

Web3.0 投融资法律指南系列（六）：手把手教你上 Coinbase

作者：李胜 | 王心怡 | 韩乐怡

要点概览

- 从 SEC 近年执法情况来看，SEC 正在将监管重点从加密货币扩张到加密货币交易所，包括指控部分加密资产交易所作为未注册的证券交易所运营，同时拟扩大证券法下的“交易所”定义，以涵盖包括 Defi 等新型交易形式。
- 对于加密货币交易所而言，在判定其是否从事证券法定义下的经纪交易商（brokers）或交易所（exchange）活动时，核心问题之一仍然在于平台所交易的资产/Token 是否是“证券（Security）”。以 Coinbase 为例，项目是否存在构成 Security 的可能性仍是其上市审查流程的重要环节。

一、加密货币交易所：关于 CEX 与 DEX

加密资产交易所分为中心化交易所和去中心化交易所，根据中金公司统计，从近两年交易量上看，中心化交易所目前仍然是市场主流¹：

- 中心化交易所（CEX）：类似传统券商，使用交易委托账本系统（Order Book Method），对想要交易的多方进行撮合。具体的机制为，用户在一个中心化交易所开户后，交易所会自动生成几个地址分配给用户，但是私钥由交易所管理。用户将交易需求告诉交易所后，交易所再代理用户进行加密资产交易，典型案例为 Binance、Coinbase 等。
- 去中心化交易所（DEX）：类似自动售货机，用户可以在智能合约的辅助下自主完成整个交易过程，而不必将其资金的控制权交给任何中介或托管人，典型案例为 Uniswap 等。

¹ 中金公司证券研究报告《Web3.0：新范式开启互联网新阶段》。

Crypto Exchange Real Spot Volume								
Read our methodology								
#	EXCHANGE	24HR REPORTED VOL	24HR REAL SPOT VOL	PREMIUM / DISCOUNT	MARKETS	ASSETS	COUNTRY	CENTRALIZED
1	Binance	\$17,060,452,410	\$17,060,452,410	+0.24%	1798	423	Cayman Islands	Yes
2	FTX	\$2,632,496,400	\$2,632,496,400	+1.22%	232	150	Antigua and Barbuda	Yes
3	Coinbase Exchange	\$2,523,573,867	\$2,523,573,867	-0.01%	374	142	United States	Yes
4	Uniswap (v3) undefined	\$1,720,234,527	\$1,720,234,527	-0.28%	2692	1795	--	No
5	Bitfinex	\$740,432,084	\$740,432,084	+0.04%	592	215	British Virgin Islands	Yes
6	Huobi Global	\$1,460,648,675	\$730,324,338	+0.22%	931	359	Seychelles	Yes
7	OKEx	\$1,269,179,273	\$634,589,637	+0.37%	946	375	Belize	Yes
8	Bitstamp	\$242,675,952	\$242,675,952	+0.07%	135	55	United Kingdom	Yes
9	Binance US	\$225,779,604	\$225,779,604	-0.15%	119	58	United States	Yes
10	Gemini	\$125,489,211	\$125,489,211	-0.15%	106	81	United States	Yes
11	Uniswap (v2)	\$110,230,260	\$110,230,260	+221.59%	6896	3987	--	No
12	Curve	\$99,541,036	\$99,541,036	+0.05%	203	55	--	No
13	Sushiswap	\$84,379,827	\$84,379,827	+523.37%	2354	1320	--	No
14	Trader Joe	\$56,123,132	\$56,123,132	-1.04%	775	356	--	No
15	SpookySwap	\$35,403,798	\$35,403,798	-0.80%	986	331	--	No

图为 2022-06-2 22:00 Massari 的实时“真实交易量（Real Volume）”排名²，其中前 15 家交易所中，6 家为非中心化交易所

（一）SEC 态度：DEX 并非“监管免疫”

