

美国 Lummis-Gillibrand 加密资产法案要点解析

我们在不久前发布的「[浅谈全球稳定币监管](#)」一文中，简单介绍了各国对稳定币的监管情况。在本文中我们将进一步探讨美国最新提出的一份加密资产相关法案。2022年6月7日，美国参议员 Cynthia Lummis 和 Kirsten Gillibrand 提出一项长达 69 页的加密资产相关法案——「负责任金融创新法案」(Responsible Financial Innovation Act) (下述简称，“L-G 法案”)，在与现行法律整合后为加密资产创建了一个较为全面的监管框架，务求在消费者保护、监管透明度、促进金融创新及灵活性中取得平衡。迄今为止，L-G 法案是美国最全面的加密资产监管法案，其监管框架和思路有可能会成为其他国家的参考对象。本文希望向读者简要介绍 L-G 法案重点，并分析该法案可能会对区块链行业中各个领域带来的潜在影响。

(A) 明确区分证券型及商品型加密资产

证券 v 商品

L-G 法案提出前，美国证券交易委员会 (SEC) 当前判断加密资产是否构成证券的主要标准是美国联邦最高法院在 1946 年 SEC v. W. J. Howey Co. 一案中提出的 Howey Test，从 (1) 投资者是否有金钱投资、(2) 是否投资于共同事业、(3) 是否对投资获利有所期待、及 (4) 该收益是否来自第三者的努力这几点来进行判断加密资产是否构成证券。如果加密资产的经济特征 (Tokenomics) 符合上述 Howey Test 里的四个条件，该加密资产将被认定为是证券而被纳入 SEC 的管辖范围。发行构成证券的加密资产需要在 SEC 注册；提供构成证券的加密资产交易服务的交易所因需要在 SEC 注册而可能导致增加合规成本。

L-G 法案通过考虑加密资产给予消费者的权益或权利来判断一项加密资产属于商品还是证券，并

引入了新概念——**辅助资产 (Ancillary Asset)**。

辅助资产指通过构成投资合同的安排或计划，向买卖该资产的人发行、出售或以其他方式提供的一种无形可替代资产，且该资产不赋予持有人对任何商业实体的债权、股权、清算权、分红权或其他金融权利。

根据上述的辅助资产的定义，市场上的大多数不具有股权、分红权等的加密资产 (包括比特币和以太币等) 只要符合披露条件，将归类为商品而非证券，由美国商品期货交易委员会 (CFTC) 主要负责监管。

SEC 和 CFTC 的管辖权

L-G 法案明确 CFTC 对所有非证券的同质化加密资产的现货市场具有排他性管辖权，但其他监管机构仍保留一定程度的监督和控制。例如，SEC 对辅助资产提出了披露义务。此外，L-G 法案明确将“数字收藏品和其他非同质化的加密资产”从 CFTC 的管辖范围内剥离出来。

如果 L-G 法案获得通过，CFTC 针对绝大多数同质化加密资产 (辅助资产) 的管辖权将更明确：通过认定大多数同质化加密资产属于辅助资产/商品的方式，赋予 CFTC 相对于 SEC 更多的管辖权，使得 CFTC 成为了同质化加密资产的主要监管机构。

披露义务

尽管 CFTC 将对辅助资产拥有管辖权，L-G 法案仍要求辅助资产的发行方每年两次向 SEC 披露其要求的公司基本信息和辅助资产特定信息，只有在符合这些披露要求后辅助资产才会被认定为商品而非证券。另外，L-G 法案规定，完全去中心化的辅助资产发行方 (即过去 12 个月内其发行的相关辅助资产的价值不依赖于该发行方或其控制的实体

的创业或管理努力), 无需就该等辅助性资产向 SEC 进行相关披露。

(B) 支付型稳定币

L-G 法案对“支付型稳定币”提供了明确定义, 即一种符合以下全部条件的加密资产: (1) 可随时赎回为以美元或其它国家的法定货币, (2) 由商业实体发行, (3) 附有发行人声明该资产可赎回与其绑定的法定货币, (4) 以一种或多种非加密资产的金融资产作为支持, 且 (5) 旨在用作交换媒介。在此定义下, USDT, USDC 将被纳入支付型稳定币的范围; 而算法稳定币¹ (例如 UST) 以及超额抵押加密货币的稳定币² (例如 DAI) 将不属于支付型稳定币。有关稳定币类别的详细介绍可以参阅我们早前刊发的「浅谈全球稳定币监管」一文 (<http://www.junhe.com/legal-updates/1812>)。

