

## 测试案件庭审笔录

时 间：2022 年 12 月 12 日 13 时 30 分至 18 时 30 分

地 点：上海金融法院第一法庭

是否公开审理：公开审理

旁听人数：31 人

审理庭成员：肖凯（首席审判员）、符望（审判员）、  
童蕾（审判员）、汪滔（审判员）、李正强（审判员）

审理庭助理：刘蒙、徐佳云、赵丹阳

**审理庭助理：**现在告知审理记录事项，本次审理过程以全程同步录音录像记录审理活动，不再另行制作纸质笔录。请审理参与人注意以下事项：1. 确认面前话筒已打开；2. 发言请讲普通话，靠近话筒，吐字清晰、声音宏亮、表达准确，并遵守发言先后秩序，不得随意打断他人发言，临时发言，请举手申请并征得审理庭允许。

**审理庭助理：**现在宣读审理庭纪律，审理参与人、旁听人员应当遵守以下纪律：1. 服从审理庭指挥，遵守审理秩序，不得鼓掌、喧哗、哄闹、随意走动，不得实施其他妨害审理活动的行为；2. 未经审理庭许可不得随意进入或离开视频场所；3. 未经审理庭允许，不得对审理庭活动录音、录像、摄影，不得传播审理庭情况；4. 未经审理庭许可，旁听人员不得发言、提问；5. 对于违反审理庭纪律的审理参与人或旁听人员，审理庭人员可以进行警告，也可责令退出审理庭。审理庭纪律及告知事项宣读完毕。

**审理庭助理：**全体起立，请审理庭入庭。

**首席审理员肖凯：**请坐下。

**审理庭助理：**报告审理庭，今天到庭的有申请人机构 A 的代理律师王正、钱前，被申请人银行间市场清算所股份有限公司代理律师朱黎庭、袁晓东。另有到庭发表意见的独立第三方关峰律师及被申请人方证人鲁琦，关峰律师已落座旁听席等待审理庭准许出庭，被申请人方证人现在证人等候区候庭。报告完毕。

**首席审理员肖凯：**审理开始前，首先核对当事人及代理律师基本信息。先请申请人方陈述当事人及代理律师的基本信息。

**申请人：**申请人为机构 A，委托代理律师为上海虹桥正瀚律师事务所律师王正、上海虹桥正瀚（临港新片区）律师事务所律师钱前。今天到庭的为王正律师和钱前律师。

**首席审理员肖凯：**被申请人方请陈述当事人及代理律师的基本信息。

**被申请人：**被申请人为银行间市场清算所股份有限公司，委托代理律师为北京国枫（上海）律师事务所律师朱黎庭、袁晓东。今天到庭的为朱黎庭律师和袁晓东律师。

**[首席审理员肖凯击法槌]**

**首席审理员肖凯：**现在开庭。上海金融法院今天依照《上海金融法院关于金融市场案例测试机制的规定（试行）》（以下简称《案例测试机制规定》）开庭审理（2022）沪 74 测试 1 号案件。本次案例测试由银行间市场清算所股份有限公司（以下简称上清所）、交通银行股份有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司、法国兴业银行（中国）有限公司共同申请启动，以测试上清所中央对手方清算业务违约处置的合法性、合理性。经各方协商，测试案件以申请人机构 A 诉被申请人上清所、请求判令被申请人赔偿申请人因违约处置所受保证金损失的形式进行。

**首席审理员肖凯：**对于本案，本院依据《案例测试机制规定》第十一条之规定组建审理庭，决定由肖凯法官担任首席审理员，由符望法官、童蕾法官及双方当事人共同推荐的院外专家李正强教授、汪滔教授担任审理员。李正强教授由于客观原因，无法到达现场，通过本院线上审理系统参与本案审理。本院法官助理刘蒙、徐佳云、赵丹阳三人担任审理庭助理，协助审理庭工作。

依据《案例测试机制规定》第十一条，当事人对审理庭成员有申请回避的权利。申请人对本案审理庭成员、审理庭助理是否申请回避？

**申请人：**不申请。

**首席审理员肖凯：**被申请人对本案审理庭成员、审理庭助理是否申请回避？

**被申请人：**不申请。

**首席审理员肖凯：**依据《案例测试机制规定》第三条、第七条、第十条、第十二条、第十三条、第十七条、第十八条，申请人、被申请人享有委托代理人、收集提供证据资料、进行辩论、申请具有相关专门知识的机构或人员提供书面意见、参与审理的权利，但当事人必须根据规定行使相关权利，遵循诚实信用、禁止滥用原则，除协商一致外不得就案例测试的程序性事项提出异议。申请人、被申请人对相关权利义务是否清楚？

**申请人：**清楚。

**被申请人：**清楚。

**首席审理员肖凯：**本次庭审前，审理庭根据《案例测试机制规定》第十四条之规定，于 2022 年 10 月 19 日、11 月 1 日、12 月 5 日分别组织各方举行了审前会议，确认了本案无争议事实及争议焦点。双方当事人已就无争议事实签署确认书，并在本院官方网站予以公布。

根据《案例测试机制规定》第十六条，正式庭审将采取争点审理模式。在申请人陈述请求事项及简要事实理由，被申请人简要陈述答辩意见及理由后，审理庭将归纳本案争议焦点，并依次对各争议焦点进行审理。在各争议焦点项下，审理庭先简要概述该争点所涉事实，再由双方围绕争点展开辩论。一般发言次序为，申请人与被申请人先后发表意见、相互发问，审理庭再询问，最后双方发表补充意见。独立第三方及被申请人方的证人将在对应争点项下出庭发表意见，各方均可向独立第三方及证人进行发问。双方对本案的审理模式是否清楚？

**申请人：**清楚。

**被申请人：**清楚。

**首席审理员肖凯：**首先，请申请人简要陈述你方请求事项及事实理由。

**申请人：**申请人的请求事项为，判令被申请人上清所向申请人机构 A 赔偿损失人民币 43,526,722.39 元（含对冲交易阶段损失 34,274,614.10 元、拍卖阶段损失 9,252,108.29 元）及利息损失（以人民币 43,526,722.39 元为基数，按被申请人上清所当前保证金年利率 0.72%，自 2022 年 9 月 21 日计算至被申请人上清所实际赔偿损失之日止）。

以上为请求事项。就对应的简要事实，我方将结合示证屏内容向审理庭概述。

本案的事实情况如下：机构 A 与上清所在 2021 年 10 月 15 日签订《清算协议》，即参与了上清所中央对手方集中清算相应业务。此后，机构 A 与案外人（即参与衍生品交易的其他清算会员）进行相应场外衍生品交易，具体包含了 1 笔掉期交易和 4 笔远期交易。基于中央对手集中清算交易特征，合约替代产生，上清所进入了机构 A 与衍生品交易相对方之

间具体的衍生品交易当中，成为了卖方的买方、买方的卖方。而机构 A 与原交易对手方之间场外衍生品交易项下的债权债务关系，根据 CCP 的特征，已经消除。2022 年 9 月 21 日，因为机构 A 未能根据上清所的通知要求缴纳相应保证金，被上清所通知构成永久性违约。此后，由上清所主导，进行了本案项下违约处置过程。具体的违约处置过程中，最重要的环节是上清所在违约事件触发之后成立专家组，由 7 位专家组成，其中专家 x 和 y 是来自上清所风险管理委员会的主席及委员。专家组经协商后对违约合约出具违约处置专家策略，具体的违约处置方案由 2 笔即期交易和 5 笔掉期交易组成。上述出具违约处置专家策略由上清所指定的受托方交易机构 f 和 g 处理。机构 f 和 g 依据专家策略进行相应对冲交易，其后上清所进行了对冲交易和违约合约的头寸拍卖。相应拍卖工作于 2022 年 9 月 23 日完成，当日上清所向机构 A 发送违约处置结果，告知机构 A 保证金损失 1 亿多元。机构 A 对于其中涉及到上清所进行的违约处置环节的部分不予认可，这部分的损失共有 43,526,722.39 元，由此产生了本案争议。以上为本案项下的事实情况。

本案涉及的交易简述如下，原始交易共有 1 笔掉期交易和 4 笔远期交易，合计名义本金为 10.8 亿美元，对应的远端到期日如示证屏所示，有 2022 年 10 月至 2023 年 8 月不等（示证屏显示远端到期日分别为 2022 年 10 月 28 日、2022 年 11 月 18 日、2022 年 12 月 23 日、2023 年 6 月 22 日、2023 年 8 月 24 日）。具体的对冲交易中，首先进行的是 2 笔即期交易，名义本金分别为 5.8 亿和 5 亿，同时进行了 5 笔掉期交易，就对应的该 5 笔掉期交易，我方将在后续庭审阶段陈述。可以看到，掉期交易的远端到期日为 2022 年 10 月至 2023 年 9 月之间（示证屏显示远端到期日分别为 2022 年 10 月 24 日、2022 年 11 月 23 日、2022 年 12 月 23 日、

2023 年 6 月 26 日、2023 年 9 月 25 日)。以上为原始交易和对冲交易的情况。

就本案，申请人不认可上清所的违约处置流程。主要理由包含两方面，第一方面为合法性，第二方面为合理性。

在合法性方面，申请人认为，上清所采取的相应违约处置并没有合法依据，其所依据的一系列违约处置细则及依据对于机构 A 没有约束力。具体理由是，第一，所涉违约处置细则没有经过中国人民银行的审批，应当属于无效。首先，违约处置细则涉及风险管控事宜，根据中国人民银行的規定，这一系列事宜需要经过中国人民银行的审批。其次，违约处置细则是对原先《清算协议》内容的实质性修改，根据規定也应当报中国人民银行审批。现，这一系列规则都没有经过中国人民银行审批，当属无效。第二，违约处置细则应作为格式条款进行处理。上清所没有履行过相应的告知说明义务，违约处置细则不应构成《清算协议》的组成内容。相关条款也不合理地免除了上清所的责任，加重了机构 A 的责任，所以这些条款应属无效。以上为合法性的观点。

具体对应到违约处置流程中的合理性异议主要为四方面。我方认为，第一，上清所在具体的违约处置过程中存在头寸分割不合理的情况，导致没有按照当日最优市场价成交。第二，上清所对外询价的次数不合理，没有获得充分的市场报价。第三，从示证屏交易图可以看到，对冲交易远端与原始交易远端在到期日日期和金额上都不匹配，由于没有充分匹配，导致了相应的风险敞口。第四，对冲方案从作出到实施的间隔时间长达一个小时，导致方案最终实施时市场状况已经发生了变化，交易方案丧失时效性，并非市场上的最佳方案。

以上为观点的概览。陈述完毕。

**首席审理员肖凯：**请申请人明确，本案所涉损害赔偿的请求权基础为何？

**申请人：**申请人认为本案请求权基础为合同违约。双方当事人之间签署了《清算协议》，但被申请人处置申请人的资产没有相应的合同依据，而且造成了申请人的损失。故申请人基于违约提起了相应的赔偿请求。

**首席审理员肖凯：**请被申请人简要陈述答辩意见及事实理由。

**被申请人：**被申请人不同意申请人提出的请求。庭前被申请人已经提供了答辩意见书及补充答辩意见书。现进行归纳，简要答辩以下几点。

第一，上清所是经人民银行认定的合格中央对手方，依照规定和国际惯例为参与机构提供集中清算服务。

第二，关于《业务规则》。按照中国人民银行的相应规定，上清所制定了相关清算业务规则，报经人民银行金融市场司批准。根据中国人民银行关于上清所的监督管理规则第 4 条，只有业务规则和新设的规则才需要人民银行批准；根据该规则第 6 条，相关的操作细则按照上清所的相关职责予以制定。故被申请人认为，关于违约处置的相关指南、指引及专家组工作章程该等违约处置细则都是由上清所自主按照《业务规则》规定的原则制定的操作细则，不需要人民银行进行审批。

第三，关于格式条款。被申请人认为相应的违约处置细则不属于格式条款。首先，上清所是作为中央对手方为已达成的双边交易提供集中清算服务的机构，其主要职责是为已达成的交易保证交收、确保已达成的合约如期履行。其作为买方的卖方、卖方的买方与上清所的全体清算会员构成共同法律行为，并非典型的平等民商事主体之间的合同关系。上清所与本案申请人签订了《清算协议》，也与所有加入上清

所的清算会员签订了同样的《清算协议》，故我方认为构成共同法律行为，不应适用《民法典》关于格式条款的相关规定对违约处置细则效力认定。

第四，关于违约处置细则的制定过程和国际惯例。如前所述，上清所作为中央对手方有权制定相关操作细则。其在起草制定违约处置细则的过程中充分听取了所有清算会员包括机构 A 的意见，主要进行了征求意见、宣讲，以及规则制定后的演练工作。在机构 A 于 2021 年加入清算会员以后的上清所一系列工作中，机构 A 都亲自参与，并且在征求意见时提出了相应的建议。制定违约处置细则的过程有充分论证的合理期限，同时参考国际各大机构如 CPSS、IOSCO 等国际协会的主流意见。违约处置细则的制定和执行不存在不合理免除上清所责任、加重清算会员责任、限制其权利的情形。

第五，关于本案的违约处置。自机构 A 发生了保证金违约开始至上清所认定机构 A 发生永久性违约再到违约处置的整个过程，上清所都严格依据已发布的《业务规则》以及相应的违约处置细则，组成了专家组，并由专家组做出了处置的策略并按照规定报送上清所审批。全过程合法合规合理，亦符合国际惯例。我方认为，上清所对于机构 A 的处置行为没有违反相应法律法规，符合上清所一系列操作细则规定；同时专家组出具的处置方案符合市场预期。

综上，就本案中机构 A 发生的损失，上清所不应承担责任。答辩完毕。

**首席审理员肖凯：**根据审前会议及双方刚才发表的诉辩意见，审理庭将双方的争议焦点主要归纳为两大点。

第一、《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务规则》（以下简称《业务规则》）、《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务指南》（第八版，以下简称《业务指南》）、《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务违

约处置指引》（第二版，以下简称《违约处置指引》）、《银行间市场清算所股份有限公司违约处置专家组工作章程》（第二版，以下简称《专家组工作章程》）对机构 A 是否发生效力。

为便于指称，上述文件中的《业务指南》《违约处置指引》及《专家组工作章程》，以下合称“违约处置细则”。

第二，本案的违约处置过程是否具有合理性。

**首席审理员肖凯：**双方对审理庭归纳的争议焦点有无异议？

**申请人：**没有。

**被申请人：**没有。

**首席审理员肖凯：**下面逐一进行争点的审理。首先，请审理员童蕾法官概述争点一项下双方确认的无争议事实。

**审理员童蕾：**受审理庭委托，现就争点一项下的无争议事实概述如下，完整事实请参见本院官网：

一、机构 A 成为上清所清算会员及违约情况

上清所是经中国人民银行认定的合格中央对手。2021 年 10 月 15 日，机构 A 与上清所签订《中央对手方清算协议》（以下简称《清算协议》），约定：机构 A 申请成为上清所的清算会员，同意遵守上清所制定的相关规则及不时进行的修改和补充。签署本协议即表明机构 A 已认真阅读了上清所发布在官网的各项中央对手方清算业务文件，并已充分理解相关信息。如机构 A 未能在规则确定的时点前交纳清算业务保证金，即构成违约，上清所有权按照相关规则的规定，对机构 A 采取处置保证金和清算基金、处置清算业务标的资产、取消清算业务资格等违约处置措施。2021 年 11 月 11 日，机构 A 获准成为 C 类普通清算会员，自 11 月 22 日起可参与人民币外汇即期、掉期、远期、期权交易的中央对手方清算业务。

2022 年 9 月 19 日，机构 A 未能按时向上交所交纳超限保证金和盯市保证金，9 月 20 日 15 时前仍未能补缴。9 月 21 日，上交所向机构 A 发送《永久性违约通知》，认定其构成永久性违约，当日，上交所依据相关规则启动违约处置。

二、上交所制定的《业务规则》及违约处置细则中有关违约处置的内容

首先，《业务规则》及违约处置细则的制定情况。

2020 年 1 月 6 日，中国人民银行金融市场司批复同意上交所实施《业务规则》，该规则统一适用于上交所所有类别的清算业务，原各类业务项下的单项规则同时废止。批复要求：上交所进行重大制度修改或制定制度，应报人民银行同意。2020 年 1 月 9 日，国家外汇管理局综合司批复同意上交所报送的外汇集中清算业务违约处置方案。

关于本案争议的三份违约处置细则，即《业务指南》《违约处置指引》及《专家组工作章程》，均为上交所根据《业务规则》自行制定，未报人民银行审批。其中，第一版、第二版《违约处置指引》分别于 2020 年 3 月 2 日、2022 年 9 月 1 日在上交所官网发布。第一版、第二版《专家组工作章程》分别于 2020 年 8 月、2022 年 9 月 1 日通过电子邮件向相关专家组及对冲交易合作方进行发送。上述规则制定修改时，以及正式发布前，上交所均曾向相关主体征求意见，并采纳了部分建议。2022 年 7 月 25 日，上交所发布第八版《业务指南》。机构 A 曾收到上交所发送的第二版《违约处置指引》及第二版《专家组工作章程》的征求意见电子邮件，但未作回复。2016 年起，上交所每年就人民币外汇交易中央对手方业务举行违约处置演练，机构 A 曾参与 2021 年的违约处置演练。

接下来，审理庭归纳《业务规则》及违约处置细则对于本案争议事项的相关规定。

1. 关于永久性违约的认定标准。《业务规则》第 47、48 条规定：清算会员未按照规定交纳保证金，构成违约。违约分为运营性和永久性两种。因短期流动性不足、系统故障等原因导致暂时无法履约的为运营性违约。运营性违约后未在违约处置关键时点前履行承诺，则可认定为永久性违约。《业务规则》对“违约处置关键时点”未作规定。

《业务指南》第 6.4.1 条对“违约处置关键时点”进行了规定。根据该条，在人民币外汇交易中央对手方清算业务中，日终保证金的正常结算时点为次一工作日 15 时，该时点即为违约处置关键时点，逾期未交即构成运营性违约。《业务指南》另对各类保证金的计算方式进行了规定。

