

虚拟货币初次发行监管初探

张 巍*

摘要:从目前的实际情况看,ICO 发行虚拟货币往往具有浓重的证券属性。因此,在监管机制方面,ICO 发行原则上也应该采取证券发行的一般规则。同时,考虑到初创企业小额融资的实际需求,以及区块链技术的去中心化特色,监管者可以考虑采用适当的豁免制度,包括发行注册或审批的豁免,以及持续信息披露义务的豁免。

关键词:虚拟货币 ICO 证券监管 小额发行豁免 信息披露义务

引 言

伴随区块链技术的传播,虚拟货币初次发行(ICO)在世界范围内日益活跃。自 2013 年 7 月 MasterCoin 首次进行 ICO,以比特币的形式筹集到

* 新加坡管理大学法学院助理教授。

50 万美元资金以来,^[1] ICO 迅速掀起一股风潮,已经成为一种不容忽视的新型融资形式。据称,2017 年一年就出现了超过 900 次的 ICO,^[2] 融资总规模达到 70 亿美元。^[3] 与此相应的是各国监管机构对于如何监管这类新型融资活动,显得莫衷一是。有的国家干脆禁止,有的则有意宽容,而美国证券交易委员会(SEC)则采取了依托现有监管框架,根据经济本质审慎监管的态度。

本文借鉴美国证券监管的理论经验,意图从梳理证券监管的基本特征出发,阐明 ICO 发行的虚拟货币大多具有证券属性,原则上应该被视为证券,并纳入证券监管的轨道。在此基础上,笔者提出了 ICO 监管的一些初步设想。本文以下分为两部分,分别说明虚拟货币的证券属性,以及如何利用证券监管规则来规范 ICO 活动。

一、虚拟货币的证券属性

(一) 证券监管的特点

要理解为什么法律会为“证券”划出特定的范畴,就要从一旦某类交易工具——本质上是约定交易条件的合同——成为“证券”会享受到什么样的特别待遇说起。换言之,划定证券的范畴实际上就是要分清哪些交易工具应该享受这样的特别待遇。而这里所谓的特别待遇,其实就是对证券交易的特别监管。那么,证券监管到底有些什么样的特点呢?

1. 事前性

首先,和其他类型的监管一样,证券监管是缔约方行为的事前约

[1] Chance Barnett, *Inside the Meteoric Rise of ICOs*, *FORBES* (Sep. 23, 2017 01:21 am), <https://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2017/09/23/inside-the-meteoric-rise-of-icos/#1b8cce995670>.

[2] Kai Sedgwick, *46% of Last Year's ICOs Have Failed Already*, *Bitcoin.com* (Feb. 23, 2018), <https://news.bitcoin.com/46-last-years-icos-failed-already/>.

[3] Perrie M. Weiner, *Christopher C. Paci & Kirby Hsu, Cryptocurrencies and ICOs: An SEC Enforcement Perspective*, WESTLAW (2018).

束。也就是说,监管者并不会等待负面结果出现,方才来追究造成这种结果者的责任,而是在结果出现之前就规定好哪些行为必须实施,不实施这些行为本身就会被追究责任,而无须进一步等待违规导致实际损害。例如,要是上市公司没有按时作出信息披露,那么即便还没有因此造成投资者损失,证券监管机构仍旧可以对违规者课以处罚,包括强制停牌。

这种事前行为监管与法院事后作出损害赔偿判决的责任追究形式形成对比,前者旨在防患于未然,后者则侧重处理善后。尽管处理善后也可以起到震慑未来违规的作用,然而,事后追究责任有两点短处。一项弱点是责任人无力承担责任时便可溜之大吉,这既使受害者无从获取救济,也令法律失去对违规者的震慑作用。^[4]为此,某些行业的监管规则会对进入该行业者设定资金门槛,或者强制要求其购买保险。

事后追责的另一项弱点在于必须能够在损害发生之后认定责任,而这又需要存在一个可以客观衡量的标准,以此判定责任人是否履行了义务。如果没有这样的标准,显然无从追究违反义务者的责任。证券投资——尤其是股权性证券的投资——常常缺乏一个确定的绩效标尺,换言之,投资人难以单纯依据投资的结果来认定证券发行人是否尽到了义务。这与购买普通商品明显有别。买一辆汽车,买主至少知道汽车的基本性状、功能,假如买的车不具备这些基本特征,买主便可以寻求司法救济。股票的买家却无从根据收益率去追究证券发行人的责任,因为没有一种对股票投资结果的共识性的期待。此时,若不事前对发行人的行为加以规范,投资人就可能全然丧失救济路径。这一点与证券监管的第二个特点密切关联。

2. 手段性

证券监管的第二个,也是最重要的特点是针对手段,而非针对结果,这一特点是由证券作为一种投资工具决定的。投资的本质是谋取未来收益,而未来自然是不确定的,没有人能保证投资的结果将会如何,因此,监管者也不可能根据购买证券的收益结果来判断证券发行

[4] Steven M. Shavell, *Liability for Harm Versus Regulation of Safety*, 13 *Journal of Legal Studies* 357-374 (1984).

