



2018年11月1日，香港证监会公布虚拟资产新规，主要针对投资虚拟货币或资产的基金和销售平台，内容包括要求超过10%资产规模（AUM）属虚拟资产的基金，只可向专业投资者销售，任何投资虚拟资产的基金和经纪都须向证监注册等。

规定分为背景、投资虚拟资产相关的风险、现有监管制度三个部分，其中在“现有监管制度”中提到了“针对虚拟资产投资组合管理公司及基金分销商的监管方针”和“探索对平台营运者作出监管”。而对于前者，“声明”又分为“虚拟资产投资组合管理公司”和“虚拟资产基金分销商”。在“虚拟资产投资组合管理公司”部分，香港证监会从“监察范围”、“监管标准”、“发牌程序”三个方面进行了论述。

香港证监会行政总裁

欧达礼在公开声明中透露2点重要信息：

1) 虚拟货币相关基金和销售平台，只可向专业投资者销售，需要在香港证监会注册；2) 在沙盒实验验证可行性后，香港证监会或有可能向加密货币交易所颁发牌照。

此消息在虚拟货币行业引起热烈讨论。如果香港证监会的虚拟货币监管规定能够顺利实施，凭借其在亚太金融中的中心地位，香港将率先吸引大量位于亚洲的虚拟货

币资源，包括头部交易所、公链、项目方等优质资源。

此举也将在监管层起到“破冰”的示范效应，加快推动虚拟货币监管政策的成熟以及行业的合规化运营。

以下为「香港证监会虚拟货币监管规定」原文：

证券及期货事务监察委员会（证监会）关注到，投资者对于透过基金及香港的无牌交易平台营运者接触虚拟资产的兴趣愈来愈大。证监会识别到投资虚拟资产所引起的重大风险，并于下文载述。为应对有关风险，证监会现正就虚拟资产投资组合管理公司及基金分销商应达到的监管标准发出指引，同时亦正在探索有关可能规管虚拟资产交易平台的营运者的概念性框架。

## 背景

科技正在改变金融业的面貌。分布式分类帐技术提供一个以不记名的方式数码化地记录虚拟资产拥有权的途径，并有助促进点对点交易。虚拟资产是以数码形式来表达价值，亦称作“加密货币”、“加密资产”或“数码代币”。这类资产的特点是具备不同形态并不断演变，意味着它们既可以是或声称是一种付款方法，亦可令代币持有人有权获得现在或日后的盈利，或让其获得某产品或服务，或同时兼具上述任何功能。

自从最广为人知的数码代币比特币（Bitcoin）于2008年面世后，全球公众对虚拟资产的兴趣倍增。比特币与其他数码代币的市值在2018年1月初创下高峰，估计超过8,000亿美元（1）。目前有超过2,000种不同的数码代币在世界各地买卖，估计总市值超过2,000亿美元。虽然数码代币的合计市值与高峰时相比已大幅下跌，但仍有很大的成交量。此外，市场对投资虚拟资产的基金的需求亦不断增长。

纵使虚拟资产未有为金融稳定性带来重大风险（2），但证券监管机构之间的广泛共识是，虚拟资产在投资者保障方面造成重大风险。视乎监管权力范围、有关活动的规模及它们对投资者利益的影响，以及虚拟资产是否被当作适宜加以规管的金融产品，各司法管辖区对这些风险的监管对策各有不同。

在香港的现有监管制度下，假如涉及的虚拟资产不属于“证券”或“期货合约”（或同等金融工具）的法律定义范围，其市场便可能不受证监会监察。因此，若投资者经不受规管的交易平台买卖虚拟资产或投资由不受规管的投资组合管理公司所管理的虚拟资产投资组合，便不会享有根据《证券及期货条例》所提供的保障，例如确稳妥保管资产及市场公平和开放的规定。假如平台营运者及投资组合管理公司不受规管，其适当人选资格（包括其财务稳健性和胜任能力）便未经评核，而其操作亦

不受任何监察。

## 与投资虚拟资产相关的风险

虚拟资产对投资者造成重大风险，当中部分是因虚拟资产本身的固有性质与特点所致，而另一部分则源自虚拟资产交易平台或投资组合管理公司的营运。

## 估值、波动性及流通性

虚拟资产一般欠缺实体资产支持或政府担保，亦不具实际价值。目前，某些虚拟资产类别并没有普遍接纳的估值原则。二级市场上的价格会因供求而受到影响，及具有短暂和波动的性质。如果虚拟资产的资金池规模细而零散，投资者所面对的波动性便可能进一步扩大。

