

场外衍生品交易者适当性立法 解读及建议^{*}

赵婧薇^{**}

摘要:《期货和衍生品法》中明确了金融机构开展衍生品交易业务应当履行交易者适当性管理义务。《衍生品交易监督管理办法(二次征求意见稿)》进一步细化了场外衍生品交易者适当性相关制度。本文提出场外衍生品交易者适当性构建具体路径:一是细化豁免交易者准入资格及豁免相关规定;二是明确交易者身份穿透核查的具体标准;三是增加交易者不履行如实告知义务的相应责任;四是参照金融机构对一定规模以上的大宗商品交易商进行监管。

关键词:场外衍生品交易 交易者适当性 专业交易者

交易者适当性制度是保护交易者、化解金融风险的重要制度之一。依据我国《期货和衍生品法》的规定,金融机构开展场外衍生品业务,应当履行

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

** 法学博士,就职于广州期货交易所。

交易者适当性管理义务。^[1]《衍生品交易监督管理办法(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》)第四章专章规定了交易者,进一步明确了交易者适当性制度。本文通过分析场外衍生品交易者适当性制度,结合我国现状,研究交易者的分类标准以及金融机构履行交易者适当性的要求。

一、我国场外衍生品交易者适当性制度现状

我国对于场外衍生品交易者适当性制度存在证券及期货业和银行业两方面标准。

在证券及期货业方面,2022年4月,《期货和衍生品法》首次从国家基础性法律层面明确了期货交易适当性制度。为了响应《期货和衍生品法》,2022年8月,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)修正了《证券期货投资者适当性管理办法》(以下简称《适当性管理办法》),在当中加入了衍生品交易中交易者的部分要求。从部门规章层级明确了场外衍生品交易者适当性可以适用该规定^[2]。《适当性管理办法》中沿用了与证券期货相同的专业投资者与普通投资者的交易者分类方式以及门槛,将适用范围扩大至衍生品。2023年3月,证监会首次公布了《征求意见稿》,并于2023年11月公布了《衍生品交易监督管理办法(二次征求意见稿)》(以下简称《二次征求意见稿》),《二次征求意见稿》共八章50条,以功能监管、统筹监管、严防风险、预留空间为原则,主要对衍生品交易和结算、禁止的交易行为、衍生品经营机构、交易者、衍生品交易场所、衍生品结算机构、衍生品交易报告

[1] 我国《期货和衍生品法》第31条规定:“金融机构开展衍生品交易业务,应当依法经过批准或者核准,履行交易者适当性管理义务,并应当遵守国家有关监督管理规定。”

[2] 《适当性管理办法》第2条第1款规定:“向投资者销售公开或者非公开发行的证券、公开或者非公开募集的证券投资基金和股权投资基金(包括创业投资基金,以下简称基金)、公开或者非公开转让的期货及其他衍生产品,或者为投资者提供相关业务服务的,适用本办法。”

库、衍生品行业协会等进行了规范。

在银行业方面,《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》规定,银行业金融机构应当高度重视衍生产品交易的风险管理工作,制定完善客户适合度评估制度,在综合考虑衍生产品分类和客户分类的基础上,对衍生产品交易进行充分的适合度评估。在客户分类上,将客户分为“除金融机构以外的个人客户和机构客户”。此外,2021年12月,中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、证监会、国家外汇管理局共同发布《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见(征求意见稿)》(以下简称《指导意见》),其中大部分内容与《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》重合,一旦《指导意见》正式出台,可能替代《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》。《指导意见》中规定能够参与境内场外衍生品交易的交易者范围包括境内企业及个人客户等。同时,《指导意见》要求金融机构主要面向非个人投资者开展衍生品业务,严格实施合格投资者标准审查。

二、我国交易者适当性制度立法的亮点及不足

目前,证监会层面的交易者适当性制度主要体现在2022年修正的《适当性管理办法》中。《适当性管理办法》制定了统一的适当性管理规定,是落实国务院有关文件部署和“依法监管、从严监管、全面监管”工作要求,明确、强化经营机构的适当性管理义务,切实保护投资者合法权益的重要举措。《征求意见稿》进一步贯彻落实了《期货和衍生品法》的精神,为衍生品市场风险管理提供了更为严密的制度支持。目前,我国交易者适当性制度相关立法既有亮点,又有尚待完善之处。

