

2023 年 7 月 20 日 | 行业更新

美国证券交易委员会 (SEC) 在其与瑞波实验室 (Ripple Labs, 瑞波) 的诉争中失去关键一分。联邦法院近日裁定瑞波对瑞波币 (XRP) 的部分销售行为不属于证券交易。如果其他法院采纳这一判决, 将重挫 SEC 的监管和执法类项目, 但这也可能催化必要的美国国会立法行动。

7 月 13 日, 美国纽约南区联邦法院法官安娜丽莎·托雷斯 (Analisa Torres) 对备受关注的 SEC 诉瑞波案做出判决, 可能对 SEC 的数字资产监管和执法项目造成重大打击。

托雷斯法官裁定, 尽管瑞波直接向资深的专业买家销售 XRP 的行为构成“豪威测试”下的投资合同, 因此构成联邦法律规定的证券交易, 但 XRP 本身不是证券。通过对本案件下的每一类交易进行事实及情境分析, 法院认定通过数字资产交易平台向散户销售 XRP 的行为不构成投资合同, 因此不属于证券法的管辖范围。

SEC 对加密货币监管和执法类项目的一贯基本逻辑是, 不论其买卖的具体情形或者销售渠道为何, 加密代币本身 (即单个的代币化资产) 应被归类为证券。尽管 SEC 的高级官员经常声称“绝大多数加密代币都是证券”<sup>2</sup>, 但联邦法院很少有机会就这个问题给出其明确意见。

最起码在 XRP 这一具体代币的问题上, 托雷斯法官拒绝了 SEC 的一刀切的方式。

如果托雷斯法官的分析在上诉中得到支持, 并适用于其他数字资产, 可能会产生重大影响:

- 通过数字资产零售交易平台销售代币的行为, 即使卖家是代币发行人或其高管, 将不受 SEC 监管。
- 数字资产零售交易平台的运营商将不受 SEC 对证券交易所、经纪商或替代式交易系统 (ATS) 的注册制度约束。
- 可能最重要的是, 政策制定者将更加清楚地意识到其有必要对 20 世纪的立法进行改变以使其适应 21 世纪的技术, 笼罩在数字货币市场头上的监管迷云或将消散。

<sup>1</sup> 译者注: 豪威 (Howey), 如下文详述, 指的是美国最高法院于 1946 年做出的 SEC 诉豪威案判决。盖瑞 (Gary) 指的是美国证券交易委员会现任主席盖瑞·金斯勒 (Gary Gensler)。瑞波 (Ripple) 一词的本意为涟漪。本文标题化用了美国证券交易委员会企业金融部部长威廉·海姆曼 (William Hinman) 于 2018 年 7 月 14 日在雅虎金融全市场峰会上的主体发言的标题: 《Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)》。而该演讲标题亦化用了著名电影《当哈利遇到萨丽》(《When Harry met Sally》) 的名称。

<sup>2</sup> <https://www.sec.gov/news/testimony/gensler-testimony-house-financial-services-041823>

托雷斯法官的观点基于对**资产**和**交易**的区分。她的判决招致了一些批评，认为她仅对直接从项目发起人处购买代币的资深的机构投资者提供联邦证券法的保护，而没有保护到在加密货币零售交易平台上的二级市场购买者。但这是一个**政策**问题而非**法律**问题。正如我们在其他场合<sup>3</sup>上所主张的那样，如果需要更新联邦证券法和商品法以适应新出现的资产类别，这个工作应该交给国会的议员们。

## 美国纽约南区联邦法院判决

2020年12月底，SEC 起诉瑞波实验室及其两名高管布拉德·嘉林豪斯 (Brad Garlinghouse) 和克里斯·拉森 (Christian Larsen)，指控他们通过发行由瑞波开发且未经注册的数字资产 XRP 筹集了超过 13 亿美元。SEC 指控瑞波未经注册而非法从事了四类 XRP 发售活动：

- **机构销售**——通过书面合同直接向机构买家出售；
- **程序化销售**——数字资产交易平台上的匿名“程序化”销售，买卖双方不知道交易对家的身份；
- **其他分发方式**——以服务报酬的形式向其员工分发 XRP 和向第三方开发者分发 XRP 以资助为 XRP 和瑞波网络开发新的应用；以及
- **个人销售**——由拉森和嘉林豪斯作为瑞波的关联方以一种类似于瑞波的程序化销售的方式在数字资产交易平台上销售 XRP。

