

C L I F F O R D

C H A N C E



全球化与金融监管：
挑战与趋势

全球化与金融监管：挑战与趋势

自2008年金融危机以来，国际公认的标准和原则渐行渐远，监管机构和政策制定者逐渐将重心转移至制定有关危机管理的国内立法和监管对策。这一现象与各国日益涌现的民粹主义和民族主义政治运动的浪潮相吻合，并且进一步削弱了国际层面对策的效果。尽管如此，虽然出现了反全球化的趋势，但全球数字经济的发展仍需要国际层面的通力合作。

在本报告中，高伟绅律师事务所的法律专家重点关注在全球层面推动或挑战金融监管的五个相互交织的领域，讨论了促进与阻碍全球化的多方因素。

1. 金融危机改革的实施

2008年全球金融危机促使各国进行层出不穷的监管改革，以应对全球金融体系已被洞见的失败之处。尽管监管机构准备（并渴望）就监管原则与标准达成合作，但其实施监管原则和标准的方式却总是大相径庭。

这一点在很多领域（包括衍生品市场的监管）均可见一斑。为使得衍生品市场更为安全和透明，G20会议就场外衍生品的交易、清算和保证金制度制定了标准，在全球范围内得到了清楚明了的高度共识。但是每一司法管辖区在实施这一全球认可的标准时，常常在重要的细节之处存在差异，从而产生了跨辖区交易摩擦与市场碎片化现象。

2. 危机管理措施

就危机管理措施而言，（监管者）往往采用国家性措施与保护主义方法。在紧临2008年金融危机后的余波里，（各国）曾决定应在全球层面采取应对措施。但在现实中，政策制定者面对危机管理问题时，往往采取国家性措施与保护主义方法，着眼于金融稳定性以及对纳税人的影响，而不会考虑更广泛的全球经济问题。举例而言，政策制定者在设计涉及风险处置、金融救助、资本缓冲以及中间控股公司要求的改革措施时，通常是站在最易遭受损失的国家层面考虑维持金融稳定性，试图确保将来无需要求纳税人承担预防金融产业崩溃的成本。由此产生的显而易见的结果是，（各国）更多地致力于为国际金融机构的资本和流动性设置“围栏”，以保护本地债权人的利益。

3. 市场准入与脱欧遗留问题

金融活动的反全球化现象通常是由限制市场准入的国内规定驱动的。近期政治事件（例如英国脱欧）加剧了这一趋势。取决于英国脱欧的方式（目前尚不明朗），英国有可能放弃欧盟市场的自由准入。脱欧事件亦意味着英国将通过繁琐的法律与制度清理，从欧盟的统一化法律框架与结构中脱离。

但是，对于参与全球资本交易的金融公司而言，维持欧盟金融市场准入以及全球市场准入是至关重要的。在脱欧的情况下，公司可能需要具体国家具体对待，这将为跨境商业往来带来摩擦。

4. 中国寻求全球资本

当欧盟、美国和其他地区的贸易保护主义与反全球化兴起之时，中国政府却正在积极倡导全球化。中国金融体系对于全球资本的进入持相对谨慎的态度，但中国政府近年来采取了一系列措施，面向外国投资者开放其金融市场，从而寻求全球资本的注入。尽管仍处于相对初期阶段，新《外商投资法》等立法发展以及“沪深港通”/“沪伦通”等全球金融体系互联互通机制都将产生重大影响。如果这一趋势得以保持，中国对于全球金融市场的影响力可能会显著增长。

5. 数字经济的出现

随着市场与监管机构逐渐适应日渐发展的数字经济，我们预计，未来十年金融行业将发生重大变化。金融服务中的技术创新（包括人工智能与机器学习、加密资产、区块链技术的运用）、金融科技的兴起、大型科技公司不断进入金融服务业，这一系列事件都在推动着这一变化。

政策制定者和监管机构承认，对该领域的新市场参与者与产品采取全球一致的监管路径具有优势，从而得以应对不断出现的风险与挑战。否则，新兴领域中的监管套利以及消费者、市场失灵现象恐怕是难以避免的。

金融危机改革的实施

国家的不同实施方式推动监管差异化

金融危机之后，G20的政策制定者们同意对金融市场采取崭新的全球标准，以解决引发危机的根源问题。这一全球标准包括对衍生品市场实行新的监管体制，例如巴塞尔协议III项下的清算、交易、风险缓释要求以及其他审慎措施（包括引入银行风险恢复与处置制度、和进阶版的资本与流动性要求）。

由于危机后的全球性标准倾向于采取一般框架的形式，这为国家和地区的差异化实施留下了空间。在某些情况下，不同司法管辖区监管在实施范围、内容和时间方面的差异使得企业难以应对相同事项的矛盾要求。

而这也导致了市场碎片化现象。市场碎片化会减少或限制资本流动性，限制企业分散和管理跨境风险的能力，并对金融稳定性产生损害。由于公司可能需要遵守差异细微但意义重大的多个相似监管要求，碎片化的监管路径也会增加公司的合规负担。

国际清算银行 (BCBS)、金融稳定委员会 (FSB)、国际证监会组织 (IOSCO) 等国际标准制定主体将对于相关标准在全球范围的实施情况进行审阅。但是，我们可能需要更多手段推动这些标准在全球得到一致的实施应用，从而促进和支持全球金融市场。