(一)我国交易者适当性制度立法亮点

《征求意见稿》第四章专章规定了交易者,分别通过限定交易者参与场外衍生品交易的资格、交易者身份核查、交易账户实名制等方面完善了交易者适当性制度。《征求意见稿》有以下亮点:

一是明确了场外衍生品交易者准入资格。《征求意见稿》第23条第2~3款规定:“衍生品行业协会和衍生品交易场所可以根据衍生品

合约标的资产类别不同等因素,设定差异化的交易者标准,但不得低于中国证监会规定的专业交易者标准。从事套期保值等风险管理活动的,可以按照规定豁免专业交易者的部分或者全部标准。”在设定差异化的交易者标准方面,我国《证券公司场外期权业务管理办法》中已经依据衍生品合约标的不同规定了不同的交易者标准。其中,商品类场外期权交易对手方应当是符合《适当性管理办法》的专业机构投资者,股票股指类等其他场外期权交易对手方除了要符合《适当性管理办法》中对专业机构投资者的要求,还应当满足其他条件^{〔3〕}。该办法充分考虑到股票股指类衍生品交易具有高杠杆效应,交易者目的多为放大投资收益,此类交易对交易者风险承受能力要求较高;而商品类衍生品交易者目的多为风险管理,参与交易的中小企业比重较大。据此,对股票股指类期权交易对手方的要求高于商品类场外期权交易对手方。

从场外衍生品发展的角度来看,设定准入门槛既能促进场外衍生品市场良性发展,又可以在一定程度上保护部分不具有交易能力的交易者。场外衍生品的主要作用为套期保值以及风险管理,投机作用较小。而对于普通交易者来说,投机期望大于套期保值与风险管理,对于场外衍生品良性发展无法起到较大的积极作用;且场外衍生品市场杠杆较高,透明度低于证券、期货市场,这就要求场外衍生品交易者应当具有更强的抗风险能力。

二是具有套期保值需求的交易者,可豁免“参与场外衍生品交易必须为专业交易者”的资格要求。由于《适当性管理办法》中对于专业投

〔3〕 这些条件可参见《证券公司场外期权业务管理办法》第24条的相关规定:“(一)法人、合伙企业或者其他组织参与的,最近1年末净资产不低于5000万元人民币、金融资产不低于2000万元人民币,且具有3年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等相关投资经验。(二)资产管理机构代表产品参与的,最近一年末管理的金融资产规模不低于5亿元人民币,且具备2年以上金融资产管理经验。(三)产品参与的,应当为合规设立的非结构化产品,规模不低于5000万元人民币,并符合以下条件:1.穿透后的委托人中,单一投资者在产品中权益超过20%的,应当符合《证券期货投资者适当性管理办法》专业投资者的基本标准,且最近一年末金融资产不低于2000万元人民币,具有3年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等相关投资经验;2.购买场外期权支付的期权费以及缴纳的初始保证金合计不超过产品规模的30%。”

投资者的门槛设置较高^{〔4〕},我国多数中小企业无法同时满足上述要求。可见,《征求意见稿》从我国市场情况出发,充分考虑我国中小企业的风险管理需求,对于中小企业及农户,赋予其参与衍生品交易资格豁免权限。充分利用场外衍生品可定制化特点,解决中小企业避险难、避险贵问题,同时体现监管的人民性。

三是在严防风险的前提下,为市场预留了空间。由于衍生品市场个性化程度相对较高,情况较为复杂,且处于不断变化之中,《征求意见稿》给予了衍生品行业协会和衍生品交易场所可以根据衍生品合约标的资产类别不同等因素,设定差异化的交易者标准的权利,防止“一刀切”对市场造成不利限制。

