

# 立法會 *Legislative Council*

立法會CB(1)2310/11-12號文件

檔 號：CB1/SS/14/11

**2012年7月6日內務委員會會議文件**

**《2012年證券及期貨(期貨合約)公告》小組委員會**

## 目的

本文件旨在匯報《2012年證券及期貨(期貨合約)公告》小組委員會(下稱"小組委員會")的商議工作。

## 背景

2. 2008年末爆發的全球金融危機暴露了場外衍生工具市場存在結構性缺點，並對整體市場以至經濟構成系統性風險。在全球金融危機過後，二十國集團領袖承諾推行改革，規定

- (a) 強制性向交易資料儲存庫匯報場外衍生工具交易；
- (b) 強制性通過中央交易對手結算所結算標準化場外衍生工具交易；
- (c) (因應適當情況)強制性在交易所或電子交易平台進行標準化場外衍生工具交易；及
- (d) 對非中央結算的場外衍生工具交易實施較高的資本要求。

3. 這些規定旨在減低交易對手風險、提高整體透明度、防範市場操控，以及最終讓監管機構能更有效評估、緩減及管理場外衍生工具市場的系統性風險。

4. 為配合二十國集團領袖的承諾，政府當局、香港金融管理局(下稱"金管局")及證券及期貨事務監察委員會(下稱"證監

會")合力為香港制訂場外衍生工具市場監管制度。政府當局計劃在2012-2013年度向立法會提交相關的條例草案，為設立香港的場外衍生工具市場監管架構立法。新制度中會引入多項措施，當中包括強制性結算責任，市場參與者將須透過某指定的中央交易對手結算所為若干場外衍生工具交易進行結算。

5. 據政府當局所述，儘管強制性結算尚未實施，但市場參與者已陸續以自願形式，透過受規管的中央交易對手結算所結算場外衍生工具交易。美國、歐洲及新加坡已有相關安排。市場參與者在決定選用哪一個中央交易對手結算所進行自願結算時，要考慮的其中一個主要因素是透過該中央交易對手結算所結算的交易，能否享有無力償債凌駕條文的保障。<sup>1</sup> 無力償債凌駕條文的保障必須由法例賦予。很多主要市場的法例已對透過其所在司法管轄區的中央交易對手結算所結算的交易賦予該項保障。然而，就香港而言，該項保障只會賦予證券及期貨合約交易，而不會賦予場外衍生工具交易。假如法例維持不變，香港的市場參與者如要為場外衍生工具交易進行自願結算，便只能透過海外的中央交易對手結算所進行結算。

### 《2012年證券及期貨(期貨合約)公告》

6. 為支持場外衍生工具交易進行自願結算，在香港推行全面的場外衍生工具市場監管制度之前，財政司司長根據《證券及期貨條例》(第571章)第392條於2012年5月4日在憲報刊登《2012年證券及期貨(期貨合約)公告》(下稱"該公告")，訂明載列於該公告附表的任何結構性產品須視為《證券及期貨條例》若干條文所指的期貨合約。該公告的整體效應是 ——

- (a) 使該結構性產品在符合以下說明的情況下，能夠成為"市場合約" ——
  - (i) 交易是經由認可結算所結算及訂立約務更替；及
  - (ii) 交易是在認可交易所達成或受認可交易所的規章規限，並因而能夠

---

<sup>1</sup> 享有無力償債凌駕條文保障的交易不會依據一般的無力償債法例被撤銷。該等保障須由法例賦予，並通常賦予透過受規管的中央交易對手結算所結算的交易。該項保障的目的是為透過中央交易對手結算所結算的交易賦予最終交收的法律確定性。

- (b) 享有根據《證券及期貨條例》第III部第3分部所訂的無力償債凌駕條文賦予的保障。

## 小組委員會

7. 在2012年5月11日內務委員會會議上，議員同意成立小組委員會研究該公告。涂謹申議員獲選為小組委員會主席。小組委員會的委員名單載於**附錄I**。小組委員會曾舉行3次會議，與政府當局會晤及審議該公告。

