

從美國證管會(SEC) 起訴瑞波公司(Ripple) 論虛擬資產投資風險



TABF

2021
第3輯

本輯摘要

2020 年 12 月 22 日，美國證券交易委員會（SEC）起訴瑞波幣（XRP）發行公司 Ripple Labs（下稱瑞波公司）、共同創辦人 Christian Larsen 及執行長 Brad Garlinghouse，指控其透過未經註冊登記之「證券」（即瑞波幣）募資 13 億美元，違反美國聯邦 1933 年證券法，並將於 2021 年 2 月 22 日以電話會議形式召開「首次審前會議」。而於此一消息衝擊下，瑞波幣價格不僅大幅下跌，甚至美國 Bitwise 資產管理公司率先於 2020 年 12 月 23 日，將旗下一檔加密貨幣基金之「The Bitwise 10 Crypto Index Fund」出清瑞波幣部位。更甚者，若持續有加密貨幣交易所認為瑞波幣存在投資風險而不願上架，可能阻礙瑞波幣交易轉手，進而帶出加密貨幣所潛藏之投資風險，不可不察。



賴建宇 助理研究員 Chien-Yu Lai

研究領域：金融法制、保險市場、大陸金融、總體經濟、
香港政經問題

聯絡方式：chienyu@tabf.org.tw

CONTENTS

壹、源於虛擬資產特性之投資風險.....	1
貳、瑞波幣可能構成美國證券法之「證券」	3
參、我國證券交易相關法規對投資契約之認定.....	5
肆、結語.....	7

源於虛擬資產特性之投資風險

回顧 2017 年比特幣 (Bitcoin) 開啟瘋漲模式後，亦促使其他加密貨幣成為焦點，其中一種加密貨幣即瑞波幣。瑞波幣係由 Open Coin 公司 (Ripple Labs 之前身) 所發行之加密貨幣，稱為 Ripple Credits，使用者可透過 Ripple 全球網路流通解決流動性問題，並允許使用者以任意一種貨幣進行支付，例如甲方可利用 Ripple 以美元支付，而乙方則可透過 Ripple 直接收取歐元，該模式更近似於網路交易合約。

然不同於比特幣或以太幣 (Ether) 係經由挖礦取得，瑞波幣並非以挖礦方式生產，而是由瑞波幣之發行公司完全控制其供應。SEC 起訴書指出，Ripple 共同創辦人 Christian Larsen 及執行長 Bradley Garlinghouse，將瑞波幣出售至資訊揭露不完全之市場，不僅無視加密貨幣可被視為「證券」之法律建議，且 Ripple 利用發行瑞波幣所得之資金用於日常營運，但並未對外揭示其運作方式，或是否用於開發及維護瑞波幣次級市場之費用。

再者，SEC 起訴書認為，Christian Larsen 與 Bradley Garlinghouse 透過發行瑞波幣從中獲利 6 億美元，而現階段市場上所存 1,000 億個瑞波幣，Ripple 握有其中

550 億個 (初始 Ripple 持有 800 億個，以供作營運出售，另 200 億個分配給三位創始人，即 Christian Larsen、Jed McCaleb 各得 95 億個，共同創辦人兼首席策略師 Arthur Britto 則獲得 10 億個)，且 Ripple 每季藉由出售瑞波幣進行獲利。

其次，SEC 表示，不論出售給一般投資者或於次級市場交易，發行商須遵照美國聯邦 1933 年證券法進行註冊，充份揭露瑞波幣與 Ripple 之業務資訊或其他保護措施，以確保潛在投資者得以取得重要資訊。事實上，SEC 早已於 2018 年釐清，如是由業界主導之首次代幣發行 (ICO)，因有一個集中管理單位，再加上藉由發行代幣進行集資行為，與「證券」屬性相同，即應受到證券法之規範。

然自比特幣問世後，加密貨幣雖持續發展，但目前各國有關當局對如何規範虛擬通貨 (Virtual Currency) 尚無一致作法。所謂「虛擬通貨」係指，非由中央銀行、存款機構及電子貨幣機構所發行，用以表彰價值之數位型態商品，並在某些情況下，可替代通貨使用，為科技創新下所產生之數位支付產品。

