

出國報告(出國類別:進修)

虛擬貨幣犯罪之法制及偵查實務研究

服務機關:臺灣彰化地方檢察署

姓名職稱:陳詠薇檢察官

派赴國家:美國

出國期間: 民國 111 年 8 月 3 年

至 112 年 8 月 2 日

報告日期: 民國 112 年 11 月 1 日

摘要

加密貨幣是新興且充滿無限變數之產業，當立法機關來不及因應並為之量身打造一套具體規範時，如何加以定性，並讓舊有現行法規能與時並進予以應用，實屬至關重要。本文先從我國司法機關視野，來探討加密貨幣之性質，並進而去比較現行美國判例、司法偵實務對於加密貨幣之定性、監管、加密貨幣犯罪追緝，希冀能藉此從中給我國立法者、金融監理機關，帶來一個更完整的外國法比較視野，也希望能充當推動我國未來法制關於加密貨幣監管上之助力。本文所引用的兩個美國法院命令，均為同一紐約南區地方法院之不同法官於今年七月所作之民事司法裁決。筆者之所以選用該兩則命令，理由一是 SEC v. Ripple Labs、Ripple 公司高階領導人 Bradley Garlinghouse、Christian A. Larsen 乙案在區塊鏈產業以及社群媒體中引發強烈議論，而另一則司法裁決 SEC v. Terraform Labs、公司發起人兼 CEO 和大股東 Do Keyong Kwon 案，雖該裁決在區塊鏈之社群媒體上並未如前者般激起巨大水花，但所創設的 Luna 幣及 UST 穩定幣崩盤均造成區塊鏈金融的巨大損失及多家區塊鏈交易平台及創投公司倒閉，使各國政府及監管機構正視這新興金融崛起的影響。又，二者均在至關重要之議題：「區分加密貨幣之銷售方式是否有必要？若有必要的話，對於法人機構之銷售與平

台銷售(即次級市場銷售)，其等銷售行為何者須受美國證券交易委員會監管？」兩者判決理由，立場、理由截然不同。另本文亦簡要說明美國對於加密貨幣犯罪之偵查作為，作為我國辦案、立法改革之參考。所謂：「它山之石，可以為錯…它山之石，可以攻玉」，筆者寄望本篇能在未來給我國立法者、司法機關提供不同角度觀察與省思。

目錄

壹、 研究目的及過程-----	1
貳、 加密貨幣概說-----	2
參、 加密貨幣定性-----	5
一、 金管會立場-----	5
二、 司法機關立場-----	6
（一）比特幣不是法定貨幣，而是具高度投機性質財產上利益之無形財產，並得為詐欺得利罪之客體-----	6
（二）比特幣可以該當於銀行法之「收受款項」與「吸收資金」之客體、銀行法第 125 條認定範圍與新舊法比較-----	9
肆、 美國法制對於加密貨幣的見解-----	13
一、 貨幣說-----	13
二、 財產說-----	14
三、美國於 2023 年 7 月公布之司法裁決-----	16

（一）SEC v. Ripple 案-----	16
A. 事實背景-----	18
B 法律分析-----	26
(1) 證券交易法第 5 條與豪威測試-----	27
(2) 各別銷售模式之分析-----	33
I. 法人機構銷售模式(Institutional Sales)-----	33
II. 平台銷售模式(Programmatic Sales)-----	42
III. 其他經營模式 (Other distributions)-----	42
IV. 被告 Larsen’ s and Garlinghouse’ 之公開募集 與銷售行為-----	44
V. SEC 指控被告 Larsen 和被告 Garlinghouse 涉嫌幫 助教唆被告 Ripple 公司違反證券交易法第 5 條規定-----	44
小結-----	49
（二）SEC v. Terraform 案-----	50
A. 事實背景-----	50
B. 法律分析-----	56
(1)程序法上抗辯-----	56
(2)實體法上抗辯-----	57
I. 重大問題條款-----	57

II 豪威測試應用結果-----	61
伍、美國司法偵查實務-----	70
一、案例說明-----	70
二、被告們使用之洗錢手法-----	72
（一）剝離鏈 Peel Chain-----	73
（二）利用美國企業帳戶使其金流具備合法外觀-----	73
（三）跳鏈-----	74
（四）強化匿名性之加密貨幣-----	74
陸、研究心得與建議-----	75

壹、研究目的及過程

筆者於負笈前往美國前，曾經手不少假借加密貨幣¹投資為名之詐騙案。也正因為如此，本人發現由於金融監督管理委員會(Financial Supervisory Commission，下稱金管會)對於許多加密貨幣投資計畫之監管規定均付之闕如，故此規範真空讓許多不肖分子有了提出貌似真實之虛假抗辯之機²。如今，雖臺灣在追查分析加密貨幣之金流(例如臺灣高等檢察署已於 2021 年底購置 Chainalysis Reactor)³，已有突破性的發展，然實務界對於加密貨

¹ 英文常稱為「cryptocurrency」，亦有以「digital currency」稱呼之。但考量 digital currency，亦可以指一切以電子訊號形式存在並作為支付工具之貨幣，例如：遊戲公司所設計以購買電腦遊戲中寶物之金幣，或是現行之比特幣等。digital currency 與加密貨幣之共同點，是同樣不具備有形之方式存在，但是加密貨幣重要特徵在於，它是一種使用密碼學原理來確保交易安全及控制交易單位創造的交易媒介，類似慣常使用之紙幣需要防偽設計一樣，加密貨幣的是利用密碼學及數字雜湊而成，並與智慧型合約來驗證每次交易，驗證通過才認可該筆交易。例如比特幣在 2009 年成為全世界第一個去中心化的加密貨幣，之後加密貨幣一詞多指此類設計。故除非法條或是行政機關業已決定之名稱，本文均一概以加密貨幣稱之。例如我國「提供虛擬資產服務之事業或人員防制洗錢及打擊資恐辦法」，該辦法第 2 條第 2 項規定：「虛擬資產：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，且用於支付或投資目的者。但不包括數位型式之新臺幣、外國貨幣及大陸地區、香港或澳門發行之貨幣、有價證券及其他依法令發行之金融資產。」，細釋其定義虛擬資產可包含本文所指之加密貨幣、NFT(非同質化代幣)，一切以 intangible 形式存在之有價值資產等。

² 依據筆者偵查經驗，全國各地檢察署已有諸多因採納被告之 OTC(Over-the-Counter)場外交易「個人幣商」之抗辯，而為認為被告不屬詐欺集團成員。筆者前亦曾採納上開見解，採信被告提出的個人幣商抗辯、誤信被告提出之虛偽加密貨幣平台交易截圖，以採信被告上開「個人幣商」之抗辯而為不起訴處分。然，因此後陸續續，查悉另有數名告訴人因遭某網路加密投資詐騙，而分別匯款至被告之個人銀行帳戶內，始改簽分偵案追查，其中一名被告自此始坦承該加密貨幣平台為虛偽，係向某柬埔寨人購入平台 APP 等情，該詐騙集團業經筆者任職彰化地方檢察署檢察官(以下簡稱，彰化地檢署檢察官)以及臺灣高雄地方檢察署檢察官(以下簡稱，高雄地檢署檢察官)提起公訴，並由該管轄之法院審理，請參高雄地檢署檢察官 110 年度偵字第 16996 號、111 年度偵字第 4403 號、第 6846 號、第 9763 號起訴書。彰化地檢署檢察官 110 年度偵字第 12084 號、第 12430 號、第 14241 號、第 15692 號、111 年度偵字第 462 號、第 1293 號、第 4023 號、第 10725 號、第 10726 號起訴書。

³ 此外坊間尚有區塊鏈瀏覽器如 (Etherscan) <https://etherscan.io/> 可以用於用於審查和分析儲存在區塊鏈上的所有資料。該瀏覽器允許使用者通過地址(字母或 ENS 格式)、交易 hash、區塊高度、代幣名稱等搜尋和檢查鏈上歷史資訊。也就是說，行業內的所有資料的源頭，其實都可以在區塊鏈瀏覽器上查詢到。區塊鏈瀏覽器體現了區塊鏈鏈上資料的可溯源和公開透明的優點。其用途如下：1. 查詢：通過瀏覽器查詢我們日常轉帳的一系列資訊，比如轉帳金額，手續費，出塊時間等。2. 溯源：查詢轉帳記錄，瞭解資金的流向。3. 分析：通過瀏覽器查

幣之定性，加密貨幣衍生之金融商品千變萬化，為求聚焦，筆者應用在美國芝加哥大學法學院所習得之 Research in the U.S. Legal System 美國法學研究技巧、教授 Matthew Ford 以及教授 Katharine Roin 所開設：「Blockchain, Crypto, and the Law」課程中分享之文章與加密貨幣概念、專以實務角度為出發點，從中比較我國與美國相關法制，並期盼本文能作為此題目之入門參考。筆者才疏學淺，有所疏漏、錯誤在所難免，尚祈各為先進能不吝予以指正。

貳、加密貨幣概說

加密貨幣(有稱為 cryptocurrency 或是 virtual currency)⁴是近幾年因高科技下衍生的產品，它不僅頻仍地出現於詐欺罪、洗錢防治、證券交易法、非法吸金等經濟犯罪，甚至可利用來做為賄選犯罪之媒介⁵，然除涉及上開犯罪之外，加密貨幣之應用在國外其實更為廣泛，有產業利用加密貨幣背後的區塊鏈技術(blockchain)⁶，亦即，採

詢大戶以及大額交易，活躍地址數，鏈上交易筆數，代幣持有人數量等等一系列資料，並結合市場資訊，進行投資分析。

詳見 [白話區塊鏈，” DeFi 分析必備！12 個實用鏈上工具整理，掌握加密貨幣市場”，blocktempo，2023 年 4 月 23 日。](https://www.blocktempo.com/12-practical-tools-for-web3-market/)

<https://www.blocktempo.com/12-practical-tools-for-web3-market/>

⁴ 加密貨幣是否能視為貨幣迄今仍有極大爭議。就連在美國，目前美國證券交易委員會僅承認比特幣、以太坊為貨幣。故雖然加密貨幣在其社群或區塊鏈上具備流通性，然追根究柢，其終究欠缺法償性。然本文欲從廣義角度來探討其定性，故仍通泛稱之為「加密貨幣」。

⁵ 李秉錡、古慧珍，“利用加密貨幣從事賄選犯罪之防制作為”，2022 公職人員選舉罷免法偵查要領彙編 P279-295，2022 年 8 月。

⁶ 依據 SEC v. Ripple Labs、Bradley Garlinghouse、Christian A. Larsen 案中，承審法院引用 SEC(The U. S. Securities and Exchange Commission)、自媒體(Investopedia)，對於區塊鏈定義為：「A blockchain is an electronically distributed database or ledger

用所謂分散式帳本技術(distributed-ledger technology, DLT), 來建立自動化管理系統, 例如:追蹤貨物停靠地, 溫度保存之更新資料, 以提升鮮食管理有效性與打擊假冒。⁷

加密貨幣最早為眾人所知曉, 即是 2008 年由中本聰(Satoshi Nakamoto)⁸在網路上發表一篇名為「比特幣:一種點對點的電子現金交易系統(Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System)」論文, 也就是所謂的「比特幣白皮書」⁹。在中本聰的論文中, 他提出了一種可以實現點對點(P2P, peer-to-peer)交易的電子現金交易系統「比特幣」(Bitcoin)。換言之, 這是一種不需要第三方金融機構作為中間人的交易系統, 此去中化(decentralized)即為加密貨幣核心技術。該技術係使用密碼學及數字雜湊而成並與智慧型合約的綁定

“shared among a computer network’ s nodes.”」參照 Adam Hayes, [Investopedia.com, Blockchain Facts: What Is It, How It Works, and How It Can Be Used](https://www.investopedia.com/terms/b/blockchain.asp/), (Updated Apr. 23, 2023)

<https://www.investopedia.com/terms/b/blockchain.asp/>. A blockchain is a system for recording information. Each transaction is recorded as a “block” of data on the digital ledger, which is connected to the blocks before and after it. SEC 56.1 Resp. ¶ 1, ECF No. 842. Blockchains are typically recorded across a distributed network of computers.

⁷ Kate Vitasek, John Bayliss, Loudon Owen, and Neeraj Srivastava, How Walmart Canada Uses Blockchain to Solve Supply-Chain Challenges, January 05, 2022, Harvard Business Review

⁸ 關於此白皮書之作者, 眾說紛紜, 有認為因為上開白皮書通篇都是英文寫作, 質疑作者並非日本人, 而是芬蘭經濟學家、愛爾蘭研究生、日本數學家、加密專利申請人、文件共享軟體開發者、美國德州資安專家, 不過所有人都矢口否認, 直到獨立調查記者古曼(Leah McGrath Goodman)於《新聞周刊》發表最新推論, 認為中本聰確有其人, 是現年 64 歲日裔男子, 因為從日本、英國訂購鐵路模型時遭刁難, 因而對匯率、銀行手續費等繁瑣程序不滿, 故而提出比特幣構想。

⁹ [Nakamoto, Satoshi. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System 24 May 2009 chrome-](https://bitcointalk.org/index.php?topic=4112.0)

[extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://bitcoin.org/bitcoin.pdf](https://bitcointalk.org/index.php?topic=4112.0)

之下的新型通證。從而加密貨幣，其利用密碼自我驗證並記錄在網路中，其匿名性與公開性，不僅排除政府干預(例如:利用銀行所為之金融監管)，更以記錄無從改寫為名，取得信賴。就其本身而言，加密貨幣兼具價值性與交易性，其一可作為類似證券般，是一項具有高風險之投資性商品，其二，加密貨幣可以做為市場中替代法定貨幣(legal tender)之特殊交易媒介。從比特幣在 2009 年成為全世界第一個去中心化的加密貨幣，自此之後無數種類似的加密貨幣被創造。迄今加密貨幣之種類多如繁星¹⁰，除廣為人知之比特幣、乙太幣、泰達幣等，各大交易所也自行發行加密貨幣。¹¹對於加密貨幣之定義，行政院對之作了闡釋：「(二)虛擬通貨¹²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，

¹⁰ 根據 <https://www.coinbase.com/explore>，網站之紀錄，目前可以交易的加密貨幣種類高達 9425 種。訪問日：2023 年 8 月 28 日

¹¹ LUNA 幣是由區塊鏈平台 Terraform 推出的加密貨幣，創辦人為來自南韓的 Do Keyong Kwon。在 Terraform 推出的穩定幣中，會分為兩種幣別，一種是 TerraUSD (UST)，1UST 長期維持約 1 美元的價格，是全球第三大穩定幣；另一種加密貨幣 LUNA 的價格則不固定，兩者屬於互相依賴的關係。舉例來說，兩者間共生關係為，當 1UST 價格為 1.5 美元時，投資者購買價值 1 美金的 LUNA，便可以換取 1UST 並賣出，獲得 0.5 美元的差價；反之，當 1UST 價格為 0.5 美元，投資者可以花 0.5 塊買下 1UST，得到價值 1 美元的 LUNA 幣後賣出。藉由此機制，便可以維持 LUNA 幣的稀有性與 UST 的價格穩定。而 LUNA 幣可以用來支付手續費，或是用於參與 Terraform 生態系的治理。2022 年，2022 年 5 月 9 日 15:00 (世界標準時間)，UST 開始失去與美元掛鈎的匯率。UST 脫鈎後，UST 和 LUNA 的價格大幅下跌，僅三週後，隨著 5 月 28 日 Terra 2.0 的推出，它們在生態系統中變得毫無用處。

參美國紐約地區聯邦法院，SEC v. Terraform Labs. And Do Hyeong Kwon
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612322007668>
https://tw.news.yahoo.com/luna%E5%B9%A3%E6%98%AF%E4%BB%80%E9%BA%BC-luna%E5%B9%A3%E6%80%8E%E9%BA%BC%E8%B2%B7-luna%E5%B9%A3%E7%94%A8%E9%80%94-094522747.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2x1LmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAF0crBxueDwo4eIYlF6SWG1SQ1Y0wnSg0kxFuOnamhRGS2F4kdRzWXBbF5pkop-DqgR3uaIoiC_ut30JRYRod6KLYTFyIQtsww1aX7vCbWE7zB-9gS67Gn4j1fT_bt1u3AMCcYmweOSKoiKqP8Y5shiSY_UJJuBWhBP7gcAE8m5j

¹² 此處虛擬通貨，即係本文所提之加密貨幣。

且用於支付或投資目的者。但不包括數位型式之新臺幣、外國貨幣及大陸地區、香港或澳門發行之貨幣、有價證券及其他依法令發行之金融資產。」(參行政院 110 年 4 月 7 日院臺法字第 1100167722 號令)。

關於加密貨幣濫用與相關偵查作為之文章論述頗多，本文希冀以美國法制角度去審視其定性加密貨幣之標準並輔以探討現今國內外對於加密貨幣犯罪之偵防，以期未來在跨國合作打擊加密貨幣詐欺或扣押加密貨幣過程中，能有所幫助。

參、加密貨幣的定性- 我國法制下關於加密貨幣之見解

一、金管會立場

根據現行法令，通說認為除了「具證券性質的虛擬通貨」(虛擬通貨乃採用行政院命令之稱呼)因屬有價證券而受證券交易法規範，以及洗錢防制法規範外，對於「虛擬通貨」交易並無其他明文規範，金管會遂以新聞稿方式提醒大眾投資虛擬通貨之風險¹³。然金管會已於 112 年 3 月，奉行政院指定擔任具金融投資或支付性質之「虛擬資產」交易所的主管機關，並參考歐盟、日本、韓國之國際監理趨勢，以循序漸進方式強化國內虛擬資產平台對客戶之權益保護。金管會已於 113 年 11 月 26 日修正公布「虛擬通貨平台及交易業務事業防制洗

¹³ [林繼恆*、楊岳平**、李鎧如，刑事政策與犯罪防治研究第三十期，2021 年 12 月。](#)

錢及打擊資恐辦法」¹⁴，再輔以洗錢防制規定為基礎，於112年9月26日發布「管理虛擬資產平台及交易業務事業(VASP)指導原則」(以下簡稱VASP指導原則)，VASP指導原則從交易資訊透明、客戶資產保管方式、平台業者內控管理、外部專家輔助等方面加強平台對客戶保護。¹⁵¹⁶筆者以為，參上開VASP指導原則之承辦單位是金管會下之證券期貨局證券商管理組，應可推認金管會將加密貨幣定性為具「證券」性質。

