

通力 Web 3.0 系列(四) ——详解境内资产在境外发行 RWA 代币的实质条件

作者：张征轶 | 韩政

前言

2026 年 2 月 6 日晚，中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)发布了《关于境内资产境外发行资产支持证券代币的监管指引》(以下简称《指引》)，旨在对以境内资产为基础、在境外发行资产支持证券代币的行为进行严格的事前备案监管，我们此前已在《通力 Web 3.0 系列》文章中做了框架性解读，但对于境外发行资产支持证券 RWA 代币的实质条件实务中该如何理解和判断，仍值得进一步深入讨论。

笔者按：通力长期关注 Web 3.0 时代各类金融创新的合规问题，我们希望借用这一契机，以通力专业化分工、一体化运营的理念，结合本所在境外证券发行、跨境投融资、网络安全和数据合规、资产证券化等专业领域的丰富经验，发布 Web 3.0 系列文章，以分享 Web 3.0 时代各类金融创新监管的热点信息或审慎观点。

作为通力 Web 3.0 系列文章的第四篇，本文将在此前基础上，尝试解析《指引》中关于跨境投资、外汇管理、网络和数据安全等合规要求，并对六类禁止性情形进行进一步阐述，以供相关市场主体探讨。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

一. 实质条件概述

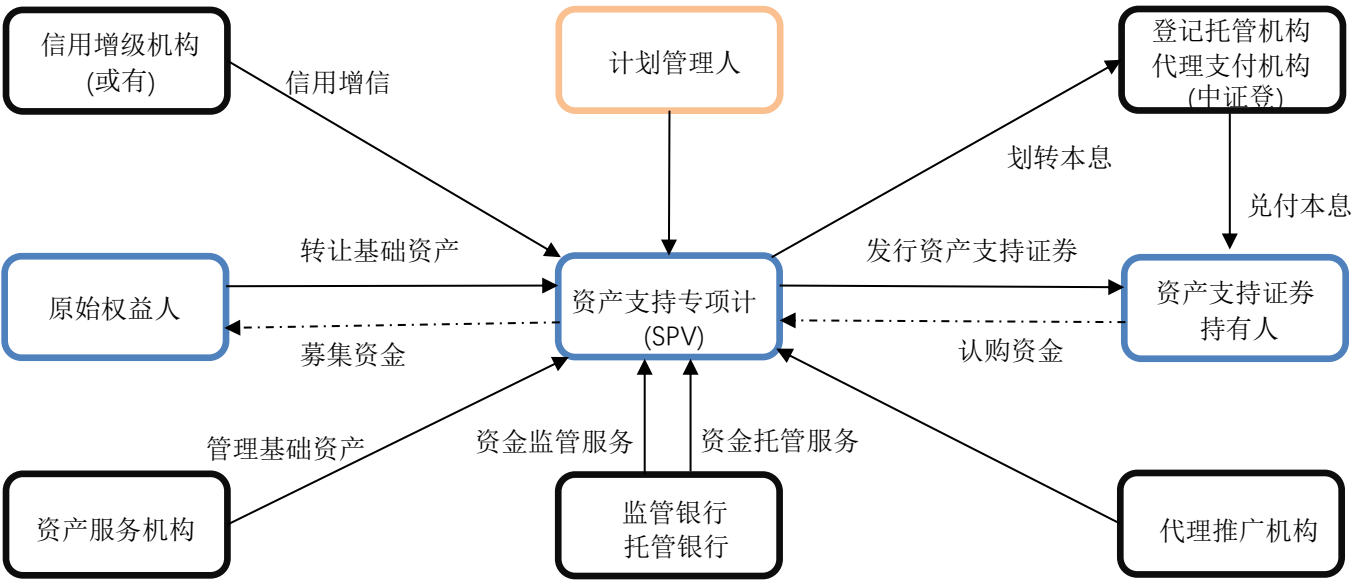
正如我们在《通力 Web 3.0 系列》文章中所梳理，证监会《指引》对于境外发行资产支持证券 RWA 代币的实质条件主要分为两大类型，一个是跨部门监管下的跨境投资、外汇管理、网络和数据安全的合规要求；另一方面是《指引》中的六类禁止性情形。当然二者又存在一定的交叉，例如六类禁止性情形第二项“发行可能影响国家安全的”同样也部分涉及网络和数据安全问题。

