监管与创新，香港Crypto合规框架的思考展望

2024年国际社会将会迎来对数字金融监管的初步共识，数字金融及相关的区块链技术、智能合约和分布式分类记账技术（DLT）将会形成行业性的普遍规则。香港地区作为最大的人民币离岸中心和国际金融中心，具有发展科技金融得天独厚的优势，也是最早布局数字金融和区块链技术应用的地区之一。

随着金融科技的持续创新和区块链技术的迅速发展，数字金融和传统金融之间出现了多方位和多层次的链接，在此背景下，对于数字金融及加密资产的监管制度亟需推出。香港地区于2018年最早提出了数字金融综合性投资者保护政策，是全球最早提出该领域金融监管的地区，并于2023年12月正式发布了《在香港实施稳定币发行人监管制度的立法建议咨询文件》，同时于2024年3月推出稳定币发行人“沙盒”制度[1]。

数字金融及加密资产应该怎样监管？由谁监管？适用哪些法律和制度？数字跨境交易怎样识别和监管？投资者保护怎样实现？这些问题在区块链技术背景下是全新的问题，是传统金融监管中从未遇到的问题，需要平衡监管和创新的关系，国际社会对此讨论较多，分歧较大，甚至在一些关键问题上出现了尖锐的对立。美国众议院在今年5月投票通过了《21世纪金融创新与技术法案》（简称“FIT21”法案），成为世界其他地区监管框架制定的一项参考。本文在“FIT21”法案推出的背景下，结合香港地区已经公布的相关监管框架的要点，梳理了加密资产的内涵和分类，总结归纳了“FIT21”法案的关键要点和主要对立观点，并对香港地区下一步监管细则的推出提出一些思考和展望。

### 加密资产及稳定币

加密资产是数字资产的一个子集。加密资产并无统一的定义，在某些应用场合也被称为虚拟资产，其结构、性质和用途也表现出很大的差异。加密资产涵盖的范围非常广泛，包括投资类的相关代币、稳定币、功能性代币及非同质化代币等。

加密资产中最直接与传统金融相挂钩的类型是数字稳定币。数字稳定币一般锚定法币，或挂钩单一或多种资产。由于当前在世界范围内尚无成熟的数字稳定币监管框架，现实中存在个别稳定币的价值支持机制并不透明，有些稳定币并不稳定，过去也发生过稳定币暴雷的恶性事件，例如2022年5月暴雷的Terra Luna稳定币。

从区块链运作机制的角度来看，数字稳定币通常有三种类型：第一种是以法币作为储备支撑的稳定币（例如由Tether公司发行的USDT和由Circle公司发行的USDC），此类稳定币通常是中心化的，价格与法币锚定，可以与法币进行1:1兑换。第二种是以加密货币作为储备支撑的稳定币（例如由MakerDao发行的DAI）。在这种模式下，储备资产由智能合约（Protocol）持有，多为去中心化的稳定币，储备资产的种类和数量比较透明。用户可以通过存入加密资产作为抵押物换取数字稳定币，也可以逆向操作赎回数字抵押物。由于作为抵押物的加密资产的价值波动通常较大，为了维持稳定币价格的相对稳定，用户通常需要以高于1:1的比例超额存入数字抵押物。第三种是基于算法的稳定币(例如Terra公司发行的LUNA、由Fei Labs发行的FEI等)，这类稳定币通过区块链复杂的算法规则和稳定机制维持其与锚定资产的关系，通常没有与稳定币价值相对应的储备资产，因此这类稳定币往往并不稳定。对于稳定币的监管立法是形成和完善数字金融监管框架的最关键环节，当前各国政府拟推出的稳定币监管框架，都主要针对前述的前两种类型。

### 香港SAR数字金融监管框架

香港地区是最早布局区块链加密资产行业的地区之一。香港金融管理局早在2016年就开始进行分布式分类记账技术（Distributed Ledger Technology, DLT）的研究，并首次发布了区块链白皮书。2019年，香港金融管理局与泰国中央银行联合进行“对多种央行数码货币跨境网络”的项目（mCBDC Bridge Project），研究批发层面央行数码货币在跨境支付的应用，该项目得到了国际结算银行创新枢纽辖下香港中心的大力支持，并于2021年2月扩展至中国人民银行数字货币研究所及阿拉伯联合酋长国中央银行。2021年6月，香港金管局公布了“香港金融科技2025”策略，推动香港数字金融科技的发展。