导致碎片化的监管差异类型

我们看到，全球性标准的差异化实施以多种方式为企业带来了挑战，并推动了市场碎片化。

规则重复

衍生品清算、交易以及风险缓释要求的域外适用使得许多机构必须遵守多套规则。举例而言，通过分支机构参与衍生品交易的机构可能需要同时遵守其总部所在司法管辖区的规则以及其分支机构所在司法管辖区的规则。如果处于不同司法管辖区的每一对手方需要遵守不同的当地要求，也可能产生问题。这些问题在衍生品交易和清算义务方面尤为突出，交易各方可能发现他们无法满足对于同一交易场所与中央对手方的不同义务。等同合规与替代合规制度在某种程度上缓解了此类问题，但这一制度无法适用于各个方面。

规则差异

不同司法管辖区往往对于全球性标准的具体执行制定了差异性规则。举例而言，在衍生品交易报告的内容与形式、就集团内交易进行豁免以及其他衍生品清算、交易与风险缓释要求豁免的范围方面，不同司法管辖区的具体规则不尽相同。这意味着受制于多个司法管辖区相关规则的机构可能需要建立不同的体系，从而遵守每套规则要求，由此增加了执行与合规的负担。另一个重要的差异由巴塞尔资本和流动性标准的执行不一致所引起——导致全球集团性公司必须在合并后在集团层面实施一套规则和模式，而对本部所在司法管辖区之外的子公司则实施另一套规则和模式。

监管竞争

在某些情况下，政策制定者与监管机构已经采取措施，将资源或活动保留于本国。这一行为通常是因监管机构担忧其无法有效监管可能影响其本国金融市场的离岸活动所导致的。举例而言，一些司法管辖区要求某些衍生品交易在其当地中央对手方进行清算（例如，日本要求日元计价交易在日本执行）。在欧盟，《欧洲市场基础设施条例》第2.2条还规定欧洲监管及市场管理局 (ESMA) 可以在某些情况下不再承认非欧盟中央对手方。

“我们需要金融监管‘更加智能的全球化’，这一路径能够根据监管性质的不同，对预期跨境监管的一致性程度作出区分。”

我们在设计和实施国际监管标准时的假设是全球统一标准是好事。但是，每个监管领域对于跨境监管的一致性都持有不同理由，并且其需要根据国家具体情况采取不同措施。在全球范围内制定统一标准有利有弊，制定适应国家具体情况的监管标准亦有利有弊。”

喜野良三，日本金融厅国际事务部副大臣 (2018年10月)

实施不同步

最后，尽管全球性标准一般设定了共同实施期限，但不同司法管辖区可能会在不同时间实施相关要求。在许多情况下，新的全球性标准需要引入新的主要立法，可能会对实施时间产生影响。例如，美国引入《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act) 项下的掉期执行设施较欧盟根据《金融工具市场指令二》(MiFID2) 引入衍生品交易义务而言早了数年。同样，这可能会使得企业在不同司法管辖区受制于不同规则，并对相关竞争条件产生暂时的不利。

对于金融市场的影响以及可行解决方案

日本G20轮值主席团、FSB以及IOSCO一直在研究监管产生的市场碎片化所带来的潜在不利影响，以及此类问题的相关解决措施。2019年6月，FSB¹与IOSCO² 公布了其在这一领域的工作报告。

这些报告指出，市场碎片化可能同时具备积极与消极的推动力，也可能带来积极与消极的后果。举例而言，某些类型的市场碎片化可能源自提高本国市场风险抵抗能力的措施，并且在某些情况下，因其降低在司法管辖区间传递经济冲击的风险，从而会对金融稳定产生积极影响。需要取得的平衡是，一方面要实现跨境金融活动和市场准入，另一方面要针对性地调整本国监管框架以反映本国政策方向、风险和责任。因此，这些报告辨别并重点关注减少监管驱动的市场碎片化可能对金融稳定性带来积极影响的领域，或在改善市场效率的同时不对金融稳定产生不利影响的领域。

FSB报告聚焦于场外衍生品、银行对于资本与流动性的跨境管理、数据与其他信息的国际共享。该报告识别了增强国际间合作、帮助减轻这些领域的市场碎片化对于金融稳定性的负面影响的潜在方法，包括通过监管联席会议以及危机管理小组来增强监管机构间的跨境信息共享与交流。IOSCO报告也考虑了监管联席会议对于加强监管机构协同与合作的作用，并确认将在这一领域开展更多工作。

FSB报告与IOSCO报告都研究了跨境监管的现行方法（包括承认与尊重机制），现行方法形式多样，包括豁免、替代监管、等同决定以及护照通行制度等。IOSCO报告认识到，尊重机制不一定在所有情况下都适用，但是该报告建议IOSCO可以作为平台，用以交换跨境监管方法信息以及尊重机制的良好实践。同样，FSB建议开展进一步工作，以探索在哪些方面以及如何进一步明确场外衍生品市场中尊重和认可程序。

在国际层面，日本G20轮值主席团已经将市场碎片化视为影响全球经济的关键性问题，FSB与IOSCO也将继续开展市场碎片化问题的相关工作。但是，我们仍可以发现多种趋势表明，国家政策制定者与监管机构在国内或区域层级追求本国监管进程与司法管辖区层面的金融稳定性，而并非将跨境金融活动置于优先地位。

1 2019年6月4日，FSB公布其市场碎片化报告，详情参见：<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P040619-2.pdf>

2 2019年6月4日，IOSCO公布其市场碎片化与跨境监管报告，详情参见：<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD629.pdf>

