

Gary dewaal and associates 有限责任公司,  
Gary dewaal, 总裁

**从法律观点看交易所 或OTC 市场**

## 计划

2009年9月二十国集团领导人陈述既定目标：所有标准化的OTC合约应该是：

- 到2012年底，在交易所或电子交易平台进行买卖；
- 到2012年底，通过中央交易对手方清算；
- 1. 向交易资料库报告；及
- 2. 如非中央清算，则需受更高资本要求的制约。

## 履行

根据金融稳定委员会2013年4月15日第五次进展报告:

1. 欧盟、日本和美国的（最大OTC衍生品活动的主办国家）在实施立法和监管改革方面是最先进的。即便如此，也不可能在2013年底完全实现G-20承诺，更别说2012年年底。
2. 某些管辖区域预期与贸易报告相关的监管措施会今年生效，而某些监管辖区预计清算要求会在2013年或2014年生效。
3. 仅有三个管辖区对OTC衍生品的要求有（或期望很快有）被采纳并将在有组织的平台上进行交易。某些要求会在G20承诺日期前实现。

## 履行

据金融稳定委员会，建立中央清算需求，其发展停滞不前主要存在三大主要原因：

1. OTC衍生产品的标准化不足；
2. 位于辖区内的市场参与者不理解中央对手方结算机制（CCP），这为在辖区内交易最活跃的OTC衍生产品提供清算；且
3. 预期标准化OTC衍生产品的中央清算将发生在辖区内，且非强制性义务，因为市场参与者将面临各种诱因，如银行巴塞尔III框架，非中央清算交易的保证金要求等。

同时明确允许OTC衍生品定制（受限于巨大的资本要求）。同时也会颁布终端用户对“真实对冲”的典型预期。

## 履行

然而，对G15掉期交易商而言：

1. 截至2012年六月底，据估计，约95%利率总名义金额及信贷衍生工具资产类向交易资料库报告（商品、股票或外汇衍生品报告少）。
2. CCP为OTC利率衍生产品提供清算，到2013二月底，约50%流通股总交易名义总额已集中清算。

## 履行

### 美国

1. 2010年颁布《Dodd Frank法案》
2. 据主席詹斯勒5月16日讲话，所有商品期货交易委员会要求的规则已经确立了90%。掉期交易商向交易资料库报告，要求在2012年年底完成；所有实体单位及产品则在9月份完成。
  - a. 5月16日通过SEF核心原则；预计在12月开始交易
  - b. 为强制清算而设的审查掉期交易过程获得批准。所有标准化的IRS和信贷违约掉期将在九月底前清算完毕。
  - c. 国际引导需要在7月12日前最终确定。
3. SEC对基于证券的混合掉期交易有管辖权，但履行时间未定，将在完成时提出全面的履行计划。

## 履行

### 欧盟

立法（EMIR）批准，2012年底所有的OTC衍生品需强制向交易资料库报告。利率和信贷掉期交易需在7月底前报告，而外汇、商品和股票掉期交易需要再2014年1月底前报告。

1. 立法（EMIR）批准所有的OTC衍生品的强制中央清算。技术规定在2013年三月确定。首次清算确定预计在年底。清算义务于2014年夏天开始。
2. 立法（MIFID II和MIFIR）要求标准化的衍生品预计在2013年执行，执行地点需为其监管地。在2014年正式履行。
3. IRS 和CDS交易报告9月份完成，其他资产类别至2014年1月1日前完成。

## 履行

### 日本

1. 立法批准，2012年底所有的OTC衍生品需强制向交易资料库报告；从六月份月份开始报告。
2. 立法批准，所有的OTC衍生品进行强制中央清算。清算要求的实施从某些CDS及IRS产品开始（仅限于国内交易商）。
3. 2012年9月通过立法《金融商品交易法》，要求标准化衍生产品可在交易所或电子平台执行；需至少三年的时间才能逐步引入。



