

上海金融法院 金融市场案例测试机制

代理意见

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），申请人代理人根据庭审中的争议焦点，发表代理意见如下，仅供合议庭参考。

代理律师：王正，上海虹桥正瀚律师事务所律师。

代理律师：钱前，上海虹桥正瀚（临港新片区）律师事务所律师。

根据庭前会议，各方确认测试案例下争议焦点包括：《违约处置细则》对机构 A 有无约束力以及上海清算所违约处置行为是否合理，现结合测试案例事实以及争议焦点，发表如下代理意见：

1. 《违约处置细则》¹对机构 A 无约束力

根据庭审内容，本焦点项下存在三个子焦点：其一，《违约处置细则》是否需经中国人民银行审批，方为有效；其二，《违约处置细则》是

¹ 《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务规则》（下称《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》（下称《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》（下称《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》（下称《专家组工作章程》），统称为《违约处置细则》

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；其三，《违约处置细则》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海清算所主要责任，严重侵害机构 A 利益的情形。现就以上焦点问题论述如下。

1.1 《违约处置细则》需经中国人民银行审批方为有效，未经审批则对机构 A 无约束力

监管明确要求，与违约处置制度有关的规则制定或重大修改，应当报中国人民银行批准。

1.1.1 上海清算所制定相应规则的权力来源是中国人民银行出台的《银行间市场清算所股份有限公司业务监督管理规则》(下称《监管规则》)，其中第四条第(三)项规定：“下列事项上海清算所应当报中国人民银行批准：……(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……”同时，上海清算所《清算业务指南》第 1.2 条规定：“上海清算所的风险管理体系包括……违约处置等制度……”由此可知，违约处置制度是风险管理制度的组成部分，与该内容有关的制度制定或重大修改，必须经中国人民银行审批方能生效。

1.1.2 需要提别指出的是，《监管规则》第六条第(四)项确实要求上海清算所“制定相关业务规则和操作细则”，但该条并未排除前述《监管规则》第四条第(三)项的报批要求，也就是说如果制定的规则或操作细则涉及内控或风险管理制度等重要制度的，上海清算所仍然要向中国人民银行批准。否则就会使得这两个条文直接冲突，还会出现上海清算所扩张“业务规则和操作细则”的理解，导致监管失

位。这显然并非条文本意。

《违约处置细则》是对《清算业务规则》中违约处置制度的重大修改甚至是创设，属于需向中国人民银行审批的范围。

1.1.3 人民银行金融市场司发布的《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[银市场(2020)1号]》规定：“(一) 同意上清所发布《清算业务规则》；……(四) 你单位应当严格遵守有关业务监督管理规则，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；其中，涉及外汇管理的，应当报国家外汇管理局批准后实施。”因此，上海清算所在《清算业务规则》之外制定制度或对制度进行重大修改，也应当报中国人民银行同意后实施。本案项下，《违约处置细则》存在多处实质性重大修改甚至是创设，依法应由人民银行审批。

1.1.4 第一，《违约处置细则》实质变更了《清算业务规则》对永久性违约的认定标准，突破性地将“未缴纳保证金行为”列为永久性违约。

《清算业务规则》第四十七条规定：“清算会员出现包括但不限于下述情形时，上海清算所有权认定该清算会员违约：(一) 未按照规定履行保证金交纳或结算义务；(二) 经营状况、财务状况持续恶化，不能清偿到期债务或明显缺乏清偿能力……”第四十八条规定：“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。”根据前述《清算业务规则》约定，清算会

员未缴纳保证金被排除在可以认定为永久性违约情形之外。程红星博士在其专家意见中亦认为：因短期流动性不足未按时缴纳保证金的，在《清算业务规则》第 47 条第（一）款框架内，不宜认定为永久性违约。²但《违约处置指引》第五条第三款规定：“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……”即：会员在未缴纳保证后会被认定构成运营性违约，且次一工作日未能缴纳保证金的，上海清算所就可以认定其构成永久性违约。

1.1.5 因此，《违约处置指引》删除了《清算业务规则》第四十八条中排除未缴纳保证金情形的相关表述，实质性变更了《清算业务规则》对永久性违约的认定标准，相当于新增一种永久性违约的情形，构成对原《清算业务规则》永久性违约范围的直接突破。

1.1.6 第二，限缩了机构 A 构成运营性违约后的补正期限，使上海清算所享有更早认定清算会员永久性违约的权利。《违约处置指引》《清算业务指南》缩短了机构 A 构成运营性违约后的补正期限，使上海清算所可以更早认定永久性违约。《清算业务规则》第四十八条规定：“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。”《清算业务规则》并未明确规定构成运营性违约后的补正期限，即违约处置关键时点并无定义。但《违约

² 详见程红星《第三方意见书》第 3.5.1 段。

处置指引》第五条³及《清算业务指南》第 3.3.2.3 条⁴将该补正期限限制为“运营性违约的次一工作日”，即：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，清算会员再无补正机会，上海清算所可直接对该清算会员进行永久性违约认定。

- 1.1.7 代理人认为，该项变更不仅存在补正期限过短的问题，更反映出上海清算所实际上享有随时宣布清算会员永久性违约的权力。若允许这种权力存在，则上海清算所理论上可以随意变更补正周期，极端情况下甚至可以将该期限修改为短短几个小时，这必然就会存在“道德风险”空间，对整个市场产生连锁负面影响。因此，补正时间的调整是违约处置制度的实质性变更，必须经过中国人民银行的审批。
- 1.1.8 第三，规定平仓拍卖流程必须由违约处置专家组参与决策，且为专家组新设了决策目标及免责条款。《清算业务规则》第五十条规定：

³ 《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定时点前保证金、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，上海清算所将对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。

⁴ 《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，在该条表述基本一直）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。

“永久性违约处理清算会员被判定为永久性违约后，除第四十九条（运营行违约）相关措施外，上海清算所还可根据各集中清算业务具体情况，采取以下一项或多项措施：（三）召集违约处置专家组，协助上海清算所进行违约处置……”第五十二条“强行平仓条款”也仅列举了平仓拍卖中头寸分割、风险对冲等五项流程，未规定各项流程的具体含义，也未规定平仓拍卖必须有专家组参与实施。可见，召集违约处置专家组仅是可选择采取的措施之一。但《违约处置指引》第四十五条“平仓拍卖流程”条款突破性地规定头寸分割及风险对冲必须由专家组参与决策，并为专家组决策规定了相应决策目标。以风险对冲流程为例，《违约处置指引》第四十五条调整规定：“违约处置专家组应以减少对冲损失为目标，提供对冲交易的方案。”同时，专家组决策还新设了免责条款，即第二十二条约定的“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。”《违约处置指引》第九章第一节有关外汇交易违约处置整体流程图中，也列明违约处置专家组系违约处理阶段一流程，上述内容是对原违约清算制度的重大变更。

- 1.1.9 代理人认为，即使上海清算所邀请专家参与违约处置系出于好意，但是将“可以”变更为“必须参与”将导致多种不利后果。首先，专家组强制介入违约处置将丧失违约处置流程的灵活性。原规定允许上海清算所根据实际情况调整、决定是否适用专家组，但变更后的规定将专家组设置为必须环节，即使情况十分紧急，上海清算所也不得不遵守复杂的专家组流程，来确保专家组的工作并防范相应风险。其次，引入专家组会导致诸多次生性风险，例如保密问题、

利益冲突、决策独立性等。为防范此类风险，上海清算所必须设置配套制度，最终将导致制度越来越复杂，这将产生更多问题且进一步降低了违约处置的效率。最后，上海清算所将关键的违约处置决策全部交由专家组并为专家组设置免责条款，一定程度上有通过专家组降低上海清算所自身决策压力的嫌疑，而冗长的程序和潜在问题均可能损害清算会员的实际利益。事实上，CCP12 在其发布的《中央对手方违约处置最佳实践》中也建议应保留违约处置的灵活性，对违约处置组的设置采保守态度，其认为：中央对手方必须灵活决定违约处置组的适用参与程度，主要取决于所清算产品的性质和特定的违约情况。因此，中央对手方需要保持能力和灵活性，以尽快处理完违约方的头寸。否则，中央对手方在花费不必要的时间召集违约处置专家组时，将面临市场向对中央对手方不利的方向发展的风险，这将增加中央对手方的风险以及中央对手方及其非违约参与方的最终成本。相应的，美国芝加哥商品交易所（CME）、新加坡交易说（SGX）也均认为专家组并非必须设置的机制⁵。

1.1.10 退一步讲，即使认为《违约处置细则》是对《清算业务规则》的细化规定，上海清算所也应当向中国人民银行申请批准。《监管规则》第六条规定：“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有关要求，制定相关业务规则和操作细则，并切实执行”可见，上海清算所可以制定业务规则和操作细则的前提是根据央行管理要求，“可以制定”不代表无需审批。

⁵ 详见《附件一：境外 CCP 监管及规则概述》，第三部分境外清算机构规则及其违约处置流程中，第（一）CME、第（二）SGX 部分。

根据境外操作惯例，清算所修改规则的权限也是被严格限制的，特别涉及违约处置，部分地区和国家将该方面规则制定的权力严格控制

制在权力机关。

- 1.1.11 香港《证券及期货条例》(Securities and Futures Ordinance)第41(1)规定(详见附件一⁶):“除第(7)款另有规定外,认可结算所的规章(不论是否根据第40条订立)或对该等规章的修订须获证监会书面批准,否则不具效力”。该条第(7)款规定:“证监会可藉宪报公告宣布认可结算所的某类别的规章(违责处理规则除外)无须根据第(1)款获批准,而任何属于该类别的该结算所规章(包括对该等规章的修订)即使没有根据第(1)款获批准,仍属有效”。即,在香港特区,与违约相关的规则必须经证监会审批。

Securities and Futures Ordinance

41 Approval of rules or amendments to rules of recognized clearing house
(1) Subject to subsection (7), no rule (whether or not made under section 40) of a recognized clearing house or any amendment thereto shall have effect unless it has the approval in writing of the Commission.

.....(7) The Commission may, by notice published in the Gazette, declare any class of rules of a recognized clearing house (except any default rules of the clearing house) to be a class of rules which are not required to be approved under subsection.