危机管理措施

危机后进程：“大而不倒”的概念走向终结

金融危机发生后不久，当局决定应当采取全球层面的措施来应对危机，“大而不倒”这一概念走向终结。

G20集团要求FSB牵头制定一系列危机后措施。其中，最重要的措施便是制定了《金融机构有效处置机制的关键要素》（2011年10月制定，2014年更新）以及《总损失吸收能力细则清单》（2015年11月制定）。这些文件旨在建立一种机制，使得全球性机构能够在最终控股公司一级进行有序处置（“单一入口”模式）。

单一入口与吸收亏损能力

单一入口模式旨在使得全球性银行集团能够在最终控股公司一级进行处置。但是，对本地子公司与中间控股公司的要求与对全球集团间吸收损失能力的限制均体现了国家或地区层面的监管方法，可能会阻碍单一入口模式发挥其效用。

尽管各国政府原则上批准了以单一入口模式开展全球性银行集团处置，但实践中其很快便对这一模式感到不适。特别是，美国监管机构开始担忧，在美国境内运营的外国银行正在通过进入美国国内美元市场来为其非美国业务提供资金，从而导致外国银行美国运营部分的账簿出现大量应付余额。这一担忧导致美国监管机构开始实施中间控股公司规则，要求外国银行运营美国机构（非分支）时设立一家美国控股公司。作为回应，欧盟出台了中间母公司规则，要求非欧盟银行与投资公司为其欧盟子公司设立一家欧盟控股公司。

“一些国家政策制定者……担心银行仍然‘死于本国’的状态，而他们则被迫在银行陷入困境时背负重任。因此，在缺乏保障困难时期国内利益的相关措施的情况下，政策制定者认为应当要求银行的本地实体保持相对较充足的资本与较高的流动性；而在经济繁荣时期，银行也当如此。”

欧洲央行监事会主席Andrea Enria致辞，“监管银行——原则与优先事项”（2019年3月7日）



这些要求的结果是将资本与流动性限定于新成立的子公司中，因为此类资源只能在当地政府同意的情况下用以填补集团在其他地方的损失。这无疑削弱了“单一入口”模式的基础——设计“单一入口”模式的目的是在需要时最大程度地灵活配置资本。

这些地缘性“围栏”要求的碎片化效应因其他两项进展而进一步加剧。其中一项是储蓄活动的“围栏”改革（其中最著名的是在维克斯报告后开展的英国改革）。由于隔离零售储户存款的目的是为了保证零售储户获得比其他债权人更高的保护水平，被隔离银行释放此类资本几无可能，这些资本也因此无法转移至集团的其他部分。

另一项进展是当地监管机构要求当地子公司达到更高层次的总损失吸收能力。起初，FSB条款清单仅规定全资子公司的总损失吸收能力达到其作为独立公司时所需总损失吸收能力的75%即可。但是，国家机构有权上调这一标准，并且实践中有许多国家上调了这一标准。同样，这一做法将损失吸收能力限制于当地子公司，使其无法在集团的其他部分得到运用。

损失吸收能力碎片化的结果是银行集团变得愈发“脆弱”。非常容易联想到的情形是全球系统重要性银行集团中相对较小的子公司中发生的亏损很有可能会导致整个集团的崩溃，这是因为尽管该集团整体上可能具有足够的能力来吸收亏损，但这一能力可能无法传递至发生亏损的集团部分。

损失吸收能力碎片化现象的背后大致有双重政治驱动因素。其一是各国政府和处置机构间彼此缺乏信心——被“围栏”隔离的资本和流动资金池可以看作是针对于本部的处置机构背弃东道国债权人和储户这一行为的保险政策。另一重驱动因素是东道国希望通过“本地化”来发展其金融市场。这一驱动因素体现于本地交易要求等措施中，本地交易要求禁止公司在该国域外执行某些交易（衍生品交易，以及欧盟境内的股票交易）。

“有效处置制度的目标是保证金融机构在不造成严重系统性干扰与纳税人损失的情况下作出处置，同时通过可使股东以、无担保及无保险债权人遵循清算债权的优先顺序吸收损失的机制，保护重大经济功能。”

金融稳定委员会，金融机构有效处置机制的关键要素（2011年10月）



市场准入与脱欧遗留问题

把握市场准入：问题引入

市场准入监管是国家政策制定者与监管机构对其境内金融活动风险维持管理的一种重要方式。但是，正如在前文市场碎片化部分所述，限制性市场准入规则可能会带来种种不利影响，例如降低跨境投资、风险管理和资源分配的效率。

尝试修订市场准入规则、校正国家法规的域外影响之时，政策制定者和监管机构通常会寻求在适当监督其域内市场行为与不当限制全球金融市场准入所带来的风险之间进行权衡比较。尽管国际上对市场碎片化所带来的不利后果表示关注，但目前趋势仍是收紧已有的跨境市场准入框架与机制。在欧盟，鉴于其评估了英国离开欧盟单一市场的影响，其境内的这一趋势可归因于（或至少部分归因于）英国脱欧事件。鉴于英国金融市场的规模庞大，其对于欧盟市场而言仍然具有系统重要性。

牌照要求

牌照要求是各司法管辖区在市场准入监管方面的主要法律工具，尽管在实践中牌照并非跨境市场准入限制方面的唯一法律工具。

牌照要求限制了提供银行与投资服务的公司进入市场，从国家层面确保只有满足某些最低限度条件，并且符合持续监管要求的公司才能够在本司法管辖区开展业务。牌照批准条件可能包括设立当地机构、资本要求、组织要求（包括管理层、系统与内控的适当性）以及接受监管的能力。

