

美国取消 SEC 监管规则中评级参考的过程解析

2023 年 11 月 21 日

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

李莹
lix@cspengyuan.com

主要内容:

2023 年 6 月，美国证券交易委员会（简称美国 SEC）对 Regulation M 做出修订，取消了其中对于信用评级的参考。这是 2008 年之后美国 SEC 第六次以取消评级参考为目的的规则修订。至此，美国 SEC 在其职能范围之内已全部取消了涉及评级参考的监管规则，满足了《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》Section 939A 关于联邦机构取消评级参考的要求。本报告回顾了 2008 年以后美国 SEC 历次取消评级参考的过程，研究 SEC 在修订时以何种方式来替代对 NRSRO 评级的参考。

更多研究报告请关注“中证鹏元”
微信公众号。



独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

请务必阅读正文之后的免责声明

一、美国 SEC 第一批取消评级参考的规则

2008 年之后，美国 SEC 就着手启动规则修订工作，旨在取消有关规则中涉及评级参考的内容。首批修订的规则有《1934 年证券交易法》下的部分规则（包括第 3a1-1 号规则；Regulation ATS 中的第 300 号、第 301(b)(5)号、第 301(b)(6)号规则；ATS-R 表格和 PILOT 表格）以及《投资公司法》下的部分规则（包括第 5b-3 号规则和第 10f-3 号规则）。修订后的规则从 2009 年 11 月 12 日起生效。

1. 《1934 年证券交易法》下的部分规则修订

（1）第 3a1-1 号规则

第 3a1-1 号规则是关于交易系统注册成为证券交易所的豁免规定及其例外规定。根据该规则，美国 SEC 可能会要求具有主导地位的另一类交易系统注册成为证券交易所。在修订前，第 3a1-1 号规则规定了 8 类证券（其中包括投资级和非投资级公司债券证券），另类投资系统（简称 ATS）可能在其中任何一类证券领域中获得主导地位。在解释投资级与非投资级公司债券证券之间的差异时，第 3a1-1 号规则参考了 NRSRO 的评级结果。修订后的规则取消了关于投资级和非投资级公司债券证券的表述，以“公司债券证券”作为替代。

（2）Regulation ATS 中的第 300 号、第 301(b)(5)号、第 301(b)(6)号规则

第 300 号规则是关于 Regulation ATS 中相关概念的界定，其中包括对于投资级与非投资级公司债券证券的界定。第 301(b)(5)号规则就 ATS 的公平访问提出要求，公平访问准则中提及五大证券类别，其中包括投资级与非投资级公司债券证券。第 301(b)(6)号规则要求在五大证券类别中任何一个类别里，交易量超过特定阈值的 ATS 遵守自动化系统的容量、完整性与安全性准则。上述三个规则的修订方式与第 3a1-1 号规则的修订方式相似，取消关于投资级和非投资级公司债券证券的表述，以“公司债券证券”替代。

（3）ATS-R 表格和 PILOT 表格

ATS 表格和 PILOT 表格是每季度向美国 SEC 上报信息所使用的表格，上报的信息包括在各类证券类别下的交易活动信息。修订前的表格中使用投资级和非投资级公司债券证券的证券分类方式，修正后统一为“公司债券证券”，因此，就无需再参考 NRSRO 的评级结果。

2. 《投资公司法》下的部分规则修订

（1）第 5b-3 号规则

根据第 5b-3 号规则，Refunded Secutity 是一种特殊的债务证券，其本息的偿付是通过出售托管账户内的美国政府证券来支付。在符合特定条件的前提下，允许一个基金出于满足多样性要求的目的而将其购买的 Refunded Secutity 视为被托管的政府证券。其中一个规定的条件是要求独立会计师出具证明，证明发行人破产不会影响通过托管账户向证券投资者进行偿付。但是，经 NRSRO 评级获得最高信用等级的 Refunded

