

乌克兰、罗马尼亚证券存管机构考察报告

2011 年 6 月 14 日至 23 日，中国证券登记结算有限责任公司访问了乌克兰证券存管机构 AUSD 和罗马尼亚中央证券存管机构 CDSA。代表团在了解两国证券市场发展概况的基础上，重点就两国的证券结算安排以及风险管理制度等方面进行了考察。

一、乌克兰证券结算体系

（一）乌克兰证券结算体系概况

乌克兰现有 10 家证券交易所，其中 PFTS 交易所和乌克兰交易所（UX）所占市场份额最大，其他地区性交易所主要包括乌克兰证券交易所（Ukrainian Stock Exchange, USE）等等。截至 2011 年 1 月，PFTS、UX 和 USE 三家交易所的总市值分别为 299 亿、429 亿和 3.97 亿美元；日成交量分别为 8630 万、3540 万和 302 万美国；PFTS 和 USE 的上市公司（包括权益和债券类）数量分别为 838 家、34 家。

为上述十家交易所提供结算服务的存管机构主要有两家：乌克兰证券存管公司（Ukrainian Securities Depository Joint Stock Company，简称 AUSD）和乌克兰国家存管机构（National Depository of Ukraine，简称 NDU）。其中私营存管机构 AUSD 所占市场份额最大，其日均处理交易量占交易所市场总交易量的 90%以上。与之相比，国资控股的 NDU 的存管证券数量十分有限且以债券为主。NDU 由乌克兰证监会（即 SSMSC）和央行于 1998 年 12 月通过协议方式合建，之后央行退出，目前 SSMSC 代表国家持有其 86%的股份。

为了简化证券交易处理流程、满足市场参与人的需要，AUSD 与 NDU 签订了合作协议并互相开立了存管账户，为在两者之间建立全方位的互通关系奠定了框架基础，也对建立统一的 CSD（中央证券存管机构）进行了一定探索与尝试。AUSD 和 NDU 作为竞争对手，在建立统一 CSD 问题上的看法上大相径庭。AUSD 认为应在采用其设施框架

的基础上通过 AUSD 和 NDU 合并实现，此观点受到了市场参与者、世界银行和美国国际开发署的积极支持。而 NDU 则认为应当由 NDU 合并乌克兰央行的存管部而实现全市场的统一证券结算，与 AUSD 无关。该观点受到了政府支持，并已组建了专门的研究工作组。

（二）主要存管机构 AUSD

AUSD 的前身是 1997 年成立的区际证券联盟（Inter-Regional Securities Union, IRSU）。2009 年 10 月 12 日，全新的 AUSD 承继了 IRSU 名下总计达 460 亿美元的存管资产，转型成为一家私有化的非营利机构，为市场提供股票和公司债券的结算与存管服务。

1. 资本和公司治理结构

AUSD 的注册资本为 1.531 亿 UAH（折合约 1900 万美元）。根据公司章程，除第一大股东乌克兰央行（NBU）的持股比例不得超过总股本的 25% 以外，其他股东的持股比例均不得超过 5%，具体如下：NBU 占 22.86%；44 家商业银行占 44.60%；25 家证券公司占 14.92%；2 家国有银行占 8.88%；4 家证券交易所占 8.52%；其他占 0.22%。监事会成员分别来自 NBU、商业银行、非银行托管机构、PFTS 交易所和乌克兰银行间货币交易所。

股东大会是 AUSD 的最高公司治理主体，监事会在职权范围内监督管理层行为，而审计委员会（Auditing Committee）负责对公司财务活动开展稽核。AUSD 特设由各证券市场参与人组成的参与人理事会（Participants Council），为监事会提供顾问咨询，并作为结算参与人（顾客）的利益代表参与协调存管结算活动、促进 AUSD 与顾客之间的交流互动。管理层经授权管理日常业务。

2. 核心业务

AUSD 为乌克兰证券市场提供多样化的登记、存管和结算服务，主要包括六个方面：

（1）国际化的证券发行业务：存管/替换/赎回全球或短期全球凭证、存管/注销全球凭证下的基础证券、提供证券持有人名册、分红派息、债券赎回、为托管人提供发行人公司行为相关信息、证券无

纸化/有纸化转换、在存管系统中反映发行人公司行为（重组、兼并、整合等）。

（2）证券持有相关服务：证券过户至托管人账户下的股东账户、发行人证券回购。

（3）托管人服务：

（a）证券直接交收（接收）、证券货银对付；

（b）按照交易方指令撮合的登记结果，有两种证券清算交收模式：无须提前预存证券（报价驱动市场）下的资金或非资金结算、须提前预存证券（指令驱动市场）下的资金或无资金预存；

（c）存管机构以名义持有人登记在册时非流动化证券的存管、有纸化引起的证券注销；

（d）证券锁定、解除锁定或从托管人证券账户注销，从而确保商业银行（托管人或托管人的客户）以 AUD 提供的服务作为担保向乌克兰央行或银行间市场再融资；

（e）在 IPO 期间向托管人账户进行证券过户；

（f）名义持有人服务、在托管人被清算时保存数据及相关文档。

（4）为纸质证券的登记处和发行人提供服务：为在 AUD 非流动化的证券提供股东记录。

（5）为中止业务的托管人的登记机构提供服务：注销证券，进一步将其贷记至其他托管人账户。

（6）为代理存管机构提供服务：有/无资金结算的证券存管和证券注销；结算账户间的证券过户。

3. 国际合作

AUD 是 S.W.I.F.T. 会员；为俄罗斯中央资金存管机构（Central Depository of Funds (Russia)）开立了证券账户；在奥地利中央存管机构 Oesterreichische Kontrollbank 开立了证券账户和欧元资金账户；与国际金融市场组织（Financial Market International (FMI)）开展 USAID 资本市场项目合作。

