

## 代币发行融资刑事案件的 司法检视与刑法规制

任素贤\*

**摘要:**代币的发行与交易是否具有非法集资的属性,以高额回报吸引投资者投资代币是否具有利诱性等,是代币发行融资刑事案件刑法规制的难题。财产形式流变对“存款”“资金”概念边界产生冲击,代币发行融资的刑法评价缺少互联网元素特征,互联网金融立法精细化不足导致刑法规制困难。代币发行融资性质上具有证券衍生品特征,实质在于利用欺诈手段吸收资金后的纯资本运作,侵害了金融秩序和投资者的财产利益,应以集资诈骗罪进行完整评价。

**关键词:**代币 数字货币 首次代币发行(ICO) 区块链 非法集资

随着互联网技术的发展,金融市场产生了较大的变革,去中心化的区块链技术催化了新型融资方式的诞生。2008年,署名中本聪的作者在网络上发

---

\* 法学博士,东南大学长三角法治创新研究中心研究员,曾任上海市第二中级人民法院刑庭庭长,全国法院办案标兵,上海市审判业务专家。

表了《比特币:一种点对点的电子现金系统》的文章,阐述了比特币和区块链的技术,匿名性、去中心化、不易更改等特点使比特币引发全球广泛关注,基于区块链底层技术的各种数字货币应运而生。<sup>[1]</sup>随着区块链技术的成熟和普及,以比特币为代表的各类数字货币作为融资对象已成为可能,首次代币发行(Initial Coin Offering, ICO)融资模式应运而生。它通常是指初创区块链公司通过发行代币的方式进行融资,交易模式为投资者用比特币、以太币等主流数字货币购买初创区块链公司设计并准备未来发行的代币,投资者用获得的主流数字货币在二级市场兑换为法定货币来支持企业的发展,投资者可以获得代币上市后的服务或利润,<sup>[2]</sup>具体运行模式有类股权模式的 ICO 和非股权模式的 ICO 两种。所谓类股权模式的 ICO,是指初创区块链公司以类似公开发行的方式发行代币,筹集资金用于公司或者项目的发展;非股权模式的 ICO,指初创区块链公司以待开发或者正在开发的代币为对价获取投资者投资的主流数字货币。投资者持有的代币会随着初创区块链公司项目运行的好坏而波动,如果代币可以上市交易,投资者可以在自己认为合适的时机在比特币交易市场抛售,换回比特币等通行的主流数字货币,进而“兑换”为法定代币。

---

[1] 对于数字货币、加密货币、虚拟货币和代币,目前还没有明确的定义,理论与实务界经常会将数字货币等同于虚拟货币,主流观点认为广义的虚拟货币除了指 Q 币等虚拟货币以外,还包括比特币等数字货币,加密货币则是数字货币的另一个称谓。而代币和比特币是由企业或项目方在区块链基础上自己设计并准备未来发行,还没有得到社会广泛承认、不能在交易所交易的虚拟货币。随着区块链技术的发展,我国行政部门颁布的相关规定在 ICO 融资模式中使用了代币的表述,故本文将企业自行设计并准备发行的虚拟货币统一称为代币。

[2] See Wikipedia, *Initial Coin Offering*, [https://en.wikipedia.org/wiki/Initial\\_coin\\_offering](https://en.wikipedia.org/wiki/Initial_coin_offering), visited Nov. 14, 2020.

## 一、问题的提出——代币发行融资刑事案件〔3〕司法实务中的争议

2015年,被告人温某、王某等人成立网络科技有限公司,搭建网络平台,设置比特币投资理财项目,对投资者发布“白皮书”,宣称比特币具有区块链性质,有开源代码,总量只有2.1亿枚,是中国、美国、澳大利亚三国的数字货币团队联合通过挖矿方式获得的互联网虚拟货币,和比特币一样可以在世界各个交易网站流通交易,投资者可以线上租赁比特币的挖矿机通过挖矿获利。2016年,温某等人又搭建了国际积分和扶贫积分交易平台,让比特币的投资者把名下的比特币兑换成国际积分,宣称可用于中国石油化工集团有限公司加油站、新能源出租车的消费,可以在网上用积分缴纳罚款和社保,还可在我国台湾地区用比特币支付70万家商户的商品等。同年6月,比特币在温某等人搭建的网络平台上每枚价格达人民币4.11元(以下币种相同),交易规则被温某等人设定为不能低挂、只涨不跌,卖出时需以5元以上高价卖出。通过上述方式,温某等人共吸收资金1.2亿余元。被告人郭某等人在推销比特币的过程中,大力宣传比特币的两种营利模式:一是矿工收益,即会员在指定的矿机网站注册,租赁挖矿机以挖取比特币的方式获利;二是推广收益,推荐会员注册或自己注册成为会员,推荐一级会员可获20%的直推奖,直至九级结束。郭某等人共发展六级会员83人。

法院认为,被告人温某、王某等人以非法占有为目的,以高利润、高回报为诱饵进行虚假宣传,虚构比特币线上线下项目,诱导被害人进行投资,其行为构成集资诈骗罪。被告人郭某等人以投资虚拟货币为名,要求投资者购买比特币、注册获得会员资格,并按照一定顺序组成层级,直接或间接以发展人员的数量作为推广返利,引诱参与者继续发展他人,严重扰乱了市场秩序,其行为构成组织、领导传销活动罪。

---

〔3〕福建省福州市中级人民法院:温某、王某、郭某等集资诈骗罪二审刑事裁定书,案号:(2019)闽01刑终1300号,2019年12月9日。

对于上述被告人温某、王某的行为是否构成集资诈骗罪,郭某等人的行为是否构成组织、领导传销活动罪,司法实践中存在不同的观点。第一种观点认为,温某等人没有非法占有投资者钱款的目的,没有提供具有融资性质的金融产品,其发行、交易代币的行为不具有集资诈骗罪的利诱性特征,投资者的利益主要来自代币在二级市场的买卖或发展会员所获得的动态、静态收益,不宜将商品提供者宣称的可投资获利视为一种获利的承诺,否则会不当扩大非法集资的打击面。故对于投资者在二级市场投机获利的,行为人如果在代币发行过程中有欺诈行为或发展会员达到三层以上的,应以诈骗罪或者组织、领导传销活动罪定罪处罚。第二种观点认为,行为人假借区块链技术发行代币,以静态收益与动态收益为诱饵,搭建网络交易平台并自行设置代币变现条件及交易价格,其主要目的并非在于代币的设计或未来的上市交易,而是将代币作为诈骗的一个工具,对于在代币销售过程中行为人采取的传销模式,只是犯罪的外在表现形式,不能因其具体手段而认定为罪行较轻的组织、领导传销活动罪,从而忽视了对案件的完整评价。就实质要件而言,行为人具有非法占有的主观故意和诈骗的行为,应以诈骗罪定罪处罚。第三种观点认为,温某等人将缺乏流动性但可预期未来收益的代币通过运营平台份额化发行并销售给投资者,使代币的投资风险与收益元素重组分离,份额化发行具有标准化拆分的特征,结合公开发售、连续交易等行为,出金入金频繁,资金体量巨大,呈现证券化特征,应以擅自发行股票、公司、企业债券罪定罪处罚。第四种观点认为,行为人将发行代币作为融资的手段,搭建网络交易平台,向不特定对象公开销售,吸收资金形成资金池,操控资金进行资本游戏,区块链和代币只是被告人集资诈骗的幌子,投资者的盈利并非来自代币未来上市交易后的服务或利润,温某等人的行为不但侵犯了金融管理秩序,也侵犯了投资者的财产权益,应以集资诈骗罪定罪处罚;郭某等人虽未参与代币的发行,但主观上明知温某等人假借区块链技术发行代币,与温某等人系共犯,共同吸收资金共计1.2亿余元,不宜以组织、领导传销活动罪定罪处罚,而应认定为与温某等人一起构成集资诈骗罪。

