

债务危机背景下的欧洲场外衍生品监管改革

王乐兵 周 杰

内容提要: 欧盟是全球重要的衍生品市场之一,在全球金融危机之前获得了快速的发展。然而,全球金融危机及欧洲主权债务危机的爆发,却将衍生品交易的惊人破坏力与衍生品市场的脆弱性展现得淋漓尽致。危机爆发后,欧盟进行了系统的衍生品市场监管立法改革,并于 2012 年颁布了“欧洲市场基础设施条例”。该条例规定了衍生品强制中央清算和交易信息登记制度,提高了衍生品交易的风险管理标准,以增加市场透明度,降低衍生品交易所带来的系统性风险,从而深刻改变欧洲金融衍生品市场面貌。我国未来的衍生品监管立法改革应当吸收欧洲的先进制度经验。

关键词: 场外衍生品 “EMIR” 中央对手方 交易信息库 系统性风险

自上世纪 80 年代以来,欧美各国金融市场进入了金融创新的黄金时代,各类金融衍生工具相继被引入金融市场,并获得迅速发展,尤其是在 2008 年全球金融危机爆发之前,欧美等地区的场外衍生品市场呈现爆炸式增长的态势。在监管者及从业者看来,场外衍生品市场有效地分散了金融市场上的各类利率风险、汇率风险和信用风险,并将其转移至最有能力承担和处理信用风险的专业投资者手中,从而增强了整个金融市场的稳定性,因此欧洲和美国均对其施加最低程度的监管甚至不予监管。^① 但同时,场外衍生品市场信息的不透明与其交易的复杂性,使得监管者和从业者很难确认风险的性质和水平。场外衍生品交易自身的封闭特性和公共监管的缺失,为金融危机的爆发埋下了潜在的隐患。

^① Testimony of Chairman Alan Greenspan, “The Regulation of OTC Derivatives Before the Committee on Banking and Financial Services”, U.S. House of Representatives, July 24, 1998, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19980724.htm>, last accessed on 23 February 2014.

2008年全球金融危机爆发后,欧盟对自身的场外衍生品监管体系进行了系统的自查和反思,并提出了系统的解决方案,欧洲主权债务危机的爆发则大大加速了这一进程。虽然欧债危机的爆发与2008年全球金融危机的外部冲击、欧盟内部财政政策与货币政策的内在制度缺陷以及各国经济增长乏力密切相关,^①但场外衍生品市场却是导致危机爆发的直接诱因和催化剂,^②并加深和扩大了危机的影响程度和范围。由此,欧盟监管者迅速认识到加强场外衍生品市场监管的重要性。

经过近四年的努力,欧洲议会和欧盟部长理事会(The Council of European Union)于2012年7月表决通过了“欧洲场外衍生品、中央对手方及交易信息库监管条例”(The Regulation on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories),又被称为“欧洲市场基础设施监管条例”(European Market Infrastructure Regulation,以下简称“EMIR”)。该条例是继2010年美国“多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法”之后世界范围内场外衍生品改革最重要的立法活动,通过引入衍生品合约强制中央清算、信息登记制度等重构了场外衍生品市场基础设施,彻底改变了欧盟场外衍生品市场缺乏监管的现状,从而深刻地改变了欧盟金融衍生品市场的面貌。有鉴于此,本文将在系统梳理欧盟场外衍生品市场发展历史及其与欧债危机关系的基础上,分析金融危机前后欧盟场外衍生品监管框架的变化,并着重介绍“EMIR”的主要制度创新及其存在的制度设计缺陷,以期获得我国金融衍生品市场发展的借鉴经验。

一 欧债危机与金融衍生品监管

(一) 欧洲金融衍生品市场发展状况

2008年国际金融危机前十年,全球衍生品交易市场经历了爆炸式增长,其名义市值(Nominal Market Value)从1998年的72万亿美元增长到2008年的684万亿美元。^③其中,CDS(Credit Default Swaps,即“信用违约互换”,又称为“信贷违约掉期”)市场的

^① 关于欧洲“主权债务危机”的发生原因,国内外学者均有深入的论述,包括2008年金融危机的冲击、欧元区货币政策与财政政策分化、欧盟内部经济发展不平衡、欧洲银行业疯狂扩张、人口老龄化与过于慷慨的福利制度抑制了欧元区的产业竞争力等。参见保建云:“论欧洲主权债务危机内生形成、治理缺陷及欧元区制演化”,《欧洲研究》2011年第6期,第29-37页;陈新:“欧债危机:治理困境和应对举措”,《欧洲研究》2012年第3期,第2页;张晓晶、李成:“欧债危机的成因、演进路径及对中国经济的影响”,《开放导报》2010年8月底4期,第27-28页;黄梅波、黄飞翔:“欧洲主权债务危机:根源及解决路径”,《福建论坛·人文社会科学版》2012年第1期,第50-53页。

^② Daria S. Latysheva, “Taming The Hydra of Derivatives Regulation: Examining New Regulatory Approaches To OTC Derivatives in the United States and Europe”, *Cardozo Journal of International and Comparative Law*, Vol. 20, No. 2, 2012, pp.465-476.

^③ European Central Bank, “OTC Derivatives and Post-trading Infrastructures”, p.13, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/overthecounterderivatives200909en.pdf>, last accessed on 15 January, 2014.

发展最引人瞩目,自有统计以来的2004年到2007年三年间,其市场规模增长了3倍,到2007年底其名义市值已达到58万亿美元。2008年全球金融危机爆发之后,场外衍生品市场的规模出现了大幅度的下滑,其名义市值在下半年迅速降至592万亿美元,相比上半年下降幅度达到13.4%,这是自1998年有场外衍生品统计以来的首次下滑。场外外汇衍生品名义市值下降21%,降至49万亿美元。同时,权益衍生品下降36%,降至6.5万亿美元,而2008年上半年已经下降1%的CDS市场在下半年又下降了27%,降至41.9万亿美元。相比而言,利率衍生品在2008年下半年仅下降8%,名义市值降至328万亿美元。^①值得注意的是,场外衍生品市场名义市值的下降导致总市值不降反升,2008年下半年总市值增长66%,升至33.9万亿美元,创下自1998年有统计以来的最高增幅,这是因为场外衍生品市场的风险偿付现金流在危机爆发后大幅增长。^②在2008年下半年,利率掉期的市场规模增长一倍,由9.3万亿美元增长至18.4万亿美元,CDS市场的总市值增长78%,外汇衍生品总市值增长73%,仅场外权益衍生品的总市值小幅下降2.8%。

伴随着全球衍生品市场的发展,欧洲也成为最重要的衍生品交易地区,是全球金融衍生品交易的中心。如今,伦敦已经成为全球最大的场外衍生品交易和清算所在地,据英国银行业协会(BBA)2006年的统计,全球信用衍生品交易中约43%是在伦敦完成的;^③位于法兰克福的欧洲期货交易所(EUREX)和位于伦敦的国际金融期货交易所(LIFFE),以其丰富的衍生品种和先进的电子化交易平台成为世界上最为重要的金融衍生品交易所,在场内衍生品交易中扮演着重要的角色。

2009年欧洲中央银行(ECB)发布的报告显示,在利率掉期交易中,以欧元标价的场外衍生品交易名义市值达到118.6万亿美元,占比为36%,而以美元标价的交易名义市值为110.4万亿美元,占比34%;场外股权衍生品方面,以欧洲公司股权为基础资产进行的衍生品交易达到4万亿美元,占比为62%,而以美国公司股权为基础资产的衍生合约仅占23%;在CDS市场上,以欧元标价的CDS合约约占持续联结清算(CLS)

^① European Central Bank, "OTC Derivatives and Post-trading Infrastructures", p.14.

