

D'LIGHT



법무법인 디라이트

2019년

블록체인/암호화폐 산업의
규제 동향과 전망

미국 SEC와 STO (Security Token Offering) 규제

David Kim 변호사

02 2051 1871
010 9395 2575
dkim@dlightlaw.com

Total Market Cap of ICO and STO tokens

(the graph shows the total market cap for outstanding ICO and STO tokens for the period of January 2017 to January 2019)
(the blue graph represents ICO total market cap and black graph represents STO total market cap)

Total Market Capitalization



Registered vs. Exempt STOs (Security Token Offerings)

Generally, any offering made to U.S. residents must either be:

- (1) Registered with the SEC (Securities and Exchange Commission), or
- (2) Exempt under the Securities Act of 1933.
- (3) Therefore, an issuer must either create a public offering by filing for registration with the SEC -- which can be a lengthy and costly process, or seek a Private Placement Exemption, which is usually a cost-effective and time-efficient process.

일반적으로 미국 거주자에게 증권을 발행하기 위해서는 다음 중 한 경우여야 한다.

- (1) SEC(미국 증권거래위원회) 등록절차를 완료 후 발행, 혹은
- (2) Securities Act of 1933 (증권법) 에 의해 등록 의무 면제
- (3) 그러므로 증권 발행자는 많은 시간과 비용을 들여 SEC에 증권발행을 등록하여 공모하거나 신고 의무 면제를 받아 잠재적으로 효율적인 비용으로 사모하는 방법 중 하나를 택하여 증권 발행을 해야 함.

Registered STO (Security Token Offering) – Benefits of Registration

- 1. Diverse Investor Pool**— Investors/purchasers of tokens may include Accredited and Unaccredited investors
 - 2. General Solicitation**—Token issuer may publicly advertise their offerings
 - 3. Freely Transferable**—Tokens can be traded immediately, so high liquidity
 - 4. Unlimited Capital Raise**—Issuers are not subject to a regulatory limit on the amount they may raise
- 1. 다양한 투자자** — 적격/비적격 투자자 모두 공모에 투자 가능
 - 2. 공개모집** — 해당 증권 발행자는 증권 공개 모집 가능
 - 3. 양도 가능** — 즉시 거래, 유동화 가능
 - 4. 무제한 모금 액수** — 모금액에 대한 제한, 규제 없이 모금 가능

