

总第85期

证券登记结算境外动态

2020年第1期



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

2020 年第 1 期

证券登记结算境外动态

主办单位：规划发展部

出刊日期：2020 年 4 月 2 日

目 录

- ◇美国证券交易委员会提议修改证券豁免发行框架.....(1)
- ◇台湾证券市场全面实施盘中逐笔交易制度.....(6)
- ◇IOSCO 发布对加密资产交易平台（CTP）的监管指导文件.....(9)
- ◇美国 SEC 提案改革市场数据规范.....(13)

美国证券交易委员会提议修改证券豁免发行框架

2020年3月4日，美国证券交易委员会（SEC）提议，根据1933年《证券法》对豁免框架进行修订，以协调、简化并完善框架，从而促进资本形成，同时保留并加强重要投资者保护。

SEC主席Jay Clayton表示，“许多新兴公司，从寻找种子轮资本的早期初创企业到即将上市的公司，都使用豁免发行规则以寻求关键资本，扩大就业与业务。而当前豁免发行框架过于复杂，给众多参与者带来了困惑。特别是对中小企业而言，他们资源有限却还需要花费巨额成本来理解我们的规则。这次提案将建立一个更为合理的框架，帮助企业更妥善地利用资本，同时也保持并加强重要投资者保护。”

根据提议，该修改方案将简化并改进豁免框架，包括缩小不同豁免方式之间的差异，协调统一某些方面（如有关披露和资格要求）的规定；同时还将制定广泛适用的规则，以便发行人在不同豁免方式中进行转换。从总体来看，提议的规则注重降低发行框架中的障碍，有助于市场参与者应对发行过程，从而为投资者、企业家和经验丰富的发行人带来利益。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。

提议背景

正如上文所述，在美国大多数企业家和新兴企业，从寻求种子轮资本的初创企业到即将上市公司，都通过《证券法》规定的豁免发行

框架募集资金。但是豁免发行的范围随着法律及 SEC 规则的发展也在不断演变，直到今天，发行框架已经变得十分复杂，包括了各种不同的豁免要求和条件，给众多发行人带来了极大的困惑。

因此，2019 年 6 月，SEC 发布了概念公告，就简化、协调并完善《证券法》规定的豁免发行框架征求公众意见。而此次 SEC 的提案很大程度上是基于概念公告所获反馈而成。拟议的规则针对过去几十年来“拼凑而成”的系统做了全面审查，旨在解决豁免发行框架中的不足和复杂性，从而便利发行人获得资本、投资者获得投资机会。

提议重点内容

根据 SEC 发布的消息，提案将发布一项广泛适用的规则，使发行人从一种豁免方式转到另一种豁免方式，并最终转至注册发行，这将为发行人募集资金提供更多确定性；提高《A 条例》、《合规众筹条例》和 504 规则的发行限额，并修改某些个人投资限额；制定清晰、一致的规则，规范投资者与发行人之间的沟通，从而为发行人提供更多确定性，并保护投资者，具体包括允许发行人在确定出售证券使用的豁免条款之前，使用一般性的利害关系材料进行演示；统一个别披露和资格要求以及有关剥夺不良行为者资格的规定，以减少豁免条款之间的差异。具体而言，提议包括以下重点修改内容：

一. 修改豁免条例中规定的发行和投资限额

《A 条例》（Regulation A）：

1、将《A 条例》中第二级别（Tier 2）的最高发行额从 5000 万美元提高至 7500 万美元；

2、将《A 条例》中第二级别的二级销售最高发售额从 1500 万美元提高至 2250 万美元。

《合规众筹条例》（Regulation Crowdfunding）：

1、将《合规众筹条例》的发行上限从 107 万美元提高至 500 万美元；

2、通过以下方式修改《合规众筹条例》中投资者的投资限额：不对合格投资者施加任何投资限制；修订非合格投资者的投资限额计算方法，使其能够使用年收入或净值的数额较大者。