^② 国际清算银行提供了衡量场外衍生品市场规模的两项指标,即名义市值和总市值。名义市值虽常被用来衡量场外衍生品市场规模,但其无法衡量实际风险敞口。总市值即替代既有场外衍生品合约的成本,它能准确衡量场外衍生品市场的风险规模。如场外衍生品市场2008年底的名义市值为592万亿美元,而其总市值则为33.9万亿美元。但即使总市值也通常高估了场外衍生品市场的风险支付流,因为其并没有考虑场外衍生交易的双边净额结算或保证金制度的影响。根据国际清算银行的估算,扣除双边净额结算的影响,场外衍生品市场的信用敞口在2008年底约为5万亿美元。值得注意的是,衍生品市场的名义市值和总市值的变化并非总是向同一方向变化,如2008年全球金融危机爆发之后,场外衍生品市场的名义市值降低,但其总市值却上升了。European Central Bank, "OTC Derivatives and Post-trading Infrastructures", p.15.

^③ British Bankers' Association, "BBA Credit Derivatives Report 2006", p.5, <https://www.bba.org.uk/publication/books-reports-and-subscriptions/bba-credit-derivatives-report-2006/>, last accessed on 10 January, 2014.

的整个信用衍生品市场的39%(信用衍生品市场交易中的88%为CDS交易),仅次于以美元标价的CDS合约(占59%);在场外外汇衍生品市场上,美元占据统治地位,其名义市值占比为42%,欧元位居第二,占比为21%;最后,欧元区有着全球最大的回购市场,其市值达到3.2万亿,加上英国的0.54万亿美元,总市值达3.74万亿美元,而美国市场则有3万亿美元。^①

除了市场规模之外,另外一组能够说明欧洲地区场外衍生品重要性的数据是位于欧盟的交易对手方的交易占比。

表1 欧盟与美国交易对手方场外衍生品交易比重

	位于欧盟的交易对手方交易 市场份额	位于美国的交易对手方交易 市场份额
以欧元计价的利率掉期	94%(欧元区占36%)	3%
全球场外股权衍生品	56.6%	21.2%
全球CDS市场	35%	21% ^②
全球场外外汇衍生品	54%(其中欧元区占11%,英国占39%)	15%

资料来源:European Central Bank, "OTC Derivatives and Post-trading Infrastructures", September 2009, p.18.

由上述分析可知,欧盟和欧元已分别成为全球场外衍生品交易的重要地区和计价货币,其发展极大地繁荣了欧洲金融市场,促进了金融风险分散和管理,提高了金融市场流动性。但同时,场外衍生品市场的快速扩张,相关基础交易制度和法律监管的缺失,为欧洲金融市场的带来了一系列的风险,为金融稳定埋下了隐患。这种风险主要来自以下两个方面:首先,OTC市场的主要参与者是数量有限的大型金融机构。OTC市场的交易活动主要在做市商之间进行,包括大型商业银行和投资银行、证券公司及其大型客户,如共同基金、养老基金、对冲基金和保险公司等。因为衍生交易多为上述大型金融机构之间的私人交易,相关交易信息并不向监管者或公众公开。因此,信息不透明使得监管者和从业者均无法评估不同金融之间的相互依存度以及最终的风险敞口,无法进行有效的风险管理;其次,随着场外衍生品市场的活跃,场外衍生品不仅

^① European Central Bank, "OTC Derivatives and Post-trading Infrastructures", pp.16-17.

^② Bank for International Settlements Monetary and Economic Department, "OTC Derivatives Statistics at End-June 2013", November 2013, p.3, http://www.bis.org/publ/otc_hy0811.pdf, last accessed on 10 April, 2014.

被用来对冲各类风险,而且直接被投资者用来进行投机活动且交易频繁。各类衍生品合约均可在市场上自由买卖,使其由普通合同变为具有不菲价值的财产(类证券),其法律性质发生了根本性变化。但由于欧盟和美国金融市场间的相互竞争关系,其监管者为保持本国金融市场的竞争力,普遍对场外衍生品市场不予监管或仅给予最低程度的监管,^①这就使得场外衍生品市场投机活动增加,风险加大。

(二) 场外衍生品与欧洲主权债务危机

虽然欧洲场外衍生品市场在金融危机之前获得了迅猛发展,但从欧债危机的形成和扩展来看,导致危机发生的衍生品类型比较明确,即货币互换交易(Currency Swaps)和主权债务信用违约互换交易(即 Sovereign Credit Default Swaps,以下简称“SCDS”),并且这两类互换交易的市场份额相对于欧洲主权债务余额以及整个互换市场来讲,所占比例均比较小。^②但问题就在于,为何如此小规模市场上的违约行为会导致整个欧洲金融市场的动荡甚至危机?其对欧洲“主权债务危机”的扩大又扮演了何种角色?

首先,金融衍生品的滥用是此次欧债危机爆发的直接原因。2000年前后,希腊为了满足《马斯特里赫特条约》规定的欧元区成员国的两个关键指标,即预算赤字不能超过国内生产总值的3%、政府债务低于国内生产总值的60%,而委托美国“高盛”银行发行一笔100亿美元的10-15年期国债,按照当时的市场汇率1欧元兑换1.35美元,希腊将获得74亿欧元资金,但“高盛”却按照1:1.19的人为设定的优惠汇率向希腊提供了84亿欧元的资金,并约定债务到期后仍由“高盛”收回其美元,此即双方达成的“货币互换交易”,该交易实质上是高盛向希腊提供了10亿欧元贷款,但因为这笔贷款要在10-15年之后才偿还,所以不会出现在希腊的公共负债率统计上。这一操作帮助希腊掩盖了高达10亿欧元的公共债务,希腊的预算赤字在账面上看仅为当年GDP的1.5%,从而使希腊在账面上符合了欧元区成员国的标准。根据高盛的陈述,通过“货币掉期交易”隐藏债务以满足欧盟对欧元区成员国财政赤字和公共债务占国内生产总值比例的要求是部分欧元区主权国家的通用做法。这些国家不仅有意

① 值得注意的是,衍生品固然可以实现金融风险在市场上的分散,但其并不能有效消除金融风险本身。该风险仍存在于金融体系之中;又因为衍生品之间的传递性极强,这些风险极有可能由一家金融机构传导至相关金融机构,从而引发系统性风险。在此情况下,衍生品不但没有分散风险,而且加剧了金融市场的风险。很可惜,这一点在金融危机爆发前并未引起监管者的足够重视。作者注。

② 截止到2011年底,欧元区全部政府债务余额达到50万亿美元,而针对这些主权债务的CDS合约名义市值仅为3万亿美元,而全球CDS市场2011年底的名义市值为29万亿美元。International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report: A New Look at the Role of Sovereign Credit Default Swaps(Chapter 2)”, p.57, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/01/pdf/c2.pdf>, last accessed on 17 February 2014.

