

上海金融法院 金融市场案例测试机制

第三方意见书

上海金融法院：

贵院正在审理的申请人机构 A 与被申请人银行间市场清算所股份有限公司（下称“上海清算所”）关于中央对手清算业务违约处置的测试案例（案号：（2022）沪 74 测试 1 号），本人阅看了相关材料，依据《上海金融法院关于金融市场案例测试机制的规定》（试行）第十五条之规定，特此提出第三方意见，供贵院在审理过程中予以参考，并授权贵院在互联网平台公布本意见。

1. 关于《清算业务规则》《违约处置指引》《清算业务指南》等规则对申请人的适用

《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务规则》（清算所发〔2020〕33 号，简称《清算业务规则》）、《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》（清算所发〔2022〕109 号，简称《违约处置指引》）、《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，2022 年 7 月更新，简称《清算业务指南》）、《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》（简称《专家工作组章程》）等规则对申请人具有约束力。理由如下。

1.1 首先需要说明的是，作为本争点之基础的《清算业务规则》严格来说并未完成有效的批准生效程序。

1.1.1 根据《银行间市场清算所股份有限公司业务监督管理规则》（银发〔2011〕73号）第四条的规定，上海清算所业务规则的制定和重大修改应当报中国人民银行批准，¹而《清算业务规则》仅获得了中国人民银行金融市场司的批复（银市场〔2020〕1号）。中国人民银行金融市场司作为中国人民银行的内部司局，不属于行政法上享有行政职权、能以自己的名义行使行政职权并独立承担由此产生的对外法律责任的组织，其“批复”不等同于中国人民银行的批准，故《清算业务规则》并不满足生效的法定条件。

1.1.2 然而，考虑到《清算业务规则》自发布以来一直在市场实践中运行，得到了广泛市场主体的实际遵守或认可，因此，《清算业务规则》在客观上成为了中国场外衍生品集中清算业务的市场惯例，并基于清算会员与被申请人之间签订的《中央对手方清算协议》而对相关市场主体具有现实约束力。

1.1.3 给定《清算业务规则》对申请人具有现实约束力这一前提，下面具体分析被申请人依据《清算业务规则》制订的其他业务规则，特别是本案争议的《清算业务指南》《违约处置指引》《专家工作组章程》的效力以及对申请人的适用性。

1.2 被申请人以《清算业务规则》为依据制定的《清算业务指南》《违约

¹ 《银行间市场清算所股份有限公司业务监督管理规则》第四条 下列事项，上海清算所应当报中国人民银行批准：

- （一）章程的制定和修改；
- （二）并购、合并、重组、分立、解散等重大事项；
- （三）内部控制制度、风险管理制度、业务规则以及应急预案的制定和重大修改；
- （四）开展新业务或变更现有业务模式；
- （五）与境内外其他市场中介机构的重大业务合作；
- （六）中国人民银行要求的其他事项。

处置指引》《专家工作组章程》等属于被申请人在自身职责范围内制订的规范性文件，不需要报中国人民银行批准。

- 1.2.1 根据《银行间市场清算所股份有限公司业务监督管理规则》第六条：“上海清算所应当采取下列措施保证业务的正常开展：……（四）根据中国人民银行的管理要求，制定相关业务规则和操作细则，并切实执行”。²《清算业务指南》《违约处置指引》《专家工作组章程》等均属于被申请人依据上条第（四）款制订的相关业务规则和操作细则，其目的是落实并执行《清算业务规则》相对原则性的要求。
- 1.2.2 对于《银行间市场清算所股份有限公司业务监督管理规则》（银发〔2011〕73号）第四条与第六条中两处“业务规则”的关系，可作如下理解：两个条文中的“业务规则”一词分别指向不同位阶的规范性文件。根据我国金融市场的实践，前者是指被申请人的基本业务规则，涉及对业务模式之涵义、基本原则、基本操作流程、参与方的基本权利与义务、违约处置等制度要素的界定，对应于本案中的《清算业务规则》；而后者是对前者的具体落实而形成的实施细则，对应于本案中的《清算业务指南》《违约处置指引》《专家工作组章程》等。
- 1.2.3 在我国现行法下，法律、行政法规、部门规章、地方性法规等属于法律渊源的范畴，相应地这些概念也具有明确的法律位阶。但“规则”“制度”“程序”“办法”等概念则不然，它们不具有法律上明确

² 《银行间市场清算所股份有限公司业务监督管理规则》第六条 上海清算所应当采取下列措施保证业务的正常开展：

- （一）具有专用的业务系统、网络和必备的硬件设施；
- （二）建立系统故障应急处理机制和灾难备份机制，具有完备的数据安全保护和数据备份措施，确保有关数据和系统的安全；
- （三）建立健全内部控制机制和风险管理制，具备完善的风险管理系统，定期进行业务风险分析评价；
- （四）根据中国人民银行的管理要求，制定相关业务规则和操作细则，并切实执行；
- （五）加强关键业务岗位管理，关键岗位应建立复核制度和轮岗制度。

的位阶。以这些概念命名的文件在特定应用场合下具有“规范”意义或规范性文件的效果，但其法律位阶通常应基于特定应用场景中的一般惯例来理解。

1.2.4 实践中，我国金融市场集中清算组织多以“基本业务准则+实施细则”的方式形成一整套清算规范体系。其中，基本业务准则依据法律法规的规定，由相关监管部门批准，或者，在交易所内设清算机构的情形下，由交易所最高权力机构批准。相反，清算业务的具体实施细则则由清算组织或交易所（内设清算机构时）自己制定。