由于 DEX 完全依赖于智能合约的自主运行，这就产生了一个独特的问题：谁应当为此负责？在 DeFi 应用程序中，开发人员只创建软件，不保管用户的资产。虽然 DEX 可能不发行或者参与决定资产，且无法直接控制软件代码的使用方式，但 SEC 主席 Gary Gensler 的对外发言中说明，类似 DEX 等 DeFi 项目并非是“监管免疫”的，并且其呼吁对 DeFi 的监管³。

从 SEC 的现实执法情况来看，SEC 也并未对 DEX 采取放任政策，SEC 在 CEX 和 DEX 的监管逻辑上更倾向于“一视同仁”。在 2018 年 1 月，SEC 就曾针对未注册数字货币交易所采取执法行动，认为 DEX 平台“EtherDelta”违反了 Securities Exchange Act of 1934 第 5 条，作为未注册的证券交易所运营⁴。负责该案的 SEC 前任网络部门负责人 Robert Cohen 于福布斯的专访中表示，监管的重点在于平台的功能，而不考虑是否去中心化；同时根据其观点，平台后的“个人”仍然负有责任——SEC 关于 EtherDelta 的指控就是针对其创始人 Zachary Coburn⁵。

2021 年 10 月举行的年度 SEC 演讲会议上，SEC 的现任执法司司长 Gurbir Grewal 和网络安全部门负责人 Kristina Littman 都提及了对“decentralized finance”项目的执法行动。Littman 指出，所谓的 Defi 背后常常有一个“centralized party”，其引用了 SEC 针对 Blockchain Credit Partners（一家 Defi 信贷公司）的案例说明，尽管项目宣传为去中心化，但实际仍严重依赖其创始人的行为⁶。另一个值得关注的

² <https://messari.io/exchanges>。

³ https://www.wsj.com/articles/cryptos-defi-projects-arent-immune-to-regulation-secs-gensler-says-11629365401?mod=hp_lead_pos10。

⁴ <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/34-84553.pdf>。

⁵ <https://www.forbes.com/sites/michaeldelcastillo/2018/11/09/new-sec-cyber-chief-puts-cryptocurrency-exchanges-on-notice/?sh=568d84632fb8>。

⁶ https://www.consumerfinsights.com/2022/01/2021-brought-sec-focus-on-crypto-exchanges-and-lending-platforms/#_ftn21。

案例是 SEC 在 2021 年 9 月启动的对 DEX 平台 Uniswap 的调查 (Uniswap 是目前交易量最大的 DEX 平台之一)，但这一调查目前尚未有定论。

(二) 最新进展：SEC 修订“交易所”定义可能将广泛包括加密平台

目前，SEC 也正在试图从立法上加强对加密货币交易所的注册监管。2022 年 1 月 26 日，SEC 发布了关于替代交易系统 (Alternative Trading Systems, ATSs) 监管的拟议修正案 (提案)，其内容包括将扩展 Securities Exchange Act of 1934 的 3b-16 所解释的“交易所 (exchange)”的定义。部分 SEC 专员对该提案对加密货币市场的影响表示关注，譬如 Hester M. Peirce 在彭博社的采访中指出，“提案语言的宽泛性以及 SEC 主席目前对于 Crypto 问题的关注，可能表现出这一提案潜在性的指向加密货币平台……提案可能会涵盖到例如 DeFi 等不同类型的交易机制”⁷。

(三) 监管落脚点：平台交易的 Token 是否是 Security

无论是 CEX 或是 DEX，对于加密货币交易所而言，在判定其是否从事证券法定义下的经纪交易商 (brokers) 或交易所 (exchange) 活动时，核心问题之一仍然在于平台所交易的资产/Token 是否是“证券”⁸。如果不是，那么加密货币平台一般而言不会被视作证券法下的交易所；反之如果存在证券交易，则平台可能需要遵守相关券商或证券的注册要求。

以 2021 年 9 月 SEC 关于 Poloniex (为流动性最高的加密货币交易平台之一) 提起的诉讼为例，SEC 指控的一个关键要素就在于 Poloniex 所提供和出售的加密货币是证券。而作为一家证券类加密资产的交易所，Poloniex 需要根据证券法规定向 SEC 进行注册或按照符合证券法豁免的情况进行运营⁹。

