

## 首次代币发行（ICO）监管再思考 ——以德国现行法为视角

李 海 胡麓珂\*

---

**内容提要：**区块链技术运用到金融领域发展出了首次代币发行（以下全文称 ICO）这种新的融资方式。ICO 相比其他融资方式有着鲜明的特点与优势，却也伴随着极高的风险。ICO 虽指“首次代币发行”，但其涵义的复杂性和代币的不同种类密切相关。根据目前市场发行的代币情况，可将代币分为功用类、类股票类、数字加密类以及资产支持类，它们包含的权利内容及其所承载的商业模式不同。德国联邦金融监管局按照个案审查的原则，在现行法律框架内就 ICO 进行监管，主要涉及的法律有《金融事业法》《支付服务监督法》《保险法》《资本投资法典》《有价证券销售说明书法》《有价证券交易法》。由于按照现行法律规定来规制 ICO 仍存在太多不确定因素，法律适用也不明确，且新技术的发展也将带来持续的挑战，若要促进 ICO 的发展，势必需要专门立法与加强监管。

**关键词：**首次代币发行 代币 区块链

---

### 一、引言

随着区块链技术及其应用产生的数字加密货币的持续火热，ICO 也在一夜之间成为不少投资者追随的新宠。ICO 的规模在 2017 年实现了爆发式增长，全球 ICO 募集到的资金数额已经相当可观，达到 40.6 亿美元，是 2016 年 ICO 融资规模的 23 倍。<sup>[1]</sup>与此同时，借由 ICO 名义实施的

\* 李海，法兰克福大学法学院博士生；胡麓珂，华侨大学经济与金融学院副教授。

本文的研究与写作得到国家建设高水平大学公派研究生项目资助。

[1] See Diemers, Daniel, Initial Coin Offerings-A Strategic Perspective; Global and Switzerland, available at [https://cryptovalley.swiss/wp-content/uploads/20171221\\_PwC-S-CVA-ICO-Report\\_December\\_final.pdf](https://cryptovalley.swiss/wp-content/uploads/20171221_PwC-S-CVA-ICO-Report_December_final.pdf), last visited on Jul. 3, 2018.

违法犯罪活动也日益猖獗。中国和韩国的监管机构在2017年9月先后对ICO发布了禁令，但由于10月以来比特币价格的持续飙升所引起的投资狂热，全球ICO的数量仍创下了单月最高，2017年10月与11月全球ICO融资数额更是占全年ICO融资数额的近40%。<sup>[2]</sup> 虽然现在ICO的热度有所回落，但是在商业和金融变革彻底来临之前完善ICO相关法律法规，已经成为全球资产数字化背景下无法回避的问题。

许多业内人士认为，中国叫停ICO是暂时的，在市场及其他各方面时机成熟的时候，ICO可能会在中国重新启动。与此同时，区块链技术或其他实现分布式记账的技术可能是一种对未来生活能产生重大影响的技术，为促进和鼓励该技术的发展以及金融创新，并非所有国家的监管机构都完全禁止ICO，美国、德国等发达国家直接适用现行的法律来管理和约束ICO。ICO为涉足区块链技术的创新型企业或个人提供了一种简便易行的融资途径，从而为技术开发或发展项目募集必要的资金。美国证券交易委员会（SEC）视特定情况的ICO为公开发行证券，在其官网上写给投资者的说明里只是这样写道：“ICO在特定情况下，可能构成公开发行证券，在这种情况下属于证券交易委员会的监管范围，适用联邦证券法的规定。”<sup>[3]</sup> 欧洲最大金融监管机构之一的德国联邦金融监管局（BaFin）虽然在2017年11月发布了对ICO的高风险警示，但没有禁止ICO。<sup>[4]</sup> 在发布高风险警示后，德国投资者仍然对ICO抱有极大的热情，德国联邦金融监管局收到的有关ICO以及代币的问询有增无减。在此背景下，德国联邦金融监管局先后于2018年2月、3月再次指出ICO可能受到的法律规制，并明确联邦金融监管局负责对ICO进行监管。联邦金融监管局在3月份的文件中指出，在现有的法律框架下，ICO不存在真空地带，根据代币的具体设计，ICO会受到相应法律的约束。<sup>[5]</sup> 与大多数国家监管机构目前对ICO持有的审慎态度不同，德国联邦金融监管局的自信源于德国现有的相对完善的监管规范体系。<sup>[6]</sup>

技术本身没有善恶之分，关键在于使用技术之人。现有法律规范的缺失不应该成为阻碍技术发展的障碍。本文接下来将研究德国现行法律对ICO可能的适用情况，以期给我国在规范ICO方面带来新的启示。

[2] 参见前引[1]。

[3] 美国证券交易委员会同时也指出，“ICO或代币，可以被叫做多种名字，但是简单地称一个代币有功用或者将其构造成为有用的代币并不代表它们不是证券。”参见美国证券交易委员会网站，载 <https://www.sec.gov/ICO>，最后访问时间：2018年7月8日。这与德国监管机构通过考察代币的实质内容进行监管类似，参见下文。

[4] BaFin, Initial Coin Offerings: Hohe Risiken für Verbraucher, vom 15.11.2017, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa\\_bj\\_1711 ICO.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1711 ICO.html), letzter Besuch am 30.06.2018.

[5] BaFin, Hinweisschreiben (WA): Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, vom 20.02.2018, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl\\_hinweisschreiben\\_einordnung ICOs.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweisschreiben_einordnung ICOs.html), letzter Besuch am 11.07.2018; „Denn ICOs bewegen sich aus regulatorischer Sicht nicht im luftleeren Raum, sondern unterfallen je nach Ausgestaltung der Token den geltenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen.“ Siehe BaFin, Initial Coin Offerings: BaFin veröffentlicht Hinweisschreiben zur Einordnung als Finanzinstrumente, vom 15.03.2018, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2018/fa\\_bj\\_1803 ICOs.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2018/fa_bj_1803 ICOs.html), letzter Besuch am 30.06.2018.