当前，加密资产的国际市值出现明显增长，这体现出加密资产行业与主流金融体系越来越紧密的关系。香港金管局于2023年12月27日就实施稳定币发行人监管制度的立法建议展开咨询并宣布推出“沙盒”安排（HKMA咨询建议原文），该咨询文件体现了以风险管控为本，以“相同风险，相同监管”的原则监管相关机构和活动的一系列安排。拟发布的数字资产监管框架将着重考察三个方面的影响：（1）香港SAR货币及金融系统的稳定；（2）用户及投资者保护；（3）数字资产交易可能涉及的诈骗和洗钱活动等。从监管制度的具体实施来看，当前对加密资产的监管框架将重点考量三个方面：（1）制定“支付用途的数字稳定币”的监管制度；（2）强调加密资产行业的投资者保护；（3）监管备案机构与加密资产的关联业务和交易，确保香港地区货币及银行体系的稳定。这项监管咨询意见及“沙盒”安排，较为明确的提出了香港SAR对金融科技、数字金融及加密资产的看法及运行准则，并推动了行业共识和国际标准的形成。鉴于美国“FIT21”法案近日在众议院通过，香港SAR也需要在此国际规则深度讨论之际推出自己的监管细则。

### 美国“FIT21”法案的观点讨论

国际上对加密资产的监管存在不小的争议，涉及到数字资产属性的讨论，比如数字资产的属性是商品还是证券？哪些资产类型应该由证券交易委员会监管，哪些类别归属商品期货委员会监管，以及二者的交叉监管问题。

2024年5月22日美国众议院以279票支持和136票反对的投票结果，通过了H.R.4763《21世纪金融创新与技术法案》（FINANCIAL INNOVATION AND TECHNOLOGY FOR THE 21ST，简称“FIT21”法案）（众议院投票结果），该法案将修订美国现有的证券和商品监管法规，以促进数字资产的应用。

“FIT21”法案在国际上引发了广泛的讨论，它正式将加密资产行业的监管问题推向立法程序，并就一些极具争议的问题展开了政策层面的讨论。当前，“FIT21”法案并未获得正式通过，后续还将在参议院投票，而且目前针对该法案的热议不断，争议也很大。首先是美国证券交易委员会（SEC）对“FIT21”法案表示了坚决反对，SEC主席Gary Gensler发表了一份声明（SEC声明原文），认为该法案会损害投资者保护制度，并认为新的数字监管法案并不是非常必要的。其次，美国总统乔.拜登也不支持当前形式的立法。在众议院投票之前，白宫发布了一份行政政策声明(白宫声明原文)，表明白宫反对通过“FIT21.SAP”，称“政府渴望与国会合作，在现在制度的基础上，确保数字资产有一个全面、平衡的监管框架，但‘FIT21’缺乏对消费者和投资者的足够保护”。

我们较为细致的研究了“FIT21”法案的细则，并依据美国不同政府机构发布的政策通讯文件整理了对该法案支持或反对的主流观点。“FIT21”法案将对香港地区下一步推出自己的监管细则提供一项有益参考。总结来看，支持“FIT21”的主要观点认为：（1）“FIT21”法案明确了美国证券交易委员会（SEC）和美国商品期货交易委员会(CFTC)的管辖范围，避免二者存在监管边界的模糊和争议；（2）该法案填补了数字商品现货市场当前的监管空白；（3）该法案可以推动数字金融领域的创新，因为其明确了加密货币中介机构和企业家需要承担的责任和义务；（4）该法案明确了数字货币中介机构应受《银行保密法》约束，解决了反洗钱问题；（5）该法案保护了投资者利益，例如该法案制定了数字资产中介机构的运营规则，包括禁止混合属性的资金来源、增加数字资产的信息披露要求等。

与此同时，反对“FIT21”的主要观点认为：（1）该法案破坏了现有的证券法，因为“FIT21”赋予了加密货币公司和加密资产比传统证券市场更宽松的规则；（2）该法案未能充分保护数字资产投资者和数字资产公司的客户；（3）该法案未能充分解决非法融资问题。

由于加密资产行业与传统金融存在诸多区别，“FIT21”针对传统金融中不会出现的新问题提出了监管细则，并对当前国际上普遍争议的问题提出了监管意见，我们对“FIT21”法案的要点和创新总结如下。第一，“FIT21”明确了数字稳定币的监管框架，这对香港地区即将推出的“沙盒”制度而言是一项有益参考。“FIT21”将“用于支付用途的稳定币”定义为由受联邦或州监管机构监管的发行人发行的数字资产，且具有以下的特征：（1）被用作或设计用做支付或结算手段；（2）发行人有义务按照固定货币价值进行赎回，同时保持数字资产的稳定价值（相对于固定金额的货币价值）；（3）不包括（a）本国货币或（b）注册投资公司发行的证券。

第二，“FIT21”法案明确了“数字资产”和“数字商品”的区别。二者的划分标准主要是：（1）数字资产底层区块链系统的去中心化水平和功能；（2）终端用户获取数字资产的方法；（3）持有数字资产的用户的性质。举例而言，如果数字资产的发行活动并不是筹资目的，即仅涉及数字资产的名义价值交换，同时对所有参与者平等开放，或用户是通过数字商品交易所获得，则数字资产很可能符合“数字商品”的标准。再比如，假如数字资产的发行并不依赖去中心化的区块链协议，并且数字资产的发行具有筹资的目的，则很可能被认定为“受限的数字资产”。