二、司法機關立場

(一) 比特幣不是法定貨幣，而是具高度投機性質財產上利益之無形財產(intangible)，並得為詐欺得利罪之客體：

根據臺灣高等法院107年度金上訴字第83號刑事判決要旨：

比特幣(Bitcoin)是一種基於去中心化，採用點對點網路與共識主動性，開放原始碼，以區塊鏈(Block Chain)作為底層技術的

¹⁴ 金管會於113年11月26日，以金管證券字第11303860246號令修正發布名稱及全文18條；除第7條另定施行日期外，其餘皆自113年11月30日起施行。參見金管會之網站<https://law.fsc.gov.tw/LawContentSource.aspx?id=GL003218#lawmenu>。

¹⁵ 「管理虛擬資產平台及交易業務事業(VASP)指導原則」2023-09-26參見金管會之網站。

¹⁶ 然上開VASP指導原則，係以業者自律為原則，故參見第三點，加密貨幣限定以非穩定幣之發行，然若有平台發行與穩定幣進行掛鉤之加密貨幣，例如類似LUNA幣時，恐生規範空窗。再者，該原則之第七點雖規定，平台業者須與銀行業者進行相同確認客戶身分之責(KYC)交易監控之責，然現行制度運行下，筆者已經遇到不少詐騙集團利用網路騙取或購買之個資，向加密貨幣平台註冊會員。然因長期以來，加密貨幣平台僅透過網路確認申請者之雙證件、郵件、門號，然因上開資訊皆已由詐騙集團所掌控，所以加密貨幣平台根本無法落實KYC監控。因此在取得加密貨幣平台認證通過後，被害人被騙款項往往於當日就轉入該加密貨幣平台內，再由該集團某成員轉至某加密貨幣錢包，以致於難以追回被害人受騙贓款。另外，就被冒名之會員申設者而言，因目前寬認「因網路找工作、網路借貸、家庭代工」受害人標準之前提下，上開會原申設者，亦難以刑法論責。又，以MAICOIN平台為例，因贓款係直接進入該會員加密貨幣帳戶內，而非進入會員原本綁定之台幣帳戶，以致於該台幣帳戶，根本未列入警示帳戶，無異形成一漏洞。

加密貨幣或虛擬資產；其取得除少數人可經由挖礦（Mining）方式取得外，主要取得的方式仍須以現金、商品或勞務等作為交換對價，亦即比特幣是由買受人以一定對價向持有人取得對比特幣之權利。另，比特幣得在公開市場上交易，受市場供需影響而有價格波動，性質上類同投資工具，雖經市場交易而有一定貨幣價值，若干國家（例如：日本）¹⁷亦認可其具有支付功能，但我國發行貨幣之主管機關即中央銀行、銀行法主管機關即金管會，基於以下理由均否定比特幣具有貨幣性質：(1)比特幣目前非為社會大眾普遍接受之交易媒介，且其價值不穩定，難以具有記帳單位及價值儲存之功能，不具真正通貨（real currency）特性；(2)比特幣非由任何國家貨幣當局所發行，不具法償效力，亦無發行準備及兌償保證，持有者須承擔可能無法兌償或流通之風險；(3)依據中央銀行法規定，該行發行之貨幣為國幣，對於國內之一切支付，方具有法償效力。此外，金管會復於103年1月6日再度重申：比特幣並非貨幣，係屬「虛擬商品」性質，尚不得作為社會大眾普遍接受之支付工具，故銀行等金融機構不得收受、兌換比特幣，亦不得於銀行ATM提供比特幣相關服務。金管會又於106年12月19日公開表示：比特幣為具有高度投機性的數位「虛擬商品」，價格波動極大，且具

¹⁷ <https://www.loc.gov/item/global-legal-monitor/2016-11-04/japan-bitcoin-to-be-regulated/>

有高度的投機性，社會大眾務必要審慎評估投資風險，且金融機構不得參與或提供加密貨幣相關服務或交易，有該會 107 年 5 月 15 日金管銀法字第 10701094250 號函在卷可佐（參見原審卷六第 283 頁）。

刑法第 339 條第 2 項之詐欺得利罪，係以得財產上不法之利益為要件，例如取得債權、免除債務之類。若詐得現實之財物，即與財產上不法之利益有別，則屬同條第 1 項（詐欺取財）之範圍（最高法院 25 年非字第 119 判例意旨參照。又詐欺得利，係指取得債權、免除債務、延期履行債務或提供勞務等財物以外之財產上不法利益（最高法院 86 年度台上字第 3534 號判決意旨參照）另，86 年 10 月 8 日修正公布之刑法第 323 條雖明文列舉「電能、熱能及其他能量或電磁紀錄，關於本章之罪，以動產論」，且同法第 343 條並有準用第 339 條詐欺罪之規定；但 92 年 6 月 25 日修正公布之刑法第 323 條規定「電能、熱能及其他能量，關於本章之罪，以動產論」，刪除「或電磁紀錄」，其立法理由略以：將電磁紀錄竊盜納入竊盜罪章規範，與刑法傳統之竊盜罪構成要件有所扞格。簡言之，為因應電磁紀錄之可複製性，並期使電腦及網路犯罪規範體系更為完整，現行法已將有關電磁紀錄部分修正刪除，將竊取電磁紀錄之行為改納入新增之妨害電腦使用罪章中規範。從而，電磁紀錄

已非刑法竊盜罪章所稱之動產，亦無從經由同法第 343 條之準用規定而成為詐欺取財罪之行為客體。又查，比特幣係電磁紀錄之虛擬物品，雖非有形財產，然交易上仍可由買受人以一定對價，直接或間接向持有人（例如幣託公司等加密貨幣平台）取得對比特幣之權利，買受人於取得比特幣後，可再次行使對該比特幣之權利，衡此情，比特幣係具有財產上利益之無形財產，自可作為刑法第 339 條第 2 項詐欺得利罪之行為客體。

（二）比特幣可以該當於銀行法之「收受款項」與「吸收資金」之客體、銀行法第 125 條認定範圍與新舊法比較：

雖臺灣高等法院 107 年度金上訴字第 83 號判決，其強調：「比特幣目前在我國的法律定位上並非貨幣，而係數位虛擬商品，銀行等金融機構不得參與或提供比特幣之相關服務或交易。換言之，比特幣目前並非銀行等金融機構「收受款項」或「吸收資金」之客體，縱使「非銀行」之人（自然人或法人）以比特幣作為投資契約之標的，非但未違反銀行專業經營原則，更與銀行法第 5 條之 1、第 29 條之 1 之收受款項或吸收資金等應由銀行專業經營之業務內容有別。且比特幣在現實交易上，雖可透過幣託公司轉賣為現金，然此並非透過銀行等金融機構交易，比特幣在銀行等金融機構間亦無強制流通性，不具有清算最終性。本件被害人購買比特幣，多係透過幣託公司或其他比

特幣平台所購買，被告等人雖以投資、互助為名，收受大眾投入比特幣至平台，再將被害人投入之部分比特幣以上揭方式變現牟利，實際上並未經營銀行特許業務，僅係以比特幣作為投資契約之，作為資本市場之金融工具，而與銀行收受存款之貨幣市場貸行為迥異，自非銀行法所欲管制或處罰之範圍」等語。然上開見解，業已因最高法院 111 年度台上字第 5556 號刑事判決而更替。參照上開最高法院 111 年度台上字第 5556 號刑事判決內容：「銀行法第 125 條第 1 項非法吸金罪之立法目的，乃以金融服務業務之運作攸關國家金融市場秩序及全體國民之權益，為安定金融市場與保護客戶及投資人權益，特以法律將銀行設定為許可行業，未得許可證照不得營業，並嚴懲地下金融行為，而同法第 29 條之 1 【以收受存款論】之規定，屬於立法上之補充解釋，乃在禁止行為人另立名目規避同法第 29 條不得收受存款之禁止規定，而製造與收受存款相同之風險。又違法吸金案件，係以訴求高額獲利，或以虛擬遊戲代幣、加密貨幣等，或以高利息與辦講座為名，或以保本保息、保證獲利、投資穩賺不賠等話術，推銷受益契約，隨吸金規模越大，影響社會金融秩序就越重大，故均為該條所欲規範處罰之對象。故此犯罪之收受款項或吸收資金，或約定返還本金或給付相當或高於本金，該款項、資金、本金之流動、付還，並非以實體現金幣別直接交付方式為必要，吸金犯罪手法上介入虛擬遊戲代

幣、加密貨幣等間接資金流動模式，亦足當之」，顯見目前司法實務已從僵化解釋銀行法規定，改由比較彈性目的解釋，只要是吸收具有財產上利益之有形或無形財產，均可該當於銀行法第 29 條之 1 之客體，而須受銀行法之規範¹⁸。該判決更言明，銀行法第 125 條之第 1 項與刑法第 38 條之 1 第 4 項要件不同，前者不要求被告主觀認識或故意，後者則須以被告主觀認識為前提。另，銀行法第 125 條之加重要件：銀行法第 125 條第 1 項於 107 年 1 月 31 日修正公布，並自同年 2 月 2 日起施行，原該條第 1 項後段規定「其犯罪所得達新臺幣 1 億元以上者」，修正規定為「其因犯罪獲取之財物或財產上利益達新臺幣 1 億元以上者」，觀諸此次修正立法理由謂以：「(一)104 年 12 月 30 日修正公布之刑法第 38 條之 1 第 4 項所定沒收之『犯罪所得』範圍，包括違法行為所得、其變得之物或財產上利益及其孳息，與原第 1 項後段『犯罪所得』依立法說明之範圍包括因犯罪直接取得之財物或財產上利益、因犯罪取得之報酬、前述變得之物或財產上利益等，有所不同。(二)查原第 1 項後段係考量犯罪所得達 1 億元對金融交易秩

¹⁸ 關於該案之被告等作案手法，判決亦提及：本件投資案之模式，有意投資者縱未持有比特幣，亦可透過現金交付投資款，或將款項匯至指定帳戶內等方式參與投資，而投資人可將其獲取之比特幣交易套現牟利，實為具有變現價值的計算工具，與現今社會上各種非法吸金手法，並無二致，屬於銀行法第 125 條、第 29 條之 1 之處罰範疇…被告等對本投資計畫之方案內容、獲利、獎金制度及交易操作模式等內容，知之甚詳，其等猶仍向親朋好友或不特定人介紹、說明，邀約他人前往聽取鄧錦芳等人舉辦之投資說明會，以此方式招攬他人參與投資，且其等向他人推介說明上開投資案時，並未限定投資人之資格、條件及人數等限制，顯有對不特定多數人招攬投資之情形，其等亦確有經手收受、轉交投資人之投資款項與調取比特幣，並協助向下線投資人解說相關電腦網站之操作方式，確已參與利用上開投資案吸收投資人資金之分工。

序之危害較為嚴重而有加重處罰之必要，惟『犯罪所得金額達 1 億元』之要件與行為人主觀之惡性無關，故是否具有故意或認識（即預見），並不影響犯罪成立，是以犯罪行為所發生之客觀結果，即『犯罪所得』達法律擬制之一定金額時，加重處罰，以資懲儆，與前開刑法係因違法行為獲取利得不應由任何人坐享之考量有其本質區別。鑑於該項規定涉及罪刑之認定，為避免混淆，造成未來司法實務上犯罪認定疑義，該『犯罪所得』之範圍宜具體明確。另考量變得之物或財產上利益，摻入行為人交易能力、物價變動、經濟景氣等因素干擾，將此納入犯罪所得計算，恐有失公允，故宜以因犯罪行為時獲致之財物或財產上利益為計，不應因行為人交易能力、物價變動、經濟景氣等因素，而有所增減，爰修正第 1 項，以資明確。(三)又『因犯罪取得之報酬』本可為『因犯罪獲取之財物或財產上利益』所包含，基此，銀行法第 125 條第 1 項後段修正後所謂「因犯罪獲取之財物或財產上利益」包括「因犯罪直接取得之財物或財產上利益、因犯罪取得之報酬」，顯與 93 年 2 月 4 日修法增訂第 125 條第 1 項後段所指「犯罪所得」包括「因犯罪直接取得之財物或財產上利益、因犯罪取得之報酬、前述變得之物或財產上利益等」之範圍較為限縮，此項犯罪加重處罰條件既有修正，涉及罪刑之認定，自屬犯罪後法律有變更，非僅屬純文字修正，且修正後之法律較有利於行為人，依刑法第 2 條第 1 項後段規

定，即應適用修正後銀行法第 125 條第 1 項後段規定論處。另，銀行法第 125 條第 1 項後段，並非單純文字修正，而屬新舊法比較之情形，且應適用修正後銀行法第 125 條第 1 項後段規定論處。

又查，銀行法第 125 條第 1 項後段係於 93 年 2 月 4 日修正公布時，增訂：「其犯罪所得達新臺幣 1 億元以上者」之加重其刑規定，僅以犯罪所得數額為加重處罰之前提，並未因同法第 29 條第 1 項規定之犯罪類型不同而有所異；無非認其犯罪結果影響我國金融市場之紀律及秩序，及社會大眾權益重大，而有嚴懲之必要，上開修法增訂時之理由亦指明：「所謂犯罪所得包括：因犯罪直接取得之財物或財產上利益、因犯罪取得之報酬、前述變得之物或財產上利益等」，顯非僅指犯罪實際獲得之利潤而言。故於違法吸金案件，其犯罪所得應指所收取之投資款項總額，即令犯罪行為人於所收取之款項後，負有依約轉付予他人之義務，於計算該法第 125 條第 1 項之犯罪所得時，仍不得用以扣除，始符立法本旨。

肆、美國法制對於加密貨幣之見解

一、貨幣說

即使的法律健全的美國，其不同的政府部門亦為比特幣(Bitcoin)制定了不同的政策。根據財政部金融犯罪執法系統(The Financial

Crimes Enforcement Network，簡稱 FinCEN)2013 年發布的加密貨幣個人管理《條例》，比特幣是一種「特殊性質貨幣」，雖然可以在某些情況下做為交易媒介，但是不具備法償性。¹⁹

二、財產說

根據美國國家稅務局 (Internal Revenue Service，簡稱 IRS)2014 年的《通知》(Notice)，比特幣等加密貨幣是「財產」而非「貨幣」。美國國稅局 IRS 於 2014 年發佈 2014-21，2014-16 I.R.B. 938 Notice(通知)，依照其所揭櫫之指導原則，依據聯邦所得稅規定，IRS 認為加密貨幣應視為財產²⁰，同時並提供指導原則²¹作為給加密貨幣財產交易的長期稅收課徵之依憑。在 IRS 之官方網站中，其在「FAQ」欄位中，羅列了數個加密貨幣交易常見之問題。IRS 對於加密貨幣立場，是將之認作財產，並適用財產交易項目之一般稅

¹⁹ The Financial Crimes Enforcement Network (“FinCEN”) is issuing this administrative ruling in response to issues and concerns related to FinCEN ruling, like FIN-2013-G001 (Issued: March 18, 2013)。根據上開發布之內容，FinCEN’s regulations define currency (also referred to as “real” currency 意即實體貨幣) as “the coin and paper money of the United States or of any other country that [i] is designated as legal tender and that [ii] circulates and [iii] is customarily used and accepted as a medium of exchange in the country of issuance.” In contrast to real currency, “virtual” currency is a medium of exchange that operates like a currency in some environments, but does not have all the attributes of real currency. In particular, virtual currency does not have legal tender status in any jurisdiction.

²⁰ Q-1: How is virtual currency treated for federal tax purposes?