大利、西班牙,而且还包括德国。^① 2004年,经欧盟统计局重新计算后发现,希腊当时的赤字率实际上高达3.7%;2009年希腊新政府上台之后,发现上届政府掩盖了真实的财政状况,宣布2009年政府财政赤字和公共债务占国内生产总值的比例预计将分别达到12.7%和113%,远超欧盟《稳定与增长公约》规定的3%和60%的上限。鉴于希腊政府财政状况显著恶化,全球三大信用评级机构惠誉、标准普尔和穆迪相继调低希腊主权信用评级,^②希腊债务危机正式拉开序幕。之后,投资者对欧洲其他国家债务履约能力的担忧加剧,在抛售希腊国债的同时,爱尔兰、葡萄牙、西班牙等国的主权债券收益率也大幅上升,导致欧洲债务危机的全面爆发。由此可见,欧元区国家利用金融衍生工具滥举债务是危机爆发的直接诱因。

其次,为何以“高盛”为代表的国际银团在明知希腊等国可能欠缺偿债能力的情况下仍然为这些国家提供信贷?为何这种不负责任的借贷行为能够大行其道?而这又与欧洲主权债务危机的扩大有着何种制度关联?这些问题均与以欧元区主权国家债务为标的的信用违约互换交易(即Sovereign Credit Default Swaps,以下简称“SCDS”)密切相关。一方面,“高盛”深知希腊通过隐藏债务作假进入欧元区,必将拖累其长远经济发展,因而在将来违约的可能性极大,为防止希腊可能的债务违约风险,“高盛”向德国商业银行购买了20年期的10亿欧元“信用违约互换”保险,以便在债务违约时由该银行承担违约损失。这一做法也被其他债权人所仿效,如联合信贷银行(UniCredit Bank)持有100万欧元希腊政府债券,但其却购买了价值200万欧元的希腊SCDS,一旦希腊违约,其即可获得200万欧元的赔偿。SCDS的出现鼓励了不负责任的借贷行为。另一方面,SCDS市场投机活动大量增加,尤其是SCDS“裸卖空”,对欧债危机的全面爆发与扩散负有不可推卸的责任。所谓SCDS“裸卖空”,是指SCDS的卖方与买方与相关国家的主权债务并无直接的利害关系,而只是就其是否违约进行的对赌交易。而这一类交易的主体一般是欧美资本市场上的大型私人对冲基金、投资银行、大型商业银行、保险公司等,其通常并不持有欧盟国家主权债务,只就主权债务是否会违约进行对赌,从而谋取暴利。陷入债务泥潭的主权国家债务违约概率加大时,SCDS合约价值增加,则SCDS买方更多期望债务国违约而非履行债务,从而谋取暴利。在SCDS的刺激下,甚至希腊政府债券的持有者也希望希腊破产,因为其在CDS市场购买了超过其所持债券市场价值的SCDS。因此,我们不难发现,希腊债务危

^① Alex Chambers, “Goldman Sachs Details 2001 Greek Derivative Trades”, February 22, 2010, <http://www.reuters.com/article/2010/02/22/goldman-sachs-greece-derivatives-idUSLDE61L1KH20100222>, last accessed on 3 April 2014.

^② 在2010年4月希腊国债被标准普尔降级为BB+垃圾级。参见张晓晶、李成:“欧债危机的成因、演进路径及对中国经济的影响”,第26-27页。

机爆发之后,国际评级机构降低其信用评级,导致希腊 SCDS 价格一路上扬,陷入再融资困境,从而迫使希腊政府只能宣告债务违约,虽然债权人不得不接受债务减持,但其在 SCDS 市场的收益远远高于其所遭受的损失。由此可见,SCDS 为投资者,甚至债券的持有者提供了债券违约的负面制度激励,从而进一步加深了危机。

最后,SCDS 的大量投机性交易导致相关国家融资成本提高,甚至丧失再融资能力,经济情况不断恶化,甚至被推向危机的深渊。通常,金融衍生产品的市场价值应当取决于基础资产的价值,但由于 CDS 市场的价格反应速度相较于其对应的基础债券市场价格的反应更加敏感,因此 CDS 的市场价格波动开始影响基础资产价格的波动。在欧洲国家主权债务危机中,SCDS 市场波动极大地影响了各国政府债券的价格。SCDS 溢价水平提高,则意味着对应国家主权债券市场信誉下降,融资成本随之上升。^① 具体而言,2008 年全球金融危机爆发之前,欧元区国家 5 年期 SCDS 的溢价水平处于低位,在 200 基点以下,这表明投资者对欧元区国家债务履约具有较高的信心。2008 年全球金融危机爆发之后,首先是非欧元区东欧国家 5 年 SCDS 溢价上扬,到 2009 年 3 月已超过 400 基点,而之后则一路下降至 200 基点以下;从 2010 年开始,欧元区危机国家,如希腊、意大利、葡萄牙、西班牙、爱尔兰(即“欧猪五国”,简称 PIIGS)为应对金融危机的冲击而纷纷施行积极的财政政策,以救助陷入危机的金融机构,刺激经济增长,但这些措施在减缓衰退的同时也造成政府财政开支急剧增加,^②进一步推高了其债务水平,导致其 SCDS 溢价水平持续上升,陆续超过 400 基点,并在 2011 年底达到历史最高的 1400 基点;形成鲜明对比的是,同一时期,其他欧元区国家、非欧元区西欧国家和非欧元区东欧国家的 SCDS 溢价水平均在 200 基点以下。^③ 伴随着这些国家 SCDS 溢价水平的提高,这些国家国债收益率屡创新高,如意大利国债收益率在 2011 年一度逼近 7% 的历史最高点,其融资难度加大、融资成本提高,进一步加深了危机。

面对危机,欧盟可以做出的应对举措并不多,单纯地向相关国家提供经济援助更像是在填补一个无底洞。这一切均源于欧盟对场外衍生品市场的失控、信息的不公开和复杂的交易结构,加上消极的制度激励,使得整个场外衍生品市场处于一种无序的混乱状态,而欧盟的监管者在金融危机之前对场外衍生品交易的放任态度则进一步助

① G. Palladini and R. Portes, “Sovereign CDS and Bond Price Dynamics in the Eurozone”, CEPR Discussion Paper, No. 8651, December 2011, pp.22-23.

② 黄梅波、黄飞翔:“欧洲主权债务危机:根源及解决路径”,第 51 页。

③ Bryan J. Noeth and Rajdeep Sengupta, “A Look at Credit Default Swaps and Their Impact on the European Debt Crisis”, *The Regional Economist*, April 2012, http://www.stlouisfed.org/publications/pub_assets/pdf/re/2012/b/credit_default.pdf, last accessed on 15 February 2014.

推了危机的深化。严重的系统性风险,导致了欧债危机的爆发与蔓延。为此,欧盟不得不在2012年专门颁布规章禁止对SCDS裸卖空,^①但这并不足以从根本上消除场外衍生品市场对金融体系稳定的影响。金融危机呼唤金融监管改革,而欧盟的立法者与监管者又是如何回应市场的这一制度需求的呢?

