

## 一文读懂香港稳定币发行人牌照制度

2024年7月，香港金融管理局（“金管局”）与财经事务及库务局（“财库局”）发布了一份《实施香港稳定币发行人监管制度的立法建议的咨询结果报告》（“《咨询结果报告》”）<sup>1</sup>。金管局及财库局表示正在根据该等监管要求准备具体的实施法案，并计划把该法案于今年晚些时候提交立法会审批。业界预期稳定币发行人牌照制度可能会在2025年正式生效。金管局建议在牌照制度生效后设立6个月的“不违反期间”，以便相关发行人采取必要的措施遵守牌照要求。

我们注意到，《咨询结果报告》所列的牌照制度及监管要求与金管局及财库局于2024年2月联合发布的稳定币咨询文件（“《咨询文件》”）中的要求大致相同，但《咨询结果报告》进一步阐释提出相关要求的原因及相关要求的具体细节。有关《咨询文件》的具体内容以及金管局推出的沙盒安排，可参阅我们早前发布的「[稳定币发行人可以开始申请加入香港金管局沙盒（Sandbox）安排](#)」一文。

本次《咨询结果报告》主要包含如下亮点：

- 金管局为牌照申请提供了进一步地指引。金管局将在审查牌照申请时，仔细审阅申请人的业务计划及其发行的法币挂钩稳定币的应用场景。

- 金管局注意到有必要对稳定币业务相关的一些领域，例如钱包私人密钥的储存、提供存储稳定币的钱包服务、打击洗钱及恐怖分子资金筹集等方面进行进一步研究。他们表示将保持与业界及持份者的沟通，也将在适当的时候发布监管指南，以方便相关人士进一步理

解和遵守相关监管要求。

- 金管局首次明确可以接受优质及具高流动性资产的代币化（tokenized）形式作为发行人的储备资产。

- 对于大家广泛关注的禁止推出利息的问题，金管局给予了支付利息与提供推广优惠两者的区别的解释。

- 金管局表示对于某些特定的监管要求留有灵活性，会根据各个牌照申请人的个别情况进行考量。

我们也注意到金管局已经公布了进入稳定币发行人沙盒安排的首3家公司的名单。本文旨在向读者介绍《咨询结果报告》中列明的稳定币发行人牌照制度及监管要求的重点内容。

### 1. 受监管的稳定币类型

#### (1) 适用的区块链类型

- 金管局及财库局在《咨询结果报告》中明确指出，稳定币发行人牌照制度仅适用于“*使用去中心化方式运作的分布式分类账本或类似技术 (operated on a decentralised distributed ledger or similar technology)*”发行的稳定币。

- 其中“以去中心化方式运作的分布式分类账”指并无任何人士有单方面控制或实质改变其分类账的功能或运作的权力。

我们注意到，根据上述限制，在私有链或联盟链上发行的稳定币似乎不会落入稳定币发行人牌照制度的监管范围。

## (2) 法币挂钩稳定币（Fiat-Referenced Stablecoin）的定义

- 与《咨询文件》相同，金管局认为相对于其他种类的稳定币（例如与商品或贵金属维持相对稳定价值的稳定币），法币挂钩稳定币更有机会发展为获普遍接受的支付方式，因此对货币与金融稳定构成更高及更为迫切的风险。金管局坚持优先监管法币挂钩稳定币的建议，即**稳定币发行人的牌照制度适用于发行“挂钩资产为单一或多个法币”的稳定币**。

- 就挂钩多个法币的法币挂钩稳定币而言，金管局进一步表示将制定与发行人业务运作复杂程度相称的要求，以确保发行人能充分应对相关风险。例如该等发行人须考虑市场是否能够供应相关币种的优质及高流通性资产，并证明其具备妥善管理以多种货币计价的储备资产的能力。因此，就发行挂钩多个法币的稳定币发行人而言，他们在储备资产的构成及管理方面可能受到更多的监管要求。