A-1: For federal tax purposes, virtual currency is treated as property. General tax principles applicable to property transactions apply to transactions using virtual currency. 參見 notice 2014-21，參 https://www.irs.gov/irb/2014-16_IRB#NOT-2014-21。

²¹ 此即 notice 2014-21，參 https://www.irs.gov/irb/2014-16_IRB#NOT-2014-21

收原則，來計算加密貨幣交易的所應課徵之稅額。但是 IRS 並不將加密貨幣適用於聯合法稅法下之貨幣項目，故自無結算外幣收入或損失之問題。在計算加密貨幣之總收入時，收到加密貨幣作為商品或服務付款的納稅人必須從收到加密貨幣之日為準，以計算加密貨幣的公允市場價值，並以美元為衡量單位。IRS 更進一步論及加密貨幣之公允價值衡量法：納稅人須被要求確定加密貨幣在付款日或收款日的美元公允市場價值，如果加密貨幣在交易所上市，並且匯率由市場供求關係確定，則加密貨幣的公平市場價值是通過按匯率將加密貨幣轉換為美元（或轉換為另一種真實貨幣，而該貨幣又可以轉換為美元）來確定的。若加密貨幣換取的財產的公允市場價值超過納稅人調整後的加密貨幣基礎，則納稅人有應稅收益。如果收到的財產的公允市場價值低於加密貨幣的調整基礎，納稅人於此際則蒙受損失。IRS 亦對之損失是否可以扣除亦有所規定。²²簡而言之，IRS 將加密貨幣以一般財產方式來計算課稅，且不僅平台業者，連挖礦(mining)之個人，以加密貨幣作為支付工具之雇主，提供服務因而獲得加密貨幣之承包商，使用加密貨幣進行之付款之人，均須按照上開 IRS 之指導原則(Guidance)規定各有其報告義務與課徵之規範²³。

²² See Publication 544, Sales and Other Dispositions of Assets, for information about the tax treatment of sales and exchanges, such as whether a loss is deductible.

https://www.irs.gov/irb/2014-16_IRB#NOT-2014-21

²³ 相較於此，我國雖從打擊洗錢犯罪之觀點，由金管會擔任主管機關發布了 VASP 指導員則，但是該原則在稅法課徵上卻是付諸闕如。筆者以為，加密貨幣之所以能在黑市有其賣點，除了

三、美國於 2023 年 7 月公布之司法裁決

(一) SEC v. Ripple Labs, INC., Bradley Garlinghouse, and Christian A. Larsen(以下簡稱為 SEC v. Ripple 案)²⁴

首先，就程序而言，此為民事爭訟案件。依據 SEC²⁵所提出之經修改過後之起訴書，SEC 認為 Ripple Labs, Inc. 公司(下稱:Ripple 公司)與兩個執行長 Bradley Garlinghouse(下稱:Garlinghouse) 、 Christian A. Larsen(下稱:Larsen)，渠等行為均係屬違法招攬以及銷售跨州證券，從而違反 1993 年證券交易法第 5 條。另外，被告 Garlinghouse 、Larsen 涉犯幫助或教唆 Ripple 公司進行違反證券

隱匿性(但這一點已逐漸為現今科技金流分析所打破)之外，重大利基就是逃稅。尤其是非法收入一旦遁入加密貨幣，就可以合理解釋為何缺乏稅務資料，然而，此點正是賺錢的最大特徵(即欠乏任何稅務資料)。希冀我國未來能參考美國 IRS，將個人、業者，所有加密貨幣收益損失都視作應報告事項，將來應稅科目。如此始符合我國量能課稅、實質課稅原則。

²⁴ 起訴書請參 <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-338>，司法裁決請參 https://storage.courtlistener.com/recap/gov.uscourts.nysd.551082/gov.uscourts.nysd.551082.874.0_2.pdf

²⁵ 全名為美國證券交易委員會，亦即 Securities and Exchange Commission，以下均同美國命令之用法，簡稱之 SEC。

交易法第 5 條之行為²⁶。²⁷雙方在進入法院前先依據聯邦民事訴訟法規定，相互提出動議聲請簡易判決。²⁸ 相較於我國，簡易判決規定是美國聯邦民事訴訟法特有規定，聲請動議者須盡到舉證責任：本案並無事實上實質之爭議時，此際則生舉證責任之導置，讓反對者負起舉證責任：證明本案有事實上實質性爭議。(The moving party initially bears the burden of demonstrating the absence of a genuine dispute of material fact by citing evidence in the record. If the moving party meets its initial burden, the burden then shifts to the opposing party to establish a genuine dispute of material fact. 若聲請者滿足其舉證責任，則接下來舉證責任會

²⁶ 證券交易法第 5 條是強制披露訊息之規定。

該法案第 5 條，主要是透過制註冊規定來讓證券發行人(下稱發行人)履行訊息批露義務。事實上，因為多項豁免註冊證券主要是針對二級市場交易和小額發行，故本法案主要適用於發行人的一級市場發行。根據《證券法》第 5 條，所有發行人必須向證券交易委員會(SEC)註冊非豁免證券。第 5 條規定了發售證券的發行人的時間表和分配流程。實際的註冊過程在第 6 條中列出，其中註冊包括兩個部分：

首先，發行人必須提交構成招股說明書基礎的信息，並提供給潛在投資者。

其次，發行人必須提交未納入招股說明書但可供公眾查閱的額外信息。

SEC 規則規定了適當的登記表，這取決於發行人的類型和所提供的證券。同法第 7 條賦予 SEC 全權決定發行人必須提交哪些信息，但通常需要的是有關發行人以及所發行證券的條款的信息，以幫助投資者對投資形成合理的意見。

這些要求非常廣泛，包括發行人的業務描述、過去的業績、發行人高級管理人員和經理的信息、經審計的財務報表、高管薪酬信息、業務風險、稅務和法律問題以及發行證券的條款。

²⁷ 根據 ECF No. 819(法院准許 SEC 跟 Ripple 部分動議，也駁回 SEC 跟 Ripple 部分動議。法院認為基於公共利益大於私人利益考量，故法院駁回關於封緘之動議。亦即法院認為讓社會大眾接觸此等司法文件中資訊，就渠等對於法院判決之了解是有必要的，且此等利益是超過當事人之隱私權與商業利益。參 <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>

另外 15 U.S.C. §§ 77e(a) and (c)，也是規範業者於進行跨洲證券募集與銷售前，須事前提出登記聲明書，否則即為違法銷售行為。

<https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/77e>

²⁸ 請參考 Federal Rule of Civil Procedure 第 56 條關於簡易判決之規定。

https://www.law.cornell.edu/rules/frcp/rule_56

換到另外一方，去建立一個事實：本案就重要性事實有真正爭執）。當法院心證為：本案確實沒有事實上真正之爭議時，則可為簡易判決。（Summary judgment is appropriate where the record shows that there is no genuine dispute as to any material fact and that the moving party is entitled to judgment as a matter of law. Fed. R. Civ. P. 56(a)(c); see *Anderson v. Liberty Lobby, Inc.*, 477 U.S. 242, 247 – 48 (1986); *Celotex Corp. v. Catrett*, 477 U.S. 317, 322 – 26 (1986))²⁹。

A、事實背景

在 2011 和 2012 早期 Arthur Britto、Jed McCaleb 和 David Schwartz 開發了加密安全帳本或“區塊鏈”，也就是現在所謂之 XRP 帳本。他們的目標是創建一種更快、更便宜、更節能的替代比特幣之方案，當 XRP Ledger(帳本)於 2012 年推出時，其設計自身源代碼僅能生成 1000 億個 XRP 幣³⁰的固定供應量。XRP 幣是 XRP 帳本的原生數字代幣，XRP 帳本需要 XRP 幣才能運行。每個單位的 XRP

²⁹ In doing so, the non-moving party “may not rely on conclusory allegations or unsubstantiated speculation,” *Scotto v. Almenas*, 143 F.3d 105, 114 (2d Cir. 1998), as “unsupported allegations do not create a material issue of fact,” *Weinstock v. Columbia Univ.*, 224 F.3d 33, 41 (2d Cir. 2000). 如此一來，非聲請者，不能依靠像似結論性指控或是非實質性臆測去履行其舉證責任，因為以上未經證據支持者，不能建立一個重要性事實上爭點。

³⁰ 此即為通曉之瑞波幣，但筆者從英文司法裁決，仍以 XRP 幣稱之。

幣都可以再分為一百萬個“滴”(drops)，並且每個單位或滴的 XRP 都可以與任何其他單位或滴互換。

2012 年，Britto、被告 Larsen 和 McCaleb 創立了被告 Ripple 公司³¹，並且被告 Larsen 成為被告 Ripple 的首席執行官(CEO)，他一直擔任該職位直至 2016 年 12 月。由 XRP 帳本代碼所生成的 1000 億個 XRP 幣中，三位創始人就保留了 200 億個 XRP 幣給自己。（其中被告 Larsen 擁有 90 億個），並向被告 Ripple 公司提供了 800 億個 XRP 幣。在 XRP 帳本推出之前，創始人們並沒有出售任何 XRP 幣，Ripple 公司也從未擁有三位創始人保留的 200 億個 XRP 幣。

自成立以來，被告 Ripple 公司的使命就是通過技術促進網路上價值之轉移，以實現“價值網絡”。例如，被告 Ripple 公司“開發了軟體產品”RippleNet”，讓客戶可以清算跨國金融交易藉由相互協定。被告 Ripple 公司僅有部分產品和服務依賴於 XRP 帳本和 XRP 幣。XRP 帳本是植基於公開軟體上，任何人都可以使用該分類帳、提出交易、託管節點以驗證交易、提出對源代碼的更改或開發在分類帳上運行的應用程序。被告 Ripple 公司還資助了一些公司，作為其“Xpring”計劃的一部分，以激勵 XRP 帳本上其他使用“案例”的

³¹ Ripple 公司經過歷次的更名，原本稱呼 NewCoin, Inc. and 並且依照加州法註冊 SEC 56.1 Resp. ¶ 33. 之後於 2012 年 10 月分，又再度更名為 OpenCoin, Inc. in October 2012. 在 2013 年，the 公司又再度更名為 Ripple Labs, Inc., and 並於 2014 年依照 Delaware law 州法辦理公司登記。故基於此，法院稱呼本件被告公司為 Ripple，即使在指稱其前身 NewCoin and OpenCoin 時。

開發。暫且不論被告 Ripple 公司在 2020 年底前持有多少個 XRP 幣，兩造均同意，被告 Ripple 公司從 2013 起至 2020 年底，從事數個 XRP 幣之銷售與分配行為。被告 Ripple 公司通過其完全持有之子公司，根據書面契約直接向機構買家(institutional buyers)、對沖基金(hedge funds)等人出售 XRP 幣，此即為所謂之法人交易(Institutional Sales)。另被告 Ripple 公司在數位資產交易所(Digital asset exchanges)"程序化(programmatically)"或透過交易演算法(trading algorithms)進行 XRP 幣(此即"程序化銷售"³²)。被告 Ripple 公司在這些交易所平台所為之 XRP 幣銷售是盲目(blind)地買入賣出交易 XRP 幣(之所以稱盲目地交易，是因為被告 Ripple 公司並不知道是誰買了 XRP 幣，購買者也不知道係誰出售 XRP 幣給他)。SEC 宣稱被告 Ripple 公司在平台銷售中售出價值約 7.576 億美元的 XRP 幣。被告 Ripple 公司利用法人銷售以及平台銷售兩種銷售模式，將所得均收益用於本身公司經營。被告 Ripple 公司還將 XRP 幣作為接受服務之支付工具，例如被告 Ripple 公司將 XRP 幣分派給其旗下員工，當作薪水之替代物。被告 Ripple 公司並支付 XRP 幣與 Xpring 新計畫(initiative)去資助第三方以發展新的應用程式給 XRP 幣和 the XRP 帳本。總之，SEC 控訴 Ripple 知悉支付相當

³² 中文通常通都翻為"平台銷售"，亦即被告 Ripple 公司透過加密貨幣交易平台出售其所持有的 XRP 幣。本文也將在之後，通稱為"平台銷售"。

於每年 6.09 億美元給個人以及公司以換取服務。除此之外，被告 Larsen and Garlinghouse 還以個人名義方式銷售 XRP 幣。被告 Larsen 在 2016 年 12 月離開被告 Ripple 公司的 CEO 職務後，成為被告 Ripple 公司的董事會執行主席迄今。從 2013 年到 2020 年，被告 Larsen 透過電子資產交易所之平台交易，賣出數個 XRP 幣，並獲得至少 4.5 億美元進帳。被告 Garlinghouse 則在 2015 年 4 月應被告 Ripple 公司聘請為 COO，在被告 Larsen 辭去 CEO 職務後，被告 Garlinghouse 就在 2017 年 1 月 1 日替代成為公司 CEO 迄今。從 2017 年 4 月到 2020 年，被告 Garlinghouse 也透過上開交易所平台賣出其所有 XRP 幣並獲得約 1.5 億美元進帳。被告 Garlinghouse 也在此期間，從被告 Ripple 公司獲得 XRP 幣來當作其部分薪資。

另外，被告三人均未提交有關 XRP 幣的任何報價或銷售的註冊聲明書。被告 Ripple 公司也沒有公開提交任何財務報表或其他定期報告，也沒有提交有針對被告 Ripple 公司或 XRP 幣之 EDGAR³³申請書給 SEC（依規定，被告 Ripple 公司應就 XRP 提出 Form 10-Q, Form 10-K, or Form 8-K）。並且，SEC 控訴說：在 2013 年，被告三人開始進

³³ EDGAR, or “Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval,” is an electronic filing system developed by the SEC “to increase the efficiency and accessibility of corporate filings.”

[James Chen, Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval: Overview, FAQ, Investopedia](https://www.investopedia.com/terms/e/edgar.asp) (updated Feb. 13, 2022),

<https://www.investopedia.com/terms/e/edgar.asp>

行了數年廣泛地各種管道(channel)行銷努力，代表著他們努力不懈地尋求所謂的 XRP 幣之“用途”與“價值”。被告們並且將 XRP 幣視為投資這些努力的機會。SEC 指訴有許多的供述證據，包含資訊手冊、內部談話要點、公共部落格文章、社交媒體上的聲明、影片、對各種被告 Ripple 公司員工的採訪等等。被告們則爭執 SEC 上開事實上指控，並認為 SEC 從長達 8 年之許多作者和公開講者之陳述中，精挑細選地作了不當摘錄。從 2013 年，被告 Ripple 公司已經準備好了並散布描述其公司運作、XRP 幣交易市場、和 XRP 帳本之文件。例如，在 2013 和 2014 年時，被告 Ripple 公司創造了三本手冊，分別為“Ripple for Gateways”、“Ripple Primer”(Ripple 幣入門書)和一本“Deep Dive for Finance Professionals.”(金融專家之深入探討，下稱: Deep Dive)。這些文件都是公開散布給潛在或現有的 XRP 幣投資人並概述了 XRP 幣和被告 Ripple 公司間之商業模式。被告 Ripple 公司散佈“超過 100 本 Ripple for Gateways 予第三人”。

“Ripple Primer,” 則是已經廣泛散布，而“Deep Dive”則已經被張貼到被告 Ripple 公司官方網站並寄給超過 100 個人。在 2016 年底，被告 Ripple 公司開始每季地公開在其公司網站上刊登“XRP Market Reports,”(XRP 幣市場報告)，企圖去提供所謂的“透明度能見度”的 XRP 幣市場活動。Ripple 和其高層領導者使用了許多社

群平台包括 Twitter(推特), Facebook(臉書, 現更名為 Meta), Reddit(類似臺灣 PPT 或 Dcard)和 XRP Chat, 是一種最大的 XRP 幣線上討論平台, 被認為是最大的 Ripple 幣社群論壇去談論有關 XRP 幣跟 Ripple 公司。被告 Ripple 公司高層也在訪談中提及公司以及公司對 XRP 幣關係。例如, 被告 Larsen 就在數次訪談中提 XRP 幣, 被告 Garlinghouse 則在接受新聞報章雜誌, 例如 Financial Times、CNBC、Bloomberg 彭博社等採訪時、the Economic Club of New York 之類組織談話時、被告 Larsen 所參與之 DC Fintech 會議中等, 不斷提到公司經營以及 XRP 幣市場。

SEC 除了藉由以上論點主張被告們應負責之外, SEC 並提出一項特別主張即: 被告們曾經收過關於 XRP 幣招募與銷售之法律建議 (Receipt of Legal Advice About XRP Offers and Sales)。在 2020 年 2 月在 XRP 帳本出現後, 被告 Ripple 公司之發起人包括被告 Larsen, 收到了來自 Perkins Coie LLP 法律事務所之備忘錄, 該備忘錄對公司所提出之產品以及商業結構進行審查, 並分析了關於被告 Ripple 公司運作之法律上風險, 進而建議被告們去採行降低此些風險的步驟。(review the proposed product and business structure, analyze the legal risks associated with Ripple, and recommend steps to mitigate these risks.) 該份備忘錄也分析了關於銷售 XRP 幣之

法律風險。在備忘錄中，其特別陳述說” 假設 XRP 幣被賣給投資人，XRP 代幣很有可能被認定是證券。又某程度上而言，發行 XRP 幣並不算投資金錢，故就此， XRP 幣被認為是投資契約的風險是低的。

(“if sold to investors, XRP tokens are likely to be securities,” and “to the extent that the founders’ issuance of XRP does not involve an investment of money, there is a low risk that XRP will be considered an investment contract.” Id. ¶¶ 986, 989; see ECF No. 846-29 at 5, 12.)。

另，在 2012 年 10 月，被告 Ripple、Larsen，和其他人收到來自該律所之另外一份備忘錄。該份備忘錄則是特別受到公司要求去審視 Ripple 公司網路和 XRP 幣的特徵，並尋求關於降低相關法律風險之建議。(“review the proposed features of the Ripple network and XRP and to provide recommendations for mitigating relevant legal risks.” Defs. 56.1 Resp. ¶ 987; see ECF No. 846-30 at 3.)。該份備忘錄紀載：儘管我們相信在聯邦證券法下，XRP 代幣並不構成” 證券” 是強而有力之論點，但因欠缺相關案例法，故雖然小但仍有遭 SEC 認定為證券之可能。(“although we believe that a compelling argument can be made that XRP tokens do not constitute ‘securities’ under federal securities laws,

given the lack of applicable case law, we believe that there is some risk, albeit small, that the SEC disagrees with our analysis.” Defs. 56.1 Resp. ¶ 993; see ECF No. 846-30 at 6.)

該份備忘錄甚至還提到：越多創始人和 Ripple 公司提倡把 XRP 幣當作一種投資機會，SEC 就越有可能將對之採取行動並認定購買 XRP 幣是投資契約。(the more that the founders and Ripple promote [XRP] as an investment opportunity, “the more that the founders and Ripple promote [XRP] as an investment opportunity, the more likely it is that the SEC will take action and argue that XRP tokens are ‘investment contracts.’” Defs. 56.1 Resp. ¶ 993; see ECF No. 846-30 at 6). 被告 Larsen 審視了該兩份備忘錄並且與該律所律師就此提出討論。兩份備忘錄都依據最高法案下對於 SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946) 案件中對於投資契約認定標準概述，來分析 XRP 幣之性質。

2020 年 12 月 22 日，SEC 開始採取行動。2021 年 2 月 18 日一個修正過的起訴書被公布。相關之事實調查結束於 2021 年 8 月 31 日。專家調查程序則結束於 2022 年 2 月 28 日。在 2022 年 3 月 11 日承審法院駁回 SEC 關於攻擊被告 Ripple 公司積極性防禦(SEC 行為未經合法通知，違反正當程序權利保障)之動議 (the SEC’ s motion

to strike Ripple’ s affirmative defense that it “lacked . . .

‘notice that its conduct was in violation of law, in contravention of Ripple’ s due process rights’ ECF No. 128.

ECF No. 440.) 。同日該法院也駁回(also denied)被告

Garlinghouse and 被告 Larsen 之各別的聲請駁回之動議(separate

motions to dismiss, ECF Nos. 105, 110. MTD Order, ECF No.