人、销售者有没有尽到义务。监管能够做的只有规定证券发行、销售必须采用什么样的方式,只要符合这些方式就不会被追究法律责任,无论其销售的证券最终带来这样的收益结果。简言之,证券监管是手段性监管,而非结果性监管。

与之相对照的是对消费活动的监管。消费的本质是享受特定的使用利益,而对于这种利益,消费者事前有比较明确的期待。这既可以是消费者作为一个群体拥有的普遍期待,也可以是特定消费者为实现特定用益目的而抱有的期待——只要与消费品的提供者事先约定。假如消费品最终不能满足消费者的期待,那么,提供者通常就可以被追究法律责任。也就是说,对消费的监管是结果性的。

具体而言,证券监管强调的手段主要是证券发行、销售方的信息披露。一方面,证券监管要求证券发行人进行定期乃至随时披露。这种要求通常并不会出现在普通的合同交易中,即便在缔约之时,缔约方可能负有某些信息披露的义务,但这种义务一般是一次性的,法律并不强制要求经常性的披露——除非当事人自行就此作出约定。另一方面,证券发行人的信息披露义务也比通常的合同缔约方要重,这方面表现最明显的就是“不披露”(omission)的责任。一般的合同缔约方只负有不作出虚假陈述的消极义务,却没有主动披露信息的积极义务,即便对方追问亦可沉默以对,换言之,沉默本身不构成欺诈(这在英美法系更为突出)。然而,证券监管规则却会将可能导致误解的单纯的沉默也视同虚假陈述,^[5]还会要求发行人随时更新原先已经披露的信息。^[6]

正因为证券监管针对的是手段而不是结果,所以它也只能进行事先监管——没有事后的结果可以管。不过,与其他行业的事前监管不同的是,证券监管原则上不要求证券发行人满足特定的资金要求。既然发行证券的目的就是为筹集资金,那么,再为筹集资金者设定一条既

[5] SEC Rule 10b-5.

[6] Gallagher v. Abbott Laboratories, 269 F.3d 806 (7th Cir. 2001).

有资金的准入门槛就显得有些不知所云了。^{〔7〕}不仅如此,证券监管甚至也可以不对发行人其他方面的资质设置门槛。例如,即便发行人存在违规违法行为,只要将此信息充分披露,依然可以取得发行证券的资格。这再次体现出证券监管的内容主要是信息披露这一发行、销售证券的手段。

3. 强化处罚

证券监管的另一特点是加重对违规行为的惩处。这一则体现在处罚的数额方面,在民事损害赔偿之外,监管者往往还可以对违规者课以大力度的行政性处罚。譬如,在美国普通的合同欺诈案件中,欺诈者一般只会被要求赔偿受害者的实际损失。而对于证券欺诈案件,欺诈者除了要承担赔偿责任之外,还可能被要求支付数十万乃至上百万美元的罚金。对于内幕交易者,除剥夺其交易获利外,还可课以相当于其获利3倍的罚金。^{〔8〕}

另外,强化处罚还体现在降低对违规行为的举证要求。例如,传统的合同法中,要追究欺诈者的责任,受害方必须举证欺诈者的通过说谎谋求受害方接受合同条件的特定故意。而在证券欺诈案件中,对欺诈方故意的举证要求可以降低为其明知所言不实,却依然说出来,甚至证明说谎者因重大疏忽而不知其所言虚假也可以满足对故意的举证要求。^{〔9〕}再如,传统的民事欺诈要求受害人对欺诈者的特定言行产生信赖,而在证券欺诈中,信赖要件则被弱化为对市场价格的信赖。^{〔10〕}这些宽松的法律要件,当然更有利于惩处证券违规行为。

(二) 投资人面临的问题

那么,证券监管究竟因何呈现这些特点呢?要回答这个问题,就要看清证券投资人面临的主要问题。首先,证券投资的收益很大程度上

〔7〕 虽然证券监管不对发行人的既有资金设置门槛,但仍有可能对发行人筹集到的资金流向设定限制,以保证其有能力对发行行为承担法律责任。例如,在美国1933年《证券法》制定之前,佛罗里达州的“蓝天法案”就曾要求发行人将筹集到的资金存入一个托管账户,如果发行失败,则账户中的钱将返还投资人。

〔8〕 Insider Trading Sanctions Act of 1984.

〔9〕 Sundstrand Corp. v. Sun Chemical Corp., 553 F.2d 1033 (7th, Cir. 1977).

