

2019 年穩定幣補充指引

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),
Solicitor (England & Wales)

2019 年 9 月 11 日，瑞士金融市場監管局（FINMA）發佈了其首次代幣發行（ICO）指引的補充文件，專門處理穩定幣問題，即價值與某種資產（如貨幣、大宗商品、不動產或證券）掛鉤的代幣。FINMA 表示，將適用“實質重於形式”和“同樣風險，同樣規則”的原則。穩定幣的法律定性取決於其持有人對發行人或第三方所取得的權利，以及基礎資產的性質。如果代幣與某一特定法定貨幣掛鉤，並附有固定的贖回請求權（例如一枚代幣兌換一瑞士法郎），FINMA 認為應將其定性為銀行法意義上的存款。如果代幣掛鉤的是一籃子資產，該資產為持有人的利益並由持有人承擔風險進行管理，且贖回請求權取決於價格，則很可能構成集合投資計劃。與大宗商品掛鉤、僅證明持有人所有權的代幣，一般不構成證券；而若持有人僅對發行人享有純粹的合同請求權，則對於銀行貴金屬而言指向存款，對於其他大宗商品而言則指向證券，並可能構成衍生品。¹

該補充文件與 FINMA 對日內瓦 Libra 協會詢問的答覆同時發佈。Libra 協會是 Facebook 於 2019 年 6 月為發行全球性穩定幣而組建的聯盟。FINMA 表示，按所描述的方案，該項目需要依據《金融市場基礎設施法》（FMIA）取得支付系統牌照，須受反洗錢規則約束，其儲備管理也必須滿足與銀行相當的要求。FINMA 還要求儲備的收益與風險完全由該協會承擔，從而使代幣持有人不承擔這

些收益與風險。² Libra 項目於 2020 年 12 月更名為 Diem；2022 年 1 月，Diem 協會終止了該項目，並將其資產出售給 Silvergate Capital。儘管如此，FINMA 的分析預見了一個將在 2024 年和 2025 年再度出現的主題：承諾按面值贖回的穩定幣發揮著貨幣職能，必須按照該職能相應地予以監管。

1 早期針對未經許可發行的執法行動

FINMA 的執法實踐印證了上述指引。記錄最為詳盡的案例涉及一家公司：該公司於 2017 年和 2018 年進行了一次 ICO，從約 37,000 名投資者處募集了價值超過 9,000 萬瑞士法郎的資產，併發行了被其稱為債券的代幣。在 2019 年 3 月 15 日的裁決中，FINMA 認定該公司未持有銀行牌照而以商業方式吸收公眾存款，從而嚴重違反了 1934 年 11 月 8 日《聯邦銀行與儲蓄銀行法》（《銀行法》，BankA，SR 952.0）第 1 條第 2 款。聯邦行政法院於 2021 年 3 月 2 日對上訴不予受理，該裁決因而生效。³ 該公司曾向代幣持有人承諾分享其利潤，並賦予一項類似於還款請求權的合同權利。由於這些代幣不符合銀行法意義上債券的要求，債券豁免不予適用。2019 年 3 月 27 日的新聞稿點名該公司為 envion AG。該公司曾以美元、以太幣和比特幣為對價發行 EVN 代幣，楚格州法院已於 2019 年 3 月宣告其破產，清算工作因此移交楚格破產管理局。⁴

該案表明，發行人為其代幣所貼的標籤並不具有決定意義。FINMA 審查了發行人所承擔的義務，並認定這些義務構成存款，與所採用的技術無關。對提契諾州的實務而言，其教訓在於：若代幣銷售向投資者承諾固定或浮動回報，卻既無符合招股說明書要求的債券結構，也無銀行牌照，則發行人及其董事將面臨《金融市場監管法》（FINMASA）第 31 條至第 37 條規定的全部執法措施，包括清算和破產。董事和經理人還可能因未經許可從事經營活動，依據 FINMASA 第 44 條被聯邦財政部提起刑事訴訟。

2 註釋

1. FINMA，新聞稿“FINMA publishes 'stable coin' guidelines”，2019年9月11日，<https://www.finma.ch/en/news/2019/09/20190911-mm-stable-coins/>（基礎資產：貨幣、大宗商品、不動產、證券；“實質重於形式”；“同樣風險，同樣規則”）。FINMA，“Supplement to the guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)”，2019年9月11日，<https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-stable-coins.pdf>（以法定貨幣計價的固定贖回請求權：“應定性為銀行法意義上的存款”；附有取決於價格的贖回請求權的一籃子資產：“很可能構成集合投資計劃”；單純的所有權：“一般不構成證券”；對“銀行貴金屬”的合同請求權：“很可能”構成存款；其他大宗商品：證券，“並可能……構成衍生品”）。
2. FINMA，2019年9月11日新聞稿（見上）（日內瓦 Libra 協會的詢問；依據 FMIA 的支付系統牌照；反洗錢；儲備的風險與收益“完全由 Libra 協會承擔”）。關於更名及項目終止，參見 Wikipedia（作為最後手段使用），“Diem (digital currency)”，[https://en.wikipedia.org/wiki/Diem_\(digital_currency\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Diem_(digital_currency))（2020年12月更名為 Diem；2022年1月 Diem 協會終止運營，其資產據報道以2億美元出售給 Silvergate Capital）。
3. FINMA，執法案例報告 2019-15，<https://www.finma.ch/it/documentazione/rendicontazione-in-materia-di-enforcement/kasuistik/2019-15/>（2019年3月15日裁決；約37,000名投資者；超過9,000萬瑞士法郎；未經許可吸收公眾存款，BankA 第1條第2款；聯邦行政法院 B-2237/2019 號案，

2021 年 3 月 2 日對上訴不予受理的決定；2019 年 3 月 27 日新聞稿）。

4. FINMA，新聞稿“FINMA ascertains illegal activity by envion AG”，2019 年 3 月 27 日，<https://www.finma.ch/en/news/2019/03/20190327---mm---envion/>（至少 37,000 名投資者；超過 9,000 萬瑞士法郎；EVN 代幣；以美元、以太幣和比特幣支付；楚格州法院於 2019 年 3 月宣告破產）。案例報告 2019-15（見上）連結至該新聞稿。

僅供一般參考。本文不構成法律或稅務意見，不能取代針對個別情況的專業意見，亦不建立律師與客戶關係。本文反映截至 2026 年 9 月的法律狀況。

網上版本：hk.helveticaregister.com/lugano-the-stablecoin-supplement-of-2019