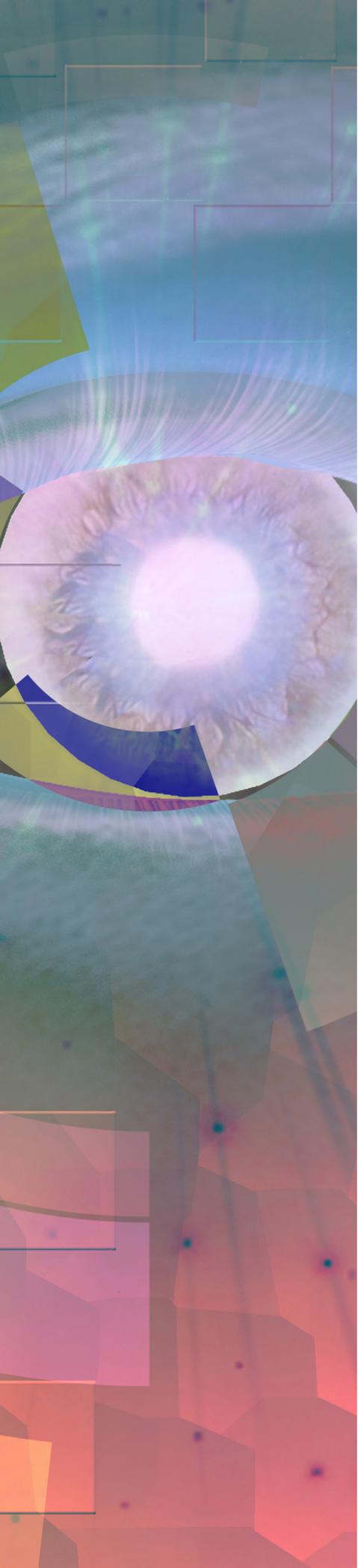




监管领域指南

2020



2020 年监管领域指南： 推动明晰和准确监管的一年

编著者

副总裁， **Derek Coyle** | derek.coyle@bbh.com

助理副总裁， **Jamie Dickson** | jamie.dickson@bbh.com

高级副总裁， **Eimear Hennigan** | eimear.hennigan@bbh.com

副总裁， **Laura Murray** | laura.murray@bbh.com

副总裁， **Eamonn O'Callaghan** | eamonn.ocallaghan@bbh.com

高级副总裁， **Chris Pigott** | chris.pigott@bbh.com

副总裁， **Bijal Shah** | bijal.shah@bbh.com

高级副总裁， **John Siena** | john.siena@bbh.com

高级副总裁， **Bob Stewart** | robert.stewart@bbh.com

高级副总裁， **Ryan Sullivan** | ryan.sullivan@bbh.com

2020: 推动明晰和准确监管的一年

尊敬的读者：

在进入新的十年之际，我们不仅能够把握反思过去的有利时机，同时还能借此良机展望资产管理的未来挑战和机遇。如果过去十年主要是由大规模监管实施所界定，那么未来十年可能会对现有的系列规则进行更具针对性的修订，这是因为监管要紧跟社会和科技发展的步伐。

基于此，本年度监管领域指南的主题将围绕明晰和准确这两大方面展开。与以往相比，监管机构对公司和投资者的期望越来越明晰。系列规则中可提供更高层次的指示和确定性，能够帮助行业内的各种企业逐渐适应监管所带来的有形利益和影响。更高的透明度还将使这些利益相关者客观看待监管能否取得预期效果。

虽然本年度许多监管动态都聚焦于阐明监管细节，但这并不意味着未来会缺乏“宏观监管”。英国脱欧尚未完成，全球将继续重点关注相应环境、社会和治理 (ESG) 条例的制定，并将继续强烈呼吁对新技术的使用实施更正式的监管。在此环境下，相比规模大、实力强的企业，也许更为灵活、机敏的机构才更易实现蓬勃发展。

综上所述，2020 年全球监管领域将有三方面较为突出，即报告、透明度和现代化。随着报告要求越来越严格，管理人必须确保实施恰当的数据战略来处理所需数据的数量和准确性。随着监管机构、投资者和资产管理人对透明度的不断追求，我们还有可能深入了解管理费、表现费以及基

金流动性压力测试结果等诸多方面。同时，随着资产管理领域的技术演进不断加速，监管机构必须考虑如何以最有效的方式监督新兴技术和资产类别，从而在避免扼杀创新或更出色的投资者成果的前提下保护投资者并监控系统性风险。这两者之间的平衡十分微妙，将为本行业在未来十年内的发展奠定基调。

2020 年监管领域指南包含 Brown Brothers Harriman 和资产管理行业监管专家的洞见。在不断提高明晰性和准确性的这一年中，我们希望本指南能在您掌握错综复杂的监管变化时提供帮助和实用信息。



Adrian Whelan
高级副总裁



有关金融监管领域最新发展的更多评论，请访问

ON^{THE}REGS
.com

2.25
2.00
1.75
1.50
1.25
1.00
0.75
0.50
0.25
0.12

2.25
2.00
1.75
1.50
1.25
1.00
0.75
0.50
0.25
0.12

ACCESSORIES

PRISMS



目录

- 4 向大众展示：广角透视SRD II**
一套全新规则将于 2020 年生效，旨在改善欧洲公司与其股东之间的通信。生效后，资产管理人可能会面临管理方面的严峻考验。
- 6 过渡时期：LIBOR 淘汰后的下一步打算**
随着 LIBOR 即将淘汰，我们可以肯定的是：当前用户必须适应替代基准。
- 8 中国瞄准国际机会**
对于资产管理人而言，拓宽进入中国的渠道可谓是一次千载难逢的机会，因为世界上没有任何其他国家/地区拥有数万亿美元的新资本可供竞购。
- 10 CSDR: 结算失败将被处以罚款**
自 2020 年起，根据新结算处罚规定，跨境结算失败将被处以一系列新推出的潜在高额罚款。
- 12 新视野：监管机构将 ETF 推向现代**
美国、欧洲和亚洲的监管机构正在为新型 ETF 做准备，以确保 ETF 在未来几年内蓬勃发展。
- 16 SEC 将聚焦在 2020 年实现现代化**
SEC 是在 1929 年华尔街崩盘之后成立的，其当时制定的许多规则基本都经受住了时间的考验。当前，SEC 正致力在 2020 年实现现代化。
- 18 资产管理人对 2020 年的前景展望**
标准人寿安本集团首席风险官 Gareth Murphy 和监管发展与关系经理 Christine Brentani 强调了推动塑造 2020 年全球监管格局的关键问题与趋势。
- 20 欧盟监管规定：资产管理人如何保持专注**
对于在跨境监管的险滩中寻找正确的发展方向，全球资产管理人已经习以为常，但欧盟最新的监管动向可能会掀起一些意想不到的波澜。
- 22 大范围监管：高级管理人员及认证制度 (SM&CR) 扩展至全球**
英国针对高级资产管理人引入了最严格的行为准则，为全球设立了新标准。
- 24 AMLD 继续强化重点**
随着监管机构和金融服务行业对洗钱和恐怖主义融资的持续打击，AMLD 4、5 和 6 均将在 2020 年生效。

向大众展示： 广角透视SRD II

编著者：Derek Coyle 及 Bob Stewart

一套名为股东权利指令 (SRD) II 的全新规则将于 2020 年 9 月 3 日生效，该套规则旨在改善欧洲公司与其股东之间的通信，并对股权链中的资产管理人、托管人以及其他中介机构施加了一系列新要求。

欧盟已于 2017 年采用 SRD II，该指令对 2007 年通过的初版 SRD 进行了更新。其目标是鼓励延长持股期、推动股东参与，并要求在公司董事薪酬和利益冲突方面对股东更透明、更负责。

SRD II 立足长远

考虑到平均持股期仅为八个月的事实，欧洲委员会表明“对于由机构投资者聘用来为其管理资产的资产管理人，其绩效通常按季度、甚至更短周期进行评估，此方式不允许其考虑长期绩效，同时还会为其带来实现短期回报的压力。”

为了扭转欧盟所认为的负面趋势，中央证券存管机构 (CSD)、托管人、中介机构以及资产管理人将需遵从以下要求：

- 回应欧洲公司对其公司股东相关数据的请求，回复时限一般不超过 24 小时。
- 向股东传达公司股东大会的信息。
- 协助股东就股东大会的相关议题进行投票。
- 向公司或其代理商传达投票信息，并通知股东公司已收到其投票。

本指令已涉及欧盟境内 8,000 余家公司，因此将会适用于托管链中所有持有欧洲股票或投资这些股票的公司（无论是否位于欧盟境内），这使其得以成为有史以来最彻底的企业治理监管改革之一。全球各家公司也将承受巨大的管理负担。

遵循 GDPR 和透明度要求

中介机构将须确保发行机构对股东数据的请求正当合法，且遵循欧盟《通用数据保护条例》(GDPR) 的规定。GDPR 已于 2018 年生效，旨在保护欧盟居民的个人隐私。

有关年度股东大会 (AGM) 的透明度要求也非常详尽。SRD II 中规定必须要让股东充分了解公司活动，以便能仔细审视各类不同选择。股东通过电子平台向公司提交投票后，公司必须在 15 天内通知该股东已记录其投票。

