

專題報告



首次代幣發行 (ICOs) 的發展與監管

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

中華民國 108 年 8 月



**S - F - I**

## 專題研究資訊

研究名稱	首次代幣發行 (ICOs) 的發展與監管
研究性質	<input checked="" type="checkbox"/> 自提研究案 <input type="checkbox"/> 委託研究案 <input type="checkbox"/> 受託研究案
研究單位	財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會
研究人員	黃思綺、賴柏升、汪宛臻、俞鳴
研究期間	2019 年 3 月 23 日 至 2019 年 8 月 23 日

### 摘要

#### 壹、研究內容重點

- 一、議題主要性：ICOs (Initial Coin Offerings) 是新型的籌資方式，案件數及募資金額從 2017 年開始快速成長，其成長性與高風險致各國監理單位陸續提出管制措施。我國主管機關為回應實務界需求，亦於 2019 年 6 月公布對 STOs 監理規範之規劃，本研究爰協助蒐集資料進行分析以利相關政策之擬訂。
- 二、研究主軸：本研究簡介 ICOs 的定義、特徵、相較傳統募資工具的優勢、國際發展歷史與趨勢、重要風險因子等，並借鏡美國、香港、新加坡、瑞士、法國、日本、加拿大、紐西蘭、泰國、IOSCO 等國際監理經驗，及檢視我國甫推出之 STOs 監理規範，比較各國監理方式之異同，以提出相關政策建議供主管機關參考。

#### 貳、結論與建議事項

- 一、研究結論
  - (一) 去金融中介的 ICOs 快速填補金融海嘯後新創企業的募資需求。
  - (二) 各國仍在研議探索管制 ICOs 的方式，且各國管制方式多不相同；惟多將 STOs 納入既有證券金融監理架構。
  - (三) 我國 STOs 監理規範亦將其納入既有證券監理架構，當前政策目標側重保護金融消費者及維護金融市場秩序。
- 二、建議
  - (一) 未來可滾動式檢討我國 STOs 監理規範之募資金額豁免門檻、募資對象及認購限額等項目，衡酌放寬。
  - (二) 我國 STOs 監理規範未來宜與股權群眾募資政策一併檢討。

- 
- (三) 我國 STOs 監理規範之豁免規定未來可設計更多樣化方案。
  - (四) 主管機關宜發布發行平台審核 STOs 共通技術性標準。
  - (五) 可思考借重自律協會／公會以強化個別發行平台審核功能。
  - (六) 持續完善我國加密資產交易平台之監理規範。
  - (七) 未來可考慮開放以主流加密貨幣（如比特幣）買賣 STOs。
  - (八) 可研議開放股權型 STOs。
  - (九) 可研議開放設立 STOs 集中競價交易所。



---

# 目錄

<b>第一章 緒論</b> .....	<b>9</b>
第一節 研究動機與目的 .....	9
第二節 研究方法與流程 .....	10
<b>第二章 ICOs 簡介、國際發展趨勢與風險因子</b> .....	<b>11</b>
第一節 ICOs 簡介 .....	11
第二節 ICOs 國際發展趨勢 .....	14
第三節 ICOs 的風險因子 .....	18
<b>第三章 ICOs、STOs 國際監理經驗</b> .....	<b>21</b>
第一節 美國 .....	21
第二節 香港 .....	37
第三節 新加坡 .....	45
第四節 瑞士 .....	55
第五節 法國 .....	64
第六節 日本 .....	71
第七節 加拿大 .....	96
第八節 紐西蘭 .....	111
第九節 泰國 .....	115
第十節 國際證券管理機構組織 IOSCO .....	119
<b>第四章 我國 STOs 監理規範</b> .....	<b>145</b>
第一節 主管機關與 STOs 政策規範 .....	145
第二節 STOs 相關修法工作 .....	151
<b>第五章 ICOs、STOs 各國監理方式比較</b> .....	<b>159</b>

---

第一節	ICOs 定義與數位資產／代幣分類 .....	159
第二節	主管機關與專法、行政指引 .....	163
第三節	發行制度與相關規範 .....	165
第四節	豁免規定與監理沙盒 .....	168
第五節	投資限制與消費紛爭解決 .....	170
第六節	服務業者分類與相關規範 .....	172
第七節	交易模式與相關規範 .....	175
第八節	洗錢防制與自律組織 .....	178
<b>第六章</b>	<b>結論與建議 .....</b>	<b>181</b>
第一節	結論 .....	181
第二節	建議 .....	183
<b>參考文獻</b>	<b>.....</b>	<b>189</b>



---

## 表目錄

表 1	ICOs 全球歷年募資總金額.....	16
表 2	ICOs 募資金額領先國家.....	17
表 3	瑞士公開說明書豁免條列項目 .....	58
表 4	泰國取得執照的數位資產交易所名單 .....	118
表 5	泰國取得執照的數位資產經紀商名單 .....	118
表 6	泰國取得執照的數位資產自營商名單 .....	118
表 7	泰國取得執照的數位代幣發行系統服務商名單 .....	119
表 8	我國證券型代幣發行 (STO) 規範 .....	145
表 9	各國比較—ICOs 定義與代幣分類 .....	162
表 10	各國比較—主管機關與專法、行政指引 .....	164
表 11	各國比較—發行制度與相關規範 .....	166
表 12	各國比較—豁免規定與監理沙盒 .....	169
表 13	各國比較—投資限制與消費紛爭解決 .....	171
表 14	各國比較—服務業者分類與相關規範 .....	173
表 15	各國比較—交易模式與相關規範 .....	177
表 16	各國比較—洗錢防制與自律組織 .....	178



---

## 圖目錄

圖 1	研究流程圖 .....	10
圖 2	ICOs 全球募資金額趨勢圖 .....	17
圖 3	日本虛擬貨幣監理組織圖 .....	72
圖 4	放寬我國 STOs 監理規範之效益與成本 .....	184





---

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

首次代幣發行 (Initial Coin Offerings, 以下簡稱 ICOs) 首宗案件最早出現於 2013 年, 2016 年之後隨著數位加密貨幣的發展在全球掀起一波新浪潮。ICOs 是新型的籌資方式, 類似首次公開發行股票 (Initial Public Offerings, IPOs), 惟發行標的物從證券改成公司發展計畫的代幣 (Token), 投資人通常以比特幣 (Bitcoin)、以太幣 (Ether, ETH) 等主流數位加密貨幣或者法定貨幣進行認購, 發行人則發放自己創造的代幣給投資者, 代幣的價值可能隨著公司計畫的發展產生相應的變化, 而投資者參與 ICOs 獲得的代幣可能可以透過次級市場交易或分紅獲得回報。

然而, 隨著 ICOs 的迅速發展, 其風險亦逐漸顯露。由於代幣及數位加密貨幣前幾年不受或僅受低度的政府監理, 透過網際網路即可進行交易, 在全球得以自由流通, 雖便捷高效, 卻存在諸多潛在風險, 包括 ICOs 的公司計畫發展失敗導致的資金損失風險、數位加密貨幣及代幣價格劇烈波動引起的金融風險、藉 ICOs 進行的詐騙、洗錢、資助恐怖組織及非法籌資等違法情事等, 致各國監理單位陸續提出針對 ICOs 的監理政策及相關措施。

本研究擬借鏡國際監理經驗, 蒐集美國、香港、新加坡、瑞士、法國、日本、加拿大、紐西蘭、泰國等國之 ICOs 與證券型代幣發行 (Security Token Offerings, 以下簡稱 STOs) 之監理資訊, 作為我國研擬 ICOs、STOs 監理政策、規範與措施之參考。

---

## 第二節 研究方法與流程

### 一、 研究方法—文獻探討

蒐集國內外相關書籍、期刊、報告、學位論文、傳媒報導、網路資訊等文獻資料，就 ICOs 之簡介、國際發展趨勢、市場概況與風險因子，以及已有監理 ICOs、STOs 經驗之部分其他國家，其相關監理組織、政策、監理措施、法規等內容，以及我國 STOs 監理規範，進行分析與探討。

### 二、 研究流程

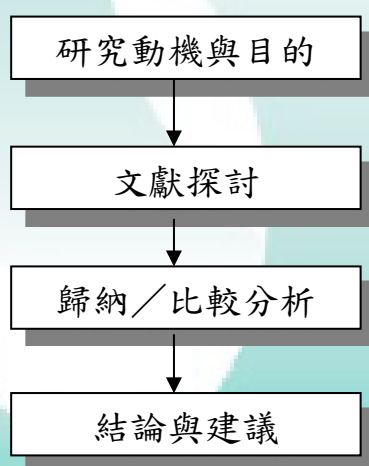


圖1 研究流程圖

資料來源：本研究繪製。



---

## 第二章 ICOs 簡介、國際發展趨勢與風險因子

本章首先簡介 ICOs 的定義、特徵、與傳統募資工具的比較與相對優勢，接著說明 ICOs 在國際上的發展歷史與趨勢，最後說明 ICOs 的重要風險因子。

### 第一節 ICOs 簡介

#### 一、 ICOs 名詞解釋

ICOs (Initial Coin Offerings) 或稱代幣銷售 (Token sales)，是指在區塊鏈 (blockchain) 上設計智慧合約 (smart contracts)，用以發行代幣 (tokens or coins)，向購買代幣的投資人收取主流加密貨幣 (如比特幣等) 或現金，藉此對外募集資金(Momtaz, 2018)。

#### 二、 ICOs 的特徵—去金融中介化

ICOs 允許加密新創企業 (crypto start-ups)、金融科技新創企業、以太坊 (Ethereum) 開發者社群、甚至傳統企業的創新者等，跳過傳統的銀行與非銀行 (例如創業者) 金融中介機構及其服務，直接向加密社群 (crypto community) 募資以滿足其活動與開發計畫的資金需求，因而提升了新創企業在財務方面的流動性(Kaal & Dell'Erba, 2018)。

#### 三、 ICOs 與 IPOs 的差異

##### (一) IPOs 涉及公司所有權、控制權

IPOs 這種傳統的融資方式，是透過受管制的交易所，銷售一間公司的股票，來銷售該公司的部分所有權 (ownership)。購買股票的

---

股東，通常因擁有公司的部分所有權而擁有權利分享公司利潤（即股利），也擁有投票的權利以決定公司重要決策及未來方向。

## （二） ICOs 未涉及公司所有權、控制權，而是提供其他權利

與 IPOs 不同，一個 ICO 係允許一項加密計畫在其開發的早期階段，即在未受管制的交易平台，以預售代幣（Tokens）的方式籌集開發該計畫所需資金，因此一個 ICO 係銷售一項加密計畫的股份（a stake），通常並不授與代幣投資人該公司的所有權權利（ownership rights）。

代幣持有人僅能依代幣的特徵使用該代幣。代幣通常提供給投資人一個虛擬代幣在交易所掛牌前的價格上的折扣，也會提供如股東一般在公司某些未來決策上投票的權利，某些 ICOs 提供不同種類的會員資格，包括投票會員、創始會員、第三方服務提供者會員、資產通道會員（asset gateway member）。因之，代幣帶給投資人的風險與報酬，與股權（equity）完全不同(Kaal & Dell’Erba, 2018)。

## （三） ICOs 籌資成本較低，因節省發行成本與法遵成本

另外，與 IPOs 不同的是，一個 ICO 案件不須銀行機構、承銷商的協助，因而節省了相關的發行成本。另外，由於缺乏法規的管制與流程限制、更簡化的報告（reporting）要求、在籌資過程中全程採用數位化的身分認證流程等因素， ICOs 的籌資成本比 IPOs 的籌資成本低很多(Kaal & Dell’Erba, 2018)。

## 四、 ICOs 與群眾募資（crowdfunding）有不同之處

此外， ICOs 也與群眾募資有不同之處。除了使用的科技（區塊鏈技術）有根本的不同之外，在募資案件性質上，Kickstarter 等群眾

---

募資網站上募資的案件許多都帶有活動（campaigns）或捐助（donations）的色彩；但投資一個 ICO 主要的目的係分享一間公司的財務利益，在部分案件中也會擁有對公司未來決策的投票權利，投資 ICOs 通常也帶有投機目的，或是為了使用在加密貨幣與平台上開發的特定基礎設施(Kaal & Dell’Erba, 2018)。

## 五、 ICOs 相較於傳統資本形成工具的比較優勢

ICOs 相較於傳統資本形成工具（例如：創投籌資模式）有多項明顯比較優勢，至少包括：成本有效性、普惠性、效率性、流動性等 4 項。

### （一） 成本有效性

首先，利用 ICOs 籌資具有成本有效性。ICOs 計畫的發起人與開發者無須虧本出售其股權以獲取資金；ICOs 發起人反而可將 ICOs 計畫的實收款項專款專用於計畫本身的開發工作(Fonseca, 2017; Kaal, 2018; Kaal & Dell’Erba, 2018)。

### （二） 普惠性

其次，ICOs 具備普惠性。藉由跨國界的網路銷售，ICOs 可越過法律的、司法管轄權的、商業的障礙，而直接向全世界的投資人銷售。此資本形成過程破壞了傳統創投投資的階級性。傳統的創投基金通常只允許一小群菁英投資人投資於大眾都不知道的高度創新計畫。而 ICOs 卻提供給所有投資大眾普惠性的投資選擇。

藉由降低進入障礙與在網路上銷售代幣的跨界性質，ICOs 讓全世界的小投資人都可以投資於高度創新計畫，從而提高了新創企業籌資的多樣性與異質性(Kaal, 2018; Kaal & Dell’Erba, 2018)。

---

### （三）效率性

再者，ICOs 擁有效率性。ICOs 可以較低的交易成本在網路上進行跨國界的銷售。且至目前為止，ICOs 在世界各國所面臨的法規登錄、註冊要求較低，法遵成本較低(Kaal, 2018; Kaal & Dell’Erba, 2018)。

### （四）流動性

最後，ICOs 提供高度的流動性。ICOs 可在多個全球的加密貨幣交易所連續且即時的交易，使得發行代幣的企業在其生命週期的最早可能時間即能提供給投資人高度的流動性(Kaal, 2018; Kaal & Dell’Erba, 2018)。

## 第二節 ICOs 國際發展趨勢

### 一、 ICOs 發展歷史

Satoshi Nakamoto 在 2008 年使用區塊鏈技術建立了加密貨幣應用（即比特幣）(Nakamoto, 2008)。Willett 在 2012 年探索了進一步使用比特幣網絡、智慧合約與 ICO 的概念(Willett, 2012)。2013 年，Willett 創造了 Mastercoin，被視為是首宗 ICO 案件。Willett 提出的想法(Willett, 2012)造就了以太坊（Ethereum）立基的核心概念，以太坊是一個公共區塊鏈平台，提供一個友善的介面讓使用者能很容易地設定智慧合約並管理 ICOs。以太坊平台的規模可擴充性促成 ICOs 案件的快速成長(Momtaz, 2018)。

### 二、 ICOs 發展的外部市場環境

新創企業近幾年利用 ICOs 籌資的快速成長趨勢係肇因於數項外

---

部市場環境因素。在 2008 年金融海嘯之後加強的銀行管制影響了中小企業可獲得的財務資源，導致新創企業籌資更加困難。Basel III 增加了資本要求與風險加權資產，提高了對銀行與權益報酬率的壓力。這對中小企業及投資等級以下的企業可獲得的籌資工具造成明顯的限制。而影子銀行（例如私人投資基金、保險公司、群眾募資、P2P 借貸等提供了傳統銀行才提供的服務）的興起，也只能小部分地支援高度創新的新創企業(Kaal & Dell’Erba, 2018)。

在這樣的背景下，ICOs 讓新創企業可跳過傳統的銀行與非銀行（例如創業者）金融中介機構及其服務，直接向投資人募資，促進了去銀行中介化（banking disintermediation），提供了空前的超高流動性，從而使小投資人也可參與高度創新的投機事業之投資(Kaal & Dell’Erba, 2018)。

### 三、 ICOs 全球市場概況

#### （一） 全球歷年 ICOs 募資金額

從 2013 年開始，ICOs 案件歷經快速而爆炸式的成長。從表 1 可知 ICOs 全球歷年募資總金額從 2013 年的 0.8 百萬美元，一路成長至 2016 年的 256.6 百萬美元。2017 年第 2 季，加密新創企業利用 ICOs 籌資的金額更首度超越了利用傳統創投籌資的金額，ICOs 為新創企業募資達 210 百萬美元，超越了同期傳統創投基金對新創企業投資的 180 百萬美元(Kaal & Dell’Erba, 2018; Sunnarborg, 2017)。2017 年全年募資總金額達到 6,576.4 百萬美元，2018 年更達到歷史高峰的 21,600.3 百萬美元。

表1 ICOs 全球歷年募資總金額

年度	ICOs 全球募資金額(百萬美元)
2013	0.8
2014	30.5
2015	9.9
2016	256.6
2017	6,576.4
2018	21,600.3
2019 第 1 季	754.1

資料來源：CoinSchedule 網站<sup>1</sup>(2019.04.10 網站資料)；PwC &Crypto Valley Association(2018)；本研究整理。

## (二) 全球每月 ICOs 募資金額變化趨勢

再從圖 2 的歷史每月募資金額趨勢圖可看出，ICOs 單月募資總金額在 2017 年第 2 季開始顯著成長，自 2017 年年底到 2018 年中呈現爆炸性成長，在 2018 年 6 月達到歷史最高峰，單月約 5,823 百萬美元。2018 下半年起則逐漸退燒，募資金額有逐月下降趨勢，到 2019 年 4 月，單月募資金額僅 242 百萬美元。<sup>2</sup>2019 年 5 月 ICOs 市場略為回溫，單月募資金額達 1,274 百萬美元。



<sup>1</sup> <https://www.coinschedule.com/stats>。

<sup>2</sup> ICO 市場於 2018 下半年起逐漸退燒的原因眾說紛紜，其中一個可能的原因是美國對 ICO 活動加強了監理強度(Kharif, 2019)，以及投資人對過去以 ICO 方式募資的加密產品實際開發時程太慢有所不滿、並對 ICO 市場的高風險有所警覺等多重因素造成。



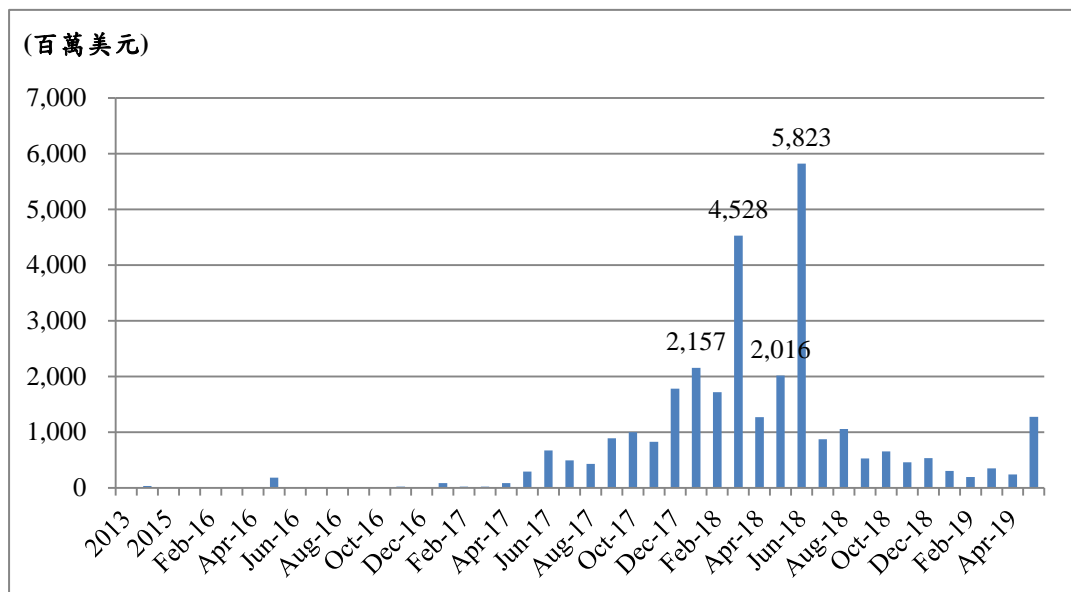


圖2 ICOs 全球募資金額趨勢圖

資料來源：CoinSchedule 網站(2019.04.10、2019.06.20 網站資料)；PwC &Crypto Valley Association(2018)；本研究繪製。

### (三) ICOs 活躍國家

世界各國若按該國 ICOs 募資金額大小排序，按 2018 年上半年的資料顯示，ICOs 市場最活躍的前 5 個國家依序是開曼群島、英屬維京群島、新加坡、美國、英國；而 2017 年 ICOs 市場最活躍的前 5 個國家則依序是美國、瑞士、新加坡、俄羅斯、中國(PwC &Crypto Valley Association, 2018)。各國 ICOs 募資金額與件數詳見表 2。

表2 ICOs 募資金額領先國家

2018 年 (1~6 月)		
國家	募資金額 (百萬美元)	成功件數
開曼群島	4,254	10
英屬維京群島	2,227	16
新加坡	1,192	53
美國	1,092	56
英國	507	48
瑞士	456	28

愛沙尼亞	323	31	
立陶宛	259	6	
以色列	226	5	
香港	223	20	
<b>2017 年</b>			
<b>國家</b>	<b>募資金額 (百萬美元)</b>	<b>成功件數</b>	<b>未成功件數</b>
美國	1,722	87	40
瑞士	1,462	33	1
新加坡	641	35	13
俄羅斯	438	57	43
中國	306	14	2
英國	275	26	23
日本	195	6	6
加拿大	163	10	5
開曼群島	162	3	0

資料來源：PwC & Crypto Valley Association(2018)。

### 第三節 ICOs 的風險因子

ICOs 的風險因子眾多，監理機關一般較為關注的風險因子為對投資人較有影響者，以下針對數項重要風險因子逐一說明(Kaal, 2018; Kaal & Dell’Erba, 2018)。

#### 一、代幣持有者無公司控制權

不像傳統的持有股權的股東對公司有控制權，可投票贊成、反對或提名公司董事，ICOs 投資人通常對 ICOs 的發起人等沒有控制權。

#### 二、發行總量固定的 ICOs (capped ICOs) 易引起投資人狂熱搶購

為了解決代幣發行總量無上限的 ICOs (uncapped ICOs) 案件中代幣的評價不確定性問題，加密社群推出代幣發行總量固定的 ICOs 案件。然而，限量的代幣供給容易引發投資人爭先搶購，而造成投資

---

人一窩蜂狂熱的現象。

### 三、 ICOs 發起人可任意中途更改代幣銷售規則

在 ICOs 案件募集過程中，ICOs 發起人可能任意修改智慧合約，中途變更 ICOs 的銷售規則。

### 四、 法規／監理的不確定性

缺乏管制架構使 ICOs 市場面臨法律不確定性。ICOs 不受限於事先設定好的管制流程，發行的白皮書也並不遵循法定的揭露規範、不經監理機關審閱或經會計師審計簽證、亦未取得任何評等機構的評等。由於 ICOs 缺乏法規強制的揭露要求，導致隨著時間過去，許多 ICOs 發起人對計畫／平台／產品的演進資訊只作不定時的揭露，甚或完全不揭露，造成 ICOs 市場相當缺乏透明度，欺詐的案件也層出不窮。

目前已有些私人公司試圖提供 ICOs 的評等服務，<sup>3</sup>藉由高品質的標準，協助投資人進行盡職調查，並辨識加密貨幣的潛在投資機會 (Aitken, 2017; Kaal & Dell’Erba, 2018)。

### 五、 代幣持有者沒有優先購買權等反稀釋保障

大部分的加密企業／平台通常都沒有產品以及營收可支付開支，因此會保留相當數量的代幣，以備在後續的生命週期階段持續募資。然而，代幣持有者卻沒有優先購買權或其他的反稀釋保障。一旦 ICOs 發起人決定將保留的代幣發行給更多的投資人，原來的代幣持有者的投資可能將會被稀釋。在 ICO 之後，代幣持有者可用來保障的手段只剩下賣出代幣。故有許多創投基金通常很快就賣出他們在 ICO 前

---

<sup>3</sup> Ambisafe Inc.與俄羅斯的評等公司 ICOrating 合作推出合資企業，為 ICO 計畫提供評級。

---

投資所換來的代幣以保護權益免於被稀釋。

## 六、 代幣持有者沒有流動性優先權(liquidity preference)， 在企業破產時缺乏保障

代幣持有者通常沒有流動性優先權以在他們投資的加密企業／平台破產或終止營運時保障他們。一旦遇到加密企業／平台破產，在債權人優先受償後，代幣持有者通常一無所剩。相對地，在傳統的創投種子階段投資中，創投基金通常至少會取得流動性優先權，這保障他們在企業破產時可優先於企業債權人取回他們的初始種子投資金額。在某些情況下，基於合約和其他因素，一些創投基金可能可以取回 1.5 倍到 2 倍的流動性優先權，高於他們的初始投資金額。

## 七、 代幣價格波動性大

傳統的企業在 IPO 前已有一定的營業實績，且受法規規範持續揭露營業資訊(可能達數年)，一定程度地確保股票投資人的投資價值。相對地，ICOs 企業／平台通常是還沒有產品的新創企業，也缺乏法規強制的揭露要求，在其生命週期的非常早期階段即發行代幣，使得投資人在投資代幣時是基於非常有限的資訊，再加上 ICOs 可提供投資人最高度的流動性，從而使得代幣的價格、以及整個代幣市場都具有高度的波動性，這使得 ICOs 和虛擬代幣成為高風險性的投資。

然而，考慮到區塊鏈技術的無限應用可能，ICOs 和虛擬代幣的投資風險性可能仍然值得被容忍。從總體經濟思維來看，ICOs 和虛擬代幣方面的投資具有鼓勵創新的效益，監理機關對大眾發出警示投資風險性的提醒可能就已足夠，不見得應全面禁止投資或施加太嚴格的投資限制。

---

## 第三章 ICOs、STOs 國際監理經驗

監理 ICOs 的一個最基本的問題是來自於：代幣是在網路上銷售的，因此一個 ICO 案件的影響範圍是全球性的；然而，市場的監理、管制與執法卻受限於個別國家的法令。第二個問題是：一國的監理機關會發現要監理一個外國公司所發行的代幣相當地不容易。

因此，各個國家的監理機關在 ICOs 的監理方式上找到共同基礎是很重要的，例如各國用以判斷代幣是否為證券的方法／標準等。截至目前為止，各國監理機關對代幣的管制架構仍未有共識，對如何定義證券至少也有兩種標準——一種是聚焦於代幣的投資性（例如美國、加拿大），另一種是代幣在資本（次級）市場中的可轉讓／可交易性（例如歐盟）(Maume & Fromberger, 2019)。

為尋求與國際上各國規範的可比較性與可調和性，本研究於本章列舉部分國家的監理機關對 ICOs、STOs 的監理方法與相關規範，於第四章說明我國對 STOs 的監理規範，並於第五章進行各國監理方法的比較分析，以供參考。

### 第一節 美國

#### 一、美國證券管理委員會 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC)

##### (一) 將適用證券法的 ICOs 案件納入 SEC 監管範圍

美國目前並無專責處理 ICOs 活動之主管機關，也無專門法律規範代幣之發行，然 ICOs 之發行等活動，多由證券主管機關 SEC 監理，原因在於如代幣具證券性質時，若被 SEC 認定為證券，就必須遵循

---

美國證券法與證券交易法之規定，受 SEC 監理。SEC 會對 ICOs 案件是否適用證券法給予審核，以確認該代幣是否須納入 SEC 監管範圍。另一方面，也會落實主管機關的責任——保護投資者權益，針對涉嫌詐欺之 ICOs 行為，給予明確的裁罰。

## **(二) 發布投資者警示**

### **1. 2014 年 5 月發布投資者警示**

2014 年 5 月，SEC 發布投資者警示<sup>4</sup>，說明比特幣及其他虛擬貨幣投資之潛在風險，及利用數位資產投資計畫所進行之詐欺行為，如運用新技術及科技投資計畫，承諾投資者高額報酬、風險很小甚至沒有、未註冊之業者等。

### **2. 2017 年 7 月發布投資者告示**

2017 年 7 月，SEC 另外發布一份投資者告示<sup>5</sup>，內容主要說明：

- (1) 介紹 ICOs、區塊鏈等相關內容；
- (2) 說明如代幣之性質符合證券範圍，則須納入證券法之管轄範圍；
- (3) 提及進行虛擬貨幣交易之交易所可能非依聯邦法註冊之合格交易所，提醒投資人注意其投資安全性，並引導投資人如有類似投資機會，可先於 SEC 網頁查詢相關商品之註冊，以及交易對象是否為已註冊之合格業者；

---

<sup>4</sup> 完整投資者警報內容，請參見 SEC 網頁  
<https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alert-bitcoin-other-virtual-currency>

<sup>5</sup> 完整投資者告示內容，請參見 SEC 網頁  
[https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib\\_coinofferings](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings)

---

(4) 最後再次說明投資人需仔細審閱相關投資計畫內容，及詐欺計畫可能的特點，如高報酬、低風險等特點。

### (三) 成立金融技術創新戰略中心 (Strategic Hub for Innovation and Financial Technology, Finhub)

為因應金融科技的發展，SEC 於 2018 年 10 月成立金融技術創新戰略中心<sup>6</sup>，該中心成立宗旨為提供公眾參與 SEC 的金融科技相關問題與資源—包含區塊鏈、數位市場融資、自動化投資建議、人工智慧四大領域。

該中心定位為一個交流平台，提供相關業者與大眾了解 SEC 在這些領域上的運作與相關監理內容，而業者與大眾也可給予回饋，與金融監理單位進行創新理念與技術發展的交流與溝通。透過出版或舉辦論壇之方式，與產業界進行交流。<sup>7</sup>

SEC 主席 Jay Clayton 表示，目前金融科技的發展，有助於資本形成，亦提供給機構與大眾投資者新的機會，該中心之目的除了促進創新之外，亦以保護投資者為重心。顯示該機構成立除建立一個與金融科技業者交流管道，透過彼此之間討論，讓業者了解監理機關之監管方向，亦讓主管機關持續更新了解該產業之發展進程，給予雙方調整的空間。

### (四) 分類代幣與判別代幣是否屬於證券

#### 1. 代幣分類

SEC 主席 Jay Clayton 於 2017 年曾撰文指出，從監理的觀點來看，

---

<sup>6</sup> 請參見 <https://www.sec.gov/finhub>

<sup>7</sup> 第二場論壇已於 2019 年 5 月 31 日舉行。

---

現今所有的代幣可分類為 3 種(Clayton, 2017; Momtaz, 2018)：

(1) 功能型代幣 (utility tokens)

功能型代幣類似票券 (vouchers)，此類型代幣授予代幣持有者一個權利，可在未來以此代幣兌換代幣發行人提供的產品或服務。持有此類代幣並不會擁有發行代幣企業的所有權 (ownership) 或控制權 (control rights)。

(2) 證券型代幣 (security tokens)

證券型代幣類似公司股權 (equity shares)，與股權證券面臨相同的管制。在許多國家，發行證券型代幣須向證券監理機關申請。以美國為例，美國證券管理委員會 (Securities and Exchange Commission, SEC) 以 Howey Test 判別代幣是否屬於證券型代幣。

(3) 加密貨幣型代幣 (cryptocurrency tokens)

加密貨幣型代幣一般而言是指用來當作價值儲存或交易中介的代幣，也就是加密貨幣 (cryptocurrency)。在許多國家，為了課稅的目的，將其視為資產 (asset) 加以監理。最有名的加密貨幣型代幣正是比特幣(Nakamoto, 2008)。另一個有名的例子是委內瑞拉 (Venezuela) 政府發行的法定加密貨幣 Petro。

以上三種分類並非彼此互斥，有些應用型代幣和證券型代幣也具有支付型代幣 (payment-token) (即加密貨幣型代幣) 的特徵，這些具混和性質的代幣又稱為混和型代幣 (hybrid tokens) (Dobrautz & Klebeck, 2018; Momtaz, 2018)。



---

## 2. 判別代幣是否屬於證券所用的方法—Howey Test

ICOs 所發行之代幣具有哪些性質會被定義為證券，主要是依據 2017 年 7 月 SEC 所發布之調查報告(U.S. Securities and Exchange Commission, 2017b, 2017a)，其說明提供數位資產必須符合證券法的要求，此為 SEC 第一次就代幣是否須納入監管進行討論。如代幣的發行是屬於證券發行的一種，且適用於證券法範圍，則證券主要監管機關—SEC 就須將代幣納入監理範圍內。

該份調查報告針對 Decentralized Autonomous Organization (縮寫為 DAO) 所發行之代幣，認定為具證券性質，因此須受到證券法的約束，除非獲得法規上豁免，不然都必須進行此類證券登記，才得進行銷售，如未註冊而販賣，就違反證券法之規定，有違法之實。

該報告以 Howey Test 進行代幣是否具證券性質之確認，也開啟後續各代幣於發行時是否屬於證券皆以此方式進行驗證，但並不僅局限於此法。

### (1) Howey Test 四條件

Howey Test 為美國聯邦最高法院於 1946 年在 SEC v. W. J. Howey Co.案中用來測試該案中的交易是否屬於投資契約之方式，如為投資契約，則將視為證券，並須遵守證券交易法與證券法之規定，進行登記以及公開資訊揭露。是否為證券由以下四條件進行確認：

- A. 以金錢進行投資 (It is an investment of money)：投資須以貨幣進行投資，但是在此部分並未僅限制於現金；
- B. 金錢投資是針對一共同事業 (The investment of money is in a common enterprise)；

---

C. 對於該投資具有獲利的期望 (There is an expectation of profits from the investment)；

D. 投資獲利來自發起人或第三方的努力 (Any profit comes from the efforts of a promoter or third party)。

(2) Howey Test 合併為三條件

2019 年 4 月，Finhub 發布「數位資產投資契約之架構分析」(U.S. Securities and Exchange Commission, 2019)，進一步說明如何去判斷數位資產是否屬於投資契約，是否屬於證券法所規範範圍。在 Howey Test 以金錢投資的部分，將其範圍從法定貨幣擴充到以其他虛擬貨幣購買亦符合此項條件。針對 Howey Test 第三項及第四項條件，則合併為一項條件：合理的獲利預期，而其獲利來自於他人努力。此條件將為此測試中最重要之關鍵，可分為是否仰賴他人努力，及是否具有合理的獲利預期兩方面探討，並於該聲明中列出具體條件，供民眾評估。

(五) SEC 內部報告—「數位資產證券發行與交易聲明」

SEC 內部執行部門—公司治理部(Division of Corporation Finance)、投資管理部(Division of Investment Management)，以及貿易與市場部(Division of Trading and Markets)曾聯名發布一份「數位資產證券發行與交易聲明」(Division of Corporation Finance, Division of Investment Management, & Division of Trading and Markets, 2018)，給予 SEC 相關建議<sup>8</sup>。

該聲明指出，針對數位資產之管理，SEC 的裁罰標準在於確定是

---

<sup>8</sup>此份聲明並非代表 SEC 之官方立場，僅是一份內部參考報告。

---

否為證券之範圍，如確實屬證券範圍，則不論該代幣本身之發行與銷售，乃至於相關從事販售之商業行為，都必須受到證券法及證券交易法之規範，需要向 SEC 註冊，並符合證券法所要求，如訊息揭露等規範。

該聲明共包含三部分，分別關於 ICOs 以及數位資產的銷售、投資於數位資產之投資工具與其顧問服務，以及數位資產在次級市場交易三項主題，以下分項摘要說明。

## 1. 數位資產發行與銷售

### (1) 執法議題

SEC 已執行許多執法行動，主要都關於兩項議題：

- A. 這些數位資產是否屬於聯邦證券法下所定義的證券內容。
- B. 如果這些數位資產屬於證券，那麼需要符合哪些註冊要求。

### (2) 未合法註冊數位資產發行的裁罰案例—AirFox 及 Paragon<sup>9</sup>

根據該執法行動，此兩家公司須付罰款，並且須根據 1934 年證券交易法第 12 條(g)將代幣註冊為證券，並且必須定期向 SEC 提出報告。同時兩家公司也承諾，如投資者因非法購買代幣而提出索賠時，兩家公司將給予賠償。