## 二、代币发行融资刑事案件的现状审视与刑法规制困境

### (一) 代币发行融资的背景流变

2015年,ICO从美国传入中国,各种五花八门的代币在中国涌现。2017年,中国人民银行等七部门发布《关于防范代币发行融资风险的公告》(以下简称《防范代币融资公告》),明确指出代币发行融资是指融资主体通过代币的违规发售、流通,向投资者筹集比特币、以太坊等所谓“虚拟货币”,本质上是一种未经批准非法公开融资的行为,涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。《防范代币融资公告》还指出,代币发行融资与交易存在多重风险,包括虚假资产风险、经营失败风险、投资炒作风险等。同年,中国人民银行货币政策分析小组《中国区域金融运行报告(2017)》指出,“中国互联网金融的快速发展推动了金融服务创新发展……但也容易导致风险扩散和交叉传导。特别是部分不法分子打着‘互联网金融’幌子开展非法集资、金融诈骗等违法犯罪活动,严重影响了经济社会的稳定发展”。中国互联网金融风险分析技术平台2017年8月发布的《2017年上半年国内ICO发展情况报告》显示,2017年上半年我国已经完成65个ICO项目,比特币和以太坊占90%以上,累计融资规模达26.16亿元,约有10.5万人参与。而中国产业研究的数据显示,2018年年初,我国利用区块链概念的传销平台已超过3000家,今年上半年141起虚拟货币传销案中,至少有65种所谓的“虚拟货币”实为传销噱头。<sup>〔4〕</sup>区块链技术的火热、比特币的暴涨,吸引了大量带有投机性质的人涌向代币发行与交易市场,无论是ICO项目数量还是融资规模、参与人数等都呈现递增态势,ICO的癫狂也意味着类似于个人对个人(又称点对点)(peer to peer, P2P)网络借贷的金融体系风险聚积。2019年,中国互联网金融协会发布的《关于防范以区块链名义进行ICO与“虚拟货币”交易活动的风险提示》指出,“据金融监管部门和中

〔4〕 许炯:《虚拟币还是传销币》,载《知识经济(中国直销)》2018年第9期。

国互联网金融协会监测发现,近期一些不法分子打着区块链旗号大肆炒作‘虚拟货币’,ICO与‘虚拟货币’交易活动有死灰复燃迹象”。

## (二) 代币发行融资刑事案件的特点

通过搜索中国裁判文书网,截至2024年3月20日,笔者在中国裁判文书网中以“代币发行”为关键字,检索到刑事裁判文书48份,民事裁判文书953份,发现涉案代币超过30种,涉及我国29个省份,以广东、江苏、浙江等省份居多。犯罪时间集中在2015年之后,与ICO融资模式从美国传入我国的时间契合。这些刑事案件犯罪的团伙因素较为明显,涉案被告人在10人以上的有7起,占比达14.6%;5人以上的有14起,占比达29.2%。涉案金额巨大,亿元以上的有7起,占比达14.6%,其中湖南一起虚拟货币传销案传销资金高达19.9亿余元,江苏一起案件中行为人以会员形式发展层级712层,收取会费共计12亿余元,被告人个人实际违法所得6000余万元。通过研判上述裁判文书,笔者发现代币发行融资刑事案件具有3个特点。

### 1. “区块链”“数字货币”成为融资的幌子

ICO的基本流程主要是企业在早期营销阶段发布“白皮书”;在代币众筹阶段通过路演、促销广告、专家咨询等方式向潜在投资者推介ICO项目,投资者以投资主流数字货币方式获得代币,代币与主流数字货币的兑换比率由企业自行决定;在代币交易阶段,投资者可以在二级市场通过代币价格的上升获利,未来如果数字货币交易所提供了将代币换成法定货币或其他主流数字货币的机会,企业也可以通过上市交易来获利。对照上述ICO基本流程,笔者发现我国的ICO融资模式发生了异化,归纳起来主要是四种:一是投资模式,即以金融理财的形式定期分成,通过代币的交易价格上升来获取利润,此种模式的交易重点不在于代币的发行,而是披上了投资的“外衣”。由于行为人自行搭建的交易平台没有资本增值的渠道,随着内盘交易次数的增多,资金的缺口将越来越大并形成泡沫,当泡沫积累到一定程度时,内盘的缺口只能通过外盘的资金进入来消化;在没有外盘资金进入的情况下,交易平台将不可避免地崩盘。二是“挖矿”模式,即通过购买行为人自行研发的“矿机”以“挖币”的方式获利。所谓的“挖币”,通常是行为人自己开发一个交易平台,设计类似于游戏币的“代币”进行挖掘,没有任何区

区块链技术支持,与主流数字货币之间也不会产生交集。三是会员模式,此种模式的行为重点不在于发行而在于销售。行为人要求投资者先充值一定数额的主流货币成为正式会员,再发展下线成为代理人,相应的奖励回报是通过下线的人数来获取,与传统的传销模式类似,只是销售的对象从实物商品变为了主流货币。四是返利模式,即通过互联网加实体店的购物返利,行为人诱导用户用主流数字货币或法定货币兑换代币或者积分,在行为人自建的商城上兑换实体产品,兑换后用户可获得一定量的消费返利,但每日提取和返还的数额有限,行为人的获利模式是不等消费代币或积分返还完毕就关闭交易平台。

## 2. 发行代币与传销手段耦合导致行为认定较为复杂

随着区块链技术的发展、民间融资的增长,代币发行中纯资本运作的传销模式往往淆杂着多个罪名的构成要件,是构成组织、领导传销活动罪还是非法吸收公众存款罪、集资诈骗罪等存在分歧。笔者考察的48起代币发行融资刑事案件中被认定为组织、领导传销活动罪的有21起,占比约43.8%;认定为非法吸收公众存款罪的有10起,占比约20.8%;认定为集资诈骗罪的有8起,占比约16.7%;认定为诈骗罪的有6起,占比约12.5%。此外,还有案件被认定为非法获取计算机信息系统数据罪,帮助信息网络犯罪活动罪,掩饰、隐瞒犯罪所得罪等。之所以有近半数案件被认定为组织、领导传销活动罪,是因为行为人的犯罪模式被设计得较为复杂,加入了会员层级。例如,在发展投资者上将投资回报制度改为奖金制度,把会员分为多个档次,缴纳一定资金成为会员后就有静态收益和动态收益;静态收益又叫月红利,动态收益有拓展红利、业绩红利和管理津贴等,按不同比例以直接或间接发展会员的投资额计酬、返利。此类案件的行为模式与其他案件相比并无实质不同,实务中过度强调了传销活动的表面犯罪样态,对复杂的行为模式予以了简单化的处理,出现了行为人手段复杂化却予以轻刑化处理的悖论。