《违约处置指引》第五条明确规定了“运营性违约”的补正期限，该条规定：清算会员发生运营性违约后，如在次一工作日的违约处置关键时点（即 15 时前）未及时消除运营性违约情形，或再次发生运营性违约的，上清所将对清算会员进行永久性违约认定。特殊情况下清算会员可以提出宽限申请，宽限期最长为 1 个工作日，经上海清算所审核通过后可以暂缓执行永久性违约处置。

2. 关于违约处置专家组的处置目标。《业务规则》规定：清算会员被判定为永久性违约后，上海清算所可召集违约处置专家组，协助进行违约处置。

第一版《违约处置指引》对专家组的职能、人员组成、利益冲突规则等进行了细化规定。其中第 22 条第 2 项、第 44 条第 3 项均规定：违约处置专家组应以获取最佳市场价格与减少对冲损失为目标，拟定对冲交易方案。

第二版《违约处置指引》删去了专家组“以获取最佳市场价格”为目标的表述，仅规定专家组应以减少对冲损失为目标，提供对冲交易方案。并新增以下规定：“依据违约处置专家组提供并经上海清算所同意后的对冲交易方案实施

所达成的对冲交易价格合理有效，上海清算所不保证该成交价格即时最优”。

### 3. 关于清算会员在违约处置过程中的权利和义务

《违约处置指引》第九章第 45 条规定的人民币外汇交易中央对手清算业务平仓拍卖流程中，未规定违约清算会员有权参与违约处置流程。

《违约处置指引》第 9 条规定：一旦发生违约事件，上海清算所将立即展开针对性调查，调查形式包括但不限于市场公开信息跟踪、对违约清算会员开展现场调查、召开风险管理委员会等……违约清算会员对违约处置相关保密信息负有保密义务。清算会员有义务配合上海清算所进行违约处置，并对其提供材料的准确性、真实性、完整性承担法律责任。

以上是关于争点一的基本事实。概述完毕。

**首席审理员肖凯：**针对第一个争议焦点的无争议的事实概述有没有异议？申请人？

**申请人：**没有异议。

**首席审理员肖凯：**被申请人有无异议？

**被申请人：**没有。

**首席审理员肖凯：**根据审前会议及审理庭刚才对第一个争议焦点的归纳，审理庭将第一个争议焦点细分为三个子焦点：**子焦点 1：**违约处置细则是否需经中国人民银行审批，方为有效。**子焦点 2：**违约处置细则是否适用《民法典》第 496 条、497 条关于格式条款及格式免责条款无效情形的规定。**子焦点 3：**违约处置细则的相关规定是否公平保护了交易参与方的合法利益，是否存在免除或减轻上清所主要责任，

严重侵害机构 A 利益的情形。双方对审理庭归纳的子焦点是否有异议？

**申请人：**无。

**被申请人：**无。

**首席审理员肖凯：**下面，审理庭将依次对三个子焦点进行审理。先由双方就各争点发表意见后，再由独立第三方代表出庭陈述意见。首先，请申请人对子焦点 1 发表意见。即违约处置细则是否需经中国人民银行审批？

**申请人：**好的。申请人会根据示证屏显示内容，向审理庭陈述对于子焦点一的观点。申请人认为违约处置细则应当经过人民银行的审批方为有效。具体来看，上清所现在实施违约处置行为所依据的规则共有四份，分别是《业务规则》《业务指南》《违约处置指引》以及《专家组工作章程》。其中只有《业务规则》经过了人民银行的金融市场司批复，而其他三份文件都没有进行过审批，也就是我们这里所简称的违约处置细则，申请人认为违约处置细则都没有经过审批，应当属于无效，不构成《清算协议》的组成部分，对申请人不产生相应的约束力。

主要理由如下：第一，根据监管的相应要求，违约处置细则是与风险管控有关的相应规则，应该直接由人民银行批准。上清所所有规则制定的权力来源为人民银行所出具的《银行间市场清算所股份有限公司业务监督管理规则》。依据《业务监督管理规则》第四条，涉及到风险管理制度的制定以及重大修改的，应该直接报人民银行批准。对于风险管

理制度的定义，在上交所公布的《业务指南》（被申请人证据第 242 页）中明确提到上清所的风险管控体系包括违约处置制度，类似规定也同样体现在《业务规则》第 16 条当中。由此可见，本案所涉及到的违约处置制度本身就属于风险管理制度的一部分，应该当然的属于需要人民银行进行批准的内容。被申请人在答辩当中提到，《业务监督管理规则》第六条涉及到业务规则的制定和重大修改，上清所据此可以进行规则细化。提示审理庭注意，该条仅提到业务规则而没有提到风险管理制度。所以申请人认为涉及到风险管理制度的内容应该报人民银行进行审批。该观点也得到了境外金融监管实践的认可和采纳，如美国芝加哥的 CME 交易所，以及中国香港的交易所和新加坡的交易所。他们都是将违约处置的规则都订立在内部业务规则（Rule）内，所有 Rule 的制定与修改都需要由监管部门进行审批，说明涉及到违约处置的规则由监管部门直接审批是国际通行做法。

第二，除了刚才《业务监督管理规则》所提及的审批事项，人民银行的金融市场司在《关于同意上海清算所发布〈银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务规则〉的批复》

（以下简称《清算业务规则批复》）中明确提及，如果涉及到制度的制定或者是重大修改的，应当报人民银行审批。申请人认为本案所涉及到的这些违约处置，即便隶属于业务规则，该违约处置细则相对于原违约处置规则也已经发生了实质性的变更，也应当交由人民银行审批。实质性的变更主要体现在以下方面：一是涉及到违约情形的认定问题，在《业务

规则》的第 47 条，清算会员违约事件包括未履行相应的保证金，即不支付保证金是违约事件的一种。但是第 48 条规定了，除第 47 条第一款（即除未支付保证金）以外的违约事件发生运营性风险的，后续在关键时间节点前没有进行补正的，上清所可以认定它构成永久性违约。换言之，在原先的《业务规则》当中，没有支付保证金这一事项是排除在永久性违约认定的范围内的。但是最新版《违约处置指引》以及《业务指南》当中，直接将不支付保证金列为运营性违约情形之一，并且这些运营性违约情形在次一工作日仍未补正的，则会被宣布构成永久性违约，故新《业务指南》和《违约处置指引》已经扩大了原先《业务规则》范围内对违约情形的认定，申请人认为该问题是非常重要的实质性的变更。二是违约情形的补正期间。同样还是《业务规则》第 48 条，提到如果构成了运营性违约，清算会员在违约发生之后没有在违约处置的关键时点前履行承诺的，上清所可以宣布它构成永久性违约。这里的补正期间是一个关键时间点，但是相应的规则当中没有对关键时间点进行过明确规定。新版《业务指南》以及《违约处置指引》当中，则将这个关键时间点定性为是次一工作日，其实是限缩了清算会员在违约情形出现后的补正期间。当然申请人方注意到很多专家认为次一工作日是对于“关键时间点”的细化，为合理的时间。申请人方想提请审理庭注意的是，我方提请讨论的不是一个工作日的补正时间是否合理这一实体性问题，而是权力来源的问题。如果上清所具备以上权力，那么在极端情况下，上清所可以把这个

次一工作日的的时间调整为 12 个小时甚至 2 个小时。我方强调的是权力来源，经过补正时间，最后认定为永久性违约，对于清算会员影响巨大，其持仓可能会被直接平仓。所以申请人方认为该时间变更也是一个实质性的变更条款。三是专家组的组成，涉及具体的违约处置环节。在《业务规则》项下，如果出现了违约事件，上清所是可以召集专家组进行相应协商，由专家组协助上清所进行相应的违约处置。但是现在《违约处置指引》中，当出现平仓等业务实施时，是必须要由专家组参与操作的。当然我们在这里不是否定专家组加入，而是原先“可以”由专家组加入违约处置环节，变更为现在“必须”要专家组加入违约处置环节，其实也是实质性的变更。因为从 CCP12 发布的《中央对手方违约处置最佳实践》可以看出，中央对手方在面临违约事件的时候，最重要的是灵活性，专家组参与从可选项到现在的必选项之后，上清所就不得不为专家组特别制定一系列操作规则，即目前的《专家组工作章程》等等。而这个过程还会涉及到很多其他问题，比如说专家之间的保密性问题、专家对实际的交易是不是产生利冲等。虽然专家有相应保密的义务，但是根据上清所相关流程，当专家一旦被召集到上清所开始制定违约处置方案时，可能市场上就已经知道了该事件。所以为了完成专家组必须加入违约处置的环节，必须设定一系列冗长的规则，而这些规则当中可能又会产生相应的风险，势必造成了整个处理环节更加冗长，故我方认为这一点也是实质性的变更条款。同样我们参考了国际上的相应做法，如新加坡交易

所、美国 CME 交易所、欧洲的欧交所，也只是在特定情况下同意设立专家小组，如此安排并不是否定专家小组，而是给予类似上清所的 CCP 组织灵活确定是否设立专家组的权限。我们认为，让专家小组进入违约处置环节，在一定程度上也是削减了一部分原来由上交所必须承担的违约处置压力。故专家组的设立由原先的灵活性变成现在的必须参加，也是实质性的变更。以上三个实质性的变更根据央行的相应规定是需要进行审批的，而现在没有进行对应审批。

第三，上交所之前在相应材料中提到，外管局对于《违约处置指引》等进行过批复。我们也提请审理庭注意，该批复作出的主要原因是央行金融市场司在《清算业务规则批复》的最后一句话提及：涉及到外汇交易业务的，必须由外管局进行审批。其实只是因为本案相关规则涉及到的是外汇违约处置，故经过了外管局审批。外管局审批和人民银行审批是不同职能的两方面审批，两者不可以相互替代。虽然相应《违约处置指引》有了外管局的审批，但是它不能替代应有的来自于人民银行的监管审批。

综上，我方认为对于风险防范内容、实质性违约处置环节的调整，均属于涉及到清算会员重大利益的事项，而现在应当进行报批的文件没有经过报批，可能会影响到整个金融市场的安全。参考《九民纪要》相关规定，一旦影响到金融市场的安全，便可能因违反强制性的管理性规定而无效。故我方认为违约处置细则应报批未报批，应当无效。简单陈述如上。

**首席审理员肖凯：**请被申请人对第一个子争点发表意见。

**被申请人：**正像刚才申请人代理人所表述的，上清所制定业务规则细则的权力来源于中国人民银行《业务监督管理规则》，其权力主要体现在《业务监督管理规则》第四条和第六条。第四条是关于争议的风险管理制度和业务规则以及重大修改，应报人民银行审批。在第六条中，《业务监督管理规则》又赋予了上清所根据人民银行的管理要求、制定相关业务规则和操作细则的职能和权力。《业务规则》已经人民银行相关部门批准生效，而上清所制定的涉案《违约处置指引》《业务指南》《专家组工作章程》均为《业务规则》框架下进行的操作细化规则。针对刚才申请人代理人所称是否有实质性修改的问题，我们认为违约处置细则在关于永久性违约的认定、专家组的成立等问题上均未突破原有业务规则。下面就细节问题回应一下申请人观点。

第一，关于专家组是否必须成立。现有的《业务规则》和所有操作细则没有规定过专家组必须成立，而是由上清所根据违约机构违约的情形、严重程度以及市场的情况等，作出是否有必要成立专家组的决定。第二，关于永久性违约。就申请人刚才提到的《业务规则》第 47 条和 48 条而言，应首先理清两个条款之间的关系，第 47 条规定清算会员发生保证金欠付即为运营性违约，第 48 条则包括了两种认定永久性违约的情形：一是第 47 条规定的除保证金未及时交付外的违约事件；二是上清所向运营性违约机构发出通知，告知要在规定的期限内完成保证金交付等义务，但其在规定的

时点前没有履行其义务的。以上两种情形上清所有权认定其为永久性违约。故本案中上清所认定永久性违约的依据为第 48 条第 2 款<sup>1</sup>的后半部分。因此违约处置细则并没有突破第 48 条的永久性违约规定，不构成对永久性违约认定的重大修改。

综上所述，根据《业务监督管理规则》赋予上清所的权力和职责，上清所有权制定《业务指南》《违约处置指引》以及专家组具体工作流程、权利义务的相关规定。所以我方认为违约处置细则不构成对《业务规则》的重大修改，无需根据《业务监督规则》第四条的规定报请人民银行批准。

**首席审理员肖凯：**针对第一个子焦点，双方可以向对方提问。申请人是否有问题向被申请人发问？

**申请人：**申请人有两个问题向被申请人发问。第一个问题是想请问被申请人，违约处置环节当中是否必须设置专家组。

**被申请人：**不必须。

**申请人：**第二个问题是《业务规则》没有将未及时支付保证金作为永久性违约的情形，而《违约处置指引》又将此作为永久性违约，这是一种规则的细化还是规则的变更？

**被申请人：**如之前所述，根据《业务规则》第 48 条第 2 款<sup>2</sup>，永久性违约有两种情形，我方认定涉案永久性违约适用的是第二种情形，故它（违约处置细则）没有改变《业务规

<sup>1</sup> 口误，当为第 3 款。

<sup>2</sup> 口误，当为第 3 款。

则》第 47 条或者第 48 条前半部分的规定。换言之，保证金未及时交纳构成了运营性违约，后续在关键时间节点前没有进行补正的，构成永久性违约，即为本案中认定永久性违约的情形。所以我方认为违约处置细则为规则的细化而非重大修改。

**申请人：** 申请人无其他问题发问。

**首席审理员肖凯：** 被申请人有问题向申请人发问吗？

**被申请人：** 没有。

**首席审理员肖凯：** 围绕第一个争议的子焦点，审理庭也要询问双方当事人几个问题。

**审理员符望：** 审理庭注意到，双方已经就违约处置细则是否属于重大修改进行辩论。审理庭想了解一下，本案设定场景为 2022 年 9 月份，此时《期货和衍生品法》已颁布实施，该法也对衍生品交易作出相关规定。比如，第 30 条提到，组织开展衍生品交易的场所制定的交易规则应报国务院授权的部门或者国务院期货监督管理机构批准。第 33 条提到，主协议等合同范本应当按照国务院授权的部门或者国务院期货监督管理机构的规定报送备案。同时，在第 37 条中提到，衍生品交易的结算机构作为中央对手方进行集中结算的，可以进行依法终止净额结算。第 38 条提到，对衍生品交易及相关活动进行规范和监督管理的具体办法，由国务院依照本法的原则规定。

审理庭想询问被申请人，《期货和衍生品法》中使用了诸多概念，有主协议、交易规则，有批准、备案，有交易场所、

结算机构，你方认为上清所属于交易场所还是结算机构？具体的规则应当是去审批还是去备案？

**被申请人：**首先，上清所为《期货和衍生品法》中提到的结算机构。结算机构的有关规则依据《期货和衍生品法》比较原则性的规定，是由监管部门。<sup>3</sup>我方认为上清所的主要监管部门是人民银行，所以上清所相关业务规则，包括本案《业务规则》，均向人民银行报送。被申请人认为《期货和衍生品法》仅原则性规定了终止净额结算等清算机构的基本原则，上清所所有要报送的业务规则都应报送至人民银行。

**审理员符望：**通常情况下，一个机构的内设部门不会对外出具审批意见，特别是对市场交易有影响的事项，央行下面有很多管理的金融机构，如票交所、黄金交易所，被申请人认为金融机构的业务规则仅通过金融市场司而非央行本身审批就可以了吗？

**被申请人：**上清所的《业务规则》均是向人民银行报送，人民银行根据内部职能分工和工作流转，最后由人民银行金融市场司进行具体审批，金融市场司在人民银行内部是承担监督管理银行间货币市场、外汇市场以及上述市场有关场外衍生品的职能部门。

**审理员符望：**申请人提到，风险管理制度、业务规则的制定和重大修改要经人民银行审批，被申请人如何理解风险管理制度和业务规则的？

**被申请人：**从风险管理制度来说，上清所制定的规则有

---

<sup>3</sup> 原话如此。

一个演变的过程。上清所有内部的风险管理制度，同时在现行《业务规则》获批之前也曾制定大量单行的风险管理业务规则，现在因为《业务规则》的出台而废止，比如《保证金管理办法》《清算基金和风险准备金管理办法》《银行间市场人民币外汇询价交易净额清算风险管理规则》等等，因此，在现行《业务规则》出台前，上清所已制定大量的风险管理制度和业务规则。在新《业务规则》批准之后，所有外部风险管理制度都已被该《业务规则》吸收。所以上清所目前所执行的《业务规则》中既有风险管理制度内容，又有业务指导，包括涉争永久性违约认定等具体内容。

**审理员符望：**在司法实务中，我们也见到一些情形，即经常会有交易规则根据市场变化临时修改，比如在期货交易中，整个市场限制开仓或保证金突然被提高，或者在上清算的清算业务规则中的风险敞口计算公式变化等，被申请人认为哪些是才属于“重大修改”并需要人民银行报批？

**被申请人：**我方认为以下情形构成重大修改，一是突破了原有业务规则的原则的修改，二是针对量化标准改变原有计算方式的修改。而本案涉争规则实际上是在原有原则下的细化，并非对原有原则突破，也非新的量化标准。

**审理员符望：**申请人对于“重大修改”问题有何补充或回应意见？

**申请人：**关于“重大修改”问题，除刚才陈述意见外，我方再特别强调一点，保证金没有及时补足从原来的经营性违约变成了永久性违约，显然属于突破性的修改，且相关补

正期限从未设定期限到限定为一天，故以上修改均不能简单称之为细化。尤其是对于期限问题，我方认为无论期限长短均有内在逻辑性和合理性，但该内在合理性逻辑是需要被申请人向相应监管部门请求批准后可以执行的，未经审批的期限不能被轻易认定为违约处置的基本规则而对所有金融机构生效。另需补充的是，针对被申请人所谓的权力来源，被申请人称上清所可依据《业务监督管理规则》第六条第四项来制定相关业务规则和操作细则，但是想提醒审理庭注意的是，第六条仍然是有其约束和前提的，最主要的前提是要该条提到的根据“中国人民银行的管理要求”来制定相关的业务规则，我方认为此处的“管理要求”与《业务监督管理规则》第四条对应，第四条明确规定风险管理制度及业务规则的制定和修改需要经过央行批准，换言之，第四条及第六条并非相互矛盾，并非一条要求上清所的特定制度要进行审批，一条授权上清所可以随意修改或制定制度，而应理解为一旦上清所要执行第六条规定的风险管理规则制定和重大修改时，一定要根据第四条规定的规定由央行审批，以上是申请人方的补充观点。