L-G 法案允许存款机构³在事先获得相应联邦或州银行监管机构的批准后, 发行和赎回支付型稳定币, 并从事相关辅助活动, 并要求发行支付型稳定币的存款机构:

(1) 必须以不低于发行面值的 100% 的高质量流动性资产为抵押 (如美元, 美国国债);

(2) 每月公开披露未赎回的支付型稳定币的数量、以及支持支付型稳定币的资产及其价值的详细信息;

(3) 当客户要求时, 必须以法定货币按面值赎回所有未偿付的支付型稳定币。

¹ 指基于算法的稳定币, 通常没有 100% 资产提供支持, 而是使用其他方式试图维持固定的对应关系的稳定 (例如 1 美元对应 1 稳定币)。当稳定币价格上升时, 算法制造出更多的稳定币, 扩大供应, 降低价格; 当稳定币价格下降时, 算法减少稳定币数量, 减少供应, 以提高价格, 从而使稳定币的价格相对稳定。算法稳定币的本质是去中心化的。

² 指基于区块链上的资产 (即其他加密资产) (市场上也称之为提供“抵押物”) 的稳定币。此时, 抵押物由智能合约持有, 因此本质上是去中心化的, 也较为透明。用户可以审核代码, 查看抵押物总额。用户可以通过存入抵押物来取得这些稳定币, 也可以再次存入稳定币, 取回抵押物。因为加密资产的价值往往波动较大, 为让智能合约能够维持稳定币价格相对稳定, 用户通常需要以高于 1: 1 的比率超额存入抵押物。

³ 美国联邦储备法下的存款机构, 包括受保银行、互助储蓄银行、储蓄银行及受保信用社。

根据 L-G 法案的以上条款, 传统金融机构也可以在符合上述要求的情况下发行支付型稳定币。

L-G 法案还特别提到, 将不禁止根据州或联邦宪章或许可证运营的非存款机构发行和赎回支付型稳定币并从事相关辅助活动, 但此类机构也需要遵守适用于具有存款机构身份的支付型稳定币发行人的资产拨备、信息披露和赎回要求。这就给类似 Circle 这样的非存款机构未来继续发行稳定币铺平了道路。如果 L-G 法案获得通过, 今后发行支付型稳定币将有法可依, 从而有助于提升稳定币的安全性及流通性。

值得注意的是, L-G 法案指出存款机构发行的支付型稳定币既不是商品, 也不是证券。

下表整理了与美元挂钩的全球第一和第二大市值稳定币 USDT 和 USDC 的基本情况比较, 供参考。如果 L-G 法案获得通过, 我们预期他们在美国市场的发展情况也会发生显著变化。

USDT v USDC

	USDT	USDC
支持资产	55.53% 为美国国债、28.47%为商业本票和定期存单、9.63%为货币市场基金、6.02%为其他投资（包括加密货币）、5.81%为现金及银行存款、4.52%为公司债、基金及贵金属、3.82%为担保贷款	76.7%为美国短期国债，23.5%为现金
发行人	Tether Limited	Circle(一家在美国财政部金融犯罪执法网络 (FinCEN) 注册的货币服务企业 (Money Services Business) 而受其监管 ⁴ ，并在美国四十多个州和地区持有货币传输许可证 (Money Transmitter Licenses) 或同等许可证，亦拥有英国的电子货币发行商牌照 (E-Money Issuer License) 及百幕大的数字资产牌照 ⁵)
资产验证报告	由 MHA Cayman 每季出一次资产验证报告，在 USDT 网站上公布 ⁶ ，	由 Grant Thornton LLP 每月出一次资产验证报告，在 USDC 网站上公布 ⁷
审计报告	没有审计报告	Grant Thornton LLP 每年会审计 USDC 储备，审计报告亦提交给 SEC ⁸
市值	全球第一大市值稳定币，约 669 亿美元 (截至 2022 年 6 月 26 日)	全球第二大市值稳定币，约 558 亿美元 (截至 2022 年 6 月 26 日)

⁴ <https://support.circle.com/hc/en-us/articles/212059046--Is-Circle-regulated->

⁵ <https://www.circle.com/en/legal/licenses>

⁶ <https://tether.to/en/transparency/#reports>

⁷ <https://www.circle.com/en/usdc#transparency>

⁸ <https://www.circle.com/blog/how-to-build-trust-usdc-audits-and-attestations>

(C) 加密资产交易所

L-G 法案把加密资产交易所定义为提供至少一种加密资产交易的交易平台，要求加密资产交易所在提供交易服务前必须于 CFTC 进行注册。加密资产交易所只能为不易受操控的加密资产提供交易服务。除非加密资产交易所同时注册为指定合约市场或掉期合约执行机构，否则不能提供衍生品交易。

