

总第84期

证券登记结算境外动态

2019年第4期



中国证券登记结算有限责任公司
China Securities Depository and Clearing Corporation Limited

2019 年第 4 期

证券登记结算境外动态

主办单位：规划发展部

出刊日期：2019 年 12 月 26 日

目 录

- ◇ 欧洲 ESMA 对英国脱欧的应对安排.....(1)
- ◇ 欧清银行在 2020 年稳中求进.....(5)
- ◇ 美国证券交易委员会提议扩大“获准投资者”范围.....(8)
- ◇ 美国证监会推进市场数据计划的管理改进.....(13)

欧洲 ESMA 对英国脱欧的应对安排

2017 年 3 月 16 日，英国女王批准“脱欧”法案，并通知欧洲理事会（European Council，为欧盟的决策机构）正式启动脱欧程序。为确保英国脱欧后欧洲金融市场稳定有序运行、投资者权益继续受到保护，欧洲证券和市场监管局（European Securities and Market Authority, ESMA）针对英国脱欧做了相应的应对安排。

ESMA 对不同场景下英国脱欧（包括无协议脱欧）对欧洲证券市场和对 ESMA 自身的潜在影响进行了系统的情景分析，并在此基础上敦促市场相关方针对英国无协议脱欧制定应急计划。应急计划主要包括清算交收安排、信用评级机构和交易报告库安排、监管机构合作安排等三个方面。

1. 清算交收安排

ESMA 对英国本土的中央对手方（CCP）和中央证券存管机构（CSD）批准了相关资格认证。按照欧盟委员会（European Commission, EC，为欧盟的常设执行机构）对 CCP 和 CSD“监管效果等同判断”的规定，英国本土的 CCP 目前已满足《欧洲市场基础设施监管规则》（European Market Infrastructure Regulation, EMIR）第 25 条规定的有关“第三国 CCP”的四个认证条件，英国本土的 CSD 已满足欧盟《中央证券存管机构监管规则》（Central Securities Depositories Regulation, CSDR）909 条款第 25 条规定的有关“第三国 CSD”的认证条件。为降低英国本土 CCP 停止提供中央清算服务的风险、避免对欧盟金融市场

稳定性产生负面影响，ESMA 批准了英国本土的 CCP “第三国 CCP”（third-country CCP）的资格认证，该认证将在无协议脱欧的次日生效，由其继续对欧盟范围内的原有服务对象提供中央清算服务。同时，为避免英国本土 CSD 停止提供中央证券存管服务对爱尔兰证券市场的负面影响，ESMA 批准了英国本土的 CSD “第三国 CSD”（third-country CSD）的资格认证，该认证将在无协议脱欧的次日生效，由其继续对原有的服务对象提供中央证券存管服务。

2. 信用评级机构（CRA）和交易报告库（TR）安排

按照 EMIR 规定，欧盟的衍生品交易数据应纳入符合资格的交易报告库（即在欧盟境内注册的 TR，或获得欧盟“第三国 TR”资格认证的 TR）集中管理。另外，为便于欧盟使用信用评级机构的评级结果进行证券市场监管，信用评级机构需要建立一个符合资格的实体组织（即在欧盟境内注册并受 ESMA 监管的机构）。

如果英国实现无协议脱欧，原注册在英国境内的 CRA 和 TR 将在英国脱欧当日失去欧盟对其相关资格的认证。目前英国境内获得 ESMA 认证的大部分 CRA 和 TR 将针对英国无协议脱欧制定应对计划。ESMA 已经做好了所有准备，包括在欧盟 27 国新注册两家 CRA 和两家 TR。

3. 监管机构合作安排

如果英国实现无协议脱欧，欧盟和英国本土的证券监管机构需在投资者保护、金融市场稳定等方面展开合作，如签署谅解备忘录用于交换监管信息等。目前 ESMA 等欧洲证券监管机构已和英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority，FCA）、英格兰银行等机构