1.2.5 例如，《证券法》第一百四十九条规定：“证券登记结算机构应当依法制定章程和业务规则，并经国务院证券监督管理机构批准。证券登记结算业务参与人应当遵守证券登记结算机构制定的业务规则。”据此，中国证券登记结算公司制定并经证监会批准发布了《中国证券登记结算公司结算规则》，同时在该规则下自行制定了《中国证券登记结算有限责任公司结算备付金管理办法》《中国证券登记结算有限责任公司上海分公司结算账户管理及资金结算业务指南》《中国结算北京分公司证券资金结算业务指南》《中国结算深圳分公司证券资金结算业务指南》《中国证券登记结算有限责任公司待处分证券处置业务实施细则》等一系列规范性文件。

1.2.6 就期货市场而言，2022年8月1日开始实施的《期货和衍生品法》第九十五条规定：“期货结算机构应当按照国务院期货监督管理机构的规定，在其业务规则中规定结算参与人制度、风险控制制度、信息安全管理制度、违规违约处理制度、应急处理及临时处置措施等事项。期货结算机构制定和修改章程、业务规则，应当经国务院期货监督管理机构批准。参与期货结算，应当遵守期货结算机构制定

的业务规则。”不过，由于此前适用的《期货管理条例》《期货交易所管理办法》等法规或部门规章并未要求业务规则报监管部门批准，因此，实践中期货交易所的规则（含清算规则）体系多由交易所会员大会（或股东大会）、或理事会批准。

1.2.7 例如，郑州商品交易所现行规则体系由一级类的《章程》和《期货交易规则》（各一）、二级类的业务规则（实施细则和管理办法（21个））以及三级类的通知、公告及工作指引（数十个）等构成。《结算细则》作为二级类的业务规则由郑州商品交易所制订、理事会批准。³

1.2.8 本案被申请人作为为场外衍生品交易提供集中清算服务的机构，其业务规范体系属于我国金融市场清算组织之义务规范体系之一部分，应采同样的理解。换言之，《银行间市场清算所股份有限公司业务监督管理规则》第四条要求经中国人民银行批准的业务规则，系指作为被申请人基本业务规则的《清算业务规则》；而第六条中“相关业务规则”一词与“操作细则”连用，指向被申请人在自身职权职责范围内制定的《清算业务指南》《违约处置指引》《专家组工作章程》等规范性文件，它们构成《清算业务规则》的实施细则或操作规则，不属于第四条中需要报批的业务规则。

1.3 **《违约处置指引》《清算业务指南》《专家工作组章程》等不构成对《清算业务规则》的重大修改或新设。**

³ 其中，《中国郑州商品交易所期货交易规则》作为我国第一部真正意义上的期货交易规则，是1993年3月1日河南省人民政府豫政文（1993）98号文同意试行的。参见《我国首套期货规则系统是怎样“炼”成的——三十年回溯与述评》，载《中国期货博物馆》zqhbwg 微信公众号，<https://mp.weixin.qq.com/s/tKHQnmmlhEVMSmL9KbrL0Q>，最后访问日期：2022年12月6日。

1.3.1 中国人民银行金融市场司在银市场〔2020〕1号批复文件中同意被申请人发布《清算业务规则》的同时规定：“制定制度或进行重大制度修改，开展新业务或变更现有业务模式等，应当报中国人民银行同意后实施”。申请人据此主张《违约处置指引》《清算业务指南》以及《专家组工作章程》构成对《清算业务规则》下制度的重大修改甚至是创制，未经中国人民银行批准而无效。重大修改主要包括三方面：一是限缩了申请人构成运营性违约后的补正期限，使被申请人享有更早认定清算会员永久性违约的权利；二是规定违约处置中的平仓拍卖流程必须由专家组参与决策，且设置了专家组的决策目标及免责条款；三是规定专家组职能、决策流程及专家组组成方式等内容，创设全新的违约处置专家组制度。⁴

1.3.2 如前述 1.1 所指出，中国人民银行金融市场司对于《清算业务规则》的批复并不符合“中国人民银行批准”的法定程序，且批复中要求的“中国人民银行同意”也不等同于“中国人民银行批准”。但是，该批复中体现的“制订制度或进行重大制度修改”需经相关监管部门认可的要求与《银行间市场清算所股份有限公司业务监督管理规则》（银发〔2011〕73号）第四条（上海清算所业务规则的制定和重大修改应当报中国人民银行批准）是一致的。下面对申请人主张的相关业务规则是否构成对《清算业务规则》的重大变更或创制进行分析。

关于运营性违约后的补正期限的问题，我们理解，《违约处置指引》《清算业务指南》并未缩短、而是明确清算会员构成运营性违约后

⁴ 《申请人反答辩意见书》1.11.1, 1.11.2 及 1.11.3。

的补正期限。

1.3.3 《清算业务规则》第四十八条（违约分类）规定，“若清算会员出现除第四十七条第（一）款中所列情形以外的违约事件，发生运营性违约但违约清算会员未在违约处置关键时点（各业务均设有违约处置的关键时点）前履行承诺，则上海清算所可将该违约事件认定为永久性违约”。该条虽未明确规定构成运营性违约后的补正期限为多长时间，但已经提出了“违约处置关键时点前”的概念或补正期限的观念，这就需要后续通过细化规则来具体规定关键时点或补正期限。因此，《违约处置指引》《清算业务指南》规定补正期限为“运营性违约的次一工作日”并不构成对《清算业务规则》的实质修改或新设，而是对上述第四十八条规定的落实与细化，否则《清算业务规则》关于“违约清算会员未在关键时点前履行承诺构成永久性违约”的要求也无法操作。