## 小組委員會的商議工作

8. 小組委員會商議的主要事宜包括：成立本地中央交易對手結算所為場外衍生工具進行自願結算的好處；核准本地中央交易對手結算所為認可結算所的程序及準則；擬議本地中央交易對手結算所為場外衍生工具結算實施的風險管理措施；政府及證監會就擬議本地中央交易對手結算所可能承擔的法律責任；以及政府應否救助本地中央交易對手結算所。本報告下文各段綜述小組委員會的商議工作。

## 強制結算場外衍生工具

9. 鑒於建議的自願結算場外衍生工具交易的安排旨在為日後在香港推行全面的場外衍生工具市場監管制度鋪路，小組委員會曾研究以下事宜 ——

- (a) 香港是否必須依循"二十國集團的規定"，強制通過中央交易對手結算所結算場外衍生工具交易；及
- (b) 如香港選擇不依循"二十國集團的規定"，將會對香港帶來甚麼損失或影響。

10. 政府當局表示 ——

- (a) 二十國集團要求對標準化場外衍生工具貫徹推行強制性結算、交易及匯報規定，並對非中央結算的場外衍生工具交易實施更高的資本和保證金要求，目的是要提高市場透明度，緩減系統性風險和防止市

場被濫用。二十國集團授權金融穩定委員會<sup>2</sup>監測各成員落實改革監管措施的進度。香港作為金融穩定委員會的成員，有責任遵循它們所訂的指引，以達致金融穩定的目標。這些措施對加強香港作為國際金融中心有關鍵作用。

- (b) 相關的場外衍生工具市場改革措施包括強制性結算，這些措施將有助提高市場透明度，緩減系統性風險和防止市場被濫用。推行這些改革措施將能使香港更有效地管理場外衍生工具市場相關的風險。
- (c) 鑒於場外衍生工具市場的全球及跨境性質，如不依循二十國集團的規定，有關的場外衍生工具交易可能因其他市場收緊規管而流入未受監管的市場，以致帶來監管套戥的風險。香港作為金融穩定委員會的成員，有責任遵循它們所訂的指引，以達致金融穩定的目標。

#### 成立本地中央交易對手結算所為場外衍生工具進行自願結算的好處

11. 雖然香港有責任依循二十國集團對標準化場外衍生工具推行的強制性結算、交易及匯報規定，但小組委員會委員質疑香港是否有需要或適宜成立本地中央交易對手結算所，以提供場外衍生工具的結算服務。就此，小組委員會要求政府當局解釋成立本地中央交易對手結算所及推行自願結算安排的好處。

12. 政府當局確切表明，成立本地中央交易對手結算所，好處良多，重點如下 ——

- (a) 透過由證監會規管的本地中央交易對手結算所結算，將為香港市場參與者帶來若干操作上的好處。由於市場參與者和本地中央交易對手結算所位處同一時區，透過本地中央交易對手結算所結算不僅方便溝通，抵押品亦可在本地持有，要取回也較為方便。一旦發生違約事件，證監會及金管局可更有效地協助本地市場參與者，並監察事件會否對本地市場造成任何潛在的系統性影響。

<sup>2</sup> 金融穩定委員會是國際組織，其成立目的是在國際層面上統籌主管金融事務的政府當局及制訂標準的國際組織的工作，並發展和促進有效規管、監管及其他金融業政策的實施。香港金融管理局是該委員會的成員。

