证券还是商品？解析美国市场加密资产的监管博弈

随着区块链数字资产在主流金融交易市场影响力的壮大，其独特的去中心化属性也给各个国家的金融监管体系带来了挑战，传统金融监管框架如何适应区块链数字资产的独特性？如何降低风险？争议的聚焦点也不尽相同。

国际反洗钱监管机构金融行动特别工作组（常见简称 FATF）的数据显示：在全球 130 个司法辖区中，有 88 个司法管辖区允许虚拟资产服务商提供服务，20 个司法辖区明确禁止虚拟资产服务。

### 数字资产作为证券

美国是允许提供虚拟资产服务（含区块链数字资产）的司法辖区，且明确虚拟资产不是真实货币，同时采用联合监管模式，不同的业务可能会受到不同监管机构的监管。在美国，区块链数字资产行业覆盖了多样的业务，如钱包服务、数字资产交易所、ICO、Mining、智能合约、质押/再质押服务、NFT 等。

也因此，由于管辖权的博弈，以 ETH 为代表的、存在质押服务的一批区块链数字资产的监管权归属仍然存在争议，而争议的焦点则是：以 ETH 为代表的这类数字资产是商品还是证券？美国证券交易委员会（常见简称 SEC）和美国商品期货交易委员会（常见简称 CFTC）等监管机构一直积极参与评估现有法规的适用性，比如，应用豪威测试来判定数字资产是否属于「投资合同」，如果是，则纳入证券的监管。

豪威检验法起源于 1946 年美国证券交易委员会诉 W.J. 豪威公司一案，该案为美国证券交易委员会制定了一个明确的检验框架，使其能够根据规定的标准检验每一份后续投资合同是否应作为证券接受监管。

如果投资合同通过了豪威测试，则被视为证券，以 ETH 为例，检验的要点包括：

美国证券交易委员会于 2019 年 4 月 3 日发布的《虚拟资产是否属于投资合同的分析框架》（Framework for「Investment Contract」Analysis of Digital Assets）指出：如果考虑进行 ICO，或以其他方式参与数字资产的发售、销售或分销，你需要考虑美国联邦证券法是否适用。应当对数字资产进行分析，以确定其是否具有符合联邦证券法「证券」定义的任何产品的特征。「证券」一词包括「投资合同」、股票、债券和可转让股份等其他工具。

了解更多

美国证券交易委员会《虚拟资产是否属于投资合同的分析框架》详情可查阅：

https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-corporation-finance/framework-investment-contract-analysis-digital-assets

### 如果数字资产被判定为证券会怎样？

美国证券交易委员会对于此类数字资产具有管辖权。如果违反监管要求，美国证券交易委员会的行政执法方式常见的有：

了解更多

美国证券交易委员会起诉Ripple 案

2020 年 12 月，美国证券交易委员会对 Ripple 公司和其创始人提起诉讼，指控从 2013 年起，Ripple 公司和其创始人通过多种方式发行和销售了 Ripple 数字资产 XRP 以换取超过数 10 亿美元的资金。但是 Ripple 及其创始人没有向美国证券交易委员会对 XRP 资产的发行进行注册，也不符合可以豁免注册的情形，违反了美国证券法相关规定。

在一审裁判中，法院通过判断交易的经济实质，来裁判XRP 资产不同方式的发售是否构成实质为「证券」的发售。最终，法院认定 XRP 在私募轮针对机构专业投资者的融资符合豪威测试的检测标准，构成「证券」发售，而 XRP 在交易所销售、其他途径的发售不构成「证券」发售。但是，美国证券交易委员会后续又提起了上诉，上述法院裁决尚不具有最终约束力。

### 数字资产作为商品

在美国，商品一般被定义为商业中使用的基本商品，可与其他同类商品互换，常见的商品包括黄金、石油和农产品等。美国商品期货交易委员会负责监管商品交易，监管重点是保障市场稳定和防止欺诈。

虽然区块链数字资产在美国并未被明确定义为《商品交易法》下的商品，但美国商品期货交易委员会在 2015 年的一份和解令中首次表示：BTC 和其他数字资产属于商品，属于其执法范围。随后，美国商品期货交易委员会将这一分类扩大到 ETH 等其他数字资产，认定数字资产为「商品」—— 它们具有可替代性、市场可交易性、一定的稀缺性等特点。

### 受限的数字资产 vs. 数字商品

2024 年 5 月 22 日，美国众议院通过了 H.R. 4763 号法案，即《21 世纪科技金融创新法案》（下文简称 「FIT21 法案」）。

众议院金融服务委员会主席 Patrick McHenry 表示：FIT21 法案为数字资产生态系统在美国的繁荣发展提供了必要的监管清晰度和强有力的消费者保护措施。

对于数字资产的定性问题，FIT21 法案将数字资产划分为如下 2 种类型，并明确了监管责任：

而如何判定数字资产的类型则受到以下 3 个因素的影响，分别是：

此外，FIT21 法案还要求数字资产领域的某些参与者需要遵守与数字资产所在的区块链系统有关的注册和披露要求。

### 数字资产定性带来的影响

以 ETH 为例，如果 ETH 被定性为证券，它将属于美国证券交易委员会的监管范畴，除了需要注册发行，相关服务商、资产管理公司可能还需要履行严格的信息披露义务、注册义务和投资者保护措施等合规要求，带来合规成本的显著上升，或将导致散户投资者投资机会的丧失，市场情绪会受到抑制。

如果将 ETH 定性为商品，它将受到美国商品期货交易委员会的监管。这种分类不会带来合规成本的显著增加，且有利于促进 ETH 衍生品市场的发展，但它没法体现去中心化数字资产的独特属性。

此外，美国证券交易委员会和美国商品期货交易委员会等监管机构之间的监管博弈可能会带来监管套利，让以太坊和其他市场参与者的监管环境更加复杂。