

# 证券型通证 发行的监管逻辑

——以美国法律为例

作者 冯琳 时戳资本法务

2018年10月15日



## 一、证券型通证的概述

### 1.1 ST0 是什么

ST0, Security Token Offering 的缩写, 即证券型通证发行, 作为一种筹集资金的方式, ST0 的目的在于将通证众筹行为置于一国的证券法律约束及金融监管之下, 根据现有的证券法律体系, 发行证券化通证以募集资金, 本质与首次公开募股, 即 IPO 相近, 因此理论上是一种合法合规的发售行为。证券型通证持有者所享有的是传统证券性质的权益, 如股权、债权、可转债、担保权益以及收益权等等。

### 1.2 ST0 从何发展而来

ST0 的源起及受到越来越多的关注和讨论, 很大程度上应“归功”于 ICO 的“疯魔”与“没落”。2017 年是 ICO 疯狂的一年, 全球 ICO 融资金额高达 350 亿元, 而 2017 年全球区块链行业的传统风险投资融资额约 50 亿元左右, ICO 融资额是传统风险投资融资额的 7 倍。项目方仅需要通过一纸白皮书就可以通过 ICO 的方式融到巨额的资金, 如此成本低、时间短、金额大、不受法律监管、不必要披露资金使用情况等项目发展信息的融资方式, 使得不少项目方以发展区块链项目为名, 行集资诈骗等违法之事, 造成了整个行业一片乌烟瘴气, 引得各地政府对 ICO 严控严打。中国更是将 ICO 定义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, 并且禁止在中国境内进行任何形式的 ICO。因此, 进入 2018 年, ICO 如过山车一般在经历了 2017 年的癫狂以后跌到谷底。正因为 ICO 造成的种种负面影响, 市场需要一种合法合规且合理的融资方式, 来支持区块链初创企业的发展, 于是 ST0 慢慢开始受到关注, 特别是在 2018 年 9 月份, 一份针对 Security Token 的以太坊新标准 ERC-1400 提案(允许项目方根据监管要求发布证券型通证), 更是将 ST0 推上了风口浪尖。

## 二、如何判断 Token 是否属于 Security Token——Howey Test

那么如何确定一个 Token 是否属于证券型的通证呢?

比较广为人知的一种判定方法就是在美国证券法律体系下发展而成的“Howey Test”。根据美国 1933 年《证券法》, “证券”可以理解为任何形式的投资合同以及股票、票据、债券、其他形式的股权和债务工具。

根据这个定义, Howey Test 的分析过程有 4 个维度:

- (1) 资本投入, 即投资人是否支付了一定的资本, 这里的资本不仅包括资产和现金, 还包括商品、服务或本票等形式;
- (2) 投资于一项共同的事业, 即投资人与发起人以及投资人之间是否拥有一致的目标以及追求同一个事业的收益, 例如不同的投资者所获得的利润之间是否具有一定的关联关系, 投资人所获得的利润是否取决于发起人的决策和专业知识等;
- (3) 期望获得利润, 即投资人投资于一项证券是出于未来证券价格上涨后卖出获得溢价收

益为目的，而不是出于购买或换取其他的商品或服务为目的；

(4) 获利来自他人的努力和经营，即投资者能够通过投资获得收益是依赖发起人或其他第三人的重大或必要的管理或其他努力。投资者在整个投资过程中是否积极参与，对于证券价格或价值的上涨并没有帮助。

只有当一个 Token 的属性完全满足上述四个特点，会被认定为是证券，并受到美国《证券法》和《证券交易法》的约束。

### 三、美国法律体系下，STO 的法律监管

如果一个 Token 被认为是证券型通证，那么必将受到一国的证券法的约束和金融监管，笔者将以美国作为典型代表进行说明。

根据美国的《证券法》和《证券交易法》，所有证券的发行和出售的方式有两种：

- (1) 在证券交易监督委员会（SEC）进行注册；
- (2) 在证券交易监督委员会（SEC）以豁免注册的形式发行和出售证券。

通过注册的形式发行和出售证券，也就是通常意义下的 IPO。通过这种方式发行证券，发行的成本高昂，耗时长，并且需要履行严格的信息披露程序。这对于仅用一份白皮书就可以诠释一个项目的区块链项目方来说，着实不是一种理想的融资方式。