Registered STO – Drawbacks of Registration

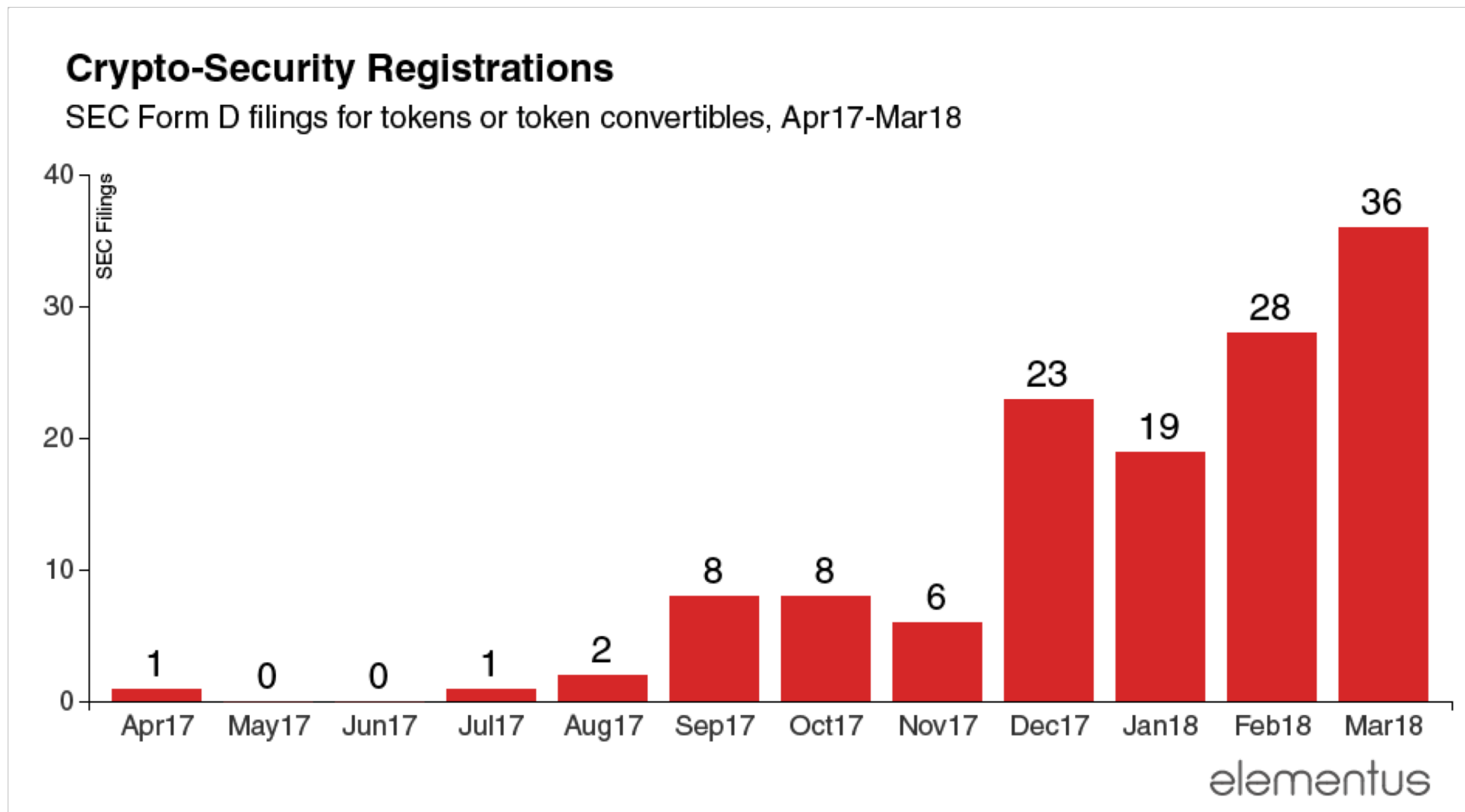
- | | |
|---|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. Cost—the cost of a typical registered public offering ranges anywhere from \$2 million to \$6 million. 2. Time —the preparation of the SEC registration filing can take several months, and the review by the SEC is expected to be longer for STOs than traditional securities filings (expect about a 12 month process) 3. Disclosure—as part of the filing, companies must include Audited Financial Statements 4. Periodic Reporting—expect to publicly report detailed information about the company on a quarterly basis, at least. | <ol style="list-style-type: none"> 1. 비용 — 공모 절차에 약 200~600 만불 비용 2. 시간 — 등록신고 준비에 몇 달이 걸리며 STO는 전통적인 증권 등록 심사보다 더 오래 걸림. (약 12개월 소요 예상) 3. 공시의무 — 증권 등록 신고의 한 절차로 회사의 재무재표를 감사 받아 공시해야 함. 4. 주기적 신고 의무 — 주기적으로 (적어도 분기별) 회사 정보를 공개해야 함. |
|---|--|

Exempt STO (exempt from SEC registration) – In General

Due to the drawbacks mentioned, Companies generally take advantage of some exemptions to SEC's registration requirements to issue their security tokens in a more manageable and cost-effective way.

위에 명시된 증권등록 절차의 여러 비용과 단점 때문에, STO를 통해 증권 발행을 하고자 하는 여러 회사들은 대부분 등록 면제 조항들을 통해 등록의무 면제를 받아 비교적 낮은 비용 쉬운 절차를 통해 STO를 진행함.

Reg. D Private Placement ICO & STO Offerings (from April 17, 2017 to March 19, 2018)



Private Placements (Offerings exempt from SEC Registration)

1. Private Placement is a -
 - A capital raising event that involves
 - the sale of securities
 - to a small number of select investors.
 2. Investors involved in private placements usually includes wealthy individuals, various financial institutions (such as investment companies and mutual funds), pension funds, and insurance companies. Unlike SEC registered public sale in which securities are made available for sale on the open market to any type of investor, it is restricted to select investors.
 3. Regulation D ("Reg. D") of the Securities Act of 1933 provides a registration exemption for private placement offerings.
1. 사모발행(private placement)란 소수의 특정 투자자들에 대한 증권 판매와 관련된 자본조달 방법을 의미함.
 2. 사모발행과 관련된 투자자들은 부유한 개인, 각종 금융기관(예컨대 뮤추얼 펀드나 등), 연금 기금 및 보험 회사 등이 포함될 수 있음. 따라서 공개시장에서 모든 종류의 투자자들에게 증권 판매가 가능해지는 SEC 등록절차를 거친 공개 판매의 경우와는 달리, 사모발행의 경우 투자할 수 있는 투자자들은 특정 투자자들로 제한됨.
 3. 1933 Act(증권법)의 Reg. D는 사모발행을 위한 등록의무를 면제받을 수 있는 절차를 제공함.