註冊之主要目的在於給予投資者保障，依 1933 年證券法註冊後，ICOs 及其銷售都需要給予註冊時所須揭露訊息給投資者，以給投資者足夠的訊息進行投資決策—包括決定向公司請求賠償，或是繼續持有代幣。

---

<sup>9</sup>請參見 <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-264>

---

## 2. 投資數位資產之投資工具

### (1) 1940 年投資公司法與 1940 年投資顧問法

1940 年投資公司法針對投資工具有相關註冊與監管架構，給予集合投資工具與服務提供者規範，投資數位資產之證券，亦包含在內。

### (2) 裁罰案例

2018 年 9 月，SEC 發布加密資產管理公司裁罰命令<sup>10</sup>，發現該公司經理人建立投資數位資產之對沖基金，未將該基金註冊為基金公司。該公司經理人非法從事未註冊之公開募集，使該基金成為非法經營。且該經理人為投資顧問，亦違反了 1940 年投資顧問法的反詐欺條款，為投資人做出誤導性的陳述。

SEC 建議如欲投資金融資產包含投資數位資產類別，必須遵守投資公司法與投資顧問法之規定，包含註冊、監管、信託等事項。

## 3. 數位資產次級市場交易

該聲明亦包含次級市場的交易，因為聯邦證券法定義某些交易行為必須被註冊為交易所或交易人須為已註冊之經紀商或自營商。

### (1) 交易所註冊

區塊鏈與分散式帳本促進了數位資產證券交易的創新方式，此類技術提供市場參與者與投資者包含交易對手搜尋、價格發現、及數位證券交易等用途。針對提供數位資產證券交易及作為交易所營運之平台，必須於 SEC 註冊為國家證券交易所(national securities exchange)

---

<sup>10</sup>請參見 <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-186>

---

或是具有免註冊之豁免條件，如遵守 SEC 所公布之 ATS 規則下，所運行之替代交易系統（Alternative Trading System, ATS）。

#### A. 交易所定義

聯邦證券交易法對交易所的定義如下：<sup>11</sup>

任何組織協會或團體組成、維持或提供市場或設施，匯集證券的購買者和銷售者或以其他方式履行證券交易所的功能。

由前述定義可知，如提供市場匯集買賣雙方之實體，則不論以何種技術進行，都必須確定業務行為是否已經符合聯邦證券法規對於交易所的定義，主管機關則採用功能性方法評估，以相關事實及情況來確認。

使用區塊鏈或分散式帳本技術之數位資產交易實體應考慮其實體活動，確保該數位資產是否屬於證券範疇，以及所提供之服務是否滿足法規對於交易所的定義。

#### B. 替代交易系統

ATS 作為不須註冊國家證券交易所之豁免條件，依規定需先註冊取得經紀商-自營商（broker-dealer）證照，並在營運前依據 ATS 規則提交營運計畫書、填寫 ATS 表格，向 SEC 申請核准後，始得註冊為 ATS 業者。

ATS 系統之優點在於除了國家證券交易所之外，可提供其他場所進行買賣家之配對，有助於市場流動性之增加。此外，其交易多採暗池交易，如大宗交易這類在一般交易所較難完成

---

<sup>11</sup> Rule3(a)(1), SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf> 最後瀏覽日期，2019/7/17。

---

之部分，可以透過此類系統進行買賣家配對。但隨著其蓬勃發展，監管機關也在揭露要求進行更多規範，維護市場平衡。ATS 系統多為電子化系統，提供買賣家撮合，營運時間可為全天候，交易時間與地點較不受限制，目前多數有意在美國從事數位資產交易所業務之業者，多以取得此項許可為目標。

### C. 裁罰案例：EtherDelta

SEC 針對數位交易平台 EtherDelta 創辦人進行執法行動<sup>12</sup>。該行動強調該平台未向 SEC 註冊，且未具有豁免註冊條件。

該平台運作形式為，透過共用訂單帳簿，在網站上顯示在以太鏈上的訂單與智慧合約，該平台的智慧合約提供驗證訂單消息、確認訂單、進行配對訂單以及更新分布式分類帳，給予投資人交易現況。依據 SEC 的驗證，發現該平台之行為已屬於交易所之定義，且未註冊為交易所或具免註冊條件。

## (2) 經紀商-自營商 (broker-dealer) 註冊

### A. 法規規定

進行 ICOs 之發行與銷售，及數位資產之次級交易之實體可作為經紀商或自營商，且必須向 SEC 註冊並且成為自律組織成員(通常為 Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)，各項法規規定如下。

- a. 證券交易法第 15(a)規定，如未依據證券交易法第 15(b)註冊，在沒有例外及豁免的情況下，任何經紀商與自營商誘導或誘使投資人買賣證券都是非法的。

---

<sup>12</sup> 請參見 <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-258>

---

b. 證券交易法第 3(a)(4)條定義經紀商是從事為他人帳戶進行證券交易業務的人。<sup>13</sup>

c. 證券交易法第 3(a)(5)條定義自營商為透過經紀商或其他方式以自己帳戶從事買賣證券業務的人。<sup>14</sup>

與認定交易所的方式相同，是採功能性方法評估，考量相關事實與情況，來進行判斷是否符合經紀商或是自營商的定義。

## B. 裁罰案例：TokenLot

SEC 對 TokenLot 進行之裁罰命令<sup>15</sup>，說明即使該公司未符合交易所之定義，但從事交易或促進數位資產證券交易，就其事實仍適用於經紀商與自營商的註冊。該公司自我描述為一家 ICOs 超市，提供投資者在 ICO 期間或之後進行購買數位資產，包含私募或是預售。雙方的經紀活動包含接受投資者的訂單以及支付資金，並包含支付發行人的收益。取決於承諾之最低佣金，該公司可以從 ICOs 籌資之收益比率得到收入。除交易所性質外，該公司亦以公司自身帳戶從事定期購入虛擬貨幣之交易行為。

---

<sup>13</sup> 1934 年證券交易法之定義為：any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others.

<sup>14</sup> 1934 年證券交易法之定義為：any person engaged in the business of buying and selling securities for such person's own account through a broker or otherwise.

<sup>15</sup> 請參見 <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-185>

---

## （六）證券型代幣發行（Security Token Offerings, STOs）豁免條件與發行實務

### 1. 發行之豁免條件

在美國 STOs 被視為證券，須遵循證券法與證券交易法，如公開招募則要求規定與內容較為繁瑣，實務上多會採取透過豁免規則來發行，以下針對各類豁免條件進行介紹(范建得, 2019)。<sup>16</sup>

#### （1）法規 A+

法規 A+ 須經 SEC 審核。法規 A+ 之豁免為與過去 IPOs 形式相近，差異點在於其要求的條件較少，對於較需要資金，且公司規模較小之科技新創公司，可以提供較有效率的融資方式，相較於其他的豁免仍有較高的限制，但依此規則發行之證券，可販售給非合格投資人與外國居民。根據募集金額限制，可區分為兩層：<sup>17</sup>

##### A. 第一層（tier 1）

允許募集限額不超過 2000 萬美元，時限為 12 個月內。

##### B. 第二層（tier 2）

允許募集限額不超過 5000 萬美元，時限為 12 個月內。針對投資人進行部分限制，非認可投資人有投資限制：

- a. 自然人：僅能購買不超過年收入或淨資產較大者的 10%；
- b. 非自然人：財務年度結束後收入或淨資產較大者的 10%。

---

<sup>16</sup> 請參見 <https://coinchoice.net/security-token-offering-explanation-2/>

<sup>17</sup> 請參見 SEC 官網 <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/rega> 最後瀏覽日期：2019/07/17。



---

另外，第二層募資方必須額外提供半年度、年度財報給主管機關。

## (2) 法規 D：私募

法規 D 不須經 SEC 審核，只須向 SEC 備案。根據法規 D 發行的證券為私募，共可分為三類型。

### A. 規則 504<sup>18</sup>

募集限額 500 萬美元以下，不能對不特定多數人進行銷售。可以徵求合格和非合格的投資者，閉鎖期為註冊後 6 個月或 1 年。

### B. 規則 506 (b)<sup>19</sup>

募集金額沒有上限，不能對不特定多數人進行銷售。合格投資者的數量沒有限制，但非合格投資者的數量應為 35 人或更少，閉鎖期為註冊後六個月。

### C. 規則 506 (c)<sup>20</sup>

沒有限制募集金額，且亦沒有限制合格投資者數量，但銷售必須限於合格的投資者。

## (3) 法規 S：向美國以外投資者發行

法規 S 為一種豁免，主要針對僅向外國投資者提供證券發行事宜，不須經 SEC 審核，只須向 SEC 備案。法規 S 的特徵有以下兩點：

---

<sup>18</sup> 請參見 <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-rule504.html>

<sup>19</sup> <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-rule506htm.html>

<sup>20</sup> 同前一註腳。

---

A. 證券的發行，招攬和銷售在海外進行，不在美國進行招攬和銷售。

B. 適用對象為美國註冊或由美國人創立之公司向外國投資者出售證券。

#### (4) 法規 C F：群眾籌資

如透過法規 CF 豁免，在投資人之限制僅為 18 歲以上投資者，但其針對募資額、投資人資格等都有一定的要求。

##### A. 募資額<sup>21</sup>

在 12 個月內，募集資金不得超過 107 萬美元。

##### B. 投資人資格<sup>22</sup>

a. 如投資人之年收入或淨資產其中之一低於 10.7 萬美元，在任意 12 個月期間內，個人最多可出資以下 2 金額之較大值：

I. 2,200 美元；或

II. 其年收入或淨資產較低者之 5%。

b. 如投資人年收入及淨資產兩者皆高於 10.7 萬美元，在任意 12 個月期間內，個人最多可投資其年收入或淨資產較低者之 10%，但不得超過 10.7 萬美元。

## 2. 發行實務

證券型代幣在不同的發行平台發行，採取之標準不盡相同，<sup>23</sup>這

---

<sup>21</sup> 請參見 SEC 網站 <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding> 最後瀏覽日期：2019/07/17。

<sup>22</sup> 請參見 SEC 網站 [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib\\_crowdfundingincrease](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_crowdfundingincrease) 最後瀏覽日期：2019/07/17。

---

些要求多為滿足財務安全及監管要求，直接將合規要求加入代幣中。

在發行代幣前期，需會計師與律師之協助，各大發行平台多會提供此類服務以協助募資者。

平台也會就募資方式進行投資者審核，為避免法律的繁瑣，多半會採私募之豁免方式，加快資金募集速度，但也限制了可投資者的身分與資格。在此情況下，便需要進行 KYC 及反洗錢的審核，並設立白名單，唯有符合白名單之帳戶才得以交易，保障後續交易安全。

## （七）STOs 交易平台案例

### 1. 交易平台 tZero

由美國電商巨頭 Overstock.com 所推出的 tZero 交易平台，為一受監管之 STO 平台。

#### （1）發展流程<sup>24</sup>

該公司先發行證券型代幣 TZROP 進行募資以建立交易平台，最初採 ICO 方式進行，但未獲主管機關同意，最後該公司以私募方式之法規 D 豁免進行對合格投資人之募集，2018 年 8 月 6 日最終共募集 1.34 億美元。此募集之證券型代幣可於 2019 年 1 月 10 日後開始在平台上交易，預計將於 2019 年 8 月 6 日募資滿一週年時，開放一般大眾投資人參與買賣。



---

<sup>23</sup> 請參見 [https://www.huobiinfo.com/news/baseDetail\\_24994/](https://www.huobiinfo.com/news/baseDetail_24994/)

<sup>24</sup> 資料來源：[https://www.bishijie.com/shendu\\_7368](https://www.bishijie.com/shendu_7368)

---

## (2) 合規要求<sup>25</sup>

- A. tZero 旗下子公司 Pro Securities LLC 負責運作交易平台，並取得 ATS 系統註冊，受 SEC 及 FINRA 所監管。
- B. 委託經紀商-自營商 (broker-dealer) Dinosaur Financial Group LLC 提供經紀服務給投資人，<sup>26</sup>以交易 tZero 的證券型代幣。
- C. 發行證券型代幣 TZROP，採用法規 D 針對合格投資人進行募集，針對投資人之資格進行調查，滿足 KYC 及 AML 的要求，降低交易風險。

## 2. 交易平台 Open Finance

Open Finance 為另一個交易平台，亦採用 ATS 系統，在官網之問答集說明其與 Harbor、Securitize 和 Polymath 等國際型發行平台進行合作，<sup>27</sup>該平台用戶在註冊時會由平台進行相關資格確認，並將其認定後資格在未來交易時進行客戶差異化，每位客戶依其條件購買被允許之代幣。<sup>28</sup>

## 二、 自律組織—虛擬商品協會

目前美國尚無較具規模之加密貨幣及 ICOs 自律組織，由 Cameron Winklevoss 和 Tyler Winklevoss 兄弟成立自律組織—虛擬商品協會 (virtual commodity association)，<sup>29</sup>此為由行業贊助之自律組織，成員

---

<sup>25</sup> 資料來源：

<https://www.blocktempo.com/overstocks-tzero-token-platform-has-officially-opened-for-trading-1/>

<sup>26</sup> 資料來源：

<http://dinogroup.com/wp/tzero-partners-with-dinosaur-for-launch-of-digital-securities-trading/>

<sup>27</sup> 資料來源：<https://openfinance.io/faqs/>

<sup>28</sup> 資料來源：<https://stoscope.com/sto/openfinance-network>

<sup>29</sup> 請參見其官方網站 <https://virtualcommodities.org/>

---

包含 bitFlyer、Bitstamp、Bittrex、Gemini 等加密貨幣交易所，該協會之目標指出其為非營利與獨立組織，並不經營市場，且不以成為該行業協會為目標。此外與其他自律組織不同之處，他並沒有就證券型代幣或證券交易平台提供相關監理機制，目標在於致力設置全球標準。但截至目前為止，並無明確相關運作之情事。

## 第二節 香港

### 一、 香港證券及期貨事務監察委員會 (Securities and Futures Commission, SFC)

#### (一) 將符合證券定義的數位代幣納入監管

香港迄今無 ICOs 專法，香港證券及期貨事務監察委員會（以下簡稱證監會）於 2017 年發表「有關首次代幣發行的聲明」，定義 ICOs 為「一般涉及發行採用分布式分類帳或區塊鏈技術所創造和分發的數碼代幣」，並聲明當代幣涉及股份、債權證及集體投資計畫的權益，可能會被視為「證券」監管(香港證券及期貨事務監察委員會, 2017)。

#### 1. 符合證券定義的代幣

香港證券及期貨事務監察委員會(2017)進一步說明符合證券定義的代幣如下：

##### (1) 股份

在 ICO 中發售的數碼代幣如代表一家公司的股權或擁有權權益，便有可能被視為“股份”。舉例來說，代幣持有人可獲賦予股東權利，例如有權收取股息和有權在公司清盤時參與剩餘資產的分配。

---

## (2) 債權證

如數碼代幣的用途是訂立或確認由發行人借取的債務或債項，便有可能被視為“債權證”。舉例來說，發行人可於指定日期或贖回時向代幣持有人償還投資本金和向他們支付利息。

## (3) 集體投資計畫

假如發售代幣所得的收益是由 ICO 計劃營辦者作集體管理並投資於不同項目，藉此讓代幣持有人可參與分享有關項目所提供的回報，數碼代幣便有可能被視為“集體投資計畫”的權益<sup>30</sup>。

## 2. 納入監管範圍的活動

香港證券及期貨事務監察委員會（2017）就納入監管的活動說明如下：

如 ICO 所涉及的數碼代幣符合“證券”的定義，就該類數碼代幣提供交易服務或提供意見，或者管理或推廣投資數碼代幣的基金，均可能構成“受規管活動”。從事“受規管活動”的人士或機構，不論是否位處香港，只要其業務活動是以香港公眾為對象，便須獲證監會發牌或向證監會註冊。凡 ICO 涉及向香港公眾提出購買“證券”或參與集體投資計畫的要約，除非獲得豁免，否則可能須根據法例獲得註冊<sup>31</sup>或認可<sup>32</sup>。任何人士或機構如在二手市場上（例如在加密貨幣交易所）從事有關代幣的買賣，亦可能須遵守證監會所訂的發牌及操守規定。此外，與自動化交易服務和認可交易所<sup>33</sup>有關的若干規定，或適用於加密貨幣交易所的業務活動。

---

<sup>30</sup> 香港證券及期貨事務監察委員會（2017）指出：

《證券及期貨條例》...界定的“集體投資計畫”一般包含四項要素：須涉及就財產而作出的安排；參與者對所涉財產的管理並無日常控制；該財產整體上是由營辦有關安排的人或代該人管理的，及／或參與者的供款和用以付款給他們的利潤或收益是匯集的；及有關安排的目的或作用是使參與者能夠分享或收取從上述財產取得或管理而產生的利潤、收益或其他回報。

<sup>31</sup> 香港證券及期貨事務監察委員會（2017）原文所加註解：

《公司(清盤及雜項條文)條例》第 II 及第 XII 部下的招股章程制度。

<sup>32</sup> 香港證券及期貨事務監察委員會（2017）原文所加註解：

根據《證券及期貨條例》第 IV 部，除非享有豁免，否則有關集體投資計畫的銷售文件須經證監會認可，方可向香港公眾發出。

<sup>33</sup> 香港證券及期貨事務監察委員會（2017）原文所加註解：

定義見《證券及期貨條例》第 III 部。

---

### 3. 監管行動案例

2018年香港公司 Black Cell Technology Limited (Black Cell) 透過其網站首次發行數位代幣，投資者未來可贖回 Black Cell 的股權，證監會認為其構成集體投資計畫，無牌進行受監理活動因而停止其向香港公眾進行首次代幣發行(香港證券及期貨事務監察委員會, 2018b)。

#### (二) 將虛擬資產投資組合管理公司、虛擬資產基金分銷商、交易平台納入監管

證監會於2018年11月發表「有關針對虛擬資產投資組合的管理公司、基金分銷商及交易平台營運者的監管框架的聲明」(香港證券及期貨事務監察委員會, 2018a)。

##### 1. 不受證監會監理的範圍

香港證券及期貨事務監察委員會(2018a)指出不受該會規管的範圍為：

...假如涉及的虛擬資產不屬於"證券"或"期貨合約"(或同等金融工具)的法律定義範圍，其市場便可能不受證監會監察。因此，若投資者經不受規管的交易平台買賣虛擬資產或投資由不受規管的投資組合管理公司所管理的虛擬資產投資組合，便不會享有根據《證券及期貨條例》所提供的保障...。...管理只投資於不構成"證券"或"期貨合約"的虛擬資產的基金不算是《證券及期貨條例》所指明的"受規管活動"。同樣地，僅就不屬於"證券"的定義範圍的虛擬資產提供交易服務的平台營運者，亦不受證監會規管。

##### 2. 納入證監會監理的範圍

儘管如此，香港證券及期貨事務監察委員會(2018a)指出：

...假如公司從事分銷那些投資於虛擬資產的基金，則無論該等資產是否構成"證券"或"期貨合約"，它們均須獲證監會發牌或向

---

證監會註冊。

### 3. 監管方針

#### (1) 虛擬資產投資組合管理公司

##### A. 監理範圍

香港證券及期貨事務監察委員會(2018a)說明監理範圍如下：

- 管理完全投資於不構成"證券"或"期貨合約"的虛擬資產的基金並在香港分銷該等基金的公司

這類公司由於在香港分銷這些基金，故一般須領有第 1 類受規管活動（證券交易）的牌照。證監會亦會對管理這些基金的活動施加發牌條件，藉此進行監察；及

- 就管理"證券"及／或"期貨合約"的投資組合而領有或須申領第 9 類受規管活動（提供資產管理）的牌照的公司

如第 9 類中介人除了管理證券及／或期貨合約的投資組合（將構成受規管活動）外，還管理另一完全或部分投資於非證券期貨虛擬資產的投資組合，目前的法律和監管規定並不適用於該中介人所管理的涉及非證券期貨虛擬資產的投資組合或部分投資組合。

然而，就上述所指第 9 類中介人進行的某些資產管理活動可能不受法律監管的情形，證監會亦指出：

如這類公司亦管理完全或部分（受最低額豁免規定所限）投資於並不構成"證券"或"期貨合約"的虛擬資產的投資組合，則證監會亦將透過施加發牌條件，對有關的管理工作進行監察。

##### B. 監理規定

香港證券及期貨事務監察委員會(2018a)說明以下的監理規定將施加於：

管理或擬管理(i)已述明投資目標為投資於虛擬資產；或(ii)有意將投資組合中 10% 或以上的總資產價值投資於虛擬資產（10% 最低額豁免規定）的投資組合的持牌法團。



## a. 投資人限制及風險揭露

持牌法團應僅容許該條例所界定的專業投資者，投資其管理的(i) 述明投資目標為投資於虛擬資產；或(ii)有意將投資組合中 10% 或以上的總資產價值投資於虛擬資產的任何投資組合<sup>34</sup>。為確保有意投資的人士可作出有根據的決定，持牌法團亦應清楚地向他們及獲委任分銷其虛擬資產基金的分銷商披露所有相關風險。

## b. 資產保障

持牌法團應選擇最合適的保管安排。例如，資產是否應由持牌法團自行保管（即自行保管資產）或存放於某第三方保管人或交易所。

## c. 投資組合價值評估

...持牌法團應以小心謹慎的態度，在顧及相關情況及符合其管理的投資組合的投資者最佳利益的前提下，就估值原則、方法、模式及政策作出合理適當的選擇，同時應就其選擇向投資者妥善地作出披露。

## d. 風險管理

持牌法團應就投資組合所投資的每個產品或市場，以及投資組合對每個交易對手的風險承擔設定適當的限制。...他們還應定期進行壓力測試，...在交易對手風險管理方面，...持牌法團在與虛擬資產交易所進行交易之前，應該實施額外的程序以評估交易所是否可靠及廉潔穩健...

## e. 會計師審核<sup>35</sup>

持牌法團應確保指定一名獨立的核數師對其管理的基金的財務報表進行審計。持牌法團在選擇核數師時，應考慮（其中包括）核數師是否具備相關經驗和能力，以查驗虛擬資產的是否存在和其擁有權，以及確定虛擬資產估值的合理性。

<sup>34</sup>香港證券及期貨事務監察委員會（2018a）註解：

這不適用於證監會根據該條例第 104 條認可的集體投資計劃。

<sup>35</sup>香港證券及期貨事務監察委員會（2018a）文中的「核數師」意指會計師。

## f. 速動資金

根據《證券及期貨(財政資源)規則》，法團如持有第 9 類受規管活動牌照及持有“客戶資產”，便須維持不少於 300 萬元的規定速動資金（或其可變動規定速動資金，以較高者為準）。另一方面，法團如果並無持有任何“客戶資產”，則須維持不少於 100,000 元的規定速動資金（或其可變動規定速動資金，以較高者為準）。儘管非證券期貨虛擬資產不屬於“客戶資產”的定義範圍，...，代表其管理的投資組合而持有非證券期貨虛擬資產的持牌法團須維持不少於 300 萬元的規定速動資金（或其可變動規定速動資金，以較高者為準）。

### (2) 虛擬資產基金分銷商

香港證券及期貨事務監察委員會（2018a）指出：

在香港分銷（完全或部分）投資於虛擬資產的基金的公司將須領有第 1 類受規管活動（證券交易）的牌照或註冊。因此，這類公司在分銷這些基金時須符合現有規定，包括提供適當建議的責任。<sup>36</sup>

### (3) 探索將交易平台營運者納入監管

#### A. 可申請進入監管沙盒

香港證券及期貨事務監察委員會（2018a）指出：

根據《證券及期貨條例》（第 571 章）（該條例），證監會獲賦權就進行該條例所界定的“受規管活動”向有關人士批給牌照。平台營運者若有意獲證監會發牌，便應在香港經營網上交易平台，並在其平台上提供符合“證券”定義的一項或多項虛擬資產的交易服務。這樣，該平台營運者便會歸入證監會的管轄範圍，並須領有第 1 類（證券交易）及第 7 類（提供自動化交易服務）受規管活動的牌照<sup>37</sup>。上述方案屬自願參與性質，旨在

<sup>36</sup>證監會於 2018 年 11 月 1 日發表「致中介人的通函—分銷虛擬資產基金」，說明分銷虛擬資產基金應達到的標準與作業方式；詳見：

<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=18EC77>

<sup>37</sup>香港證券及期貨事務監察委員會（2018a）註解：

如《監管自動化交易服務的指引》所規定，在現行監管框架下，提供自動化交易服務的人士或機構應根據該條例第 III 部獲認可，或根據該條例第 V 部就第 7 類受規管活動獲發牌或註冊。在一般情況下，如提供自動化交易服務是在執行某項交易職能（如證券交易）時所附帶發生，則適宜適用第 V 部項下的自動化交易服務牌照或註冊。該等自動化交易服務提供者通常是提供交易服務的中介人，其將自動化交易服務作為一項附加設施予以提供。如提供自動化交易服務屬核心職能，則適宜適用第 III 部項下的

---

將致力依循證監會的嚴格標準的平台運營者及不願意或未能符合證監會制定的操守標準的平台運營者加以區分。

## B. 核心發牌條件

香港證券及期貨事務監察委員會 (2018a) 建議的發牌條件

為：

### ■ 虛擬資產交易活動全部在單一法律實體下進行

平台營運者應確保其公司集團進行的所有（積極向香港投資者推廣或在香港進行的）虛擬資產交易業務活動（以下簡稱有關活動），是在獲證監會發牌的單一法律實體下進行。有關活動指在平台及非平台進行的任何虛擬資產（不論代幣屬何種性質）交易活動，及純粹為提供有關交易服務而作出的任何活動。... 有關活動若全部納入須獲發牌的單一法律公司實體，便能讓證監會對該持牌實體進行詳盡和全面的監察，及避免公眾對其哪些業務獲證監會發牌和監察產生混淆。

### ■ 全部虛擬資產交易業務均須遵守適用的規定

平台營運者應就一切有關活動遵守所有適用的監管規定（包括證監會施加的任何發牌條件）。儘管該等活動未必涉及屬於“證券”的虛擬資產，但可能影響平台營運者的整體適當人選資格。

### ■ 只向「專業投資者」提供的服務

鑑於虛擬資產交易涉及重大風險，平台營運者應僅向“專業投資者”提供服務。<sup>38</sup>

### ■ 對首次代幣發行的代幣在最初 12 個月的交易限制

平台營運者應在完成首次代幣發行（initial coin offering，簡稱 ICO）至少 12 個月後或在 ICO 項目已開始產生利潤時（以較早者為準），才接納透過該 ICO 發行的虛擬資產（簡稱 ICO 代幣）在其平台上交易。

### ■ 交易不得融資、不得有槓桿成分或買賣與虛擬資產有關的期貨合約或其他衍生性產品

---

自動化交易服務認可。

<sup>38</sup> 香港定義的「專業投資者」包括 1. 信託法團：擔任一項或多於一項信託的信託人，而該項或該等信託下獲託付的總資產不少於港幣 40,000,000 元；2. 個人：擁有的投資組合不少於港幣 8,000,000 元；3. 法團、合夥：擁有的投資組合不少於港幣 8,000,000 元或擁有的總資產不少於港幣 40,000,000 元。

平台營運者應僅在客戶於其平台的帳戶有足夠的法定貨幣或虛擬資產支付交易時，才為該客戶執行交易。此外，平台營運者不應向投資者提供任何財務通融，以讓他們購買虛擬資產。同時，亦不應就虛擬資產相關的期貨合約或其他衍生工具進行有關活動。

除上述條件外，證監會指出持牌的平台營運者亦應遵守其他相關法規，特別是：

須符合《操守準則》<sup>39</sup>第 5.1 段下的認識你的客戶程序和第 5.2 段下的合適性規定，並遵守《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集指引（適用於持牌法團）》。

### （三）證券型代幣發行

#### 1. 證券型代幣定義

證監會於 2019 年 3 月發表「有關證券型代幣發行的聲明」，聲明表示（香港證券及期貨事務監察委員會，2019）：

STO 通常指具備傳統證券發售屬性的特定代幣發行，當中涉及運用區塊鏈技術以數碼形式來表達資產擁有權（例如黃金或房地產）或經濟權利（例如利潤或收益的分佔權）的證券型代幣。

#### 2. 監理範圍

香港證券及期貨事務監察委員會（2019）表示：

在香港，證券型代幣可能屬於《證券及期貨條例》下的“證券”，並因而受到香港證券法例的規管。在證券型代幣屬於“證券”的情況下，任何人如要推廣及分銷證券型代幣（不論是在香港或以香港投資者為對象），除非獲得適用的豁免，否則須根據《證券及期貨條例》就第 1 類受規管活動（證券交易）獲發牌或註冊。任何人在未獲發牌的情況下從事受規管活動，除非獲得豁免，否則屬刑事罪行。

#### 3. 監理規定

香港證券及期貨事務監察委員會（2019）言明「推廣及分銷證券

<sup>39</sup> 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》。

---

型代幣的中介人」應遵守相關規定，重點包括：

■ 銷售限制

中介人如推廣或分銷證券型代幣，必須就第 1 類受規管活動（證券交易）獲發牌或註冊，而證券型代幣應只發售予專業投資者。

■ 盡職審查

分銷證券型代幣的中介人應進行妥善的盡職審查，以深入掌握有關 STO 的情況，當中應包括（但不限於）管理層、研發團隊及發行人的背景及財政穩健性，以及支持有關證券型代幣的資產是否存在和有關資產所附帶的權利。中介人亦應細閱與 STO 相關的所有材料，包括已公布的資料（例如白皮書）及任何相關推廣材料，並且應確保向客戶提供的所有資料均為準確及不具誤導性。

■ 須提供予客戶的資料

為協助客戶作出有根據的投資決定，中介人應以清晰及易於理解的方式提供有關 STO 的資料。中介人亦應在當眼處提供警告聲明，說明與虛擬資產有關的風險。

## 第三節 新加坡

### 一、新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS)

新加坡數位代幣 (Digital Token) 及虛擬貨幣 (Virtual Currency) 的主要監理機關為金融管理局 (以下簡稱金管局)。新加坡並未制訂 ICOs 專門法規，相關法令適用情形均由金管局以發表聲明或文章的方式加以解釋說明。

#### (一) 有關數位代幣的聲明與數位代幣定義

金管局於 2017 年曾發布聲明，表示數位代幣與虛擬貨幣有所區別，數位代幣是一種透過密碼保護 (cryptographically-secured) 的代幣，表彰代幣持有人獲得利益的權力或表彰行使特定功能的權力；虛

---

擬貨幣則是數位代幣中的一種特殊形式，其功能類似傳統的貨幣—交易媒介 (medium of exchange)、價值單位 (unit of account) 以及價值儲存(store of value)功能 (Monetary Authority of Singapore, 2017a)。

2018 年金管局表示民眾應該了解於不受監管的數位代幣交易所進行交易或投資，不屬於金管局監理範圍亦不存在監理保障措施 (Monetary Authority of Singapore, 2018b)。

## (二) 「數位代幣發行指引」

金管局於 2017 年 11 月發布「數位代幣發行指引」，並持續更新，至 2019 年 6 月止，最新版本為 2019 年 4 月發布的更新版 (Monetary Authority of Singapore, 2017b; 2019)，除了提供業者相關法律遵循規定外，亦提供案例指引。

### 1. 代幣符合證券期貨法規範的資本市場商品須提公開說明書

「數位代幣發行指引」指出，若數位代幣的發行，符合新加坡證券期貨法 (Security and Futures Act, SFA) 規範的資本市場商品，除非符合豁免條件，否則須事先向金管局提出公開說明書 (Prospectus)，該說明書內容須符合證券期貨法及財務顧問法 (Financial Advisor Act, FAA) 之規範。

#### (1) 符合證券期貨法規範的資本市場商品

新加坡證券期貨法 (Security and Futures Act, SFA) 規範的資本市場商品在 SFA PART I 2 (1) 中定義為股權、集體投資計畫、衍生性商品合約、涉及槓桿交易的外匯衍生性商品合約及其他可定義為資本市場商品之商品。

「數位代幣發行指引」特別指出資本市場商品典型的例子是股權

---

(shares)、公司債券 (debentures)、信託 (a unit in a business trust)、證券性質的衍生性合約 (a securities-based derivatives contract) 及集體投資計畫 (a unit in a collective investment scheme) 等。金管局強調以上資本市場商品亦應遵守 SFA 所規範之防制洗錢及打擊資恐相關規定。

## (2) 豁免條件

### A. 小額籌資

一年內向一般人籌資不超過等值 500 萬元新幣。

### B. 私下募集

一年內僅私下募集，募集人數未超過 50 人。

### C. 特定對象募集

僅向機構投資人或專業投資人發行等。根據 SFA 4A (1)

定義，專業投資人可分為：

- a. 個人：其淨資產超過等值 2 百萬美元；或其淨金融資產(扣除負債)之價值超過等值 1 百萬美元。
- b. 公司：淨資產價值超過等值 1 千萬美元。
- c. 被認可有能力的信託受託人。

## 2. 中介業者規範

金管局將典型中介業者分為：初級平台 (Primary Platform)、財務顧問及交易平台 (Trading Platform)。金管局強調，外國發行的數位代幣及境外的初級平台亦須符合新加坡證券期貨法的規範。

---

### (1) 初級平台 (Primary Platform)

從事有關數位代幣發行之初級平台業者，如該數位代幣符合證券期貨法規定的資本市場產品時，除非符合豁免資格，否則需遵守證券期貨法之規定，依該數位代幣所適用之資本市場產品，取得提供相關業務之執照資格。

### (2) 財務顧問

若財務顧問對投資數位代幣提供諮詢與建議，該財務顧問必須取得財務顧問執照或是豁免財務顧問<sup>40</sup> (exempt financial adviser) 許可。

### (3) 交易平台 (Trading Platform)

在新加坡建立或是營運一個數位代幣交易平台，當該數位代幣符合資本市場商品特性時，不管是平台的建立、營運者，或是以其名義而營運者，須遵守 SFA 之規定取得 SFA 的許可或認可；從事次級交易的平台則須向 SFA 申請交易所 (an approved exchange) 或市場營運商 (market operator) 執照。

## 3. 申請監理沙盒

任何由 MAS 監理且透過創新技術應用以提供財務服務的公司，皆可以申請監理沙盒。

2019 年 5 月底 iSTOCK 交易平台宣布進入 MAS 監理沙盒，該交易平台旨為透過數位代幣幫助企業籌措資金，提供一個透明且快速的籌資方式。該平台預計 2020 年完成沙盒實驗，成為首個提供 STO 發

---

<sup>40</sup>根據第 23 (1) 條，銀行法核准發牌的銀行、批准成為金融機構並獲准經營提供任何財務諮詢服務的商業銀行、根據保險法核准發牌照的公司或合作社、根據證券及期貨法持有資本市場服務牌照財務公司已獲豁免遵守財務公司法，以進行提供任何財務顧問服務，以及經核准的交易所等，為可以獲豁免持有財務顧問牌照的財務顧問。



---

行和交易的受監理市場營運商。<sup>41</sup>

#### 4. 案例說明

##### (1) 案例 1

###### A. 態樣

A 公司為了發展交易平台而發行數位代幣 A，代幣 A 僅能支付使用平台之費用，但對平台之運作未能表彰任何權力。

###### B. 監理說明

數位代幣 A 並未能表彰持有者的任何權力，僅作為該交易平台商品服務之支付工具，因此不受證券及期貨法規監理。

##### (2) 案例 2

###### A. 態樣

B 公司透過發行數位代幣 B 籌資以發展購物中心，該代幣表彰持有者擁有的 B 公司股份，此外，B 公司未來也有意向持有者提供財務建議。

###### B. 監理說明

數位代幣 B 符合 SFA 規範的證券，除非達豁免資格，否則應提供公開說明書；B 公司因提供證券性質之數位代幣交易及財務建議，因此需申請資本市場服務執照及財務顧問執照，另外，亦需符合防制洗錢及打擊資恐之規範。

---

<sup>41</sup> <https://medium.com/istox>

---

### (3) 案例 3

#### A. 態樣

C 公司有意發行數位代幣 C 向群眾募資，該資金由 C 公司管理，將投資於新創公司、採礦設備或房地產等多角化投資組合，而數位代幣 C 之持有者，未能干涉 C 公司之營運，及投資組合的管理。