- 1.1.12 《新加坡证券及期货法案》第23条(2)规定(详见附件一⁷):“核

⁶ 详见《附件一:境外CCP监管及规则概述》,第二部分亚太及美国司法管辖区内有关清算机构规则的审批规则第(二)项香港特别行政区针对场外衍生品指定清算机构规则的修改要求必须经过审批,且违约处置相关条款不得豁免审批要求。

⁷ 详见《附件一:境外CCP监管及规则概述》,第二部分亚太及美国司法管辖区内有关清算机构规则的审批规则第(三)项

准清算所不得对其业务规则作出任何修订，除非其符合有权机关所制定的要求”。同时，《新加坡交易所衍生品清算规则》第 1.05.1 条的规定：“除非清算所符合有权机关、《新加坡证券及期货法案》或任何适用法律规定的要求，否则不得对本规则进行任何修订，即清算所的不得自行修改规则”。即，在新加坡地区，清算所享有的规则修改权限是被严格限制的。

Securities and Future Act 2001

66. Business Rules of approved clearing houses

(2) An approved clearing house must not make any amendment to its business rules unless it complies with such requirements as the Authority may prescribe

SGX-DC Clearing Rules

1.05.1 The Clearing House is prohibited from making any amendments to this Rules unless it complies with such requirements as prescribed by the Authority, under the SFA or under any applicable laws.

国家外汇管理局不能证明且不能替代中国人民银行批准《违约处置细则》

- 1.1.13 国家外汇管理局[汇综复(2020)1号]批复载明“同意……新增银行间外汇市场渠道”“同意……扩大至询价和竞价两种外汇集中清算业务”，这仅是对外汇交易渠道及业务的批准，是国家外汇管理局履行其自身关于外汇管理方面的批复职能，与中国人民银行是并列的两

新加坡针对场外衍生品指定清算机构规则的修改要求必须经过审批。

种审批，因此该批复不能证明、更不能替代《违约处置细则》取得前述中国人民银行批准方可生效的事实。

综合上述意见，《违约处置细则》应报批而未报批，无合法程序来源，应属无效，对机构 A 无约束力

1.1.14 《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称《九民纪要》）第 30 条第 2 款规定：“人民法院在审理合同纠纷案件时，要依据《民法总则》第 153 条第 1 款和合同法司法解释（二）第 14 条的规定慎重判断‘强制性规定’的性质，特别是要在考量强制性规定所保护的法益类型、违法行为的法律后果以及交易安全保护等因素的基础上认定其性质，并在裁判文书中充分说明理由。下列强制性规定，应当认定为‘效力性强制性规定’：强制性规定涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的……”代理人认为，上海清算所违反中国人民银行《监管规则》等监管文件时，应当参照适用上述《九民纪要》第 30 条第 2 款的规定认定无效。理由如下：

1.1.15 首先，前述列举讨论的风险防范规则的制定、违约补正时间的调整、专家组介入处置的必要性等不仅是讨论实体上的合理性，还包括这一系列规则制定的程序来源是否合法。我们认为，中国人民银行《监管规则》等监管文件是上海清算所从事中央对手方清算业务并制定相应规则的合法来源，任何违背《监管规则》的行为都面临合法性的质疑。

1.1.16 其次，上海清算所作为集中清算中央对手方，其对稳定金融市场秩序和维护金融市场安全有着重要意义，一定程度上其更着眼于公共利益。正因如此，上海清算所的职能和权力才更应该有明确的规定

和约束，让市场参与者确切了解具体的规则和参与方式。而且，上海清算所对于其违约处置规则的任何修改，均会影响到金融机构的风险和声誉、甚至影响到整个金融市场，所以制定规则时更应当由监管部门参与审批、判断。

- 1.1.17 再次，上海清算所本身就是违约处置的当事人一方，是被处置头寸的交易方和违约处置的操作方，当其本身既是参与主体，又是规则制定主体时，就更应用监管制度去约束，以避免可能出现的道德风险。
- 1.1.18 最后，参考诸如香港、新加坡集中清算相关法律法规，与违约处置相关的风险管控规定都需要通过严格的审批才可实施，而不会将该规则制定的权力下放至清算所本身。因此，《违约处置细则》未经审批，应属无效，对机构 A 无约束力。

- 1.2 **《违约处置细则》可适用《民法典》第四百九十六、四百九十七条有关格式条款的规定，不应构成《清算协议》内容或无效⁸**

《违约处置细则》符合格式条款的构成要件

- 1.2.1 《民法典》第四百九十六条第一款规定：“格式条款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。”《中央对手方清算协议》（下称《清算协议》）及《违约处置细则》均是上海清算所单方提前拟定，重复使用的版本，符合格式条款的构成要件，应适用《民法典》有关格式条款的特殊规定。

⁸ 有关适用《民法典》第四百九十七条认定合同无效的论述详见第 1.3 段。

上海清算所未对《违约处置细则》中的违约处置条款进行合理提示与说明，根据《民法典》第四百九十六条，不构成《清算协议》内容

1.2.2 《违约处置细则》相关规定符合格式条款构成要件。《民法典》第四百九十六条第二款规定：“提供格式条款的一方未履行提示或者说明义务，致使对方没有注意或者理解与其有重大利害关系的条款的，对方可以主张该条款不成为合同的内容。”《违约处置指引》《清算业务指南》规定了对机构 A 进行违约处置的具体程序和方法，是与机构 A 有重大利害关系的条款。违约处置交易流程极为复杂，亦涉及多项重要制度，但上海清算所在签署《清算协议》时未解释《违约处置指引》《清算业务指南》相应文件，后续也仅在官网发布更新版本，未标示或指明其中有关违约处置的重大利害关系条款，也未通过合理方式进行解释或说明，而《专家组工作章程》更是从未披露过。因此，《违约处置细则》所涉违约处置条款不应成为《清算协议》的内容，对机构 A 无约束力。

1.2.3 上海清算所举办的违约处置演练及历次规则意见征询均不构成履行说明解释义务的合理方式。说明解释义务应明确且直接，而违约处置演练是有上海清算所主导、指挥、非强制性参与的活动，演练中上海清算所也未对规则进行说明和解释，且未给予机构 A 表达询问意见的机会。同时，逻辑上相矛盾的是，如果上海清算所以机构

A 参与了违约处置演练作为其履行说明告知义务的理由，则未参与演练的会员单位是否就是未被履行说明告知义务的对象？这亦会影响上海清算所与其他会员单位合同条款的效力。其次，上海清算所历次规则征询意见本身并非是双方平等协商合同内容，其具体做法是：发布征求意见稿、收集意见、发布相应规则。可见，最终采纳与否的决定权也在上海清算所，清算会员无任何协商机会，只能“接受或走开”，征询意见并未改变格式合同的基本特征。

1.2.4 机构 A 是金融机构并不能豁免上海清算所履行充分的说明告知义务。

虽然机构 A 作为金融机构充分掌握金融专业知识和业务能力，但上海清算所的交易地位既是机构 A 的对手方，还是规则的交易制定者和实施者，相较于机构 A 处于交易优势地位，尤其是案涉违约处置规则并非通用交易规则，包括保证金计算、违约认定、处置流程、结算规则等内容均具有独特性，核心信息亦由上海清算所单方面掌握，机构 A 并无法基于自身专业知识完全理解和掌握相关规则及其内在运行逻辑，由此也更需要上海清算所依法履行法定解释说明义务，甚至还应履行定期披露信息等义务。该等解释说明和披露义务无论是在机构 A 作为会员加入时，还是规则修订时，均应充分履行，否则可能发生系争格式条款不成为合同内容的法律风险。

有关清算会员与上海清算所之间构成共同法律行为，因此本案不适用格式条款的观点不成立

1.2.5 《清算协议》符合双方合同的全部特征。从文意来看,《清算协议》约定了双方不同的权利义务、违约责任、退出条款、生效条件、争议解决方式等,这均是双方法律行为的典型特征。从交易实质来看,中央对手方降低市场风险的基础在于合约替代,《清算规则》第三条第一款规定:“中央对手方是指在一个或多个市场中,通过合约替代或其他具有法律约束力的安排,介入交易的对手方之间,成为卖方的买方和买方的卖方,并据此确保履行合约的金融市场基础设施。”第四条规定:“合约替代是指中央对手方针对已成交的交易充当买方的卖方和卖方的买方的一种法律安排,并据此与买方和卖方建立两个新合约,以清偿买卖双方之间的初始债务。”第三十五条规定:

“……纳入集中清算的合约,清算参与者与其原交易对手方不再互负债权债务关系……”因此,上海清算所的清算业务中,只存在清算参与者与上海清算所的双方法律关系,多方法律关系的主张无任何法律基础。

1.2.6 机构 A 或所有清算会员与上海清算所之间的法律关系不符合共同法律行为的特征。参考第三方专家意见所述,共同法律行为具有意思表示同向性、身份一致性、效力整体性等特点,而本案集中清算业务并不具备上述特点。首先,意思表示同向性是指共同行为人的意思表示内容相互一致,方向相同。但本案项下,上海清算所各会员单位之间并没有同时间、内容相同的共同意思表示,即便是作为场外衍生品交易相对方的两个主体,在与上海清算所签署《清算协议》

后，原债权债务关系已经灭失，彼此也无关联。若彼此还有联系，则本案可能还会产生机构 A 交易相对方对机构 A 发起的潜在诉讼。需说明的是，清算会员进行集中清算并不是一种共同的意思表示，而是各清算会员签订《清算协议》时相互独立的目的，其所针对的仅是与自身有关具体业务。同时，清算会员之间并不存在典型共同法律行为所涉及的团体性、即固定的组织，如股东会等，不能因为有“会员”之名就当然理解有一个会员组织。其次，身份一致性是指行为人彼此身份一致，如同为公司股东、合伙人等，但本案中上海清算所不可能与清算会员地位相同，上海清算所是清算服务的提供者，清算会员是该服务的接受者，两者是清算服务交易的相对方。最后，效力整体性是指共同行为人的行为对所有行为人以及目标实体产生拘束力。但将该特点适用于本案将违背客观事实。若根据专家意见，将《清算协议》视为共同法律行为，并对清算会员、上海清算所及其员工产生约束力，这是否意味着《清算协议》是所谓的共同行为人，即清算会员之间签订，然后对上海清算所这一所谓的行为载体具有约束力？这显然与事实不符，上海清算所是《清算协议》的制定者和签订者。因此，本案情形完全不同于股东签订协议设立公司等典型共同法律行为。