## 3. 刑民交叉案件的裁判思路存在差异

笔者考察的48起代币发行融资刑事案件在发行的币种上五花八门,有“易物币”“亚盾币”“利姆币”等,行为人宣称上述即将推出的代币未来会与比特币等主流数字货币接轨,有“区块链项目”的性质,但

实际没有前期代币开发的计划和投入。有的案件中行为人自己搭建交易平台,模拟股票交易,平台实际在后台控制下闭环运作;有的自行设定虚拟货币与主流数字货币之间的兑换比例,具有较为明显的欺骗性。笔者注意到,对于代币虚假发行融资活动所引发的借贷纠纷、委托合同纠纷,是属于平等民事主体之间的法律关系,还是因涉嫌非法融资而导致合同无效,进而是否需要移送公安机关并案处理等,不同的司法裁判者做法不一。例如,湖北的一起借贷纠纷案中,判决认定网络虚拟货币的性质与法定货币不同,它不具有货币的属性,不可以作为货币在市场上流通,公民投资与交易虚拟货币不受法律保护,因此驳回了原告的诉请,但判决中没有涉及行为人的行为是否违法犯罪并移送公安机关处理。江西的一件借贷纠纷案中,司法裁判者认为代币发行融资本质上是一种未经批准公开融资的行为,涉嫌非法发售代币票券、非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动,案件可能涉及违法犯罪,故驳回原告的起诉,但没有进一步说明驳回之后的司法处断。湖北的一起借贷纠纷案中,虽然认定涉案比特币不能在市场上流通,存在缺乏国家监管和扰乱金融秩序的可能,对虚拟货币的交易和流通需要从国家层面进行监管以保障社会公共利益不受侵害,但依然支持了原告关于委托合同纠纷的诉请。广东的一起不当得利纠纷案中,司法裁判者对原告提出的被告涉嫌犯罪的诉请进行了释明,告知原告可以向相关行政职能部门主张权利,将案件线索移送公安机关的义务转移给了原告。江苏的一起买卖合同纠纷案中,司法裁判者认定原被告之间买卖虚拟货币的行为违反了法律、行政法规的强制性规定,系无效的民事行为,根据《合同法》第58条的规定〔5〕,因该合同取得的财产应当予以返还,双方都有过错的,各自承担相应的责任。可以看出,在代币融资的刑民交叉案件中,司法裁判者的处理思路不尽相同。

### (三) 代币发行融资刑法规制的困境

对于随着区块链技术发展而产生的代币发行融资刑事案件,司法

---

〔5〕 现为《民法典》第157条:“民事法律行为无效、被撤销或者确定不发生效力后,行为人因该行为取得的财产,应当予以返还;不能返还或者没有必要返还的,应当折价补偿。有过错的一方应当赔偿对方由此所受到的损失;各方都有过错的,应当各自承担相应的责任。法律另有规定的,依照其规定。”



裁判者习惯于按照常规案件的传统审理思路,从非法集资的4个要件(违法性、社会性、公开性和利诱性)着手审查案件事实,看其在法律规范中是否能寻觅到妥适的位置并予以相应的处罚。但随着互联网技术的发展所带来的行为模式的变迁,区块链技术、数字货币等技术的复杂性,使个案特殊性与法律规定普遍性之间的关系趋向紧张。

### 1. 财产形式的流变对“存款”“资金”的概念边界产生冲击

传统型的非法集资募集的通常是法定货币,而对于由法定货币组成的“存款”“资金”,现有法律没有对其具体含义作出明确界定。2021年起施行的《防范和处置非法集资条例》中并无“存款”和“资金”的二分,但因该条例施行而废止的《非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》于1998年明确将“存款”的概念扩大到了“资金”。之后的专门性司法解释和司法实践对“存款”和“资金”二者之间已不做切割,故非法集资募集的“资金”和“存款”虽称谓不同,但实质上已作为同一概念予以认定。随着区块链技术的发展,融资的手段出现变化,ICO募集的是以比特币为代表的主流数字货币,这是不是可以成为非法集资的对象,理论界与司法实务界均有不同的观点。第一种观点认为,比特币等数字货币凝聚了民众的实物投资与智慧,且能在二级市场与法定货币进行普遍交换,并被越来越多的商业机构认可从而成为支付工具,其已成为“货币替代品”,因此数字货币显然属于资金〔6〕。第二种观点认为,2022年最高人民法院修正的《关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(以下简称《2022年非法集资司法解释》)将投资入股、委托理财等“资金”形式视为变相存款,已经对“存款”范围进行了扩张,实践中也尚未出现将吸收法定货币以外财产的行为认定为集资的先例,因此,将“资金”的范围扩至数字货币不符合刑法的逻辑〔7〕。从形式上看,比特币等数字货币不属于法定货币,也不是加密股权、债券、资产等,其法律性质在我国未得到法律上的确立,故其不属

〔6〕 参见邓建鹏:《ICO非法集资问题的法学思考》,载《暨南学报(哲学社会科学版)》2018年第8期。

〔7〕 参见朱娴:《代币发行交易中的犯罪风险》,载《国家检察官学院学报》2018年第6期。

于我国非法集资司法解释规定的“资金”范畴,应当属于“其他财物”。〔8〕第三种观点认为,货币由国家发行,承认数字货币的资金属性等于承认它的法定货币地位,2013年中国人民银行等五部门联合发布的《关于防范比特币风险的通知》已经明确将数字货币作为商品,故不宜将其定性为“资金”或者“存款”。

理论上的分歧传导至司法实践领域,案件的处理中就出现了不同的裁判结论。一种意见认为,比特币、以太币等数字货币具有财产属性。主要理由是《民法典》第127条“法律对数据、网络虚拟财产的保护有规定的,依照其规定”,彰显了虚拟财产已经纳入我国民法调整和保护的范围,《关于防范比特币风险的通知》仅否定了数字货币的法定货币属性,但没有否定私人间持有、流转数字货币的合法性,更未否定其财产属性,故数字货币可以成为非法集资的对象。另一种意见认为,比特币等数字货币是0和1二进制数据依据特定算法产生的,在法律属性上本质是计算机信息系统数据,不能成为非法集资的对象,但可以成为非法获取计算机信息系统数据罪中的犯罪对象。虽然曾有相关规定认为数字货币系特定的虚拟商品,但它无论是与有形财物还是与无形财物相比,均存在明显的差异,将其解释为刑法意义上的“公私财物”超出了司法解释的范畴。上述司法实践领域中的分歧会导致量刑的明显不均衡,因为集资诈骗罪的最高刑为无期徒刑,而非法获取计算机信息系统数据罪的最高刑仅为7年。

## 2. 对代币发行融资的刑法评价缺少互联网元素特征

随着互联网的快速发展,加入了互联网因素的金融活动在呈现丰富性的同时亦伴随着复杂性,新型金融行为不断涌现,是金融创新还是金融违法抑或金融犯罪,是否侵害了法益或侵害了何种法益,均存在较大的争议。立法的滞后性与接踵而至的各种复杂行为之间存在适法的困惑,传统的非法集资认定思路因互联网元素的介入而疲于应对。1995年,全国人民代表大会常务委员会《关于惩治破坏金融秩序犯罪的决定》中将金融秩序作为基本法益,金融管理秩序与金融交易秩序

