

2019 年稳定币补充指引

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

2019 年 9 月 11 日，瑞士金融市场监管局（FINMA）发布了其首次代币发行（ICO）指引的补充文件，专门处理稳定币问题，即价值与某种资产（如货币、大宗商品、不动产或证券）挂钩的代币。FINMA 表示，将适用“实质重于形式”和“同样风险，同样规则”的原则。稳定币的法律定性取决于其持有人对发行人或第三方所取得的权利，以及基础资产的性质。如果代币与某一特定法定货币挂钩，并附有固定的赎回请求权（例如一枚代币兑换一瑞士法郎），FINMA 认为应将其定性为银行法意义上的存款。如果代币挂钩的是一篮子资产，该资产为持有人的利益并由持有人承担风险进行管理，且赎回请求权取决于价格，则很可能构成集合投资计划。与大宗商品挂钩、仅证明持有人所有权的代币，一般不构成证券；而若持有人仅对发行人享有纯粹的合同请求权，则对于银行贵金属而言指向存款，对于其他大宗商品而言则指向证券，并可能构成衍生品。¹

该补充文件与 FINMA 对日内瓦 Libra 协会询问的答复同时发布。Libra 协会是 Facebook 于 2019 年 6 月为发行全球性稳定币而组建的联盟。FINMA 表示，按所描述的方案，该项目需要依据《金融市场基础设施法》（FMIA）取得支付系统牌照，须受反洗钱规则约束，其储备管理也必须满足与银行相当的要求。FINMA 还要求储备的收益与风险完全由该协会承担，从而使代币持有人不承担这

些收益与风险。² Libra 项目于 2020 年 12 月更名为 Diem；2022 年 1 月，Diem 协会终止了该项目，并将其资产出售给 Silvergate Capital。尽管如此，FINMA 的分析预见了一个将在 2024 年和 2025 年再度出现的主题：承诺按面值赎回的稳定币发挥着货币职能，必须按照该职能相应地予以监管。

1 早期针对未经许可发行的执法行动

FINMA 的执法实践印证了上述指引。记录最为详尽的案例涉及一家公司：该公司于 2017 年和 2018 年进行了一次 ICO，从约 37,000 名投资者处募集了价值超过 9,000 万瑞士法郎的资产，并发行了被其称为债券的代币。在 2019 年 3 月 15 日的裁决中，FINMA 认定该公司未持有银行牌照而以商业方式吸收公众存款，从而严重违反了 1934 年 11 月 8 日《联邦银行与储蓄银行法》（《银行法》，BankA, SR 952.0）第 1 条第 2 款。联邦行政法院于 2021 年 3 月 2 日对上诉不予受理，该裁决因而生效。³ 该公司曾向代币持有人承诺分享其利润，并赋予一项类似于还款请求权的合同权利。由于这些代币不符合银行法意义上债券的要求，债券豁免不予适用。2019 年 3 月 27 日的新闻稿点名该公司为 envion AG。该公司曾以美元、以太币和比特币为对价发行 EVN 代币，楚格州法院已于 2019 年 3 月宣告其破产，清算工作因此移交楚格破产管理局。⁴

该案表明，发行人为其代币所贴的标签并不具有决定意义。FINMA 审查了发行人所承担的义务，并认定这些义务构成存款，与所采用的技术无关。对提契诺州的实务而言，其教训在于：若代币销售向投资者承诺固定或浮动回报，却既无符合招股说明书要求的债券结构，也无银行牌照，则发行人及其董事将面临《金融市场监管法》（FINMASA）第 31 条至第 37 条规定的全部执法措施，包括清算和破产。董事和经理人还可能因未经许可从事经营活动，依据 FINMASA 第 44 条被联邦财政部提起刑事诉讼。

2 注释

1. FINMA, 新闻稿 “FINMA publishes 'stable coin' guidelines”, 2019 年 9 月 11 日, <https://www.finma.ch/en/news/2019/09/20190911-mm-stable-coins/> (基础资产: 货币、大宗商品、不动产、证券; “实质重于形式”; “同样风险, 同样规则”)。FINMA, “Supplement to the guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)”, 2019 年 9 月 11 日, <https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-stable-coins.pdf> (以法定货币计价的固定赎回请求权: “应定性为银行法意义上的存款”; 附有取决于价格的赎回请求权的一篮子资产: “很可能构成集合投资计划”; 单纯的所有权: “一般不构成证券”; 对“银行贵金属”的合同请求权: “很可能”构成存款; 其他大宗商品: 证券, “并可能……构成衍生品”)。
2. FINMA, 2019 年 9 月 11 日新闻稿 (见上) (日内瓦 Libra 协会的询问; 依据 FMIA 的支付系统牌照; 反洗钱; 储备的风险与收益“完全由 Libra 协会承担”)。关于更名及项目终止, 参见 Wikipedia (作为最后手段使用), “Diem (digital currency)”, [https://en.wikipedia.org/wiki/Diem_\(digital_currency\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Diem_(digital_currency)) (2020 年 12 月更名为 Diem; 2022 年 1 月 Diem 协会终止运营, 其资产据报道以 2 亿美元出售给 Silvergate Capital)。
3. FINMA, 执法案例报告 2019-15, <https://www.finma.ch/it/documentazione/rendicontazione-in-materia-di-enforcement/kasuistik/2019-15/> (2019 年 3 月 15 日裁决; 约 37,000 名投资者; 超过 9,000 万瑞士法郎; 未经许可吸收公众存款, BankA 第 1 条第 2 款; 联邦行政法院 B-2237/2019 号案,

2019 年稳定币补充指引

2021 年 3 月 2 日对上诉不予受理的决定；2019 年 3 月 27 日新闻稿）。

4. FINMA，新闻稿“FINMA ascertains illegal activity by envion AG”，2019 年 3 月 27 日，<https://www.finma.ch/en/news/2019/03/20190327---mm---envion/>（至少 37,000 名投资者；超过 9,000 万瑞士法郎；ENV 代币；以美元、以太币和比特币支付；楚格州法院于 2019 年 3 月宣告破产）。案例报告 2019-15（见上）链接至该新闻稿。

仅供一般参考。本文不构成法律或税务意见，不能替代针对个案的专业意见，亦不建立律师与客户关系。本文反映截至 2026 年 9 月的法律状况。

在线版本：cn.helveticaregister.com/lugano-the-stablecoin-supplement-of-2019