



SECURITIES AND FUTURES COMMISSION  
證券及期貨事務監察委員會

## 關於香港另類交易平台的主題檢視報告

2018年4月9日



# 目錄

<b>A. 引言</b>	<b>1</b>
<b>B. 香港另類交易平台的行業狀況</b>	<b>3</b>
1. 香港的另類交易平台的概況	3
2. 另類交易平台的用戶	7
3. 買賣指示傳遞安排	9
4. 風險管理	12
<b>C. 檢視結果及良好作業手法</b>	<b>14</b>
5. 管理及監督	14
6. 進入另類交易平台	14
7. 買賣指示的可取覽程度	15
8. 買賣指示優先權	16
9. 另類交易平台指引	17
10. 風險管理	18
11. 系統的充足性	19
12. 應變措施	20
13. 其他觀察所得	21

---



## A. 引言

1. 證券及期貨事務監察委員會（證監會）對另類交易平台進行了主題檢視，以評估持牌法團有否符合於 2015 年 12 月 1 日生效的《操守準則》<sup>1</sup>第 19 段及附表 8 的規定。是次主題檢視在 2016 年至 2017 年期間進行，不但有助證監會檢視適用於另類交易平台運作的現行規定，亦加深了其對香港最新市場發展的了解。
2. 主題檢視主要涵蓋以下範疇：
  - 另類交易平台的概況
  - 管理及監督
  - 與用戶建立業務關係及選擇參與／選擇不參與的安排
  - 合資格投資者及客戶身分
  - 用戶分類
  - 買賣指示傳遞安排及優先權
  - 對盤機制
  - 風險管理
  - 向用戶提供資料
  - 系統的充足性
  - 應變措施
  - 市場數據
  - 備存紀錄
  - 匯報及通知責任
3. 是次主題檢視分兩階段進行。首先，我們向香港所有另類交易平台營運商<sup>2</sup>發出一份問卷。在第二階段，我們依據問卷所提供的資料，揀選具有不同業務模式的多個另類交易平台進行檢視。
4. 本報告的第一部分概述香港另類交易平台的行業狀況。大部分另類交易平台僅就香港的交易所上市產品進行交易，而買賣指示獲配對時的成交價大多在最佳市場買入價及賣出價的範圍內。只有約半數另類交易平台營運商容許將自營及主事人買賣指示傳遞至其另類交易平台，並已確保遵循《操守準則》內有關買賣指示優先權的規定。
5. 不少另類交易平台會同時向另類交易平台及交易所發送買賣指示，以獲得更多配對機會。這些另類交易平台均設立了系統監控措施，以便在另類交易平台出現配對機會時，取消或更改在交易所的買賣指示，反之亦然。有關安排可能會改變在另類交易平台上的買賣指示優先權。因此，另類交易平台營運商應在其另類交易平台指引<sup>3</sup>內披露有關特點和安排，讓其用戶可以作出有根據的決定。
6. 部分另類交易平台往往會將買賣指示傳遞至第三方另類交易平台，但它們未必有充分披露有關安排和有關參與及不參與的選擇權。另類交易平台營運商應在其另類交易平台指引內充分披露有關資料，並且確保用戶知悉第三方的另類交易平台指引。
7. 我們注意到有一家另類交易平台營運商未有制定及實施有關確保另類交易平台用戶為合資格投資者的措施，亦未有根據《操守準則》的規定透過其另類交易平台指引向用戶提供足夠詳盡的資訊。另類交易平台營運商務必執行相關政策、程序及監控措施，以確保它們遵循《操守準則》內所有相關規定。
8. 證監會在刊發本報告的同日，亦一併發出了《致所有持牌法團有關另類交易平台的通函》，藉此向業界提供有關主題檢視結果的摘要、良好作業手法的例子，以及我們對另類交易平台運作的整體期望。

<sup>1</sup> 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》。

<sup>2</sup> 在展開主題檢視時，香港有 15 家活躍的另類交易平台營運商。

<sup>3</sup> 《操守準則》第 19.2 段將“另類交易平台指引”界定為經營另類交易平台的持牌人或註冊人須編製的指引，旨在向另類交易平台的用戶提供有關其交易平台運作的指引。



9. 證監會將繼續密切監察本港和海外的另類交易平台市場及監管發展，亦可能會建議進一步微調政策及修改規則，務求在市場創新與投資者保障之間維持適度平衡。



## B. 香港另類交易平台的行業狀況

### 1. 香港另類交易平台的概況

#### a. 市場概況

在展開主題檢視時，香港有 16 家持牌另類交易平台營運商，當中 15 家屬活躍的另類交易平台營運商，並透過回答問卷或獲揀選為檢視對象而被涵蓋在檢視範圍內。

除了有兩家另類交易平台營運商經營超過一個另類交易平台以便執行用戶的特定交易策略外，大部分另類交易平台營運商只經營一個另類交易平台。例如，另類交易平台營運商可將各流通量供應來源劃分至不同的另類交易平台，讓用戶得以靈活地與特定流通量提供者進行互動。此外，部分另類交易平台的設計具獨有特點（包括對盤機制），有助執行用戶的特定交易目標。



**2/15** 家另類交易平台營運商經營超過一個另類交易平台

大部分另類交易平台是由內部開發及維護的，以保護知識產權。只有一個另類交易平台是由第三方服務供應商開發，但負責確保遵循監管規定的是該另類交易平台營運商。例如，該另類交易平台營運商在落實由第三方服務供應商所開發的各項改動之前會進行測試。