尽管该指令要求公司有权获取股东数据，但也规定成员国可将股东的鉴定标准限制为至少持有公司 0.5% 的流通股，这将大大减轻公司负担。

消除对管理层薪酬的疑虑

对于公司管理层薪酬有时与公司财务业绩不相符的情况，欧盟也已表示出担忧。基于此，SRD II 要求公司制定薪酬政策，且须至少每四年提交给股东一次以进行投票，同时公司每年还要提交一次薪酬报告以进行咨询投票。若以上投票未能获得批准，该指令还提供了

一些关键的后续步骤。SRD II 还会强制实行管理成本管限规则，包括本指令自身的实施规则。例如，中介机构需要对代理服务的代理成本及此类服务的提供保持透明，并应公开发布（如在公司网站），以便最终投资者和监管机构查阅。SRD II 很有可能意味着全球代理通知将成为一项强制性服务，而该服务目前已是欧盟地区范围内的一种可选项。

该指令规定，中介机构向股东、公司及其他中介机构征收的任何费用均应建立在非歧视基础之上，并应与提供服务所产生的实际成本相称。此外，对于在国内与跨境行使权利所征收的费用，此等费用之间的任何差额都必须反映提供服务所产生的实际成本。

另一要求是投资公司和机构投资者现在必须公开披露其股东参与政策，其中应说明将股东并入其投资政策的计划；如未计划并入，则应公布原因说明。

此外，SRD II 还包含要求对代理顾问（即进行研究并针对如何就 AGM 的相关议题进行投票而为资产管理人提供建议的公司）实施行为准则的规定。该指令规定，代理咨询公司应向发出咨询的公司提供准确、可靠的建议，但并未详细说明具体应如何实施。

总之，很明显，SRD II 将会带来繁重的行政负担，需要公司在 2020 年采取相应行动。为了尽快响应或重新分发请求，保管机构和金融机构预计将成为大多数通信链中的首家中介机构。在为应对 SRD II 做准备时，资产管理人和机构投资者主要侧重于定义股东参与政策，以便突出其方法的透明度和长线思维。

BBH 将继续支持与股东大会、代理通知和企业行动相关的信息传递，并将在即日时限内回应此类请求，或按需通过中介链传递这些请求。



过渡时期： LIBOR 淘汰后的下一步打算

编著者: Bijal Shah

由于信贷可对金融行业的几乎各方面机制起到润滑作用，因此在迈入 2020 年之际，探明如何管理即将淘汰的利率基准（即伦敦银行间同业拆借利率 (LIBOR)）已成为众多公司的当务之急。

尽管在 2021 年底之前，LIBOR 不会完全退出市场，但公司需要通过审查所有提及 LIBOR 的文献记录、汇入和汇出贷款、客户安排以及深入研究大量风险函数来重新考虑端到端信贷，这意味着必须在截止日期临近之前顺利开展此流程。

对于市场参与者而言，问题的复杂性在于 LIBOR 作为利率基准，用于对抵押贷款、信用卡利率以及估值为 300 万亿美元的固定收益衍生品商品进行定价，尽管 LIBOR 的退出已是板上钉钉，但目前尚未达成任何统一的替代利率标准。取而代之的是五种所谓的无风险利率，更准确地说，应该称之为“几无风险利率”。

在这五种利率中，主要竞争者包括美联储推出的用于取代 LIBOR 的有担保隔夜融资利率 (SOFR)，以及英镑隔夜指数均值 (SONIA)。

LIBOR 是根据伦敦 20 家主要银行的每日调查结果计算得出，这一做法曾使此流程极易陷入利率操纵丑闻。另一方面，SOFR 是以

财政部隔夜回购协议 (repo) 为基础，而 SONIA 则由英格兰银行根据英镑一日存款所得利息计算得出。

美联储一直在大力敦促金融公司尽快采用 SOFR。纽约联邦储备银行行长 John Williams 表示，他担心在过渡到新基准的过程中许多公司会拖慢脚步。“在此问题上，我有时感受不到市场参与者的紧迫性，” Williams 说道。他曾在 2019 年 8 月的演讲中说道：“很能说明问题的是，市场参与者依然在参照美元 LIBOR 撰写合同，且当中没有任何强而有力的应变规定”。

为确保过渡顺利进行，美国政府已开始投入巨大力量来促进 SOFR 的采用。抵押贷款担保机构 Fannie Mae 发行了价值 60 亿美元的 SOFR 关联债券，负责监管联邦住房贷款银行的联邦住房金融局也表示在 2020 年第一季度后，相关机构均不得发行与 LIBOR 相关的新金融工具。这 13 家银行约持有价值 2210 亿美元的未清偿 LIBOR 关联债券。

随着欧洲投资银行发行价值 10 亿英镑的 SONIA 关联债券（首只 SONIA 关联浮动利率债券），SONIA 也已开始获得关注。该债券

按 SONIA 每日复利与每年 35 基点的组合方式支付季度利息。世界银行还发行了两种价值 12.5 亿英镑的 SONIA 关联债券。

在向无风险利率过渡的准备过程中，金融稳定委员会（继“经济大衰退”之后成立的国际金融监管机构）呼吁国际掉期与衍生工具协会（ISDA，衍生商品行业交易组织）在仍然参考 LIBOR 的衍生商品合同中加入所谓的“提前停止触发机制”。理由是，如果 LIBOR 出于某种原因而过早终结，则应将衍生商品转换为无风险利率。

替代利率的弊端

许多金融机构面临的一个问题是新的无风险利率是滞后利率，而 LIBOR 则是七个不同到期日的定期利率，具有无风险利率无法考量的固有定期信用风险溢价。因此，使用无风险利率（基于三个月隔夜利率的均值）计算贷款和衍生商品的未来成本会产生更大问题。

正是由于这种复杂性（到期之前通常无法知晓最终利率），金融公司才需了解这次巨变对其业务的实际意义。截至目前，业内对于基于新基准的产品一直是秉持谨慎态度。

例如，欧洲美元期货市场便是对美国境外美元存款期货利率的押注。许多公司都使用这些衍生商品来规避利率波动带来的损失，但若缺乏定期利率，这将更难实现。芝加哥商品交易所已开始发行基于 SOFR 的欧洲美元期货，但目前为止，投资者对其接受程度一直非常有限。

2019 年 9 月，美国货币市场动荡促使回购利率飙升，在美联储通过向市场注入资金进行干预之前，一度造成 SOFR 临时达到 5.25%，使得 SOFR 的实施遭遇暂时性困难。这是一个惨痛的教训，使一些市场参与者至少暂时不敢触碰 SOFR 关联债务。

亟需关注风险

在准备从 LIBOR 过渡到其他利率基准的过程中，监管机构要求金融公司证明其已为进行转变做好了准备。在一封发给各大银行 CEO 的信函中，英国金融行为监管局（FCA）和审慎监管局要求公司高级管理人员和董事会“了解与本次过渡相关的风险并立即采取相应措施，以便公司能在 2021 年底之前过渡到替代利率。”

或许是由于转变的根源在于 LIBOR 丑闻，英国 FCA 还在一直尝试让公司重点关注行为风险，即可能会在过渡期间损害客户利益或对金融体系造成负面影响的行为。例如，该机构正尝试确保客户不会因新利率而承担过多收费。正如 FCA 首席执行官 Andrew Bailey 所说，公司面临的严峻考验在于客户是否认为其做法正确。

FCA 表示：“对于许多公司而言，LIBOR 的过渡将会影响其总体商业战略和行政客户的参与度，而非仅仅是带来法律和合规风险。因此，公司需要以适当协调的方式考虑和解决潜在影响和风险。”

接下来发展

若公司尚未在 2020 年项目计划中纳入 LIBOR 过渡事项，则应将其纳入。正如我们所述，监管机构渴望看到具有明晰战略规划证据的公司取得明显进步。自 2021 年起，FCA 将不再强制银行继续采用 LIBOR 利率。距离这一年越近，LIBOR 的诚信度就越低。替代利率将在知名度、流动性以及基础设施方面开始有所增长，因此看起来更为可行。

但这一举措需要经历一个过程，并非一蹴而就，因此在这一过渡时期内，公司业务的众多方面均会受到牵连。为顺利完成过渡，此举措需要进行审慎的全局编排，避免后续落入国际监管套利的陷阱。第一步是确定要依赖的基准。SONIA 存在已久，足以证明它对英镑而言堪为可靠的替代选择，但美元替代利率 SOFR 能否博得决定性群体的信任还有待观察。无论发行机构、放款人、借款人以及其他 LIBOR 采用者采取何种措施来适应基准替代利率，我们都能肯定一点：他们必须找到一个替代基准。



中国瞄准国际机会

编著者: Chris Pigott

随着中国共同基金产业沿着国际化改革议程不断发展，监管领域的进步也在催生新机遇。从历史角度而言，中国对国外资产管理人的准入标准异常严格，但 2019 年系列计划以及 2020 年提供的新选择正为国外资产管理人带来新的评估机会。对于资产管理人而言，能够扩大进入此市场的途径可谓是一次千载难逢的机会，因为世界上没有任何其他国家/地区拥有数万亿美元的新资本可供资产管理人竞购。