〔10〕 Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224, 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d 194 (1988).

取决于被投资事业经营管理者的能力与努力。公司的股票、债券收益高低显然与公司经营的好坏直接相关,而这方面投资人本身很难插手。这种依赖他人经营投资事业的特点决定了内部管理者相对外部投资具有高度的信息优势,更有可能利用这种优势图谋私利。

内外信息的不对称性令信息披露成为证券监管的首要任务,只有及时、充分的披露,才能缓解这种不对称。同时,信息不对称也加大了投资人事后凭借自身力量向内部人士追究责任的难度。即便投资人与发行人定有详尽的投资协议,约定发行人及其管理者的义务,也不易掌握后者违反约定谋取私利的证据。于是,事前监管就变得重要起来,借助较明确的行为准则,这样的监管可以让外界更容易探查内部人士可能的违规行为,并及时加以制止,以求防患于未然。

内外信息的不对称也意味着违规行为更有可能不被觉察,从而令违规者躲过追究。假如不针对查实的违规加重处罚,就难以抵销违规者从未被觉察的违规行为中的获益,从而不足以震慑违规。还要指出的是,投资行为的结果不确定性使得投资人不能仅以结果为标准,判断发行人及其管理层是否履行了义务,更无法据此追究法律责任。正因如此,证券监管才格外注重信息披露这个手段是否得到妥善实施,加重处罚其中的不实之词。这又和消费者形成对照,消费品的质量好坏可以直接成为追究销售者法律责任的依据,而无须通过证明销售者欺诈来寻求法律救济。

证券投资人面临的第二个问题是人数众多,因而难以协调一致地实施对内部人士的监督。尽管投资人的整体投资利益巨大,然而每个投资者个人占据的份额却十分有限。因此,从各个投资者的私人获益看,往往不值得耗费高额成本去掌握相关信息,事前监督内部管理层的所作所为,或者事后追究管理层的责任。更加重要的是,无论哪个投资人实施了监督,由此产生的利益都将惠及全体投资人,而其成本却要由监督者自行承担。于是,就难以避免“三个和尚没水喝”,到头来谁也不去监督的困境,这被称为投资人的集体行动困境。

投资人的集体行动困境使得发行人主动披露信息——而非由投资人被动收集信息——成为更高效、可行的促进监督的措施。这是证券监管强调信息披露的又一原因。不仅如此,数量众多的投资人协调行

动的困难也使借助监管机构来保障他们的利益,代替他们监督发行人成为必要。集体行动困境也削弱了投资人向违规者追究责任的动力——因为只占有很小比例的投资人要搜集证据证明违规常常得不偿失。这样一来,一旦抓获违规,就必须加强处罚,否则违规的收益与成本的天平便会偏向前者,从而激励违规。

最后,投资人的集体行动困境还体现在其参与被投资实体治理的过程中。投资行为的一个特点是长期性,它使被投资实体的行动方案难以事前确定,而不得不依赖事后决策,这种决策的权力分配和程序设置就是治理机制。由于投资人的利益与被投资实体的行动直接相关,因此,投资人常被赋予参与治理的机会。^[11]这种机会也是投资人与消费者的一个重要区别。可是,当人数众多的投资人共同参与治理之时,就可能出现各自谋求私利,却损害到投资人群体的共同利益的情况,也就是所谓的“囚徒困境”。为此,证券监管也会采取措施协调投资人的行动,避免他们的共同利益受损。^[12]

(三) 认定证券的要件

认清了证券监管的特点,以及究竟是证券投资人面临的哪些问题促成了这些特点,再来分析认定证券的要件就容易许多。顺理成章,只有那些面临信息不对称以及集体行动困境的投资人用于投资的交易工具方才应该被当作证券。从这个角度出发,美国的证券法采用了实质重于形式的标准,假如一类交易工具实质上会让投资人面临以上两大问题,那么,无论形式上如何包装、修饰,它都将被认定为证券。

1. 主要依赖他人努力获利

美国通过最高法院的判例剔出四项要件,借此判断除股票、债券等典型证券之外的其他交易工具(所谓的“投资合同”)是否应该被视为

[11] 股权投资人的治理权一般十分显见,不过,伴随双重股权结构的发展,有些股权投资人的治理权可能被剥夺。比如, Snap 在 IPO 时既未赋予外部股权投资人参与治理的权力。债权投资人的治理权通常在被投资实体陷入破产时显现出来。

[12] 这方面的典型例子是股东批准公司嗣后借助转换要约(exchange offer)发行超级表决权股的议案(参见 Jeffery Gordon, *Ties That Bind: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 California Law Review 1, 1988),以及 SEC 为此禁止嗣后发行超级表决权股的规则 Rule 19c-4(有关这方面内容的中文介绍,参见张巍《资本的规则》第 23 节,中国法制出版社 2017 年版)。