在 SEC 看来，所有这些 XRP 交易都涉及未经注册的“投资合同”，而投资合同是法律定义下的一种证券。而托雷斯法官的判决则回顾了美国最高法院在 1946 年 SEC 诉豪威案<sup>4</sup>（豪威案）中做出的重要判决。

豪威案涉及对佛罗里达州一家柑橘企业的投资行为。根据后来被称为“豪威测试”的标准，美国最高法院认为，这些投资相当于投资合同，因而属于证券，原因在于其包含以下每个要素：

- 资金投入
- 投资于共同事业
- 期待从他人努力中获得收益

托雷斯法官在分析中认为“作为一种数字代币，XRP 本身并不是一个体现了豪威测试下投资合同各个要素的‘合同、交易或计划’。相反，法院审视的是被告涉及的销售和分销 XRP 的各类交易和计划的整体情况。”

基于豪威测试，托雷斯法官分别分析了每一类交易，并认为只有瑞波的机构销售属于证券发行。

交易	裁定	豪威测试
根据合同的机构销售	✓ 证券交易	各要素均被满足
面向市场的程序化销售	✗ 不属于证券交易	无从他人努力中获得收益的合理期待
为换取服务或类似福利的分发	✗ 不属于证券交易	无资金投入
个人向市场销售	✗ 不属于证券交易	无从他人努力中获得收益的合理期待

<sup>3</sup> <https://www.davispolk.com/sites/default/files/2023-04/written-statement-joseph-hall.pdf>;  
<https://www.davispolk.com/sites/default/files/2023-04/written-statement-zachary-zweihorn.pdf>

<sup>4</sup> <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>

瑞波通过签订一系列购买合同向多家机构或专业买家出售了 XRP。托雷斯法官认为该机构销售满足豪威测试中的每个要素。托雷斯法官的判决核心是她发现瑞波直接向这些购买者宣传了 XRP 的投资潜力及其与瑞波所付出的努力的关系，从而引发了“豪威案”中提到的“从他人努力中获得收益的合理期待”。

托雷斯法官还表示，她的判决仅关系到瑞波向机构买家销售 XRP，而无涉通过机构买家向公众销售 XRP。托雷斯法官认为：“如果 SEC 认为瑞波实际上是向公众出售投资合同，并将机构买家作为承销商，那么法院将驳回这一论点”。

## 程序化销售

对数字资产市场而言最重要是，托雷斯法官认为程序化销售不构成投资合同，因为即使购买者期待获利，他们的期待也不是来自于瑞波对于其资金的运用，因为购买者无从得知他们是否是直接从瑞波处购买：

“证据（双方对于该证据并无争议）并未证明豪威测试的第三个要素得到了满足。尽管机构买家合理地期待瑞波会利用其从销售中获得的资金改善 XRP 生态系统，从而提高 XRP 的价格……程序化买家并不能合理地对此亦怀有期待。事实上，瑞波的程序化销售是盲标交易，程序化买家无法得知他们的付款是否流向了瑞波还是其他 XRP 卖家……现实是，程序化买家和不知道向谁或向什么付款的二级市场买家的处境是相同的。”

就像瑞波的程序化销售一样，拉森和嘉林豪斯通过匿名的二级市场交易平台销售 XRP。托雷斯法官同样表示，这些交易没有形成投资合同。因为“拉森和嘉林豪斯不知道他们向谁出售了 XRP，而买家也不知道卖家的身份”。从法律的角度来看，这些交易不构成投资合同。

尽管托雷斯法官指出法院“并未就二级市场上的 XRP 销售是否构成投资合同的发行和销售的问题发表意见”，但她的判决具有逻辑上的引申暗示。

## 其他分发方式

判决另外的一个重要方面是，其他的 XRP 分发方式（向员工或者第三方开发者分发）并不构成投资合同，因为它们不符合豪威测试的第一个要素，即要求“资金投入”。SEC 对于什么是满足豪威测试中这一要素的定义持有扩大解释的观点。在其 2019 年的《数字资产“投资合同”分析框架》<sup>5</sup>中，SEC 声称，在空投的免费分发情形下，即使接收方没有向发行方支付资金或其他投资资本，该要素仍可被视为满足。