**1/15** 家另類交易平台營運商經營由第三方服務提供者開發的另類交易平台



大部分另類交易平台只容許就香港交易所上市證券進行對盤。少數另類交易平台容許就海外上市證券進行對盤。

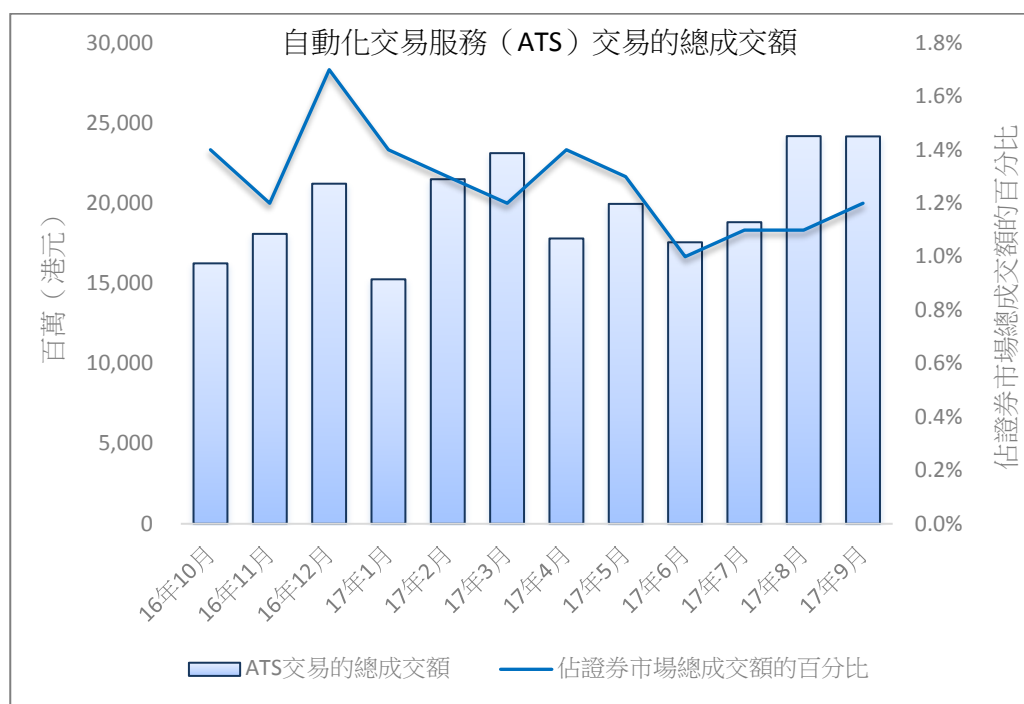


**11/15** 個另類交易平台只就香港交易所上市證券進行買賣



如以下圖表所示，相比證券市場的總成交額，自動化交易服務（automated trading services，簡稱 ATS）<sup>4</sup>交易的總成交額相對較低，在 2016 年 10 月至 2017 年 9 月期間只約佔 1%至 1.7%。

資料來源：香港交易及結算所有限公司



## b. 特點及運作

以下重點載列另類交易平台在香港的常見特點及運作方式：

### 選擇參與／選擇不參與

為了讓用戶進入另類交易平台，在建立業務關係時，普遍使用的方式是“選擇參與”或“選擇不參與”。約半數另類交易平台營運商採用“選擇參與”的方式，即是將用戶的買賣指示傳遞至另類交易平台之前須取得用戶的明確同意。

其他另類交易平台營運商採用“選擇不參與”這方式，即是無須取得用戶的明確同意。除非用戶另有指示，否則該等另類交易平台營運商須通知用戶其買賣指示會被傳遞至另類交易平台。

無論是採用“選擇參與”或“選擇不參與”的方式，用戶應根據《操守準則》的規定獲提供關於其另類交易平台如何運作的詳盡資料及不參與的選擇權。

### 運作時間

大部分另類交易平台主要是在交易所的持續交易時段內運作。只有少數具獨特業務模式的另類交易平台容許在持續交易時段以外進行買賣指示的配對。

### 買賣指示的類別

另類交易平台所提供的一般買賣指示類別包括市價買賣指示（即買賣指示將按當時市價執行）、限價買賣指示（買賣指示將按特定或更佳價格執行）及定價買賣指示（買賣指示可定於最佳買入價、最佳賣出價或中間價）。

<sup>4</sup> ATS 與《證券及期貨條例》附表 5 第 2 部中所界定的“自動化交易服務”具有相同涵義。



### 買賣指示優先權

大部分另類交易平台所用的買賣指示優次處理機制，都是依照價格、身分（即非自營／非主事人與自營／主事人）及時間這順序來編排買賣指示的先後執行次序。部分另類交易平台使用其他買賣指示優次處理機制，例如按照所提供的流通量規模編排買賣指示的先後次序，或參照用戶所發出的買賣指示的規模按比例將已執行的交易分配予有關用戶。

**12/15** 個另類交易平台是依照價格、身分（即非自營／非主事人與自營／主事人）及時間這順序來編排買賣指示的先後執行次序

### 對盤

大部分另類交易平台只容許成交價按交易所的最佳買入價及賣出價或在有關範圍內執行，而其他具特定經營模式的另類交易平台則容許用戶就成交價進行磋商，而該成交價可能會偏離交易所的最佳買入價及賣出價，有助執行特定的交易目標。