1.3.4 具言之，《违约处置指引》第五条⁵及《清算业务指南》第 3.3.2.3 条⁶规定：运营性违约的次一工作日未及时消除运营性违约情形，或再

⁵ 《违约处置指引》（此处指 2022 年 9 月 1 日第二版，与 2020 年 2 月 26 日第一版一致）第五条：违约认定流程清算会员在规时点前保证金、清算基金、结算资产包括但不限于资、券和实物资产或违约金未足额到账的，为运营性违约。清算会员未能及时消除该运营性违约情形的需提供书面承诺（见附件 1 承诺该运营性违约的次一工作日能在违约处置关键时点之前完成相关履约义务，否则，上海清算所有对该清算会员进行永久性违约认定。各业务违约处置关键时点为《银行间市场集中清算业务指南》规定的违约资金种类对应的正常结算时点。清算会员在该运营性违约的次一工作日未及时消除运营性违约情形或再次发生运营性违约的上海清算所将对该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附件），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。清算会员发生除运营性违约以外的符合永久性违约认定标准的其他情形的，上海清算所对该清算会员进行永久性违约认定。永久性违约认定不限于出现符合永久性违约认定标准情形的特定业务，上海清算所有权认定清算会员在多个集中清算业务中同时违约。清算会员被认定为永久性违约的，上海清算所将向清算会员发送永久性违约通知。

⁶ 《清算业务指南》（此处系指 2022 年 7 月 25 日第八版的更新版，与清算协议签署时的第七版，在该条表述基本一致）3.3.2.3 永久性违约若清算会员在运营性违约的次一工作日未及时补足违约资金、保证金及违约金的或再次发生运营性违约，上海清算所有权判定会员永久性违约。清算会员发生除运营性违约以外的符合 3.3.1 中所列情形的，上海清算所应在合理期限内对清算会员是否永久性违约作出判定。当清算会员被认定为永久性违约时，上述运营性违约处置中所涉及措施外，上海清算所还

次发生运营性违约的，清算会员再无补正机会，被申请人可直接对该清算会员进行永久性违约认定。上述两条规定明确了两种情形下被申请人可作出永久性违约判断并启动违约处置程序：一是运营性违约持续了一个工作日；二是再次发生运营性违约。其中第一种情形实际上隐含了给违约机构提供了一个工作日的补正机会。第二种情形属于重复违约，表明清算会员对履行清算义务的严肃性缺乏必要的重视，故清算机构不再提供补正机会。

1.3.5 一个工作日的补正期时长是否适当，需要基于金融市场中集中清算风险控制的经验而判断。我们注意到，被申请人在具体制定有关违约处置关键时点或补正期限的条款时，已经考虑到了市场各方的诉求并给予了回应。⁷此外，《违约处置指引》第五条为违约清算会员提供了特殊情况下暂缓执行永久性违约的处置措施的**额外宽限期**。⁸综合上述因素，难以证明《违约处置指引》《清算业务指南》中有关补正期限的规定对申请人的权利造成了不当限缩。如果市场普遍认为目前一个工作日的补正期限时长不合理，可以通过未来修订《清算业务指南》及《违约处置指引》等进行调整。

违约处置专家组的设置以及决策目标未违反或突破《清算业务规则》，而是在外汇清算领域落实《清算业务规则》关于违约处置专家组的原则性要求。

可采取以下一项或多项措施：（一）……（十）及时向市场披露违约清算会员的违约及处置情况。

⁷ 例如，根据被申请人补充答辩意见书的附件一，在2016年被申请人对《人民币利率互换集中清算业务违约处置指引》征求意见的过程中，有机构建议将补正期限改为几个小时而非一整天，还有机构建议改为三个工作日，被申请人均未予采纳，认为几个小时太短，一天较为合适；若补正期限太长，则保证金缺口过大，不利于控制违约损失。

⁸ 《违约处置指引》第五条规定，“（特殊情况下清算会员可以提出宽限申请附件），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”，为违约会员提供了申请宽限的途径。

1.3.6 正如 CCP12 和 EACH 联合发布的《违约处置拍卖最佳实践——第二类问题：CCP 治理和违约管理小组》所指出的，为场外非标准化且风险较大的金融工具提供 CCP 服务的清算组织通常会建立违约管理小组（default management group）或违约管理委员会（default management committee，以下统称 DMG），以便就拍卖、清算和/或对冲违约方的头寸向 CCP 提供建议和协助。DMG 通常抽调有经验和专长的交易员组成。这主要是因为，相对于为场内交易提供清算服务的 CCP，为场外工具服务的 CCP 在控制风险方面处于较不利的地位。比如，场内交易通常有中央限价订单簿（central limit order book）提供市场透明度，且 CCP 可以很方便地在场内交易流程中将相关头寸进行对冲和清算，或者评估拍卖机制的效果。但为场外金融工具提供集中清算的 CCP 则缺乏上述便利。⁹

1.3.7 此外，违约管理小组作为 CCP 治理架构的重要组成部分，反映或传递清算会员及其他市场参与方的声音，也构成对 CCP 治理层或管理层的自由裁量权的一种合理制衡。由于 CCP 用于处置违约风险的财务资源中全部或大部分来源于清算会员提供的资金（包括保证金、清算基金、风险准备基金），换言之，CCP 有权向其成员强制分配损失，因此 CCP 通常引发特殊的公司治理问题，体现在违约处置过程中清算所与清算会员之间以及违约清算会员与非违约清算会员之间的利益冲突。在违约处置阶段引入专家组参与处置方案的设计与实施，也有助于克服上述潜在的冲突。专家组成员的决策具有内在的约束——合理的处置方案不仅保护清算所的风险资源，维持清算的

⁹ See CCP 12 and EACH, “CCP Default Auctions Best Practices—Category 2 Issues: CCP Governance and Default Management Groups,” September 2022, p. 6, https://ccp12.org/wp-content/uploads/2022/12/CCP_Default_Auction_Category_2_CCP-Governance-DMGs_CCP-Paper_Final_a.pdf, last visited on 6 December 2022.