二 欧洲金融衍生品监管立法改革过程

2008年全球金融危机爆发之前,欧盟一直缺乏专门的场外衍生品监管立法和监管机构,其衍生品监管职能主要由各成员国金融监管机构承担,这也是面对危机欧盟监管者束手无策的根本原因。在监管依据方面,欧盟层面上最核心的监管法律是“金融工具市场指令”(Markets in Financial Instruments Directive,以下简称为“MiFID”),CDS包含在MiFID所列举的金融工具的范围内。因此,如果该指令已经被转化为国内法,从事CDS交易的投资公司必须遵守MiFID的相关批准要求和经营要求。该指令第34条规定,来自其他成员国的投资公司有权进入其所在国的集中清算和结算系统。但是,MiFID仅仅规定了进行集中清算的权利,却并没有规定投资公司对CDS进行集中清算的义务。同时,2008年金融危机之前,欧盟一直缺乏统一的金融监管机构,欧盟层面上存在的某些金融监管机构,如欧洲银行业监管者委员会(Committee of European Banking Supervisors),欧洲证券监管者委员会(Committee of European Security Regulation)以及欧洲保险监管委员会(Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors)等,多为咨议性机构,主要负责向欧盟委员会提供金融监管指令及规章的起草建议,确立相关的监管标准,并无实际执法权。^②

2008年金融危机爆发之后,欧盟意识到其场外衍生品监管存在重大缺陷,并不具备防御、处理和化解危机的能力。因此,欧盟开始从两个方面着手进行一系列的金融

^① 根据该规定,所有主权债务工具的卖空交易必须具有实际的借贷交易和借贷协议,或者与第三人具有协议,且后者确认相关的股份已经确定或可以期待该交易在届期时将被履行,因此关于主权债务的裸卖空将被禁止。根据该规章的规定,所有关于主权债务的信用违约掉期交易必须对主权债务的违约风险或价值下降有风险敞口。See the EU Regulation on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps.但是,这一规章一经出台,即受到国际货币基金组织(IMF)和国际掉期交易协会(ISDA)的强烈反对。IMF认为,SCDS“裸空卖”导致主权国家债券融资成本上升缺乏经验数据支持,尤其是SCDS和主权债券的价格能够充分反映相关国家的经济状况以及其他市场因素,具有良好的信息揭示功能,没有充分的证据证明SCDS价格的上扬导致相关国家融资成本的上升;而SCDS是否导致危机扩散很难认定,因为SCDS内含的风险与金融体系中的风险很难区分开来。相反,欧盟对SCDS的禁令将降低市场的流动性,使得这些金融工具的风险对冲功能和信用风险提示功能无法充分发挥。International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report: A New Look at the Role of Sovereign Credit Default Swaps(Chapter 2)”, p.67.

^② 中国人民银行国际司:“欧盟的金融监管标准与监管体系”,2008年3月, http://www.pbc.gov.cn/publish/goujisi/725/1128/11282/11282_.html, 2014年5月7日访问。

改革:一方面是监管机构的整合与统一,以满足欧盟自身金融市场统一的内在需要;另一方面进行专门的金融衍生品监管立法改革,构建安全、高效的衍生品市场交易制度。

首先,欧盟于2008年10月成立了一个高规格的金融监管改革小组,着手研究如何更好地对国际金融机构和欧盟金融市场进行监管,加强欧盟内部在金融稳定性监控、提前预警以及危机应对机制方面的合作。该小组于2009年2月发布的最终报告^①对完善欧盟的金融监管体系提出了一系列建议。该报告的第二部分提出要强化对影子银行、证券化产品和衍生合约的监管;该报告第三部分则建议设立负责宏观审慎监管的“欧盟系统性风险委员会”(European Systemic Risk Council)与负责对欧洲银行与金融机构进行日常监管(即微观审慎监管)的“欧洲金融监管者系统”(European System of Financial Supervisors),从而实现欧盟监管体系的重新整合。该建议很快被欧盟理事会采纳。2009年6月,欧盟理事会通过了《欧盟金融监管体系改革》(Reform of EU's Supervisory Framework for Financial Services),提出将宏观审慎监管和微观审慎监管相结合,建立泛欧监管体系方案,决定成立欧盟系统风险委员会(European Systemic Risk Board,即ESRB)和欧盟金融监管系统(European System of Financial Supervision,即ESFS),分别负责欧盟的宏观审慎监管和微观审慎监管。其中,后者包括三家监管机构,欧洲银行业管理局(European Banking Authority,即EBA),^②欧洲证券与市场管理局(European Securities and Markets Authority,即ESMA),^③和欧洲保险和职业养老金管理局(European Insurance and Occupational Pensions Authority,即EIOPA),^④从而形成了欧盟“一会三局”的金融监管框架。在欧盟内各国经济不断融合、各国间金融市场的联系不断加深的背景下,上述三家机构成为真正的监管执法机构,并被要求统一适用欧盟监管立法、建立统一的监管标准,实现对欧洲金融市场的统一监管。这一改革因此被欧盟委员会负责内部市场和服务事务的委员米歇尔·巴尼耶(Michel Barnier)视为欧盟金融改革的核心、其他所有改革的基石,从而成为欧洲金融市场发展的重要历史转折点。^⑤

与监管机构改革相配套,欧盟随后开启了其场外衍生品监管立法改革进程,而欧债危机的爆发则大大加速了这一进程。2009年7月3日,欧盟委员会发布第一份衍

① The de Larosière Group, “Report of The High-Level Group on Financial Supervision in the EU”, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, last accessed on 8 May, 2014.

② Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council, OJ L 331, 15.12.2010, p. 12.

③ Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council, OJ L 331, 15.12.2010, p. 48.

④ Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council, OJ L 331, 15.12.2010, p. 84.

⑤ See “A Turning Point for the European Financial Sector”, European Commission – MEMO/11/1, 03/01/2011.

衍生品通讯——“确保高效、安全、完善的衍生品市场”^①，系统分析了衍生品市场的整体特征及具体衍生品市场的特征，尤其是其风险特征，提出了四项政策工具以降低场外衍生品交易导致的系统性风险：第一，强化中央集中清算机构的作用、降低信用风险；第二，对于不适合集中清算的衍生合约，提高衍生产品与市场的标准化程度，强化交易双方的担保物管理；第三，建立和使用交易信息库；第四，增加有组织交易场所的使用。^② 这些建议得到了世界各国的高度重视与认可。在2009年9月的匹兹堡G20领导人峰会上，参会的欧美各国达成共识并承诺：“所有标准化的场外衍生合约都应该在交易所或者电子交易平台上交易，最迟在2012年底通过中央对手方清算。场外衍生合约应该向交易信息库报告。非中央清算合约应该受到更严格的资本要求。”^③2009年10月20日，欧盟委员会公布了第二份衍生品立法的通讯——“确保高效、安全、完善的衍生品市场：未来政策动议”^④。该通讯对衍生品市场组织方式，包括场外和场内两个市场的缺陷进行了分析，并提出了立法解决方案，包括加强国际合作、区分金融对手方和非金融对手方、中央清算机构的风险防范机制等。

