

英国加密资产市场发展概况、监管政策以及对我国的启示

李自华 路娟 张伟

摘要:本文介绍了英国加密资产市场的发展概况、潜在风险,并阐明了英国金融行为监管局(FCA)对支付型代币、证券型代币和功能型代币所采取的具体监管措施,以及各市场参与者从事代币业务所需要获得的监管许可。最后,本文对我国加密资产监管提出了相关政策建议。

关键词:加密资产;支付型代币;证券型代币;金融监管

中图分类号: F832 **文献标识码:** A

2019年10月,习近平总书记在中央政治局第十八次集体学习时强调,把区块链作为核心技术自主创新重要突破口,加快推动区块链技术和产业创新发展。加密资产作为区块链技术在金融领域最重要的应用之一,或将对未来货币、支付、证券、投资等金融领域产生广泛而深远的影响。英国对加密资产等区块链技术在金融科技领域的应用一直秉持开放态度,对于金融科技领域的监管也走在了世界前列。2019年,英国金融行为监管局(FCA)发布了《加密资产监管指引》,明确了相关监管框架。因此,研究英国对金融领域区块链技术应用监管思路,具有重要的借鉴意义。

一、英国加密资产市场发展概况

加密资产是一种加密的安全价值或合同权利的数字表示,底层由分布式账本技术(DLT)提供支持,可以电子方式存储、传输或交易。英国金融行为监管局(FCA)基于加密资产的应用特点和模式,将加密资产分为三种。一是支付型代币,作为支付手段,用作去中心化的工具买卖商品和服务;二是证券型代币,用于投资,公司和消费者可以通过持有或交易加密资产直接获得相关权益;三是功能型代币,代币的持有者拥有获取当前或预期产品或服务的权利。

(一) 支付型和功能型代币数量增加迅速

根据英国金融行为监管局(FCA)的统计,目前在英国市场上已经有超过2000种支付型代币和功能型代币,而且鉴于全球加密资产市场还处于快速增长阶段,预计各种支付型和功能型代币的数量还将进一步增长。正是基于上述情况,英国金融行为监管局(FCA)发布了《加密资产监管指引》,旨在保护消费者合法权益,规范加密资产市场的发展。

作者简介:李自华,青岛大学商学院;路娟、张伟,中国人民银行青岛市中心支行。

（二）首次代币发行（ICOs）的融资额有所减少

2018年11月，全球ICOs融资为6500万美元，而2017年11月为8.23亿美元。导致融资大幅减少的原因有很多，评论员们大都将其归咎于投资者对大量欺诈性ICOs的谨慎，而这也正是导致许多新企业ICOs发行失败率高的原因。英国金融行为监管局（FCA）统计，英国有56个融资项目使用了ICOs，在全球项目中占比不到5%。从金额角度，这些融资在全球240亿美元的筹资中占比不到1%。

（三）加密资产用于投机比例相对较低

来自加密资产交易的数据显示，英镑兑比特币的交易仅占加密资产24小时全球交易量的0.39%。然而，英国的交易量可能被低估了，因为交易者或许先将英镑转换成了另一种更为广泛接受的币种再进行交易。在线消费者调查显示，在英国被调查者中，加密资产的持有率在5%~10%之间，与其他G7经济体基本一致。

（四）英国尚未成为加密资产交易的主要市场

全球231个现货交易所中，总部位于英国的加密资产现货交易所不到15个。而这些交易所的加密资产现货交易日交易额合计约2亿美元，占加密资产全球日交易额的近1%。另外，在这些现货交易所中，只有4家每日交易成交量超过3000万美元。这意味着相对于更广泛的全球市场而言，这些交易所的成交量极低。同样在英国，尚没有一家主要的商业街或在线零售商将加密资产作为一种支付方式，并且只有不到600家的独立商店、酒吧和咖啡馆接受比特币。

二、加密资产的潜在风险

（一）消费者角度

从消费者的角度来看，使用加密资产作为常用货币进行支付存在一定的风险。第一，可能存在欺诈行为。ICOs通常会伴生巨大风险，或失效率极高，或为欺诈性代币。一项对2017年上市市值超过5000万美元的ICOs进行的数据调查显示，诈骗率高达78%。

第二，加密资产存在失窃的风险。加密资产现在被视为高价值的盗窃目标，无论是用户，还是托管服务提供商或交易所等服务提供商，都正成为网络犯罪分子的攻击目标。第三，ICOs通常附带的“白皮书”并未标准化。由于缺乏详尽的信息，消费者可能不清楚其中许多项目有高风险或者处于早期阶段。第四，加密资产所受的监管有限。即使是受监管的产品，追索权也仅仅是在不当销售等有限情况下才可用，投资者的投资亏损并不意味着能够自动获得追索权。

