

作者：王斌逸
執業範圍：金融服務法
日期：2018年11月

香港證監會有關虛擬資產管理公司、虛擬資產基金分銷商和虛擬資產交易平台營運者牌照事宜的若干要點

背景

2018年11月1日，香港證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）發布了多項對在香港開展涉虛擬資產金融活動的市場參與者產生監管影響的公告。這些公告包括《有關針對虛擬資產投資組合的管理公司、基金分銷商及交易平台營運者的監管框架的聲明》¹（“聲明”）和《致中介人的通函——分銷虛擬資產基金》²（“通函”），與聲明統稱為“證監會公告”。證監會公告在引起炒作的同時，也引起了擔憂（也許還有繆見）。鑒於這些反應，請牢記：證監會公告並未推出或公布任何新法律。證監會公告提出了新的監管措施，這些措施都在證監會的“監管職權範圍”之內，其主要目的是加強對投資者的保護。證監會公告可能對虛擬資產管理公司、虛擬資產基金分銷商及虛擬資產交易平台營運者造成的影響，取決於其在虛擬資產相關活動中扮演的角色、當前是不是一家持牌法團、及涉及甚麼類型的虛擬資產（最重要的是，所涉及的虛擬資產是否被視為“證券”或“期貨合約”——在本文章中，被視為證券或期貨合約的虛擬資產將統稱為“SF 虛擬資產”，而既不被視為“證券”又不被視為“期貨合約”的虛擬資產將統稱為“非 SF 虛擬資產”）。雖然證監會公告對先前一些不確定的問題進行了重要的澄清，但仍有很多重大問題尚不確定（並且以後可能還會出現新的不確定的問題）。特別是，關於甚麼類型的虛擬資產相當於“證券”或“期貨合約”，而甚麼類型的虛擬資產不屬於“證券”和“期貨合約”，尚無任何澄清。然而，證監會公告確實承認某些虛擬資產可能相當於“證券”或“期貨合約”而某些虛擬資產可能不屬“證券”和“期貨合約”的這一事實本身可能具有重要意義。

¹譯者注：中文版網址：<https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/web/TC/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/reg-framework-virtual-asset-portfolios-managers-fund-distributors-trading-platform-operators.html>

²譯者注：中文版網址：<https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=18EC77>

對虛擬資產管理公司和虛擬資產基金分銷商的監管影響

下圖闡釋了證監會公告發布後，虛擬資產管理公司及/或虛擬資產基金分銷商（紅色突出顯示的部分）必須遵守的新的相應監管和發牌要求，而隨之而來的影響則見下文解釋。屬任何一個方框（方框 4 除外）的市場參與者都將會受到證監會公告造成的不同程度的監管影響。但是，如上所述，整體發牌和監管路綫圖中的關鍵問題仍然是，所涉虛擬資產是被視爲“證券”或“期貨合約”還是既不被視爲“證券”又不被視爲“期貨合約”。證監會公告並未進一步澄清被視爲“證券”或“期貨合約”的虛擬資產與既不被視爲“證券”又不被視爲“期貨合約”的虛擬資產之間的界限，因此，這個問題仍然難以回答。