Security 可以豁免上述条件。修订后的第 5b-3 号规则直接取消了这一豁免情形。

(2) 第 10f-3 号规则

《投资公司法》的第 10(f)条规定，如果证券承销商与注册基金存在某些关联，或者投资顾问在证券承销期间或销售辛迪加存在期间担任主承销商，则禁止注册基金在已知的情况下购买相关证券。该禁令旨在防止向关联基金抛售滞销的证券。第 10f-3 号规则提出在满足特定条件的前提下，上述禁令可放松，其中关于合格市政证券的要求中涉及到评级参考，从至少一家 NRSRO 处获得投资级评级的市政证券可视为合格市政证券，如果发行人连续经营不足三年，则需要信用评级在最高三个等级之内才可被视为合格市政证券。修正后的规则取消了对评级的参考，重新界定了合格市政证券，将其定义为具有充分流动性的市政证券，在合理的短时间内能够以其账面价值或接近账面价值出售，另外，合格市政证券还需满足下面两个条件之一：

(1) 信用风险不超过中度；(2) 如果发行人或提供偿付资金的实体连续运营时间不超过三年，则信用风险应极小或者低度。SEC 要求基金的董事会审批基金购买证券的流程及其变更，并且每个季度审核基金购买证券的情况来确保合规。SEC 指出，在制定合格证券购买流程时，基金的董事会可以将第三方提供的评级、报告、分析、观点和其他评估内容纳入到考量范围，但是不能仅仅依赖 NRSRO 的评级来代替基金董事会执行的评估。

二、美国 SEC 第二批取消评级参考的规则

2011 年 7 月 27 日，SEC 发布第二批取消评级参考的规则，包括：《1933 年证券法》下 S-3 表格、F-3 表格、S-3 表格的一般说明 I.B.5.、F-9 表格、S-4 表格、F-4 表格、第 138 号规则、第 139 号规则、第 168 号规则、第 134(a)(17)号规则；《1934 年证券交易法》下 Schedule 14A。其中，有部分修订规则的生效日期是 2011 年 9 月 2 日，另一部分修订规则的生效日期是 2012 年 12 月 31 日。

1. S-3 表格和 F-3 表格

根据 S-3 表格和 F-3 表格要求，注册者被准许注册不可转换证券一级发行的条件之一是，证券被至少一家 NRSRO 评为投资级。修订后的 S-3 表格和 F-3 表格中，删除了对 NRSRO 评级参考的规定，替代标准是以下四个条件之一：(1) 发行人在过去三年中（截至提交登记注册声明前 60 天内）发行了至少 10 亿美元的不可转换证券（非普通股，根据《1933 年证券法》注册）；(2) 发行人存续（截至提交登记注册声明前 60 天内）的不可转换证券（非普通股，根据《1933 年证券法》注册）至少 7.5 亿美元；(3) 发行人是知名成熟发行人的全资子公司；(4) 发行人是 REIT 的多数股权经营合伙企业，REIT 符合知名成熟发行人资格。

2. S-3 表格的一般说明 I.B.5.

修订前的说明中包含投资级证券的界定，修订后的说明直接删除了相关内容。

3. F-9 表格

F-9 表格原本用于特定的加拿大发行人依据《1933 年证券法》注册投资级债务或投资级优先股。经过 SEC 的综合考虑，在修订过程中决定将 F-9 表格取消。

4. S-4 表格、F-4 表格、第 138 号规则、第 139 号规则、第 168 号规则以及 Schedule 14A

修订后的 S-4 表格、F-4 表格、第 138 号规则、第 139 号规则、第 168 号规则以及 Schedule 14A 采取与 S-3 表格相同的处理方式，以新的替代标准来取代评级参考。

5. 第 134(a)(17)号规则

第 134(a)(17)号规则允许某些通信中披露已经授予的或预期授予的信用评级。SEC 在修订过程中将该规则删除，理由是其与《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》Section 939A 的目标不符。

三、美国 SEC 第三批取消评级参考的规则

2013 年 12 月 27 日，SEC 发布第三批取消评级参考的规则，包括《投资公司法》下第 5b-3 号规则和 N1-A 表格、N-2 表格、N-3 表格。修订后的规则从 2014 年 2 月 7 日期生效。