二、交易所的上市审查 — 以 Coinbase 发行要求为例

结合上一篇 ([【上一篇链接】](#)) 中关于交易方案的分析，我们拟以主流中心化交易所 Coinbase 为例，解读目前交易所对于 Token 发行及证券法监管的态度。从 Coinbase 的上所流程及审核重点来看，其关注的重点仍是在于是否发行了“属于证券的”虚拟货币。

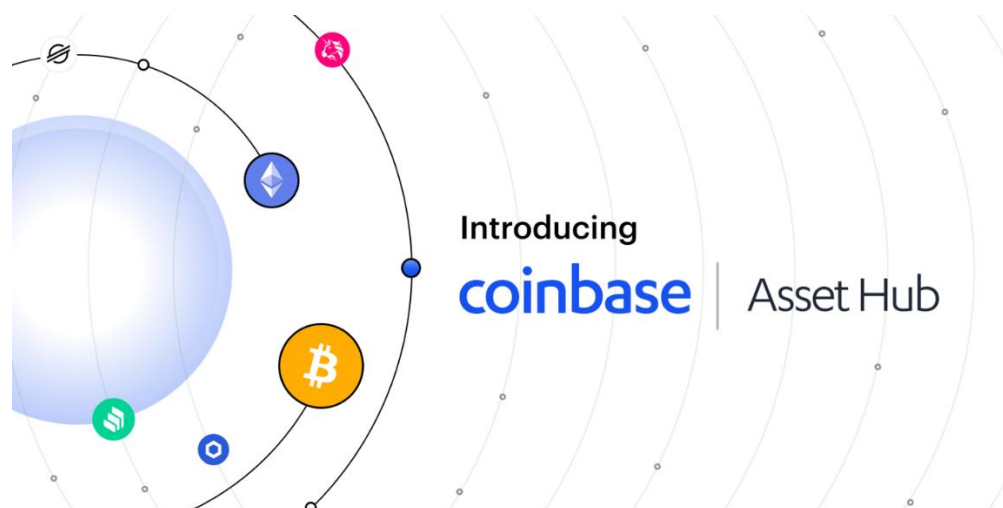
(一) 关于交易所的上市审查

在早期，在交易所发行虚拟货币需要通过代码审计 — 项目背调 — 支付上所费用的传统方式进行，随着 Uniswap、PancakeSwap 等 DEX (去中心化交易所) 的兴起，发币往往变得更加简单，只需要建立一个 LP (Liquidity Pools, 流动性池) 就可以实现发币，这让中心化交易所比如 Coinbase、Binance 出现了交易市场流失。

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-01/sec-s-peirce-sees-threat-to-crypto-defi-platforms-in-agency-plan>。

⁸ <https://www.fintechanddigitalassets.com/2022/03/expanded-definition-of-exchange-and-sec-regulation-of-crypto-platforms/>。

⁹ *In the Matter of Poloniex, LLC*。



Coinbase 于 2021 年推出了该平台,旨在帮助发行方更有效地上市其资产

目前, Coinbase 建立了单独的 ICO 平台 (Asset-hub), 只需要发 ERC-20 代币就可以上 Coinbase 交易所共享其流动性, 相对于之前的上所机制, 整体更类似于公司上市的注册制。

Binance 选择了另一条道路。Binance 发行了一条叫做 BSC (币安智能链) 的公链, 自动兼容 EVM 架构 (也就是以太坊的技术标准), 可以直接在上面发行 BEP-20 代币, 并在其公链以及 DEX 交易 (譬如 Pancake 就是基于 BSC 的去中心化交易所)。目前常见的发行方式中, 通常安排在 Token 的经济模型中留有一部分的币作为流动性挖矿奖励, 先上 DEX, 再上 CEX。

(二) Coinbase 如何进行上市审查

Coinbase 目前建立了 Asset-hub 作为中心化的交易所上所平台, 其整体上所流程比较类似公司上市的“注册制”。Coinbase 于 Asset-hub 上线时表示其将继续对所申请实施内部审查, 并且表示 Coinbase 的上所申请会“受限于”相关地区的司法审查, 但并没有对外公开其内部执行的上所规则。Coinbase 对自己的评估原则概述如下:

“我们将继续保持一个标准的评估框架, 以确保我们支持的每项资产 (Asset) 符合我们的法律、合规和技术安全审查的标准。发行人可能需要一些司法管辖区的监管机构的批准, 因此我们无法保证任何资产是否以及何时能够获得批准¹⁰。”

近期 Coinbase 也发布了关于其所规则的更新说明, 提及其所设定的仅是**最低要求** (包括合法性、安全性、合规性等测试), 然后交由市场来决定; 同时, 如果资产不再符合其要求或出现新的信息, Coinbase 会 **de-list** 这些资产¹¹。

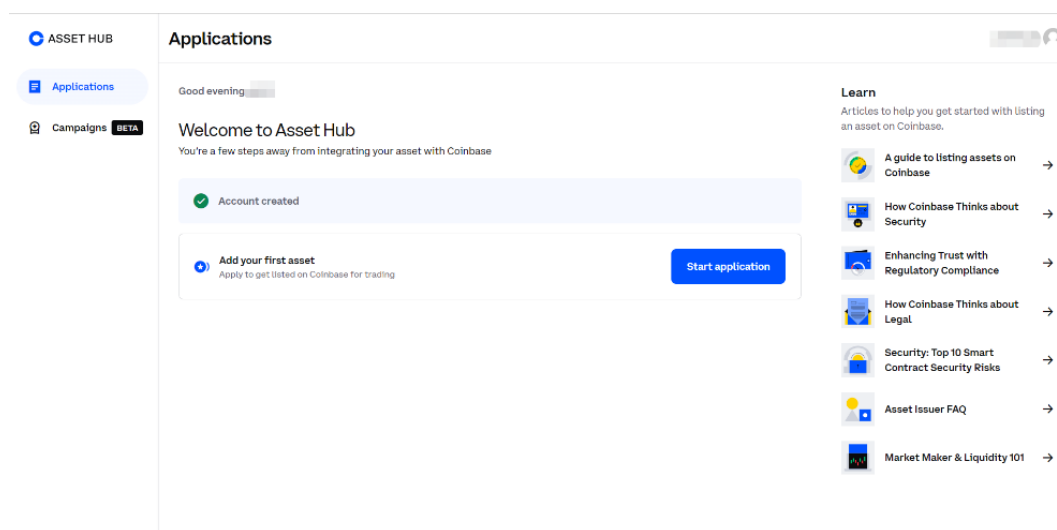
Coinbase 的上所标准和 De-list 标准中均将证券合规作为重要的考察标准, 只有不属于证券监管的资产才可以在 Coinbase 进行流通交易, 并且要求发币方明确做出资产非证券的陈述保证 (且要求其外部或内部律师提供其符合美国或其他地区证券法的相关法律意见书、备忘录或分析)。

¹⁰ Coinbase - Introducing Coinbase Asset Hub, our open invitation to asset issuers, <https://blog.coinbase.com/introducing-coinbase-asset-hub-our-open-invitation-to-asset-issuers-f9d5f0be609d>。

¹¹ Coinbase - An update on our asset listing processes, <https://blog.coinbase.com/an-update-on-our-asset-listing-processes-e74421da21cc>。

具体而言，Coinbase 主要从以下几个步骤中进行管控：

1. 上所问答：是否进行了证券登记/备案/豁免



发行方可以通过 Asset Hub 页面进行上市申请

通过 Asset-hub 申请发币的项目，首先需要完成一个申请问答（见 Exhibit A-Coinbase 申请流程汇总），其中关于法律（Legal）的环节明确提到了如下问题：

- *Securities registration 证券登记* — *Have you filed any registration statement or securities law-related notices (e.g. Form D) with respect to offers and sales of the token, SAFTs or similar documents? Has an exemption been claimed? [是否就 Token 的发售和销售、SAFT 或类似文件提交过任何登记声明或证券法相关通知（例如 Form D）？是否要求豁免？]*

