

国际视角下虚拟货币与代币发行融资的法律监管与风险防范

虚拟货币和代币发行融资（ICO）的监管是亟待解决的全球共性问题。世界各国对虚拟货币和 ICO 均采取了严格的监管态度。我国有必要借鉴各国共同经验，采取穿透式监管、监管科技等措施，开展国际合作，防范非法集资等金融风险，维护金融稳定。

近几年来，各类主体竞相发行代币（Token），其名称、功能、技术基础都有很大的不同，但是大都用于融资，即向公众出售并筹集虚拟货币，形成了被称为代币发行融资（ICO）的融资方式。虚拟货币的发行与交易引发了全球关注，各国纷纷出台相关法律法规对其进行监管，在本国法律框架内对虚拟货币和代币的概念进行了初步界定，将 ICO 和虚拟货币交易平台纳入监管范围之内，并对有关收益征税。我国对相关行业也采取了严厉的监管措施。

虚拟货币的法律定义与监管范围

虚拟货币的定义

虚拟货币一词最早指由网络企业发行的、用于购买网络平台内部虚拟商品的虚拟财产。其主要特征在于不由政府发行、不属于法定货币。比特币出现后，由于比特币不属于任何一个国家的法定货币，而且拥有独立的计价单位，因而也被称为虚拟货币。反洗钱金融行动特别工作组（FATF）认为，虚拟货币指具备货币的三项职能——交易媒介、计量单位和价值贮藏——的全部或一部分，但不以法定货币计价的数字价值。

FATF 按两种方法对虚拟货币进行分类。第一种将虚拟货币分为中心化和去中心化两类，其区别在于是否存在一个控制整个系统的单一管理机构，去中心化虚拟货币也被称作数字加密货币，意指其基于特定的加密算法而成立，而不依赖任何中心化管理机构。因此，网络游戏的内置货币属于中心化虚拟货币，而比特币是去中心化虚拟货币的代表。第二种将虚拟货币分为可兑换的和不可兑换的两类，此处的可兑换指能与现实世界的法定货币进行双向兑换，并且需要达到事实上可兑换的程度，而不是指有兑换的可能性。比特币等去中心化虚拟货币由于其能够广泛交易的特性，因而都是可兑换的，中心化虚拟货币有些是不可兑换的，但也有一部分因为特殊原因，例如在虚拟货币交易平台进行公开交易，从而成为

可兑换的。ICO 所发行的代币属于中心化的虚拟货币，在进入交易平台进行交易后，成为可兑换的虚拟货币。

各国对虚拟货币的界定

美国：反向排除。2015 年 6 月，美国纽约州金融服务局公布了简称为“比特币牌照”的《虚拟货币监管法案》，被编入《纽约州法律、规则和监管》成为其虚拟货币部分，该法案具体将虚拟货币定义为：“虚拟货币是指任何类型的数字单元，被用作交易媒介或数字形式存储价值。”美国统一州法委员会全国协商会议制定了《虚拟货币商业统一监管法案》，采取了类似的定义方法。可以看到，美国的两部立法总体范围与 FATF 的报告较为契合。

日本：模范立法。日本《资金结算法》修正案是世界范围内最早通过国家层面的立法将虚拟货币纳入监管的法律。该法案将虚拟货币定义为如下两类：一是在购买商品、贷出、接受他人提供服务的情形下，能够为清偿前述行为的对价而对不特定人使用，可以以不特定人为相对方进行买入或卖出的财产性价值，且可以用电子信息处理系统进行转移；二是可以以不特定人为相对方与前项记载之物进行相互交换的财产性价值，且可以用电子信息处理系统进行转移。据此，日本同样界定了与 FATF 报告相同的监管范围。

其他国家：实质相似的不同称呼。俄罗斯的《数字金融资产联邦法》草案规定了数字金融资产的相关基本概念、流通规则和代币发售三方面内容。俄罗斯计划进行监管的数字金融资产，同样限制于能够与法定货币兑换的对象，其范畴仍然是可兑换的虚拟货币。

也有一些监管机构在其发布的报告、公告中采取了较为宽泛的定义，但实质的监管措施仍然只及于可兑换的虚拟货币。例如，欧盟的欧洲中央银行发布《虚拟货币框架》，将虚拟货币定义为：“一种未被监管的数字货币，由它的开发者发行并通常被其控制，并在一个特定虚拟社区的成员之中被使用和接受。”新加坡金融管理局（MAS）将虚拟货币定义为“一种数字表示的价值，能在互联网上进行交易，并履行货币职能”。但是目前，欧盟各国和新加坡对虚拟货币的监管实际上同样只及于可兑换的虚拟货币。

各国对虚拟货币定性的共识与经验

纵观各国立法，各国进行监管的主要目的就是反洗钱、反恐怖融资，监管的对象仅及于可兑换的虚拟货币。然而，这些监管规则并没有涉及 ICO 代币作为融资工具的属性，而代币的融资工具属性是贯穿 ICO 整个过程的，不仅及于进入交易平台后，而是从发行就开始存在。因此，可兑换的虚拟货币这一概念范畴仅能适用于监管交易平台，对于 ICO 所发行的代币，需要从其融资工具属性的角度，审慎考察其本质，引入新的定义和监管规则，这是目前各国的立法都有所欠缺的。