其中，针对第一类的实质条件，《境内资产境外发行资产支持证券代币办事指南第 1 号——备案材料内容及格式》(以下简称《办事指南》)要求备案报告详细披露本次 RWA 发行“是否取得外商投资、境外投资、外汇管理、跨境人民币管理、网络安全、数据安全、国有资产管理、行业主管部门监管意见、是否涉及国家安全审查等；境内备案主体有无在提交备案申请前履行前述规定要求的核准、备案或安全审查程序。”同时要求律师对前述问题发表明确意见。

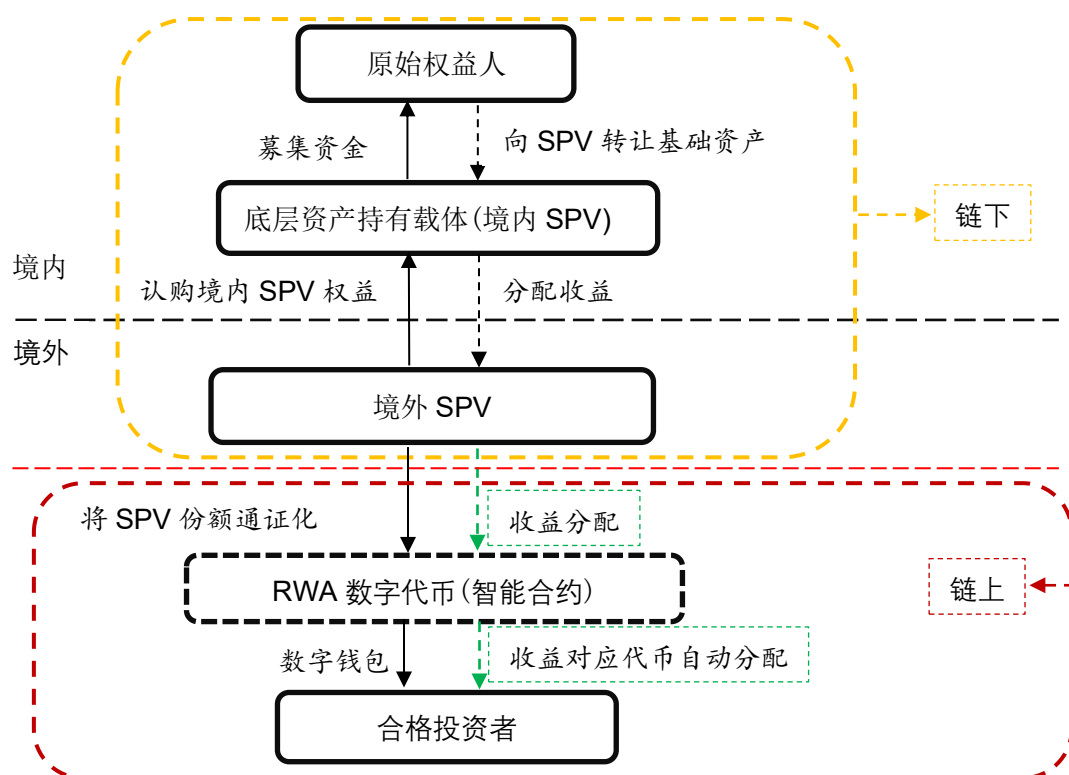
本文将围绕上述两大类型的实质条件，根据《境内资产境外发行资产支持证券代币办事指南第 1 号——备案材料内容及格式》的具体要求，结合跨境投资、外汇管理、网络和数据安全的一般监管实践，尝试探讨境外发行资产支持证券 RWA 代币之实质条件的具体内涵和边界。

二. 跨境投资与外汇管理

在梳理跨境投资与外汇管理的具体要求之前，首先需要厘清的问题是：境外发行资产支持证券 RWA 代币在哪一或哪些环节会涉及跨境投资与外汇管理?这涉及发行架构问题。我们可以回顾一下境内资产支持证券产品的经典法律框架：