- (b) 為加強場外衍生工具市場抵禦衝擊的能力，中央交易對手結算所是有必要成立的市場基礎設施。在香港設立這項具關鍵作用的市場基礎設施，會有助保持本地金融體系穩定，並鞏固香港的國際金融中心地位。
- (c) 設立本地中央交易對手結算所可為本地／區內市場獨有的市場產品提供結算，而大部分這些產品目前不在全球性中央交易對手結算所的涵蓋範圍內。因此，設立本地中央交易對手結算所不僅滿足本地／區內市場需要，更會吸引有意參與本地／區內場外衍生工具市場的海外金融機構，加入成為本地中央交易對手結算所會員。此外，本地中央交易對手結算所更能掌握本地市場特有的風險或與本地參與者相關的風險。
- (d) 本地中央交易對手結算所將會成為香港基礎設施的重要組成部分，使本港作好充分準備，把握進一步放寬人民幣限制帶來的商機，並加強香港作為離岸人民幣業務中心的地位。在其他司法管轄區，有些中央交易對手結算所已為港元及人民幣場外衍生產品提供中央結算服務，因此容許這些產品在香港進行自願結算既使香港能夠與海外市場競爭，又可鞏固香港作為離岸人民幣業務中心的地位。
- (e) 鑒於人民幣活動迅速增長，香港越來越需要設立適當的基礎設施，以促進資金融通和風險管理，特別是配合場外衍生工具市場。一些主要金融中心(如新加坡及倫敦)都正在積極把握這個業務範疇的潛在增長機遇，在這方面的工作包括修改法例及設立基礎設施。香港監管機構必須採取迅速行動，推行必要措施，加快相關監管架構及基礎設施的發展，以迎接這項挑戰，穩守香港在金融領域的強項，免使競爭優勢受損，坐失本地中央交易對手結算所帶來的商機。
- (f) 亞洲市場的特點往往是市場上有不少較小型的本地參與者，例如作為金融中介人的本地銀行，它們從事場外衍生工具活動(尤其是利率掉期及外匯衍生工具)作為綜合銀行業務的一部分。成立本地中央交易對手結算所可使這類未能符合全球性中央交易對

手結算所會員資格的參與者有機會獲得中央結算服務。本地市場參與者亦可更方便取回抵押品。應注意的是，本地中央交易對手結算所會員仍須符合嚴格的參與資格，本地中央交易對手結算所的風險管理亦須達國際標準。

13. 關於在強制性結算實施前推出自願結算安排的原因，政府當局指出，國際趨勢及經驗顯示，市場參與者已陸續以自願形式，透過受規管的中央交易對手結算所結算場外衍生工具交易。市場參與者明白越早開始中央結算，便越能為落實強制性結算責任作好準備。他們也理解為場外衍生工具交易進行中央結算，有助緩減風險，並可為本身及整體市場帶來好處及保障。從中央交易對手結算所的角度來看，在推行強制結算責任前先行提供自願結算，亦可讓中央交易對手結算所循序漸進，與市場參與者緊密合作，確保結算所暢順運作，為最終實現強制結算作好準備。

#### 成立本地中央交易對手結算所為場外衍生工具交易提供結算服務的計劃及進程

14. 關於場外衍生工具交易的建議自願結算安排，小組委員會曾研究以下事宜 ——

- (a) 有關當局／各方已經及將會採取甚麼步驟成立本地中央交易對手結算所，為場外衍生工具交易進行自願結算，以及預計所需的時間；
- (b) 在自願結算制度下擬涵蓋的產品種類；及
- (c) 場外衍生工具交易的預計數量，以及此數量在全球場外衍生工具交易的數量中所佔的百分比。

15. 為回應委員關注的問題，政府當局提供以下資料 ——

- (a) 香港交易及結算所有限公司(下稱"香港交易所")已成立一間香港註冊的新附屬結算公司作為中央交易對手結算所，為場外衍生工具交易提供結算服務(該結算所下稱"場外衍生工具結算所")。場外衍生工具結算所將會與香港交易所現有的結算所各自獨立運作，並由本身的營運部及風險管理部提供場外交易結算支援。