證監會公告指出，證監會已經就以下事項制定了一套標準條款及條件（“**條款及條件**”）³，作爲證監會對持牌法團實施的牌照條件：

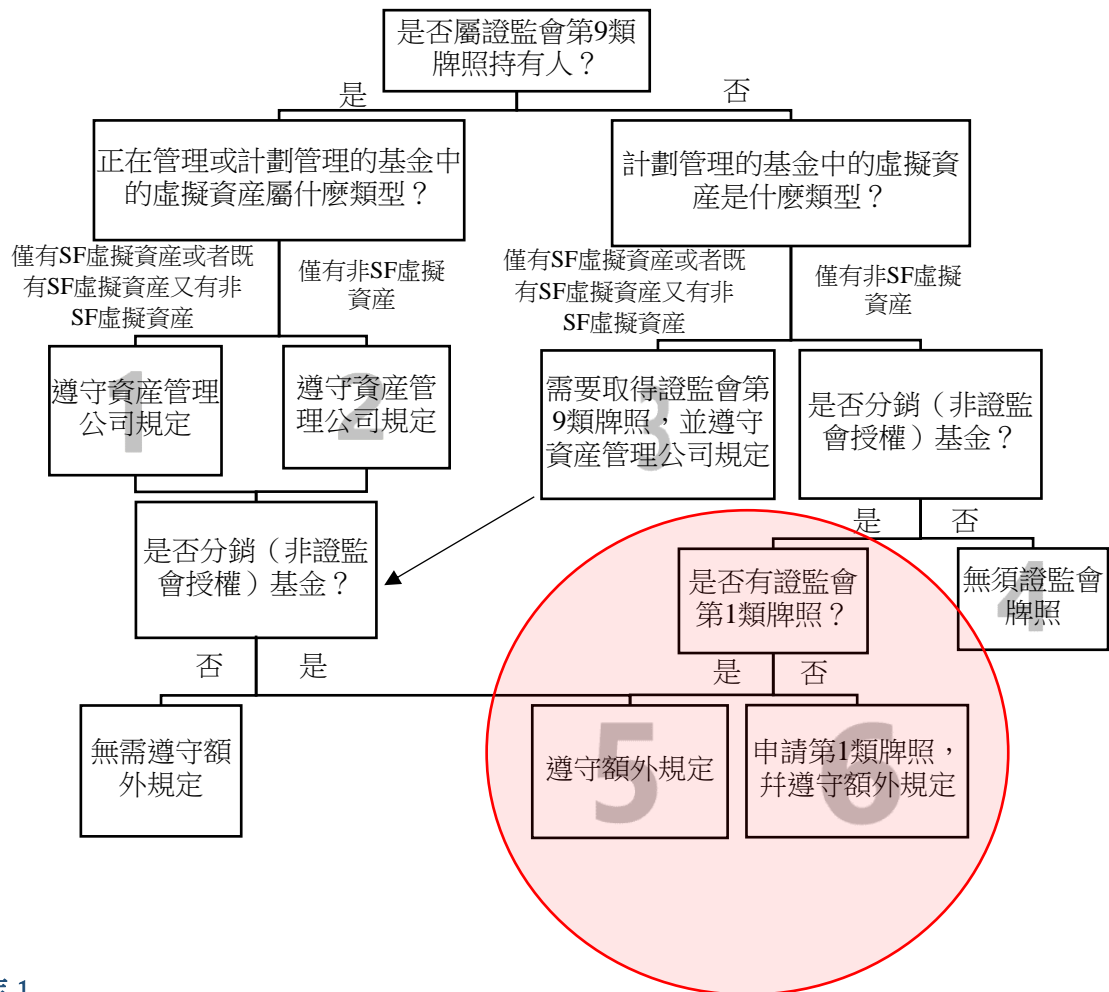
1. 持牌法團管理的投資組合，如投資組合內有 10% 以上的總資產價值投資於虛擬資產；及
2. 持牌法團的財政來源，如持牌法團管理的投資組合持有非 SF 虛擬資產時，其財政來源。

此外，所有持牌法團及牌照申請人如果目前正在管理或計劃管理（視情況而定）包含虛擬資產投資的一個或多個投資組合（無論所述投資組合中的虛擬資產所占的百分比是高於還是低於最低限度），或者打算代表所管理的投資組合持有非 SF 虛擬資產，則均須通知證監會。此規定，以及需遵守條款及條件的規定，統稱爲“**資產管理公司規定**”。

如上所述，證監會公告並未包含任何新法律，因此，並未重新界定哪些公司需要或可不需要證監會牌照。換句話說，如果某個市場參與者在證監會公告發布前須要取得某類證監會牌照，則在證監會公告發布後仍然須要取得該類牌照，反之亦然。

³ 請見 https://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/App%201%20-%20Reg%20standards%20for%20VA%20portfolio%20mgrs_chi.pdf
第 2-6 頁

關於虛擬資產管理公司和虛擬資產基金分銷商的發牌制度



方框 1

屬於方框 1 的市場參與者須要遵守資產管理公司規定。證監會特別指出，條款及條件不適用於只對投資於虛擬資產基金的投資組合（即虛擬資產基金之基金）進行管理的持牌法團。這是一個在預期之內且合乎情理的監管結果。然而，值得注意的是證監會對此給出的理由是——由於現有的規定，尤其是《基金經理操守準則》，足以規範基金中的基金（FoF, funds of funds）的管理。而不是因為（或者至少沒有明確指出是因為）管理虛擬資產 FoF 的基金經理實際上是在管理一組基金（這類基金的單位是傳統證券），而不是管理底層的一組虛擬資產。後一種理由（即，沒有說明的理由）遠遠更站得住腳，事實上也更具說服力。

方框 2

屬於方框 2 的市場參與者同屬於方框 1 的市場參與者一樣，必須遵守資產管理公司規定。

證監會公告對屬於方框 2 的市場參與者的影響也許是最難從概念上支持的，而且也許是最背離證監會先前對持牌法團所採取的監管做法。實際上，證監會擴大了其監管範圍，監管不受規管的活動，而監管純粹依據該些（不受監管的）活動是由證監會持牌法團所開展的。但這次擴大監管範圍的積極結果是，證監會默許了持牌法團在管理傳統證券或期貨合約投資組合的同時，亦可管理非 SF 虛擬資產投資組合。此前有些傳言表示證監會可能對這種做法不太熱衷—儘管持牌法團把不受監管的活動作為一項業務來開展已不是甚麼新鮮事。