证券,这就是著名的 Howey 测试。^[13] 首先,既然对证券投资人特加保护的一大理由是内部管理层与外部投资人的信息不对称,那么,认定证券并实施相应监管就需要挑选信息不对称可能性大的交易工具。为此,Howey 测试要求证券具有主要依靠他人努力实现投资人获利的特征。假如获取收益主要靠的是投资人自身的努力,那么,投资人也就不存在被内部人士蒙蔽的危险——既然靠投资人自己,那主要的信息来源也该是自己。

那么,他人的努力需要在何时作出呢?针对这个问题,1996 年美国哥伦比亚特区联邦巡回上诉法院作出的 SEC v. Life Partners, Inc. 判决^[14]认为需要区分发行人在金融产品销售之前的努力与销售之后的努力,只有依赖发行人在销售之后的努力获取利益的,才符合证券的要件。不过,Life Partners 一案的判决备受争议,第 11 巡回区联邦上诉法院就明确拒绝销售前与销售后的努力这种区分,认为只要曾经依赖发起人的努力就够了。作为 Life Partners 一案的原告,SEC 本身持有的也是不做前后区分的观点,似乎此后也没有出现过变化。实际上,CDO 之类众多的资产证券化产品都只依赖发起人在销售之前的努力(挑选资产、设计产品结构等),却无一不被视作证券。假如发起人在销售时候不做努力就可以转变其销售的产品原本具有的证券属性,那么,那些发了不管事的人岂非赚了便宜?而买下这种产品的投资人明明最需要保护,却不幸沦为牺牲品。所以,认定证券时不对销售前与销售后努力的特加区分的观点不无道理。

2. 共同事业

既然证券监管要应对的另一项大问题是投资人的集体行动困境,那么,证券就该是一种投资于共同事业的工具。这种共同事业将各投资人联系起来,一荣俱荣,一损俱损,一个人付出努力也会惠及他人,于是才有了前面提到的“三个和尚没水喝”的困境。法律因而要求证券发行人对投资人作出统一的信息披露。此外,投资人扮演的治理角色也是其参与共同事业的结果,而正是事业的共同性,才使如何行使治理

[13] SEC v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293, 66 S. Ct. 1100, 90 L. Ed. 1224 (1946).

[14] 87 F.3d 536 (D. C. Cir. 1996).

权力可能对其他事业参与者的利害产生影响。波斯纳法官在 *Wals v. Fox Hills Development Corp.* 一案^[15] 中进一步将投资共同事业这一要件描述为从“同一资产和利润池中获得不可分割的份额”，这也是美国最具影响力的所谓“水平共同性”（horizontal commonality）理论。^[16]

3. 以投资为目的

Howey 测试的另外两项要件——投资金钱与追求利润——实际上讲的是同一桩事情，那就是购买证券需以投资，或者说谋取利润为目的。反过来，如果当事人实施交易的目的不在投资而在消费，那么，其使用的交易工具就不是证券。在实践中，美国法院允许以劳务投入替代金钱投入作为出资的形式，^[17]但劳务出资的主要动机仍然必须是获取利润。^[18]

区分投资与消费同样是因为证券监管的事先性、手段性和强化处罚的特性系针对投资人面临的特殊问题而来。投资结果的不确定性，投资关系长期性，投资者对他人努力的依赖，以及集体行动中的“搭便车”倾向都使投资者面临的信息不对称问题较消费者更加严重，也更难救济。为此，事先的信息透明在证券监管中居于核心位置，这方面要求比消费者保护更严。反过来，投资行为本就包含对不确定结果的容忍，故而在手段适当的前提下，结果不应成为追究法律责任的依据，这又与消费者保护的目有别。顾客购买一辆汽车，如果不能行驶，那么，无论售车者在销售过程中有没有不端行为，他都可能构成违约，通常需要向顾客承担责任。换言之，若以证券监管规则来保护消费者既可能失之过严，又可能失之过宽，反之亦然。此外，消费者一般也不参与销售方的治理，因此，由治理活动引起的投资人集体行动中的“囚徒困境”问题对消费者同样不适用。

除此之外，以消费为目的的交易通常不会直接给资本市场造成强

[15] 24 F.3d 1016 (7th Cir. 1994).

[16] 除水平共同性之外，也有部分美国法院使用垂直共同性（vertical commonality）理论认定证券，即要求发行人与投资人之间存在利益风险共担。

[17] *International Brotherhood of Teamsters, Chauffeurs, Warehousemen and Helpers of America v. Daniel*, 439 U. S. 551, 99 S. Ct. 790, 58 L. Ed. 2d 808 (1979).