公司需要考虑在不同司法管辖区境内以及从事不同活动与服务时可能触发牌照要求的不同情况。一些司法管辖区的监管方式具有明显的地域管辖性以及特征履行性，如果相关服务的经济活动发生在该司法管辖区境外，则不会触发牌照要求（即便该服务面向该司法管辖区境内人员提供）。

而在一些司法管辖区，与该司法管辖区的任何连结（包括服务接受者的位置）都会使得服务提供落入监管范围。在某些情况下，牌照要求的触发条件是针对当地服务接收者的定向营销或邀约，因此如果有证据显示客户方发起请求（即反向招揽），则服务提供者无需在该司法管辖区获得牌照。

即便公司落入了司法管辖区的特定制度管辖范围，各国也存在一些牌照要求豁免情形，例如公司与机构对手方开展跨境活动时可能豁免于牌照要求。国别分析可能较为复杂，并且将对跨境运营模式的可行性产生影响，因此公司往往会选择在当地设立持牌机构。

在亚洲、非洲以及北美地区，常规路径是由国家决定是否给予市场准入许可。欧盟则是一个区域性准入例外，在欧盟成员国境内设立并获得牌照的公司可以行使“护照通行”权利，在另一个成员国境内提供跨境服务或设立分支机构，而无需获得当地牌照。但是，即便是在欧盟境内，非欧盟公司的市场准入问题也是由成员国（在国家层面）决定的——存在某些例外情况，例如在等同性或承认机制中，欧盟可以决定相关第三国监管规则是否与欧盟监管规则具有等同性。

其他市场准入限制

产品监管是市场准入方面的重要限制，包括国家对于公开发售的招股书要求、投资基金的跨境营销要求等营销限制。

适格性要求也属于一种市场准入限制，包括要求当地持牌机构承担特定角色，例如替代性投资基金的存托人，或者货币市场基金或参考指数的本地注册要求。

若司法管辖区强制要求当地经授权公司在当地经授权交易场所交易某些股票，则公司将无法在该司法管辖区境外交易双重上市的股票。

现有的自由贸易协定（FTA）并未解决金融服务市场准入的这些障碍。例如，即便是欧盟与加拿大之间的《全面经济贸易协定》（CETA）也只规定了有限的金融服务条款，并且关键是未涉及当地牌照要求。

把握亚洲市场准入

香港

尽管香港采用开放的资本市场路径，但本地银行、证券业监管体制仍然适用于各种受规管活动，并且限制自香港境外跨境开展活动的市场准入方式。举例而言，根据《证券及期货条例》，如果营销服务属于受规管活动，则海外人士不得向香港公众积极开展此类服务。《银行业条例》还对储蓄广告以及货币经济业务进行域外监管限制。除此之外，在香港境内“开展业务”这一概念可以被广泛解释，某一机构只需在香港开展非常少量的活动即可被视为在香港境内“开展业务”。

向位于香港境内人士提供金融产品也可能触发监管牌照要求以及产品授权制度，除非可以适用豁免情形或私募安全港制度。

新加坡

由于某些金融监管制度适用于自新加坡境外与新加坡境内人士跨境开展的活动，市场准入要求取决于公司所开展的相关活动。举例而言，《新加坡证券及期货法》（该法监管与资本市场产品相关的金融服务，包括证券、场内外衍生品合约、基金与外汇交易等）明确表示其规定具有域外适用性，并且适用于跨境开展的活动。即便在监管制度仅适用于境内开展活动的情况下，由于禁止招揽的规定仍然能够适用（例如《支付服务法》项下的禁止招揽规定，该法预计于2019年末或2020年初生效），公司也应当谨慎行事。

向新加坡境内人士提供产品通常会触发牌照和招股说明书要求，除非适用豁免情形或安全港制度；资本市场产品发行人（包括位于新加坡境外的发行人）必须对产品进行分类并通知相关分销商，除非该产品仅向某些受要约人士提供。

日本

日本在市场准入方面具有相似的牌照限制。吸收存款、借贷、证券交易、衍生品、资产/基金管理以及保险等活动均属于日本金融服务监管范围。在日本境内开展或自日本境外面向日本居民开展此类活动的实体一般需要遵守日本牌照要求（以及证券发行中的披露要求）。相关公司也可以援引“与机构对手方跨境开展活动”等牌照豁免，但需依赖于个案分析。

鉴于日本政府最近致力于向外国机构开放日本市场，日本金融厅设立了“金融市场准入咨询台”，向外国机构提供有关注册程序以及在日本市场开展业务快速指引的问询服务。

欧洲视角：欧盟委员会的等同性机制

欧盟运用等同性机制来减少监管合规方面的重复工作，在某些情况下，等同性机制还能够促进市场准入。举例而言，出于衍生品交易义务以及监管资本目的，非欧盟中央对手方需要获得承认，而等同性是此类承认的必要前提；《金融工具市场条例》(MIFIR) 引入了向专业客户与合格对手方跨境提供投资服务的等同性机制。

尽管如此，第三国公司通过等同性机制进入欧盟市场的可能性相对有限。这一机制并非欧洲经济区公司所享有的护照通行权的替代制度。例如，欧盟法项下并不存在核心银行服务方面（例如吸收存款与放贷）市场准入的等同性制度。此外，欧盟最近同意对第三国中央对手方的承认制度与MIFIR项下等同性制度进行修订，这将使得欧盟监管机构拥有更大权力监管这些非欧盟中央对手方与投资公司，或对非欧盟中央对手方与投资公司施加要求，即便这些第三国制度已被认为具备等同性。

