

现实世界资产：RWA 的实际应用与法律挑战

作者：李珣 | 郑博 | 洪松

一、RWA 的基础概念：围绕现实世界资产开展的代币化产物

作为区块链技术与传统金融世界结合的虚拟资产形式，RWA（Real-World Assets，直译为“现实世界资产”）已经成为虚拟资产领域的重要基础设施，其影响力也正在向现实世界扩散，已在多个境内外融资项目中一试身手。

RWA 的核心思想是通过区块链技术，将现实世界中的有形或无形资产进行代币化（Tokenization），从而以代币形式表示资产的权益归属，并在特定的区块链上铸造、发行和流转。借助区块链独有的去中心化、不可篡改和透明性等特点，RWA 希望以代币在区块链上的流转取代资产在现实世界的真实流转，以期突破传统金融体系的限制，克服传统交易中存在的产权归属不清晰、交易流转成本高、资产流动性差等固有问题。

实现资产 RWA 的核心步骤在于通过区块链技术实现资产的代币化。代币化是指将现实资产的物权或债权映射到区块链上，与发行人铸造的代币逐一对应的过程。在完成代币化后，理论上每个代币均可以代表某种现实资产的权益，从而为该资产权益赋予了在区块链上进行确权、交易和流转的可行性。

代币化的过程还可能应用智能合约等区块链技术，以进一步提升交易效率，为后续 RWA 资产的运营和管理提供便利。例如，智能合约可以在满足特定条件下自动执行 RWA 的转移、支付等操作，定期向 RWA 的持有者支付利息、分红，支持其开展 RWA 链上质押等。

为实现真实、有效的代币化，RWA 的发行人需要参照传统证券发行的尽职调查要求，对拟开展代币化的现实资产开展业务、财务和法律方面的尽职调查，以确认资产的所有权清晰、合法，且没有任何法律纠纷或限制，并将确认后的资产信息导入区块链，确保链上数据与链下资产的准确映射和耦合。

特别地，不同于传统、成熟的资产证券化（Securitization），资产代币化由于高度依赖区块链技术，同时缺少中心化的发行渠道和统一的发行要求，因此有必要针对 RWA 发行开展额外的技术尽职调查，对于区块链（公链、私链或联盟链）与发行渠道（中心化交易所或去中心化交易所）的选择以及智能合约的设计等技术层面问题进行进一步分析。

二、RWA 的实际应用：虚拟资产投资和现实资产融资

就目前而言，RWA 可以大致划分为虚拟资产投资和现实资产融资两类应用方式，二者的差异主要体现在

在项目发起方及其发起动机。

（一）虚拟资产投资

RWA 概念的提出可以追溯到去中心化金融（DeFi）生态系统的早期发展。当时以 MakerDAO 为代表的 Web3 机构考虑到虚拟资产价格频繁波动，存在较大信用风险，难以被广泛信任和采用，因此主动选择以发行的虚拟资产作为抵押物，购入价值公允、收益稳定的现实资产，依托现实资产的收益为抵押的虚拟资产提供回报。

随着境外国家对于虚拟货币接受度的不断提高，以贝莱德、摩根大通为代表的传统金融机构开始尝试推动 RWA 与传统金融体系的结合。例如，贝莱德与美国代币化平台 Securitize 合作发行了代币化基金 BUIDL（BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund）。BUIDL 基金将份额通过代币的形式在公链发行和交易，将募集资金投资于短期美国国债，从而向基金份额代币的持有者支付国债收益。

在这一视角下，RWA 的代币化目标为私人信贷、美国国债、大宗商品和股票等流动性较好的现实资产，发起方以发行虚拟资产的 Web3 机构和金融机构为主，开展 RWA 项目的主要动机是引入现实资产的投资收益作为虚拟资产所有者的投资回报。

（二）现实资产融资

随着 RWA 项目的不断扩容，越来越多的监管部门、金融机构意识到了 RWA 所基于的区块链技术对于传统金融投资门槛高、透明度低等缺陷的革命性影响，开始选择尝试通过 RWA 的形式开展传统金融活动。

2024 年 8 月，秉持全面拥抱 Web3 态度的香港金融管理局公布了第一批 Ensemble 项目（沙盒）的四大代币化主题案例，包括某金融科技通过构建“两链一桥”平台进行代币化发行，为中国境内绿色能源资产引入境外融资的 RWA 项目，最大一笔 RWA 融资规模达 2 亿元。

不同于惯常理解的 RWA 项目，该等代币化主题案例的目的并不在于为虚拟资产提供回报，而是借助虚拟资产透明度高、交易成本低的优点，为传统资产提供更高效的融资渠道。

在这一视角下，RWA 的代币化目标为不动产、基础设施等流动性较差的现实资产，发起方以持有现实资产的所有者为主，开展 RWA 的主要动机转变为通过虚拟资产向现实资产所有者注入流动性，提供外部融资支持。