1. 第 5b-3 号规则

根据第 5b-3 号规则，除其他要求之外，如果回购协议的抵押品完全由特定的四类资产组成，那么将其视为“充分抵押”。这四类资产包括：（1）现金；（2）政府证券；（3）在回购协议达成时被“必要 NRSROs”评级为最高信用等级的证券；（4）经基金董事会或其代表确定，与被“必要 NRSROs”评级为最高信用等级的证券具有对等信用质量的未评级证券。其中，必要 NRSROs 的意思是对发行人所发行的证券授予评级的任何两家 NRSROs，或者如果在投资公司购买该证券时仅有一家 NRSRO 对证券授予评级，那么必要 NRSROs 指的是授予评级的 NRSRO。修订后的规则删除了与 NRSRO 评级参考相关的内容，以新的信用质量标准来代替原来的标准。修订后，除了现金和政府证券之外，满足条件的证券还包括在回购协议达成时被基金董事会或其代表确定符合下列条件的证券：（A）回购协议抵押证券的发行人具有极其强大的能力来履行债务；（B）流动性充分，在 7 日内可按正常业务流程以账面价值左右的价格出售。

2. N1-A 表格、N-2 表格、N-3 表格

修订后的 N1-A 表格、N-2 表格、N-3 表格，对于选择在投资组合相关图表中描述信用质量分类信息的基金，不再要求它们使用 NRSRO 的信用评级。这些基金可以选择替代的信用质量分类（不可以基于 NRSRO 信用评级）来进行描述，例如，可以选择使用内部信用评估结果。同时，修订后的规则还要求，无论采取何种信用质量分类，基金必须提供关于信用质量确定方法的描述。

四、美国 SEC 第四批取消评级参考的规则

2013年12月27日，SEC第四批修订的规则是《1934年证券交易法》下的Broker-Dealer（简称BD）财务责任规则（包含净资本规则；第15c3-1号规则的附件A、附件E、附件F与X-17A-5表格、附件G；第15c3-3号规则的表格A）以及第10b-10号规则。修订后的规则从2014年7月7日起生效。

1. BD 财务责任规则

（1）净资本规则

修订前的净资本规则下，从至少两家NRSROs处获得高评级的商业票据、不可转换债务和优先股的折减率相对更低。其中，对于商业票据，符合条件的评级是最高的三个信用等级之一；对于不可转换债务和优先股，符合条件的评级是最高的四个信用等级之一。修订后的规则取消了对NRSROs评级的参考。如果商业票据、不可转换债务和优先股有现成的市场，那么BD可以有两个选择：一是使用公司自身的书面制度和流程来确定证券是否只有极小的信用风险，若确实如此且符合第15c3-1号规则的其他条件，则可以适用较低的折减率；二是如果不能确定只有极小的信用风险，则适用较高的折减率。另外，如果商业票据、不可转换债务和优先股没有现成的市场，则采用100%的折减率。

（2）第15c3-1号规则的附件A

修订前的附件A，在界定主要市场外币时，参考了NRSROs的评级。主要市场外币是指主权国家的货币，该主权国家的短期债务被至少两家NRSROs评为两个最高的信用等级之一并且拥有大且稳定的银行间远期货币市场。修订后的附件A直接删除了对NRSROs的评级参考，定义的其他内容不变。

（3）第15c3-1号规则的附件E

修订前的附件E允许符合条件的BD使用NRSRO评级或内部信用评级来确定适当的对手方风险权重。其中第(c)(4)(vi)(A)款至第(c)(4)(vi)(D)款是基于NRSRO评级设置对手方风险权重的规定。修订后的附件E去掉了参考NRSROs评级的选项，符合条件的BD可使用内部信用评级来确定对手方风险权重。

（4）第15c3-1号规则的附件F与X-17A-5表格

因为第15c3-1号规则取消NRSRO评级参考，所以修订后的附件F也仅允许符合条件的BD使用内部信用评级来确定交易对手信用风险。类似地，X-17A-5表格中Part IIB的说明部分也做出了相应的调整。

（5）第15c3-1号规则的附件G

修订前的附件G中涉及信用风险的部分内容与附件E的内容相关联。由于附件E中涉及NRSRO评级参考的内容被删除，相应地，附件G中其关联的内容也被删除。

（6）第15c3-3号规则的表格A

根据表格A的附注G，如果抵押品所存放的清算机构或衍生品清算组织满足四个条件之一，那么BD

在准备金计算公司中可将抵押品计入借方。其中的一个条件是关于清算机构或衍生品清算组织的 NRSRO 评级要求。在修订后的表格 A 中，SEC 直接删除了这项条件，将原来的四个条件变为三个条件。