（二）金融犯罪角度

加密资产有时可能为匿名跨国转移资金提供可能。对某些加密资产缺乏透明度和监管意味着存在金融犯罪风险，包含洗钱及恐怖融资等风险。欧洲刑警组织估算，在欧洲，每年约有30亿至40亿欧元加密资产被用于洗钱。G20金融行动特别工作组（FATF）的报告指出，全球范围内与加密资产相关的可疑交易正在增多。

（三）市场运行角度

市场波动、缺乏透明度和监管因素等也可能会加大交易所和交易平台的市场操纵和内幕交易的潜在风险。对于那些没有适当的机制和监控来防范市场操纵和内幕交易的交易所和交易平台，这些问题会更加严重。对于加密资产及其相关市场，以下几个因素加剧了它们在市场操纵和内幕交易方面的弱点。一是市场还不成熟，意味着现有的制度和监控可能是无效的，需要进一步完善才能妥善处理风险。二是某些加密资产缺乏关于参与者身份及其行为活动的信息。三是加密资产的性质可能产生新的风险，包括目前的监管和市场监测所未发现的潜在风险。

三、英国金融行为监管局（FCA）的监管政策

（一）对支付型代币的监管

支付型代币（例如，比特币和莱特币等）不是由任何中央机构发行，通常用作交易手段。此类代币可用于购买和销售商品和服务，而无需传统的中介机构；通常是去中心化的，可独立于平台使用，无需限于在

特定网络内或者仅用于获取发行人提供的商品和服务。

1. 明确支付型代币不属于货币

支付型代币的使用方式与传统的法定货币相似，并可以作为一种结算方式。但目前英国并未将其认定为法定货币，也不能作为一种货币使用。因此，相较传统的货币及大宗商品，支付型代币价值不稳定，也不被用作计价单位或价值存储方式，因此不属于货币。

2. 支付型代币尚未纳入监管范畴

金融行为监管局（FCA）指出，支付型代币的转让、购买和销售，包括为支付型代币而进行的加密资产交换的商业操作，目前不纳入监管范畴。如果某经济主体从事交易所业务，促进参与者之间的比特币、莱特币或其他支付型代币的交易，无须获得监管授权。这与对监管范围之外的其他投资类产品的逻辑是一致的，例如，具有投机性价值的资产（精品葡萄酒或艺术品等）。

3. 未来可能纳入反洗钱监管范畴

英国财政部（HMT）将根据《欧盟第五次反洗钱指令》（5AMLD），进一步扩大与加密资产有关的反洗钱/反恐融资（AML/CTF）监管规定。《欧盟第五次反洗钱指令》（5AMLD）将把反洗钱和恐怖融资（AML/CTF）法规扩展到下列相应活动的实体：加密资产和法定货币之间的交换，在一种或多种其他形式的加密资产之间进行交换，以及加密资产的交易、保管或管理加密资产、参与或提供与加密资产发行和销售相关的金融服务。

4. 不能作为电子货币加以监管

在某些情况下，加密资产是可以被认为是电子货币的。金融行为监管局（FCA）认为，电子货币是一种以电子方式储存的货币价值，包括各类电子钱包或预付卡中的法定金额。其具有如下三个特点。一是以支付交易为目的，为收取交易资金而发行。二是能被发行者以外的主体接受认可，即其必须被多方接受，而不仅仅是发行方。三是符合《电子货币监管指引》（EMRs）第三条的规定。只要代币符合上述三点要求，同时，与法定货币（包括美元或英镑）挂钩，用于购买网络上的商品或服务，则符合电子货币的定义。但像比特币、以太币等支付型代币则不能作为电子货币，因为他们的发行不是以支付交易为目的，同时，持有人对比特币的发行也没有索取权。如果代币作为电子货币，那么将纳入英国《支付服务监管法》（PSRs）

和《国家监管活动法令》第9条的监管范畴。

（二）对证券型代币的监管

证券广义上是在某一实体拥有所有权的体现，包括债权、股权、利润分配权等权利（书面或非书面记录）。证券型代币本质上是一种证券，因为它们授予代币持有人与传统证券相同的权利，主要包括股权类代币、债券类代币、基金类代币、优先认股权证类代币等。

1. 证券型代币——股权

加密资产给持有人与股份相类似权利的代币，例如，控制权、股利分配权、破产清算资产的所有权等，都可能是证券型代币。那些代表所有权或者投票权的代币，也可能被认为是证券型代币，因为股份倾向于代表所有权（通过分红和清算资金分配）和控制权（通过投票）。其符合《国家监管活动法令》（RAO）中规定的特定投资的定义，也符合《欧盟金融工具市场法规2号指令》（MiFID）下的金融工具定义。因此，应纳入《国家监管活动法令》和《欧盟金融工具市场法规2号指令》监管范畴。