参照境内资产支持证券产品的常见法律框架，结合香港市场上已有的市场实践，未来境内资产在境外发行资产支持证券 RWA 代币的可能架构如下：



注：新规之下，何种架构会成为未来市场的选择，亦或采用其他新的架构，尚不可冒下定论，有待市场后续探索以及监管实践。

倘若是如上法律架构，则在境外 SPV 认购境内 SPV 相关权益以及境内 SPV 向境外 SPV 分配收益时涉及跨境投资和外汇管理。但截至目前，该等跨境投资和外汇管理适用何等业务路径仍有待明确，例如，若境内 SPV 采用国内资产证券化业务项下的“特殊目的载体”，那么境外 SPV 认购该等“特殊目的载体”的权益是否需满足跨境证券投资的相关监管要求？亦或参考 FDI 或 QFLP 的相关要求？我们期待后续监管给出进一步的指引。

三. 网络和数据安全合规要求

RWA 代币发行业务涉及大量数据的跨境传输和处理，因此必须严格遵守我国网络和数据安全相关法律法规。

(一) 《网络安全法》相关合规要求

《网络安全审查办法》进行网络安全审查自主申报：(1)关键信息基础设施运营者(“CIIO”)采购网络产品和服务，影响或者可能影响国家安全的；(2)网络平台运营者开展数据处理活动，影响或者可能影响国家安全的(此处的“数据处理活动”指网络数据的收集、存储、使用、加工、传输、提供、公开、删除等活动)。

1. 关键信息基础设施运营者(“CIIO”)

根据《网络安全法》第三十九条规定:“关键信息基础设施的运营者(CIIO)在中华人民共和国境内运营中收集和产生的个人信息和重要数据应当在境内存储。因业务需要,确需向境外提供的,应当按照国家网信部门会同国务院有关部门制定的办法进行安全评估;法律、行政法规另有规定的,依照其规定。”因此, RWA 代币发行如涉及关键信息基础设施运营,应当:

- (1) 在境内存储运营中收集和产生的重要数据;
- (2) 确需向境外提供数据的,应当进行安全评估;
- (3) 建立健全网络安全等级保护制度,履行网络安全保护义务。

根据《关键信息基础设施安全保护条例》, CIIO 是指“公共通信和信息服务、能源、交通、水利、金融、公共服务、电子政务、国防科技工业等重要行业和领域的,以及其他一旦遭到破坏、丧失功能或者数据泄露,可能严重危害国家安全、国计民生、公共利益的重要网络设施、信息系统”。重要行业和领域的主管部门、监督管理部门将会自行认定运营者是否系 CIIO 并予以通知,运营者无需进行自行判断;换言之,若企业未曾收到监管机构认定其构成或可能构成关键信息基础设施运营者的通知,则可认为企业不属于关键信息基础设施运营者,有关关键信息基础设施运营者的网络安全审查申报义务不适用于该企业。

2. 网络平台运营者

《网络安全审查办法》及相关法律法规中并未对“网络平台运营者”作出明确定义,企业需要结合业务内容和数据处理活动内容来进行实质判断,实践中,通过互联网平台方式向大量 C 端个人消费者提供商品或服务的企业具有不小概率会被认定为“网络平台运营者”,常见的如从事电子商务、居民生活服务、互联网零售等业务的企业。因此,若以境内资产在境外发行 RWA 代币涉及该类企业且存在相关数据跨境传输并且影响或者可能影响国家安全的,则可能触发相关的网络安全审查义务。

(二) 《数据安全法》相关合规要求

《数据安全法》于 2021 年 9 月 1 日起施行,对数据分类分级保护、数据安全审查、数据出境安全管理等作出了全面规定。根据《数据安全法》第二十一条,国家建立数据分类分级保护制度,对数据实行分类分级保护。RWA 代币发行主体应当根据数据的重要程度以及一旦遭到篡改、破坏、泄露或者非法获取、非法利用,对国家安全、公共利益或者个人、组织合法权益造成的危害程度,对数据进行分类分级保护。