- (b) 場外衍生工具結算所將有本身的結算所規則、程序及會員協議。香港交易所已擬備有關規則的草擬本，在擬備過程中，曾考慮由支付及結算系統委員會<sup>3</sup>及國際證券事務監察委員會組織在2012年4月公布題為《金融市場基礎設施的原則》的報告(下稱"《基礎設施原則報告》")<sup>4</sup>，該報告回顧從最近金融危機所得的經驗，並反映國際監管機構為提高金融體系的穩定性而共同認為應適用於世界各地中央交易對手結算所及其他金融市場基礎設施的標準。證監會和金管局均為《基礎設施原則報告》的技術委員會的會員。場外衍生工具結算所亦曾在適合情況下，參照海外司法管轄區中可相比的中央交易對手結算所，以及香港交易所現有衍生工具結算所的規則條文、編排和草擬常規。
- (c) 在發展結算平台方面，香港交易所與系統供應商 Calypso Technology Inc (下稱 "Calypso") 簽訂協議，為香港交易所設立場外衍生工具結算系統。經過審慎篩選後，Calypso 獲選為系統供應商。該公司的結算所系統被廣泛用於其他市場，因此部分市場參與者對 Calypso 的系統運作已十分熟悉。設立系統的進度良好，供應商正進行設計和開發工作。根據設立系統的時間表，用戶驗收測試程序將於2012年第三季展開。隨後，所有準結算會員會在9月份進行市場演練，預計系統在2012年第四季投入運作。
- (d) 為確保場外衍生工具結算所可在2012年年底前開始運作，必須按照以下時間表落實各項主要進程及重要事項 ——

| <u>事項</u>              | <u>預定日期</u> |
|------------------------|-------------|
| 制定《2012年證券及期貨(期貨合約)公告》 | 2012年6月     |
| 與準結算會員洽談               | 2012年6至8月   |

<sup>3</sup> 支付結算系統委員會由國際結算銀行成立。

<sup>4</sup> 政府當局已提交《基礎設施原則報告》內有關原則及責任概覽的摘錄(該摘錄已隨立法會CB(1)2079/11-12(02)號文件發出)。

| <u>事項</u>                                 | <u>預定日期</u> |
|---|-------------|
| 確定中央交易對手結算所的業務模式、風險管理框架和相關文件，包括規則、程序及會員協議 | 2012年7月     |
| 完成結算平台發展                                  | 2012年第四季    |
| 證監會認可場外衍生工具中央交易對手結算所                      | 2012年第四季    |

- (e) 場外衍生工具結算所開始營運時將為利率掉期及不交收遠期外匯合約提供結算服務，這兩類資產均屬高流通及高度標準化的場外衍生工具產品。在決定產品的覆蓋範圍時，場外衍生工具結算所把優先考慮的重點放在港元場外衍生工具市場、離岸人民幣衍生工具市場及人民幣不交收遠期合約市場，因為此等產品對香港有系統重要性。上述市場對香港作為金融中心至關重要，因為此等市場的交易量很大部分來自本地和內地機構。
- (f) 根據2009年的調查數據，香港的場外衍生工具交易量估計為166,207億9,000萬美元(以名義總額計算)。估計香港的場外衍生工具交易佔全球場外衍生工具市場少於1%。

16. 政府當局強調，如期制定該公告是實施上述時間表的關鍵，因為該公告可建立法律框架，以規管在香港成立中央交易對手結算所作為《證券及期貨條例》下的"認可結算所"<sup>5</sup>，為場外衍生工具交易提供結算服務。該公告亦可確保通過認可中央交易對手結算所結算的場外衍生工具交易享有《證券及期貨條例》為認可結算所提供的無力償債保障。此法律框架和無力償債保障是市場參與者決定是否使用中央交易對手結算所自願結算場外衍生工具交易的關鍵因素。在這些監管場外衍生工具結算所的基本法律和規管措施生效後，市場參與者才會認真考慮是否成為該結算所的會員。如沒有準結算會員在早期積極參與或投入工作，結算所在本年年年底將難以完成會員錄取程序，因為研究結算規則及程序和會員錄取程序的工作需要準結算會員投入大量時間和資源，而有關程序可能需時數月才能完成。