---

〔8〕 参见陈志敏、姜立文:《ICO被禁下的金融创新与监管的法律思考》,载《福建金融管理干部学院学报》2018年第3期。

为法益子系统。<sup>〔9〕</sup>1997年,我国《刑法》对金融犯罪进行了类型化的编撰,分设破坏金融管理秩序罪与金融诈骗罪两节,非法集资行为主要涉及的罪名非法吸收公众存款罪在破坏金融管理秩序罪一节中,集资诈骗罪因增加了非法占有目的的构成要件而被放在金融诈骗罪一节。<sup>〔10〕</sup>上述规定均建立在传统非法集资的模式上。《2022年非法集资司法解释》第一次对非法集资从违法性、公开性、利诱性、社会性4个方面明确了裁判规则,但这些规定立足于传统非法集资方式,缺少了互联网时代的因素,以转让林权并代为养护、养殖等方法进行非法集资的方式在司法实践中已难觅踪影,新型非法集资手段在上述规定中没有涉及。同时,互联网非法集资的基本特性使公开性、社会性无须证明,它们作为非法集资的构成要件已失去证明的价值和意义。按照非法吸收公众存款罪的立案标准,在数额上,非法吸收或者变相吸收公众存款数额在100万元以上;在人员上,非法吸收或者变相吸收公众存款对象150人以上;或者非法吸收或者变相吸收公众存款,给集资参与人造成直接经济损失数额在50万元以上亦可以纳入打击的范畴。而代币发行融资通过互联网信息技术的传输,借助技术的扩张效应,在社会性、公开性上可以轻易突破上述红线,简单地以数额、人员数量、经济损失等作为定罪的标准,显然已“不堪重负”。

### 3. 互联网金融立法精细化的缺失导致定性出现分歧

互联网融资兴起之初,监管部门并未预测到这一新兴金融行为对传统金融领域会带来何种影响,也未预料到其对社会经济生活以及社会稳定带来的强烈冲击,立法上的规定较为原则与模糊,导致司法实践中无论是民事还是刑事领域,互联网融资都成为金融领域的主要案件类型。从互联网融资设计的制度规范来看,各地的金融服务工作办公室、银行、电信等多个部门虽然对互联网融资行为有相应的制约和管理规定,但在实际运行过程中,由于缺乏精细化的指导,“多头管理”并没

〔9〕 有文章认为,金融秩序由横向的金融交易关系与纵向的金融管理关系构成,其中,金融交易秩序是金融交易的目的和核心,金融管理秩序是金融秩序的手段和保障。参见刘远、赵玮:《论金融犯罪的概念与地位》,载《河北法学》2005年第7期。

〔10〕 参见钱小平:《中国金融刑法立法的应然转向:从“秩序法益观”到“利益法益观”》,载《政治与法律》2017年第5期。

有取得良好的成效,行政违法与刑事犯罪成为法庭上主要的争议焦点。例如,我国虽然将互联网融资列入特许行业,规定须具备金融单位及电信业务两家核发的许可证才可以经营,从制度层面看似实施了双许可制,但在互联网融资平台的具体运作过程中,简单的登记备案制度为此类行为的快速发展大开方便之门。为了防止行为人吸收资金形成资金池,保障投资人的资金安全,我国设置了银行存管制度,互联网交易平台向地方金融监管部门申请备案登记后可采用银行直连模式,或者采用银行和支付公司联合存管模式进行资金存管;资金被存管后,互联网交易平台的所有交易资金应该都在银行托管的主账户内流动,平台无权动用该账户内的资金。以此方式意图实现交易资金与互联网交易平台的自有资金完全隔离,体现互联网交易平台信息中介的功能定位。正式交易后,所有的交易合同也须在银行备案,银行会按照合同对交易进行检验,不符合合同规定的不予通过。上述制度设计看似完美,但现实操作中却不尽如人意,在笔者考察的互联网非法集资案中,2016年前成立的互联网交易平台没有实行银行资金托管。2016年之后银行托管账户内的资金与平台自有资金因为细节问题而没有实现有效隔离,因为投资人虽然在银行托管账户设立个人账户,但当个人账户内没有资金时,银行不会实施催讨行为,向投资人催讨的义务由互联网交易平台负责;平台催讨来的钱款可以不进入银行托管账户,而是直接进入行为人所设立的公司或者个人账户,银行托管账户和网络平台自有资金账户之间的隔离线被打破。

### 三、代币发行融资行为的刑法属性证成及评价思路

#### (一) 代币发行融资所筹“资金”的货币属性

对代币发行融资行为的性质进行界定之前,需要对其所筹集的主流数字货币的属性予以明确,分析其是否可以成为非法集资的对象。而以比特币为代表的数字货币既然冠名“货币”,在功能属性上是不是当然属于货币呢?对此,问题学界和社会各界自数字货币诞生起就存在巨大的分歧。2015年,美国商品期货交易委员会首次将比特币定性

为“商品”；<sup>〔11〕</sup>2020年,美国联邦法院将比特币定性为“货币”。这种转变反映了数字货币的商品与信用的争议,而这恰恰又映射了传统货币的本质在理论界存在激烈争议。对于传统货币的本质属性,理论界主要有三种观点:第一种观点也是当代经济学的主流观点,认为货币起源于物与物的交换,这种观点催生了货币商品论。第二种观点认为,货币起源于政府的权威,依托于政府信用发挥作用,这种观点被称为货币债权论,其认为,传统理论以物易物发展出货币的假设并不符合事实,货币的本质不是从商品中分离出来、固定地充当一般等价物的特殊商品,而是用于记录、转移、结清债务的一般性债务凭证,<sup>〔12〕</sup>所以,货币商品论更多的是一种理论上的逻辑推理。第三种观点认为,货币商品论和货币债权论是货币本质的一体两面,将货币视作债权,强调了货币在实际应用中的关系属性,刻画的是货币价值转化的经济过程,而货币商品论体现的是货币的价值衡量的功能。<sup>〔13〕</sup>笔者认为,上述三种观点实质上是在货币的价值标尺特性和社会关系特性之间产生的争议,第三种观点则是将两种特性整合在了一起,赋予了货币综合的特性。以比特币为代表的数字货币在实际运行中,不属于中央银行管理,无法借出部分准备金,无法创造信用;去中心化的特征使其亦没有特定的管理主体。这两点排斥其依托政府信用发挥作用的债权特征。但比特币在不同用户之间可以自由流通,可以通过物权原始取得根据中的劳动生产“挖矿”来获得,也可以通过买卖、赠予等继受取得,相较于货币五大职能(价值尺度、流通手段、贮藏手段、支付手段和世界货币)而言,比特币似乎具备了货币的功能,所以比特币作为互联网科技发展的产物,虽然无法创造信用和依托政府信用发挥作用,但从形式上而言具备了现行货币的一般功能属性。

既然数字货币具有现行货币的功能属性,其如果作为发行融资的

---

〔11〕 参见《美国商品期货交易委员会将比特币和数字货币定义为商品》,载比特币资讯网,<https://www.ibitcoin86.com/news/8331.html>,2020年11月14日访问。

