

2023年11月2日

## 有關中介人從事代幣化證券相關活動的通函

1. 證券及期貨事務監察委員會（**證監會**）觀察到，在全球金融市場中，金融機構對於將傳統金融工具代幣化的興趣日趨濃厚，開始探討證券代幣化和向客戶分銷代幣化證券的中介人亦不斷增加。
2. 一般來說，代幣化涉及將存在於傳統分類帳內的資產的權利記錄於可編程平台上的程序，當中包括在證券生命週期中使用分布式分類帳技術（**distributed ledger technology**，簡稱**DLT**）。這可視為以數碼形式進行紀錄備存，並融合了用以管限資產轉移程序的規則和邏輯<sup>1</sup>。證監會意識到，代幣化可為金融市場帶來一些潛在的好處，特別是在讓傳統金融業提高效率，增加透明度，縮短交收時間及降低成本方面，但證監會亦察覺到使用這項新科技而引致新的風險。
3. 許多中介人已在進行先導計劃，以試驗證券代幣化。舉例來說，傳統經紀行現已就代幣化證券進行買賣或提供意見。基金經理正在發行和分銷代幣化基金並管理投資於代幣化證券的基金。虛擬資產交易平台的持牌營運者一直在其業務運作中試驗並融合代幣化。證監會支持中介人採取措施以將傳統證券代幣化，並相信業界至今在制訂可擴展並可互操作的代幣化方案方面已取得令人鼓舞的進展。
4. 證監會認為，現在是時候就代幣化證券相關活動提供更多指引。此舉有助釐清從事這些活動的中介人應達致的監管要求，從而提供清晰的監管指引，以支持業界繼續創新，同時從投資者保障的角度採取適當的防範措施。本通函重點是向中介人提供在應對和管理因使用這項新的代幣化技術而引起的新風險方面的指引，以便代幣化市場能夠以穩健、負責任及可持續的方式發展。就證監會認可投資產品而言，本通函應與證監會有關代幣化證監會認可投資產品的通函一併閱讀。

### A. 詞彙

5. 現時，代幣化證券的分類並無通用的定義或分類目錄，市場上可能存在許多不同的結構。就本通函而言，代幣化證券指屬《證券及期貨條例》（第571章）附表1第1部第1條所界定的“證券”的傳統金融工具（例如債券或基金），而其證券生命週期內使用了**DLT**（例如區塊鏈技術）或類似技術（**代幣化證券**）。
6. 代幣化證券是一系列範圍更廣泛的數碼證券當中的一個分類，而數碼證券在本通函中指屬《證券及期貨條例》附表1第1部第1條所界定的“證券”，而其證券生命週期內使用了**DLT**或類似技術（**數碼證券**）。不屬代幣化證券的數碼證券可能有著形式更為特別、創新或複雜的結構，當中部分可能僅存在於某個以**DLT**為基礎的網絡上，而並無連結至外在權利或

<sup>1</sup> 有關代幣化的主要概念，請參閱國際結算銀行在2023年6月刊發的《2023年度經濟報告》（Annual Economic Report 2023）（第III部）。

相關資產，也沒有監控措施來緩解有關擁有權可能沒有被準確記錄的風險<sup>2</sup>。部分可能屬集體投資計劃權益的定義範圍。舉例來說，不屬代幣化證券的數碼證券可能包括將現實世界資產或數碼資產（例如藝術作品或土地）的細分化權益（而有關安排實屬集體投資計劃）以不同於傳統基金的方式代幣化；或將利潤分配安排以不屬傳統證券的形式代幣化。

## B. 代幣化證券的性質

7. 首先，鑑於代幣化證券的性質基本上是以代幣化作為包裝的傳統證券，現時管限傳統證券市場的法律及監管規定繼續適用於代幣化證券。特別是，代幣化證券的發售將受《公司（清盤及雜項條文）條例》（第32章）（《公司清盤條例》）下的招股章程制度及《證券及期貨條例》第IV部下的投資要約制度所規限。中介人如進行以下活動，其行為亦受適用於證券相關活動的現行操守規定所管限：分銷代幣化證券或就代幣化證券提供意見，管理為代幣化基金的代幣化證券，管理投資於代幣化證券的基金，及在虛擬資產交易平台上進行代幣化證券的第二市場買賣。