## 会计及审计

在会计的专业范畴内并无协订标准与行业惯例，说明核数师应以何种方式进行保证程序，从而就虚拟资产是否确实存在及其拥有权取得足够的审计证据，及确定估值的合理性。

## 网络保安及稳妥保管资产

交易平台营运者及投资组合管理公司可能将客户资产存放在线上钱包内（即存于有互联网介面的网上环境），而线上钱包容易受黑客入侵。网络攻击导致黑客入侵虚拟资产交易平台的虚拟资产遭盗取的情况普遍。受害人可能难以向黑客或交易平台追讨损失，其金额可高达数亿美元。

鉴于可供选择的合资格保管人解决方案有限，虚拟资产基金面对独有的挑战；而可供选择的解决方案亦可能并非完全有效。

## 市场廉洁稳健

与受规管的股票交易所不同，虚拟资产的市场仍处于萌芽阶段，及并非在一套受认可及具透明度的规则下运作。运作中断、市场操纵及违规活动时时有发生，而这些情况均会造成投资者损失。

## 洗钱及恐怖分子资金筹集风险

虚拟资产一般以不记名方式买卖或持有。尤其是，允许法定货币与虚拟资产兑换的

平台在本质上出现洗钱及恐怖分子资金筹集活动的风险较高。假如涉及刑事活动，投资者便可能因执法行动而无法取回投资。

## 利益冲突

虚拟资产交易平台营运者可能同时担当客户的代理人及主事人。虚拟资产交易平台像传统交易所、另类交易系统或证券经纪商那样，可利便虚拟资产的首次分销（如首次代币发行）及 / 或二级市场交易。若这些营运者不在任何监管机构的监察范围内，利益冲突便难以被侦测、监察及管理。

## 欺诈

虚拟资产可能被用作欺诈投资者的手段。虚拟资产交易平台营运者或投资组合管理公司在允许虚拟资产在其平台上买卖或为其投资组合投资虚拟资产之前，可能未进行足够的产品尽职审查。结果，投资者可能成为欺诈的受害者并损失其投资。

## 现有监管制度

证监会已发出多份通函，澄清有关虚拟资产的监管立场（3）。若虚拟资产属于“证券”或“期货合约”的定义范围，则该等产品和相关活动便可能属于证监会的监管范围。证监会亦在日期为2018年6月1日的通函（4）内提醒中介人，假如它们有意提供涉及加密资产的交易和资产管理服务，便须遵守《证券及期货(发牌及注册)(资料)规则》下的通知规定。

证监会已针对在进行与虚拟资产相关的活动时可能违反证监会的规则及规例者，采取一系列行动，包括提供监管指引、发出警告信和合规函，以及采取监管行动（5）。

然而，许多虚拟资产并不构成“证券”或“期货合约”。此外，管理只投资于不构成“证券”或“期货合约”的虚拟资产的基金不算是《证券及期货条例》所指明的“受规管活动”。同样地，仅就不属于“证券”的定义范围的虚拟资产提供交易服务的平台营运者，亦不受证监会规管。尽管上文所述，假如公司从事分销那些投资于虚拟资产的基金，则无论该等资产是否构成“证券”或“期货合约”，它们均须获证监会发牌或向证监会注册。

### I. 针对虚拟资产投资组合管理公司及基金分销商的监管方针

证监会在应用监管权力时，若根据传统做法将金融产品归类为“证券”或“期货合约”，将导致许多虚拟资产的投资者得不到保障。证监会决定采取一个成功机会较高的

做法，以便将绝大部分的虚拟资产投资组合管理活动纳入其监管范围内。下文概述有关监管框架的关键原则及监管标准。

### (a) 虚拟资产投资组合管理公司

#### (i) 监察范围

以下类别的虚拟资产投资组合管理公司将须受证监会的监察：

- 管理完全投资于不构成"证券"或"期货合约"的虚拟资产的基金并在香港分销该等基金的公司

这类公司由于在香港分销这些基金，故一般须领有第1类受规管活动（证券交易）的牌照。证监会亦会对管理这些基金的活动施加发牌条件，藉此进行监察；及

- 就管理"证券"及 / 或"期货合约"的投资组合而领有或须申领第9类受规管活动（提供资产管理）的牌照的公司

如这类公司亦管理完全或部分（受最低额豁免规定（6）所限）投资于并不构成"证券"或"期货合约"的虚拟资产的投资组合，则证监会亦将透过施加发牌条件，对有关的管理工作进行监察。