〔12〕 参见孙国峰:《货币创造的逻辑形成和历史演进——对传统货币理论的批判》,载《经济研究》2019年第4期。

〔13〕 参见王陈慧子、杨东:《从比特币定性看数字货币的价值维度》,载《学习与探索》2021年第6期。

对象,是否属于非法集资的“资金”或者“存款”就是需要进一步研究的问题。笔者认为,从形式上看,以比特币为代表的数字货币具有法定货币的一般功能属性,但其没有经过中国人民银行统一发行,法律上没有确认其货币的属性和地位,无法认定其属于法律意义上的货币。但不能回避的是,法律在社会、经济生活领域里存在一定的滞后性,尤其是互联网时代的区块链经济,其发展的迅猛程度已远远超出立法的步伐,依循传统思维已很难应对现代经济社会的快速变迁。2013年,中国人民银行等五部门联合发布的《关于防范比特币风险的通知》明确了比特币的性质,认为比特币是一种特定的虚拟商品,不能且不应作为货币在市场上流通使用,否定了数字货币的货币属性;但2017年中国人民银行等七部门发布的《防范代币融资公告》又明确指出,代币发行融资本质上是一种未经批准非法公开融资的行为,涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。从上述规定可以看出,虽然2013年的通知否定了比特币的货币属性,但2017年我国行政监管部门又从代币的功能属性出发,将代币作为融资的对象,间接承认了代币的资金属性。在司法实务中,虽然有刑事判决不但不否定代币的货币属性,更否定其财产属性,将其直接认定为计算机信息数据,认为代币不能成为财产犯罪的对象,但在判决中又认定了代币的销赃价格,赋予了其财产的属性,存在逻辑上的悖论,反映出司法裁判者一方面不认同代币的财产属性,另一方面在案件的审理过程中又无法回避代币所呈现的财产价值。

## (二) 代币发行融资的证券衍生品属性

早期互联网融资以P2P网络借贷和股权众筹为代表,与之相比,代币发行融资模式具有明显的不同:一是发行的对象不同,代币发行融资的对象是基于区块链技术提供的主流数字货币,给投资者购买初创公司开发的产品或服务的权利,而P2P网络借贷吸收的是法定货币,股权众筹发行的是类权益工具。二是投资者的特征不同,股权众筹的投资者主要是天使投资人,而代币发行融资和P2P网络借贷针对的是拥有不同目的的投资者。三是交易的主要特征不同,股权众筹需要制定商业计划书,且必须向投资者披露重要信息,但代币发行融资仅以“白皮书”的方式由初创企业自愿披露,初创企业只需承担较低的费用,就

可以在不稀释创始人控制权的基础上筹集到相当的资金量,具有更大的信息不对称性;P2P网络借贷和股权众筹有融资的上限,而代币发行融资没有。四是发行成功标准不同,对于代币发行融资而言,学界对发行成功标准有不同意见,有的学者认为应以募集资金的规模来界定,<sup>[14]</sup>有的学者认为应当以代币能否成功上市及代币的交易能力<sup>[15]</sup>上市首日回报率、上市总收入以及上市时间来衡量<sup>[16]</sup>,而P2P网络借贷和股权众筹没有此方面的规定。

代币发行融资过程中,行为人将缺乏流动性但预期未来收益的代币通过运营平台份额化发行并销售给投资者,交易表现出明显的标准化拆分,代币的投资风险与收益元素重组分离,再加上公开发售、连续交易等行为,代币发行融资行为具有资产证券化特征,但是否具有证券衍生品的属性,国际理论界存在不同的观点。一种观点认为,代币的发行意味着投资者在未来可享有发行人提供的产品和服务,代币发行融资属于合同法或消费者保护法的约束,故不属于证券或变相证券发行。另一种观点认为,代币发行融资是发行人给予投资者分享企业未来收益的承诺,属于公开发售证券,应当遵守证券法的相关规定。2020年3月,美国纽约南区联邦法院就美国证券交易委员会诉即时通讯软件电报(Telegram)案作出裁决,基于经济现实原则(economic reality)<sup>[17]</sup>审视了案件所涉争议焦点,法官判定电报发行的数字货币Grams满足豪

---

[14] Howell S. T., Niessner M. & Yermack D., *Initial Coin Offerings: Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales*, *The Review of Financial Studies*, Vol. 9, 2020.

[15] See Amsden R., Schweizer D., *Are Blockchain Crowdsales the New "Gold Rush"?* *Success Determinants of Initial Coin Offerings*, <https://ssrn.com/abstract=3163849>, visited April 16, 2018.

[16] See Momtaz P., *Initial Coin Offerings, Asymmetric Information, and Loyal CEOs*, *Small Business Economics*, Vol. 3, 2020.

[17] 经济现实原则是在1975年美国Forman案中确立的,即在研究“证券”一词的意思和范围时,重实质轻形式,这一原则被法院用于确定数字货币的发行是否属于证券发行。在适用经济现实原则的过程中,法官需考虑与数字货币发行相关的多种因素,如发行人运行项目的能力、对工作人员的管控能力,以及发行人和购币者的责任和义务。

威检测(Howey Test)<sup>[18]</sup>下的所有要件,属于投资合同,而投资合同又属于证券的一种,从而认定数字货币 Grams 的投资人是证券法下的证券“承销商”,电报在没有豁免的情况下出售非主权数字货币融资的行为属于未经注册的证券发行。根据豪威检测标准,代币的发行符合向共同的创新或风险事业支付对价的两个条件,即利润是否依靠他人努力、是否存在获利目的。这些是判断代币发行融资是否属于证券发行的关键要素。对于利润是否依靠他人努力,判断的核心是投资者对利润产生的控制力和参与度,如果投资者有权控制利润产生的活动,则不属于依靠他人的努力,无须证券法的保护。显然,代币发行融资过程中投资者参与程度较低,无权控制代币的发行;投资者的获利主要依靠发行人的专业知识和努力,故在这一要素上符合投资合同的构成。对于是否存在获利目的,代币因可以在二级市场上发行从而具有投资价值,吸引没有使用意图而具有投资意图的人购买,此时投资者的意图就不再是消费而是投资获利期待,所以代币发行融资又符合了这一要素。综上所述,代币发行融资符合证券发行的判定标准。

### (三) 代币发行融资的非法融资性

理论上,大多数学者将代币发行融资定义为介于传统风险投资和众筹之间的融资行为,而我国监管层将其定性为非法公开融资行为。<sup>[19]</sup>有学者从代币发行融资的项目分类角度出发,根据后续投资者与项目主体的合同约定,将项目划分为回报型与权利赋予型,认为回报型代币发行融资实质是对商品或者服务的预购,受《民法典》《消费者权益保护法》《产品质量法》等法律的约束;权利赋予型代币发行融资则分别带有资产证券化、证券投资类、股权性融资等法律属性。<sup>[20]</sup>但笔者对代币发行融资刑事和民事案件分析后发现,代币发行融资刑事案件中,涉案代币主要由某个企业或机构发行,有的表面上有开源代码,但实质上系完全抄袭他人,没有使用开源代码来搭建程序、研发代币,程序里的所谓代币与 Q 币无异。有的干脆没有开源代码,仅将代

