



## 美国证券交易委员会提供框架以判断数字

### 概要

**基本情况：**美国证券交易委员会公司金融分部的负责人 William Hinman 针对何时将数字资产定性为证券的问题发表评论。

**结果：**为强化美国证券交易委员会近期在首次代币发行执法行为中提出的核心原则，Hinman 先生描述了适用里程碑式的“豪威测试”时所涉及的重要细微差异，并且强调“豪威测试”的适用鉴于时间推移所带来的环境变化可能会产生不同的结果，同时他还确认了当前比特币和以太币的销售不属于证券交易。

**前瞻：**市场参与者在判断某一特定数字资产的交易是否牵涉证券销售时，持续面临以事实和情况为基础的分析所带来的挑战，Hinman 先生的评论就证券交易委员会视为有关该分析的关键因素提供了重要的启示。

虽然美国证券交易委员会始终表示，特定数字资产交易是否应被定性为证券交易取决于该特定资产的性质和用途，但市场参与者强调证券法分析适用于特定数字资产时，因结果缺乏确定性将产生潜在的寒颤效应（chilling effect）。在此背景下，美国证券交易委员会公司金融分部的负责人 William Hinman 于 2018 年 6 月 14 日在雅虎财经主办的全球市场峰会：加密货币（All Markets Summit: Crypto）上发表演讲。

#### 适用豪威测试的关键因素

一开始，Hinman 的发言强调美国证券交易委员会近期在有关首次代币发行（ICOs）的声明和执法行为中提出的核心原则——美国联邦最高法院在美国证券交易委员会诉豪威一案中作出的里程碑式判决将继续适用，即需要进行事实与情况分析以确定特定交易是否涉及在共同企业中进行金钱投资，并预期主要仰赖第三方的努力获取利润。然而，Hinman 先生的声明对豪威测试的特别适用中可能产生的特定因素仍提供了有益见解，证券交易委员会的人员可能认为这些因素对判断数字资产交易是否属于证券交易至关重要。

**去中心化。**关注投资者和发起者之间信息不对称的问题——此为推动《1933 年证券法》的关键力量。Hinman 先生明确表示网络的充分去中心化可能缓解这种信息不对称，正如投资者们不再合理期待第三方对网络作出管理或创业方面的努力。因此随着时间的推移，网络和系统可能充分的去中心化，从而不再需要对在这些系统中运作的数字资产当作证券进行规范。就这个方面而言，Hinman 先生确认当前比特币和以太币的要约和销售不属于证券交易。

**利润预期。**Hinman 先生也阐述了豪威测试的“预期利润要件”，以强调评估数字资产的销售方式和交易中的买方预期对豪威分析的重要性。由于最高法院已确认仅为消费而购买资产可能不属于证券，因此一个关键问题是：特定数字财产是否“以和网络中商品或服务的市场价值合理相关的价格营销，并出售给普通大众而不是潜在网络用户？”由此而言，出售给公众而非特定网络用户的金融工具可能会严重影响豪威分析的“预期收益要件”判断。

市场参与者们试图判断某一特定数字资产的交易是否牵涉证券销售持续面临以事实与情况为基础的分析所带来的挑战，Hinman 先生的评论就证券交易委员会认为对分析至关重要的特定因素提供了重要的启示。然而由于 Hinman 先生评论中指出的因素仅为示例性质，将豪威分析适用于特定事实和情况

仍具有挑战性和不确定性。在监管进一步获得透明之前，市场参与者应与证券律师讨论其所面临的具体情况。

Hinman 先生确认美国证券交易委员会有意为确定这一问题提供帮助，并鼓励市场参与者与证券交易委员会工作人员进行交流：“我们乐于帮助发起者及其律师解决这些问题。我们准备提供拟用于描述数字资产适当特征时更正式的解释或非诉讼指南。”我们预计，先行的市场参与者将响应 Hinman 先生的提议与证券交易委员会工作人员互相交流，共同努力将证券交易委员会工作人员判断数字资产交易特征的方法清晰化及正式化。