ICO 的监管规则

证券化的监管模式

美国证券交易委员会（SEC）发布调查报告，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。此外，提供这些证券交易的证券交易所必须注册，除非他们获得有效的豁免。

在 SEC 发布报告之后，各国纷纷采取了类似的监管措施，指出 ICO 可能涉嫌发行证券。例如，MAS 于 2017 年 8 月发布公告指出，如果所发行的代币构成了新加坡《证券与期货法》所规制的产品，那 MAS 将采取行动对其进行监管。英国金融行为监管局（FCA）于 2017 年 9 月发布公告指出，ICO 应当接受 FCA 的监管。日本金融厅也于 2017 年 10 月发布关于 ICO 的风险预警书中指出，ICO 所发行的代币若是具备“投资”属性，则要受到《金融商品交易法》的规制。

创新监管模式的探索

除了直接沿用证券监管规则的国家外，也有许多国家尝试对 ICO 采取创新的监管方式，探索非传统的监管路径。俄罗斯《关于数字金融资产的联邦法律》草案没有对 ICO 进行定性，而是直接确定了相应的监管规则，遵循以详尽的信息披露为主线，投资者适当性管理和发行程序适当性为辅的监管逻辑。

瑞士金融市场管理局（FINMA）发布了 ICO 活动的相关指南，阐述了现有金融市场立法应用于 ICO 相关标准。指南中对代币及相关 ICO 进行了分类，进一步补充了 2017 年 4 月发布的“FINMA 指南”。FINMA 依据代币的基本用途及其是否可交易分为三类：一是支付型代币，即数字加密货币；二是功能型代币；三是资产型代币。FINMA 认为，支付型代币不构成融资方式；资产型代币则构成证券，需要对其采取证券的监管规则。FINMA 还没有明确对功能型代币的发售适用什么

样的监管规则，但已经明确指出，功能性代币不属于证券，不适用证券的监管规则。

各国对 ICO 的共识与监管经验

总的来看，ICO 代币至少其中一部分具备证券属性，已经成为各国政府的共识。尽管对证券的具体判断标准存在一些出入，各国均适用穿透式监管的原则，基于本国法律将一部分 ICO 视作证券，采取了严格的监管措施。

但是，这些监管措施能否普及于全部的 ICO 代币，仍然是一个待解决的问题。目前，仅有瑞士明确提出了功能型代币的分类方式，认为功能型代币不属于证券。但是，问题在于这一分类能否得到国际上其他国家的广泛认同，如果能，功能型代币的性质和具体监管规则应当为何，仍然有待进一步的研究。

此外，ICO 具备明显的全球属性，进行 ICO 的主体（通常是基金会）注册在某个特定国家后，购买所发行代币的投资者可能遍及全球，使得单一国家的监管措施效果减弱。这一问题的解决可能有待进一步的国际合作。

虚拟货币交易平台的监管规则

FATF 发布的《风险应对指南：虚拟货币》提出对从事虚拟货币与法定货币交换业务的交易平台，建议采取注册制或许可制进行管理，同时要求其采取反洗钱、反恐怖融资措施。在 FATF 报告的指引下，各国开始立法对可兑换的虚拟货币进行监管，呈现出两种实现路径。

第一，纳入既有法律体系的模式。在尚未对虚拟货币制定专门法规之前，货币转移法一直是美国进行虚拟货币监管的重要工具，包含联邦法和州法两个层面。联邦层面的货币转移法的核心是通过注册登记制度来督促货币转移服务商履行反洗钱义务；州层面的货币转移法更强调对货币转移服务商的实质性审查。采取与此相类似措施的国家还有瑞士、英国。瑞士 FINMA 通过修改《反洗钱条例》，将虚拟货币交易平台解释为货币与资产转移服务商，从而被纳入瑞士《反洗钱法》的监管范围。英国也将虚拟货币交易平台认定为货币转移服务商，需要遵循《反恐怖主义法》《2002 年犯罪收益法》和欧盟《反洗钱指令》等法律法规的监管要求。新加坡没有正式对虚拟货币交易平台进行监管，但是 MAS 仍然要求平台履行一定的反洗钱反恐融资（AML/CFT）义务，例如用户身份确认、申报可疑交易等，与 FATF 报告的要求相类似。

第二，单独立法模式。美国一些州出台了专门的监管法案，例如纽约州的《虚拟货币监管法案》延续了货币转移法对货币转移行为的监管实质，对货币转移服务商设立严格的行政许可标准，强调反洗钱与消费者保护，向符合条件的服务商发放牌照。美国全国统一州法委员会的 URVCBA 法案提出了从联邦层面对虚拟货币商业活动主体进行统一监管的法定框架，其中尤其强调对虚拟货币的控制者和交易机构的监管。