有序进行，保障金融市场交易秩序的稳定，同时也有助于保护清算会员自身的财产和利益。

1.3.8 《清算业务规则》第五十条（永久性违约处理）第三项规定，被申请人可以根据各集中清算业务具体情况，“召集违约处置专家组，协助上海清算所进行违约处置”。因此，违约处置专家组制度并非《违约处置指引》《专家组工作章程》所新设，而是对《清算业务规则》确立的违约处置专家组制度在职能、决策流程、组成方式等方面进行细化，使其具备可操作性。

1.3.9 具体来说，《违约处置指引》第二十一条（违约处置专家组）照搬了《清算业务规则》的条款，规定“上海清算所根据各集中清算业务具体需要成立违约处置专家组”。在后续章节中，《违约处置指引》第八章（人民币外汇交易中央对手清算业务违约处置操作指引）第二节（强行平仓处置）规定了违约处置专家组的参与。¹⁰这说明，被申请人认为外汇类清算业务的违约处置有必要引入专家组，其对此类违约处置作出专家组参与的要求系对《清算业务规则》第五十条的落实而非违反或突破。

《违约处置指引》第二十二条删除违约处置专家组应当“以获取最佳市场价格为目标”，增加“不保证成交价格的即时最优”条款，并非对被申请人责任的免除，也非对申请人主要权利的限制和排除。

1.3.10 违约处置流程中的对冲程序是一种临时风险管理工具，目的是将违

¹⁰ 除了外汇类清算业务，《违约处置指引》还对利率互换集中清算业务（第九章）、债券净额清算业务（第十章）规定了违约处置专家组的参与，而对于标准债券远期集中清算业务和大宗商品衍生品清算业务未作此要求。

约清算会员的头寸给 CCP 以及未来拍卖参与方的风险降到最低。这是因为，相较于场内期货交易的强制平仓，场外非标准化衍生工具头寸的转移、拍卖或终止需要更多的时间，而相关头寸在此期间可能因市场波动甚至急剧恶化而产生更大风险或损失。通过对冲锁定甚至减小风险敞口不仅为 CCP 的违约处置赢得了时间，而且也增加了违约头寸未来拍卖成功的可能性。¹¹

1.3.11 “以减少对冲损失为目标”内含“获取最佳市场价格”的因素。2022年版《违约处置指引》虽然删除了“以获取最佳市场价格为目标”，但保留了“以减少对冲损失为目标”。从理论上说，在违约处置过程中借鉴专家组的力量就是为了利用相关市场人士的丰富经验优化对冲方案，以最大限度地减少对冲阶段的损失。因此，《违约处置指引》要求对冲方案设计与实施“以减少对冲损失为目标”，本身就含有期待专家组在对冲交易中尽可能寻求最佳市场价格的意味。若专家组在提供对冲方案时不充分考虑市场价格因素，导致对冲风险或损失不合理地增加，就违反了“以减少对冲损失为目的”的要求。在此情形下，相关专家组成员违背了《违约处置指引》施加的职责，需要承担相应的责任。

1.3.12 另一方面，对冲策略作为临时风险管理工具的定位，意味着 CCP 必须在特定时间窗口完成对冲交易。换言之，在市场中达成预想的对冲交易受到时间与价格的双重约束。当市场波动较大甚至快速恶化时，“及时达成对冲交易”与“以最优价格达成对冲交易”之间可能

¹¹ 参见《金融市场基础设施原则》(Principles for Financial Market Infrastructures)，§3.13.4。See also CPMI-IOSCO, “Central Counterparty Default Management Auctions—Issues for Consideration,” June 2020, §4.1, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD657.pdf>; CCP12, EACH, FIA and ISDA, “CCP Default Auctions Best Practices—Category 1 Issues: Terminology and Operational Aspects,” 2021, §3.1, <https://www.isda.org/a/1uDgE/CCP-Default-Auction-Best-Practices-Paper-Category-1.pdf>, last visited on 6 December 2022.

存在冲突。此时，及时将违约头寸风险锁定在可接受的范围内通常是 CCP 的首选项。¹²这也就意味着，CCP 一般寻求的是合理的价格而非最优价格，尽可能地限制对市场的扰动（disruption）。¹³若将“获取最佳市场价格”作为目标，其刚性要求可能会限制专家组以及 CCP 在对冲阶段所必需具备的灵活性。¹⁴从这个角度看，删除“以获取最佳市场价格为目标”与增加“不保证成交价格的即时最优”其实是一体两面，二者都是为了使 CCP 及专家组在违约处置、特别是对冲阶段保持必要的灵活性。这一修改本身并不构成对违约处置专家组或 CCP 的免责，同时也没有加重申请人的责任或限制申请人的权利，而是使相关规则更为清晰合理，便于操作执行。

1.3.13 我们注意到，申请人对删除“以获取最佳市场价格为目标”的质疑，也是其基于《民法典》第四百九十七条¹⁵（即格式条款无效事由）主张相关业务规则无效的一项事由。尽管清算员的特殊地位与职能可能使本案的场景与《民法典》的适用逻辑之间存在隔阂，但这并不意味着，申请人与被申请人之间的关系无法用朴素的法正义或公平

¹² See CPMI-IOSCO, supra note 11. “In order to effectively minimise the potential losses and return to a matched book, a CCP aims to transfer the risk of the defaulting participant's entire portfolio in a timely manner”.