Regulation D Private Placement

- | | |
|--|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. Reg. D of the Securities Act of 1933 provides registration exemption for private placement offerings. 2. Reg. D allows an issuer to sell securities to a targeted group of Accredited Investors that meet various requirements. 3. Instead of a Prospectus (which is the document used in a public stock or bond offering), private placements are issued using <u>Private Placement Memorandum ("PPM")</u> and cannot be marketed to the general public. | <ol style="list-style-type: none"> 1. Securities Act of 1933(증권법) Reg. D는 사모발행을 위한 등록의무를 면제받을 수 있는 절차를 제공함. 2. Reg. D는 발행자가 각종 요건을 충족하는 특정 적격투자자들을 대상으로 증권을 판매할 수 있도록 허용함. 3. 사모발행은 투자설명서(공개 주식 또는 채권 발행에서 사용되는 서류)가 아닌, 사모 제안서(PPM)을 사용하여 이루어지고 일반 대중을 대상으로 마케팅할 수 없음. |
|--|--|

Reg. D – Accredited Investors

For an individual to qualify as an Accredited Investor, the individual must have --

1. An annual income exceeding \$200,000 for an individual, or \$300,000 for joint income with spouse, for the past two years with the expectation of earning the same or higher income in the current year; OR
2. A net worth exceeding \$1 million (excluding primary residence).

적격투자자는 ?

1. 지난 2년간 연간소득이 최소 20만 달러 이상이어야 하고, 기혼자인 경우 부부의 연간소득이 최소 30만 달러인 투자자.
2. 순자산 100만 달러 이상 보유 (주요 거주지 제외)

Reg. D - Private Placement Memorandum (PPM)

1. Private Placement Memorandum (PPM) is a document that an issuing company prepares for investors in a private placement (also known as a private or non-public offering). As mentioned, PPM is to a private placement what a Prospectus is to a SEC registered public offering.
 2. PPM is where the company tells its story, paints a picture for the potential investors about what the company does so the investors can determine if they want to purchase the STO tokens.
 3. In the PPM, the company also needs to disclose "Risk Factors" – the potential pitfalls to its business that the investors should be aware of.
1. 사모제안서(PPM)은 사모발행(사적 발행 또는 비공적 발행으로 알려져 있기도 함)에 있어 발행회사가 투자자들을 위해 준비하는 서류를 의미함. SEC 등록 공모발행에서 투자설명서가 하는 역할을 사모발행에서 PPM이 함.
 2. 사모제안서에서 발행자/회사는 그들의 이야기를 전달하고, 잠재적 투자자들을 위해 발행자/회사가 어떠한 일을 하는지에 관한 전체적인 그림을 그려 투자자들이 STO 토큰을 구입할지 여부를 결정할 수 있도록 함.
 3. 사모제안서에서 발행자는 투자자들이 알아야 할 비즈니스 관련 잠재적 위험이나 리스크, 즉 "위험 요소" 를 공개하여야 함.

Reg. D - Private Placement Memorandum (PPM)