**11/15** 家另類交易平台營運商規定買賣指示須按交易所的最佳買入價及賣出價或在有關範圍內進行配對。

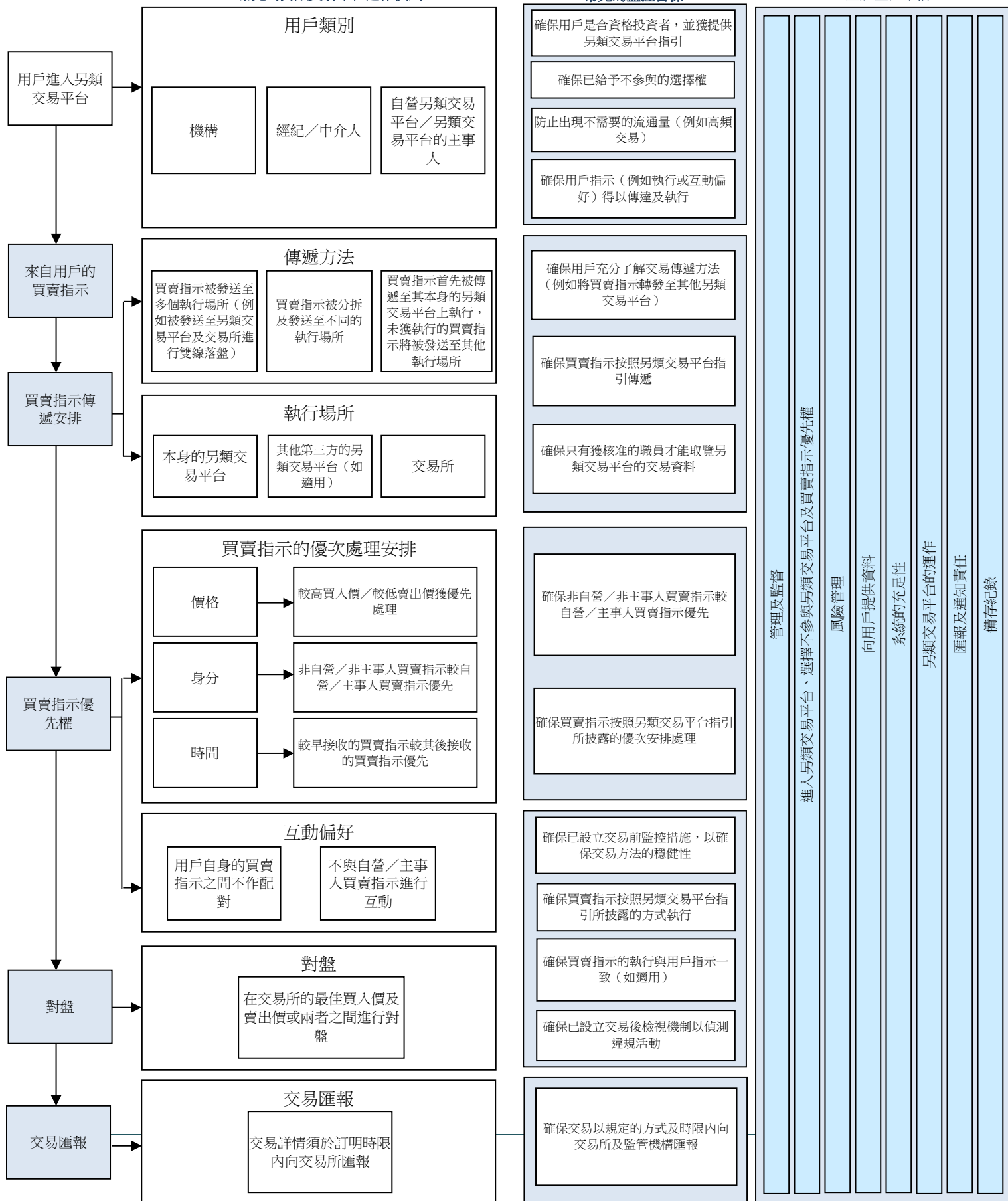
### 另類交易平台指引

大部分另類交易平台營運商編製及刊發另類交易平台指引，當中包括以下資料：在另類交易平台上買賣的產品、運作時間、合資格用戶、選擇不參與的安排、提供的買賣指示類別、買賣指示的執行及定價、買賣指示優先權、買賣指示傳遞機制、用戶自訂選項、獲准進入另類交易平台的職員、風險監控及風險披露。



### c. 香港一般另類交易平台的運作模式

以下圖表說明一般另類交易平台的運作模式、整體監控架構及主要的監控措施。







## 2. 另類交易平台的用戶

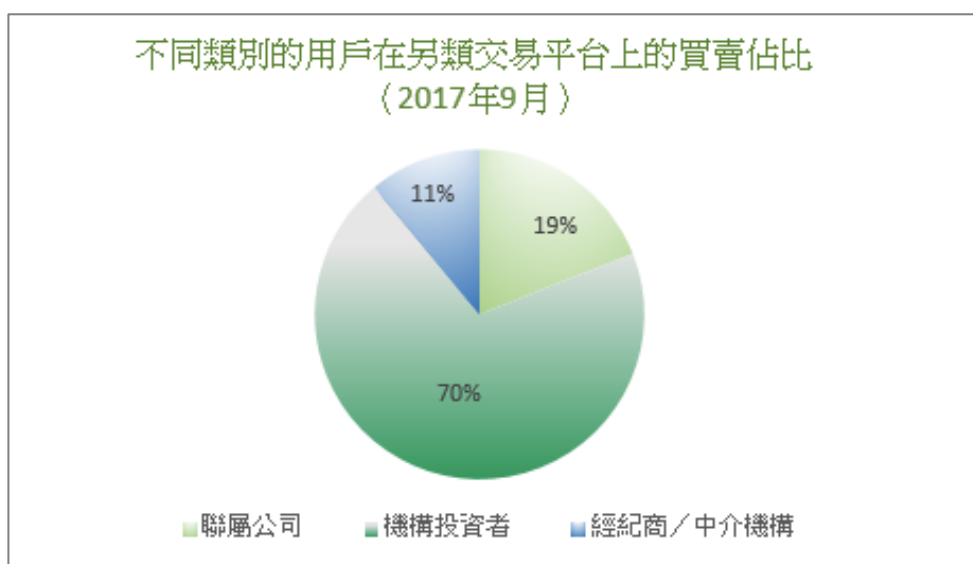
### a. 用戶概況

《操守準則》第 19.4 段規定，只有合資格投資者獲准為另類交易平台的用戶。大部分另類交易平台營運商在批准用戶進入另類交易平台前會先進行評估，以確保用戶均為合資格投資者。鑑於香港很多的另類交易平台營運商本身是全球性金融集團的一員，故另類交易平台的用戶與它們的業務關係可能是在海外建立的。然而，香港的另類交易平台營運商會先進行額外的評估，才允許該等用戶使用另類交易平台，以確保他們都是合資格投資者。

一般而言，另類交易平台的用戶可分為以下類別：

- 機構投資者 例如資產管理人或對沖基金客戶
- 經紀商／中介機構 例如代表其客戶將買賣指示傳遞至另類交易平台的持牌法團
- 自營／主事人買賣 例如自營交易櫃檯或以另類交易平台營運商或其聯屬公司的主事人身分進行買賣

根據所有活躍的另類交易平台營運商所匯報的資料而在 2017 年 9 月對另類交易平台的十大用戶所作的分析，大多數在香港的另類交易平台所進行的買賣都是為機構投資者而進行的。



在 15 家另類交易平台中，有 12 家允許經紀商及中介機構代表其客戶傳遞買賣指示至另類交易平台。這些經紀商及中介機構須提供核簽，以確認有關買賣指示是代表合資格投資者傳遞至另類交易平台的，並會應要求提供有關客戶身分的資料。

**12/15** 家另類交易平台營運商允許經紀商／中介機構將用戶的買賣指示轉發至其另類交易平台



一些另類交易平台允許自營及主事人買賣指示流被傳遞至其另類交易平台。這些另類交易平台實施監控措施，確保非自營及非主事人的買賣指示相對於自營及主事人的買賣指示能獲優先處理；它們亦提供選擇權，讓用戶可選擇不與自營及主事人的買賣指示進行互動。