托雷斯法官暗示该观点并不成立。与要求投资者“投入他们的资金”的判例法一致，法院认为本案中并没有出现豪威测试要求的“资金投入”，因为“其他分发的接收方没有向瑞波支付资金或‘一些有形且可界定的对价’”。

托雷斯法官还驳回了 SEC 的另一个论点，即当员工与第三方开发者将 XRP 向公众转售时，这些其他分发方式等同于间接的公开发售。法院指出，SEC 从未在其他场合指称这些接收方是瑞波的“承销商”（承销商是一类承担法律义务的买家）。

<sup>5</sup> <https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf>

# 如果得到其他法院的认可，这一判决将动摇 SEC 在加密货币监管和执法计划的基础

尽管托雷斯法官的判决对其他法院没有约束力，但这一判决标志着 SEC 在数字资产类案件中首次遭受重大失败。尤其是，该判决来自纽约南区联邦法院，作为对 SEC 大部分执法活动都具有管辖权的法院，该法院极具影响力。SEC 此前在一些案件中成功取得了和解或胜诉，比如 Kik、Telegram 和 LBRY 等案件，但这些案件主要涉及发行方对数字资产的首次发行。虽然 SEC 一直试图将几乎所有数字资产都归类为实质上的证券（哪怕在它们的首次销售之后），但托雷斯法官的判决要求对涉及的每一种交易类型进行分析。根据这种方法，交易平台上的二级市场交易或其他不涉及发行方的交易似乎不涉及证券，这将削弱 SEC 对这些活动或促成这些活动的中介机构的管辖权的基础。

如果将本判决理解为将 SEC 的管辖范围限制在数字资产的发行方和投资者之间最初的双边销售，托雷斯法官的判决将大大削减 SEC 对数字资产市场的权力范围。

## 对公共政策和立法的影响

托雷斯法官的判决中存在的悖论是，证券法的保护措施仅适用于直接从发行方或其关联方购买数字资产的专业投资者，但不适用于在匿名的二级市场购买的零售投资者。

从这个意义上来说，尽管该判决从政策层面上看来有所倒退，但却是 SEC 主张数字资产属于“投资合同”的自然结果。判定只有那些知道自己与发行方存在合同关系的购买者，而非二级市场上的交易者，才可以被认定为签订了投资“合同”，是具有其逻辑性的。一旦托雷斯法官判决中的这一引申暗示变得清晰，美国国会及其他政策制定者可能会被说服现在是时候更新美国早在 1930 年代制定的证券与商品相关法律了。

如果您对本文讨论的事项有任何问题，请联系以下律师或者阁下在达维的经常联系人。

Martin Rogers 罗嘉诚	+852 2533 3307	<a href="mailto:martin.rogers@davispolk.com">martin.rogers@davispolk.com</a>
Yuan Zheng 郑园	+852 2533 1007	<a href="mailto:yuan.zheng@davispolk.com">yuan.zheng@davispolk.com</a>
Bo Huang 黄博	+852 2533 1086	<a href="mailto:bo.huang@davispolk.com">bo.huang@davispolk.com</a>
Jing Kang 康静	+852 2533 1037	<a href="mailto:jing.kang@davispolk.com">jing.kang@davispolk.com</a>
Robert A. Cohen	+1 202 962 7047	<a href="mailto:robert.cohen@davispolk.com">robert.cohen@davispolk.com</a>
Joseph A. Hall	+1 212 450 4565	<a href="mailto:joseph.hall@davispolk.com">joseph.hall@davispolk.com</a>
Zachary J. Zweihorn	+1 202 962 7136	<a href="mailto:zachary.zweihorn@davispolk.com">zachary.zweihorn@davispolk.com</a>

This communication, which we believe may be of interest to our clients and friends of the firm, is for general information only. It is not a full analysis of the matters presented and should not be relied upon as legal advice. This may be considered attorney advertising in some jurisdictions. Please refer to the firm's [privacy notice](#) for further details.