L-G 法案要求加密资产交易所在提供交易服务时必须细致考虑加密资产的目的、创造方式、共识方式、管理结构、持有者分布、功能等因素，这就使得交易所必须更加审慎地对待加密货币上市的项目，并把控法律风险。L-G 法案对交易所不当利用客户资金进行了限制，要求加密资产交易所托管的客户资产必须和自持资产分开管理，严禁将客户资产用作向其他人提供保证金、担保或抵押或其他目的。加密资产交易所应当建立系统的防火墙，保持良好的财务状况。

L-G 法案要求加密资产交易所必须向 CFTC 报告，及时向公众披露有关加密资产的价格、交易量和其他交易数据，建立风险控制制度，具有良好的财务状况和管理能力，并至少拥有满足最终的有序清算 (orderly wind-down) 所需的财务资源。

我们了解到目前很多加密资产交易所都在进行混业经营，业务范围包含期货、挖矿、借贷、合约和杠杆等；而 L-G 法案对于加密资产交易所进行混业经营进行了明确限制，对其能够开展的业务范围监管趋严。

(D) 加密资产服务供应商

L-G 法案将加密资产服务供应商定义为持牌的加密资产中介机构、金融机构及任何获准进行加密资产活动 (包括加密资产管理) 的人。L-G 法案从保护消费者角度出发对加密资产服务供应商提出了各种要求，包括但不限于：(1) 在客户协议中明

确披露其产品的资料，包括分开管理客户资产、破产资产处理、损失风险、适用费用、赎回安排等；(2) 与客户书面确定每种加密资产的源代码以及每种资产的法律待遇；(3) 和客户同意所有交易的最终结算条款，包括加密资产可能被视为完全转让的条件。L-G 法案还明确授予个人保管和控制他们所拥有的加密资产的权利而不一定要使用托管机构。L-G 法案也提到加密资产服务供应商在重复抵押前，需向客户披露再抵押的做法且获得客户同意，并减低再抵押的风险。

与针对加密资产交易所的限制及条件一样，上述针对加密资产服务供应商的限制及条件有助于提升服务供应商的专业度和稳定性，减少极端情况下消费者/用户遭受的风险。

(E) 加密资产的税收处理

L-G 法案对加密资产的税务问题进行了全面规定，设定了最高限度的豁免，为个人交易 (personal transaction) 中因使用加密货币购买商品或服务而获得的增值或亏损中不超过 200 美元的部分提供免税。需要注意的是，L-G 法案明确指出前述豁免并不适用于出售/处置加密货币以换取现金、现金等价物、其他加密货币或证券的交易。

L-G 法案提出，基于税收目的，一个利用智能合约来运作集体活动，采用分布式治理，并依照特定司法管辖下之法律成立的去中心化自治组织 (DAO) (包括去中心化自治组织，合作社，基金会或其他类似组织)，会被视为税法意义上的商业实体。

L-G 法案还明确了从挖矿或质押活动中获得的收入，将会等到处置相关加密资产时才会被征税，而加密资产借贷协议一般不属于应税行为。

L-G 法案也将“经纪人”定义为 (有偿) 准备在日常业务中按照客户指示销售加密资产的任何人，并规定经纪人自 2025 年 1 月 1 日起，必须每

年报告向第三方账户转移加密资产的交易。L-G 法案亦要求美国国税局（IRS）就分叉、空投的税收待遇、商家接受加密资产、用加密资产作慈善捐款和将支付型稳定币视作债务的税务法律定位等行业中长期存在的问题提供指引。

（F）加密资产纳入美国养老金投资计划的可能

L-G 法案要求美国政府问责署（GAO）在 2023 年 3 月前提交报告，研究将加密资产纳入养老金投资计划的利弊、相关的资产配置建议、风险和所需的投资者教育与培训。这反映了美国政府对养老金的投资计划审慎态度。

（G）DeFi（去中心化金融）

DeFi 泛指不依赖传统金融中介机构如银行及券商，而是利用区块链上的智能合约来执行金融交易。L-G 法案要求在 L-G 法案生效后 1 年内，美国财政部须在咨询过 CFTC、SEC 及去中心化平台的开发者和参与者后提交一份报告，分析 DeFi 在美国和其他国家发展的现状、DeFi 的机会和挑战、DeFi 与传统金融市场及加密资产市场的比较，DeFi 的透明性、消费者保护以及安全性。根据行业人士分析，美国将会重点针对 DeFi 对传统金融机构的影响及两者是否有共存的可能性进行分析。