#### B. 監理說明

數位代幣 C 符合 SFA 規範之集體投資計畫，因此需申請資本市場服務執照，及符合防制洗錢及打擊資恐之規範，惟 C 公司未提供財務建議服務，因此不需符合 FAA 之規範。

### (4) 案例 4

#### A. 態樣

D 公司有意發行數位代幣 D 向新加坡以外之群眾募資，該資金由 D 公司管理，將投資於新創公司等多角化投資組合，而數位代幣 D 之持有者，未能干涉 D 公司之營運，及投資組合的管理。

#### B. 監理說明

數位代幣 D 雖符合 SFA 規範之集體投資計畫，惟僅向新加坡外之國家募集資金，因此募集不受 SFA 規範。若公司 D 於募集完成後仍繼續進行基金管理業務，則需申請資本市場服務執照，即亦須符合防制洗錢及打擊資恐之規範，惟 D 公司未提供財務建議服務，因此不需符合 FAA 之規範。

---

## (5) 案例 5

### A. 態樣

E 公司計劃建立一個平台，幫助新創業者透過數位代幣 E 向投資者募集資金，為方便每個新創業者籌資，E 公司將設立一個獨立的實體 (Entity)，投資者向該實體提供貸款 (Loan)，即數位代幣 E 代表投資者向實體提供貸款的債權人權利，為促進數位代幣 E 之次級交易，平台亦作為一個次級市場運作。此外，E 公司擬向投資者提供有關產品的財務建議。

### B. 監理說明

數位代幣 E 符合 SFA 所規範之有價證券中之債券。

該「實體」除非達豁免資格，否則應提供公開說明書，及申請資本市場服務執照，亦須符合防制洗錢及打擊資恐之規範。

E 公司負責運作平台及提供財務建議，因此，除非達豁免資格，否則應提供公開說明書，及申請資本市場服務執照、財務顧問執照，交易所或是市場營運商的執照，亦須符合防制洗錢及打擊資恐之規範。

## (6) 案例 6

### A. 態樣

F 公司有意設立一個數位平台，僅交易支付型代幣 (例如：比特幣)。

---

## B. 監理說明

該類支付型代幣相關活動不受金管局監理，但該公司仍須遵守支付服務法（The Payment Services Act, PS Act）。<sup>42</sup>

### (7) 案例 7

#### A. 態樣

G 公司有意發行數位代幣 G，該公司設立於美國，根據美國法律（或 Howey Test）該數位代幣受未來簡單代幣協議（Simple Agreement for Future Tokens）的約束，且是投資契約（符合證券性質），數位代幣 G 將在第三方加密貨幣交易所上市。

#### B. 監理說明

數位代幣 G 在次級市場交易並不表示受 SFA 規範，另外，Howey Test 的規範並不表示在新加坡亦受 SFA 規範，G 公司須評估數位代幣 G 之性質是否符合 SFA 管轄之商品性質。

### (8) 案例 8

#### A. 態樣

H 公司計劃建立一個蒐集消費者資料的平台，投資人透過數位代幣 H 參與平台活動，亦作為參與平台活動的獎勵，惟不具有進一步投資平台的功能。

---

<sup>42</sup> 支付服務法（The Payment Services Act, PS Act）於 2019 年 1 月 14 日通過，提供數位代幣支付或交換的服務，必須獲得許可，且須遵守 PS ACT 下的防制洗錢及打擊資恐規範，並將被要求制定政策、程序和控制措施以控制防制洗錢及打擊資恐風險。

---

B. 監理說明

數位代幣 H 不具 SFA 管轄之商品性質。

(9) 案例 9

A. 態樣

I 公司發行數位代幣 I，I 公司提供數位代幣擁有者募集前到募集後的諮詢服務，包含介紹白皮書、募集目標等，但未提供財務建議。

B. 監理說明

數位代幣 I 不具 SFA 管轄之商品性質，亦未提供財務建議服務，因此未受 FAA 管轄，惟該代幣有可能被認為是支付工具，若屬支付工具則須遵守 PS Act。

(10) 案例 10

A. 態樣

J 公司發行數位代幣 J 在新加坡籌集資金開發平台，將賦予持有者使用該平台並將其代幣 J 出售給 J 公司的權利。

B. 監理說明

由於 J 公司有義務回購數位代幣 J，如果代幣 J 代表 J 公司的債權憑證，J 公司可能需要資本市場服務許可才能進行交易，資本市場服務許可證的持有者必須遵守防制洗錢及打擊資恐之規範。

---

## (11) 案例 11

### A. 態樣

K 公司發行數位代幣 K，為實現相對穩定的數位代幣價格，數位代幣 K 與美元掛鉤，持有人有權以每個 Token 1 美元的價格與 K 公司交換代幣 K，K 公司亦有義務向投資人回購數位代幣 K，K 公司期望未來發展數位代幣 K 作為支付購買使用。

### B. 監理說明

由於 K 公司有義務回購數位代幣 K，若代幣 K 代表 K 公司的債權憑證，K 公司可能需要資本市場服務許可才能進行交易，資本市場服務許可證的持有者必須遵守防制洗錢及打擊資恐之規範。另外，根據 PS Act，數位代幣 K 因做支付使用可被視為「電子貨幣」，公司 K 必須根據 PS Act 獲得許可。

## (三) 上市公司發行 ICOs 應負的監管義務

金管局於 2018 年 11 月發表專欄文章說明上市公司若要發行 ICOs 應負的監管義務，如下數點 (Monetary Authority of Singapore, 2018a)：

### 1. 應先諮詢新加坡交易所子公司 SGX RegCo

該文提到發行人計劃發行 ICOs 前應先諮詢 SGX RegCo。

### 2. 應舉辦股東說明會

另外，也建議上市公司應舉辦股東說明會，讓股東能充分了解發行 ICOs 的限制規範及風險等。

---

### 3. 揭露資訊

為了確保投資人能夠做出明確的決定，ICOs 發行人需揭露以下資訊：

- (1) ICOs 產生的風險（包括營運、網絡安全、操縱、法律和聲譽風險）；
- (2) 籌集資金的使用目的和利用資金的關鍵里程碑；
- (3) 「了解你的客戶（KYC）」審查，以符合防制洗錢和打擊資恐規範；
- (4) ICOs 的會計和估價處理；
- (5) 利用發行人資金執行 ICOs 的情形；
- (6) ICOs 及交割條款對於發行人財務的影響；
- (7) 對現有股東權利的影響；
- (8) SGX RegCo 認為必要的任何其他資訊。

## 第四節 瑞士

### 一、 瑞士金融市場監理局（Swiss Financial Market

#### Supervisory Authority, FINMA）發布 ICOs 監理指南

FINMA 於 2018 年 2 月發布 ICOs 監理指南，提醒投資人注意 ICOs 的風險和代幣的高價格波動性，並將代幣及 ICOs 區分為 3 種類型，言明具證券屬性之代幣須遵循證券相關法令 (FINMA, 2018a, 2018b)。

---

## （一）代幣分類

### 1. 支付型代幣（Payment tokens）

此代幣等同於加密貨幣，是作為取得產品或服務的支付工具，或作為金錢或價值轉移的工具，代幣持有人對發行人無請求權。

### 2. 功能型代幣（Utility tokens）

代幣發行人開發可供實際運用之特定區塊鏈技術產品，代幣持有人可將代幣使用於發行人所提供之應用與服務，代幣是對該等應用與服務的通行證。

### 3. 資產型代幣（Asset tokens）

此代幣持有人對 ICOs 發行人之資產有請求權(如股權或債權)，例如：代幣持有人若可分享發行人營運所產生之盈餘，則該代幣性質即形同股權（equities）。可使實體資產在區塊鏈上交易的代幣也屬於此類代幣。

以上三種分類並非彼此互斥，有些資產型代幣和功能型代幣也可以被分類成支付型代幣，這些具混和性質的代幣又稱為混和型代幣（hybrid tokens）

## （二） ICOs 分類

FINMA 在評估 ICOs 時，原則是關注在代幣的經濟功能與使用目的上。關鍵因素是代幣的使用目的以及代幣是否已經可交易或可轉讓。



---

## 1. 支付型 ICOs (Payment ICOs)

對於其代幣是作為支付手段並且已經可以轉讓的 ICOs，FINMA 會要求遵守反洗錢法規。但是，FINMA 不將此類代幣視為證券。

## 2. 功能型 ICOs (Utility ICOs)

當代幣的唯一目的是作為使用應用程式或服務的通行證，且在發行時已經可以這樣使用，這些代幣就不屬於證券。但如果該代幣有單獨或部分作為經濟性投資，FINMA 會將此類代幣視為證券（即與資產型代幣相同）。

## 3. 資產型 ICOs (Asset ICOs)

FINMA 將此類代幣視為證券，這意味著交易此類代幣需符合證券法規，以及「瑞士義務法」(Swiss Code of Obligations) 下的民法要求（例如公開說明書相關規定）。

### (三) 證券相關法令定義之證券

「金融市場基礎設施法」(Financial Market Infrastructure Act, FMIA) 管轄金融市場基礎設施的組織和運作，以及有關證券和衍生品交易之參與者行為。旨在確保金融市場的正常運作和透明度，金融體系的穩定性以及對交易市場的保護。其中該法定義證券為以下 4 種類別(Art. 2 let. B FMIA)<sup>43</sup>：

1. 標準化；
2. 認證證券(Wetpapiere)；
3. 記帳式股權(Wertrechte)；

---

<sup>43</sup><https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/38013.pdf>

#### 4. 衍生品及間接持有型。

上述 4 種類別證券為根據一般法規（公司章程／發行條款）為基礎所發布大量且同質性的權證，即相同交易結構與面額的公開發行超過 20 個投資人參與，其目的不是為單一參與者所創造(Art. 2 para.1 FMIA)。另外「民法」(Code of Obligations, CO) 對未認證類別之證券，其唯一的要求為：發行未認證之證券需保留發行數量與面額及債權人帳簿之紀錄 (Art. 973c para.3 CO)。

#### (四) 發行具證券屬性之代幣須註冊並發布公開說明書

指南指出，在瑞士發行被視為證券的代幣應向 FINMA 註冊，並依聯邦「瑞士義務法」規定發布公開說明書。

##### 1. 公開說明書豁免條件

發行被視為證券的代幣應發布公開說明書，然「瑞士義務法」、「金融服務法」(The Financial Services Act, FinSA) 提供一些豁免，表列如下：

表3 瑞士公開說明書豁免條列項目

編號	豁免條列項目
1	僅對「專業客戶」發行—瑞士聯邦「金融服務法」規定專業客戶為財務集體投資計畫的金融仲介機構，如保險公司、中央銀行、上市公司、養老基金及企業財政部門等
2	僅對少於 500 名的散戶客戶及投資者
3	最低購買額度為 10 萬瑞士法郎（約 10 萬美元）的投資者或每單位投資額最低面值為 10 萬瑞士法郎
4	未來 12 個月內發行總價值不超過 800 萬瑞士法郎（約 800 萬美元）
5	視具體發行金融工具種類有其他豁免條例

資料來源：瑞士聯邦委員會官方網站

<https://www.efd.admin.ch/efd/en/home/themen/wirtschaft--waehrung--finanzplatz/finanzmarktpolitik/fidleg-finig/fb-fidleg-finig.html>。

---

## 2. 註冊發行資產型代幣成功案例

目前已有房地產公司成功進行 Swiss Real Coin 發行計畫<sup>44</sup>，投資者根據 Crypto 房地產有限公司於 2018 年所發布的官方公開說明書，決定購買或認購 Crypto 房地產有限公司所發行的 Swiss Real Coin (SRC)，利用以下二種方式來保有與創造 SRC 的上漲空間：

- (1) 收入再投資：通過淨租金收入的 80% 進行再投資，使投資組合價值不斷增長。
- (2) 價格機制：市場對 SRC 的高度需求將創造更多代幣銷售，增加流動性並創造價值。

## 二、 瑞士證券交易所營運集團將推出數位資產交易所

瑞士證券交易所 (SIX Swiss Exchange) 營運集團於 2018 年 7 月 6 日宣布，正在建置一個包括數位資產發行、交易、交割和保管服務系統之基礎設施，於 2019 年將推出數位資產交易所 Six Digital Exchange (SDX)。<sup>45</sup>此計畫由 FINMA 和瑞士國家銀行依現行法律進行全面的監管，SIX Digital Exchange 將成為全球提供完整數位資產終端交易之首例，該服務將為發行和交易數位資產提供安全的環境，並使以前不可交易的資產與現有證券和非銀行資產可進行代幣化交易。該平台預計將於 2019 年下半年推出，將從最傳統的銀行資產開始進行代幣化，如股票、債券、基金和結構性產品。

---

<sup>44</sup> <https://www.swissrealcoin.io/>

<sup>45</sup> <https://www.six-group.com/en/site/digital-exchange.html>

---

## **(一) 以金融區塊鏈聯盟 R3 開發的 Corda 企業分散式帳本平台為基礎**

SDX 以金融區塊鏈聯盟 R3 開發的 Corda 企業分散式帳本平台作為基礎，選擇 Corda 平台原因為考量資本市場以外的其他領域，如保險、數位身分等因素。而 Corda 屬於開源區塊鏈平台，專門針對現代商業需求進行優化，Corda 企業表示平台專為提升服務品質和提供營運所在的網絡基礎設施而設計。

## **(二) R3 成員、瑞士證券交易所會員名單相同**

目前 R3 成員和投資者亦是瑞士證券交易所的會員，包括荷蘭銀行、巴克萊銀行、法國巴黎銀行、花旗銀行、德國商業銀行、瑞士信貸、CS 附屬公司、德意志銀行、匯豐銀行、法國外貿銀行、加拿大皇家銀行、法國興業銀行和瑞銀集團。

## **三、 聯邦委員會發布「瑞士分散式帳本技術和區塊鏈的法律架構」報告**

2018 年 12 月，瑞士政府最高行政機構—聯邦委員會(The Federal Council) 公布「瑞士分布式帳本技術和區塊鏈的法律架構」報告(The Federal Council, 2018b, 2018a)。

### **(一) 各類 ICOs 代幣適用之法律**

#### **1. 支付型 (Payment tokens)**

聯邦委員會認為，此類代幣在民法上屬於無形資產 (Intangible Assets)，不適用於物權法與債權法相關的轉讓規則。目前「瑞士民法典」(Swiss Civil Code) 僅對無形資產中的知識財產權與數據權客體

---

進行規定，對支付型代幣沒有進行任何約束。但由於支付型代幣可以在區塊鏈基礎設施上進行技術性轉讓，屬於「反洗錢法」中的支付工具，故 ICOs 的發行人需要受「反洗錢法」的約束。

## 2. 功能型 (Utility tokens)

聯邦委員會認為，由於功能型代幣「與資本市場沒有關聯」，其無法被視作瑞士證券法律意義上的證券或其他金融資產，因此無需受到證券法律體系的約束。與此同時，如功能性代幣具有支付工具的屬性，即可用作商品或服務的交易媒介，則相關支付服務可能符合「存款」服務的定義，從而受到瑞士銀行法律的約束。

## 3. 資產型 (Asset tokens)

聯邦委員會認為，資產型代幣具有證券的性質，且包括允許在區塊鏈上轉讓代表實體標準化請求權的代幣，此類請求權通常歸屬為大宗商品交易。因此，資產型代幣相關金融產品或服務、金融主體應接受「證券交易所與證券交易法」(Stock Exchange Act, SESTA)、「金融市場基礎設施法」(Financial Market Infrastructure Act, FMIA) 及「金融服務法」(The Financial Services Act, FinSA) 等法律的規範。

### (二) 法律架構調整建議

報告指出，瑞士的法律架構適合區塊鏈等新技術之發展，但面臨洗錢防制和恐怖主義融資之風險，須持續作部分調整，其建議如下：

#### 1. 瑞士義務法 (Swiss Code of Obligations)

在「瑞士義務法中」中，建立確保「可轉讓證券」(transferable securities) 功能之電子登記，以提高基於分散式帳本技術 (Distributed ledger Technology, DLT) 的資產轉移的法律確定性。

---

## 2. 聯邦債務催收和破產法 (Federal Law on Debt Collection and Bankruptcy)

在「聯邦債務催收和破產法」中，可明確規定在破產時加密資產之隔離，並同步配合調整其銀行法中破產處理的相關規定。

## 3. 金融市場基礎設施法 (Financial Market Infrastructure Act)

在「金融市場基礎設施法」中，將創建所謂「DLT 交易設施」(DLT trading facilities)之新授權類別，旨在基於 DLT 資產交易、交割、結算和保管領域皆受金融市場監理並提供參與者和客戶相關服務。

## 4. 未來金融機構法案 (Future Financial Institutions Act)

金融服務的提供者，依服務類別受不同程度的監督，特別是資產管理業者(銀行、證券商、基金管理公司及具有集體投資計畫的資產管理公司)在現行法律中對客戶保護規範並不充足，聯邦委員會研議在新金融服務法案中 (Financial Service Act, FIDLEG)，提供金融服務和分配金融工具之跨部門規範。在內容方面，將參考歐盟法規 (Markets in Financial Instruments Directive—MiFID II, Prospectus Directive, The Packaged Retail & Insurance-based Investment Products—PRIIPS) 進行調整。此外，新的瑞士金融機構法案(Swiss Financial Institutions Act, FINIG) 提供新的監管架構，將適用於在瑞士境內或境內提供金融服務的任何機構。金融服務提供者必須遵守行為準則並與官方的監察員聯繫。上述二法案預計將於 2020 年 1 月 1 日實施。

## 5. 反洗錢法

在防制洗錢方面，聯邦委員會認為需要對現行作法作出更準確的定義。相關法令修正案將納入「反洗錢條例」的修訂計畫中，作為正

---

在修訂「反洗錢法」的一部分。聯邦委員會認為，由於支付型代幣可以在區塊鏈基礎設施上進行技術性轉讓，該類型代幣屬於反洗錢法中的支付工具，ICOs 的發行人需要受反洗錢法的約束。而資產型代幣的發行實質上為證券的直接配售，功能型代幣持有人僅享有特定數位功能或服務的權限，這兩類代幣均不構成金融中介活動，因此相關發行活動不受反洗錢法的約束。但是，對於有資格作為證券的加密貨幣，提供相關服務之公司或專業人士從事以下銷售和交易活動時，可能構成金融仲介而受反洗錢相關規範：

- (1) 接受或持有屬於第三方的加密貨幣；
- (2) 協助加密貨幣的投資；
- (3) 協助轉移加密貨幣。

### (三) 啟動諮詢

2019 年 3 月聯邦委員會啟動了關於使聯邦法律適應 DLT 發展的磋商。希望增加法律確定性，消除 DLT 應用程序之障礙並限制其濫用之風險。該草案有助於進一步改善瑞士 DLT 監管架構，諮詢將持續到 2019 年 6 月底。

## 四、 ICOs 產業協會發布 ICOs 經營守則

為健全對持有 ICOs 公司和 ICOs 參與者的保障，總部位於瑞士的「加密谷協會」(Crypto Valley Association, CVA) 於 2018 年發布 ICOs 經營守則(Chen & Rattaggi, 2018)。

守則詳列代幣產品的群眾籌資行為準則，旨在為 ICOs 行業的道德、法律、安全實踐和義務提供指引。內容包含公司應該進行公開透明的揭露機制，包括資金的預期用途、代幣功能、評估投資與技術相

---

關之風險因素。在向潛在投資者解釋協議時，建議企業避免使用專業術語，應以缺乏專業技術背景亦可容易理解之方式，來闡述操作流程或功能介紹。

協會會員應信守承諾，在網絡介面或其他任何溝通管道上具體揭露並更新對基礎技術、功能、協議、資料存儲、監管等相關規範（如 KYC、AML 之全面性評估）及評估市場與交易對手風險。

## 第五節 法國

### 一、 金融市場管理局（Autorité des marchés financiers，AMF）

#### （一） 2017 年發布 ICOs 諮詢文件

2017 年 10 月 AMF 發布了「關於 ICOs 的諮詢文件」，將 ICOs 定義為利用分散式帳本技術發行代幣以向公眾募資，並向大眾諮詢對多種可能的監理方式的意見(Autorité des marchés financiers, 2017)。

#### 1. 強調 ICOs 涉及高風險

AMF 表示意識到市場對 ICOs 的需求，但認為其過程尚在發展階段，投資者需要對 ICOs 的特性有所研究並理解背後潛在之風險。此外，發起者也要充分告知投資者發行代幣的特性、優缺點等。ICOs 涉及的高風險包括：

- （1） 缺乏具體監理規定；
- （2） 與資訊文件有關的風險；
- （3） 資本損失風險；



---

(4) 缺乏市場或市場波動的風險；

(5) 洗錢和詐騙的風險；

(6) 與計畫融資有關的風險。

## 2. 代幣可能被歸類為金融證券而受適用的法規規範

法國的「貨幣與金融法」(article L. 211-1(II) of the Monetary and Financial Code) 定義金融證券 (financial securities) 包括：

(1) 聯合股票公司發行的股權證券 (Equity securities issued by joint-stock companies)；

(2) 債務證券；

(3) 集合投資公司的股份 (Units or shares in undertakings for collective investment)。

AMF 表示，如果代幣賦予與傳統上隸屬於股票或特別股相同的經濟和治理權利，可能被歸類為權益證券。代幣亦可能被歸類為債權證券。在該文件發布當時已在法國發行的代幣在 AMF 判斷下均非屬金融證券，不會納入法國當時的法規規範。然而，若代幣賦予與金融證券相同或可比擬的權利（即政治或財務權利），應被歸類為金融證券並受適用的法規規範。

## 3. 加密衍生性商品為證券，應受金融監管

AMF 明確指出加密衍生性商品 (Crypto Derivatives) 為證券，將受到金融監管。此立場與英國金融行為監理署 (Financial Conduct Authority, FCA) 和德國聯邦金融監理署 (Federal Financial Supervisory Authority, BaFin) 相同 (Autorité des marchés financiers, 2018a; Maume

---

&Fromberger, 2019)。

## (二) 2017 年發起獨角獸計畫

同時，AMF 也發起獨角獸計畫 (Universal Node to ICO's Research & Network, UNICRON)，<sup>46</sup>此計畫持續進行法規架構之研議，提供守則予 ICOs 發起者，並且保護參與者及投資者，此計畫為加密貨幣和區塊鏈技術之所有融資活動奠定監理基礎。

## (三) 分類代幣

2018 年 2 月 AMF 公布「ICOs 公眾諮詢結果摘要及 UNICRON 計畫的最新情況」，表示大部分的公眾回復意見支持以特定的管制架構來監理 ICOs。另外，ICOs 發行的代幣可分為以下 2 種類別 (Autorité des marchés financiers, 2018b)：

### 1. 功能型代幣 (Utility tokens)

此類代幣給予持有者權利去使用 ICOs 發起人所提供的技術或服務。某些代幣旨在作為募資計畫中的支付工具。類似於零售業長期採用的行銷方法 (例如會員卡) 和某些服務部門提供的獎勵回饋 (例如交通運輸)，這種募資形式介於群眾募資和專屬行銷方式 (“captive marketing” methods) 之間，他像群眾募資一樣滿足那些線上募資公司的產品客群，也像某些品牌採用專屬行銷方式一樣將其客戶鎖定在其產品或服務的經濟功能中 (例如銷售那些需要持續購買替換耗材的設備)。

---

<sup>46</sup>請參見

[https://www.amf-france.org/en\\_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Epargne-et-prestataires/Financement-participatif/ICO---1-AMF-lance-un-questionnaire-aupr-s-des-porteurs-de-projets](https://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Epargne-et-prestataires/Financement-participatif/ICO---1-AMF-lance-un-questionnaire-aupr-s-des-porteurs-de-projets)

---

## 2. 提供政治或財務權利的代幣 (Tokens offering political or financial rights)

此類型代幣賦予持有人財務或投票權，只有少數 ICOs 發行此類代幣。在某些情況下，取決於適用的法律，這些被賦予的政治或財務權利可使此類代幣成為金融工具。

### (四) 發布 ICO 趨勢報告

2018 年 11 月 18 日 AMF 發布「法國 ICO：一種新的融資方式」報告<sup>47</sup>，稱 ICOs 為「非主流的融資方式」。從 2014 年至 2018 年，估計全球 ICOs 融資 194 億歐元(219 億美元)。根據報告統計，法國 ICOs 佔全球的比重很小，15 個 ICOs 總共籌集到約 1,005 萬美元，亦即法國 ICOs 行業只佔全球的 0.46%。

該報告指出，ICOs 成功的關鍵因素在於「擁有穩健和透明的反洗錢程序」。強調 ICOs 行業需要適當的監理作為指導，考量交易過程擁有跨境之特性，須重視國際監理之多樣性，在此環境下「透過國際和歐盟的合作，對於偵查詐欺以及制定一致的監理架構至關重要」。

## 二、 歐盟對被視為證券金融工具的代幣之監理政策

由於法國是歐盟成員國，在法國發行的「提供政治或財務權利的代幣」因會被視為證券金融工具，亦應遵循歐盟相關法規。

歐盟主要的證券監理機關是歐洲證券和市場管理局 (The European Securities and Markets Authority, ESMA)。ESMA 一直與各國主管機關合作分析加密資產的不同商業模式、可能帶來的風險及潛在

---

<sup>47</sup>請參見

<https://www.amf-france.org/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2018?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F3cc117ce-60e2-4fb0-9a3b-7c7a47cfb80d>

---

利益，以及如何適用現行的監理架構。

以歐盟法規而言，會被視為證券金融工具的代幣應遵循的主要法規為 MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II)。ESMA 將該類代幣以「可轉讓證券」(transferable securities) 視之，凡合乎規定發行之可轉讓證券，須獲得相關成員國的國家金融監理機關核准公開說明書。如須至另一歐盟國家發行，只須通知該國的國家監理機關。

### 三、 商業成長和轉型法——只適用於不被歸類為金融工具的數位資產

在法國「商業成長和轉型法」(French Law No. 2019-486 of 22 May 2019—Action Plan for Business Growth and Transformation, The Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises, PACTE) 通過之前，透過不被歸類為金融工具的代幣募資是不受法國任何特定法規規範的，而 PACTE 正式地對此議題提供法律回應。

PACTE 提供的制度主要是適用於那些使用分散式帳本技術(區塊鏈)發行、註冊、存儲或轉讓，且不被歸類為金融工具的「數位資產」(digital assets)。「數位資產」包括 ICOs 發行的代幣和同歐盟法律定義的虛擬貨幣(virtual currencies as defined by European law)(例如比特幣)。金融工具(Financial instruments)則被排除在此制度之外。

<sup>48</sup>換句話說，PACTE 適用的對象是功能型代幣和虛擬貨幣。

---

<sup>48</sup>請參見

[https://www.amf-france.org/en\\_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Fintech/Vers-un-nouveau-regime-pour-les-crypto-actifs-en-France](https://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Fintech/Vers-un-nouveau-regime-pour-les-crypto-actifs-en-France)

---

## 1. ICOs 發行人的可選擇性簽證制度 (An optional visa regime for ICOs)

此制度只適用於功能型代幣的發行，而不適用於 STOs。在此制度下，功能型代幣的發行人可選擇向 AMF 申請對發行代幣的許可，AMF 的許可是發給該 ICO 案，而非發給該代幣發行人。<sup>49</sup>

PACTE 希望透過 ICOs 可選擇性簽證制度，由 ICOs 發行人在符合以下條件後自願向 AMF 申請簽證：

- (1) 代幣發行人須依義務在法國設立或註冊為法人；
- (2) 提供資訊文件（一般被稱為白皮書），包括有關代幣發行、募資計畫和公司的所有相關資訊，資訊文件須根據相關法規要求撰寫（Article 712-2 of the AMF General Regulation and AMF Instruction DOC-2019-06）；
- (3) 建立監理與保護報價期間募集資產之制度；
- (4) 遵守防制洗錢及恐怖主義融資之規定。

上述簽證申請是可供選擇的，意即未向 AMF 申請簽證仍可在法國進行籌資，但未獲簽證之發行人，未來將無法對公眾進行一般性招攬業務。

## 2. 數位資產服務供應商的可選擇性執照 (Optional license for digital assets services providers)

- (1) 選擇性執照

數位資產服務供應商可依其意願在 AMF 的監督之下，申請執照

---

<sup>49</sup> 請參見

[https://www.amf-france.org/en\\_US/Acteurs-et-produits/Societes-cotees-et-operations-financieres/Offres-au-public-de-jetons-ICO?langSwitch=true](https://www.amf-france.org/en_US/Acteurs-et-produits/Societes-cotees-et-operations-financieres/Offres-au-public-de-jetons-ICO?langSwitch=true)

---

並提供以下服務：

- A. 為第三方保管數位資產；
- B. 購買或出售數位資產，以法定貨幣或其他數位資產交易（經紀人／自營商）；
- C. 經營數位資產交易平台（股票交易所）；
- D. 其他數位資產服務，如接收和傳輸第三方訂單、第三方投資。
- E. 組合管理、資產承銷與上架。

除上述 5 項服務外，還包括其他加密服務，如：資產管理、匯款、承保以及諮詢。

## （2） 強制註冊

AMF 要求進行以下 2 類活動的數位資產服務供應商須強制註冊：

- A. 向第三方提供數位資產保管服務；或
- B. 以法定貨幣購買／出售數位資產。

對這些強制註冊的供應商，AMF 會與法國審慎監督和解決權力機構（French Prudential Supervisory and Resolution Authority, Autorité de contrôle prudentiel et de résolution）會商，並在考量以下 2 個因素後做出決定：

- A. 公司經理人與股東的聲譽與競爭力；
- B. 建置反洗錢與反資恐的程序並執行。

---

### 3. 允許保險業者投資虛擬貨幣並提供曝險的保單

除此之外，本法亦允許法國保險業者投資比特幣等虛擬貨幣，且無投資額之限制。保險業者可透過專門的基金投資虛擬貨幣，並提供曝險於虛擬貨幣的人壽保單。

## 第六節 日本

### 一、 金融廳

#### (一) 發布警示並要求虛擬貨幣交換業者註冊

2017年4月1日開始，日本施行虛擬貨幣相關制度，針對虛擬貨幣交換業者進行註冊納管，以因應日本與國外虛擬貨幣之發展。

金融廳於2017年10月發布針對從事ICOs事業以及利用者警示，並於警示中說明，ICOs事業受資金結算法、金融商品交易法等規範約束，從事虛擬貨幣交換業務之業者，必須向所處地區之財務局進行註冊，否則將有違法之情事(日本金融廳, 2017)。警示中列出各地區財務局可供虛擬貨幣交換業者就相關業務詢問、註冊申請之窗口名單。

50



---

<sup>50</sup> 虛擬貨幣交換業者相關業務詢問、註冊申請窗口一覽  
[https://www.fsa.go.jp/policy/virtual\\_currency/05.pdf](https://www.fsa.go.jp/policy/virtual_currency/05.pdf)，最後瀏覽日：2019/7/17。

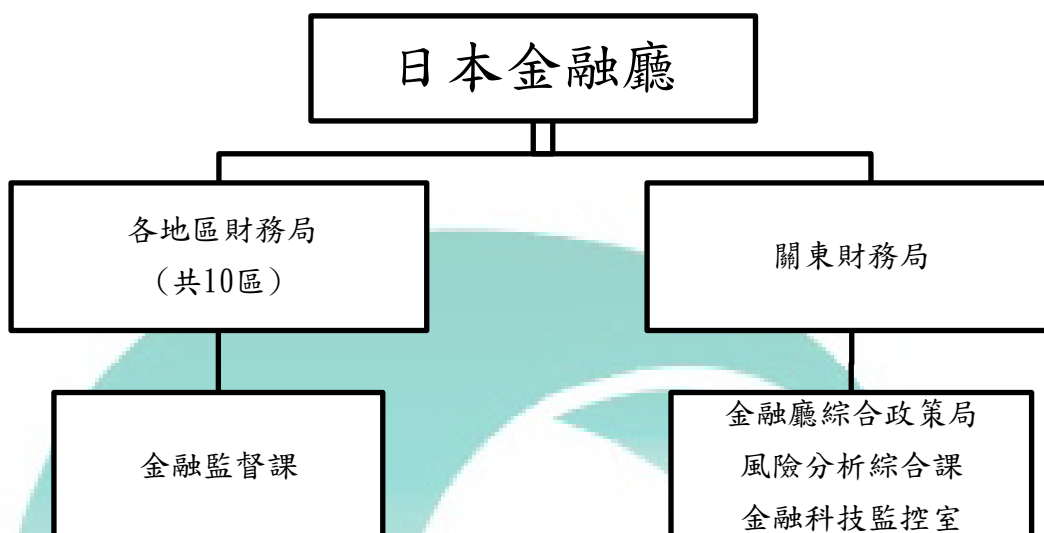


圖3 日本虛擬貨幣監理組織圖

資料來源：日本金融廳；本研究整理。

## (二) 成立虛擬貨幣交換研究小組並出版小組報告

因應反洗錢及反資恐等國際要求，及虛擬貨幣交易所倒閉問題，金融廳除導入業者註冊制度，亦針對虛擬貨幣交換業務，成立研究小組，邀請學者、政府官員及相關行業業者，就虛擬貨幣交換業務交換意見，並給予建言。自 2018 年 4 月召開第一次會議開始，截至 2018 年 12 月已召開 11 次會議。<sup>51</sup>

2018 年 12 月 21 日發布虛擬貨幣交換相關研究小組報告書，內容涵蓋虛擬貨幣交換業者、虛擬貨幣之不公平交易、虛擬貨幣保管業務、虛擬貨幣衍生性商品、ICOs 等問題探討與因應對策(日本金融廳, 2018)。該報告與本研究相關內容重點如下：

### 1. 日本尚未定義 ICOs

目前對於 ICOs 並無明確定義，一般是指公司以電子方式向公眾

<sup>51</sup> 參考網頁，包含研究小組各次會議之內容與報告書  
<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/kasoukenkyuukai.html>



---

發行代幣並獲得法定貨幣或虛擬貨幣之行為，目前日本 ICOs 案例很少。

## 2. 日本目前 ICOs 之問題

- (1) ICOs 被有效利用之案例很少。
- (2) 存在許多詐欺與不實專案內容，對於投資者保護不足。
- (3) 代幣持有者的權利有許多不明確的地方，包含與利害關係人——如股東或債權人間的權利關係。
- (4) 多數狀況中，代幣購入者僅是想要進行轉手交易，而代幣發行人多欲募集資金，缺乏紀律，而存在道德風險。

## 3. ICOs 代幣分類

因應 ICOs 所發行的代幣具有多類型，依據發行人之義務可分為以下幾種類型：

- (1) 投資型代幣：發行人有義務分配未來商業活動所得之獲利。
- (2) 效用型代幣：發行人之義務排除上述投資型代幣類型，僅提供其他義務，如提供商品或服務。
- (3) 無權利代幣：發行人不具有任何義務的代幣。

目前日本市場投資型代幣發行尚處於發展階段，亦未有明確之平台業者進行該類代幣發行與交易。ICOs 市場以比特幣交易為大宗。

## 4. ICOs 相關規則建議

- (1) ICOs 規則現況

目前全世界各國對於 ICOs 之規範不盡相同，部分國家為禁止，

---

部分國家則規定投資型代幣須受到證券法規規範。

2017 年開始，日本當局提醒用戶須注意 ICOs 的風險，並針對業者表示，依據 ICOs 之結構可能為金融商品交易法與資金結算法之規範範圍。

A. 金融商品交易法(Financial Instruments and Exchange Act, FIEA)

如果購買者期待能從符合下列兩項條件之一的代幣及其發行人中獲得下列利益分配，這類利益是給予代幣持有者(或稱為代幣附加權利，rights attached to token, RAT)，與集體投資計畫所給予之利益分配相近，則會被認定為集體投資計畫所產生之利益。<sup>52</sup>