签署了相关谅解备忘录。

简评：

英国脱欧的进程一再延期，最新一次将延期至 2020 年 1 月 31 日。目前英国政局的不稳定因素也给英国脱欧带来了较大的不确定性。鉴于英国的相关金融基础设施在欧洲证券市场的重要地位、以及英国脱欧对欧洲金融市场可能产生的重大影响，ESMA 持续发布相关监管文件，督促市场各方积极采取应对措施。

目前“沪伦通”互联互通机制采用的是全球存托凭证（GDR）方式，“西向”业务的交易结算安排与英国本地股票品种接近，即由伦敦证券交易所（LSE）负责组织交易，LCH.Clearnet、SIX x-clear、EuroCCP 作为中央对手方（CCP）负责清算，Euroclear UK & Ireland 作为中央证券存管机构（CSD）负责证券的存管和交收，Capita、Equiniti、Computershare UK 作为登记机构提供登记服务。如果英国无协议脱欧，对“沪伦通”的影响评估如下：一是目前“沪伦通”的“西向”业务主要涉及我国的发行主体、伦交所及其后台机构，与欧盟没有直接联系，因此英国脱欧对该业务基本不产生影响。二是将来如果“沪伦通”采用直连方式，则两个市场的证券监管机构需进行深度合作。此时如果英国仍未脱欧，则中国证监会需与欧盟的 ESMA 等证券监管机构进行监管合作及信息交流；此时如果英国已经脱欧，则中国证监会需与英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority, FCA）、审慎监管局（Prudential Regulation Authority, PRA）等监管机构展开合作。

(简评部分代表个人观点)

【北京分公司结算业务部：任河柳 曾娟】

信息来源：

<https://www.esma.europa.eu>

<https://www.londonstockexchange.com>

欧清银行在 2020 年稳中求进

2019 年 12 月 19 日，欧清银行资本市场和基金部的全球主管 Stephan Pouyat 发表了关于欧清银行在 2020 年发展的核心理念——稳中求进。

Pouyat 指出：2019 年，全球范围内，主流的经济学家一致认为，2020 年开始往后，世界范围内的宏观经济前景并不清晰，不少发展中经济体的利率短期内不太可能上升。而且美国也面临着同一问题。

国际经济大环境中存在的诸多不利条件成为了欧清银行以及一系列债券市场参与者所关注的问题，尤其是长期存在的负回报将如何影响新兴市场企业债券的发行。

在新加坡的发行人与投资者论坛期间，许多发言者提及在过去 3 年中所见证的公司发行人行业的显著增长。而这种增长主要是由该行业的再融资需求和高收益回报的可能性推动的。显然，有吸引力的市场条件是推动企业债券发行业务蓬勃发展的关键要素，而在这一大环境下，欧清银行业察觉到了来自全球投资者的诉求：欧清银行尽快通过自身与投资者的托管人的关系，帮助投资者与新兴市场经济体建立联系。

当前国际市场中，许多发展中国家都需要大规模的基础设施建设，这些发展项目的部分资金将由地方政府、世界银行、国际金融公司和其他一些跨国机构提供，但实际上基础设施的建设资金大部分仍将来自私营部门。

而这一趋势也正是欧清银行能够探索和发展的起点。对于欧清银行来说，可以通过帮助新兴市场接入欧清银行的系统，使得新兴市场通过欧清银行为媒介获得境外资金，以此推动其境内的基础建设发展，满足其市场的金融活跃性、流动性需求。

事实上，许多新兴市场开辟了通过连接欧清银行系统接入全球资本市场的发展道路。通过欧清银行，新兴市场的境内证券也将成为欧清银行证券生态系统的一部分，对全球范围内的其他投资者开放，这无疑将极大提升证券的融资效率和流动性。举例来说，中国、阿拉伯联合酋长国、埃及、乌拉圭、塞尔维亚、沙特阿拉伯、哈萨克斯坦和乌克兰都已宣布，计划让本国证券的流转和交易接入欧清银行系统，进行“全球化”。