外方控股

近年来最显著的一个发展动向就是中国证券监督管理委员会 (CSRC) 为国外资产管理人在其合资基金管理公司 (FMC) 占据控股权地位铺平了道路。作为提议的一部分，中国将在 2021 年之前完全取消外资所有权上限，这将允许国外资产管理人 100% 拥有国内 FMC 公司。2019 年 7 月，CSRC 公布了一系列进一步开放金融业的政策，其中便包括加快取消 FMC 外资所有权限制，提前一年（即在 2020 年）达成目标。CSRC 随后阐明，自 2020 年 4 月 1 日起，中国将完全取消 FMC 外资所有权限制。

在中国开办企业

国外资产管理人在中国开办企业时，最热门的一条途径便是设立外商独资企业 (WFOE)。截至 2019 年 10 月，中国共有五十多家 WFOE 投资企业，并有两种可行的境内产品构建途径：

1. 申请私募资金管理 (PFM) 许可证，设立国内私募基金
2. 申请合格境内有限合伙人 (QDLP) 方案配额并启动国内基金

借助 WFOE，国外资产管理人能够设立国内基金业务、与监管机构接洽、建立服务关系以及了解境内分销动态。对于大部分资产管理人而言，WFOE 已成为重要的踏板，能够助其部署战略，最终通过 FMC 设立零售基金业务。2019 年 8 月，中国证券投资基金业协会 (AMAC) 宣布将欢迎 PFM WFOE 踏入中国公共基金行业，由此使得这种途径变得更加清楚了。此时并未宣布任何有关 WFOE 转换为 FMC 的进一步指南，但国外资产管理人似乎可以同时运营 PFM 和 FMC。曾有一些国内 PFM 转换为 FMC 的先例，但我们并不确定同样的要求是否也适用于正在历经此流程的国外资产管理人。

随着 FMC 外资所有权限制的取消，我们预计在 2020 年上半年，一批现有的 PFM 管理人将申请其 FMC 许可证。在从限制管理人向合格的中国投资者分销产品的 PFM 企业转为有权进入整个零售市场的 FMC 企业的过程中，新的经营与分销挑战也将随之而来。

外包试点

由于国外参与者会制定各自的公共基金战略，中国监管机构将进一步评估其市场不同于国际标准的方面。最近集中关注的一个方面在于核心经营任务的外包，其中包括基金估价、转让代理机构以及财务报告。在全球其他地区，这些经营任务通常会外包给第三方提供商，而在中国则由 FMC 担当这些角色。因此，FMC 在其公司内部成立了运营团队，以负责执行 NAV 计算并履行其他运营职责。

外包即将在中国取得更大进展。与国外管理人申请 FMC 的步调一致，监管机构正在评估境内银行和证券公司的公共基金外包试点。此试点将允许向第三方公司外包某些运营任务。监管机构尚未公布此试点的运行规则，但据了解，外包提供商和 FMC 将需经受现场检验，以确保妥善部署适当的控制环境，包括但不限于系统、资深人员以及监督最佳实践。预计该公告的发布时间会与在 2020 年 4 月取消外资所有权限制之后首批国外管理人收到其 FMC 许可证的时间相一致。颁发许可证后，时间既已开始，管理人届时将有六个月时间发布产品。

目前，在中国外包在私募基金领域更为普遍，上述任务也大都由证券公司执行。而对于公共基金，中国也曾于 2017 年完成一项获批准的外包安排。



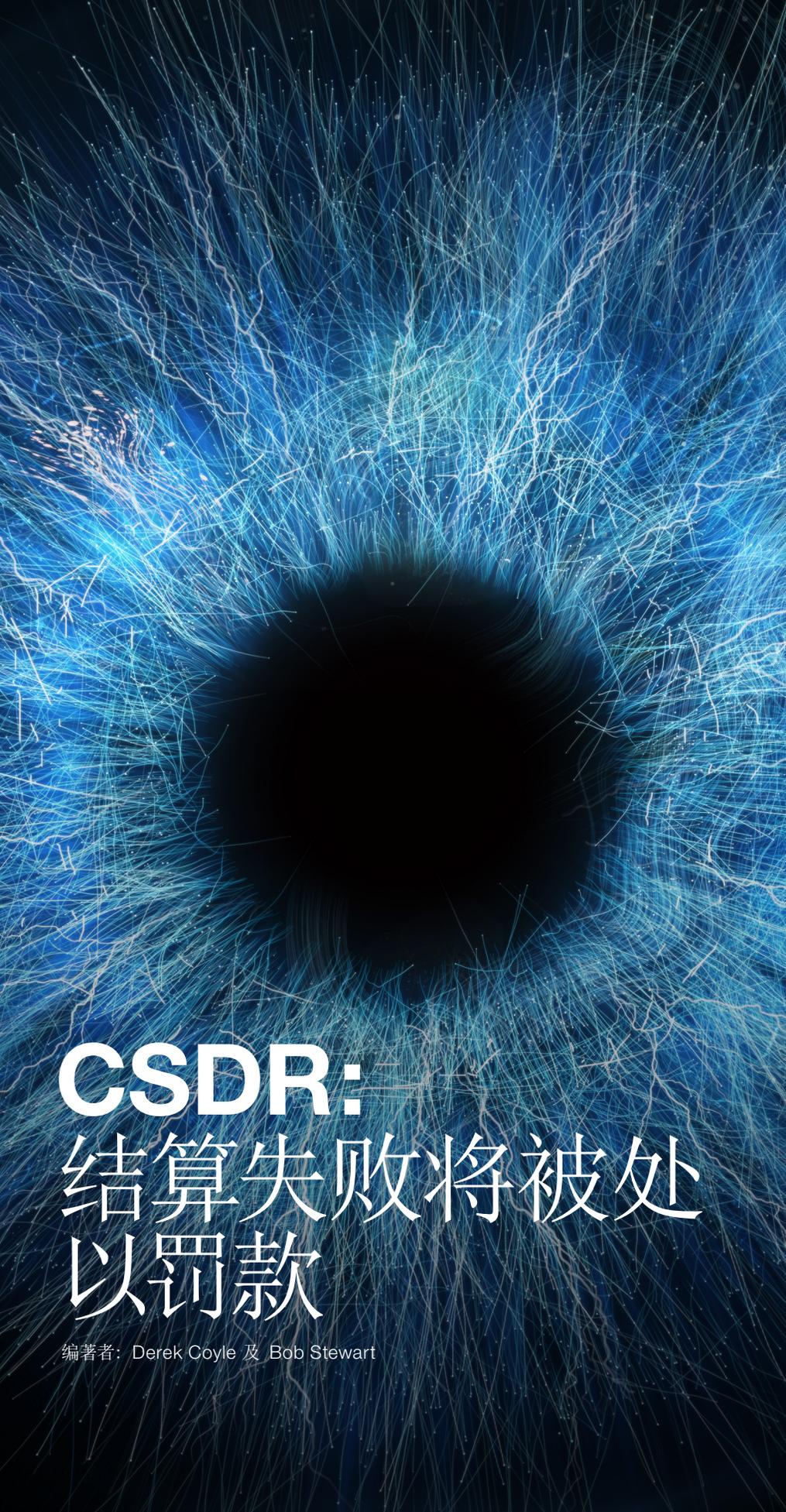
对于资产管理人而言，能够扩大进入此市场的途径可谓是一次千载难逢的机会，因为世界上没有任何其他国家/地区拥有数万亿美元的新资本可供资产管理人竞购。”

接下来发展？

随着我们走向中国市场开发的下一阶段，国外资产管理人也将发挥自身作用。业务外包已经突显这一事实：中国国内市场会以不同于全球其他市场的方式运作。国外资产管理人会继续制定其中国战略并扩大境内业务，从而利用在资产管理行业之外不断扩大的资金池，因此保持灵活性与耐心将至关重要。

显然，随着资本市场继续对外资参与开放，市场复杂性和投资者规模也会持续扩大。改革议程将继续推行，重点则集中于将原有银行理财产品中的资产转移到传统渠道。此外，中国还在更新对内投资专项政策，以便国外投资者进入境内股票和债券市场。

众所周知，中国国内境况可能会迅速发生变化，因此可选性对于制定任何境内战略都十分重要。



CSDR: 结算失败将被处以罚款

编著者: Derek Coyle 及 Bob Stewart

正如一句古老的投资箴言所说：事成都来居功，事败无人关怀。自 2020 年起，根据欧盟中央证券存管条例 (CSDR) 中的新结算处罚规定，跨境结算失败还将被处以一系列新推出的潜在高额罚款。

CSDR 于 2014 年获得采用，旨在协调中央证券存管机构 (CSD) 在欧盟地区的运作方式。15 家 CSD 目前已获得官方认可标志，并在按照 CSDR 制定的行为规则严格审慎地运转。

但 CSDR 还包含一项有关制定“结算处罚规定”的条款，将于 2020 年 11 月开始生效。行业协会提议进一步推迟该规定的实施（有可能推迟到 2021 年初），以期做出更充分的运转准备，从而为结算处罚制度的实行提供支持。为了降低欧盟地区结算失败的数量，新 CSDR 规则规定了两项惩罚措施：