(二)我国交易者适当性制度立法尚待完善之处

基于我国国家机构改革现状以及我国现有经济结构等因素,我国交易者适当性制度立法仍存在尚待完善之处。

第一,与现有交易者适当性制度法律体系的融合方面尚待完善。例如,根据《适当性管理办法》的规定,专业交易者可以分为两种类型:一类是直接认定为专业交易者的主体;另一类是由普通交易者转化为专业交易者的主体。《征求意见稿》中能够申请场外衍生品交易豁免资格的主体是普通交易者。当一个交易者 of 普通交易者但满足转化为

〔4〕《适当性管理办法》第8条规定:“符合下列条件之一的是专业投资者:(一)经有关金融监管部门批准设立的金融机构,包括证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等;经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人。(二)上述机构面向投资者发行的理财产品,包括但不限于证券公司资产管理产品、基金管理公司及其子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品、经行业协会备案的私募基金。(三)社会保障基金、企业年金等养老基金,慈善基金等社会公益基金,合格境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII)。(四)同时符合下列条件的法人或者其他组织:1.最近1年末净资产不低于2000万元;2.最近1年末金融资产不低于1000万元;3.具有2年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历。(五)同时符合下列条件的自然人:1.金融资产不低于500万元,或者最近3年个人年均收入不低于50万元;2.具有2年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历,或者具有2年以上金融产品设计、投资、风险管理及相关工作经历,或者属于本条第(一)项规定的专业投资者的高级管理人员、获得职业资格认证的从事金融相关业务的注册会计师和律师。前款所称金融资产,是指银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货及其他衍生产品等。”

专业交易者的客观要件时,该交易者想参与场外衍生品交易,是要求其转化为专业交易者参与场外衍生品交易还是要求其以豁免资格的形式参与场外衍生品交易,应当予以明确。

第二,对于交易者是否应当身份穿透核查尚待明确。《二次征求意见稿》第25条第1款规定,衍生品经营机构应当严格履行交易者适当性管理义务,全面了解交易者情况,审慎核查交易者真实身份和交易目的,开展风险承受能力评估,充分揭示风险。与第一次《征求意见稿》不同的是,本次删除了要求交易者身份穿透核查的相关规定。在法律未明确是否应当对交易者进行身份穿透核查的情形下,衍生品经营机构是否有权开展身份穿透核查以及穿透后的交易者是否也必须符合《二次征求意见稿》第23条所规定的专业交易者的标准,仍待明确。

第三,交易者提供虚假信息的责任尚待细化。《二次征求意见稿》第25条第2款规定,交易者拒绝提供或者未按照要求提供信息的,衍生品经营机构应当告知其后果,并按照规定拒绝提供服务。但现实中除了存在交易者拒绝提供和未按照要求提供信息的情况外,还存在提供虚假信息的情况。交易者是否具有提供真实信息的义务,如果不如实提供,应当承担怎样的责任,均未予以明确。

第四,是否参照金融机构对大宗商品交易商进行监管尚待明确。《征求意见稿》仅对从事衍生品业务的金融机构进行监管,未明确大宗商品交易商是否纳入监管范围。如果不对大宗商品交易商进行监管,容易引发风险。根据国际证监会组织技术委员会2012年颁布的衍生品市场中介监管的国际标准,场外衍生品市场中介一般包括在场外衍生品市场从事交易、做市和提供中介服务的人,但不包括终端用户和上述从事交易、做市及提供中介服务以外的市场参与者。^[5] 实践中,部分大宗商品交易商在从事现货交易的同时还与不同客户进行衍生品交易,实际上承担着做市商以及撮合双方成交的经纪商职能,符合国际证监会组织技术委员会关于衍生品市场中介的定义。例如,美国嘉吉公司作为全球领先的以贸易为主的大宗商品交易商,主要提供农业、食

[5] 参见 IOSCO, International Standards for Derivatives Market Intermediary Regulation, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD381.pdf>, 2024年5月8日访问。