这可能意味着出于其对防范项目涉及证券强制注册的合规问题的考虑，Coinbase 会对存在类似情形的项目进行着重审查。

2. 上所协议（Listing Agreement）

在 Asset-hub 申请表格中，申请人需要在线上签署一份格式化的上所协议，其中要求关于发行方对 Coinbase 作出其**资产非证券的陈述保证**：

- 7.2.2. To the best of your knowledge, the Listed Asset is not a “security” or “derivative” under Applicable Laws and the generation, creation, issuance, offering, sale of or other transactions in connection with the Listed Asset is not considered an offering of a “security” or “derivative” under Applicable Laws; the Listed Asset is not subject to a registration statement or subject to an applicable exemption under Applicable Laws and are not subject to any restrictions on resale; [上所资产不属于证券或衍生产品，且与上所资产相关的发行/出售等等交易行为都不会被视为证券或衍生产品的交易；上所资产不受限于证券注册、豁免以及转售的任何限制]

结合上述协议内容，我们理解 Coinbase 本质上针对的还是“非证券”的虚拟货币公开发行，故其从合规角度而言希望发行人承诺其资产不受限于证券法的相关要求或约定。

3. 上市指南（Listing Guide）¹²

于 Asset-hub 上线时，Coinbase 同步发布了一份上市指南（“指南”）以对申请流程中的部分问答作出指导，但该指南整体仅是原则性的提示，指南中也说明即使对于部分问答答复“True”，申请仍可能被批准。

我们理解指南中与法律合规相关的主要是“Investment or profit”相关因素的审查（这也是涉及到 Howey Test 的一项核心要素），说明和 Listing Agreement 的原则一致，Coinbase 可能希望从审核流程中排除可能被认定为是证券的虚拟货币。该条款原文如下：

- The developer or issuer team has made claims about the asset being an investment or a security, or that users or holders will see a rise in price or return on investment in the asset. [开发者或发行团队已预期资产是一项投资或证券，或用户或持有人预期取得该资产的价格上涨或投资回报]

此外值得注意，指南的 Disclaimer 部分说明，digital asset 的性质、先例以及 SEC 的声明和解释会发生发展和变化，Coinbase 鼓励社区成员征求外部法律意见。

三、Coinbase - Asset Hub 完整申请流程

Coinbase 上市申请共需要完成五项流程：

1. 同意并签署 Coinbase 标准格式的 Listing Agreement;
2. Asset 基本信息填写;
3. 合规审查;
4. 法律;
5. ERC-20/BEP-20 安全性。

第一步：签署 Listing Agreement:

¹² Coinbase - A guide to listing assets on Coinbase, <https://blog.coinbase.com/a-guide-to-listings-assets-on-coinbase-2556fee4efa6>.

1. 注意右侧的页面声明：因特定资产受限于特定地区的监管要求，Coinbase 并不对上所进行保证。
2. Listing Agreement 中，有以下合规要求需重点关注：
 - (1) 发行人的义务：包括完成尽调、就需沟通事项及时通知 Coinbase、同意使用 Rosetta Service（包括 Rosetta Data API 及 Rosetta Construction API）、无违法等行为、遵守协议的交易要求。
 - (2) 发行人的陈述和保证：包括据发行人所知，Listed Asset 不属于“security”或“derivative”，不受限于相关法律的登记或豁免要求。

第二步：填写关于 Asset 的基本信息

1. 是否属于 ERC-20/BEP-20 标准（如选择不属于，页面会提示交易所需要经过更长的审查流程）
2. 其他信息：Asset Name、Asset ticker-简称（例如 Bitcoin 的简称是 BTC）、Icon

ERC-20 和 BEP-20 标准分别由以太坊基金会和币安组织拥有。这两个标准可以说是开发人员首选的最受欢迎的标准。根据这些标准开发的 Token 称为 ERC-20 Token 和 BEP-20 Token。