在此两份通讯及大量咨询意见基础上，欧盟委员会开启了立法程序，于2010年9月15日提出了“欧洲场外衍生品、中央对手方和交易信息库监管条例”草案。2012年2月9号，欧洲议会与欧盟部长理事会就关于促进衍生品市场更加稳定、透明与有效的规章达成重要协议，最终于2012年7月表决通过了该草案，并于同年8月16日正式生效。

纵观该条例的制度设计，其主要围绕场外衍生品市场上的信息披露而展开，使各类场外衍生品的交易信息均能得到披露，从而使监管者可以有效掌握交易信息并进行风险管理。该法第1条第1款明确指出，其主要规定场外衍生品的清算和双边风险管理制度、衍生品合约的信息报告制度，以及中央对手方和交易信息库履行其职责的统一制度要求。同时，“EMIR”授权欧盟委员会起草执行具体的监管规范和技术标准，负责对中央对手方和交易信息库的批准与监管，^⑤并授权欧洲证券与市场管理局(ES-

① Commission Communication, “Ensuring Efficient, Safe and Sound Derivatives Markets”, Commission Staff Working Paper Accompanying the Commission Communication, SEC(2009) 905 final, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/report_en.pdf, last accessed on 21 March 2014.

② Ibid..

③ European Commission, “Proposal for A Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories”, COM(2010) 484/5, p.2, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/20100915_proposal_en.pdf, last accessed on 21 March, 2014.

④ European Commission, “Ensuring Efficient, Safe and Sound Derivatives Markets: Future Policy Actions”, COM(2009) 563 final.

⑤ ESMA 还被赋予督促各成员国监管机构统一适用欧盟监管规则、协调各国间争议的职责，并在市场紧急情况下采取措施保障金融市场的稳定性。

MA)对衍生品市场进行统一监管。^① 这些制度建立了衍生品信息披露的金融市场基础设施,改变了其场外交易的性质,彻底解决了场外衍生品信息披露方面的根本缺陷,增强了衍生品市场的透明度,从而有助于防范金融市场系统性风险。下文将对衍生品集中清算制度和非集中清算衍生品的信息披露进行详细分析。

三 场外衍生合约集中清算制度

场外衍生交易的私人性和上世纪80年代以来的金融去监管化使得此类交易长期游离于政府监管之外。欧洲主权债务危机中,欧洲主权国家在面对金融机构对国家主权债务进行疯狂投机时的无奈,使这种场外交易的风险在监管者面前展露无遗。因此,如何将场外交易置于政府监管之下,并有效降低其风险、保持金融市场稳定成为欧洲监管者面临的重大课题。在这方面,“EMIR”对场外衍生品交易最具革命性的变革是建立了衍生品集中清算制度,将原本由私人之间进行清算的衍生合约纳入中央对手方进行集中清算,从而彻底改变了衍生品的场外性质,使其由场外交易完全变为场内交易。

所谓“集中清算”(Central Clearing),是指由中央对手方(Central Counterparty)介入到私下交易的衍生品合约之间,成为“买方的卖方”和“卖方的买方”,实质上就是进行“合约更替”,原合同被转化为两个合同,中央对手方享有原合同的权利并承担相应的义务。^② 中央对手方集中清算有三大优势:一,作为专业的风险管理机构,可有效降低交易对手方信用风险;二,集中掌握衍生品交易信息,以便金融监管者更方便地理解和管理市场风险;^③三,通过多边净额结算(Multilateral Netting),提高衍生品交易清算的效率、显著降低系统性风险。^④ 值得注意的是,“EMIR”一改 MiFID 仅规定清算权利的做法,将集中清算变为交易者的强制义务,详细规定了集中清算的衍生品的范围、程序以及中央对手方的风险管理,以提高市场透明度、降低系统性风险。

^① 对于场外衍生品的监管,一个富有争议的问题是应当对其适用何种类型的监管。以CDS为例,同时具有证券、保险和对赌的特征,故学界和业界对其法律性质有不同意见。但主流意见认为,CDS应当作为证券被监管,进而接受证券监管机构的监管,这已被美国和欧盟的监管改革所采纳。如美国多德-弗兰克法禁止监管机构将CDS视为保险产品进行监管,从而排除了保险监管机构的监管权力。EMIR对ESMA的授权也是遵循了这一监管思路。作者注。

^② 作为一项重要的风险管理与信息披露机制,集中清算在美国亦深受重视。2009年3月10日,经SEC批准,美国洲际商品交易所(ICE)正式开始为CDS提供集中清算服务,成为全球在CDS市场引入的第一个中央交易对手方。参见王晟:“场外金融衍生产品清算及监管机制的最新演变及其启示”,《上海金融》2010年第2期,第61页。

^③ European Commission, “Ensuring Efficient, Safe and Sound Derivatives Markets”, p.6.

^④ Ibid., p.16.

(一) 中央强制清算的范围

根据使用场外衍生合约的当事人与交易对手方风险水平影响之间的相互依赖程度、是否推动欧盟内部市场的平等竞争、相关衍生品合约的特定性质、^①是否有助于降低系统性风险^②等因素,“EMIR”设计出了一套在法律上识别中央清算衍生品种类的机制。强制集中清算的范围是该条例的核心,其决定了必须进行集中清算的场外衍生品的范围。

(1) 合格的中央清算衍生品种类的发现程序

“EMIR”规定了“自上而下”和“自下而上”两种相互独立的发现与决定适合集中清算产品的程序。^③

所谓“自下而上”的程序,是指若设立在欧盟各国的中央清算机构意欲接纳某种衍生品进行中央清算,可向所在成员国的监管机关申请授权,由后者决定是否可以对这类衍生品进行中央清算。若获得批准,则该监管机关应立即向 ESMA 报告,ESMA 在收到报告后 6 个月内向欧洲系统性风险委员会(ESRB)以及公众咨询。在此基础上,若 ESMA 认为该衍生品符合中央集中清算的标准,可着手制定相应的监管技术标准(Regulatory Technical Standards),并提交给欧盟委员会批准。^④一旦该技术标准通过,此类衍生品将在欧盟全境受到强制中央清算的约束。

“自上而下”的程序,是指对于尚未有任何一家中央对手方得到授权清算的金融衍生品,如果 ESMA 认为该衍生品可能符合强制中央清算的标准,可以立即向 ESRB 以及公众进行咨询,在此基础上根据相应的标准决定其是否应进行集中清算。^⑤

(2) 对金融对手方和非金融对手方的中央清算义务进行区分

首先,所有金融机构(即金融对手方)之间的衍生品交易都必须进行中央集中清算。^⑥如果属于欧盟委员会根据“EMIR”确定的强制清算衍生品种类,不论其交易规

① 某些类型的衍生品合约的主要风险是结算风险,而中央对手方集中清算主要是解决交易对手方的信用风险,而非清算风险。作者注。

② 这方面的因素包括衍生合约的标准化、衍生品合约的数量与流动性以及获取可靠的对衍生品合约进行定价的信息的能力。作者注。

③ 根据《Dodd-Frank 法案》S723 的相关规定,适用于强制清算的“互换”,应当通过指定的清算机构进行集中清算。但到底哪些种类的互换合约应当受到上述约束,该法案并没有作出明确的规定,而是授权相关监管机构,依据《Dodd-Frank 法案》所确立的标准,通过制定具体的规则来确定某种类型的互换合约是否适用于强制清算。参见陈九霖:“评《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》下的场外能源衍生品监管改革”,《环球法律评论》2011年第6期,第104页。

④ “EMIR”, Art.5(1)(2).