[18] *Rice Branigar Organization, Inc.*, 922 F.2d 788 (11th Cir. 1991).

烈冲击,尽管消费品的定价错误也是一种社会成本,但其负面影响往往限于局部;而投资行为直接针对资本市场,资本市场的定价错误则将广泛影响各类社会资源的配置。一方面,多数消费品最终将被消耗掉,或者出现大幅度价值减损,因而没有机会重新转化成货币资产进入资本市场。另一方面,大多数消费品也不具有大规模的二级市场,因此,即使有些偶然出现转售,由实物再度转化成资本,少量的资本流入也不足以严重干扰其他资产的定价,进而波及整体资源配置。因此,从有效利用监管资源的角度看,也有必要将证券监管者的精力集中到对经济影响更加明显的投资行为上。^[19]

(四) ICO 发行的虚拟货币的证券属性

以上梳理了证券监管的基本逻辑,也解释了认定证券的各项要件存在的缘由。对照这样的逻辑,ICO 发行的代币究竟是不是应该被视为证券,从而纳入证券监管呢?

1. 明确以投资为目的的虚拟货币属于证券

以目前 ICO 发行的虚拟货币看,有一类在发行白皮书(whitepaper)中明确虚拟货币具有投资功能,诸如表示购买者可以取得与股息类似的回报,^[20]或者说明将向购买者分配发行人取得的收益,^[21]或者一方面将虚拟货币包装成会员权等权利,却又同时承认其性质与股权类似,^[22]再或者允许购买者将虚拟货币兑换成传统意义的证券。^[23]此类虚拟货币的发行人实际上就是借助 ICO 募集资金用以投资,与上市公司、公募基金发行股票、份额无异,理应被视为证券。至于购买者是否有参与发行实体治理的权力则不影响虚拟货币的证券属性——治理虽然是经常伴随证券的权力,却不是认定证券的必要条件。明确以投资为目的的虚拟货币只有一种情况可以不被认定为证券,那就是发行募集

[19] Stephen J. Choi & A. C. Pritchard, *Securities Regulation, Essentials*, Aspen Publishers, 2008.

[20] SEC Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO.

[21] SEC Complaint Against PLEXCORPS, et al.

[22] SEC Complaint Against Recoin Group Foundation LLC, et al.

[23] SEC Cease – and – Desist Order in the Matter of Tomahawk Exploration LLC and David Thompson Laurance.

到的资金,其投资方向由投资人直接决定,而非借助发行人或其指定的第三方来决定。

2. 所谓“功能币”也应属于证券

ICO 发行的第二类虚拟货币,发行人声称购买者并非以投资为目的,此类虚拟货币的用途是获取发行人提供的某种服务,有的 ICO 更在白皮书中明确排除购买虚拟货币者的投资目的。而发行人借助 ICO 筹集资金的目的则在于开发这些服务功能,因此其发行的虚拟货币也被称为“功能币”。表面看来此类以所谓应用为目的的虚拟货币似乎主旨在消费,就好像迪士尼乐园的门票,或者 SPA 的消费卡,不过,仔细研究却发现其与传统的消费相去甚远,反而与投资十分接近。

首先,如前所述,消费是对使用利益的享受,因此,以消费为目的购买某种产品就必然要对这种产品的基本功能有比较确定的认知和期待。反过来,不知道产品的基本功能就购入,则很难想象购买者是出于消费目的。所以,如果某种产品的大多数购买者都是在不清楚产品具体功能的前提下买入的,那么,这种产品在市场上流通的真正目的就很可能不是让人消费利用,而在引诱投资。

目前由 ICO 发行的所谓“功能币”往往没有客观确定的功能描述,令人阅读 ICO 发行资料之后,依然不明白所谓的功能究竟为何。比如,颇具影响力与代表性的量子链(Quantum)在其白皮书中对量子币(Qtum)的功能描述就充满了抽象概括、模糊不清的语汇。^[24]假如虚拟货币的用途的确在于换取某种应用功能,那么,发行人应当以购买者能够理解的语言,清楚地介绍这些功能,否则,纵容买家在不知功能为何的情况下购买虚拟货币,发行人就理该知道这些买家的目的不可能是消费利用,而是看重其转售谋利的投资价值。

其次,倘若“功能币”真以消费目的者作为发行对象,那么,至少应该表明各种应用功能对应的虚拟货币价格。也就是说,消费、利用这些功能的人总该在花钱之前明白自己消费、利用的代价是多少。对消费

[24] 例如,“这将把 DAPP 思想转化为产品,并使得普通互联网使用者理解区块链技术的价值”(White Paper 3.1);“Qtum 系统支持众多行业的应用需求,如金融业、社交网络业、游戏业、数字产业,等等”(White Paper 3.2);“Qtum 将提供一种选择性身份认证模块,这种模块是实现与各种行业一体化必不可少的要素”(White Paper 3.2)。