（三）AUD 的交易结算制度

1. 基本结算安排

AUSD 同时服务于场内和场外市场的所有十家交易所，日均交收交易笔数超过 12000 笔，占总交易量的 90%以上。AUSD 为 UX 和 PFTS 的指令驱动市场达成的交易提供第一种和第二种 DVP 模式交收，即证券与资金的全额同步交收及净额同步交收。报价驱动市场达成的交易可根据对手方意愿选择 FOP 或 DVP 方式交收，其他交易均以 FOP 方式完成交收。DVP 的交收期一般为 T+0-T+3，而 FOP 交收允许当日回转（Same-day turnarounds），交收日可根据双方协商长达 T+30。自从 UX 和 PFTS 推出场内在线交易以来，DVP 交收量大幅增加，远远超过了 FOP 交收量。

	权益类	固定收益类
交收日期	以簿记方式持有的证券交收期为 T+3 - T+5； 以电子方式在托管人或存管机构名义账户中持有的无纸化证券为 T+0 - T+3。	政府债券一级市场: T+2 政府债券二级市场: T+1 公司/市政债券: T+3
买入平仓机制	无	无
当日回转交易	无，除非使用同一托管人	无
部分交收	无	无
预对盘	预对盘由托管行手工完成。AUSD 仅对 DVP 交收的交易进行预对盘。	来自买卖双方的指令抵达存管机构后，SSD 进行预对盘。若对手方使用同一家托管行，则由托管行负责预对盘。

通过 AUSD 进行结算的证券中部分为其簿记持有的非实物券，其余实物券都已非流动化并保管于登记机构。

2. 交收处理流程

（1）FOP 交收

由于主要证券交易所越来越多的采用 DVP 模式，FOP 交收模式已不太常见。

（a）根据参与人指令进行 FOP 交收

在根据参与人指令进行 FOP 交收时,参与人通过 FTP 联接向 AUSD 上传交收指令,确认待交收凭证并下载登入其账户的交易明细。收到交收指令后,AUSD 在买方(收券方参与人)证券账户中贷记一笔待交收,然后证券过户至收券方参与人账户,并在收到其确认(通过对盘实现)的同时借记付券方参与人账户。该操作全天内都可进行。2009、2010 年分别有 47,670 笔、39,752 笔交易通过该方式完成交收。

(b) 无证券预存 FOP 交收(报价驱动市场)

在收到来自交易系统的对盘指令且无需证券预存(无资金交收的报价驱动市场)下的 FOP 过户中,参与人在 SD-1 的工作日日终前锁定证券。交易系统通过 FTP 联接至 AUSD,根据 AUSD 与其之间的协定,最晚应于 SD 的 3.15pm 之前上传对盘的指令。最晚在 SD 的 4.45pm 之前收到确认后,AUSD 将待交收凭证发送给各参与人并进行过户操作。这些记录可能包含解除证券锁定的指令。之后,AUSD 向证券交易所提供交收报告。2009、2010 年分别有 4,003 笔、2,778 笔交易通过无证券预存的 FOP 方式完成交收。

(c) 证券预存下的 FOP 交收

在收到来自交易系统的对盘指令且需提前预存相关证券的 FOP 过户中,付券参与人通过 FTP 联接向 AUSD 发送锁定证券的指令。接着 AUSD 将券锁定,在每日 10.00am 前向系统发送关于锁定证券的信息报告。收到系统最晚于交收日 3.15pm 之前发来的对盘指令的收条后,AUSD 在各参与人账户中贷记一笔待交收,并随后向交易所提供交收报告。2009、2010 年分别有 3,239 笔、11,875 笔交易通过该方式完成交收。

参与人或证券交易系统可以在 AUSD 的营运时间即上午 9:30 至下午 5:30 之间随时发出指令进行 FOP 证券过户,但在特殊情况下也可延迟。

(2) DVP 交收

目前仅提供本币 UAH 的 DVP 交收,约占日交收笔数的 97%左右。

对于对盘成功的交易有以下三种交收方式:

(a) 根据参与人指令进行 DVP 交收

与 FOP 交收一样, 买卖双方填写协议表格并发送至各自的参与人进行预对盘。买方还需向参与人划拨资金。参与人须在 SD-1 日的上午 12 点前将预对盘指令发送至 AUSD, 由后者负责对盘并向双方参与人发送对盘确认信息。

收到确认后, 卖方证券账户将于 SD-1 日日终前被锁定。确认信息中包含唯一的交收码, 用于收券参与人的支付指令和付券参与人的锁定指令中。付券参与人开立在 AUSD 的证券账户中的证券、参与人特别资金账户中的资金被锁定之后, AUSD 进行证券过户 (在交收日下午 4: 45 之前), 并将资金划拨入付券参与人的资金账户 (在交收日下午 4: 45 之前)。最后 AUSD 向交易所发送交收报告。2009 年仅有 2 笔此类 DVP 交易, 2010 年有 12 笔。

(b) 无证券预存的 DVP 交收 (报价驱动市场)

参与人在 SD-1 日日终前锁定相关证券, 并将资金从参与人的资金账户划拨至参与人开立于 AUSD 的特别资金账户。交收日下午 3: 15 之前, 交易所向 AUSD 发送成交记录。最迟在交收日下午 4: 45 之前收到确认后, AUSD 执行交收, 通知参与人贷记或借记证券, 并将资金划拨至相应的参与人开立在 AUSD 的资金账户。最后 AUSD 向交易所发送交收报告。2009、2010 年分别有 3, 505、2, 072 笔交易通过该方式完成交收。

(c) 证券预存下的 DVP 交收 (指令驱动市场)

参与人预存证券, 并将资金划拨至开立于 AUSD 的资金账户进行锁定。每天上午 10 点, AUSD 在完成锁定后向证券交易所 (目前是 PFTS 和 UX) 提供被锁定资产——证券和资金——的相关数据。每个交收日交易所向 AUSD 发送 4 至 5 批成交数据, 6 点时发送最后一批。收到交易数据后, AUSD 立即执行交收, 通知参与人贷记或借记证券, 并将资金划拨至各参与人开立在 AUSD 的资金账户。随后 AUSD 向交易所提供清算报告。登记簿数据可能包含解除证券和资金锁定的指令。2009、2010 年分别有 225, 830、1, 787, 819 笔交易通过该方式完成交