[6] 例如，在现行法律框架内，德国联邦金融监管局批准了一个混合数字加密货币与商业不动产的混合基金BREBCO 1，投资者可以用法币或数字加密货币认购基金份额，可以选择赎回法币或者数字加密货币，参见 [https://www.focus.de/finanzen/boerse/kryptowaehrungen/bitreal-was-es-ueber-den-neuen-krypto-fonds-zu-wissen-gibt\\_id\\_8831001.html](https://www.focus.de/finanzen/boerse/kryptowaehrungen/bitreal-was-es-ueber-den-neuen-krypto-fonds-zu-wissen-gibt_id_8831001.html)，最后访问时间：2018年7月5日。

## 二、ICO一般知识

### （一）什么是 ICO

随着技术革新的层出不穷，利用新技术手段的融资形式不断涌现。区块链技术给我们带来的不仅仅是比特币这类数字加密货币，还有 ICO 这种依托区块链技术的融资方式。ICO 是 Initial Coin Offering 的缩写，字面上看是指“首次钱币发行”，但“钱币”不能准确反映发行标的的特征。ICO 发行的对象准确地说是“代币”（Token），因此 ICO 也叫“代币发行”、“代币销售”（Token Sale）或“代币生成项目”（Token Generating Event）。<sup>[7]</sup> 在中文语境下，一般称 ICO 为“首次代币发行”，也有指出代币的性质称 ICO 为“数字加密货币首次公开发行”的。<sup>[8]</sup>

综合 ICO 的内涵与外延，我国学者将 ICO 定义为在区块链技术发展和承认数字代币的前提下，初创区块链公司所使用的通过发行基于区块链技术产生的数字代币，募集其发展所需资金的一种手段。区块链、数字代币与 ICO 之间存在明显的层次关系，即区块链技术是底层技术，数字代币是区块链技术的应用之一，ICO 是利用数字代币进行的融资再应用。<sup>[9]</sup>

鉴于 ICO 发行标的（代币）的复杂性，德国学界目前没有给出明确的 ICO 定义，一般认为 ICO 是随着区块链技术以及区块链技术的应用之一——数字加密货币——的发展而出现的一种创新型融资模式。具体来说，一些初创公司想将比特币式的去中心化模式运用到互联网平台的运行与商业模式上。传统的互联网平台运营商如谷歌、亚马逊等利用一套网络协议集中管理平台使用者，在这种管理模式下，平台运营商提供平台所需的软、硬件基础。在区块链技术加持下，互联网平台使用者自备并投入使用平台所需的计算能力与存储空间，作为参与的回报，投入计算能力与存储空间者获得数字加密货币，不少数字加密货币源于此，一些 ICO 项目发行的代币便是这类数字加密货币。而开发这样一种基于区块链技术的网络协议以及在此基础上开发相应软件、平台等应用产品所需要的资金，可以通过预售代币给投资者、待开发产品的潜在使用者获得，这便是所谓的 ICO。<sup>[10]</sup>

德国联邦金融监管局则开宗明义地指出 ICO 是借助所谓的“代币”进行融资的方式。<sup>[11]</sup> 代币的发行人可以是企业，也可以是个人；发行人销售代币获得法币或者其他数字加密货币（常见的如比特币和以太币）。ICO 在线上进行，发行的代币通常是基于区块链技术或分布式记账技术

<sup>[7]</sup> See BaFin, BaFin Journal November, 2017, S. 16.

<sup>[8]</sup> 参见裴晨汐：《叫停 ICO，比特币影响只在短期》，载《证券时报》2017 年 9 月 5 日，第 A06 版。下文中的“代币发行”或“发行代币”均指代币的首次公开发行。

<sup>[9]</sup> 参见何隽铭：《ICO 商业模式的法律性质分析及监管模式优化》，载《上海金融》2018 年第 2 期。

<sup>[10]</sup> Glatz, Florian, Das Initial Coin Offering-Schwarzfinanzierung durch Smart Contracts, in Breidenbach, Stephan (Hsg.), Rechtshandbuch Legal Tech, 1. Aufl., C. H. Beck 2018, S. 79.

<sup>[11]</sup> 作为一种新兴的普遍投资者仍极为陌生的融资方式，代币发行使用了与投资者熟知的 IPO 极为近似的 ICO 这一表达，在某种程度上意在蹭 IPO 的热度。对此，德国联邦金融监管局特别提醒投资者：ICO 这种称谓存在一定的误导，容易让投资者误以为 ICO 发行的标的与 IPO 发行的标的具有可比性，而这两者在技术上和法律上都存在较大差异，参见前引<sup>[7]</sup>。

而产生的，筹得的资金用于支持项目或基于区块链技术或分布式记账技术的业务。<sup>[12]</sup> 在代币产生的技术基础方面，联邦金融监管局并没有限制在区块链技术上。从监管的角度来看，代币的内容设计才是法律适用的决定性因素，而并非代币产生的基础技术。因此，联邦金融监管局对 ICO 的分类监管也主要基于代币的内容。

## （二）ICO 相较于其他融资途径的优势与风险

### 1. ICO 的优势

与其他初创公司融资途径相比，ICO 的最大好处是企业创始人不会失去对企业的控制权。因为投资者获得的是代币，而代币通常只能在将来换取企业开发的产品或服务，或者是获得以数字加密货币或法币计价的投资回报。在这种情况下，初创公司一般也难以获得风险投资者 VC 的巨额投资，只能依靠吸引众人获得众多份额的小额资金，ICO 也因此具有一定的众筹特征。<sup>[13]</sup>

其次，持有代币的投资者通常有权直接获得发行人开发的商品或服务，初创企业通过销售代币实际上发掘和赢得了潜在用户，也间接实现了商品或服务预售。根据代币销售的情况企业还可以进一步获悉其产品、项目或商业模式是否符合市场的预期，从而及时调整发展战略。

第三，ICO 融资是一个纯数字化的过程，相较于传统融资途径，从发起到融资完成所需时间短，发起人能第一时间获得所需要的资金；ICO 在线上进行的特点让 ICO 的受众面宽泛，即便发起人与项目执行地在一国，其他国家的投资者也能便捷地购买和销售发行的代币。