**6/15** 家另類交易平台營運商將自營／主事人買賣指示傳遞至其另類交易平台，而非自營／非主事人買賣指示會較自營／主事人買賣指示獲優先處理

很多另類交易平台營運商禁止高頻交易商進入其另類交易平台。

**10/15** 家另類交易平台營運商表示，它們並不接受高頻交易商，或阻止高頻交易在其另類交易平台進行

#### *b. 用戶偏好選擇與自訂設定*

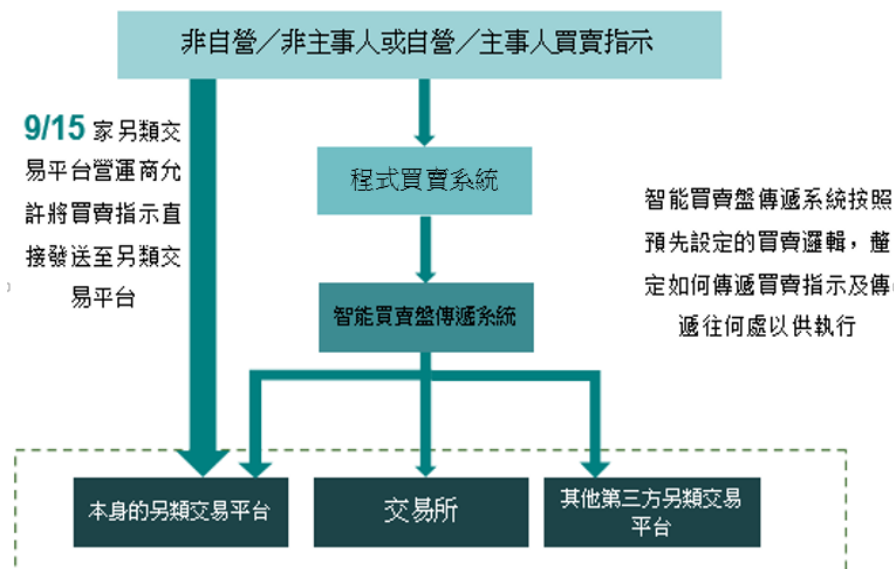
很多另類交易平台營運商向用戶提供偏好選擇及自訂設定的選擇權，讓用戶能在其另類交易平台上選擇不與某類用戶（例如經紀商、中介機構，以及自營和主事人用戶）進行買賣。此外，一些另類交易平台營運商亦提供其他配對選擇權，例如不超出每日的最高價或最低價，只能以中間價或較佳的價格進行配對，以及不會與作為用戶或其聯屬公司的同一法律實體進行配對。

**11/15** 家另類交易平台營運商向不欲與該平台上個別用戶互動的用戶，提供偏好選擇與自訂設定的選擇權



### 3. 買賣指示傳遞安排

下圖說明另類交易平台的一般買賣指示傳遞機制：



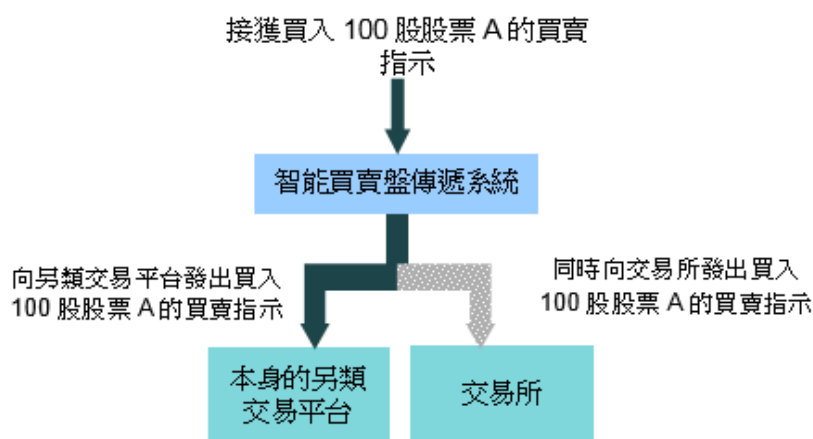
將買賣指示傳遞至另類交易平台及交易所通常有三個途徑：

- 同時向另類交易平台及交易所發送買賣指示；
- 在多個執行場所之間分拆買賣指示；及
- 向其他執行場所（例如第三方另類交易平台）傳遞買賣指示前先發送至另類交易平台。

#### a. 同時向另類交易平台及交易所發送買賣指示

一些另類交易平台會將同一個買賣指示同時發送至另類交易平台及交易所。換言之，當買賣指示在另類交易平台等待成交時，它們同時亦被發送至交易所，藉以尋求更多配對機會。

#### 8/15 個另類交易平台將買賣指示同時發送至另類交易平台及交易所





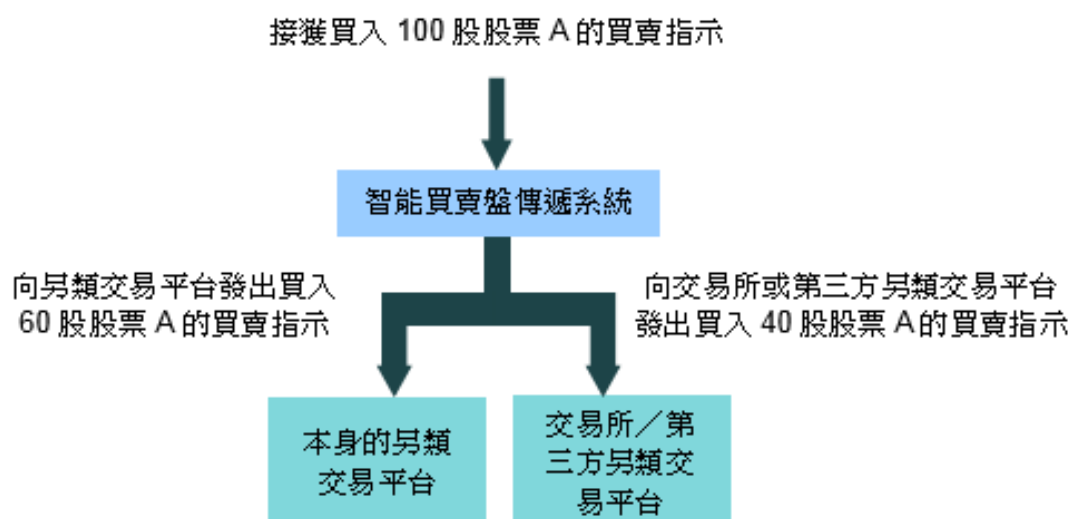
當另類交易平台出現配對機會時，在該平台上等待成交的買賣指示會暫時被封鎖而無法執行；同時，平台營運商會向交易所發出取消或修改買賣指示的要求，以防有關的買賣指示被重複執行。只有當交易所確認買賣指示獲取消或修改後，在另類交易平台上等待成交的買賣指示才會獲解除封鎖以供進行對盤。

#### b. 在多個執行場所之間分拆買賣指示

另一常用的買賣指示傳遞機制，是將買賣指示在不同的執行場所之間進行分拆。買賣指示經分拆後，其一部分可被發送至另類交易平台，而餘下部分可被發送至交易所或第三方另類交易平台。至於發送至不同執行場所的比例，則會在智能買賣盤轉送系統預先設定。

