

客户通告: 2023 年 12 月 12 日

绝对保密

关于: 证监会发布的 (1)《有关代币化证监会认可投资产品的通函》及 (2)《有关中介人从事代币化证券相关活动的通函》

于 2023 年 11 月 2 日, 证券及期货事务监察委员会 (“证监会”) 发布了两份通函, 分别为: (i) 《有关代币化证监会认可投资产品的通函》 (“《代币化通函》”); 及 (ii) 《有关中介人从事代币化证券相关活动的通函》 (“《代币化证券通函》”; 与《代币化通函》合称为“《通函》”）。在本客户通告中, 我们将总结证监会在《通函》中就代币化投资产品和证券所阐述的监管方针, 并分享我们对这主题的观点和见解。

A. 术语和概念

为方便于理解《通函》的内容, 以下為《通函》所採用的术语和概念:

- (a) “**数字证券**”: 在其证券¹生命周期中利用分布式账本技术 (“DLT”) 或类似技术的证券;
- (b) “**代币化证券**”: 属于传统金融工具的数字证券, 如代币化债券和代币化基金;
- (c) “**非传统数字证券**”: 除代币化证券以外的数字证券, 如涉及现实世界资产中细分化权益代币化的集体投资计划²;
- (d) “**代币化认可产品**”: 根据《证券及期货条例》第 IV 部 (“**公开发售制度**”) 获证监会认可或须获证监会认可向公众发售的代币化投资产品; 及
- (e) “**复杂产品**”: 其条款、特征和风险因结构复杂而无法合理地为散户投资者所理解的投资产品³。

B. 对代币化证券的监管

证监会认为, 代币化证券本质上是“以代币化作为包装”的传统金融工具, 例如代币化债券实际上仍然是债券。因此, 代币化证券除须遵守适用于传统证券的现行法律和监管要求⁴外, 亦须遵守额外的监管要求, 以应对代币化和 DLT 特有的新风险, 特别是网络安全风险和所有权风险。此等额外要求包括但不限于:

- (a) **代币化安排的完整性和健全性**: 即使外包给第三方服务提供商及/或供应商, 代币化证券的发行人和产品提供商仍需对代币化安排的整体管理和运作负上的主要责任。他们需考虑的主要因素包括: (i) 所涉及的第三方服务提供商及/或供应商的经验和过往记录; (ii) 技术方面; (iii) 代币化证券的法律地位和监管情况; (iv) 业务连续性规划; (v) 数据私隐风险; 及 (vi) 洗钱和恐怖主义融资风险;

¹ 如《证券及期货条例》附表 1 第 1 部分的定义。

² 如《证券及期货条例》附表 1 第 1 部分的定义。

³ 請參閱《網上分銷及諮詢平台指引》第 6 章及《證監會持牌人或註冊人操守準則》第 5.5 段, 以及證監會不時發出的指引。

⁴ 包括但不限于证监会在公开发售制度下的认可规定、《公司 (清盘及杂项条文) 条例》(香港法例第 32 章) (“《公司条例》”) 下的招股章程制度 (“**招股章程制度**”), 以及证监会发布的规范中介人行为的守则、指引、通函和声明。

- (b) **尽职调查:** 若中介机构参与有关代币化证券的交易、提供建议或管理投资组合将必须对以下方面进行尽职调查包括: (i) 发行人和所涉及的第三方服务提供商和/或供应商; (ii) 基础产品; 及 (iii) 代币化安排的特点和所产生的风险; 及
- (c) **信息披露:** 发行人和提供代币化证券相关服务的中介机构必须向投资者充分披露代币化证券的重要信息, 尤其是代币化安排、代币所代表的所有权、托管安排和相关风险。

应採取“透视方式”评估代币化证券是否构成复杂产品

在《通函》发布前, 证监会的立场为所有代币化证券都应被视为“复杂产品”, 因此需要采取额外的投资者保护措施。然而, 证监会在《代币化证券通函》中表明, 代币化证券是否属于复杂产品视乎相关传统证券的复杂性, 需采用“透视方式”评估相关底层产品的复杂性⁵。