品、工业品等商品转换业务,^[6]嘉吉公司同时开展大量衍生品交易以实现风险管理的目的。嘉吉公司高级交易经理泰勒·舒尔茨在出席2017年国际农业风险管理论坛时提出,农产品供应链主要分为生产商、贸易商和终端需求商,生产商面临农产品生产和价格波动风险,贸易商面临农产品供应过程中的价格波动风险,终端需求商则面临价格波动风险和终端产品需求风险。从风险分类方面看,上述各方均面临农产品价格波动风险,这需要利用金融衍生品进行对冲转化。^[7] 当一个大宗商品交易商所收取的保证金的规模达到甚至超过其净资本时,其会使用客户提交的保证金开展大量投资或对冲交易。一旦市场行情波动异常,交易商出现对冲损失,其净资本不足以完全吸纳损失,则只能占用其他客户提交的履约保障品,从而实现风险外溢,形成风险传导。然而,目前大宗商品交易商并未被纳入监管范围,具有一定市场风险。

三、境外场外衍生品交易者适当性制度现状

(一) 美国场外衍生品交易者适当性制度现状

美国2000年《商品期货交易现代化法》确立了场外衍生品市场的合法地位,并明确了监管豁免政策,场外衍生品得益于宽松的监管环境而迅速发展。但当时美国以市场发展为主要目标,未意识到场外衍生品的风险性与投资者保护的重要性,交易者适当性制度并未建立。2008年国际金融危机后,美国金融市场监管当局认为场外衍生品的不规范化发展是引发金融危机的重要原因,于是将目光投向了场外衍生品市场。《多德-弗兰克法案》出台后,现有美国场外衍生品交易者适当性制度完全建立。

美国主要从资格门槛设定上建立场外衍生品交易者适当性制度。《多德-弗兰克法案》从资产、机构性质、注册地等方面划定了“合格合

[6] 一般指从空间(通过商品从其所在地区运输到其他地区)、时间(通过存储、消费、生产之间架起桥梁)和形式(通过混合或加工用于最终消费)上对商品进行转换。

[7] 《用期货管理农产品供应链中的风险》,载期货日报网,<http://www.qhrb.com.cn/articles/214193>,2024年2月1日访问。

约参与者”范围。商品期货委员会(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)和证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)根据《多德-弗兰克法案》,联合制定了《有关“互换交易商”“互换主要参与者”“证券互换交易商”“合格合约参与者”详细定义》的法律文件^[8]。该文件明确了合格合约参与者的范围,包括掉期交易商、基于证券的掉期交易商、主要掉期参与者和基于证券的主要掉期参与者。同时,该文件从机构性质、总资产、注册地等多个方面进一步定义了合格合约参与者(eligible contract participants, ECP)^[9]。美国《商品交易法》明确了合格合约参与者的具体要求,其场外衍生品交易者适当性制度与欧盟对比情况可见表1。实践中,CFTC对参与场外衍生品的资格监管也较为严格,CFTC曾就金融机构为零售客户提供场外衍生品交易服务而提起多起诉讼,如CFTC v. Yukom Communs等案中^[10],CFTC认为Yukom Communs等金融机构让不符合合格合约交易者身份的客户进行场外交易^[11],存在隐瞒零售客户令其认为其可以购买相关产品的欺诈行为,要求金融机构支付罚款及赔偿金,该诉求获得了美国第十一巡回法院的支持,保护了交易者的利益。

[8] 参见2023年5月23日《美国联邦公报》,文件网址为:<https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/%40lfederalregister/documents/file/2012-10562a.pdf>。

[9] 委员会在以下6个方面对“合格合约参与者”作了进一步定义。(1)如果外汇池直接进入零售外汇交易,且有一个或多个非ECP的直接参与者,则通常禁止该外汇池符合ECP资格;(2)在确定外汇池的参与者是不是ECP时,间接参与者不在考虑范围内,除非该外汇池持有直接或间接权益的商品池;(3)资产超过500万美元,且由美国《商品交易法》第1a(18)(a)条所述人员运营的商品池;(4)ECP包括掉期交易商、基于证券的掉期交易商、主要掉期参与者、基于证券的主要掉期参与者;(5)总资产超过1000万美元的金融商品池运营商(commodity pool operator, CPO)以及不违反美国《商品交易法》相关规定而成立的外汇池;(6)委员会就外汇池的ECP进行解释,其参与者仅限于非美国人。