1.2.7 共同法律行为也并不排除适用格式条款相关规定。机构 A 与上海清算所之间有一份权利义务清晰的合同，当然应适用合同有关的规定进行审理，若本案不适用《民法典合同编》，则本案会面临无法律可

适用的困境。同时,《民法典》第四百六十八条规定:“非因合同产生的债权债务关系,适用有关该债权债务关系的法律规定;没有规定的,适用本编通则的有关规定,但是根据其性质不能适用的除外。”前述《民法典》第四百九十六条、第四百九十七条处于《民法典合同编》通则分编,因此,在无法律作出相反规定的情况下,共同法律行为也应当适用格式条款的相关规定。

上海清算所因其金融基础设施特殊地位而排除格式条款适用的观点不成立

1.2.8 目的的合法性合理性,不代表行为的合法性合理性。上海清算所作为中央对手方,其设立目的是为了以金融秩序为核心的公共利益,基于该公共利益,其被授权享有超出一般主体的权力无可厚非,但目的的合法性合理性,不代表行为合法性和合理性。对公共利益的判断和认定只能来自监管机构,上海清算所不能以“公共利益”为名随意行事,其行为必须在合法授权内。如果超出授权,其行为就不能必然代表公共利益。本案中,上海清算所实施违约处置存在权力来源瑕疵,不能当然推定其行为合理合法,应当依法进行合理性和合法性审查。

1.2.9 上海清算所不能以公共利益为名排除司法审查。上海清算所引用的海外规则,强调避免司法根据公平原则破坏金融市场的完整性,但这并不意味着公平原则等司法审查在案件中没有适用的余地。上海

清算所作为交易对手的同时又是规则的制定者和执行者，本身存在道德风险，若允许其以公共利益为名替代司法裁判，将导致与公共利益背离的后果。因此，本案应当由司法机关对规则的合法性和合理性进行审查。

1.2.10 无任何法律规定上海清算所作为中央对手方可以不适用《民法典》有关格式条款的规定，上海清算所应当兼顾金融稳定的公共利益以及个体个案的公平正义。在法律无相反规定的情况下，对其应当适用《民法典》对于合同的一般性规定。

1.3 《违约处置细则》未能公平保护交易参与方的合法利益，存在免除或减轻上海清算所主要责任，损害机构 A 利益的情形，相应条款应为无效。具体条款体现在：

1.3.1 上海清算所以对永久性违约的认定及违约处置关键时点及运营性违约补正期限的规定享有绝对的决定权，清算会员无任何商议、申诉的权利，相应条款应属无效。根据《清算业务指南》第 3.3.2.3 条及《违约处置指引》第 5 条、第 8 条⁹约定，清算会员若在运营违约发生后一个工作日内未能消除违约情形或再次发生运营线违约的，则上海清算所有权对该清算会员进行永久性违约认定，认定做出即生效。即，违约认定流程完全由上海清算所确定，机构 A 作为当事人无任何商议、申诉的权利。而且《违约处置指引》《专家组工作章程》中具体规定了清算会员违约时，上海清算所可以采取的处理措

⁹ 《违约处置指引》第八条（违约认定生效）永久性违约认定结果自上海清算所作出违约认定并发出通知之时起立即生效。

施，但就上海清算所自身在相应业务下发生违约的，却未有对等的违约处置条款，如此设置违约规则也有违公平、对等原则。

1.3.2 上海清算所免除了其在违约处置中应以“获取最佳市场价格为目标”的义务，进一步限缩自身义务，相应条款应属无效。2020年2月26日，上海清算所发布《违约处置指引》(第一版)，2022年9月1日，上海清算所发布《违约处置指引》(第二版)。比对两个版本可知，上海清算所删除了第二十二条(违约处置专家组职能)中“违约处置专家组应当以获取最佳市场价格为目标”的相关规定，并新增了专家组决策达成的对冲交易当然合理有效规定(第四十四条平仓拍卖流程)。上海清算所允许专家组免责地决策，事实上是逃避自身决策压力，进一步降低了自己的责任、免除自己的义务，既保留了处置的权力，又无需承担处置过程的潜在责任。《违约处置指引》的修改内容对比如下：

第一版(2020年2月发布)	第二版(2022年8月发布)
<p>第二十二条 违约处置专家组的主要职能是提供违约处置意见并协助上海清算所进行违约处置。具体包括：……</p> <p>(二) 以获取最佳市场价格与减少对冲损失为目标，拟定违约清算会员未平仓合约的对冲交易方案，拟定对冲交易的要素、策略；</p> <p>(四) 经风险管理委员会批准后协助实施上述(一)(二)(三)方案；</p>	<p>第二十二条 违约处置专家组的主要职能是提供违约处置意见并协助上海清算所进行违约处置。具体包括：……</p> <p>(二) 以减少对冲损失为目标，拟定违约清算会员未平仓合约的对冲交易方案，拟定对冲交易的要素、策略；</p> <p>(四) 经上海清算所审核通过的以上款项为合理方案，违约处置专家组应协助实施相关方案；</p>
第四十四条第一款第三项 风险对	第四十五条第一款第三项 风险对

<p>冲：……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，提供对冲交易的方案。</p> <p>……上海清算所有权对待拍卖头寸组合执行多次对冲或不进行对冲。对冲交易达成后，上海清算所将委托中国外汇交易中心以应急录入方式录入反向交易，将受托交易转移至上海清算所。</p>	<p>冲：……违约处置专家组应以减少对冲损失为目标，提供对冲交易的方案。</p> <p>……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。上海清算所有权对待拍卖头寸组合执行多次对冲或不进行对冲。对冲交易达成后，上海清算所将委托中国外汇交易中心以应急录入方式录入反向交易，将受托交易转移至上海清算所。</p>
--	--

1.3.3 《违约处置指引》第九条规定了机构 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，完全限缩了机构 A 的权利，应属无效。根据《违约处置指引》第 9 条¹⁰，清算会员只负有保密、配合义务，无反驳、申诉或参与违约认定的权利。而根据《违约处置指引》第九章，平仓拍卖全程均由上海清算所或其委托的违约处置专家组进行决策或操作，机构 A 无权参与。同时，《违约处置指引》第 45 条（平仓拍卖流程）及《清算业务指南》第 3.3.4 条规定，根据专家组决策达成的交易合理有效，即使价格并非最优价，机构 A 也无权提出质疑。上述规定使机构 A 不享有作为待平仓头寸持有者的知情权和参与权，还应无条件承担

¹⁰ 《违约处置指引》第九条 一旦发生违约事件（包括运营性违约和永久性违约），上海清算所将立即展开针对性调查。查形式可采取以下一种或几种，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、召开上海清算所风险管理委员会等。上海清算所向违约清算会员调查违约情况时，相关人员应根据上海清算所的要求，及时、完整地提供相关材料。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。

违约处置的全部损失。反观境外其他场外衍生品中央对手方清算机构，未采取该等“一刀切”操作，如：香港交易所下属子公司香港场外结算有限公司，在其《场外汇率及外汇衍生品清算规则》第 1067 条¹¹规定，在香港场外结算有限公司要求时，违约清算会员应指定一名代表参与违约处置小组，即给予违约清算会员参与违约处置的可能性。伦敦清算所在其《违约规则》中亦规定，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。¹²

2. 上海清算所违约处置行为不合理

根据庭审内容，本焦点项下存在四个子焦点：其一，本案中执行的头寸分割方案是否合理；其二，本案中询价次数是否合理；其三，本案中进行的对冲交易是否应与机构 A 原头寸完全匹配，目前的对冲方案是否扩大了机构 A 的损失；其四，本案中违约处置方案的实施是否存在不合理的延误。现就以上焦点问题论述如下：

2.1 头寸分割不合理，导致对冲交易中的即期交易未能按照当日带量行

¹¹ 《OTC Clear Rates and FX Derivatives Clearing Rules》第 1607 条：“Upon request by OTC Clear, a Defaulting Clearing Member shall provide a representative to participate in the Default Management Group.”，详见《附件一：境外 CCP 监管及规则概述》

¹² See LCH Limited, “LCH Limited Default Rules” Schedule 3 Forexclear DMP Annex, pp.80-81，详见《附件一：境外 CCP 监管及规则概述》

情图的最优价格成交

2.1.1 **实际价格与最优价的偏离值过高。**上海清算所将案涉名义本金头寸拆分为 5.8 亿美元及 5 亿美元两笔大额交易，导致实际成交价格偏离同时段市场最优报价 60pips 和 66pips。实际价格与最优成交价的偏离值过高，足以证明上海清算所未就头寸分割进行充分合理的决策，存在过错。程红星博士认为，“场外衍生品流动性相对较弱，需要在防范风险扩大和平衡清算会员利益之间进行平衡，在价格偏离市场价格幅度较大时（比如 50bp），是否需要征求机构同意值得讨论”¹³顾红专家认为：“单笔交易成交价格与同时段市场最优价的偏离值一般在 5pips 到 20pips 之间。”因此，本案实际价格与最优价的偏离值过高，明显不符合市场一般经验。

2.1.2 **根据询价回价情况可知头寸分割不合理。**上海清算所以 5.8 亿美元及 5 亿美元分别向三家交易对手方进行询价，最终仅分别获得了 1 个和 2 个回价。这说明进行大额交易时，市场流动性和交易对手方回价意愿均较差，若上海清算所将案涉头寸拆分为更小的金额，则可获得更好的流动性及回价意愿。刘燕教授亦认为：“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？”

14

2.1.3 **美元/人民币外汇即期市场交易量大、流动性较好，完全可以获得更**

¹³ 详见程红星《第三方意见书》第 3.5.2 段。

¹⁴ 详见刘燕《第三方意见书》第 2.5 段。

好的成交价。根据中国货币网公布的 2022 年 9 月人民币外汇即期月报", 本案违约处置当月, USD/CNY 的成交金额为人民币 57,894.71 亿元, 折合约 8,229 亿美元, 平均每日成交金额为 274 亿美元。本案名义本金仅 10.8 亿美元, 远小于当日市场实际成交额度。因此, 本案交易对市场冲击有限, 不会造成成交价格明显偏离市场最优价, 上海清算所以易对市场产生冲击、流动性差、可成交量低为由主张头寸分割合理的依据不足。