- a. 可透過法定貨幣購買。
- b. 可透過虛擬貨幣購買，而這類虛擬貨幣可透過法定貨幣購入。

B. 資金結算法(Payment Services Act, PSA)

如 ICOs 發行之代幣滿足下列條件之一，且不以法定貨幣計價時，則被列為虛擬貨幣。

- a. 可向非特定方支付，並可與非特定方進行法定貨幣交換。

---

<sup>52</sup> 集體投資計畫(collective investment scheme)係指主要由投資企業所能獲得的收益分配之權利，為廣義的基金(fund)定義，並於金融商品交易法中，被視為證券範圍，於第2條第2項第5款包含：其他證券、參與投資業務股權合夥人之權利、將不超過其出資額之利潤或資產分配給股權合夥人之權利、基於保險合約、農漁合作社互助合約或房地產合約之權利、基於與公司投資相關權利、基於森林系統合約之權利、基於專業協會所賦予之權利、基於股票所有權計畫之權利、基於特定股票購買計畫承諾之權利、基於資產管理公司特定購買投資證券計畫承諾之權利、基於與其他公司從事共同業務承諾之權利。如從事此類業務之金融業者，需註冊為第二類金融商品交易業者。請參見 <https://www.fsa.go.jp/en/news/2007/20071119.html>，最後瀏覽日期：2019/7/17。

---

b. 與不特定方進行與另一虛擬貨幣之交換。

## (2) 關於 ICOs 之處理方向

雖然目前 ICOs 仍有一些問題，但研究小組建議金融廳不應禁止 ICOs，因其已建立價值且具有發展潛力，應透過明確規範來確保使用者保護與公平交易。

此外 ICOs 具技術上代幣流通容易的特點，因此須制定相關法規，可以將類似經濟機能與風險的交易納入，並針對 ICOs 功能與風險量身訂製相關法規。

因此，針對不同種類的 ICOs，採取必要措施是恰當的。販售時須參考金融工具相關法規。而作為支付工具時，則須參照支付相關法規。

## (3) 投資型 ICOs 規則建議

### A. 投資型 ICOs 特點

- a. RAT 被認為可透過代幣進行轉移，並具有高流動性。
- b. 因為設計靈活性緣故，發行人與投資者在代幣發行期間或之後具有資訊不對稱。
- c. 因投資者是透過網路購買而非面對面交易，代幣發行人與賣家很容易接觸投資者，但詐欺行為卻很難被察覺。

### B. 規範架構

因為上述的風險特徵，因此以下的 4 點架構是必要的：

- a. 持續提供資訊揭露，降低發行人及投資者資訊不對稱；

- 
- b. 第三方可以檢查發行人的商業及財務狀況以防範詐欺發生；
  - c. 透過防範不公平行動來確保代幣的分銷管道公平；
  - d. 根據發行人與投資者間資訊不對稱差異程度，差異化代幣的流動範圍。

考慮金融商品交易法下之規範，部分用虛擬貨幣購買代幣之行為可能不在該法規範下，但以法定貨幣或虛擬貨幣購買其經濟效果並無不同，因此建議對所有以虛擬貨幣購買代幣適用相同規定。

以下針對上述 4 點架構分別詳細說明。

#### a. 資訊提供及揭露架構

金融商品交易法依據證券種類不同，規定相關的揭露標準，共分為兩類：高流動性證券(第一類證券)及低流動性證券(第二類證券)，因 RAT 之流動性考量，因此納為第一類證券較合適。

根據金融商品交易法規定，在公開發行證券部分，公開揭露包含證券註冊聲明(發行揭露)以及年度證券報告(持續揭露)，另一方面，這些規則並未規範私募中那些被限制轉售條件的證券，如 RAT 以私募方式進行，建議採取與那些限制轉售條件證券相同規範。

因 RAT 多被視為投資型代幣，因此建議就其權利特性來要求所須揭露資訊內容與範圍。

#### b. 第三方檢查計畫與財務狀況架構

為使投資人做出適當決策，並確認專案可行性與現金流，在現有籌資方式下，IPOs 的管理承銷商(第一類金融商品交易

---

業者)及股權投資眾籌之中介商(第一類小額公開發行服務商等)有法定義務依據自律規則對特定項目進行檢查。

對 ICOs 而言，建議可建立一個制度，由第三方檢查發行人計畫以及財務狀況，以防制詐欺及模糊的 RAT 之發行與分配。

根據金融商品交易法，交易金融工具業務的業者可分為兩類—第一類金融商品交易業者與第二類金融商品交易業者，依據處理的證券流動性來決定各自業務內容以及相關的註冊要求。

處理 RAT 等同於處理投資者權利，因此將處理 RAT 之業者分為第一類金融商品交易業者，並要求針對計畫及發行人財務狀況進行檢查。

多數的 ICOs 專案，由發行人本身自行發行 RAT，為避免詐欺行為發生，最好由第三方進行檢查。但就集體投資計畫形式，如果發行人註冊為第二類金融商品交易業者，自行發行是可被接受的<sup>53</sup>。因此並非全面禁止自行發行，而是透過適當的方式進行規範，並給予相同廣告及徵求規範，以及為保護投資者權益而有責任解釋 RAT 的相關細節。

### c. 公平交易的架構

由於自律的靈活監管結構，證券買賣有許多場所與形式，包含金融商品交易所、自營交易系統(proprietary trading system, PTS)、特殊交易所金融商品市場等。

考量 RAT 之特性，目前尚無具體理由為其量身打造相關

---

<sup>53</sup> 集體投資計畫之募集，如為業者自行募集資金發行，則依據金融商品交易法須註冊為第二類金融商品交易業者，否則須委由第二類金融商品交易業者協助募集業務。

---

交易場所或形式，亦沒有理由禁止 RAT 使用這些管道。

但 RAT 的防範不公平交易與證券交易並無區別，因此對於證券交易所作之防範不公平交易規定也應適用於 RAT 的交易中。

在考量到內線交易規則，法律上有規定哪些屬於重大事實，基於金融商品交易的自律規則適時揭露制度，對此類事實之揭露進行規範。但就 RAT 而言，目前尚無明確規範哪些事項屬於對投資者決策有重大影響。因此將在相關案件累積與加強適時揭露後，更進一步審查內線交易規則對於這些權利交易的適用情形。

#### d. ICOs 代幣之銷售範圍差異之架構

在日本證券業協會規則中，未上市的股票因有時會被用來詐騙，受到大眾關注，因此在投資人募集時，會限制投資人資格，如合格機構投資人，而不會被廣泛地銷售給一般大眾投資者。

有鑑於 ICOs 亦有這類詐欺事件發生，限制發行人之招攬對象是必要的，使一般大眾投資人所能獲得的代幣銷售在一定的範圍之內。

除非發行人於發行時採取投資者保護的措施，如採用與上市股票相同請第三方進行適當的審查，才得以放寬限制範圍。鑑於 RAT 的高流通性，限制自我發行的招攬是合適的。

#### C. 對系統平台之監理建議

如前所述，系統平台提供者必須採取措施，不處理、交易那些會破壞投資者保護與商業運行的虛擬貨幣。關於虛擬貨幣

---

的發行人，要求系統平台提供者提供發行人訊息、發行人對於持有人所應盡的義務、基於用戶保護之浮動價格計算基礎。

除了上述資訊外，針對 ICOs 部分須提供專案計畫內容、計畫可行性與計畫進展及其他相關客觀與適當性資訊。

因 ICOs 出現許多詐欺性與錯誤的專案計畫，系統平台提供者須採取措施評估及嚴格檢查後，確認沒有問題之代幣才能提供。此外行政當局亦提醒代幣購買者須理解本身的責任。

### (三) 修正資金結算法等相關法規及行政指引

#### 1. 2016 年修正資金結算法、犯罪收益移轉防止法

日本政府於 2016 年修正資金結算法、資金結算相關法律施行命令，與防制洗錢相關之犯罪收益移轉防止法，將虛擬貨幣及虛擬貨幣交換業者納入法規管理(財團法人資訊工業策進會, 2018)。<sup>54</sup>

#### 2. 2016 年、2018 年修正虛擬貨幣交換業者相關內閣府令

日本於 2016 年、2018 年發布修正虛擬貨幣交換業者相關內閣府令，規範業者須遵守個人資訊管理、相關文件保存(如交易資料、帳簿等)等規定，以供主管機關監督(財團法人資訊工業策進會, 2018)。

55

---

<sup>54</sup> 虛擬貨幣相關法規可於金融廳-虛擬貨幣相關專區查詢，請參見 [https://www.fsa.go.jp/policy/virtual\\_currency/index\\_2.html](https://www.fsa.go.jp/policy/virtual_currency/index_2.html)

<sup>55</sup> 請參見日本 e-Gov 法令檢索網站，仮想通貨交換業者に関する内閣府令(平成 29 年内閣府令第 7 号)

[https://elaws.e-gov.go.jp/search/elawsSearch/elaws\\_search/lsg0500/detail?lawId=429M60000002007](https://elaws.e-gov.go.jp/search/elawsSearch/elaws_search/lsg0500/detail?lawId=429M60000002007)

### 3. 2016 年發布指導手冊—「事務指引第三分冊：虛擬貨幣平台業相關」

金融廳發布指導手冊—「事務指引第三分冊：虛擬貨幣平台業相關」，針對各項規範虛擬貨幣交換業者之法規內容，進行綜合性之說明，共包含三部分：第一部分說明虛擬貨幣的範圍<sup>56</sup>；第二部分說明主管機關監督重點，包含經營管理、業務適切性、監督方法與對應、對外國貨幣交換業之規定等；第三部分則說明虛擬貨幣交換業者在監督重點相關事務須注意的內容<sup>57</sup>(財團法人資訊工業策進會, 2018)。

### 4. 2019 年修正資金結算法

日本於第 198 回國會審議中審議並通過「因應資訊與通信技術發展而伴隨金融交易多樣化，資金結算法相關法律修正案」，於 2019 年 6 月 7 日公布，<sup>58</sup>其中包含與虛擬貨幣相關之法規調整與新增，以下就資金結算法之修正內容重點說明。

- (1) 將資金結算法中「虛擬貨幣」改稱為「加密資產」(資金結算法第 2 條)

將原先加密資產的定義中排除「金融商品交易法」規定的「電子

<sup>56</sup> 事務指引第一部分依據資金結算法第 2 條第 5 項對於虛擬貨幣之定義，提供釋例，並要求申請者提交申請時，針對定義提出包含但不限於釋例相關事項。定義與具體例子如下：

(1) 可作為提供給不特定人之支付代價：因發行人與商店之間的合約，對可使用虛擬貨幣支付的商店是否有任何限制？發行人對於可使用虛擬貨幣之商店是否並無管理關係？

(2) 可對不特定人進行購入或賣出：在不受發行人限制下，可否與日圓或外國貨幣進行交換？

(3) 可與前述(1)(2)中之人員進行交換：在不受發行人限制下，可否與虛擬貨幣進行交換？虛擬貨幣的交換市場是否存在？

<sup>57</sup> 分冊架構可參見 [https://www.fsa.go.jp/policy/virtual\\_currency/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/policy/virtual_currency/01.pdf)

<sup>58</sup> 請參見日本參議院網站

<http://www.sangiin.go.jp/japanese/joho1/kousei/gian/198/meisai/m198080198049.htm>，最後瀏覽日期：2019/07/17



---

紀錄移轉權利」，並將加密資產管理業者等原先非屬加密資產交換業者之相關業務納入管理。

(2) 新增拒絕業者登錄之原因（資金結算法第 63-5 條）

拒絕加密資產交換業者登錄之原因，新增—如未加入認定資金結算事業協會，且未依該協會之規則制定相關內部規則之公司，應予以拒絕。

(3) 業者進行交易加密資產變更（如名稱、業務內容等）之事項（資金結算法第 63-6 條）

新增如加密資產交換業者進行所交易加密資產變更，依內閣府令規定必須事前向內閣總理大臣提出申報。

(4) 新增對加密資產交換業者之廣告內容規定與禁止事項（資金結算法第 63-9-2 條、第 63-9-3 條）

基金結算法修訂新增禁止對加密資產交換業者虛假陳述、以圖利為目的之廣告、業務推銷等，並對廣告內容進行規定。

A. 廣告內容規定

業者應依據內閣府令之要求，於相關廣告中揭露以下事項：

- a. 加密資產交換業者的公司名稱；
- b. 加密資產交換業者註冊登錄號碼；
- c. 加密資產不是日本貨幣或外國貨幣；

- 
- d. 由內閣府令所界定的關於加密資產的性質、影響用戶的判斷相關重要事項。

B. 禁止行為

- a. 在締結契約、業務推銷時對內閣府令規定加密資產性質等事項進行虛假表示，誤導對方之行為。
- b. 在進行相關業務廣告時，對加密資產等性質進行虛假表示，誤導對方之行為。
- c. 在締結契約或進行相關業務廣告時，非以支付為目的，為圖利而進行助長加密資產買賣或與其他加密資產交換之行為。
- d. 除上述行為外，未依內閣府令而缺少保護加密資產交換業務使用者，或其他可能干擾加密資產交換業務之正常及可靠性之行為。

(5) 增加信用交易之使用者保護措施（資金結算法第 63-10 條）

如業者提供數位資產之信用交易時，須建立如加密資產之性質、手續費等契約相關內容揭露措施，落實交易相關業務使用者保護。

(6) 新增針對使用者資產之管理（資金結算法第 63-11 條、第 63-11-2 條）

加密資產交換業者須將自身資金與使用者資金分別管理，並依據內閣府令規定交付信託業進行信託。

加密資產交換業者須依據內閣府令規定，將業者自身持有之加密資產與使用者加密資產分別管理，資產之管理須落實內閣府令規定之使用者保護措施。

---

使用者所存放之加密資產，業者須依內閣府令規定，保有相同種類、數量之加密資產，作為履行保證之加密資產，且必須與自身持有之加密資產分別管理，落實使用者保護。

(7) 清償加密資產（資金結算法第 63-19-2 條）

使用者針對分別管理之使用者加密資產、履行保證之加密資產具有優先於其他債權人之優先補償權。

## 5. 2019 年修正金融商品交易法

如前所述日本於第 198 回國會審議中審議並通過「因應資訊與通信技術發展而伴隨金融交易多樣化，資金結算法相關法律修正案」，<sup>59</sup>其中包含金融商品交易法之修正，以下說明重點內容。

(1) 新增加密資產至金融商品定義中，加密資產衍生性商品交易受到監管（金融商品交易法第 2 條）

第 24 項增列資金結算法所規範之加密資產，加密資產之衍生性商品亦屬於該法適用範圍。

(2) 從事加密資產相關業務內容與說明義務規定（金融商品交易法第 43-6 條）

金融商品交易業者在從事加密資產相關業務時，須依據內閣府令規定，說明加密資產性質等事項。

金融商品交易業者及其雇員，在進行加密資產相關業務之契約締結、業務招攬等事項時，針對內閣府令所規定之加密資產相關性質之

---

<sup>59</sup>請參見日本參議院網站

<http://www.sangiin.go.jp/japanese/joho1/kousei/gian/198/meisai/m198080198049.htm>，最後瀏覽日期：2019/07/17

---

說明，不可誤導客戶。

- (3) 定義「電子紀錄移轉權利」視為有價證券（金融商品交易法第 2 條、第 28 條）

規定利益分配之權利，如限透過電子方式或設備紀錄內容，並透過電子訊息處理與傳輸財產價值，則被定義為「電子紀錄移轉權利」，視為有價證券的一種。並考慮其流動性，歸類為第一類證券。

於第 28 條第一類金融商品交易業者所能從事之業務之證券類別新增「電子紀錄移轉權利」，規範業者資格與監管要求。

- (4) 加密資產被視為資金之情況（金融商品交易法第 2-2 條）

基金若以加密資產作為支付款項，且出資者擁有利潤分配權利，則其加密資產將被視為金錢，該基金亦適用金融商品交易法。

- (5) 針對加密資產衍生性商品交易業者之規定（金融商品交易法第 29-2 條、第 29-4 條、第 31 條）

於第一類金融商品交易業者之註冊申請、業務內容變更所致之登錄變更通知，增列加密資產衍生性商品交易業務。

- (6) 加密資產與其衍生性商品交易相關禁止行為（金融商品交易法第 185-22 條~第 185-23 條）

新增第六之三章—加密資產交易等相關規則，其中規定各項禁止行為。

A. 禁止之不法行為

- a. 透過不法手段、計畫性手段進行加密資產及其衍生性商品交易。

---

b. 透過重要事項之虛假表示、掩飾重要事實文件說明，於加密資產交易中獲得金錢或是其他資產。

c. 利用虛假市場價格，招攬並出售加密資產相關交易。

B. 禁止散播謠言、詭計、暴力脅迫行為

禁止為出售加密資產或其相關衍生性商品，或為改變其市場價格等目的，散播謠言、使用詭計、暴力脅迫等行為。

C. 禁止市場價格操作行為

禁止透過以下行為，造成虛假的市場活絡現象，誤導其他的市場參與者，包含：

a. 非以權利移轉為目的，進行加密資產或相關衍生性商品交易；

b. 非以金錢收受為目的，進行加密資產或相關衍生性商品交易；

c. 非以加密資產相關選擇權之授予或取得為目的，進行加密資產或相關衍生性商品交易；

d. 相對委託行為，賣方透過第三方，在進行交易時，第三方透過合謀方式提出類似之交易條件，企圖影響市場，造成不知情之買方誤解市場情形；

e. 相對委託行為，買方透過第三方，在進行交易時，第三方透過合謀方式提出類似之交易條件，企圖影響市場，造成不知情之賣方誤解市場情形；

- f. 進行加密資產或相關衍生性商品交易時，與交易對手合謀，其交易需求量相同，企圖影響市場價格；
- g. 進行加密資產或相關衍生性商品交易時，與交易對手合謀，其交易價格相同，企圖影響市場；
- h. 進行加密資產或相關衍生性商品交易時，與交易對手合謀，其交易之條件相同，企圖影響市場價格；
- i. 受委託從事上述行為。

D. 禁止以吸引交易為目的，進行以下行為：

- a. 透過一系列加密資產買賣申請、委託等行為，製造市場繁榮假象，以影響市場價格變動；
- b. 散播加密資產的價格因自身或他人操作而產生變動之訊息；
- c. 在進行加密資產交易時，故意在重要事項上作出虛假陳述，造成誤解。

## 6. 2019 年修正指導手冊—事務指引第三分冊，並徵求公眾意見

金融廳於 2019 年 6 月 21 日發布指導手冊—「事務指引第三分冊：虛擬貨幣平台業相關」之修正案，徵求公眾意見。<sup>60</sup> 本次修正內容包含就原先事務指引內容提供更具體的說明、因應虛擬貨幣交換業現況與問題、新增 ICOs 因應方式，以下簡單摘要修正內容。

### (1) 交易虛擬貨幣之適切性判斷標準

虛擬貨幣交換業者所交易虛擬貨幣，須針對以下事項進行詳細說

<sup>60</sup>請參見 [https://www.fsa.go.jp/news/30/virtual\\_currency/20190621-2.html](https://www.fsa.go.jp/news/30/virtual_currency/20190621-2.html)，最後瀏覽日：2019/07/17

---

明，包含：該虛擬貨幣之預定用途、流通狀況、所使用之技術等，以及由交易虛擬貨幣所產生之資恐、洗錢風險、系統風險等內容，並輔以使用者客訴、協會意見，以消費者保護觀點，作為判斷標準。

針對較難追蹤移轉紀錄、較常被利用於資恐與洗錢之虛擬貨幣、會計師難以進行監察等因素，都可能被認定該虛擬貨幣不具適切性。

## (2) 新增與修訂經營管理之主要監察重點

- A. 管理階層訂定明確經營管理政策，企業員工皆了解該項政策，並針對政策達成度進行定期檢驗，必要時修正管理政策。
- B. 管理階層針對業務模式、業務內容、海外據點設置等基於業務而產生之風險進行識別與評估，以及如何因應風險。
- C. 董事是否積極參與董事會運作、決策，並避免個別董事專斷獨行。
- D. 業者是否遵守虛擬貨幣交換業者內閣府令規定之財務基礎，依協會自主規則建立財務系統風險管理系統。
- E. 基於協會自主規則，管理階層建立內部控制制度，適時揭露財務與其他公司訊息。
- F. 根據業務內容性質，選擇適當的執業會計師與會計師事務所。
- G. 管理階層充分認識虛擬貨幣交換業者依法保護使用者，並確保營運適切性。
- H. 依據交易虛擬貨幣適切性標準及協會訂定之虛擬貨幣交易相關規則，針對交易虛擬貨幣所產生之風險判定與評價，以保護使用者觀點，審查虛擬貨幣交易適切性。

---

I. 確保內部審計與外部審計之獨立性，內部審計部門依據公司內部風險管理狀況、風險類型，有效實施內部審計。

(3) 使用者保護措施之強化

A. 提供給使用者的訊息，如：

- a. 虛擬貨幣之特性、網路攻擊造成虛擬貨幣價值減少風險、因發行者、交換業者之系統漏洞造成價值減少風險、區塊鏈分叉因素之風險<sup>61</sup>；
- b. 使用者交易下單價格與約定價格不同之原因；
- c. 虛擬貨幣買進與賣出價之差額；
- d. 代幣發行者相關情報、虛擬貨幣持有者有無債務、發行總量與販賣價格計算基礎。

B. 新增消費者保護

- a. 基於交易內容、使用者屬性、交易虛擬貨幣特性等，設立交易限額。
- b. 具有管理交易訂單所需體制及系統，依協會制定之訂單管理系統規定；如確保公司員工理解相關規則與體制、系統能適當進行交易訂單上限設置、系統配置適當人員與定期檢查、對用戶不利之交易情況因應等。

c. 交易訂單的數據保存。

---

<sup>61</sup> 如區塊鏈的開發者與使用者對虛擬貨幣協議規則中有關區塊大小及資料處理所獲得的獎勵、計算、驗證方式等有不同意見時，可討論及訂定新規則，再升級該鏈。若鏈的升級不被所有人接受，使得鏈的新舊版本皆有擁護者，並各自延續鏈的運作時，將導致該條區塊鏈一分為二，此即硬分叉。如 2017 年比特幣 (Bitcoin) 硬分叉出比特幣現金 (Bitcoin Cash)。硬分叉可能導致使用者流失、虛擬貨幣貶值、交易量減少等波動性風險存在，影響虛擬貨幣持有者的權益。



---

d. 如何採取必要措施因應虛擬貨幣偏離市場價格、如何防止虛擬貨幣交易價格突然變化。

(4) 強化反洗錢、反資恐措施

考慮犯罪收入移轉風險，針對 FATF 公布之反洗錢政策中未合作之國家、區域、客戶進行業務之客戶屬性、交易金額、交易次數等之適切判斷。

與其他虛擬貨幣交換業者或國外相關業者從事虛擬貨幣交易、或允許其他業者使用企業開發之系統，是否依據反洗錢反資恐對策指南訂定以下規則

- A. 進行訊息蒐集，包含：其他業者針對其客戶組成、業務內容、反洗錢反資恐制度設立情況、外國監管機制對外國業者之監理，以及進行交易之其他業者涉及洗錢與資恐之風險評價。定期針對上述情況進行審查調整，必要時針對風險評價進行調整；
- B. 適時採取降低風險措施，如與交易業者間之交易契約締結、持續並適當檢查；
- C. 透過文書明確化與其他業者在反洗錢反資恐之責任與義務分擔。

(5) 新增分別管理內容

- A. 訂定分別管理之內部規則，是否具體針對資金與虛擬貨幣種類分別管理執行方法，是否有反映在使用者契約中。
- B. 公司之自有財產的錢包與使用者委託之錢包，是否有分開管理，並且明確保管在不同保管場所中。

- 
- C. 自有財產與個別用戶財產可以明確的知道個別錢包的貨幣餘額與數量，並可受檢驗。
  - D. 如用戶交易非記錄在區塊鏈中，而是記錄在虛擬貨幣交換業者管理之帳簿中，採取何種措施防止用戶財產餘額短缺。
  - E. 是否設立負責分別管理之部門、建立執行接受用戶財產人員、檢查各種虛擬貨幣餘額人員，及如何預防不法情事發生。
  - F. 是否針對虛擬貨幣流出風險，提出因應措施。
- (6) 新增受託虛擬貨幣流出風險對應
- A. 主要監管重點
    - a. 管理階層是否了解貨幣流出風險之重要性，以及了解因應措施將有益於使用者保護。
    - b. 是否針對各類型虛擬貨幣進行流出風險評估。
    - c. 是否識別各種可能造成虛擬貨幣流出之風險類型。
    - d. 針對已識別之各類流出風險，是否具體分析及評估對於使用者及管理造成的影響。
    - e. 在提供新虛擬貨幣及服務前，是否有以風險流出角度評估影響。
  - B. 減少流出風險
    - a. 外部網路連結頻率越高，將導致管理私鑰風險增高，是否在盡可能未連結外部網路狀態，進行私鑰管理。
-

---

b. 如因促進使用者便利因素，必須透過外部網路管理私鑰，是否有採取管理私鑰之限制措施。

c. 除上述措施外，是否有參考協會或具專業知識相關組織之安全政策方針，如建立虛擬貨幣移轉手續需經多位負責人、使用多個私鑰移轉時，確保私鑰分別保管等。

### C. 流出時的因應方式

a. 是否有系統可以檢測虛擬貨幣之流出。

b. 如檢測到虛擬貨幣之流出，是否有內部聯絡系統，可以即時傳遞至管理階層。

c. 檢測到虛擬貨幣流出時，是否有相對應的緊急應變措施，如防止二次傷害措施、客戶申訴窗口設置、與主管機關、外部相關業者之報告、協調等。

## (7) 系統風險管理

### A. 新增主要監管重點

a. 管理階層與員工是否充分意識到系統風險重要性，並制定相關政策。

b. 定期審查系統風險，並依據結果審視系統風險政策內容。

c. 將系統策略制定作為業務策略一環，並經董事會同意，且將其放至中長期發展計畫中。

d. 建立系統風險管理部門，並與系統開發部門分開管理。

---

## B. 網路安全管理

- a. 除建立網路安全體制與規則外，是否建立網路安全管理系統，如監控網路攻擊系統、網路攻擊時報告系統、早期預警系統、訊息共享系統等。
- b. 是否準備多層防禦系統，如入口對策（防火牆安裝）、內部對策（刪除不必要 ID、通信加密）、退出政策（阻斷不適當的用戶登錄）等。
- c. 是否有適當系統，防止網路攻擊後損害之蔓延。
- d. 定期針對漏洞與威脅訊息之收集、分析程序，並及時採取必要措施，如更新系統或修補漏洞。
- e. 定期對系統安全性進行評估，透過第三方進行測試，並進一步改進系統安全性。如日本或海外發生網路安全漏洞事件，是否有進行適當性評估。
- f. 如採非面對面之交易，是否具有因應交易風險之識別方式（如可變密碼、交易認證）。

### (8) ICOs 之主要監管重點

#### A. 發行人出售自己的代幣時：

- a. 業務之資格與可行性以及交易代幣之適切性審查。
- b. 發行人相關資訊、對代幣持有人的債務是否存在，計算代幣價格依據、白皮書、業務實現可能性等是否於銷售時提供給客戶。

- 
- c. 發行人的財務狀況、代幣銷售情況、業務發展狀況、及其他影響代幣買賣判斷事項，是否有持續、適時揭露。
  - d. 透過代幣販售取得的資金是否有適當地運用在揭露之業務項目。
  - e. 代幣所使用的區塊鏈、智能合約及保管代幣之錢包等相關系統之安全性驗證。販賣代幣後，定期針對系統進行安全性驗證。
  - f. 為避免以不合適條件出售代幣，是否有依協會訂定自主規則預先檢查銷售價格之適當性。

B. 代表發行人出售代幣時：

除上述 a, b, e, f 項目外，尚有下列重點：

- a. 除業務資格可行性、代幣適當性外，是否有對發行人財務狀況、代幣銷售適切性之審查過程，並確保審查結果可得到驗證；
- b. 審查過程是否具獨立性，並評估與其他部門是否有利益衝突，及是否有適當機制防止利益衝突發生；
- c. 進行必要監控以確保發行人適時揭露訊息，建立使用者可獲得發行人揭露訊息之機制；
- d. 進行必要監控以確保發行人適當運用及管理資金；
- e. 除上述 c, d 兩項，是否採取必要監控，以確保發行人實施保護使用者之必要措施；如發行人未採取保護使用者措施，是否決定停止該代幣之販售，與發行人的契約是否有此類權利

之約定。

## 二、 具法律效力之自律組織—日本虛擬貨幣交換業協會

2018年4月日本區塊鏈協會(Japan Blockchain Association, JBA)與日本加密貨幣事業協會(Japan Cryptocurrency Business Association, JCBA)共同成立日本虛擬貨幣交換業協會(Japan Virtual Currency Exchange Association, JVCEA),做為業者交流與自律組織,並且已獲得日本金融廳之認可,為一具有法律效力之自律組織,可做為業者與主管機關溝通之橋梁,促進產業發展與落實消費者保護。

### (一) 成員與宗旨

協會成員主要是依據資金結算法第87條所規範之業者組成。協會成立宗旨<sup>62</sup>如下:

協會將確保適當實施“基金結算法”第2條第8項及第7項規定的虛擬貨幣兌換業務,以及虛擬貨幣兌換業務的穩健性目的是為虛擬貨幣兌換業務的用戶的發展和保護做出貢獻。

由上述可知,該協會成立之目標包含虛擬貨幣業務交換之發展及保護虛擬貨幣使用者之用戶安全性。

### (二) 業務範圍<sup>63</sup>

#### 1. 自律規則的建立

制定有關會員業務營運的自律規則。

#### 2. 會員檢查

針對會員是否遵守法規和自律規則,進行檢查。

<sup>62</sup>請參見 <https://jvcea.or.jp/about/>

<sup>63</sup>請參見 <https://jvcea.or.jp/cms/wp-content/themes/jvcea/images/pdf/jvcea-work.pdf>

---

### 3. 指導會員、推薦和處置

指導會員以確保其遵守「基金結算法」和其他法規及自律規則，並為優化合約內容和用戶的其他利益提供必要的指導。

該協會會員欲交易新規格虛擬貨幣時，金融廳會通知該協會，該協會收到通知後會確認該新規格虛擬貨幣之適切性。

如果成員違反法律或自律規則，給予必要指導、提建議或處置。

### 4. 業務諮詢

接受會員關於遵守法規和自律規則的業務諮詢，並給予所需支援。

協會將支持根據「基金結算法」第 63-2 條申請註冊虛擬貨幣兌換公司的會員。

### 5. 申訴

接受來自會員之用戶投訴，將努力解決這些問題。紛爭解決部分，將委託律師協會營運之紛爭解決機關處理。此外，協會將廣泛接受有關虛擬貨幣交換業務的投訴，並儘量防止消費者受損。

### 6. 訊息提供

提供會員處理虛擬貨幣相關的訊息。協會將發出有關使用虛擬貨幣的犯罪和不當交易的警告。

### 7. 統計調查

集合會員資料，並提供日本的虛擬貨幣交易統計訊息。

協會並對訊息技術進行研究、培訓等，如虛擬貨幣和區塊鏈。

---

### （三） 自主規則基本方針

日本虛擬貨幣交換業協會在其官方網頁訂有相關規則，<sup>64</sup>因應主管機關的監督要點進行具體與細則補充，並訂定自主規則基本方針，內容包含目的、定義、經營管理、法令遵守、違規事項處理等，維持產業穩定。

### （四） 會員概況—會員分類與家數

協會目前會員資格分為三類，<sup>65</sup>第一類會員為虛擬貨幣交換業者，第二類會員為依相關法規申請中或預定加入業者，第三類會員尚未定義，目前亦沒有具該身分之會員。<sup>66</sup>依據該協會網站資料，至 2019/7/17 止，會員中第一類會員有 19 家業者，第二類會員有 7 家業者。<sup>67</sup>

## 第七節 加拿大

### 一、 加拿大證券管理局（Canadian Securities Administrators, CSA）

加拿大對虛擬貨幣及 ICOs 活動的中央監理機關為加拿大證券管理局，ICOs 業者之監理則主要由加拿大各省與地區性證券監理單位負責。

---

<sup>64</sup> 各項相關規則可於協會網頁中檢索 <https://jvcea.or.jp/about/rule/>

<sup>65</sup> 請參見 <https://jvcea.or.jp/about/member/>

<sup>66</sup> 各類會員之會費說明如下：

第一類會員：入會費 200 萬日元；押金：300 萬日元；年費依營業業務內容而定：僅虛擬貨幣現貨交易—720 萬日元，虛擬貨幣現貨交易和衍生品交易業務（含信用交易）—960 萬日元，僅虛擬貨幣衍生品交易業務（含信用交易）—720 萬日元，僅虛擬貨幣保管服務：360 萬日元。

第二類會員：入會費：200 萬日元；年費：360 萬日元。

<sup>67</sup> 請參見 <https://jvcea.or.jp/member/>，最後瀏覽日：2019/07/17。



---

## (一) CSA 發布 2 則 ICOs 通知

CSA 曾發布 2 則 ICOs 通知，2017 年 8 月 24 日發布「CSA 46-307 號注意事項：加密貨幣發行通知」，2018 年 6 月 24 日發布「CSA 46-308 號注意事項：證券法對代幣發行之影響」。CSA 表示加密貨幣產品可作為企業籌資工具，且能為投資者提供更多元之投資機會。然而，因其存有穩定性、透明度、評價、保管與流通性等問題，加上對尚未被納入監理之加密貨幣交易所之疑慮，均引發了投資者保護之問題，包括投資者可能受到不道德行為或非法計畫之傷害，亦可能無法瞭解其所購買投資產品之屬性(Canadian Securities Administrators, 2017, 2018)。2 則 ICOs 通知重點說明如下：

### 1. 「CSA 46-307 號注意事項：加密貨幣發行通知」

ICOs 經個案判斷若屬於證券或衍生性商品，即受證券及衍生性商品法律規範及監管要求，而證券商品之判斷標準主要根據其是否屬加拿大最高法院判決中對於投資契約之定義，包含發行涉及投資內容、投資資金及預期收益。在分析是否為投資契約時，企業及其專業顧問不僅要評估代幣本身的技術特性，亦須評估整個產品對經濟面實質之影響(Canadian Securities Administrators, 2017)。

#### (1) 判斷加密貨幣是否涉及證券發行之 3 原則

原則上，CSA 以實質形式評估加密貨幣是否適用於證券法，亦即縱使發行之產品被稱為代幣而非股票、股權，仍可能涉及投資契約而被認為符合加拿大證券法所定義之證券。目前 CSA 斟酌相關案例之原則，及評估交易之經濟現實與目的，係以保護投資者權益為主，採用以下 3 原則來檢視並確定特定加密貨幣之發行應否以證券發行視之：

- 
- A. 是否涉及投資金錢；
  - B. 投資是針對一共同事業（Common Enterprise）；
  - C. 以獲利為目的，且從他人之投入中顯著獲益。

## （2）適用證券法令之加密貨幣發行與交易

CSA 表示，有許多在加拿大境內發行或交易之加密貨幣產品，已涉及證券銷售或投資，應適用加拿大之證券法令；此時發行人必須瞭解是否應依規定公告公開說明書並依市場規範進行註冊。應注意的重點包括：

- A. 符合證券定義者，必須向證券監管機關提報公開說明書經核准後方能發行，否則必須在公開說明書中表示經主管機關豁免以私募方式發行。
- B. 從事證券交易或提供諮詢業務之企業或個人，必須先依法完成註冊，或擁有豁免資格。CSA 負責監管公司申請沙盒之註冊和豁免期間與限制。期間與限制將根據具體情況確認，並須符合相關規範及報告義務，以保護投資者。
- C. 協助代幣交易之平台可能必須符合市場規範，或擁有豁免資格。

有關加拿大的證券相關登記制度（National Instrument 31-103 Registration Requirements and Exemptions, NI 31-103），<sup>68</sup>包括須註冊的公司類型（分為證券自營商及諮詢者）、可豁免註冊的條件、公開說明書的規範（National Instrument 41-101 General Prospectus

---

<sup>68</sup>請參見 [https://www.bsc.bc.ca/Securities\\_Law/Policies/Policy3/Group/?group=31%20103](https://www.bsc.bc.ca/Securities_Law/Policies/Policy3/Group/?group=31%20103)

---

Requirements)<sup>69</sup>，以及公開說明書的豁免條件（National Instrument 45-106 Prospectus and Registration Exemptions, NI45-106）等，可參見財團法人資訊工業策進會(2018)。<sup>70</sup>

依據 CSA 之觀點，即便所發行加密貨幣的設計中，僅有一部分涉及有價證券，其整體交易仍可能受證券法之規範。此時，涉及證券交易之加密貨幣轉售，將適用次級交易市場之相關規範。