[18] 豪威检测是美国证券法上判断“投资合同”的权威标准,包括4个要件:金钱投入,投资于共同的事业,获利目的,利润依靠他人努力。

[19] 参见李爱君:《互联网金融的法治路径》,载《法学杂志》2016年第2期。

[20] 参见张超:《首次代币发行法律本质的类型化研究》,载《福建金融》2018年第8期。



币作为融资的手段,公司自建平台进行交易,交易的核心是充值购买产品,并不涉及项目的运作机制;且为了吸引投资者投入资金,行为人会初始阶段自买自卖提升价格,扩大宣传,如在网站醒目位置标注“轻松月入百万”“只要投资,买房买车不再是梦”等明显与事实不符的带有鼓动性、诱惑性的标语,针对人们的投机心理、暴富心理进行宣传,故无论是回报型还是权利赋予型代币发行,在我国,其非法融资的属性较为明显,故以非法集资行为进行评价更为妥当。

#### 四、代币发行融资刑法规制路径

##### (一) 刑法规制中构罪要素的改造

按照传统的违法性、社会性、公开性、利诱性四要件的评价,互联网金融领域下的新型融资行为在司法实务中难以有效展开,基于鲜明的互联网元素,公开性、社会性这两个特征在网络空间里已不具有独立评价的意义,笔者收集的48起代币发行融资刑事案件中,司法裁判者遵循传统意义上“四个特征”对号入座式的评判,已显得公式化和流程化,不但评判理由千篇一律,也难以揭示此种融资模式的实质内涵和行为特征。笔者认为在互联网时代下,可以对非法集资的“四个特征”进行改造,赋予其合理的评价内容。

##### 1. 金融准入秩序的违反

我国对金融业务采取金融许可证制度,根据《证券法》的相关规定,公开发行证券必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册。然而,在代币发行融资刑事案件中,行为人均未取得相关部门核准或者审批。从工商部门批准的企业经营范围来看,涉案公司均不具有证券期货类的投资、咨询等经营资格,有的行为人通过离岸社团中国互联网金融研究院获得一块“中国互联网金融研究院数字货币研究中心”的牌照,遂大肆宣传牌照由工业和信息化部颁布,为非法融资行为披上“合法”的外衣。故对于没有经过相关部门许可,没有取得金融牌照的公司、企业,发行具有证券性质的产品,在违法性的审查上可以对金融准入秩序的违反

作为标准之一。

## 2. 利诱性手段的实质理解

以投资交易形式表现出来的向社会公众募集资金,对于被告人来说,是否符合最高人民检察院《关于办理涉互联网金融犯罪案件有关问题座谈会纪要》第14条规定的“资金使用成本过高,生产经营活动的盈利能力不具有支付全部本息的现实可能性的”非法集资行为,是否符合非法集资的“利诱性”特征,也是需要考量的一个重要因素。代币发行融资交易形式上表现为行为人设立代币交易平台进行代币交易,对外宣称系为了拓宽数字资产在资本市场的投资渠道,推动更多社会资金投入区块链,但对其行为进行实质分析后会发现,行为人是利用这一交易形式在资本市场吸收资金,并利用资金优势操控代币的单价、交易量等,低买高卖,赚取利润。笔者研究的相关案件在事实的表述上各不相同,但均没有出现传统非法集资在利诱性手段上承诺还本付息的表现形式,将此类案件以非法集资类犯罪定罪处罚,虽与传统非法集资保本保息的常规认定标准不同,但因交易模式并不具有真正意义上生产经营活动的盈利能力,投资者本应期待的新的增值空间无法实现,无论是行为人还是投资者,实质上均不关注交易本身的未来价值,本质上系以投资交易形式表现出来的互联网非法融资,是在行为人操控下的击鼓传花式的资金游戏,故在利诱性手段上可以将传统的给付回报进行实质的解释,而并非仅仅以还本付息作为利诱性手段的表现形式。

## 3. 集资名义的弱化

司法实践中,随着社会经济的发展,带有互联网因素的非法融资呈现复杂多变的样态,行为人通常不会如传统模式般以集资的名义募集资金,传统上以林地、矿业等实物进行集资的行为在互联网金融领域中较为罕见,这也是行为人辩称不构成非法集资类犯罪的主要理由。有的代币发行融资刑事案件在软件开发、代币发行等主要行为模式上与其他案件相同,但犯罪手法设计得更为复杂,在发展投资者上采取了更为复杂的方式,将投资回报制度改为奖金制度,把会员分为若干层级,设置缴纳最少钱款成为会员后就有静态收益和动态收益,按不同比例以直接或间接发展会员的投资额计酬、返利。囿于传统非法集资“四

个特征”认定的掣肘,司法裁判者通常以行为的表面样态以组织、领导传销活动罪进行定罪处罚。而在理论界,有学者认为代币发行融资行为构成非法集资的主要障碍在于如何理解“集资”和“存款”的概念,有学者提出司法实践对上述概念作了扩大化的理解与适用。笔者认为,随着互联网技术的快速发展,立法先天的稳定性和滞后性使其不可能随着社会、经济的发展而不断迅速变化,司法的解释功能应发挥其应有的功效。从实质上来看,行为人通过发行代币吸收了大量资金,不可避免地形成了资金池;为吸引投资者购买作了各种虚假的承诺,在实质要件上,其性质与传统非法集资相比并无明显区别,更因为互联网的特性而加大了社会危害性,故投资交易型互联网非法集资的认定可以从资金池的形成、行为的欺骗性、交易的不可持续性、交易平台的操控性、高额回报的利诱性等多角度进行综合而实质的判断,而非简单地以“集资名义”这一要件进行考量。

## (二) 单纯代币发行融资行为的构罪思路

对于没有耦合组织、领导传销行为的单纯代币发行融资,对其应如何定性,司法实务中存在以侵犯金融管理秩序而定性非法吸收公众存款罪,以侵犯金融管理秩序、投资者财产所有权而定性集资诈骗罪,或者以侵犯金融交易秩序而定性擅自发行股票、公司、企业债券罪或非法经营罪的分歧意见。上述分歧意见的背后,是代币发行融资行为具有非法集资还是非法发行证券的行为属性之争。

立法上,对于如何认定非法证券行为,2008年最高人民法院、最高人民检察院、公安部、中国证券监督管理委员会《关于整治非法证券活动有关问题的通知》(以下简称《整治非法证券通知》)第1条作了规定,将非法证券活动表述为“典型的涉众型的违法犯罪活动”。可以看出,非法证券行为在社会性、公开性上与非法集资类犯罪具有两个相同的要件。《整治非法证券通知》第2条对非法证券活动的定性作了规定,“未经依法核准,擅自发行证券,涉嫌犯罪的,依照《刑法》第一百七十九条之规定,以擅自发行股票、公司、企业债券罪追究刑事责任”,“未经依法核准,以发行证券为幌子,实施非法证券活动,涉嫌犯罪的,依照《刑法》第一百七十六条、第一百九十二条等规定,以非法吸收公众存款罪、集资诈骗罪等罪名追究刑事责任”,“任何单位或个人经营