多家另類交易平台亦將買賣指示傳遞至由第三方另類交易平台營運商營運的另類交易平台。若它們的另類交易平台的特點有別於第三方另類交易平台，便可能增添操作上的複雜性。

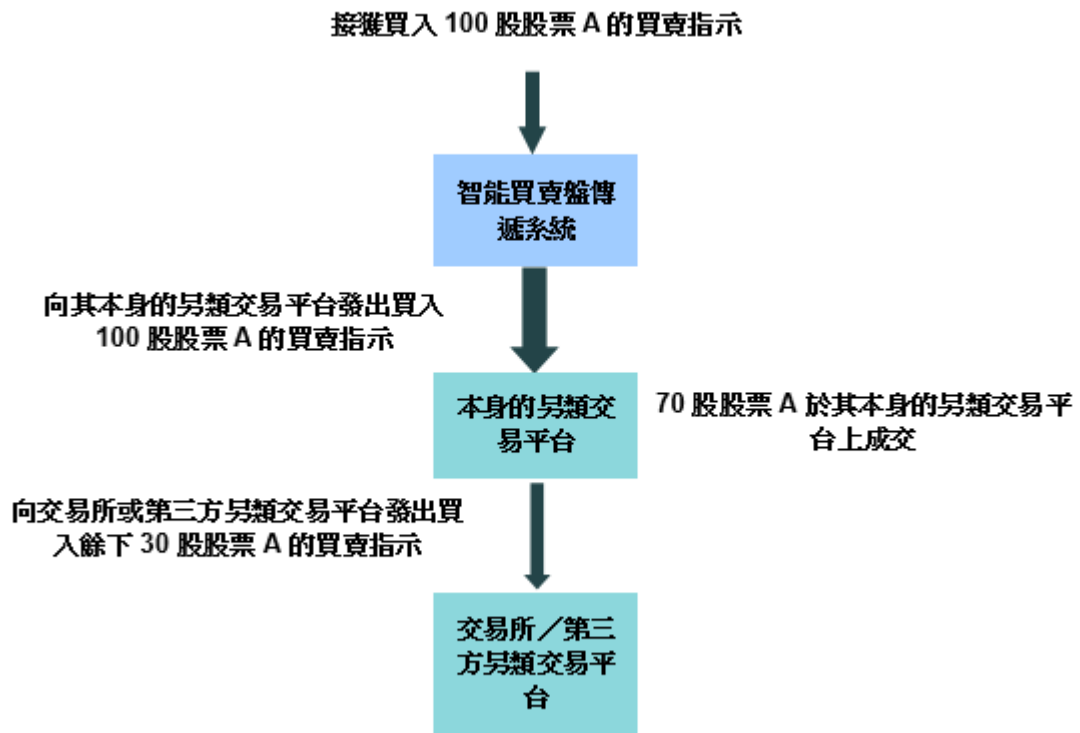
### 7/15 個另類交易平台傳遞買賣指示至第三方另類交易平台



#### c. 在傳遞買賣指示至其他執行場所前先將買賣指示發送至另類交易平台

一些另類交易平台營運商會先將買賣指示發送至其本身的另類交易平台來測試流通量；如未有配對的機會，便將買賣指示發送至交易所或其他第三方另類交易平台。如另類交易平台有流通量，但不足以承接整個買賣指示的話，便會利用該另類交易平台的流通量來承接部分買賣指示，而餘下未承接的買賣指示會被發送至其他執行場所，包括交易所或其他第三方另類交易平台。

### 10/15 個另類交易平台在傳遞買賣指示至其他執行場所前會先將買賣指示發送至其本身的另類交易平台





## 4. 風險管理

### a. 交易前監控措施

另類交易平台實施的常見交易前監控措施包括（但不限於）：

- 價格監控 — 防止以交易所最佳買入及賣出價以外的價格就買賣指示進行配對
- 賣空監控 — 防止就賣空的買賣指示進行配對
- 停牌證券監控 — 防止就停牌證券進行配對
- 碎股監控 — 防止就碎股的買賣指示進行配對
- 對盤時段監控 — 防止在另類交易平台的營運時段以外時間進行配對
- 最低成交量 — 防止就涉及股數很少的買賣指示進行配對

很多另類交易平台設有最低成交量監控措施，以防止就涉及股數很少的買賣指示進行對盤，從而減低進取型用戶藉著參與博弈活動來識別流通量並獲取不平等優勢的可能性。



14/15 家另類交易平台營運商提供最低成交量的選擇權

### b. 交易後監控措施

所有另類交易平台營運商都實施一般的交易後監察，例如進行檢視，以識別出向交易所延誤匯報另類交易平台交易的情況，及在市場最佳買入和賣出價以外的成交價。

除了一般的交易後監察措施，一些另類交易平台營運商亦進行交易後分析，以偵測進取或博奕行為。那些持續地顯示有進取或掠奪性買賣行為的用戶，會被禁止使用另類交易平台。

以下是一些用來識別另類交易平台上潛在的博奕行為的交易後分析的例子：

- 檢視可能出現的試探式落盤—以識別那些藉著發送涉及股數很少的買賣指示以估算另類交易平台的流通量水平的用戶
- 檢視價格逆轉—以識別是否有任何用戶當在另類交易平台進行配對後出現不尋常股價變動時，可能曾取得不平等優勢的情況



- 檢視交易成交與買賣指示的比率及取消比率—以識別透過發送非真實買賣指示而出現的潛在博弈行為
- 檢視買賣指示的等待成交時間—以識別發送非真實買賣指示而出現的潛在博弈行為，而這些買賣指示的等待成交時間一般都很短及會在短時間內取消

此外，有些另類交易平台營運商會向用戶提供另類交易平台的交易報告。這些報告通常會詳列另類交易平台的表現，連同對各項因素（不限於以下例子）的分析：用戶在另類交易平台及其他場所進行的買賣的執行情況、買賣指示在另類交易平台獲配對的百分比，以及以中間價或買賣差價的兩極成交的買賣的比例。



## C. 檢視結果及良好作業手法

### 5. 管理及監督

《操守準則》附表 8 第 3(b)段規定，持牌法團應就其另類交易平台的設計、開發、應用及運作訂立並實施書面的內部政策及程序，以確保在風險及合規部門共同參與下制定正式的管治程序。

#### 檢視結果

我們觀察到以下作業手法偏離了本會的預期標準：

- i. 大部分另類交易平台營運商都設有正式的管治委員會，而那些委員會通常由以下主要成員組成，以管理及監督其另類交易平台的設計、開發、應用及運作：
  - a) 負責人員；
  - a) 電子交易部門成員；
  - b) 來自獨立監控部門的成員；及
  - b) 來自資訊科技部門的代表。

儘管如此，我們注意到有合規部門在另類交易平台的管治程序中參與度不足的情況。

- ii. 此外，我們亦從抽樣檢視中注意到，有持牌法團儘管設有管治程序，但卻沒有將一些與另類交易平台有關的事件上報至另類交易平台的管治委員會。

#### 良好作業手法

大部分另類交易平台營運商已就其另類交易平台的整體管理及監督設立管治委員會。這些委員會包含來自例如銷售、交易、風險、合規、科技及營運部門的成員。

這些管治委員會負責監察另類交易平台的各個範疇，包括其設計、開發、應用及運作，以及下列事宜：

- 檢視表現（例如檢視配對結果及執行分析）；
- 檢視政策及監控措施（例如與用戶建立業務關係的程序及對其另類交易平台指引的修改）；及
- 檢視用戶的交易行為（例如分析潛在的博弈行為）