最后，ICO 企业要将企业的基本信息以及产品或服务的开发情况公之于众，接受投资者的监督，或者采用“公平的代码”来做企业决策，这在一定程度上避免了人为管理的风险而有利于敦促产品或服务的开发或者项目的执行。<sup>[14]</sup>

### 2. 发行人面临的风险

即使通过 ICO 融资有诸多益处，但在目前初创企业或者个人开发者也要权衡通过 ICO 募资的风险，这主要体现在以下几个方面：

第一，发行人信息披露成本加大。不同于其他初创企业的募资途径，通过 ICO 募资的企业要公开大量的信息，这可能使初创企业或者个人面临极大的监督压力。初创企业，尤其是个人能否承担这样的压力值得怀疑。

第二，代币价格波动大。由于目前代币交易的投机性强，区块链的市场应用还未成熟，在投机与炒作的作用下，巨幅价格下跌可能会给发行人开发产品或推动项目造成负面影响。

第三、融资难度逐渐增大。由于缺乏系统而严格的规范，进行代币发行的企业良莠不齐，更有打着 ICO 旗号实施诈骗的企业混杂其中。再加上很多代币不能直接用法定货币兑换或因交易造成的变现风险，投资者面对这样的环境只会更加谨小慎微。

---

<sup>[12]</sup> BaFin, Hinweisschreiben (WA); Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, vom 20. 02. 2018, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl\\_hinweisschreiben\\_einordnung\\_ICOs.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweisschreiben_einordnung_ICOs.html), letzter Besuch am 11. 07. 2018.

<sup>[13]</sup> ICO 虽具备一定的众筹特征，但是与众筹不同。两者最大的区别在于 ICO 发行了高度标准化的代币，容易在二级市场交易，流动性较好。而众筹主要面向终端使用者，难以形成二级市场。

<sup>[14]</sup> 这也可能使创业者面临更大的社会和舆论压力，初创者能否承受这样的压力是一个很大的问题。

第四，法律风险。除个别国家完全禁止 ICO 外，在未禁止的国家也没有专门的立法规范 ICO，发行者稍有不慎便可能违法，面临承担行政责任甚至刑事责任的风险。

第五，网络风险。与数字加密货币有关的网络攻击越来越频繁，很多时候数字加密货币交易平台成为直接攻击的目标，数字加密货币被盗事件屡有发生。企业融得的数字加密货币或投资者购买的代币都可能被网络黑客窃取。

除发行人面临的风险外，投资者和社会也面临各自的风险，如数字加密货币的匿名特点还让数字加密货币或代币成为违法犯罪的工具，而投资者权益受到侵害时难以获得补救。因此，不论从投资者、发行人还是公众的角度，要发挥 ICO 的优势并降低风险，规范 ICO 势在必行。

### 三、代币的分类

发行代币与发行股票虽然有一些类似之处，但二者存在本质区别；如果发行的代币是代表股份的凭证，那么 ICO 就应完全适用公开发行股票的规则。<sup>[15]</sup> 借用德国联邦金融监管局的话来说就是不要因为 ICO 和 IPO 的名称相似而被误导。事实上，ICO 发行的代币的内容和承载的商业模式多种多样，类股票的代币只是其中一种。在规范 ICO 专门的法律出台前，确定代币的内容和其承载的商业模式是适用相应的法律对其进行规范监管的前提条件。相应地，在现阶段要想合法地发行代币，在设计代币时就要明确代币的内容和承载的商业模式，并以此为基础申请许可或进行备案、登记。德国学者按照代币的内容将代币分为功用代币、类股票代币、数字加密货币和资产支持代币。<sup>[16]</sup>

#### （一）功用代币

功用代币是最常见的代币种类，此处的功用一般是使用权，即代币持有者有权使用基于区块链的网络或平台的全部或部分功能，在使用这些功能时，代币持有者使用消耗这些代币。对于开发平台类的项目，此类代币往往是平台提供产品或服务不可或缺的一部分，即只有使用代币才能获得平台提供的产品或服务，这也为代币创造了附加价值，让投资者有机会在二级市场获利。

#### （二）类股票代币

类股票代币具有一定的有价证券特性，通常会被认定为金融工具。代币持有者有权参与企业利润的分配、发表意见、表决提案等。这类代币作为金融工具受到现行法律的严格规范。

#### （三）数字加密货币

数字加密货币也是一种典型的代币，是一种只以数字形式存在的价值保存工具。德国联邦金

<sup>[15]</sup> 代币不代表股权，有学者指出，代币持有者（股东）有权通过投票方式决定公司提案是否通过，参见曾燕妮、张浩：《ICO发展现状及其监管问题研究》，载《金融与经济》2018年第3期。但是，“持有者（股东）”的决策权受到很大的限制。具体来说，投资者持有了特定项目的代币，有权提出提案，要求就提案涉及的内容进行表决。但是，提案在提交表决前要经过审查者（由发起人指定）审查，审查者有权以不合适或不利于项目为由拒绝将提案提交表决。即便审查者同意提交表决，审查者也可以根据提案的内容决定表决通过的比例和投票的方式。这些都是底层合约规定的内容，代币持有者无权变更底层合约。在公司法的语境下就是股东虽有提案权，但是董事会也有权事先审查提案并决定通过提案的比例和投票方式，即便对此制度设计不满，股东也无权修改章程变更该制度。参见前引<sup>[9]</sup>，何隽铭文。上文中笔者提到 ICO 的最大优势在于发起人不会失去对企业的控制权也源于此。

<sup>[16]</sup> C. Hahn und A. Wons, *Initial Coin Offering (ICO)*, Springer Gabler, 2018, S. 10f.