441. On March 6, 2023)。最後，法院是部分准許並部分駁回了兩造

之聲請排除專家證言之動議。(the Court granted in part and

denied in part the parties’ motions to preclude expert

testimony , ECF No. 814.) 。在 2022 年 9 月 13 日雙方均聲請簡易

判決動議前，法院也審查了不少文件:例如法庭之友陳述、區塊鏈協

數位、Coinbase、Cryptillian 支付系統有限責任公司、加密創新委

員會等。(ECF No. 706; the Chamber of Digital Commerce, ECF

No. 649; Coinbase, Inc., ECF No. 705; Cryptillian Payment

Systems, LLC, ECF No. 716; the Crypto Council for Innovation,

ECF No. 711; I-Remit, Inc., ECF No. 660; the New Sports

Economy Institute, ECF No. 717)。

B、法律分析

(1)證券交易法第 5 條與豪威測試

根據證券交易法第 5 條，若任何人直接或間接地去公開招募、或是買受一個“證券”是違法行為，除非先有一個有效的登錄聲明書或已經向 SEC 提交關於此項銷售之聲請。故 SEC 為了證明被告們行為業已違反證券交易法第 5 條，SEC 必須要舉證到以下程度：

1. 證明是該交易沒有有效的或是尚未提交登記聲明書之情(that no registration statement was filed or in effect as to the transaction)；
2. 被告直接或間接地已經公開募集或是賣出了“證券”(the defendant directly or indirectly offered to sell or sold the securities)；
3. 被告們以跨州方式經營【through interstate commerce. See SEC v. Cavanagh, 445 F.3d 105, 111 n.13 (2d Cir. 2006).】；

就本案而言，根據法院文件記錄，被告們並不爭執他們已經進行跨州公開募集或是已經賣出 XRP 幣。他們也不爭執在沒有提交出登記聲明書給 SEC 前提下，就為上開銷售行為，他們並 (Defendants do not dispute that they offered to sell (1)and sold XRP through interstate commerce. See, e.g., Defs. 56.1 Resp. ¶¶ 647, 716,

868, 870. They also do not dispute that they did not file a registration statement with the SEC for any offer or sale of XRP. Id. ¶ 928. The question before the Court is whether Defendants offered to sell or sold XRP as a security.)。故本案法庭上攻防之爭點，即為「是否被告們之上開行為，是把 XRP 幣當成“證券”在銷售」。

就原告方而言，SEC 控訴被告們係以投資契約方式賣出 XRP 幣，並依照證券法 15 U.S.C. § 77b(a)(1) 規定，此種 XRP 幣這是一種“證券”。被告們則爭執，他們並未以投資契約方式來銷售 XRP 幣，故因此不需要登記申明書。(Defendants argue that they did not sell XRP as an investment contract, and, therefore, no registration statement was required. See, e.g., Defs. Mem. at 3, 36, ECF No. 825; Defs. 56.1 Resp. ¶ 928)。然而，在先前豪威測試中(SEC v. W.J. Howey Co.)，最高法院認為依據該判例，所謂的投資契約必須具備三要素，(i)一個人投資了他的錢、(ii)將金錢匯聚在在共同企業中、(iii)投資人並且期望藉由第三方或該發行人努力來單純獲利。【the Supreme Court held that under the Securities Act, an investment contract is “a contract, transaction[,] or scheme whereby a person [(1)] invests his money [(2)] in a

common enterprise and [(3)] is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party.” 328 U.S. at 298 – 99; see also SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 393 (2004).】。最高法院並認在分析合約、交易、計劃是否屬於投資合約時，應“實質應重於形式，並把焦點放在經濟現實、綜合情況去探討。(In analyzing whether a contract, transaction, or scheme is an investment contract, “form should be disregarded for substance and the emphasis should be on economic reality” and the “totality of circumstances.” 【Tcherepnin v. Knight, 389 U.S. 332, 336 (1967); Glen-Arden Commodities, Inc. v. Constantino, 493 F.2d 1027, 1034 (2d Cir. 1974).】。

針對此被告們提出了“基本要素”測試之抗辯（“Essential Ingredients” Test）。在律師的簡易判決動議之書面辯論文件（Brief³⁴）被告們提出了一個新穎觀點亦即“基本要素測試”（“essential ingredients” test）。被告認為除了豪威測試（Howey test），所有投資契約必須具備三個基本要素（essential ingredients），分別為（i）“發起人與投資者之間的契約中，確立

³⁴ Brief 是律師向法庭提交的表明其對案件的觀點的書面辯論文件，稱作“律師辯論意見書”或“辯論摘要”。在 brief 中，律師要以說服法官為目的而去分析相關案件的問題，brief 通常包括對案件事實的概述、相關法律及關於該法律對於本案實質之應用結果等。

了投資者對投資的權利” ；(ii)該契約“對發起人施加售後義務，為投資者的利益採取特定舉措” ；(iii)並“授予投資者有權從發起人利用投資者資金產生回報中，去分享利潤。【(i) “a contract between a promoter and an investor that establishe[s] the investor’ s rights as to an investment,” which contract ；(ii) “impose[s] post-sale obligations on the promoter to take specific actions for the investor’ s benefit” and (iii) “grant[s] the investor a right to share in profits from the promoter’ s efforts to generate a return on the use of investor funds.” Defs. Mem. at 2; see id. at 13-28.】。

然而，法院拒絕採用被告的「基本要素」測試，並認為該測試要求法院超越豪威測試的文義解釋，並施加了最高法院所未要求的額外要求。(The Court declines to adopt Defendants’ “essential ingredients” test, which would call for the Court to read beyond the plain words of Howey and impose additional requirements not mandated by the Supreme Court.”。承審法院認為不管是豪威測試及其後案例法，均不認為投資合約定性中，有存在被告所謂的「基本要素」要求。(The Court sees no reason to do so. Neither Howey, nor its progeny, hold that an

investment contract requires the existence of Defendants’ “essential ingredients.”)。簡言之，承審法院認為在豪威測試中，最高法院用詞是“獲利”(profits, which was intended to refer to income or return)。且此種財務上獲利回饋，並不同於“基本要素測試”中之“因契約而生事後分潤義務”(and financial returns on investments are not equivalent to post-sale obligations or profit sharing.)³⁵。被告們亦沒有具體指出之前判例曾有採用“要素測試”者。故在豪威一案中，法院認為依據州法院對於“投資契約”之定義應為：在判斷相關測試時，“以確保從投資人能其使用中獲得收入或利潤的方式，來進行資本配置或支出的合約或計劃”(relied on the state courts’ definition of an investment contract as “a contract or scheme for the placing of capital or laying out of money in a way intended to secure income or profit from its employment” when fashioning the relevant test)。甚者，最高法院依據國會所規定之證券交易法基本目的指引，認為人類的創造力幾乎是無限的”(was guided by the “fundamental purpose undergirding the Securities Acts,” in which

³⁵ 換言之，基本要素測試，比起豪威測試，多了形式上具體明文規定契約存在之要求。而豪威測試，則是不拘泥於形式，重於實質。

Congress “painted with broad brush” in recognition of the “virtually limitless scope of human ingenuity.”。參 *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56, 60 – 61 (1990)。在豪威案件之後 75 年多來的證券法判例中，也有多種虛擬資產案件，例如 *ATB Coins* 資產管理乙案，其並未賦予購買者按比例分享任何 *ATB* 管理的交易所產生的利潤的權利，但因為正式分潤機制不是投資契約必要要素，故仍無礙其投資契約之成立。參 *Balestra v. ATBCOIN LLC*, 380 F. Supp. 3d 340, 354 (S.D.N.Y. 2019)。因為豪威測試的目的是”體現一種靈活的而不是靜態的原則，這種原則能適應那些尋求以承諾分潤，來使用他人金錢的人，且此原則能應用無數其他人以利潤為承諾之方案和其他可改的變方案。” 328 U.S. at 299。(embody a flexible rather than a static principle, one that is capable of adaptation to meet the countless and variable schemes devised by those who seek the use of the money of others on the promise of profits.” 328 U.S. at 299)。換句話說，豪威測試的目的是實現“為投資者提供一個廣泛保護的法定政策”，這種保護“不會受到不切實際和不相關的公式的阻礙”(“[t]he statutory policy of affording broad protection to investors,” protection that is “not to be

thwarted by unrealistic and irrelevant formulae.” Id. at 301.)。

因此法院不採納被告上開“基本要素”測試辯稱，也不認為投資契約需有形式上書面存在為前提。(The Court does not reach Defendants’ first “essential ingredient”: that a contract must exist for an investment contract to exist)。承審法院區分被告們銷售模式³⁶，並一一分論是否通過豪威測試，而構成“證券”，於此分述如下。

(2)各別修售模式之分析

I. 法人機構銷售模式(Institutional Sales)

根據豪威案，法院分析標準是以“經濟現實以及要約和銷售的總體情況(economic reality and totality of circumstances)”來判斷是否為“投資契約”。所以不論有形³⁷(tangible)、無形資產(intangible assets)均可作為投資契約之標的。以豪威案為例，系爭的原始柑橘園後來被轉售，這些轉售可能會也可能不會構成投資契約，這須取決於後來交易的總體情況。所以被告辯稱XRP幣類似白銀、

³⁶ 法院區依照被告之銷售模式，做了四種區別：分別為透過法人機構銷售XRP代幣、透過平台銷售XRP代幣、透過支付薪酬等方式支付XRP代幣、透過被告Larsen和被告Garlinghouse個人名義之公開募集與銷售模式。

³⁷ 例如黃金、白銀、糖等。

黃金等一般資產故不具備證券之特徵等語，承審法院認為這種論點是沒有抓到重點的。因為即便是普通資產表現出商品或貨幣的某些特徵，它仍然可以作為投資契約標的來銷售。重點在於：一個符合豪威測試“方案”，其中包括以 Gram 的銷售和分配為中心的全套合約、期望和理解。豪威測試是要求全面審查各方的理解和期望。(While helpful as a shorthand reference, the security in this case is not simply the [digital token, the] Gram, which is little more than alphanumeric cryptographic sequence This case presents a “scheme” to be evaluated under Howey that consists of the full set of contracts, expectations, and understandings centered on the sales and distribution of the Gram. Howey requires an examination of the entirety of the parties’ understandings and expectations.)。然而，XRP 幣作為一種加密貨幣，本身並沒有體現投資合約 Howey 要求的「合約、交易、或計劃」。相反地，承審法院認為需要一一檢視被告之 XRP 幣銷售和分銷下的不同交易和計劃的整體情況來決定 XRP 幣之性質。

【XRP, as a digital token, is not in and of itself a “contract, transaction[,] or scheme” that embodies the Howey requirements of an investment contract. Rather, the

Court examines the totality of circumstances surrounding Defendants' different transactions and schemes involving the sale and distribution of XRP. See *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. 551, 560 n.11 (1982)】

SEC 聲稱，此些法人機構銷售是通過特定渠道將 XRP 幣分配到公開市場，並且甚至 “一些機構[買家]係以掮客身分購買 XRP 幣，嗣後再將其轉售。而參照豪威測試的第一個要件，是檢查本案交易是否為「金錢投資」。於此種模式，法人機構買家透過提供法定貨幣或其他貨幣來換取 XRP 幣並進行投資。被告們並不爭執 Ripple 公司透過此法人機構銷售取得 XRP 幣資金。然而，被告們辯稱，「金錢投資」與「僅僅支付金錢」係屬二事，也就是說，豪威測試，不僅要求支付金錢，而且要求有投資這筆錢的意圖。(However, Defendants argue that an “investment of money” is different from “merely payment of money” —that is, *Howey* requires not just payment of money but an intent to invest that money. See Defs. Opp. at 18 – 19.)。

然而。被告們上開論點並無任何判例支持。承審法院認為本案爭執點應是法人買家是否有 “提供資金(provided the capital, *Howey*, 328 U.S. at 300)，提出資金(“put up their money,”

Glen-Arden, 493 F.2d at 1034), 或 提供現金 (“provided” cash, Telegram, 448 F. Supp. 3d at 368 – 69)。因被告們對法人機構已經付款乙情並沒有異議；因此，法院認為這項要素已經成立。接下來，法院認為應審查第二要件亦即有「共同企業之存在」。(the existence of a “common enterprise,” 328 U.S. at 301)。然此要件可以透過「橫向共同性」的展現來證明來審查。

【“horizontal commonality,” Revak v. SEC Realty Corp., 18 F.3d 81, 87 (2d Cir. 1994).】所謂橫向共同性，是指當各個投資者的資產被匯集在一起並與整個企業的成功聯繫在一起時，就存在橫向共性。參 SEC v. SG Ltd., 265 F.3d 42, 49 (1st Cir.2001)。就本案而言，依據兩造不爭執的紀錄，顯現出橫向共同性之存在。被告 Ripple 公司將法人機構銷售所得都匯聚在數個子公司名下之數個網路銀行帳號。儘管被告 Ripple 公司有區分旗下子公司之銀行帳號，但實則被 Ripple 公司控制了所有銀行帳號，並且將法人機構銷售所得之資金再運用於公司運營上。(See Defs. 56.1 Resp. ¶¶ 255 – 56; SEC Reply at 8; cf. Defs. Opp. at 22 – 23; Defs.Reply at 19 – 20, ECF No. 832.)。

被告們並不否認被告 Ripple 公司沒有「隔離和單獨管理」投資者們的資金或也沒有讓「客戶利潤保持獨立」。參 Kik, 492 F. Supp.

3d 179。並且，被告 Ripple 公司的會計師將所有與 XRP 幣相關的收益均記錄在一起。此外，每個法人機構買家的獲利能力都與被告 Ripple 公司的財富和其他機構買家的財富命運相繫，因為所有機構買家都收到了相同的可替代之 XRP 幣。

更有甚者，被告 Ripple 公司利用從法人銷售中獲得的資金，來開發 XRP 幣之用途和保護 XRP 幣之交易市場以促進和增加 XRP 幣的價值。當 XRP 幣價值上漲時，所有法人機構買家都按照其持有的 XRP 幣比例而獲利。故法院認定第二要件之共同企業性存在。且本案有明確記錄顯示有明顯資產匯集，法人機構買家的財富又與該企業的成功以及其他法人買家的成功息息相關。申言之，所謂之橫向共同性，即加密貨幣購買者「擁有相同的工具，其價值完全取決於 TON 區塊鏈的成功或失敗」以及「投資者的財富直接與 TON 區塊鏈作為一個整體的成功”。法院認定有共同企業之存在，因為記錄顯示有資產匯集，且機構買家的財富與該企業的成功以及其他法人買家的成功息息相關。

最後法院進行豪威測試之第三要件審查亦即被告 Ripple 公司之機構法人銷售模式是否導致法人買家產生「對從他人的企業或管理努力中獲得利潤有合理的期望」？在這種情況下，利潤是從寬解釋，包含「收入或回報，包括股息、其他定期付款或資產的增值」

等。並且「從他人的努力中來獲得利潤的合理期待」乙節，是不需要此是購買者購買此投資的唯一原因；「此要件是一項客觀調查，重點在關注發行人向投資者做出的承諾和要約；它不是尋找每個參與者的確切動機。根據整體情況，承審法院認為，處於機構法人買家地位的理性投資者會購買 XRP 幣，並期望他們能從被告 Ripple 公司的努力中獲得利潤。從被告 Ripple 公司的通訊、行銷活動和法人銷售的本質來看，理性的投資者會理解 Ripple 公司將利用從法人機構銷售中獲得的資金來改善 XRP 幣市場並開發 XRP 帳本的用途，從而增加 XRP 幣的價值。從 2013 年開始，被告 Ripple 公司透過分發宣傳冊向包機構法人買家在內的潛在投資者推銷 XRP 幣，宣傳 XRP 幣是與公司成功息息相關的投資。例如，在分發給潛在投資者的「Deep Dive」手冊中，被告 Ripple 公司解釋說，其「商業模式是基於對 XRP 幣的需求將會增加的信念…如果 XRP 幣協定被廣泛採用，…如果 XRP 幣協定成為全球價值轉移的支柱，公司預計 XRP 幣的需求將相當可觀”。“Gateways” 手冊也說明了 公司商業上成功植基於 XRP 幣的成功”，並在文本下方包含了比特幣價格變化的圖形表示：“加密貨幣能否真的能創造並維持價值嗎？ 比特幣證明了它可以。”。總之，被告公司不斷透過財報、手冊、媒體去宣揚 XRP 幣漲了，並將 XRP 幣價格上漲、XRP 幣交易跟公司自身努力結

合。被告 Ripple 公司在 2017 年第一季市場報告指出，該公司的努力 – 包括「其對 XRP 幣的承諾、宣佈建立新的業務關係以及繼續與銀行簽約以商業部署其企業區塊鏈解決方案並加入其全球支付網絡」—亦造就 XRP 幣的價格上漲，並且是一種「令人印象深刻」的增幅交易量。2017 年第二季度 XRP 市場報告強調了 XRP 幣的“戲劇性”和“令人震驚”的價格上漲，並指出“市場對 XRP 幣之託管和去中心化公告做出了積極的反應”。在此期間，被告 Ripple 公司的高層領導在各種公共管道上也發表了類似的聲明。例如被告 Larsen 在 2014 年受訪中表態道：「對於公司來說…為了做好，我們必須在保護 XRP 幣的價值和網絡的價值方面做得很好，」並要求潛在投資者“給予公司時間”，“為 XRP 幣增加最大價值”協議。”同樣地，身為公司之首席密碼學家 David Schwartz, 亦在 Reddit 中寫道”公司利益與 XRP 幣持有者緊密相連”等語。2018 年 2 月，Schwartz 再度在 Reddit 上發文稱，「真正將 XRP 與任何其他數位資產區分開來」的是「Ripple 成功聚集了一支由投入、致力奉獻的專業人士組成的令人驚嘆的團隊，設法去蓄積開發圍繞著 XRP 幣的生態系統」。另，被告 Garlinghouse 在 2017 年 12 月之訪談中，陳述 XRP 幣給予公司「巨大的戰略資產去投資並加速實現價值互聯網的願景」。換言之，被告 Ripple 公司和公司高層，毫

不避諱地公開地強調 XRP 幣複雜之網路價值(“internet of value”)，並且重複陳述需要廣大資金以解決此萬億美金問題。承審法院並引述了被告 Garlinghouse 在 YOUTUBE 之陳述，Schwartz 在 Reddit 上發表之文章，上開論述都遭法院引用並認定被告 Ripple 公司係整體性地向機構法人投資者，傳達 XRP 幣未來潛力與被告們努力之訊息。從而，此些機構法人買家，自會理解被告 Ripple 公司正在為 XRP 幣提出投機價值主張，並欲從被告 Ripple 公司的經營和管理努力中獲得潛在利潤。這同時也佐證了被告 Ripple 公司對法人機構之銷售 XRP 幣行為，是一個投資行為，而不是單純性消費行為。並且在渠等之銷售契約中，有些法人機構同意約定鎖住條款(lockup provisions)³⁸或轉賣限制條款(resale restrictions based on XRP’ s trading volume)或賠償金條款。最後法院依據了考量經濟現實與總體情況(economic reality and totality of circumstances)，認為被告對於法人機構之銷售行為構成違法證券交易法第 5 條之未經登錄之公開募集與銷售證券行為。因為上開限制約定條款顯然與 XRP 幣被充作貨幣或用於其他消費用途的概念不一致。

³⁸ The court considers that a rational economic actor would not agree to freeze millions of dollars . . . if the purchaser’ s intent was to obtain a substitute for fiat currency.” Telegram, 448 F. Supp. 3d at 373.