2.2 询价次数不合理, 上海清算所进行即期交易时仅进行三次询价, 不符合行业惯例操作, 未能获得充分的市场报价

2.2.1 三次询价并不符合行业惯例操作。中国银行间市场交易商协会发布的《中国银行间市场金融衍生品交易主协议》(简称《NAFMI1 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”。可见, 在中国市场金融衍生品交易下, 类似交易的询价次数规定为四次或多次, 而非三次。因此, 上海清算所关于询价三次符合交易习惯的主张并不成立。

2.2.2 在处置期限内应再次询价, 以确保获得更多有效报价。如上所述, 上海清算所向三家交易对手方进行询价, 最终仅分别获得了 1 个和 2 个回价。此时尚在处置周期内, 上海清算所向更多交易对手进行询价, 以获得更多有效报价。上海清算所直接放弃询价机会的行为存在过错, 不具有合理性。

2.3 对冲交易中掉期交易与待平仓头寸的远端清算日期及头寸金额匹配不合理，未能充分匹配，降低风险敞口

2.3.1 对冲交易中的掉期交易与待平仓头寸的具体信息如下，具体请见交易图：

序号	掉期交易的远端清算日	待平仓头寸的远端清算日
1	22年10月24日（买入1亿美元）	22年10月28日（卖出1亿美元）
2	22年11月23日（买入4亿美元）	22年11月18日（卖出4亿美元）
3	22年12月23日（买入4.5亿美元）	22年12月23日（卖出4.5亿美元）
4	23年6月26日（卖出1.5亿美元）	23年6月22日（买入1.5亿美元）
5	23年9月25日（买入2.6亿美元）	23年8月24日（卖出2.8亿美元）

2.3.2 上海清算所进行对冲交易，应当充分降低待平仓头寸的风险敞口。本案所涉原始交易部分即非标准期限交易（BROKEN），在即期交易完成后，相应汇率风险锁定，上海清算所应有足够时间匹配到期日以及待平仓头寸一致的对冲交易产品，但上海清算所在本案项下达成的对冲交易未能完全与待平仓头寸相匹配，且差异过大该方案使得机构A不得不面临头寸差以及时间差带来的损失。对此，汇丰银行专家认为：“第五组交易的期限及头寸错配相对偏离度较大，可以考虑由上海清算所对于错配期限的定价模型和头寸提供进一步说明。”¹⁵顾红专家亦认为：“该对冲交易策略可以对冲原交易的头寸，但5笔掉期交易的远端头寸金额未能与原始交易完全匹配，导致还有一部分头寸仍然存在。上海清算所违约处置专家组应对其平仓策略进

¹⁵ 详见汇丰银行金融衍生品法律团队《第三方意见书》第1.2段。

行说明及解释，以避免不必要的分歧。”¹⁶可见，对冲交易与待平仓头寸的偏离程度明显过大，有违市场一般经验，上海清算所对此负有过错。

2.4 交易方案从作出到实施的间隔时间长，导致方案实施时的市场行情发生变化，交易方案已丧失时效性，并非最佳方案

2.4.1 考虑到外汇交易市场每时波动极为复杂，在正常的交易之中，当交易员形成交易策略后，将立即予以实施，以保证交易策略的即时有效性。但是，在本案违约处置过程之中，专家组在 2022 年 9 月 21 日 11:00 拿到待处置头寸相关信息，已用时两个小时至 13:00 形成头寸分割和风险对冲方案，却直至当日 14:00 后才取得上海清算所审批通过并交由对冲交易员实施，间隔 1 个小时用于上海清算所内部对交易策略进行审批，专家组所形成的交易策略已丧失时效性，与操作时的市场情况不符。

2.4.2 《专家组工作章程》第 24 条规定：“违约处置专家组将头寸分割和风险对冲方案提交上海清算所，上海清算所审核通过后执行，审核内容包括风险对冲后待拍卖头寸组合的风险敞口是否在上海清算所可容忍的范围内等……”即上海清算所审查仅为有限的形式审查，而非对专家组的交易策略予以实质性审查，该等审查花费 1 个小时显然不合理。

2.4.3 更何況，根据《专家组工作章程》第 8 条规定：“违约处置专家组由上海清算所审核确定，其成员包括：（一）上海清算所风险管理委员

¹⁶ 详见顾红《第三方意见书》第 2.1 段。

会主席或其授权人担任违约处置专家组组长……”即上海清算所委派人员自专家组成立起便参与其中，全程作为专家组成员参与交易策略的形成，对交易策略进行表决，了解和熟悉当前交易策略，再设置上海清算所审批交易策略环节并无必要合理性。

3. 总结

3.1 机构 A 完全承认上海清算所作为金融基础设施及合格中央对手方，具备稳定金融市场、维护金融秩序的特殊地位和作用。同时，机构 A 也充分认可其基于上述特殊地位在合法合理基础上制定规则、执行规则的民事权利甚至代监管履行的一定行政性权利。机构 A 更是基于诚信原则，并不否认机构 A 作为会员单位应当在合理、合法范围内遵守规则或合约的义务。

3.2 但当会员单位认为其合法权益受损，且进一步认为上海清算所在规则制定、违约认定、违约交易处置等方面存在超越职权、未合理行事时，该如何认定上海清算所的权力来源？其权力边界和限制在哪里？其行为的合法性和合理性审查标准是什么？司法该如何介入及多大程度介入对上海清算所自行制定违约处置规则，又自行认定和执行违约处置行为的审查。

3.2.1 上海清算所的权利来源于监管授权和相关监管规定，当其突破法律规定的授权范围制定规则或进行处置交易，其就无法代表公共利益，反而可能影响“金融安全 and 市场秩序”，其行为可能构成违法乃至无效。而上海清算所的权利边界在本案中是清晰的，即人民银行明确要求在重要制度设定或重大修订时应当报批，所以上海清算所设定规则的权力应在此范围内行使，也不应随意扩大。

3.2.2 作为合格中央对手方，上海清算所享有一定的自主决策权以保护市

场稳定,所以上海清算所可以认定违约并依规则径自进行违约处置。但这种模式下,上海清算所就是机构 A 的交易对手,其既是规则制定者又是规则实施者,此时更应该纳入公平原则或其他民法基本原则及包括格式合同在内的法律规定对其行为进行合法性审查。否则不足以保护会员单位权利。事实上,会员单位均是金融机构,妥善保护金融机构不遭受重大声誉风险和经济损失,也是另一种金融市场秩序和公共利益,两者不可偏废。

- 3.2.3 上海清算所拥有特殊的市场地位,如此,更不能以公共利益为名排除对上海清算所的行为进行司法审查。或可参照行政诉讼要求行政机关自证行为合法和合理,在司法审查中,也应对上海清算所苛以相较一般民事主体更高的注意义务和举证责任,更加审慎行事,而非以其地位身份回避质疑,更不能创设一些新的法律概念或适法原则去帮助其所回避责任。
- 3.3 本案中上海清算所的制定规则行为违反了授权,构成《九民纪要》提到的涉及“金融安全、市场秩序”应构成效力性强制性规定而无效,同时基于公平原则和格式条款等法律依据,相关条款及基于条款所作的行为并不合法且应无效。

此致

上海金融法院

申请人代理人:

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

日期:2023年1月16日

附件一：境外 CCP 监管及规则概述

目 录

缩写表	1
一、亚太及美国司法管辖区内有关场外衍生品清算机构的监管机构	3
(一) 美国针对场外衍生品清算机构的监管部门为 CFTC	3
(二) 香港特区针对场外衍生品清算机构的主要监管部门为 SFC.....	6
(三) 新加坡针对场外衍生品清算机构的主要监管部门为 MAS.....	8
二、亚太及美国司法管辖区内有关清算机构规则的审批规则	9
(一) 美国针对场外衍生品指定清算机构规则的修改进行分类监管，但无论何种情形均需经监管部门认可	9
(二) 香港特别行政区针对场外衍生品指定清算机构规则的修改要求必须经过审批，且违约处置相关条款不得豁免审批要求.....	12
(三) 新加坡针对场外衍生品指定清算机构规则的修改要求必须经过审批	13
三、境外清算机构规则及其违约处置流程	14
(一) 美国（CME）	14
(二) 新加坡（SGX）	16
(三) 香港特区（Hong Kong Exchanges and Clearing Limited）	18
(四) 英国（LCH）	21
(五) 欧洲（Eurex Clearing）	23

缩写表

首字母索引	英文全称	中文全称
C		
CCP	Central Counterparty	中央对手方
CEA	Commodity Exchange Act	《美国商品交易法》
CFETS	China Foreign Exchange Trade System	中国外汇交易中心
CFTC	Commodity Futures Trading Commission	美国商品期货交易委员会
CME	Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc.	芝加哥商品交易所
D		
DCO	derivatives clearing organizations	衍生品清算机构
DFA	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》
DMG	Default Management Group	违约管理小组
DMP	Default Management Process	违约管理流程
F		
FIA	Futures Industry Association	美国期货行业协会
FMI	Financial Market Infrastructure	金融市场基础设施
FX	Foreign exchange	外汇交易
I		
IMF	International Monetary Fund	国际货币基金组织
IOSCO	The International Organization of Securities Commissions	国际证监会组织
IRS	Interest rate swap	利率互换
ISDA	International Swaps and Derivatives Association	国际掉期和衍生品协会
L		
LCH	London Clearing House	伦敦清算所

M		
MAS	Money Authority of Singapore	新加坡金融监管局
O		
OTC	Over-the-Counter	场外交易市场
P		
PFMI	Principles for Financial Market Infrastructures	《金融市场基础设施原则》
S		
SEFs	Swap Execution Facilities	掉期执行工具
SFA	Securities and Future Act	《证券及期货法案》 (新加坡)
SFC	Securities & Futures Commission of Hong Kong	香港证券及期货事务监察委员会
SFO	Security and Future Ordinance	《证券及期货条例》 (香港)
SGX	Singapore Exchange	新加坡交易所
SIDCO	Systemically important derivatives clearing organizations	具有系统重要性的衍生品清算组织