者而言,功能与价格应当是其作出消费选择最基本的两个判断要素,理性的消费者只有在认定产品的功能价值超过其价格之时方才会做出购买的决定。就好比 SPA 的消费卡会说明一张卡可供在 SPA 享受多少小时的何种服务。如果每一单位的虚拟货币可以享受的功能质量、数量不明,那么,这种虚拟货币就不太可能是以消费为目的的。相反,对于那些意图投资虚拟货币,期待其升值者而言,这些信息倒的确可能无足轻重。

最后,目前 ICO 发行的很多“功能币”并不能立即使用,因为那些所谓的功能尚在开发之中,而且往往完成开发的时间表也不明确。这类类似于购买期货,或者购买“楼花”。当然,购买期货本身并不代表购买者的目的不在于消费,日常生活中很多定制的消费品都具有期货的性质,先付款,再生产交货的情况并非鲜见。然而,付款与交货的时间间隔得越久,交货的时间越不确定,购买者的消费目的就越发淡薄。一则间隔期间的出现的意外可能阻碍消费目的的实现,二则购买者的需求也可能在时间间隔中改变。尤其当某种产品存在活跃的二级市场时,时间间隔越久,也越可能诱使购买者转卖,进而将消费目的转变成投资目的。所以说,功能交付的延迟与活跃的二级市场相结合,使得“功能币”的功能性弱化,而投资色彩更盛。

与此相关,如果虚拟货币的发行人积极寻求建立一个二级交易市场,或者为此提供便利,那么,引诱投资的发行目的也就更为显著。^[25]相反,如果虚拟货币是真正的“功能币”,则发行人应采取措施限制购买者转卖。的确,某些“功能币”的发行人会要求购买者保证不期待获得金融性收益(如量子币)。然而,假如发行人没有具体手段核查购买目的,排除以投资为目的的购买者,那么,这样的保证只是一句空话。尤其当可以通过技术手段限制转卖,却不采用这些手段的时候,发行人引诱投资性而非消费性购币者的意图便颇为明确。

有些虚拟货币兼有可供应用与投资的性质,对此类虚拟货币证券

[25] 为发行的产品创设二级市场,用以增加产品的流动性,这一点本身就足以成为认定该产品属于证券的依据,参见 Gary Plastic v. Merrill Lynch, 756 F. 2d 230 (2d Cir. 1985)。

属性的认定需要考察购买者主要是出于何种目的。不过,主要以消费应用为目的的虚拟货币应当有相对稳定的币值,尤其是不应有强烈的升值预期。假如购买者期待虚拟货币升值,自然不会愿意将它消费掉,于是,具有升值预期的虚拟货币不会以消费应用为主要目的,无论它是否被称为“功能币”。从目前情况看,大量的虚拟货币的币值都不稳定,发行人常常有意宣传其升值预期,而购买者也正是冲此而来,因此,即便对于具备应用与投资双重性质的虚拟货币,也应当首先推定其以投资目的为主,因而属于证券。

除却强烈的投资目的之外,多数“功能币”应当被认定为证券还因为购买者主要期待依靠发行人的努力来获取利益——无论是投资利益,还是使用利益。实际上,绝大多数的发行人在发行时都会强调其努力的重要性,否则又如何劝诱他人买你的币,不买别人的币呢?至于购买虚拟货币者参与共同事业这一点则更为明显,ICO都是向多数认购者募集资金,而发行人几乎总是宣称募集到的资金将被用来推进某项事业。可见,大多数的“功能币”都符合被认定为证券的几大要件,原则上应当属于证券。正因如此,向来注重实质监管的美国SEC才会表示,对证券的认定“但求实际,不问形式;唯以经济本质为重”,“仅仅把一项数字资产称作‘功能币’并不会抹销其证券的属性”。^[26]如果“功能币”的发行人意图避免其发行的虚拟货币的证券属性,就应采取有效措施阻止二级市场转售,促进购买者及时消费。例如,在设计虚拟货币的时候加入使用的有效期限,从而使买家无法靠持有、囤积谋利,或者直接用技术手段禁止转让虚拟货币。

二、虚拟货币的主要监管设想

对于如何监管利用ICO发行虚拟货币,除了彻底禁止之外,有人主张区分投资性与非投资性虚拟货币,对前者适用证券监管,后者则适用

[26] William Hinman, *Remarks at the Yahoo Finance All Markets Summit: Crypto*, <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>, Jun. 14, 2018.