收。

（3）资金交收

2010 年 8 月，乌克兰央行 NBU 正式批准 AUDS 成为其用于银行间清算的电子支付系统——SEP 的直接参与人之一，为本国托管行开立证券交易清算相关的本币资金账户。相应地，自此所有通过交易所完成的 DVP 交易均以托管行在 AUDS 开立的本币账户进行资金清算。通常情况下，收到支付指令后，通过 SEP 处理支付指令仅需不到 20 分钟。

(a) 对根据参与人指令进行的 DVP 交收和无证券预存的 DVP 交收，资金通常在 SD-1 日日终前从参与人资金账户划拨至其在 AUDS 开立的特别资金账户中。AUDS 于交收日下午 4:45 前开始进行资金划拨。

(b) 对证券预存下的 DVP 交收，资金从参与人资金账户划拨至其开立在 AUDS 的特别资金账户，并在系统运行时间内锁定。每天上午 10 点，在完成锁定后，AUDS 向交易所（目前是 PFTS 和 UX）发送被锁定资产——证券和资金——的相关数据。每个交收日交易所发送 4 至 5 批成交数据，交收日下午 6 点时发送最后一批。收到交易数据后，AUDS 会立即启动资金划拨至各参与人开立在 AUDS 的资金账户。

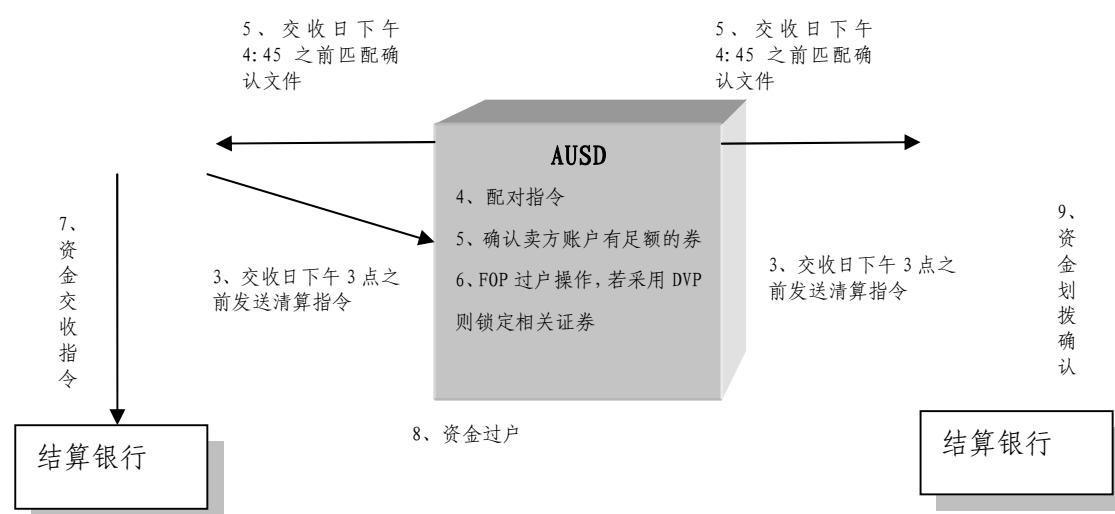
3. 交收保障措施

乌克兰证券市场尚无任何机构独立承担中央对手方（CCP）职责，AUDS 仅作为清算所为证券交易提供交收服务，不承担交收失败风险。因此，AUDS 既未设置买入平仓（buy-in）机制，也未制定任何正式的交收失败管理措施。交收对手方经商榷确定一个交易的登记截止日，并以此作为交收日，但是这个期限无强制性。

此外，乌克兰证券市场尚未针对证券或资金不足或对手方违约风险而设定任何保证金要求。

交收流程图





二、罗马尼亚证券结算存管机构 CDSA

（一）公司介绍

罗马尼亚现有两家主要证券存管机构——中央存管公司（S. C. Central Depository S. A., 下称 CDSA）和 SIBEX 存管机构（SIBEX CSD），分别为布加勒斯特证券交易所（Bucharest Stock Exchange, 下称 BSE）和锡比乌证券交易所（下称 SIBEX）挂牌的证券提供登记存管服务。BSE 成立于 1995 年 7 月，2007 年罗马尼亚加入欧盟后，BSE 也随之成为欧亚证券交易所联合会（Euro-Asian Stock Exchange, 简称 FEAS）的成员之一。SIBEX 于 2010 年 1 月 22 日投入运营，是罗马尼亚第一个期货与期权交易所。近来两家交易所正在证监会主导下协商合并事宜。

2007 年 1 月 3 日，CDSA 正式启动运营，接管了 BSE 和原 RASDAQ 存管机构的清算交收职能，同时沿袭了之前 BSE 使用的交收、存管系统——“RoClear”，为罗马尼亚资本市场参与人和交易所提供统一的交易处理后台。与此同时，由布加勒斯特证交所登记处及各独立登记处承担的登记托管职能也交由 CDSA 统一行使，后者作为中央登记机构已将部分基础市场服务职能（如账户对账单查询等）外包给了本国经纪商公司和托管行。截至 2011 年 4 月 30 日，CDSA 面向的客户包括 1718 家发行人、76 家托管行和经纪商、8,858 家机构投资者和

9,312,376 个个人投资者。

从 CDSA 当前的股本结构来看，布加勒斯特证交所持有其 69.04% 的股份，其余股份由包括银行、经纪商、其他金融机构等在内的 21 家股东持有。

两交易所规模一览表

	布加勒斯特证交所	锡比乌证券交易所
市值	395.2 亿美元（截至 2011 年 2 月）	5438 万美元（截至 2011 年 3 月）
流通量	股权：974 万美元 债券：525 万美元 其他：17 万美元 （2010 年日均数据）	月均 408,224 美元（截至 2010 年 12 月）
上市公司数量	175 家（截至 2011 年 2 月）	2 家（截至 2011 年 3 月）