### 6. 進入另類交易平台

《操守準則》附表 8 第 8(a)段及《操守準則》第 19.4(a)段規定，持牌法團應設有措施以確保另類交易平台用戶為合資格投資者。

#### 檢視結果

我們觀察到以下作業手法並不符合《操守準則》的規定：





- i. 大部分另類交易平台營運商都有實施監控措施，以確保另類交易平台用戶為合資格投資者。就已經與由海外聯屬公司經營的另類交易平台建立業務關係的用戶而言，香港的另類交易平台營運商已進行額外評估，以便在他們獲准進入香港的另類交易平台前，確保他們為合資格投資者。然而，我們在一宗個案中觀察到，某另類交易平台營運商並無設立任何措施以進行所需評估，確保用戶在獲准進入另類交易平台前都是合資格投資者。我們亦從本會的抽樣檢視中注意到，該另類交易平台營運商未能提供支持資料，以顯示該名另類交易平台的抽樣用戶為合資格投資者。

#### 良好作業手法

某些另類交易平台營運商就用戶進入另類交易平台實施多種有效程序及監控措施，包括但不限於進行定期檢視，以核實：

- 是否所有用戶均為合資格投資者；
- 用戶的選擇參與及選擇不參與狀況；
- 已根據指示在有關系統內妥善制定用戶的自訂設定及偏好選擇；及
- 執行結果與用戶自訂設定及偏好選擇是否一致。

## 7. 買賣指示的可取覽程度

《操守準則》附表 8 第 16(a)段規定，持牌法團應只准許其職員在有需要的情況下取覽有關在另類交易平台上發出的買賣指示及已執行的交易的買賣資料，以確保另類交易平台妥善及有效率地運作。

《操守準則》附表 8 第 16(b)段規定，持牌法團應備存取覽紀錄，記載有權進入其另類交易平台的職員的身分和職務、取覽的資料、取覽時間、有關取覽的任何授權以及每宗個案中獲准取覽有關資料的理由。

#### 檢視結果

我們觀察到以下作業手法並不符合《操守準則》的規定：

- i. 整體而言，另類交易平台營運商已實施資訊保安監控措施，以限制對有關在另類交易平台上發出的買賣指示及已執行的交易的買賣資料的取覽權及可取覽程度。然而，我們注意到，某另類交易平台營運商並無經常將這些資訊保安監控措施應用於相關及全面的系統，例如買賣盤管理系統或電子交易監察系統，而這些系統可直接或間接允許取覽在另類交易平台上的買賣資料。  
  
舉例來說，像(i)在另類交易平台等待成交的買賣指示或(ii)只用以執行在另類交易平台上的買賣指示的程式買賣策略等買賣資料會在買賣盤管理系統內顯示，而整個交易櫃檯會獲得上述系統的實時取覽權，以估算另類交易平台的流量。
- ii. 我們從本會的抽樣檢視中注意到，有些另類交易平台的取覽紀錄僅記錄了員工登入及登出時間的詳細資料而沒有包括其他重要詳細資料，例如所取覽的資料或所採取的行動。



- iii. 此外，我們注意到有一家另類交易平台營運商只備存其買賣盤管理系統的取覽紀錄，而非另類交易平台的取覽紀錄。該另類交易平台營運商以為，由於員工在進入另類交易平台前必須登入買賣盤管理系統，因此備存買賣盤管理系統的取覽紀錄便已足夠。
- iv. 大部分另類交易平台營運商僅備存了另類交易平台的取覽紀錄，而沒有定期檢視有關紀錄，以識別任何不正常的取覽或非預期的交易活動。

#### 良好作業手法

某些另類交易平台營運商已實施有效的監控措施，以限制對在另類交易平台上的買賣資料的取覽及可取覽程度。舉例而言，這些營運商只在有需要時方授予對買賣資料的取覽權，並設有資訊保安監控措施及已確立的認證要求，以防止未經授權的取覽。

為避免無意間洩漏買賣資料，另類交易平台或任何其他系統並不會直接或間接顯示買賣指示的資料，例如等待成交的買賣指示（可用來估算流通量）。當其他員工有需要監察另類交易平台的運作效率時，另類交易平台營運商便會實施邏輯監控（例如，需取得批准才能授予進入另類交易平台系統的權限）及實物監控（例如在辦公室內將獲授權員工與其他人分隔開）。

\*\*\*

另外，某些另類交易平台營運商備存另類交易平台取覽紀錄的目的，不只是為了記錄進入平台的情況（例如員工姓名、登入時間及登出時間），還要記錄登入後的活動。這些營運商亦有定期檢視取覽紀錄，以識別潛在的異常情況。

## 8. 買賣指示優先權

《操守準則》第 19.6 段規定，持牌法團應確保當用戶的買賣指示及自營買賣指示以相同價格進行交易時，用戶的買賣指示會較自營買賣指示獲優先處理，而無須理會該等指示的發出時間。

### 檢視結果

我們觀察到以下作業手法偏離了本會的預期標準：

- i. 另類交易平台同時向另類交易平台及交易所發送買賣指示以獲取更多配對的機會，乃屬常見做法。買賣指示不但會在另類交易平台等待成交，同時亦會在交易所排隊輪候。

每當另類交易平台出現配對的機會，在另類交易平台等待成交的買賣指示便會被暫時封鎖，無法執行。平台營運商隨即會向交易所發出取消或更改買賣指示的要求，以防有關買賣指示被重複執行。只有在平台營運商接獲交易所發出的買賣指示取消或修改確認通知時，在另類交易平台等待成交的買賣指示才會獲解除封鎖以供進行對盤。

在某些情況下，同時向另類交易平台及交易所發送買賣指示的另類交易平台上的買賣指示優先權未必能夠保持不變。舉例來說，要買入 100 股股票 C 的買賣指示 A 除了在另類交易平台等待成交之外，亦會被同時發送至交易所。當另類交易平台出現配對的機會時，買賣指示 A 便會被暫時封鎖，不得在另類交易平台進行對盤。此時，若在買賣指示 A 被封鎖期



問，有人在另類交易平台發出要買入 100 股股票 C 的買賣指示 B，買賣指示 B 便可能會較買賣指示 A 獲優先執行。

然而，我們從對另類交易平台指引的抽樣檢視中留意到，有關指引並未載有以下重要資訊：

- a) 買賣指示可能會被同時發送至另類交易平台及交易所；及
- b) 該買賣指示發送特點及相關的買賣指示優次處理安排。

另類交易平台營運商應在其另類交易平台指引內向用戶提供充足資訊，包括（但不限於）有關買賣指示發送特點（例如買賣指示會被傳遞至交易所，亦會同時繼續在另類交易平台上等待成交）和相關的買賣指示優次處理安排的詳情。此外，另類交易平台營運商應設計特定的測試情景並進行相關測試，以確保另類交易平台是按其另類交易平台指引所披露的方式運作（例如就向不同執行場所傳遞買賣指示的安排及相關的買賣指示優次處理安排進行測試）。