## 履行

### 中国

1. 立法批准，2012年底所有的OTC衍生品需强制向交易资料库报告；还没有实施计划
  - a. 中国有财务秘密和个人隐私方面的法律，防止财务信息的第三方披露，防止中国交易对手方向国外当局披露财务信息。
2. 立法建议强制OTC衍生品中央清算。SHCH同意在2012年12月进行RMB FFA清算，非强制性。
  - a. 上海清算所研究IRS中央清算
3. 所有标准化IRS和信用衍生工具可以在交易中心的交易平台上进行交易，非强制。

落实G20承诺存在的潜在问题

- 1 缺乏国际协调（见11页）。
- 2 隐私权。隐私权的法律法规，信息封锁法、赔偿要求和其他法律和政策可能会约束或限制对手向外贸资料库报告关于交易的信息。更别说国内的资料库。此外，由于辖区与辖区内的报告要求不同，因此各贸易资料库内总合数据的能力依旧受限。与统一产品和交易标示符相关的问题是必须要解决的问题
- 3 时间期限 不均匀的履行时间会有意想不到的后果。墨西哥不愿对美元墨西哥比索掉期交易实施强制的清算要求；因为这样的OTC衍生品不在本次美国强制清算要求范围之内。

## 国际协调

1. 在《Dodd Frank 法案》中，国会表明了其意图即 CFTC和SEC的规定适用于全球掉期交易市场，市场活动与美国有直接和显著的联系。
  - a. CFTC通过了临时规定，要求非美国的掉期交易商需适应其对交易水平的要求。实体水平要求有所延迟(除了SDR报告及与美国交易对手方的大宗掉期交易报告)。
  - b. SEC已提议方案用以遵守地方性法规法规中对实体和交易水平要求即监管对等的要求。
2. CFTC不会允许任何美国人通过非美国的CCP来进行交易清算，除非该CCP作为DCO服从监管。
3. ESMA 考虑不授权非欧洲CCPS进行互换清算。这将使得银行必须遵守巴塞尔协议III以维持其突出的资本问题。

## 益处

- CFTC主席詹斯勒在其5月16日发言中谴责了OTC衍生工具的无管制和不透明导致了2008年的金融危机。交易对手的信用风险之间的内部联系导致了风险传播，使得美国尤其是英国进行政府干预。等到监管机构意识到这个问题时，已经太晚了。
  1. 强制清算和执行将提高透明度。
  2. 市场参与者将会受益
  3. 所有OTC衍生品价格及数量信息的披露也会帮助市场参与者

## 担忧问题

1. **最大的担忧：清算所的集中风险：考虑到1974年以来的4次CCP失败：**
  - a. **储蓄银行清算所（1974）：食糖价格急剧提高，并没有伴随保证金增加**
  - b. **吉隆坡商品清算所（1983）：在棕榈油价格暴跌导致六个结算会员违约。**
  - c. **香港期货交易所（1987）。未能提高保证金；无头寸限制；清算会员的高度集中。要求香港政府对银行紧急救助**
  - d. **BM&F（1999）：突然贬值引起两个小的清算会员违约。中央银行干预。**
2. **保护客户资产。某些辖区进行的司法隔离，尤其是在美国，可能不会像其它由交易对手方用于OTC衍生品交易的保护措施那样有益。**
3. **有些终端用户可能没有足够的抵押-即使终端用户是强制清算要求的例外。**

## 期货化

1. 清算OTC及传统期货合约之间的界限越来越模糊。
  - a. 一些交易所(eg,CME (NYMEX), ICE) 已经将一些新的期货合约作为现存OTC衍生品合约的经济替代品上市。
2. 美国一些法律法规对期货有利。
  - a. 清算掉期保证金其清算周期为5天（除了某些大宗商品掉期交易）；期货通常需要1至两天
  - b. 信用证可能会被颁布为期货保证金而非掉期保证金
  - c. 税收待遇与掉期交易相比，期货更为有利。
3. 对已知的舒适度（期货对掉期清算）
4. 期货更具流动性
5. 国际交易一般都以期货形式进行

Gary dewaal and associates 有限责任公司

谢谢

任何问题?

Gary dewaal and associates 有限责任公司

美洲大道1180号809室

纽约, NY 10036

( 212 ) 3824615

[www.garydewaalandassociates.com](http://www.garydewaalandassociates.com)

27 May 2013