通过豁免注册的形式发行和出售证券，以美国 1933 年《证券法》下的《D 条例》（Regulation D）、《S 条例》（Regulation S）、《A+ 条例》（Regulation A+）和《众筹条例》（Regulation Crowdfunding）作为主要监管规则。

#### 1、《D 条例》（Regulation D，简称“Reg D”）

Reg D 是主要的私募发行监管条例，即根据 Reg D 发行的证券不能公开向公众发行。而 Reg D 下的 Rule 506 则专指私募发行的豁免。

Rule 506 对于发行方的融资规模并没有设置上限，但公司须回应潜在投资者所提出的种种问题。公司在采用 Rule 506 发行和出售证券时，需要披露和根据 Regulation A（小额发行豁免）发行或注册发行相同的信息披露文件，包括财务报表。披露的文件和信息不得违反《证券法》的反欺诈禁令，即向投资者披露的信息必须是真实的、没有误导性的。投资者购买到的此种发行方式发行的证券是有 6 个月或 1 年的限售期的，因此并不能立刻在二级市场进行自由交易。根据是否可以公开发布广告和推销，Rule 506 又可分为 Rule 506（b）和 Rule 506（c）。

Rule 506（b）对于公司和公司的发售行为有以下两个要求：（1）不得进行公开的广告和宣传对证券进行推销（2）公司可以将证券出售给不限数量的获许投资者（accredited investors）<sup>1</sup>以及最多不超过 35 个非获许投资者。但非获许投资者必须是具备足够知识和经验来判断及有能

<sup>1</sup> accredited investors：指在向该投资者出售证券时属于下列任何类别的任何人，或发行人合理地认为



力承受投资风险的投资者。

Rule 506 (c) 是 2013 年 SEC 根据《创业法案》的需求新增的规则。与 Rule 506 (b) 不同的是, Rule 506 (c) 允许发行人公开宣传和推销证券, 但须符合以下条件: (1) 所有投资者必须是获许投资者; (2) 公司必须采用合理的步骤来验证投资者是符合资格的, 包括但不限于审查文档, 如税单、银行信用证明等。

无论是遵循 Rule 506 (b) 还是遵循 Rule 506 (c) 进行发行和出售证券, 都无需在 SEC 注册, 但是在首次出售证券后, 发行人必须以电子方式在 15 天内向 SEC 提交所谓的“表格 D”。表格 D 是一份简短的说明, 其中包括公司的发起人、执行人员和董事的姓名和地址、所提供证券之最高金额、投资者人数、行业团体以及关于证券发行的其他一些细节。表格 D 的提交情况是可以在 SEC 网站的 EDGAR 数据库中找到的。除此以外, 则不再需要持续性地向 SEC 进行信息披露。

## 2、《S 条例》(Regulation S, 简称“Reg S”)

Reg S 与 Reg D 相似, 对于募集资金的金额没有限制, 但是根据 Reg S 的规定, 在美国以外的地区进行证券的发行和出售, 才可以豁免 SEC 的注册要求。发行人应符合两项“安全港”要求, 即证券的发行和交易必须以“离岸交易”(offshore transaction)<sup>2</sup>的方式进行, 不得在美国境内进行任何“定向销售努力”<sup>3</sup>, 如发布广告或公开劝诱, 且任何要约参与者, 包括发行人、协助要约的银行及其各自的关联公司不得参与相关的活动。该条例还规定, 不得向美国人(包括在美国以外的美国人)进行要约和销售。也就是说, Reg S 排除了美国公民以及在美国的外国投资者, 所以, 依据 Reg S 进行证券发行和销售的活动只能在美国境外针对非美国公民进行。