融监管局指出，数字加密货币是由非中央银行或者非政府机构创造的价值的数字化表现，数字加密货币不一定与法定支付工具挂钩。<sup>[17]</sup>

#### (四) 资产支持代币

资产支持代币，也叫资产担保代币，是以一定的资产作为保障以吸引投资者购买的代币。在有资产担保的前提下，如果项目顺利完成，则代币持有者有权要求发起人兑现承诺；如果项目未能完成，则投资者有权要求发起人以约定的担保资产进行偿付。这里的资产可以是贵金属、原材料、不动产、机器设备等。<sup>[18]</sup>

上述代币的划分并非按照统一的标准进行，各类代币存在交叉的情况。在实际的代币发行中，代币有可能被设计为包含多种典型代币内容的复合型代币。从监管的角度以及发行人合法发行代币的角度来看，更为重要的是代币的内容。在 ICO 个案中要具体分析代币持有者享有的权利和承担的义务以及代币承载的商业模式，以确定代币发行项目应受到哪些法律的规范。如果经分析确定代币的内容和商业模式符合多部法律的监管条件，则该代币发行项目必须同时受到这些法律的监管。目前，ICO 项目具体要受到哪些法律的规范由德国联邦金融监管局在个案中确定，联邦金融监管局此前发布的一系列文件有利于发行人在设计代币和商业模式时掌握被监管的范围，以实现合法地发行代币。

### 四、德国现行法律对 ICO 的规制

德国现行法律对 ICO 没有统一的界定，具体 ICO 应在什么法律框架范围内受到监管主要取决于代币的内容和承载的商业模式。只要代币的内容满足了一部法律的适用条件，则 ICO 即受到相应的法律的规制。ICO 可能涉及的德国现行法有：《金融事业法》(KWG)、《支付服务监督法》(ZAG)、《保险法》(VAG)、《资本投资法典》(KAGB)、《资产投资法》(VermAnlG)、《有价证券销售说明书法》(WpPG)、《有价证券交易法》(WpHG) 等，联邦金融监管局按照个案审查的原则，负责确认 ICO 在哪部或哪些法律的范围内受到监管。<sup>[19]</sup> 违反上述法律规定的，发行人将面临民事责任、行政责任甚至刑事责任的风险。因此，为在德国合法地发行代币，发行人首先需要聘请法律专家就代币发行项目进行论证，确定具体代币发行项目可能受到的监管，以便获得相应的许可，从而合法地发行代币；对于不确定是否需要许可的事项或存其他疑义的，发行人可以直接向联邦金融监管局提出。<sup>[20]</sup> 接下来，笔者将按照不同的法律分析代币发行在德国可能受到的监管。

<sup>[17]</sup> BaFin, Merkblatt „Virtuelle Währungen/Virtual Currency (VC)“, vom 28 April 2016. Abrufbar unter: [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual\\_currency\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_node.html), letzter Besuch am 30.06.2018.

<sup>[18]</sup> 资产支持代币的产生可能并非基于区块链技术，区块链技术在这里只发挥簿记的功能，以实现资产的证券化。在更为复杂的情况下，ICO 可以发行两种代币，一种作为另一种的担保资产，参见前引<sup>[9]</sup>，何隽铭文。

<sup>[19]</sup> 参见前引<sup>[7]</sup>。

<sup>[20]</sup> BaFin, Hinweisschreiben (WA); Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, vom 20.02.2018, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl\\_hinweisschreiben\\_einordnung\\_ICOs.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweisschreiben_einordnung_ICOs.html), letzter Besuch am 11.07.2018.

### （一）《金融事业法》

《金融事业法》是规范银行业务和金融服务的法律。该法第32条第1款规定，在德国开展银行业务或者提供金融服务需要事先获得监管机关的许可。<sup>[21]</sup>如果ICO构成了《金融事业法》规定的从事银行业务或者提供金融服务，则要事先取得相应的许可。《金融事业法》第1条第1款和第1a款分别列举了典型的银行业务和金融服务，笔者在此仅选取ICO最可能构成的银行业务或者金融服务进行讨论。

#### 1. 代币是否为金融工具

代币是否为《金融事业法》意义上的金融工具事关与代币有关的业务是否构成银行业务与金融服务，因此首先要确定代币是不是《金融事业法》意义上的金融工具。

《金融事业法》第1条第11款第7项规定，货币和记账单位是该法意义上的金融工具。<sup>[22]</sup>货币与记账单位的区别在于货币是法定的支付工具，而记账单位不是。代币虽然不是法定的支付工具，但显然发挥了记账的功能，因为在承认代币的私人之间，代币可以统一地反映经济活动与财务状况。联邦金融监管局指出，基于私法创设的补充货币，如比特币、以太币以及其他数字支付工具等，是记账单位。<sup>[23]</sup>所以，此时ICO发行的代币属于《金融事业法》意义上的金融工具。

联邦金融监管局进一步指出，在循环互易交易中充当私人之间支付工具的价值单位，以及私人之间约定的在多边结算范围内作为支付工具使用的备用货币，也是金融工具。也就是说，原则上所有的数字加密货币都是金融工具，产生数字加密货币的软件或加密技术在此不是决定性的。但是，如果代币仅作为使用某种功能的纯粹的功用代币，使用后就被消耗，则代币的发行和使用原则上都不需要特别的许可，<sup>[24]</sup>这类似于企业发放的代金券。

#### 2. 是否构成自营交易

《金融事业法》第1条第1a款第4项规定自营交易属于金融服务，从事自营交易需要获得许可。

按照ICO的具体设计，在认购代币时，投资人往往用另一种数字加密货币（如比特币、以太币）购买发行人发行的代币。在这种情况下，从最终的结果来看，投资人与发行人之间进行了数字加密货币的互换。按照上述联邦金融监管局对数字加密货币与代币的认定，这种互换可以理解为发行人用发行的代币（作为支付工具）购买了一种金融工具（其他数字加密货币），也可以理解为发行人卖出了一种金融工具（发行的代币）而获得了数字加密货币（作为支付工具）。这种情况下，发售代币同时构成了买进和卖出金融工具，这就可能构成了《金融监管法》第1条第

<sup>[21]</sup> 《金融事业法》对从事银行业务和提供金融服务的主体有要求，即必须以营利为目的或者以商人为必要形式开展上述活动，否则不成立该法意义上的从事银行业务或者提供金融服务。代币发行人在个案中通常都满足主体条件，本文接下来的研究便不再考虑主体问题。

<sup>[22]</sup> 《金融事业法》认定的金融工具的范围广于《有价证券交易法》和《有价证券销售说明书法》，除后者认定的金融工具外，前者还包括外汇、记账单位、基于私法创设的支付工具（如比特币这类数字加密货币）。

<sup>[23]</sup> BaFin, Merkblatt-Hinweise zu Finanzinstrumenten nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, vom 16.05.2018, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_111220\\_finanzinstrumente.html?nn=9450978](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html?nn=9450978), letzter Besuch am 08.07.2018.