2. 第 10b-10 号规则

第 10b-10 号规则要求 BD 在证券（除美国储蓄债券或市政证券外）交易完成之时或者之前，以书面形式与客户确认交易相关事项。其中，第(a)(8)款要求如果债务证券（不包括政府证券）未经 NRSRO 评级，则 BD 应在书面通知中告知客户。修订后的规则直接删除了第(a)(8)款的内容。

五、美国 SEC 第五批取消评级参考的规则

2015 年 9 月 16 日，美国 SEC 发布第五批修订规则，进一步取消评级参考，这些规则包括《1933 年证券法》下的第 2a-7 号规则和 N-MFP 表格。新规则从 2015 年 10 月 26 日起生效。

1. 第 2a-7 号规则

修订前的第 2a-7 号规则，在界定货币市场基金可投资的合格证券时，大量参考了 NRSRO 的评级，并且要求货币市场基金投资的证券中有 97%被 NRSRO 评为最高等级的短期信用评级。修订后的规则，以替代标准来界定合格证券：剩余到期日在 397 天以内且经基金董事会确定信用风险极小的证券，董事会在确定信用风险水平时必须对证券的发行人或担保人履行财务义务的能力进行分析，分析中必须包括对发行人或担保人以下内容的考虑：（A）财务状况；（B）流动性来源；（C）对未来整个市场以及发行人或担保人特定事件做出反应的能力，包括在非常不利的情况下偿还债务的能力；（D）发行人或担保人所在行业在整个经济中的位置、相对于经济趋势的实力以及发行人或担保人在行业中的竞争地位。

2. N-MFP 表格

N-MFP 表格是货币市场基金每月向 SEC 上报投资组合信息所使用的表格。修订前的表格，要求披露投资组合中证券的评级及授予评级的 NRSRO。修订后的表格要求，如果基金董事会在确定证券的信用风险水平时如果参考了 NRSRO 的评级，那么才需披露 NRSRO 的名称及其授予的评级。

六、美国 SEC 第六批取消评级参考的规则

2023 年 6 月 7 日，美国 SEC 发布第六批取消评级参考的规则，包括《1934 年证券交易法》Regulation M 下第 101(c)(2)号规则、第 102(d)(2)号规则，此外还新增了第 17a-4(b)(17)号规则。修订后的规则自 2023 年 8 月 21 日起生效。

1. Regulation M 下第 101(c)(2)号规则

修订前的规则将“投机级不可转换证券和资产支持证券”作为第 101 号规则的豁免证券，在界定“投机级不可转换证券和资产支持证券”时，参考了 NRSRO 的评级结果。修订后的规则取消了评级参考，采取了

替代标准。对于不可转换证券，获得豁免资格的条件是由担任首席分销商的分销参与者依据结构化信用风险模型书面确定并记录的违约概率为 0.055% 或更低。对于资产支持证券，获得豁免资格的条件是根据 Form SF-3 有效储架注册声明发行的资产支持证券。

2. Regulation M 下第 102(d)(2)号规则

修订前的规则将“投机级不可转换证券和资产支持证券”作为第 102 号规则的豁免证券，在界定“投机级不可转换证券和资产支持证券”时，参考了 NRSRO 的评级结果。新规则采取了与第 101(c)(2)号规则相似的修订方式，对于不可转换证券和资产支持证券分别采取了新的替代标准。

3. 第 17a-4(b)(17)号规则

第 17a-4(b)(17)号规则是新增规则，结合前面对第 101(c)(2)号规则和第 102(d)(2)号规则的修订，该新增规则要求将确定违约概率的书面文件，作为 BD 应当予以留存的资料。