**审理员符望：**审理庭还想询问被申请人一个问题，一项市场规则进行修改除要向监管部门报批外，通常还需征求市场参与者的意见，才能获得更好的认可和实施。被申请人在修改规则时是否征求了市场参与者的意见？是通过何种方式征询意见的？

**被申请人：**有的。上清所首先召开清算会员的座谈会、

宣讲会，同时在上交所官方发布渠道（网站）、通过邮件对清算会员发布征求意见稿，相关清算会员通过参加会议以及回复邮件等各种形式回复修改意见，上交所再进行公开征询后，形成《清算业务细则》的最终定稿。此外，对重要的业务细则，上交所也经常定期组织演练，也就是按照《清算业务细则》模拟场景，邀请清算会员等相关市场参与机构参与。通过演练，使所有的清算会员更充分地了解《清算业务细则》相关规定，同时也对《清算业务细则》的执行过程中出现的问题做出总结，为下一次修改提供帮助。

**审理员符望：**对于这一点申请人是否有回应意见？

**申请人：**属实。申请人无回应意见。

**首席审理员肖凯：**刚才围绕着第一个争议的子焦点，双方陈述了相关意见，互相进行了提问，审理庭也提出了相关问题，关键点在于上交所作为银行间清算的基础设施，制定规则应该经过什么程序？无论是内部程序还是监管机构的审批程序，只有经过了相应程序，该规则才能对各方交易主体产生相应的效力。针对第一个子焦点，双方有无补充意见发表？

**申请人：**申请人想强调一点，即关于是否需要成立专家组的问题。就本案所涉外汇交易中的争议而言，无论是依据《违约处置指引》第九章第一节还是第二节，均无法得出被申请人所谓根据不同情况决定是否组成专家组的结论，相反在第一节违约处置流程图以及第 45 条平仓拍卖流程所涉相关内容当中都提到了违约处置专家组的作用和责任。在此前

提下，申请人认为当前的业务规则并没有体现出被申请人所说其保有可以设立或者不设立违约处置专家组的灵活度。相反的，是必须要建立违约处置专家组，才能完成后续违约处置的流程。

**首席审理员肖凯：**就该问题，被申请人是否还有回应意见？

**被申请人：**第一，刚才申请人所提及的仅为《违约处置指引》第九章的外汇交易，但上清所违约处置涉及多个品种，我方所称违约处置中专家组并非必须设置，是就多个品种概括而言。第二，前述第九章也未规定必须成立专家组，需要依据交易品种、大小、市场情况做出相应判断，故从我方清算实践和内部管理体系来看，并无必须设立专家组的的要求。

**首席审理员肖凯：**下面进行争议焦点一项下子焦点二的审理。即：违约处置细则是否适用《民法典》第 496 条、497 条关于格式条款及格式免责条款无效情形的规定？先请申请人发表意见。

**申请人：**就子焦点二，申请人认为违约处置细则应当适用格式条款的相应规定。首先，违约处置细则符合格式条款规定，《民法典》第 496 条规定了格式条款构成要件是当事人为了重复使用而预先拟定，并在订立合同时未与对方协商的条款。本案项下所涉及到的《清算协议》以及违约处置细则，均为上清所单方面制定的重复使用的版本，符合格式条款的构成要件。被申请人在答辩中提及上清所制定规则经过了征求意见的环节，但征求意见本身并非协商合同的过程，更非

履行合同项下说明告知义务的环节，上清所仅在官网上或通过邮件形式告知其清算会员，清算会员并非必须进行回复，回复以后双方也并未磋商，而是由上清所直接决定是否采纳。所以以上征求意见环节无法代替合同双方磋商环节。第二，上清所主张，相应征求意见完成后上清所会通过演练的方式，让申请人等清算会员了解违约处置具体内容，但说明义务的履行应该是明确且直接的，本案所涉演练由上清所主导且并非强制性参与。该演练中最重要的为专家组成员和交易员，其余大量清算会员仅通过演练简单了解过程，并未实质参与演练环节。根据上清所相关规则，所有未违约会员都有义务参与竞拍，虽然存在参与的路径，但没有实质了解相应规则的路径。并且在演练过程中，上清所不会对违约处置指引进行解释，也不会与各方进行磋商，所以演练过程依然不能证明上清所已经完成了相应说明告知义务。第三，虽然机构 A 本身是专业的金融机构，但是本案所涉及到的中央对手方违约处置过程是非常具有技术含量并且内容非常复杂的环节，其中诸如保证金的计算方式、相应数据的制定包括演练环节中关键时间点的设计逻辑等都是由上清所掌握，所以上清所在双方之间当然地具有优势地位，并不能因为申请人为金融机构而免除上清所就非常专业领域的说明义务。因此本案项下的违约处置细则及《清算协议》本身是符合格式条款构成要件的，而上清所未就以上文件履行说明告知义务，相关文件无法构成《清算协议》的组成部分。就该问题，申请人关注到上清所及相应专家认为无法适用格式条款的两方面原

因，一是认为本案项下上清所和清算会员之间构成了共同法律行为，因而不适用双方法律行为项下的格式条款规制。申请人不认可上清所与清算会员间构成共同法律行为。本案项下上清所和机构 A 之间具有《清算协议》，而该《清算协议》项下约定了双方权利义务条款、会员退出条款甚至争议解决条款，符合双务合同项下的合同要件，故为当然的双方法律关系即合同关系。二是有专家认为上清所涉及公共利益，是维持金融市场稳定而设立的金融基础设施，基于该特殊地位，上清所与清算会员之间不应适用基于公平原则协调双方地位的格式条款规则。我们认为上清所作为中央对手方设立的目的具有公共利益的考量，基于此目的在一定程度上享有一定的权力，但是目的的合法性和合理性不代表行为的合法性和合理性。上清所相应的这些权力应当基于朴素的公平原则进行约束。因此申请人认为虽然上清所享有特殊地位，具有公共利益的目的，但是不能否认格式条款规则的适用。

**首席审理员肖凯：**被申请人，请对第二个子争议焦点发表意见。

**被申请人：**关于格式条款问题，申请人代理人最后的回应其实表达了被申请人的观点，被申请人想再次强调中央对手方的本身应有之意。被申请人承认上清所与机构 A 之间签订有《清算协议》，该清算协议从形式上看是双方签订的合同，但是被申请人认为该“合同”不是常规民商事合同，不能适用《民法典》相关规则来认定其属于格式条款。其关键在于中央对手方的意义。从中央对手方即上清所的地位来说，

其从未参与交易，如在本案的外汇衍生品交易中，机构 A 与机构 B 达成了交易，上清所为保证清算的安全以及金融市场的稳定，对已生成的交易拟制所谓的卖方的买方和买方的卖方。故上清所并非真正双务合同中的一方，而是在集中清算的过程中，为了保证清算的安全，保证合约一方会员的信用风险不会爆发产生的机制。第二，上清所作为中央对手方在合同中并不谋取任何双务合同下的利益，其只是为了维护市场的安全，而进行合约替代。第三，《清算协议》、违约处置细则均为上清所清算会员共同遵守的类似章程的规则体系。参与外汇衍生品市场的交易和结算就必须参与到上清所的会员体系中。会员体系中的所有规则，包括《清算协议》，是经过所有的共同的参与者协商同意形成的，如果按申请人代理人的推演逻辑，将《清算协议》定性为双务合同，则不排除所有清算会员均可与上清所协商修改，最终变更合同文本的实质性内容，那么上清所中央对手方地位以及替代合约保证清算交收履行的应有之意还从何谈起？签订《清算协议》及制定违约处置细则意义便不复存在。从制定渊源和历史背景来看，《清算协议》和违约处置细则不应适用《民法典》关于格式条款的规定。退一步讲，上清所在制定《清算协议》以及违约处置细则的过程中，已经充分听取了所有清算会员的意见而非仅机构 A 的意见。综上所述，我方认为违约处置细则作为共同法律行为下的系列规则，作为《清算协议》的附件纳入双方约定的规则中，不应适用格式条款原则来审视。发言完毕。

**首席审理员肖凯：**针对第二个子焦点，双方可以向对方发问。

**首席审理员肖凯：**申请人有向被申请人发问的问题吗？

**申请人：**申请人有一个问题，在中央对手交易项下，当合约替代后，上清所是否介入交易对手之间，成为卖方的买方和买方的卖方？

**被申请人：**上清所没有介入真正的交易，中央对手方在交易双方达成了交易以后再进行合约替换的，这个问题不能表述为简单的“是否参与交易”。在清算阶段，一旦有一方不能完成交收的时候，上清所作为中央对手方就替代违约一方，担保了交收能够成立，不至于出现双边结算的风险，以致导致整个金融市场的风险。

**申请人：**申请方想继续追问一个问题。被申请人提到，中央对手方会在出现违约的情况下代替违约一方进行清算。请问，在正常的没有违约的履约情况下，CCP 是否发挥买方的卖方和买方的卖方的集中清算义务？

**被申请人：**是的。

**申请人：**第三个问题是发生了 CCP 的集中清算以后，原来交易双方的债权债务关系是否存续？

**被申请人：**由中央对手方来承继，假设是卖方违约了，中央对手方代替卖方交收完成，中央对手方就继承了原有的权利。

**申请人：**好的，我没有问题了。

**首席审理员肖凯：**被申请人针对申请人有问题要发问吗？

**被申请人：**被申请人对申请人提两个问题，申请人在与上清所签订《清算协议》之前，对《清算协议》相关条款是否经过内部的风控或法务的评估？

**申请人：**《清算协议》是经过内部风控审核的，但申请人签署《清算协议》时，并未预见到之后被申请人未经审批便实质性修改相应规则。

**被申请人：**申请人对于被申请人制定并公布的违约处置细则（即《业务指南》《违约处置指引》及《专家组工作章程》）内容是否知晓？是否理解？

**申请人：**申请人作为普通金融机构，了解并掌握通识的金融常识，但本案是具有很强独特性的中央对手方清算并非普通金融交易，而且上清所又是相关规则的制定者，具有相应的交易优势。所以机构 A 并不能完全理解规则制定的具体细节以及内在逻辑。

**被申请人：**好的，谢谢审理庭，没有其他问题。

**首席审理员肖凯：**就第二个子焦点，审理庭也有几个问题想要询问。首先问一下申请人，申请人作为上清所参与方，是自愿加入的还是监管要求必须加入的？

**申请人：**是自愿加入的，并非强制加入。

**首席审理员肖凯：**被申请人提到违约处置细则的制定和修改曾向上清所会员征求过意见，申请人方收到征求意见稿后是否反馈？是否有足够的或合理的时间反馈？

**申请人：**没有进行相应反馈。

**首席审理员肖凯：**是没收到征求意见稿，还是收到了征

求意见稿但没有其他意见所以未进行反馈？

**申请人：**收到了征求意见稿，但没有具体反馈。一方面因为征求意见稿并不要求必须回复，另一方面征求意见稿制定的逻辑具有相应专业性，申请人可能也没有办法理解其中逻辑，所以也没有提相应的意见。

**首席审理员肖凯：**本案所涉及到的外汇衍生品的交易，是不是一定要强制的集中清算？

**申请人：**如果签了合约则必须进行强制性集中清算，不签合约的话还是可以进行双边结算的。

**审理员李正强：**审理庭再向申请人和被申请人确认几个事项。请问申请人，你方在加入上清所，开展人民币外汇交易中央对手方集中清算业务时，是否知悉可能存在的业务风险？

**申请人：**申请人加入的时候，对于业务本身风险其实是知悉的，但是对于违约处置产生的相应风险是没有预见性的。

**审理员李正强：**请问申请人是否知悉，一旦发生清算会员违约，上清所会采取哪些违约处置措施？

**申请人：**第一方面是上清所调整了实质性违约的范围，原来短期资金不足是不足以涉及运营性违约乃至实质性违约的，对于该点申请人是没有预见的。第二方面，就实质性违约而言，上清所通过《违约处置指引》设置了一系列复杂的处置环节，对此申请人不完全了解。上清所对于《违约处置指引》的具体细节流程也没有进行具体说明。

**审理员李正强：**再确认一下。申请人在收到被申请人违

约处置相关规则修改征求意见的函后没有回复，除之前说明的理由外，是否有别的考虑？比如认为与你方无关，或者你方不受该规则约束？

**申请人：**如前所述。征求意见并非必须回复，而且相应规则复杂。没有其他原因。

**审理员李正强：**申请人曾参与过上交所组织的 2021 年违约处置演练，你方在参与演练的过程当中是否提出过异议？

**申请人：**在演练过程中未提出异议。原因如下：演练对清算会员设置了不同角色，其中“专家组成员”负责制定相应的策略，“交易员”根据交易策略实施具体行为，其余绝大多数的清算会员为“非违约会员”，扮演参与拍卖的角色，包括机构 A，而参与拍卖并非整个违约处置过程中非常重要的环节。在参与过程中，上交所也没有通过整个测试流程介绍违约处置环节中的细节和解释重点环节。因此申请人无法通过演练了解具体的内容。

**审理员李正强：**申请人有无向上交所提出要求进行进一步了解？

**申请人：**对此补充回答三点意见。第一，申请人在参与演练时并不知晓相关文件并没有经过合法的审批，所以申请人无法提出异议。第二，演练过程毕竟还是虚拟的案件，所以相关程序流程和真实发生情况并不能确保完全一致，这一点与本案有着实质上的不同。第三，申请人认为进行演练并不能代表上交所向申请人充分解释说明了违约处置全过程和相关文件内容。因为违约处置细则非常复杂，涵盖各种违

约处置情形，而演练过程不可能涉及全部违约处置情形。而且逻辑不通顺之处在于，如果把演练视为履行了解释说明义务，则意味着被申请人应强制要求所有会员单位到场，才能履行完毕该解释说明义务，而事实中被申请人并未这样做。因此在客观上我方认为被申请人不能以演练来代替其对所有文件的解释说明。

**审理员李正强：** 审理庭向被申请人确认，在演练的过程中，是否有参与演练的清算会员对头寸分割、询价次数安排、回价情况及对冲方案的具体执行等提出过异议或建议？

**被申请人：** 处置演练是实战的演练，每个机构均有不同的角色，不能因为申请人只是参与拍卖的角色，就判定申请人未经历处置演练的过程。在上清所的违约处置演练中，与本案类似，存在头寸的分割、对冲交易方案的制定、向上清所风险委员会的报告审批、对冲交易执行等等。所有的参与机构在演练中都有不同角色，每年也会进行角色轮换。机构 A 全程参与演练，应该了解违约处置细则的某一个实例。当然，处置演练不可能包罗万象，涉及所有交易品种。所以违约处置演练只是让清算会员了解违约处置的整个过程，然后从该过程中充分地认知到违约的后果和上清所将要改善的问题。

演练的过程中没有清算会员提出过异议。

**审理员李正强：** 演练的过程中有无涉及询价次数等违约处置的细节安排？

**被申请人：** 有的。

**首席审理员肖凯：**审理庭再追问一个问题，被申请人提到演练的主要目的是让所有清算所的参与方能够对违约处置的程序有充分的了解。那么每次演练被申请人是向所有的参与方都发通知吗？还是说被申请人选择特定的参与方？一般来说违约演练是多长时间进行一次？

**被申请人：**演练是不定期的，每次演练之前都会向所有的清算会员发邀请函，然后同意参与演练的清算会员都会参与到演练中。

**首席审理员肖凯：**到目前为止进行了多少次演练？

**被申请人：**每年都有。

**审理员符望：**申请人提出了格式合同条款的问题，并且援引了《民法典》的规定，对于该问题，《民法典》与之前的《合同法》规定有所不同，其区分两个层面，一个是未履行提示或者说明义务导致格式条款不成为合同的内容，另一种是免责格式条款无效，两者是不同的概念。审理庭先就第一层次即提示说明义务进行发问。金融衍生品是一个比较复杂且小众的市场，与其他金融市场有所不同。那么，第一，除演练方式外，申请人认为被申请人应当如何履行提示说明义务，比如相关条款加粗加黑？第二，申请人与被申请人之间原来签有合约（即《清算协议》），申请人是主张原来合约（即《清算协议》）的提示说明义务，还是说主张场外衍生品交易合约替换之后另行对违约处置规则的提示和说明义务？这两者应当是不同的。请申请人回答一下。

**申请人：**首先回答第二个问题。申请人理解在双方签订

相关合约（即《清算协议》）以后，根据合同的安排，相应规则也会成为合同内容的一部分，对于申请人来讲规则与合约是一体的，规则由此成为合约中可能会约束双方的内容。所以，我方提出的异议，包括格式条款的异议，都是针对合约（即《清算协议》）范围内包括规则在内的一系列安排。

关于第一个问题，申请人之前已经提到，我方并没有对衍生品交易本身及违约产生的损失提出过任何质疑。申请人向被申请人主张的损害赔偿是基于被申请人的违约处置而产生的损失（43,526,722.39 元）。其理由在于被申请人所依据的违约处置细则对于申请人来讲过于复杂、不能理解。我方质疑的是这些规则内容中的一系列问题，当然我方事后还发现它们没有（审批）。其中如成立专家组、专家组决策以及决策的合理性等内容是比衍生品本身更为复杂的交易环节和相关规定，已经超出了申请人所能够理解和认知的范围。

**审理员符望：** 审理庭询问被申请人一个问题。关于告知说明义务，上清所作为金融基础设施，会有大量规则制定、修改和变化。而违约演练可能是一种成本比较高的告知说明方式，而规则对于权利义务有重要的影响，上清所是否有更好的方式可以让参与者能够知晓规则变化所带来的重要法律后果？

