者提防投资欺诈，并且注意采用新技术实施的融资行为可能并不符合联邦证券法。

对于SEC的此次调查报告，必须注意以下几点：

首先，必须对ICO加以监管。ICO模式是区块链业态下的重要创新，是未来金融发展一个重要风向，但必须清醒地认识到ICO存在一定风险，数字货币极大的币值波动、市场操控、内幕交易等等都给金融消费者利益和ICO市场的整体稳定蒙上了阴影，甚至一部分ICO中存在诈骗和传销的情况。对此，中国政府和学界必须积极研究

ICO 的风险，出台措施加以规制。

其次，SEC 的决定只在美国境内生效，但美国的金融监管是各国金融监管的重要参考。SEC 的决定根据是美国联邦证券法，而该法只在美国境内生效。笔者目前正在英国调研，英国目前尚未出台 ICO 的相关监管规定或措施，但英国相关监管部门和研究者都表示，美国金融监管是英国的重要参考，英国的监管措施可能将会紧随美国推出。作为全世界金融业最为发达的国家，美国、英国对于 ICO 的态度将极大影响其他国家监管部门对于 ICO 的认定。

再次，SEC 的认定也并非将所有 ICO 全都认定为证券发行。必须注意到，SEC 的此次调查报告更多针对的是 DAO 这个个案，而非所有的 ICO。对投资者公告也更多强调的是提醒投资者提防投资欺诈，并且注意采用新技术实施的融资行为可能并不符合证券法的规定。实际上，并非所有 ICO 都符合证券的定义。虽然业内有人称 ICO 听起来像 IPO，运行起来像 IPO，实际上就是 IPO，但是 ICO 实际上遵循的是众筹基本模式。有偏证券的股权众筹，也有不涉及证券的实物众筹，如果 ICO 首次发行的代币是实物的代替，或者是未来实物回报的承诺，那么这种类型的 ICO 就更加类似于实物众筹，而不涉及证券监管法律。特定交易模式下的 ICO 仍需要结合各国证券法个别加以认定。

在美国语境下，对于什么是证券，最主要的认定方法是最高法院确定某些交易是否符合联邦证券法“投资合同”规定的 Howey Test (Howey Test 是包括四个要素的检验方法)。美国最高法院在 SEC 诉豪威公司案件 (SEC v. Howey Co.) 一案中裁定，证券法律

中所谓的投资合同是指在一宗合同、交易或计划中，某人：(1) 利用一笔金钱的投资；(2) 投资有预期自己的利润；(3) 投资于普通企业；(4) 利润仅仅由于发起人或第三方的努力。虽然 Howey Test 使用“钱”一词，但后来的案例已经扩大到包括资金以外的资产投资。术语“普通企业”并没有被精确界定，法院也采用了不同的解释。Howey Test 的最重要因素是投资的所有利润是否在很大程度上或完全不由投资者控制。

当然，美国法院还创设了其他法律测试一项交易合同是否可以认定为证券，各州也有自己的蓝天法案。在此情况下，单纯地说 ICO 被普遍地认定为证券是不合理的。

最后，新技术对于金融市场的冲击和技术驱动型监管都受到各国监管部门的重视。本次，SEC 特别强调重视研究新技术对于金融市场的改变和冲击，对于 ICO 采取监管的重要原因也在于目前 ICO 所采用的技术还不足以保护投资者利益和市场的稳定。笔者作为国内承担首个监管科技 (RegTech，可以理解为技术驱动型监管) 社科基金项目研究者，较早提出重视新技术对于金融市场的改变和冲击，金融监管必须顺应市场的变革，利用新技术加强对金融市场的监管。

在大数据、人工智能、云计算、区块链、生物识别等前沿金融科技的引领下，金融呈现出新的趋势：科技创新引发金融革命，其本身带有浓厚的“技术驱动”色彩，金融业态呈现出多元化、混业化、场景化、生态化的趋势，金融科技、互联网金融的发展也模糊了传统金融下直接金融和间接金融的区分，ICO 等新的金融业态不断出现，对既有监管格局提出了挑战。

基于分业监管格局下的“准入监管”的传统金融监管思路，已不能完全适应新技术驱动下金融的监管需要。因此，革新金融监管理念，以技术驱动型监管代替传统金融监管思路。监管机构不仅应关注金融机构的技术基础设施，设立相应的技术指标对企业进行指引；同时在进行行为监管时，也应及时采纳行业内最先进的技术进行监管，以此降低监管成本，提高监管效率。

目前 ICO 等金融科技监管问题的核心就是数据监管，要使监管者实现数据触达。为之要加强技术治理，在监管中引入科技手段，构建 RegTech，利用大数据、云计算、区块链、人工智能等各种手段加强技术监管，重点在接入互联网金融机构、金融消费者和交易行为本身的各项重要数据，实现监管者的数据可触达，从而本质上加强对互联网金融风险的监管与治理。

中国的监管模式不能简单照搬美国的监管，必须基于中国理论，围绕中国问题，提出具有中国特色的监管措施。中国的金融科技发展已经领先于世界，这离不开创新驱动型国家发展战略的鼓励，相关部门平衡安全与效率的监管措施，业界的执着不懈的匠心追求。

中国的监管政策和措施有诸多可道之处，对于 ICO 的监管仍应当如此，应该继续积极引入区块链、智能合约、云计算、大数据、人工智能、物联网等前沿信息技术，继续平衡创新、金融稳定和金融消费者保护，在保证风险可控的前提下，最大限度鼓励有益于国家、市场、市场参与者的融资方式的创新。(作者为中国人民大学金融科技与互联网安全研究中心主任) □