考虑到虚拟资产领域的新生性质以及快速发展的市场，金管局表示将留有灵活性，在将来可能扩大受监管的稳定币的范围。

### 2. 受监管的稳定币活动

根据《咨询结果报告》，除非获得金管局发牌，否则任何人不得：

- 在香港**发行或显示自己发行法币挂钩稳定币**（“**在香港发行稳定币**”）；

- 发行或显示自己发行宣称或看来是与港元维持相对稳定价值的稳定币**（“**发行港元挂钩稳定币**”）；或

- 向香港公众人士**积极推广其法币挂钩稳定币的发行**（“**在香港积极推广稳定币发行**”）。

## (1) 在香港发行稳定币

- 根据业界对《咨询文件》的反馈，金管局在《咨询结果报告》中澄清了“**发行**”稳定币的定义。**金管局表示什么样的活动会构成“发行”法币挂钩稳定币一般需要根据相关事实与情况作个别考虑**。金管局表示将就此事提供进一步指引。

- 此外，金管局表示发行人是否“**在香港**”发行法币挂钩稳定币也需要**根据相关事实与情况作个别考虑**。金管局一般会考虑法币挂钩稳定币发行人的注册地、业务所在地、提供客户服务的地点是否在香港及有否使用香港银行账户处理发行及赎回要求。

- 除了“发行”活动之外，金管局也同意法币挂钩稳定币的发行人有责任就其发行的法币稳定币维持一套强有力的稳定机制，包括妥善管理储备资产。金管局将在牌照申请过程中审查发行人的储备资产管理机制，但不会为储备资产管理活动推出独立的牌照制度。

- 另外，**金管局也注意到私钥存储以及提供钱包服务在风险管理及投资人保护方面的重要性，并表示政府正在探索对于此类活动的规管方法，也会征询公众及持份者的意见**。

### (2) 发行港元挂钩稳定币

由于港元挂钩稳定币的发行人很可能将香港公众作为其主要目标之一，并且港元挂钩稳定币可能会对香港金融和货币稳定产生影响，因此金管局在《咨询结果报告》中坚持**即使港元挂钩稳定币在香港以外发行，其也会规管这类稳定币的发行人，他们必须在香港设有子公司及有常驻香港的管理层**。

### (3) 在香港积极推广稳定币发行

金管局在《咨询结果报告》中回应了公众的询问，进一步明确了“积极推广”的涵义。**金管**

局表示在决定某人是否向香港公众“积极推广”法币挂钩稳定币时，会考虑多项因素，包括：

(a) 在推广信息中使用的语言；

(b) 讯息是否以居于香港的人士为推广对象；以及

(c) 其网站是否使用香港域名。

我们注意到，上述考虑因素与香港证券及期货监察委员会（“证监会”）在考虑某人是否在《证券及期货条例》第 115 条及《打击洗钱条例》第 53ZRB 条下向香港公众“积极推广”经营虚拟资产交易平台的业务时考虑的因素有一定的重合之处。

金管局进一步澄清：

(a) 任何人推广没有获得牌照的稳定币发行将构成犯罪，但是

(b) 积极推广持牌实体的法币挂钩稳定币发行活动的代理或中介人不会被视作发行法币挂钩稳定币，因此并不需要申领稳定币发行人牌照。

除上述三项外，《咨询结果报告》明确持牌的法币挂钩稳定币发行人可凭现有牌照发行多于一种法币挂钩稳定币，而无须另行设立一个实体或申请新的牌照，但须在发行前取得金管局的事先同意。

### 3. 储备资产（Reserve Asset）的要求

#### (1) 储备资产的数额

金管局在《咨询结果报告》中重申，在任何时候，持牌发行人须确保其已发行并流通的稳定币有储备资产提供**全额支持**。牌照申请人需要向金管局证明其已备有措施以遵守这项要求，例如其有**超额储备**(over-collateralisation)的机制。

#### (2) 储备资产的类型

金管局在《咨询结果报告》中进一步澄清，其要求的**优质及具高流动性的储备资产包括：**

(a) 硬币和纸币；

(b) 在持牌银行内的存款；

(c) 代表对政府、中央银行或合格国际组织的申索权或由其担保的高信用质素**有价证券**；

(d) 以该等**证券为抵押品交易对手风险极低的隔夜逆回购协议**；以及

(e) 以上资产的**代币化形式（Tokenised Versions）**。

我们很高兴看到代币化资产被纳入上述优质及具高流动性的储备资产列表。基于金管局的认可，我们期待香港代币化资产市场能有更多机构推出代币化银行存款等相关领域的产品及服务。