¹³ CPMI-IOSCO, supra note 11. “In an auction, a CCP generally seeks to liquidate the portfolio at a reasonable estimate of its market value (which may include a risk premium) while at the same time seeking to limit disruptions to the market to the extent possible.”

¹⁴ CCP 在对冲阶段需要有灵活性是行业共识。“maintaining flexibility in the framework is important, as it assists the CCP in tailoring the hedging strategy to the defaulted participant's portfolio or current market conditions as required”, see CPMI-IOSCO, supra note 11; “CCPs require flexibility on the extent and details of hedging, so that they can utilize their judgment as to the best providers of hedges while minimizing information leakage”, see CCP12 el., supra note 11. 清算会员的立场略有差异，更强调在承认 CCP 具有灵活性的同时，鼓励清算参与人通过参与违约处置专家组来表达自身意愿。例见“*We recognise that CCP bears ultimate responsibility, and therefore must overall be in charge of the default management process...CCPs require flexibility within their rules on how to manage defaults to achieve the best outcome*”, see FIA and ISDA, “Governance of CCP Default Management Processes and the Role of Default Management Groups,” p. 2, <https://www.isda.org/a/TNcgE/FIA-ISDA-Paper-DMG-for-PSG-220906.pdf>, last visited on 6 December 2022.

¹⁵ 《民法典》第四百九十七条规定：“有下列情形之一的，该格式条款无效：（一）具有本法第一编第六章第三节和本法第五百零六条规定的无效情形；（二）提供格式条款一方不合理地免除或者减轻其责任、加重对方责任、限制对方主要权利；（三）提供格式条款一方排除对方主要权利。”

观去评价与衡量。不过，基于上面的分析，我们认为被申请人《违约处置指引》中有关违约管理专家组的行动目标的规则系及时锁定风险敞口、保障 CCP 操作灵活性所必需，且与国际最佳实践基本一致，因此不属于“不合理地减轻己方责任或限制排除申请人的主要权利”之情形。

1.4 综上，《违约处置指引》《清算业务指南》《专家工作组章程》等规则不存在未经中国人民银行批准而无效的因素。它们作为《清算业务规则》的下位规则，均属于被申请人发布且有效实施的规范性文件。基于申请人与被申请人之间签订的《中央对手方清算协议》第二条，它们作为被申请人“发布并不时修改”的业务规则，与《清算业务规则》一并对申请人具有约束力。

1.5 此外不应忽视的是，从清算所与清算参与人的关系来看，清算所除了自律管理职能，还兼具服务职能，其在服务方面的义务或安排不应因自律管理职能的突出而被弱化。我们注意到，以国际组织文件倡导的 CCP 违约处置规则设计与最佳实践为参照，本案被申请人的业务规则以及实施方式尚存在可改进的空间。特别是，在场外金融衍生品被强制纳入集中清算的背景下，CCP 与不同清算参与人之间建立互信、合作的关系对于违约处置流程的顺畅进行至关重要。为促进我国集中清算业务建立并运行最佳实践，提请注意以下事项。

1.5.1 第一，关于追保通知单及违约宣告单的内容。本案中，被申请人发出的《日终保证金清单》或追保通知只列出了金额明细，而没有对运营性违约的后果、补正期限等予以提示说明。《永久性违约通知单》

在宣布相关清算会员发生永久性违约的同时，也仅仅提及“上海清算所有权根据《中央对手方清算协议》、《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务规则》、《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》采取违约处置措施。贵机构应予以配合，并承担相应法律后果”，但对违约处置的方式及其严重后果未著一字。建议清算所在发出违约宣告通知的同时，对违约后果（特别是潜在的永久性违约及其后果）加以说明，促使违约会员警醒、迅速应对并尽可能地及时补正。

1.5.2 与上述建议相关的一个因素是，被申请人在相关业务规则中所使用的“运营性违约”的概念有可能引人误解。在《金融市场基础设施原则》（Principles for Financial Market Infrastructures，以下简称“PFMI”）中，“运营性违约”是指由于运营上的问题（如信息技术系统突然崩溃）而导致无法履约，它是一个与“财务性违约”并列的概念。¹⁶但在被申请人的业务规则中，运营性违约被界定为“清算

¹⁶ See CPSS-IOSCO, “Principles for financial market infrastructures,” 2012, p. 79, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>, last visited on 6 December 2022.