#### (ii) 监管标准

为了向投资者提供更佳保障，证监会认为，如持牌的投资组合管理公司有意投资虚拟资产，即使它们所管理的投资组合（或投资组合中的某些部分）完全或部分投资于虚拟资产，不论这些虚拟资产是否构成"证券"或"期货合约"（7），它们都应遵守基本上相同的监管规定（8）。

为此，证监会已制订一套标准条款及条件（条款及条件），当中包含现有规定的重点条文，并已按需要对该等条文进行修改，以便更有效地应对虚拟资产的相关风险。举例说，只有符合《证券及期货条例》定义的专业投资者才应获允许投资任何虚拟资产投资组合（受最低额豁免规定所限）。该等条款及条件是以原则为本的，因此一般应适宜作为发牌条件施加于虚拟资产投资组合管理公司，但可能须视乎个别管理公司的业务模式作出轻微修改及说明。部分的主要条款及条件载于本声明附录1《适用于管理虚拟资产投资组合的持牌法团的监管标准》。

#### (iii) 发牌程序

如牌照申请人及持牌法团现正管理或计划管理一个或多个投资于虚拟资产的投资组合，便须知会证监会（9）；证监会知悉有关情况后，首先会寻求了解该公司的业务活动。若该公司看来有能力符合应达到的监管标准时，便会获提供该等建议的条款及条件（如适合），而证监会将会与该公司商讨及基于其特定业务模式进行修改，确保建议的条款及条件是合理和适当的。

如牌照申请人不同意遵守建议的条款及条件，其牌照申请将会被拒。同样地，如现有的持牌法团拥有虚拟资产投资组合而不同意遵守建议的条款及条件，便须于合理时间内，将这些投资组合内的虚拟资产交易平仓。

建议的条款及条件在获得牌照申请人或持牌法团的同意后，便会作为发牌条件予以施加。

持牌法团若未能遵守发牌条件的话，很可能会被视为干犯了《证券及期货条例》所指的失当行为。这将对其适当人选资格构成负面影响，并可能导致证监会采取监管行动。

## (b) 虚拟资产基金分销商

在香港分销（完全或部分）投资于虚拟资产的基金的公司将须领有第1类受规管活动（证券交易）的牌照或注册。因此，这类公司在分销这些基金时须符合现有规定，包括提供适当建议的责任。鉴于对投资者构成重大风险，故证监会在于2018年1月1日发表的《致中介人的通函—分销虚拟资产基金》内，就于分销虚拟资产基金时应达到的标准与作业手法，提供进一步指引。

在这个安排下，在香港可供选择的虚拟资产基金若本身尚未由第I(a)(i)部分提述的该等公司所管理，则这些基金仍将会由第I(b)部分提述的公司分销，而这些公司全部均受证监会的监察。这样，不论是管理还是分销这些基金，都总会受证监会规管。

## II. 探索对平台营运者作出监管

另一方面，证监会亦于本声明阐述有关可能监管虚拟资产交易平台的概念性框架，以期探索是否适宜就虚拟资产交易平台作出规管，并在探索阶段后作出结论。若证监会拟就任何虚拟资产交易平台发牌，则建议针对虚拟资产交易平台营运者的操守监管标准应与该等适用于现有的自动化交易服务持牌供应商的标准相若。

证监会认为，在概念性框架下的监管方针如得到落实，可为该等有能力并愿意依循严格标准与作业手法的平台营运者提供一个合规途径，并可持有牌照与不打算申

领牌照的营运者区分。

部分全球最大的虚拟资产交易平台被看来在香港经营，但却不属于证监会（10）及任何其他监管机构的监管范围。鉴于投资者保障问题严重及考虑到国际发展，证监会认为有需要严肃、全面地探索应否（及如应该的话）和如何根据现有权力规管虚拟资产交易平台。