⑤ 根据“EMIR”的规定,ESMA 在辨别某一种类的衍生品是否适合集中清算时,应该考虑到相关衍生品合约术语的标准化程度,该类衍生品的交易规模和流动性,价格信息的公开性、可靠性和市场认可度。See“EMIR”, Art.5(4).

⑥ “EMIR”, Art. 4(1).

模大小、基础资产的性质,只要该衍生品合约的交易双方属于金融对手方,就必须进行集中清算。

其次,EMIR 规定非金融对手方参与的、超过“清算门槛”的衍生品交易也必须进行集中清算,即非金融对手方和金融对手方之间、非金融对手方和非金融对手方之间进行的、超过规定数额的衍生品交易,亦应进行中央清算。^① 因此,“EMIR”规定,如果一家非金融机构的衍生品交易头寸超过“清算门槛”,其应立即通知 ESMA 及其本国监管机构。如果嗣后 30 天的“平均滚动头寸”(Rolling Average Position) 仍然超过清算门槛,则应在 4 个月内将相关衍生品合约在中央清算机构清算。反之,若能向本国的监管机构证明该“滚动平均头寸”已经被限制在“清算门槛”以内,则无须进行中央清算。^② 也就是说,非金融机构的衍生品交易头寸超过“清算门槛”,并不意味着立即承担进行中央清算的义务,而只是承担通知相关监管方的义务。该规定旨在使监管者能够尽早知悉非金融机构的累计交易头寸,从而预防风险的发生。^③ 但是,集中清算的豁免,并不意味着非金融机构信息披露义务的豁免,其仍要受到下文所述的交易信息登记要求的束缚。^④

(二) 中央对手方的风险管理

除了信息披露功能之外,集中清算制度更重要的功能是风险管理。衍生品集中清算制度使大部分衍生合约在中央对手方集中清算,中央对手方因此而承担了此类衍生品合约的违约责任。集中清算并不能消除交易对手方的信用风险,而是导致了信用风险向中央对手方集中。由此中央清算机构成为系统重要性机构,一旦其破产违约,必将引起一系列的违约事件、导致系统性危机。有鉴于此,欧盟设计完善了中央对手方风险管理制度,从而对整个衍生品市场的风险管理产生了积极影响。

一方面,“EMIR”为中央对手方设立了多层次的“资金防火墙”以增强其抵御极端情况的能力,如两个以上的清算成员同时违约。这些资金集合了多方面的力量,既有中央对手方的资金也包括清算成员的投入。首先,中央对手方应该向各清算成员收取与风险敞口相称的保证金(Margin),该数额应能基本覆盖尚未结算的衍生合约头寸价

① 之所以规定非金融对手方衍生品交易的强制清算义务,是因为如果完全放开对非金融对手方的限制将会导致两个问题:一是监管套利,在实践中将会有许多金融机构通过设立非金融子公司进行衍生品交易的方式绕开清算义务的要求;二是在很多情况下,非金融对手方也是衍生品市场的积极参加者,倘若其交易规模过大发生违约事件,将会对金融市场造成巨大冲击。European Commission, “Proposal for A Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories”, p.7.

② “EMIR”, Art. 10(1), (2).

③ European Commission, “Proposal for A Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories”, p.8.

④ Ibid..

值变动导致的损失。^①其次,中央对手方应该建立一个以上的违约基金(Default Fund),用于支付上述保证金所不能覆盖的损失。违约基金的规模应该能够应对拥有最大风险敞口的清算成员违约,或者拥有第二、第三大风险敞口的两个清算成员同时违约的情况,如果后一数额更大的话。中央对手方应该根据各个清算成员风险敞口的大小收取相应的基金份额。^②再次,中央清算机构应该建立专用资金(Dedicated Resource),用来弥补在保证金和违约基金都被耗尽时的损失。违约基金和专用资金的总额应该在任何时候确保中央对手方能够抵御其最大的两个风险敞口的清算成员同时违约。^③

另一方面,为有效利用由不同主体共同提供的、防止中央对手方破产的金融资源,并防止“道德风险”的发生,促使中央对手方以及各个清算成员都遵守谨慎经营的义务,“EMIR”规定了“违约防火墙”(Default Waterfall)制度,即在弥补损失时中央对手方应该首先使用违约成员提交的保证金。非违约清算成员提交的保证金不能被用来弥补另一清算成员违约带来的损失。如果该保证金不能完全弥补损失,违约基金中该违约成员缴纳的份额将被启用以弥补剩余部分。若损失仍然未被抵消,中央对手方将使用其自身设立的专用资金,最后才能考虑使用违约基金中非违约清算成员缴纳的份额。^④此顺序的安排能够在一定程度上降低违约清算成员的道德风险,以及提高中央对手方在清算活动中的注意义务。尽管如此,中央对手方还是有破产的可能,其资本金将在所有的金融资源被耗尽时成为最后一道防线,但“EMIR”并未对中央银行“最后贷款人”的角色做出直接规定。

总而言之,“EMIR”建立的集中清算制度构成了该条例的核心内容,也是欧盟场外衍生品监管最富革命性和彻底性的改革举措,其详细地规定了进行集中清算的衍生品范围、程序及交易对手方的风险管理,强化了衍生品市场的信息披露和风险管理,有助于提高金融市场透明度和稳定性。但是,作为集中清算机构的中央对手方并非毫无瑕疵。首先,信用衍生品基础资产的风险将会影响到中央对手方的功能,因为其一般不能了解和控制基础资产的经济风险与法律权利,或者说集中清算机构所面临的最大挑战来自因为信用衍生品所导致的经济利益与产生该利益的法律权利的分隔。清算机构承担了基础资产的经济风险,却并不享有该基础资产上的任何法律权利以有效地

① “EMIR”, Art.41.

② “EMIR”, Art.42.

③ “EMIR”, Art.43.

④ “EMIR”, Art.45(1),(2),(4).