II. 平台銷售模式(Programmatic Sales)

SEC 控訴透過數位資產交易所去銷售給一般大眾，被告們顯然知道投資人是將 XRP 幣視做投機性投資，並且被告們是有意地明確針對此些投機者並以投機量的增加成為目標。但法院卻採不同意見。雖然機構法人買家們是合理期待被告公司會將資金運用在改善 XRP 幣生態系統並因此提升 XRP 幣價值。但法院認為對於平台買家們(Programmatic Buyers)，並沒有類此客觀上之合理期待存在。儘管平台上銷售行為是盲目地購入與販出 XRP 幣，但就平台買家們而言，他們當時並不知道金錢會流至被告公司或是任何其他 XRP 幣銷售者。故承審法院得出結論：根據無可爭議的記錄記載，法院無從確立第三個豪威測試要件被建立³⁹。

³⁹雖該法院認是自 2017 年以來，平台銷售所得僅佔全球 XRP 幣交易量的不到 1%。因此，絕大多數從數位資產交易所購買 XRP 幣的個人根本沒有將資金投資於被告 Ripple 公司；且散戶雖然期望自 XRP 幣獲利，但是並未期望是透過被告 Ripple 公司之努力來獲利，最多僅能說散戶對於公司努力是其等購買 XRP 幣之“動機”。然而，筆者無法苟同該審法院上開見解。其一，加密貨幣並非如同公司股票，有何任何足以信評之財報可言。其二，更有謂者加密貨幣之價值，是仰賴巨大經濟實力之操縱者身上，例如某些持有多個加密貨幣之富豪或平台業者自身。從而，就加密貨幣本身而言，就是一項投機性極高之無形資產。縱然，平台買家們不知道，甚至他們根本也不在乎，買賣對象是誰，但他們唯一在乎的就是“加密貨幣本身之交易價值”、“未來成長性”。而此未來成長性，絕非是來自此些散戶之努力。這些散戶之所以堅信持有該加密貨幣是項好的投資，是因為他們相信被告公司所公開發表的訪談、手冊、社群媒體上發言。而上開公司言論不僅是針對法人機構發出，亦是針對散戶傳播同樣訊息。被告公司之言論將公司、公司對生態系統付出與機構法人、散戶手上握有加密貨幣價值作了強烈連結(commingle)，並且散戶也知道如果一旦擠兌，他們手上握有之 XRP 幣將如同 LUNA 幣一般毫無價值。此外，依照之前雙方都認可之紀錄，被告公司並未將平台買家注入之資金與法人買家、公司資金區分，既然散戶買家都希望能以搭便車方式的進入被告公司大資金水庫，來拉抬手上 XRP 幣之價值（實際來說，就是透過被告公司經濟匯聚力來操縱加密貨幣市場，拉抬 XRP 幣之價值）。否則散戶是希冀誰去努力提升 XRP 幣之價值呢？承審法院僅以形式上理由，主張散戶無法知悉買賣對象為何人，而認為本件銷售模式不具備豪威測試第三要件。上開法院理由，不僅稍嫌薄弱（因為透過科技金流分析器，其實是可以找出對應銷售對象的虛擬錢包網址，進而特定出交易對象。且美

III. 其他經營模式 (Other distributions)

被告公司最後一類 XRP 幣公開募集和銷售是“根據書面合約所進行的其他分配”。根據被告公司之經審計的財務報表，有相當於 6.09 億美元的 XRP 幣充作‘現金以外的對價’之紀錄(例如把 XRP 幣當作現金支付)。此些包括分配給員工薪酬以及作為被告 Ripple Xpring 計劃的一部分向第三方支付 XRP 幣以作為開發 XRP 幣和 XRP 帳本的新應用程式的對價。SEC 聲稱，“被告 Ripple 公司通過將 XRP 幣轉移給第三方，然後讓他們將 XRP 幣委賣到公開市場來為被告公司項目提供資金。”此種經營模式，並不能滿足豪威測試的第一點，亦即證明該等交易或計劃中存在「資金投資」(investment of money)。豪威測試第一要件，要求 SEC 須證明投資者“提供了資本”(provided the capital)；或是“交出他們的錢”(put up their money)；或“提供現金(provided cash)。“在投資合約下，購買者都放棄了一些有形且可定義的對價，以換取實質上具有證券特徵的權益”，參 Int’l Bhd. of Teamsters v. Daniel, 439 U.S. 551, 560 (1979)。然而，依據法院之記錄，此際之接收者沒有向被告 Ripple 公司支付金錢或支付「一些有形且可定義的對

國法院亦認可加密錢包地址可以作為被告對象)，故法院上開理由顯然徒具形式，忽略市場現況之嫌(上開要求不僅有跳脫過往豪威測試之分析，且與被告初始抗辯之“基本要件”測試同，均增加法未要求的形式要件)。故對此類散戶銷售行為，筆者之立場，是認同 SEC v. Terraform and Do Hyeong Kwon 之見解。關於該法院見解請詳後述。

價」。相反地，被告 Ripple 公司向這些員工和公司支付了 XRP 幣。

另，事實上，亦沒有證據證明“被告 Ripple 公司透過將 XRP 幣轉讓給第三方，然後讓他們出售 XRP 幣來為被告公司之項目提供金”之情，故法院理由認：被告 Ripple 公司從未收到此類 XRP 幣之付款。

雖在 SEC 之反對文件中，SEC 辯稱，此種分配(other distributions)是間接公開發行(indirect public offering)，因為「自被告公司接收 XRP 幣之各方，例如 Xpring，可以透過轉移他們的 XRP 幣（以換取另一種貨幣、商品或服務）給另一個持有者。」【 transfer their XRP (in exchange for units of another currency, goods, or services) to another holder】。

⁴⁰無論如何，SEC 並沒有有效建立出此二級市場銷售是投資合約的公開募集或銷售的論點，特別是在此些經營模式之金錢均未交回給被告 Ripple 公司，故法院認為本經營模式無法建立豪威測試之第一要件。

⁴⁰ SEC 並未控訴其他種類之接受者，例如被告公司員工、Xpring 第三方公司(that the recipients of these Other Distributions, like Ripple employees 員工 and Xpring third-party companies)或是被告公司之承銷者。

IV. 被告 Larsen' s and Garlinghouse' 之公開募集與銷售行為(被告 Larsen' s and Garlinghouse' s Offers and Sales)

根據證券交易法第 4 條(a)(1)款規定，豁免了除了發行人、承銷商、自營商之交易責任。但 SEC 認為此豁免不適用於被告 Larsen 和被告 Garlinghouse。因為他們是被告 Ripple 公司的“特殊關聯人”(affiliates)，並且“是發行人的特殊關聯人(例如高級職員、董事或控股股東)，故一般而論，通常不得主張上開豁免規定。

承審法院認為此問題之法律分析，就如同平台銷售之分析，被告 Larsen 和被告 Garlinghouse 的 XRP 幣銷售也是透過平台程式進行盲目買賣交易。渠等均不知悉 XRP 幣交易之對象，正如同買家也不知道 XRP 幣是自其等手中購入般。故同上開平台銷售之法律分析，依法而論，法院無從建立豪威測試之第三要件。

V. SEC 指控被告 Larsen 和被告 Garlinghouse 涉嫌幫助教唆被告 Ripple 公司違反證券交易法第 5 條規定

如果希望承審法院為上開裁決，則首先 SEC 必須盡到以下之舉證責任：

1. 正犯有違反證券交易法犯行，（而非指協助和教唆方是否有違反證券法的情況）；the existence of a securities law violation by the primary (as opposed to the aiding and abetting) party;
2. 幫助犯與教唆犯均知悉此種幫助教唆行為違法 knowledge of this violation on the part of the aider and abettor;
3. 幫助教唆犯對於正犯之違法行為有實質上幫助；substantial assistance by the aider and abettor in the achievement of the primary violation。

法院不能孤立地考慮上開三個要求，因為“對知情要求的程度將取決於正犯責任理論，並且在此知情程度要件與被指控的幫助和教唆者所給予之實質幫助間可能存在聯繫關係。”換言之，依法而言，高度實質上幫助可能減輕了 SEC 科學上舉證責任。事實上，法院已經發現“‘高度的實質援助可能會減輕 SEC 證明科學性的負擔’，反之亦然。”

就上開幫助教唆犯之第一要件，同前所述，法院認為被告 Ripple 公司針對法人之銷售模式違反證券交易法第 5 條。關於第二個要件，SEC 就必須證明被告 Larsen 和被告 Garlinghouse 有普遍性之認知其等角色在被告公司違法計畫中所佔之整體份量(general awareness of their overall role in Ripple' s illegal

scheme)。SEC 不需要證明被告 Larsen 和被告 Garlinghouse 明確知悉(were aware that)被告 Ripple 公司之交易、計畫是違法的。但 SEC 須至少證明被告 Larsen 和被告 Garlinghouse 主觀認知程度到知情(knew)或是魯莽忽略之不管不顧(recklessly disregarded)程度。根據法律文件，被告們針對關於「是否被告 Larsen and 被告 Garlinghouse 知悉或是魯莽地忽略那些足以構成被告 Ripple 公司計畫違法之事實」，有提出對於重要事實之真正爭議。承審法院並認為就此部分 SEC 所提之證據是不夠清楚的。(It is not clear whether Larsen and Garlinghouse knew or recklessly disregarded that securities laws, rather than laws under other regulatory regimes, applied to XRP)。因為，被告 Larsen、Garlinghouse 均作證說他們不相信 XRP 幣是證券，依據渠等參考許多外國法令，包含日本、新加坡、瑞士、英國等監管者，都已經做出 XRP 幣不是證券之決定。參 SEC Add. 56.1 Resp. ¶¶ 1744, 1782.。被告 Larsen 和 被告 Garlinghouse 也陳述說美國司法部、美國財政部金融犯罪執法網絡(FinCEN)已在 2015 年將 XRP 幣標記為“加密貨幣”，故被告們主張他們合理地可以將此理解為“美國政府正式聲明 XRP 幣是一種貨幣”並且“不受美國證券交易法監管”【the U.S. Department of Justice

and the U.S. Treasury Department’ s Financial Crimes Enforcement Network⁴¹ labeled XRP a “virtual currency” in 2015, they understood this as an “official United States government declaration that XRP [was] a currency” and “exempt from [U.S.] securities laws.” ⁴² Id. ¶¶ 1734, 1759 – 60. 。被告 Larsen 更進一步作證說，他理解 2018 年任職於 SEC 企業融資部門(Division of Corporate Finance)⁴²主管之 Bill Hinman 在 2018 年的談話，Bill Hinman 在該訪談時表示比特幣(Bitcoin)和以太幣(Ether)都不是證券，並且他進一步強化 SEC 的立場，表態 XRP 幣不是證券。另外，被告 Larsen 另審閱了 2012 年 10 月 Perkins Coie LLP 律所出具之備忘錄，其建議：「“儘管我們認為可以提出令人信服的論據，證明 XRP 代幣不構成聯邦證券法規定的“證券”，但因為缺乏根據適用的判例法，我們認為 SEC 不同意我們的分析仍存在一些風險，儘管風險很小。」。被告 Larsen 並作證稱：在接獲上開備忘錄後，被告公司遂採取特定行動

⁴¹ 金融犯罪執法局 (Financial Crimes Enforcement Network, 簡稱 FinCEN), 直譯作金融犯罪執法網絡或金融犯罪執法網, 是美國財政部下轄的一個部門, 其任務是負責收集和分析有關可疑金融活動的信息, 以打擊美國國內和國際洗錢、恐怖主義融資和其他金融犯罪行為。文中被告可能是援引該執法局所發布之命令 FIN-2013-G001 (Issued: March 18, 2013)。

⁴² 公司財務部是 SEC 內的一個部門, 負責監督註冊證券發行人有無依照規定向公眾揭露。該部門作為《1933 年證券法》和《1934 年證券交易法》要求的大多數法案之監管機構。The Division of Corporation Finance is a division within the SEC that oversees disclosure practices of registered issuers of securities to the public. The Division serves as a regulatory watchdog for most filings required by the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934.

以合乎該備忘錄所建議之法遵。同樣地，被告們提出了一個真正的重要事實問題，即被告 Larsen、Garlinghouse 是否「知道或魯莽地忽視了」有關豪威測試的每一項要件事實。例如，被告們舉出的證據表明，被告 Larsen、Garlinghouse 並不知道被告 Ripple 公司的 XRP 幣之法人機構銷售會滿足豪威測試之第二要件即「共同企業」，因為他們不相信銷售收益是匯集在一起的，並且依據他們認知，被告 Ripple 公司並不管理、運營，或控制 XRP 帳本或更廣泛的“XRP 生態系統”。⁴³ 根據法院之紀錄，因此，承審法院認為一個理性陪審員會認定被告 Larsen、Garlinghouse 並沒有知情(knew)或魯莽地忽視(recklessly disregard)被告 Ripple 公司之違反證券交易法第 5 條之行為。至於上開第三要件(提供實質性助力讓正犯完成犯行)，被告 Larsen 承認有給予公司實質助力，因為他在 2017 年之前擔任 Ripple 首席執行官(CEO)，並提供了大量協助予被告 Ripple 公司；而被告 Garlinghouse 在 2017 年 1 月成為被告 Ripple 公司首席執行官後，亦提供了大量協助。然而，被告 Larsen 聲稱，從 2017 年開始擔任被告 Ripple 公司董事會執行主席(Executive Chairman)期間，他沒有提供實質性幫助。若要滿足

⁴³ 此處辯稱，顯然與之前法院認定：被告公司法人機構銷售行為構成豪威測試下之“證券公開募集與銷售”結論，互相矛盾。

實質上幫助教唆之構成要件，SEC 必須舉證被告以某種方式與該合資企業有聯繫，並參與了該合資企業，因為被告希望實現此一目標，並且是以自己的行動使目標達致。(the defendant in some sort associated himself with the venture, that he participated in it as in something that he wished to bring about, and that he sought by his action to make it succeed.) 換言之，被告必須「有意識地以某種積極的方式協助實施特定犯罪」(“consciously assist the commission of the specific crime in some active way.”)。參 SEC v. Mudd, 885 F. Supp. 2d 654, 670 – 71 (S.D.N.Y. 2012)。然而依據該記錄記載，從 2017 年開始，被告 Larsen 即不再擔任被告 Ripple 公司的日常營運職務。但被告 Larsen 在辭去執行長職務後，仍繼續擔任 XRP 幣銷售委員會的職務，該委員會批准了被告 Ripple 公司之 XRP 幣銷售。因此，法院的結論是，合理的陪審團可能認定，從 2017 年開始，被告 Larsen 並沒有「有意識地以某種積極的方式協助公司違反證券交易法第 5 條規定」⁴⁴。

小結：

⁴⁴ 承審法官既然認定被告 Larsen 在銷售委員會時有核准權限，卻又說此種核准權不構成「有意識幫助之積極行為」，在無其他事證以佐其說前提下，其結論實讓人費解。

基於上述原因，SEC 僅在有關於法人機構銷售的簡易判決動議部分獲得批准，其餘則被駁回。被告們則關於平台銷售、其他經營、被告 Larsen、Garlinghouse 個人名義銷售的之簡易判決動議獲得批准，但關於法人機構銷售的動議則被駁回。

(二) SEC v. Terraform Labs Pte. Ltd. And Do Hyeong Kwon(以下簡稱為 SEC v. Terraform 案)

A. 事實背景

在本案中，SEC 聲稱被告 -- Terraform Labs Pte Ltd. (一家「數位資產」公司)及其創始人、首席執行官兼大股東 Do Keyong Kwon 精心策劃了一起涉及各種加密貨幣的開發、營銷和銷售的數十億美元的欺詐案。被告們已提出駁回 SEC 修訂後的起訴書的動議。經過充分通報後，法院於 2023 年 6 月 14 日聽取了關於該動議的口頭辯論。現在仔細考慮了雙方的論點後，法院得出結論，因為根據 SEC 充分的指控(well-plead)【依據法律規定，為了達到動議目的，只要 SEC 盡到充分陳述(well-plead)的指控之責，則其主張就被認定為真實，並且從中做出的所有合理推論必須是以對 SEC 有利之立場作出，參 Buon v. Spindler, 65 F.4th 64, 76 (2d Cir. 2023)】。法院認為被告們使用虛假和重大誤導性陳述來吸引美國投資者購買並持有被

告們的產品，並且因為這些產品是屬於未註冊的投資合約，且該證券使投資者能夠從被告和其他人的投資活動中獲利，故法院認為必須駁回被告聲請駁回之動議。

被告 Terraform Labs, Pte Ltd. (“Terraform”) 是一家總部位於新加坡的公司⁴⁵，開發、營銷和銷售包括加密貨幣在內的“數位資產”，共同被告 Do Keyong Kwon 是該公司的創始人、首席執行官和多數股權股東，持有公司 92% 的股份。Terraform 和 Kwon 以開發和銷售 Terra USD 加密貨幣 (UST 幣) 和名為 LUNA 幣的「夥伴」加密貨幣而聞名。

UST 幣是一種穩定幣，此種加密貨幣的價格是用演算法，與另外一種資產掛勾(pegged)，例如法定貨幣(a fiat currency)或是具交易性商品(exchange-traded commodity)。從理論上講，像 UST 幣這樣的穩定幣可以作為有用的交換媒介(useful mediums of exchange)，因為該幣的價值——假設它保持其價值上掛鉤——可以向買家和賣家保證，隨著時間的推移，該幣將保持持續性購買力。(retaining purchasing power)。參 New to the Crypto World? Here Are Terms