2. 证券型代币——债务工具

《国家监管活动法令》中的《监管范畴指引》（PERG）第77条（债券）包括公司债券、信用债券、存款证明和任何其他能够产生或者承认债务的工具。资本市场中所有可流通的债务证券（政府和公共证券除外）在《欧盟金融工具市场法规》（MIFID）中都归属于可转让证券的定义范围。金融行为监管局（FCA）认为，如果一种代币体现为代币持有人拥有收取债务资金的权利，那么这种代币可以作为一种债务工具，归属于证券型代币；如果一种代币在资本市场是可流通的，能够从一个经济主体转移到另一个经济主体，且收到代币的经济主体即合法获得了代币的权利，则这种代币就属于《欧盟金融工具市场法规》（MIFID）中的可转换公司债券，纳入监管范畴。

3. 证券型代币——认股权证

《国家监管活动法令》第79条规定，认股权证是特定投资类别之一，所赋予的权利必须是“认购”相关资产的权利。权证持有人有权直接从资产发行人那里获得标的资产，且是通过新发行的资产而非购买已经发行的资产。如果一家公司发行A代币，授予代币持有人将来有权认购B代币，并且B代币本身

表1 代币市场参与者和许可清单

市场参与者	交易活动	许可清单
代币发行方	发行代币，包括首次代币发行（ICOs）	公司发行自有证券，如股票，无须获得监管机构的特别许可，但需要考虑申请发行的加密资产是否符合监管要求，包括但不限于： <ul style="list-style-type: none"> · 《招股说明书》 · 《信息披露和透明度指引》 · 反洗钱反恐怖融资和客户尽职调查 · 若证券在全球范围内发行，各司法管辖区当地法规 · 拟上市交易所的监管规定 · 相关的交易所或交易平台的业务规则
咨询和其他中介机构	为消费者提供关于不同的加密资产的建议，促进加密资产的交易	对于相关建议，相关监管许可包括但不限于： <ul style="list-style-type: none"> · 投资建议 如果中介机构需要帮助客户选择适用的加密资产，相关监管许可包括但不限于： <ul style="list-style-type: none"> · 以从事投资为主 · 处理投资代理 · 安排投资交易 · 规划投资 · 发送电子交易指令
交易平台	协助市场参与者进行交易	取决于交易的经营范围。相关监管许可包括但不限于： <ul style="list-style-type: none"> · 组织多边交易操作 / 有组织的交易设施 · 交易主体业务 · 交易经纪业务 · 组织交易 · 投资额的保护与管理 · 投资交易的安排 · 发送电子指令
电子钱包和托管服务提供方	安全保管加密资产	取决于活动的范围，相关监管许可包括但不限于： <ul style="list-style-type: none"> · 管理投资 · 投资额的保护与管理
支付服务提供方	客户可以使用加密资产付款给供应商，或通过加密资产转移法定货币	取决于活动的性质和范围，相关监管许可包括但不限于： <ul style="list-style-type: none"> · 发行电子货币 适用于《支付服务监管法案》，包括但不限于： <ul style="list-style-type: none"> · 汇款 · 现金兑换 根据加密资产的不同结构，可能适用于《电子货币监管指引》

资料来源：作者根据公开资料整理

就是某种特定投资（例如，股票或债券），则 A 代币可能构成认股权证，纳入监管范畴。

4. 证券型代币——特定资产拥有证明

《国家监管活动法令》第 80 条规定涵盖了对其他投资（例如，股票或债券）赋予合同权或财产权的金融工具，但须符合以下两个条件：一是相关财产的实际所有人与特定资产拥有证明的持有人非同一人；二是转让相关权利不需要得到特定资产拥有证明持有人的认可。存托凭证就属于这一类特定投资。特定资产拥有证明的代币可能赋予持有人关于股权代币和债权代币相应的托管权利，他们应当作为一种证券型代币，纳入监管范畴。

5. 证券型代币——投资中的权利和收益

特定投资的权利或收益，包括上述集体投资计划中的单个投资单位，也符合《国家监管活动法令》中特定投资的定义。因此，代表其他特定投资的权利或收益的代币应归属于证券型代币。例如，某公司可以发行一种代币来代表股权，即使这种代币本身并不