- 对未能完成的结算处以现金罚款，适用的罚款基点取决于所涉及的资产类型。
- 在结算失败四个工作日后强制实行买入机制。

新规则对于买方和卖方交易平台的筹备非常重要，并且也适用于非欧盟对手方。

对外行而言，如果销售对手方未能按时提供已购证券的结算证明，买入措施便可作为对证券买方的合同救济。作为买方的对手方从第三方获得证券，但若购买价格高于原始销售价格，销售对手方便须弥补差额。买入流程之前为可选流程，但其目前已成为必走流程。具体而言，对于流动证券，需在预期结算日后的四个工作日内（欧盟措辞为 ISD+4）买入；对于非流动证券，则需在七个工作日内 (ISD+7) 买入。如果买入机制未能成功实施，销售对手方必须向买方支付现金罚款，所付金额应等同于原始议定价格与证券现行市价之间的差额。

该条例规定第三方买入代理（最有可能是经纪商和经销商）将支持买入，而对手方将通



虽然大部分市场参与者乐于接受简化的结算流程，但新规定也可能存在缺点：可能会由于借款人和放款人更难以有效地交易债券而降低债务证券市场的流动性。”

过聘请买入代理从其未成功结算的对手方处购进可售证券，从而触发买入。保管机构将负责管理所需的通信和运作支持，以加快交易结算。

欧盟法规明晰规定，其目的是根据所涉的资产流动性对结算失败处以不同的现金罚款。具体规定如下：“如果股票具有流动市场并因此可轻松购入，则应按最高罚款率对结算失败予以处罚，从而激励未成功结算的参与者及时结算失败的交易。鉴于较低的罚款率仍具有威慑效果，且不会影响相关市场平稳有序地运行，因此应按较低罚款率对不具有流动市场的股票予以处罚。”

CSDR 将如何大展拳脚

市场参与者通常借助欧洲中央银行的 Target2 Securities (T2S) 平台或通过其 CSD 来沟通其采购和销售情况。根据新规，若交易未能在预期结算日 (ISD) 之后结算，CSD 将按每个工作日计算每日现金罚款金额，并通过监管链报告现金罚款。罚款没有最低阈值。将逐日滚计罚款，直到发生结算为止，并会按月将其套用至各自的客户账户。Late Fail Matching Penalty (延迟匹配失败罚款，LFMP) 或 Settlement Fail Penalty (结算失败罚款，SEFP) 定义均可用于计算罚款。

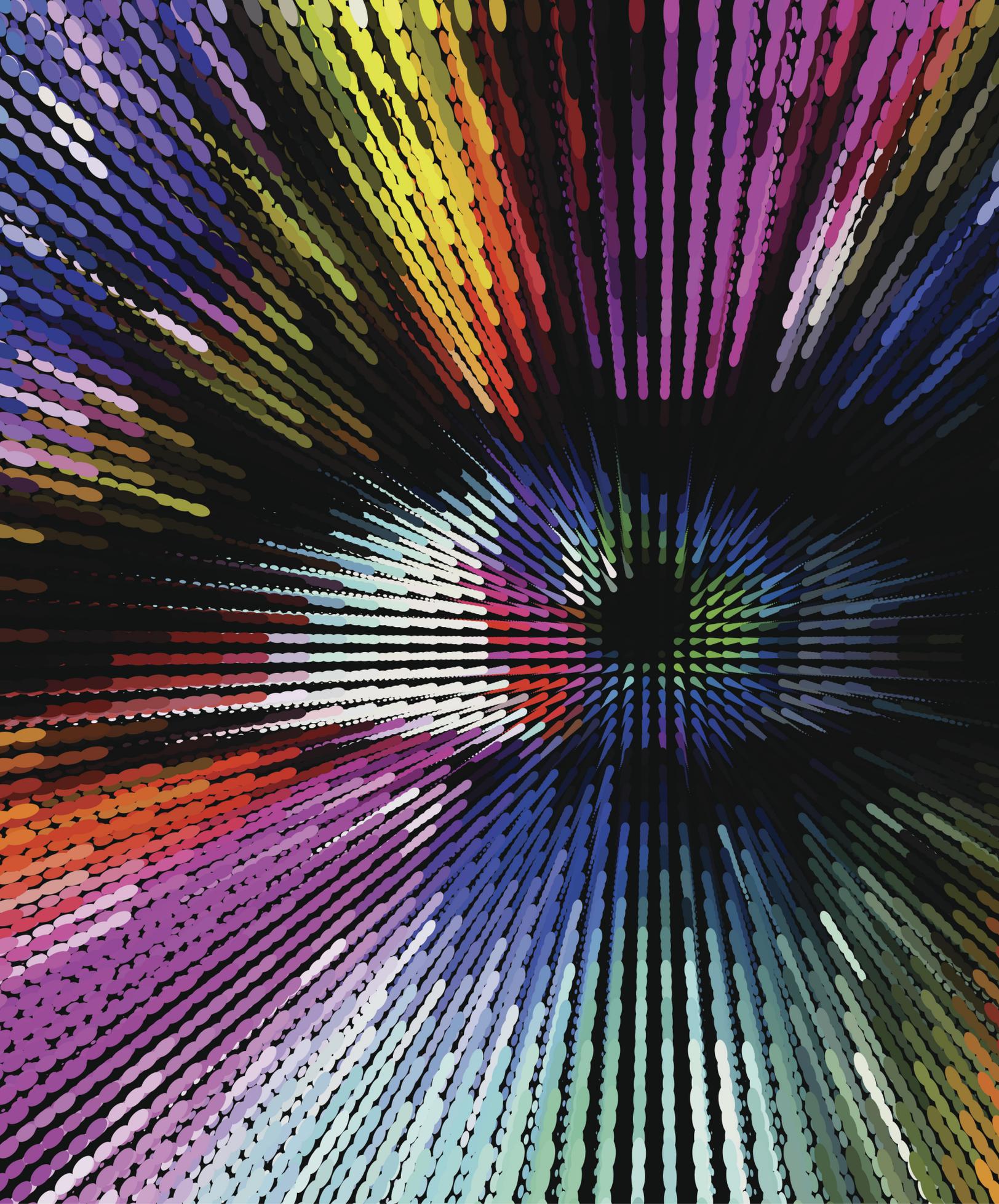
在上诉案件中，在收到每月罚款汇总后的 10 个工作日内可上告罚款，在某些情况中，预计会在最终罚款结算之前进行调整。

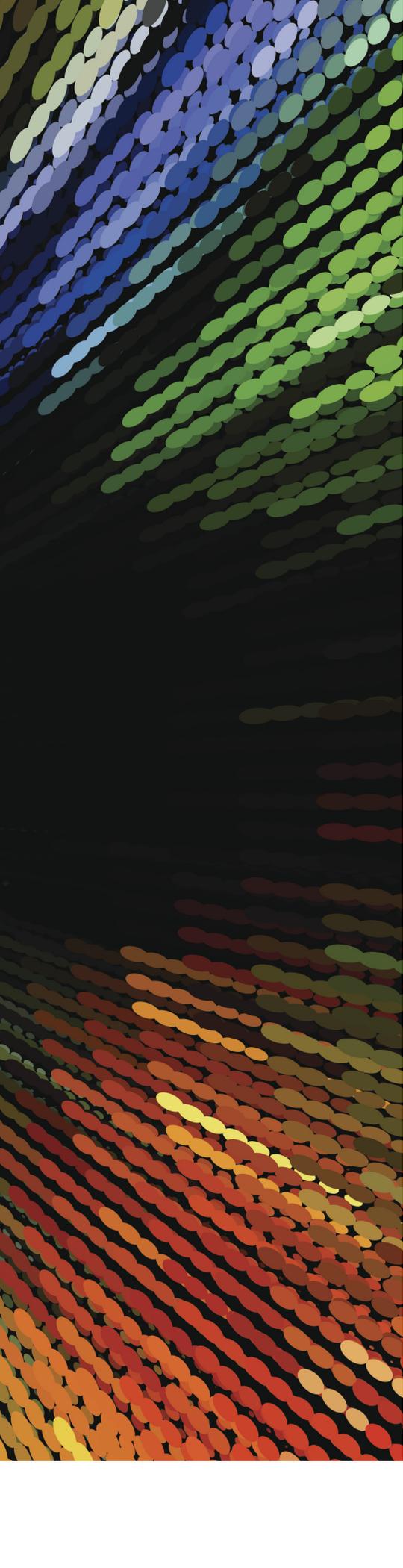
因此，CSD、保管机构以及买方和卖方市场参与者一直在投入大量资金，用于制定其后台系统、中台系统以及各流程，其制定目的是降低结算失败的几率以及在发生失败时判定责任并确保将成本归因于责任方。如果在一系列指定的交易中存在多方，那么会格外困难。

虽然大部分市场参与者乐于接受简化的结算流程，但新规定也可能存在缺点：可能会由于借款人和放款人更难以有效地交易债券而降低债务证券市场的流动性。例如，国际资本市场协会 (ICMA) 在了一项关于强制买入条款的影响的研究中表明，“二级欧洲债券和金融市场的流动将大幅降低，但买卖差价将急剧增大。”