方框 3

屬於方框 3 的市場參與者須要取得證監會第 9 類牌照（與證監會公告發布前一樣），並遵守資產管理公司規定。

方框 4

屬於方框 4 的市場參與者無須取得任何證監會牌照。與屬於方框 2 的市場參與者相比，具備第 9 類牌照而管理非 SF 虛擬資產投資組合的市場參與者（即方框 2）與不具備第 9 類牌照而管理非 SF 虛擬資產投資組合的市場參與者（即方框 4）之間的競爭環境似乎不公平，因為屬於方框 2 的市場參與者將要受到證監會監管規定的約束，但屬於方框 4 的市場參與者可以在無牌照的情況下經營並且不受任何監管規定的約束。證監會似乎認為，採取這種方法，儘管只能監管這個行業的一部分，但比完全不監管更有利，即使前一種做法仍然留下了監管缺口並在管理公司之間創造出了不公平的競爭環境。對於那些有意管理非 SF 虛擬資產投資組合（同時假設其不打算在香港營銷或向香港公眾銷售）並且不希望受資產管理公司規定約束的市場參與者而言，最簡單的解決方案似乎是通過一個單獨及無領有牌照的實體管理非 SF 虛擬資產的投資組合。

方框 5

屬於方框 5 的市場參與者須要遵守通函中所載的額外規定（“額外規定”）（請參閱通函的第 A 部分、第 B 部分及第 C 部分）。這些額外規定適用於符合以下條件的中介機構：分銷未經證監會授權的虛擬資產基金，且有明確的投資虛擬資產的投資目的，或打算或已經直接或間接投資超過最低限度的虛擬資產。

關於以下問題尚有一些不確定因素：額外規定將適用於所有分銷虛擬資產基金的證監會持牌法團，還是僅適用於在香港或向香港公眾分銷此類基金並且僅涉及位於在香港的人士或香港公眾（不論是否位處於在香港，因香港公眾可以處於香港以外的地方）的證監會持牌法團。然而，通函針對的是“任何人如在香港進行或

向香港公眾分銷集體投資計劃的利益的業務”發出的。有鑒於此，可以合理地推斷，如果持牌法團的投資者不在香港或不屬於香港公眾，則額外規定不適用於該持牌法團。

方框 6

屬於方框 6 的市場參與者須要申請證監會第 1 類牌照（與證監會公告前一樣），並且需要遵守額外規定。

這裏的一個常見問題是，為何即使分銷的基金所持有的虛擬資產被視為非 SF 虛擬資產也需要第 1 類牌照。無論基金持有的資產是“證券”及/或“期貨合約”，分銷基金都屬於第 1 類受規管活動。這是因為第 1 類受規管活動是“證券交易”，而交易的證券（即買賣的證券）是正在分銷的基金的單位，而不是基金持有的資產。因此，基金持有的資產是否屬於“證券”或是“期貨合約”是無關緊要的。

虛擬資產交易平台營運者的監管框架

至於虛擬資產交易平台營運者（“VA 營運者”）的監管，證監會採用了一種不同的取態，對其即持觀望的態度。聲明的附錄 2 提供了證監會向 VA 營運者發牌並予以監管的概念框架。證監會計劃在沙盒環境下探討以其現有權力向任何 VA 營運者授予牌照並予以監管是否合適。VA 營運者如果有意獲得牌照，可與證監會聯繫，並承諾遵守證監會的規定。

由於證監會採用了觀望態度，市場參與者會面臨甚麼樣的監管結果尚且是個未知數，而證監會在將來的監管方法上有著選擇餘地。在當前的階段，在決定是否選擇加入沙盒時，VA 營運者需要考量是否值得承擔繁重的監管負擔以獲取牌照，來換取取得牌照後可能帶來的公信力。

結語

很顯然，證監會公告的首要目的是保護投資者，而且證監會一如既往地在很大程度上依賴其常用的兩把武器來達到保護投資者的目的，即加強向投資者進行披露及合適性評估。前者是向產品供應商/發起人實施，後者是向產品分銷商實施。然而，由於金融活動的監管是基於“證券”和“期貨合約”的過時定義，監管機構和市場參與者同樣面臨著諸多困難。當現有的“證券”和“期貨合約”定義應用於虛擬資產等新資產類別時，這些困難更是顯而易見。

關於我們可以怎樣協助您的進一步詳情，請以致電 (852) 3705 7872 或電郵 (ben.wong@ycylawyers.com.hk)聯絡王斌逸先生。

本數據只是作為提供一般信息，不擬作法律意見用途。

=====