《D 条例》504 规则（Rule 504 of Regulation D）：

1、将最高发行额从 500 万美元提高至 1000 万美元。

二. 修订有关“试水”和“演示日”交流的规定

1、拟议的规则将允许发行人在确定出售证券使用的豁免条款之前，使用一般性的通用利害关系材料来“试水”。

2、拟议的规则将允许《合规众筹条例》中的发行人在以类似现行《A 条例》中的方式向 SEC 提交要约文件前，进行“试水”。

3、拟议的规则规定个别“演示日”交流将不被视作一般性招标或广告。

三. 修正《A 条例》和《合规众筹条例》中的资格限制

修正方案提出修订《A 条例》和《合规众筹条例》的资格限制，允许使用某些特殊目的工具（SPV）来促进《合规众筹条例》发行人的投资，并且将限制《合规众筹条例》下发售的证券类型。

四. 修改“合并”（integration）框架

“合并”（integration）的立法意图在于限制发行人利用豁免规则同时或者在一定时间内进行多次发行，以规避发行注册程序。假使某发行人将本属于同一融资计划的发行进行拆分，使之分别符合不同的豁免条款，从而规避注册登记，那么监管机构就会对相关的发行予以“合并”，发行人将无法享受原先的豁免条款¹。当前，美国《证券法》下的注册和豁免发行“合并”框架包括一系列的规则和 SEC 指南，用以确定多次证券交易是否属于同一发行。

SEC 提议修改“合并”框架，以更为清晰地做出判断。具体而言，SEC 提议建立统一通用的“合并”原则，该原则将着眼于发行的特定事实和情况，并集中分析发行人能否证实其每次发行符合《证券法》的注册要求，或者某一特定发行符合注册豁免。另外，SEC 还提出了四个非排他性的安全港。

简评：

根据美国《证券法》的规定，企业每一次发行和出售证券都必须在 SEC 进行登记备案，除非可以获得豁免登记。但从《证券法》的目的来看，登记既不是必要手段，也不是最有效的手段。鉴此，《证券法》规定了若干豁免其登记要求的规定。从美国 SEC 此次提议修改豁免发行框架来看，并结合美国豁免制度的历史演变，我们可以发现自 08 年金融危机后，美国的豁免标准趋于宽松化变动，这反应了美国政府试图通过放宽对私募的监管，缓解中小企业的融资压力，以创造更多的就业机会，促进经济发展。

¹参考《美国上市公司私募的法律监管》，孙景新，2012

此次修订提议尤其值得注意的是 SEC 建议“将《D 条例》504 规则下的最高发行规模从现有的 500 万美元提高至 1000 万美元”。而在美国，加密货币领域的许多豁免都属于该 504 规则之下。因此，通过发行加密货币来筹集资金的初创企业也适用于此条款。根据提议的规则更改，发行加密货币的相关企业可以从未经认证的投资者那里筹集的最大金额在 12 个月内将从 500 万美元增加到 1000 万美元。这意味着 SEC 此举提案若得到通过，美国的加密货币市场或有望得到进一步扩大。

反观我国目前的证券发行市场，最新的《证券法》修订草案提出在互联网众筹、小额发行、员工持股计划和合格投资者方面可以按规定豁免。这对于我国在构建证券发行豁免注册制度上的探索具有重大突破性意义。未来，我国可以进一步借鉴美国豁免发行制度的经验，完善证豁免注册制度的实施细则，并实现各豁免制度之间的互通性与灵活性。

（简评部分代表个人观点）

【总部信息管理部：孙铭谦】

信息来源：

www.sec.gov

台湾证券市场全面实施盘中逐笔交易制度

为提高交易效率并与国际接轨，台湾金融监督管理委员会（以下简称“金管会”）与台湾证券交易所（以下简称“台交所”）、台湾证券柜台买卖中心（以下简称“柜台中心”）、台湾证券商公会，共同推进台湾证券市场交易制度改革。从2020年3月23日开始，台交所和柜台中心同时对盘中时段（9：00-13：25，中午不休市）所有证券品种全面实施逐笔交易，开收盘时段仍维持集合竞价交易。

“逐笔交易”即为实时撮合成交的连续竞价交易。目前全球通行的交易方式主要包括连续竞价、集合竞价、做市商报价、以及连续竞价和做市交易并行的混合交易制度。目前，我国沪深交易所的大部分业务采用连续竞价交易，少量品种引入了做市交易方式；新三板市场的创新层和基础层采用集合竞价或做市交易方式，拟推出的精选层采用连续竞价交易。交易方式的选择既有赖于市场发展的程度，也会对市场发展产生深远影响。