ICMA 认为，流动主权债券的差价可能翻倍，而流动性较差的企业债券的二级市场可能“有效地关闭。”并认为这些规定可能迫使造市者缩减向市场提供的流动资金。买方交易员需要注意债务市场流动资金可能存在供应不足的情况。

基于对延迟的强烈要求，CSD 可能会获得额外的几个月的时间来遵循这一规定，但需要 ESMA 以及欧盟委员会的批准。这些事情需要在 2020 年多加关注。





新视野： 监管机构将 ETF 推向现代

编著者: Eamonn O'Callaghan, Chris Pigott, 及 Ryan Sullivan

截至 2019 年底，全球交易所交易基金 (ETF) 的资产已增长到 6 万亿美元以上，我们似乎难以想象 ETF 未来还有多大发展空间。但监管机构又做出了多个独立决策来放宽 ETF 注册并允许发行数种新基金品类（从美国所谓的半透明基金到爱尔兰 ETF 结构中的上市与未上市混合型股票），这有可能确保 ETF 在未来几年内蓬勃发展。

除了新型 ETF 产品外，全球监管机构会继续评估与 ETF 市场相关的流动性和交易对手风险，同时还会评估是否需要更多缓释措施。迄今为止，他们尚未提出任何额外限制。欧洲关于结算失败的新规则可能会促使市场结构和产品设计发生变更。在亚太地区，监管机构正在为 ETF 的进一步发展和规模扩增做准备。在此，我们分别对美国、欧洲和亚太地区的重要监管发展动向做出了详细分析。

美国引领监管放宽步伐

在美国，鉴于证券交易委员会 (SEC) 做出的两项决定，我们预计 2020 年将有一大批新管理人进入 ETF 领域。

6c-11 规则（又称“ETF 规则”）的采用将产生深远影响。自美国首个 ETF 于 1993 年诞生以来 (S&P 500 SPDR)，SEC 便要求 ETF 保荐人必须经受一个冗长且昂贵的流程才能获得《1940 年投资公司法》（以下简称“1940 年法案”）中所称的“免责条例”。

但在 2019 年，SEC 公认了 ETF 对美国投资者的优势并力图将这些产品正式纳入其监管框架，而非继续按照共同基金专项规定强制开展审批。2020 年，符合此规则（例如“1940 年法案”开放式 RIC）的 ETF 只需提交登记声明并遵循适用的 ETF 法规即可。

1. ETF 规则的采用有助实现 ETF 的现代化，并为管理人创造更加公平的竞争环境。监管的关键作用之一在于允许所有 ETF 发行机构使用自定义篮子并就此实现规范化。ETF 每天通常以基金持股的指数或比例份额为基础发行一篮子证券，以告知授权参与者 (AP) 在创建 ETF 股票时需向基金提供的证券，或在赎回时其应预计收到的证券。自定义篮子允许 ETF 管理人为特定的创建或赎回订单创建篮子，借此帮助提高基金的税收效益和流动性。然而，仅有小部分管理人获得了 SEC 审批而能使用这些类型的篮子。有关 ETF 的这一规定应会允许在如何使用自定义篮子方面采用更为一致的方法和监督措施。

该规则中的其他规定废除了盘中指示估值 (IIV) 的要求，同时阐明了基金持股和二级市场交易指标的 ETF 披露政策。



无论基金注册地位于何处，持有欧洲证券的 ETF 都可能会遭受CSDR的影响。”

2. 第二个重大发展动向重点关注主动型 ETF 并催生了新一类 ETF 结构，而后者不必每日向公众披露其当前持股。长期以来，主动型管理人一直在寻求这种改变，因为他们担心会向市场透露有关其投资战略的实施信息。

许多公司都已针对 ETF 持股披露要求的变更提出了各种方案，其中包括 Precidian、纽约证券交易所 (NYSE)、富达、Blue Tractor 以及 T. Rowe Price。Precidian 的 ActiveShares SM ETF 是春末第一家获得 SEC 批准的公司，随后其他名为基于替代品的非透明主动型 ETF 也获得了 SEC 批准。

在 SEC 采取这些行动后，所有上市交易所 (NYSE、NASDAQ 以及 CBOE) 均在寻求改变规则，以使上市 ETF 更加符合新 ETF 规则。满足 6c-11 规则的 ETF 将自动符合交易所的通用上市标准、移除上市要求中的 IIV，并将 ETF 上市所需的种子资本减少至 100,000 美元。

通过推行新的披露政策以及有助简化产品发布的 ETF 规则，管理人将可通过更多方式进入 ETF 市场。一直旁观的主动型公司现可通过新途径保护其 IP，并利用成本较低且有助节税的 ETF 投资组合。

欧洲评估风险

在大西洋彼岸，欧洲监管机构尚未接受 SEC 关于透明度的自由主义观点。相反，他们的关注重点一直是即将实施的中央证券存管条例 (CSDR)。若此条例在今年晚些时候开始实施所谓的“结算处罚规定”，对结算失败处以两类罚款，那么 ETF 有可能遭受重创。

ETF 可能会首当其冲的原因在于 ETF 通常会大比率出现结算失败。这是由于 ETF 与标的证券之间的结构不匹配：ETF 股票可能是在两天 (T+2) 内结算，而 ETF 股票标的投资可能需要五天或更多时间 (T+5) 才可交割。

基于此，2020 年可能会发生两件事。因结算失败增加的 ETF 成本可能会转嫁给投资者，或者市场可能会受到驱使而改变体系运作方式，尤其是 AP (负责创建和赎回股票) 的运作方式。无论基金注册地位于何处，持有欧洲证券的 ETF 都可能会遭受这些影响。

另一个可能影响欧洲市场的规章是爱尔兰中央银行 (CBI) 决定允许保荐人将 ETF 和未上市的 (共同基金) 股票类别混合到同一个 UCITS 结构。通过混合资产，这项裁决有助促进规模经济、吸引首选通过共同基金投资组合包进行投资的投资者，并有可能成功吸引具有投资基金规模最低门槛的新机构投资者。欧洲市场第二大 ETF 注册地卢森堡也设有类似规则。在美国，仅 Vanguard 提供混合有共同基金和 ETF 股票类别的基金，这是因为他们拥有此结构的商业方法专利。[值得注意的是，SEC 并未将此类 ETF 纳入 6c-11 规则且日后仍需要这些结构来寻求免责条例。在亚洲，香港基金监管机构已于 2019 年初增添此股票类别结构。]

最后，欧洲监管机构会继续评估市场参与者的 ETF 流动性和互联性。此领域的关键主题是蔓延风险、监管机构应该对 ETF 生态系统的互联性给予的关注度，以及投资者在发生影响二级市场的事件时的赎回能力。在某种程度上，ETF 已由欧盟三大立法法规监管：UCITS、MiFID II 和 EMIR。当前所面临的问题是：是否需要更多 ETF 专项规则？

亚太地区期待标准化

亚太地区的监管机构正致力于在各自市场中定位 ETF 行业，以寻求该行业的进一步增长并扩大其规模。许多新改进强化了标准化在市场中的重要性，以及将地区与国际最佳实践接轨的重要意义。

中国

自 2018 年年中开始，中国境内 ETF 市场便一直快速增长，截至 2019 年 11 月底，其总资产已超出 700 亿美元。即使近期取得了超高速增长，ETF 在中国仍为新兴行业，大约仅占总投资基金 AUM 的 7%。但一系列改革可能会将传统理财渠道中的资产转变为公共基金，且 ETF 凭借其灵活、透明的低成本结构将会尤其适于利用此种资产再分配方式。

中国香港

香港还带头推出了若干旨在增强本地区上市 ETF 流动性的举措，其中包括启动特许证券商计划，让更广泛的全球做市商群体能够为香港 ETF 提供流动性。

7 月，香港交易所 (HKEX) 启动了试点计划，旨在为做市商提供 ETF 买入豁免。此计划在标准结算周期的基础上为这些机构提供了额外一天的时间，以弥补做市活动所造成的任何空仓。12 月，香港交易所公布了新的 ETF 专用价位表，预计将于 2020 年 2 月底推出。新价位表以及一套新的做市义务规定将使香港与国际标准接轨。

在香港，我们预计首批 ETF 发行机构将能利用香港交易所在加入国际中央证券存管机构 (ICSD) ETF 结算模式后所带来的优势。此次改进允许对在香港交叉上市的 UCITS ETF 应用精简后的结算流程，这将显著降低 ETF 股票出现结算失败的风险。

发行机构正计划向市场引入各式各样的新产品。为配合产品设计，香港证监会 (SFC) 近期公布了专为采用主联结构的 ETF 推出的精简版合格要求。此结构允许在香港注册的 ETF 投资单一主基金，而该类基金需受到经认可的司法管辖区的监管、最低拥有 10 亿美元资产、5 年以上的追踪记录并需满足其他要求。

此发展动向可能会提供一种高效而又具备成本效益的方式，以向香港乃至更广泛的亚洲市场实现分销，因此全球 ETF 发行机构都应对其予以密切关注。

澳大利亚

透明度也受到了严格审查，与之相关的是，由于对做市存有担忧，澳大利亚基金监管机构 (ASIC) 已于 2019 年 7 月暂停审批新的主动管理型 ETF。此项审查重点关注内部做市工作，而 ETF 发行机构在澳大利亚正是执行该项工作。ASIC 在 2019 年 12 月发布了审查结果，其中包括合规性建议、监督以及确保信息壁垒就位及正常运作。ASIC 将继续监控国际 ETF 在这些领域的发展动向，并已成为新的主动管理型 ETF 上市股票重新敞开大门。