Rules and procedures 3.13.2. *An FMI should have default rules and procedures that enable the FMI to continue to meet its obligations to non-defaulting participants in the event of a participant default. An FMI should explain clearly in its rules and procedures what circumstances constitute a participant default, addressing both financial and operational defaults. An FMI should describe the method for identifying a default. In particular, an FMI should specify whether a declaration of default is automatic or discretionary, and if discretionary, which person or group shall exercise that discretion. Key aspects to be considered in designing the rules and procedures include (a) the actions that an FMI can take when a default is declared; (b) the extent to which such actions are automatic or discretionary; (c) potential changes to the normal settlement practices, should these changes be necessary in extreme circumstances, to ensure timely settlement; (d) the management of transactions at different stages of processing; (e) the expected treatment of proprietary and customer transactions and accounts; (f) the probable sequencing of actions; (g) the roles, obligations, and responsibilities of the various parties, including non-defaulting participants; and (h) the existence of other mechanisms that may be activated to contain the impact of a default. An FMI should involve its participants, authorities, and other relevant stakeholders in developing its default rules and procedures (see Principle 2 on governance).*

FMI 应具备违约处置规则和程序以便 FMI 能在一个成员违约时继续履行对其他非违约成员的清算服务。FMI 应在其规则和程序中明确清晰地解释何种情形构成了违约，界定**财务性违约与运营性违约**的情形。FMI 应当描述判断违约的方法，尤其是要明确**宣告违约是自动宣告还是有人为裁量因素**；若有人为裁量，由何人或何机构（小组）来认定是否存在违约。在设计规则和程序时需要考虑的关键因素包括：（1）**FMI 在宣告违约后能够采取的行动**；（2）**这些行动在多大范围内是自动实施的，或者是有裁量空间的**；（3）对于正常清算程序的潜在变更，如果这些变更在极端情形下是为保证及时清算所必需的；（4）在流

会员在规定时点前保证金、清算基金、结算资产（包括不限于资金、债券和实物资产）或违约金未足额到账”¹⁷或者“因操作失误、系统故障以及短期流动性不足等而导致暂时无法履约”¹⁸。换言之，“运营性违约”除了 PFMI 所指含义外，还包括了因短期流动性不足而导致的“财务性违约”。在没有特别提示的情形下，熟悉 PFMI 的语境但初次接触被申请人业务规则的清算会员，可能会对被申请人做出违约认定的性质发生误判。

1.5.3 第二，关于清算会员参与违约处置规则制订与修改过程的方式，特别是违约清算会员参与处置过程的可能性。违约处置对于 CCP 自身以及清算参与人（包括违约会员与非违约会员）的利益都有重大影响，相关规则的制订、修改过程应尽可能广泛听取各方主体的呼声与诉求。这也是包括 PFMI 在内的国际组织文件所倡导的。我们注意到，被申请人对于各类指引、指南等业务规则的出台或修改只提供了征求意见的环节，不存在传统会员制清算所下由会员同意或会员（代表）大会表决的机制。此外，在违约处置流程中也没有将违约会员可能承担的角色和任务纳入考量范围。

1.5.4 作为参照，伦敦交易所集团下设的清算所（LCH Limited）为清算会员在上述两方面都提供了明确的参与渠道。（1）LCH Limited 在其违约规则附件 3（外汇类清算业务的违约处置程序）中规定：“清算所可以在与外汇类清算业务的违约处置小组（ForexClear DMG）协商

程的不同阶段对交易的管理；（5）预期对会员自营交易（及账户）和客户交易（及账户）的处理；（6）所采取的行动的可能顺序；（7）包括非违约会员在内的各方的角色、义务和职责；（8）是否存在其他机制可被激活来控制违约的影响。FMI 应邀请会员、监管机构和其他利害相关方来参与到制订违约规则和程序的过程中。

¹⁷ 《《违约处置指引》第五条（违约认定流程）。

¹⁸ 《清算业务规则》第四十八条与《清算业务指南》第 3.3.2.1 条对“运营性违约”均作此规定。

后，随时补充本附件第 2 条规定的任何阶段的细节或外汇类清算业务的违约处置程序的任何其他方面（也可以通过进一步出台指导意见的方式）；或者在清算所认为合适的情况下，立即通知外汇类清算会员，但清算所不得在未经 50% 的清算会员书面同意的情况下，对本附件的条款作出重大修改。除非这种修改是针对所有外汇类清算会员单方面做出，且为管理清算所风险或履行清算所持续监管义务（包括作为受认可的清算所和衍生品清算组织所适用的义务）所必需。清算所同意，在正常情况下，它应在指导意见生效前与违约处置小组就此进行讨论，但在以下情况下无需讨论：(i) 指导意见对外汇类清算会员的权利和义务不重要，或 (ii) 清算所认为在违约情况下这样做不合适，而且不可能及时召集违约处置小组。”¹⁹ (2) 对于违约会员加入处置小组的可能性，LCH Limited 提到：“为了召开违约处置小组会议以处理特定的外汇类违约清算会员事宜，清算所可以在与违约处置小组协商后，邀请违约清算会员提名一名或多名代表加入违约处置小组，并要求任何其他外汇类清算会员提供代表，以协助清算所在违约管理过程中履行职能。”²⁰

1.6 当然，就本案而言，《永久性违约宣告单》未对违约后果作出提示说明、运营性违约的概念可能引人误解以及未为违约清算会员提供加入违约处置流程的机会，并不构成对申请人权利的显著限制或排除，也不会影响“相关业务规则对申请人具有约束力”的结论。

¹⁹ See LCH Limited, “LCH LIMITED DEFAULT RULES,” SCHEDULE 3 FOREXCLEAR DMP ANNEX, pp. 80-81, https://www.lch.com/system/files/media_root/220920%20-%20Default%20Rules%20-%20DMA%20fix.pdf, last visited on 6 December 2022. 除了对外汇类清算业务有此规定，LCH Limited 对利率类（附件 2）和回购类（附件 4）业务也存在类似规定。

²⁰ Ibid., p. 82.