<sup>5</sup> "認可結算所"是指根據《證券及期貨條例》第37條獲認可為結算所的公司。



因此，延遲制定該公告可導致場外衍生工具結算所的成立進程出現重大延誤。

#### 有關場外衍生工具結算所的財務資料

17. 為瞭解香港交易所成立場外衍生工具結算所的投資情況及該結算所的業務前景，小組委員會曾研究成立該結算所的估計資本投資額及該結算所的經常開支。小組委員會在閉門簡報會上聽取當局簡介相關資料，包括場外衍生工具結算所收取的費用及各收費水平、估計成交額、預計收支平衡點、營運初年的預計損益情況，以及海外中央交易對手結算所收取費用的資料。

#### 核准本地中央交易對手結算所為場外衍生工具交易提供結算服務的程序

18. 由於場外衍生工具結算所須獲證監會認可為《證券及期貨條例》第37條下的結算所才可運作，因此小組委員會要求當局提供資料，述明證監會核准本地中央交易對手結算所和授權該結算所為特定種類的場外衍生工具交易提供結算服務所採取的程序，以及涉及的相關考慮因素及準則。

19. 政府當局表示 ——

- (a) 根據《證券及期貨條例》，在香港成立中央交易對手結算所作為認可結算所，為場外衍生工具交易提供結算服務，須受證監會規管。
- (b) 根據《證券及期貨條例》第37(1)及(2)條，在核准某中央交易對手結算所為認可結算所前，證監會必須信納這樣做就維護投資大眾<sup>6</sup>的利益或公眾利益而言是適當的，或對妥善規管證券或期貨合約的市場是適當的。證監會亦可以附加其認為合適的核准條件。在向中央交易對手結算所給予該項核准前，證監會必須先諮詢財政司司長。
- (c) 根據《證券及期貨條例》第41條，認可結算所的規章或對該等規章作出的任何修訂，必須得到證監會批准。證監會在核准某中央交易對手結算所作為認可結算所時，主要的考慮因素是該結算所的風險管

---

<sup>6</sup> 政府當局指出，場外衍生工具市場主要是由機構投資者參與的金融市場。

理措施的穩健程度及該結算所的營運能力。除非證監會信納該中央交易對手結算所的風險管理措施穩健，並能審慎管理所承受的風險，否則不會向該結算所給予核准。

- (d) 證監會將會要求場外衍生工具結算所遵從《基礎設施原則報告》內的全球新標準，並制訂處理市場受壓時的計劃。

### 透過成立中央交易對手結算所可如何降低風險

20. 鑒於由中央結算場外衍生工具的交易可有效地減低和管理場外衍生工具市場的系統性風險，小組委員會曾研究透過成立本地中央交易對手結算所進行自願結算可如何降低與場外衍生工具交易有關的風險。

21. 據政府當局所述，透過中央交易對手結算所結算場外衍生工具交易，有助減低市場內的風險。在交易雙方之間設立管理穩健的中央交易對手結算所，可在市場參與者違約時由該結算所管理平倉交易及維持市場穩定。中央交易對手結算所在交易雙方之間擔任每一方的交易對手，此項安排可使中央交易對手結算所執行多邊淨額結算，從而有助減低交易對手風險。結算所設立穩健的風險管理制度，可有效地管理及減低風險，例如結算所可要求結算會員提供抵押品作為保證金及繳納擔保基金。當有結算會員未能履行結算責任時，虧損將由所有結算會員共同承擔，藉此可減低系統性風險。<sup>7</sup>

22. 政府當局進而表示，中央交易對手結算所透過更精簡及自動化的交易程序進行結算，可減低營運風險，而透過更高效的抵押品管理及標準化的風險管理，也能使營運效率進一步提高。雷曼倒閉事件已證明中央交易對手結算所的存在有助減低風險。在2008年9月，LCH.Clearnet<sup>8</sup>成功處理雷曼兄弟9萬億美元的利率掉期違約，而沒有令其他結算會員及中央交易對手結算所本身蒙受損失。LCH.Clearnet持有的保證金已足夠解決該次違約事件。