《促进和规范数据跨境流动规定》第七条规定,针对重要数据出境,无论是 CIIO 或除 CIIO 外的数据处理者均需要通过所在地省级网信部门向国家网信部门申报数据出境安全评估。对于确需

出境的重要数据，经数据出境安全评估认为不会危害国家和社会公共利益的，方可出境。

企业确保重要数据出境合规的前提是准确识别重要数据。《网络数据安全条例》规定，重要数据的范围由相关地区、行业部门的监管部门确定。目前实践中对于重要数据的确认主要有几种途径：(1)部分行业、领域数据分类分级标准规范和重要数据识别申报规则已经公开发布，如工业领域的《工业领域重要数据识别指南》、电信领域的《电信领域重要数据识别指南》、自然资源领域的《地理信息数据分类分级工作指南(试行)》、统计领域的《统计数据安全管理条例》等；(2)此外，还有主管部门通过召开会议、制发文件、一对一通知等形式告知到数据处理者。

和“关键信息基础设施运营者”的认定逻辑类似，《促进和规范数据跨境流动规定》第2条规定，数据处理者应当按照相关规定识别、申报重要数据；未被相关部门、地区告知或者公开发布为重要数据的，数据处理者不需要作为重要数据申报数据出境安全评估。国家互联网信息办公室发布的《数据出境安全管理政策问答(2025年5月)》也曾对此特别予以说明，即如果相关行业没有发布行业、领域的数据分类分级标准规范和重要数据识别申报规则，数据处理者也没有被有关部门告知应当进行重要数据识别申报的，数据处理者不需要作为重要数据申报数据安全评估，相关数据出境活动不会被认定为违反违规出境重要数据，不会因此受到行政处罚。如果数据处理者掌握的数据公开发布或被告知为重要数据后，继续开展数据出境活动的，应当在数据公开发布或被告知后2个月内，及时履行数据出境安全评估。

此外，《数据安全法》第三十一条规定：“关键信息基础设施的运营者在中国境内运营中收集和产生的重要数据的出境安全管理，适用《网络安全法》的规定。”该点在上文已经提及，不再赘述。

四. 六类禁止性情形详解

《指引》第三条明确规定了境内主体赴境外开展现实世界资产代币化业务的六类禁止性情形，以下将对每类情形的具体含义进行深入分析。

(一) 法规禁止融资类

《指引》第三条第一项规定，“资产本身依法不得通过资本市场融资”的情形不得开展 RWA 代币发行业务。主要包括以下情形：

1. 国家发展改革委、商务部印发的《市场准入负面清单》禁止上市融资的资产；
2. 境内企业属于《国务院关于建立完善守信联合激励和失信联合惩戒制度加快推进社会诚信建设的指导意见》(国发〔2016〕33号)规定的严重失信主体的；
3. 在产业政策、安全生产、行业监管等领域存在法律、行政法规和国家有关规定限制或禁止上市融资的。

(二) 危害国家安全类

《指引》第三条第二项规定,“经主管部门认定可能危害国家安全”的情形不得开展 RWA 代币发行业务。这一规定体现了国家安全优先的监管原则。具体而言,可能危害国家安全的情形可能包括:涉及国家重要基础设施、涉及国防军工资产、涉及国家核心技术和关键数据资产等,相关认定将由国家安全部门、网信部门等主管部门依法作出。

(三) 主体犯罪记录类

《指引》第三条第三项规定,“境内主体或者其控股股东、实际控制人最近 3 年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪的”,不得开展 RWA 代币发行业务。

关于本项规定的适用,有以下两个重要问题值得关注:

第一,如刑事犯罪主体为发行人收购而来,且相关刑事犯罪行为发生于发行人收购完成之前,原则上不视为发行人存在相关情形。但发行人主营业务收入和净利润主要来源于相关主体的除外。第二,关于“最近 3 年”的起算时点,应当从刑罚执行完毕之日起计算。

需要指出的是,境外上市备案指引中对刑事犯罪主体为发行人收购而来的情形具有一定的包容性,但考虑到境外上市和代币发行的监管精神有较大差异,这一标准能否在境内主体赴境外开展 RWA 代币发行业务的备案中沿用,具有较大的不确定性。