接下来发展？

2019 年是 ETF 规章的重要一年。全球规则制定者都已普遍认可 ETF 对散户和机构投资者的重要性，并已对全球大部分市场进行标准化。当中许多规则将于 2020 年生效，并会对产品开发、法规遵从和企业经营产生影响。由于有关流动性、产品结构和透明度的分析仍处于监管议程的最前线，后续可能还会出台更多规则。

¹ ETFGI

SEC 将聚焦在 2020 年实现现代化

在经历 1929 年华尔街崩盘之后，美国证券交易委员会于 1934 年成立，其当时制定的许多规则基本都经受住了时间的考验。但由于显著的市场变化，SEC 最近一直在推进现代化。让我们仔细看一下 SEC 将于 2020 年聚焦的领域。

广告规则



自 1961 年起，SEC 的大部分广告规则一直未作更改。但在 11 月，规则修订提案已获得五位委员的一致批准。提案定于 2020 年 11 月实施，目前已进入实施之前的公众评论期。

衍生品规则 草案 2.0

11 月下旬，SEC 投票提议修订现有的衍生品规则，这将为基金制定新的衍生品使用标准。新草案与 SEC 2015 提案相似，但也作出了若干重大更改。预计其将根据当前评论期发布最终规则。



ETF 规则

9 月，SEC 通过了“ETF 规则”，这或许是迄今为止最受期待的 ETF 条例之一。对于现有和潜在的 ETF 发行机构而言，ETF 规则（正式名称为 6c-11 规则）都是一个巨大的转变，其影响可波及大部分 ETF 生态系统。在对本行业的另一次推动中，监管机构于 12 月首次批准了新一波半透明主动型 ETF



监管利益最大化



“监管利益最大化”规则将于 2020 年 6 月生效，要求证券交易经纪商仅向其客户推荐符合客户最大利益的金融产品，同时还要向客户明晰说明这些产品可能存在的任何利益冲突或资金奖励。

更新托管规则



近年来，SEC 深感有必要发布大量“托管规则”（206(4)-2 规则）常见问题，以应对现有系列规则中未能得到充分解决的市场创新问题。从加密类资产和非券款对付 (DVP) 证券等新型资产到可能担当合格保管机构的实体类型，这些创新均有涉及。与 ETF 类似，SEC 很有可能通过彻底修改规则来解决这些问题，而非一直持续这种动态调整过程。

代理投票规则



拟定的代理投票变更目前已进入公众评论期，评论期自公布之日起持续 60 天。这意味着有关各方必须在 2020 年 1 月中旬之前提交评论，如此看来，接下来一场有关各类变更的公开辩论似乎将会激烈而有力地展开。

合格“合格投资者”定义



自 1933 年起，“合格投资者”的定义已沿用至今，但我们预计此定义将在 2020 年有所变更。更新这一定义可能旨在为“零售”投资者提供更大便利，使其更易获取对冲基金、私募股权以及风险投资基金。这对美国另类投资而言是一个巨大的增长机会，但业内也出现了一些阻力，原因是有些人认为不应允许散户投资者投资高风险且流动性较差的资产类别（这在一定程度上是为了保护其自身利益）。

资产管理人对 2020 年的前景 展望



Gareth Murphy,
首席风险官
标准人寿安本集团



Christine Brentani,
监管发展与关系经理
标准人寿安本集团

标准人寿安本集团首席风险官 Gareth Murphy 和监管发展与关系经理 Christine Brentani 强调了推动塑造 2020 年全球监管格局的关键问题与趋势。他们与 BBH 的 Adrian Whelan 进行了一次访谈，共同讨论了资产管理人在未来一年里的监管重点。

Adrian Whelan: 在新条例实施十年后，我们似乎正在进入完善与改进期。目前，您认为此监管框架是否起到了预期作用？

Gareth Murphy: 公平地说，在过去十年左右的时间里，政府以相当快的速度出台了大量新法规。欧洲市场基础设施监管规则 (EMIR)、另类投资基金管理人指令 (AIFMD)、第二版金融工具市场指令 (MIFID II)、第四版资本市场指令和条例 (CRD IV) 以及欧洲监管局 (ESAs) 审查条例等主要法规均表明目前需要对这些法规进行一些整理。我们目前正处于重新审视和改进这些规则的适当时期。

这些法规的实施和引入为所有利益相关者带来了挑战。ESAs 和各国监管机构责任繁多，但资源有限。为了实施复杂的规则手册并确保符合其中的规定，资产管理人必须分配大量资源。特别值得一提的是，从大量金融监管机构中收集的监管数据未能很好地结合在一起，在我看来，这可能是金融服务公司所面临的运营和合规风险的主要来源。

Christine Brentani: 自 2020 年起，对 ESMA 所订条例的修订将对其治理工作、组织结构和使命产生影响。ESMA 将在直接监督、投资者保护以及其他会影响其治理工作、组织结构和使命的目标方面承担越来越多的责任，同时我们还须了解这会对公司带来何种影响。

如果监管机构在不同司法管辖区内实施不同法规，则可能会为运营全球商业模式的公司带来挑战。就在全球范围内实施相同法规而言，公司通常更喜欢监管机构采取公平竞争的方法，因为这样会降低在企业内实施和管理条例的成本。如果监管机构在审查、评估和调整已实施的规则时能在全全球范围内实行统一规则标准，公司将会大为受益。

您认为 2020 年资产管理人面临的最大的监管问题是什么？

GM: 这个问题很有趣！但我要说的是本年度的重大监管问题不止一个，例如，英国脱欧对金融服务的影响、围绕操作弹性制定更严苛的要求，以及设定高级主管问责制的更高标准。在第三点，英国沿着这条路发展得很顺利，而其他欧洲国家/地区也在遵循各自的方式发展。

CB: 资产管理人还将采取的其他两项监管举措包括推出欧盟（以及国内）可持续发展议程及推进 LIBOR 过渡。

您认为政府是否会在未来某个时候解除管制？

GM: 现阶段绝不可能，日后或许还有可能！

实际上，我发现有三件事在同时发生。首先，旧有规则将会得到清理，但进展缓慢。其次，政府将实施新规，但我不确定新规是否会比旧有规则更为合理。第三，监管手段将变得更为严苛。

CB: 研究一下监管机构如何使用新技术（监管科技和金融科技）解决方案分析目前所收集的海量监管数据，也十分有趣。新技术解决方案将对监管机构目前采取的监管方法产生何种影响？监管机构如何才能事半功倍？与以往相比，除了使用新技术外，监管机构还必须更加了解新兴技术，因为他们的工作任务通常是决定是否要对其实施监管。

我们最近还目睹了全球监管沙盒的诞生。这些监管沙盒支持公司在受控环境中测试产品和服务。此外，不仅是逐渐演化的行业参与者要考量新出现的复杂技术动态，监管机构也要如此。

2019 年，全球都在关注基金流动性。那么这场辩论又将在 2020 年何去何从？

GM:这场辩论不会停歇。回顾一下自 2019 年以来一直被广泛报道的 ESMA 流动性压力测试指南将很有启发意义。这些指南中包含有关某些基金“开放”程度以及应如何管理和报告流动性的预期。这些预期仍会是辩论的焦点。

与 2008-2009 年的情况类似，市场波幅的加剧会导致流动性降低或定价困难，进而暴露某些基金的弱点，甚至可能会为支持交易所交易基金 (ETF) 的授权参与者 (AP) 模型带来压力。如果今年再次出现明显的波动，我们可以预测流动性将再次成为焦点。

CB:我还要补充一点，英国最近还针对开放式基金中的非流动资产出台了新规定，这有助确保在 2020 年继续保持对流动性的关注。

ESMA 始终拥有一个稳健的监管改革议程。那么在 2020 年要留心哪些关键问题？

GM:在适用 MiFID II、EMIR 以及 AIFMD 等条例时，对英国进行同等评估的方法将至关重要。另一关键问题将为英国脱欧对第三国家/地区（非英国）关系的影响，尤其是在授权方面。此外，正如我所提及的，我们应该期待看到 ESMA 更充分地利用其新产生的权力，以此来实现与监管趋同有关的进一步举措。

CB:ESMA 已发布其 2020 年度工作计划，指出其重中之重在于监管趋同、风险评估、单一规则手册以及直接监督。

除 ESMA 外，可持续投资以及在投资决策、MiFID 咨询流程和公司运营模型中纳入环境、社会和治理 (ESG) 考虑因素仍将为决策者的重点关注领域。欧盟决策者为支持 ESG 而制定的监管框架也带来了一些挑战。在谈及通过实施最近采用的披露监管条例以及《欧盟可持续金融分类方案》来确定是否可将某项经济活动视为可持续时，相关 ESG 数据的匮乏仍是资产管理人关心的根本问题。此外，一些关于可持续性相关披露的详细要求以及对 UCITS Mancos、AIFM 或 MiFID 咨询流程等运作模式的更改仍需由欧盟立法者敲定。反过来，资产管理人将需尽早了解预期规则，以应对规则实施时间过于紧迫的挑战。