三、RWA 的融资逻辑：迥异于传统融资的创新金融工具

对于资产而言，RWA 提供了一种不同于传统股权融资或债权融资的创新融资方式。具体而言，差异主要体现在以下几点：

（一）提高交易流动性

在传统融资方式中，资产的交易流动性需要受限于特定交易所对于交易标的和投资者的限制，无法让全球范围的投资者参与。RWA 则可以通过所选定的区块链平台，理论上可以使资产权益在全球范围内 24 小时不间断地进行交易和流转，具有更高的流动性，也更容易获得投资者青睐。

（二）降低融资成本

传统的证券发行通常需要通过券商、律师、会计师等中介机构参与，从而产生较高的发行成本。尤

其是针对有存续管理要求的资产，还需要为资产管理、运营和分红等付出额外的费用和时间。RWA 可以通过智能合约和去中心化平台，完成整个发行和管理过程，减少了传统融资中的中介角色和相关费用，大大降低了存续管理成本，节省发行过程中需要的市场推广、发行费用等。

（三）定制化交易结构

传统融资方式通常有固定的结构和规则，而且涉及到特定的法律和财务规定。与之相比，RWA 提供了更高的灵活性，资产方可以根据市场需求和自身目标设定灵活的融资结构。例如，发行者可以设定不同的代币类别、不同的收益分配模式以及灵活的赎回机制，甚至根据市场反应动态，在发行前调整代币的发行条件。

（四）扩容投资者群体

传统融资方式通常面向合格投资者或机构投资者，而在诸如房地产等高门槛的资产类融资项目中，由于项目所需资金量极大，普通投资者通常无法满足参与门槛。对应地，RWA 在技术上可以实现开放式融资。同时，由于 RWA 映射的资产权益可以通过代币进行分割，以代币为单位参与认购的投资方式将极大程度地降低投资门槛，全球范围内的中小投资者能够参与这些原本较为封闭的市场。

正是由于 RWA 拥有以上传统融资方式所不具备的独特优势，因此 RWA 项目的发起目的不再局限于虚拟资产投资，为广大的现实资产所有者提供了更加多元化和个性化的融资选择。

四、RWA 在境内：项目定性与监管红线

当 RWA 满足资金融通需求的那一刻，就预示着其无法从“实质重于形式”“穿透监管”的金融监管原则中彻底逃逸，被认定为非法金融活动的风险成为悬在每一个 RWA 项目头顶的达摩克利斯之剑。

具体而言，具有融资功能的 RWA 项目在境内或将面临以下维度的风险：

（一）虚拟货币监管：RWA 项目不得涉及在境内发行代币

目前，我国境内监管部门对于虚拟货币及其相关交易持否定态度，多部委联合早在 2017 年 9 月 4 日发布的《关于防范代币发行融资风险的公告》（“九四公告”）中就已经将代币发行融资（Initial Coin Offering，即 ICO）界定为未经批准非法公开融资的行为，禁止任何境内组织和个人开展 ICO 活动。

九四公告及其他虚拟货币监管规定的规制重点在于利用虚拟货币开展的境内募资行为，特别是明确指向非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等损害境内投资者经济利益的刑事罪名。因此，如果 RWA 项目以发行代币的形式面向境内投资者募集资金，将直接违反虚拟货币维度的监管红线，进而面临相应的行政责任和刑事责任。

相应地，如果 RWA 项目仅在允许虚拟货币活动的境外国家和地区发行代币，所募集的资金均来自该等国家和地区的境外投资者，仅保留境内融资主体接受来自境外的法币资金，则不必然触发这一监管红线。

（二）外汇监管：RWA 不改变资金跨境的现有路径

我们注意到，对于部分现实资产融资类的 RWA，目前已有为境内实体资产引入境外融资的案例，但是，为境内实体资产引入境外融资，必然涉及资金跨境的问题，而 RWA 本身并不改变资金跨境的现有路径。

也即，从外汇监管角度，RWA 项目的资金出入境，仍然需要依托于现有的资本项目项下的资金出入境方式，例如通过 QFLP，将境外募集资金通过跨境股权投资的方式投资境内项目公司股权，再由境内项目公司持有 RWA 的底层资产，即为可行的方式之一。在该种交易结构项下，不论境外如何实现代币化和上链，都需要遵循上述资金跨境的基础监管规则。

（三）金融监管：RWA 项目不得突破金融监管的既有规定

我们同样注意到，从纯境内角度，市场上亦有一些已公开的 RWA 项目。大家可能普遍关心的问题是，能否通过 RWA 实现境内的资产投资/变现？如上文所述，从虚拟货币监管角度，RWA 项目不得涉及在境内发行代币，如果不发行代币，是否仍然有实现融资的空间？

我们认为，如果 RWA 项目的融资端放在境内，则需要遵守的底线原则是，不得突破金融监管的既有规定，也即原则上不得使 RWA 具有金融属性和功能。这里的重点仍然在于是否涉及资金募集行为，如果尽管不涉及发行代币，但通过其他方式进行 RWA 的份额拆分和转让，则仍然可能涉嫌无资质从事资管业务的违规行为，极端情况下甚至可能衍生非法集资的刑事风险。

对此，可以考虑的解决方案包括，依托于现有的合规交易结构进行项目构建，例如通过私募股权基金实现资金募集和投资，并由项目公司运营 RWA 基础资产等。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

李珣

电话： +86 21 6080 0232

Email: xun.li@hankunlaw.com