- ii. 我們亦注意到，有另類交易平台未有妥善區分源自非自營及非主事人用戶的買賣指示與源自自營及主事人用戶的買賣指示，以致某些自營及主事人買賣指示在另類交易平台上被錯誤地標籤為非自營買賣指示以供配對。
- iii. 另類交易平台最常採用的買賣指示優次處理安排為先按價格編排，其次是身分（即非自營／非主事人對自營／主事人），最後是時間。

然而，數個另類交易平台卻採用了不同的買賣指示優次處理安排。例如，按照所提供的流通量規模編排買賣指示的先後次序，或參照已發出的買賣指示的規模（而不論落盤時間）按比例將已執行的交易分配予用戶。

無論另類交易平台採用哪一套買賣指示優次處理安排，我們希望提醒另類交易平台營運商注意《操守準則》第 19 段及附表 8 所列明的規定和所有適用的監管規定（例如《操守準則》第 9.1 段，當中訂明應公平地並按照收到買賣指示的先後次序處理客戶的買賣指示）

#### 良好作業手法

有數家另類交易平台營運商實施了有效的監控措施，以在設立相關交易帳戶時及其後定期核實非自營及非主事人交易帳戶與自營及主事人交易帳戶的標籤是否準確。

此外，有關另類交易平台營運商進行了定期檢視，以查核有否正確地落實有關標籤。另外，若干另類交易平台營運商實施了系統監控措施，以自動偵測有否出現任何非自營或非主事人買賣指示並非較自營及主事人買賣指示獲優先處理的情況。

## 9. 另類交易平台指引

《操守準則》第 19.7(a)及(b)段規定，持牌法團應透過另類交易平台指引向另類交易平台的用戶提供足夠詳盡的資訊，確保用戶充分知悉另類交易平台的運作形式，並且在首次代客戶向另類交易平台轉發任何買賣指示前，確保發出買賣指示或最初負責發出買賣指示的人士知悉另類交易平台指引。



《操守準則》第 19.8 段亦規定，持牌法團應准許用戶選擇不在其另類交易平台就他們的買賣指示進行對盤或交易。

### 檢視結果

我們觀察到以下作業手法並不符合《操守準則》的規定：

- i. 所有另類交易平台營運商均有在網站上登載其另類交易平台指引，但當中所載的資訊在詳盡程度上卻各有不同。我們從抽樣檢視中注意到，有另類交易平台指引並未載有一些重要詳情，例如選擇不參與的安排。
- ii. 此外，我們留意到，有一家另類交易平台營運商雖然對已建立業務關係的用戶採取了選擇不參與的安排，但有一群用戶即使從未獲給予不參與選擇權及另類交易平台指引（藉以告知他們其買賣指示將會被傳遞至另類交易平台），仍獲准許進入該平台。

此外，我們觀察到以下作業手法偏離了本會的預期標準：

- iii. 多個另類交易平台均將買賣指示傳遞至由其他第三方另類交易平台營運商所經營的另類交易平台。由於各另類交易平台的運作方式及特點（例如買賣指示傳遞及執行機制）皆有所不同，故另類交易平台營運商應確保用戶知悉該營運商本身的另類交易平台指引及第三方的另類交易平台指引，並應給予用戶不參與第三方另類交易平台的選擇權。

然而，我們注意到部分另類交易平台指引並無載列以下資訊：

- a) 買賣指示會被傳遞至其他第三方另類交易平台；及
- b) 不參與第三方另類交易平台的選擇權。

另外，我們留意到在大多數情況下，發出或最初負責發出買賣指示的用戶都不知悉第三方的另類交易平台指引。

另類交易平台營運商如向其他第三方另類交易平台傳遞買賣指示，便應在其另類交易平台指引中披露有關安排，連同不參與第三方另類交易平台的選擇權，並確保用戶知悉其本身的另類交易平台指引和第三方的另類交易平台指引，使用戶全面知悉第三方另類交易平台的運作方式。

### 良好作業手法

一些另類交易平台實施了系統監控措施，僅在系統記錄了證據，顯示已向用戶提供其另類交易平台指引時，才會批准用戶進入另類交易平台。

## 10. 風險管理

《操守準則》第 19.11 段規定，持牌法團應設有經過合理設計的監控措施，確保另類交易平台的交易方法的穩健性；及另類交易平台的交易方法以保持市場廉潔穩健的方式運作。

《操守準則》附表 8 第 24 段規定，持牌法團應對透過其另類交易平台上已執行的交易定期進行交易後檢視，以識別任何：



- a) 可疑的市場操縱或違規活動；
- b) 須採取進一步風險監控措施以應付市場事件或系統缺失（例如對市場造成的非預期影響）；及
- c) 實際或可能違反任何有關在其另類交易平台上公平及有秩序地進行買賣的規定的情況或可能構成市場失當行為的違規情況。

### 檢視結果

我們觀察到以下作業手法偏離了本會的預期標準：

- i. 整體來說，另類交易平台營運商均有對在另類交易平台上執行的交易進行交易後檢視。一般交易後檢視的範圍涵蓋（其中包括）潛在內幕交易和於最佳買賣價以外的成交價。然而，只有數家另類交易平台營運商特別為了識別潛在違規活動（例如博弈活動）而進行交易後檢視。
- ii. 至於交易後檢視所採用的準則及界線是否適當方面，我們觀察到有另類交易平台營運商沒有以文件記錄相關的分析及理據，亦沒有定期檢視該等準則及界線。

### 良好作業手法

部分另類交易平台營運商對在另類交易平台上進行的交易實施了全面的交易後檢視，包括為識別在另類交易平台上的任何潛在博弈行為而進行交易後檢視，例如檢視是否有任何試探式落盤（即在一段短時間內先發出小額買賣指示，然後發出異常大額的買賣指示），或檢視衡量標準（例如另類交易平台的買賣指示與交易成交比率、買賣指示的等待成交時間或交易執行後的價格變動）。

另外，一些另類交易平台營運商會定期分析用戶的交易行為，藉此識別有進行博弈行為之嫌的用戶。它們所檢視的衡量標準包括(i) 買賣指示的等待成交時間；(ii) 買賣指示與交易成交比率；及(iii) 配對後的價格變動。一旦發現有用戶進行博弈行為，便會將有關情況上報至管治委員會，以考慮是否需撤銷有關用戶進入另類交易平台的許可。

\*\*\*

某些另類交易平台營運商對其另類交易平台的運作及相應的監控措施進行了風險評估，以確保設有妥善的風險紓減措施，並就有關風險評估備存了清晰的文件紀錄。有關風險評估可用作識別另類交易平台監控架構中的潛在缺漏。

## 11. 系統的充足性

《操守準則》附表 8 第 12 段規定，持牌法團應確保其另類交易平台設有有效的監管措施，使其在有需要時可即時制止交易在另類交易平台上進行。

《操守準則》附表 8 第 13 段規定，持牌法團應確保其另類交易平台及對該平台的所有改動在應用前均經過測試，並定期進行檢視，以確保另類交易平台及所有改動的可靠性。