七、总结

综合来看，对于原规则中涉及 NRSRO 评级参考的内容，美国 SEC 的处理方式大体上有两种，第一种是直接删除涉及 NRSRO 评级参考的内容或者条款，第二种是采取新的替代标准。通过对替代标准的分析，我们发现，SEC 的主要导向是引导相关主体增强对内部信用风险评估的使用。比如，对于《投资公司法》下第 10f-3 号规则，SEC 新规则里采取“流动性+信用风险评估”方式替代评级参考，而信用风险评估的工作交由基金的董事会负责。又比如，对于《1934 年证券交易法》下净资本规则，SEC 新规则中要求 BD 使用自身的书面制度和流程来确定证券是否只有极小的信用风险。再比如，《1934 年证券交易法》下第 101(c)(2)号规则，SEC 要求担任首席分销商的分销参与者依据结构化信用风险模型书面确定并记录的违约概率。

表 1 美国分六批取消 SEC 监管规则中的评级参考

批次	生效时间	修订规则	处理方式
第一批	2009 年 11 月 12 日	《1934 年证券交易法》下第 3a1-1 号规则; Regulation ATS 中的第 300 号、第 301(b)(5)号、第 301(b)(6)号规则; ATS-R 表格和 PILOT 表格	删除有关投资级和非投资级公司债务证券的分类方式，统一为“公司债务证券”。
		《投资公司法》下第 5b-3 号规则	删除涉及 NRSRO 评级参考的豁免条款。
		《投资公司法》下第 10f-3 号规则	采取“流动性+信用风险评估”方式替代评级参考。基金的董事会对相关评估负责。
第二批	2011 年 9 月 2 日 / 2012 年 12 月 31 日	《1933 年证券法》下 S-3 表格、F-3 表格、S-4 表格、F-4 表格、第 138 号规则、第 139 号规则、第 168 号规则; 《1934 年证券交易法》下 Schedule 14A	采取新的替代标准（四个条件满足其一）。

		《1933 年证券法》下 S-3 表格的一般说明 I.B.5.	删除涉及评级参考的内容。
		《1933 年证券法》下 F-9 表格	删除该表格。
		《1933 年证券法》下第 134(a)(17)号规则	删除该规则。
第三批	2014 年 2 月 7 日	《投资公司法》下第 5b-3 号规则	采取“流动性+信用风险评估”方式替代评级参考。基金的董事会对相关评估负责。
		《投资公司法》下 N1-A 表格、N-2 表格、N-3 表格	采取替代的信用质量分类。
第四批	2014 年 7 月 7 日	《1934 年证券交易法》下净资本规则	使用 BD 自身的书面制度和流程来确定证券是否只有极小的信用风险，若确实如此且符合其他条件，则可以适用较低的折减率。
		《1934 年证券交易法》下第 15c3-1 号规则的附件 A、附件 E、附件 F 与 X-17A-5 表格、附件 G；第 15c3-3 号规则的表格 A；第 10b-10 号规则	删除涉及 NRSRO 评级参考的内容。
第五批	2015 年 10 月 26 日	《1933 年证券法》下第 2a-7 号规则	采取替代标准，由基金董事会负责信用风险判断。
		《1933 年证券法》下 N-MFP 表格	有关 NRSRO 评级信息，仅当基金董事会在确定证券信用风险过程中参考 NRSRO 评级时才填写。
第六批	2023 年 8 月 21 日	《1934 年证券交易法》下第 101(c)(2)号规则	对于不可转换证券和资产支持证券，分别采取新的替代标准。
		《1934 年证券交易法》下第 102(d)(2)号规则	对于不可转换证券和资产支持证券，分别采取新的替代标准。
		《1934 年证券交易法》下第 17a-4(b)(17)号规则	新增规则，要求 BD 留存有关确定违约概率的书面资料。

资料来源：根据公开资料整理。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼	地址：北京市朝阳区建国路世茂 大厦 C 座 23 层	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室
邮编：518040	邮编：100022	邮编：200120
电话：0755-82872897	电话：010-66216006	总机：021-51035670
传真：0755-82872090	传真：010-66212002	传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
邮编：410000	邮编：210000	邮编：610000
电话：0731-84285466	电话：025-87781291	电话：028-89102569
传真：0731-84285455	传真：025-87781295	
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室
邮编：		
总机：0531-88813809	电话：029-88626679	电话：+852 36158343
传真：0531-88813810	传真：029-88626679	传真：+852 35966140