### (3) 管轄區域

若交易發生在加拿大司法管轄區內，必須向加拿大證券監管機構申請許可、註冊或豁免。

## 2. 「CSA 46-308 號注意事項：證券法對代幣發行之影響」

此通知進一步以 14 種代幣發行態樣為例，針對其是否屬投資契約（即屬證券性質）進行詳細說明(Canadian Securities Administrators, 2018)：

- (1) 代幣的功能是使用在軟體、線上平台、應用程式或購買商品或服務等，但軟體、平台、應用程式、商品或服務尚未存在或仍被開發中，代幣購買者可能是為了預期獲利，這將取決於發行人研發及提供商品服務的能力。
- (2) 代幣未立即傳送給購買者。此情況表示軟體、線上平台、應用程式或商品尚在開發中，購買者並非直接使用而可能是進行投資行為，此過程亦存在投資企業負責管理代幣轉換之過程。

---

<sup>69</sup>請參見 [https://www.bsc.bc.ca/Securities\\_Law/Policies/Policy4/Group/?group=41%20101](https://www.bsc.bc.ca/Securities_Law/Policies/Policy4/Group/?group=41%20101)

<sup>70</sup>請參見 [https://www.bsc.bc.ca/Securities\\_Law/Policies/Policy4/Group/?group=45%20106](https://www.bsc.bc.ca/Securities_Law/Policies/Policy4/Group/?group=45%20106)

- 
- (3) 發行目的為募集資金，其資金會用於扶持代幣之價值、發行之執行或平台之使用，購買者並非直接使用代幣，而是投資於正在開發的業務。
  - (4) 發行人設立獎勵機制提供免費代幣給推廣者。推廣者透過社群媒體、部落格或互聯網等管道來宣傳，透過此行為產生投資及預期報酬。
  - (5) 發行人從發行或挖礦中保有一定數量的代幣，因為預估代幣未來增值會帶給管理階層和購買者獲得財務上的利益。
  - (6) 發行人稱代幣將會被當作貨幣或擁有跨平台的功能，但並未展示代幣可被廣泛接受或使用，亦須依賴投資企業負責管理及代幣轉換之過程。
  - (7) 發行人管理階層提出該代幣有特定的功能可增進代幣之價值，亦可能屬於投資企業之預期收益。
  - (8) 代幣在平台上存在固定價值且不會隨著時間自動增加，或依非商業因素而改變，此類型將會降低購買者對獲利的期待。
  - (9) 代幣發行的數量有限，或預期在未來數量受到限制。購買者可期待因代幣供應減少而產生價格上漲之收益；反之，若無限量則購買者無預期收益。
  - (10) 發行人要求購買者購買大量之代幣，其金額與提供之服務效用不成比例，則購買者可能非為了使用而是為了獲利。
  - (11) 銷售目標為無法使用發行人產品、服務應用的個人或公司。購買者是為了潛在獲利，而非使用該產品、服務或應用。

- 
- (12) 管理階層宣稱代幣會增值或和其他加密貨幣進行比較，亦鼓勵他人作出相同的陳述，其顯示代幣發行是為投資而進行銷售，進而創造預期收益。
- (13) 免費發放代幣給使用者，該類型未涉及投資，但分配免費代幣被視為輔助整體銷售、次級商品或服務之一部分，或如果在整體發行中，是因投資金錢而分配代幣時，則可能符合投資資金。
- (14) 每個代幣皆具有獨特性，若代幣不可替換或交換，可能導致購買者依個人偏好對代幣進行評價、或為娛樂之方式或蒐集之物品，代幣未來價值是根據獨特性及市場需求，而非發行人與投資企業。

## **(二) CSA 與加拿大投資業監理組織 (Investment Industry Regulatory Organization of Canada, IIROC) 聯合發布有關加密資產交易平台監理架構諮詢文件**

CSA 與 IIROC 於 2019 年 3 月聯合發布諮詢文件 21-402「加密資產交易平台建議架構」(Consultation Paper 21-402 Proposed Framework for Crypto-Asset Trading Platforms) (Canadian Securities Administrators & Investment Industry Regulatory Organization of Canada, 2019)。<sup>71</sup>

### **1. 第一部分—介紹和目的**

該文件開宗明義表示，CSA 和 IIROC 透過 IOSCO 與全球其他監理機關合作，為現有多樣化的加密資產交易平台監理方式投注一份心

---

<sup>71</sup> 報告下載網址為  
[https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw\\_csa\\_20190314\\_21-402\\_crypto-asset-trading-platforms.htm](https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_csa_20190314_21-402_crypto-asset-trading-platforms.htm)

---

力。

平台是否須受到證券主管機關監理，取決於其運作方式以及於其上可供交易的加密資產。CSA 透過監理沙盒正與幾個尋求監理意見的平台討論其所適用的監理要求。

目前，加拿大沒有任何平台被認可為交易所（an exchange）或被授權作為市場（a marketplace）或自營商（dealer）營運。因此，CSA 敦促加拿大人在購買加密資產時保持謹慎。

平台促進加密資產的買賣，並執行類似於交易所、替代交易系統（alternative trading systems, ATS）、結算機構（clearing agencies）、保管人（custodians）和自營商的一個或多個功能。根據其結構，他們還可能引入新的特徵，造成投資者和資本市場的風險，現有的監理架構可能無法完全解決這些風險。加拿大正在考慮為平台制定一套量身定作的管制要求，以解決其新的特徵和風險（即該報告建議的平台監理架構）。

## 2. 第二部分—加密資產的性質和適用的證券法規

證券法規可能適用於平台，因為平台上交易的加密資產可能構成證券或衍生性商品。加拿大正評估平台上的交易的具體事實和情況，以瞭解其加密資產是否涉及證券或衍生性商品。評估因素包括：

- (1) 平台是否有意並提供加密資產給投資者；
- (2) 如果有提供加密資產，是何時發生的，以及平台是否無法控管投資者的錢包；
- (3) 投資者的加密資產是否與其他投資者的以及平台的資產混在一起；

- 
- (4) 平台或相關組織是否持有或控制投資者的資產；
  - (5) 如果平台持有或存儲投資者的資產，平台如何利用這些資產；
  - (6) 投資者是否可以交易或轉讓被平台持有的資產；
  - (7) 有關平台與投資者的法律關係，平台的真正功能，以及交易進行的方式：
    - A. 誰控制或保管加密資產；
    - B. 這些加密資產法律上的擁有者是誰；
    - C. 平台破產時投資者將擁有哪些權利。

### 3. 第三部分—與平台有關的風險

平台的經營模式和相關的風險可能因平台而異。主要風險領域包括：

- (1) 投資者的加密資產可能無法得到充分保護；
- (2) 流程、政策、程序可能不適當；
- (3) 如果平台破產，投資者的資產可能面臨風險；
- (4) 投資者可能未獲得平台上可供交易的加密資產的重要訊息；
- (5) 投資者可能未獲得平台經營的重要訊息；
- (6) 投資者可能購買不適合他們的產品；
- (7) 利益衝突可能無法被妥善管理；
- (8) 可能發生操縱和欺騙性交易；
- (9) 訂單和交易資訊可能缺乏透明度；

---

(10) 系統韌性、公正性與安全控制可能不適當。

#### 4. 第四部分—其他司法管轄區的監理方式

在建構該文件建議的平台監理架構時，加拿大考慮了其他司法管轄區的證券和金融監理機關採取的方法，例如美國、歐盟、新加坡、香港、馬來西亞，並發現在許多國家既有的監理規範適用於監理該國的平台。某些國家可能會訂定量身訂製的要求或提供豁免條件。這表示現有的用來管制 ATS（在美國或加拿大）、多邊交易場所（multilateral trading venues）（在歐洲）和其他受管制市場的監理要求可能適用於加密資產交易平台。

#### 5. 第五部分—建議的平台監理架構與關鍵諮詢領域

該文件建議的平台監理架構將適用於在加拿大經營的平台，以及有加拿大投資者的平台。文件中並列出一些關鍵的諮詢領域與問題，尋求各界的意見回饋，諮詢期間自 2019.03.14 至 2019.05.15 止。關鍵的諮詢領域包括：

- (1) 資產的保管和核實（verification）；
- (2) 價格決定；
- (3) 交易監視；
- (4) 系統與業務連續性規劃；
- (5) 利益衝突；
- (6) 保險；
- (7) 交割與結算；



---

(8) 適用的監理要求。

## 二、 監理沙盒與沙盒案例

CSA 監理沙盒是 CSA 2016-2019 業務計畫的一部分，旨在更好地瞭解技術創新如何影響資本市場，評估監理影響的範圍和性質以使金融科技及證券監理架構可滿足現代化之所需條件。

目前加拿大對適用證券法令之代幣發行處於沙盒測試階段，發行計畫是否合法需要加拿大各省的監管部門的監管意見。根據 CSA 發布的「CSA 46-308 號注意事項：證券法對代幣發行之影響」，在加拿大發行時需區分代幣是否屬於證券類別，且須對各計畫具體分析，並希望發行單位主動聯繫各省的監管部門。同時，政府鼓勵相關企業就合乎證券法相關規範進行證券法律顧問諮詢(Canadian Securities Administrators, 2018)。

以下列出 CSA 監理沙盒相關案例，並說明監理機關決定納入沙盒之主要條件或註冊條款：

### (一) TokenFunder 公司

該公司建置智能代幣資產管理平台 ( smart token asset management platform, STAMP )，發行代幣 ( FNDR ) 募集資金。代幣持有者依比例獲得公司之營運分紅。該公司 2017 年 10 月經 CSA 同意納入監理沙盒，主要條件包括：

1. 一般投資人個人投資上限為 2,500 加幣；合格投資人不受限制。總募資下限為 50 萬加幣；上限為 1,000 萬加幣，若無法募集成功則將資金返還投資者。
2. 公司應對投資者進行 KYC，並提供營運及財務資訊，且不得兼營

---

投資顧問服務。

3. 於實驗期滿後若繼續營運，須依規定註冊為自營商（dealer），在未註冊前不得透過平台為發行人籌資。

## （二）TokenGX 公司<sup>72</sup>

TokenGX 公司於 2019 年 4 月申請提供初始代幣發行（initial token offerings, ITO）的諮詢、技術執行、經紀服務給客戶。該公司預備經營一個線上平台，替 ITO 的發行人執行 ITO，並在豁免公開說明書的條件下讓投資人可投資初級市場發行的代幣。該公司並將運用技術來瞭解客戶是否適合購買代幣。

該公司是註冊為豁免市場自營商類型中的自營商（a dealer in the category of exempt market dealer）。該公司的註冊須遵守的主要條件如下：

1. 該公司僅可經由該線上平台經營 ITOs 的初始配售，不可經營投資基金的證券配售，除非獲得主要監理機關—安大略省證券委員會的許可；
2. 該公司在該線上平台上提供的代幣都受證券相關法規規範；
3. 該公司不為客戶保管代幣；
4. 除了於 NI45-106 公開說明書豁免<sup>73</sup>中定義的合格投資者之外，將公司將確保每位投資者在起初的 12 個月內購買 ITOs 的金額不超過下列限額：

---

<sup>72</sup>請參見

[https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/Industry\\_Resources/TC\\_TokenGX.pdf](https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/Industry_Resources/TC_TokenGX.pdf)

<sup>73</sup>請參見

[https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw\\_ni\\_20190315\\_45-106\\_rfc\\_syndicated-mortgages.htm](https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_ni_20190315_45-106_rfc_syndicated-mortgages.htm)

- 
- (1) 不合合格投資者：10,000 美元；
  - (2) 合格投資者：30,000 美元；
  - (3) 合格投資者，且被該公司認定該投資適合該投資者：100,000 美元。
5. 此外，公司須在每年 6 月和 12 月結束後的 30 天內提供下列資訊給大略省證券委員會：
- (1) 該季中該平台上未成功募資的 ITOs 的詳情；
  - (2) 有無任何欺詐或網絡安全事件的詳細訊息、是否收到任何投資者投訴的詳細訊息。
6. 該公司的註冊將於 2021 年 4 月 16 日到期，除非該日期由主管機關酌情續期。

### (三) 3iQ Corp 公司<sup>74</sup>

該公司成功申請成為安大略省證券公司，從事投資管理與基金經理事業，並允許管理受認可之加密貨幣投資基金。該公司 2018 年 1 月申請進入沙盒，即成立 3iQ Global Cryptoasset Fund，基於被動投資策略投資比特幣及萊特幣，依公司申請條件符合公開說明書豁免<sup>75</sup>，但可從基金中分配股權，其公司註冊受某些條款與條件約束，主要包括：

<sup>74</sup> 請參見

[https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/Industry\\_Resources/TC\\_3iQ%20Corp\\_ProposedOntariotermsandconditions.pdf](https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/Industry_Resources/TC_3iQ%20Corp_ProposedOntariotermsandconditions.pdf)

<sup>75</sup> 一般而言，在安大略省向公眾提供證券必須附有公開說明書，但也有例外。這些豁免稱為公開說明書豁免。請參見

<https://www.getsmarteraboutmoney.ca/protect-your-money/investor-protection/regulation-in-canada/types-of-prospectus-exemptions/>

- 
1. 公司必須事先獲得主要監理機關的批准：建立或管理任何投資於指定加密貨幣的投資基金之許可、改變由公司管理之任何投資基金標的、變更指定加密貨幣保管人。
  2. 投資於指定加密貨幣的公司將向證券持有人提供年度審計財務報表（每年 12 月 31 日後的 90 天內），並於每月至少公告一次淨資產投資基金價值（NAV）。
  3. 在進行特定加密貨幣交易之前，公司必須自己評估並確定該指定加密貨幣的當前和合理公平價格。
  4. 公司必須指定加密貨幣保管人及加密貨幣經紀人，上述公司必須可及時通知主要監理機關。若非遵守上揭事項，則公司不得在 2020 年 1 月 19 日之後管理基金，該日期由主管機關酌情續期。

#### **（四）Majestic 資產管理公司<sup>76</sup>**

該公司之主要監理機關為法國監理機關 AMF。2018 年 1 月該公司向 AMF 申請建立、管理、配售投資基金 Rivemont Crypto Fund(RCF) 的證券，RCF 一開始將投資於比特幣及以太幣。該公司預備以豁免公開說明書的方式配售 RCF 的證券。AMF 在與 CSA 諮詢並允許 RCF 在加拿大執行新種類的業務後，授權該公司建立 RCF 並擔任 RCF 的經理，並額外設定一些條件，主要包括：

1. 以下事項需事先獲得 AMF 核准：
  - （1） 設立投資於加密貨幣的基金或擔任其經理；
  - （2） 修訂 RCF 或 Majestic 管理的任何投資於加密貨幣的基金的投資目標；

---

<sup>76</sup>請參見

[https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/Industry\\_Resources/TC\\_MajesticEn\\_2018-01-25.pdf](https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/Industry_Resources/TC_MajesticEn_2018-01-25.pdf)

- 
- (3) 更改投資基金持有的加密貨幣的保管機構；
  - (4) 更改主要負責執行加密貨幣交易之經理人；
  - (5) 對公司之評價、投資決策和程序作出重大改變；
  - (6) 更改 RCF 的投資組合經理人。
2. Majestic 將負責監督每位加密貨幣保管人和執行加密貨幣交易之經紀人，因此 Majestic 將與各方簽訂書面協議。
  3. 於每年 12 月 31 日之後的 90 天內，提供年度經審計的基金財務報表給基金投資人，基金投資的淨資產值 (NAV) 則須每月提供給基金投資人。
  4. 在安大略省，Majestic 資產管理公司不得在 2020 年 1 月 26 日之後繼續管理 RCF，除非該日期由主管機關酌情續期。

#### (五) Rivemont 投資公司<sup>77</sup>

該公司之主要監理機關為法國監理機關 AMF。2018 年 1 月該公司向 AMF 申請管理投資基金 Rivemont Crypto Fund (RCF) 的投資組合，RCF 一開始將投資於比特幣及以太幣。AMF 在與 CSA 諮詢並允許 RCF 在加拿大執行新種類業務後，授權該公司管理 RCF 的投資組合，並額外設定一些條件，主要包括：

1. 以下事項需事先獲得 AMF 核准：

- (1) 管理投資於加密貨幣的基金投資組合；
- (2) 修改 RCF 投資內容以納入一種之前未持有過的加密貨幣；

---

<sup>77</sup> 請參見

[https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/Industry\\_Resources/TC\\_RivemontEn\\_2018-01-25.pdf](https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/Industry_Resources/TC_RivemontEn_2018-01-25.pdf)

---

(3) 對公司之評價、投資決策和程序作出重大改變。

2. 在進行加密貨幣交易之前，Rivemont 應自行確定當前的貨幣相關加密貨幣的合理公平價格。
3. 在安大略省，Rivemonte 公司不得在 2020 年 1 月 26 日之後繼續管理 RCF，除非該日期由主管機關酌情續期。

### 三、 加拿大證券交易所將推出 STOs 平台

加拿大證券交易所 (Canadian Securities Exchange, CSE) 於 2018 年 2 月宣布，將啟動基於區塊鏈技術的證券結算及交割平台，允許企業透過代幣化的證券發行股權與債權，經過此平台發行的代幣將受到所有適用的證券法規監管，並在 CSE 既有的股票交易平台上交易。此平台創造的效益包括(Canadian Securities Exchange, 2018)：

- (一)傳統股票系統需要兩個工作日來交割每筆交易，而新平台提供即時的交割及結算，因此降低了投資自營商 (investment dealers) 及其客戶的風險。
- (二)由於投資自營商不再需要在結算所交割交易之前配置初始和釘住市價資本，可大幅節省成本 (eliminating the need for investment dealers to post initial and mark-to-market capital with a clearing house pending the settlement of trades)。
- (三)減少股票分割、合併和股利支付等方面的作業錯誤並節省成本。
- (四)促進股東溝通。
- (五)代幣發行人必須提供與傳統證券發行人相同的資訊，強化揭露可減少 STOs 投資人的風險。
- (六)STOs 將受到證券交易所和省級證券監理機關的雙重監管比 ICOs 受到更嚴格監督。

---

(七)代幣化證券市場可吸引新類型的投資者，擴大市場的參與度。

## 第八節 紐西蘭

### 一、 金融市場管理局 (Financial Markets Authority, FMA)

#### (一) ICOs 和數位代幣的定義

FMA 於官方網站<sup>78</sup>上提到 ICOs 和數位代幣是一種籌款形式，在其中可獲得具有某些權利的代幣，例如對相關資產或計畫的權益。

#### (二) 將具某些金融商品特性之 ICOs 納入監理

##### 1. 監理範圍

FMA 於官方網站<sup>79</sup>上指出，若 ICOs 涉及下列金融商品特性：

- (1) 債務證券 (debt securities)；
- (2) 股權證券 (equity securities)；
- (3) 託管投資產品 (managed investment products)；
- (4) 衍生性商品 (derivatives) 等。

不論該產品投資人為一般大眾或是專業投資人，皆須受監理(財團法人資訊工業策進會, 2018)。

##### 2. 監理要求

除向主管機關提出申請外，須提出「商品揭露聲明書」(product disclosure statement)，及符合申報規定之財務報表。其他規定包括(財

---

<sup>78</sup> <https://www.fma.govt.nz/compliance/cryptocurrencies/#>

<sup>79</sup> 同上一註腳。

---

團法人資訊工業策進會, 2018) :

- (1) ICOs 發行之形式若為債務證券及託管投資產品，須設立指定信託單位；
- (2) 若為託管投資產品之形式，須與投資人簽訂信託契約；
- (3) 若具衍生性商品特性，則須向主管機關申請特許執照。

### 3. 託管投資產品的構成要件

根據金融市場行為法 2013 (Financial Markets Conduct Act 2013) 第 9 節，託管投資產品的構成要件包含：

- (1) 為投資計畫提供金錢或加密貨幣；
- (2) 向投資者提供報酬、收入和獎勵；
- (3) 投資者對該計畫的運作沒有日常控制權。

FMA 認為，代幣不會因為只是在加密貨幣交易所或其他次級市場交易就被視為託管投資產品。

### 4. 功能型數位代幣

功能型數位代幣通常涉及「操作價值轉移服務」及／或「發行和管理支付工具」的金融服務，因此金融中介機構的監理法規可能適用 (Maume & Fromberger, 2019; 財團法人資訊工業策進會, 2018)。

- (三) 對加密貨幣服務業者 (交易所、錢包、經紀等) 提出指導方針

FMA 對於主要的加密貨幣服務業者如交易所 (Exchange)、錢包 (Wallet)、經紀 (Broking) 等提出指導方針，指出這類加密貨幣服



---

務公司須遵守以下法律義務(財團法人資訊工業策進會, 2018)：

1. 必須在金融服務供應商登記冊 (Financial Service Providers Register, FSPR) 上登記。
2. 必須遵守「金融市場行為法」的公平交易條款。
3. 對於提供的金融服務，有調解及解決糾紛方案的能力。

## 二、 聯邦儲備銀行 (Reserve Bank)

### (一) 指出加密貨幣的功能與性質

聯邦儲備銀行於 2017 年 7 月提出對加密貨幣的看法(Aaron Kumar and Christie Smith, 2017)：

#### 1. 加密貨幣之獨特功能

- (1) 更快的跨境交易；
- (2) 更低的交易費用；
- (3) 匿名性；
- (4) 交易不可逆性。

雖然加密貨幣越來越受歡迎，但目前只占小比例的交易，聯邦儲備銀行目前不認為加密貨幣對於傳統銀行是一種威脅。

#### 2. 加密貨幣之技術性質

加密貨幣和區塊鏈技術很可能成為全球支付系統的重要組成部分，但大規模採用將取決於交易技術的競爭，以及為用戶提供安全的監理。如果加密貨幣希望在全球進行交易，那麼加密貨幣也需要解決技術性、擴展性等問題。

---

### 3. 加密貨幣之實驗性質

所有加密貨幣都是實驗性的，透過與虛擬貨幣進行交易或持有巨額加密貨幣將面臨重大風險(財團法人資訊工業策進會, 2018)。

#### (二) 討論是否由該行發行數位貨幣

另外，聯邦儲備銀行於 2018 年 6 月對於是否由該行發行數位貨幣 (digital currency) 提出討論(Amber Wadsworth, 2018)：

##### 1. 貨幣分配

- (1) 優點：若提供電子形式的法定貨幣，運輸上比現金更安全。
- (2) 缺點：需要大量投資才能發行；超過一定規模的交易需要遵守反洗錢打擊資助恐怖主義相關法規。

##### 2. 支付

- (1) 優點：提高交割速度、降低費用。
- (2) 缺點：付款授權緩慢、低價值支付的交易費用較高等。

##### 3. 貨幣政策

- (1) 優點：在私人加密貨幣大量使用的情況下，聯邦銀行得提供有息數位貨幣，向家庭和企業直接調整貨幣政策，以提高貨幣政策的有效性。
- (2) 缺點：若提供無息的數位貨幣，將無法對貨幣政策提供幫助。

##### 4. 金融穩定

- (1) 缺點：降低銀行對經濟衰退的適應能力，並激勵尋求收益行為。增加商業銀行對海外批發融資的依賴，在全系統不穩定期間可

---

能增加銀行擠兌的可能性和嚴重性。

綜觀以上，聯邦儲備銀行認為其向公眾發行數位貨幣，將同時出現利與弊，且可能對金融穩定和貨幣政策造成巨大的成本，那麼發行將是不切實際的行為。

## 第九節 泰國

### 一、「數位資產法」專法與主管機關

#### (一) 制定「數位資產法」專法

泰國於 2018 年 5 月頒布「數位資產法」(Digital Asset Businesses B.E.2561)，排除泰國證券交易法下之有價證券適用，僅規範加密貨幣 (cryptocurrency) 與數位代幣 (digital token)；並定義數位資產企業及數位代幣發行系統服務商 (ICO portal)，將其納入監管(財團法人資訊工業策進會, 2018)。財團法人資訊工業策進會(2018)說明「數位資產法」對加密貨幣與數位代幣之定義為(該報告將 cryptocurrency 譯為虛擬貨幣)：

- (1) 虛擬貨幣：於電子系統或網絡上的電子數據單元，目的係為獲取商品、服務或其他權利(包括數位資產間之交換)的交換媒介。
- (2) 數位代幣：於電子系統或網絡上創造的電子數據單位，目的係為表彰參與投資任何專案或業務的權利，或表彰取得特定商品、服務的權利或其他權利。

#### (二) 主管機關為泰國證券交易委員會、財政部長

財團法人資訊工業策進會(2018)指出：「數位資產法」第 10 條規定泰國證券交易委員會 (The Securities and Exchange Commission, Thailand；簡稱 SEC)「可執行任何證券交易委員會公告及發布之數位資產業務規則、條例、決策、決定及收取費用、接受申請及給予許可、

---

給予核准或執照等。」另「數位資產法」第 4 條規定「財政部長為落實本法之負責人，並得依同法第 3 條規定指派執行官（Competent Officer）執行本法業務，執行業務之規範規定於該法第 51 至 56 條。」

### （三）數位資產企業分類

「數位資產法」第 3 條將數位資產企業分為 3 種：數位資產交易所（Digital Asset Exchange）、數位資產經紀商（Digital Asset Broker），以及數位資產自營商（Digital Asset Dealer）。

財團法人資訊工業策進會(2018)指出：數位資產企業「須經證交會之建議獲得財政部長之許可後始得營業，且數位資產企業之業務經營者（董事及管理階層）須經證交會核准，若有違法情事得撤銷核准並更換之（同法第 26 條、第 28 至 29 條）。」另在洗錢防制方面，「數位資產企業及數位代幣發行系統服務商被視為金融機構，並受洗錢防制法規範（同法第 7 條）。」

### （四）數位代幣發行系統服務商

財團法人資訊工業策進會(2018)指出：數位代幣發行系統服務商「係指提供發行數位代幣電子系統者，負責審查新發行數位代幣的特性、發行者的資格，以及申請書件及公開說明草案的完整性與準確性，或透過該服務商揭露其他資訊（同法第 3 條）。」另簡要介紹公告 16「數位代幣發行系統服務商之標準、條件及認可方式」之內容。

### （五）數位代幣公開發行

數位代幣之公開發行須事先申請，提交公開說明書並經 SEC 審查核准，發行人亦須滿足高層人員資格審查及資訊申報、每次籌資對一般投資人募資上限、散戶每案投資金額限制、繳納手續費等費用、

---

防制洗錢與不公平交易等法定義務(財團法人資訊工業策進會, 2018)。  
財團法人資訊工業策進會(2018)說明每次籌資對一般投資人募資上限、散戶每案投資金額限制為：

...「數位資產法」...第 17 條特別提及每次籌資對一般投資人之募資上限，為發行人淨值 4 倍或當次籌資金額之 70% 二者中較高者，又針對散戶投資者，每個募資專案投資金額不得超過 30 萬泰銖；

## 二、 ICOs 投資可使用之加密貨幣（更新名單）

### （一） 2019/02/28 更新名單

SEC 於 2019 年 2 月 28 日宣布更新 ICOs 的投資可使用之加密貨幣名單(The Securities and Exchange Commission, 2019)，限縮至僅限於 4 種加密貨幣：

1. Bitcoin (BTC)；
2. Ethereum (ETH)；
3. Ripple (XRP)；
4. Stellar (XLM)。

### （二） 自舊名單中刪除之加密貨幣

原先核定可用於 ICOs 投資的 3 種加密貨幣則自名單中刪除，包括：

1. Bitcoin Cash (BCH)；
2. Ethereum Classic (ETC)；
3. Litecoin (LTC)。

### 三、 取得執照的數位資產企業與核准之 ICOs 案件

截至 2019 年 6 月 28 日為止，泰國已發放執照給 4 家數位資產交易所、2 家數位資產經紀商，以及 1 家數位資產自營商，取得執照的數位資產企業名單如表 4~表 6；另已批准 3 家數位代幣發行系統服務商的申請案，名單如表 7。

#### (一) 數位資產交易所

表4 泰國取得執照的數位資產交易所名單

符號	公司名稱	公司官網網址	加密貨幣	數位代幣
<b>BITKUB</b>	Bitkub Online Co., Ltd.	bitkub.com	✓	✓
<b>BX</b>	Bitcoin Exchange Co., Ltd.	bx.in.th	✓	✓
<b>Satang Pro</b>	Satang Corporation	satang.pro	✓	✓
<b>BiTherb</b>	BiTherb Co., Ltd.	bitherb.net	✓	✓

資料來源：泰國 SEC 官網 <https://www.sec.or.th/EN/Pages/Shortcut/DigitalAsset.aspx#ebd>。

#### (二) 數位資產經紀商

表5 泰國取得執照的數位資產經紀商名單

符號	公司名稱	公司官網網址	加密貨幣	數位代幣
<b>Coins TH</b>	Coins TH Co., Ltd.	coins.co.th	✓	
<b>BiTherb</b>	BiTherb Co., Ltd.	bitherb.net	✓	✓

資料來源：泰國 SEC 官網 <https://www.sec.or.th/EN/Pages/Shortcut/DigitalAsset.aspx#ebd>。

#### (三) 數位資產自營商

表6 泰國取得執照的數位資產自營商名單

符號	公司名稱	公司官網網址	加密貨幣	數位代幣
<b>Coins TH</b>	Coins TH Co., Ltd.	coins.co.th	✓	

資料來源：泰國 SEC 官網 <https://www.sec.or.th/EN/Pages/Shortcut/DigitalAsset.aspx#ebd>。

#### (四) 數位代幣發行系統服務商

表7 泰國取得執照的數位代幣發行系統服務商名單

符號	公司名稱
Longroot	Longroot (Thailand) Co., Ltd.
T-BOX	T-BOX (Thailand) Co., Ltd.
SE Digital	SE Digital Co., Ltd.

註：此 3 家公司均尚未開始營業。

資料來源：泰國 SEC 官網 <https://www.sec.or.th/EN/Pages/Shortcut/DigitalAsset.aspx#ebd>。

#### (五) 核准之 ICOs 案件

截至 2019 年 6 月 28 日為止，由於尚未有數位代幣發行系統服務商開始營業，泰國亦未授權給任何 1 家 ICO 發行人，因之，尚未核准任何 1 個 ICO 案件。<sup>80</sup>

## 第十節 國際證券管理機構組織 IOSCO

### 一、 發布金融科技研究報告

國際證券管理機構組織 (the International Organization of Securities Commissions, IOSCO) 於 2017 年 2 月發布一份金融科技研究報告，討論分散式帳本技術 (Distributed ledger Technology, DLT) 和資產、法定貨幣的代幣化。IOSCO 在該報告中指出，「代幣化是資產或資產所有權的數位化表達的過程。一個代幣就代表一項資產或一項資產的所有權。這些資產可以是貨幣、商品、證券或財產」(International Organisation of Securities Commissions, 2017)。

<sup>80</sup>資料來源：泰國 SEC 官網 <https://www.sec.or.th/EN/Pages/Shortcut/DigitalAsset.aspx#ebd>。

---

## 二、 發布加密資產交易平台諮詢報告

IOSCO 於 2019 年 5 月 28 日發布一份有關加密資產交易平台 (crypto-asset trading platforms, CTPs) 的諮詢報告，報告標題為「與加密資產交易平台有關的議題、風險與管制上需要考慮的事」(Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms)。<sup>81</sup>IOSCO 歡迎各界在 2019 年 7 月 29 日之前對該報告提供評論意見(Board of The International Organisation of Securities Commissions, 2019; International Organisation of Securities Commissions, 2019)。

### (一) 加密資產定義

在報告中，加密資產 (crypto-assets) 指一種私有資產，主要以密碼學和 DLT 或類似技術作為其本身價值的一部分，並可代表一項資產，例如貨幣、商品、證券、或一項商品的衍生性商品。

### (二) 報告範圍

報告並不討論各國主管機關決定一項加密資產是否屬於其職權管轄範圍所使用的評估準則。而是聚焦在，當主管機關已決定對某些加密資產、或對涉及該等加密資產的特定活動有管制權力時，該等加密資產在 CTPs 上的交易。

### (三) 相關的 IOSCO 原則

IOSCO 原則設定了證券監理的廣泛架構，該報告指出與加密資產交易平台監理相關的原則，包含 4 個面向：合作、次級和其他市場、市場中介機構、交割和結算。

---

<sup>81</sup>報告下載網址為 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD627.pdf>



---

## 1. 有關合作的 IOSCO 原則

### (1) IOSCO 原則 13

監理者應有權與國內外其他監理機關分享公開和非公開資訊。

### (2) IOSCO 原則 14

監理者應建立資訊共享機制，確定何時以及如何與國內外其他監理機關共享公開和非公開資訊。

### (3) IOSCO 原則 15

當外國監理機關為履行職責和行使權力需要進行調查時，監理系統應允許向其提供援助。

## 2. 有關次級和其他市場的 IOSCO 原則

### (1) IOSCO 原則 33

含證券交易所在內的交易系統的建立，應受監理機關的授權和監督。

### (2) IOSCO 原則 34

應對交易所和交易系統進行持續監理，確保交易的完整性，並維持公平合理的規則，保持不同市場參與者的需求之間的平衡。

### (3) IOSCO 原則 35

監理應促進交易透明度。

### (4) IOSCO 原則 36

監理應被設計為檢測和阻止操縱和其他不公平的交易行為。

---

(5) IOSCO 原則 37

監理應致力於確保大額曝險、違約風險、市場中斷的適當管理。

**3. 有關市場中介機構的 IOSCO 原則**

(1) IOSCO 原則 29

市場中介機構應該有最低進入標準。

(2) IOSCO 原則 30

市場中介機構應有初始和持續的資本和其他審慎要求，以反映中介機構承擔的風險。

(3) IOSCO 原則 31

應要求市場中介機構建立內部機制，以遵守內部組織和營運行為標準，目標是保護投資者的利益及其資產、確保風險之適當管理，中介機構的管理者承擔上述事項的主要責任。

(4) IOSCO 原則 32

應該有處理市場中介機構失敗的程序，以極小化投資者的損害與損失，並控制系統性風險。

**4. 有關交割和結算的 IOSCO 原則**

(1) IOSCO 原則 38

證券交易之結算與交割系統應遵守監理和監督要求，確保其公平、有效和高效率，並降低系統性風險。

#### (四) 對成員國監理加密資產交易平台的方法進行調查之結果摘要

IOSCO 於 2018 年下半年對隸屬其「次級市場之監管常設委員會」(Committee 2)<sup>82</sup>及「ICO 平台」(ICO Network)<sup>83</sup>的所有成員國進行調查，詢問該國營運中的 CTPs (但未必有取得執照或獲得主管機關授權)的營運模式、主管機關辨識的 CTPs 相關風險與議題，以及這些風險與議題如何已經被處理或可以被處理(即現存、已被採取的管制架構或正被考慮中的管制回應)。IOSCO 收到 34 份調查回復，這些回復概略描述了一些營運中的 CTPs，以及該國正在使用或正考慮採用的管制 CTPs 方法。該諮詢報告包含了調查的結果摘要。重點摘要如下：

##### 1. CTPs 的營運模式有很多種

根據調查結果，最常見的經營結構是類似傳統證券交易所採用的連續拍賣模式(即 CTPs 有中央限價委託系統 central limit order book 及與股票交易相同的多種訂單形式)。大多數的 CTPs 可直接供投資者於其上交易，包括散戶投資者。多數 CTPs 也提供參與者資產的保管服務。多數 CTPs 是在客戶事先於平台帳戶存入足夠資金時才為客戶執行交易，並無槓桿或保證金。

##### 2. 各國管制 CTPs 的方法並不相同

這些回復顯示各國管制 CTPs 的方法並不相同，許多國家也仍在

---

<sup>82</sup>次級市場之監管常設委員會(Committee on Regulation of Secondary Markets)是 IOSCO 技術委員會(Technical Committee)下設的幾個常設委員會之一，2019 年有 33 個成員，請參見 [https://www.iosco.org/about/?subsection=display\\_committee&cmtid=13](https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=13)

<sup>83</sup> IOSCO 於 2018 年 1 月成立 ICO 平台(ICO Network)讓會員可以交換意見及分享資訊。ICO 平台成員國中不屬於「次級市場之監管常設委員會」者包括：阿根廷、阿布達比、巴哈馬、比利時、加拿大(阿爾伯塔省、不列顛哥倫比亞省)、智利、直布羅陀、歐盟(ESMA)、馬恩島 Isle of Man、以色列、澤西島 Jersey、列支敦士登、紐西蘭、波蘭、塞爾維亞、泰國、特立尼達 Trinidad、多巴哥 Tobago 和美國(FINRA)。

