

證券型代幣募資（STO）規範的簡評與反思（I）

文／簡維克、施宇軒

隨著金融科技與加密代幣交易近年來的方興未艾，在多方呼籲下，金管會於108年4月12日公聽會上提出「證券型代幣發行（Security Token Offerings; STO）」監理規範草案（下稱「草案」），並針對證券型代幣（Security Token）性質、發行主體、募資規模、募資對象、發行平台，以及次級市場流通等事項作出初步勾畫，預期在今年6月底公佈完整規範架構。

其實，國際間早在加密代幣的首次代幣發行（Initial Coin Offering；ICO）時，就對於ICO究竟是否具有證券屬性而應受相關證券法令規管爭執不休。

所謂ICO，是結合群眾募資和區塊鏈技術，先由加密代幣的發行人草擬一份白皮書，為某一創意或產品募集資金，並敘明其業務模式和投資人可能獲得的回報，而決定參與ICO的投資人，則可能以現金或其他加密代幣方式，透過區塊鏈方式完成支付，再取得發行人發行的加密代幣，該代幣（即投資回報）可能用以換取募資者產品或服務（功能型代幣），也可能用以參與發行人的經濟利潤分享（分潤型代幣）或是取得固定利息（債務型代幣）。

相較於功能型代幣性質偏向禮券性質（先預付一定金額後換取服務或商品），後兩者是否具證券性質，從而ICO應受證券交易法（下稱「證交法」）等法令規管，自為STO規範架構下首須判斷者。

固然，金管會在2017年12月19日新聞稿表示：「依據國外ICO經驗，由於『代幣』（token）係以區塊鏈技術為基礎，故專業性頗高，加之運用態樣繁多，不同發行個案差異極大。」；「對於民間業者籌集資金活動，金管會於法定職權範圍內，係就籌集活動如有牴觸金融法令的情形，依法處理。ICO行為如有涉及有價證券之募集與發行，應依證券交易法相關規定辦理。至於ICO代幣是否屬證券交易法規範之有價證券，應視個案情況認定。」

然而，我國證交法第6條僅規定：「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券。」但從條文可知，縱使某一加密代幣具有參與發行者經營利益分享之性質（此與股票相同），但在未經主管機關（即金管會）核定前，究竟得否以其屬公司股票而認定為有價證券，實不無疑義。

尤其，違反證交法第22條「有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。」負有刑事責任，更使加密代幣發行人面臨極高不確定性。

據媒體報導，金管會在4月召開STO公聽會時，已明確揭示會依證交法第6條規定，將具下列性質的證券型代幣核定為有價證券：（1）投資人出資；（2）出資於一共同事業；（3）投資人分享報酬；（4）報酬主要取決於發起人或第三人之努力，另金管會顧立雄主委也強調STO應具有一定流通性才屬於有價證券，這些特性都與最高法院104年度台上字第3215號判決提及有價證券「著重於是否有表彰一定之價值，而具有投資性與流通性。」；如「合約書或認購協議書之內容，均明白約定股東之權利及轉讓等事項，契約當事人所認購股權數量、價格，該股份得以自由轉讓或繼承，以及買受人有分派紅利之權利等事項，於客觀上而言，已然具有表彰一定財產價值之性質，且該股權、股份均得作為自由交易客體，顯然具有投資性、流通性，屬證券交易法所規範之有價證券。」意旨不謀而合。

但須提醒者，美國證管會也採由與我國前述標準相近的Howey Test，判斷加密代幣是否為美國證券法定義之有價證券。但有論者指出，由於投資人出資購買發行公司之代幣多半著眼於次級市場轉售之利益，且代幣之價值如同公司股票之價值一樣，是取決於公司營運狀況及前景，亦即來自於公司經營者之努力，因此在此判斷標準下，許多ICO之發行或有可能會被認定為證券，最終仍須個案認定。

或許，未來金管會可參考新加坡金融管理局在2017年8月1日公告的「數位代幣發行指引（A Guide to Digital Token Offering）」，除了提出抽象的判斷標準外，也一併列舉了一些案例供大眾瞭解何以在該案例情況下被認定構成或不構成證券之原因，如此應可使代幣發行人有較高的法律遵從確信性。