<sup>[24]</sup> BaFin, Virtuelle Währungen/Virtual Currency (VC), vom 28.04.2016, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual\\_currency\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_node.html), letzter Besuch am 08.07.2018.

1a 款第4项c规定的经营自营交易。要构成经营自营交易，还要求这种购买或者出售金融工具的行为是“为他人服务”。联邦金融监管局指出，为他人服务建立在客户与自营者之间的关系上，基于这种关系自营者是提供服务者。客户与自营者的关系不仅仅是简单的合同关系，而更多取决于客户与自营者在市场上的地位差距：自营者相较于客户对市场中的产品掌握了更好的渠道。<sup>[25]</sup>代币发行人一般是初创企业甚至个人，除了对特定的产品即自己发行的代币有更好的渠道外，他们对市场中的其他产品不见得有更好的渠道。所以，一般情况下发行人在发行代币过程中买卖金融工具的行为不构成《金融事业法》第1条第1a款第4项c规定的经营自营交易。

至于第1条第1a款第4项a、b、d规定的经营自营交易的情况，由于ICO显然不满足其中规定的持续性、经常性以及利用高频算法交易等要件，在此就不再讨论。

### 3. 是否构成金融经纪业务

金融经纪业务是《金融事业法》第1条第1款第2句第4项规定的银行业务，是指以自己的名义用他人的资金商业性地买进和卖出金融工具。就一般对买进和卖出的理解，很难认定发行代币构成金融经纪业务，但联邦金融监管局扩展了买进和卖出金融工具的外延：除一般的通过买卖合同进行的金融工具买卖外，类买卖合同、交换合同甚至出借金融工具的合同都可以构成买进或者卖出金融工具。<sup>[26]</sup>如此，在用其他数字加密货币认购发行的代币的情况下，则构成了这里的金融经纪业务，需要联邦金融监管局的许可。

代币发行人如果不以自己的名义，而是以他人的名义且用他人的资金买进或卖出代币，则虽不构成金融经纪业务，但构成了《金融事业法》第1条第1a款第2项规定的代理缔约业务，属于金融服务，仍然需要联邦金融监管局的许可。

### 4. 是否构成投资中介业务

《金融事业法》第1条第1a款第1项将投资中介业务纳入证券服务范畴，开展此业务需要联邦金融监管局的许可。按照该条的规定，投资中介业务是指居间介绍买进和卖出金融工具的交易。联邦金融监管局指出，不论具体的形式（如口头、书面或电子形式），只要有意识地将投资者买进或卖出某种金融工具的意思表示传递给潜在的合同相对方，就是在开展投资中介业务。<sup>[27]</sup>

在具体的代币发行项目中，如果发行人实施的项目提供数字化信息平台，且建设该平台具有传递投资人买进或卖出行的代币或者其他数字加密货币的意思表示的功能，则开发建设这样的数字化信息平台需要获得开展投资中介业务的许可。需要注意的是，该平台不一定要提供交易服务，只要平台传递了买进或卖出的意思表示即构成从事投资中介业务。

### 5. 是否运营多边交易系统

多边交易系统是按照事先确定的规则撮合人数众多的金融工具买进与卖出的交易系统。利用这一交易系统交易的特点是一方当事人不能自主选择交易的相对方，买卖合同由系统按照既定的

<sup>[25]</sup> BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, vom 15.05.2018, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veröffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_110322\\_eigenhandel\\_eigengeschaft\\_neu.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veröffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaft_neu.html), letzter Besuch am 08.07.2018.

<sup>[26]</sup> 参见前引<sup>[25]</sup>。

<sup>[27]</sup> BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, vom 13.07.2017, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veröffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091204\\_tatbestand\\_anlagevermittlung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veröffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html), letzter Besuch am 11.07.2018.

规则撮合而成。<sup>[28]</sup>

如果上文中提到的平台不仅传递信息，而在收到相应的委托后也按照一定规则撮合交易，则成立了多边交易系统。运营多边交易系统是《金融事业法》第1条第1a款第1b项规定的证券服务，要事先获得联邦金融监管局的许可。因此，如果ICO支持的项目包含了运营这样一个系统，则发行人要事先获得许可。

## 6. 其他

笔者选取了ICO最可能涉及的业务进行了分析，联邦金融监管局虽然也列举了一系列ICO可能构成的银行业务与金融服务类型，如上述之外的承销业务、投资咨询、代销、金融投资组合管理、投资管理等，但是ICO在实践中可能被设计的相当复杂，完全可能构成上述之外的其他银行业务与金融服务。若构成相应的银行业务或者金融服务，发行人就要事先取得相应的许可。发行人或者投资者若有疑义，可以直接向联邦金融监管局提出问询。

## 7. 豁免

按照《金融事业法》第32条第1款第1句的规定，开展银行业务或提供证券服务也存在不需要许可的例外，即不是在“国内”开展业务。<sup>[29]</sup> 不是在国内开展业务的前提条件是：第一，业务开展者的住所或者经常居住地在国外；第二，业务不指向德国市场。这两个条件必须同时满足。在互联网金融的背景下，只要相关企业在网上采取了针对德国市场的措施，如向德国的互联网用户投放广告，就存在服务指向德国市场的嫌疑。此外，业务开展者的网页介绍、域名情况（如使用.de结尾的域名）、产品说明、价格说明、支付方式等也是判断业务是否指向德国的重要标准。如果业务开展者还有德国的业务合作伙伴，则通常情况下业务都指向德国了。<sup>[30]</sup>