<sup>7</sup> 香港交易所已提供有關場外中央交易對手結算所的風險管理框架如何減低風險的進一步資料(有關資料已隨立法會CB(1)2079/11-12(02)號文件附件二發出)。

<sup>8</sup> LCH.Clearnet位於倫敦，是為利率調期合約提供結算的最大中央交易對手結算所。

## 場外衍生工具結算所作為認可結算所實施的風險管理措施

23. 小組委員會察悉，由於中央交易對手結算所在交易雙方之間擔任每一方的交易對手，它實際上是為其結算的交易承擔交易對手風險的法律責任。因此，小組委員會深切關注場外衍生工具結算所將會承擔的風險。就此，小組委員會曾深入研究結算所將會實施的風險管理措施。

24. 政府當局向小組委員會保證，場外中央交易對手結算所將實施穩健的風險管理措施，確保能審慎管理所承擔的風險。通過結算所結算的場外衍生工具交易的規模，將因應結算所固有的資本和保證金要求而受到限制。有關的風險管理措施包括

- (a) 場外衍生工具結算所只接受具高流通性和高度標準化的場外衍生工具為結算產品。經證監會批准後，結算所初期只會為兩種普通產品提供結算服務，分別為利率掉期合約和不交收遠期外匯合約。在推出任何新產品前，場外衍生工具結算所會通過嚴謹的決策過程，以檢定產品是否具有足夠的流通性和是否標準化，可進行中央結算，包括須獲場外衍生工具結算所的董事會、其風險管理委員會和產品諮詢委員會的批准。特別一提的是，結算所的風險管理委員會和產品諮詢委員會將有非執行董事和結算會員擔任代表。此外，任何新產品的推出須得到證監會批准。在考慮是否為新產品進行結算前，場外衍生工具結算所(作為《證券及期貨條例》下的認可結算所)須顧及其在《證券及期貨條例》第38條下的法定責任，以確保審慎管理與其業務及營運有關聯的風險，並須以維護公眾利益為原則而行事。
- (b) 市場參與者須符合中央交易對手結算所嚴格的會員資格，才能被錄取為結算會員和繼續維持其會員資格。結算所的會員資格將按照國際公認的風險管理和內部監控慣例而釐定，目的是避免結算所承受超出其財政能力的過度風險。會員資格應包括下列要求——
  - (i) 結算會員應為《銀行業條例》(第155章)下的認可機構或《證券及期貨條例》下的持牌法團，