在本次改革之前，台交所和柜台中心主要采用集合竞价交易，存在交易效率较低、不符合国际通行做法等问题。台湾金管会于2008年开始推动交易制度改革。为了使投资者逐步适应交易方式的转变，台交所和柜台中心采取了三步走的实施策略：第一步，2010年6月将盘中时段的权证交易改为逐笔交易；第二步，2013年7月将其他品种的集合竞价撮合频次由20秒调整为15秒，后于2014年2月和2014年12月，进一步调整为10秒及5秒；第三步，即2020年3月

的本次改革，将其他品种均调整为逐笔交易。本次交易制度改革除了交易方式调整之外，还配套实施了新增三类委托报单种类、新增瞬间价格稳定机制等措施。

台交所和柜台中心的结算机构均为其内设部门。在本次交易改革中，后台业务没有做调整，暂时还没有关于后台业务影响的通知和新闻。

简评：

为促进新三板市场发展，全国股转公司持续推进交易制度改革。2019年12月开始实施新的《股票交易规则》，新设的精选层实施连续竞价交易方式，已有的创新层和基础层的集合竞价撮合频次分别提高5倍。

与台湾本次交易制度改革对后台业务影响不大有所不同，新三板市场在进行本轮交易制度改革的同时，同步推进分层制度、发行制度等一系列基础制度改革，可能对我国多层次资本市场的整个业态产生一定变化。具体而言，投资者和发行人的参与度、交易活跃度可能大幅改观，公募基金、QFII等新的投资者即将入市，随之会新增相应的交易结算模式，交易结算资金量也可能有所增加等。可以预见，本轮新三板改革措施全部落地后，会对后台业务产生诸多影响。中国结算北京分公司充分做好业务技术准备工作的同时，还应提前研判和密切关注登记结算业务变化，并及时采取应对措施。

（简评部分代表个人观点）

【北京分公司结算业务部：邱杨 曾娟】

信息来源:

<https://www.tpex.org.tw>

IOSCO 发布对加密资产交易平台（CTP）的监管指导文件

2020年2月12日，国际证监会组织（IOSCO）正式发布《与加密资产交易平台有关的问题、风险和监管关键考虑》（以下简称“报告”）。该报告描述了迄今为止 IOSCO 发现的与加密资产交易平台（crypto-asset trading platforms, CTP）有关的问题和风险，并列出了解决这些问题的关键考虑和工具包，以帮助各国监管机构在现有监管框架范围内评估 CTP 的风险、并对其加强监管。

该报告对“加密资产”的定义为：加密资产是一种主要基于密码技术、分布式账本技术（DLT）或类似技术的私人资产，所运用的技术是该资产的公认价值或内在价值的一部分；它可以代表一项资产，例如货币、商品、证券、以及商品或证券的衍生品。

报告认为，与 CTP 监管有关的许多问题，在传统的证券交易场所亦较为常见，但 CTP 采用的商业模式或许会加剧这些问题。如果一国的监管机构认定加密资产属于其监管的证券范畴，应遵循基本的证券监管原则，可参考 IOSCO 的纲领性指导文件《证券监管的目标和原则》及《评估方法》（IOSCO Principles and Methodology）。

本报告共六个部分，主体是第四部分“关键考虑”。监管 CTP 的关键考虑包括以下八个方面：（1）加密资产交易平台的准入标准及流程；（2）参与者资产保全；（3）利益冲突的界定及管理；（4）业务操作的透明度；（5）市场规范，包括 CTP 的交易规则、以及如何制定和执

行这些规则；（6）价格发现机制；（7）技术，包括系统韧性及网络安全；（8）清算和交收。上述前七项关键考虑均附带了工具包，列示了监管机构评估 CTP 时应评估的具体要素。

关于第八个方面“清算与交收”，报告认为，一些平台可能不通过第三方、而是自行提供清算服务，在此情况下，因缺乏中介机构的参与、且允许参与者直接转移资产，平台自身清算系统的准确性尤为重要。同样地，厘清 CTP 的交收业务也应引起足够重视。因 CTP 采用特定的技术和交易模式，传统证券交收机制是否必要、是否可用于确认加密资产所有权的转移，这些问题可能尚未达成共识。例如，当分布式账本的交易记录可能发生变化时，交收最终性如何确定？当加密资产在平台交易后，法律上认定资产所有权何时转移？CTP 应在其规则和流程中明确，当资金和资产处于交收过程时，各方的权利义务关系如何；若此时发生黑客成功篡改分布式账本记录等意外情况，谁应承担 responsibility。《证券监管的目标和原则》第 38 条（证券结算系统 SSS 和中央对手方 CCP 应遵循相关监管要求，以确保公平、有效、高效，并降低系统性风险）可对 CTP 的清算交收安排提供原则性指导。