### (3) 储备资产的计价货币

• 根据《咨询结果报告》，金管局要求持牌发行人持有的**储备资产应与法币挂钩稳定币的计价货币相同**，而其须就货币错配情况取得金管局的预先批准。在此情况下，金管局可按实际情况施加额外规定，例如超额储备，以缓减相关的外汇风险。

• 有一点值得注意的是，金管局**允许发行港元挂钩稳定币的发行人持有美元计价的储备资产**。考虑到市场上美元计价储备资产的充足性，我们相信这个措施必将受到业界欢迎。

### (4) 储备资产的隔离及保管

• 金管局认为持牌发行人把储备资产交由**香港持牌银行**保管，可以为用户提供更大的保障。但金管局对持牌发行人提出将储备资产存放于其他地区持开放态度，并按个别情况考虑，前提是发行人能证明有需要作出有关安排，确保额外风险得到适当处理，以及法币挂钩稳定币用户的权益不受影响。

• 此外，金管局要求持牌发行人应将其本身的资产与储备资产进行有效的隔离。就资产隔离而言，金管局认为可

以接受的做法包括**委任独立信托人或就储备资产订立信托声明**。但在作出相关安排前，发行人应提交相关的草拟信托契约及草拟独立法律意见供金管局审阅。

- 金管局亦要求发行人**制定健全、适当及合乎比例的储备管理政策**，以应对在储备管理过程中出现的财务及运作风险。

为符合金管局的要求，我们猜测牌照申请人至少需要准备投资政策、风险管理政策、运营持续计划、储备管理政策等内部政策制度，以确保其储备资产的充足性和高流通性。

#### 4. 运营方面的要求

##### (1) 赎回时限要求

- 金管局在《咨询结果报告》中进一步澄清，**持牌发行人须在收到赎回要求当日后的一个工作日内赎回稳定币**。发行人如预期难以在一个工作日内履行赎回要求（例如意料之外的市场压力情景），应事先寻求金管局的批准。

- 我们注意到基于一个工作日的时间要求，发行人可能需要就该要求在储备资产中配置更多高流动性的资产类型。

##### (2) 业务活动限制

金管局要求持牌发行人**不能够从事提供贷款或金融中介服务**。

##### (3) 香港本地成立

尽管业界提出反对意见，金管局认为仍有必要要求**持牌发行人为香港成立的公司**。除《银行业条例》下的授权机构（authorized institution）外，境外公司若有意申请稳定币发行人牌照需要在香港设立子公司。**金管局还要求持牌发行人的主要管理人员，包括CEO，必须常驻香港**。

##### (4) 降低了最低缴足股本（Minimum Paid-Up Share Capital）要求

应业界反馈，金管局将持牌发行人的最低

缴足股本要求调整为**2,500万港元或其稳定币流通量面值的1%**，以较高者为准。但金管局有权在必要时将施加额外资本要求。我们注意到《咨询文件》下原来要求为其稳定币流通量面值的2%。

##### (5) 高级管理层的合适性

金管局会整体考虑牌照申请人高级管理层是否符合合适性的规定，包括考虑其的资历、资产水平及教育背景等。

##### (6) 风险管理规定

不论业务规模及法币挂钩稳定币运作的风险水平，**持牌发行人都应至少每年一次进行风险评估**。其事故管理工作应包括但不限于制定事故管理政策、监察机制和事故应变计划，使发行人能及时启动恢复行动并向金管局汇报事故。

##### (7) 反洗钱及反恐怖分子资金筹集

- 金管局重申，持牌发行人应基于相关风险，采取适当的措施减轻和管理发行法币挂钩稳定币带来的洗钱和恐怖分子资金筹集的风险，包括与生态系统内的相关中间方进行沟通。

- 金管局表示会根据金融行动特别工作组（Financial Action Task Force）制定的国际准则，就反洗钱及反恐怖分子资金筹集的要求另行发布指引。

##### (8) 披露和报告

金管局在《咨询结果报告》中重申，**持牌发行人须聘请合资格独立审计师每月就储备资产进行证明**，以建立公众的信心。但金管局**同意减少公开披露法币挂钩稳定币流通量及储备资产的市值与组合的次数**（《咨询文件》要求发行人最少每日披露流通法币挂钩稳定币的总额及储备资产的市值，及最少每星期披露储备资产的组成），以在发行人的营运负担与透明度之间取得平衡。金管局将制定更详尽的披露要求。