降低该风险。^①此外,集中清算制度中各成员机构的风险分担机制也容易引发道德风险,尽管“EMIR”已经对此做出了防范,但这并不足以消除成员机构的冒险投资行为,因为即使该成员机构倒闭,集中清算机构仍须对相关风险负责。

四 非集中清算衍生品的信息披露和风险管理

在“EMIR”的起草过程中,欧洲的监管者清楚地意识到,并非所有的场外衍生品合约均适合在中央对手方进行集中清算,这也是为何“EMIR”规定了确认适合集中清算的衍生品合约发现程序的原因。而对于不适合进行集中清算的场外衍生品合约,“EMIR”主要是通过进行强制性的交易信息库(Trade Repository)登记、提高其风险管理标准,来提高衍生品市场的信息披露与市场透明度,从而降低系统性风险。

(一) 衍生品合约集中登记制度

“EMIR”规定任何衍生品合约都应向交易信息库报告,^②即不论衍生合约当事人是否是金融机构,衍生合约是否进行集中清算,亦不论合约价值大小,所有场内、外衍生品交易均纳入到登记范围,在交易信息库登记交易信息细节,从而提高衍生品市场的透明度,从而将衍生品市场风险的相关信息进行统一储存,以备监管机构查询。^③该交易信息库旨在实现全欧盟范围内交易信息的统一,并且要求金融对手方与非金融对手方提供历史交易数据,从而实现不同机构间数据的比较。

鉴于交易信息库将在交易信息收集过程中发挥核心作用,为保障交易信息库所收集信息的准确性与可靠性,“EMIR”授权 ESMA 对欧盟境内的交易信息库进行统一监管,^④防止由各成员国监管造成不平衡,^⑤并保证欧盟以及成员国的所有相关监管机关都能够更有效地获取相关信息。交易信息库应遵守一系列谨慎经营的义务,否则 ESMA 可以采取相应的处罚措施,并可撤销其登记。^⑥

同时,“EMIR”授权 ESMA 作为欧盟的唯一代表和第三国的衍生品监管机关建立

^① Yesha Yadav, “The Problematic Case of Clearinghouses in Complex Market”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 101, Issue 2, 2013, pp.387-393.

^② “EMIR”, Art.9(1).

^③ 这一点与美国多德-弗兰克法案的规定相一致。该法案规定,所有的互换合约,不论是强制清算的还是豁免清算的互换,都需要进行报告。对于需要清算的互换,由清算交易所或交易执行平台负责交易的定期报告和互换信息数据的公布。参见陈九霖,“评《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》下的场外能源衍生品监管改革”,《环球法律评论》2011年第6期,第105-106页。

^④ 只有经过 ESMA 的登记,交易信息库才能开展衍生品合约信息登记业务。See“EMIR”, Art.55(1).

^⑤ European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories”, p.11.

^⑥ “EMIR”, Art.73(1).

信息交流机制。^①因为衍生品交易具有很强的国际性,“EMIR”规定,得到欧盟承认的第三国交易信息库可以执行与欧盟相关的衍生品登记。^②但是,为了确保欧盟能够及时获取被承认的交易信息库持有的信息,排除法律上的障碍,“EMIR”规定了“承认程序”,即欧盟委员会以通过一项执行法案(Implementing Act)的方式确定该第三国在法律和监管质量上与欧盟具有“相当性”。^③对此“相当性”的鉴别体现为三点:其一,在该国被授权的交易信息库遵守同“EMIR”相当的法律规定;其二,该国监管机关对该交易信息库有着持续的有效监管;其三,存在对职业秘密和商业秘密的保护措施,并且这些措施在效果上和“EMIR”的规定相当。此外,在执行法案通过后,欧盟委员会应该向欧盟部长理事会提交一份建议,表明可以与该第三国进行信息共享的谈判。在此基础上,欧盟部长理事会和第三国谈判并签订相关国际协定。协定的内容应保证 ESMA 能够及时、连续地获取在该国交易信息库登记的衍生品交易的具体信息。^④协议缔结后,ESMA 应该和该国的相关监管机关建立具体的信息互换的机制和程序上的安排。在上述程序完成后,第三国的交易信息库可以向 ESMA 提出“承认”的申请,^⑤并由 ESMA 做出最终决定。

(二)提高非集中清算衍生品交易的风险管理标准

虽然标准化程度低、流动性小的衍生产品,以及未超过清算门槛的非金融企业交易的衍生产品被豁免进行中央对手方强制清算,但考虑到衍生品交易具有风险传递的性质,对非集中清算衍生品交易风险的防范仍不能忽视。因此,“EMIR”规定,非中央对手方清算的场外衍生合约,金融对手方和非金融对手方应该确保采取适当措施,及时预测和控制对手方信用风险。首先,交易双方应该尽可能通过电子手段对衍生品合约中的专业术语进行及时确认;其次,将交易双方资产组合和解(Portfolio Reconcile)的程序格式化,以尽早发现双方间的冲突并加以解决;再次,衍生品合约双方应该每天对尚未到期的合约进行“市值计价”(Marking-to-Market),在市场条件不允许盯市计价的情况下,合约双方必须利用可靠的计值模型对合约进行估价;最后,金融对手方、非金融对手方在超过清算门槛时,应该采取完善的抵押物隔离措施。为防止对手方违约导致的损失超过抵押物的价值,金融对手方应该持有充足的资本。^⑥相关资本充足

① “EMIR”, Art.73(1).

② “EMIR”, Art.77(1).

③ “EMIR”, Art.75(1).

④ “EMIR”, Art. 75(2).

⑤ “EMIR”, Art. 77(2).

⑥ “EMIR”, Art.11(1),(2),(3),(4).

率的要求在欧盟 2013 年 6 月出台的新资本充足规范(CRD IV)^①中做了细致的规定,在涉及衍生品交易机构审慎经营的要求方面,CRD IV 和“EMIR”起到互补作用,在此不予详述。这些更为严格的要求,必然将增加非集中清算衍生品交易的成本,从而进一步推动衍生品交易向中央清算发展。

由上述分析可以看到,“EMIR”完整地贯彻了对衍生品交易信息公示的规定,即使是不参加集中清算的场外衍生合约,也必须要在交易信息库进行报告登记,以便监管机构实时掌握市场发展情况;而风险管理标准的提高则进一步降低了场外衍生品市场的系统性风险。

五 对“EMIR”的立法评价

欧洲市场基础设施条例“EMIR”的出台,将欧盟在 G20 峰会上强化场外衍生品监管的承诺予以法律化,并构建了统一的场外衍生品监管体制,场外衍生品立法权和执法权均集中在单一的机构,即欧盟委员会和 ESMA,^②从而有效应对衍生品交易的跨市场性,开创了与美国“多德-弗兰克法”^③不同的衍生品监管立法范例。“EMIR”重构了场外衍生品市场的法律基础设施,^④而集中清算机构的引入塑造了这一市场的基础交易制度框架,交易信息库的建设则为场外衍生品市场的信息收集和处理提供了最基本的条件,从而为衍生品市场纳入监管奠定了坚实的制度基础。与此同时,严格的风险管理制度也极大地降低了场外衍生品市场的系统性风险。可以说,“EMIR”系统地解

① CRD IV 包括一个条例(Regulation on Prudential Requirements for Credit Institutions and Investment Firms)和一个指令(Directive on Access to the Activity of Credit Institutions and the Prudential Supervision of Credit Institutions and Investment Firms),旨在将巴塞尔协议 III 中关于全球银行资本管理要求的标准转化进入欧盟的法律框架。CRD IV 于 2013 年 7 月 17 日生效。

② 在这方面,欧盟的监管体制改革深受英国的影响。英国的证券监管具有鲜明的一元化色彩,其制定了统一的监管法律,即 2000 年金融服务和市场法,并将证券监管的权力统一赋予一家机构,即金融服务局(FSA)。FSMA 列举了一系列“被监管的活动”,除非是“被授权的主体”或“被豁免的主体”,任何人不得从事“被监管的活动”。欧盟委员会认为,集中的衍生品监管模式有助于实现监管标准的统一,防止监管套利;同时登记的衍生品合约信息将在不同监管机关之间得到更为及时的分享。European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories”, p.11.