---

考慮如何管制 CTPs，例如：

- (1) 當交易的加密資產被認定為證券或其他金融工具時，大部分的國家是依其既有的管制架構來管制 CTPs。
- (2) 有幾個國家已經建立、或正在建立一個特定的管制架構，專門針對那些可供屬於該國主管機關職權管轄範圍內的加密資產交易的 CTPs。某些國家正創造新的機制，或採用既有機制，但對該等 CTPs 量身打造特定要求或豁免條件。在某些國家，支付服務管制架構適用於 CTPs。
- (3) 某些國家指出既有的管制架構並不適用於 CTPs，主要是因為加密資產並不是其既有法規中定義的金融工具。
- (4) 某些國家禁止交易加密資產。

### 3. 面對相同的 CTPs 議題與風險，各國處理方法不同

調查結果發現，面對相同的 CTPs 議題與風險，各國有不同的處理方法，該等議題與風險包括與以下項目有關者：

#### (1) 投資者進入 CTPs

CTPs 對登入的客戶使用的洗錢防制、KYC 要求相對低於傳統的中介業者，包括盡職審查、驗證等標準，導致欺詐與違法行為發生的風險增加，特別是當 DLT 提供匿名或假名交易、及／或屏蔽加密資產的來源或去處時。另一個問題是登入 CTPs 的客戶可能是來自於另一個禁止此類交易的國家，此即監理套利問題。

CTPs 也可能不會在讓客戶交易前執行適合性評估。某些國家指出，考慮投資者的財務狀況與風險容忍度等適合性評估是重要的投資

---

者保護工具。

為解決此類風險，大多數國家認為應加強關注那些允許散戶投資者直接登入交易的 CTPs。許多國家相信可施加傳統中介業者適用的某些要求於 CTPs，如盡職審查、洗錢防制、KYC 等。

## (2) 保障參與者的資產

### A. 在保管安排方面

當 CTPs 替客戶保管資產，投資者便暴露在升高的偷竊或資產損失風險中，不管是因為網路攻擊或私鑰遺失。有些國家強調資產隔離的風險，混和參與者的資產可能導致在 CTPs 破產時客戶保障不足的問題。

許多國家表示既有的規則尚未用來管制 CTPs，他們仍在考慮與保管議題有關的管制方法。

### B. 在財務資源方面

許多國家表示，CTPs 主要的財務風險與其遇到財務困難時業務的連續性有關，包括下列風險：

- a. 在遇到財務困難時沒有足夠的資本支撐營運，特別是對小型 CTPs；
- b. CTPs 持有與交易的加密資產的非預期價格波動導致的流動性與破產風險；
- c. 由於技術失敗、網路攻擊、及其他非預期事件導致財務上無法覆蓋損失，特別是對那些保管客戶資產的 CTPs。

許多國家表示已執行或將執行 CTPs 的資本要求，以確保

---

其業務連續性。對那些保管客戶資產的 CTPs，有些國家強調在駭客攻擊或偷竊等資產損失事件中，CTPs 須有彌補客戶損失的措施，有些國家已要求 CTPs 要有保單，其他國家正考慮要求 CTPs 要有保險或充足的自有資金以應付損失。

### (3) 辨識和管理利益衝突

一般而言，各國咸認為傳統交易場所會面臨的利益衝突，也適用於 CTPs。各國均同意應提升潛在利益衝突的透明度，CTPs 也應該建立並維持用來降低、管理各利害關係人間利益衝突的政策與程序。

### (4) 營運的透明度

對那些允許散戶投資者直接登入交易的 CTPs，當監理機關與投資者無法獲得充分的資訊，例如關於確保有序交易的機制、交易暫停的規則、交易與訂單的透明度等資訊，就可能導致市場公正性與公平性風險發生。

某些國家建議 CTPs 應公布某些資訊於網站上，例如：

- A. 訂單形式 (order types)；
- B. 訂單執行方法 (order execution methodologies)；
- C. 避免市場操弄與濫用的規則；
- D. 波動性控制機制；
- E. 交易暫停或系統運行中斷事件發生時的政策與程序；
- F. 存入與提取程序；
- G. 保管安排；

---

## H. 爭議解決機制。

### (5) 市場公正性(Market integrity)

與市場公正性有關的主要風險是市場操弄與投資者的損失。有些國家擔憂 CTPs 是否有足夠的監視工具或專業能力等資源以監視交易，確保交易是公平和有序的。

### (6) 價格發現機制

主要的風險是交易前和交易後的透明度不足，有些國家亦反映流動性不佳和不同的 CTPs 之間資產價格有很大差異的問題。

### (7) 科技，包括韌性與網絡安全

有些國家擔憂 CTPs 的經營者可能不像傳統交易場所的經營者一樣有專業及資源以管理系統韌性、公正性和安全有關的風險。主要風險包括交易中斷或系統失靈，導致參與者的資產損失、及／或失去投資人信心等問題。

只有少數國家已有特定要求以解決此類風險，其餘國家仍在考慮適當的規則。

### (8) 結算與交割

有些國家指出，由於 CTPs 通常是在客戶事先於平台帳戶存入足夠資金時才為客戶執行交易，交割的風險可能因此被減輕。

部分國家仍在考慮加密資產結算與交割風險相關的政策，其餘國家已就此風險提出相關要求，包括：

#### A. 要求建立有效率交割的清楚流程；

- 
- B. 要求 CTPs 在客戶事先於平台帳戶存入足夠資金時才為客戶執行交易，以使交割失敗風險極小化；
  - C. 揭露交割延遲，例如肇因於網路壅塞等因素的延遲；
  - D. 揭露 CTPs 在交付加密資產或現金的義務；
  - E. 與風險管理有關的要求。

#### (9) 跨境資訊交換與管制合作

加密資產在本質上是全球性的，也很難認定 CTP 營運者的所在位置或交易活動發生的地理位置。一個 CTP 可能提供服務給來自任何國家的參與者，包括那些禁止某些特定活動的國家。一個國家的參與者使用被另一個國家管制的 CTP 也可能面臨較高風險。

此外，可能有某些特定風險跟不同國家間的管制套利有關。一項加密資產可能在一個國家被視為證券，卻在另一個國家不受管制，使得投資者面對不同的法律架構、與在一個爭議事件中有不同程度的追索權。交易的跨境性質使得監理與執法行動都面臨挑戰。

#### (五) 報告聚焦的議題、風險與管制上需要考慮的關鍵事宜

立基於前述 IOSCO 對其成員國所做調查的結果，該諮詢報告針對部分被辨識出的 CTPs 相關特定風險與議題，說明在管制上需要考慮的關鍵事宜，以及有用的工具，提供給各國監理機關參考。

依 CTPs 特定風險與議題，分項摘要如下：



---

## 1. 通往加密資產交易平台的通道(Access)

### (1) 關鍵的考慮事宜

考慮 CTPs 如何提供進入平台權限。如果 CTPs 提供投資人直接的進入通道，另一個應考慮的是誰負責處理客戶審查流程，及其執行方式。

### (2) 參考 IOSCO 原則

#### A. 進入通道準則

##### a. IOSCO 原則 33—關鍵議題 4 (b)

確保對系統或交易所及相關產品的進入通道是公平、透明和客觀的，並考慮相關的核准準則和程序。

#### B. 參與者的客戶審查

##### a. IOSCO 原則 31—關鍵議題 11 (a)

與客戶建立業務關係時，市場中介機構應使用可靠、獨立的資料識別並驗證客戶身分。市場中介機構應獲得足夠的資訊，識別有利地擁有或控制證券的人以及相關其他帳戶。實施此要求的程序將促進市場中介機構的能力，以減輕涉及欺詐、洗錢、資助恐怖主義的風險。

### (3) 有用工具

若監管機關正考慮 CTPs 的參與者進入通道和客戶審查流程的相關問題和風險，可評估包括：

#### A. 審查 CTPs 關於進入通道準則的政策和程序；

- 
- B. 考慮僅允許透過中介方式進入 CTPs ；
  - C. 從以下方面審查 CTPs 對其參與者「適當性」的評估：如 KYC、AML/CFT、產品適合性等；
  - D. 考慮 CTPs 是否應提供風險揭露及評估此類揭露的充分性。

## 2. 保護參與者的資產

### (1) 資產保管和損失防止保護措施

#### A. 關鍵的考慮事宜

考慮若 CTPs 持有參與者資產，如何持有和保護此類資產，例如對 CTPs 遭竊或破產造成的損失所採取之後續安排。

#### B. 風險

在 CTP 提供資產保管的情況下，可能出現的風險包括：

- a. 操作失敗；
- b. 私鑰遭竊、遺失或無法使用；
- c. 資產混合；
- d. 紀錄不正確；
- e. 無足夠資產償還負債等。

#### C. 參考 IOSCO 原則

- a. IOSCO 原則 31—關鍵議題 7

如果市場中介機構控制或負責任於須被保護之客戶資產，

---

應做出適當安排以保護客戶的所有權（例如，隔離和識別此類資產）。這些措施旨在：提供防止盜用之保護措施、在嚴重市場中斷的情況下促進部位移轉、防止將客戶資產用於自營交易或為市場中介機構的營運融資，以及協助有序處理個別市場中介機構無力償還債務情形及返還客戶資產。

#### D. 有用工具

若監理機關正考慮保護參與者資產的相關問題和風險，可評估包括：

- a. 審查 CTP 對各項安排的適當性：
  - I. 揭露參與者的所有權；
  - II. 使參與者免於遭竊或遺失之資產保護，包括有關 CTP 錢包權限之私鑰的合適備份安排；
  - III. 隔離參與者資產（與 CTP 經營者資產和／或其他參與者資產）；
  - IV. 維持準確可靠的紀錄，且可充分確認參與者的部位；
- b. 若 CTP 使用第三方保管參與者資產，CTP 就第三方資產保護採取的措施是否充足；
- c. 審查有關在資產損失情況下賠償參與者的安排，包括保單、賠償基金或其他應變措施；
- d. 檢查取回參與者所持有的存放在監理機關管轄地理範圍之外的資產的方法；
- e. 考慮 CTP 對其參與者就上述情況做出的揭露是否充分。

---

## (2) 財務資源

### A. 關鍵的考慮事宜

當 CTPs 持有參與者資產，監理機關主要須考慮的是是否有審慎機制可支援 CTP 的經營。

### B. 參考 IOSCO 原則

#### a. IOSCO 原則 30

市場中介機構應有初始和持續的資本和其他審慎要求，以反映中介機構承擔的風險。

### C. 有用工具

若監理機關正考慮 CTPs 財務資源足夠與否的相關問題和風險，可評估包括：

#### a. 考慮下列事項之施行：

- I. 反映 CTP 業務性質之資本要求，包括 CTP 執行中介功能部分；
- II. 持續監控資本狀況；
- III. 對 CTP 的財務狀況進行獨立審計。

## 3. 利益衝突

### (1) 關鍵的考慮事宜

由於 CTP 的內部結構和組織，存在利益衝突的程度；若存在利益衝突時，應如何管理。

---

## (2) 產生利益衝突的情況

利益衝突可能發生在：

- A. CTP 經營者、員工或分支機構在 CTP 上的自營交易及／或造市：利益衝突可能包含資訊不對稱、市場濫用、對參與者定價不公平。
- B. 向客戶提供建議：當 CTP 對於其上交易或發行的加密資產享有利益時。
- C. 優惠待遇：當 CTP 給予部分參與者或經營者優惠待遇時。

## (3) 參考 IOSCO 原則

### A. IOSCO 原則 31—關鍵議題 5 (d)

解決市場中介機構之利益與其客戶利益間產生的任何利益衝突。當出現潛在衝突時，市場中介機構應採取合理步驟、透過組織措施來管理衝突，防止損害客戶利益，確保所有客戶得到公平對待，例如：內部規則，包括保密規則、適當揭露、或拒絕在無法解決衝突的情況下採取行動。

## (4) 有用工具

若監理機關正考慮利益衝突的相關問題和風險，可評估包括：

- A. 評估為減輕和管理各利害關係人的利益衝突而建立的 CTP 政策和程序，包括審查：
  - a. 揭露所有相關細節，包括對 CTP 上交易的加密資產可能有任何財務利益者—CTP 或相關人等、經營者、員工、管理人員和／或董事；

- 
- b. 有關 CTP 參與者資訊或其他應被視為機密的資訊的取得管道和保密性的政策和程序；
- B. 如果允許 CTP 或相關人等、經營者、員工、管理人員和／或董事，在平台上從事自營交易或造市，則審查：
- a. 揭露相關交易活動；
  - b. 將造市活動與交易活動或其他提供交易者的服務分開；
  - c. 政策和程序的透明度，如參與者優先事項、與參與者的公平定價交易、與參與者的交易的可利執行；
  - d. 揭露有關一項加密資產的發行人或相關人等是否是平台的參與者；
- C. 審查為減輕和管理任何利益衝突而採取的步驟之揭露。

#### 4. 加密資產交易平台的營運

##### (1) 關鍵的考慮事宜

由於參與者直接登入 CTPs 進行交易相當普遍，監理機關宜考慮參與者可以獲得有關 CTPs 如何運作的資訊的程度。

缺乏明確和透明的規則、政策、或與價格發現、訂單互動、造市安排及確保有序交易的要求和機制相關的規則，可能導致因缺乏對 CTPs 營運的理解而產生的風險。

##### (2) 參考 IOSCO 原則

###### A. IOSCO 原則 33—關鍵議題 5

訂單執行規則及任何取消程序應向監理機構和市場參與

---

者揭露，並且適用於所有參與者。交易所或交易系統的訂單傳送程序應該向監理機構和市場參與者明確揭露、一致適用，不應與相關證券監理不一致（例如，客戶優先或禁止比客戶早交易）。

### (3) 有用工具

若監理機關正考慮 CTP 經營對參與者的透明度的相關問題和風險，可評估下列事項的揭露：

- A. 訂單類型和互動；
- B. CTP 上之價格發現和交易或訂單透明度，包括交易量和營業額；
- C. CTP 收取的費用；
- D. 防範市場濫用相關規則；
- E. CTP 使用的技術；
- F. 錯誤交易、取消、修正和爭議解決相關政策和程序；
- G. 對分布式分類帳經過硬分叉，或對分布式分類帳協議的其他不可逆之改變，使先前有效的分類帳或交易變為無效之資產處理；
- H. 空投代幣（Airdrops）<sup>84</sup>、公司活動或其他類似活動的處理；
- I. CTP 提供交易的加密資產的相關資訊，包括：

---

<sup>84</sup>空投代幣是以贈送的方式發行代幣。這是一種行銷方式，用以吸引投資者的注意及提高代幣的流通性。

- 
- a. 選擇的最初的和正在進行的準則（initial and on-going criteria for selection）；
  - b. 加密資產背後的負責人或發行人；
  - c. 使用的 DLT 和/或協議的類型和細節；
  - d. 加密資產背後的技術之駭客漏洞；
  - e. 加密資產的可追蹤性。

## 5. 市場公正性

### (1) 關鍵的考慮事宜

考慮現有規則對市場濫用之適用性及 CTPs 預防／檢測市場濫用之能力。

交易場所通常具管理交易的規則、監控交易和執行其規則的機制。如無這些機制可能發生詐欺、市場操縱、市場管理不當的風險，可能對投資者和公平、效率市場產生不利影響。

### (2) 參考 IOSCO 原則

#### A. IOSCO 原則 33—關鍵議題 2

監理者應評估經營者為監控、監督交易所或交易系統和其成員或參與者所作所有安排的可信賴性，以確保公平、效率、透明度、投資者保護，以及遵守證券法規。

#### B. IOSCO 原則 36

監理應被設計為檢測和阻止操縱和其他不公平的交易行為。



---

### (3) 有用工具

若監理機關正考慮市場公正性的相關問題和風險，可評估包括：

- A. 傳統的市場公正性規則在加密資產交易的可應用性；
- B. 管理市場交易的規則、政策或程序；
- C. 監督規則、政策或程序的機制；
- D. CTP 的交易時間以及如何影響 CTP 有效監控交易的能力；
- E. 任何資訊不對稱的管理；
- F. 有關可能影響資產、資產價值、開發商或使用技術的因素的最新資訊的可獲得性。

## 6. 價格發現

### (1) 關鍵的考慮事宜

考慮如何在 CTPs 上支持有效的價格發現。

### (2) 參考 IOSCO 原則

#### A. IOSCO 原則 35

監理應促進交易透明度。

市場透明度一般被認為對市場的公平和效率——特別是對市場的流動性和價格形成的品質很重要。監理機構需謹慎地評估任何特定市場結構的透明度的適當程度。加密資產如在多個 CTPs 和／或多個司法管轄區域進行交易，則可能出現價格發現過程的額外挑戰，缺乏有效的套利機制來使 CTPs 間價格趨於一致，可能使價格發現過程更加複雜及分散。

---

### (3) 有用工具

若監理機關正考慮價格發現的相關問題和風險，可評估包括下列考慮事宜：

- A. 是否以及在什麼基礎上向參與者和／或公眾提供了什麼樣的交易前和／或交易後資訊；
- B. 交易前和交易後透明度對參與者的訂單執行品質和市場品質的整體潛在影響；
- C. CTP 的市場微觀結構（例如，連續拍賣，集合競價市場，參考價格模型）；
- D. 交易的加密資產，包括其流動性及特徵。

## 7. 科技

### (1) 系統韌性、可靠性和公正性

#### A. 關鍵的考慮事宜

考慮 CTPs 使用的機制以促進關鍵系統的韌性、公正性和可靠性。

CTPs 通常持有參與者資產和資金。因此，保護這些資產和資金的基礎設施和／或流程是重要的。

#### B. 參考 IOSCO 報告／原則

##### a. IOSCO 報告

IOSCO 曾出版報告「交易場所有效管理電子交易風險和

---

業務連續性計畫機制」，<sup>85</sup>提供考慮此議題的指引。

b. IOSCO 原則 33—關鍵議題 2

為提供適當的穩定性，監理當局應要求交易場所建立機制，確保關鍵系統的韌性、可靠性和公正性（包括安全性）。雖然防止失敗很重要，但也應要求交易場所為處理此類失敗做準備，在此背景下建立、維持和實施業務連續性計畫。

c. IOSCO 原則 33—關鍵議題 3

當市場將工作外包時，並不會取消市場對任何可能可外包工作的責任。市場須保持能力，確保其遵守所有管制要求。關於關鍵監理職能的外包，市場應考慮如何以及是否可以將這類職能外包。如果外包會損害市場的監理機關行使法定責任的能力，如適當監督和市場的審計，則不應允許外包。

C. 有用工具

若監理機關正考慮系統韌性、可靠性和公正性的相關問題和風險，可評估包括：

- a. 確保服務連續性之 CTPs 業務連續性／災難復原計畫；
- b. 合適的壓力測試和／或容量規劃流程和結果；
- c. 由第三方提供或開發的任何關鍵系統的品質確保程序和性能監控；
- d. 治理和變革管理程序；

---

<sup>85</sup> 報告下載網址 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD522.pdf>

---

e. 確保滿足相關技術標準及其維護的獨立系統審查。

(2) 網路安全和韌性

A. 關鍵的考慮事宜

考慮一個 CTP 如何解決網路安全與韌性。

防範網路事故的措施對交易場所和 CTPs 都很重要，但對 CTPs 可能更為重要，因為 CTPs 使用新技術，且許多 CTP 持有參與者資產。可能潛在危險包括：利用 CTPs 和錢包的系統漏洞導致投資者資產遭受重大損失、投資者個人資訊可能因網路漏洞遭人取得。

B. 參考文件

a. CPMI—IOSCO 報告

CPMI—IOSCO 曾出版報告「金融市場基礎設施的網路韌性指南」。<sup>86</sup>

b. 美國國家標準暨技術研究院 (National Institute of Standards and Technology, NIST)

美國國家標準暨技術研究院曾出版報告「改進關鍵基礎設施網路安全架構」。<sup>87</sup>

c. 國際標準化組織 (ISO) 27000 系列標準

---

<sup>86</sup> 報告下載網址 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD535.pdf>

<sup>87</sup> 報告下載網址 <https://nvlpubs.nist.gov/nistpubs/CSWP/NIST.CSWP.04162018.pdf>

---

#### d. G-7 文件

G-7 曾發表「金融部門網路安全之基本要素」。<sup>88</sup>

#### C. 有用工具

若監理機關正考慮網路安全和韌性的相關問題和風險，可評估一個 CTP 的下列項目：

- a. 可支持辨認主要系統或資產處在風險中之適當治理結構的相關政策或程序；
- b. 控制和防範網路風險的物理或組織性措施(例如，漏洞測試，滲透測試)；
- c. 偵測網路異常的措施；
- d. 事故反應相關的政策；
- e. 業務連續性計畫和／或災難復原計畫。

#### 8. 結算和交割

有效率、可靠的交易結算和交割對於保護投資者、公平有效的市場和金融穩定至關重要。雖然某些 DLT 系統可能會提高現有結算系統的效率，但這些流程可能會增加監理機構對加密資產交易相關的考慮事項。



---

<sup>88</sup> 請參見

<https://www.treasury.gov/resource-center/international/g7-g20/Documents/G7%20Fundamental%20Elements%20Oct%202016.pdf>

---

## (1) 參考 IOSCO 原則

### A. IOSCO 原則 38

證券交易之結算與交割系統應遵守監理和監督要求，確保其公平、有效和高效率，並降低系統性風險。

### B. CPSS-IOSCO 金融市場基礎設施原則

2018 年 4 月，支付與市場基礎設施委員會 (Committee on Payments and Market Infrastructures) 和 IOSCO (CPMI-IOSCO) 數位創新聯合工作小組 (Joint Working Group on Digital Innovations, JWGDI) 檢驗在結算和交割中使用 DLT 的方式是否對實施「金融市場基礎設施原則」(Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI)<sup>89</sup> 產生挑戰。報告未發現金融市場基礎設施使用 DLT 的任何問題或缺失。在此方面，「次級市場之監管常設委員會」將遵從 CPMI-IOSCO 的持續監視。

## (六) 跨境資訊分享

### 1. IOSCO 成員共識

- (1) 共同合作以制定、實施和促進遵守國際公認和一致的監理、監督和執法標準，保護投資者、維護公平，有效率和透明的市場，並尋求處理系統性風險。
- (2) 透過加強資訊交流及防範不當行為、監督市場和市場中介機構之執法合作，強化投資者保護、促進投資者對證券市場公正性之信心。

---

<sup>89</sup> 請參見 <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>

- 
- (3) 在全球和區域層面交流各自經驗的資訊，協助市場發展，加強市場基礎設施和實施適當的監理。

## 2. 合作和資訊分享的安排

許多司法管轄區間已經有了合作和資訊分享的安排。

- (1) 「關於諮詢、合作及信息交流的多邊諒解備忘錄」(Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information, IOSCO MMoU) 及「關於諮詢、合作及信息交流的經優化多邊諒解備忘錄」(Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information, EMMoU) 可促進資訊交換，並將資訊交換與執法調查連結起來。IOSCO MMoU 及 EMMoU 是證券監理機構使用的主要工具，用來要求在確保遵守和執行證券及衍生性商品法律上的協助。
- (2) 許多監理機構與其他監理機構簽署雙邊諒解備忘錄，促進資訊分享。但是，根據雙邊諒解備忘錄進行的資訊交換取決於相關的 CTP 是否屬於簽署雙方的監理範圍，並且是否落在備忘錄涵蓋範圍。
- (3) IOSCO 及其委員會定期分享有關次級市場、執法行動和中介機構交易資訊，包括與加密資產有關的資訊。
- (4) IOSCO 建立「ICO 平台」(ICO Network)，分享關於加密資產、ICOs 監理的經驗。

---

### 3. 參考 IOSCO 原則／報告

IOSCO 原則 13、14、15 適用於金融資產的交易，包括作為證券的加密資產，並處理證券監管機構（無論是國內或國外）在調查和執法方面的資訊合作。

#### (1) IOSCO 原則 13

監理者應有權與國內外其他監管機關分享公開和非公開資訊。

#### (2) IOSCO 原則 14

監理者應建立資訊共享機制，確定何時以及如何與國內外其他監管機關共享公開和非公開資訊。

#### (3) IOSCO 原則 15

當外國監管機關為履行職責和行使權力需要進行調查時，監理系統應允許向其提供援助。

#### (4) IOSCO 原則 36—關鍵議題 4

相關監管機構之間必須有足夠的資訊共享，確保有效執法。

#### (5) IOSCO 報告

IOSCO 的報告「跨境監管合作原則」(Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation)<sup>90</sup>中的一般原則可能適用於跨境營運的 CTP 監督。

---

<sup>90</sup> 請參見 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD322.pdf>



## 第四章 我國 STOs 監理規範

### 第一節 主管機關與 STOs 政策規範

#### 一、 主管機關

我國具證券性質之數位代幣的主管機關為金融監督管理委員會（簡稱金管會）。

#### 二、 證券型代幣發行（Security Token Offerings, STOs） 規範

金管會於 2019 年 6 月 27 日公布 STOs 相關規範，重點如表 8 所示。

表8 我國證券型代幣發行（STO）規範

募資金額 3,000 萬元以上		
申報生效	應依「金融科技發展與創新實驗條例」申請沙盒實驗，實驗成功後依證券交易法規定辦理	
募資金額新臺幣(下同)3,000 萬元(含)以下		
申報生效	豁免其應依證券交易法第 22 條第 1 項之申報義務	
發行規範	資格條件	依我國公司法組織，且非屬上市、上櫃及興櫃之股份有限公司
	募資對象及限額	僅限專業投資人得參與認購，專業投資人之自然人認購限額為每一 STO 案不得逾 30 萬元
	發行流程	發行人限透過同一平台募資，平台業者應確認發行人符合相關應備條件及編製公開說明書。如係平台業者自行發行 STO，應由財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心複核後始得辦理
買賣規範	買賣方式	由平台業者申請取得證券自營商執照，對 STO 進行議價買賣，平台業者為每筆交易之相對方，另為供市場遵循及價格形成，平台業者應本於專業判斷，視市場狀況適時提供合理之參考報價（應採雙邊報價），且僅限單一平台交易
	交易額度限制	專業投資人之自然人對每一 STO 案持有餘額不得逾 30 萬元，另每日每檔 STO 之交易量不得逾該檔 STO 之發行量 50%
	其他機制	為達對價格異常波動之 STO 適時冷卻的效果，將訂有相關價格穩定機制

STO 買賣 平台業者	資格條件	應取得證券自營商許可證照，最低實收資本額為 1 億元，營業保證金 1,000 萬元
	受理募資額度	單一平台受理之 STO 豁免案件，其所有發行人募資金額總計不得逾 1 億元。且單一平台受理第一檔 STO 交易滿一年後始能再受理第二檔 STO 之發行
	辦理 STO 移轉及保管業務	為維護投資人權益及確保交易資料之保存，平台業者應與臺灣集中保管結算所簽約，由平台業者每日傳輸異動資料及餘額明細資料等交易資訊予臺灣集中保管結算所以為備份，並由臺灣集中保管結算所提供投資人查詢 STO 餘額服務，以協助各投資人確認其 STO 交易資訊之正確性
防制洗錢		避免特定犯罪所得以虛擬通貨認購或交易之匿名性風險，並考量以虛擬通貨作為資金來源，相關舉證及查證作業較為困難，故 STO 之認購及買賣應採實名制，並限由同名銀行帳戶以新臺幣匯出、入款方式辦理
授權辦法		有關發行、買賣方式及限制暨平台業者之管理規範，將授權財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心另訂之

資料來源：金融監督管理委員會(2019)。

金管會 STOs 相關規範及表 8 之內容補充說明如下：

## (一) 代幣類型

### 1. 僅限債務型、分潤型

目前我國 STOs 可發行的代幣僅限 2 種類型：債務型代幣、分潤型代幣。金融監督管理委員會(2019b, 2019a)於 2019 年 4 月 12 日召開「研商證券型代幣發行監理規範座談會」會議題綱指出：

...鑒於股權型代幣相關權利義務較為複雜，且涉及公司法等規定，爰初步規劃擬將證券型代幣類型限於分享固定利息之債務型代幣，及參與發行人經營利益或特定專案盈餘分享之分潤型代幣。

### 2. 股權型牽涉公司法，屬經濟部權責

股權型代幣涉及公司法，若要開放股權型代幣，須修公司法，而這屬於經濟部權責。

---

### 3. 利息、分潤優先性

債務型代幣、分潤型代幣持有人所應分得之利息、分潤在法律上之優先性是否優先於發行人之債權人、股東之財務權利，須視 STOs 個案之契約設計而定。

### 4. 法規與審核者

金管會將授權財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(簡稱櫃買中心或 OTC)訂定證券商經營 STOs 業務之管理辦法，其中將寫明 STOs 代幣類型限制。而募資金額 3,000 萬元(含)以下之豁免案件，將由買賣平台負責審核代幣類型是否符合債務型代幣、分潤型代幣。

#### (二) 募資金額 3,000 萬元以上案件

##### 1. 發行主體

募資金額逾 3,000 萬元案件之發行人，由於應依「金融科技發展與創新實驗條例」申請進入沙盒實驗，須具備申請沙盒資格—即為自然人、獨資或合夥事業、法人。<sup>91</sup>

俟沙盒實驗成功結束後，因須按證券交易法(簡稱證交法)辦理，發行人須為依我國公司法組織之股份有限公司，且應補辦公開發行程序成為公開發行公司。

##### 2. 申報生效

因申報生效須按證交法規定辦理，「發行人募集與發行有價證券處理準則」將為募資金額逾 3,000 萬元之 STOs 增訂專章，以供發行人遵循辦理。

---

<sup>91</sup> 依「金融科技發展與創新實驗條例」第 4 條規定，自然人、獨資或合夥事業、法人得申請主管機關核准辦理創新實驗。

---

### 3. 發行／交易平台

目前監理沙盒中僅有 1 個募資金額逾 3,000 萬元之 STO 實驗案例，係由平台業者發行自己的代幣。

未來若有非平台業者欲發行募資金額逾 3,000 萬元案件，須搭配平台業者一起申請進入沙盒，實驗期間亦由該平台業者進行次級交易。

進入沙盒實驗之平台業者不需擁有執照。

另應注意的是，金管會要求發行／交易募資金額逾 3,000 萬元案件之平台業者，不得承接 3,000 萬以下豁免案件。這是由於逾 3,000 萬元案件與豁免案件在募資對象及認購限額等諸多規定並不相同，為便於監理，乃要求平台業者區分其業務性質為專門承作逾 3,000 萬元案件或豁免案件者。

### 4. 交易方式

金融監督管理委員會(2019b, 2019a)指出：

依據證券交易法第 12 條規定「本法所稱有價證券集中交易市場，謂證券交易所為供有價證券之『競價買賣』所開設之市場」，爰『競價買賣』係屬證券交易所之專屬業務。...因考量金融科技發展與創新實驗條例尚無開放證券交易所業務，爰於沙盒實驗期間亦應採議價方式...

實際上實驗中可由業者按其實務需要設計交易模式，但金管會要求其交易模式應避免等於競價交易，以免觸犯證交法不得競價交易規定。

---

### (三) 募資金額 3,000 萬元以下案件

#### 1. 發行規範

##### (1) 募資對象及限額

募資對象限於專業投資人，按「境外結構型商品管理規則」第 3 條第 3 項，專業投資人包括專業機構投資人、高淨值投資法人、專業投資人之法人或基金、專業投資人之自然人。

一發行人可在不同時間分次發行 STOs，然在不限時間長度的期間內加總累計募資金額在 3,000 萬元以下方可豁免申報。

一發行人可發行數種不同的證券型代幣，即將其設計成數份具不同權利義務的契約，每一種具特定權利義務的代幣稱為一檔 STO（或稱一 STO 案，一案與一檔同意）。

專業投資人之自然人對每一 STO 案認購限額為不得逾 30 萬元；然而，一個發行人可在不限時間長度的期間內發行 N 檔 STOs，專業投資人之自然人便可對同一發行人總共投資  $N \times 30$  萬，只要這 N 檔 STOs 募資總額不逾 3,000 萬元。N 檔 STOs 的發行時間彼此之前後時間間隔也沒有規定，1 年內連發數檔也可。

##### (2) 發行流程

###### A. 限同一平台

發行人發行一檔 STO 限透過同一平台募資及交易，是因為考量跨平台的監理較困難，例如須計算單一投資人在一檔 STO 跨平台的認購額度是否符合限額等。

## B. 公開說明書

因已豁免證交法第 22 條第 1 項申報生效義務，發行人所編製公開說明書不適用「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」，<sup>92</sup>而是由金管會授權 OTC 訂定 STOs 公開說明書之應記載事項與格式，預期其格式與內容應會較「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」所規定者簡化。<sup>93</sup>

STOs 亦適用證交法第 31 條，發行人應交付依 OTC 規定製作的公開說明書予募資對象。

### 2. 買賣規範

#### (1) STOs 買賣方式

表 8 中「僅限單一平台交易」是指一檔 STO 只能在單一平台上發行及交易，一檔 STO 藉一平台發行後，此後便只能在該平台上進行次級交易。但一發行人可發行 N 檔 STOs，此 N 檔 STOs 可在 N 個不同平台發行／交易。

#### (2) 交割結算

金融監督管理委員會(2019b, 2019a)指出：

交割結算：為維護交易安全，避免違約交割，並參考目前 ICO 交易方式，爰採預收款券及即時總額交割，以降低投資人交易及平台業者之風險。

<sup>92</sup>因此，「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」將不會為 STO 修訂。

<sup>93</sup>這點與股權群募作法相似。股權群募的股票之募集、發行亦豁免申報，但募資之公司須依 OTC 規定製作募資計畫書，內容以「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」附件三的募資計畫書範本為依據，較「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」所規定的簡化許多。

---

### 3. STOs 買賣平台業者

#### (1) 資格條件

一間公司僅能申請一張證券自營商執照，也只能成立單一個平台，平台兼具發行與次級交易功能，業務範圍僅限受理募資金額 3,000 萬元以下豁免案件，不得受理募資金額逾 3,000 萬元案件，亦不得兼營不具證券性質之 ICOs 業務。若一集團成立 2 家以上公司，其中一家 A 公司申請證券自營商執照並承接 STOs 豁免案件，其餘公司成立其他平台經營不具證券性質之 ICOs 業務，則僅 A 公司屬金管會監理範圍，其餘公司不屬金管會監理範圍。

#### (2) 受理募資額度

買賣平台受理第一檔 STO 交易滿一年後始能再受理第二檔 STO 之發行，自第一檔 STO 交易滿一年後所受理之檔數就沒有再限定。金管會表示此規定的目的是希望買賣平台能在第一檔 STO 中累積足夠業務經驗後再承作更多業務，以確保市場穩健運行。買賣平台受理的第一檔 STO 與第二檔之後的 STOs 可屬同一發行人。

## 第二節 STOs 相關修法工作

### 一、洗錢防制法與資恐防制法已將虛擬通貨平台及交易業務事業納入規管

有鑑於防制洗錢金融行動工作組織 (Financial Action Task Force on Money Laundering, FATF) 曾警示虛擬貨幣之洗錢風險，並於 2015 年 6 月發布「虛擬貨幣風險基礎方法指引」<sup>94</sup>(Financial Action Task

---

<sup>94</sup> 經 FATF 秘書處授權，由中華臺北行政院洗錢防制辦公室譯為中文並於 2017 年 10 月印製。

Force on Money Laundering, 2015)，金管會爰於 2018 年 7 月 27 日發函訂定「金融機構接受虛擬貨幣交易平台業者為客戶之政策原則」，要求金融機構除依「金融機構防制洗錢辦法」相關規定辦理外，還須按下列規定辦理(金融監督管理委員會, 2018)：

(一)瞭解客戶建立業務關係之目的，辨識客戶是否為平台業者。(二)如客戶為平台業者，應於確認客戶身分時，確認該等業者已對平台使用者採行實名制，及該使用者以同名存款帳戶進行款項收付(排除現金交易)。(三)如客戶為平台業者，應將其列為高風險客戶，採取強化確認客戶身分(EDD)措施，並增列相關監控態樣，將平台業者及其使用者一併納入監控態樣進行監控。如發現平台業者或其使用者有疑似洗錢或資恐交易，應向法務部調查局申報。(四)經辨識客戶為平台業者，如該等業者未採行實名制、拒絕提供審核客戶身分措施相關文件(如確認實名制所需之平台使用者資料等)，或營業模式有違法疑慮時，應予以婉拒建立業務關係或交易。

嗣後，2018 年 11 月 7 日，我國修正洗錢防制法第 5 條第 2 項，新增「虛擬通貨平台及交易業務事業」，規定其適用洗錢防制法關於金融機構之規定。<sup>95</sup>

另於同日修正資恐防制法第 12 條，規定洗錢防制法第 5 條第 1 項至第 3 項所定之機構、事業或人員（包含虛擬通貨平台及交易業務事業）若違反第 7 條第 1 項至第 3 項規定，將處以罰鍰。<sup>96</sup>於此正式將虛擬通貨平台及交易業務事業納入洗錢防制與打擊資恐法規體系內監管。

<sup>95</sup> 參考資料：請參見

<https://www.president.gov.tw/Page/294/46184/%E4%BF%AE%E6%AD%A3%E6%B4%97%E9%8C%A2%E9%98%B2%E5%88%B6%E6%B3%95%E6%A2%9D%E6%96%87->

<sup>96</sup> 參考資料：請參見

<https://www.president.gov.tw/Page/294/46185/%E5%A2%9E%E8%A8%82%E4%B8%A6%E4%BF%AE%E6%AD%A3%E8%B3%87%E6%81%90%E9%98%B2%E5%88%B6%E6%B3%95%E6%A2%9D%E6%96%87->



## 二、 配合 STOs 監理規範預告修正之相關法規<sup>97</sup>

### (一) 發布核定具證券性質之虛擬通貨為證券交易法所稱之有價證券之令

金管會於 2019 年 7 月 3 日發布核定具證券性質之虛擬通貨為證券交易法所稱之有價證券之令(金管證發字第 1080321164 號),內容為:

98

一、依據證券交易法第六條第一項規定,核定具證券性質之虛擬通貨為證券交易法所稱之有價證券。二、所稱具證券性質之虛擬通貨,係指運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術,表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值,且具流通性及下列投資性質者:(一)出資人出資。(二)出資於一共同事業或計畫。(三)出資人有獲取利潤之期待。(四)利潤主要取決於發行人或第三人之努力。

在金管會發布之令中,「虛擬通貨」被定義為「運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術,表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值...者」。此處顯將「虛擬通貨」一詞用作代幣之代稱,泛指所有性質、種類的代幣。這可能是為了配合洗錢防制法、資恐防制法已將「虛擬通貨平台及交易業務事業」納入規管,希冀在法律名詞上統一使用一體適用之故。

然「虛擬通貨」應為英文 virtual currency 之中譯,於防制洗錢金融行動工作組織(Financial Action Task Force on Money Laundering, FATF)於 2015 年 6 月所發布的「虛擬貨幣風險基礎方法指引」中(Financial Action Task Force on Money Laundering, 2015),虛擬貨幣原文為 Virtual Currency,係作為交易媒介和價值儲存之用,此名詞所

<sup>97</sup> 2019 年 7 月 31 日前已預告修正之相關法規。

<sup>98</sup> 資料來源:請參見

<https://law.fsc.gov.tw/law/LawContent.aspx?id=GL002723&KeyWord=%e8%99%9b%e6%93%ac%e9%80%9a%e8%b2%a8>

指涉範圍應僅止於美國 SEC 所稱之支付型代幣，未涵括其他類型代幣。誠如 Financial Action Task Force on Money Laundering (2015)所述：

虛擬貨幣是一種數位價值表述，可以數位方式進行交易並發揮如下功能：(1) 交易媒介和／或 (2) 帳戶單位和／或 (3) 價值儲存，但是在任何轄區內均不具法定貨幣功能（亦即：提供給債權人時是一個有效、合法的支付方式）<sup>99</sup>。...加密貨幣（Cryptocurrency）係指受密碼演算法保護，以數學為基礎、去中心化的可轉換虛擬貨幣—亦即採用密碼學原則，執行分散式、去中心化的安全資訊經濟。...可轉換的（或開放的）虛擬貨幣和實質貨幣等值而且可以來回兌換成實質貨幣。...