**被申请人：** 常规方法是以召开座谈会、宣讲会或者发邮件征求意见的形式，再如通过上清所官方网站及时发布即将修改的业务规则和业务细则。而演练是就最终成型的业务规则进行压力测试的形式。基本就是上述这些形式。

**审理员符望：**被申请人所提到所有这些规则及修改后的规则是否都在官网或者向所有参与方进行过公示？

**被申请人：**对。

**首席审理员肖凯：**对于被申请人这些修改过的规则及细则，申请人是否提出过异议？是否就认为不公平不合理的修改条款提出过相应意见？

**申请人：**公布时未提过相关异议。

**首席审理员肖凯：**公布之后到这次违约出现之前，是否提出过相应意见？

**申请人：**没有提过。但如前所述，原因在于规则过于复杂，本次开庭申请人经过对比和研究才发现被申请人相关规则具备许多值得进步和商榷的空间。实际上申请人没有机会和能力单独就这些规则的内容做非常详细的审阅，故之前并没有进行充分审查。但是在本案当中我们进一步提出了相关质疑。

**首席审理员肖凯：**好的。审理庭就第二个子焦点的发问到此，双方有无补充的问题向对方发问？

**申请人：**没有。

**被申请人：**没有。

**首席审理员肖凯：**下面进行第三个子焦点的审理，即违约处置细则是否公平保护了交易参与方的合法利益，是否存在免除或减轻上清所主要责任，严重侵害机构 A 利益的情形？请申请人明确一下你方认为违约处置细则中的哪些条款存在以上情形？

**申请人：** 申请人认为，以下三部分条款出现前述情形而应被认定无效。1. 《业务指南》第 3.3.2.3 条及《违约处置指引》第 5 条、第 8 条中，上清所可以直接对永久性违约进行认定，以及违约处置关键时点及运营性违约补正期限的规定都由上清所直接认定。2. 第二版《违约处置指引》第 22 条删去了前一版项下专家组“以获取最佳市场价格”为目标的表述，仅规定专家组应以减少对冲损失为目标，提供对冲交易方案。同时在第 45 条增加了免责条款：依据违约处置专家组提供并经上海清算所同意后的对冲交易方案实施所达成的对冲交易价格合理有效，上海清算所不保证该成交价格的即时最优。3. 《违约处置指引》第 9 条规定了机构 A 的保密和配合义务，但第九章规定的平仓拍卖流程未赋予机构 A 任何参与、异议、申诉权。

**首席审理员肖凯：** 被申请人，对申请人主张无效的条款是否清楚？

**被申请人：** 清楚。

**首席审理员肖凯：** 下面先请申请人就你方主张无效的条款发表意见。

**申请人：** 申请人简单补充陈述一下，针对刚刚讲到的第一点，申请人认为上清所对于永久性违约的认定拥有绝对性的权力，清算会员没有任何商议的空间。而在相应的违约处置细则当中，上清所并没有约定任何因自身违约对应的违约处置条款，申请人认为该设置安排有违公平性。第二点，针对专家组进行违约处置目的的调整以及专家组形成专家策

略实施的免责条款，申请人认为不公平。专家组提供相应违约处置的专家策略，一定程度上削减了原来应由上清所承担的出具违约处置方案的压力。既削减了上清所的压力，同时还删去了原先要求追求市场最优价格的目的，进一步减少自身义务。第三还设置了免责条款，即根据以上流程形成的处置结果当然合法合理有效，作为清算（参与）机构不能提出异议，申请人认为以上层层安排实际上减轻了上清所自身义务并且减免机构 A 相应的权利。申请人参阅了相关国际实践，发现在对冲交易环节中，金融机构可以对专家组形成的交易方案提出异议。在中国香港地区，专家组形成交易策略的目的中保有了追求市场最优价格的规定。但是上清所更新版《违约处置指引》中却将该目的删除，有削减自身义务的嫌疑。第三点，纵观整个《违约处置指引》，上清所拥有相应的权力，而机构 A 作为违约会员，资产被直接平仓处理，但其没有任何参与违约处置环节、提出异议并进行申诉的权利，该处理方式明显不公平。参考境外有关规则，如在中国香港的清算环节项下，违约处置小组一定程度上是可以要求违约清算会员参与相应方案制定过程的。同样，在伦敦清算所的违约处置规则当中也提到，允许违约会员参与违约专家组的违约处置流程并参与讨论。申请人认为作为被处置一方，金融机构虽然在出现永久性违约后存在信用问题，但是毕竟处置的是该违约机构的合约、资产，违约机构有权参与违约处置过程并听取意见。甚至有专家曾提议，可以让违约机构先行履行平仓义务，我方认为这是机构 A 应该享有的权利。但

在目前上清所的《违约处置指引》中，并未赋予违约机构上述权利，该设计也是不公平的。总结完毕。

**首席审理员肖凯：**被申请人有无意见要发表？

**被申请人：**我方针对申请人所提出的三个事项分别发表意见。第一，是关于《违约处置指引》当中有关永久性违约认定、违约处置关键时间点以及运营性违约补正期限规定的，申请人认为该规定无效。关于该条款已在子焦点一中进行了较多讨论，此处不再赘述。被申请人的主要观点是在涉及运营性违约和永久性违约的认定上，《业务规则》第 48 条实际上进行了比较清晰的认定，其中对永久性违约的认定分为两种情形，关于期限的设置考虑了市场各方的诉求，不存在包括申请人在内的清算会员权利被不当限缩的情况。此外值得注意的是，《业务规则》第 58 条明确规定，对于清算业务规则当中条款理解存在歧义的，上清所拥有最终解释权，申请人如果对于永久性违约认定的理解存在争议，也应当是由上清所解释。

第二，关于删除“获取最优市场价格”的条款。关于该点，被申请人认为应考量上清所作为清算机构在中央对手方机制下进行违约处置的根本目的，即在于防范系统性风险，尽快地完成交易的违约处置过程。因此以减少对冲损失为目标更加符合违约处置的应有之意和根本目的。而且以减少对冲损失为目标，实际上已经包含在当时的市场条件下寻找合理的甚至是最佳的市场价格的含义。之所以会有《违约处置指引》第一版和第二版的区别，也正是违约处置细则在实施

过程当中根据征询反馈的意见以及演练情况，逐步完善和更新的反映。就该点来看，正是上清所作为清算机构尊重清算会员发表意见的体现，以上是对于第二点的回应。

第三，申请人提到平仓拍卖没有赋予申请人参与和申诉异议的权利。就该问题，被申请人认为也应从清算机构处置违约的出发点考量。违约处置必须具有时效性，同时防范整体金融风险，在此基础上必然要求处置的过程中上清所作为清算机构应有相对灵活的决策权。在该过程中，如果允许申请人或者其他违约清算会员有申诉和异议的权利，那就必然导致存在对申诉和异议的处理程序，将严重导致整个违约处置程序受到妨碍。这一点实际反映在各大境外机构的惯例和规定中，受到认可。同时，在上清所违约处置细则及违约处置演练中，并不否认申请人作为违约一方的参与，且包括申请人刚才提到的港交所中违约方参与违约处置过程，实际上违约方仅仅能够作为观摩的角色，了解整个处理过程。事实上，这也是上清所在违约处置过程中也会做的相应步骤。总之，上清所在规则上也好，在实际操作上也好，之所以不给申请人异议、申诉的权利，也是出于违约处置的目的。

综上所述，被申请人认为在违约处置细则中的以上涉争条款，事实上已经保护到了参与各方的合法权益，而且快速、稳妥处置更是保护了整个金融交易系统的安全，所以不存在申请人所谓上清所免除自身责任的情况。陈述完毕。

**首席审理员肖凯：**接下来双方可以向对方提问。申请人有问题向被申请人提问吗？

**申请人：** 申请人没有问题。

**首席审理员肖凯：** 被申请人有无问题向申请人提问？

**申请人：** 没有。

**审理员童蕾：** 审理庭询问双方当事人几个问题。首先审理庭想先跟申请人确定一下，你方主张不公平而应归于无效的三部分条款，是因为在本案违约处置适用中侵害了你方利益，所以应该归于无效，还是认为上述条款的存在对所有的清算会员都不公平，所以要求无效？

**申请人：** 我方认为，这是对所有清算会员相应权利的保障。

**审理庭童蕾：** 所以你方认为，上述条款对所有会员都不公平，所以应该归于无效？

**申请人：** 是的。

**审理员童蕾：** 审理庭注意到，双方对永久性违约的定义存在一定的分歧，主要是对《业务规则》第 48 条第二项永久性违约应如何理解。申请人，你方认为根据该条规定，本案所涉因未缴纳保证金而产生的违约不应该被认定为永久性违约的情形之一？

**申请人：** 是的。因为我方认为根据《业务规则》第 48 条，违约分为运营性违约和永久性违约，但是并未做相应定义。如果清算会员出现除第 47 条第一款所列情形以外的违约事件，发生运营性违约的清算会员没有在违约处置关键时间点前履行承诺，则上清所有权宣布该会员为永久性违约。根据文意解释，该条明确排除了第 47 条第一款，即保证金未支付

的情形。

**审理员童蕾：**所以你方认为“第 47 条第一款所列情形以外的违约事件”和“发生运营性违约的清算会员没有在违约处置关键时间点前履行承诺”实际上是并列、需要同时满足的情形，对吗？

**申请人：**我方是这样理解的。

**审理员童蕾：**被申请人对该条文义有何意见？

**被申请人：**我方坚持认为第 48 条包含了两种情形。如果说从文义上来说，第 48 条加个“或”字可能更明确，但实际上该条本意就是加个“或”，一种是出现除第 47 条第一款中所列情形以外的违约事件。另一种是发生运营性违约的清算会员没有在违约处置关键时间点前履行承诺，我方是依据这一条认定永久性违约。因为从 9 月 19 日到 9 月 20 日，第一次是运营性违约，又未在规定时点内履行承诺，所以被认定为永久性违约。

**审理员童蕾：**下面审理庭想问一下被申请人，永久性违约的补正期限为什么会设定为一个工作日？正如刚才申请人提到的，补正期限对于违约会员会产生重大影响，请你方具体说明将该期限设定为一天的理由。

**被申请人：**这一点主要是从合理性角度出发，首先上清所在征求意见的时候，确实有一些清算会员回复了关于补正期限的修改建议，从几小时到两三天不等。之所以确定为一天的理由，还是综合考虑各清算会员的意见，同时考虑到时间太长可能保证金的风险敞口会更大、更难控制，做出了一天补正

期限的合理设计，其是由上清所从市场实践和处置违约的需求出发来确定。所以只能说“一天”是合理的时间，类似于《民诉法》在判决书收到 15 天以内上诉的期限设计，并非由何规则或者有何个人主观观点来确认。

**审理员童蕾：** 补正期间的设计除了合理性的考量之外，与申请人提交的相应抵押品能够覆盖风险的时间段是否存在相应关系？

**被申请人：** 有的。

**审理员童蕾：** 具体是什么关系？

**被申请人：** 参考其他国际机构，上清所进行了运营性违约和永久性违约的认定。所以从规则的应有之义来说，在第一次运营性违约时，违约机构完全可以采取平仓等自救措施，上清所已经为其预留了自救的空间。再设定一天的补正期限肯定与违约机构保证金和质押品相关。市场随着时间的拖延，风险敞口可能会越来越大，违约机构保证金欠付的数额也可能会更大。在这种情况下，如果不控制在合理的期限内进行违约认定并采取后面的违约处置，可能会导致违约机构更多的损失，还可能导致没有违约的清算会员的损失，甚至影响到整个市场风险的聚集。所以我方认为一天的补正期限是合理期限。

**审理员童蕾：** 对于一天补正期限的认定，与国际上主要的场外衍生品中央对手方清算的实践做法是否相符？

**被申请人：** 是相符的。虽然各个国际组织在实践上没有明确规定，但是都有一个及时、非常短时间（的要求）。还有

一个应有之义是，时间放得越长，保证金的缺口可能就越大，违约机构所要支付补足保证金的责任就更大。其实对于违约会员来说，其受到的损失也就越大。

**审理员童蕾：**上清所的超限保证金用于覆盖机构可能存在的潜在风险敞口，那么，超限保证金可覆盖风险的期限是多长？

**被申请人：**超限保证金是初始保证金超过最低保证金的部分，初始保证金大致能覆盖 5 天市场波动。

**审理员李正强：**被申请人，《违约处置指引》第九条规定：一旦发生违约事件，上海清算所将立即展开针对性调查。本案在认定申请人永久性违约时，是否进行过前述调查？如何进行？

**被申请人：**是的。上清所有进行针对性调查，第一是要调查该机构筹集资金以补足保证金的各种措施，了解基本的信用风险。同时被申请人还通过公共的舆论等各种途径了解违约会员的基本信用情况，以及目前公司整体经营状况等。

**审理员李正强：**申请人是否认同上述表述？

**申请人：**申请人不认同，当时申请人并不存在信用恶化的相应情形，只是头寸调取不足引发的短期流动性困难，并非缺乏相应偿债能力，反而被迅速地宣布构成实质性违约以后，引发了相应的声誉风险。

**审理员李正强：**申请人，当时被申请人有无责成你方马上采取措施补足保证金？

**申请人：**有的，有过联系。

**审理员童蕾：**既然申请人说本案为暂时的流动性不足，那么在上交所给予的一天补正期限届满之后，有没有尝试根据《违约处置指引》第五条第三款申请过额外宽限期的？

**申请人：**没有，因为当时申请人并不知道有该权利，并不熟悉具体违约处置相应条款内容。

**审理员童蕾：**被申请人，第一版《违约处置指引》中规定专家组的目的是包括“获取最佳市场价格”。关于何为“获取最佳市场价格”，请向审理庭具体说明。

**被申请人：**市场最佳价格是在当时的市场情况下最合理的、在最短期内所做出的最优化价格，其与减少损失是相互关联的，减少损失一定是最优化。但是对冲方案也好，违约处置也好，时间和价格紧密相关，错失了一个时间可能就会导致价格非常大的损失，所以从合理性出发，只要处置价格合适，就是最优价格。

**审理员童蕾：**所以被申请人认为最优的处置价格并不是所谓的绝对最优价格，而是在当时处置的具体情境下可以获得的相对的优势价格？

**被申请人：**是的。

**审理员童蕾：**申请人，请你明确，你方主张的参与、反驳、申辩权，具体应体现在哪些方面？

**申请人：**我方认为主要应该体现在要允许违约会员直接参与违约处置的过程。首先并不是所有的交易都需要专家组，域外有很多也是这样规定的，包括刚才被申请人也提到了这一点。对于没有专家组参与的违约处置环节，我方认为让违

约会员直接参与，先行尝试进行平仓交易是合理的。我方注意到，有专家也提出了这样的建议。第二，如果设置了专家组，我方认为应让违约会员参与到专家组的组成过程中，甚至是违约处置对应的专家策略拟定过程中。虽然刚才被申请人提到可能会拖延流程等，但我方认为这只是技术性程序设置的问题，违约机构应该享有参与违约处置的权利和机会，香港交易所、伦敦交易所也有类似的规则设计。主要是以上两点理由。

**审理员童蕾：**请被申请人，对于申请人方主张的参与途径，一是自行或者委派代表参加违约处置专家组参与决策，一是在违约处置过程中允许机构 A 自行进行平仓、减少损失，你方是何意见？

**被申请人：**违约处置细则没有排除违约会员参与违约处置过程的权利。当然，是否参与是由清算所根据当时违约的头寸敞口风险以及市场情况来决定的。但是，申请人参与是存在限制的，即其没有投票决策权，可以通过类似于港交所“观摩”的方式参与，但是不能参与到处置决策中。至于申请人所称是否可以由其指定专家组成员，我方认为不管从利益冲突还是从效率出发，这种观点均是不合理的。

关于就申请人是否有自行平仓权利的问题，场外市场和场内市场不同，从场外衍生品的特点来说，部分平仓几乎没有可能性。至于自行平仓，其实在运营性违约宽限期阶段，申请人完全可以采取自行平仓的方式减少损失、控制风险。但是一旦到了永久性违约阶段，就意味着申请人出局，就是

由规则制定的权力方上清所来组织并作出违约处置方案，具体流程此处不再赘述。

**审理员童蕾：**在上清所目前的违约处置机制下，是否有给违约方参与违约处置设置任何的通道或途径？

**被申请人：**没有明确违约方必须参与，但是也没有排除。上清所根据需要邀请其了解处置过程或陈述合约情况等，不排除上述可能。

**审理员符望：**审理庭注意到，双方都提交了相关资料，其中有许多域外规则和案例，有一个案例除了被申请人提到，也有第三方意见书提到以供审理庭借鉴，即英国高等法院 2012 年 Euroption Strategic Fund Ltd v Skandinaviska Enskilda Banken AB 案例。<sup>4</sup> 在这个案件中，法官认为，在急售时，经纪商只需受到诚信、一般合理标准的约束，而无需尽到合理注意义务的标准以及适当的专业标准，其主要考虑一个机构在出现衍生品违约时，违约机构很可能已经濒临破产，有急售的需要。在急售情况下，很难做到既要价格好又要速度快。想问一下申请人有无注意到该案例，对这个案例是什么意见？

**申请人：**申请人并未否认在特定情形下应当充分考虑市场因素以及相关违约方的信用风险等等，来对违约处置的方式进行调整。我方对此没有异议。但我方以处置时间这一点为例来解释为何我方不认可该案例能够在本案当中予以引用。对于处置的时间问题，现有规则已经有一个简单直接的

<sup>4</sup> Euroption Strategic Fund Ltd v Skandinaviska Enskilda Banken AB [2012] EWHC 584.