欧盟委员会必须考虑与各项条例（如 MiFID II、UCITS、AIFMD）的分类方法定义、实施时间以及方法一致性相关的问题。对于如何将这新规落实为客户机遇，各公司均在拭目以待。除实施所具有的挑战外，新规则还应提供一个重要机制以增加 ESG 市场的透明度，并确保客户更加了解其投资所具有的可持续性相关风险，以及产品将可持续性作为卖点所带来的实际影响。

以上表明的立场是各作者截至 2019 年 12 月 19 日所持有的立场，可能与 Brown Brothers Harriman & Co. 及其子公司和附属公司（简称“BBH”）的观点一致，也可能不一致，仅供参考。本文包含的信息基于各种可靠来源，如有更改，恕不另行通知。



欧盟监管规定： 资产管理人如何保持专注

编著者: John Siena

全球资产管理人已惯于应对不同的跨境监管，但2020年欧盟新的监管发展可能会掀起一些意想不到的波澜。

EMIR 激流

依据欧洲市场基础设施监管规则 (EMIR)，EMIR Refit 作为一项重大变更已于 2019 年生效。其与其他多项变更并行，将各个地区中所有负责管理于欧盟地区注册的另类投资基金 (AIF) 的 AIFM 重新分类为“金融对手方”，并将负责管理非欧盟 AIF 的非欧盟 AIFM 重新分类为“第三国家/地区实体”金融对手方（与在欧盟地区运营的 AIFM 相比，其负担有所减轻）。

正当 AIFM 逐渐接受这些变更时，新的考虑因素和发展动向又会继续将他们推向海浪之中。

由于英国即将退出欧盟，有关如何在英国脱欧后将 EMIR 要求纳入英国法律的问题依然存在。根据 EMIR，英国将有可能被视为“第三国家/地区”，这意味着在过渡期之后，EMIR 将不再直接适用于英国。尽管英国已在其脱欧文件中声明同意遵守 EMIR 且英国财政部条例也反映了这一做法，但结果依旧如此。

无论如何，英国实体和欧盟实体之间的交易将仍需遵守 EMIR 的抵押品交换和清算规定。但根据 EMIR，一旦英国成为第三国家/地区，英国的中央对手方 (CCP) 便可能不再有资格进行交易清算。在此情况下，这在很大程度上取决于欧盟如何将英国视为“等效对象”——细节将决定成败，并可能产生意想不到的效果。例如，即使依据 EMIR 作出的等效决策系专为英国制定，但受 EMIR 要求约束的美国管理人（仅举一例）将需考虑非欧盟（如美国）监管机构是否会同等看待英国的 CCP。目前，美国商品期货交易委员会将欧盟 CCP 视为美国的等效对象，但一旦英国退出欧盟，美国是否仍会保持这一惯例还有待观察。

依据 EMIR，另一项会对投资管理产生特殊影响的重大变更将于 2020 年生效，其过去曾被称为 OTC 衍生商品初始保证金 (IM) 要求第 5 实施阶段。

鉴于受影响行业普遍缺乏准备，监管机构于 2019 年 9 月宣布，他们正对“最终”阶段落实修订后的时间表，将第 5 阶段划分成两部分，并将小型市场参与者的合规日期推迟到 2021 年新规划的第 6 阶段，从而为其提供额外的准备时间。



平均名义数额总额 (AANA) 大于 500 亿美元的公司将需在 2020 年 9 月 (修订后的第 5 阶段) 前符合这些规定, 预计将有数百家公司 AANA 大于 80 亿美元的小型投资管理公司和地方银行可推迟到 2021 年 9 月 (新规划的第 6 阶段) 前。

一旦确定某公司属于以上范围, 对应的市场参与者便须在合规截止日期之前采取措施。这些措施包括与对手方接洽以确认影响范围 (包括覆盖的法律实体)、落实用于确认 IM 计算方法的协议, 以及与各个对手方和第三方保管机构或三方副代理人商定合格的抵押品和折扣。此外, 切莫低估作出必要安排所需的时限及其复杂性。

AIFMD 和 UCITS: 保持记录整全

一处不太明显但可能会对投资管理人造成影响的变化是, 监管部门将针对 AIF 和 UCITS 基金的受托公司更改簿记和记录要求。2018 年对 AIFMD 和 UCITS 指令作出的修订将于 2020 年 4 月生效, 此类修订条例中要求受托公司必须维护自身的簿记和记录, 而这些簿记和记录与其向之委派投资基金资产“保管权”的任何子保管机构“无关”。此类“委派对象”通常包括主要经纪商和副代理人。

一些受托公司 (取决于司法管辖区和当地惯例) 或许已经符合这些要求, 但另外一些可能尚不符合。地方监管机构过去对此问题采取的方法各不相同, 但 2018 年修订条例旨在促进欧盟各成员国之间实现协调统一。而在某些国家/地区, 此行业仍在观望其当地监管机构将如何实施此类修订规则。任何有意偏离统一方法的做法都可能导致欧洲证券及市场管理局 (ESMA) 的介入, 并由其来防止成员国出现分歧。

目前, 美国商品期货交易委员会将欧盟 CCP 视为美国的等效对象, 但一旦英国退出欧盟, 美国是否仍会保持这一惯例还有待观察。

这里也体现出细节决定成败: 如果施加要求的方式太过严格, 或者需要受托公司有效介入买方投资管理人、主要经纪商和副代理人之间的处理流程, 那么投资管理人可能会发现他们所做的安排将更为复杂。作为保护投资人免受基金资产风险的补充措施, 保管行业一直在努力确保这种情况不会发生, 同时仍对投资基金仓位表现出“独立”看法。

重返英国脱欧主题

2020 年, 另一个值得关注的问题便是英国在 1 月份作出的脱欧决策 (可能是最终决策) 会对欧盟境外的基金管理人造成何种影响。我们曾提到过英国脱欧可能对清算协定产生的间接影响, 但更重要的是欧洲委员会已明晰申明, 对于在伦敦营业并希望在欧洲经济区开展业务的基金管理公司而言, “一切将不会照旧”。

许多基金管理公司已将员工从伦敦转移到都柏林、法兰克福和巴黎等城市。但目前悬而未决的问题是, 若要成为欧盟境内的基金, 必须要满足所谓的实质性要求。卢森堡 CSSF 等独立的成员国已明晰当地管理和运营的相关要求, 但其他司法管辖区对此方面的要求还不太清晰。同时, 欧盟和英国目前正在进行脱欧后的过渡讨论, 这有可能确定是否存在某种互等形式可将对基金管理人的干扰降到最低。如果协商进展不顺, 总部位于英国的基金管理人可能需要进一步重组, 或找出其他进入欧盟市场的途径 (欧盟基金管理人也可能遇到英国设置的类似阻碍)。

大范围监管： 高级管理人员及认证制度 (SM&CR) 扩展至全球

编著者: Jamie Dickson

在金融危机之后，全球监管机构意识到需要确保公司制定员工行为规则并定期监督员工行为，以此来降低风险。英国在 2019 年底推出了一些最严格的行为标准，并将于 2020 年全面落实。其他司法管辖区的监管机构可能会紧随其后，如爱尔兰和新加坡。

英国推出了一项名为高级管理人员及认证制度 (SM&CR) 的计划，此计划是从之前的核准人制度监督计划演变而来。自 2016 年起，SM&CR 已应用于各银行，但目前还将对仅受金融行为监管局 (FCA) 规管的公司产生影响，包括大部分资产管理人。

高级管理人员及认证制度 (SM&CR) 扩展至全球

虽然 FCA 总部位于英国，但在其他国家/地区的高级管理人员负责其英国公司的经营活动时，此类人员也将受到这些新规中关键条例的约束。因此，对于在英国设有子公司的美国或亚洲公司的高级管理人员而言，其需了解自己应在此制度下承担的责任。

针对投资管理人制定的 SM&CR 规则已于 2019 年 12 月 9 日生效，但生效后会留有一年的过渡期，以便公司对非高管员工或认证员工进行培训及评估认证人员的适任能力。

行为规则将适用于高级管理人员及被视为认证员工的人员，即并非高级管理人员但其工作对客户、市场或公司具有重要影响的人员。这些规则同样适用于所有其他员工，但不担任特定金融服务岗位的员工除外。

SM&CR 将仅受 FCA 监管的资产管理人和其他公司分为以下三类：

- 增强型：规模最大且最复杂的公司
- 核心型：大多数公司
- 范围受限型：要求将少于核心型

FCA 发布了 SM&CR 指南，其中介绍了确定公司所属类别所依据的标准，以及具体要求方面的差异。

根据新规，公司将必须确保其已为每一个受影响的业务区域任命一位高级管理人员来负责此项活动，且各高级管理人员均要持有一份“责任声明”，其中要说明每位高级管理人员的职责以及责任义务。这表示高级管理人员必须采取合理措施来避免违反规则，否则可能会受到 FCA 的责任追究。很明显，增强型公司并不存在地域限制。因此，在纽约负责伦敦业务的高级管理人员可能会受到这些规则的约束。