就发行人住所或经常居住地在国外的发行人而言，要满足不在德国国内开展业务的条件，就要求相关的业务不指向德国市场。结合联邦金融监管局的上述文件规定，要满足不指向德国市场的条件，则代币发行的全部文件都不能有德语的部分，发行前后采取的全部市场行为都不能针对德国市场，文件也不能包含特别针对德国市场的内容。

不在德国国内进行的ICO，即便构成了《金融事业法》规定的银行业务或者金融服务，也不需要德国联邦金融监管局的相应许可。但是，如果德国国内的企业以营利为目的或以商人为必要的形式开展有关非国内发行的代币的业务，如居间买卖或者运营交易平台，构成《金融事业法》规定的银行业务或者证券服务的，自然需要事先获得联邦金融管理局的许可。

## （二）《资本投资法典》

德国《资本投资法典》主要规范各类资产管理公司以及投资基金。如果发行代币构成了该法规定的设立投资基金，或代币代表了一定的基金份额，则按照第20条的规定需要事先获得许可。

<sup>[28]</sup> BaFin, Merkblatt multilaterales Handelssystem, vom 25.07.2013, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091208\\_tatbestand\\_multilaterales\\_handelssystem.html](https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html), letzter Besuch am 11.07.2018.

<sup>[29]</sup> 其他法律也有类似的地域豁免规定，故在论及其他法律时不再赘述。

<sup>[30]</sup> BaFin, Merkblatt zur Erlaubnispflicht von grenzüberschreitend betriebenen Geschäften, vom 01.04.2005, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_050401\\_grenzueberschreitend.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_050401_grenzueberschreitend.html), letzter Besuch am 11.07.2018.

《资本投资法典》第1条第1款规定，任何吸收众多投资者资金，按照既定的投资策略，为了投资者的利益进行共同投资的组织是投资基金，但该组织不能是在金融市场之外经营的企业。金融市场之外经营的企业一般是从事生产货物、销售货物、贸易、提供非金融服务的企业；如果这些企业在从事自己的主业之外附带地以投资为目的进行投资，这样的活动也不影响他们金融市场之外的企业的属性。<sup>[31]</sup>

ICO企业一般是提供基于区块链技术的服务和产品，因此是在金融市场之外经营的企业，这样代币发行企业就无需联邦金融监管局的经营许可。然而，如果一个企业成立的主要目的是进行资产管理与投资，区块链技术以及代币是为管理与投资服务，则同样可能构成投资基金，需要事先获得许可。<sup>[32]</sup>

另外值得注意的是，如果代币构成了《资本投资法典》意义上的基金份额，也就构成了《有价证券交易法》意义上的金融工具（第2条第4款第2项），代币的发行、交易以及发行人要受到众多的严格规制，此处不再详述。

### （三）《保险法》

现在已有区块链公司试图进入保险领域，利用区块链技术提供保费更为低廉的保险，如保费更低的健康险，以及传统保险公司不愿意提供的保险产品或者即使提供保费也极高的保险，如针对高风险运动（如潜水）的意外保险、自然灾害险等。这些公司也有通过ICO进行融资的。

按照《保险法》第8条第1款的规定，经营保险业务需要事先获得许可。由于在区块链技术加持之下的保险业务可能在形式上与传统的保险业务差别巨大，联邦金融监管局援引联邦最高法院的判决从实质上而非名称和形式上认定保险业务。具体来说，从事保险业务是指有偿地对某种不确定的事件的发生承担一定的给付义务，且在效果上实现了承担的风险被分摊到了面临同样风险的众人身上，并且这种风险承担是基于大数定律计算而来。<sup>[33]</sup>这类ICO中代币通常作为一种功用代币存在，代币的具体功用以及通过ICO融资支持的项目如果从实质上构成了保险业务，则进行这类ICO要事先获取保险业的从业许可。

### （四）《支付服务监管法》

#### 1. 是否构成经营电子货币业务

按照2018年1月生效的《支付服务监管法》第11条的规定，经营电子货币业务需要事先获得监管机关的许可。这里要考察的是发行代币是否构成经营电子货币业务，核心问题是代币是否构成《支付服务监管法》规定的电子货币（E-Geld）。该法第1条第3款第3句规定，电子货币是用电子形式储存的货币价值，可以用于支付，且为电子货币发行人之外的自然人或法人承认。

[31] BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“, vom 09. 03. 2015, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae\\_130614\\_Anwendungsber\\_KAGB\\_begriff\\_invvermoegen.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html), letzter Besuch 09. 07. 2018.

[32] 参见前引[6]。

[33] BaFin, Hinweisschreiben (WA); Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, vom 20. 02. 2018, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl\\_hinweisschreiben\\_einordnung\\_ICOs.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweisschreiben_einordnung_ICOs.html), letzter Besuch am 11. 07. 2018.

电子货币在本质上是电子货币持有人对电子货币发行人的债权凭证。如客户将 100 欧元现金存入银行，银行在该客户的账户中计入 100 欧元，客户在电脑上查询到支付账户（Girokonto）余额 100 欧元就是电子货币。客户可以用电子货币支付，也可以要求银行返还 100 欧元现金（客户作为债权人行使对债务人享有的债权）；在用于支付的情况下，收款人依据收到的电子货币数额有权要求银行支付相应的现金。<sup>[34]</sup> 不难看出，在发行电子货币的情况下，发行人是一个中央债务人，而在代币发行中没有这样一个中央债务人。再者，代币持有人通常也无权像债权人那样要求代币发行人支付或偿还一定数额的法定货币。所以，代币以及其他数字加密货币不是《支付服务监督法》意义上的电子货币，也不是法定的支付工具，更不是货币或者外汇，<sup>[35]</sup> ICO 不构成经营电子货币业务。

## 2. 是否构成转账业务

《支付服务监督法》第 1 条第 1 款第 2 句列举了常见的支付服务，其中第 6 项规定的是转账业务，经营转账业务的企业需要事先获得许可。按照该条文对转账业务的定义，在没有账户关系的双方之间进行的资金转移构成转账业务。转移的资金可以是现金，也可以是存款货币。<sup>[36]</sup> 当然，这里的转出方必须是以支付服务提供者的身份行为，这样便可以排除诸如自然人之间的资金转移行为。<sup>[37]</sup>