Pouyat 指出，从欧清银行的立场出发，对于世界范围内企业债发行蓬勃发展的现况同样也是欧清银行发展其全球范围内业务的良机。但在追求效率和市场活性的同时，金融生态圈的稳定性则需要通过国际投资者所公认的，经过检验的共同标准，将新兴市场与国际中央证券存管机构（ICSD）连接起来，才能在满足金融交易的效率需求同时，助力改善全球金融稳定。

简评： Pouyat 指出的是欧清银行在当前国际企业债发展趋势下的 ICSD 发展方向，同时中央结算也已经接入欧清银行系统。就我国债券市场而言，参与 ICSD 的债券业务，对于债券借贷、交易交收和投资者的券的流转效率的确是大有裨益，但同时，欧清银行所采取的稳重求进的策略是将着眼点放在了国际经济发展的大趋势背景下的

考虑，中国资本市场当下正在不断进行国际化，外资投资者大量涌入，中国结算的业务模式也日趋对标国际化，与国际市场其他金融基础设施的联系日益紧密，一方面同样需要关注经济大环境，做好稳定金融生态系统的准备，另一方面，则应从自身 CSD、CCP 等角色的定位出发，找准当前市场投资者、市场参与者、发行人等多方角色的需求，针对市场动向进行定向的拓展和探索。

（简评部分代表个人观点）

【总部规划发展部：冉砥中】

信息来源：

<https://www.euroclear.com/en.html>

美国证券交易委员会提议扩大“获准投资者”范围

美国证券交易委员会（SEC）于 2019 年 12 月 18 日在其网站上发布消息，提议修订其规则中“获准投资者”（accredited investor）一词的定义，以及《1933 年证券法》第 144A 条中“合格机构投资者”（QIB）一词的定义，以扩大私人资本市场的投资者范围。提案将新增“获准投资者”的自然人和实体类别，并对现有定义进行其他修改；而对“合格机构投资者”的定义修改则将扩大合格实体范围。根据惯例，该提案将先搁置 60 天，以征询公众意见，然后 SEC 才会投票决定是否通过该提案。

SEC 的主席杰伊·克莱顿（Jay Clayton）表示：“目前我们认定个人是否为‘获准投资者’的方法为简单的二分法，即仅根据一个人的收入或净资产来确定其是否符合标准。”杰伊·克莱顿认为这种方法早就该得到改革了，现在的提议将使更多人有资格参与美国的私人资本市场。

此次提出的修改方案包括增添新的自然人类别，让更多的投资者参与私募发行。这些自然人可根据其专业知识、经验或证书被视为“获准投资者”。该提案还将允许符合投资测试条件的所有实体成为“获准投资者”。

修改方案提出背景：

2019年6月，SEC发布了概念公告，征求公众对于简化、协调并完善《证券法》规定的豁免发行框架的意见，以促进资本形成、扩大投资机会，同时保持适当的投资者保护。在概念公告中，SEC提出了修改“获准投资者”的定义，并就此征求公众意见。“获准投资者”一词的定义是D条例第506（b）和506（c）条等条例中有关登记豁免的重要内容，改词在其他联邦和州证券法中也是重要概念。在发布概念公告前，SEC曾于2015年12月发布了关于“获准投资者”定义的委员会工作报告，该报告审查了定义的背景和历史，并考虑了有关修改定义的评论和建议。

由此，SEC提出修改“获准投资者”的定义，并认为此举是协调和改进豁免发行框架的第一步。

“获准投资者”的现行定义：

在美国，投资者可分为未获准投资者（unaccredited investors）、获准投资者（accredited investor）、老练投资者（sophisticated investor）、机构投资者（institutional investor）、合格机构投资者（Qualified Institutional Buyers, QIBs）等几类。未获准投资者即普通投资者。

根据《1933年证券法》D条例第501条的规定，“获准投资者”是指有着丰富投资经验并能够自负盈亏的专业人士，不需要完全依赖公司向政府提交的某些文档获得保护需求。“获准投资者”主要包括发行人关系人、财富净值100万美元以上，或近两年收入超过20万