高级管理人员的职责还会延伸到由公司任命、负责后勤职能等相关事宜的任何第三方。管理人员必须要能证明他们正通过数据收集和展开现场尽职调查访问等措施监督外包业务，且不得声称完全依赖第三方公司进行违规抗辩。

对于低于高级管理人员级别但具有认证职能的员工（如可能对客户、公司或市场造成危害的交易员），公司必须每年对其进行绩效评估，并“证明”此员工是履行此职责的“适当人选”。

在当前过渡期内，公司必须对员工进行培训，使之了解如何在岗位职能中践行行为规则（如诚实正直）。此外，SM&CR 还针对高级管理职能设定了特定行为规则。

SM&CR 规则的要求

预计新规则会对所涉及公司的人力资源部门产生重大影响。例如，在雇佣新的高级管理人员或认证员工时，公司必须向此人在过去六年内工作过的每一家公司索取监管推荐信。虽然这将成为英国金融公司的标准惯例，但如果员工之前并非从事金融服务行业或在其他国家/地区工作，可能就会产生问题。FCA 表示，就这一点而言，公司必须在尽职调查流程中采取足够的措施。但若在做出上述努力后仍未获得推荐信，公司也可使用电子邮件和电话请求记录来证明已根据此要求完成尽职调查。

与违反这些行为规则相关的违纪案件亦须满足特定的 FCA 要求。若公司在纪律处分程序中对高级管理人员处以解雇、减薪或奖金追回等纪律处分，或如果高级管理人员收到关于违反行为规则的书面警告，则在该程序结束后，公司将拥有七天时间通知 FCA。对于受行为规则约束的其他员工，公司只需每年提交一次行为违规报告。重要的是，这些行为规则并非仅局限于公司财务运营领域，办公室发生的性骚扰或不良行为也属于违规行为。

在过去三年实施期间，一些公司实际提交了过多关于轻微违规的监管报告，这或许是一个好迹象，但也是预料之外的结果。咨询、调解和仲裁服务 (ACAS) 机构指出，采用与纪律处分问题相关的最佳实践并就可报告的违纪案件作出明智且有根据的决定将确保这些新规则产生预期结果，且不会造成不必要的个人和职业后果。FCA 正在编写一份员工名册，公司可借此快速审查和核实所有高级管理或认证职能、潜在雇员过去在前一制度下所担任的职位，以及针对其作出的任何监管制裁或禁例。

FCA 阐明这些新规则均经过演变而来，而不是一项改革。一些银行在全面整改 HR 系统方面耗资巨大，但这后来却被证明并非是最有效的方式。对公司而言，重要的是要不断更新对于需求的认知，包括来自业内和监管机构的所有相关反馈，以及哪些员工将受到特别的影响。



AML D 继续强化重点

编著者: Eimear Hennigan 及 Laura Murray

全球监管机构一直在不断提高资产管理人的门槛，其中一个领域就是旨在防止洗钱和恐怖主义融资的立法。2020 年，欧洲会将工作重心集中于以下两方面：明晰确定投资的实益所有权，以及确保欧盟所规定国家/地区的投资者接受额外审查。

强制取缔的主要措施是采用 2015 年通过的第四版欧盟反洗钱指令 (AML D 4)。本指令要求欧盟管理人确定 UCITS 和 AIF 基金的最终实益所有人 (UBO)，并呼吁建立可供安全机构访问的实益所有人登记簿。自 2018 年 7 月采用 AML D 5 后，相关规定比以往更为严格，且在大多数情况中，UBO 登记簿也被公之于众。成员国须在 18 个月内实施最新 AML 指令，立法生效的截止日期也已定于 2020 年 1 月 10 日。

确定实益所有权

相比全球所有其他决策者，欧盟一直最为注重与财务账户相关的实益所有权信息的披露。不仅每个国家/地区要建立实益所有人登记簿，欧盟同时也在为所有 28 个成员国建立中央登记簿（尽管目前尚不确定英国在脱欧后是否还会参与）。虽然 UBO 商定义务于 2020 年开始生效，但公司的中央登记簿系定于 2021 年 3 月之前完成并投入使用。

根据修订后的法律，持有公司 25% 以上股份的个人将视为实益所有人，且必须加以标识。该法律还规定，必须要对信托受益人和基金会的控股人进行鉴定。信托在卢森堡更为常见，该地区的投资更为复杂且更加关注房地产领域。

若无法正确识别公司的实益所有人，则在基金管理人“用尽所有其他识别手段后，如果没有任何怀疑理由，则可将高级管理人员视为实益所有人。”（ALMD 4 中有此规定）

卢森堡和爱尔兰境内有许多 UCITS 基金注册，这两地也已实施高级管理人规则。对于资产管理人而言，这意味着他们必须核实某些实体类型的高级管理人员 (SMO)，且在某些情况中亦须验证投资者提供的信息。这将需要深入了解公司结构并验证其已获知的信息。正在进行的客户尽职调查审核将有助于监控登记员所记录的内容是否正确属实。

指令还规定管理人必须对某些企业客户开展加强型尽职调查。其中包括与名义股东一起运营但未明晰确定实益所有人的企业，以及已被欧盟确定为反洗钱规则不够健全的 16 个国家/地区中的投资者。更严格的尽职调查通常包括针对高风险客户进行的每项投资获取相应基金来源的信息。卢森堡允许名义股东持股，但同时也要求管理人向其索取 UBO 的相关信息。



根据反洗钱要求，管理人还需考虑与他人共享所获得的 UBO 数据。根据名为“共同申报准则”的单独立法，欧洲政府已同意向其他采用此规则的国家的税务机构提供财务账户信息。

在每个新版 AMLD 中，监管机构都会继续强化 AML 治理的重要性。这表示公司需要：

- 了解自身的角色和责任（及其可以将工作委派给第三方提供商但会保留责任的方面）
- 围绕 AML 逐步形成完善的文件化政策和程序
- 提供适当的员工培训和支持

AMLD 5、6 及后续版本

采用 AMLD 4 后，欧盟还针对 28 个成员国分别实施了数据安全保护条例。管理人必须确保在五年后删除相关数据，并确保与 AMLD 有关的信息共享符合此数据条例。

在管理人仍致力于实施 AMLD 5 的同时，欧盟已在 2018 年 12 月推出 AMLD 6，且该条例将于 2020 年 12 月生效。本指令旨在协调各成员国关于洗钱的法律以及对洗钱罪的定义。但 AMLD 6 还引入了较新的“未能防止洗钱”概念，这能够扩大洗钱罪起诉的法律范围，并要求管理人采取额外的尽职调查措施。

有趣的是，英国表示，基于国内立法已基本符合本指令，其将退出 AMLD 6。英国声称：“英国政府决定退出的原因在于，我们并不认为加入后会对英国打击洗钱行为的措施有所加强。”但此决定引发了一场有关英国脱欧的更激烈辩论：英国的洗钱条例是仍与欧洲保持一致还是会出现分歧？如果英国对此存在分歧，英国公司可能会更难以进入欧洲资本市场。爱尔兰也有权利选择退出，但目前尚不清楚这种情况是否会发生。

欧盟会继续评估 AML 监管环境，部分人还呼吁取消 AML 指令以实现直接监管（与 GDPR 类似）。另外，欧洲委员会根据欧洲银行业管理局 (EBA) 授权成立超国家 AML 监管机构（拥有域外权利）的计划也已进入后期阶段。

2020

监管领域指南

BROWN
BROTHERS
HARRIMAN

纽约 北京 波士顿 夏洛特 芝加哥 丹佛 都柏林 大开曼 香港 泽西城 克拉科夫 伦敦 卢森堡 纳什维尔 费城 东京
威尔明顿 苏黎世 WWW.BBH.COM

Brown Brothers Harriman & Co. (“BBH”) 可作为通称，泛指整个公司和/或其各个子公司。本材料以及任何产品或服务可由正式授权和受监管的子公司在多个司法管辖区内发布或提供。本材料仅作为提供一般信息和参考之用，不构成法律、税务或投资建议，亦非旨在作为出售要约或购买证券、服务或投资产品的招揽。不得出于避免根据《美国国内税收法典》或其他适用税收制度所遭受处罚，或推广、营销或推荐给第三方的目的，使用或意图使用对任何税务事项的引用。所有信息均来自据信可靠的来源，但不保证准确性，不应依赖所提供的信息。未经 BBH 许可，不得复制、拷贝或传播本材料，或向第三方披露其中的任何内容。就 BBH 提供适用服务或产品的相关信息，请注意以下事项：Brown Brothers Harriman Fund Administration Services (Ireland) Limited and Brown Brothers Harriman Trustee Services (Ireland) Limited 由爱尔兰中央银行监管；Brown Brothers Harriman Investor Services Limited 由金融行为监管局授权和监管；Brown Brothers Harriman (Luxembourg) S.C.A 由卢森堡金融监管委员会监管；Brown Brothers Harriman (香港) 有限公司由香港证券及期货事务监察委员会监管，所含商标及服务商标为 BBH 或其各自所有者的财产。© Brown Brothers Harriman & Co. 2020 年版权所有。保留所有权利。IS-05831-2020-01-17 0370_20