金融消费者保护的监管措施。^[27]也有人认为,除却可以立即用于消费的虚拟货币之外,原则上应当一律采用证券监管的模式。^[28]笔者更倾向于后一种观点。

(一) ICO 应采用证券发行监管模式

鉴于绝大多数 ICO 发行的虚拟货币实际消费情况稀少的现实,有必要将虚拟货币直接推定为证券,因此,ICO 也应当遵循证券发行监管的一般规则。也就是说,原则上在行证券发行注册制的地方,ICO 也采用注册制,而在证券发行采用审批制的地方,ICO 也同样采用审批制。注册或者审批的主要目的是促使发行人遵照监管规则作出信息披露。除发行人的财务信息和商业计划之外,由于虚拟货币的技术开发特征,ICO 的信息披露还应侧重技术方面的进展。在发行阶段着重要求发行人以通俗的语言介绍技术的基本特质,并具体描述应用此等技术研发的投资或者应用项目的基本功能特征及其风险。

除信息披露规则之外,ICO 也应当遵循证券发行适用的宣传招揽和承销询价等规则。例如,禁止在注册生效,或者获得批准之前出售虚拟货币,限制发行人、承销人在提交注册文件之前针对 ICO 进行宣传等。在 ICO 发行中引入承销机制,有助于借助承销商的信用增强 ICO 的可信度,起到对投资人的保护作用。

ICO 原则上适用证券发行的监管措施,作为例外,可以允许发行人申请豁免,得到批准之后,发行人可以不按照证券发行的程序实施 ICO。也就是说,ICO 可以根据证券发行的程序采用注册制,但申请豁免采用证券发行方式——包括注册和审批——则必须经过审批。发行人申请豁免的,应当提供证据证明其发行的虚拟货币不属于证券,关键在于证明购币者不依赖其他人的努力实现收益,或者证明购币的目的仅在消费。对于不依赖他人努力实现收益,发行人需要证明购币者谋取收益的决策和实施都主要依靠购币者自行完成。

所谓消费目的,则是要证明这样一些要素:(1)待发行的虚拟货币

[27] Aurelio Gurra - Martinez and Nydia Remolia Leon, *The Law and Finance of Initial Coin Offerings*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3182261.

[28] Usha Rodrigues, *Semi - Public Offerings? Pushing the Boundaries of Securities Law*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3242205.

能以确定的比例,获取发行人提供的具体明确的应用功能;(2)虚拟货币发行后即可用以换取特定应用功能;(3)发行人没有参与创设虚拟货币交易的二级市场,也没有为二级市场交易提供便利;(4)虚拟货币没有显著升值预期;(5)发行人宣布购币者应以消费为目的,并有适当的技术措施核查购币的目的,能够阻止投资目的者购币;(6)发行人采用适当技术手段阻止虚拟货币的转售,或者能有效促使购买者消费虚拟货币。审核者则应根据上述各项要素,以及其他可以证明发行人为限制购币者投资获益的措施,综合判断待发行的虚拟货币是否属于真正用以消费目的的“功能币”。对于可能兼有投资与消费功能的虚拟货币,在发行阶段往往不易判断其哪方面的属性为主,因此同样应当按照证券发行的规则进行 ICO。另外,经豁免的虚拟货币则不再被视为证券,甚至也不必认为其具有金融性质,适用一般的消费者保护规则即可。

(二) 设计小额发行的注册、审批豁免

借助 ICO 融资实际是初创企业利用资本市场融资需求的一种体现,传统公开发行证券所需要的注册或审批程序对筹集小额资金的初创企业而言是一项沉重的负担,使它们不得不远离资本市场。在技术革新深化的时代,初创企业的融资需求日益突出,使证券监管者有必要思考如何构建适合初创企业较小规模融资的特殊发行规则,对 ICO 的监管也是这种小额发行监管的一个环节。在此,需要协调的一对主要矛盾是小额发行的成本和公众投资人的保护。

小额发行特殊监管的主要思路是设置注册或审批程序的豁免制度,这方面,美国的做法可资参考。与 ICO 相关的小额注册豁免机制在美国主要是两种:一为传统的私募发行豁免,也就是 D 规则(Regulation D)豁免;二为 2012 年经修改的微型 IPO 豁免规则,通常称为 A+ 规则(Regulation A+)豁免。这两种豁免规则的侧重有所不同。D 规则豁免是真正的注册豁免,发行人无须事先提交注册表格,即可发行证券,只需事后向 SEC 提交 Form D 备案,募集的资金数额也没有上限。但是,利用此项豁免者只能向合格投资人(accredited investors)募集资金,原则上不允许公开的募资宣传,并且发行的证券受到转售限制。D 规则豁免侧重于便利发行人筹集资金,降低其发行证券的成本。