一、 亚太及美国司法管辖区内有关场外衍生品清算机构的监管机构

CCP（Central Counterparties）系金融市场基础制度的一部分。在金融衍生品交易中，CCP 作为结算的基石，构成市场运作的核心与命脉，关系到整个金融市场运行的健康、安全与高效。尤其是 2008 金融危机之后，全球各个金融市场均意识到场外（Over the Counter，下称“OTC”）衍生品的风险及 CCP 对于该等风险的防控作用，CCP 被视为降低市场风险及增加市场效率的“利器”。当前，越来越多主流金融市场为增加透明度与市场稳定性，要求场外衍生品必须在认定的 CCP 清算机构中进行结算¹。

本案所涉银行间市场清算所股份有限公司（下称“上海清算所”）系为经过中国人民银行认证，为银行间市场的场外衍生品交易提供集中清算服务的金融基础设施，换言之，上海清算所是经有权机关认定负责银行间场外衍生品清算的 CCP 清算机构。但需注意的是，CCP 类似于“功能标签”，即该清算机构具备中央对手清算制度。通常而言，该类清算机构本身为已有清算业务的清算所或交易所，因此，在法律层面，并不一定会直接采用 CCP 一词，而是会采用“recognized clearing house”等以描述该类由有权部门认定的场外衍生品清算机构。此外，各司法管辖区在对场外衍生品监管的范畴不完全相同，导致所要求的必须在认定 CCP 清算的场外衍生品种类亦不完全相同。基于此，在域外监管经验的参考上，需要从场外衍生品及其清算以及 CCP 属性及其功能等本质出发从而寻找对应的法律概念。

即首先确认该司法管辖区内需强制中央清算的场外衍生品种类，从而确认该类场外衍生品所对应被有权机关认可的 CCP 清算机构。

（一） 美国针对场外衍生品清算机构的监管部门为 CFTC

1. 包括本案所涉外汇掉期合约在内的场外衍生品掉期合约一般必须在注册清算机构完成清算

美国针对场外衍生品提供整体性法律监管框架的法律为《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act），其中 Title VII Subtitle A—Regulation of Over-the-Counter Swaps Markets 明确，美国对场外衍生品中的掉期产品予以监管及强制中央清算。

¹ 参见《场外金融衍生品市场监管政策国际比较研究》

前述法律 Title VII Subtitle A 部分之中，第 723 条要求对《商品交易法》(Commodity Exchange Act, 下称“CEA”) Section 2 (h) (1)

(A) “清算要求” (Clearing Requirement) 予以修改，修改后为：“掉期合约 (swap) 在被清算时，除非该主体将这种掉期合约提交给根据本章注册的衍生品清算机构或根据本章（注：7 U.S. Code Chapter 1, 即 CEA）免于注册的衍生品清算机构，否则该主体参与其中是违法的。”因此，在美国 Swap 合约一般必须²在根据《商品交易法》本法注册的衍生品清算机构或根据本法免于注册的衍生品清算机构³完成清算。

CEA Section 2 (h) Clearing Requirement (1) In General (A) Standard for clearing:

*It shall be **unlawful** for any person to engage in a swap unless that person submits such swap for clearing to **a derivatives clearing organization that is registered under this chapter** or a derivatives clearing organization that is exempt from registration under this chapter if the swap is required to be cleared.*

针对 Swap 合约的定义，《商品交易法》在 Section 1a (47) 予以规定。该条中除对 Swap 的定义予以多种情形描述外，亦在 (A) (iii) 对常见的 Swap 合约进行了列举，其中包括本案所涉及外汇掉期合约 (foreign exchange swap)，因此，进一步来说，美国外汇掉期合约一般而言需在注册衍生品清算机构或免于注册的衍生品清算机构完成清算。

CEA Section 1a (47) Swap

(A) In general

*Except as provided in subparagraph (B), the term “**swap**” means any agreement, contract, or transaction—……*

(iii) that provides on an executory basis for the exchange, on a fixed

² 我们注意到 Section 2 (h) (7) Exceptions 规定，针对合约一方为：1) 不是金融机构；2) 参与掉期交易以对冲或减少商业风险；3) 根据 CFTC 方式通知 CFTC，其通常如何履行与订立非清算掉期交易有关财务义务，该类掉期合约并非必须在衍生品清算机构清算。考虑到本案系银行间市场中掉期合约交易，故对于该条 Exceptions 规定不予以具体展开，仅做提示说明。

³ 针对免于注册的清算机构的相关规定，可参见 CEA Section 7a-1 (h) Exemptions，主要情形为，该等清算机构已在证券交易委员会 (SEC) 或其所在国家机构予以充分监管。因此，我们理解，该类免注册的清算机构并不代表其无需监管，仅为由其他监管机构予以监管，且该等监管得到 CFTC 的认可。

or contingent basis, of 1 or more payments based on the value or level of 1 or more interest or other rates, currencies, commodities, securities, instruments of indebtedness, indices, quantitative measures, or other financial or economic interests or property of any kind, or any interest therein or based on the value thereof, and that transfers, as between the parties to the transaction, in whole or in part, the financial risk associated with a future change in any such value or level without also conveying a current or future direct or indirect ownership interest in an asset (including any enterprise or investment pool) or liability that incorporates the financial risk so transferred, including any agreement, contract, or transaction commonly known as—……

(VIII)

a foreign exchange swap……

2. 注册清算机构向 **CFTC** 申请注册并由其负责监管

《商品交易法》中第 7a-1 节针对“*derivatives clearing organization*”注册申请、资质要求等作出专门规定，由商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission，下称“**CFTC**”）负责处理相应的注册申请。

CEA Section 7a-1 (c) Registration of Derivatives Clearing Organizations

(1) Application

A person desiring to register as a derivatives clearing organization shall submit to the Commission an application in such form and containing such information as the Commission may require for the purpose of making the determinations required for approval under paragraph (2).

《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》第 803 节（8）“监管机构”规定：“（A）一般情况下，‘监管机构’是指根据联邦银行、证券和商品期货法律对指定的金融市场公用事业公司具有主要管辖权的联邦机构，具体如下：（i）对于作为在证券和交易委员会注册的结算机构的指定金融市场公用事业公司，监管机构为证券和交易委员会；

(ii) 对于作为注册于商品期货交易委员会的衍生品清算机构的指定金融市场公用事业公司，监管机构为商品期货交易委员会……”即根据注册的有权机构不同，注册于 CFTC 的衍生品清算机构，则由 CFTC 负责监管。

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

Section 803 (8) SUPERVISORY AGENCY.

(A) IN GENERAL. The term ‘Supervisory Agency’ means the Federal agency that has primary jurisdiction over a designated financial market utility under Federal banking, securities, or commodity futures laws, as follows:

(i) The Securities and Exchange Commission, with respect to a designated financial market utility that is a clearing agency registered with the Securities and Exchange Commission.

(ii) The Commodity Futures Trading Commission, with respect to a designated financial market utility that is a derivatives clearing organization registered with the Commodity Futures Trading Commission……

(二) 香港特区针对场外衍生品清算机构的主要监管部门为 SFC

1. 特定的场外衍生品合约必须在指定中央交易对手方集中清算

根据香港特区证券及期货监察委员会（Securities and Futures Commission，下称“SFC”）官网“场外衍生品监管制度”显示：“为了解决 2008 年全球金融危机凸显的场外衍生品市场的结构性缺陷，立法会于 2014 年 3 月 26 日颁布了《2014 年证券及期货（修订）条例》（修订条例）。修订条例为香港场外衍生品市场提供了监管框架。修订条例现正分阶段实施：第一阶段于 2015 年 7 月 10 日生效，涉及强制报告某些利率互换（IRS）和不可交割远期交易以及相关记录保存义务以及新制度的总体框架；第二阶段涉及（i）以港元或 G4 货币之一（即美元、欧元、英镑或日元）对标准化 IRS 的某些交易进行强制清算，以及相关的记录保存义务，同时指定中央交易对手进行强制清算；以及（ii）扩大强制报告，以涵盖所有五个关键资产类别（即利率、外汇、股票、信贷和商品）下的场外衍生品。这分别于 2016 年 9 月 1 日和 2017 年 7 月 1 日实施……”可见，香港特区

《证券及期货条例》(Securities and Futures Ordinance, 下称“SFO”) 对场外衍生品予以监管，且场外衍生品中的部分特定合约需在中央对手方清算机构进行清算。

OTC derivatives regulatory regime

*To address the structural deficiencies in the over-the-counter (OTC) derivatives market highlighted by the 2008 global financial crisis, the Legislative Council enacted the Securities and Futures (Amendment) Ordinance 2014 (Amendment Ordinance) on 26 March 2014. **The Amendment Ordinance provides a regulatory framework for the OTC derivatives market in Hong Kong.***

The Amendment Ordinance is being implemented in stages:

The first stage came into effect on 10 July 2015, involving mandatory reporting of transactions in certain interest rate swaps (IRS) and non-deliverable forwards and related record keeping obligations together with the general framework of the new regime;

*The second stage involves (i) **mandatory clearing of certain transactions of standardised IRS in HKD or one of the G4 currencies (i.e. USD, EUR, GBP or JPY) and related record keeping obligations, together with designation of central counterparties for the purposes of mandatory clearing;** and (ii) expanding mandatory reporting so that OTC derivatives under all five key asset classes (namely interest rates, foreign exchange, equities, credit and commodities) are covered. This was implemented on 1 September 2016 and 1 July 2017 respectively……*

2. 指定中央对手方主要由 SFC 监管

根据《证券及期货条例》第 101J 规定，指定中央对手方主要由 SFC 负责管理审批，但同时 SFC 可向 Monetary Authority 征询同意并咨询 Financial Secretary。

SFO 101J Designation of central counterparties

*(1) On application by a person in the prescribed manner and on payment of the prescribed fee, **the Commission** may, with the*

consent of the Monetary Authority and after consultation with the Financial Secretary—