③ 多德-弗兰克法第七章“华尔街透明与责任法”(Wall Street Transparency and Accountability Act,即 WSTAA)的规定并没有解决监管权的问题,而是建立了一种二元制的监管模式,即根据掉期和基于证券的掉期的传统划分而将监管权在 SEC 和 CFTC 之间进行划分,由 CFTC 对掉期进行监管,而 SEC 则对基于证券的掉期进行监管,这种监管模式在很大程度上阻碍了对 CDS 交易进行恰当的监管。作者注。

④ 国际支付结算体系委员会(CPSS)和国际证监会组织(IOSCO)最近发布的一项报告将金融市场基础设施定义为“参与金融机构之间的多方系统,包括为记录、清算或清算支付、证券、衍生品或其他金融交易目的而设立的系统的运营者”。该报告列举了五类金融市场基础设施的基本原则,即支付系统、证券中央存储机构、证券结算系统、中央对手方以及交易信息存储机构,金融市场基础设施的建立导致了金融交易某些方面的集中化,如支付、清算、证券持有等,提高了金融市场的透明度。

决了欧盟监管体系的根本缺陷。

与此同时,“EMIR”的颁布,也意味着欧盟场外衍生品监管发生了从“私人监管”向“公共监管”的转变,使场外衍生品市场由以自我私人监管为主转向更加强有力的公共监管;彻底改变了欧盟在危机爆发前对场外衍生品市场监管尤其是 CDS 监管的“甩手”(Hand-off)政策,引入了强有力的公共监管工具(如,集中清算和交易对手方风险管理制度)以实现对场外衍生品市场的有效监管,清晰地反映了向公共监管靠拢的发展趋势。更重要的是,这种强化公共监管的立法彻底改变了“场外衍生品交易”的“场外”性质,使其由“场外”变为“场内”,严格意义上的场外衍生品市场已经不复存在。值得注意的是,从“EMIR”的具体制度设计来看,监管的加强并非通过强化监管机构对场外衍生品市场的行政干预来实现,并没有涉及对从事场外衍生品交易的各类机构的监管,而是重在加强场外衍生品市场的基础交易制度构建,实现对整个衍生品市场的监管。作为主要监管者的欧盟委员会和 ESMA,其角色更多体现在规则制定方面,从而为衍生品市场的信息披露提供强有力的制度激励,这也确保了场外衍生品市场不会因监管的加强而丧失活力,从而确保衍生品市场的持续稳定发展。

但是,“EMIR”在立法上并非完美而没有缺陷。其立法上的不足体现在两个方面:一是虽然“EMIR”推动了欧盟场外衍生品监管从“私人监管”转向“公共监管”,集中清算机构的建立便利了衍生品合约的交易和清算,从而使其具有了“证券”的特征;并且从“EMIR”授权 ESMA 对衍生品市场进行监管这一方面来看,欧盟的监管者也是明显将衍生品合约定性为“证券”,但“EMIR”并没有就此做出进一步的回应,没有就此种“证券”交易做出进一步规定。更重要的是,作为一种准“证券”交易,衍生品合约法律性质发生了由合同向虚拟财产的根本转变,这种转变代表了衍生品市场最新的发展趋势,从而构成要求衍生品市场进行深层次改革的根源之所在。但这种深层次改革应当首先是发生在私法层面,如像其他财产一样建立有效的公示制度,而不是公法层面。虽然“EMIR”通过建立集中清算制度而在一定程度上适应了这种根本性转变,但其更多的是从监管的角度出发,在基础的市场交易制度建设方面着力甚少,因而无法影响到金融衍生产品的具体设计,也无法彻底消除金融衍生品交易所带来的各种风险。从这个意义上讲,新的金融危机爆发的根源仍旧存在。

二是其制度设计充满原则性和概括性规定,缺乏可操作性,仅仅确立、宣示了衍生品监管的一系列原则和制度,而对于如何执行集中清算与风险管理等则缺乏具体的执行措施。例如,在集中清算机构的风险管理方面,尽管“EMIR”要求集中清算机构必须具备良好的交易对手方风险衡量制度和充足的金融资金,但并没有就如何衡量风险、筹措资金做出规定;“EMIR”自身并没有确保集中清算机构对交易对手方风险的

适当监管,因而需要欧盟的具体执行性规则或技术性规范做出明确的规定,从而确保集中清算机构被适当监管以及具备充足的资金以承担其成员可能的违约风险。对于非集中清算衍生合约的交易对手方风险管理,因为没有集中清算机构介入到当事人之间以承担交易对手方风险,故缺乏像集中清算衍生合约那样的交易对手方风险管理工具,而单纯的信息报告和登记,并无助于减少交易对手方风险和系统性风险,只是为金融监管提供了其所必需的信息。而至于如何对其进行监管,“EMIR”没有任何规定,只能由具体的执行措施进行规定。因为缺乏可操作性,在“EMIR”颁布之后,欧盟委员会陆续制定了一系列执行措施和执行标准。^①这种做法一方面体现了立法者的谨慎,但同时亦可能导致不同监管者之间的分歧,进而影响到金融市场的公平竞争和稳定。

“EMIR”是美国“多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法”之后最重要的场外衍生品监管改革。其一元化的监管体系、以强制集中清算和交易信息登记为代表的信息披露机制以及严格的风险管理机制,深刻地体现了未来衍生品金融监管的发展趋势和欧洲特色。“EMIR”提供了一个关于衍生品交易基础规则的立法框架,代表着衍生品监管思路的转变,即金融监管不再注重纯粹的行政监管而是转向通过市场基础制度的构建来强化对市场的监管,不断强化反映市场持续稳定发展根本要求的信息披露。“EMIR”所体现这一新的发展趋势,及其相应的制度规则,将对欧洲乃至全球衍生品市场都将产生深远影响,同时也为我国场外衍生品监管立法提供了有益的制度借鉴。尽管其制度设计较为原则、不够具体,过于强调公共监管而弱化市场自治,但毕竟对场外衍生品的场内监管在世界上才刚刚起步,法律制度与市场的进一步博弈仍在进行中,相信通过立法者和监管者不断摸索、总结相关制度经验,能够形成完备的场外衍生品监管制度和体系。

(作者简介:王乐兵,对外经济贸易大学法学院讲师;周杰,意大利博罗尼亚大学法学院博士研究生。责任编辑:张海洋)

^① 如在“EMIR”颁布之后,欧盟委员会于2012年12月19日颁布了9项监管技术标准与执行技术标准以履行“EMIR”规定的各项任务,涉及中央对手方的资本要求、监管要求、简介清算协议、须向交易信息库提交的最低数据要求、信息的公布与查询等诸多方面;之后,欧盟委员会于2013年7月12日颁布了关于豁免实体与交易信息库登记费用的委托监管条例;于2014年2月13日颁布了关于确定对欧盟具有直接、实质性与可预见影响或者衍生合约或者有必要防止规避监管条例规定的情况的技术标准条例;于2014年3月13日颁布了由ESMA“对交易信息库进行处罚的程序规则”的规章。作者注。