[10] 案件编号:美国伊利诺伊州东区地方法院第19-CV-05416号。

[11] 指在“指定合约市场”之外的掉期交易。

表 1 美国与欧盟场外衍生品交易者适当性制度情况对比

对比项目	美国	欧盟
相关立法	《多德－弗兰克法案》 《商品交易法》	《金融工具市场指令》(修订版)(Markets in Financial Instruments Directive II , MiFID II) 《欧盟市场基础设施规则》(The European Market Infrastructure Regulation, EMIR)
场外衍生品交易者资格	需满足合格合约参与者资格	专业投资者
监管情况	从豁免监管到严格监管。 符合合格合约参与者资格的可参与场外衍生品交易,但对部分交易者采取豁免政策	进行专门的金融衍生品监管立法改革。监管模式正在从以往的“原则监管”向“规则监管”逐渐转变。交易者参与场外衍生品交易门槛相对较低
特点	建立了场外衍生品独立的资格门槛	交易者类型可以转化,同时对转化为专业投资者的投资者予以特殊保护

注:MiFID II 第 25 条规定,参与期货及衍生品交易的交易者应当满足适当性和适合性的审查;MiFID II 附录 II 规定了具体审查适当性和适合性的要求。

(二) 欧盟场外衍生品交易者适当性制度现状

欧盟通过设定交易者分类、完善类型转化规则、建立中小企业准入保护规则等,构建了场外衍生品交易者适当性制度。

在交易者分类方面,2007 年欧盟《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) 将场内、场外规定统一化^[12],首次规定了交易者分类并沿用至今,分类包括合格对手方、专业客户、零售客户,保护程度依次增加。三种分类并非绝对相互排斥,而是可以互相转化的。合格对手方包括投资公司、信贷机构、保险公司、可转让证券集合投资计划及其管理公司、国家政府及其相应机构等。

在交易者转化方面,2018 年欧盟《金融工具市场指令》(修订版) (MiFID II) 取代了 MiFID,进一步加强了投资者保护。MiFID II 附录 II

[12] MiFID II 中规定,商品衍生品及其他衍生品,由于其交易方式会引发与传统金融工
具类似的监管问题,应在金融工具之列。

中规定,普通交易者在满足一定交易规模时,遵循固定程序可以转化为专业交易者。尽管转化为专业投资者的投资者可放弃本来法律为其提供的一些保护,但不应推定这些投资者与专业投资者具有相同的市场知识和经验,其仍应得到特别保护^[13]。

四、我国场外衍生品交易者适当性构建总体思路

场外衍生品是重要的风险管理工具,在我国以中小企业为主要国民经济支柱的背景下,建议我国场外衍生品交易者适当性制度构建在总思路上满足以下两点:一方面,充分考虑我国现有经济结构,建立场外衍生品交易者适当性制度;另一方面,统一场外衍生品交易者适当性相关规定。

(一) 根据我国经济结构建立场外衍生品交易者适当性制度

《2017—2022 年中国企业经营项目行业市场深度调研及投资战略研究分析报告》显示,我国中小企业有 4000 万家,占企业总数的 99%,贡献了我国 60% 的国内生产总值、50% 的税收和 80% 的城镇就业。就我国而言,中小企业是我国经济发展的重要力量,是我国避险需求强烈的主体。

实践中,市场风向也确实如此。各类实体企业的避险需求增加,助推风险管理公司业务增长,风险管理公司的营利情况也有了明显改善,净利润水平大幅提高。根据中国期货业协会发布的数据,截至 2022 年年末,我国期货公司共 150 家,截至 2022 年 5 月 31 日,共有 96 家期货公司在协会备案设立 99 家风险管理公司。^[14] 以商品衍生品为例,风险管理公司业务中,中小企业场外商品衍生品全年累计新增名义金额 2658.23 亿元。上市公司场外商品衍生品全年累计新增名义金额 636.88 亿元。^[15] 以永安期货为例,2022 年下半年,剔除保险公司,开展商品类衍生品业务的客户有 240 家,其中普通投资者 172 家(占比