美元，或夫妻共同年收入合计达到 30 万美元的个人、资产超过 500 万美元的机构投资者。

实际上，有关“获准投资者”的问题长期以来一直都有争议。在一些豁免条款下，例如 D 条例第 505 条和第 506 条，公司可能会将其证券出售给“获准投资者”。SEC 豁免允许公司向此类投资者发行股票，而不必满足 SEC 公开上市公司的所有备案要求。一般而言，“获准投资者”主要是可以将资金投入对冲基金、独角兽公司、或者是高风险，高收益的私募股权市场。从理论上讲，这种分类是为了保护日常投资者免受掠夺性产品的侵害，但批评者指出，这种豁免措施仅有助于富人变得更富裕，同时又禁止主要街道投资者形成财富。

提议修改数十年以来对“获准投资者”的定义，以允许更多个人购买私人公司的股票。SEC 表示，希望个人投资者能够拥有更多接触非上市公司的机会，但这也引发了一些人的担忧，他们认为，即使是经验丰富的投资者也很难发现非上市公司的问题。

修改方案重点内容：

提案将基于专业知识、经验或证书增加新的合格自然人类别。此外提案还将增加新的实体类别，包括投资超过 500 万美元的所有实体。具体而言，对“获准投资者”定义的修改包括以下内容：

在定义中增加新的类别，以允许自然人根据某些专业证书和头衔（例如金融牌照 Series 7、65 和 82，或经认可的教育机构颁发的其他证书）成为“获准投资者”；

对于私募基金的投资，将根据个人作为基金“知识型员工”的身份增加一个新类别；

将符合一定条件的有限责任公司、注册投资顾问和农村商业投资公司（RBIC）添加到当前的“获准投资者”实体类别中；

任何“投资”超过 500 万美元（且该“投资”并非为要约证券专门设立）的实体（包括印度部落）将成为“获准投资者”的新增类别，此处“投资”一词从《投资公司法》第 2a51-1（b）条的规定；

管理着至少 500 万美元资产的“家族办公室”及其“家族客户”将成为“获准投资者”的新增类别，此处“家族办公室”和“家族客户”从《投资顾问法》的规定；

在“获准投资者”的定义中添加“配偶等效项”一词，配偶等效项可以汇集其资金成为“获准投资者”。

从上述内容来看，在本次提案中，SEC 提出的新标准不完全基于财富和收入，而是会综合考虑在私募股权方面拥有专业知识的个人；同时也进一步扩大了“获准投资者”中实体含括的范围，增加了“投资超过 500 万美元”的实体这一笼统类别。

简评：

目前 SEC 尚无法确定在新规定下将新增多少“获准投资者”，不过表示不太可能增加很多。但即使如此，不可否认的是，若该新规得以通过，美国私募发行中“获准投资者”的范围必将得到一定程度的

扩大。它除了使富有的投资者能够参与私募证券活动外，也能使具有充分投资经验与专业知识、能够理解和把握私募证券活动价值与风险的投资者参与进来，鼓励其积极参与私募证券活动，尤其是中小企业和初创企业的私募证券活动。

不过，虽然 SEC 此举有利于进一步刺激美国中小企业市场的活力，但也存在一定的争议。正如前文所述，即使是经验丰富的投资者也很难发现非上市公司的问题，因此有必要在“获准投资者制度”的基础上，再辅之以投资者适当性制度的实施，即在投资者准入门槛之上，再施加一层发行机构的保护职责。因此，要统筹考虑“获准投资者制度”和投资者适当性制度的协调和完善，二者综合发力，才更有助于市场风险防控和投资者利益保护。

在我国，当前“投资者适当性管理制度”已初具雏形，但相较美国完备的制度安排，仍存在监管部门标准不统一、标准细化程度不够等问题。因此，我国的证券市场可借鉴美国的经验，建立分层统一的投资者认定标准体系，这样，不仅有利于监管，也能便利豁免注册发行操作，有利于中小企业利用资本市场。