或在其他可接受的司法管轄區受同等規管的機構。

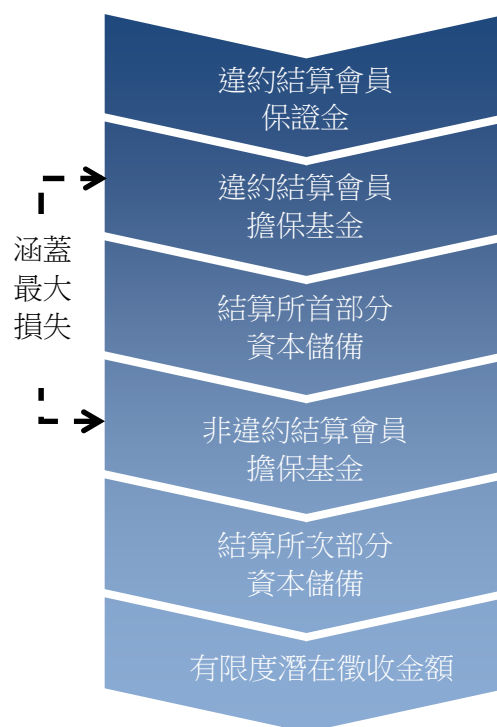
- (ii) 認可機構結算會員的最低資本要求為100億港元一級資本，持牌法團結算會員的最低資本要求為100億港元流動資本，或結算會員的監管機構可不時規定的較高資本水平。
  - (iii) 除上述最低資本要求，結算會員將需根據其業務規模按比例保持資本，以確保有能力履行為擔保基金供款的責任和按要求補充擔保基金。結算所可在適當情況下提高某會員的資本要求，或要求該結算會員提交額外保證金，藉此確保每個結算會員目前的資本相對於壓力損失處於審慎水平。
- (c) 結算會員提交的每宗交易獲得接納進行結算前，其交易詳細資料必須符合結算所的產品資格要求和結算會員信貸限額，並已提交足夠的抵押品(即開倉保證金)，用以彌補結算所在一般情況下因結算會員違約可能蒙受的損失。在交易結算前需提交抵押品的要求較場內交易衍生工具結算系統所訂的要求更為嚴格。
  - (d) 接受交易進行結算後，結算會員亦須隨時提交額外抵押品備兌其交易的每日市值變動(即變動保證金)，以確保結算所不會隨時間積累損失。
  - (e) 除開倉保證金和變動保證金外，場外衍生工具結算所將設立浮動擔保基金，該基金的金額將按照結算所於相關時間所承受的風險計算，並由結算會員和結算所本身共同承擔，用以彌補會員違約所帶來的損失。如擔保基金的資金短缺，結算所可向結算會員提出補充要求，為擔保基金作額外供款。擔保基金所需金額將以風險為本，並按符合國際標準的模式及壓力測試計算。
  - (f) 場外衍生工具結算所會按照具備相關專業知識和經驗的結算會員及外部顧問所設計的程序處理結算會員的違約事項，該等管理程序將會與其他中央交易對手結算所過往成功採用的程序相類似(例如曾採用於雷曼兄弟違約事件的程序)。

## 有限追索平倉程序

25. 鑒於場外衍生工具結算所成立後，將會採取上文第24段所述的多項風險管理措施，小組委員會要求政府當局闡述結算所將有何安排，應付以下根據當局所述機會極微但仍有可能發生的情況：本地場外衍生工具結算所的財政資源不足以吸納一個或多個結算會員違約所招致的損失。小組委員會亦曾研究當此事發生時，是否須啟動結算所的無力償債程序，若須啟動有關程序，哪一方會負責進行該程序。

26. 政府當局的解釋如下 ——

- (a) 場外衍生工具結算所將有6層財政資源吸收一個或多個結算會員的違約損失。結算所會先用首兩層財政資源，即違約結算會員的保證金和擔保基金供款。第三層是結算所的首部分資本儲備，最初期將定為1億5,000萬港元。第四層是非違約結算會員的擔保基金供款。第五層是結算所的次部分資本儲備，而第六層則是對所有非違約結算會員的有限度潛在徵收金額。



- (b) 在極端但有可能出現的情況下，結算所的擔保基金能相互抵銷違約損失。此類情況的例子包括：i) 1987年股災；ii) 1998年亞洲金融危機；iii) 2003年的嚴重急性呼吸系統綜合症；及iv) 2008年全球金融危機。結算所將每天衡量擔保基金是否充足，並定期重新計算擔保基金的金額，以及每個結算會員所需的供款。擔保基金每個結算會員所佔的份額，將根據其結算組合在壓力測試下的虧損計算，此舉可確保每個結算會員根據為該結算所帶來的風險向擔保基金供款。