我國中央銀行認為，虛擬通貨於我國境內不具法償效力，僅是加密資產而非貨幣，其因為虛擬通貨價格波動性劇烈，難以普遍性作為價值儲藏工具，或交易媒介，且無法常年維持一致水準，不適合充當計價單位。

此外，國際清算銀行（BIS）於 2018 年 6 月 17 日所發表之《2018 年年度經濟報告》指出，加密貨幣本質上為不可行之貨幣形式，包括加密貨幣無法如同主權貨幣擴張規模，亦未有中央銀行授權保證貨幣穩定性之價值，特別是對加密貨幣之信任基礎相對較弱，包括涉及付款最終性之不確定性，故認為虛擬通貨尚難以取代中心化機構之貨幣。

歐洲中央銀行（ECB）亦先於 2018 年 2 月指出，虛擬通貨被稱作貨幣一詞並不恰

當，而 G20 及國際貨幣基金（IMF）則隨後在其公報或談話中，將虛擬通貨改稱為加密資產（Crypto-Assets）。

誠前可知，不僅虛擬資產有其投資風險，詐騙案件亦多有所聞，我國金管會再於 2020 年 7 月 6 日發出新聞稿表示，虛擬資產價格波動大，投資風險高，社會大眾從事相關交易前，務必審慎評估可能產生之風險。虛擬資產非屬貨幣，對藉虛擬資產從事之相關行為，如有涉及刑法、銀行法等有關詐欺、違法吸金等相關法令，係屬刑事犯罪。特別指出虛擬資產如為證券交易法第 6 條規範之有價證券，如未依相關規定，而於國內對非特定人從事募集、發行或提供買賣、交易等服務，將涉有違反證券交易法。



瑞波幣可能構成美國證券法之「證券」

2020 年 12 月 22 日，SEC 起訴瑞波幣發行公司 Ripple Labs、共同創辦人 Christian Larsen 及執行長 Brad Garlinghouse，指控其透過未經註冊之「證券」（即瑞波幣）募資 13 億美元，違反美國聯邦 1933 年證券法。而此前，瑞波公司於 2018 年 5 月起，被許多購買瑞波幣之投資人多次提起訴訟，當時瑞波公司強調瑞波幣並非「投資契約」而不構成「證券」，係美國司法部與財政部於 2015 年一份協議文件中，認定瑞波幣為「可轉換的虛擬貨幣」（Convertible Virtual Currency），並表示瑞波公司從未對持有瑞波幣之用戶保證賺取獲利。

惟早先對瑞波幣之訴訟，僅是對該公司之合法性進行測試，尚未實質性討論瑞波幣是否為「證券」，仍需交由 SEC 決定。事實上，美國證券法對「證券」之定義，係規定於該法第 2 條第 1 項，可謂複雜且嚴謹，範圍亦相當廣泛，其目的在於防止證券發行有規避法律之行為，以保障投資人之權益，其中即有投資契約（Investment Contract）在列。

惟投資契約之定義，立法者並未予以明文，而是留由法院解釋之空間，直至於 1946 年 *Securities & Exchange Commission v.*

Howey Co. 案件中，美國聯邦最高法院闡明投資契約應具備四要件，包括（1）金錢之投資，所謂金錢不以現金或貨幣為限，可作為換取投資契約之對價者均屬之；（2）投資於共同企業，即不論獲利或虧損，將由發起人與投資人共同享受或承擔；（3）投資人之獲利期待，為投資行為使得投入之資本增值，並參與獲利分配；（4）該獲利完全來自於發起人或第三人之努力。

其中第二要件有水平與垂直的共同關係之分別，前者特徵為複數投資人間彼此損益共同之概念，後者則是審視投資人之獲利與發起人之經營努力，是否具有一定程度之關聯性，即符合廣義之垂直的共同關係。而第三要件之判斷準則，則係以是否滿足投資行為所致之資本升值，以及投資人得參與投資獲利所為之盈餘分配。第四要件經美國聯邦第 9 上訴巡迴法院於 1973 年 *Securities & Exchange Commission v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc.* 案件中，由於拒絕採取嚴格之文義解釋，而將「完全的」一詞改為「主要的」意涵。