## C. 代幣化引致的新風險

8. 證監會監管方針的首要原則是“相同業務、相同風險、相同規則”。除了遵從適用於傳統證券的現行法律及監管規定外，中介人還應管理通常與傳統證券無關的新風險，特別是涉及代幣化的活動中的擁有權風險（例如與代幣化證券有關的擁有權權益如何被轉移及記錄）及科技風險（例如分叉（forking）、區塊鏈網絡中斷及網絡保安風險）。
9. 證監會注意到，DLT網絡有數個常見的原型，包括：(a)私有許可制，這是一個閉環式的私有網絡，其特點是由中央機關監控和限制預定用戶對網絡的接達權，且通常受適用於所有用戶的規則所管限；(b)公有許可制，這是一個由中央機關監控和限制接達權的公有網絡，例如透過認證的方式；及(c)公有非許可制，這是一個公開的公有網絡，並不以限制接達權作為特權，及具有去中心化、使用假名及大規模的用戶基礎等定義性特點<sup>3</sup>。有關風險視乎所使用的DLT網絡類型而有所不同，並應透過實施充分的監控措施予以處理。
10. 就使用在公有非許可制網絡上非許可制代幣以不記名方式<sup>4</sup>發行的代幣化證券而言，網絡保安風險可能會更高。由於缺乏對公共接達權的限制及這些網絡的公開性質，投資者可能蒙受重大損失且沒有追索權，亦可能於發生盜竊、黑客入侵或其他網絡攻擊後，在追回其資產或就損失進行追討申索方面遭遇實際困難。此外，由於該等代幣化證券相對來說易於以轉移的方式變動擁有權及它們的匿名性質，與登記形式代幣化證券相比，它們可能在洗錢及“認識你的客戶”事宜方面具有較高的風險。

<sup>2</sup> 舉例來說，擁有集體投資計劃所有特點（但非只是傳統基金），在公有非許可制網絡上進行轉讓的原生代幣。根據《證券及期貨條例》，集體投資計劃一般具備四個元素：(i)當中必須涉及一項就財產而作出的安排；(ii)參與者對所涉財產的管理並無日常控制；(iii)所涉財產整體上是由營辦有關安排的人或代該人管理的，及／或參與者的供款和用以付款給他們的利潤或收益是匯集的；及(iv)有關安排的目的或作用，是使參與者能夠分享或收取從所涉財產的取得或管理而產生的利潤、收益或其他回報。

<sup>3</sup> 有關 DLT 網絡不同原型的更多資料，請參閱環球金融市場協會（Global Financial Markets Association）在 2023 年 5 月刊發的《分布式分類帳技術在環球資本市場中的影響》（Impact of Distributed Ledger Technology in Global Capital Markets）（第 20 及 21 頁）。

<sup>4</sup> 在此情況下，代幣化證券的持有人（即根據區塊鏈紀錄擁有代幣實際控制權的人）可行使代幣持有人所享有的權利（例如就代幣化債券獲償還本金的權利）。

## D. 在從事代幣化證券相關活動時須予考慮的因素

11. 從事代幣化證券相關活動的中介人應具備所需人手和專業知識，以便能夠理解有關業務的性質（尤其是與擁有權和科技有關的新風險），以及妥為管理這些風險。
12. 中介人應以適當的技能、小心審慎和勤勉盡責的態度行事，並根據所有可用資料對代幣化證券進行盡職審查，以識別代幣化證券的主要特點和風險。這方面的職責包括中介人在現行規定下對產品本身（例如被代幣化的相關債券或基金）以及因使用代幣化技術而對產品涉及的科技範疇進行盡職審查的責任。

### *代幣化證券的發行*

13. 如中介人發行（例如代幣化基金的基金經理）或在很大程度上參與發行其擬買賣或提供意見的代幣化證券，即使它們將某些職能外判予第三方供應商／服務提供者，它們仍須對代幣化安排的整體運作負責。
14. 在評估代幣化證券的技術及其他範疇所涉及的風險時，中介人應對本通函附錄 A 部所載的因素清單（非詳盡無遺）加以考慮。
15. 至於保管安排方面，中介人在考慮最合適管理擁有權及科技風險的代幣化證券保管安排時，應從代幣化證券的特點和風險的角度出發。本通函附錄 B 部列出就使用在公有非許可制網絡上非許可制代幣的不記名代幣化證券的保管安排而須額外考慮的因素。
16. 至於將證監會認可投資產品代幣化方面，另請參閱證監會所發布有關代幣化證監會認可投資產品的通函當中載列的規定。