（简评部分代表个人观点）

【总部规划发展部：刘宁宁】

信息来源：

www.sec.gov

美国证监会推进市场数据计划的管理改进

当前，美国证券交易委员会（SEC）正就国家市场体系（National Market System, NMS）治理现代化计划征求公众意见。该计划是旨在生成公共的综合性股票市场数据，以及从交易场所传播交易和股票报价信息而设计的。

美国证券交易委员会主席，Jay Clayton 表示：市场数据管理改进的计划是美国实现其国家市场体系现代化的重要一步。不仅如此，美国证监会就有关股票市场结构和市场数据的获取途径问题，以及如何完善市场结构以确保其市场继续以最佳方式为投资者的利益服务，广泛征求市场意见。Clayton 还指出，对于市场数据管理计划的推进也是为了解决有关市场数据传播对美国市场效率和公平影响的问题。

美国证监会的此次举措也使得美国的证券交易所和美国金融业监管局（FINRA）向其提交一份新的 NMS 计划，该计划主要关注点在于提高市场透明度，解决现有 NMS 计划的治理结构中暴露出的利益冲突及其他相关问题。SEC 的市场数据议题涉及到了的具体治理条款，SEC 初步认为此次的管理改进意见能有效解决市场现行的问题。同时，当 SEC 在结合市场意见后发布相关市场指令后，NMS 计划的参与者将被要求提交一份新的计划，而这些计划将在 SEC 对新的市场数据管理计划仍将接受市场的意见，之后再由 SEC 做出决定性的行动。

美国市场中数以百万计的普通投资者，无论是个人还是集体，无论是通过共同基金还是养老基金，都将他们的储蓄资金投资于股票、

证券。国家市场系统（NMS）是市场中进行的投资定价和交易的系统，而 NMS 的关键组成部分就是这次的新市场数据管理计划。这也意味着，市场的发展已经引起了人们对现有的股票市场数据计划是否能够恰当地履行其法定目的的担忧。美国证监会的拟定市场意见指出，当前的市场治理结构是根据前期的 NMS 市场反馈制订的，而这一市场治理结构使得股票市场形成完整的数据反馈机制延缓，同时暴露出当前市场数据计划的反馈中包含的信息也少于控制 NMS 计划大部分投票权的市场参与者所提供的专有市场数据反馈机制所反馈的信息量。

不仅如此，美国证监会针对计划参与新 NMS 的市场数据管理计划的参加者及其对现有计划提出的修订建议，向市场寻求意见。由此拟议的修正案旨在解决市场各方利益冲突和保护市场机密信息。美国证监会还会就拟议的修订，以及修订的条例是否充分处理了上述问题，征求市场意见。

简评：

美国 NMS 系统是 2008 年金融危机后，旨在建立统一的全美市场系统，解决证券市场分割，并提供最优报价机制的系统。而此次的修订计划则是针对 NMS 系统下的市场数据管理机制进行改进，数据管理机制一方面涉及数据信息的质量，另一方面涉及了数据报送的效率。从 SEC 对 NMS 计划的修订态度来看，转变新的数据管理机制很大层面也有让市场参与者配合监管的意图，由此能在很大程度上提升市场的统一性和透明度。

从国际上来看，市场数据信息管理层面，美国正在推进 NMS 系统

的市场数据管理计划，欧洲通过 MiFID 法案强化欧洲金融机构的交易数据报送。在加强交易数据报送和市场信息透明化浪潮中，我国证券市场也应该尽快建立起相应的市场数据收集、报送机制，设立相应的市场数据汇总流转设施，畅通整个市场运行链条的信息通道。跟上全球资本市场信息透明化的浪潮，一方面有助于国内市场的效率和监管，另一方面也有助于对标国外成熟资本市场，推进对外开放。

（简评部分代表个人观点）

【总部规划发展部：冉砥中】

信息来源：

www.sec.gov