*(a) **designate** the person, in accordance with the designation rules and by a written notice served on the person, **as a central counterparty for the purposes of this Part**; or*

(b) refuse, in accordance with the designation rules, to designate the person……

(三) 新加坡针对场外衍生品清算机构的主要监管部门为 **MAS**

1. 特定场外衍生品应由受认可清算机构进行清算

《证券和期货法》(Securities and Futures Act, 下称“**SFA**”)第 129C (1) 规定：“作为特定衍生品合约一方的特定主体必须在有关部门根据第 129G 节制定的法规规定的时间内，通过由受批准清算机构或受认可清算机构运营的清算设施，根据受批准清算机构或受认可清算机构（视情况而定）的业务规则完成清算。”即特定衍生品需在受认可清算机构完成清算。

SFA 129C (1)

*Every specified person who is a party to a specified derivatives contract must, within such time as the Authority may prescribe by regulations made under section 129G, **cause the specified derivatives contract to undergo clearing, by a clearing facility operated by an approved clearing house or a recognised clearing house**, in accordance with the business rules of the approved clearing house or recognised clearing house, as the case may be.*

特定衍生品的定义及种类在《证券及期货（清算衍生品）规定》（Securities and Futures (Clearing of Derivatives Contracts) Regulations）附录⁴（Schedule）中予以具体列举。

Securities and Futures (Clearing of Derivatives Contracts) Regulations Specified derivatives contracts

3. The derivatives contracts set out in the Schedule are prescribed for the purposes of the definition of “specified derivatives contract”

⁴ <https://sso.agc.gov.sg/SL/SFA2001-S264-2018?ProvIds=Sc-#Sc->

in section 129B of the Act.

此外，新加坡金融监管局（MAS）媒体公告“MAS 要求场外衍生品必须中央清算以减少系统性风险⁵”（MAS Requires OTC Derivatives to be Centrally Cleared to Mitigate Systemic Risk），显示对于场外衍生品将采取中央对手方进行清算，该等清算要求将通过《证券及期货（清算衍生品）规定》（Securities and Futures (Clearing of Derivatives Contracts) Regulations）予以实施。

2. 受批准清算机构及受认可清算机构由 MAS 认定

根据《证券和期货法》第 2 条，前述 129G 条款所指的“受批准清算机构”“受认可清算机构”为由“有权部门”（the Authority）根据相关条款批准或认可的清算机构。

SFA Interpretation

2.—(1) In this Act, unless the context otherwise requires —……

“approved clearing house” means a corporation that is approved by the Authority under section 51(1)(a) as an approved clearing house;

“recognised clearing house” means a corporation that is recognised by the Authority under section 51(1)(b) or (2) as a recognised clearing house;

此外，《证券和期货法》第 2 条针对“有权部门”规定为：“根据《金融监管法》设立的新加坡金融监管局”

SFA Interpretation

2.—(1) In this Act, unless the context otherwise requires —……

“Authority” means the Monetary Authority of Singapore established under the Monetary Authority of Singapore Act 1970

二、 亚太及美国司法管辖区内有关清算机构规则的审批规则

（一） 美国针对场外衍生品指定清算机构规则的修改进行分类监管，但无论何种情形均需经监管部门认可

根据 CFTC 制定的《商品期货交易组织规章》（CFTC Regulations），在

⁵ <https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2018/mas-requires-otc-derivatives-to-be-centrally-cleared-to-mitigate-systemic-risk>

CFTC 登记的衍生品清算机构可分为“衍生品清算机构”（derivatives clearing organizations, DCO）和“具有系统重要性的衍生品清算组织”（systemically important derivatives clearing organizations, SIDCO）。

1. DCO

根据规则内容的不同，DCO 制定的新规或对已有规则的修订有以下 4 种生效方式：

- a) 自愿提交给 CFTC 审批的，审批后生效⁶；
- b) 未经审批的，DCO 需要提交自证（Self-Certification），证明规则内容符合法律规定，CFTC 审阅（Review）阶段后，规则才能实施⁷，若 CFTC 在审阅阶段提出反对意见，则无法实施；
- c) 对规则的非实质性修改⁸，只需通知 CFTC 即可实施⁹；
- d) 行政程序、行政惯例等事项的修改，无须通知 CFTC，即可实施¹⁰。

2. SIDCO

基本与 DCO 相同，但对于规则的“重大变更”（CFTC 明确了**违约处置属于重大变更**），必须至少提前 60 天通知 CFTC，自证修改的合法性，经过 CFTC 审阅（Review）通过后才能实施。

《CFTC 规则》

§40.10 具有系统重要性的衍生品清算机构提交规则的特别认证程序。

(a) 提前通知。被金融稳定监督委员会指定为具有系统重要性的衍生品清算机构的注册衍生品清算组织，应在对其规则、程序或业务的任何拟议变化可能对具有系统重要性的衍生品清算组织提出的风险的性质或水平产生重大影响之前，至少提前 60 天向委员会发出通知。根据本节提交的通知应符合第 40.6 (a) (1) 条的备案要求和第 40.6 (a) (2) 条的网站发布要求……

⁶ <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-I/part-40/section-40.5>

⁷ <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-I/part-40/section-40.6>

⁸ 非实质性的修订。纠正印刷错误、重新编号、定期对注册实体的识别信息进行例行更新，以及对产品条款和条件的其他此类对经济特性没有影响的修改。。

⁹ <https://www.cftc.gov/IndustryOversight/RuleAmendments/index.htm>

¹⁰ <https://www.cftc.gov/IndustryOversight/RuleAmendments/index.htm>

(b) 重要性。当用于确定对具有系统重要性的衍生品清算机构的规则、程序或业务的变更时，“对所呈现的风险的性质或水平产生重大影响”一语是指存在合理可能性的事项，该变更可能影响基本清算和结算功能的履行或具有系统重要性的衍生品清算组织所呈现的风险的总体性质或水平。这些变化可能包括但不限于对财务资源、参与者和产品资格、风险管理（包括与保证金和压力测试有关的事项）、日常或日内结算程序、**违约程序**、系统保障措施（业务连续性和灾难恢复）和治理有重大影响的变化。如果具有系统重要性的衍生品清算组织确定某项拟议的变更并不重要，因此没有根据本第40.10条提交预先通知，但委员会确定该变更是重要的，委员会可以要求该具有系统重要性的衍生品清算组织撤回拟议的变更，并根据本条提供通知。

CFTC Regulations

§ 40.10 Special certification procedures for submission of rules by systemically important derivatives clearing organizations.

(a) Advance notice. A registered derivatives clearing organization that has been designated by the Financial Stability Oversight Council as a systemically important derivatives clearing organization shall provide notice to the Commission not less than 60 days in advance of any proposed change to its rules, procedures, or operations that could materially affect the nature or level of risks presented by the systemically important derivatives clearing organization. A notice submitted under this section shall be subject to the filing requirements of § 40.6(a)(1) and the Web site publication requirements of § 40.6(a)(2)……

(b) Materiality. The term “materially affect the nature or level of risks presented,” when used to qualify determinations on a change to rules, procedures, or operations of a systemically important derivatives clearing organization, means matters as to which there is a reasonable possibility that the change could affect the performance of essential clearing and settlement functions or the overall nature or level of risk presented by the systemically important derivatives clearing organization. Such changes may include, but are not limited to, changes that materially affect

financial resources, participant and product eligibility, risk management (including matters relating to margin and stress testing), daily or intraday settlement procedures, default procedures, system safeguards (business continuity and disaster recovery), and governance. If a systemically important derivatives clearing organization determines that a proposed change is not material and therefore does not file an advance notice under this § 40.10, but the Commission determines that the change is material, the Commission may require the systemically important derivatives clearing organization to withdraw the proposed change and provide notice pursuant to this section.

(二) 香港特别行政区针对场外衍生品指定清算机构规则的修改要求必须经过审批，且违约处置相关条款不得豁免审批要求

根据《证券及期货条例》101J 规定，能够担任指定中央对手方的一类主体为认可清算机构。

SFO 101J (2)

A person may be designated only if—

(a) at the time of designation, the person—

*(i) is a **recognized clearing house**……*

《证券及期货条例》第 41 (1) 规定：“除第(7)款另有规定外，认可结算所的规章（不论是否根据第 40 条订立）或**对该等规章的修订须获证监会书面批准**，否则不具效力”。该条第 (7) 款规定：“证监会可藉宪报公告宣布认可结算所的某类别的规章（**违责处理规则除外**）无须根据第(1)款获批准，而任何属于该类别的该结算所规章（包括对该等规章的修订）即使没有根据第 (1) 款获批准，仍属有效”。即，在香港特区，与违约相关的规则必须经审批。

SFO 41 Approval of rules or amendments to rules of recognized clearing house

*(1) Subject to subsection (7), no rule (whether or not made under section 40) of a recognized clearing house or any amendment thereto shall have effect **unless it has the approval in writing of the Commission.***

.....

(7) The Commission may, by notice published in the Gazette, declare any class of rules of a recognized clearing house (except any default rules of the clearing house) to be a class of rules which are not required to be approved under subsection.

同时，香港交易所下属子公司香港场外结算有限公司，在其《场外汇率及外汇衍生品清算规则》(OTC Clear Rates and FX Derivatives Clearing Rules)第201条“修改”针对规则修改作出规定：“在遵守《证券及期货条例》和香港场外结算有限公司章程的前提下……”，即《场外汇率及外汇衍生品清算规则》(OTC Clear Rates and FX Derivatives Clearing Rules)亦明确其修改必须先行符合《证券及期货条例》。同时《场外汇率及外汇衍生品清算规则》第211进一步细化，在根据《场外汇率及外汇衍生品清算规则》第201条修改清算规则时，必须兼顾其在SFO项下作为认可清算所的责任。

OTC Clear Rates and FX Derivatives Clearing Rules 201

Subject to the SFO and the Articles of Association of OTC Clear:

OTC Clear Rates and FX Derivatives Clearing Rules 211

In exercising its powers under Clearing Rule 210, OTC Clear shall act in good faith and have regard to its duties as a recognized clearing house under the SFO. Any decisions made pursuant to, and any exercise of powers under, Clearing Rule 210 shall be final and binding against all Clearing Members for the purposes of these Clearing Rules and not be subject to challenge by any such Clearing Members or any other Person under these Clearing Rules or otherwise.