考虑，就是未缴纳保证金并未被认定为永久性违约的原因，这是考虑到要避免另外一个风险，即金融机构因为短期流动性问题而导致面临永久性违约的严重后果。因此，我方理解现有规则在永久性违约认定中排除了未缴纳保证金的情形，是有这方面的考量。如果赋予上清所随意确定时间的权利，那么该考量便没有意义了。这是第一方面。第二，对于时间的合理性上，我方认为无法得出“一天”的补正期限是否合理，在极端的情况下一分钟或者一小时可能也都是合理的。但问题在于进行判断的权力来源不应该是上清所，而应该是由相关监管部门做出相应的批准或认可。再做一个假设，如相关监管部门授权上清所可以随时来决定金融机构是否构成违约，申请人也会承认该客观事实。但恰恰在现有规则当中并不存在监管部门对于上清所的授权，反而要求进行批准，所以申请人认为上清所确定的补正期间无论是长或短都是不合适的。第三，一天的补正期间中有可能出现市场的波动，该波动可能是坏的，也可能是好的，需要结合相应的商业合理性判断。所以申请人挑战的是制度本身的合法性和合理性，需要司法介入，而不应是排除司法的判断，让上清所单独进行判断。这不应成为“法外之地”，应该由司法介入审查，让制度持续优化。完毕。

**首席审理员肖凯：**刚才申请人的意见也正好体现出了法院对于在紧急情况下金融基础设施为维护金融市场稳定的违约处置流程依法进行审查的重要性，来明确相应的规则及其合法性、合理性。针对子焦点三，双方也都各自发表了意

见，还有无补充意见要发表？

**申请人：**没有。

**被申请人：**没有。

**首席审理员肖凯：**子焦点 3 的审理暂时到此。庭前，审理庭根据《案例测试机制规定》，对案涉事实进行了公示，并收到了多份第三方意见书。就争议焦点一，北京金杜律师事务所金融衍生品团队向本院提交了相应的第三方意见书。今天，该团队派出关峰律师作为代表出庭。现在，请关峰律师出庭，向本庭陈述独立第三方的相关意见。

**[独立第三方出庭]**

**首席审理员肖凯：**陈述一下您的姓名、任职单位和职务。

**独立第三方关峰：**好的，谢谢审理庭。本人关峰，北京市金杜律师事务所上海分所律师。

**首席审理员肖凯：**本院在首例测试案件中收到了各方提供的独立第三方意见，非常感谢。在金杜律所提交的第三方意见当中，围绕着争议焦点一阐述了具体意见。请您简要地向审理庭陈述一下其中主要的观点和理由。

**独立第三方关峰：**好的。首先非常感谢金融法院，让我们作为独立第三方发表意见。刚才在庭审中诉辩双方就争议焦点做了非常精彩的发言。就争议焦点一而言，我们认为对法律效力的判断和适用离不开价值判断或者是法理基础上的选择。就这个问题，我们认为双方之间所形成的系争法律关系应当从共同法律行为而非双方法律行为的角度进行判断。主要是阐述三点。第一，本案双方行为的定性是共同行

为还是双方法律行为？第二，如果双方之间的关系是共同法律行为，那么对于规则体系的适用，包括对于格式条款的规则是否适用？第三，在共同法律行为之下，双方或者各方当事人之间的规则体系效力层级如何划分？

就第一点双方之间的行为效力或者性质而言，我们认为双方之间或者说所有参与中央清算的成员之间应该构成共同法律关系。因为其符合共同法律关系的如下特征：一是意思表示的同向性，这是双方法律行为和共同法律行为的关键性不同。合同行为是意思表示的相向，即一方向另外一方发出，另外一方向相反方向发出，这样才有合致，最后合同成立。而共同法律行为最大的特点是意思表示的同向性，即双方参与主体之间意思表示的指向是平行的，均指向一个共同目标。这是相向性和同向性的关键区别，也是区分双方法律行为和共同法律行为的关键区别。在本案中，究竟哪些主体之间存在意思表示的同向性？应该说，所有参与集中清算的成员之间意思表示存在着同向性，所谓的同向性不是仅指机构 A 与上清所之间的关系，机构 A 实际上是整个中央清算制度性安排中的成员之一，而所有参与中央清算的成员作为场外衍生品的参与者，通过提交入会申请、缴纳会费、提供保证金、缴付清算基金以及目标载体清算所进行风险准备金等一系列制度性安排，形成整个场外衍生品市场的风险分担机制，类似于共保安排，而交易成员就是共保的成员。因此成员之间存在同向的法律关系，此为共同法律行为的核心特征，不同于双方法律行为。第二点，共同法律行为的第二个特征

是目标的涉他性，即所有参与交易的主体具有同向的意思表示，故必然会存在一个目标载体来完成共同的目标和意思。本案中的目标载体就是被申请人上清所，目标载体不取决于谁来设定，也不取决于是否为成员之间设定，而取决于目标载体的存在和功能是不是为了满足成员之间同向意思最终的目的。而很明显的，从上清所的机构设置目的、功能、运作来说，其唯一或者全部的功能都是为了满足和履行成员之间的风险分担和市场稳定。因此，该涉它性目标直接指向了第三方载体上清所，上清所介入清算行为并非孤立的交易行为，双方之间不是两两之间出于商业目的所做的交易，而是为了市场稳定和清算完成所做出的行为。换言之，清算所的介入是手段而非目的。从探究当事人合同目的的角度而言，至少从现在的《清算协议》来看，不能因为进行替代交易，就认为双方之间的真实合同意图是说两方之间的交易，其底层合同目的仍然是为了市场的稳定。第三，效力的整体性。从以上分析和判断可以看出。成员与清算所之间合作的目的是为了利用风险分担机制维护整个市场之间的利益。在这样的共同目标之下，所有双方或者参与各方之间的协议规范或者规则体系，应该是以共同目标这一法益为考虑原则，而非仅基于两两之间的协议安排进行考量，规则当然地具有效力而非是必须通过两两之间协议的方式才能发生效力。之后，我们会就整个结构下的效力层级展开论述。第四，身份一致性，即所有参与成员之间都具有共同的身份，即清算会员，体现为他们之间是具有特定关系的整体。第五，合作的长期

性，上清所的清算规则体系和运作模式是参与各方共同合作所展开的有意识、有目的的组织。其目的是为了整个市场，实际上类似于共保机制，是为了担保整个市场的平稳运作以及市场所有参与者的权益最终能够得到实现，该目标是长期性目标，而非像个案中双方之间偶发性的一般交易。综上所述，本案中所涉及的争议应该是在共同法律行为的框架下进行解释和定位。

在此基础上讨论第二个问题，即如果双方之间行为性质是共同法律行为，则适用的规则体系或者法益保护会不会有区别？我们认为，如果双方之间关系为共同法律行为，则其不应该适用双方法律行为的规则体系。从法益保护本身来讲，共同法律行为之下的法益保护是整体利益，而非个别的、单独的个体之间的利益。基于该点，共同法律行为没有双边之间因为特殊的谈判地位等等需要法律介入进行调整和保护的制度性安排，而这个（制度性安排）最突出的是在合同行为当中。格式条款就是很典型的在双方合同行为之下对弱势一方法律介入的保护规则。而在共同行为之下不需要考虑单独个体，不仅从行为目的上如此，而且从立法本意上也是如此。从立法渊源来说，格式条款最早出现于《合同法》，而《合同法》立法时是仅规制狭义合同行为即双方法律行为，因此格式条款是典型的双方法律行为的保护框架。之后在《民法典》制定过程中，民事法律行为的分类位于总则编，格式条款位于合同分则编，所以格式条款仍然被作为双方法律行为的保护框架而存在。就该问题而言，《民法典》唯一发生变化

的是合伙协议作为有名合同列入了合同编，而合伙协议是一个比较典型的共同法律行为的框架，但是并不因此意味着从立法目的上或者法律解释上，格式条款也适用于共同法律行为。在最高人民法院关于民法典的解释和适用中，关于合伙协议有过专门论述，即合伙协议虽然作为共同法律行为列入合同编，但对于合同或者双方法律行为特有的保护机制，比如不安抗辩、同时履行抗辩等，并不适用于共同法律行为。那我们认为，从格式条款的渊源上来看应该还是比较典型的双方法律行为的保护机制，因此在现有法律框架之下不应该当然适用于多方共同法律行为。基于此，格式条款的保护不当然或者不应适用于本案。当然，这不意味着在共同法律行为之下任何一方当事人可以为所欲为，共同法律行为不是通过双边合同保护，不是通过格式条款保护，一定会有其他保护机制，但规则适用本身不能混淆。

第三，关于共同法律行为之下的规则体系和效力层级。共同法律行为之下有多方主体参与，有成员之间，有成员与目标载体之间，也有对外效力。比较典型的共同行为体系应该有三个层级。首先第一层应该是会员公约或者是会员协议，会员公约本身要有多方共同的意思表示方能成立。第二层是类似于章程的行为，即会员与目标载体之间的法律关系规范，类似于公司，公司是目标载体，再制定章程，其本身是约束目标载体权利义务的框架，同时反过来又约束全体成员。从目标整体性上来说，为完成总体目标而制定章程时，所有成员都应该遵从章程的约定。而章程的制定或者修改在性质上

应当是共同法律行为，应类似于决议行为，最开始制定时应该是共同的，但之后的修改便可以通过决议行为解决。第三层是目标载体为实现共同目标或共同目的所完成或者应当完成的业务规范，所制定实施的操作规则，相当于说目标载体在章程授权之下为了完成共同目标所设立实施的，只要在章程的授权范围之内就有比较大的自由裁量权。以上是在共同法律行为框架之下的三层架构。本案中，虽然没有所谓会员公约的存在，从表面上看不到能体现它们关系的文件，但首先从事情的实质上来说，它们这样一个结构（是共同法律行为的三层架构），其次从协议的解释上来说，《清算协议》兼具了会员公约和章程的两方面属性。那么，第三层次——清算所作为目标载体为实现共同目标所制定的业务规范，本身在其裁量权力之内，这一层业务规范是否需要审批？是否可以修改以及如何修改？就该问题，应该分为两个层面去看，首先，监管对于整个规则体系的下探层级到什么程度？监管的审批是只管到公约一层还是管到章程一层？或者因为场外清算对市场比较重大的经济影响，所以监管层级直接下探到业务规范的第三层？其次，未审批产生的是未生效的问题而非不生效的问题。如果监管层级已经下探到第三级业务规则的制定上，那么这里实际是隐含的双方之间的共同意思，应该是类似于附生效条件的，即在监管审批或者备案之后，该业务规则方能生效。因此在审批完成之前该规则处在尚未生效而非无效的状态。综上所述，就本案而言，从维护上清所制度设计的初衷以及整个场外衍生品市场整体利益的目的

的考量，以共同法律行为的方式来解释《清算协议》，并且适用共同法律行为的规则体系就本案中双方权利义务或者风险作出分配，是比较适当的。意见发表完毕，谢谢。

**首席审理员肖凯：**非常感谢关峰律师作为独立第三方，就本案所涉及到的争点发表法律意见，双方当事人对于独立第三方的法律意见是否需要发问？

**申请人：**申请人有两个简单的问题。第一个问题是在本案项下上清所与清算会员之间是否是中央对手清算协议的一方？

**独立第三方关峰：**毫无疑问，从协议上体现出来的是交易的双方。但是就像之前论述的，目标载体上清所介入清算目的不是为了交易，而是由集中清算风险分担机制所决定的，介入交易是降低整个市场清算风险或者维护市场稳定的手段。合约介入并非各方的合同本意，换言之，成员签订《清算协议》的目的并非是与清算所进行某笔业务，清算所从来不是交易的发起方，甚至交易价格、交易要素都并非上清所决定，所以机构 A 与上清所双方之间自始不存在传统意义上的合同。

**申请人：**好的，谢谢关律师。第二个问题是集中清算发生以后存在合约替代，合约替代以后，上清所介入了原来衍生品交易双方之间的交易，此时原衍生品交易双方之间的债权债务关系会如何？

**独立第三方关峰：**从法律行为或者说协议文件本身来说，替代交易之后发生了取代的效果，上清所继承了相应的权利

义务关系。但正如之前强调的，协议文本体现的意思并非双方当事人或者各方当事人的真实意思。当然，文本的制定可以更加严谨，各方的意思也可以更加清楚，但文本本身未明确写出的内容，可以通过市场整体行为来解读。对于法律行为的判断要尊重当事人的真实意思，所以我的主要观点是现有协议文本不足以完美地体现各方之间的真实目的和关系，从探究当事人真意来说，各方当事人的意思应该是共同法律行为下的框架安排。

**申请人：**好的，申请人没有其他问题了。

**首席审理员肖凯：**被申请人有向独立第三方发问的问题吗？

**被申请人：**好的，我们有一个简单的问题，谢谢关律师。正如您之前所说，上清所和清算会员之间的清算规则体系构成了共同法律行为。想请您具体阐述一下涉案清算规则及违约处置细则能否适用《民法典》第 496 条和 497 条进行格式条款的审查？

**独立第三方关峰：**如之前所述，格式条款保护是比较典型的双边法律行为框架下对经济弱势一方制度性的保障机制，并不适用于多方法律行为。在多方法律行为之下，无论成员之间、目标载体与成员之间，其法益保护是以集体利益为考虑点，而非双边之间的两两安排。所以应当不适用。

**被申请人：**好的，被申请人没有其他问题了。

**首席审理员肖凯：**审理庭还有问题追问独立第三方。本案中，上清所为公司制法人，而非传统中共同法律行为一般

涉及的会员制单位，尤其是在涉案集中清算问题中，申请入方也是清算的参与方。那么，在中央对手方清算的这个问题上，您所说的共同法律行为是否适用？第二个问题，本案所涉《清算协议》还转引了违约处置细则，这种转引方式是否影响您所说的共同法律行为？转引条款对违约处置行为的效力有无影响？

**独立第三方关峰：**好的。就第一个问题而言，目标载体本身是否必须由会员共同设立，还是说本身可以独立甚至在之前就已经存续。该问题缺乏明确的立法指引，学理上讨论也相对较少，因为通常公司、合伙等都是明确的在共同行为之下设立的目标载体，但从结构分析而言，目标载体上清所本身是公司制而非会员设立的事实本身并不足以推翻其共同目的以及其作为共同法律行为的特征。因为其设立目的本身实际上是单独和唯一的，仍然是为了全体成员目的而设立，只是从监管角度帮助成员设立了上清所，即从无序的想法转化为有序地在政府监管引导实现出来的目的，市场的稳定与市场参与者的总体利益是密不可分的，在这个意义上来说，上清所设立的最终目的还是其成员的总体利益。参考银联来分析，银联也是单独设立的公司，而银联章程适用于所有的参与者，法院目前也有判例认为其构成共同法律行为。因此无论从制度设计还是现有司法实践，虽然目前缺乏相应的立法指引，但我认为仍然可以考虑共同法律行为这一方案。

针对第二个问题，关于转引规则的适用问题，我认为还是应该从三层法律结构分级的角度去考虑，包括公约层面、

章程层面以及业务规则层面。实际上关键问题在于授权，即公约赋予了目标载体何种权利？章程的制定符合不符合公约本身的利益？章程给予目标载体什么样的管理权力？在管理权力之下，目标载体制定了何种规则和方案并且加以实施？从该角度来看，假设《清算协议》等等类似于章程的文件能够体现授权范围，则在授权范围之内上清所具有当然的自由裁量权。举个例子。比如公司根据章程制定了各项规章制度，包括业务操作流程等，但某一股东对业务操作流程不满，称其事前不知晓，但由于该业务操作流程在章程对公司的授权范围之内，公司有裁量的权力，免于股东对于它的质疑或者可诉性。从该角度来判断，为实现公约共同目的，目标载体在第三层级的业务规则制定中就有一定的自由裁量权。唯一的疑问或者不确定性在于监管的意图，究竟是对共同法律行为中第一第二层次的监管，还是包含了三个层次的监管意图。我回答完毕。

**首席审理员肖凯：**好的，非常感谢关峰律师作为独立第三方就本案所发表的法律意见。也感谢您对本次案例测试审理的支持。下面请您退庭。

**[独立第三方退庭]**

**首席审理员肖凯：**针对独立第三方所发表的法律意见，双方可以再陈述一下各自的立场，首先请申请人发表。

**申请人：**申请人简单陈述立场，首先申请人不认同独立第三方对本案当事人之间的法律关系作出的定性，即认为双方之间构成一个共同法律行为，我方认为机构 A 和上清所之

间并没有构成共同法律行为。独立第三方讲到共同法律行为的特征之一是意思表示的同向性，即共同行为人有一致的意思表示。在本案项下，上清所的所有会员之间并没有同时间、同方向的共同意思表示。即使有关联的会员之间，如机构 A 和衍生品交易的另外一个参与方，在签署了《清算协议》以后，双方之间的债权债务关系已经灭失了，与其他的清算会员之间更无联系可言，所以清算会员之间没有同向的意思表示。如果各方是拟制出来（与）CCP 的交易，而机构 A 和原衍生品交易对手方仍有牵连，则该原对手方还是可以基于我方的违约行为起诉我方，这与（合约替代后）现有交易主体之间产生争议是相互矛盾的。第二，所有清算会员签署《清算协议》的共同目的是进行衍生品的集中清算，但是共同目的不能被解读为共同的意思表示。因为各清算会员签署《清算协议》在于完成自身交易的清算，并不涉及到其他会员之间的交易。第三，共同行为会员之间通常具有团体性，是有固定的组织的，但是本案项下清算会员之间并不构成组织体，仅具备“会员”的名称，而没有会员的组织，各方联系相对松散。《清算协议》及相应规则中也未规定类似会员大会的机构存在，所以本案中同向性的条件并不成就。另，针对共同法律行为的效力整体性的特征，即共同行为人之间行为的效力应该及于目的载体。根据独立第三方意见，本案项下的《清算协议》及相应违约处置规则应是清算会员的共同行为，故《清算协议》及相应违约处置规则的效力及于目的载体上清所。根据以上逻辑，《清算协议》和规则的效力是基

于所有清算会员的共同行为产生的，然后其效力才及于上清所。显然与现在实际情况下《清算协议》和规章制度的起草和设立流程是反向的。故在效力整体性层面上亦不符合共同法律行为的法律特征。目前共同法律行为在学理上主要涉及合伙协议、公司章程以及业主公约，我方认为不能随意地扩张共同法律行为对应的适用范围。在本案项下，机构 A 和上清所之间有意思表示明确且权利义务清楚的协议，不能因为推论其存在背后的意思表示而否定各主体之间明确表达的双方法律关系。