IOSCO 于 2019 年和 2020 年连续两年将加强 CTP 监管列为年度重点工作。为编制这份报告，IOSCO 对其成员（主要是各国的证券监管部门）关于 CTP 的监管措施进行了调研，并于 2019 年 5 月发布了咨询报告。2019 年 6 月，IOSCO 将咨询报告呈交二十国集团（G20）大阪峰会，G20 对国际组织推进该项工作给予了肯定。2020 年 2 月发布的正式报告采纳了相关方面的反馈意见，并在附件中总结了对各国监

管实践的调研成果。IOSCO 表示，将密切关注加密资产市场的发展，以确保报告中列出的问题、风险和关键考虑具有持续的指导意义。

简评：

近年来，以区块链为代表的分布式账本技术（DLT）迅猛发展，出现了比特币、以太坊等加密资产，并催生出了众多加密资产交易平台（CTP），以及首次代币发行（ICO）等新兴融资模式。因加密资产不由货币当局发行，不具有法偿性与强制性等货币属性，加之其价格波动剧烈、初期监管缺失，导致乱象丛生。随着全球加密资产的种类、交易平台数量的爆发式增长，越来越多国家的监管机构开始关注和监管该领域，IOSCO 等国际组织也开始研究和发布指导性文件。

我国在 2017 年 9 月，由人民银行牵头七部委发布《关于防范代币发行融资风险的公告》，叫停代币发行融资及加密资产交易活动。2019 年 11 月人民银行发布的《中国金融稳定报告（2019）》显示，2018 年以来，我国 173 家加密资产交易及代币发行融资平台已全部实现无风险退出。

从国际上来看，加密资产市场的发展势不可挡。建议我国以更加积极包容的态度关注境外市场发展，研究该领域的风险和应对策略，并参与制定相关国际标准。待市场时机成熟时，适时放开政策限制，制定更适合我国国情的监管措施。

（简评部分代表个人观点）

【北京分公司结算业务部：何旭 曾娟】

信息来源:

<https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS556.pdf>

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD649.pdf>

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3927456/index.html>

美国 SEC 提案改革市场数据规范

美国证券交易委员会(SEC)于 2020 年 2 月 2 日在官网发布消息,为更好地满足当今股市中投资者的多样化需求,适应科技的发展,提议修改全国市场系统(National Market System, NMS)市场数据规则草案,开放竞争者加入处理市场数据的行列。自 20 世纪 70 年代末美国推出 NMS 规则以来,SEC 至今没有对市场数据部分内容进行过大幅调整,此次允许竞争者的加入,将会影响到 NMS 的结构,从而使得所有的市场参与者(包括投资者)均可以访问 NMS 市场数据并从中获益。

SEC 主席 Jay Clayton 认为,本次提案主要目的在于改善市场数据的质量,提高资料获取的容易程度,也是在为股票市场监管结构现代化铺路。目前 NMS 市场数据的内容以及收集、整合和传送数据的技术都远落后于交易所提供的数据产品和系统。新提案扩充这些数据的内容并引入竞争者,可以提高数据的透明度,确保市场上各种参与者都能获得更详尽的市场数据。

一、目前的市场架构

1975 年通过的 NMS 规则,对美国股票报价和交易数据的收集、整合、发布均进行了规范。根据 NMS 股权数据计划(Equity Data Plans),美股目前采取集中化的数据整合发布模式:美国的交易所和金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)等自律组织(SROs),必须依据 NMS 规范将指定市场数据提供给特定

的证券资讯处理器 (Securities Information Processors, SIP), 再由 SIPs 整合市场数据后, 对公众公布全国最佳报价(national best bid and offer, NBB0)及实际买卖等 NMS 市场数据(NMS market data)。这种市场交易架构, 可以有效地执行交易、获取即时报价和实现订单最佳执行。