### 待思考的其他问题

Hinman 先生通过分析上述因素并提出以下待思考的问题总结了她的发言。虽然以下问题并未详细罗列必要因素，但提出这些问题的目的在于引发讨论和发起者及其律师的思考，并使他们与证券交易委员会工作人员开展对话。

### 第三方是否会促进预期回报？

- 是否存在个人或组织赞助或推动数字资产的创立和销售，并在该资产及其潜在增值的发展和维持中发挥重要作用？
- 该个人或组织是否保留了数字资产的股份或其他利益以鼓励其努力为数字资产增值？买方是否会合理相信他们进行如此努力且可能带来数字资产投资回报？
- 发起人是否筹集到超过建立功能性网络可能需要的资金数额，以及若已筹集，发起人是否已表明如何使用这些资金来支持代币价值或增加企业价值？发起人是否继续耗费获利或运营的资金来增强代币运营系统的功能和/或价值？
- 买家是否“投资”——即寻求回报？就此而言，该金融工具是否以与网络中商品或服务的市场价值合理相关的价格销售给普通大众而非潜在网络用户？
- 适用“证券法”保护是否合理？是否存在他人依赖的个人或实体在企业盈利中发挥关键作用，致使披露其活动和计划对投资者来说很重要？数字资产中的发起人和潜在购买者/投资者之间是否存在信息不对称？
- 除发起人之外的其他个人或实体是否行使治理权或施加有意义的影响？

### 该等资产的功能是什么？

- 代币的创造是否与满足用户需求相符，或是相当于投机炒作？
- 是否由独立参与者们设立价格，或由发起人支持该资产的二级市场或以其他方式影响交易？
- 与投资相比，是否明确可得出购买数字资产的主要动机为个人使用或消费？购买者是否就他们的消费而非投资意图作出陈述？这些代币可否因消费而非投资意图而增加？
- 代币是否以满足用户需求的方式分配？例如，代币在数量上是否能够按照购买者预期的用途持有或转让？有没有内置激励措施加快代币在网络上的使用，比如代币随着时间的推移而贬值，或者能否长期持有代币用于投资？
- 资产是否销售并分配给潜在用户或普通大众？
- 这些资产是分散于多样化的用户群体，还是集中在少数可以影响应用程序的人手中？
- 应用程序是处于充分运行状态还是早期开发阶段？

## 四大要点

1. 美国联邦最高法院在美国证券交易委员会诉豪威一案中作出的里程碑式判决持续适用于首次代币发行。

本文是原版英文众达法律评论的翻译。欲阅读全文，请点击[原文](#)。

### 联系律师

黄敏琪

上海

+86.21.2201.8092

2. 美国证券交易委员会公司金融分部的负责人 William Hinman 已申明当前比特币和以太币的要约与销售不属于证券交易。
3. 出售给公众而非特定网络用户的金融工具可能会严重影响豪威分析的“预期收益要件”判断。
4. 积极的市场参与者们可能与证券交易委员会工作人员接触，寻求正式解释或非诉讼指南以理解该等工作人员针对数字资产交易的考量。

[ahuang@jonesday.com](mailto:ahuang@jonesday.com)

唐承慧

北京

+86.10.5866.1183

[jtang@jonesday.com](mailto:jtang@jonesday.com)

胡海平

上海

+86.21.2201.8006

[phu@jonesday.com](mailto:phu@jonesday.com)

克利夫兰办分所的的律师 **Aanand A. Mehta** 为准备本评论提供了帮助。上海代表处的许家旺律师协助将本评论翻译成中文。

众达出版物不应被视为针对某事件或情形发表的法律意见。众达出版物旨在为读者提供一般信息。未经众达书面同意，任何人不得在其它出版物或诉讼中引用或引述众达出版物的内容。众达保留批准他人引用或引述众达出版物内容的权利。众达发表出版物的目的并非试图与读者建立律师和客户的服务关系；读者收到众达出版物也不表示律所与读者之间会构成律师和客户的关系。众达出版物中的观点仅属于作者的个人观点，并不一定代表律所的观点。