### *就代幣化證券進行買賣或提供意見，或管理投資於代幣化證券的投資組合*

17. 中介人應注意，如就代幣化證券進行買賣或提供意見，或管理投資於代幣化證券的投資組合，對發行人及參與代幣化安排的第三方供應商／服務提供者以及代幣化安排的特點和其所引致的風險進行盡職審查。
18. 中介人在從事相關活動前，應先了解並信納發行人及其第三方供應商／服務提供者為管理代幣化證券的擁有權及科技風險而實施的監控措施。請參閱本通函附錄 A 部及 B 部內供考慮的因素清單（非詳盡無遺）。

## E. 須向客戶提供的資料

19. 中介人應充分地披露與代幣化證券相關的特定重要資料（包括代幣化證券的風險），並以清楚易明的方式敘述有關資料。
20. 中介人應向客戶提供有關代幣化安排的重要資料，例如：**(a)** 鏈下或鏈上的交收才是已作實的；**(b)** 就代幣化證券的轉移所施加的限制（如有）；**(c)** 在部署智能合約（如有）前是否已

進行智能合約審計；(d)DLT 相關事件<sup>5</sup>的主要管理監控措施及業務延續計劃；及(e)保管安排（如適用）。

## F. 關於證監會先前發表的《有關證券型代幣發行的聲明》（該聲明）的澄清

21. 證監會於 2019 年 3 月 29 日發表該聲明，旨在提醒從事證券型代幣發行的公司或個人注意有關的適用法例及監管規定。為免生疑問，本通函將取代該聲明。

### *複雜產品分類*

22. 在該聲明中，證監會提醒中介人如推廣或分銷證券型代幣，便須確保遵從所有現行的法例及監管規定。當時，證監會的立場是，證券型代幣會被視為“複雜產品”，因此中介人亦須採取額外投資者保障措施。

23. 代幣化證券基本上是以代幣化作為包裝的傳統證券。此外，中介人須確保因使用新科技而引致的新風險會被有效緩解，而且不會影響投資者。因此，代幣化理應不會令相關證券的複雜性有變。

24. 基於上述理由（即是因使用新科技而引致的風險會被有效緩解），某代幣化證券是否複雜產品，乃取決於其相關傳統證券的複雜性評估。換言之，中介人應採取“透視”方式以評估複雜性。故此，中介人應以《網上分銷及投資諮詢平台指引》第 6 章及《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》第 5.5 段所載的因素作為參考，據此評估代幣化證券的相關傳統證券，從而判斷代幣化證券是否複雜產品。中介人亦應對證監會不時發布的指引加以考慮<sup>6</sup>。中介人如分銷屬於複雜產品的代幣化證券，便應遵從有關規管銷售複雜產品方面的規定，包括確保相關產品的合適性（不論有否涉及任何招攬或建議行為）。

### *僅限專業投資者的限制*

25. 在該聲明中，證監會亦對證券型代幣的分銷和推廣施加“僅限專業投資者”的限制。在證監會發表該聲明之時，證券型代幣仍是創新的資產類別，並尚未如現時般以代幣化證券的形式流入市場。

26. 由於代幣化證券基本上是以代幣化作為包裝的傳統證券，證監會認為沒有需要施加“僅限專業投資者”的強制規定。

27. 然而，中介人務必注意，《公司清盤條例》下的招股章程制度及《證券及期貨條例》第 IV 部下的投資要約制度的規定，亦會適用於向香港公眾進行的代幣化證券發售（**公開發售制度**）。這意味著，代幣化證券的發售如未有根據《證券及期貨條例》第 IV 部獲認可，或不符合招股章程制度，便只可以專業投資者為對象，或在依據公開發售制度所訂的任何其他適用豁免情況下進行。

<sup>5</sup> 例如，網絡攻擊、網絡故障、分叉、遺失用於管理方面的加密密鑰或投資者的加密密鑰，或未經授權的轉移。

<sup>6</sup> 例如，請參閱證監會網頁：<https://www.sfc.hk/TC/Rules-and-standards/Suitability-requirement/Non-complex-and-complex-products>。