至於金管會發布的令中「具證券性質」則被定義為「具流通性及下列投資性質者：(一)出資人出資。(二)出資於一共同事業或計畫。(三)出資人有獲取利潤之期待。(四)利潤主要取決於發行人或第三人之努力。」此顯係引用美國 Howey Test 四項條件，判斷證券的標準與美國、加拿大相通。而流通性則無明文定義，按個案認定，可參考法院判例。

## (二) 預告「證券商設置標準」、「證券商管理規則」、「證券商負責人與業務人員管理規則」、「證券集中保管事業管理規則」修正草案

因應開放證券自營商得經營自行買賣 STOs 業務，並考量僅經營該業務之證券自營商業務性質有別於一般證券自營商，金管會遂於 2019 年 6 月 28 日預告「證券商設置標準」第三條、第十一條、「證券商管理規則」第四十五條之一、「證券商負責人與業務人員管理規

<sup>99</sup> Financial Action Task Force on Money Laundering (2015)註解：

此定義與歐洲央行 (ECB) 於 2012 年所做出的定義不同，後者將虛擬貨幣定義為「一種未受法令規範的數位貨幣，係由開發商所發行、且通常亦係由開發商所控制，並獲特定虛擬社群之成員所使用與接受」，歐洲央行虛擬貨幣制度 (ECB, Virtual Currency Schemes) (2012 年 10 月)，第 6 頁；歐洲央行在其報告的第 13 頁承認，「若發生了基本面的變動，其定義未來可能需要修改。」其定義現在看來似乎過於狹隘，因為像比特幣這樣以數學為基礎的去中心化虛擬貨幣，並非由集中開發商所發行與控制，而且部分管轄區（譬如：美國、瑞典與泰國）現在已經開始規範虛擬貨幣。

---

則」第二十一條之一，以及「證券集中保管事業管理規則」第二條修正草案，預告期間 60 日(金融監督管理委員會, 2019e, 2019d)。

### 1. 「證券商設置標準」修正草案

「證券商設置標準」第三條第一項第二款修正草案，明定僅經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務之證券自營商，其最低資本額為新臺幣一億元。第十一條第二項修正草案，規定證券商僅經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨者，其內部控制制度應依 OTC 規定辦理，不適用「證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則」及臺灣證券交易所股份有限公司等證券 相關機構共同訂定之證券商內部控制制度標準規範之規定。

### 2. 「證券商管理規則」修正草案

「證券商管理規則」第四十五條之一修正草案將僅經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務之證券自營商排除適用「證券商管理規則」第二條內部控制制度、第五條廣告之製作及傳播、第六條設置內部稽核、第十三條負債總額、第十四條特別盈餘公積、第十八條資金運用、第十八條之一轉投資、第二十一條財務報告及月計表、第五章投資外國及大陸事業及第六章自有資本之管理等規定，並授權由 OTC 管理及訂定相關規範。

### 3. 「證券商負責人與業務人員管理規則」修正草案

「證券商負責人與業務人員管理規則」第二十一條之一修正草案，規定證券商負責人及業務人員僅從事自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務者，需具備「證券商負責人與業務人員管理規則」之業務人員資格與辦理人員登記等，其餘經理人資格及人員訓練等不適用「證券

---

商負責人與業務人員管理規則」第八條至第十一條之二及第十五條至第十七條規定，並授權由 OTC 管理及另訂人員管理規範。

#### 4. 「證券集中保管事業管理規則」修正草案

「證券集中保管事業管理規則」第二條修正草案明定：

證券商經金融監督管理委員會（以下簡稱本會）依本法第四十五條核准辦理具證券性質之虛擬通貨移轉及保管業務，非屬前項所稱之證券集中保管事業。

目前金管會僅預告將「證券商經金管會核准辦理具證券性質之虛擬通貨移轉及保管業務」排除於證券集中保管事業，未排除虛擬通貨錢包業者，表示目前政策規劃由 STOs 買賣平台業者自行保管代幣，金管會並未同步開放虛擬通貨錢包業者設立及經營代客保管代幣業務，STOs 買賣平台業者亦不得委託錢包業者保管 STOs 代幣。

### 三、 尚待預告修正之相關法規

#### 1. 「發行人募集與發行有價證券處理準則」

「發行人募集與發行有價證券處理準則」將為募資金額逾 3,000 萬元之 STOs 增訂專章。

#### 2. 募集及發行金額 3,000 萬元(含)以下證券型代幣豁免申報生效之令

#### 3. 依證券商營業處所買賣有價證券管理辦法第 5 條規定，指定證券型代幣得為櫃檯買賣之有價證券之令

金管會將發布「有關證券商營業處所買賣有價證券管理辦法第 5 條第 1 項規定之令」，指定證券型代幣得為櫃檯買賣之有價證券。

---

#### 4. OTC 將為證券商經營募資金額 3,000 萬元(含)以下 STOs 案件訂定管理辦法

如前所述,「證券商設置標準」第十一條第二項修正草案授權 OTC 訂定證券商僅經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨者之內部控制制度相關辦法;「證券商管理規則」第四十五條之一修正草案將僅經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務之證券自營商排除適用「證券商管理規則」第二條內部控制制度、第五條廣告之製作及傳播、第六條設置內部稽核、第十三條負債總額、第十四條特別盈餘公積、第十八條資金運用、第十八條之一轉投資、第二十一條財務報告及月計表、第五章投資外國及大陸事業及第六章自有資本之管理等規定,並授權由 OTC 管理及訂定相關規範;「證券商負責人與業務人員管理規則」第二十一條之一修正草案規定證券商從事自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務之人員有關經理人資格及人員訓練等不適用「證券商負責人與業務人員管理規則」第八條至第十一條之二及第十五條至第十七條規定,並授權由 OTC 管理及另訂人員管理規範。

由此,在法規授權下, OTC 將為證券商經營募資金額 3,000 萬元(含)以下 STOs 案件訂定管理辦法,內容可能涵蓋內部控制制度、廣告之製作及傳播、設置內部稽核、負債總額、資金運用、轉投資、財務報告及月計表、經理人資格及人員訓練、特別盈餘公積、投資外國及大陸事業、自有資本之管理等項目之規定。

另外,OTC 的管理辦法應納入 STOs 監理規範之部分規定,例如發行主體資格條件、代幣類型、募資對象及認購限額、持有餘額限額、發行流程、STOs 公開說明書之應記載事項與格式、資訊揭露、STOs 買賣方式、交易額度限制、交割結算、價格穩定機制、監視制度、平

---

台業者受理募資額度、辦理 STOs 移轉及保管業務、STOs 之認購及買賣應採實名制並限由同名銀行帳戶以新臺幣匯出、入款方式辦理等。



---

## 第五章 ICOs、STOs 各國監理方式比較

### 第一節 ICOs 定義與數位資產／代幣分類

各國對 ICOs 定義與數位資產／代幣之分類，以及判定具證券性質 ICOs／代幣的標準列示如表 9，重點說明如下：

#### 一、 ICOs 定義

- (一)各國對 ICOs 的定義相近，大抵都是指以分布式分類帳、區塊鏈技術創造並發行數位代幣的方式進行募資之行為。
- (二)對數位代幣之功能或表彰之權利，一般在 ICOs 的定義中並不明確描述或限定其範圍。

#### 二、 代幣分類

各國對代幣所使用的名稱並不一致，同一名詞在不同國家的官方文件或一般學術文獻中可能指涉不同的涵義，需要詳細辨別並予以區分。現就各國官方文件所定義並使用之代幣分類名詞整理如下：

- (一)部分國家會就數位資產／代幣之功能或表彰之權利進行粗略之分類：

1. 美國、瑞士、日本、法國概分為 3 類，且 4 國的分類方式相近。

在這 4 個國家，代幣大體都是依其功能被分為 3 大類，分別為提供交易中介功能、可供兌換產品或服務者、具證券／投資性質者。

那些欲提供價值儲存或交易中介功能的代幣，在美國被稱為加密貨幣型代幣（crypto currency）；在瑞士被稱為支付型代幣；在法國被稱為虛擬貨幣（virtual currency）；在日本則被分類為無權利型代幣，

---

日本的資金結算法前稱其為虛擬貨幣，後於 2019 年修法時改稱其為加密資產。

因之，虛擬貨幣這名詞，在法國脈絡下，專指作為價值儲存或交易中介的代幣；但一般文獻常見將虛擬貨幣用作與代幣同義之名詞，指涉範圍就擴大許多，此為宜留意辨別之處。

而那些在未來可供兌換產品或服務的代幣，在美國、瑞士、日本、法國都被稱為功能型代幣。

至於具證券／投資性質的代幣，在美國被稱為證券型代幣；在瑞士被稱為資產型代幣；在法國被稱為提供政治或財務權利的代幣；在日本則被分類為投資型代幣，日本的金融商品交易法於 2019 年修法時正式將其命名為電子紀錄移轉權利。

2. 香港、我國只分為 2 類，強調其中涉及證券形式的 1 類代幣，其餘的則概歸為另 1 類。

香港、我國將涉及證券形式的代幣稱為證券型代幣，此命名與美國一致，但與瑞士、日本、法國使用的名稱不同；其餘的代幣則未特別命名。

較為特殊的一點是，我國將證券型代幣又再細分為分潤型、債務型、股權型 3 類。債務型代幣允許持有者分享固定利息，分潤型代幣則允許持有者參與發行人經營利益或特定專案之盈餘分享。

3. 泰國也只分為 2 類，作為交換媒介的加密貨幣分為 1 類，其餘的概歸為數位代幣。

泰國將作為交換媒介的代幣稱之為加密貨幣（Cryptocurrency），此名詞與美國命名一致，然與瑞士、日本、法國使用的名稱不同；其



---

餘的概歸為數位代幣(Digital Token)。也就是說，數位代幣這個名詞，在泰國的脈絡下是指所有非作為交換媒介的代幣，相當於美國脈絡下的功能型代幣加上證券型代幣；但是在其他國家，數位代幣可能泛指所有類型的代幣，也包含加密貨幣，此為宜特別留意之處。

(二)部分國家則未自行分類代幣，如新加坡、加拿大、紐西蘭。

### 三、 判定證券性質 ICOs／代幣的標準

不論是否就代幣分類，除泰國外的其餘所有國家因未針對涉及證券形式的 ICOs／代幣制定專法，而係將其納入既有的證券法規架構中，因此均有具體說明判定證券性質 ICOs／代幣的標準，且多都是採個案實質認定。

(一)部分國家有發展出一套具體判斷工具，如美國與加拿大均以

Howey test 3 條件進行判定。我國兼採 Howey test 4 條件與流通性 2 套標準。

Howey test 3 條件是指：投資是否涉及投資金錢；投資是針對一共同事業；投資具有獲利預期，且獲利是來自他人之努力。

(二)部分國家則是以功能性的概念區分，檢視代幣的權利是否如同傳統證券的決策、經濟、表彰資產等權利，如香港、瑞士、法國、日本。

(三)部分國家則強調既有法規中所定義的金融商品種類，檢視代幣之特性是否符合既有各類金融商品之特性，如新加坡、紐西蘭、香港。

表9 各國比較—ICOs 定義與代幣分類

	ICOs 定義	數位資產／代幣分類	具證券性質 ICOs／STOs 定義及判斷標準
美國	公司使用分布式分類帳、區塊鏈技術創造虛擬貨幣或代幣進行資金募集，承諾投資者未來之投資或服務回饋	1. 功能型 2. 證券型 3. 加密貨幣型	採個案實質認定，一般以 Howey test 進行測試
香港	一般涉及發行採用分布式分類帳或區塊鏈技術所創造和分發的數位代幣	1. 證券型 2. 其他	1. 具證券性質 ICO 指 ICO 所涉及數位代幣符合證券定義，證券指股份、債權證及集體投資計畫 2. 證券型代幣發行 STO 通常指具備傳統證券發售屬性的特定代幣發行，當中涉及運用區塊鏈技術以數碼形式來表達資產擁有權（例如黃金或房地產）或經濟權利（例如利潤或收益的分佔權）的證券型代幣
新加坡	數位代幣之發行，其中數位代幣是指透過加密保護並表示持有者得收取利益或行使特定功能的憑證	未分類	數位代幣的發行，符合新加坡證券期貨法規範的資本市場商品：股權、公司債券、集體投資計畫、證券性質的衍生性合約、其他
瑞士	ICOs 分 3 種： 1. 支付型 2. 功能型 3. 資產型	1. 支付型 2. 功能型 3. 資產型	1. 資產型代幣 2. 功能型代幣若有提供單獨或部分作為經濟性投資
法國	透過分散式帳本技術（或稱區塊鏈）發行代幣執行募資交易	1. 功能型代幣 2. 提供政治或財務權利的代幣 3. 虛擬貨幣	提供政治或財務權利的代幣
日本	目前未有明確定義，一般而言，指公司以電子方式向公眾發行代幣並且獲得法定貨幣或虛擬貨幣之行為之總稱（事務指引修正案）	1. 投資型代幣 2. 功能型代幣 3. 無權利型代幣 （報告建議）	電子紀錄移轉權利：利益分配之權利，如為限透過電子方式或設備紀錄內容，並透過電子訊息處理與傳輸之財產價值，視為有價證券
加拿大	—	未分類	1. 是否涉及投資金錢 2. 聯合投資企業 3. 以獲利為目的，且從他人之

	ICOs 定義	數位資產／代幣分類	具證券性質 ICOs／STOs 定義及判斷標準
			投入中顯著獲益
紐西蘭	ICOs 和數位代幣是一種籌資形式，在其中可獲得具有某些權利的代幣，例如對相關資產或計畫的權益	未分類	若 ICOs 涉及債務證券、股權證券、託管投資產品及衍生商品等金融商品特性
泰國	數位代幣公開發行：數位代幣是指建立在電子系統或網絡上的電子數據單元，用於表彰參與投資任何專案或業務的權利，或基於發行人與持有人之間的協議獲取商品、服務或其他權益的權利	1. 加密貨幣 2. 數位代幣	尚無
中華民國	ICOs 係一種籌資方式，發行人向投資人收取虛擬通貨（如比特幣、以太幣）以運用於各類專案計畫，同時發行人交付投資人 ICOs 代幣，以表彰其對專案計畫之使用權、收益權或所有權等	1. 證券型 (1) 分潤型 (2) 債務型 (3) 股權型 2. 其他	1. 以 Howey test 判定投資性 2. 具流通性 3. 採個案實質認定

資料來源：本研究整理。

## 第二節 主管機關與專法、行政指引

各國 ICOs 之主管機關、是否有制定專法，以及是否有發布行政指引、報告以說明主管機關之監理立場者，列示如表 10，重點說明如下：

### 一、 主管機關

各國都是以證券主管機關或金融主管機關作為 ICOs 的主管機關。

### 二、 ICOs 專法

(一)少數國家為 ICOs 制定專法：

1. 僅泰國為 ICOs 制定專法；
2. 法國為不具證券性質之 ICOs 制定法律；

(二)多數國家均未針對 ICOs 制定專法，而係將其納入既有法規架構。

### 三、發布行政指引、報告

除泰國為 ICOs 制定專法外，其餘所有國家因未針對 ICOs 制定專法，而係將其納入既有的法規架構中，因此均以發布行政指引、報告、新聞稿等方式具體說明對 ICOs 的監理範圍與監理方式。法國雖於 2019 年針對不具證券性質之 ICOs 制定法律，在此之前仍以發布諮詢文件與報告的方式說明對 ICOs 的監理態度，包括對被視為金融證券的代幣的監理立場。

表10 各國比較—主管機關與專法、行政指引

	主管機關	制定專法	發布行政指引、報告、新聞稿
美國	美國證管會	無	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 數位資產投資契約之架構分析</li> <li>2. 數位資產證券發行與交易聲明</li> </ol>
香港	證券及期貨事務監察委員會	無	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 有關首次代幣發行的聲明</li> <li>2. 有關針對虛擬資產投資組合的管理公司、基金分銷商及交易平台營運者的監管框架的聲明</li> <li>3. 有關證券型代幣發行的聲明</li> </ol>
新加坡	新加坡金融管理局	無	數位代幣發行指引
瑞士	金融市場監理局	無	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 首次代幣發行的監理框架指南</li> <li>2. 瑞士分散式帳本技術和區塊鏈的法律架構</li> </ol>
法國	金融市場管理局	商業成長和轉型法(只適用功能型代幣)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 關於 ICOs 的諮詢文件</li> <li>2. ICOs 公眾諮詢結果摘要及 UNICRON 計畫的最新情況</li> <li>3. 法國 ICO：一種新的融資方式</li> </ol>
日本	金融廳	無	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 2018 年 12 月 21 日金融廳成立之虛擬貨幣相關研究小組發布報告書</li> <li>2. 事務指引第三分冊：虛擬貨幣平台業相關</li> </ol>
加拿大	1. 加拿大證券管理局 (CSA)	無	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. CSA 46-307 號注意事項：加密貨幣發行通知</li> </ol>

	主管機關	制定專法	發布行政指引、報告、新聞稿
	2. 省級及地區性證券監理機關		2. CSA 46-308 號注意事項：證券法對代幣發行之影響 3. 加密資產交易平台建議架構
紐西蘭	金融市場管理局	無	1. FMA 對 ICOs 和加密貨幣的評論 2. 加密通貨—對不古怪的貨幣的簡介 3. 發行中央銀行數位貨幣的優點與缺點
泰國	泰國證券交易委員會 (SEC)、財政部長	1. 數位資產法 2. 稅收法增修條款	—
中華民國	金融監督管理委員會	無	金管會對「證券型代幣發行 (Security Token Offering, STO) 相關規範」之說明

資料來源：本研究整理。

### 第三節 發行制度與相關規範

在 ICOs 發行面方面，各國 ICOs 發行之登記制度，以及發行人所受規範，列示如表 11，重點說明如下：

#### 一、發行具證券性質 ICOs 之登記制度

各國均要求具證券性質 ICOs 之發行人須向主管機關提出申請／註冊。

#### 二、具證券性質 ICOs 發行人所受規範

(一)所有國家均要求發行人或協助銷售之中介人以提出公開說明書或其他方式揭露攸關訊息給投資者。

(二)部分國家規定以第三方進行盡職審查，包括審視發行人應揭露之資訊，如香港、泰國、我國等。

(三)僅我國限制發行人得發行的代幣類型限於債務型代幣、分潤型代幣；另強制募資金額逾 3,000 萬元之案件應申請進入監理沙盒。

### 三、 不具證券性質 ICOs 之登記制度與發行人規範

(一)僅少數國家針對不具證券性質 ICOs 推出登記制度與發行規範：

1. 法國推出功能型 ICOs (含虛擬貨幣—作為交換媒介的代幣)發行人的可選擇性簽證制度，發行人具資訊揭露、資產保護、防制洗錢打擊資恐等義務。
2. 泰國將數位代幣 (不含作為交換媒介的代幣)發行納入監理，不具證券性質但可取得產品或服務之代幣與具證券性質之代幣在發行上受「數位資產法」相同規範。

(二)多數國家尚未要求不具證券性質之 ICOs 登記／註冊。

表11 各國比較—發行制度與相關規範

	具證券性質 ICOs		不具證券性質 ICOs 之登記制度與發行人規範
	發行之登記制度	發行人所受相關規範	
美國	同證券發行 (聲明)，依 1934 年證券交易法、1933 年證券法向 SEC 註冊	符合訊息揭露等相關規範	無
香港	須進入沙盒，評估是否核准	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 推廣或分銷 STO 的中介人應提供客戶相關資料</li> <li>2. 分銷 STO 的中介人應進行盡職審查</li> </ol>	無
新加坡	向金管局提公開說明書	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 提公開說明書</li> <li>2. 上市公司發行 ICOs：               <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 應先諮詢 SGX RegCo</li> <li>(2) 應舉辦股東說明會</li> <li>(3) 須揭露資訊：                   <ol style="list-style-type: none"> <li>a. 風險</li> <li>b. 籌集資金目的</li> <li>c. KYC</li> <li>d. 會計和估價</li> <li>e. 利用發行人資金執行 ICO 情形</li> <li>f. ICOs 及交割條款對發行人財務影響</li> <li>g. 對現有股東權利影響</li> <li>h. 其他 RegCo 要求資訊</li> </ol> </li> </ol> </li> </ol>	無

	具證券性質 ICOs		不具證券性質 ICOs 之登記制度與發行人 人規範
	發行之登記制度	發行人所受相關規範	
瑞士	向金融市場監督局註冊	根據瑞士聯邦金融服務法發布公開說明書	無
法國	同證券金融工具，向 AMF 註冊	同證券金融工具之相關規範	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 功能型 ICOs (含虛擬貨幣) 發行人的可選擇性簽證制度</li> <li>2. 功能型 ICOs (含虛擬貨幣) 發行人資格與規範： <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 發行人須在法國設立或註冊為法人</li> <li>(2) 提供相關訊息文件</li> <li>(3) 建立監理與保護報價期間募集資產之制度</li> <li>(4) 遵守防制洗錢及恐怖主義融資規定</li> </ol> </li> </ol>
日本	依金融商品交易法規範	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 持續提供資訊揭露，降低發行人及投資者資訊不對稱</li> <li>2. 主管機關可以檢查發行人的商業及財務狀況以防範詐欺發生</li> </ol>	無
加拿大	向 CSA 註冊；STOs 是否合法亦需加拿大各省證券監理機關之意見	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 提公開說明書</li> <li>2. 納入監理沙盒之個案限制條件</li> <li>3. 原則上 STOs 發起人須對投資者進行 KYC、提供營運及財務資訊 (包括年度審計財務報表、每月淨資產價值 NPV 等資訊)</li> </ol>	無
紐西蘭	向 FMA 提出申請	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 提商品揭露聲明書、財務報表</li> <li>2. 其他： <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) ICOs 發行之形式若為債務證券及託管投資產品，須設立指定信託單位</li> <li>(2) 若為託管投資產品之形式，須與投資人簽訂信託契約</li> <li>(3) 若具衍生性商品特性，須向主管機關申請特許執照</li> </ol> </li> </ol>	無
中華民國	向金管會申報生效	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 僅限發行債務型代幣、分潤型代幣</li> <li>2. 募資金額逾 3,000 萬元應申請進入</li> </ol>	無

	具證券性質 ICOs		不具證券性質 ICOs 之登記制度與發行人規範
	發行之登記制度	發行人所受相關規範	
		監理沙盒 3. 募資金額 3,000 萬元以下： (1) 發行人須為依我國公司法組織，且非屬上市、上櫃及興櫃之股份有限公司 (2) 提公開說明書 (3) 每檔 STO 限透過單一平台募資 (4) 平台業者應確認發行人符合應備條件 (5) 平台業者自行發行 STO，應由 OTC 複核發行人應備條件	
泰國	1. 數位代幣（不含作為交換媒介的代幣／加密貨幣）發行之登記制度：發行人向 SEC 申請且取得事前核准 2. 數位代幣（不含作為交換媒介的代幣／加密貨幣）發行人規範： (1) 發行人資格：依泰國法令設立之有限公司或公眾有限公司 (2) 向 SEC 申報申請書件及公開說明書稿本且取得事前核准 (3) 發行人須將 ICOs 募資相關資訊揭露於已獲得 SEC 核准設立之數位代幣發行系統服務商，並由其檢視資訊之正確性 (4) SEC 針對發行人之董事、管理階層及負責人進行資格審查 (5) 發行人應向 SEC 申報財務、業務報告及影響投資人權益、投資決策或價格波動資訊，包括年度財務報表、年度應揭露事項、募集資金之運用情形、執行進度及營運計畫		

資料來源：本研究整理。

## 第四節 豁免規定與監理沙盒

在豁免規定方面，各國之各式豁免規定，以及是否准進監理沙盒之態度，列示如表 12，重點說明如下：

### 一、 豁免規定

- (一) 美國證券型代幣發行可適用證券發行的豁免規定。
- (二) 部分國家有公開說明書豁免規定，如新加坡、瑞士、加拿大。
- (三) 部分國家有公司註冊／申請執照的豁免規定，如加拿大、香港。
- (四) 我國規定募資金額 3,000 萬元以下 STOs 案件可豁免申報生效。



## 二、 監理沙盒

部分國家允許 ICOs 申請進入監理沙盒，在沙盒實驗期間內豁免相關法規要求，如香港、新加坡、瑞士、加拿大、我國。其中，我國係強制要求募資金額逾 3,000 萬元 STOs 申請進入監理沙盒。

表12 各國比較—豁免規定與監理沙盒

	豁免規定	准進監理沙盒
美國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 法規 A+</li> <li>2. 法規 D               <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 規則 504</li> <li>(2) 規則 506 (b)</li> <li>(3) 規則 506 (c)</li> </ol> </li> <li>3. 法規 S</li> <li>4. 法規 CF</li> </ol>	無相關資料
香港	虛擬資產投資組合管理公司領牌:投資組合的虛擬資產少於 10%	是
新加坡	公開說明書豁免： <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 小額籌資（1 年內 500 萬新加坡幣以下）</li> <li>2. 私下募集（1 年內未超過 50 人）</li> <li>3. 特定對象募集—機構投資人或專業投資人</li> </ol>	是
瑞士	公開說明書豁免： <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 對「專業客戶」發行(保險公司、中央銀行、上市公司、養老基金及企業財政部門)</li> <li>2. 少於 500 名的散戶客戶及投資者</li> <li>3. 最低購買額度為 10 萬瑞士法郎(約 10 萬美元)的投資者</li> <li>4. 未來 12 個月內發行總價值不超過 800 萬瑞士法郎</li> <li>5. 視具體發行金融工具種類有其他豁免條例</li> </ol>	是
法國	無	無相關資料
日本	無	無相關資料
加拿大	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 公司註冊豁免</li> <li>2. 公開說明書豁免</li> </ol>	是
紐西蘭	無	無相關資料
泰國	無	無相關資料
中華民國	募資金額新台幣 3,000 萬元以下 STO 豁免申報生效	募資金額逾新台幣 3,000 萬元 STO 應申請

資料來源：本研究整理。

---

## 第五節 投資限制與消費紛爭解決

有關投資人方面，各國對投資人資格與投資金額限制、投資 ICOs 虛擬幣別限制等規定，以及消費紛爭解決之制度，列示如表 13，重點說明如下：

### 一、 投資人限制

- (一)少數國家限制 ICOs 僅得由專業投資人投資，完全禁止一般自然人散戶投資，如香港及我國。我國對專業投資人之自然人設有投資金額限制。
- (二)部分國家按豁免規定限制投資人資格與投資金額，如美國、新加坡、瑞士；加拿大按沙盒個案設定限制條件；泰國針對一般散戶投資者設定投資金額限制。
- (三)日本 2019 年的指導手冊修正案要求虛擬貨幣交換業者依據協會規則確認使用者資格及設定交易限額。

### 二、 投資 ICOs 之虛擬幣別限制

- (一)僅泰國針對投資 ICOs 所使用之虛擬幣別加以限制，訂有核准使用之加密貨幣名單。
- (二)其餘國家並不設限。
- (三)我國是唯一一個禁止以虛擬貨幣投資 STOs 之國家，僅允許以我國法定貨幣新台幣投資 STOs。

### 三、 消費紛爭解決機制

- (一)各國多將 ICOs 納入既有金融消費糾紛解決制度，多由外部單位如政府機構、自律組織、仲裁中心等單位處理消費糾紛。

(二)部分國家強調業者須建立內部客訴處理機制，如日本。

表13 各國比較—投資限制與消費紛爭解決

	對具證券性質 ICOs 之投資人限制	投資 ICOs 虛擬幣別限制	消費紛爭解決機制
美國	同豁免規定	無	適用既有消費糾紛解決制度
香港	專業投資人	無	適用既有消費糾紛解決制度
新加坡	同公開說明書豁免條件規範	無	適用既有消費糾紛解決制度
瑞士	同公開說明書豁免條件規範	無	自律組織、瑞士金融市場監管局
法國	無	無	法國金融市場管理局 AMF
日本	無，虛擬貨幣交換業者依據協會規則，須確認使用者資格及設定交易限額	無	1. 虛擬貨幣交換業者內部客訴處理機制 2. ADR 機構： (1) 東京律師公會紛爭解決中心 (2) 第一東京律師公會仲裁中心 (3) 第二東京律師公會仲裁中心 3. 日本虛擬貨幣交換業協會
加拿大	納入監理沙盒之個案條件限制	無	Office of Consumer Affairs (OCA) 排解
紐西蘭	無	無	金融服務註冊與紛爭解決法
泰國	1. 每次籌資對一般投資人募資上限：於每次籌資時，對一般投資人之募資上限為該發行人持有代幣總價值之 4 倍，或當次籌資總價值之 70%，取其二者孰高者 2. 對機構投資者、擁有高資產淨值之個人投資者、創投機構及私募股權公司於每次 ICO 募資專案之募資金額不受金額限制 3. 散戶投資者於每個募資專案之投資金額以 30 萬泰銖為限	4 種加密貨幣： 1. Bitcoin (BTC) 2. Ethereum (ETH) 3. Ripple (XRP) 4. Stellar (XLM)	1. 泰國仲裁中心 2. 針對業者之刑事及民事制裁規定
中華民國	1. 僅限專業投資人得參與認購 2. 專業投資人之自然人認購限額及持有餘額為每一 STO 案不得逾 30 萬元	不得以虛擬貨幣投資 STOs；僅得以新臺幣投資 STOs	適用既有消費糾紛解決制度

資料來源：本研究整理。

---

## 第六節 服務業者分類與相關規範

提供代幣之發行／交易相關服務之業者，各國各有其分類方式與適用執照種類，亦有對各類服務業者之不同監理措施，列示如表 14，重點說明如下：

### 一、 代幣之發行／交易之服務業者分類

所有國家均依金融市場結構中業者執行之功能而予以分類，多有經紀商、自營商、投資基金公司、財務顧問、交易所、保管人等類別。惟我國目前於 STOs 市場僅開放買賣業者申請執照。

### 二、 對代幣之發行／交易之服務業者監理措施

- (一)所有國家均要求各類服務業者應註冊取得執照。
- (二)部分國家強調服務業者須進行資訊揭露，如美國、香港、日本等。
- (三)僅香港強調交易平台營運者之所有虛擬資產交易業務活動（不論代幣屬何種性質）均須全部置於獲發牌的單一法律實體下進行，且全部交易活動均須遵守所有適用的規定（包括證監會施加的發牌條件）。
- (四)僅我國規定受理募資金額 3,000 萬元以下 STOs 豁免案件之買賣平台業者，每一公司申請一張證券自營商執照，僅能成立單一 STOs 平台，並僅能受理 STOs 豁免案件，不得承作募資金額逾 3,000 萬元 STOs 案件或其他類型 ICOs 案件，且對買賣平台的業務擴展規模及速度也設下限制。

表14 各國比較—服務業者分類與相關規範

	代幣之發行／交易之服務業者分類	對代幣之發行／交易之服務業者監理措施
美國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 國家證券交易所</li> <li>2. 交易平台取得 ATS 系統註冊</li> <li>3. 投資公司</li> <li>4. 投資顧問</li> <li>5. 經紀商-自營商</li> </ol>	須註冊，並進行資訊揭露（聲明）
香港	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 虛擬資產投資組合管理公司：領第 1 類受規管活動（證券交易）牌照或第 9 類受規管活動（提供資產管理）牌照</li> <li>2. 虛擬資產基金分銷商：領第 1 類受規管活動（證券交易）牌照</li> <li>3. 交易平台營運者：領第 1 類受規管活動（證券交易）牌照及第 7 類（自動化交易服務）牌照</li> <li>4. 分銷 STO 中介人</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 虛擬資產投資組合管理公司： <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 風險揭露</li> <li>(2) 資產保障</li> <li>(3) 投資組合價值評估</li> <li>(4) 風險管理</li> <li>(5) 會計師審核</li> <li>(6) 速動資金</li> </ol> </li> <li>2. 虛擬資產基金分銷商：提供適當建議的責任</li> <li>3. 交易平台營運者 <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 所有虛擬資產交易業務活動（不論代幣屬何種性質）全部置於獲發牌的單一法律實體下進行</li> <li>(2) 一切虛擬資產交易業務活動均須遵守所有適用的規定（包括證監會施加的任何發牌條件）</li> <li>(3) 只向「專業投資者」提供的服務</li> <li>(4) 對首次代幣發行的代幣在最初 12 個月的交易限制</li> <li>(5) 交易不得融資、不得有槓桿成分或買賣與虛擬資產有關期貨合約或其他衍生性產品</li> <li>(6) 防制洗錢及打擊資恐附加條款</li> </ol> </li> <li>4. 分銷 STO 中介人： <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 銷售限制</li> <li>(2) 盡職審查</li> <li>(3) 訊息揭露</li> </ol> </li> </ol>
新加坡	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 交易業者：資本市場服務執照</li> <li>2. 基金管理：資本市場服務執照</li> <li>3. 初級平台：相關執照</li> <li>4. 財務顧問：顧問服務證照</li> <li>5. 交易平台：交易所或市場營運商牌照</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 取得執照</li> <li>2. 防制洗錢及打擊資恐規範</li> </ol>
瑞士	資產管理業者（銀行、證券商、基金管理公司及具有集體投資計畫的資產管	金融服務法相關規範