事實上，構成瑞波幣運行之成功要件，包括可透過 Ripple 網路實現各幣種間之資金轉移、發行公司控制流通數量之供應，且

該公司及創始人之經營努力，並非投資人或任何人所能參與。符合利潤之獲得主要來自他人努力之要件，係強調投資人之被動性與消極性，出資人欠缺事業經營之專業知識與經驗，須高度仰賴發起人專業之經營能力時，方可達成投資契約追求之獲利目標。換言之，發起人於投資人購買前之企業經營策略，攸關整體投資計畫之成敗，並可能帶給投資人之預期報酬。

本文認為，透過關注投資人之利潤與發起人之活動，依賴關係之程度可區分是否滿足 *Howey Test*，當利潤取決於市場供需力量之干預時，即可向投資人提供公開資訊，而投資人亦可經由該資訊評估投資成功之可能性；反之，倘利潤取決於發起人活動之成功，投資人可取得足夠資訊之保護較少，故發起人之資訊提供對投資人而言，有其必要性。

由於瑞波幣主要集中於瑞波公司及創始人手中，其運作高度仰賴該公司之銷售計畫，投資人所擁有之實際資訊有限。因此，投資人於購買瑞波幣時，主要是抱持「想透過其他人管理而獲利」之期待，而非投資人自身之努力。

再結合投資人係以不同幣別金錢之出資，購買瑞波公司所發行之瑞波幣，即可構成 *Howey Test* 檢視瑞波幣是否為投資契約而該當「證券」之條件。若瑞波幣交易被認定為投資契約，即應依美國聯邦 1933 年證

券法及 1934 年證券交易法，將該買賣行為視為證券交易，並預計係由法院簽發「禁制令 (Injunction)」要求瑞波公司限期改善。換言之，被認定為投資契約之標的，除非有效豁免適用，不然發行人須依證券法規定，提供符合相關資訊揭露要求並進行註冊，始能銷售，以確保投資人受到聯邦證券法規範之保障。

我國證券交易相關法規對投資契約之認定

我國證券交易法之立法係為保障投資，按該法第 6 條規定：「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。新股認購權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券。前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券。」又依同法第 22 條第 1 項規定：「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。」可知有價證券之募集與發行，向主管機關申報生效後，並完成公司資訊之公開揭露，始得為之。

目前我國主管機關核定之有價證券，包括「外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券，凡在我國境內募集、發行、買賣或從事上開有價證券之投資服務，均應受我國證券管理法令之規範」、「華僑或外國人在臺募集資金赴外投資所訂立之投資契約，與發行各類有價證券並無二致，投資人皆係給付資金而取得憑證，係屬證券交易法第 6 條之有價證券，其募集發行應經本會核准始得為之」、「核定證券投資信託事業為募集證券投資信託基金所發行之受益憑證為證券交易法所稱之有價證

券」，以及證券交易法施行細則第 11 條第 1 項，所稱具有股權性質之其他有價證券等種類，惟未將投資契約明文納入。

學者對現行法未將投資契約納入（劉連煜，2019 年），主張透過對證券交易法第 6 條第 2 項之「表明其權利之證書」，以擴張性解釋將投資契約納入。亦有學者（莊永丞，2007 年）認為，基於實務上主管機關肯認「華僑或外國人在臺募集資金赴外投資所訂立之投資契約」為我國證券交易法第 6 條之有價證券，主張可透過主管機關行使核定權之方式，將投資契約受到證券交易法之規範監管，或主張主管機關既核定華僑或外國人在臺募集投資契約，則亦應擴及至本國人募集之投資契約。

應注意者，我國證券交易法所規範之對象，係以發行之經濟目的為發行人籌措資金與投資人資本投資之資本證券，不包括本票等支付（信用）證券。有論者認為（廖大穎，2017 年），公司或個人向社會公眾籌募資金時所簽立之契約或其他文件，如投資契約是否適用有價證券之概念，在於是否應注重經濟實質層面之考量，或形式上、名稱上有以書面證書存在之必要，惟因爭議不小，致使在立法政策與交易安全之保護上，有再檢討之空間。