⁴⁵ 承審法院認為母公司 Terraform Labs 及其完全持有子公司在本案中，是同一實體。(the parent Terraform Labs and its wholly owned subsidiaries to be one and the same for purposes of this motion)。正如 SEC 修訂後起訴書，執行契約的 BVI 實體名為“Terraform Labs”，該契約由 Terraform 的兩位聯合創始人 Kwon 先生和 Daniel Hyunsung Shin 代表該 BVI 實體簽署。這些事實至少表明兩家公司在“共同所有權”下運營，“母公司干預子公司高管人員的選擇和指派”，並且母公司 Terraform 有“高度程度”影響子公司的行銷和運營。

to Know, N.Y. Times (June 8, 2022)。就 UST 幣而言，每枚硬幣都與美元掛鉤，並且在一段時間內可以以 1 美元的價格進行買賣。UST 幣的所有者可以在任何時候將其幣換成價值 1.00 美元的配套幣即 LUNA 幣。同樣，任何 LUNA 幣的持有者都可以將該幣兌換成 1.00 美元的 UST 幣。理論上講，這種固定關係確保了加密貨幣的價值能保持固定 1.00 美元。(This fixed relationship theoretically ensured that the value of coins stayed fixed at \$1.00.)。另外，被告們還行銷、銷售其他三種類型的「加密貨幣」。第一個加密貨幣是 LUNA 幣的另一個版本，稱為「wLUNA 幣」。LUNA 幣只能在 Terraform 區塊鏈上使用，而 wLUNA 幣的版本允許 LUNA 幣持有者在其他非 Terraform 區塊鏈上的交易中使用 LUNA 幣。第二個加密貨幣產品為 mAssets 幣，此幣可發生「基於證券的交換」⁴⁶的作用，

⁴⁶ SEC 主張此種基於證券而為之交換交易(security-based swap)，是違反 of Sections 5(e) and 5(1) of the Security Act. 當自然人購買一個 an mAsset，他們因此會收到 150% 傳統股票或證券之價值(traditional stock or security's value)，此是一種代幣(token)，其等價值會上升或下降依據該相對應之股票或證券之價值(the value of that underlying stock or security). 7 U.S.C. § 1a(47) (defining a security-based swap as an agreement to transfer “the financial risk associated with a future change” in a security's value “without also conveying a current or future direct or indirect ownership interest in [the] asset”).。儘管基礎 mAsset 不涉及“互換”，但如果參考修訂後的投訴書，則此類 mAsset 的要約和銷售會涉及“互換”。當個人購買 mAsset 時，他們會收到一種代幣，作為傳統股票或證券價值 150% 的回報，該代幣的價值根據基礎股票或證券的價值而上漲和下跌。因此，儘管 mAsset 在購買後不涉及與之「交換」並可以隨意出售或「銷毀」的交易對手，但最初的購買確實涉及交易對手（被告）以及財務轉移基於股票或證券未來價值的風險。 1a(47)（將基於證券的互換定義為一種協議，用於轉移證券價值的“與未來變化相關的財務風險”，“同時不轉讓資產中當前或未來的直接或間接所有權權益”）。7 U.S.C. § 1a(47) (defining a security-based swap as an agreement to transfer “the financial risk associated with a future change” in a security's value “without also conveying a current or future direct or indirect ownership interest in [the] asset”).

其價值「反映」了證券交易所交易的證券價格。（透過與特定證券的價格同步上漲或下跌）。mAsset 幣允許交易者衡量投資該證券的風險，而無需「擁有或交易實際資產的負擔」。第三個加密貨幣是“MIR 幣”，它允許其持有者分享“鏡像協議”產生的費用。簡言之，被告們創造 Terraform 區塊鏈和相關之加密貨幣例如 LUNA 幣、UST 幣等。在 2020 年 9 月，被告 Terraform 和被告在與投資者之大城市會議或是社交媒體平台上，開始行銷 UST 幣是作為可獲利之投資契約契機（不同於穩定幣之單純價值儲存手段）。另外，在同年 12 月，被告們也揭露鏡像協定(Mirror Protocol)，根據該協定被告們會發行 mAssets 幣去讓投資者立論極大化、風險極小化。然後，在 2021 年 3 月，被告啟動了一項機制，將 UST 幣轉變為「有收益」(yield-bearing) 的穩定幣，該計劃被稱為「錨定協議」。(Anchor Protocol)。從本質上講，「錨定協議」是一個投資池，UST 幣的所有者可以將其代幣存入其中，並從該池產生的任何利潤中賺取一部分。透過宣傳 UST 幣所有者可以得到初始投資的 19-20% 回報率，並宣揚 Terraform 團隊的“深厚相關經驗”，被告們已在市場上製造了對 UST 幣的巨大需求。截至 2022 年 5 月，流通中的 UST 幣數量約為 190 億枚，其中 140 億枚存入 Anchor Protocol。UST 幣已儼然成為最受歡迎之加密貨幣之一。據 SEC 稱，被告們還透過開發、推廣和銷售這些數位資產

來欺騙投資者。儘管被告 Terraform 和被告 Kwon 表示這些代幣是穩定的投資並且將始終保持其價值，但事實並非如此。2021 年 5 月，UST 幣的價值跌破 1.00 美元。當時，被告 Terraform 和被告 Kwon 意識到投資者對 UST 幣抱有嚴重懷疑，並且該幣本身的價值不會恢復到 1.00 美元，於是說服一家位於美國的第三方貿易公司購買了大量的 UST 幣，試圖以人為方式操縱恢復 UST 硬幣與 1.00 美元的掛鉤。雖然 UST 幣通過這項協議回到了 1.00 美元，但被告 Kwon 和 被告 Terraform 隱瞞了這場災難的真正原因，並將掛鉤的恢復吹捧為“自動自我修復”UST/LUNA 演算法的勝利。這種人為的秘密安排虛假地恢復了投資人的信心，他們繼續向 Terraform 生態系統投入了數十億美元。然而，整整一年後，UST 幣的市場卻崩潰了。2022 年 4 月，LUNA 幣的市場價格達到每枚 119.18 美元的高點。但接下來的一個月，在許多投資者將其等 UST 幣轉換成 LUNA 幣或是全部售出後，UST 幣的價值跌破了 1.00 美元。由於這次沒有外部人為干預來支撐幣價，UST 幣和 LUNA 幣的價值均暴跌至一便士(plummeted to a penny)以下，投資人一共失去了超過 400 億美元的總市值。被告 Terraform 也根本上地錯誤陳述關於其加密貨幣在真實世界之效用(real-world utility of its coins)。他們還告訴投資人說“Chai”(一個韓國手機應用程序，消費者和商家使用該應用程式)，其上所發送和接收

付款均使用 Terraform 的穩定幣並在區塊鏈在平台上執行交易。他們也告訴投資者，這種合作關係將為公司帶來巨額費用，從而回報投資者。然而，這些都是錯誤說法。從本質上而言，被告們偽造了交易，使“Chai”用戶看起來好像在使用 Terraform 的產品，但實際上，“Chai”上的所有交易都完全在“Chai”平台上進行，並且僅有韓國貨幣。故綜上，SEC 指控被告們涉犯以下犯行：

1. 被告們涉嫌以詐欺方式銷售加密貨幣，違反證券交易法第 17(a)款【Section 17(a) of the Securities Act.】。
2. 被告們以同樣詐欺手法銷售加密貨幣亦違反證券交易法第 10 條(b)款和據此頒布的 SEC 規則 10b-5。【violated Section 10(b) of the Exchange Act and SEC Rule 10b-5 promulgated thereunder)10 (b) and 17 (a)】。
3. 被告 Kwon 作為被告 Terraform 的首席執行官與共同創辦人，對被告 Terraform 犯下的任何證券法違法行為與被告 Terraform 承擔連帶責任。
4. 被告們未能按照證券交易法的要求辦理加密貨幣之公開募集與銷售之登記。

5. 被告們向非「合格契約參與者」的個人提供、出售和實施基於 mAssets 產品⁴⁷。

B. 法律分析

(1) 程序法上抗辯

被告們提出本案欠缺聯邦民事訴訟法下之屬人管轄【lack of personal jurisdiction under Federal Rule of Civil Procedure Rule 12(b)(2)】和 SEC 未能盡到聯邦民事訴訟法規定之陳述訴求之義務【failure to state a claim under Federal Rule of Civil Procedure Rule 12(b)(6).】⁴⁸

結論：

⁴⁷ Security-based swap，是基於證券的交換（SBS）是兩個交易對手之間的金融合約，雙方同意交換基於證券或一籃子證券表現的現金流。SBS 可用於多種目的，例如對沖風險、投機證券價格以及獲得不同資產類別的曝險。SBS 通常在場外交易（OTC）進行交易，這意味著它們不在交易所進行交易。這使得它們比交易所交易的衍生性商品更難以定價，交易風險更大。然而，場外 SBS 也比交易所交易的衍生性商品提供更多的靈活性和客製化選項。

一些常見的 SBS 類型包括：

總回報互換（TRS）：TRS 是一種互換，其中雙方同意交換兩種不同證券的總回報。例如，一方可能同意向另一方支付股票指數（例如標準普爾 500 指數）的總回報，以換取債券指數（例如巴克萊綜合債券指數）的總回報。

信用違約交換（CDS）：CDS 是一種互換，其中一方同意在參考實體違約其債務義務時向另一方付款。例如，如果一家公司拖欠其公司債券，則一方可能同意向另一方付款。（例如，民國九十七年引發全球次貸金融風暴者，即為此種。）

股權互換：股權互換是指雙方同意交換一籃子股票相關現金流量的互換。例如，一方可能同意向另一方支付與一籃子科技股票相關的現金流，以換取與一籃子金融股票相關的現金流。

SBS 可供各種投資者使用，包括對沖基金、退休基金和機構投資者。公司還可以利用 SBS 來對沖其業務風險。

SBS 受美國證券交易委員會（SEC）監管。近年來，美國證券交易委員會對 SBS 市場實施了多項改革，包括要求某些類型的 SBS 進行清算和保證金。

SBS 可能是一種複雜且有風險的金融工具。在交易 SBS 之前了解所涉及的風險非常重要。

⁴⁸ 因上開抗辯僅是單純民事訴訟法問題，與加密貨幣之定性無涉，故本文僅陳述重點結論。

原告之事實上主張，只要能在表面證據上(prima facie) 初步證明法院對本案件有管轄權，即認為其已盡到舉證之責。SEC 成功地說服法院，其業已盡到舉證之責。首先，第二巡迴法院已就這個問題發表了意見，並作出結論：被告「透過推廣該有爭議的虛擬資產，顯然是故意利用美國」【即本案中鏡像協議(Mirror Protocol)與美國消費者和投資者發生聯繫】。且基於被告們“在美國的廣泛聯繫”，“包括向美國消費者進行營銷和促銷、雇用美國員工、與美國企業簽訂契約以及前往美國出差，所有這些活動均涉及……本案系爭的虛擬資產。”故，法院認為被告們之無管轄權抗辯不可採⁴⁹。

(2)實體法上抗辯

I. 重大問題條款(The Major Question Doctrine⁵⁰)

首先，被告們主張本案不符合重大問題條款。所謂之“重大問題條款”，係指在特殊情況下，一個行政機構可宣稱擁有“監管對美國經濟重大一部分的權力”，並且此係權力涉及有“巨大的經濟利益和政治意義”。故該等行政權力必須有“明確的國會授權”。【requires

⁴⁹ 承審法院有目的地使被告自身利用美國規範去行銷本案中之數位資產(也就是與鏡像協定有關者)給美國投資人與消費者(“purposefully availed themselves of the [United States] by promoting the digital assets at issue” --those related to the Mirror Protocol to U.S.-based consumers and investors.”，意即，基於被告們“在美國的廣泛聯繫”(extensive U.S. contacts,)，此“包括向美國消費者進行營銷和促銷、保留美國員工、與美國實體簽訂合同以及前往美國出差，所有涉及有運營爭議的數位資產者”。

⁵⁰ 本案例中被告亦如同 *Sec v. Ripple* 案件中，提出正當法律程序上之抗辯。但此抗辯均為二者法院所不採，不採理由略為：依據 SEC 之規範、指導原則、訴訟行為等，SEC 就已經盡到正當程序條款下之合法通知之責任，該法條並不要求 SEC 要一一對其行為先為通知，且所謂“fair notice” 評價標準以該產業中之客觀合理人之角度，而非以一般公眾之人之角度等語。

that in the extraordinary case where an agency claims the “power to regulate a significant portion of the American economy” that has “vast economic and political significance,” it must point to “clear congressional authorization” for that power. *Util. Air Regul. Grp. v. EPA*, 573 U.S. 302, 324 (2014).】。亦即，若國會有打算授予某個行政機構上開權力，那麼國會將清楚地表達意見，而不是透過「謙虛的措辭」、「含糊的術語」或「微妙的手段」。【The underlying assumption is that Congress would speak clearly -- and not through “modest words,” “vague terms,” or “subtle device[s],” -- had it intended to grant an agency the authority to make decisions that would have tremendous economic and political consequences.】。

根據之前最高法院(the Supreme Court)五個判例，最高法院認為，惟有行政機關所宣稱之受管產業，具有本質上之特殊重要性，如此情形才能正當化該條款之適用(the extraordinary nature of the agency’s claims and the exceptional importance of the industries to be regulated)。以 *Brown & Williamson* 案為例，最高法院認為 FDA 之規範會造成美國境內完全禁止菸草產品，而此產業

是美國境內重大產業，並在如此約束將影響各階段之跨洲和外國貿易，並且該產業之穩定發展對於總體福祉是必要的(stable conditions therein are necessary to the general welfare.” 參 Brown & Williamson, 529 U.S. at 137)。

另外一個案例是，最高法院認為 EPA “實質性重組美國能源市場” 的努力代表了 “其監管權力的變革性擴張” (“transformative expansion in its regulatory authority”)，如果沒有 “國會的明確授權”，那就不能理解為國為已經明確授權 “(參 West Virginia, 142 S.Ct. at 2610)。故承審法官認為，本案與重大問題條款適用之案件之間幾乎沒有可比性。正如該原則的名稱所示，以及前揭最高法院在數案例中強調的一樣，重大問題條款僅僅適用於涉及「具有巨大經濟和政治意義」的行業的特殊情況 (extraordinary circumstances involving industries of “vast economic and political significance, Util. Air Regul. Grp., 573 U.S. at 324.)。此外，受監管的行業只要具有「巨大的經濟和政治意義」，就應認有該重大問題條款之適用。

承審法院認為，考慮到這一標準，假若率然將加密貨幣產業與美國能源和菸草產業(前開最高法院判例論及者)放在同一重要平面上審視，是忽略現實的。因為在這樣的做法下，幾乎每個大型產業都將

被視為具有「巨大經濟和政治意義重要性」(“vast economic and political significance.”)的產業，而這一學說將嚴重傷害美國設定國會以制衡行政權之職能。況且，SEC 的角色不是在對證券市場行使巨大的經濟監管權力，相反地，SEC 是確保發行人向投資人提供充分的資訊揭露(provide adequate disclosure to investors)。因此，SEC 基於其確定某些虛擬資產是證券之理由，而決定要求對該等虛擬資產進行誠實性行銷，這種要求並不能算是「其監管權力的變革性擴張」(SEC’s decision to require truthful marketing of certain crypto- assets based on its determination that certain of such assets are securities hardly amounts to a “transformative expansion in its regulatory authority”. West Virginia, 142 S.Ct. at 2610)。事實上，SEC 是符合國會的期望，亦即 SEC 將監管“幾乎任何可能作為投資契約出售的工具”，“無論其製造形式和名稱如何”，包括此處所討論之虛擬資產。(any instrument that might be sold as an investment, “in whatever form they are made and by whatever name they are called,” including novel devices like the digital assets at issue here. SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 393 (2004); SEC v. C.M. Joiner Leasing.)。事實上，如果 SEC (如被告所言受限於) 在 U.S.C § 77b

中明確所列舉之工具，該法規運用將「體現靜態」而非「靈活」原則，這與國會當初制定的目的完全相反。SEC v. W.J. Howey Co.，328 U.S. 293, 299 (1946)。此外，嚴格將 SEC 的權力限制在少數狹隘類別，此亦與最高法院的指示相矛盾，亦即“證券交易法之範圍不僅限於顯而易見的和常見的”，而是必須擴展到“新的”、不常見或不尋常的設計，只要它都具備了“確立了其作為證券的特徵”並“廣泛公開募集與銷售”。(the Supreme Court’s instruction that “the reach of the Exchange Act does not stop with the obvious and commonplace,” but must extend to “novel, uncommon, or irregular devices, whatever they appear to be,” that are “widely offered and sold” in a way that “established their character” as a security⁵¹。參 Joiner, 320 U.S. At 351-52。

II. 豪威測試應用結果

首先，業如前關於豪威測試所述，豪威測試必須具備三要素。須符合聯邦證券法下之投資契約，亦即是任何人透過契約、交易或是計

⁵¹ 此種解釋相對於 SEC v. Ripple 案，是更加靈活且實質上擴大 SEC 監管之範圍。因為本判決不僅認為，所謂之“證券”應該不拘泥於形式，要從實質上來認定。證券交易法本質就是要靈活彈性運用到任何可能之人類智慧設計下各種金融商品，故寬鬆解釋 SEC 僅是要求該等證券發行人須盡到誠實揭露之義務，而非不當變形擴權，且本案亦無前案所指“政治與經濟上重要性”，自無適用重大問題條款之餘地。從此角度，亦可推認在之後豪威測試，承審法院極有可能認為 SEC 主張之數位資產，均構成豪威測試下之“證券”。

畫(i)投資金錢；(ii)投資金錢至共同企業；(iii)投資人有期望單以發行人或第三人之努力來獲利【an “investment contract” under federal securities law is any “contract, transaction, or scheme whereby a person [(i)] invests his money [(ii)] in a common enterprise and [(iii)] is led to expect profits solely from the efforts of the promotor or a third party.”】。

承審法院認為：被告不需要與客戶間有正式契約存在(只要投資人有把錢存進去即可)【a formal common-law contract between transacting parties for an “investment contract” to exist.】

⁵²。因此，在本案中，假設被告與許多被告的客戶之間缺乏可執行的書面契約，但這並不妨礙 SEC 主張被告的數位資產仍然是投資合約。就如同最高法院所重申(As reiterated by the Supreme Court)在 Maine Bank v. Weaver 案中，在決定有無證券交易法之適用(determine the applicability of the securities laws)，需要評價該交易之“交易內容、追求目的與整體事實背景”【a given transaction needs to be “evaluated on the basis of the content of the instruments in question, the purposes intended