为了对这个概念性框架进行具意义的研究，证监会将与那些有意并已证明其致力依循应达到的严格标准的虚拟资产交易平台营运者合作，方法是将它们纳入证监会监管沙盒（11）。

在初步探索阶段，证监会将不会向平台营运者发牌；相反，会与平台营运者讨论应达到的监管标准，并就这些标准观察虚拟资产交易平台的真实运作情况。证监会亦会考虑其建议的监管规定在处理风险及提供适当的投资者保障方面的成效，并基于这些平台在沙盒的表现，严谨地考虑虚拟资产交易平台实际上是否适宜受证监会规管。将予考虑的因素包括建议的概念性框架是否足够及有效；遵守条款及条件的能力；投资者利益；以及本地市场和国际监管发展。

鉴于平台营运者的相关技术或业务模式的固有特点，证监会最终可能会认为所涉及的风险无法于其所建议的标准下妥善处理及不能确保投资者得到保障。在此情况下，证监会可能决定平台营运者不应受到证监会的规管。举例说，由于虚拟资产的相关技术区块链具备不记名的这个关键特点，证监会现阶段并不肯定平台营运者能否满足应达到的打击洗钱标准。证监会亦须考虑整个虚拟资产行业的迅速演变，以及国际监管发展，包括国际证券事务监察委员会组织（国际证监会组织）所进行的工作。这个探索阶段对于证监会来说十分重要，以供本会了解平台营运者的实际操作情况，而厘定这些平台是否适宜加以规管。假如证监会在此阶段结束时作出正面的判断，才会考虑向合资格的平台营运者批给牌照。为免公众对平台营运者的监管状态有所混淆，在现阶段，沙盒申请人的身分及有关的商讨细节将会保密。

如证监会向合资格平台营运者批给牌照，便会施加适当的发牌条件，而该营运者将进入沙盒的下一阶段。这通常意味着营运者须更频繁地作出汇报、受到监察和受到审查，以便它们能藉着证监会的密切监督，制定严格的内部监控措施，及处理因进行业务而引起的任何证监会关注事项。证监会亦可在该等营运者于沙盒运作时，透过与它们的紧密沟通，进一步考虑或改善其规管及监察方针。经过至少12个月后，虚拟资产交易平台营运者可向证监会申请移除（12）或修改部分发牌条件及退出沙盒。在这阶段施加的发牌条件（与条款及条件）将会如常公开。

有关概念性框架的详情载于附录2《可能规管虚拟资产交易平台营运者的概念性框架》。

证监会将会留意虚拟资产的相关活动的发展，并可能在适当时候发出进一步指引。

市场参与者如有任何疑问，请与金融科技联络办事处（fintech@sfc.hk）联络。

证券及期货事务监察委员会

文中注释

1 CoinMarketCap网站：

<https://coinmarketcap.com/charts/>

2 金融稳定委员会于2018年10月10日刊发的标题为《加密资产市场——可能对未来的金融稳定性造成影响的渠道》

（Crypto-asset markets - potential channels for future financial stability implications）的报告：<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P101018.pdf>。

3 包括日期为2017年9月5日的《有关首次代币发行的声明》、日期为2017年12月11日的《致持牌法团及注册机构的通函 - 有关比特币期货合约及与加密货币相关的投资产品》及日期为2018年2月9日的新闻稿，题为《证监会告诫投资者防范加密货币风险》。

4 详情请参阅日期为2018年6月1日的《致中介人的通函——遵守通知规定》。

5 详情请参阅日期为2018年3月19日的新闻稿，题为《证监会采取监管行动叫停向香港公众进行的首次代币发行》。

6 换言之，只有拟将所管理的投资组合的10%或以上的总资产价值投资于虚拟资产的虚拟资产投资组合管理公司，才须受证监会监察。

7 这是基于一个前提，即虚拟资产作为一个资产类别，不论是否构成“证券”或“期货合约”，亦具有类似的特质及风险特点。

8 这是指根据附属法例、《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》、《基金经理操守准则》，以及证监会不时发出的指引、通函和常见问题所载的现有法律及监管规定（统称为“现有规定”）。

9 为免生疑问，即使(i)牌照申请人或持牌法团正在管理或计划管理任何虚拟资产投



投资组合，而意图是将投资组合中少于10%的总资产价值投资于虚拟资产；或(ii)涉及的虚拟资产具有《证券及期货条例》所界定的"证券"或"期货合约"的特点，此通知规定都适用。

10

就并非"证券"或"期货合约"的虚拟资产提供交易的平台不属于证监会的监管范围。

11 详情请参阅日期为2017年9月29日的新闻稿《证监会推出监管沙盒》。

12 例如有关持续汇报责任的发牌条件。