至於如何鑑別具投資性質之投資契約判斷，可參考本文前揭所述美國聯邦最高法院於 1946 年 *Howey Case* 揭櫫之「投資契約」判斷準則，倘符合該判斷之投資契約，即應屬證券交易法之有價證券。另有學者提出(吳光明，2019 年)證券交易法第 6 條授權主管機關得因實際需要，指定其他有價證券納入本法規範，故主管機關指定時，可考量保護之必要性及相關法律未為適當之規範。

就投資契約之性質，判斷標準著重於「投資性」及「流動性」，不受發行人及其名稱所限，故以該契約收益部分觀之，符合投資契約之要件，且另從契約發行過程而言，亦與一般有價證券之流通方式無異，故虛擬通貨之性質似與投資契約無殊，實可歸類為其他有價證券之一。

誠言之，雖投資性質之有價證券於我國並非全然不予考量，但相較英美法上之證券範圍，且以金融商品不斷推演進化態勢觀之，我國證券交易法對有價證券之定義，尚顯較少。

事實上，金管會於 108 年 7 月 3 日以金管證發字第 1080321164 號函，發布核定具證券性質之虛擬通貨，為證券交易法所稱之有價證券。所稱具證券性質之虛擬通貨，係指運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術，表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值，且具流通性及下列投資性質者，包括(1)出資人出資；(2)出資於一共同事業或

計畫；(3)出資人有獲取利潤之期待；(4)利潤主要取決於發行人或第三人之努力。

不難發現，即採 *Howey Test* 四要件之判斷準則，作為認定具證券性質之虛擬通貨為有價證券，可受證券交易法資訊揭露及反詐欺條款之規範。

我國證券交易法之立法精神，為規範公司資訊之揭露與反詐欺，對證券交易法之認事用法上，亦著重經濟實質面，而非形式之名稱或表徵，以保持靈活彈性涵攝合乎法規範目的之法律解釋，故具有投資性質之有價證券或投資契約，即應受到證券交易法之規範。

透過美國聯邦最高法院 *Howey Case* 之判斷準則，可得知瑞波幣發行公司之經營努力，並非投資人或任何人所能參與，雖投資人最終獲利之實現，仍有賴瑞波幣買賣行為條件之成就，但投資人取得利潤之關鍵，在於瑞波公司對瑞波幣銷售計畫之籌劃與布局。

換言之，瑞波幣投資人對金錢之投入，有獲利上之期待，而獲利之產生相當程度係取決於瑞波公司之經營成果，符合 *Howey Test* 四要件之檢驗，顯然具有有價證券之經濟實質，適用美國 1933 年證券法及 1934 年證券交易法之規範，並於美國境內銷售前，應先完成證券註冊登記。

回顧傳統金融之發展經緯，多數人於擁有自身資產後，開始接觸股票、基金等傳統金融商品，相對穩定之市場狀況，為促使投資人選擇之優勢。但隨著加密貨幣之興起，

例如比特幣之快速升值，讓加密貨幣逐漸受到關注，並已有投資人透過加密貨幣之操作進行獲利。然加密貨幣市場可謂一弱勢效率市場，可能受到市場無法預測之事件或發行人、投資人退場而產生影響。

本文認為，瑞波幣可能構成美國證券法之「證券」，將被要求限期改善，即完成資訊揭露要求並進行註冊始能銷售，而此前瑞波幣呈現暫停交易狀態，勢必影響其交易價格之波動，而造成瑞波幣投資人之損失。雖我國投資人可於合法之交易平台進行瑞波幣交易，但有盈虧自負且不受投資人保護之風險。而我國如有類似於瑞波幣之虛擬資產商品，將適用於我國證券交易法，可受該法資訊揭露及反詐欺條款之規範，以側重投資人之保護。

TABF

TAIWAN ACADEMY OF
BANKING AND FINANCE

台 灣 金 融 研 訓 院

台灣金融研訓院 院本部

地址：(10088) 台北市中正區羅斯福路三段 62 號

總機：(02) 3365-3666

傳真：(02) 2363-8968

金融研究所辦公室：(10646) 台北市大安區羅斯福路三段 37 號 10 樓

金融研究所專線：(02) 3365-3677