（二）证券的托管和登记体制——混合持有体制

罗马尼亚证券市场已实现无纸化，并采用直接与间接相结合的混合持有体制。托管行可以将客户资产保管在以实际受益人名义开立的账户中（直接持有模式）或者以托管行名义开立的综合账户（Omnibus Accounts）中（间接持有模式）。然而，只有通过托管人进行交易结算的客户才能开立名义账户，否则证券只能直接登记入以实际收益人名义开立的账户中。若采用名义持有方式，托管人须同时在其系统中为实际受益人开户，确保资产能够分离，并且每月要向 CDSA 报送受益人信息。

2010 年 12 月，罗马尼亚证监会批准 CDSA 对公司章程进行修订。CDSA 宣布，自 2011 年 1 月 25 日起，原有名义账户将不再使用，参与者须开立全新的分离或综合账户（Global Account，也可译为全球账户）。综合账户以 CDSA 参与人的名义开立，客户个人账户由参与者以客户名义开立，而客户次级账户作为参与者综合账户的一部分，其资产存放在综合账户中，由参与者进行登记。此外，CDSA 还为新的综合账户加设了持有余额报告、每日交易对账等新功能。

作为 CDSA 的参与人，名义持有人承担以下职责：

1. 为客户维护次级账户，并将登记在参与人综合账户中的持仓每日登入这些次级账户中；
2. 确保向中央存管机构发送的清算交收报告与其自身登记的综合账户内的持仓情况一致；
3. 自营账户与经纪账户相分离，并分别登记持仓。

目前综合账户持有的证券仅限 Fondul Proprietatea 股票、政府债券和双边挂牌（国际）证券。在满足证监会提出的下列运营要求的三个月之后，市场中介机构将可以为其他证券品种开立综合账户，并从事卖空、证券借贷业务及无余额校验的结算机制（免除预结算 pre-validation）等：

1. 经存管机构许可，可以通过登记结算系统对综合账户进行维护、开展证券借贷并提供指定担保品；
2. 保持全球账户日常对账单与存管机构的标准格式相一致；
3. 披露综合账户名下的实际受益客户；
4. 调整其后台系统以记录借券及担保品情况。

上述规定生效后，罗马尼亚证监会又公布了 10/09.03.2010 号法令和 5/2010 号规定，对综合账户进一步规定如下：

1. 参与人可在中央登记存管机构的登记结算系统中开立一个自营账户及至少一个综合账户用于经纪业务。
2. 中央存管机构的参与人有义务在其后台系统中设置日常应用软件，用于在其次级账户体系中识别客户及相关持有情况，借以实现其证券借贷业务的登记义务。
3. 自营账户与客户的综合账户、综合账户内部的客户个人次级账户之间相互独立，除非存在实际交易或证券借贷，不允许进行资产过户。
4. 中央存管机构的参与人必须定期开展内审，以证明客户资产与其在综合账户中的持有状况相符。在证监会要求的情况下，须上报相关审计结果。

5. 参与人须将所有客户的个人次级账户与中央存管机构系统中的综合账户逐日对账。

中央存管机构有义务对综合账户系统运行、无余额校验机制、证券借贷业务、保证金以及卖空交易情况进行测试和月度评估，并上报罗马尼亚证监会。

证券持有模式一览表

产品类型	权益类	固定收益类	货币市场
是否登记	是（ BSE/RASDAQ 和 Sibex 的场内产品）	是（政府债券和 BSE 上市的债券）	否
是否允许名义持有	罗马尼亚证监会 5/2010 号规定，允许使用综合账户作为名义持有账户，但相关披露要求非常严格。	对交易所挂牌的固定收益类产品未明确规定，但政府债券则全面采用名义账户持有模式	-

（三）交易结算制度

1. 基本结算安排

CSDA 通过央行 REGIS 系统进行资金的多边净额结算，对大多数证券交收采用全额结算。每个交收日下午 1:30 开始，央行以实时、最终且不可撤销的方式进行资金划拨，并通过 STP 端口向 CSDA 确认最终交收净头寸。在收到资金交收的确认数据后，CSDA 实时逐笔进行最终且不可撤销的证券过户。收到交收净头寸以及央行发送的证券交收报告后，CSDA 将通过电子邮件或者传真的方式向结算参与人发送最终交收报告。

	权益类	固定收益类	货币市场
交收期	T+3	BSE 场内市场交易的公司债为 T+3 BSE 场内交易的政府债券为 T+2	一级市场通常为 T+2 二级市场无强制交收期安排
买入平仓	可以	对于 BSE 场内交易可以	不可
当日回转交易	可以	可以	可以

部分交收	不允许	不允许	不允许
预对盘	T+1 预对盘, 最迟 T+2	T+1 预对盘, 最迟 T+2	T+0, 但非强制

2. 证券结算模式

CSDA 的 RoClear 交收系统主要采用两种结算机制：一种为“证券余额校验（pre-validation）”结算模式，即在交易被确认后，将待交收证券予以锁定；另一种模式为无证券余额校验模式，则不需要对证券进行锁定。

（1）证券余额校验的结算模式

当交易被执行时，证券立即从卖方证券账户（卖出待交收状态）过入到买方证券账户（买入待交收状态）。此外，在代表客户输入买入指令之前，交易所会员必须拥有足以支付“潜在交易”的资金。一旦交易被 CDSA 确认，证券将作为待交收证券而被锁定在持股人账户之中，直到交收日完成最终交收。

交收结果是终局性的。为了防止卖空或者“一券多卖”，证券将有 3 天的锁定期。然而，交易日通过市场买入的证券可以立刻卖出。一旦交收完成，CDSA 将自动将证券登记在相应证券账户的持有人名下。

央行通过安全的虚拟专用网络（VPN）向 CDSA 发送交收净头寸报告，作为完成最终交收的确认。收到付款确认后，CDSA 将根据交易结果将标的证券从卖方账户过户至买方账户。