证券业务,必须经证监会批准。……涉嫌犯罪的,依照《刑法》第二百二十五条之规定,以非法经营罪追究刑事责任”。上述规定将发行证券或变相发行证券的行为分别以擅自发行股票、公司、企业债券罪,非法吸收公众存款罪,集资诈骗罪或者非法经营罪等不同罪名予以刑法规制,但在何种情形下定何种罪,并未具体展开。反方向来看,上述规定没有否定非法集资类犯罪存在以发行证券为幌子实施非法证券活动的情形。司法实践中,代币发行融资行为以非法集资类犯罪定性居多,定性为擅自发行股票、公司、企业债券罪以及非法经营罪的则较少。究其原因,首先,《整治非法证券通知》规定本身存在模糊性,发行证券的行为属于向社会公众募集资金的一种方式,而非法向社会公众募集资金亦属于非法集资的范畴,将非法集资既以擅自发行股票、公司、企业债券罪进行打击,又以非法集资类犯罪进行打击,将一种行为予以不同的处理,却没有做精细化的区分,造成司法实践中定性的混乱。其次,擅自发行股票、债券罪的核心指向是信息披露和欺诈防范等证券法核心问题,而利用证券进行非法集资的犯罪,发行证券本身是非法集资行为的手段变化,并不涉及信息披露等核心要素,《整治非法证券通知》没有将二者区分开来。最后,《整治非法证券通知》将非法经营罪纳入其中,造成定性上的进一步模糊。该通知所规定的“任何单位或个人经营证券业务,必须经证监会批准……涉嫌犯罪的……以非法经营罪追究刑事责任”,与“未经依法核准,以发行证券为幌子,实施非法证券活动,涉嫌犯罪的……以非法吸收公众存款罪、集资诈骗罪等罪名追究刑事责任”规定相比,均具有相同的构罪要件——“违法性”,在“违法性”的前置条件下,何种情形构成非法经营罪,何种情形构成非法集资类犯罪,需要司法实践的摸索。

立法上的模糊传导至理论界,理论上对非法证券活动的认定存有三种观点。第一种观点认为,资产证券化与传统利用证券进行非法集资的行为不同,公众投资者购买股票债券,依据的不是对集资人的了解,而是基于对互联网平台提供投资信息的信任。而互联网平台在资产证券化过程中,往往进行债权债务重组、期限错配,甚至刻意隐瞒部分信息,扭曲了集资信息的公布与传递,这种情形正是《证券法》以及《刑

法》中“擅自发行股票、公司、企业债券罪”所要重点规制和打击的范畴,<sup>[21]</sup>“平台对债权打包转让的过程,涉及资产切割、组合拆分,期限、流动性和资金错配,涉嫌建立‘资金池’,出售‘理财产品’,实为资产证券化的过程,涉嫌非法发行证券”,<sup>[22]</sup>故应当以擅自发行股票、公司、企业债券罪定罪处罚。第二种观点认为,根据《刑法》第225条第3项的规定,违反国家规定,未经国家有关主管部门批准非法经营证券业务,扰乱市场秩序,情节严重的,以非法经营罪定罪处罚,根据上述规定,构成非法经营罪的前提是违反国家规定,而根据《证券法》第2条第1款的规定,“在中华人民共和国境内,股票、公司债券、存托凭证和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定”,而“收益权份额”不属于我国《证券法》规定的证券,不能认定资产证券化行为属于擅自发行证券业务。第三种观点认为,此种异化的融资模式符合公开性、社会性、利诱性以及非法性的要件,从而可以构成非法吸收公众存款罪。<sup>[23]</sup>上述三个观点研究的核心要义在于代币发行融资行为是否属于发行证券。第一种观点评价了行为的证券属性,但没有评价向社会公众非法募集资金中所存在的虚假标的、资金池等要素。第二种观点显然是对变形的金融不法行为从表面上与《刑法》条文所列举的典型犯罪构成要件进行比较,在表现形式与特定构成要件存在差异时,简单地以找不到完全相符的法律准则予以否定。且在前置法的考察上,非法吸收公众存款罪的前置法规表述为“国家金融管理法规”,集资诈骗罪则为“有关金融法律、法规的规定”,非法经营罪是经营行为的“国家规定”,三个罪名的前置法规定显然存在交叉、重叠,且在司法实践中非法性要素虚置的现实情境下,以前置法的违法性作为上述几个罪名的区分标准显然已难以实现。第三种观点认为异化的资

[21] 参见林越坚、李俊:《P2P网贷平台犯罪及司法治理研究》,载《河北法学》2016年第10期。

[22] 张影:《P2P网络借贷债权转让模式的法律风险与防范》,载《哈尔滨商业大学学报》(社会科学版)2015年第2期。

[23] 参见国家检察官学院课题组:《P2P网络借贷平台异化的刑事规制》,载《国家检察官学院学报》2018年第1期。

产证券化不属于发行证券行为,不能构成擅自发行股票、公司、企业债券罪,但以更重的非法吸收公众存款罪予以了认定,并简单地根据“四个特征”对号入座,分析理由没有展开和完善。

对于非法证券活动的认定,笔者始终赞同坚持刑法实质解释论,“对构成要件的解释应当以法条的保护法益为指导,不能停留在法条的字面含义上;对刑法的解释不能只单纯强调限制处罚范围,而应当强调处罚范围的合理性、妥当性”。<sup>[24]</sup> 代币发行融资平台不设投资人资质门槛,没有对单个投资人、单个投资项目、投资金额作上限规定,也未将投资人限定在特定范围内,或者对投资人承担投资风险总量进行控制,明显符合向社会公众募集资金的要件。<sup>[25]</sup> 从运行模式来看,投资人的钱款进入行为人控制的账户,行为人发行代币并交易的主要目的是形成资金池,在庞大的资金体量下进行标准化单位的分割,对单个权益挂牌交易,并对投资者买入后卖出或卖出后买入设置最低时间间隔,将单个权益的购入价拉高或做低,即以集中竞价、做市商等交易方式赚取其中的差价。综上所述,上述行为明显属于非法发行证券行为,但之所以不以擅自发行股票、公司、企业债券罪或非法经营罪定罪处罚,笔者认为关键点在于行为人违法的故意和手段的欺诈性上有所不同。对于擅自发行股票、公司、企业债券罪或者非法经营罪而言,发行标的物行为的欺诈性并不明显,行为人通常具有发行股票、债券用于生产经营的主要目的,投资者期待的是股票、债券未来的增值空间,而不是在虚假标的物基础上的低买高卖赚取差价。从事互联网金融业务需按照法定程序向金融监管部门申请行政许可,并由金融监管部门进行日常金融监管,未取得金融许可就开展互联网金融业务活动,违反金融准入规则,擅自发行股票、公司、企业债券罪或者非法经营罪的侧重点更在于市场准入秩序的违反。

而在非法集资类犯罪中,发行股票、债券只是幌子,所谓的股票、债券背后并不具有真正意义上的生产经营活动的盈利能力和模式,股票、

---

[24] 张明楷:《实质解释论的再提倡》,载《中国法学》2010年第4期。

[25] 笔者撰写的《艺术品资产份额化交易案件的司法检视与刑法规制》(载《学术论坛》2021年第5期)一文中,代币发行融资的行为模式在实质上与艺术品份额化交易具有高度相似性。