⁵² 最高法院在豪威案中認為，國會並未要求交易雙方須先存在有效的書面或口頭契約存在為前提(the Supreme Court made clear in *Howey* that Congress did not intend the term to apply only where transacting parties had drawn up a technically valid written or oral contract under state law.)。

to be served, and the factual setting as a whole.”】(參 445 U.S. 551, 560 n.11 (1982))。舉例來說，錨定協議(the Anchor Protocol)，實際上於被告公司發行 UST 幣與 LUNA 幣時並不存在，但此等事實是不重要的(immaterial)。一個曾經不是“證券”之產品，可能隨著環境改變，成為一個投資契約，並且要受 SEC 發布之法令規範。(A product that at one time is not a security may, as circumstances change, become an investment contract that is subject to SEC regulation.) 參 Edwards, 540 U.S. at 390。本案之承審法院，正如最高法院在豪威(Howey)案中所做的那樣——整體評估本案之數位資產和此些相關之代幣的銷售和分配為中心的全套合約、期望和理解”是否相當於“投資”聯邦證券法下的合約”(it will evaluate “full set of contracts, expectations, and understandings centered on the sales and distribution of these tokens” amounted to an “investment contract” under federal securities laws)。可以肯定的是，被告們於最初創建的 UST 幣和 LUNA 幣時，如果單獨各別考慮的話，此些加密貨幣本身可能並不是投資合約。但就像豪威案件的橘子園般，如果在出售橘子園時，未承諾將來分享其種植所獲得的任何利潤，就該契約就不會被視為證券。也就是，假若某協議並未賦予“購買者”另一種證券的“權

利”，或是與該投資的成長全然無關，則自然不能以“證券”一詞稱呼該協議。換言之，或無承諾獲利，則虛擬資產“只不過是字母數字加密序列”罷了。(a crypto-asset as “little more than alphanumeric cryptographic sequence”)。參 15 U.S.C. § 77b(a)(1) (including in the definition of security any instrument that confers a “right to subscribe to or purchase another security”)，該法條認定所謂之“證券”必須授予有訂購或是購買其他證券之權。穩定幣是被創造者專門設計去維持與其他資產一比一掛鉤(a one-to-one peg)，故欠缺合理基礎可以期待此穩定幣是被用來真正儲存價值或是比照在公開股票交易所特定交易之標的。⁵³

接下來該承審法院按照豪威測試要件一一分析被告之虛擬資產：UST 幣、LUNA 幣、wLUNA 幣，MIR 幣，mAssets 幣，並得出上開相關代幣均符合豪威測試之三要件。首先，因為被告們不爭執“購買者投資金錢以交換數位資產”，故第一要件“invest money”是構成的。第二要件“common enterprise”，重點在審視購買者與被告

⁵³ 如同之前關於 Terraform 虛擬資產事實現況描述，該公司雖然宣稱 UST 幣為穩定幣，且 UST 幣跟 LUNA 幣都跟美金呈現一筆一掛鉤比例，然實則該等描述均是不正確且是誤導性陳述(mis-leading)，因為 Terraform 公司根本無等比例信託該穩定幣之美金總額、儲存相對應的 LUNA 幣或 UST 幣總額之美元部位。

們間是否形成”橫向共同性”(horizontal commonality)。申言之，如果每位投資者的財富“透過被告們之資產池與其他投資者的財富掛鉤”，並且從這些組合中獲得“按比例分配利潤”，那麼這種橫向共同性就成立了。參 *Revak v. SEC Realty Corp.*, 18 F.3d 81, 87 (2d Cir. 1994)。以 UST 幣為例，被告將之作為一種資產進行行銷，當投資人將錢存入 Anchor Protocol，可產生高達 20% 的回報。該等 UST 幣在 Anchor Protocol 中「匯集」在一起，並透過被告的管理努力，預計將產生利潤，然後將這些利潤重新分配給所有投資該 Anchor Protocol 的投資人。然而，事實上，不是所有 UST 幣持有人有將其等代幣儲存在該協定中 (deposited their tokens into the Anchor Protocol)。LUNA 幣、MIR 幣持有人均沒有將該等加密貨幣儲存在上開協定中。SEC 之“橫向共通性”理論，對於此類加密貨幣而言，是基於一個不同但同樣之合理的理論 (a different but equally plausible theory)。至於 LUNA 幣，SEC 已經展現出其橫向共通性，藉由宣稱被告們使用 LUNA 幣銷售所得，去開發 Terraform 區塊鏈，並藉此將增加 LUNA 幣之價值。(the defendants' used proceeds from LUNA coin sale to develop the Terraform blockchain and represented that these improvements would increase the value of the LUNA tokens themselves.)。就 wLUNA 幣而言，不過是

另一個變體(variation)，因為 wLUNA 幣能被交換成 LUNA 幣。SEC 亦主張同樣的合理理論(plausible claim)認為在 MIR 代幣時，投資人與被告們間亦存在類似計畫，去建立所謂之橫向共通性。MIR 幣之銷售所得被 匯聚(“pooled together”)去改善鏡像協定(Mirror Protocol)。鏡像協定產生之利潤，會依據投資人投資比例回饋給投資人(based on the size of their investment)。這裡被告再度將他們財富與這些虛擬資產購買者、被分配者作了連結。(the defendants tied their fortunes with those of the crypto-asset purchasers and distributed any profits generated by their investments on a pro-rata basis.)。至於 mAssets 幣則是被設計去反應現存相對應之證券之價值(were intended to reflect the fortunes of the existing securities they mirrored)。綜上，因此上開五種加密貨幣均符合豪威測試之第二要件。

最後，承審法院認為尚須檢視上開遭指控之加密貨幣是否有讓投資人產生對於獲利之合理期待(Reasonable Expectation of Profits)。也就是，SEC 還必須充分論證，投資人不僅投資於可產生未來利潤可能性的共同企業，而且被告們還讓投資人相信藉由被告或其他第三方的努力，可以為他們賺取回報。SEC 無需證明每個投資者都被各各引導並認為對被告產品的投資會帶來利潤。承審法院認為：

只要客觀上足以認定，投資人自被告的聲明和行為承諾，有產生此類回報期望的可能性，那麼就滿足了豪威測試之第三要求。SEC 起訴書中充分指控被告們透過社群媒體貼文、投資者會議、每月投資者報告⁵⁴以及與投資者的一對一會議，重複性聲明，此些數位資產投資之獲利是依賴被告們團隊和工程經驗的獨特結合。被告以未來投資回報為餌，不斷勸說大眾購買 LUNA 幣或是間接購買 wLUNA 代幣。他們還提到說，銷售 LUNA 幣之獲利會進一步回饋未來 Terraform 生態系統的發展(would be fed back into further development of the Terraform ecosystem)，並且因此，增加 LUNA 幣之價值(increase the value of the LUNA coins)。如被告 Kwon 曾經陳述:長期來看，Luna 幣之價值是可行的，且隨著生態系統之成長而增長 (value is actionable -- it grows as the ecosystem grows”)。與 UST 幣一樣，被告將 LUNA 幣盈利能力的前提，建立在被告特殊的投資和技術敏銳度上。MIR 代幣其運作原理與上開 LUNA 幣幾乎相同，只是被告將 MIR 幣的價值連結到鏡像協議的開發，而不是 Terraform 區塊鏈網路。

小結

⁵⁴ 然而，在 SEC v. Ripple 案中，雷同之媒體文宣、年度財務報告，卻不足以該案承審法官信服此種文宣足以使對自然人之銷售虛擬資產行為，構成豪威測試下之”證券”。

有關 SEC 上開事實上之陳述，主要是援引投資者會議的資料、投資者材料的摘錄以及被告 Kwon 和其他 Terraform 高層之社群媒體貼文的螢幕截圖。若 SEC 此些具體的指控屬實，顯然 SEC 主張將從可想像的變為合理的” (nudge the SEC’s claims across the line from conceivable to plausible)。在此，法院採信 SEC 之主張，認為該等虛擬資產符合豪威測試下「證券」的要素，並駁回被告們之駁回動議之聲請。

值得一提的是，承審法院拒絕根據加密貨幣的銷售方式對其進行法律評價上區分。因此不論被告們是直接出售加密貨幣給法人機構投資者，或是透過二級市場交易出售給散戶投資者，在本案中法院認為無區分評價之必要。然而，該區另一位法官最近在類似案件中卻認為有區分之必要(也就是 SEC v. Ripple Labs Inc., 2023 WL 4507900 (S.D.N.Y. July 13, 2023)。在 Ripple 案中，承審法官認為只有法人機構購買者，才會合理其望數位資產公司會將賣出所得用於改善生態系統並進而提升數位資產價值，而透過次級市場之自然人購買人，則欠缺相同期望之基礎。(“whereas ... institutional buyers reasonably expected that the defendant crypto-asset company would use the capital it received from its sales to improve the crypto-asset ecosystem and thereby increase the price of

the crypto-asset,” those who purchased their coins through secondary transactions had no reasonable basis to expect the same)。而根據該承審法官之理由是，因為因轉售而取得者，不知道其等資金留至被告處，而不是流向向他們出售之第三方企業體，(this was because the re-sale purchasers could not have known if their payments went to the defendant, as opposed to the third-party entity who sold them the coin.)。該法院認為因為自二級市場購買者，無法知悉其等金錢是否流向發行者(即被告)，故不符合豪威測試之要求⁵⁵。然而， Terraform 案件承審法官則認為上開區分無必要，因為豪威測試並沒有要求做如此區分。筆者以為，Terraform 案件承審法官見解較為妥適。不論加密貨幣購買者是直接從被告們處購得抑或自次級市場的轉售交易下取得，均無礙於該加密貨幣發行者係以「透過發行者努力來給與利潤之承諾行動或陳述」，來進行該等加密貨幣之銷售行為。參 SEC 之起訴書，被告們在此際，已經開始了公開資訊發布，鼓勵法人機構與散戶投資人，買下他們之加密貨幣，並藉由宣揚該等貨幣之獲利能力，團隊之管理與科技技術力去極大化投資者手上加密貨幣之報酬 (embarked on a public campaign to encourage both retail and institutional investors

⁵⁵ 詳細理由參前關於 SEC v. Ripple 案之法律分析。

to buy their crypto-assets by touting the profitability of the crypto-assets and the managerial and technical skills that would allow the defendants to maximize returns on the investors' coins)。該法院也重申，為何不需要區分購買者來進行豪威測試分析：上開被告之陳述業已可假定為傳達給自然人，也就是那些次級市場購買被告之加密貨幣者，事實上，被告上開有關加密貨幣之積極性、正面陳述，也激勵了那些自然人購買者，就如同激勵了法人機構購買般。次級市場之自然人買家，同法人機構買家，亦是相信被告們會將取得之銷售資金，用以產生利潤，不管是否反饋到 Terraform 區塊鏈中。

伍、美國司法偵查實務簡介

一、案例說明

被告 Ilya Lichtenstein (AKA: Ilya "Dutch" Lichtenstein, Ilya Likhtenshteyn) 和 Heather Rhiannon Morgan (AKA: Razzlekhan) 之洗錢與共謀詐欺美國刑事案件⁵⁶

⁵⁶ 起訴之法條為 18 U.S.C. § 1956(h) (Money Laundering Conspiracy) 、18 U.S.C. § 371 (Conspiracy To Defraud the United States) 。
起訴書 https://cdn.prod.website-files.com/6082dc5b670562507b3587b4/6747df2ae79230bcf39f1f62_USA%20v.%20Lichtenstein%20Complaint.pdf

根據上開起訴書，可知國稅局刑事調查局、聯邦調查局（FBI）和國土安全部調查（HSI）一直在調查知名加密貨幣平台（以下稱“VCE”）於2016年遭駭客入侵而資金被盜事件。約在2016年8月或前後，有一名駭客入侵了VCE的安全系統，並滲透到其基礎設施中，該名駭客透過網路，擅自進行超過2,000筆未經授權的比特幣交易，約有119,754顆比特幣自VCE的錢包轉移至某外部錢包（即Wallet 1CGA4s5）。並且因為比特幣價值隨時間推移而上漲，故VCE受損害之價值，若以2022年2月為基準點計算，VCE遭竊之資金的價值已經超過45億美元。美國當局從區塊鏈資料，查出從2017年1月或前後開始，部分遭竊之比特幣係從上開某電子錢包內移出至多個金融帳戶和加密貨幣平台，並且此種移轉是精心設計的一系列複雜交易。這種近乎洗牌之行為，意在藉由大量的交易行為，以隱藏其真實的比特幣金流移轉路徑，用意在於讓執法機關難以追查。然而美國當局仍追蹤出本件遭竊多個比特幣帳戶之實際控制者，即被告「ILYA “DUTCH” LICHTENSTEIN」（是名具有俄羅斯與美國雙重國籍之紐約住民）和其妻子 HEATHER MORGAN。且幸運地，儘管被告們於2017年曾進行比特幣轉帳，但從2016年8月某日起到2022年1月31日止，大部分遭盜比特幣仍留在上開錢包 Wallet 1CGA4s 中。在2022年1月31日，執法部門先取得搜索令，再行解密被告 LICHTENSTEIN

之雲端帳戶內的 8 檔案，該檔包含有 2000 個電子錢包地址，以及相應的私鑰。藉由區塊鏈分析技術，當局確認有 10 個電子錢包地址都與上開駭客攻擊直接相關。在 2022 年 1 月 31 日至同年 2 月 1 日間，執法部門獲得批准進行緊急扣押，並使用被告 LICHTENSTEIN 沒收其 Wallet 1CGA4 中約 94636 顆之比特幣，價值約為 36.29 億美元。2022 年 2 月 4 日，法院在當局請求下，簽發了扣押令，依法沒收上開比特幣。

二、被告們使用之洗錢手法

簡言之，被告們使用了多種洗錢技術，包括：（1）使用帳戶設置虛構身份；（2）將被盜資金分割成小金額移轉，切割成數千筆交易，而不是一次性或分塊轉移資金；（3）利用計算機程式來自動化交易⁵⁷；（4）將竊得資金各別存入各種 VCE 和暗網市場的帳戶內，然後再提取出來，此分拆、化整為零手法來混淆交易歷史的蹤跡；（5）將比特幣轉換成其他形式的加幣貨幣，包括匿名增強型加密貨幣（anonymity-enhanced virtual currency），此即為實務中之「跳鏈」行為；（6）利用美國企業帳戶使其金流具備合法外觀。礙於篇幅，並參照國內民情，筆者選三種常見洗錢模式作介紹。

⁵⁷ 這是一種允許多個交易能在短時間內進行之自動化軟體。

(一)剝離鏈 Peel Chain

當比特幣要進行交易傳送時，就會出現“剝離鏈”，每次交易，都會將些微的比特幣轉移到不同的新電子錢包地址。亦即，每筆交易中，有一定數量的比特幣將自原本區塊鏈中「剝離」到另一個電子錢包地址（通常是存入 VCE），剩餘餘額則轉移到區塊鏈中的電子錢包網址。所以不肖人士口可利用此剝離鏈原理，以數千數萬次交易行為，來混淆幣流追查，增加執法者幣流分析困難⁵⁸。

(二)利用美國企業帳戶使其金流具備合法外觀

根據執法者所揭露之 VCE 記錄顯示，被告們使用自己名義開立之企業帳戶來進行本案之比特幣洗錢行為。以 2019 年給 VCE 的 KYC 驗證郵件中，被告 LICHTENSTEIN 偽稱：自己從 2013 年以來一直從事投資和比特幣挖礦行為等語，以此佯稱竊得之比特幣是自己合法取得

⁵⁹。

⁵⁸ 筆者目前尚遇過，詐欺集團利用不斷棄置使用過電子錢包手法，一直增加新的電子錢包方，製造被害人幣流並未回流至詐欺集團的假象。

⁵⁹ 筆者亦遇過大型加密貨幣詐騙，詐欺集團的確常虛設行號，企圖以公司經營名義遮掩不法金流。且此種手法已經越趨進常態。阿福錢包即為一例。

<https://www.tcc.moj.gov.tw/295804/295830/657577/1163340/post>

(三)跳鏈

轉換加密貨幣之種類，即為所謂之“跳鏈”。一言以蔽之，透過轉換加密貨幣之種類，以躲避查緝、增加幣流分析之難度。跳鏈可以發生在中心化之交易平台，例如知名之幣安交易所、MAX 交易所等。亦可發生於去中心之交易所，代幣交換服務平台等。礙於此種交易所、服務平台與國家司法單位，並無合作關係，或者根本自身就沒進到 KYC 之責，故在調取電子錢包持有者之資料時，常生阻礙。

(四)強化匿名性之加密貨幣

強化匿名性之加密貨幣本身就是被設計來達成匿名性、隱藏金流之目的，藉由隱藏錢包與錢包間之連結，使幣流分析器無法追蹤其來源與去向。本案被告們就是將竊得之比特幣轉換成此種強化匿名性之加密貨幣，再進行移轉，以躲避追查。

陸、研究心得與建議

筆者於著手詳細解讀上開兩篇具代表性之法院裁決時，有先查閱現今廣泛之區塊鏈論自媒體之報導，像是 investopedia⁶⁰、decrypt⁶¹，

⁶⁰ <https://www.investopedia.com/sec-vs-ripple-6743752>

⁶¹ <https://decrypt.co/150770/judge-refuses-dismissal-sec-terraform-labs-lawsuit-despite-ripple-ruling>

但其等之法律上論述或多或少並未反映出為何該二者類似之數位資產簡易判決之動議，在經過豪威測試之檢驗下，會產生如此大的差距之適用結果。並且，不論國內外媒體，均未注意到上開兩篇命令(order)，不過是依據聯邦民事訴訟法下之動議裁定。另根據聯邦民事訴訟法，對此簡易判決之動議聲請，法院有不同之舉證責任規定。有別於我國金融監督管理委員會(或是其旗下之證券期貨局)，SEC 不僅具有監管之權，尚具有民事案件之提告權力，然比照我國之證券交易法，則無此開規定，反而是將求償權回歸到民法上之權利受損害人之身上⁶²。故，於立法之際，是否有必要賦予金管會或是證券期貨局，有類似之民事訴訟程序權？筆者以為，若仿美國 SEC 規定，不僅可有效提升我金融法令之監督效能，並同時減輕權利受害人之資訊不平等。尤其是數位資產產業，此種無時無刻不斷翻新設計以跳脫現存法令規範之框架，賦予監督機關有主動之民事訴訟權，“靈活”運用立法目