收到央行发送的交收净头寸报告并完成证券交收后，CDSA 将通过安全的电子邮件或传真方式，向结算参与人发送最终交收结果的确认信息。

（2）无证券余额校验的结算模式

目前该结算模式仅适用于在 BSE 交易的双边挂牌证券（国际板）和政府债券。在该结算模式下，在卖方发出卖出指令前，系统不会自动检查卖方账户内的券是否足额，也不会交收日前对卖出的证券进行锁定。

交收日上午 9:45 开始进行第一轮净额结算, 12:15 启动第二轮净额结算。卖方证券账户内必须持有用于交收的相应证券。两种结算机制中的风险管理措施大致相同。此外, 对无余额校验结算机制, 在交收日上午 10 点至 11 点之间, 卖方可以通过证券借贷、存管机构间证券过户或买入平仓等方式获得交收必需的证券。

值得一提的是, 2010 年 12 月罗马尼亚证监会批准对中央存管机构业务规则进行修订。修订内容与无余额校验的结算机制有关, 规定对满足证监会提出的以下运营要求满 3 个月的中介机构, 允许其在所有国内或国际证券的结算活动中采用无余额校验的结算模式:

- 获得存管机构许可使用结算、交收和登记系统, 以维护综合账户、开展证券借贷并提供指定担保品;
- 保持综合账户每日对账单与存托管标准标志格式相一致;
- 披露综合账户下的实际受益客户;
- 调整后台系统以维护证券借贷和担保品相关记录。

3. 资金结算安排

CDSA 获得央行授权作为银行间清算所和支付系统代理机构为金融产品提供清算交收服务, 通过央行的 ReGIS 系统直接执行资金交收指令。罗马尼亚央行作为 CDSA 的代理机构, 通过其全国电子支付系统在结算银行之间进行资金划付。CDSA 的直接结算参与人包括: 授权中介机构、结算代理机构、清算所、罗马尼亚央行、境外存管机构、国际存管机构 (ICSDs) 以及境外金融机构等。所有参与人都必须在已与 CDSA 签订 ReGIS 系统使用权限协议、且已与央行签订担保品协议的结算参与人处开立一个交收账户。

CDSA 的资金结算模式包括国际清算银行 (BIS) 模式 1 (证券与资金均为全额结算) 和模式 2 (证券全额结算、资金净额结算) 两种。股票、市政债、公司债以及结构性产品采取 BIS 模式 1, 即资金净额结算和 T+3 滚动交收; 政府债券采取资金净额结算和 T+2 滚动交收。资金全额结算主要用于柜台市场, 交收安排较为灵活, 从 T+0 至 T+3 不等。

每日结算参与者需向央行就在 CDSA 层面进行的最终交收净头寸提供单边保证金 (Unilateral Guarantees, 类似于结算备付金)。单边保证金不得低于央行计算并公布的单边保证金上限,也不得低于银行结算报告 (Banking Settlement Report) 得出的净借记金额 (net debit amount)。保证金将始终保持锁定直到 CDSA 向 ReGIS 发送的付款指令被执行。结算参与者须确保其 ReGIS 账户中有足额资金用于全额交收。

具体的资金交收流程如下:

根据 CDSA 的支付指令,央行将资金从有借记头寸的结算参与者交收账户划拨至有贷记头寸的结算参与者交收账户,以确保完成结算参与人的净头寸的最终交收。

央行完成最终交收后会向 CDSA 提供确认。一旦收到确认,CDSA 会将标的证券从卖方账户过户至买方账户。此时交收最终性达成且不可撤销。

CDSA 在直接参与者及结算参与者层面履行交易带来的支付清算义务。在交易时段,所有参与者均可通过交易与结算综合系统核对结算头寸及交易明细。交易时段后,直接参与者可通过 CDSA 的电子系统接收清算交易报告。每个交易日下午 4:45 开始,CDSA 将通过 SFTP (安全文件传输协议)通道向所有结算参与者(银行)提交清算报告。

T+1 日,所有直接参与者(direct participants)都须核对 CDSA 发送的报告。如存在差异,托管行须在中午 12 点前与 CDSA 联系。若 12 点前未收到此类反馈,CDSA 将认定交收结果已被确认。托管行可以要求确认时间推迟至 T+2 日中午 12 点,或者在 T+2 日中午 12 点时确认拒付。

T+2 日,若中午 12 点前托管行没有提出延期或拒付,CDSA 将视其确认交收结果。托管行也可对先前拒绝的交易在 T+3 日上午 8 点前进行确认。为促使托管行按时提交交收指令,T+2 中午 12 点后方进行确认的托管行将被处以罚款。若托管行拒绝交收,根据 CDSA 相关规定,参与者必须对其发起的交易进行交收。

T+3 日，结算参与人须根据通过 SFTP 发送的结算报告，在上午 10 点前对其参与交收的净借记金额予以确认。目前 CDSA 与罗马尼亚央行（最终的结算银行）指定了 19 家有资质的结算银行。每家银行（结算参与人）都必须在央行开立一个交收账户。

CDSA 负责发送最终的交收报告，并在交收日发出包含当天所有结算参与人净头寸的支付指令。若结算参与人的净借记金额未超过其提供的保证金范围，CDSA 将于中午 12:30 发出计算好的净头寸支付指令。支付指令的处理时间不到 1 分钟。

（四）结算风险管理措施

1. 交收失败

若保证金低于结算参与人的净借记金额，CDSA 将不会向央行发出支付指令。这时，CDSA 会将相关交易剔除在净额结算之外，而将其录入 ReGIS 以便在下一交易日进行全额结算。下一日日终前若该笔交易仍不能交收，ReGIS 系统将自动将其剔除，同时 CDSA 将要求取消交易。自通知之日起，CDSA 将在未来 1-3 个月内暂停该结算参与人的结算资格，若情况严重甚至可能考虑彻底将其排除在 CDSA 结算系统之外。由于罗马尼亚证券市场尚未出现交易失败的情况，因此该流程尚未得到实践检验。