欧盟委员会对其等同性政策的最新通函也表明，其将对等同性制度以及第三国市场准入采取更为严格的方法。举例而言，欧盟委员会着重指出，等同性评估涉及风险管理测试并且其“期待当第三国对于欧盟市场的影响较大时，第三国具有更强的风险方法措施。”欧盟委员会同时指出，欧盟法项下的等同性授权是由欧盟单方面自由裁量作出的，这意味着即便第三国框架制度在事实上满足相关标准，第三国也无权对其制度框架进行评估或必然获得肯定的等同性决定。

最后，欧盟委员会明确表示，其可以自行裁量，酌情决定是否通过、终止或撤回等同性决定，并且可以灵活地作出附随时间限制的等同性决定或部分等同性决定。在通函发布同时，由于一些司法管辖区的当地法律制度未能紧跟欧盟体制的后续变化，欧盟委员会宣布撤回《信用评级机构条例》项下的相关等同性决定。

因此，这一政策可能给予了欧盟委员会利用等同性制度来实现不相关政治目的的机会，例如欧盟委员会可以在与瑞士谈判的过程中，利用承认瑞士交易所来换取达成新的欧盟与瑞士贸易框架协议。欧盟委员会在其通函中未提及服务贸易总协议对于背离最惠国待遇的限制，但任何情况下这些限制都相对较弱。

脱欧影响

尽管最终结果（在这一后期阶段）仍不确定，但在本文撰写之时，英国政府计划于2019年10月31日脱离欧盟及单一市场³。退出欧盟单一市场后（暂且不考虑英国与欧盟之间在市场准入方面达成一些未来和/或过渡性安排的可能性），英国的金融机构将失去进入欧盟市场、接洽欧盟投资者的护照通行权利。

尽管英国政府引入了各种临时许可和承认制度，这些政策旨在减轻无协议脱欧所带来的“悬崖式坠落”风险，并允许欧洲经济区公司在脱欧之日后至多三年内可以继续经营其当前的英国活动，但是欧盟经济区的公司终究会受到英国金融市场准入限制。失去护照通行权可能会对自英国向欧盟（以及自欧盟向英国）提供银行、经纪商/交易商以及资产管理服务产生影响，也会对发行人和基金载体的跨境资本融资和营销以及英国/欧盟交易场所进行的交易产生影响。

欧盟委员会已经就中央对手方 (CCP) 以及中央证券存管机关 (CSD) 作出了附随时间限制的等同性决定，以应对无协议脱欧情况下的合同连续性与金融稳定性风险。但是，欧盟委员会迄今为止仍拒绝就英国交易场所作出等同性决定，并且英国在获得互惠决定之前也同样地拒绝就欧盟交易场所作出等同性决定，尽管金融服务业呼吁应当为脱欧及时作出这些决定。如果在无协议脱欧之后，英国与欧盟间的关系仍然处于紧张状态，则双方都可能会尝试以拒绝等同性决定等单边措施作为脱欧后谈判的筹码。如上文所述，欧盟委员会的等同性政策表明，鉴于英国对于欧盟市场具有很大影响，在授予英国等同性决定之前，欧盟可能也需要对英国体制进行更严格的评估。

³ 这一日期在翻译并准备本文中文版时被进一步推迟。

结构性解决方案

为了继续向其欧洲经济区客户群提供一系列服务（不考虑逐个司法管辖区或逐个产品的解决方案），英国公司需要在欧洲经济区建立或扩大当地机构等结构性解决方案，才能接洽欧洲经济区客户。类似地，欧洲经济区公司需要建立或扩大英国当地机构，才能继续为其英国客户提供服务。因此，公司正在将业务和人员从英国转移至可以使用单一护照权利的当地持牌实体，创造了新的基础设施与业务运营，分散了流量。由于公司有不同区域部署选择，尚未出现单一欧洲经济区司法管辖区从英国脱欧事件中受益。

遗留交易维护

在某些有限情况下，公司可能会愿意保留英国实体的既有业务，但是为了确保开展的业务活动不会触发欧洲经济区国家的国家性牌照要求，与遗留交易维护相关的活动可能会受到重大影响。例如，一般而言，在丧失单一护照通行权利的情况下，衍生品合同项下的义务履行不会触发欧洲经济区国家间的国家性牌照要求，但是合同条款的重大改变和某些生命周期事件则可能会触发牌照要求。如果账户拥有者位于特定欧洲经济区国家，则银行账户提供等持续性服务也可能需要获得持续性牌照。因此，此类业务可能需要转移至当地持牌实体。

境外新业务

在某些情况下，一些公司可能希望应用逐个国家或逐个产品的解决方案，从而继续使用英国实体面对欧洲经济区客户。但是，精准导航式的国家市场准入规则会形成拼凑式的高度定制化解决方案，此类方案会限制营销与提供的服务，也因此会对寻求发展欧洲经济区业务的任何英国平台造成限制。一些欧洲经济区司法管辖区已经引入了新法律法规，以减轻无协议脱欧的“悬崖式坠落”影响，例如合同连续性、过渡性豁免或牌照制度相关规则。在其他情况下，公司需要针对逐个国家或逐个产品证明其活动不会触发当地牌照要求，或其可以援引既有豁免情形。