	代幣之發行／交易之服務業者分類	對代幣之發行／交易之服務業者監理措施
	理公司)	
法國	數位資產服務供應商(只適用功能型代幣): 1. 為第三方保管數位金融資產 2. 經紀人／自營商 3. 證券交易所 4. 其他數位資產服務,如接收和傳輸第三方訂單、第三方投資 5. 組合管理、資產承銷與上架 6. 其他,如資產管理、匯款、承保、諮詢	只適用功能型代幣: 1. 數位資產服務供應商的可選擇性執照 2. 凡是向第三方提供數位資產保管服務或購買／出售數位資產之供應商都必須向 AMF 強制註冊
日本	1. 平台業者向金融廳註冊「虛擬貨幣／加密資產交換業」,合資格業者於金融廳網站公布 2. 進行電子紀錄移轉權利交易須取得第一類金融商品交易業者證照	需註冊,資訊揭露
加拿大	1. 加密貨幣投資基金(基金投資經理) 2. 加密貨幣交易所 3. 自營商 4. 顧問(諮詢者) 5. 保管人	註冊、遵循包括 KYC 等規定
紐西蘭	1. 交易所 2. 錢包 3. 經紀	1. 必須在金融服務供應商登記冊(Financial Service Providers Register, FSPR)上登記 2. 必須遵守「金融市場行為法」的公平交易條款 3. 對於提供的金融服務,有調解解決糾紛方案的能力
泰國	1. 數位資產企業分類: (1) 數位資產交易所 (2) 數位資產經紀商 (3) 數位資產自營商 2. 數位資產企業資格條件: (1) 依 SEC 建議獲財政部長核准始得營運 (2) 是依泰國法律設立登記之企業 (3) 財務及營運正常 (4) SEC 針對發行人之董事、管理階層及負責人進行資格審查 (5) 向 SEC 申報大股東 (6) 建置適當之作業系統及專業人	1. 依 SEC 建議獲財政部長核准始得營運,並須繳納相關申請手續、執照費及年費 2. 遵守不公平交易防制及洗錢防制規範 3. 已取得數位資產自營商執照之企業不得申請數位資產交易所;反之亦然

	代幣之發行／交易之服務業者分類	對代幣之發行／交易之服務業者監理措施
	<p>員，且遵守相關規定、規則及條件</p> <p>(7) 實收資本額</p> <p>A. 數位資產交易所：500 萬泰銖</p> <p>B. 數位資產經紀商：250 萬泰銖</p> <p>C. 數位資產自營商：50 萬泰銖</p> <p>3. 數位代幣發行系統服務商，申請條件係依公告 16 第 6 條規定：</p> <p>(1) 依 SEC 建議獲財政部長核准始得營運</p> <p>(2) 是依泰國法律設立登記之企業</p> <p>(3) 財務及營運正常</p> <p>(4) SEC 針對發行人之董事、管理階層及負責人進行資格審查</p> <p>(5) 具適當之作業程序、系統及專業人員</p> <p>(6) 實收資本額：500 萬泰銖</p>	
中華民國	<p>STOs 買賣平台資格條件：</p> <p>1. 領證券自營商執照</p> <p>2. 平台業者應確認發行人符合相關應備條件及編製公開說明書</p> <p>3. 應本於專業判斷，視市場狀況適時提供合理之參考報價（應採雙邊報價）</p> <p>4. 最低實收資本額為 1 億元</p> <p>5. 營業保證金 1,000 萬元</p>	<p>1. 平台業者每一公司申請一張證券自營商執照，僅能成立單一平台，並僅能受理募資金額 3,000 萬元(含)以下 STOs 豁免案件，不得承作募資金額逾 3,000 萬元 STOs 案件或其他類型 ICOs 案件</p> <p>2. 受理之 STOs 豁免案件，其所有發行人募資金額總計不得逾 1 億元</p> <p>3. 受理第一檔 STO 交易滿一年後始能再受理第二檔 STO 發行</p> <p>4. STOs 平台業者應與臺灣集中保管結算所簽約，每日傳輸異動資料及餘額明細資料等交易資訊予臺灣集中保管結算所備份</p> <p>5. OTC 訂定之管理規範</p>

資料來源：本研究整理。

## 第七節 交易模式與相關規範

代幣次級市場交易方面，針對具證券性質代幣，各國允許的交易模式與交易相關規範列示如表 15，重點說明如下：

---

## 一、 具證券性質代幣交易模式

- (一)部分國家已經發放或考慮發放交易所牌照給交易平台，以執行買賣撮合功能，如泰國、美國、加拿大、新加坡、瑞士、法國。目前僅有泰國已實際發放3張數位資產交易所牌照並允許業者撮合數位代幣交易。
- (二)部分國家除交易所外，尚允許其他交易模式，如美國有替代交易系統(ATS)，法國有多邊交易設施(multilateral trading facilities)，新加坡允許平台業者註冊為市場營運商，加拿大、泰國、法國允許平台業者註冊為自營商等。
- (三)我國目前僅允許平台業者申請自營商執照，尚未開放可執行撮合交易功能的交易所執照。

## 二、 具證券性質代幣交易規範

- (一)香港強調次級交易平台不可讓客戶承受過大風險，因此設下嚴格交易規範，只允許已發行12個月以上或 ICOs 投資計畫已開始產生利潤的代幣放上平台交易；平台也不能提供客戶財務通融或衍生性產品。
- (二)我國限制發行人對每檔 STO 僅得透過同一平台募資及交易，且限制每日每檔 STO 之交易量不得逾該檔 STO 之發行量 50%，對價格異常波動之 STOs 也將訂有價格穩定機制。
- (三)部分國家透過監理沙盒正在嘗試探索將交易平台業者納入監理架構中，如加拿大、香港、我國等。
- (四)部分國家強調防範不公平交易，如美國、泰國、紐西蘭、日本等。



表15 各國比較—交易模式與相關規範

	具證券性質代幣交易模式	具證券性質代幣交易規範
美國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 國家證券交易所，進行買賣家撮合</li> <li>2. 交易平台註冊 ATS 系統，進行買賣家撮合</li> </ol>	防範不公平交易及內線交易（聲明）
香港	尚在探索將交易平台納入監管，尚無領有牌照的交易平台	對平台業者規範： <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 最初 12 個月交易限制</li> <li>2. 交易不得融資、有槓桿成分或買賣與虛擬資產有關的期貨合約或其他衍生性產品</li> </ol>
新加坡	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 交易所</li> <li>2. 市場營運商</li> </ol>	無
瑞士	SDX 交易所尚未取得執照，審查中	無
法國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 交易所 (regulated market)：初級市場與次級市場</li> <li>2. 多邊交易設施 (multilateral trading facilities)：次級市場</li> <li>3. 自營商</li> </ol>	無
日本	尚無明確案例，目前僅有虛擬貨幣／加密資產交換業者註冊	防範不公平交易及內線交易（報告建議）
加拿大	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 交易所</li> <li>2. 自營商</li> </ol>	視沙盒個案限制條件而定。加拿大尚在諮詢、建構交易平台監理架構
紐西蘭	交易所	公平交易條款
泰國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 交易所：已核准 3 家數位資產交易所撮合數位代幣交易</li> <li>2. 自營商</li> </ol>	不公平交易防制規範
中華民國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 募資金額逾 3,000 萬元：平台業者申請進入監理沙盒進行議價買賣，毋需執照</li> <li>2. 募資金額 3,000 萬元(含)以下：平台業者申請證券自營商執照，進行議價買賣</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 募資金額 3,000 萬元(含)以下：               <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 發行人每檔 STO 限透過同一平台募資及交易</li> <li>(2) 每日每檔 STO 之交易量不得逾該檔 STO 之發行之 50%</li> <li>(3) 對價格異常波動之 STOs 將訂有價格穩定機制</li> </ol> </li> <li>2. 交割結算：預收款券及即時總額交割</li> </ol>

資料來源：本研究整理。

## 第八節 洗錢防制與自律組織

各國的 ICOs 洗錢防制規範，以及 ICOs 自律組織列示如表 16，重點說明如下：

### 一、 洗錢防制

- (一)除加拿大外，在其餘所有國家，ICOs 與提供發行／交易服務之業者均適用該國洗錢防制相關規定。
- (二)加拿大於 2018 年 6 月所提「反洗錢與恐怖主義融資法」修正草案針對虛擬貨幣之章節尚未生效。

### 二、 自律組織

多數國家有自律組織，如日本、瑞士、加拿大、美國、香港、新加坡、我國等。其中，日本自律組織獲金融廳認可，具法律效力，可作業者與金融廳溝通橋梁。

表16 各國比較—洗錢防制與自律組織

	洗錢防制相關規定	自律組織
美國	適用既有 AML 法規	虛擬商品協會
香港	適用現有的法規，亦可能對交易平台業者發牌時提出附加條款	香港區塊鏈協會、香港區塊鏈產業協會、香港國際區塊鏈金融總會等多個組織
新加坡	適用既有防制洗錢及打擊資恐規範	新加坡加密貨幣和區塊鏈產業協會
瑞士	計劃將 ICOs、STOs 納入「反洗錢條例」中，作為正在修訂「反洗錢法」的一部分	加密谷協會
法國	適用既有 AML 法規	無
日本	2016 年修訂「犯罪收益移轉防止法」	日本虛擬貨幣交換業協會
加拿大	2018.06 所提「反洗錢與恐怖主義融資法」修正草案尚未生效。部分虛擬貨幣業務會被認定為資金服務業須向加拿大金融交易與報告分析中心註冊	1. 加拿大區塊鏈聯盟 (Blockchain Association of Canada, BAC) 2. 加拿大投資業監理組織 (IIROC)

	洗錢防制相關規定	自律組織
紐西蘭	納入「反洗錢與打擊資助恐怖主義行為法」規範	無
泰國	納入「洗錢防制法」規範	無相關資料
中華民國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 虛擬通貨平台及交易業務事業納入「洗錢防制法」、「資恐防制法」規範</li> <li>2. 「金融機構接受虛擬貨幣交易平台業者為客戶之政策原則」</li> <li>3. STOs 之認購及買賣應採實名制，並限由同名銀行帳戶以新臺幣匯出、入款方式辦理</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 區塊鏈連線暨產業自律組織</li> <li>2. 臺灣區塊鏈大聯盟 (Taiwan Block Alliance, TBA)</li> </ol>

資料來源：本研究整理。





**S - F - I**

---

## 第六章 結論與建議

### 第一節 結論

#### 一、 去金融中介的 ICOs 快速填補金融海嘯後新創企業的募資需求

2008 年金融海嘯後，銀行管制（如 Basel III 等要求）加強使新創企業及中小企業可獲得的財務資源受到限制。同時期區塊鏈技術被開發出來，加密及新創企業便轉而採取以 ICOs 的方式在網路上向全世界投資人直接募資，跳過銀行等金融中介機構的服務，也跨過了國界的障礙，利用 ICOs 的低法遵成本及高流動性等優勢，滿足其財務需求，也因此造成 ICOs 案件數及募資金額從 2017 年開始快速成長。

#### 二、 各國仍在研議探索管制 ICOs 的方式，且各國管制方式多不相同；惟多將 STOs 納入既有證券金融監理架構

由本研究第三章分列之國際監理經驗可知，世界各國多仍在研議、探索對 ICOs、STOs 的管制方式，目前推出的管制架構僅是各國政府各自進行初步研議的成果。由於 ICOs 技術與實務仍持續演進中，可預期各國政府後續將持續更新對其管制與監理的強度及方式，跨國的監理合作也將持續增強。

另由本研究第五章對各國監理方式之比較可知，各國對 ICOs 的管制方式多有不同；惟多將 STOs 納入既有證券金融監理架構中。也由於各國既有證券金融法律體系各不相同，對 STOs 之規範細節也就有諸多相異之處。

本研究所探討各國家在 ICOs、STOs 規範相同之處僅有：

- 
- (一)各國對 ICOs 的定義相近；
  - (二)各國都以證券主管機關或金融主管機關作為 ICOs 主管機關；
  - (三)多數國家未針對 ICOs 制定專法，均有發布行政指引、報告等以具體說明對 ICOs 的監理範圍及監理方式；
  - (四)多數國家未針對具證券性質 ICOs (STOs) 制定專法，故均有具體說明判定具證券性質 ICOs／代幣標準，且多採個案實質認定；
  - (五)各國均要求證券性質 ICOs 發行人須向主管機關申請／註冊；
  - (六)各國均要求 ICOs 之發行應以提公開說明書或其他方式揭露重要資訊給投資人；
  - (七)多數國家尚未要求不具證券性質之 ICOs 登記／註冊；
  - (八)多數國家不設限投資 ICOs、STOs 之虛擬幣別限制；
  - (九)多數國家將 ICOs 納入既有消費糾紛解決制度；
  - (十)各國均要求牽涉代幣發行／交易之各類服務業者應註冊取得執照；
  - (十一) 多數國家中 ICOs 與牽涉代幣發行／交易服務之業者均已適用該國洗錢防制相關規定。

### **三、 我國 STOs 監理規範亦將其納入既有證券監理架構，當前政策目標側重保護金融消費者及維護金融市場秩序**

金管會於 2019 年 6 月公布 STOs 監理規範，細節詳如第四章第一節所示。除核定 STOs 為證交法之有價證券，規定募資金額逾 3,000 萬元案件於沙盒實驗成功後依證交法規定辦理，而募資金額 3,000 萬元(含)以下案件豁免其應依證交法第 22 條第 1 項之申報義務，顯見係將 STOs 納入證交法體系下，按既有證券監理架構監理，僅為小額募資案件予以部分豁免證交法相關義務。

---

另募資金額豁免門檻僅訂在 3,000 萬元，募資對象限專業投資人，交易額度限制專業投資人之自然人對每 STO 案持有餘額不得逾 30 萬元等項目之限制，顯見在 STOs 風險較高之考量下，當前政策目標側重於金融消費者保護及金融市場秩序維護上。

## 第二節 建議

### 一、 未來可滾動式檢討我國 STOs 監理規範之募資金額豁免門檻、募資對象及認購限額等項目，衡酌放寬

當前我國雖因重視金融消費者保護及金融市場秩序維護而在 STOs 募資金額豁免門檻、募資對象及認購限額等項目上限制較嚴，惟因區塊鏈技術發展、金融科技創新對我國經濟結構轉型之重要性、國內中小型暨新創企業之募資需求、國內資本市場對 ICOs 之需求、加密社群經濟發展、其他國家監理 ICOs 之方式與強度等諸多面向會隨著時間變化，未來宜視上述各面向之動態發展，滾動式檢討我國 STOs 監理規範，衡酌放寬募資金額豁免門檻、募資對象及認購限額等項目之可行性，以適切應對局勢變化，並利 ICOs 充分發揮普惠性等（相較傳統資本形成工具之）比較優勢。

至衡量放寬上述項目之可行性，應同時考量放寬之效益與成本，在放寬之效益超過放寬之成本時，放寬該等項目便為可行。放寬之效益與成本應考慮之項目有很多，試舉部分項目臚列如下：

#### （一） 放寬之效益：

1. 傳遞政府鼓勵金融創新訊號；
2. 拓展新創企業募資管道；

3. 提供投資大眾普惠性投資選擇；
4. ICOs 市場熱絡使政府稅收增加等。

(二) 放寬之成本：

1. ICO 天堂 (ICO paradise) 與監理套利；

目前亞洲鄰國如中國大陸、南韓禁止 ICOs 交易；新加坡、香港已推出 STOs 相關規範，香港只允許專業投資人購買 STOs，兩地市場案例仍少；日本甫就加密資產修法，實務案例也少的情況下，我國若推行相較鄰國寬鬆許多之 STOs 規範，可能被視為亞洲的 ICO 天堂 (ICO paradise)，引發與鄰國間之監理套利問題。

2. 散戶投資人面臨高風險；
3. 金融市場風險升高；
4. 增加管理 ICOs 市場之行政成本；
5. 增加解決金融消費爭議的行政／政治成本等。



圖4 放寬我國 STOs 監理規範之效益與成本

資料來源：本研究繪製。



---

## 二、 我國 STOs 監理規範未來宜與股權群眾募資政策一併 檢討

當前我國 STOs 監理規範將募資金額豁免門檻訂在 3,000 萬元，交易額度限制專業投資人之自然人對每 STO 案持有餘額不得逾 30 萬元等限制，與我國股權群眾募資政策之相關規範所訂限額（如發行公司於一年內透過 OTC 之創櫃版或民間股權群募平台可辦理之股權募資金額以 3,000 萬元為限，散戶投資人一年內在單一券商平台可投資金額僅 10 萬元、在創櫃版僅 15 萬元等）相似，表示主管機關對股權群募、STOs 等新興籌資管道之管制有彼此相關之考量。未來若欲放寬 STOs 之募資金額豁免門檻、募資對象及認購限額等項目，宜與股權群眾募資政策（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創櫃版管理辦法、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法）之相關限額一併檢討。

## 三、 我國 STOs 監理規範之豁免規定未來可設計更多樣化 方案

當前我國 STOs 監理規範僅訂有募資金額 3,000 萬元單一門檻可豁免申報生效義務，建議未來可參考各國豁免規定，設計多樣化豁免方案，滿足實務募資各式需求。各國豁免規定可參見第五章第四節分析，如美國有法規 A+、法規 D、法規 S、法規 CF 等多種豁免規定，視募資金額、投資人資格、私募、司法管轄區等條件組合成多種可選方案；新加坡有公開說明書豁免規定，分募資金額、投資人資格、私募等 3 種條件；瑞士亦有公開說明書豁免規定，按募資金額、投資人資格、投資人人數等多種條件給予豁免；加拿大則有公司註冊豁免及公開說明書豁免 2 大類規定。

---

#### 四、 主管機關宜發布發行平台審核 STOs 共通技術性標準

當前我國主管機關要求買賣平台業者在承作 STOs 豁免案件時負起審核 STOs 之責任，若平台業者須負責辨識代幣之類型，並審核代幣之技術內容、功能是否與公開說明書所揭示之內容相符，則主管機關宜發布發行平台審核 STOs 共通技術性標準，以供平台業者遵循。以美國為例，范建得 & 黎昱萱(2019)指出：

以目前美國 SEC 要求交易所審核 STO 的上架標準而言，顯然對於區塊鏈技術是否屬於 STO，有明列許多技術性的評斷標準，並搭配募資白皮書揭示的內容，以積分式計算。

#### 五、 可思考借重自律協會／公會以強化個別發行平台審核功能

或有論者以為實質審查 STOs 之責任恐非實收資本額僅 1 億元之平台業者可獨力承擔，部分人士建議可藉由強化自律協會或行業公會的角色，以集體資源協助審核 STOs，減輕個別發行平台及主管機關的行政管理負擔。惟目前國內似尚未有資源充足、組織規模完備的 STOs 自律協會或公會，尚須視相關組織建置發展情形而定。

#### 六、 持續完善我國加密資產交易平台之監理規範

如本研究第三章第十節所提及，國際證券管理機構組織 IOSCO 甫於 2019 年 5 月 28 日發布一份有關加密資產交易平台的諮詢報告，指出許多國家仍在考慮如何管制交易平台，針對部分被辨識出的交易平台特定風險與議題，說明在管制上需要考慮的關鍵事宜，提供可參考的 IOSCO 原則與有用工具，供各國主管機關參考。

本研究第三章第七節亦提及，加拿大證券管理局與加拿大投資業監理組織於 2019 年 3 月聯合發布有關加密資產交易平台監理架構的

---

諮詢文件，就其建議的監理架構的關鍵領域與問題諮詢各界意見，諮詢期間甫於 2019 年 5 月 15 日結束。

有鑑於 IOSCO 與加拿大等國際組織、國家刻正投注資源於研議交易平台的監理方式上，我國未來可參考其最新諮詢報告建議重點，兼視我國 ICOs/STOs 市場發展動態與需求，及相關技術發展情況，持續研議並加強對交易平台的監理規範與相關措施。

## **七、 未來可考慮開放以主流加密貨幣（如比特幣）買賣 STOs**

目前我國 STOs 之認購及買賣限由同名銀行帳戶以新臺幣匯出、入款方式辦理，未來可考慮開放以主流加密貨幣（如比特幣）買賣，以利與國際 ICOs 市場接軌，引入國際投資人，使 ICOs（相較傳統資本形成工具）之流動性優勢得以充分發揮；惟外匯管理、洗錢防制與打擊資恐議題仍待與中央銀行等相關單位跨部會研商。

## **八、 可研議開放股權型 STOs**

我國 STOs 主管機關金管會表示，股權型 STOs 權利義務較為複雜，牽涉公司法等相關規定，而公司法屬於經濟部權責，故目前尚未考慮開放股權型 STOs。然衡諸國際 ICOs 發展實務，如第二章、第三章所示，ICOs 是靈活有彈性的募資工具，可視個案需要設計代幣特徵，使其具不同的權利、義務、功能，帶給投資人不同的風險與報酬，從而使得 ICOs 的樣貌極為豐富多變，可滿足新創企業與投資人多樣化的需求。為充分利用 ICOs 具彈性優點，建議未來可研議開放股權型 STOs，不限制代幣類型，以順應國際 ICOs 發展潮流；惟公司法修法等議題仍待與經濟部等相關單位跨部會研商。

---

## 九、 可研議開放設立 STOs 集中競價交易所

當前我國僅開放買賣平台採議價方式辦理 STOs 交易，至集中競價交易模式由於證交法第 12 條規定「本法所稱有價證券集中交易市場，謂證券交易所為供有價證券之競價買賣所開設之市場」，故為專屬於證券交易所之業務，且因金融科技發展與創新實驗條例尚無開放證券交易所業務，目前 STOs 無集中交易市場可供競價撮和。然根據 IOSCO 就成員國所作調查（參見第三章第十節），國際上營運中的加密資產交易平台最常見的交易模式是採類似傳統交易所的連續拍賣模式，為利國內 STOs 市場與國際市場接軌，未來可研議開放設立 STOs 集中競價交易所，以滿足實務發展需求。



---

## 參考文獻

香港證券及期貨事務監察委員會.(2017).有關首次代幣發行的聲明

<https://www.sfc.hk/web/TC/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/statement-on-initial-coin-offerings.html>

香港證券及期貨事務監察委員會.(2018a). 有關針對虛擬資產投資組合的管理公司、基金分銷商及交易平台營運者的監管框架的聲明

<https://www.sfc.hk/web/TC/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/reg-framework-virtual-asset-portfolios-managers-fund-distributors-trading-platform-operators.html>

香港證券及期貨事務監察委員會.(2018b). 證監會採取監管行動叫停向香港公眾進行的首次代幣發行

<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=18PR29>

香港證券及期貨事務監察委員會.(2019).有關證券型代幣發行的聲明

<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/openAppendix?refNo=19EC19&appendix=0>

日本金融廳.(2017). ICO (Initial Coin Offering) について～利用者及び事業者に対する注意喚起～. Tokyo. Retrieved from

[https://www.fsa.go.jp/policy/virtual\\_currency/06.pdf](https://www.fsa.go.jp/policy/virtual_currency/06.pdf)

日本金融廳.(2018). 仮想通貨交換業等に関する研究会報告書. Retrieved from

<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20181221-1.pdf>

范建得.(2019). 與證券型代幣發行 ( Security Token Offerings ,STOs ) 相關的監管議題. 台北市.

范建得, & 黎昱萱.(2019). 范建得觀點：金管會 STO 公聽會內容簡評 (三).

Retrieved August12, 2019, from

<http://blpc.web.nthu.edu.tw/files/13-2046-156556.php?Lang=zh-tw>

財團法人資訊工業策進會.(2018). 107年度虛擬貨幣交易服務與ICO監理法規研究報告. 台北市.

金融監督管理委員會.(2018). 金融機構接受虛擬貨幣交易平台業者為客戶之政

策原則. Retrieved July11, 2019, from <http://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=>

- 
- 金融機構接受虛擬貨幣交易平台業者為客戶之政策原則.pdf&flag=doc  
金融監督管理委員會. (2019a). 新聞稿- 金管會召開「研商證券型代幣發行監理規範座談會」. Retrieved August 15, 2019, from  
[https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news\\_view.jsp&dataserno=201904120002&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap\\_root,o=fsc,c=tw&dtable=News](https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201904120002&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=News)
- 金融監督管理委員會. (2019b). 研商證券型代幣發行(Security Token Offering, STO)監理規範會議議程. 新北市: 金融監督管理委員會.
- 金融監督管理委員會. (2019c). 金管會對「證券型代幣發行(Security Token Offering, STO) 相關規範」之說明. Retrieved June 28, 2019, from  
[https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news\\_view.jsp&dataserno=201906270004&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap\\_root,o=fsc,c=tw&dtable=News](https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201906270004&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=News)
- 金融監督管理委員會. (2019d). 預告修正「證券商設置標準」第三條、第十一條、「證券商管理規則」第四十五條之一及「證券商負責人與業務人員管理規則」第二十一條之一草案. 行政院公報, 25(123). Retrieved from  
<https://gazette.nat.gov.tw/egFront/detail.do?metaid=108319&log=detailLog>
- 金融監督管理委員會. (2019e). 預告修正「證券集中保管事業管理規則」第二條、第三條草案. 行政院公報, 25(123). Retrieved from  
<https://gazette.nat.gov.tw/egFront/detail.do?metaid=108320&log=detailLog>
- Aaron Kumar and Christie Smith. (2017). Crypto-currencies—An introduction to not-so-funny moneys. Reserve Bank of New Zealand.  
<https://www.rbnz.govt.nz/-/media/ReserveBank/Files/Publications/Analytical%20notes/2017/an2017-07.pdf>
- Amber Wadsworth. (2018). Bulletin—The pros and cons of issuing a central bank digital currency, Vol 81. No. 7 June 2018, Reserve Bank of New Zealand.  
<https://www.rbnz.govt.nz/-/media/ReserveBank/Files/Publications/Bulletins/2018/2018jun81-07.pdf>
- Financial Markets Authority.(2017). FMA commentary on ICOs and cryptocurrencies  
<http://www.fma.govt.nz/news-and-resources/media-releases/fma-commentary-on-icos-and-cryptocurrencies/>
- Monetary Authority of Singapore.(2016). Fintech Regulatory Sandbox Guidelines
-

---

<http://www.mas.gov.sg/~media/Smart%20Financial%20Centre/Sandbox/FinTec%20Regulatory%20Sandbox%20Guidelines.pdf>

Monetary Authority of Singapore.(2017a). MAS clarifies regulatory position on the offer of digital tokens in Singapore

[http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-Singapore.aspx?utm\\_source=rss&utm\\_medium=rss](http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-Singapore.aspx?utm_source=rss&utm_medium=rss)

Monetary Authority of Singapore.(2017b).*A Guide to Digital Token Offerings*

<http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Guidelines/A%20Guide%20to%20Digital%20Token%20Offerings%20%2014%20Nov%202017.pdf>

Monetary Authority of Singapore.(2018a). Regulator's Column: *What SGX expects of listed companies conducting an Initial Coin Offering (ICO)*

<https://www2.sgx.com/media-centre/20181115-regulators-column-what-sgx-expects-listed-companies-conducting-initial-coin>

Monetary Authority of Singapore.(2018b). *MAS warns Digital Token Exchanges and ICO Issuer*

<http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2018/MAS-warns-Digital-Token-Exchanges-and-ICO-Issuer.aspx>

Monetary Authority of Singapore.(2019).*A Guide to Digital Token Offerings*

<http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Guidelines/Guide%20to%20Digital%20Tokens%20Offering%20last%20updated%20on%205%20April%202019.pdf>

THE STATUTES OF THE REPUBLIC OF SINGAPORE.(2018). SECURITIES AND FUTURES ACT Chapter 289

<https://sso.agc.gov.sg/Act/SFA2001>

Aitken, R. (2017). Investment Guide To “Crypto” Coin Offerings Rating Blockchain Start-ups. Retrieved April9, 2019, from

<https://www.forbes.com/sites/rogeraitken/2017/01/06/investment-guide-to-crypt>

---

o-coin-offerings-rating-blockchain-startups/#7f314bd3121b

Autorité des marchés financiers. (2017). DISCUSSION PAPER ON INITIAL COIN OFFERINGS ( ICOs ). Retrieved from [https://www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa2b267b3-2d94-4c24-acad-7fe3351dfc8a](https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa2b267b3-2d94-4c24-acad-7fe3351dfc8a)

Autorité des marchés financiers. (2018a). Analysis of the legal qualification of cryptocurrency derivatives. Retrieved July 25, 2019, from [https://www.amf-france.org/en\\_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Marches/Produits-derives/Analyse-sur-la-qualification-juridique-des-produits-derivés-sur-crypto-monnaies](https://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Marches/Produits-derives/Analyse-sur-la-qualification-juridique-des-produits-derivés-sur-crypto-monnaies)

Autorité des marchés financiers. (2018b). Summary of replies to the public consultation on Initial Coin Offerings ( ICOs ) and update on the UNICORN Programme. Retrieved from [https://www.amf-france.org/en\\_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?xtcr=1&isSearch=true&docId=workspace%253A%252F%252FSpacesStore%252Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2-ece78819d4da&lastSearchPage=https%253A%252F%252Fwww.amf-france.org%252FmagnoliaPublic%252Famf%252Fen\\_US%252](https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?xtcr=1&isSearch=true&docId=workspace%253A%252F%252FSpacesStore%252Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2-ece78819d4da&lastSearchPage=https%253A%252F%252Fwww.amf-france.org%252FmagnoliaPublic%252Famf%252Fen_US%252)

Board of The International Organisation of Securities Commissions. (2019). Issues , Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms (Consultation Report). Retrieved from <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD627.pdf>

Canadian Securities Administrators. CSA Staff Notice 46-307 Cryptocurrency Offerings (2017). Canada. Retrieved from <https://www.iosco.org/library/ico-statements/Canada - CSA - Staff Notice Cryptocurrency Offerings.pdf>

Canadian Securities Administrators. CSA Staff Notice 46-308 Securities Law Implications for Offerings of Tokens (2018). Canada. Retrieved from <https://cdn.crowdfundinsider.com/wp-content/uploads/2018/06/Canada-CSA-Staff-Notice-46-308-Securities-Law-Implications-for-Offerings-of-Tokens.pdf>

Canadian Securities Administrators, & Investment Industry Regulatory Organization of Canada. (2019). Consultation Paper 21-402 Proposed Framework for



- 
- Crypto-Asset Trading Platforms. Retrieved from [https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw\\_csa\\_20190314\\_21-402\\_crypto-asset-trading-platforms.htm](https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_csa_20190314_21-402_crypto-asset-trading-platforms.htm)
- Canadian Securities Exchange. (2018). CSE Unveils Canada's First Platform for Clearing and Settling Securities through Blockchain Technology. Retrieved May 31, 2019, from <https://thecse.com/en/about/publications/cse-news/cse-unveils-canadas-first-platform-for-clearing-and-settling-securities>
- Chen, C. M., & Rattaggi, M. (2018). Mission and Policy Framework. Retrieved May 6, 2019, from <https://cryptovalley.swiss/codeofconduct/>
- Clayton, J. (2017). Statement on cryptocurrencies and initial coin offerings. Division of Corporation Finance, Division of Investment Management, & Division of Trading and Markets. (2018). Statement on Digital Asset Securities Issuance and Trading. Retrieved April 12, 2019, from <https://www.sec.gov/news/public-statement/digital-asset-securities-issuance-and-trading>
- Dobrautz, G., & Klebeck, U. (2018). Initial coin offerings - legal and regulatory challenges of crossing the border.
- Financial Action Task Force on Money Laundering. (2015). 虛擬貨幣風險基礎方法指引. Retrieved from <https://www.amlo.moj.gov.tw/media/6602/7102714483618.pdf?mediaDL=true>
- FINMA. (2018a). Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs). Retrieved from <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>
- FINMA. (2018b). Press release FINMA publishes ICO guidelines. Retrieved from <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>
- Fonseca, M. (2017). ICOs and Blockchain Token Funding. Retrieved April 8, 2019, from <https://www.intelligenthq.com/icos-and-blockchain-token-funding/>
- International Organisation of Securities Commissions. (2017). IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech). International Organization of Securities Commissions. Retrieved from <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>
- International Organisation of Securities Commissions. (2019). IOSCO requests
-

- 
- feedback on key considerations for regulating crypto-asset trading platforms.  
Retrieved May30, 2019, from  
<https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS530.pdf>
- Kaal, W. A. (2018). Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses. *CodeX Stanford Journal of Blockchain Law & Policy*, 0–28. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3117224>
- Kaal, W. A., & Dell’Erba, M. (2018). Initial Coin Offerings: Emerging Practices, Risk Factors, and Red Flags. In F. Möslein & S. Omlor (Eds.), *Fintech Handbook* (pp. 0–21). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3067615>
- Kharif, O. (2019). Crypto Coin Sales Stage Revival After Bursting of ICO Bubble. Retrieved May27, 2019, from  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-04-10/crypto-coin-sales-stage-revival-after-bursting-of-ico-bubble>
- Maume, P., & Fromberger, M. (2019). Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws. *Chicago Journal of International Law*. Retrieved from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3200037](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3200037)
- Momtaz, P. P. (2018). Token Sales and Initial Coin Offerings : Introduction. Los Angeles. Retrieved from  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3277707](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3277707)
- Nakamoto, S. (2008). Bitcoin A peer-to-peer electronic cash system. Retrieved from  
<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>
- PwC, & Crypto Valley Association. (2018). Initial Coin Offering – A strategic perspective. Retrieved from  
[https://www.pwc.ch/en/publications/2018/20180628\\_PwC\\_S&CVA\\_ICO\\_Report\\_EN.pdf](https://www.pwc.ch/en/publications/2018/20180628_PwC_S&CVA_ICO_Report_EN.pdf)
- Sunnarborg, A. (2017). ICO Investments Pass VC Funding In Blockchain Market First. Retrieved April8, 2019, from  
<https://www.coindesk.com/ico-investments-pass-vc-funding-in-blockchain-market-first>
- The Federal Council. (2018a). Federal Council wants to further improve framework conditions for blockchain DLT. Retrieved May28, 2019, from  
<https://www.sif.admin.ch/sif/en/home/dokumentation/medienmitteilungen/medienmitteilungen.msg-id-73398.html>
-

- 
- The Federal Council. (2018b). Legal framework for distributed ledger technology and blockchain in Switzerland. Bern. Retrieved from <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/55153.pdf>
- The Securities and Exchange Commission, T. (2019). SEC updates list of cryptocurrencies eligible for investment in ICOs and base trading pairs. Retrieved April 9, 2019, from [https://www.sec.or.th/EN/Pages/News\\_Detail.aspx?SECID=7346&NewsNo=23&NewsYear=2019&Lang=en](https://www.sec.or.th/EN/Pages/News_Detail.aspx?SECID=7346&NewsNo=23&NewsYear=2019&Lang=en)
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2017a). Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO. Retrieved from <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2017b). SEC Issues Investigative Report Concluding DAO Tokens, a Digital Asset, Were Securities. Retrieved April 12, 2019, from <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2019). Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets. Retrieved April 17, 2019, from <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>
- Willett, J. R. (2012). The second bitcoin whitepaper.