交易剔除遵循下述原则：

（1）在保证金不足额的结算参与人中筛选出净借记头寸最高的托管行；

（2）根据“后进先出”（Last In First Out）原则剔除交易；

（3）所有买入交易将被剔除，直至结算参与人提交的保证金能够按照下一条原则完成对净借记头寸的交收；

（4）若某家中介机构的净借记头寸低于采用同一结算参与人的其他中介机构的头寸，CDSA 将剔除净借记头寸最高的中介机构的交易。

2. 交收失败的处理

在罗马尼亚交收失败并不常见，因此很少发生买入平仓的情况。

当托管行未在 T+2 日中午 12 点对经纪商代表客户做出的交易进行确认时，CDSA 可以启动买入平仓程序，交易将被转移至经纪商的自营账户。此种情形下，交收失败对手方将被 CDSA 处以其交易总价值 0.3% 的罚款。如果经纪商未能正确执行客户指令，交易的交收责任将由经纪商公司承担。若证券经纪公司在交收日不持有标的证券，CDSA 将启动特别的买入平仓程序。空入平仓可在 T+3 上午 10 点前完成。如果经纪商买入的标的证券少于必要数量，BSE 将以其名义下单购入剩余量，即所谓的强制买入平仓。该经纪商将被暂停交易直至问题解决。强制买入平仓交易的交收期为 T+6。如果采取强制买入平仓后证券仍未足额，BSE 将在下一交易日继续启动强制买入平仓。两轮强制买入平仓后，如果经纪商账户中仍无足额证券，先前的交易连同所有相关交易均将被取消，同时该经纪商将被证交所处以暂停交易 30 日的处罚。

CDSA 以交收日标的证券的最高价计算买入平仓价格。应收券对手方将有资格收取交收失败对手方交易总价值 2% 的赔偿金。同时，交收失败对手方还必须向 CDSA 缴纳交易总价值 3% 的罚款。

如果罚款没有在启动买入平仓机制及强制买入平仓机制后的 1 个交易日内缴纳，将在后续 30 日内按日计算额外的 1% 滞纳金。除非在经纪商与投资者先前签订的委托合同中另有规定，此费用应由经纪商承担而不能直接转嫁于投资者。

3. 保证金 (Guarantee Funds)

这里的保证金类似于我国的结算互保金，其设立是为了确保金融产品顺利交收，由 CDSA 负责管理。自 2011 年 2 月 1 日起，为了直接参与 ReGIS 系统，CDSA 在央行开立了用于保证金操作的往来账户。

结算保证金由登记结算系统的参与人共同认缴。参与人须缴纳其总股本价值的 3% 方能加入，但最高不超过 1 万欧元；托管代理机构的出资额为 2 万欧元。出资额度每季度更新调整，登记结算系统参与人若增加总股本，必须相应补缴差额。此外，根据 CDSA 的登记存管规则要求，可对同时参与场内市场和场外市场净额结算的参与人追加

保证金。目前保证金总额已超过了 100 万欧元。

结算保证金仅在登记结算系统参与人在结算参与人处开立的账户资金余额不足时使用。参与人动用保证金支付其净头寸后，须在 24 小时内按照 CDSA 的要求补足。

4. 结算风险准备金（Compensation Fund）

投资者风险准备基金于 2005 年 6 月设立，并按照罗马尼亚公司法 31/1990 号法案、资本市场 297/2004 号规定以及罗马尼亚证监会 3/2006 号规定的要求，以合资公司的形式进行运作。基金在其会员缺乏偿付能力的情况下以现金和/或金融产品方式清偿会员对投资者的债务。2011 年，准备金规模最高达到了 2 万欧元。