[13] 如严格审查相关实体的经理、董事及实际交易人的专业水平等。

[14] 中国证券监督管理委员会、中国期货业协会编:《中国期货市场年鉴 2022》,中国财政经济出版社 2023 年版,第 5 页。

[15] 同上,第 11 页。

71.67%),专业投资者68家(占比28.33%)。这些客户除贸易商外,主要为产业上下游客户,中小微企业较多,这些企业不能满足专业交易者的要求,但其具有较强的风险管理需求。

由此可见,就我国场外衍生品业务而言,中小企业的名义金额约为上市公司的4.17倍。中小交易者风险意识比较淡薄,投资专业知识相对匮乏,在设定场外衍生品交易者适当性制度时,应当充分考虑我国现有的经济结构以及关键主体的避险需求。

(二)统一场外衍生品交易者适当性相关规定

在我国,以证监会及中国人民银行协同监管的格局下,两部门监管的松紧度存在不一致现象,为保证场外衍生品市场稳定性,应尽量统一场外衍生品交易者适当性的相关规定。

美国在统一规定场外衍生品交易者适当性方面的思路主要为创新及调和:第一,引入新的受监管平台互换执行设施,废除原有的衍生品交易执行设施,建立独立的场外衍生品合格合约参与者资格门槛;第二,明确监管范围,详细说明易混淆的产品,CFTC负责监管一般互换产品^[16],SEC负责监管证券类互换产品^[17],CFTC和SEC共同监管混合类互换产品^[18];第三,在衍生品交易平台是否可以向个人交易者(无合格合约参与者资质的人)提供服务上,要求仅允许个人交易者在交易所参与交易。

在我国现有监管格局的前提下,可以通过调整具体制度统一场外衍生品交易者适当性的相关规定,但统一并不意味着完全一致,还需充分考虑市场客观规律及需求。

[16] 《多德-弗兰克法案》列示的一般互换产品包括利率互换、利率上限期权、货币互换、外汇互换、总收益互换、股指互换、权益互换、债务互换、信用违约互换等。

[17] 《多德-弗兰克法案》列示的证券类互换产品包括窄基证券指数、单一证券或贷款、前两种标的发行者的有关事件。

[18] 指同时满足一般互换与证券类互换定义的衍生产品。

五、场外衍生品交易者适当性制度构建具体路径

关于场外衍生品交易者适当性制度构建的具体路径,本文有4个方面的建议。

(一) 细化交易者准入资格及豁免的相关规定

在明确场外衍生品交易准入资格方面,本文认为《征求意见稿》已经给出了较好的回答,即明确场外衍生品交易者应当符合专业交易者资格,同时,对于从事套期保值等风险管理活动的交易者也有相关的豁免条款。但对于豁免的标准、套期保值的认定尺度以及对豁免主体是否应当给予特殊保护仍需予以明确。建议由衍生品交易场所、衍生品行业协会等自律组织制定具体的豁免标准以及套期保值的认定尺度。就目前而言,各交易所对中小企业及农户均有豁免政策。以大连商品交易所为例,根据《大连商品交易所场外业务参与者管理办法(试行)》的规定,申请成为衍生品交易商,应当符合注册资本及净资产均不低于5000万元,取得期货业协会开展衍生品业务的备案,具有健全的内部控制、风险管理和衍生品业务实施方案,近三年无重大违法违规行为等标准(上述标准明显高于《适当性管理办法》中专业投资者的标准)。同时,大连商品交易所开展的“企风计划”“农保计划”中推出进一步降低或免除企业参与门槛条件、提高项目支持的标准,让更多具有风险管理需求的交易者,以更低标准(豁免了部分或全部适当性要求)参与衍生品交易。由于不同品种风险不同,交易者准入标准不同,还需要根据品种类型以及风险控制要求制定细化规则。例如,大连商品交易所“企风计划”根据品种的不同设置了不同的套保量最低标准。^[19] 大连商品交易所开展的“企风计划”“农保计划”多以项目申请方式开展,对于交易者资质采取一一审查的方式。就现阶段而言,建立统一的豁免标准规则时机尚不成熟,建议继续保持由衍生品交易场所逐一审查认定具体的豁免标准以及套