位于科隆的州法院曾在判决中认定，网络订餐平台在获得客户的订单信息并收到客户支付的费用后，先将费用保存在自己的资金账户中，然后在扣除相关的费用后将余款支付给餐厅，构成经营转账业务。联邦金融监管局采纳了州法院的观点。<sup>[38]</sup>

在代币发行中，如果发行代币的企业先将销售代币获得的资金通过银行代扣款或者转账的方式计入自己的账户，而后（如在达到既定的发行数额后或代币发行完毕后）又将该资金转移给第三人（如具体项目执行人），或者发行人是借助第三人销售代币，第三人先将资金保存在自己账户，在扣除相关费用后将余款支付给发行人，这样发行人或者第三人就涉嫌从事《支付服务监督法》规定的转账业务。

## （五）《资产投资法》

代币是否构成《资产投资法》意义上的投资资产？如果构成的话发行人有义务制作并公开销售说明和资产信息手册。该法第 1 条第 2 款规定，非《有价证券销售说明书法》意义上的资产证券化的有价证券以及非《资本投资法典》意义上的基金份额为该法意义上的投资资产，包括匿名

<sup>[34]</sup> 这是一个简化的模型，支付账户和收款账户为同一金融机构开设。

<sup>[35]</sup> BaFin, Virtuelle Währungen/Virtual Currency (VC), vom 28. 04. 2016, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual\\_currency\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_node.html), letzter Besuch am 08. 07. 2018; BaFin, Merkblatt-Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), vom 29. 11. 2017, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt\(mb\\_111222\\_zag.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt(mb_111222_zag.html), letzter Besuch am 08. 07. 2018.

<sup>[36]</sup> BaFin, Merkblatt-Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), vom 29. 11. 2017, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt\(mb\\_111222\\_zag.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt(mb_111222_zag.html), letzter Besuch am 08. 07. 2018.

<sup>[37]</sup> 除各种传统意义上的金融机构如银行外，按照《支付服务监督法》第 1 条第 1 款第 1 句的规定，以营利为目的经营转账业务，或者以商人为必要的形式经营转账业务的企业是支付服务提供者。

<sup>[38]</sup> LG Köln, Urteil vom 29. 09. 2011 – 81 O 91/11, BeckRS 2011, 23994; BaFin, BaFin, Merkblatt-Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), vom 29. 11. 2017, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt\(mb\\_111222\\_zag.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt(mb_111222_zag.html), letzter Besuch am 08. 07. 2018.

持股份额、两合公司的有限合伙人份额等。隐名持股是指投资者投入资金获得隐名持股份额，参与企业的分红，在投资范围内承担企业的损失，但无权参与企业的经营与管理。如果发行的代币仅仅是一种功用代币，则显然不构成这里的投资资产；而如果代币持有者的权利包括在既定条件下参与分配企业的收益，则可能构成投资资产。在具体的 ICO 项目中，要通过 ICO 白皮书和相关的发行文件内容判断代币是否构成投资资产。当然，《资产投资法》规定的主要是一些公开义务。不论代币是否构成该法意义上的投资资产，为了更好地销售代币、募集资金，代币发行人都具有强烈的公开相关信息的主观意愿。但不可否认的是，在法律的强制下，信息公开的质量才能得到保障，否则发行人很有可能只公开有利于自己和项目的信息。因此，考察具体 ICO 项目中的代币是否构成《资产投资法》意义上的投资资产对投资者仍具有重要意义。

另外，与《资本投资法典》的情况一样，如果代币构成了《资产投资法》意义上的投资资产，也就构成了《有价证券交易法》意义上的金融工具（第 2 条第 4 款第 7 项），代币的发行、交易以及发行人要受到众多的严格规制。

#### （六）《有价证券说明书法》与《有价证券交易法》

如果发行的代币构成了有价证券，则发行代币要按照《有价证券说明书法》的规定制作和公布说明书。联邦金融监管局没有明确指出代币是否构成《有价证券说明书法》和《有价证券交易法》中的有价证券。事实上，由于代币内容在设计上的复杂性，法律以及监管机关不可能概括地认定代币是有价证券。因此，在认定代币是否构成有价证券方面，要看代币是否满足有价证券的基本特征：第一，是否可转让。第二，是否可以在金融市场或者资本市场上交易。联邦金融监管局将数字加密货币交易平台原则上视为金融市场或资本市场，因此，代币可以在数字加密货币交易平台交易的，原则上也视为代币在金融市场或资本市场可交易。第三，是否代表了一定的权利，代表的权利可以是类似股东的权利、债法上的请求权或者其他权利。第四，不是支付工具。因为《有价证券交易法》第 2 条第 1 款将支付工具排除在有价证券之外。<sup>[39]</sup>

发行的代币如果满足上述条件则构成有价证券，要受到有价证券的其他监管法规的规范，如《有价证券交易法》、欧盟《禁止滥用市场条例》(MAR) 等，理论上发行人因此也要承担更多的义务，尤其是信息披露义务、禁止操纵市场义务等。

#### （七）小结

德国目前没有专门的针对 ICO 的立法，但联邦金融监管局并不禁止 ICO，并指出 ICO 应在现行法律框架下进行。适用现行法律规制 ICO 时，由于代币内容设计的复杂性，可能涉及多部法律的监管问题。虽然笔者分析了 ICO 可能受到的法律监管，但仍不能概括回答 ICO 要被纳入到哪些法律的监管范围。就目前来看，对于 ICO 的监管问题只能是具体问题具体分析，这也是

---

<sup>[39]</sup> BaFin, Hinweisschreiben (WA); Aufsichtsrechtliche Einordnung von sog. Initial Coin Offerings (ICOs) zugrunde liegenden Token bzw. Kryptowährungen als Finanzinstrumente im Bereich der Wertpapieraufsicht, vom 20.02.2018, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl\\_hinweisschreiben\\_einordnung\\_ICOs.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_hinweisschreiben_einordnung_ICOs.html), letzter Besuch am 11.07.2018.