5. 中央对手方（CCP）支持

罗马尼亚金融市场没有中央对手方。CDSA 并不承担本金风险，仅作为代理人负责执行各种风险管理措施。

6. 部分交收

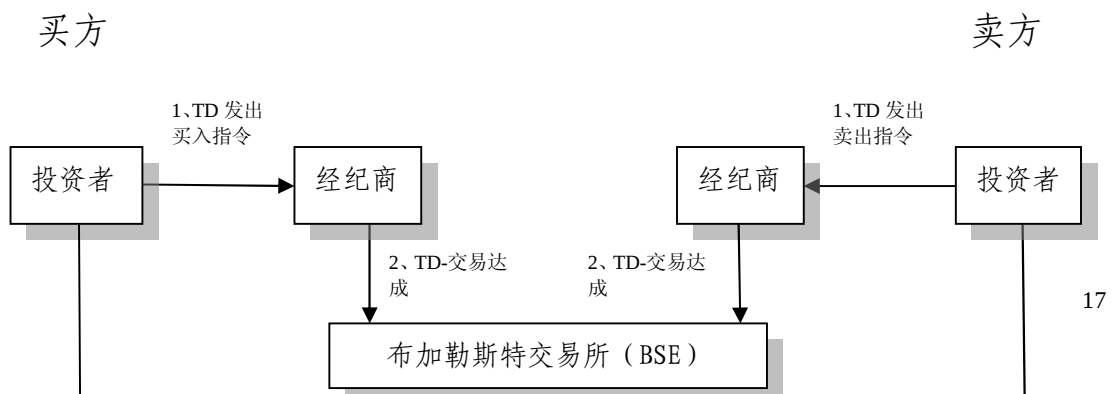
虽无法令明文禁止，罗马尼亚市场仍不允许进行部分交收。

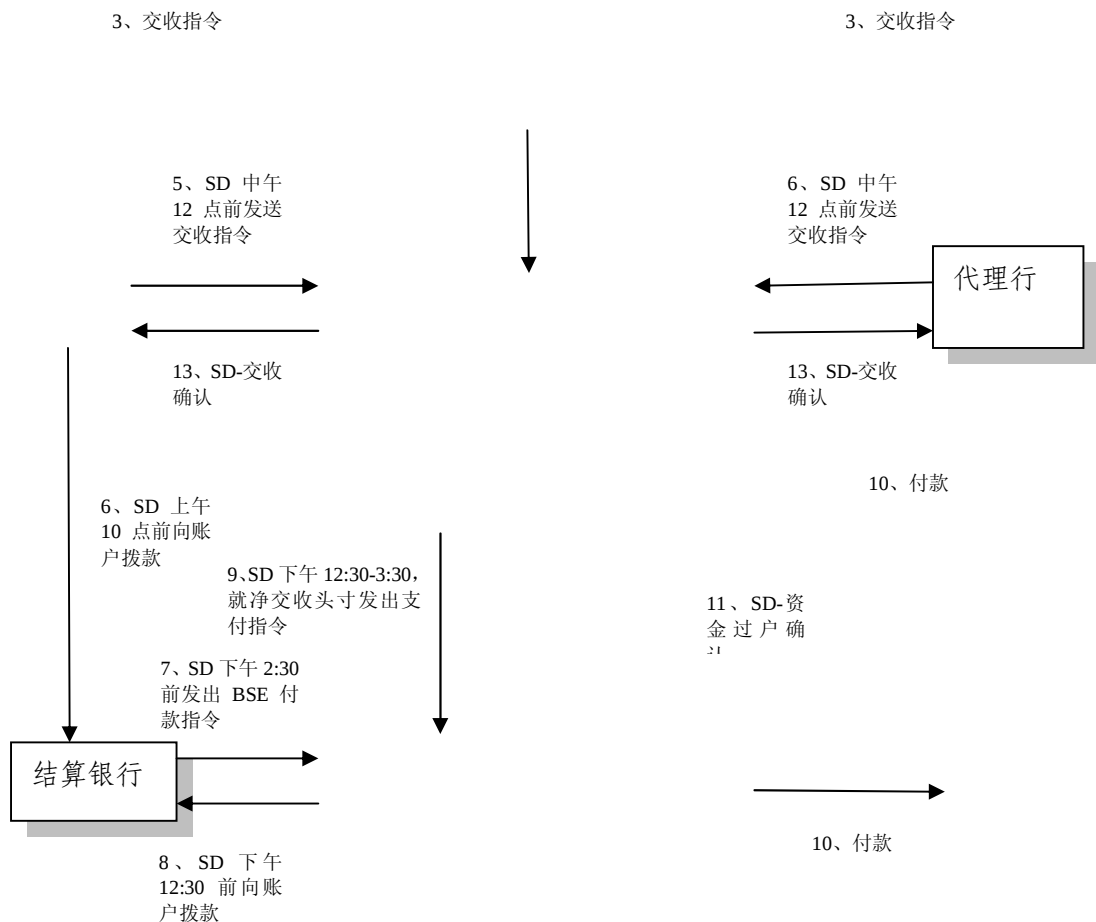
7. 回转交易

CDSA 可以进行背对背结算。但当日回转交易仅限于因市场上证券出售量不足而导致最初买入交易无法执行的情况。一般而言，仅交易所上市的国际证券允许卖空，以下特殊情况除外：投资者必须在一个交易日内向 CDSA 证明待交收的标的证券存管于其他境外证券存管机构且 FOP 指令已经发出，或者已向其他市场参与者借入待交收的标的证券（在这种情况下，原始的证券借贷协议须在 CDSA 备案）。

买卖交易的结算同日进行，只要买入在先，那么交易可在零证券头寸的情况下进行。

交收流程图





（五）近年来公司的国际化发展情况

1. T2S 项目的最新发展

TARGET2 Securities (以下简称 T2S) 是由欧洲央行提出的旨在建立统一泛欧结算平台的重要项目。T2S 将在 TARGET2 资金平台的欧元系统内运营, 以实现协同效应最大化。作为 T2S 项目的先行者之一, CDSA 一直表现得非常积极, 除了加入 T2S 的主要工作组以外还向 T2S 顾问小组派有代表。CDSA 同时向本国和境外会员提供直接和间接的 T2S 连接, 并计划在 2011 年欧洲央行大额支付系统 TARGET2 的罗马尼亚国内部分建成之后, 加入其实时欧元现金结算系统以实现利用央行欧元资金进行结算的目标。

欧洲的结算版图在未来几年将经历重大变革, 并对 CSD 提供的服务以及市场参与者寻求服务的途径带来深远影响。尽管选择连接至 T2S 后各国中央存管机构仍然存在, 但其活动范围将大为缩减, 可能仅限于资产服务、发行人/投资者关系维护等项目。

为了清晰梳理罗马尼亚现有的登记存管业务流程，实现与 T2S 平台的顺利对接，CDSA 在市场主要参与方的支持下组建了罗马尼亚市场运作小组（Romanian National Market Practice Group，简称 R0NMPG），该组织的主要职责包括：

（1）与专业人士探讨合作，确定适应罗马尼亚证券市场发展的最优制度措施；

（2）促进业务流程的一体化与标准化，提高 STP 水平，降低运营风险；

（3）在法律和实际操作允许的情况下，实现以电子传输代替文本方式。

值得一提的是，2011 年 1 月 CDSA 宣布将参加计划在 2014 年 9 月启动的第一波 T2S 对接。

2. 其他国际化进展

自 2008 年 2 月起，CDSA 实现了与国际中央存管机构网络的对接，罗马尼亚资本市场开始对境外发行人开放，同时保证在同类系统之间实现业务连通。通过根据 ISO 15022 准则的要求实施的跨境过户和结算数据传输，2010 和 2011 年 CDSA 的国际化触角继续延伸，推出了美国和南非市场的业务连接服务。

目前，CDSA 为客户提供 18 个市场的股票、欧洲债券及其他债务工具的交易后续服务，结算币种增加至 11 种，为所有跨境连接提供 FOP 和 DVP 服务。

三、思考与借鉴

（一）利用央行资金，提高结算效率，降低结算风险

乌克兰存管机构 AUSD 和罗马尼亚中央存管机构 CDSA 不约而同地选择了通过央行的 RTGS 系统进行资金交收。AUSD 获乌克兰央行 NBU 批准成为银行间电子支付系统 SEP 的直接参与者资格，处理付款指令仅需不到 20 分钟的时间。而 CDSA 也获得罗马尼亚央行 NBR 授权作为