很多情况下, 在适用 Reg S 进行美国海外发行和出售的同时, 也会同时采取 Reg D 来面向美国人进行证券的发行和出售。两种发行同时进行是为了防止其中一种发行方式不符合豁免要求, 那么另一种发行就提供了保障, 避免因豁免失败而受到 SEC 的追究。但要注意的是, Reg S

属于下列任何类别的任何人: 1、《证券法》(下称“本法”)第 3(a)(2)条所定义的任何银行, 或本法第 3(a)(5)(A)条所定义的任何储蓄贷款协会或其他机构, 无论是以个人或受托人身份行事; 根据 1934 年《证券交易法》第 15 条登记的经纪人或交易商; 本法第 2(a)(13)条所界定的任何保险公司; 根据 1940 年《投资公司法》注册的投资公司或该法案第 2(a)(48)条定义的业务发展公司; 美国小企业管理局根据 1958 年小企业投资法第 301(c)或(d)条批准的任何小企业投资公司; 一国、其政治部门或该国或其政治部门的任何机构或机构为其雇员的利益而设立和维持的任何计划, 如果该计划的总资产超过 500 万美元; 在 1974 年《雇员退休收入保障法案》定义下的任何雇员福利计划, 如果投资决策是由信托计划——根据该法案第三节(21)规定, 这是一个银行、储蓄和贷款协会、保险公司、或注册投资顾问或雇员福利计划总资产超过 5000000 美元, 如果这是自主性计划, 投资决策完全由个人制定, 那就是获许投资者; 2、1940 年《投资顾问法》第 202(a)(22)条所界定的任何私营企业发展公司; 3、美国国税局(Internal Revenue Code)第 501(c)(3)条所述的任何组织、公司、马萨诸塞州或类似的商业信托或合伙企业, 并非为获取所发行的证券而成立, 总资产超过 500 万美元; 4、发行或出售的证券的发行人的任何董事、执行人员或一般合伙人, 或该发行人的任何董事、执行人员或一般合伙人; 5、个人净资产或与配偶共同净资产超过 100 万美元的自然人; 6、任何自然人在最近两年的个人收入超过 20 万美元或与配偶共同收入超过 30 万美元, 并在最近几年有合理的预期可以达到相同水平的收入; 7、资产超过 500 万美元, 不以购买证券为目的设立的信托, 并向富有经验的投资者出售; 8、公司股东。

<sup>2</sup> “离岸交易”指的是买家必须在美国境外或者证券在海外交易所进行交易。

<sup>3</sup> “定向销售努力”指的是为美国市场提供证券发行相关的任何活动。

和 Reg D 是有不一致的规定的,例如 Reg S 禁止在美国境内公开宣传推广,而 Reg D 下的 Rule 506 (C) 则是允许的,因此投资者如果同时选择了 Reg S 和 Rule 506 (C) 进行发行,应避免发布任何广告。

### 3、《A+条例》(Regulation A+, 简称“Reg A+”)

Reg A+ 又被称为“mini-IP0”, 即可以视为是一种更精简的小型 IP0。Reg A+ 是 SEC 在 2012 年根据美国《就业法案》(《JOBS Act》) 所制定的融资规模上限为 5000 万美元的发行规则。Reg A+ 是对 Regulation A (即小额发行豁免) 的修正, 将小额发行的额度提升至 5000 万美元。Reg A+ 发行按照融资金额分为一级发行和二级发行。一级发行以 2000 万美元为上限, 二级发行以 5000 万美元为上限。二级发行可以在州层面上豁免审核。