德国联邦金融监管局一直强调的。总之，目前在德国可以合法地进行 ICO。<sup>[40]</sup>

## 五、展望：ICO 监管路在何方？

### （一）专门立法

德国目前没有专门针对 ICO 的立法，监管机关在现行法的框架内对 ICO 进行监管，但是 ICO 这种技术革新带来的金融创新明显地领先于现行立法。将 ICO 纳入现行法进行规范存在诸多不适当的地方。

首先，按照现行法律的规定来规制 ICO 存在太多不确定性因素。按照现行法对 ICO 进行规制的前提是具体考察代币及其包含的商业模式落入了哪些法律的监管范围。联邦金融监管局要求发行人首先自行判断，在存在疑义时可以向联邦金融监管局提出问询。发行人如果在进行判断时出现了错误，则很有可能因为缺少必要的许可或者未履行相应的义务而承担法律责任。发行人因此面临着较大的法律风险。

其次，适用现行法律规制 ICO 时，法律适用的范围不明。联邦金融监管局虽然明确指出 ICO 受到现行法律监管，但是其发布的关于 ICO 适用现行法律的文件和说明中，局限在 ICO 的准入方面。如果某一 ICO 项目落入某部法律的监管范围，理论上该法律包含的全部规范应适用于该 ICO。除去准入方面的规范，现行法律的大部分规范适用于代币发行项目或者代币发行人时是不切实际的。例如，如果经审查，代币构成了《有价证券交易法》中的有价证券，代币在二级市场进行交易的，发行人要承担众多义务，尤其是信息披露义务，让一个初创公司甚至个人履行一个上市公司应履行的义务实属苛求。而在这方面，联邦金融监管局还没有给出明确的指示。

最后，投资者保护制度缺失。现有的投资者保护或者消费者保护制度理论上适用于代币购买者。但是现有的制度在设计时没有考虑到 ICO 的出现及其复杂性，它们能否为代币购买者提供切实的保护还存在巨大的疑问。代币购买者的积极参与是 ICO 持续繁荣的前提条件，而他们积极参与的前提是有相对完善的保护制度。缺乏针对性的保护制度以及频繁爆出的 ICO 欺诈事件会蚕食本已动摇的投资者信心。

因此，若要促进 ICO 以及相关技术的发展，专门的立法势在必行。放眼全球，谁先立法规范，谁就可能占据技术发展与金融创新的先机。技术提供了一种工具，没有好坏之分。但如果技术被过多地用于违法甚至犯罪，则应尽快立法进行规范。在科技进步早已成为第一生产力的今天，立法者要成为技术发展与使用的引导者，而不是全面地予以禁止。笔者呼吁我国的立法机关立即展开研究，尽早通过相关的法律法规。

### （二）成立专门的监管机构与监管组织

现在的金融创新很多是基于新技术的发展，对这些基于新技术的金融创新进行有效的监管也

<sup>[40]</sup> ICO 现在在德国不仅仅是初创企业和个人关注的融资途径，大型公司也对 ICO 跃跃欲试，如在法兰克福证券交易所上市的公司 JDCGroupAG 在 2018 年 1 月份高调地公布了其 ICO 计划，参见 <https://de.finance.yahoo.com/nachrichten/jdc-group-ag-jdc-group-180501387.html?guccounter=1>，最后访问时间：2018 年 7 月 11 日。

需要大量的技术人员参与。为应对新技术带来的挑战，各国应设立由技术专家和金融专家组成的监管机构或者部门，实施行而有效的监管。

此外，为有效实施监管，还应发展各类监管组织。在德国，由于对 ICO 的监管要进行个案分析，且市场参与者对具体 ICO 项目有任何疑义都可以直接向联邦金融监管局提出，德国联邦金融监管局面临繁重的工作。可以参考证券市场的模式，组织行业自律组织，同时赋予交易平台一定的监督权限。

### (三) 国际监管协作与规范协调

目前，各国的监管机构对 ICO 持多种意见，德国的监管机构相对来说对代币发行更为友好，一方面并不禁止 ICO，另一方面不辞辛劳地承担个案审查工作，使合法的 ICO 在德国成为可能。但绝对不能忽视的是，ICO 具有互联网金融的特性，通常都是跨境的 ICO。各国监管机构目前只能在一国范围内实施监管职权。如上所述，德国监管机构对 ICO 的监管限于国内的 ICO，国外的 ICO 项目如果不指向德国市场就可以逃避德国法律以及监管机构的监管。虽然这些 ICO 可能确实不指向德国市场，但在互联网金融的背景下，国境早已不是障碍，德国的投资者仍然可能通过各种途径了解并购买代币。事实上，有兴趣购买代币者往往都是主动在互联网上寻找各类 ICO 信息，包括国外的 ICO 信息。因此，一国的监管或者禁止并不能起到实质的作用，相反，这会导致发行人流向管制松散的国家或地区发行代币，借助互联网平台，即便发行人没有主动针对某国投资者发行代币，但感兴趣者也会主动找上门来。于是，一国的监管或者禁止形同虚设，反倒让自己国家的投资者面临风险更高的 ICO。为解决这个问题，全球范围内的协同监管与规范协调势在必行。

---

**Abstract:** The application of blockchain technology initiated a new way of financing which is ICO. Comparing with other financing methods, it has its unique characters and advantages, but it also contains high risks. ICO is the aberration of “Initial Coin Offering”, however its containing is much more complicated and relevant to the diversity of the coin types. We classify the digital coins on the market into categories of utilities, stocks, crypto and assets supportive. Because the rights contained in the digital coins and the business models they are carrying are different, the Germany BaFin supervises under the case by case principle by using the current legal frames. The relevant legislation among them are KWG, ZAG, VAG, KAGB, VermAnIG, WpPG and WpHG. Since there are lots of uncertain factors concerning ICO and the legal application are still unclear when we apply the current legal frames, not to mention that the development of new technology also calls for continuous challenges, we need special laws and supervisor of ICO to foster its growth.

**Key Words:** ICO, coin, blockchain

---

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)