具有股票的全部特性，这种代币也是一种证券型代币，纳入监管范畴。

（三）对功能型代币的监管

功能型代币赋予其持有者获取现在或未来产品服务的权利，类似于预付券。某些情况下，他们还可能类似于返利型的众筹，参与者通过给项目提供资金来换取一定的奖励，例如，以优惠价格购入商品或者服务。功能型代币非常类似于证券型代币，经常在二级市场上交易并被用于投机性投资用途。但这并不意味着功能性代币构成特定投资。功能型代币不具有证券的大多特征，故未被纳入金融监管范畴，除非它符合电子货币的定义。

（四）从事代币业务的各市场参与者需获得监管许可

金融行为监管局（FCA）站在技术中立的角度上判断公司所从事的代币交易是否需要监管授权。代币

的市场参与者需要获得金融行为监管局（FCA）的许可，这些市场参与者包括交易所与交易平台，支付服务提供商，托管人或钱包提供者，以及顾问、经纪人和其他中介机构。

金融行为监管局（FCA）列举了各经济主体在代币市场领域开展业务所需获得监管许可的清单（见表1）。

四、启示和建议

（一）区分不同情形，采取差异化监管措施

英国金融行为监管局（FCA）站在技术中立的角度判断公司所从事的代币交易是否需要监管授权。加密资产本质上是分布式账本技术（DTL）的应用，是否纳入监管范围取决于如何应用该技术以及与之一起开展的活动。未来，加密资产或将广泛应用于支付、投资、证券等领域。就此，建议我国针对加密资产的监管，取“个案审查”的原则，区分不同的应用场景和业务模式，采取差异化的监管措施，将其纳入我国《证券法》《商业银行法》等进行监管。

（二）防范洗钱和恐怖融资风险

加密资产具有去中心化、交易不透明等特点，极易被不法分子用来从事洗钱和恐怖融资等违规活动。英国拟按照《欧盟第五次反洗钱指令》（5AMLD）相关要求，进一步扩大与加密资产有关的反洗钱/反恐融资（AML/CTF）监管规定。德国、新加坡等国家也对加密货币在反洗钱和反恐怖融资方面提出了监管指引。建议将加密资产和各市场参与者相关行为纳入我国《反洗钱法》的监管范畴，要求其履行客户身份识别、重大可疑交易报告等反洗钱义务。

（三）打击非法加密资产活动，加强对消费者权益的保护

英国金融行为监管局（FCA）从消费者角度、金融犯罪角度和市场运行角度分析了加密资产的潜在风险。2017年9月，中国人民银行等七部委联合发布了《关于防范代币发行融资风险的公告》，明确 ICOs 本质上是一种未经批准的非法公开融资行为，涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。对于以技术之名掩盖违

规金融活动的本质，非法开展金融活动，应予严厉打击，并将持续保持高压态势，保护金融消费者的合法权益，为金融与科技的融合发展营造良好健康的环境。

（四）建立公平竞争的政策体系，引导技术良性发展

当新技术出现时，参与者都有积极性，央行等监管部门也都会有积极性。监管最重要的工作之一是帮助建立竞争性环境，使得最优的技术顺利凸显和发展，通过竞争择优来实现应用更好的技术（周小川，2019）。加密资产底层分布式账本技术或者说区块链技术的优势，在于其在互联网环境下数据的稳定性和可靠性，使其可以在互联网世界建立信任机制。而这是达成交易的基础。区块链作为核心技术自主创新的重要突破口，被列为国家战略性前沿技术的意义也正在于此。因此，监管部门对加密资产等新兴领域的监管应侧重于建立“竞争中性”的市场环境，强化对区块链技术的引导和规范，实现区块链技术和金融产业的融合发展。

（五）加强国际监管合作，积极关注国际监管新动态

如何监管加密资产已成为当前国际金融治理的焦点和难点。目前，多数国家监管部门认为，加密资产具有金融资产属性，且极易引发跨境洗钱、恐怖主义融资等跨国犯罪。尤其是在 Facebook 公司发布天秤币后，加强加密资产的国际监管合作已成共识。我国金融监管部门应加强与全球各主要经济体和国际组织的监管合作，及时跟进加密资产市场发展的最新进展，学习借鉴国外监管经验，有效监测和应对加密资产可能对我国支付体系、货币政策和金融稳定带来的冲击，引导加密资产市场合规、有序地发展。

参考文献：

- [1] 曾繁荣. 加密资产对金融稳定的潜在影响分析[J]. 国际金融, 2019 (1): 70-75
- [2] 周小川. 信息技术与金融政策的相互作用[J]. 中国金融, 2019 (15): 9-15
- [3] FCA. Guidance on Cryptoassets[EB/OL]. <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp19-03.pdf>

（责任编辑：冯天真）