## G. 有關其他規定的澄清

### *管理可能投資於代幣化證券的投資組合的基金經理*

28. 證監會已在《有關中介人的虛擬資產相關活動的聯合通函》中闡明，《適用於管理投資於虛擬資產的投資組合的持牌法團或註冊機構的條款及條件》（《條款及條件》）所指的“最低額豁免規定”<sup>7</sup>，只適用於《打擊洗錢條例》第 53ZRA 條所界定的虛擬資產。換言之，證監會不會對管理投資於代幣化證券並符合“最低額豁免規定”的投資組合的基金經理施行《條款及條件》，但如有關投資組合同時投資於虛擬資產並符合“最低額豁免規定”，則作別論。
29. 儘管如此，管理可能投資於代幣化證券的投資組合的基金經理務必注意，當它們管理的投資組合投資於代幣化證券時，它們便應遵守本通函所載的規定。尤其是，這些基金經理應參閱上文第 17 至 18 段所載的規定。

### *獲證監會發牌的虛擬資產交易平台營運者（虛擬資產交易平台）及適用的保險／補償安排*

30. 為了符合《適用於虛擬資產交易平台營運者的指引》第 10.22 段的規定，虛擬資產交易平台必須設有經證監會核准的補償安排，從而為證券型代幣的潛在損失提供保障。證監會謹此釐清，證監會可能會應虛擬資產交易平台的申請，基於個別情況而考慮將某些代幣化證券從規定的保障範圍中剔除。
31. 在證監會評估有關申請時，虛擬資產交易平台將需證明並令證監會信納，一旦發生代幣化證券遺失的情況，持有該等代幣化證券的客戶因此蒙受財政損失的風險可被有效緩解。舉例來說，虛擬資產交易平台可證明發行人已實施管理監控措施（例如轉移限制或設立許可名單），以防範發生盜竊及黑客入侵的風險，從而保護使用公有非許可制網絡的代幣化證券持有人。

## H. 數碼證券相關活動

32. 中介人應注意，數碼證券不得以違反公開發售制度的方式，向零售投資者發售。若數碼證券在網上平台分銷，該平台必須經妥善設計，並設有適當的取覽權及控制措施，以確保遵守可能適用於該等數碼證券的銷售限制。
33. 鑑於某些數碼證券具有特別的性質、條款和特點，及存在較大的法律不確定因素，零售投資者在合理情況下不大可能理解該等數碼證券，故不屬代幣化證券的數碼證券相當可能會被視為“複雜產品”。分銷該等數碼證券的中介人應遵從規管銷售複雜產品方面的規定，當中包括須確保其合適性（不論有否涉及任何招攬或建議行為）。

<sup>7</sup> 根據《條款及條件》，“最低額豁免規定”指以下情況：(a) 基金的已述明投資目標為投資於虛擬資產，或(b) 基金有意將其 10% 或以上的總資產價值投資於虛擬資產。“虛擬資產”的定義載於《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集條例》（第 615 章）（《打擊洗錢條例》）第 53ZRA 條。

34. 中介人應注意實施充分的系統及監控措施，以確保在進行與數碼證券有關的活動前符合適用的法律及監管規定。除了本通函所述與代幣化證券有關的規定外，中介人應運用專業判斷，對其所處理但不屬代幣化證券的每隻數碼證券作出評估，並另行實施適當的內部監控措施，以應對數碼證券的特定風險和獨特性質，務求保障其客戶的利益。

#### I. 向證監會作出通知及提供資料

35. 中介人<sup>8</sup>如有意進行涉及任何數碼證券（包括代幣化證券）的任何活動，應事先將其業務計劃通知證監會的相關個案主任並就此與他們討論。中介人應提供證監會<sup>9</sup>可能不時要求與該等服務有關的任何資料。
36. 如對本通函有查詢，請聯絡證監會金融科技組（[fintech@sfc.hk](mailto:fintech@sfc.hk)）。

證券及期貨事務監察委員會  
中介機構部  
金融科技組

連附件

完

---

<sup>8</sup> 註冊機構應通知證監會及香港金融管理局（**金管局**）。

<sup>9</sup> 註冊機構亦應提供金管局可能不時要求與該等服務有關的任何資料。