日本的《资金结算法》修正案是遵循 FATF 报告最为典型的立法之一，对虚拟货币采取了适度监管、鼓励创新的态度，明确了虚拟货币及其交易平台的合法地位，通过将虚拟货币交换业者列入《犯罪收益转移防止法》，使其承担了该法中规定由特定事业者承担的反洗钱、反恐怖融资义务。

俄罗斯的《数字金融资产联邦法》草案规定，数字金融资产交换商必须依据《组织贸易联邦法》在俄罗斯联邦中央银行注册，并受其监管。非自然人投资者必须依据俄罗斯联邦中央银行的规定，在数字金融资产交换商开设专门账户。

证券交易所级别的监管措施

2018 年 11 月 16 日，SEC 在其官网上发布了一份声明，对各类构成证券的数字资产即 Token 的发行和交易提出了监管要求。该声明指出，平台提供数字资产证券的交易服务并构成联邦证券法所规定的交易所的，都应当根据联邦证券法的要求注册为全国性的证券交易所或符合注册豁免的条件。辅助发行数字资产证券的主体同样需要向 SEC 注册。

各国对虚拟货币交易平台监管的启示

尽管各国采取了监管措施，但是虚拟货币交易平台只是集中交易的场所，以比特币为代表的去中心化虚拟货币具有点对点交易的功能，不需要经由任何第三方平台，两个主体就能独立地在线上完成交易。因此，对交易平台采取的监管措施，无法完全实现相应的监管目标。

此外，许多国家仅将虚拟货币交易平台纳入传统的反洗钱法律规制体系，而没有进行专门立法，最小限度地遵循了 FATF 相关报告书的建议。但是，正如日本修法时在报告书中所指出的，交易平台保管了大量的用户财产，因而也应当采取监管措施保护用户财产。

最后，在 ICO 代币广泛被认定为证券的当下，如同 SEC 的声明所指出的，对交易此种代币的交易平台按照证券交易所的规则进行监管乃是题中应有之义。然而，各国目前尚缺乏明确具体的监管措施。同时，由于虚拟货币交易平台位于互联网上，对其施加严厉的规制实际上是比较困难的。

结论

各国纷纷采取措施监管虚拟货币交易平台的洗钱、恐怖融资风险，同时将部分 ICO 代币纳入了证券的监管范围。不少国家遵照 FATF 的建议，立法对虚拟货币进行了定义并试图规制虚拟货币交易平台的洗钱和恐怖融资风险。然而，ICO 的出现让此类法律制度亦难以应对，需要进一步升级监管措施，对我国亦具有相当的启示意义。

第一，适用穿透式监管的原则，防止假冒技术名义进行违法犯罪活动。部分不法分子以“金融创新”为噱头，炒作 ICO 概念行非法集资、传销、诈骗之实，欺骗性、诱惑性、隐蔽性较强，应当“穿透”其纷繁复杂的伪装，认清其本质。对于涉嫌诈骗、传销、非法集资等违法犯罪的行为，予以坚决取缔与打击。

第二，持续跟进关注与研究，在适当时候参考各国所共通的国际经验，吸纳被普遍采取的监管措施。目前，各国在虚拟货币和 ICO 监管问题上已经得出了一定的经验，这些经验在条件成熟后值得我国借鉴和参考。例如，虚拟货币相关活动可考虑纳入有效监管之下，以规制洗钱和恐怖融资风险；相应地，应当针对虚拟货币交易产生的收益征税。属于证券发行的 ICO 在本质上属于股权众筹，在目前条件下还不合法。

第三，积极开展国际合作，注重发挥国际组织的作用，以应对虚拟货币和 ICO 的跨境风险。互联网、区块链等技术的发展，为虚拟货币和 ICO 相关行业赋予了前所未有的全球性，局限于一国的监管措施很难收到显著效果。商业主体可以轻易地通过跨境交易的方式规避特定国家的监管。例如，我国的禁止政策出台后，仍然有不少虚拟货币交易平台在海外继续向境内用户提供服务。对此，应当积极推进国际监管合作，充分发挥金融稳定理事会、巴塞尔委员会、反洗钱金融行动特别工作组等国际组织的成熟经验，在主流国际社会建立起对虚拟货币和 ICO 的监管共识与一些共通的监管措施，有效规制其跨境风险。

第四，引入监管科技（RegTech），提升监管能力。面对为科技所高速驱动的金融科技创新，目前的金融监管存在监管技术匮乏、监管法律滞后、监管理念守旧等问题，无法有效实现监管目标，因此需要借助大数据、云计算、人工智能、区块链等技术工具，构建起智能、高效、实时的金融监管体系。虚拟货币和 ICO 所面临的监管难题非常典型。由于虚拟货币与 ICO 具有较强的隐蔽性和迷惑性，相关不法活动资金多流向境外，监管和追踪难度很大。因此，需要基于监管科技的理念，引入新型科技手段，突破虚拟货币与 ICO 的监管困局，阻断跨国境、跨行业的风险传导，有效防范金融风险。

（来源：清华金融评论。转引自：复旦大学中国反洗钱研究中心。时间：2019 年 7 月 4 日。
网址：<http://www.ccamls.org/newsdetail.php?did=35414>。访问时间：2019 年 7 月 10 日 15:30。）