- | | |
|---|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. Financial Summary – at a minimum, the issuer needs to provide information regarding (a) the size of the offering (ie., how much money the issuer wants to raise from the private placement), and (b) how and where the money raised from the offering will be used (e.g., to purchase assets, pay back loans, investment targets, etc.). 2. Investment Objectives - You have to be careful when drafting this section of PPM because this is where the potential investor may file a lawsuit against the issuer/company for not being honest or if it fails to disclose important information (known as “material information”) in securities laws. 3. Liabilities for Violating Federal Anti-Fraud Provisions. (leading to potential Securities Fraud Litigation) <ul style="list-style-type: none"> • Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 imposes liability on a person or entity that misrepresents or omits a material fact in connection with the sale of securities. | <ol style="list-style-type: none"> 1. 요약재무정보 – 발행자는 최소한 다음에 관한 정보를 제공하여야 함: (a) 발행 규모(즉, 사모 발행을 통해 모집하고자 하는 자금의 규모) 및 (b) 발행을 통해 모집한 자금의 사용 방법 및 사용처(예컨대 자산 매입, 대여금 상환, 투자 대상 등). 2. 투자목표와 관련하여서는 잠재적 투자자가 발행자/회사가 증권법상 중요 정보(“material information”)를 공개하지 아니하거나 부정직했다는 이유로 소를 제기하게 될 가능성이 있으므로 특별히 조심할 필요가 있음. 3. 연방 사기 예방(anti-fraud) 규정 위반에 대한 책임 (증권 사기 소송) <ul style="list-style-type: none"> • 증권거래법 Section 10(b)에서는 증권 판매와 관련한 중요 정보(material fact)를 거짓 표시하거나 누락하는 사람에게 책임을 부과함 |
|---|--|

Reg. D -- Rule 506(c)

Rule 506(c), frequently referred to as the Accredited Investor Crowdfunding exemption -- is currently the most commonly used exemption for STOs.

Rule 506(c) 는 STO 에 주로 쓰이는 면제조항으로, 적격투자자 대상의 크라우드펀딩 조항으로도 불림.

Reg. D -- Rule 506(c) -- Benefits of using Rule 506(c)

1. **Unlimited Capital Raise**—as registered offerings have become more expensive and complex, raising a large amount pursuant to exemptions have gained popularity by issuers.
2. **General Solicitation**—a general solicitation includes an offer to sell securities with the use of an unrestricted and publicly available website (for marketing or advertising purposes).
3. **State Law Preemption**—“covered securities” are exempt from the state laws, known as “Blue Sky Laws”

1. **무제한 모금 액수** : — 등록된 증권 공 절차가 점점 어려워지고 복잡해짐에 따라 모금액수에 제한이 없는 본 면제조항이 STO에 주로 쓰이게 됨.
2. **공모** — 웹사이트 등을 포함한 증권 공모 방법에 (마케팅, 광고) 제한이 없음.
3. **주 증권법 규제 없음** — 본 면제조항으로 발행되는 증권은 주의 블루스카이법에 규제를 받지 않음.

Reg. D -- Rule 506(c) -- Drawbacks of using Rule 506(c)

1. **Accredited Investors Only**—limiting the pool of investors is less of a drawback than many believe as past securities offerings show that a significant majority of funds are raised from Accredited Investors such as mutual funds, insurance companies, and pension funds.
2. **Restricted Securities (Tokens)**—with limited exception, securities (tokens) sold under Rule 506(c) cannot be transferred for 12 months.
3. **Accredited Investor Verification**—the issuer must take reasonable steps to verify each investor's Accredited Investor status.

1. **적격투자자 한정** — 공모는 적격 투자자 대상으로만 제한이 되지만, 대부분의 모금액이 적격투자자로부터 공모 된다는 사실을 고려하면 큰 단점이 되지 않음.
2. **양도 제한된 증권** — Rule 506(c)에 의거 판매된 증권은 판매 후 12개월 동안 양도될 수 없음.
3. **적격투자자 인증 의무** — 증권 발행인은 투자를 받은 적격투자자들의 적격투자자 자격을 확인하는 합리적인 절차를 진행해야 함.

Regulation S

1. **Reg. S** is an exemption from registration for offers and sales of securities that occur to non-U.S. citizens outside of the U.S.
2. The exemption has been the focus of many issuing companies in the blockchain space as a means of avoiding U.S. laws and regulations, but it is not that easy.

1. **Reg. S** 는 미국 외에 거주하는 비시민권자에게 증권 공모를 받을 수 있게 하는 면제조항.
2. 주로 블록체인 업계에서 관련 미국 규제를 피하기 위한 방법으로 주목되었으나 본 면제조항으로 규제를 피하기는 생각보다 쉽지 않음.