一级发行和二级发行的比较		
	一级发行	二级发行
发行限额 (年)	2000 万美元	5000 万美元
转售限额 (年)	600 万美元 (30%)	1500 万美元 (30%)
投资者限制	无	对非获许投资者施加投资限制。 非获许投资者的投资不得超过: (1) 自然人年度收入和净资产中的较大值的 10%; 非自然人每一会计年度末的年度收入和净资产中的较大值的 10%。单证券如果在发行完成时在全国证券交易所上市的, 则不适用投资额的限制。
向 SEC 提交的文件	1. 发行人必须向 SEC 提交 1-A 表格 (又称“发售通函” <sup>4</sup> ), 并经 SEC 审核合格; 2. SEC 允许对发售通函进行机密审查, 但前提是发售通函的公开提交时间不得晚于获得申请资格前 21 天。 3. 允许连续或定时的发行。	同一级发行
征集材料	发行人可在提交发售通函之前或之后, 与公众“试水” <sup>5</sup> 。	同一级发行

<sup>4</sup> 类似于招股说明书。

<sup>5</sup> 试水 (test water): 指发行人在向 SEC 提交发行说明书之前, 可以通过口头或书面的形式了解潜在投

财务文件披露	<p>1. 期限：</p> <p>a. 最近两年的资产负债表或相关财务报表；</p> <p>b. 财务报表的日期必须在非公开提交、存档或资格审查日期之前不超过 9 个月，最近一年或期中资产负债表的日期不得超过 9 个月。如果需要期中财务报表，必须覆盖至少 6 个月的期间；</p> <p>2. 是否需要审计：</p> <p>不需要审计。为一级发行准备的财务报表无需审计。然而，如果审计是为了其他目的而进行的，而且审计是按照美国公认审计标准或上市公司会计监督委员会 (PCAOB) 的标准由独立审计师进行的，那么这些审计财务报表必须存档。审计师不需要在 PCAOB 注册。</p>	<p>1. 期限：同一级发行</p> <p>2. 是否需要审计：</p> <p>需要审计。为二级发行准备的财务报表必须按照美国公认审计准则或 PCAOB 标准由独立审计机构进行审计。审计师不需要在 PCAOB 注册。期中财务报表可以不经审计。</p>
持续性报告	一级发行需在发行终止或完成后 30 天内提交退出报告。	二级发行要求提交年度和半年度报告，以及时事报告。
州层面的备案登记	需要	不需要

从一级发行和二级发行的比较中可以发行，一级发行是不能得到注册豁免的，但是其信息披露义务相对较轻，在发行终止或者完成后就不再需要持续性的履行信息披露义务了。而二级发行优先适用州法并且可以在州层面豁免注册，但却要承担更为严格的信息披露义务。不过好在 Reg A+发行的证券时不受限证券，可以自由流通，对于投资者的资格和人数也并未设立限制（只是对于非获许投资者的投资额有限制）。

#### 4、《众筹条例》（Crowdfunding）

根据 1980 年美国政府颁布的《小企业发行人简化法》（the Small Business Issuers' Simplification Act），1933 年《证券法》增加了第 4（6）条，也就是《众筹条例》的一般规定，即如果发行的对象是“获许投资者”，发行的总额在一定的金额限制内，并且发行人不做广告和公开劝诱，那么证券的发行可免于注册。具体要求为：（1）发行豁免限额：在交易发生日之前的 12 个月以内，发行人通过众筹网络平台等各种方式的筹资额累计不超过 100 万美元；

投资者的投资意向。



(2) 发行人卖给任何个人投资者的累计证券金额，不超过以下限制：如果该个人投资者的年收入或其净资产少于 10 万美元，则限额为 2000 美元或者年收入或净资产 5% 中的较大值；如果其年收入或其净资产中某项达到或超过 10 万美元，则限额为该年收入或净资产的 10%，最多不超过 10 万美元。