新数字经济

技术创新、金融科技公司的崛起、Facebook等大型科技公司的加入，都促使新型金融服务在各个司法管辖区不断兴起。这一现象也导致出现法律适用的难题。尽管政策制定者与监管机构意识到必须对此采取协调一致的政策措施，但迄今为止，它们的回应却多限于洗钱以及恐怖主义融资问题。

金融科技趋势与发展

金融科技使得新的资产类型和服务不断涌现，在带来风险的同时也带来了机遇。我们同时注意到，政策制定者与监管机构正面临着紧跟变化、应对此类活动跨境本质所引发的问题的重重挑战。

加密资产与分布式账本技术

由于既有金融市场参与者以及大型科技公司进入市场，加密资产的发展态势蒸蒸日上。举例而言，2019年2月，摩根大通推出了自己的数字货币（JPM Coin，摩根大通币），旨在使用分布式账本技术进行即时付款；2019年6月，Facebook宣布其计划推出“Libra”新型全球数字货币，用户可以通过Facebook应用中的电子钱包进行“点对点”的支付转账。

金融机构也在探索如何将分布式账本技术更广泛地运用于金融服务中，从而提高效率并加强记录保存与数据管理。举例而言，我们已经见到在资本市场交易各个阶段运用分布式账本技术的案例，包括用于市场调查、账簿编制以及分配程序。关于目前全球监管机构对于加密资产的回应的摘要，请详见第18页专栏。

众筹与P2P贷款

近年来，众筹与P2P贷款经历了快速增长。作为较为成熟的金融科技子领域，一些司法管辖区已经针对众筹和P2P贷款开始实施特定监管框架制度。

欧盟境内，草拟中的《众筹条例》可能自2020年中期起将为欧盟境内用于借贷和用于投资的P2P平台引入统一的牌照与护照通行制度。但是，一般而言，不同司法管辖区将对这些活动采取不同的监管方法。

开放银行、API以及安全数据共享

随着互联网和移动银行的出现、提供创新支付服务和解决方案的金融科技的发展，近年来支付服务经历了重大变化。与此同时，为使得新的市场参与者能够提供服务，英国和欧盟的开放银行计划要求支付账户提供商开放对客户账户的访问权限。于是，市场竞争对于支付服务的作用成为了人们关注的焦点。

英国开放银行计划要求支付账户提供商通过应用程序编程接口（API）提供访问权限，而其他多个司法管辖区则要求或鼓励使用API进行类似的数据共享。英国政府于2019年6月公布的智能数据咨询文件还提议将开放银行类型的安全数据共享扩展至其他金融服务。

云计算

云计算——在软件供应商利用因特网通过云端向客户提供软件、硬件、维护服务的当下——正在迅速发展，目前超过一半的业务信息处理都在云端开展。随着云计算逐渐普遍化，金融机构以及监管机关对于云计算的态度均发生了变化。尽管如此，云计算持续地带来了针对金融服务公司的监管挑战，包括外包及数据保护的合规要求。绝大多数云服务由三大供应商提供，这也引发了有关集中度和锁定效应的监管担忧。

AI与机器学习

人工智能 (AI) 和机器学习在金融服务中正在发挥愈发重要的作用，并在智能投顾、欺诈与市场滥用检测、算法交易、制定基金投资策略以及营销目的下的客户行为分析等领域得到广泛应用。

金融监管机构认识到AI与机器学习在欺诈监控等问题方面具有优势，但也面临着新的风险。在企业寻求利用AI新技术时，其必须确保具备有效的人工监督以及利用AI作出的决定必须具备“可解释性”。举例而言，公司无法完全依赖于机器学习与AI技术来评估产品对其客户的适用性。目前，许多司法管辖区在公司文化以及高管责任方面的监管重点，可能会促使董事会重点关注它们在使用此项技术时所涉及的监督及道德伦理问题。

监管科技

监管机构也正在转向技术，以帮助其有效地监督和监管行业。较过往而言，监管机构得到了史无前例的数据。部分原因在于近期的监管变化，例如欧盟境内MiFID2项下提高了交易报告要求。但是，只有在监管机构可以有效分析与解释的情况下，这些数据才能发挥效用。

先进的分析与人工智能技术也可以帮助监管机构确定如何以最有效的方式利用其稀缺的资源，甚至可以帮助他们在潜在问题出现之前就予以识别、解决。

聚焦加密资产

过去几年中，加密资产市场以及代币发行 (ICO) 市场发展迅猛。这是一个全球现象并且（公共）区块链网络的去中心化本质提出了重大法律与监管挑战，例如关于通过区块链所持资产适用国际私法规则的问题。

市场参与者面临的不确定性是，某些加密资产是否落入现有监管范围，或者这些监管规则在实际中是如何适用的？近期执法行动，尤其是美国境内的执法行动，表明某些国家监管制度也具有广泛的域外适用性。因此，市场参与者往往需要准确了解关于加密资产活动的多项监管制度。

从国际层面来说，FATF曾建议要求加密货币交易所与钱包服务提供商实施反洗钱与反恐怖主义融资内控措施，遵守国家机构对其施加的牌照或注册要求，并受限于国家机构的监管。FSB以及其他国际机构也一直在持续监督跟进资产市场的发展。但是，由于加密资产尚未对金融稳定性构成风险，国际机构尚未提出更广泛的全球性加密资产监管标准。尽管如此，诸如Facebook的Libra计划等近期发展可能改变这一风险评估，并推动全球性加密资产监管标准的制定。