《操守準則》附表 8 第 15(b)段亦規定，持牌法團應確保對其另類交易平台的容量定期進行壓力測試，以確定在不同的模擬市況下的系統表現，並以文件載明壓力測試的結果及為解決所發現的問題而採取的任何行動。

### 檢視結果

我們觀察到以下作業手法並不符合《操守準則》的規定：

- i. 就容量壓力測試而言，我們留意到以下缺失：
  - 多家另類交易平台營運商完全沒有進行容量壓力測試；及
  - 即使有少數另類交易平台營運商進行了容量壓力測試，惟測試的範圍僅局限在集團層面，並無將本地的交易環境考慮在內，而在香港的本地持牌法團亦沒有參與其中。

此外，我們觀察到以下作業手法偏離了本會的預期標準：

- ii. 大多數另類交易平台營運商在落實對另類交易平台的改動前，都會先就有關改動進行測試。然而，部分另類交易平台營運商未能顯示其另類交易平台有經過充分測試，因為它們並無就已進行測試的數目及為何有關測試被視為適當及足夠的理由備存文件紀錄。
- iii. 我們在一宗個案中注意到，對另類交易平台的改動即使未能通過部份測試，但仍獲應用。該另類交易平台營運商未能提供任何文件紀錄，以說明最終批准應用有關改動的支持理據或理由。
- iv. 另外，我們留意到一些另類交易平台的緊急終止程序並不完善，因為當中欠缺了一些重要詳情，例如(i) 各參與方在批准和觸發緊急終止措施方面的角色及責任；及(ii) 啟動緊急終止措施的準則及上報規程。

### 良好作業手法

數家另類交易平台營運商就另類交易平台的改動管理制定了政策及程序，以包括改動的目的及方法，參與該過程的不同團隊的角色及責任和將進行的測試的種類。它們亦妥善分隔了互相衝突的角色（例如開發團隊、測試團隊及負責落實改動的團隊）之間的職責。此外，它們採用了所有測試個案來測試每個推出的另類交易平台系統版本，並妥善備存了測試個案及測試結果等相關資料。

\*\*\*

多家另類交易平台營運商均就啟動緊急終止措施制定了書面程序，當中詳列了可實施緊急終止措施的層面（例如個別證券的層面或另類交易平台層面）和上報程序及所需的批准。另外，部分另類交易平台營運商有定期就緊急終止程序進行演習。

## 12. 應變措施

《操守準則》附表 8 第 17 及 18 段規定，持牌法團應制定一份書面應變計劃，以處理與其另類交易平台運作有關的緊急情況及中斷事故，並且定期測試應變計劃，以確保該計劃是可行及足夠的。



## 檢視結果

我們觀察到以下作業手法並不符合《操守準則》的規定：

- i. 大多數另類交易平台營運商都制定了全面的書面應變計劃，以處理與另類交易平台運作有關的緊急情況及中斷事故，並且在本地業務有份參與的情況下定期測試應變計劃。

然而，我們注意到，有數家另類交易平台營運商未有制定書面應變計劃，以處理與另類交易平台運作有關的緊急情況及中斷事故。

- ii. 我們又留意到，有一家另類交易平台營運商的唯一應變計劃就是在緊急情況出現時關閉另類交易平台，而沒有就中斷事故制定其他後備設施安排，或處理用戶及監管機構查詢的程序。

此外，我們觀察到以下作業手法偏離了本會的預期標準：

- iii. 我們留意到，另類交易平台的事務管理規程未有充分詳述匯報及上報事故的程序。

另類交易平台營運商應實施事故管理程序，當中應詳細說明如何處理與另類交易平台有關的事故（例如另類交易平台服務中斷）、上報及通知規程和須以文件記錄事故詳情的規定，並尤其應列明須將與另類交易平台有關的事故通知用戶及監管機構的規定。該程序亦應訂明事故報告的基本內容，包括事故的詳情及影響和已採取的糾正措施等資料。

## 13. 其他觀察所得

- i. 《操守準則》附表 8 第 27(d)段規定，持牌法團應在每個公曆月結束後十個營業日內或應證監會要求的期限內，向證監會提供一份記錄該月有關其另類交易平台的十大最活躍用戶各自已執行交易的成交量的報告。

然而，我們從抽樣檢視中留意到，部分另類交易平台經營商並無向證監會提供最初負責在另類交易平台發出買賣指示的十大最活躍用戶已執行交易的成交量。

- ii. 所有另類交易平台均採用了由第三方供應商提供的市場數據服務，藉此參照交易所的買入及賣出價來釐定另類交易平台的成交價。

然而，我們留意到，部分另類交易平台營運商並無制定充足的監控措施，以確保速報至另類交易平台的市場數據反映最新市況。例如，有一家另類交易平台營運商僅將市場數據與前一日的收市價作比較，以查核有關數據是否有所更新。

- iii. 第三方服務供應商都會為另類交易平台的開發及維護提供支援。假如另類交易平台是由第三方服務供應商提供並負責支援，另類交易平台營運商便應進行盡職審查，以確保有關第三方服務供應商及其提供的另類交易平台符合《操守準則》的相關規定。對另類交易平台的所有改動應在應用前先經過適當的測試，並應定期接受檢視，以確保另類交易平台及所有改動的可靠性。
- iv. 另類交易平台的運作通常會運用到智能買賣盤傳遞系統，以根據預設的買賣邏輯來釐定買賣指示的傳遞方式及目的地。假如另類交易平台在運作時採用到智能買賣盤傳遞系統，該



系統便會被視為另類交易平台不可或缺的部分。另類交易平台經營商應確保其另類交易平台連同智能買賣盤傳遞系統（該系統對於另類交易平台的運作而言是不可分割的部分）符合《操守準則》第 19 段及附表 8 的規定。尤其是，另類交易平台經營商應設立監控措施，以確保智能買賣盤傳遞系統的運用受到管理層充分的監察，並且應進行測試，以確保智能買賣盤傳遞系統以至另類交易平台的系統充足性。

- v. 另一方面，我們留意到，數家另類交易平台經營商採納了獨特的另類交易平台運作模式——它們在買賣指示的接收、傳遞、優次處理及對盤安排方面均有別於一般另類交易平台。例如，它們或會容許用戶商討按交易所的買入及賣出價以外的價格為買賣指示進行配對，或限定只有具有特定交易目標的用戶才可進入另類交易平台。

另類交易平台經營商應確保在其另類交易平台指引內清楚披露足夠詳盡的資訊，讓用戶充分知悉另類交易平台的運作方式。

我們亦希望提醒另類交易平台營運商，它們應遵從所有適用規則及規例，尤其是應顧及客戶的最佳利益行事，基於其所能取得的最佳條件執行買賣指示和遵從適用於另類交易平台的規例。