此外，“FIT21”为“数字商品”创建了一个自我认证程序，根据该程序，任何人都可以向美国证券交易委员会（而非美国商品期货交易委员会）提交证明，证明数字资产所涉及的区块链是一个去中心化系统。在此类系统上的资产被视为受美国商品期货交易委员会管辖的“数字商品”之前，美国证券交易委员会将有60天的时间拒绝认证。根据这一程序，“受限数字资产”最初可以作为一种证券发行（即受美国证券交易协会披露和发行要求的约束，类似于传统证券），然后可以通过自我认证程序转变为“数字商品”。当前，香港地区已经通过了比特币和以太坊现货ETF的发行申请，后续对该类产品的监管原则，都依赖于对此类产品归属证券还是商品的认定。“FIT21”拟定的认证规则对香港地区后续区块链产品的上市和监管是一项重要参考。

第三，“FIT21”第一次明确澄清了美国证券交易委员会（SEC）和美国商品期货交易委员会(CFTC)对数字资产的监管责任（此前二者经常“打架”），同时要求更新补充现行的证券法和商品法，为各种区块链技术应用（包括各种去中心化协议）建立一个联邦数字资产监管框架。根据该法案，“受限数字资产”受SEC监管；“数字商品” 受CFTC监管；“用于支付用途的稳定币”依照交易中介机构的性质来确定应该受SEC还是受CFTC的管辖。当前，香港地区已经通过了比特币和以太坊现货ETF的发行申请，后续对该类产品的监管原则，都依赖于对此类产品归属证券还是商品的认定,以及相应的监管程序的划分。“FIT21”拟定的操作规则对香港地区后续区块链产品的上市和监管是一项重要参考。

第四，“FIT21”明确了数字资产中介机构的定义及注册要求。该法案要求数字资产中介机构（即交易、转让、促进交易、清算或托管数字资产的机构）根据其交易的数字资产类型（“受限数字资产”或“数字商品”），向美国证券交易所（SEC）或美国商品交易委员会(CFTC)注册。内容包括：（1）SEC将监督“受限数字资产”的合格数字资产托管人、数字资产经纪人、数字资产交易商和数字资产交易系统。（2）CFTC将监管“数字商品”、数字商品交易所、数字商品经纪人、数字商品交易商的“合格数字资产托管人”；（3）该法案要求SEC和CFTC制定中介及相关机构双重注册的规则；（4）该法案明确数字资产中介机构将必须受到反洗钱法的约束，必须遵守《银行保密法》中关于“金融机构”内容的规定。

### 思考与展望

当前，区块链技术的发展已经步入快车道，生态系统初步成形，并逐步形成国际上的规则共识。在区块链公链方面，由中国科学院院士、清华大学姚期智教授参与开发的世界级公链“树图链（Conflux Network）”在国际上广泛受到关注，众多华人及国际web 3.0公司在树图公链上布局区块链二层网络和相关应用。香港地区作为最早推行数字金融的地区之一，在市场的开放度和包容度方面吸引了全球的目光，香港金管局“敢为人先”的最早提出数字金融监管框架的举措更成为了香港地区国际竞争力的有力体现。

监管和创新是一个动态平衡的过程。国际上普遍认同区块链技术对金融市场变革的深度影响，但并不确定是否所有传统金融服务都会放入区块链上，并通过智能合约和分布式分类记账技术（DLT）实现，这一点仍有待观察。这也意味着，对于数字金融的监管是一个持续更新和不断完善的过程，国际的现行经验不失为一项重要参考。

香港地区一直采用“相同业务、相同监管”的理念，并谨慎的对技术秉持着中立的态度，这也是创新和监管得以良性平衡的核心监管思维。对于数字金融，香港地区基本采用了监管交易所和经纪商的相同原则，对持牌机构也采取了相同的监管要求。随着美国“FIT21”法案正式进入立法程序，数字金融行业会快速在核心要素上达成国际范围内的普遍共识，市场也会在这个共识的基础上形成更清晰的行业规则，香港地区有必要在此国际规则形成之际更清晰的明确地区监管细则，缔造数字金融有竞争力的生态环境，进一步巩固国际金融中心的地位。

[1] 沙盒（sandbox）是金融科技领域新兴的监管术语。“沙盒”原意是小朋友玩泥沙的地方，让人们在有限范围和安全的情况下玩耍和发挥创意。应用在金融科技领域，“沙盒”主要指监管机构容许金融机构在推出新服务和产品前，在风险可控和规模较小的环境下进行测试并收集数据和用户意见，从而加快相关产品及服务推出的时间，并确保服务及产品符合监管要求。