从国家层面而言，诸多监管机构已经公布了其对于加密资产何时落入现有金融服务监管制度范围的评估。在某些情况下，监管机构还指出了既有制度在加密资产监管方面的空白，为未来的加密资产监管法律奠定基础。法国等国则走得更远，已经提出了新立法以监管加密资产。

应用于加密资产方面的诸多相同问题，包括：

- 哪些类型的加密资产属于现有金融监管制度范围？
- 现有监管制度地域管辖范围有多大？监管机构的管辖范围应到何种程度？
- 如何将托管和结算现有规则（包括结算最终性规则）适用于通过分布式网络持有、转移加密资产？
- 哪些法律将适用于区块链固有的持有和转让加密资产所有权问题（即该资产在任何特定司法管辖区内均不存在单一账户或合法所有权记录）？

由于加密资产活动的跨境性质，如果政策制定者在不同司法管辖区对以上问题规定了不同答案，则有可能发生矛盾冲突。从另外一个方面来看，在公司试图遵守不同制度规定的情况下，或者其不清楚适用哪套规则时，可能会导致监管和法律风险上升。公司也可以利用监管制度之间的差异进行监管套利。然而，监管机构和行业均呼吁在这一领域达成国际合作与监管趋同。

鉴于加密资产及相关活动的去中心化、国际性本质，我们预计看到执法活动方面的国际合作。与此同时，法院正在努力将现有的先例适用于公共及私有区块链及其国际参与者，管辖与法律适用也将成为突出问题。

全球监管回应

全球标准设定

迄今为止，针对加密资产以及其他金融科技技术相关发展的全球监管标准较为有限。金融行动特别工作组 (FATF) 发布了国际倡议，建议将反洗钱与反恐怖主义融资相关措施扩展至加密资产交易所与钱包服务提供商。

但是，由于加密资产目前并未对全球金融稳定构成重大风险，其他国际标准制定机构尚未发布相关监管建议或原则。金融稳定委员会持续对金融科技进展进行监控，此类进展包括大型科技公司可能对金融市场产生的竞争影响，以及金融机构对第三方数据服务提供商（例如云服务提供商）的依赖。

监管合作：全球沙盒？

全球金融创新网络 (GFIN) 是于2019年1月由金融监管机构和相关组织成立的国际合作框架。它将为公司提供一个沙盒环境，供其对创新产品进行跨司法管辖区的试验。它也寻求为金融服务监管机构建立创新相关议题的合作框架。

但是，并非所有监管机构都支持沙盒方法（例如德国联邦金融监管局曾表示其不支持这一方法），其中一些监管机构就仅针对人为所选的一小部分初创公司提供优惠监管待遇或者规则豁免，表达了伦理层面的担忧。

监管是否会阻碍金融科技全球化？

监管可能阻碍全球化并导致市场碎片化，特别是在重复性或潜在冲突规则具有域外影响的情况下。特别是，支配性的数据保护规定，以及扩大现有的反洗钱 (AML) 制度的适用范围以覆盖加密货币交易所以及钱包服务提供商，均可能阻碍跨境活动。

反洗钱

2018年10月，FATF曾建议要求加密货币交易所与钱包服务提供商实施反洗钱与反恐怖主义融资内控措施，遵守国家机构对其施加的牌照或注册要求，并受限于国家机构的监管。欧盟已经通过《欧盟反洗钱指令五》(AMLD5)，承诺对加密货币交易所以及钱包服务提供商施加反洗钱与反恐怖主义融资要求，该指令将于2020年1月10日起实施。

在这些规则生效后，如国内法尚未具备相应要求，这些规则将需要加密货币交易所以及钱包服务提供商具备监测、预防、报告洗钱与恐怖主义融资问题的相应政策和程序。（如国内法无相应规定）这些实体也将受制于注册或牌照要求，拥有这些实体或在这些实体中担任管理职能的人士需要遵守适格性与适当性要求。

但是，AMLD5不适用于加密货币之间的交换，而FATF的建议则覆盖了此类交换。因此，英国政府表示其打算升级AMLD5要求，将相同规则适用于加密货币之间的交换。这亦是国际公认标准通过不同方式实施的一则实例。

数据保护

鉴于诸多金融科技活动的跨境性质，以及对于第三方数据服务提供商的依赖性上升，跨境共享和传输数据已成为金融科技公司面临的重大问题。但是，欧盟通用数据保护条例以及其他司法管辖区（如中国）的相似制度对个人数据给予了较以往更强的保护要求，也为跨境数据传输带来了新的挑战与障碍。对于业务运营遍布全球的公司而言，一些制度的域外适用将对其构成尤为重大的挑战。

FSB在其于2019年2月发布的金融科技与金融服务市场结构报告中指出，限制性的数据保护制度还可能会阻碍监管机构对其境内运营的外国公司的监督，但是“如果数据保护框架制度能够提供相关机制，确保第三国监管机构有权访问其开展监督执法活动所需的个人数据，（监管阻碍问题）将得到缓解。”



展望未来

自第二次世界大战以来，人们已经达成共识——经济方面的相互依存与互动对于缔造更加安全、富裕的世界而言是至关重要的。随着金融市场日益全球化，政策制定者与监管机构寻求通过巴塞尔委员会、FSB, IOSCO等机构制定国际认可的监管标准与原则。