⁶²參證券交易法第 43-2 條，有關違法之公開收購者對於應賣人應負損害賠償責任。

的，而非墨守成規遵照法條文義限制，設計類似美國 SEC 主動提告之權或許是個值得參考之作法⁶³ ⁶⁴。

另外針對實務上常見「假個人幣商真詐騙」犯罪問題，雖然金管會於 113 年已成功推動多項監理措施，包括 VASP 業於 113 年 8 月 30 日成立公會，並訂定「上下架審查」、「客戶保護」、「防制洗錢及打擊資恐」、「打擊詐欺犯罪暨產業聯防機制作業」、「資訊安全管理」及「資產分離保管」等 6 份自律規範，同時加入罰則以強化自律；113 年 11 月 30 日施行之洗錢防制法第 6 條明定 VASP 未向金管會完

⁶³ 以 Ripple 公司為例，其公司股價當 SEC 提出訴訟時，旋即呈現低價走向。或許 SEC 當時訴訟主要目的，是凸顯其高幹桿之操作。也可能因為 XRP 幣，最後並沒有呈現如同 LUNA 幣脫鉤美元之疲態並吞噬了法人與散戶，所以該 Ripple 案無法充分說服承審法官，對於散戶之銷售是符合豪威測試之三要件。另外，筆者還比對兩岸承審法官之背景。Ripple 案中，承審法官 Hon. Analisa Torres，來自紐約州南部地區法院，其對於被告請求駁回動議准許率是 43%，對於原告聲請准許簡易判決之動議率是 25%，其曾擔任民事庭法官、刑庭法官、律師之經驗，資歷堪稱完整。

<https://1.next.westlaw.com/Analytics/Profiler?findType=h&pubNum=176284&cite=0194162801&originatingDoc=I43002f70a38b11ec95f7f56bb3f79725&refType=RQ&originationContext=document&transitionType=DocumentItem&ppcid=1dcb6acf10ed46cdb4676aa8f9dc6d9f&contextData=%28sc.Search%29&analyticGuid=I43002f70a38b11ec95f7f56bb3f79725&docGUID=I209E3F4A1DD211B2B180A500620CF50F&contentType=judge#/>，參見附件一。Terraform 案件中，承審法官 Hon. Jed S. Rakoff，對於被告之駁回動議聲請准許率為 40%，而對於原告之聲請簡易判決准許率是 29%。其間經歷有檢察官、助理檢察官、審判庭律師、刑案律師、紐約律師公會之主席、法律期刊主筆、曾合著「商業犯罪」、法官書記員等。曾職司檢察官打擊犯罪，並著有公司量刑與公司犯罪之論著，也無怪乎其在運用豪威測試上，該名法官會選擇有利一般社會大眾之角度去審查。
<https://1.next.westlaw.com/Analytics/Profiler?findType=h&pubNum=176284&cite=0106684001&originatingDoc=I4a97f7302fea11ee9fa6e12df545b2d9&refType=RQ&originationContext=document&transitionType=DocumentItem&ppcid=5a14d172d60044d8abd46cc57c93b576&contextData=%28sc.Search%29&analyticGuid=I4a97f7302fea11ee9fa6e12df545b2d9&docGUID=I1714D6961DD211B2BE6D480092020635&contentType=judge#/>參見附件一。

⁶⁴ 另外，Ripple 案之承審法官 Analisa Torres 駁回了 SEC 針對 Ripple 所提出之中間上訴的請求。該法官指出，SEC 並未證明上訴會「實質上造成系爭訴訟的最終終止」。因此，該案已定於 2024 年 4 月 23 日進行審判。Ripple 和 SEC 預計將在今年年底前提交審判前文件。Torres 法官還要求雙方律師及當事人親自會面至少一小時，討論此事的和解。今年 8 月，SEC 向紐約南區聯邦地方法院提交了一份動議，要求法院批准中間上訴。當時許多業界律師認為，該案法院處理 Ripple 案的方式可能會對其他未決訴訟產生「重大影響」，比如 [SEC 和 Coinbase 之間的訴訟](#)。參見美國 SEC 網站 <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-102>

成洗錢防制登記者，不得提供虛擬資產服務，違者將負有刑事責任，然此仍無解於此前之假個人幣商犯罪情形。關於涉嫌人是否為假個人幣商，仍須仰賴被害人指證、幣流分析資料、相關輔佐證據，始能判斷。縱然在修正後洗錢防制法施行後，未依法洗錢防制法要求完成登記或登錄之自然人、法人，依洗錢防制法第 6 條第 4 項之規定，其刑度至高僅為 2 年，與刑法第 305 條恐嚇罪之刑度相同，是否能達到喝阻假個人幣商盛行之現況，不無疑慮。再者，基於刑法之罪疑惟輕原則，亦難率然將未依法辦理登錄之個人幣商，逕以詐欺罪相繩。又，以「113 年 11 月 26 日修正公布之「提供虛擬資產服務之事業或人員防制洗錢及打擊資恐辦法」為例，雖詳列業者對客戶之 KYC 責任，要求業者須採取合理措施以了解客戶之財富與資金來源(參該辦法第 6 條第 1 項第 2 點)，但參上開美國遭竊比特幣案例，假若被告虛偽申報其職業與所得時，業者有何核實之權力?特別是目前稅務現況，可謂是極大程度容許現金交易之地下經濟(例如美髮業、小吃業、企業社、八大行業、宗廟等都是收受現金)，虛擬資產業者可否以渠等無稅務資料，來否定其等資金來源合法性?若否，又如何防範詐欺集團假冒上開業者名義，利用虛擬資產洗錢?另外，就該辦法第 7 條，雖要求業者須提供虛擬資產移轉時之移轉人(身分證件、出生地、生日等個資)與接受人(姓名、電子錢包地址資訊)資料，然該辦法第 18 條

又規定該第 7 條另由金管會另定施行日期，故實際上業者於依照客戶指示進行虛擬資產移轉時，仍無須查明接受人資訊。然，加密貨幣之詐騙，層層移轉已為常態，故若無法在第一時間，透過業者快速掌握收受贓款之電子錢包控制者資訊，後續贓款之扣押恐無法實現。加密貨幣偵辦，常須仰仗交易所提供會員資訊，然筆者卻遇過，交易所針對同一會員，提供不同版本之註冊資訊。亦即偵查機關於前案，取得者是完整版會員註冊資料，然於後案，卻取得簡要版會員註冊資料。對於此，雖涉及該交易所之內控問題，但就偵查犯罪而言，不完整之會員註冊資料，恐讓檢方在判斷被告主觀犯意上生重大影響。另外，參見 VASP 原則第三點，該數位資產限定以非穩定幣之發行，然若有平台業者或交易所發行與穩定幣進行掛鉤之加密貨幣，例如類似 LUNA 幣在行銷時即宣稱跟美元一筆一掛鉤，然實際上卻非如此，上開 VASP 原則第 3 點此一限制，恐生處罰規範空窗。

針對業者未進監控之責，是否要對被害人負民事求償責任問題，筆者以為，基於公平原則，為充分保障市場交易，並讓業者正視其等監管義務，立法者應該在金融特別法上(不管是證券交易法或是特別立一個虛擬資產特別法)，設置一個民事舉證責任倒置規定，讓經營虛擬資產服務之個人或業者，負擔證明其等已經履行監控義務之舉證責任。渠等須舉證證明其業已履行 VASP 指導原則、提供虛擬資產服

務之事業或人員防制洗錢及打擊資恐辦法等法規所課予之義務，以此寬認受害者對業者之過失行為之民事求償權。

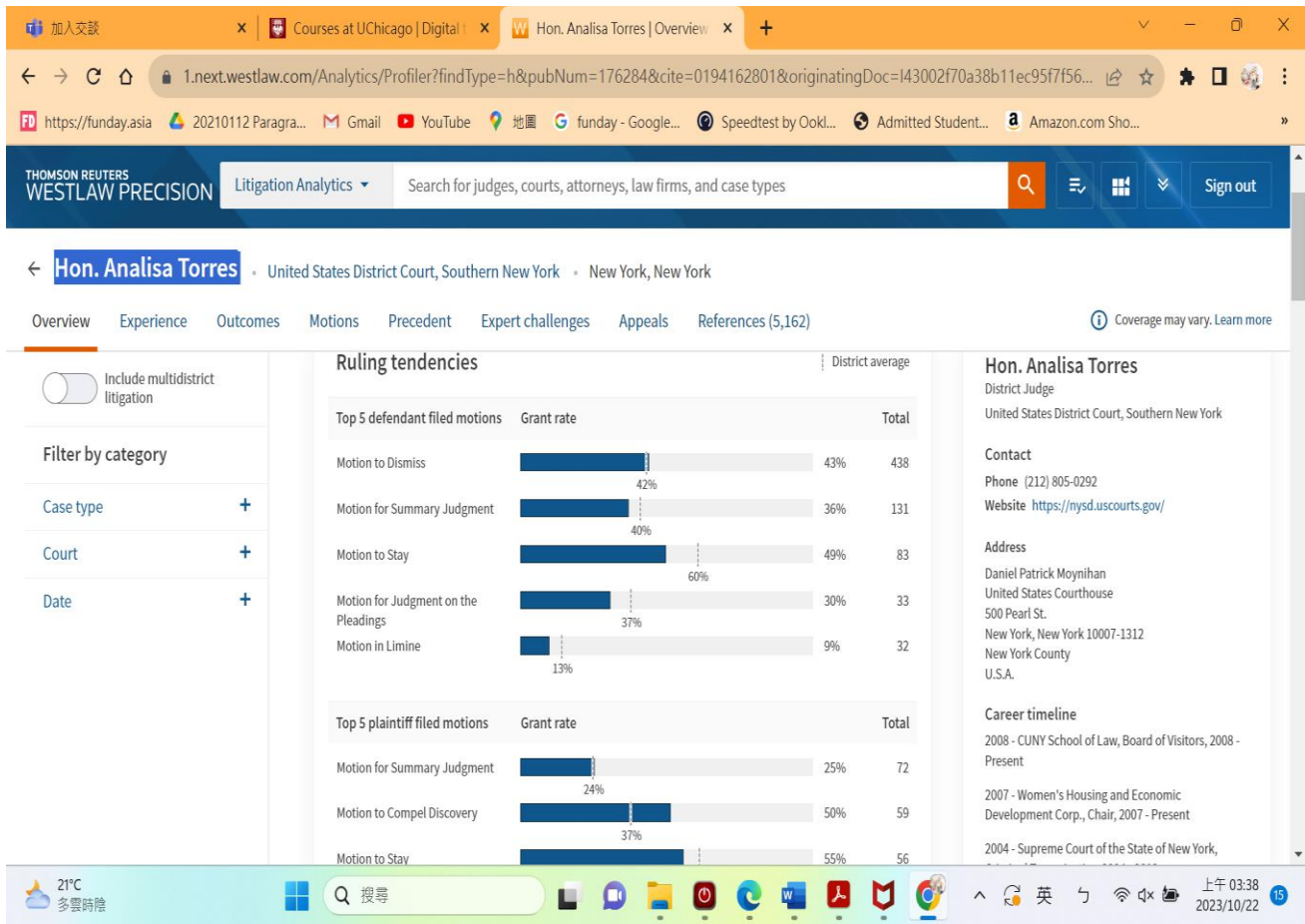
目前加密貨幣案件幾乎占有所有詐騙案件之大宗，然而最初負責偵辦的警察(以筆者目前經驗而言)，大都欠缺加密貨幣之基礎常識與辦案熱情，以致於等檢察官接手辦案時，手邊僅有被害人指訴之電子錢包地址、被害人提供之交易明細、被告銀行開戶資料，而被告所申設交易所之歷史入出金、幣流分析等資料常付諸闕如。縱然目前警察機關內部有科技偵查組，但該單位早已不堪案件負荷，以致此類案件需等待移送至地檢署來進行更多調查，此情無異乎是一種時間程序上耗費，喪失向法院申請搜索票之先機。退步言，縱然偵察機關事後取得搜索票，該等贓款早已透過加密貨幣之移動迅速特性，移轉至境外，難以查扣，更遑論發還不法所得予給被害人。反觀美國 SEC，於 114 年 2 月 20 日宣佈成立一個專門針對網路、加密貨幣犯罪之辦案單位，此即獨立之網路和新興技術單位 (CETU)。此單位專門打擊與網路相關的不當行為，並保護散戶投資者免受新興技術領域的不良行為者的侵害。CETU 取代了過往之加密資產和網路部門，並且由來自多個 SEC 辦公室的大約 30 名欺詐專家和律師組成。CETU 查緝監管之重點有：(1)使用人工智慧和機器學習等新興技術實施的詐欺行為；(2)

使用社交媒體、暗網或虛假網站實施詐欺行為；(3)遭駭客攻擊之重要非公開資訊；(4)零售經紀帳戶的不當收購；(5)涉及區塊鏈技術和加密資產的詐欺行為；(6)受監管實體對網路安全規則和法規的遵守情況；(7)披露涉及網路安全相關之公共發行人詐欺行為等。美國為了確保投資人對於新技術發展信心、交易秩序穩定、市場發展健全，特別授權 SEC 擁有上開執法職權。筆者以為或可借鏡 CETU 成立概念，我國可由數個機驗豐富檢察官負責統籌、規劃各項偵查行動以及訓練未來小組成員(包含檢、警、調查人員等)。並且由該專責單位，針對加密貨幣詐欺進行一套 SOP 調查流程設計，以達到迅速有效攔截加密貨幣移轉、保全被害人財產目的。

末，我國金融監管單位既然已許可並監管加密貨幣，則相關稅法之配套也應進行，仿造美國 IRS 般，規定所應稅之科目，進行課稅，並將個人幣商、平台業者、NTF 收購者等均納入應課稅之主體，將渠等所有虛擬資產收益損失都視作應報告事項，未來應稅科目，如此始符合我國量能課稅、實質課稅原則，且此等資料亦可作為刑案上加密貨幣偵辦之佐證。

以上僅為筆者淺見，希冀能參考美國法制、偵查案例，改進我國掌握金融犯罪情報之效能，並在發生重大損害前，逐一偵破，打擊不法，追回犯罪所得，以保我國人民財產及金融秩序穩定。

附件一



加入交谈

Hon. Jed S. Rakoff | Overview

+

1.next.westlaw.com/Analytics/Profiler?findType=h&pubNum=176284&cite=0106684001&originatingDoc=l4a97f7302fea11ee9fa6e12...

https://funday.asia

20210112 Paragra...

Gmail

YouTube

地圖

funday - Google...

Speedtest by Ookl...

Admitted Student...

Amazon.com Sho...

THOMSON REUTERS
WESTLAW PRECISION

Litigation Analytics

Search for judges, courts, attorneys, law firms, and case types

Sign out

← Hon. Jed S. Rakoff

United States District Court, Southern New York

New York, New York

Overview

Experience

Outcomes

Motions

Precedent

Expert challenges

Appeals

References (10,000)

Coverage may vary. [Learn more](#)

Include multidistrict litigation

Filter by category

Case type

Court

Date

Top 5 plaintiff filed motions

	Grant rate	Total
Motion for Summary Judgment	24%	153
Motion for Default Judgment	44%	58
Motion for Reconsideration	12%	48
Motion to Remand	37%	36
Motion to Compel Discovery	37%	29

See all motions

Speed

Time to rule

Time to outcome

District median

Top 5 motions

Median days to rule

U.S.A.

Career timeline

1993 - Lead Author, Corporate Sentencing Guidelines, Law Journal Seminar Press

1989 - New York Council of Defense Lawyers, Director, 1989 - Present

1989 - Lead Author, RICO Civil & Criminal, Law Journal Seminars Press

1987 - Fellow, American College of Trial Lawyers, Downstate New York Committee, 1987-Present, Chairman, 1992-Present

1986 - U.S. Supreme Court

1986 - Association of the Bar of the City of New York, Chairman, Criminal Law Committee, 1986 - 1989

1984 - District of Columbia

1982 - Co-Author, Business Crime, Matthew Bender, 6 Volumes

1980 - Private Practice, New York City, 1980 - 1995

21°C 多雲時晴

Q 搜尋

15

上午 03:49 2023/10/22

加入友談 x Hon. Jed S. Rakoff | Overview x +

1.next.westlaw.com/Analytics/Profiler?findType=h&pubNum=176284&cite=0106684001&originatingDoc=14a97f7302fea11ee9fa6e12... ☆

https://funday.asia 20210112 Paragra... Gmail YouTube 地圖 funday - Google... Speedtest by Ook... Admitted Student... Amazon.com Sho...

THOMSON REUTERS
WESTLAW PRECISION Litigation Analytics CHEN YUNGWEI History Folders My links Notifications ? Sign out

Litigation Analytics Search for judges, courts, attorneys, law firms, and case types

← Hon. Jed S. Rakoff · United States District Court, Southern New York · New York, New York

Overview Experience Outcomes Motions Precedent Expert challenges Appeals References (10,000) Coverage may vary. Learn more

Include multidistrict litigation

Filter by category

Case type +

Court +

Date +

Federal State

Ruling tendencies District average

Top 5 defendant filed motions	Grant rate	Total
Motion to Dismiss	42% 40%	516
Motion for Summary Judgment	40% 45%	293
Motion for Reconsideration	12% 9%	33
Motion to Transfer Venue	64% 51%	33
Motion in Limine	14%	27

Hon. Jed S. Rakoff
Senior District Judge, since December 01, 2010
United States District Court, Southern New York

Contact
Phone (212) 805-0401
Website <https://nysd.uscourts.gov/>

Address
Daniel Patrick Moynihan
United States Courthouse
500 Pearl St.
New York, New York 10007-1312
New York County

https://1.next.westlaw.com/Analytics/Profiler?docGUID=1825&contentType=court&transitionType=OverviewLitigationAnalytics&contextData=(sc.Default)#/court/1825/profile

21°C 多雲時晴 搜尋 上午 03:49 2023/10/22