5、对于上述几种发行方式，我们可以做一下对比：

	Reg D (私募发行)		Reg S (海外发行)	Reg A+ (小额发行)	众筹条例
	Rule506 (b)	Rule506 (c)			
发行限额	不限额	不限额	不限额	一级发行限额 2000 万美元； 二级发行限额 5000 万美元	100 万美元
发行方式	禁止一般性劝诱和公开广告	允许一般性劝诱和公开广告	不得在美国境内发布广告和公开宣传	无限制	不得广告和公开劝诱
投资者限制	不限数量的获许投资者和最多不超过 35 人的非获许投资者	所有投资者必须都是获许投资者，并且要履行严格的 KYC 程序	不得面向美国公民及在美国境内的投资者	没有人数和资格限制，但是对于非获许投资者的投资额有限制	获许投资者
证券性质	受限证券 <sup>6</sup>	受限证券	非受限证券	非受限证券	

对于证券型通证的发行来说，无论选择哪一种发行方式，都有其各自的利弊：采用 Reg D 发行，虽然募集的资金不限额，但是发行的证券是有限售期的；

采用 Reg S 发行，虽然相较于 Reg D 来说，优势在于发行的证券时非受限证券，但是发行人无法在作为区块链及数字货币发展最为发达的美国市场进行融资，获得美国投资者的支持；

采用 Reg A+ 发行，虽然相对来说对于投资者的限制最少，但是这种发行有 5000 万美元的融资上限，虽然不排除未来会将这一额度上调，但比起 Reg D 和 Reg S 来说终究是一个劣势，并且发行人要承担相对繁琐严格的信息披露程序；

采用众筹条例发行，投资者仅限于“获许投资者”，并且累计的投资总额和单个投资人的投资限额均比较低。笔者认为，对于 STO 来说，Reg D 发行和 Reg S 发行可能会更受发行方的欢迎，但具体选择哪一种或者哪几种发行方式，还需要发行方根据自身情况权衡利弊后做出选择。

<sup>6</sup> “受限证券”指的是，未经注册或豁免不得进行转售的证券。

#### 6、通过 STO 发行证券有何优势

无论项目方采用哪一种发行规则，通过 STO 的方式融资，都能一定程度的对发行方和投资人提供支持与保护。

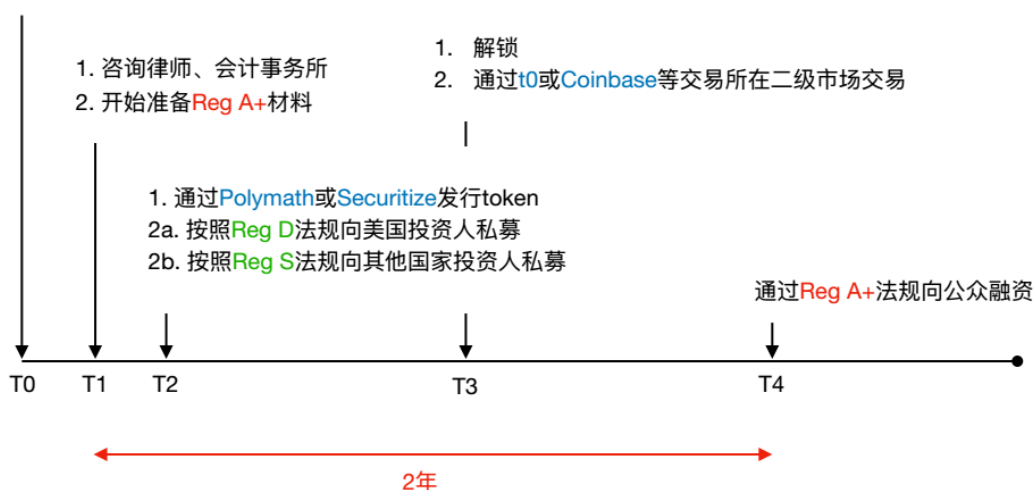
在美国的法律环境下，STO 的发行方式比起 IPO 来说，节省了大量的资金成本和时间成本，并且不需要进行和 IPO 一样繁琐的首次发行的信息披露及持续性信息披露，加快了中小企业发行人的筹资速度，节约筹资成本，减轻项目融资和发展的压力。