第三步：合规审查（Compliance）

注意右侧的提示：个人也可以进行申请

1. What if I haven't incorporated? 未注册公司是否可以申请？

——You may apply as an individual and with your own address. However, setting up a limited-liability entity is easy and recommended. Stripe Atlas（注册代理公司） is one way to do this.仍可以以个人身份进行申请，但设立一个有限合伙实体是便捷并且更加推荐的。

2. Which company/entity should I use? 应该使用哪一个公司/实体？

——Most teams have a single company that employs them. This company owns the IP in-development. This is the company to enter.大部分团队会采用与其建立劳动关系的公司，并且这个公司拥有开发的IP。

3. What do you define as a government entity or political figure? 政府和政治性实体的定义是什么？

——When in doubt, over-disclose. We'd prefer to hear it from you than uncover a surprise in our independent diligence.如有疑问，建议进行全面披露，我们不希望在后续独立尽调中发现意外事项。

第四步：法律（Legal）

Legal

Token sale
Was a token sale of any sort conducted? Examples include a presale, "SAFT" sale, Initial Coin or Exchange Offering ("ICO" or "IEO"), or sales of any instruments convertible into tokens.

Yes No

Regulatory status
Provide any third-party or internal legal opinion, memorandum or analysis (if available) on the regulatory status of the token/network, including under U.S. federal, state or foreign securities laws and other financial product-related laws relating to the token.

Describe your regulatory status...

[Add Link](#) [Upload File](#)

Securities registration
Have you filed any registration statement or securities law-related notices (e.g. Form D) with respect to offers and sales of the token, SAFTs or similar documents? Has an exemption been claimed?

Describe any securities registrations...

[Add Link](#) [Upload File](#)

Legal action
Has the asset, network, organization, or any individuals associated ever been the subject of an investigation or action by a law enforcement or regulatory body?

Yes No

Web 3.0 TICKER
27%

Do I need a legal opinion, memorandum, or analysis?

Who is part of the "Project Team"?

Delete application

1. Regulatory status 监管状况

Provide any third-party or internal legal opinion, memorandum or analysis (if available) on the regulatory status of the token/network, including under U.S. federal, state or foreign securities laws and other financial product-related laws relating to the token. 就 Token/网络的监管状况提供任何第三方或内部法律意见、备忘录或分析(如有),包括美国联邦、州或外国证券法以及与代币相关的其他金融产品相关法律。

2. Securities registration 证券登记

Have you filed any registration statement or securities law-related notices (e.g. Form D) with respect to offers and sales of the token, SAFTs or similar documents? Has an exemption been claimed? 是否就 Token 的发售和销售、SAFT 或类似文件提交过任何登记声明或证券法相关通知（例如 Form D）？是否要求豁免？

3. Legal action 法律行动

Has the asset, network, organization, or any individuals associated ever been the subject of an investigation or action by a law enforcement or regulatory body? 有关 Asset、网络、组织或任何个人是否曾受到执法或监管机构的调查或行动？

第五步：ERC-20/BEP-20 security

- Intro
- Listing agreement
- Asset
- Compliance
- Legal
- ERC-20/BEP-20 security
- Prepare to submit

ERC-20/BEP-20 security

Solidity source code

Is the solidity source code for your token finalized (exact code you will deploy to mainnet), uploaded to Etherscan, and verified?

Yes
No

Superuser privileges

Are there any roles in the asset that provide the holder "superuser" privileges? Such "superuser" privileges let an individual user, often with a single key, affect the state of the entire asset (e.g. token upgrade roles, seize/destroy roles, mint roles).

Yes
No

Web 3.0

TICKER

52%

Can Coinbase review my ERC-20 token that's not yet deployed? ▼

What if I don't want to publicly disclose my contract code at this time? ▼

What are the important considerations for my ERC-20 token? ▼

Continue

[Back](#)

[Delete application](#)

针对第二项“是否存在‘superuser privileges’（超级用户）”，理解系出于存在单方管理操作的情况容易导致特权滥用，这一项问答在 Coinbase 指南中进行了单独列示说明其考虑。

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