##### (9) 审计要求

金管局要求持牌发行人在委任审计师时，应考虑一系列的准则，包括审计师就相关范畴进行审计或审视的认识、专门知识、资源与独立性。

## 5. 应用场景、业务计划、白皮书

### (1) 应用场景及业务计划

• 金管局注意到 **适当及可行的应用场景对于法币挂钩稳定币发行人的可持续经营而言至关重要**。因此金管局在《咨询结果报告》中特意说明，在审查牌照申请时，将会考虑申请人拟发行的稳定币的应用场景与业务计划。

• 我们注意到金管局在关于首批稳定币发行人沙盒安排参与者的文章中也进一步强调了稳定币的**应用场景**的重要性，并要求申请人 **(1) 提出稳定币的具体应用场景，以及 (2) 确保应用场景能够帮助解决经济活动中的痛点，为经济和金融服务创造价值和新机遇**。

• 因此，就有意申请稳定币发行人牌照（包括沙盒计划）的申请人而言，我们建议尽早开始考虑其发行的稳定币

的应用场景，并将该等应用场景的细节内容包括业务计划中，以满足金管局的监管要求。申请人须要考虑其发行的稳定币的应用场景对比其他稳定币的应用场景有何特别之处，例如其能够如何独特地解决市场的痛点或需求，或如何增强市场的有效运营，或创造何种新的价值或机遇。

### (2) 白皮书

金管局也重申申请人提交牌照申请时，应已备妥将会发行的法币挂钩稳定币之**白皮书，且包括：**

- **法币挂钩稳定币发行人的一般资料；**
- **赎回机制及程序；**
- **潜在法币挂钩稳定币用户的权益；以及**
- **赎回的适用条件及费用等内容。**

发行人须在发布白皮书前通知金管局。

## 6. 禁止支付利息 vs. 提供推广优惠

金管局在《咨询结果报告》中重申其对持牌发行人支付利息和提供推广优惠的取态：

支付利息	推广优惠
<ul style="list-style-type: none"><li>✗ 严禁与第三方作出安排以<b>向法币挂钩稳定币用户提供利息</b></li><li>✗ 利息支付一般指根据：<ul style="list-style-type: none"><li>○ 用户持有法币挂钩稳定币的期限长短；及/或</li><li>○ 用户所持法币挂钩稳定币的规模按比例发放的任何利润、收入或其他回报</li></ul></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 允许提供推广优惠</li><li>✓ 发行人应确保其推广活动并不构成利息支付</li></ul>

## 7. 提供 (offer) 法币挂钩稳定币

金管局重申，一般情况下，**只有获发牌的法币挂钩稳定币发行人、认可机构、持牌法团及持牌虚拟资产交易平台才能够“提供”法币挂钩稳定币**。金管局也会考虑（在虚拟资产场外交易（VAOTC）牌照制度生效后），允许持牌的虚拟资产场外交易服务提供商销售法币挂钩稳定币。金管局也表示，将在进一步评估储值支付工具（SVF）牌照持有人的商业模式及相关风险后，会考虑是否 SVF 牌照持有人销售法币挂钩稳定币。

金管局进一步澄清“销售”指以任何形式或媒介向公众传达讯息，就有关法币挂钩稳定币的售卖条款及渠道提供足够资料，使个别人士能够决定是否购买有关法币挂钩稳定币。

## 8. 销售香港以外发行的法币挂钩稳定币

根据《咨询结果报告》中列出的牌照制度及要求，金管局不允许向零售投资人销售未获发牌的发行人发行的法币挂钩稳定币（包括在香港以外发行的法定挂钩稳定币，例如市场上流通量较大的 USDC）。但金管局表示理解到法币挂钩稳定币涉及跨境性质，以及其在各个应用场景中所具备的潜在价值，金管局会考虑建立正式的监管合作机制，例如互认或「护照通行」安排，并继续积极参与及关注国际讨论，与其他监管机构保持密切沟通，以及留意其他司法管辖区的监管发展。我们预计金管局赋予境外发行稳定币灵活性的做法将受到市场欢迎。