（H）能源

L-G 法案要求美国联邦能源监管委员会每年须在咨询过 CFTC、SEC 后提交一份报告，当中应分析加密资产的挖矿和质押的能源消耗量及对能源价格的影响、研究使用可再生能源及对比加密资产相对整体金融行业及经济的能源消耗等问题。

（I）成立加密资产自律协会及金融创新咨询委员会

L-G 法案要求 CFTC 及 SEC 在 L-G 法案生效后的六个月内，咨询加密资产中介及制定行业标准的协

会，研究并报告有关加密资产市场的自我管理原则，并注册成立加密资产自律协会。同时，L-G 法案还提出成立金融创新咨询委员会，以研究与加密资产创新有关事宜，并每年就有关的立法、法规及监督向美国总统及国会提供建议。

（J）银行界的创新

L-G 法案要求美国联邦储备局研究如何使用分布式账本技术（Distributed Ledger Technology）降低存款机构的风险，包括通过减少结算及操作风险和资本要求。L-G 法案特别提到，区块链结算将现有传统结算时间由几天缩短至几分钟或几秒钟的时间，大幅提高了结算效率。这凸显出区块链结算对 SWIFT 带来的挑战。L-G 法案要求美国联邦储备银行向包括稳定币发行机构在内的存款机构提供支付服务、电汇服务、清算和结算服务，并要求美国联邦储备银行在存款机构要求下应向其开设独立的余额账户。L-G 法案要求美国联邦金融机构审查委员会（FFIEC）、SEC 和 CFTC 与金融犯罪执法网络（Financial Crimes Enforcement Network）协商，在 L-G 法案生效后的 18 个月内向存款机构及中介机构发布关于加密资产活动的最终指南和审查员手册，内容包括反洗钱、制裁合规性、托管、信息科技、支付系统风险及消费者保护等。L-G 法案同时制定了存款机构资产托管的共同准则，资产托管需由书面协议订立，是一种委托保管的关系，而非信托关系，除非保管人提供大量全权委托服务，托管资产需与保管人资产分开，并不计入保管人的资产或负债当中。

（K）SEC 对美国加密资产监管的最新动向

在 L-G 法案文本被公开的同时，SEC 也正加强对加密资产市场的监管。2022 年 6 月，消息指 SEC 正对当前全球最大的加密资产交易所币安所发行的加密资产—币安币（BNB）发起调查，理由是应用 Howey Test 的标准，币安公司于 2017 年的首次 BNB 发行可能被视为未经注册的证券发行。与此同

时，据报 SEC 对加密货币交易所是否有适当的保护措施来防止其平台上的内幕交易问题亦正在展开全面调查。

法案公开以后，2022 年 6 月 27 日，SEC 主席 Gary Gensler 在接受采访时提到许多加密货币具有证券的关键属性，因此在美国证券交易委员会的管辖范围内，但有些加密货币是商品，例如比特币是唯一他愿意称之为商品的加密货币。⁹

结语

L-G 法案文本公开后，将会大量咨询行业内专家的反馈意见。L-G 法案是否会经历大幅修改，及最终是否会获得通过仍有待观察。

审慎的监管能够帮助防止从业者因为侥幸心理和大意而犯错。L-G 法案力求在努力应对风险的同时，充分利用了加密资产的高效率和高透明度，并要求监管机构审慎分析加密资产各细分行业的发展及其对其他传统行业的影响。

关注各国最新的监管发展有助于预测未来全球区块链及加密资产监管的方向和重点，我们将持续关注世界各国在该领域的监管动向。¹⁰

9

<https://www.cnbc.com/video/2022/06/27/sec-chair-gary-gensler-discusses-potential-crypto-regulation-and-stablecoins.html>

¹⁰ 本文为概括介绍性质仅供参考，不得视为君合律师事务所或其律师出具的正式法律意见、法律建议或任何投资建议。此外，中国法律对加密资产的投资另有限制，建议咨询专业律师意见。如需转载或引用该等文章的任何内容，请注明出处。未经我们书面同意，不得转载或使用该等文章中包含的任何图片或影像。如您有意就相关议题进一步交流或讨论，欢迎与我们联系。

乔喆沅 合伙人 电话：852 2167 0020 邮箱地址：zyqiao@junhe.com
汪 樯 律 师 电话：001-6466669570 邮箱地址：wangqiang@junhe.com
成晓宇 律 师 电话：852 2167 0017 邮箱地址：jcheng@junhe.com
陈瑜诗 律 师 电话：852 2167 0059 邮箱地址：jennychan@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，
敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