对于投资者来说，美国 1933 年《证券法》下的几个发行豁免条例都对投资者提供了相当的保护。首先是对“获许投资者”的限制，尽管美国《证券法》规定了 8 类“获许投资者”，但归纳起来无非就是专业投资机构、发行人内部人及高净值投资者这三类投资者。毫无疑问的是，这三类投资者无论是从投资经验，还是从资金实力，以及获得项目所披露信息的能力和渠道来说，都是远远优于普通公民，并且具有较强的风险识别和承受能力，因此，太高了投资者的门槛，也是一定程度上避免了普通民众被“割韭菜”的风险。其次，发行方虽然不需要像 IPO 那样履行严格的信息披露，但仍然需要向 SEC 提交相应的表格并做一定的信息披露，比起 ICO 只需要公布项目白皮书来说，STO 的信息披露程序是对投资者的一种保障。再次，Reg A+和众筹条例都对投资者的投资额度设置了上限，投资者可能遭受的损失也就被控制在了一定的范围之内。最后，通过 STO 发行的证券，大都有 6 个月至 12 个月的限售期，有些还会有转售的限制，证券的价格不容易受到项目方的左右，避免损害投资者的利益。

### 四、STO 的步骤

1. 注册美国公司

2. 搭建VIE



(图片出处：《STO 融资指南》)

在美国进行 STO 发行，通常需要搭建 VIE 架构。由于有多个条例和规则可供适用，并且可能会涉及到财务信息的披露，因此需要和律师及会计师进行探讨并做出最优的选择。



## 五、实践中有哪些相关的项目或应用

目前已经有一些项目和应用为 STO 的发展做出一些尝试。发行平台有 Polymath、Harbor、Securitize 等，交易所有 tZero、Coinbase 等。

我们以 Polymath 为例进行简单介绍。Polymath 是发展于加拿大的项目，是一个为法律合规的证券型通证提供发起和发行服务的去中心化协议。Polymath 有其自己的证券代币标准协议 ST-20，平台通过设置投资者、KYC 提供商、发行机构、法定代理和开发者，为项目发行方提供完整的 STO 发行服务。平台使用 Poly Token 作为连接客户认证、法律服务和开发者服务的标的商品计价单位，能让用户与区块链智能合约协议进行交互。发行公司将支付一定的 POLY 费用在 Polymath 上创建和分发他们的代币化证券。法律代表、KYC 提供商和智能合约开发商也能够 POLY 平台上提供服务。POLY 是 ERC20 标准代币，可以以 P2P 方式使用和传输。

根据 SEC 的 EDGAR 数据库所显示，早在 2018 年 1 月份，Polymath 项目本身就已经通过 Reg D 中的 Rule506 (b) 发行，筹集了大约 5900 万美金，并向 SEC 提交了 Form D（见下表<sup>7</sup>）。

The Securities and Exchange Commission has not necessarily reviewed the information in this filing and has not determined if it is accurate and complete.  
The reader should not assume that the information is accurate and complete.

UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE  
COMMISSION  
Washington, D.C. 20549  
**FORM D**

**Notice of Exempt Offering of Securities**

OMB APPROVAL	
OMB Number:	3235-0076
Estimated average burden hours per response:	4.00

### 1. Issuer's Identity

CIK (Filer ID Number)	Previous Names <input checked="" type="checkbox"/> None	Entity Type
<a href="#">0001728099</a>		<input checked="" type="checkbox"/> Corporation
Name of Issuer		<input type="checkbox"/> Limited Partnership
<a href="#">Polymath Inc.</a>		<input type="checkbox"/> Limited Liability Company
Jurisdiction of Incorporation/Organization		<input type="checkbox"/> General Partnership
<a href="#">BARBADOS</a>		<input type="checkbox"/> Business Trust