第二，对于共同法律关系是否能否定格式条款适用的问题。我们认为，独立第三方的意见在这一点上比较薄弱。其观点来源于最高院《民法典理解与适用》中关于合伙合同的内容。合伙协议是典型的共同法律行为，《民法典理解与适用》中相关内容明确合伙合同应排除类似于不安抗辩权、先履行抗辩权等专属于双务合同项下的特征。独立第三方便表示“同理，在本案项下，共同法律行为也应否定格式条款的适用”，该逻辑中缺少了一环，即如何认定格式合同的适用仅限于双方法律关系项下。目前我国并没有任何的规定称格式条款规则的适用仅限于双务合同项下，最高院某案例中甚至支持了单务合同项下格式条款的成立。故独立第三方推论存在逻辑链条的缺失导致其结论不成立。论述完毕。

**首席审理员肖凯：**被申请人针对独立第三方的法律意见，还有没有立场需要陈述？

**被申请人：**好的。针对独立第三方的意见，我方简单补

充几点。第一，我方非常赞同独立第三方对于共同法律行为定性的观点。共同法律行为在形成的时候可能在公约层面没有明确的规定，类似于公司、合伙企业在组建的时候形成的规定。但是，上清所包括国际上各大清算机构并非由参与清算的会员自发形成，而是通过监管机构的要求或者承认，成为中央对手方，从而被赋予共同法律行为载体的身份。在本案当中，上清算就是由中国人民银行针对金融衍生品市场交易清算交收以及建立中央对手方机制的需求而建立的，由此形成了作为整个清算系统中央对手方的载体身份。同时上清所承载业务全部是由整个交易市场中清算会员全部的交易以及其所需的清算构成，非常符合共同法律行为的定义和特征。因此其为共同法律行为，但又不同于典型性的共同法律行为，比如合伙协议，甚至比如说两三百年前在欧洲自发形成的证券交易所，这是现代金融市场的特点。上清所形成的中央对手方清算机制就是通过监管机构认可甚至是发起设立而形成一个共同法律行为载体，由此形成了所有参与会员进行的共同法律行为。在此基础上，作为共同法律行为的载体，所制定规则的有效性其实关涉两个层面的事项。一是在共同法律行为规则的三个层面中，反映所有参与主体共同意志的文件，无论其是章程的表现形式还是《清算协议》的表现形式，其给予清算机构多少授权？在本案中，实际上每个清算会员都会签署《清算协议》，而且基于相同的约定给予清算机构非常明确的可以根据相应规定制定业务细则的授权。当然，规则有效性的问题也涉及监管层面的问题，也就是监

管机构到底监管到哪个层面。关于这个问题，我方已在第一个子争议焦点中讨论过，此处不再赘述。需要探讨的是在公约或者章程层面，《清算协议》到底给予上清所多少授权？我方认为授权是清晰的，而且该授权也并不违背共同法律行为中表现出的所有清算会员的意志。另外，因为涉案交易发生在金融衍生品市场，故所有参与方均要求至少具备一定程度的金融知识储备，或者对于金融衍生品交易以及对应的中央对手方清算模式具备基础的了解。因此在签署清算协议的时候，无论上清所是否做出了特别表述和特别说明，都应当确定金融机构清楚签约后果，而基于其中对清算所这个目标载体制定相关规则的授权，也应当认定本案不存在子争点二和子争点三项下的法律问题。完毕。

**首席审理员肖凯：**针对第一个争议焦点项下的三个子焦点，各方均已发表了意见。关于第一个争议焦点的审理，双方还有没有补充的意见需要陈述？

**申请人：**申请人有补充意见。针对多方法律行为的问题，论证逻辑为两方面，一是本案构成多方法律行为，二是多方法律行为可以排除相关格式条款的适用。申请人就两个方面各补充一个点。第一，关于是否构成多方法律行为，申请人注意到，独立第三方的意见和被申请人意见是不同的。独立第三方认为各会员共同的意志形成了相应的涉案文件，赋予了涉案文件效力。而被申请人的逻辑是上清所是基于中国人民银行的相关批复，并基于维护整体金融市场秩序的目的而设立的。这两点相互矛盾，也体现出多方法律行为观点不能

成立。此外，针对独立第三方提及的银联案例，其与本案最大的区别是，银联不会参与到相关交易当中，而被申请人恰恰参与了相关交易。第二，关于法律适用的问题，我方认为多方法律行为不会排除格式条款的适用，特别提醒审理庭注意，《民法典》第 468 条，即涉及合同编法律适用的问题，规定为非因合同产生的债权债务关系适用有关债权债务法律的规定，没有规定的，适用本编的规定。因此多方法律行为虽位于《民法典》总则篇，而格式条款位于相关分则篇，但多方法律行为在位阶上并不能直接排除格式条款的适用。谢谢。

**首席审理员肖凯：**申请人针对整个第一个争议焦点还有没有补充的意见？

**申请人：**没有。

**首席审理员肖凯：**被申请人针对第一个争议焦点还有没有补充的意见发表？

**被申请人：**没有。

**首席审理员肖凯：**针对第一个争议焦点的审理结束。现在开始第二个争议焦点的审理，即上清所的违约处置行为是否合理。请审理员童蕾宣读审前会议确认的相关无争议事实。

**审理员童蕾：**受审理庭委托，现就争点二项下的无争议事实概述如下。

一、人民币外汇交易中央对手方违约处置整体流程

根据《业务规则》第七章、《违约处置指引》第二章、第九章以及《专家组工作章程》的规定，以平仓拍卖方式对 C

类普通会员进行的违约处置可分为下列八步：

1. 永久性违约判定。上清所判定清算会员构成永久性违约，并将判定结果通知该会员。

2. 组成违约处置专家组。组长由上清所风险管理委员会主席或其授权人担任，成员包括上清所从违约处置合作会员机构中筛选出的违约处置专家组成员若干家、以及上清所风险管理委员会委员。

3. 选定对冲交易受托方。上清所从对冲交易合作会员机构中选定若干家，委托其代上清所从事相关对冲交易。

4. 违约处置专家组根据违约头寸信息拟定头寸分割和风险对冲方案，表决通过后交上清所审核。

5. 上清所审核通过头寸分割和风险对冲方案后，向对冲交易受托方传达交易策略。

6. 对冲交易受托方以自身名义，根据上清所提供的交易策略要求完成对冲交易。上清所委托中国外汇交易中心以应急录入方式，将受托完成的交易转移至上清所名下。

7. 上清所面向所有未违约清算会员，对违约处置形成的头寸组合进行拍卖。拍卖成功后，中国外汇交易中心以应急交易方式录入竞拍成功的交易。

8. 违约处置完成后，上清所与违约会员进行损失结算。违约会员的清算会员资格终止。

## 二、本案违约处置情况

2022 年 9 月 21 日，机构 A 被认定构成永久性违约时，共持有五份合约，包括：3 笔本金分别为 1 亿美元、4 亿美

元、2.8 亿美元的远期交易，远期方向均为卖美元，起息日依次为 2022 年 10 月 28 日、2022 年 11 月 18 日、2023 年 8 月 24 日；1 笔本金为 1.5 亿美元的远期交易，远端方向买美元，起息日 2023 年 6 月 22 日；以及 1 笔名义本金额为 4.5 亿美元的掉期交易（远端方向卖美元，起息日 2022 年 12 月 23 日）。截止 2022 年 9 月 20 日终，机构 A 的美元净头寸为 -10.8 亿美元，盯市价值为人民币 262,749,550.75 元，风险敞口为 17,230,300 美元，剩余自有保证金约人民币 1.16 亿元。

2022 年 9 月 21 日，上清所确定 5 家机构作为违约处置专家组成员，2 家机构作为对冲交易受托方，相关机构各委派相应人员到场。上清所另任命风险管理委员会主席 x、委员 y 参加违约处置，x 担任违约处置专家组组长。

9 月 21 日 10 时 30 分，违约处置专家组市场成员代表及对冲交易员到达指定地点，上清所采取了多项保密措施防止信息泄露。11 时，上清所向违约处置专家组披露待处置交易的相关信息，要求达到的对冲目标为：风险敞口压缩比例至少达到 90%，价差损失不超过机构 A 的剩余保证金资源。

当日 13 时，专家组全票通过头寸分割及风险对冲方案。建议执行 2 笔即期交易和 5 笔掉期交易，询价次数均为 1 对 3。其中，2 笔即期的名义本金分别为 5 亿美元、5.8 亿美元，方向为买入。5 笔掉期的名义本金分别为 1 亿美元、4 亿美元、2.6 亿美元，1.5 亿美元、4.5 亿美元，远端交易方向与机构 A 原合约相反，远端起息日对比见示证屏。

当日 14 时，上清所审核通过方案，并向对冲交易员传达。对冲交易员 f 负责执行 2 笔即期交易，其中，5.8 亿美元的询价获得 1 个回价 6.4606，f 于 14 时 02 分 49 秒选择该价格成交。5 亿美元的询价获得两个回价，f 于 14 时 04 分 40 秒选择其中的较优报价 6.4626 成交。二笔即期交易达成时，CFETS2017 外汇交易系统的总报卖量均为 1.2 亿美元，其中金额为 500 万美元的美元最优报卖价与前述两笔即期成交的偏离值分别为 60pips 和 66pips。

对冲交易员 g 负责执行五笔掉期交易，其于 14 时 15 分至 27 分期间进行了五笔交易的 1 对 3 询价，并分别于 14 时 15 分 50 秒、14 时 17 分 50 秒、14 时 21 分 30 秒、14 时 25 分 30 秒、14 时 27 分 55 秒选择报价中最优者达成交易。

至 2022 年 9 月 21 日日终，违约处置头寸组合（含机构 A 的原有头寸及对冲交易新增头寸）的风险敞口为 892,259.49 美元，较对冲前下降 94.8%。

当日 20 时，上清所在其官网发布待拍卖头寸信息，头寸组合包括机构 A 原有 5 笔头寸及新增 5 笔对冲掉期交易的远端部分。2022 年 9 月 23 日 12 时拍卖截止，共收到 35 个有效报价，上清所选择最高报价 1.75 亿元成交，并将拍卖结果进行了公示。当日 20 时 30 分，上清所通知机构 A 违约处置结果。

本次违约处置共计产生损失人民币 101,631,116.91 元，已从机构 A 缴纳的初始保证金中扣除。损失共由三部分构成：损失 1. 违约处置前两日（即 2022 年 9 月 19 日、9 月 20 日）

的盯市亏损：机构 A 原有头寸于该两日分别产生盯市亏损 300 万元、400 万元，共计人民币 700 万元。损失 2. 风险对冲阶段（即 9 月 21 日）产生的亏损：当日，机构 A 原有头寸及新增对冲交易分别发生盯市亏损 51,104,394.52 元、34,274,614.10 元，共计人民币 85,379,008.62 元。损失 3. 拍卖阶段（即 9 月 22 日、9 月 23 日）发生的损失。其中 9 月 22 日机构 A 原有头寸及新增对冲交易共发生盯市亏损人民币 300 万元。9 月 23 日，拍卖头寸的成交价低于该头寸的日终盯市价值 6,563,404.90 元，产生亏损，冲抵当日待拍卖头寸的盯市收益 311,296.61 元后，实际亏损金额为 6,252,108.29 元。

概述完毕。

**首席审理员肖凯：**双方对审理员概括的上述无争议事实是否有异议？

**申请人：**申请人没有异议。

**被申请人：**被申请人没有异议。

**首席审理员肖凯：**申请人，请陈述对上清所的违约处置措施存在哪些你认为的不合理之处？具体理由是什么？

**申请人：**申请人认为上清所进行的违约处置主要有四方面的不合理之处，我们结合示证屏进行一一陈述。本案所涉的原始交易涉及到 1 笔掉期交易和 4 笔远期交易，名义本金共 10.8 亿。上清所实施的对冲交易分为两个阶段，首先是进行了 2 笔的即期交易进行对冲，名义本金分别是 5.8 亿以及 5 亿，随后做了 5 笔的掉期交易，5 笔掉期交易有相应的远

端到期日。我们认为违约处置中，第一个不合理之处就是即期交易的名义本金的分割，也就是一笔是 5.8 亿，一笔是 5 亿，我们认为名义本金的分割过高，导致没有取得市场最优的价格。具体理由包括：第一点是两笔即期交易的成交价格较当时市场最优的成交价，偏离值分别是 60pips 和 66pips，根据交易专家给出的意见，一般市场上的正常偏离值是 5-20pips，60pips 和 66pips 明显偏离了 5-20pips 的数值。程红星专家第三方意见中也提到，期货市场中在价格偏离市场幅度较大的时候，可以考虑征求机构的意见，列举的市场偏离较大情况是 50pips，显然 50pips 就属于偏离市场较大。本案项下 60 和 66 pips 也是偏离值较高的点。因此说明 5 亿和 5.8 亿的名义本金的分割是不合理的。第二点从询价的次数可以看到，5.8 亿名义本金的即期交易最终询价了三家，获得了一家的报价，而 5 亿的名义本金的交易也询了三家，最终也只获得了两家的报价，从报价回复量比较少可以看出本案中的名义本金分割，对应的市场流动性和交易对手可选择性是比较少的。本案中名义本金的分割，变相地减少了市场上的交易对手。刘燕老师的第三方意见中也提到，如果当交易只有一个或者两个回价时可以考虑对冲方案可能偏离值不理想，可以再次进行询价。第三点被申请人的答辩意见当中也提到，10.8 亿的名义本金非常高，如果把它拆分成比较小的份额进行交易时，可能会引起市场的关注度，并且导致价格可能偏低。我们认为，10.8 亿整个金额比较高并且对市场会产生冲击力的说法可能是不成立的。根据货币网上公

布的 2022 年 9 月份外汇人民币即期月报折算, 9 月份日均美元人民币的交易量是 374 亿美元, 成交笔数达到 8000 笔, 显然 10.8 亿放到 300 多亿美元的交易量当中, 是不足以产生相应的影响, 而几笔交易相对于 8000 笔的交易, 我们认为交易笔数上也不会引起更大的关注度。汇丰等多家的第三方意见中提到了名义本金越小, 可能市场的流动性就越好, 对应的报价就越高。本案中上清所进行询价时, 是以交易员所在机构的名义去进行询价。我们产生一个疑问, 本案项下的交易其实是两家交易员去进行询价, 所以它分成了 5.8 亿和 5 亿。如果提前已经知道了市场上报价相对较低能获得更好的流动性的话, 可以选择多个交易员。违约处置规则中对交易员没有人数限制。如果选择多家交易员分拆名义本金, 以更小的价格进行询价可能会获得更好的市场流动性。我们认为在发现 10.8 亿出现违约时, 在违约方案制定的时候就应该予以考虑。所以这是第一个不合理之处, 即期交易头寸的分割不合理, 导致最终的报价不理想。

第二个问题和第三个问题, 我们同时讲。掉期交易和原始交易的到期日不匹配。原始交易的远期到期日, 分别是 10 月 28 号、11 月 18 号、12 月 23 号、6 月 22 号和 8 月 24 号, 也有相应的金额。对冲交易时在完成了即期交易以后, 又做了 5 笔掉期交易, 远端到期日和原始交易的远期到期日, 都有时间上的出入。除了第三笔交易到期日正好在 2022 年 12 月 23 号, 以及金额 4.5 亿能够完全匹配上以外, 其他的交易时间上都有偏离度, 甚至第五笔的交易的原始交易的到期

日和掉期交易对冲交易的到期日相差了一个月，并且名义本金也相差 2000 万。到期日的不匹配，势必会产生相应的损失。我们认为通过前面的对冲交易，在当天完成了即期交易以后汇率已经锁定，这时风险相对可控，交易员应该是有足够的时间对掉期交易的到期日进行相应的匹配，而不应出现到期日以及到期金额如此大的差距。我们也发现原始交易的远期交易时间并不是标准的，是 broken。但是本案对冲交易的 5 笔选择的都是标准的产品，我们认为可以选择非标准化的产品去匹配，以减少因到期日和到期名义本金的差距产生的不必要的损失。这里是一个很大的问题。此外，还有一个不合理之处是询价次数的不合理，交易方分别询价询了 3 家，参考相应规则，目前只有 NAFMII 规则中提到了对终止净额结算的交易时建议询四家做市商，我们认为可以参考既有的规则询四家。即便不参考相关的规则，我们觉得从商业合理性的角度来说，当两笔询价只获得 1 个和 2 个分别报价时，应该意识到可能报价是不合理的，这时应该调整策略进行多轮的询价。这是对于询价次数不合理的意见。

最后一个不合理之处是从方案做出到实施的间隔时间比较长。专家组是在 9 月 21 号下午 1 时作出了相应的专家处置方案，但是到 2 时才通过了审核，并且到 2:02 和 2:04 分别进行了两笔即期交易，我们认为方案作出到方案实施当中间隔的时间过长，可能导致方案作出时的市场最优价到实际实施的时候，已经不是市场的最优价，错过了最好的实施时间段。后面被申请人也告知在一个小时当中，其实是有上

清所内部的审核机制。我们认为审核机制在一定程度上有不合理性，因为是经过上清所的风险管理委员会进行审批，但是七位专家组的成员当中，风险管理委员会的主席和委员已经是专家组的成员，在制定策略的时候，对于上清所可能关注到的风险已经意识到。又考虑到被申请人反复强调的高效性，我们认为没有必要再进行后续的审核程序，审核程序花费太多的时间，导致错过了最佳的市场时间。这是第四个对冲交易当中不合理的方面。以上是简单的陈述。