与之相对,A+规则豁免实际上并非真正的注册豁免,它只是允许发行人提交比正常注册发行略为简单一些的注册文件(Form 1-A),SEC审查的节奏可能略为加快一些。但注册文件的内容与正常注册文件(Form S-1)大同小异,同样需要包含经审计的会计报表,^[29]以及商业计划和各种风险因素。只有在Form 1-A得到SEC批准后,才可以开始证券发行。这一整套流程通常耗时数月,耗资更在20万~30万美元,^[30]而发行募资的规模也受到限制。^[31]相比D规则,A+规则的主要优势是可以向任何人募集资金(非合格投资人的出资数额受到限制),并且,发行后的证券不受转售限制。此外,A+规则允许发行人在提交注册文件之前进行“试水”(test the waters),也就是先期向潜在投资人——包括非合格投资人——寄送书面发行宣传资料,征询其投资意向,但必须说明不接受认购,也不能接受认购款项。依照A+规则发行耗时耗资,因此,对于真正的初创企业而言,其用途并不大。此项规则的侧重点更在于让普通公众投资人分享投资初创企业——尤其是高科技企业——的收益。

如果仅从初创企业的融资需求看,类似于D规则的私募发行豁免机制已经可以满足这种需求。故此,对于面向公众投资人的发行,即便金额较小,也应坚持较为严格的信息披露规则。可以说,私募发行豁免主要解决发行成本问题,而小额公开发行制度则仍以保护公众投资人为主。这似乎正是美国D规则和A+规则相辅相成的制度逻辑。不过,对于ICO发行或者其他网络发行而言,限制面向公众的发行宣传可能并不适宜,网络传播的特性让剔除特定受众变得十分困难。为此,也许可以考虑放宽私募发行豁免的宣传要求,但仍坚持实际认购对象必须是合格投资人,并且发行人应当采取适当措施确保不向非合格投资人发行,类似于美国的众筹发行规则。

(三)持续披露规则及其豁免

最后,在ICO发行完成之后,发行人应当持续进行披露,包括定期

[29] 发行规模在2000万美元以下者,可以不提交经审计的会计报表。

[30] Usha Rodrigues, *Semi-Public Offerings? Pushing the Boundaries of Securities Law*.

[31] A+规则发行的最高规模上限是每12个月5000万美元。

发布财务报告、技术和商业发展状况,以及随时发布任何可能影响虚拟货币价值的重大信息。原则上,ICO 发行人的持续披露义务与普通上市交易企业并无不同。对于整体市值较小的企业,可以考虑减少定期报告发布的次数,如每半年一次,这也是美国 A + 规则的要求。

与普通的证券不同,ICO 发行的虚拟货币利用了去中心化的区块链技术,因此,在发行完成一段时间之后,如果技术开发已经完成,虚拟货币的价值可能不再依赖于发行人或者其他中心化的实体,而由市场整体的供需情势决定。并且对于可能影响虚拟货币价值的治理决策也会与最初设计者不再有关,而是取决于对治理问题有投票权的分散群体。此时,虚拟货币实际上已经失去了证券的属性,因此,也没有必要再要求发行人进行持续性披露,发行人可以向证券监管部门申请豁免这种义务。虚拟货币这种证券属性的改变恐怕是与传统证券的一大区别。^[32]

除此之外,兼具投资与消费目的的虚拟货币在发行完成一段时间后——例如三年,发行人若能够证明该虚拟货币主要被用于消费,如消费数量与二级市场转售数量之比超过一定倍数,或者发行之后虚拟货币的币值稳定,没有大幅升值的情况,那么也可以申请豁免此后的持续披露义务。

三、结 论

本文尝试对 ICO 发行的虚拟货币的性质作出分析,并据此提出一些初步的监管设想。笔者认为,从目前 ICO 发行虚拟货币的实际情况出发,这些虚拟货币无论是否被称为“功能币”,往往具有浓重的证券属性。因此,在监管机制方面,ICO 发行原则上也应该采取证券发行的一般规则。同时,考虑到初创企业小额融资的实际需求,以及区块链技

[32] SEC 公司金融部主任 Hinman 先生在 2018 年 6 月的一次公开发言中,暗示以太币的性质就可能发生了这种变化。参见 William Hinman, *Remarks at the Yahoo Finance All Markets Summit: Crypto*, <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>, Jun. 14, 2018。

术的去中心特色,监管者可以考虑采用适当的豁免制度,包括发行注册或审批的豁免,以及持续信息披露义务的豁免。

将虚拟货币定性为证券,并使其接受监管本身并非坏事,反而可能让这些新型投资工具获得更加稳定而广阔的市场。而纳入有序的监管,也可以改变简单禁止 ICO 的“一刀切”做法,避免扼杀新一轮经济发展的胎动。如何采取谨慎而开放的监管态度应对 ICO 发行虚拟货币这一新事物,的确值得监管机构深思。本文抛砖引玉,期待更多有益的见解与评论。

(编辑:何 昕)