2. 关于被申请人违约处置流程合理性的意见

2.1 判断 CCP 违约处置行为的合理性是一个高度依存事实或证据的问题。它涉及以下三个方面：第一，违约处置的前提条件是否成就；第二，违约处置的流程是否符合相关业务规则；第三，违约处置中的决策是否合理。本案目前的争点集中于第三方面，主要涉及对冲策略及其实施方式的合理性。理论上说，CCP 及违约处置专家组按照事先规定的处置程序进行决策及操作，属于自由裁量权的行使，通常不应受挑战。²¹但是，如果自由裁量权的行使产生了显著不合理的结果，则其不能免于被事后审查。正如芝加哥商品交易所集团（CME）《规则手册》第 8F 章（场外衍生品清算）8F006 段所言，“清算所可以缔结任何商业上合理之交易以消除或减少违约带来的风险”。²²换言之，CCP 在违约处置中享有的决定权、灵活性或自由裁量除应符合程序正义外，也应符合“商业上合理”之评价。基于我们的专业背景并囿于双方所提供的证据，此处不评价本案处置方案及其实施过程之“商业上之合理性”，仅提示我们观察到的若干异常之处，供审判庭参考。

2.2 本案的违约处置结果是产生了 101,631,116.91 元损失，相较于申请人在违约处置流程开始前的保证金缺口 700 万元甚为悬殊。这一损失将首先由作为违约方的申请人承担。作为一种参照，《最高人民法

²¹ 对冲策略及其实施方式中有大量因素都需要主观判断，如什么时间对冲、对冲哪类风险、用什么工具对冲、如何订立对冲交易等等。“When developing a hedging strategy, a CCP should consider the following elements: (i) timing for hedging; (ii) the portion of the risk to be hedged; (iii) the instruments to use for risk reduction; and (iv) the execution method for the transactions”, see CPMI-IOSCO, “Central Counterparty Default Management Auctions—Issues for Consideration,” §4.1 Hedging strategy.

²² See CEM Group, “CME Rulebook — Chapter 8-F Over-the-Counter Derivative Clearing,” p. 4, <https://www.cmegroup.com/content/dam/cmegroup/rulebook/CME/I/8F/8F.pdf>, last visited on 6 December 2022.

院关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》（法释〔2020〕18号）第三十九条规定：“期货交易所或者期货公司强行平仓数额应当与期货公司或者客户需追加的保证金数额基本相当。因超量平仓引起的损失，由强行平仓者承担。”当然，本案属于场外衍生品的违约处置，其流程较场内交易的强制平仓要复杂得多，不能直接类推适用上述司法解释的“基本相当”标准。尽管如此，鉴于本案处置结果与处置前保证金缺口的巨大差异，恐怕很难单纯基于对自由裁量权或专业判断的尊重便全然认可被申请人的处置，而是需要被申请人一方充分举证，以说明其处置方案与结果具备商业上之合理性，从而证明其在违约处置过程中行使自由裁量权时并无重大瑕疵。

2.3 目前被申请人的举证尚未展示损失的完整细节。根据被申请人向申请人发送的《人民币外汇交易中央对手清算业务违约处置结果通知》（被申请人提交的证据 20），损失包括三部分：（1）保证金缺口 7,000,000.00 元；（2）对冲阶段损失 85,379,008.62 元；（3）拍卖阶段损失 9,252,108.29 元。后两个部分均与违约处置环节相关。其中对冲阶段的损失又包含两部分，一是 9 月 21 日的原始交易盯市亏损 51,104,394.52 元，二是 9 月 21 日的对冲交易盯市亏损 34,274,614.10 元。申请人与被申请人对于由市场波动导致的原始交易盯市损失不存在争议，此处不展开分析。而对于第二部分损失，被申请人尚未举证证明损失数额的真实性或计算依据。

2.3.1 关于 9 月 21 日的对冲交易的盯市亏损 34,274,614.10 元。被申请人进行的对冲交易有七笔，包括五笔掉期交易与两笔即期交易。其中，五笔掉期交易的远端部分与申请人的原始交易构成了对冲，从而降

低并基本锁定原始交易的风险敞口；²³即期交易则提供了对冲掉期交易的近端支付义务下的货币。然而，上述对冲交易中哪几笔发生亏损，各自亏损金额多少，均未见被申请人举证说明。

2.3.2 我们注意到，申请人对被申请人的两笔即期美元交易的执行价提出质疑，即被申请人分别以美元对人民币汇率 6.4626 和 6.4606 执行 5 亿与 5.8 亿美元两笔即期交易，偏离了对应成交时刻下中国外汇交易中心撮合平台 ODM 的最优报价 6.4560 与 6.4546。姑且不考虑 ODM 的最优报价带有交易量限制，本案两笔大额美元即期交易无法以该最优价成交；即便假设 5 亿与 5.8 亿美元两笔交易均按照市场最优报价成交，申请人证明其可避免的最大损失为最优报价和实际执行价之差额与交易量的乘积，即 $(6.4626-6.4560) \times 500,000,000 + (6.4606-6.4546) \times 580,000,000 = 6,780,000$ （元）。不过，这一数额与被申请人要求申请人承担的对冲交易盯市损失 34,274,614.10 元仍相去甚远。