(四) 涉嫌违法调查类

《指引》第三条第四项规定,“境内主体因涉嫌犯罪或者重大违法违规行为正在被立案调查且尚无结论”的,不得开展 RWA 代币发行业务。

关于“重大违法违规行为”的认定,《境外上市备案指引》规定:违法违规行为导致严重环境污染、重大人员伤亡、国家经济利益重大损失或其他社会影响恶劣的情况,原则上应当认定为重大违法违规行为。境外上市备案指引中对“重大违法违规行为”的定义较为明确,未来证监会对 RWA 代币发行监管也有一定可能性参考该定义。

(五) 资产权属争议类

《指引》第三条第五项规定,“基础资产存在重大权属纠纷或依法不可转让”的,不得开展 RWA 代币发行业务。

关于“重大权属纠纷”,重点需要关注资产是否存在抵押、冻结或诉讼仲裁等情形,例如:(1)资产已被设定抵押且抵押权人未同意转让的;(2)资产已被司法机关查封、冻结的;(3)资产权属存在诉讼或仲裁争议且尚未终结的。

关于“资产依法不得转让”的情形，常见例子包括：(1)根据《民法典》第五百四十五条，根据债权性质不得转让、按照当事人约定不得转让、依照法律规定不得转让的债权，不得转让；(2)根据《城市房地产管理法》第三十八条，司法机关和行政机关依法裁定、决定查封或者以其他形式限制房地产权利的房地产，不得转让。例如，在如下情形下，房地产不得转让：(a)以出让方式取得土地使用权的，不符合本法第三十九条规定的条件的；(b)司法机关和行政机关依法裁定、决定查封或者以其他形式限制房地产权利的；(c)依法收回土地使用权的；(d)共有房地产，未经其他共有人书面同意的；(e)权属有争议的；(f)未依法登记领取权属证书的。

(六) 资产证券化负面清单类

《指引》第三条第六项规定，“基础资产属于境内资产证券化业务禁止范围”的，不得开展 RWA 代币发行业务。中国证券投资基金业协会于 2024 年发布的《资产证券化业务基础资产负面清单指引》对此进行了明确列示。根据该指引，以下资产不得作为资产证券化业务的基础资产：

序号	禁止作为基础资产的类型
1	以地方政府为直接或间接债务人的基础资产。但地方政府按照事先公开的收益约定规则，在政府与社会资本合作模式(PPP)下应当支付或承担的财政补贴除外。
2	以地方融资平台公司为债务人的基础资产。
3	矿产资源开采收益权、土地出让收益权等产生现金流的能力具有较大不确定性的资产。
4	有下列情形之一的与不动产相关的基础资产：(1)因空置等原因不能产生稳定现金流的不动产租金债权；(2)待开发或在建占比超过 10%的基础设施、商业物业、居民住宅等不动产或相关不动产收益权。当地政府证明已列入国家保障房计划并已开工建设的项目除外。
5	不能直接产生现金流、仅依托处置资产才能产生现金流的基础资产。如提单、仓单、产权证书等具有物权属性的权利凭证。
6	法律界定及业务形态属于不同类型且缺乏相关性的资产组合，如基础资产中包含企业应收账款、高速公路收费权等两种或两种以上不同类型资产。
7	违反相关法律法规或政策规定的资产。
8	最终投资标的为上述资产的信托计划受益权等基础资产。

五. 结语

《关于境内资产境外发行资产支持证券代币的监管指引》为境内主体赴境外开展 RWA 代币化业务提供了重要的监管框架。跨境投资、外汇管理、网络和数据安全三重合规要求，以及六类禁止性情形的

设定,体现了监管部门在鼓励金融创新与防范金融风险之间寻求平衡的政策取向。对于市场主体而言,深入理解并严格遵守上述实质条件,是确保 RWA 代币发行业务合规开展的重大前提。我们诚挚欢迎各类市场主体与我们共同探讨相关问题,我们也将持续分享我们在相关业务领域的实务经验。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



张征轶
+86 21 3135 8727
zhengyi.zhang@llinkslaw.com



韩政
+86 21 3135 8684
ryan.han@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2026