## 结语

区块链科技创新为我们提供了越来越多崭新的工具，重要的是我们怎样去运用它。稳定币就是一个很好的例子，我们期待在金管局的监督下，更多合规稳定币应用于跨境支付等各式各样的实际场景中去，给我们的现实生活带来更多改善。

我们的团队在虚拟资产，尤其是稳定币领域曾为众多客户提供服务，包括就稳定币安排提供结构性建议、合规建议、起草稳定币相关业

务文件、协助客户向金管局申请稳定币发行人沙盒安排等。如您在稳定币方面有任何疑问欢迎随时与我们联系。

我们的团队在其他虚拟资产监管方面也具有丰富的经验。我们曾就稳定币及虚拟资产相关活动的监管要求发布以下文章，欢迎关注：

### 稳定币

(1) 有关《在香港实施稳定币发行人监管制度的立法建议 - 咨询文件》的具体内容以及金管局推出的沙盒安排，可参阅我们早前发布的「[稳定币发行人可以开始申请加入香港金管局沙盒 \(Sandbox\) 安排](#)」一文。

(2) 有关金管局对稳定币业务监管进行公众咨询得出的结论，可参阅我们之前发布的「[香港金管局拟就经营稳定币业务设立强制性发牌制度](#)」一文。

(3) 有关全球各主要国家及地区对于稳定币的监管情况，可参阅我们之前发布的「[浅谈全球稳定币监管](#)」一文。

(4) 有关美国、新加坡、香港对于稳定币的最新监管情况，可参阅我们之前发布的「[浅谈全球稳定币监管 \(二\)：美国、新加坡、香港稳定币立法趋势比较](#)」一文。

### 虚拟资产相关文章

(5) 有关香港政府于 2024 年 2 月 8 日发布的《有关规管虚拟资产场外交易的立法建议》的公众咨询文件的详情，可参阅我们之前发布的「[香港 OTC 立法咨询 - 为虚拟资产交易监管填补空白](#)」一文。

(6) 有关证监会于 2023 年 11 月 2 日发布两份与代币化证券相关的通函，可参阅我们之前发布的「[代币化证券 \(Tokenised Securities\)：香港金融市场新趋势](#)」一文。

(7) 有关证监会与香港金融管理局于 2023 年 10 月 20 日发出的《有关中介人的虚拟资产相关活动的联合通函》之内容，可参阅我们之前发布的「[金融机构在香港提供虚拟资产相关活](#)

[动（包括代币化证券业务）的最新监管导向」](#)一文。

(8) 有关香港金融科技及 Web3 领域相关牌照简介，可参阅我们之前发布的「[香港金融科技及 Web3 领域相关牌照简介 - 一文读懂香港信托或公司服务提供者（TCSP）、储值支付工具（SVF）及金钱服务经营者（MSO）牌照](#)」一文。

(9) 有关证监会于 2023 年 2 月 20 日发布的《有关适用于获证券及期货事务监察委员会发牌的虚拟资产交易平台运营者的建议监管规定的咨询文件》的详情，可参阅我们之前发布的「[香港证监会就虚拟资产交易平台牌照（1、7 号牌照及 VASP 牌照）申请要求展开咨询](#)」一文。

(10) 有关香港特区政府于 2022 年 10 月 31 日发布的《关于在香港发展虚拟资产的政策宣言》的详情，可参阅我们之前发布的「[确保 Web3 创新发生在香港 - 香港就推动建设虚拟资产中心发布政策宣言](#)」一文。

(11) 有关证监会对 VASP 的监管体系，可参阅我们之前发布的「[香港将针对虚拟资产服务提供商建立发牌制度](#)」一文。

(12) 有关美国加密资产法案的讨论，可参阅我们之前发布的「[美国 Lummis-Gillibrand 加密资产法案要点解析](#)」一文。

乔喆沅 合伙人 电话：852 2167 0020 邮箱地址：zyqiao@junhe.com

成晓宇 律师 电话：852 2167 0017 邮箱地址：jcheng@junhe.com

吕跃轩 律师 电话：852 2167 0056 邮箱地址：henrylui@junhe.com@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