Reg. S -- Potential Complications

1. **Solicitation**—Reg. S requires that the offer and sale of the securities occur in an “offshore transaction” and that there be no “directed selling efforts” within the U.S.
2. **Domestic Companies**—An offer and sale of securities by a U.S. issuing company requires that additional steps be taken to comply with Reg. S and benefit from the exemption.
3. **Failed Compliance**—The failure to comply will result in a failed exemption and the company will have sold unregistered securities in violation of U.S. securities laws.

1. **공모의 제한**—Reg. S 에 의거해 면제된 공모 진행시 공모의 대상은 미국 영토 외로 제한이 되며 미국 내 직접 판매는 불가능.
2. **미국 내 회사의 경우**—미국 내 회사나 회사가 증권을 공모하거나 판매하는 경우 Reg. S의 면제를 받기 위해 추가적으로 절차를 밟아야 함.
3. **규제 미 준수의 경우**—규제 미 준수 시 등록되지 않은 증권을 판매했다고 판단되어 면제 철회와 증권법에 의해 처벌을 받음.

Private Placement (General ROADMAP)

1. Choose an Exemption – such as Rule 506(c) of Reg. D; Reg. S; Reg. CF
 2. Find Investors – depending on the type of private placement, general advertising and marketing may be allowed.
 3. Qualifying Investors – Depending on the type of private placement, all or some of the investors must be “Accredited Investors”
 4. Negotiate the Terms of the Offer – in general, some of the terms to negotiate include Price of Token, Conversion Rights, etc.
1. 면제 조항 선택 – Reg. D의 Rule 506(b) 또는 506(c); Reg. S; Reg. A+; Reg. CF
 2. 투자자 모집 – 사모의 종류에 따라, 공개 광고 및 마케팅이 허용될 수 있음.
 3. 투자자 제한 – 사모의 종류에 따라, 일부 또는 전부의 투자자들은 “적격투자자”여야 함.
 4. 발행 조건 협의 – 일반적으로 포함되는 조건 중에는 토큰 가격, 전환 권리 등이 있음.

Private Placement (General ROADMAP)

1. Prepare Private Placement (PPM) and Offering Documents – If there will be Non-accredited Investors, the PPM must include full, fair, and complete disclosure of material facts about the issuer, its Board of Directors & Key Officers, and its finances, including audited financial statements.
 2. Provide the prospective investors with Private Placement Memorandum (PPM). In most cases, a Subscription Agreement or Investment Agreement is given to the prospective investor along with the PPM.
 3. Closing the Private Placement Offering – If the issuer accepts the investor's Subscription or Investment Agreement, the offer is closed. Once offering is closed, Form D must be filed with the SEC (federal level) within 15 days.
1. 사모 및 발행 서류 준비 – 사모제안서(PPM)을 준비해야 함. 적격투자자가 아닌 투자자들이 있는 경우, 사모제안서는 발행사, 그 이사진 및 주요 임원 중요 정보 및 감사재무제표를 포함한 중요 재무 정보를 완전하고 공정하게 공개하여야 함.
 2. 잠재적 투자자들에게 사모제안서 제공해야 함. 대부분의 경우, 잠재적 투자자들에게 사모제안서와 함께 인수계약 또는 투자계약서가 제공됨.
 3. 사모발행 종료 – 발행자가 투자자의 인수/투자를 받아들일 경우, 발행이 종료됨. 일단 발행이 종료되면, 15일 이내에 SEC(연방 레벨)에 Form D를 제출하여야 함.

Regulation	Reg. D			Reg. S	Reg. A+	Reg. CF
	Reg. 504	Reg. 506(b)	Reg. 506(c)			
Capital Limit	\$5 million	No Limit	No Limit	No Limit	Tier 1: \$20 million Tier 2: \$50 million	\$1.07 million
Investor Limit (1) Accredited Investors ("AI") (2) Non-Accredited Investors (Non-AI)	No Limit	Accredited Investors: No Limit Non-AI : 35 max	AI: No Limit Non-AI: Not available	Foreign Investors Available	Tier 1: \$6MM Max Tier 2: \$15MM Max	Non-AI who are at least 18 years old
SEC Approval Required	X	X	X	X	O	X
Lock-up Period	6 months or 12 months				Tier 1: 12 months	12 months
Public Solicitation	X	X	O	X	O	X

www.dlightlaw.com

법무법인 디라이트
변호사 David Kim

02 2051 1871
010 9395 2575
dkim@dlightlaw.com