根据该表所示，Polymath 项目方将在巴巴多斯注册的离岸公司 Polymath Inc. 作为融资主体，该表格是 Polymath Inc. 向 SEC 提交的 Form D，由项目方在完成首次发售证券后向 SEC 提交，是对于公司信息及证券发行的一个简短说明和披露。

<sup>7</sup> 见 [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1728099/000172809918000002/xslFormDX01/primary\\_doc.xml](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1728099/000172809918000002/xslFormDX01/primary_doc.xml)

#### 6. Federal Exemption(s) and Exclusion(s) Claimed (select all that apply)

- |  |  |
|--|--|
| <input type="checkbox"/> Rule 504(b)(1) (not (i), (ii) or (iii)) | <input type="checkbox"/> Investment Company Act Section 3(c) |
| <input type="checkbox"/> Rule 504 (b)(1)(i)                      | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(1)                     |
| <input type="checkbox"/> Rule 504 (b)(1)(ii)                     | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(9)                     |
| <input type="checkbox"/> Rule 504 (b)(1)(iii)                    | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(2)                     |
| <input checked="" type="checkbox"/> Rule 506(b)                  | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(3)                     |
| <input type="checkbox"/> Rule 506(c)                             | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(10)                    |
| <input type="checkbox"/> Securities Act Section 4(a)(5)          | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(11)                    |
|  | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(12)                    |
|  | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(4)                     |
|  | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(13)                    |
|  | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(5)                     |
|  | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(14)                    |
|  | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(6)                     |
|  | <input type="checkbox"/> Section 3(c)(7)                     |

根据 Form D 的第 6 项, Polymath 选择了 Rule 506 (b) 的规则进行发行。

#### 13. Offering and Sales Amounts

Total Offering Amount      \$58,719,888 USD or ☐ Indefinite  
Total Amount Sold          \$58,719,888 USD  
Total Remaining to be Sold      \$0 USD or ☐ Indefinite

Clarification of Response (if Necessary):

根据 Form D 的第 13 项, Polymath 此次 ST0 的发行和出售证券的总金额为 5871.9888 万美元。

## 六、如何评价 ST0

区块链最核心或者说最重要的应用就是实现价值在互联网世界的去中心化流通,通过资产上链,将物理世界中的各种权益、资产放置在区块链上实现跨国界、跨时差的自由流动。在全球万亿级的证券市场规模背景下,由于传统金融市场发展至今所衍生出的一系列的问题,比如融资成本高、手续繁琐、融资周期长、信息的不对称和不透明等,以及区块链技术所天然具有的不可篡改、去中心化等优势,都将极大推动传统金融资产的 Token 化。从这一价值判断出发,证券型通证 (Security Token) 或许会是未来的一种趋势。从理论上来说,ST0 将区块链项目的通证融资置于一个合法有序的监管框架内,对于减少行业的混乱,推动行业理性发展来说,应该是具有正面的积极意义。

但是,ST0 绕不开现有的法律体系和政府监管,说到底,和传统的融资方式并无本质上的区别,只不过 ST0 发行的是证券型通证而不是股票、债券这类传统意义的证券罢了。ST0 的发行需要根据某一国的法律进行,所谓“合法合规”也只是针对某一国或者地区的法律而言,对于其他国而言可能这一行为并不合他国之法,或者假设该国某一天不存在了,那么根据该国法律发

行的 Security Token 也得不到其他国家的承认。同时根据目前的实践来看，通过 STO 发行的证券型通证显然是要在相应的证券型通证的交易所上进行交易的，目前虽然有一些交易所在搭建中，但是还尚未实际产生交易。以美国而言，进行证券交易的交易所都是需要拿到相关的牌照的，而这又是非常难的一件事。

法律的制定虽然会滞后于社会的发展，但未来，立法者也许会根据区块链行业的种种特性而制定更适应区块链行业发展的法律或监管政策。同样的，STO 的尝试和实践也在不断变多，这对于立法者而言也是一种提醒和督促。