银行间清算所和支付系统代理机构为金融产品提供清算交收服务，通过央行的 ReGIS 系统直接执行资金交收指令。

反观我国证券市场的资金交收制度安排，却未能有效利用央行资金及其电子支付系统，资金划付通道较为单一，结算效率相对不高。然而从国际发展趋势来看，利用央行资金及其 RTGS 系统进行资金交收已成为大势所趋，中国结算也应顺势开展专题研究，积极探讨相关对接事宜。

（二）采取预存等风险管理措施，有效控制结算风险

根据乌克兰的交收制度安排，参与人须预存证券，并将资金划拨至开立于 AUSD 的特别资金账户进行锁定。CDSA 采取了类似的证券余额校验下的结算模式，此外还采用了适应市场情况的结算风险管理办法，包括多层次的交收失败处理流程、保证金管理、结算风险准备金管理、罚款和背对背结算等，在很大程度上杜绝了卖空和交收失败的风险。

反观中国市场，为了满足建立之初对高增速、高效率的追求，在未实现 DVP 交收的情况下，结算机构即承担起 CCP 担保交收的责任，导致近年来结算风险管理深层次的矛盾逐渐凸显出来。修订后的《证券法》虽然明确了 DVP 的结算原则，为有效防范和化解结算风险夯实了法律基础，但距离真正落实来有很长的一段路要走。未来一个时期，全面落实货银对付机制仍是中国结算的工作重点。建议中国结算从我国市场的实际情况出发，虚心借鉴他国的成功经验，研究提出适应我国市场实际的 DVP 机制，充分发挥结算机构共同对手方的积极作用，提高交收系统的抗风险能力。

（三）改革现行证券账户管理体制，深化二级结算的制度基础

罗马尼亚证券市场也已实现无纸化，并采用直接与间接持有相结合的混合持有体制。托管人可以将客户资产保管在以实际受益人名义开立的账户中（直接持有模式）或者以托管人名义开立的综合账户中（间接持有模式）。然而，只有通过托管人进行交易结算的客户才能开立名义账户，否则证券只能直接登记入以实际收益人名义开立的账

户中。若采用名义持有方式，托管人须同时在其系统中为实际受益人开户，确保资产能够分离，并且向 CDSA 每月报送受益人信息。在这种类似于看穿式的集中存管的证券账户体系下，投资者、证券托管人和 CDSA 之间的法律关系明晰，与 CDSA 现行的二级结算相适应，确保了各项业务的顺畅完成。

而在我国现行的证券账户体制，证券账户被用于交易、结算、登记等各个环节，这种单一账户体制本身存在的严重缺陷导致了证券账户管理责任不清，证券账户的登记功能日益边缘化，对结算机构推行二级结算为基础的货银对付制度造成了很大的制度障碍。根据现行交易和结算规则，中国结算必须在 T+0 依据当日成交记录完成证券变更登记，而与之矛盾的是此时资金交收并没有完成。登记公司在交易账户上直接进行变更登记，严重混淆了登记公司、委托交易券商和投资者的法律关系，也给身兼结算和登记两职的登记公司带来了很大风险。

因此，可以借鉴他国的成功经验，积极探索研究符合中国资本市场特点、管理职责明确、功能属性清晰的证券账户体制，以满足市场进一步发展的需要。

（四）应对国际化挑战，发展跨境交易与结算

罗马尼亚中央存管机构 CDSA 正在积极参与推动泛欧结算的 T2S 项目，并采用交易所直连模式处理跨境交易结算事宜，目的是提供便捷的跨 CSD 的证券交收服务。

尽管目前我国资本项目尚未完全放开，仅有 B 股、QFII 和 QDII 等产品涉及跨境交易结算，但随着中国资本市场的不断开放，跨境交易将是必然趋势，中国结算应对此给予高度重视，积极着手跨境结算相关准备工作。鉴于我国两岸三地经济联系越来越紧密，一旦管制放开，实施交易所直连模式的跨境交易的可能性很大。具体而言，中国结算可以此作为突破点，就法律适用背景、业务和技术系统异同对具体连通方案设计的影响、证券持有模式和账户体系设置、跨境结算风险管理等有针对性地开展专项研究，做好准备，积极应对登记结算国

际化趋势带来的巨大挑战。

（五）探讨 CSD 与 CCP 职能的关联性

在乌克兰证券市场，尚无任何机构独立承担中央对手方（CCP）职责。两家主要存管机构 AUSD 和 NDU 都是作为清算所为证券交易提供交收服务，不承担交收失败风险。ADSU 虽然宣称采用了“CCP”机制，但这种所谓的 CCP 仅是为了方便在各参与人之间开展净额结算而将其作为虚拟的共同对手方，并不承诺担保交收及承担本金风险。此外，AUSD 既未设置买入平仓机制，也未制定保证金要求等交收风险管理措施。值得注意的是，这种安排契合于乌克兰证券市场的登记存管体制。由于绝大部分交易都是通过证券预存下的 DVP 模式进行交收，即参与人预存证券，并将资金提前划拨至开立于 AUSD 的资金账户进行锁定，因此基本杜绝了交收失败带来的本金风险和流动性风险。而罗马尼亚市场的中央存管机构 CDSA 同样不承担中央对手方的职能，仅作为代理人负责执行各种风险管理措施。通过上述架构安排，CSD 有效避免了在发生交收违约时承担本金风险和流动性风险，在有效保障自身运作的同时维持市场的高效、稳定运作。虽然这种模式适用于结算规模相对较小的乌克兰和罗马尼亚市场，是否能够满足中国证券市场对交易、结算效率的要求还有待进一步研究，但这对我国公司的未来业务发展提供了一种新的思路，对探讨非担保交收模式也有一定借鉴意义。

（作者系中国结算公司员工）