取消“只限专业投资者”⁶ 的限制

关于代币化证券的分销和营销, 证监会已取消一直以来对中介人施加的“只限专业投资者”的限制。虽然如此, 如果代币化证券的分销没有获得证监会在公开发售制度的认可, 或在没有遵守招股章程制度的情况下, 则该等代币化证券的分销和营销只能向专业投资者提供, 或只能根据《公司条例》及/或《证券及期货条例》第 IV 部提供的其他豁免或安全港的前提下进行。

只允许代币化认可产品进行第一手交易

关于代币化认可产品, 证监会已明确表示, 目前只准备在符合适用的产品认可要求和上述额外保障措施的前提下, 允许此类产品的一级市场交易。由于对所有权记录、交易基础设施的准备情况、流动性支持和公平定价等问题的关注, 目前不允许进行代币化认可产品的二级交易。

C. 非传统数字证券

证监会在《代币化证券通函》表示, 鉴于非传统数字证券的定制性质以及在法律上更大的不确定性, 非传统数字证券很可能被视为“复杂产品”, 因此中介人在进行任何销售或分销时, 无论是否有任何招揽或推荐, 均须确保该等产品适合其客户。

D. 事先咨询和批准

有意开展任何与数字证券(包括代币化证券和非传统数字证券)相关活动的中介机构必须事先通知证监会并与证监会讨论其拟议产品和业务计划。代币化认可产品的发行人也应注意, 即使相关产品是现有的证监会认可投资产品, 仍需事先咨询证监会并获得其批准。

⁵ 见注释 3。

⁶ 如《证券及期货条例》附表 1 第 1 部分的定义。

本所的观点

随着市场对现实世界资产代币化和类似项目的兴趣与日俱增，《通函》就代币化证券和投资产品相关活动的监管要求和期望提供了及时的指引。尽管如此，鉴于香港的现实世界资产 (RWA) 代币化和 STO 尚处于起步阶段，《通函》所采取的方法仍然较为保守，仍有很大的发展空间，以便为基于 DLT 的投资产品的长期增长和多样化提供一个全面的支持框架。

尽管证监会为代币化认可产品的发售开绿灯（须逐案审批）为正面发展，但限制一级市场交易和事实上禁止第二手交易将对此类产品的流动性和市场范围造成重大限制。这似乎也会导致现有上市的证监会认可投资产品，如代币化交易所买卖基金 (ETF) 或代币化房地产投资信托基金 (REITs)，即使获得证监会批准进行代币化，目前亦未能在香港的虚拟资产交易平台（如 OSL 和 HashKey）上交易。我们希望证监会日后会对证监会认可的投资产品采用“相同业务、相同风险、相同规则”的原则，特别是考虑到证监会已经就代币化相关新风险对数字证券施加额外的要求。

此外，基于《代币化证券通函》，目前证监会认可的代币化证券形式可能仅限于代币化债券和代币化基金。然而，仅仅将传统投资产品代币化对投资者的吸引力可能有限，因为在没有任何额外独特功能和权益的情况下，投资者可能未能看到投资于代币化证券比投资于链外同类产品更有优势，尤其是代币化认可产品仍未获准在交易所进行二级交易。虽然证监会没有明确禁止非传统数字证券的发售和分销，但未有就其发行、发售和分销的监管要求与标准提供具体的指导。鉴于非传统数字证券很可能被视为复杂产品，加上须事先咨询证监会和取得证监会批准的规定，现时仍未能确定哪些类型的非传统数字证券（如有的话）可获证监会接纳向零售投资者或专业投资者发售。

如果您希望进一步讨论本客户通告或《通函》中提出的问题或对发行数字证券感兴趣，请随时通过 ly@lylawoffice.com 或 (+852) 2115-9525 与我们的团队联系。

余沛恒律师事务所

2023 年 12 月 12 日



免责声明：本文提供的信息无意成为也不构成法律建议，不能代替就任何具体问题获得适当的法律建议。