(三) 新加坡针对场外衍生品指定清算机构规则的修改要求必须经过审批

《证券及期货法》第23条(2)规定：“核准清算所不得对其业务规则作出任何修订，除非其符合有权机关所制定的要求”。即，在新加坡符合场外衍生品中央对手清算的核准清算所享有的规则修改权限将被严格限制。

SFA 66. Business Rules of approved clearing houses

(2) An approved clearing house must not make any amendment to its business rules unless it complies with such requirements as the

Authority may prescribe.

同时，《新加坡交易所衍生品清算规则》（SGX-DC Clearing Rules）第 1.05.1 条的规定：“除非清算所符合有权机关、《证券及期货法》或任何适用法律规定的要求，否则不得对本规则进行任何修订，即清算所的不得自行修改规则”。

SGX-DC Clearing Rules

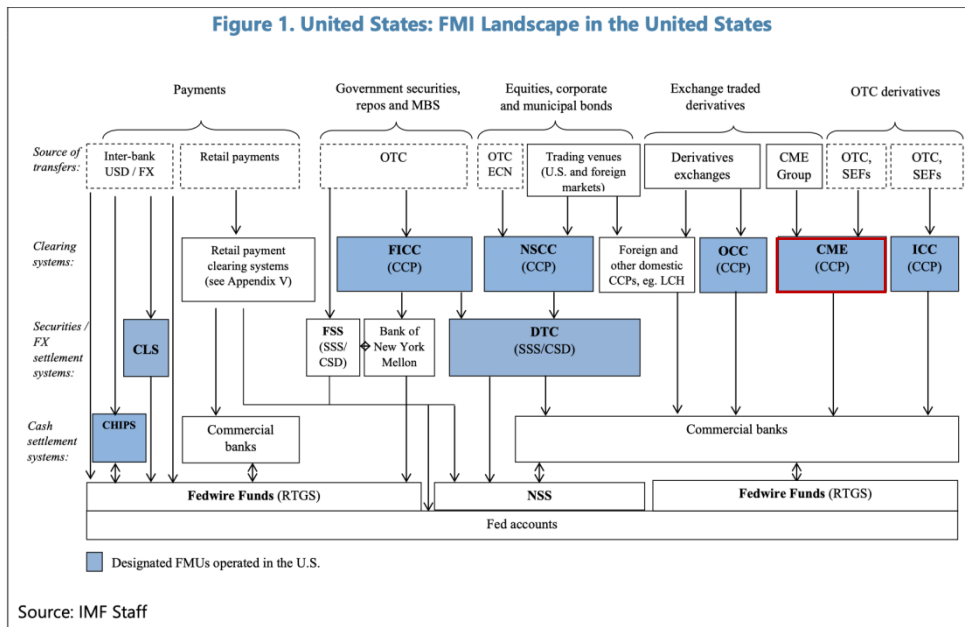
1.05.1 The Clearing House is prohibited from making any amendments to this Rules unless it complies with such requirements as prescribed by the Authority, under the SFA or under any applicable laws.

三、 境外清算机构规则及其违约处置流程

(一) 美国（CME）

选取理由：

芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange，下称“CME”）作为美国最为成熟及交易频繁的清算机构之一，系由 CFTC 认定的 SIDOC 且被国际货币基金组织（IMF）认定为美国有关场外衍生品领域的金融市场基础设施（FMI），具备中央对手清算能力。



1. CME Rulebook 概述

CME Rulebook 系其对于规则的整体性文件，针对 CME 章程、会员要求、OTC 清算等各类事项进行具体规定，并包括各类具体金

融衍生品的规定。其中，与 OTC 违约处置有关的内容规定于 Chapter 8F Over-the-Counter Derivative Clearing 部分。

2. 有关场外衍生品违约处置的规则

第 8F006 条，对于场外衍生品清算会员违约处置予以规定，该条之中赋予 CME 比较宽泛的违约处置权限，即在违约出现后，CME 可采取商业合理的任何交易以减少 OTC 清算会员违约产生的风险，并诚意采取认可商业合理方式决定违约处置方式。此外，根据第 8F025 条，只有在特定情形（基础场外结算成员¹¹的潜在或实际违约行为）时，CME 针对违约处置成立违约处置专家组（Active Base OTC Default Management Committee）。

所以，**违约处置专家组并非唯一选择**，且 CME 规则项下，与本案相同产品的不存在违约处置专家。我们理解，该等选择系为保证 CCP 在违约处置时仍能够掌握足够的灵活性。

8F006 CLEARING MEMBER DEFAULT

*If an OTC Clearing Member fails promptly to discharge any obligation to the Clearing House, it shall be in default and the Clearing House may take all actions permitted by these Rules in the event of a default. All of the assets and collateral of an OTC Clearing Member that are available to CME including, but not limited to, its guaranty fund deposit and performance bond shall be applied by the Clearing House to discharge the obligation. **The Clearing House may engage in any commercially reasonable transaction to eliminate or reduce the risk created by the default and all obligations, costs and expenses incurred thereby shall be an obligation of the defaulting OTC Clearing Member to the Clearing House.** If the defaulting clearing member has proprietary or customer positions in contracts traded on an execution platform with which CME has a clearing services agreement, the Clearing House, acting **in good faith and a commercially reasonable manner**, will determine the appropriate default management approach, which may include the determination to close out and*

¹¹ 8F025. DEFINITIONS A Base OTC Clearing Member is an entity that has been approved by CME to clear OTC Derivatives that are Base Guaranty Fund Products.

cash settle all open positions in contracts executed on such execution platform.

8F025. ACTIVE BASE OTC DEFAULT MANAGEMENT COMMITTEE

*The Active Base OTC Default Management Committee shall be established to provide the Clearing House with advice regarding the **potential or actual default of a Base OTC Clearing Member** and the management of the liquidation and/or transfer of such Base OTC Clearing Member's portfolio of OTC Derivatives, including advice relating to the hedging of risk associated with such Base OTC Clearing Member's portfolio, the structuring of such Base OTC Clearing Member's portfolio for liquidation or transfer, and the administration of the related default auction process. The Active Base OTC Default Management Committee shall also participate in OTC Derivative default drill exercises. The Active Base OTC Default Management Committee will be comprised of traders (on a rotating basis determined by the Clearing House) that are nominated by Base OTC Clearing Members in accordance with Rule 8F004 and approved by the Clearing House. In the event of a potential or actual default of a Base OTC Clearing Member, the Active Base OTC Default Management Committee shall be convened and the Clearing House will undertake a series of processes to protect itself and its counterparties (such processes, as amended from time to time in consultation with the Clearing House Risk Committee, the "Base OTC Default Management Plan").*

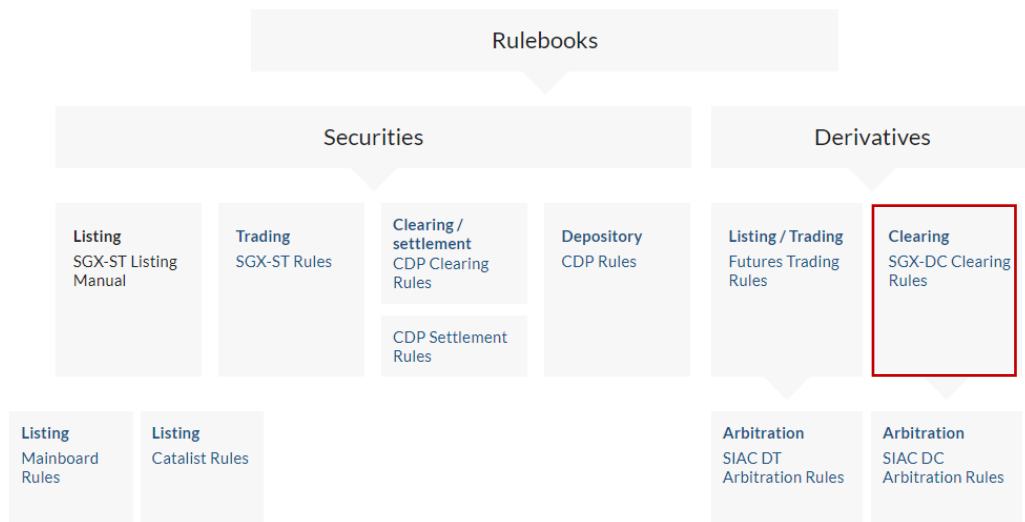
(二) 新加坡 (SGX)

选取理由:

新加坡作为亚太区成熟度较高的金融市场，其主要的清算机构为新加坡交易所 (Singapore Exchange, 下称“SGX”)。

1. SGX-DC 规则概述

SGX 系较为综合的清算机构，针对证券、金融衍生品等分别发布相应规则。



如上图，SGX 的业务较为综合复杂，其针对每一类业务类型制定相应规则，其中对应金融衍生品清算的规则为 **SGX-DC Clearing Rules**。SGX-DC 规则共分为 10 章，对规则适用、会员资格、交割、清算及保证金、违约等均作出细致规定。其中 **Chapter 7A Suspension and Default** 之中，涉及违约处置。

2. 有关场外衍生品违约处置的规则

在 **Chapter 7A.02** 针对清算会员违约时未平仓头寸的处置予以规定，SGX 可采取多种方式进行处置，如：直接将违约会员所持有未平仓合约转移至清算所指定的其他未违约清算会员、执行对冲交易以消除未平仓头寸造成的损失、清仓、召回等。在前述违约处置之中，SGX-DC 规则项下并未涉及违约处置专家组。

SGX 所采取的违约处置方式比较多元，甚至可指定移仓及召回，因此对冲、拍卖并非违约处置唯一的方式及出路。同时，违约处置专家组也并非必须设置。我们理解，CCP 应当保持其高度灵活性，并且 CCP 自始至终虽然仅负责中央对手方清算，但不可否认的是，其直接掌握大量市场数据，一定程度深度参与市场，具备其他非违约清算会员难以取得的优势。

SG-DC Rule 7A.02.1

When a Clearing Member having open positions has defaulted upon its obligation to the Clearing House, or has been suspended, the Clearing House may:—

7A.02.1.1 *transfer or facilitate the transfer of all or any part of positions in Customer Contracts held by the defaulted or suspended Clearing Member to one (1) or more Clearing Members designated by the Clearing House in accordance with applicable laws, provided that all or any part of positions held in Cleared Swaps Customer Accounts may be transferred only to one (1) or more FCM Clearing Members designated by the Clearing House. When such positions are so transferred, the following shall apply:*

.....