**首席审理员肖凯：**除该四项外，还有无其他异议？

**申请人：**没有其他补充。

**首席审理员肖凯：**根据申请人就违约处置专家组对冲交易策略的制定及实施所提出的前述异议，本院将争点二细分为下列四个子焦点：

1. 违约处置专家组对两笔即期交易的头寸分割是否合理。

2. 违约处置专家组决定对所有对冲交易执行 1 对 3 询价是否合理。

3. 违约处置专家组拟定的对冲策略与机构 A 原持仓头寸是否合理匹配，是否充分降低了风险敞口，会否导致机构 A 损失的扩大。

4. 对冲交易方案从作出到实施的间隔时间是否过长，是否造成了机构 A 的损失。

双方对本院归纳的子焦点是否有异议？

**申请人：**申请人没有异议。

**被申请人：**被申请人没有异议。

**首席审理员肖凯：**请被申请人围绕上述四项子焦点依次发表你方意见。

**被申请人：**关于第一个问题，头寸分割是否合理。结合以下几个因素来看，市场当天的交易规模，平盘完成的时间，成交的价格以及信息保密的需求。从刚才申请人代理人所说的数据来看，首先头寸的 10.8 亿，市场日交易量大概为 274 亿美元，头寸占当天的交易量的比例大概为 4% 这样的规模。申请人是在质疑拆成两笔是不是合理。因为单笔金额都比较大，我们从笔数的增加、金额的减少来看，有两个方面的因素会对平台造成影响。第一，如果拆到小笔的金额，市场的信息的扩散可能是比较大，因为两笔头寸在市场上去询价相对是保持在比较小的范围，如果拆成比较小的金额去做对冲交易一定会询问多家机构，同时平盘时间可能会受到影响。假设我们两笔变成了十笔，那么询价的次数变多，平盘的时间也会有很大的不确定性。同时因为在市场上进行了多次的询价，会造成市场对机构违约的恐慌和市场波动。所以从专家组的策略来说，如果拆成小笔金额在市场上持续地买入，一定会对平盘完成的时间和最终成交的价格带来更大的不确定性，从信息的扩散来说，会对市场造成一定的影响。也就是说，假设我们拆成了小的价格进行平盘，可能在最初的两个价格上获得了比较优的价格的结果，但市场产生了一定的波动以后，会给未来的拆成小笔的未成交的金额价格和能否成交都会带来一定的风险。所以，从头寸分割的合理性来

说，专家们认为分成两笔的头寸更为合理。所以头寸的分割没有绝对化的标准，到底是两笔、三笔，是考虑当时的市场情况。270 亿是一天的交易量，我们要在在短短的时间内处理，平盘的时间控制对头寸的分割有至关重要的影响。所以本案头寸的分割分成两笔，专家组的策略是合理的。

第二个问题是 1 对 3 的询价。为什么不 1 对 4 或者 1 对 5，首先也是考虑信息扩散对市场的波动影响。同时从国际组织的惯例来看，引用两家机构 CPMI 跟 IOSCO 在《中央对手方违约处置拍卖报告——需考虑的问题》里强调，在对违约参与方投资组合进行对冲交易时，中央对手方可向多个来源进行询价。但是，如果市场发现中央对手方正在寻求交易多种对冲工具，市场或产生猜测该产品类别违约事件已经发生。正如前述所说，信息扩散会导致市场价格波动的风险增加。所以报告考虑的问题中，建议中央对手方在决定最合适的执行方法时，应平衡信息泄露的风险和获得竞争性价格的目的。换言之，获得最优价格的同时要考虑风险的平衡。不能排除 1 对 4、1 对 5 可能获得短期的价格优势，但是由于信息的扩散，市场价格的波动后可能会造成更不利于违约处置的对冲交易方案的实施。

第三个问题是对头寸是否匹配。外汇衍生品是非标化的合约，非标化的合约和标准化合约最大的不同，是很难找到完全匹配的产品合约，可能 5 亿的美元金额匹配，但是远期的期限也不匹配等等，受各种因素影响。所以在市场上要找完全匹配的对冲合约是比较困难的。这又涉及到平盘的时间

和短期内市场的波动，如果我们找到完全匹配的市场合约，因为市场流动性将可能导致价格的不利。所以 CCP12《中央对手方违约处置最佳实践》中也对中央对手方的匹配的原则做了阐述或者建议，指出中央对手方在对冲的程度和细节上需要有灵活性，也就是，不能拘泥于一种方式。比如说申请人刚才说的 NAFMII 主协议，它是对撮合交易，而且是对终止净额结算的一种建议，也不是必须，有其历史的来源。从目前机构的观点来看，也没有必须要 1 对 4 询价。反过来再说，是不是 1 对 4 就一定合理，是不是还有 1 对 5？所以询价的方式，一定是根据市场当时的情况，由专家们做出判断。《中央对手方违约处置最佳实践》中指出，如果拍卖组合是有方向性的，而且规模较大，市场流动性相对较低，以至于中央对手方无法在交易所立即有效地清算交易，则可以考虑采用合成对冲来降低投资组合的市场风险状况。因此我们只能是在市场情况下尽量找到最合适的匹配。本案几笔交易里，实际只有一笔有 2000 万的美元的匹配，通过其他方式平盘。所以这点上我们觉得合理性还是显而易见的。

第四个问题是间隔的合理。专家组的组成和专家组对违约处置方案的确定，都是严格按照违约处置细则的规定程序。刚才申请人代理人说，七位专家组成员中有两位人员（是上清所的风险管理委员会的成员），为什么还要到上清所的风险管理委员会做最终的决策。这就是规则赋予上清所、专家组的职责的不同，两位成员参与并不是代表了上清所的意志，只代表了专家参与到专家组的策略的制定，最后策略交易方

案的确定。但按照规则规定，要通过中央对手方上清所最后判断决定是否能执行。之后，我方专家证人会作证，上清所拿到了专家组的对冲策略方案后，内部还要对头寸分割、对冲交易方案等通过系统进行测算，同时上清所的风险委员会讨论确定最终判断方案是否可行。所以一个小时对于上清所最终的决策是必要的时间，不是申请人所说的存在不合理的延误。我们认为这完全符合违约处置细则规定的程序，也是对最终违约处置方案的负责，也是对未来可执行的判断。

由于外汇衍生品的整个过程的技术性非常强，为了充分解释我方上清所违约处置的过程及其合理性，我方申请了上清所风险管理委员会的委员，也是本次违约处置专家组的成员之一鲁琦女士出庭作证。请审理庭批准。

**首席审理员肖凯：**考虑到涉及场外衍生品处置过程的专业性问题，审理庭同意被申请人提出的证人出庭申请。请传唤被申请方的证人鲁琦女士。

**[被申请人证人出庭]**

**首席审理员肖凯：**请向审理庭陈述您的姓名、单位和所任职的职务。

**证人：**我的名字是鲁琦，是上海清算所风险管理委员会委员，也是本案中违约处置专家组的成员。

**首席审理员肖凯：**证人，审理庭应被申请人方请求，传唤您出庭作证，现告知相关权利义务：1. 证人应如实、完整陈述所知事实，不得作伪证。2. 证人应客观陈述亲身感知的事实，不得使用猜测、推断或者评论性语言。3. 申请人及被

申请人经审理庭许可后，可以就待证事实向证人进行询问。如证人认为相应询问与待证事实无关，可向审理庭申请拒绝回答该等询问。4. 如证人的陈述可能涉及国家秘密、商业秘密或个人隐私，应提前告知审理庭，由审理庭决定改用其他非公开方式发表证言。证人是否清楚？

**证人：**清楚。

**首席审理员肖凯：**首先请证人陈述作证的主要内容。

**证人：**我主要对本次违约处置中专家组形成的方案以及考虑的相关细节，以及盯市计算、损失计算等方面问题进行阐述。

**审理员童蕾：**请证人陈述你所知道的违约处置的过程，包括刚才双方提出的对处置方面的异议，以及当时专家组采用该种对冲策略的理由。

**证人：**当时我们的违约处置的头寸主要是包括一些远期交割的现金流，总共的美元净头寸为净卖美元 10.8 亿。这个头寸规模在市场上如果立即平仓是比较大的，所以专家组在考虑市场的流动性以及市场冲击等各方面因素后，决定把 10.8 亿美元的远期头寸通过即期交易来对冲汇率风险。在即期市场中，我们充分考虑了市场流动性情况、市场承受力后，决定拆成 5.8 亿和 5 亿美元两笔头寸。因为在市场历史上有过 5 亿的头寸成交规模，所以认为市场上是有承受力的。另外，当时策略中询价次数拟定了 1 对 3，是考虑到不宜询价过多，因为市场本身承受力有限，过多的询价对整个市场会造成非常多的干扰，导致整个市场的价格飞速上升，导致成

交价格亏损会非常大。所以我们采取了 1 对 3 的策略，通过即期市场把远期的净头寸的汇率风险降下来。完成汇率风险对冲后，还剩余一些利率风险，利率风险是来自于期限错配，因为做完即期交易以后，近端交割是在两个工作日以后需要买美元，远端的现金流是卖美元，所以存在最长近一年的期限错配的风险，需要通过掉期交易来把错配的风险降下来。本案中在进行掉期交易时，首先考虑的是通过市场流动性较好的期限完成风险对冲，其他几笔交易因为到期日都非常接近于市场流动性比较好的关键期限，在此情况下，名义本金就不需要再调整。在进行最后一笔交易的时候，因为到期日是 11 个月，考虑到整体市场的流动性时，我们建议用一年期的去平 11 个月。如果通过 11 个月平 11 个月则金额可以完全匹配，本案中用一年期去平 11 个月，同样名义本金的掉期交易期限越长利率风险越大，所以在进行 12 个月的掉期交易时，相应的名义本金要略低于 11 个月的掉期交易。所以主要就是基于此考虑完成了对冲方案。

**首席审理员肖凯：**被申请人，是否需要向证人发问。

**被申请人：**没有。

**首席审理员肖凯：**申请人，是否需要向证人发问。

**申请人：**好的，我方有几个问题。第一个问题是为什么交易的决策安排是在五点钟之前完成？

**证人：**市场在不断变化，我们需要留给对冲交易员一定的自由裁量权。在专家组形成方案后，一方面要留给上海清算所一定的决策时间，另外一方面是要留给对冲交易员去自

行裁量什么时候进行平仓。

**申请人：**规则上是否有限制要求当天完成交易？还是可以分拆开完成交易？

**证人：**本案中，我们专家组认为当天可以完成交易。定在五点以前，是因为五点以后，特别是六点以后，外汇市场就进入夜盘，流动性会迅速下降，所以我们建议在白天的工作时间内完成对冲交易。

**申请人：**第二个问题，原始交易是 1 笔掉期交易加 4 笔远期交易，为什么不直接进行 5 笔远期对冲交易，而要选择用 2 笔即期交易和 5 笔掉期交易进行对冲？

**证人：**因为目前外汇市场中即期市场和掉期市场是流动性最好的，远期市场的流动性相对差很多，所以如果直接用远期去平盘，价格损失会更大。因此选择流动性较好的市场去平盘。

**申请人：**前面的四笔原始交易都是非标合同，然后五笔掉期交易上清所是使用了标准合同来做对冲，由此可能造成了第五笔交易对应的起息日也就是到期日的时间差异大，请问是如何考虑？为什么不采取非标的处理方法？在完成两笔即期交易已经控制了一定的汇率风险以后，专家组是有相对合理的时间去处理五笔掉期交易的。

**证人：**其他几笔交易我们都是采用标准期限处理的，前几笔交易因为原始头寸的到期日正好接近于市场上现有的标准期限的到期日，所以期限基本上匹配，但也没有完全匹配，但几天的差异不影响交易名义本金的确定。最后一笔因

为 11 个月的流动性相对比较差，所以基于与不选择远期交易对冲一样的理由，选择最接近的标准期限进行平仓。掉期产品主要是利率风险，掉期的市场价格是通过利率平价的方式确定的，所以我们把掉期看作利率产品。比如一笔债券久期越长，利率风险越大。掉期产品也是，期限越长，利率风险越大。所以比如同样的一笔 1 亿美元的交易，11 个月的掉期交易面临的利率风险和 12 个月的掉期交易面临的利率风险就是 11:12 的关系。所以为了把利率风险完全对冲下来，如果用 12 个月的掉期去平，需要平  $2.8 \text{ 亿} \times 11 \div 12$  的金额。做完这一步是将利率风险对冲，还剩下 11 个月有 2.8 亿的交割和 12 个月有 2.6 亿的交割，只剩下少量的 11×12 的期限差风险。相较于一开始整个 11 个月的利率风险敞口，是实现了大幅的风险对冲。

**申请人：**之前相关补足保证金通知的金额大概在 500 到 700 万元左右，但最后可能产生的损失金额是有千万元的损失，想问一下这样差额是合理的吗？

**证人：**这个差额是由市场波动决定的，因为本案中运营性违约阶段，市场的波动比较小，所以当时是产生了 500 万到 700 万的盯市亏损。参见当天市场行情的表，当天的市场发生了比较大的波动，开盘的时候是 6.3890，前一天收盘是 6.38，当天收盘是 6.43，有 500 个点的差距，同时日内差距更大，最高达到了 6.47，处置的成交是没有在最高点位，成交是在 6.45 左右，因为当天市场发生了比较大的波动，所以引起整个风险对冲过程比较大的损失。

**申请人：**也有专家在分析意见中提到分拆成两笔的问题，实际市场上是由很多金额相对较低、次数较多的交易构成的。为什么只做两笔的简单分拆？是不是可以请多个交易员进行多笔的交易？

**证人：**针对这个问题，一是要不要做更小额的交易，首先，如果做单向小额交易，整个市场就不知道后续的买单有多少，市场会有源源不断地出挂单、出买单，整个市场可能会有一致性的预期，价格就会往上走。二是要不要请更多的受托交易员来做交易。一方面，违约处置有保密的要求，包括专家组和对冲交易受托员，都需要跟上交所签保密协议，虽然签了保密协议，但是在实操中如果在违约处置中要求太多的市场机构来上交所，整个市场必然会猜测上所有违约处置的事情发生，然后从第一笔交易出现时可能市场已经知道方向是什么，整个市场的波动会大幅增加，所以不适宜邀请过多的专家组和对冲交易员参与违约处置。另外，整个外汇市场的市场参与主体也是比较有限的，就可能二三十家机构的交易量已经占到了市场百分之七八十的整体的交易量。如果请很多机构做违约处置，相应地减少了这些机构作为对手方的可能性，整个市场的流动性就大大地缩减。另外，违约处置中市场机构愿不愿意派人到清算所来。因为当市场可能发生大幅波动时，机构也正需要交易员来管理汇率风险，如果把这些交易员都邀请到清算所，可能对机构自身管理风险造成较大的影响，所以实操中也不会去邀请过多的机构。

**申请人：**交易组给出的策略是在当天五点钟之前完成交

易，但是交易员是在两点钟以后在四分钟之内就进行了交易。其实完全还有三个小时的时间可以观摩市场，等待选择更优的价格交易，为什么急迫地在四分钟之内就完成了交易？

**证人：**首先，我们不应根据事后的复盘结果判断交易达成时间点选择的合理性，是否等等就能获得更好的价格。我们交易员收到了交易策略以后，认为当时的市场有承受力完成这 10.8 亿的头寸，同时如果继续等待的话，市场价格是否会继续往上走还是往下走，是有较大的不确定性的。所以交易员是选择了立即平盘。

**申请人：**好的，谢谢，没有问题了。

**首席审判员肖凯：**本案中的违约处置的具体过程，确实是非常专业的问题。审理庭的成员是否还有其他的问题？

**审判员童蕾：**审理庭向证人询问几个问题。首先就交易策略发问，请证人陈述一下，场外衍生品和场内衍生品交易在违约处置方面存在哪些的不同？

**证人：**不同点有很多。首先，市场参与者不同，场内衍生品主要是中小个人投资者，具有散户化的特点，场外衍生品主要是强监管、强合规的金融机构，金融机构在履约能力方面是放在首位的。因为履约能力反映了信用情况，所以一般如果金融机构在容忍期之内仍旧没有完成履约的话，一般来说其信用情况是发生了恶化的可能性的。另外，场内衍生品是标准化的合约，场外衍生品是非标准化的合约，在进行风险对冲时，难度是不一样的。场内衍生品因为合约到期日比较固定，如果要平合约，直接把合约完全匹配的金额和期

限在市场上挂单即可，所以交易所可自行操作。但是场外衍生品头寸是非标准化的，违约处置也比较复杂，所以一般需要借助外部的资深交易员的力量来进行违约处置。最后一点，在风险对冲结束以后，场内衍生品合约经过损益结算以后就到期了，合约就不存在了。但是场外衍生品风险对冲的头寸和原始的违约头寸会处于长期的存续状态，延续到合约到期。上海清算所同时作为中央对手方又不能持有头寸，不能面临长期的风险敞口，所以我们在风险对冲以后还需要进行头寸拍卖，把完成风险对冲后敞口比较小的交易转给未违约的清算会员，由他们来进行存续期的管理。

**审理员童蕾：** 审理庭注意到，上清所判定会员是否构成永久性违约时会给予 1 天的补正期，证人是否可以解释补正期设定为 1 天的理由和逻辑？

**证人：** 违约处置规则中对于容忍支付违约到永久性违约认定，从境外国际同业来看，并没有明确的期限规定，上清所在制定规则时，市场机构希望我们能给稳定的预期。关于期限的具体确定，我们觉得如果发生短期流动性不足，部分机构头寸调拨当天是来不及的，所以就给了 1 天的容忍度。如果超过了 1 天，也就是连续两天支付违约的情况，一般对于金融机构来说是比较严重的事件。如果确有特殊情况，规则也给了特殊情况的宽限期。在指引的修订中，对于 1 天的期限问题，有的机构是希望时间更短一点，因为觉得清算所处置的效率更高，更能保护清算所，也有的机构从自己如果万一头寸无法调拨的内部的情况反馈是 3 天。所以我们综合

了整体市场的意见，确定为 1 天。

**审理员童蕾：**在本案违约处置的合理性的判断上，我们收集了一些第三方意见。一些第三方的意见提到上清所的违约处置过程中是不是可以像场内交易一样采取让机构自行平仓或者部分平仓、补足保证金而维持会员资格，而不是直接认定成永久性违约，取消会员资格。还有一些意见认为如果违约处置的处置价格偏离最优的市场价格比较大的情况下，还要征求违约会员的意见。对这些问题，证人是怎么考虑的？场外衍生品的违约处置中是否可以采纳这些建议？

**证人：**第一个问题，是否可以自行平仓、部分平仓，我们业务中允许机构在运营性违约阶段自行平仓，因为我们那时会发追保通知，这时可以通过追保的方式来弥补保证金缺口，也可以把头寸的风险主动降下来，保证金要求自然就下降。在运营性违约到永久性违约期间，我们是给了会员单位权利，清算所是不会主动介入。因为场外的平仓不是挂单就可以完成，清算所也需要借助外部的力量来进行平仓，所以由会员自行平仓。在永久性违约期间，我们目前不会给会员机构部分平仓的权利，因为金融机构如果在支付违约而且在容忍度之内没有履约，一般我们认为信用出现了恶化的可能，不适合再继续参与市场。如果部分平仓，后续的义务极有可能仍旧无法履约，会造成更大的缺口。另一方面，金融机构的违约也有特殊性。上海清算所的会员都是金融机构，金融机构如果对上海清算所违约，会触发金融机构的双边清算的衍生品的交叉违约，同时也会触发金融机构自己发