在2008年金融危机后，为应对导致危机的监管失灵，G-20集团的政策制定者同意进行国际监管改革。但是，由于政策制定者将重点放在危机管理的国家立法与监管对策方面，再加上同时期各国日益涌现的民粹主义和民族主义政治运动的浪潮，危机期间及之后对于全球金融体系的压力已经成为全球化的主要制约力量。国家对于全球通行的监管改革的执行也存在不一致，由此导致了一些区域的市场碎片化现象。

与这些近期的国家层面趋势相反，一些国家的政策发展仍然支持全球层面形成监管对策。举例而言，中国正在逐步开放其金融市场并吸引外国投资。数字经济的兴起可能改变现有市场规则，其本质上破坏了国家层面的框架制度，需要国际合作来制定新的市场规则。确实，政策制定者和监管机构意识到，必须制定一致的全球性方法来监管该领域的新市场参与者与新产品，以应对不断出现的风险与挑战。

我们认为，这些驱动全球化和反全球化的互相竞争的影响将继续共存。因此，我们可能会看到金融监管全球性标准发展将采取更为微妙路径，在全球标准设定与各国根据自身情况制定法规之间达到适当平衡，从而增强（而非破坏）全球层面与国家层面的金融稳定性。

“除非恢复对于国际合作与开放的承诺，否则我们将面临重回封闭和分裂格局的严重风险，历史已经一再证明这将导致不稳定和不正常的经济后果。”

麻生太郎，日本财务大臣（日本轮值主席国期间二十国集团财长和央行行长会议上的讲话，2019年1月）



关注高伟绅律师事务所

联系人

中国大陆和香港



Mark Shipman
合伙人
香港
T: +852 2825 8992
E: mark.shipman@cliffordchance.com



杨大志 Terry Yang
合伙人
香港
T: +852 2825 8863
E: terry.yang@cliffordchance.com



梅家豪 Rocky Mui
合伙人
香港
T: +852 2826 3481
E: rocky.mui@cliffordchance.com



Francis Edwards
合伙人
香港
T: +852 2826 3453
E: francis.edwards@cliffordchance.com



刘天峰 Kimi Liu
资深顾问律师
北京
T: +86 10 6535 2263
E: kimi.liu@cliffordchance.com

其他地区



Christopher Bates
合伙人
伦敦
T: +44 20 7006 1041
E: chris.bates@cliffordchance.com



Marc Benzler
合伙人
法兰克福
T: +49 69 7199 3304
E: marc.benzler@cliffordchance.com



Jeff Berman
合伙人
纽约
T: +1 212 878 3460
E: jeffrey.berman@cliffordchance.com



Lounia Czupper
合伙人
布鲁塞尔
T: +32 2 533 5987
E: lounia.czupper@cliffordchance.com



Caroline Dawson
合伙人
伦敦
T: +44 20 7006 4355
E: caroline.dawson@cliffordchance.com



Laura Douglas
高级律师
伦敦
T: +44 20 7006 1113
E: laura.douglas@cliffordchance.com



David Felsenthal
合伙人
纽约
T: +1 212 878 3452
E: david.felsenthal@cliffordchance.com



Simon Gleeson
合伙人
伦敦
T: +44 20 7006 4979
E: simon.gleeson@cliffordchance.com



Steve Jacoby
管理合伙人
卢森堡
T: +352 48 50 50 219
E: steve.jacoby@cliffordchance.com



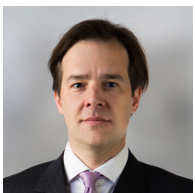
Hitomi Kurokawa
高级律师
东京
T: +81 3 6632 6632
E: hitomi.kurokawa@cliffordchance.com



Frédéric Lacroix
合伙人
巴黎
T: +33 1 4405 5241
E: frederick.lacroix@cliffordchance.com



Paul Landless
合伙人
新加坡
T: +65 6410 2235
E: paul.landless@cliffordchance.com



Jurgen van der Meer
合伙人
阿姆斯特丹
T: +31 20 711 9340
E: jurgen.vandermeer@cliffordchance.com



Caroline Meinertz
合伙人
伦敦
T: +44 20 7006 4253
E: caroline.meinertz@cliffordchance.com



Lena Ng
合伙人
新加坡
T: +65 6410 2215
E: lena.ng@cliffordchance.com



Monica Sah
合伙人
伦敦
T: +44 20 7006 1103
E: monica.sah@cliffordchance.com

C L I F F O R D

C H A N C E

This publication does not necessarily deal with every important topic nor cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, 27th Floor, Jardine House, One Connaught Place, Hong Kong

© Clifford Chance 2019

Clifford Chance LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales under number OC323571
Registered office: 10 Upper Bank Street, London, E14 5JJ

We use the word 'partner' to refer to a member of Clifford Chance LLP, or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications.

If you do not wish to receive further information from Clifford Chance about events or legal developments which we believe may be of interest to you, please either send an email to nomorecontact@cliffordchance.com or contact our database administrator by post at Clifford Chance LLP, 10 Upper Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JJ.

Abu Dhabi • Amsterdam • Barcelona
Beijing • Brussels • Bucharest
Casablanca • Dubai • Düsseldorf
Frankfurt • Hong Kong • Istanbul
London • Luxembourg • Madrid
Milan • Moscow • Munich • Newcastle
New York • Paris • Perth • Prague
Rome • São Paulo • Seoul • Shanghai
Singapore • Sydney • Tokyo • Warsaw
Washington, D.C.

Clifford Chance has a co-operation agreement with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.