7A.02.1.2 *execute hedging transactions, on behalf of and at the risk of the defaulted or suspended Clearing Member, to eliminate or reduce market risk resulting from such open positions;*

7A.02.1.3 a. *close out or liquidate any such open positions as well as positions resulting from any hedging transaction executed pursuant to Rule 7A.02.1.2;*

7A.02.1.4 *where the open positions relate to a Non-Relevant Market Transaction or a Contract subject to physical delivery prior to re-novation in Rule 6.02A.7, and it is in the Clearing House's good faith opinion impossible or impracticable for the open positions to be transferred or closed out pursuant to Rules 7A.02.1.1, 7A.02.1.1A and 7A.02.1.3 respectively, the Clearing House may, in addition to any other power or right it may have, invoice back such positions to the defaulting or suspended Clearing Member*

(三) **香港特区 (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited)**

选取理由:

香港特区最为知名及主流的清算机构非香港交易所莫属，场外衍生品清算业务由其参与设立的子公司香港外汇及清算有限公司负责具体实施。针对场外衍生品清算业务，香港外汇及清算有限公司制定《场外汇率及外汇衍生品清算规则》(OTC Clear Rates and FX Derivatives Clearing Rules)。

1. 《场外汇率及外汇衍生品清算规则》概述

《场外汇率及外汇衍生品清算规则》与上述两家清算机构规则的内容基本相同。其中，在 Part V 之中针对违约处置流程作出详细的规定。

2. 有关场外衍生品违约处置的规则

值得注意的是，该等清算规则与上清所所制定的违约处置文件及本案所涉违约处置流程极为相近。即，在出现违约事件后，清算机构将成立违约处置专家组，并由违约处置专家组介入其中，采取对冲及拍卖的方式，完成违约处置流程。

但是，与上海清算所违约处置文件亦有区别的是，**香港外汇及清算有限公司将其所有与违约处置相关的规则（甚至涉及违约处置专家组组成、资格要求等）均制定于《场外汇率及外汇衍生品清算规则》之中**，而上海清算所在其《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务规则》并未涉及具体的违约处置流程及违约处置专家组组成等事项，而是将该等内容分别规定于《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务指南》《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》《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》。结合监管审批要求及当前监管部门出具的审批文件，进一步形成以下对比表格：

涉违约处置的文件	香港外汇及清算有限公司	银行间市场清算所股份有限公司
	《场外汇率及外汇衍生品清算规则》	《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》
		《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》
注：标红代表，我们理解该等文件应经监管部门审批通过且已完成相应审批		

由上表对比，根据 SFO，《场外汇率及外汇衍生品清算规则》需经监管部门审批，而违约处置相关规定均制定在该份文件之中，故《场外汇率及外汇衍生品清算规则》项下违约处置规定均经审批。而与

之相比，上清所涉违约处置的文件之中，除《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务规则》经审批外，其他均为得到明确的审批认可。而恰恰没有经过明确审批认可的文件之中，却包括大量违约处置实质性事项。

在违约处置专家组的设立阶段，《场外汇率及外汇衍生品清算规则》第 1607 条规定，**在香港外汇和清算有限公司要求时，违约会员可委派代表进入违约处置专家组。**

我们理解，违约清算会员虽然出现违约导致其信用“归零”，但是不可否认的是，其系最了解当前敞口头寸的，且有着最强的意愿以最合理的方式实现最大化减损。因此，该等情况下并不必然存在违约清算会员与清算机构目标对立的情况，反而可能一致。因此，保留违约清算会员参与的权利，亦系 CCP 对其违约处置灵活性的体现，及对于违约清算会员权利的尊重。

OTC Clear Rates and FX Derivatives Clearing Rules 1607

Upon request by OTC Clear, a Defaulting Clearing Member shall provide a representative to participate in the Default Management Group.

在对冲交易阶段，《场外汇率及外汇衍生品清算规则》第 1802 条规定违约处置专家小组应**持续尽最大努力取得可取的最优市场价及交易条件。**

对此，我们注意到上海清算所发布的《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）将原先第 22 条中“违约处置专家组应当以获取最佳市场价格为目标”，似乎该条修改在当前其他主流 CCP 清算机构仍保留该等要求的情况下，存在刻意规避及免除上海清算所义务的嫌疑。

OTC Clear Rates and FX Derivatives Clearing Rules 1802

In executing Hedging transactions as part of the Default Management Process, the Default Management Group will take into account the risks introduced by the DMP Event to OTC Clear, other Non-Defaulting Clearing Members and the investing public, and shall at all times endeavour to obtain the best prevailing price and terms available, taking into account any constraints on the

time available for execution of such Hedging.

在违约处置流程的信息披露上，《场外汇率及外汇衍生品清算规则》第 1604 条允许在认为合理恰当时，可向非违约清算会员披露违约处置的进展信息。

我们理解，CCP 作为场外衍生品基础金融设施，其一大功能便是掌握及披露场外衍生品市场信息、在特定市场情况下，出于对于未能知晓具体情形而产生的市场恐慌反而可能加剧市场的不理性行为，对整个金融市场稳定产生不必要的负面影响。因此，对违约及违约处置程序予以保密，或许不是必然最佳的市场选择。是否需披露违约及违约处置流程的信息，不应当绝度化处理。

OTC Clear Rates and FX Derivatives Clearing Rules 1604

Whenever the Default Management Process is implemented by OTC Clear in respect of a Defaulting Clearing Member, OTC Clear will, with the assistance of the Default Management Group, provide such ongoing information to the Non-Defaulting Clearing Members as OTC Clear deems reasonably appropriate in respect of the progress of the Default Management Process, provided that OTC Clear is not under any obligation to disclose information in respect of the Default Management Process which, in the reasonable opinion of OTC Clear, may be subject to obligations of confidentiality, may constitute market sensitive data or is, in OTC Clear's reasonable opinion, inappropriate for disclosure to Clearing Members.

（四） 英国（LCH）

选取理由：

英国较为知名的清算所包括 LCH，其在 2008 年雷曼兄弟事件之中，通过自身成熟的机制，充分发挥中央对手方的风险管理能力，在短期内快速完成场外金融衍生品的处置，避免系统性风险的进一步扩大。

1. LCH 清算规则概述

LCH 清算规则的构成与前述清算机构略有不同，其并非全部合并在一份规则项下，而是针对区分不同事项，设置有不同的规则(Rule Book)，其中关于违约，单独有 LCH 违约规则(LCH Limited Default

Rules)。

2. 有关场外衍生品违约处置的规则

LCH 违约规则不同于前述清算机构，其在类似于通用部分后，分别对应不同产品专门规定不同的违约处置流程。与本案所涉外汇交易相关的为 Schedule 3 ForexClear DMP Annex。

LCH 关于外汇交易违约处置的流程，与上清所具有一定相似度。在出现违约后，由违约处置专家组协助 LCH 金融衍生品投资组合的拍卖分割、实施对冲交易减小风险，最后进入拍卖程序。

与《场外汇率及外汇衍生品清算规则》类似，LCH 违约规则，允许处理特定违约清算会员时，经与违约处置专家组协商后，可邀请违约清算会员派 1 名或多名代表参与违约处置专家组实施违约处置流程。

LCH Limited Default Rules Schedule 3 ForexClear DMP Annex 9.4

For the purpose of ForexClear DMG meetings convened to deal with a specific Defaulting FXCCM, the Clearing House may, after consultation with the ForexClear DMG, invite the Defaulting FXCCM to nominate one or more representatives to join the ForexClear DMG to assist it in carrying out its functions in the ForexClear Default Management Process for that Defaulting FXCCM, and request representatives from any other FXCCMs. In the event of receiving such request, the FXCCM shall be obliged to provide its nominated representative, or an alternate with appropriate skills, experience and expertise, as if the FXCCM were a member of the ForexClear DMG.

此外，在违约处置专家组的成立时间上，LCH 违约规则明确，需在违约通知送达后 1 个小时内或合理可实现的最短时间内完成。

LCH Limited Default Rules Schedule 3 ForexClear DMP Annex 9.2

The members of the ForexClear DMG shall also meet within one hour, or as soon as reasonably practicable, following notification by the Clearing House that a Default Notice has been served upon

an FXCCM……

我们理解，该等要求正是考虑到外汇市场尤其是外汇即期市场（若涉及对冲交易，可能在过程中需购买外汇即期合约以实现）短期内波动极大，若在出现特殊市场事件导致出现违约时，需尽快予以处置，以避免迅速波动的市场造成更无法估量的损失及影响。

（五） 欧洲（Eurex Clearing）

选取理由：

欧洲最为知名的清算机构之一为欧洲清算所（Eurex Clearing AG，下称“Eurex Clearing”），其属于 CCP12 成员之一。

1. Murex Clearing 清算规则概述

Eurex Clearing 设置有清算规则，另外针对违约处置单独有 Eurex Clearing 违约规则（FCM Default Rules of Eurex Clearing AG，下称“FCM-DR”）。

3. 有关场外衍生品违约处置的规则

Eurex Clearing 所规定的违约处置流程，主要可分为：对冲、对冲拍卖、组建独立的新交易等。

针对违约合约的处理，Eurex Clearing 召集违约处置专家小组（Default Management Committees）协助，并且基于不同的情形，甚至可召集多个违约处置专家小组予以协助。

我们理解，该等设计允许成立多个违约处置专家小组，在特定情形时，可保证工作效率，以最快速度取得最佳的违约处置结果，也保证意见的多元性，更加能够形成符合市场及实质公平、合理的违约处置方案。因此，Eurex Clearing 实际系在灵活性及违约处置的合理性上予以均衡。

FCM-DR 4.1.1

Eurex Clearing AG shall establish one or more default management committee(s) in accordance with this Number 4.1.1 and the DMC Rules (each a "Default Management Committee" or "DMC") ……