行的债券的加速到期，所以金融市场违约会发生一系列的连锁反应。所以一旦认定为永久性违约，我们会立即对他的所有头寸进行平仓。

**审理员童蕾：**在人民币外汇业务的违约处置中，对冲交易是必须采取的步骤吗？

**证人：**对冲交易不是一个必须采取的步骤，如果头寸本身的风险是非常中性、比较小的，可以直接拍卖。本案中，因为 10.8 亿是非常大的量，如果不经过风险对冲直接在市场上拍卖，市场上能够把头寸接下来的机构是非常有限的。最后即使有机构愿意接，也需要给非常高的风险溢价。万一最后市场上没有人竞拍，则要重新考虑进行风险对冲，此时因为已经公示了信息，整个市场的环境已经变化，会向不利的方向去迅速地调整。所以综合考虑这些因素，本案中肯定是要进行风险对冲的。

**审理员童蕾：**如果不需要风险对冲，还需要违约处置专家组的参与吗？

**证人：**如果是不需要风险对冲的话，不需要违约处置专家组，我们直接在违约处置专区进行拍卖就可以。

**审理员汪滔：**当时采取 5 亿和 5.8 亿两个即期交易时，交易员是通过自己机构去交易的吗？

**证人：**是的。

**审理员汪滔：**市场怎么判断出是在发生违约处置交易？因为交易员直接就是 5 亿和 5.8 亿分两单，市场也很难猜出来是在处置交易。

**证人：**所以我们觉得做两单大单是很难猜出来后续是否有更多的交易。

**审理员汪滔：**是一个交易员做两单还是两个交易员做两单？

**证人：**我们在本案例中是一个交易员做了两单。

**审理员汪滔：**美元即期交易有询价和撮合两种交易方式。对本案的对冲交易，询价交易和撮合交易是否适用？请介绍一下它的特点。

**证人：**撮合交易主要适用于一些成交量比较小的小单，审理庭请调取一下带量成交价的市场深度的证据图，可以看到在撮合平台上面最大的 6.4540、6.4546 指的是当前市场的最优买卖报价，下面有一个带量 5m 指的是 500 万美元，对应的是现在的最优报价。金额逐渐增加，价格也逐渐变差，1.2 亿美元的时候成交价和最优价已经偏离了 20 个点。撮合平台上可见的市场成交总量只有 1.2 亿，所以比较适合这些小单。询价市场是要一对一询价的，当我们想要隐匿交易目的时，包括处置一些大单时，就通过询价市场，因为询价市场的信息传递不会像撮合平台有巨大的情绪的传染影响。如果在撮合平台做 1.2 亿的单，整个市场就看到这么大的买单出来，下一秒最优买卖报价完全就变了。

**审理员汪滔：**另外一个问题就是，专家组形成的处置方案要求是交易达成期限是五点前，但是本单两笔交易在拿到指令以后四分钟之内就执行完毕，五笔掉期交易也很快完成。在整个处置流程中，因为每天的流动性不一样，不同时点也

不一样，而且每天基本规律是差不多的。在整个的处置流程中，从开会到作出方案到交易员下单，有没有考虑每天的流动性的规律，怎么样能够更有效地处理？

**证人：**这个我们肯定会考虑的，外汇市场的流动性最差的时间点肯定会避开。比如 6 点以后夜盘的时间点要避开，中午休息时间 12 点到 1 点也是外汇流动性比较差的时期。除了这两个时间点以外，相对来说早上开盘半小时即 9 点半到 10 点，还有傍晚收盘 4 点半左右的半小时，也是市场容易波动、流动性相对较差的时间点，这些都是尽量避开。我们当时成交是两点钟左右，属于一般来说市场流动性正常的时间。从带量交易图也可以看到当天市场的流动性是比较正常的，市场深度有 1.2 亿美元，对应的市场最优价的偏离是 20 个点，是一个正常的环境。所以交易员就决定立即平盘。

**审理员汪滔：**后来三点、四点、五点的流动性情况怎么样？

**证人：**流动性情况也是属于正常范围。

**审理员童蕾：**对冲交易员在选择 1 对 3 询价时，会考虑哪些标准来选择合适的做市商？

**证人：**首先为了规避利益冲突，不能询自己机构的交易员。然后在此基础上会要结合交易量选择，像本案交易量比较大的话，选择的范围会比较要窄一些，可能要选择市场上规模比较大且平时做市能力比较强的机构。最后也要考虑这家机构历史上有没有做过这么大量的交易。如果违约处置案例中平仓量本身比较小的话，可选择范围就会大很多。

**审理员童蕾：**本案违约处置所导致的损失，大部分是由市场的波动引起的盯市价值损失。证人能否向我们解释一下相关头寸的盯市价值计算方式？

**证人：**需要借助我们之前提交的证据，麻烦审理庭展示两天的市场价格和盯市价值明细两张图。先看市场价格图，这两张图代表的分别是 9 月 20 日的市场价格和 9 月 21 日的市场价格。市场价格变化就会引起盯市价格变化，在外汇业务里，盯市价格怎么计算的？以一笔远期为例，远期是收美元付人民币或者是收人民币付美元，其实是一个远期现金流，汇率变化就会引起远期现金流的净现值发生变化。通过把当天最新的市场成交价减去当时合约成交时候的价格，然后折算成人民币以后再贴现到今天得到这笔合约的净现值，这是总体的计算逻辑。再切到盯市价值明细图，可以看到 21 号我们计算的时候，所有的原始交易和对冲交易当天都是有盯市价值的，但是 20 号对冲交易时没有盯市价值，因为对冲交易在 20 号的时候还没有存在，21 号才完成了对冲交易。盯市价值的计算，以本案对冲交易发生亏损比较大的一笔即期交易作为讲解示例。它的远端成交价格是 6.4606，21 号即期汇率基准是 6.4300，所以  $6.4300 - 6.4606$  乘以名义本金就是远期的交割现金流的盈亏值。我们要算净现值，就把远期现金流的盈亏值贴现到今天，贴现率可能是一个非常接近 1 的数字，就是 0.99 几几，就可以得到这一笔对冲交易的盯市价值。原始交易也是一样。我对原始交易的一笔远期交易做一个解释，这是远期交易的远端交割金额，这笔远期交易正好

是 3 个月的，三个月的远期价格是多少，通过即期汇率加上掉期点来得到远期汇率。即期价格是 6.4300，加上三个月的掉期点是 440 点除以 1 万，6.4300 加上 0.0440，6.4740 是远期汇率值。6.4740 减去当时的成交价格 6.7450 乘以名义本金 4.5 个亿，得到远期的盈亏值，然后再乘上三个月的贴现利率，就得到了 9 月 21 号的日终盯市价值。这笔原始交易前一天也用同样的方法算出来盯市价值。我们可以看到对冲交易的掉期交易盈亏变化非常小，因为从市场数据也可以观察到掉期点的变动是比较小的，对冲交易掉期价格只反映掉期的市场变化，汇率市场变化对它是没有影响的，所以掉期基本上没有引起亏损，所以也不在本次争议交易中。我们算出来原始交易当天的盯市价值和前一天的盯市价值，然后对冲交易今天有盯市价值，昨天没有盯市价值，两者汇总，然后相减，汇总的 1.7 个亿减去 2.6 个亿，就是我们当天风险对冲阶段出现的盯市亏损。

**首席审理员肖凯：**简单来说，盯市价值有一个计算的公式，而计算公式是市场所普遍认同的。

**证人：**对。

**审理员童蕾：**新增的对冲交易盯市价值如何计算？

**证人：**新增的对冲交易因为没有前一天的盯市价值，所以它对比的是当天成交时候的成交价格与日终的盯市价格之间的差异，然后再乘上当天的贴息率。

**审理员童蕾：**当违约处置专家组就本案的违约处置达成了交易策略后，上清所根据专家组工作章程的相关规定，对

达成的交易策略进行再次审核。上清所再次审核的目的何在？为实现这个目的，本案中对冲策略审核时上清所做了哪些必须的事情？

**证人：**首先，上海清算所是违约处置的最终决策机构，专家组只是给出咨询意见，最终权利包括盈亏都是由清算所来承担，责任义务决定了必须由我们来最终做决策。在整个的一个小时的环节中，我们是做了两件事情。一是通过系统试算得到对冲交易可能达成的对冲效果，因为专家组在形成策略方案时讨论采用手拟稿，所以一方面是需要把它誊写转换成电子版录到系统，再通过录入最新的市场价格，然后测算如果交易达成风险敞口可能降到什么程度，基于最新的市场价格来得到预估结果。然后通过内部的引擎得到计算结果后，需要提交上海清算所风险管理委员会，风险管理委员会需要履行中央对手方的权利义务，并承担风险控制的责任，所以必须要对方案进行审核。在审核方案的时候需要考虑方案可能对市场的影响，方案决策中的主要考虑因素，以及市场可能的冲击等等。

**审理员童蕾：**针对每个交易的不同情况，相应的审核是否会有差别？

**证人：**有，这个案例中试算用了 20 分钟，汇报加审核加询问整个决策过程用了 40 分钟。复杂程度不同，整个审核过程也会不同，有可能比较简单的审核用了 15 分钟、10 分钟，如果案例比较复杂有可能需要用一个小时以上，每个个案是不一样的。

**审理员童蕾：**目前在上清所的规则设置或监管职责的框架下，如果会员对违约处置的结果有异议，除了提起诉讼之外，在监管框架下有申诉复议的渠道吗？是否有其他向上清所或者监管机构提出异议的渠道？

**证人：**目前应该没有。

**审理员符望：**场外衍生品 CCP 的处置机制，跟原有的比如说国际市场的 ISDA 合约或者国内市场 NAFMII 合约下的双边违约处置机制又不一样。审理庭想问的是，对比其他规则，比如 1992 版本 ISDA 提及的市场询价的方法，或者 2002 版本 ISDA 提及的替代交易法，往往是要求考虑市场报价，缺乏报价时可以用第三方提供的金融市场数据比如 Bloomberg、FENICS（针对期权）提供数据，或者用内部的数据来根据模型算出价格。为什么现在的 CCP 规则不能沿用以往的双边规则？这两个规则有什么区别？

**证人：**您说的其实是计算公允估值的过程，跟风险对冲是比较大的区别。在我们业务开展中系统做公允估值时，也是通过经纪公司数据、第三方数据，综合各平台得到公允估值，ISDA 的净额终止也需要遵循这样的原则。在违约处置中，我们也有这样的环节，如果市场化的违约处置失败的情况下，最后可以使用净额终止的处置手段，我们在净额终止的时候遵循这样的原则进行合约终止。

**审理员符望：**但是这样的话，因为未来的价格是不确定的，只是模拟出来的损失，那么上清所作为 CCP 自己承担将来的风险吗？

**证人：**净额终止的话，倒也不是未来的价格不确定。像远期合约报的就是目前市场公认的远期合约价格，也就是市场上形成的公允价格，如果净额终止的话，这个合约就当天结算不再存续。

**审理员符望：**另外一端非违约方跟上交所签的合约，也一并结束掉是吗？

**证人：**对，如果是在净额终止环节，整个所有合约都终止。

**审理员符望：**上清所有规则规定先一定要经过违约处置，才能走净额终止程序吗？

**证人：**对，我们肯定是优先选择市场化的方式来平仓，因为第二种方式对市场影响太大了。

**首席审理员肖凯：**鉴于各方均已发问完毕，证人现在可以退庭。

[被申请人证人退庭]

**首席审理员肖凯：**申请人，对证人所发表的证言，有什么意见要陈述？

**申请人：**对于发表的内容，我们没有其他补充意见，只是对证人的身份提出一点质疑，她是被申请人的员工，存在利益冲突。

**首席审理员肖凯：**被申请人，对证人所发表的证言，有什么意见要陈述？

**被申请人：**没有新的意见。

**首席审理员肖凯：**针对第二个焦点，双方还有没有补充

的意见需要发表？

申请人：没有。

被申请人：没有。

首席审理员肖凯：本案的第二个争议焦点的审理到此结束。双方就本案有无其他补充意见？

申请人：没有补充的意见。

被申请人：没有补充的意见。

首席审理员肖凯：本庭对于本案两个争议焦点均已审理完毕。请双方就本案发表总结陈述意见。

申请人：好的，谢谢审理庭。我们结合今天所有的审理情况，对本案做最终总结。我们注意到相关专家的报告、被申请人的意见对申请人提起本案诉讼提出一定质疑，主要是基于上清所的特殊身份和设立目的。我们认为讨论本案有一些重要的前提需要澄清，我们完全承认上清所作为金融基础设施以及合格的重要对手方，有稳定金融市场、维护交易市场安全的特殊的地位。同时我们也认可上清所在此基础上有制定规则、执行相关规定的权力，甚至于我们认为这个权力不仅仅是在于民事法律权利，可能带有一定的监管权力。我们也认可在双方交易过程中，双方应当诚信地遵守所达成的合约。但在上述三个前提的基础上，我们认为本案需要讨论的是，如果涉及到会员单位的利益受到损害，以及上清所的行为已经超越了职权范围的情况下，怎么样进行认定和判断？上清所的权力的来源和边界是在什么地方？行为的合理性是用什么方法、什么司法标准来进行审查？以及司法应该在

多大程度上去介入，对上交所自行制定的违约处置规则以及执行违约规则进行审查。

综合上述这些问题，我们想提三点意见。第一点意见，我们认为上交所的根本的权力来源来自于监管的授权和相关的监管规定。也就是说，如果上交所突破了法律规定授权的范围，来进行制定规则和处置，那么就不能代表公共利益，反而可能会影响金融安全 and 市场秩序，那么他的行为就有可能违法甚至无效。至于本案中讨论到的监管深度的问题，这里也做一个回应。监管深度在目前的规则中已有设定，也就是在制定重要的制度和进行重大制度的修改的情况下，是要进行上报审批的。换句话说，上所在制定规则方面的权力是非常有限的。这是我们说的第一点。第二点作为合格的中央对手方，上清所享有一定的自主决策的权利来保护市场的稳定，可以依照规则来进行违约处置。这一点我们并不否认，但是我们特别要强调的是本案当中上清所除了是规则的制定者以外，还是个执行者，它跟机构 A 是直接的交易相对方，也就是说上清所在交易当中既是运动员也是裁判员。这时候我们认为不应该排除相关公平原则的适用，甚至更加应该纳入包括公平原则、诚信原则等一系列的民事法律原则和相关法律规定来进行审查。对此，刘燕教授第三方意见也提到了商业上的合理性审查的要求，以及方达律师事务所第三方意见也提到了应当满足诚信原则，不应任意、武断、不合理地进行违约处置。换一个角度来讲，会员单位也都是金融机构，妥善地保护金融机构本身不受到声誉和经济的损失，

也是另一种金融安全和公共利益，所以两者不可以偏废。不能简单地以金融秩序或公共利益为由来让上清所完全地享有不受审查的权力。最后一点，也是基于上清所的特殊地位，我们认为以公共利益为由排除对上清所的审查是不合适的。参照行政诉讼的相关规定，行政机关需要自证其行为的合法性和合理性，对于上清所这样 CCP 主体身份，也要有别于民事主体，应该负有更高的注意义务和举证责任，更加需要谨慎地行使权力，而不应该创设特殊的法律适用的规范来对其进行豁免。综上，本案中的审查应基于前述的理由进行，维护机构 A 的合法权益不受侵害，谢谢。

**被申请人：**根据刚才的庭审以及双方发表的辩论焦点，被申请人还是坚持以下几个观点。第一，上清所有制定规则的权力，权力来源是人民银行的相关监督管理规则。在行使制定规则的权力过程中，一部分的权力就是制定业务规则以及重大的制度的修改是要经过人民银行审批，而另一部分的权力是来自于授权，制定相应的操作细则。所以本案所列举的所有《业务规则》以及违约处置细则，都符合现行的法律法规规章的规定，上清所制定的相关规则不应被认定为无效，更不能认定为机构 A 等所有的清算（会员）机构不受拘束。第二，针对刚才申请人的代理人说到，上清所作为运动员和裁判员的双重身份，确实在中央对手方的机制是有这样的因素，但是正因为有这样的因素，所以上清所在制定的操作细则中已经很好地考虑到了两种身份、不同角色，在执行中央对手方的清算交收以及违约处置的两个范畴里都制定了不

同的规则。由此也有专家组和很多第三方的机构的参与，保证上清所作为清算合约替代的一方当事人的身份能够更好地处理违约处置的所有程序性的工作。所以上清所是遵循了——无论是民事平等法律主体，还是共同法律主体——多种的因素制定了相应规则，也在实施过程中很好地遵循了细则和规定。第三点意见就是刚才申请人代理人提到了一个比较新的观点，要类比于行政法，这一点不是我们前面所辩论的内容，但是我也回应一下。本案上清所是公司制的机构，承担金融基础设施的地位，所以没有任何行政法意义上的主体内涵，所以也不存在要自证，或要按照行政法的有关规范来约束或者审视上清所的规范制定和执行违约处置的过程。所以综上，我们恳请审理庭充分采信我们的各种意见，不支持关于申请人要求被申请人承担违约处置损失的请求。谢谢。

**首席审理员肖凯：**双方都发表了总结陈述意见，庭审到此告一段落，审理庭将在庭后进行评议后对本案出具测试案例司法意见书，并进行公开宣告。公开宣告的日期另行通知。另外，在金融法院试行金融市场测试案例机制之后，我院受理首个测试案例，得到了场外衍生品业界、法律实务界、金融法学界以及金融监管部门众多同仁的关注和大力支持，为本案提供了许多宝贵意见，在此我代表审理庭对各位表示诚挚的感谢。

**首席审理员肖凯：**现在闭庭。

**[首席审理员肖凯击法槌]**

**审理庭助理：**全体起立，请审理庭退庭。

**[庭审结束]**