2.4 关于对冲交易中两笔即期美元交易询价次数的合理性。申请人援引《中国银行间市场金融衍生品交易主协议》（以下简称《NAFMII 主协议》）第二十五条中“寻求至少四名参考做市商于基准日提供其报价”的规定，²⁴认为被申请人仅进行三次询价，不符合进行四次或多次询价的行业操作惯例。

²³ “基本锁定”是因为对冲交易与原始交易之间在远端清算日以及头寸上不完全匹配。其中，到期日为 2022 年 12 月 23 日的 4.5 亿美元掉期交易与原始交易中的 4.5 亿美元远期交易形成了完全对冲，但其他四笔掉期交易的到期日不完全匹配，另外 2.6 亿美元的掉期交易与原始交易中 2.8 亿美元的远期交易在头寸上有 0.2 亿美元的差异。

²⁴ NAFMII 主协议第二十五条规定：“终止净额计算方（或其代理人）须尽可能地寻求至少四名参考做市商于基准日提供其报价，并且在合理可行的范围内，要求各参考做市商均在同一日期和时间（不考虑时区）提供其报价。”

2.4.1 首先，CCP 在对冲询价次数问题上有一定的自由裁量权。如国际清算银行支付和市场基础设施委员会和国际证监会组织所述，CCP 在寻求执行对冲以管理违约参与者投资组合的风险时，可能会参考多个价格来源，然而，一旦市场发现 CCP 正在寻求交易多种对冲型产品，则可能会猜测这些产品类别已经发生违约事件，进而导致市场价格变动的风险增加。CCP 在决定最合适的对冲策略执行方式时，应权衡信息泄露的风险和获得有竞争力的价格的目的。²⁵实际上，对冲询价次数的确定与相关交易的特征、规模、市场深度、流动性、处置时点等因素均相关，需要 CCP 做出综合权衡判断。

2.4.2 其次，《NAFMII 主协议》下的市场惯例并非集中清算违约处置业务中的市场惯例。《NAFMII 主协议》属于我国银行间市场场外衍生品业务的主协议，它针对双边交易场景下终止净额结算问题提供了市场报价法与替代交易法两种方法，以便守约方确定提前终止交易下的应付额或公允价值。其中，市场报价法以及“寻求至少四项报价”的规定是对 1992 年版 ISDA 主协议规定的市场报价法的移植。1992 年版 ISDA 主协议第十四条要求由确定市场报价的一方在相关市场上真诚地选择四个具有最高信用等级的主要交易商作为“参考做市商”来提供报价。²⁶然而，1997 年亚洲金融危机以及其他极端市场状态下的实践都显示难以询到四家参考做市商的报价，或询到四家将耗费过多时间。因此，2002 年版 ISDA 主协议不再采纳市场报价

²⁵ CPMI-IOSCO, “Central counterparty default management auctions—Issues for consideration,” June 2020, p. 8, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD657.pdf>, last visited on 6 December 2022.

²⁶ “Reference Market-makers” means four leading dealers in the relevant market selected by the party determining Market Quotation in good faith (a) from among dealers of the highest credit standing which satisfy all the criteria that such party applies generally at the time in deciding whether to offer or to make an extension of credit and (b) to the extent practicable, from among such dealers having an office in the same city.

法，而是改为“终止净额法”，允许守约方参照一个或多个第三方提供的相关市场数据或基于内部信息或估值模式来确定终止结算额。由此可见，市场报价法的运用方式内在的局限性已得到公认，与集中清算场景下违约处置对冲更不适配。换言之，《NAFMII 主协议》第二十五条下的市场报价法不能直接用来评价 CCP 违约处置流程。


2.5 相较于被申请人就两笔即期交易进行的询价次数，可能更应该关注被申请人在三次询价中获得的报价数量，其中 5.8 亿美元的即期交易仅获得 1 个报价，5 亿美元的即期交易获得 2 个报价。这是否意味着对冲方案的实施效果与预想有一定偏离，或许当时的市场流动性或市场深度不支持如此规模的交易？在此情形下，专家组是否应该重新评估对冲策略，调整为更小金额后补充询价？抑或专家组认为，所收到的报价就代表了市场的合理价格而予以接受？

2.6 此外，交易时机问题也不应忽略。为避免对市场造成不必要的扰动，对冲交易的实施有一个时间窗口安排。本案中专家组方案确定窗口期均为当日 17 时之前，但两笔即期交易均在 14:00~14:10 之内完成。设若市场并非处于单边上行或下行的极端状态，将相关交易在窗口期内分散执行是否更有利于获得较好的市场价格？抑或 14:00~15:00 通常是我国外汇交易中心平台交易最活跃的时段，集中于此时段内完成对冲交易更可能获得好的市场价格？凡此种种，恐怕都需要被申请人给予必要的解释与说明。

2.7 综上，判断被申请人违约处置之合理性需要充分的事实证据。目前

双方的举证并未完成这个任务。

此致
上海金融法院

意见提供人：

刘月

杨骐玮

日期：二〇二二年十二月六日

意见提供人简介：

刘燕，北京大学法学院教授，博士生导师。兼任北京市金融服务法学研究会副会长、中国财富管理 50 人论坛学术成员，教学与科研领域之一为金融衍生品法，曾主持多项衍生品相关的课题研究。发表《金融衍生交易的法律解释——以合同为中心》（第一作者）、《企业重大金融衍生交易损失事件研究——以合约结构为基础》（第一作者）、《横看成岭侧成峰——关于原油宝的一种法律叙事》等文章。

刘月，北京大学金融法研究中心博士研究生。

杨骐玮，北京大学金融法研究中心博士研究生。