二、市场的发展

自 20 世纪 70 年代末全国市场系统首次实施以来, 美国的股票市场始终是非常活跃的, 但是随着科技的进步, 交易速度、交易成本和交易方式均不断发展, 交易订单传输的路径也逐渐多样化, 而交易是否获利和获利的多少与市场数据是否即时和多样化有着很大的相关性。在这种发展趋势和竞争压力下, 各交易所均不断研究推出比 NMS 市场数据更先进的数据系统, 提供的数据的质量越来越高, 这使得 SIP 的数据与交易所直接提供的市场数据相比, 即时性和数据内容的质量都有较大差距。

三、SEC 市场数据改革方案

SEC 认为 NMS 市场数据的内容以及收集、合并和传播市场数据的模型没有跟上科技和市场的发展, 且 NMS 市场数据可能不再满足市场上众多投资者、经纪交易商和其他市场参与者的需求。因此, 此次修改提案, SEC 提供了两种具体的解决方案。

一是需要扩充 NMS 市场数据的内容, 例如: (1) 针对高价股票, 改成以每股为单位揭露资讯, 而不是用每交易单位; (2) 公布最佳报价 (NBB0) 以外的委托单价信息以使投资人了解市场深度; (3) 公开

收盘集合竞价的委托单价信息。

二是采用分散式的资料整合发布模式，引入市场竞争者——“数据整合竞争者”（competing consolidators），不再只有特定的 SIP 模式。所有的自律组织需要准备两种类别的资料：一类是提供给引入的市场数据整合竞争者的市场数据，另一类是提供给证券自营商等主体以供其内部自行使用地相关市场数据。目前已注册的自律组织和非自律组织（如市场金融创新类主体）都可以作为市场数据整合竞争者，自律组织的市场数据整合竞争者由于已注册登记，不需要再向 SEC 重复登记，而非自律组织竞争数据整合者则需要登记，为此 SRC 也拟定了专门的 614 规则对相关事项进行规定。同时在 SCI 条例中，要求所有参与市场数据处理的主体，都需要确保其数据有即时性、准确性、可靠性和公平性。

NMS 法规制定的初衷，在于建立统一的全美市场系统，提高市场的效率和透明度。但是自 1975 年 NMS 的市场数据规范制定以来，SEC 尚未对数据规范相关草案进行较大幅度地调整，这使得纽约交易所和纳斯达克交易所一直掌握着市场数据，近年来市场各方均希望修改这一规范，破除交易所对市场数据的垄断。此次 SEC 提出修改相关规则，将给市场带来很大的影响。一是采用分散式的资料整合发布模式，引入“市场数据整合竞争者”取代以往特定的 SIP 模式，可以突破现有的集中化资料整合模式，迎合了市场的需求；二是减少了 NMS 市场数据与交易所私有数据产品及系统之间的差距，有利于改善 NMS 的数据质量，提高市场数据的获取容易程度；三是引入竞争者，首度破除交

易所垄断，可以提高市场数据的透明度，为美国股票市场监管结构现代化铺路。

当然改革 NMS 草案也会带来一定的挑战，根据纳斯达克和纽交所对该提案的评价，改革可能带来一定的负面影响：一是潜在的利益冲突可能会影响市场数据整合竞争者处理资料的中立性；二是改革草案将使得交易所不再唯一对投资人承诺委托单最佳执行义务（the Duty of Best Execution），且快速去中介化可能会影响市场的稳定。

简评：

对于任何市场，保持其有效运作的基本条件是竞争，我国证券市场之间的竞争更多体现在一级市场对上市资源的竞争上，而美国证券市场竞争不仅包含上市资源的竞争，也包含了订单在二级市场上对市场份额的直接竞争，市场中心不仅从扩大的交易量中获益，而且也能在数据收入分配中获得更多的利益。例如 SEC 此次修订 NMS 规则，将对纽交所和纳斯达克交易所对市场数据的垄断局面造成冲击，市场竞争将允许大量的金融科技创新主体涌入数据市场，而这些创新力量的加入，为投资人提供了低成本交易公平定价证券的可能性。对我国来说，目前我国资本市场逐渐走出了相对封闭的市场环境（如“沪港通”、“沪伦通”、H 股“全流通”的实现），未来在逐步开放市场的基础上构建充满活力的二级市场竞争机制，可以推动交易市场积极降低交易系统的运维成本，促进市场快速提高交易系统的性能，使得市场能够不断降低投资者的交易成本，从而有利于提高我国资本市场的国际竞争力。

(简评部分代表个人观点)

【总部登记存管部：马悦】

信息来源：

www.sec.gov