债券的未来价值不是行为人、投资者的关注点,虚假标的物的存在使未来价值更不可能实现。行为人的主观故意系通过向社会公众募集资金达到吸收公众存款并非法获利的目的,集资诈骗罪更是具有标的物虚假、发行手段欺诈等构罪要件,如前所述,实际上是行为人操控下的一场击鼓传花式的资金游戏。表面上看,行为人实施的是发行证券行为,但其进行标准化单位的分割、单个权益的挂牌交易等复杂交易结构的行为,是实现低买高卖、赚取差价的主要目的,其法律关系并未脱离非法集资的框架。从笔者收集的代币发行刑事案件来看,行为人均存在发行行为的虚假性,有的案件中数字货币只是一个幌子,有的案件中行为人对外宣称的情况与实际明显不同。在交易过程中,行为人对外宣称的投资回报,并非基于正常交易的承诺,而是明显带有利诱性;行为人通过集中交易、做市商等后台操控拉高或做低单个权益的价格,对投资者来说明显具有欺诈性,如果认定为擅自发行股票、公司、企业债券罪或者非法经营罪,只是从表面上评价了资产证券化中非法发行证券这一行为,没有对行为人非法占有目的、行为欺诈手段等进行完整评价,亦无法反映出资金池形成后纯资本运作对金融秩序的破坏和对投资人财产利益的损害。

### (三) 代币发行与传销行为耦合的构罪思路

对于代币发行中带有传销性质的纯资本运作的行为定性,出现了组织、领导传销活动罪与非法集资类犯罪的定性争议。有观点认为,定性的分歧来源于对客观事实的判断本身嵌入了裁判者的主观因素,司法工作人员往往根据自身的认知来对案件的具体事实进行筛选。<sup>[26]</sup>笔者仔细研读了将代币发行定性为组织、领导传销活动罪的裁判文书,发现该定性主要是基于以下3个方面的考量:一是基于案件的证据情况所作出的选择。在案件的侦查方向上,由于代币发行融资属于新型犯罪类型,其区块链背景、金融属性、犯罪手法等对侦查人员而言系全新的领域,在侦查初始难以把握它的核心要素,故只能从明显的外在犯罪形态入手确定侦查方向、固定证据。例如,一起行为人发行“开元

[26] 王筱:《揭开“传销式非法集资行为”的面纱——“传销式非法集资行为的刑法处遇”》,载赵秉志主编:《刑法论丛》2020年第2卷,法律出版社2021年版。

券”的刑事案件中,行为人在互联网平台设立拆分盘,通过线上虚拟“开元券”价格的涨幅,以“开元券”拆分倍增盈利来引诱投资人投资购买“开元券”,吸收资金共10亿余元,但卷宗材料里“开元券”的运作模式、基本原理等只在几个证人证言里简单出现,主犯的笔录里几乎没有涉及此项内容,侦查机关收集的证据重点在行为人层级的设定、人员的发展、收益的设置等要素上,行为人非法占有的主观故意、诈骗的行为模式、资金的融资属性等均无涉及。可以看出,组织、领导传销活动罪的定性不是司法裁判者基于主观因素的自我选择,更多时候是基于证据情况难以从非法集资类犯罪入手评判,只能采纳有利于被告人原则作出从轻处罚。二是基于非法占有目的证明的难度而作出的选择。对于呈金字塔形的传销活动,处于金字塔顶端的参与者对传销活动的运作模式、资金汇集方向等主观上一般有较为准确的认知,而中下级参与者通过发展更多下线来提高层级和返利比例,是否对传销特征有清楚的认识、对集资诱骗特征是否明知等需要有确凿的证据予以支撑。在资金支配上,需要审查:行为人是否能掌控、支配资金,行为人是否以所有者的身份使用、挥霍资金以维持传销组织正常运转,或者将资金用于支付高回报、高收益项目等,行为人对于资金来源于新参与传销者缴纳的“入门费”,及“拆东墙补西墙”的偿付方式不能持久维系是否具有主观上的认识。从具体案件来看,在证明组织、领导传销上证据确凿、充分,但若想证明行为人发行代币主观上具有非法占有的目的,客观上实施了诈骗的行为,不但证明难度较高,也对司法人员在新型金融犯罪行为与法律规范的相对应上提出了更大的挑战,如何评价行为的性质,如何找到妥适的规制途径,均较为不易。此时,以更为明显的手段行为即组织、领导传销活动罪定罪处罚就较为容易。三是基于诈骗手段的表现形式存在交叠而作出的选择。传销犯罪本身也具有诈骗性,骗取财物也是传销活动的基本特征或者构成要件,组织者、领导者要通过虚假夸大宣传手段骗取参加者加入组织,从而可以通过传销获取利益,这造成了集资诈骗罪与组织、领导传销活动罪的交叠。在难以认定系何种诈骗时,有的司法裁判人员认为,根据刑法的谦抑精神以处罚更轻的组织、领导传销活动罪定罪较为保险。笔者认为,虽然两个罪都具有诈骗的表现形式,但诈骗手段有本质的区别:组织、领导传销活动罪的本质



在于传销,传销是其行为的主要模式,是通过传销这种方式非法获利。对于传销活动的组织、领导者而言,传销组织的规模、持续时长是盈利的保障,组织、领导者为维持传销组织的运转和发展,会将所得的款项主要用于维持传销组织的运作。有些行为人为了传销会采取诈骗的手段,但诈骗手段改变不了传销的本质特征,即诈骗的行为没有达到刑法上需要单独评价的程度。而耦合了传销模式的集资诈骗罪其诈骗性主要表现在提供的项目或者商品的虚假性上,行为人运用多层次传销的模式,以招募会员、吸收资金并要求参加人不断介绍他人加入而取得佣金、奖金或其他经济利益,并且行为人仅单纯吸收资金或者告知参与者投资项目,实际上并未有真实的商品或服务。在代币发行融资案件中,行为人建立传销组织只是手段,其目的在于通过名义上的代币发行,汇集资金从中获利;为吸引更多的投资者,行为初期会以层级方式发展会员,按人头返利,主要目的表面上看系传销组织的维系和运转,实际在于通过传销组织发行和销售代币,其行为更大的危害性在于汇聚巨额资金形成的资金池后,通过更多的违法行为赚取巨额利益,其不但损害了投资者的财产所有权,对金融秩序亦有较大的侵害,故以危害性更大的非法集资类犯罪定罪处罚更能罚当其罪。

## 五、结语

随着互联网金融的快速发展,其便捷性、开放性、普惠性、传播性以及创新性给传统金融带来巨大冲击的同时,金融安全、金融稳定也面临巨大的挑战。新的金融衍生品的涌现,使作为法规制对象的复杂性、流动性出现很大的变化,立法时未曾出现也未曾想到的问题接踵而至,金融创新与金融违法之间的界限亟须及时而有效地进行区分。对于融合了互联网因素的代币融资行为,如何在互联网金融的创新功能与互联网金融的合理管控之间把握平衡,避免金融创新发展之初空白监管而导致的无序甚至违法犯罪,刑事规制如何必要而理性地介入,是当下理论界和司法实务中均值得研究的问题。

(编辑:宋 澜)