[19] 例如,铁矿石套保量最低标准为5000吨,玉米、玉米淀粉等为2000吨,生猪、黄大豆1号等为1000吨。

期保值的认定尺度。原因在于,不同品种存在的差异、交易者是否具有健全的内部控制体系、风险管理和衍生品业务实施方案等决定着哪些条件可以豁免,而上述因素均需要专业的个性化判断,目前可参考的类似范本较少,难以形成量化标准。豁免制度大幅度降低了参与衍生品交易的门槛,其初衷在于服务实体经济,但在一定程度上引入了市场风险,当前我国衍生品市场正处于规范化发展的初期,应当更为谨慎。建议在《衍生品交易监督管理办法》正式出台,衍生品市场规范发展一段时间后,衍生品交易场所、衍生品行业协会通过总结市场规律形成更为符合市场规律的标准。此外,建议增加对于豁免专业交易者的主体特殊保护条款。申请豁免的主体多为具有风险管理需求的中小企业,这类主体必然不具有与专业交易者相同的市场知识以及相关投资经验,尽管允许其参与场外衍生品交易,但是不应因此降低对其保护程度。

综上,建议在《征求意见稿》第23条规定:“从事套期保值等风险管理活动,且不满足普通交易者向专业交易者转换条件的交易者,可以按照规定豁免专业交易者的部分或者全部标准,但不应推定此类交易者与专业交易者具有相同的市场知识和经验。”

(二)明确交易者身份穿透核查的具体标准

交易者身份穿透核查的目的是识别风险承担人,预防发生风险错配的问题。^[20] 穿透核查的底层逻辑是查明穿透关系以及穿透后交易者的风险承担能力,从而避免风险错配。而《征求意见稿》未明确穿透核查后的交易者的标准,为避免衍生品交易主体范围扩大、避免交易者错配与其风险承受能力不符的衍生品、保护交易者的利益,应确立身份穿透核查制度,该制度能够有效识别风险,预防风险转嫁,预防交易者交易与其风险承受能力不相匹配的衍生品。建议在《征求意见稿》中明确规定应当对交易者实施穿透核查制度,且经穿透核查后的交易者应当符合《征求意见稿》第23条的要求。要求穿透核查后的交易者符合原有适当性制度要求是目前的通行做法。例如,我国《证券公司场外期权业务管理办法》第24条规定,穿透后的委托人中,单一投资者在产品中权益超过

[20] 参见张婧:《穿透式监管在资管业务中的法制化研究》,载《经济问题》2022年第10期。

20%的,应当符合《适当性管理办法》专业投资者的基本标准。

当存在多层穿透关系时,如果对多重关系一一核查,监管部门的成本巨大,难以实现,此外,无限扩张式穿透监管应用范围的本质是扩大司法监管权和金融监管权,会形成政府对市场产生负面影响的不良后果。^{〔21〕} 但如果不实施穿透核查,一旦最终交易者不符合监管要求,则可能面临高杠杆的金融风险,而且交易者自身利益也难以保障。因此,界定一个合理的穿透界限,既能满足穿透交易者身份的目的,又不触及监管权限过大的问题,同时能够节约监管成本。

(三) 建议增加交易者不履行如实告知义务的相应责任

《征求意见稿》第25条规定,交易者拒绝提供或者未按照要求提供信息的,衍生品经营机构应当告知其后果,并按照规定拒绝提供服务。建议进一步明确两个内容:

一是交易者提供虚假信息时,衍生品合约效力未受到影响。目前我国法律规定中与如实告知义务相关的条款分为两类:一类为因未履行如实告知义务而对合同效力产生实质性影响,如保险合同中的告知义务^{〔22〕};另一类为未履行如实告知义务,不对合同履行产生实质性影响,如买卖合同中卖方未告知商品存在不影响使用的瑕疵。^{〔23〕} 上述两类情况均应当由未告知人承担相应责任。在交易者提供虚假信息,衍生品经营机构依据虚假信息提供了相关服务,衍生品交易已经达成,且提供的虚假信息不是目前法律所规定的交易无效的情形下,交易者应当对交易结果承担违约责任与违约责任。

二是交易者提供虚假信息,衍生品经营机构未拒绝为其提供服务,衍生品经营机构不应承担相应责任。《征求意见稿》第25条本质是规定了交易者的如实告知义务,以保证衍生品经营机构能够精准匹配相应的产品,有效地控制金融风险,保障交易者利益。为进一步保护交易者利益,目前的规定在一定程度上增加了衍生品经营机构的责任,即衍生品

〔21〕 参见赵姿昂:《资产管理案件穿透式审判探析》,载《人民论坛》2021年第7期。

〔22〕 参见潘红艳:《〈保险法〉中投保人如实告知义务条文的结构性解读及完善》,载《法学杂志》2020年第2期。

〔23〕 参见郑臻:《拍卖人瑕疵说明义务认定与标准——以2012—2020年已判决案例为样本的分析》,载《山东大学学报(哲学社会科学版)》2023年第4期。

经营机构需审核该信息是否真实,如不真实则按规定拒绝提供服务。但现实中衍生品经营机构对于真实性的审核多限于形式审核,难以审核出交易者隐瞒真实信息故意提供虚假信息的情况。当交易者故意提供虚假信息去交易与其风险承受水平不相符合的衍生品时,应当推定该交易者放弃了法律对其的特殊保护,衍生品经营机构不应为没有拒绝为其提供服务而承担责任。

(四) 参照金融机构对一定规模以上的大宗商品交易商进行监管

建议综合考虑大宗商品交易商的交易量、持仓情况、交易频率等因素,确定监管尺度。

境外立法中存在对一定规模以上的非金融机构参照金融机构管理的惯例。例如,依据《欧盟市场基础设施规则》的规定,清算阈值是ESMA介入非金融交易对手方监管的重要指标。ESMA在设定清算阈值时,应考虑每个对手方和每类场外衍生品合同的净头寸和风险敞口总和的系统相关性。在适当情况下,适用于金融对手方的规则也应适用于非金融对手方。《欧盟市场基础设施规则》第10(1)条中规定,非金融交易对手方在场外衍生品合约中建仓的,当其超过一定规模^[24]时,该非金融交易对手方将参照金融交易对手方接受ESMA的监管。^[25]

一些大宗商品交易商基于套期保值或者风险管理等目的参与衍生品交易,交易量不大,风险敞口较低,其本质仍是交易者,不宜参照金融机构进行监管。但是,部分大宗商品交易商进行现货交易的同时还大量开展衍生品交易,此时,大宗商品交易商本质不再是一般的交易者,而是衍生品交易的信用和资产中介,类似金融机构在衍生品交易中的地位,可能引发风险。因此,建议评估大宗商品交易商的持仓情况、交易量、交

[24] 每12个月,持有场外衍生品合约的非金融交易对手方应当计算其前12个月的月末平均头寸总额,并能够证明计算前12个月的总月末平均头寸不会导致风险。如果非金融交易对手方不计算其头寸,或其一个或多个类别的场外衍生品计算结果超过了《欧盟市场基础设施规则》第4款1项b点规定的清算阈值(由非金融交易对手方向ESMA明确情况并说明清算时限),如评估存在风险或超过4个月未计算头寸,则需要接受ESMA的监管,承担4个月内清算所有相关衍生品合约的义务。

[25] See ESMA, The European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32012R0648>, visited July 2, 2024.

易频率等多方面因素,在《衍生品交易监督管理办法》中规定超过一定阈值的大宗商品交易商参照金融机构监管,接下来,由衍生品交易所或衍生品行业协会根据我国大宗商品交易商在场外衍生品交易中的持仓情况等对阈值予以具体确定。

(编辑:徐伟浩 宋 澜)