- (c) 當違約結算會員的保證金和擔保基金、該結算所的首部分資本儲備、非違約結算會員的擔保基金，以及該結算所的次部分資本儲備均依次耗盡後，結算所會向所有非違約結算會員提出有限度潛在徵收金額以承擔餘下損失，該潛在徵收金額最高為正常擔保基金供款的兩倍。
- (d) 如違約損失超過結算所6層財政資源中的所有可用資金，結算所將通過有限追索程序將所有持倉平倉。結算所將計算每個結算會員對該結算所的總"應付"責任或"應收"預期。非違約結算會員對該結算所的"淨應收"(即收益)金額將要按扣減率扣減價值。**附錄II**說明有限追索運作的過程。
- (e) 根據結算規則，所有結算會員在合約上同意不採取步驟結束該結算所的業務。當結算所的財政資源短缺時，結算所對每個結算會員所欠的金額會按有限追索條文計算後降低。因此，結算所會進行有限追索平倉程序，而無需啟動無力償債法律程序。
- (f) 非違約結算會員所有帳戶內如有淨應收預期，將用作抵銷結算所的短缺金額，藉此更廣泛地承擔損失。此安排令更多帳戶共同承擔最終損失，因此能將系統性風險和蔓延程度減至最低。另外，此安排使非違約結算會員清晰預知潛在負債的性質，並提供更快捷的解決程序，對市場的影響減至最低。因此，有限追索模式能將結算所在無力償債時所觸發的不必要市場干擾和價值破壞影響減至最低。

#### 限制場外衍生工具結算所作為認可結算所處理的交易量

27. 雖然政府當局保證場外衍生工具結算所會實施穩健的風險管理措施，以確保審慎管理所承擔的風險，但小組委員會委員關注到，如結算所處理的交易量過大，及／或結算所容許市場參與者有大量通過結算所結算的場外衍生工具持倉，結算所便可能承擔過度風險。此外，由於場外衍生工具結算所倒閉可能引致其他金融機構及／或市場基礎設施相繼倒閉，或受到干擾，繼而觸發系統性風險，小組委員會要求政府當局考慮對結算所處理的場外衍生工具交易數量實施上限(例如按每日計或以其他方式計算)，及／或訂明可通過結算所結算的每宗場外衍生工具交易的面值上限。

28. 政府當局回應時表示，根據擬議場外衍生工具結算所風險管理架構中的資本及保證金規定，通過結算所結算的場外衍生工具交易數額本身已受到某些限制。舉例而言——

- (a) 結算會員須先提交足夠抵押品，以涵蓋已結算交易的開倉保證金及變動保證金，以及結算新交易的開倉保證金，才可在場外衍生工具結算所結算這些新交易。如結算會員未有提交足夠抵押品以符合保證金規定，便不能為新交易進行結算，而結算所對這個結算會員的風險承擔將會以這個結算會員的現有已結算交易組合為限。
- (b) 若因結算會員的一個或多個持倉存在組合集中風險，令保證金不足以涵蓋5日的期限，場外衍生工具結算所有權對結算會員的有關組合實施額外的集中風險保證金。同樣地，如結算會員未有提交抵押品以符合額外的集中風險保證金規定，便不能為新交易進行結算，而結算所對這個結算會員的風險承擔將會以這個結算會員的現有已結算交易組合為限。
- (c) 除了場外衍生工具結算所對所有結算會員實施100億元最低資本規定外，亦可按照相對風險實施額外資本規定。換言之，除非有關結算會員提高其資本水平，否則結算所對該結算會員的交易風險承擔總額將不會提高。
- (d) 上文所述場外衍生工具結算所的保證金及資本規定限制將會由結算所根據每日壓力測試，然後因應有關結算會員及／或其交易牽涉的風險水平按比例定出；該壓力測試以可能出現的最惡劣情況作為假設，藉此確保結算所有足夠財務資源承受在可能出現的極端情況下已結算交易的虧損。

29. 政府當局進而表示，證監會有權根據《證券及期貨條例》第35條實施持倉限制。風險管理架構的其中一環，就是場外衍生工具結算所有權根據擬議結算規則對結算會員實施持倉限制。視乎實際情況需要對結算會員實施限制的方法，較要求結算所就每日交易總額或每宗交易面值設定上限，更為切實有效。前者會構成場外衍生工具結算所實際執行上的困難，美國、歐洲聯盟及日本等其他司法管轄區現時均沒有對場外衍生工具交易結算實施同類限制。如對可結算的交易數目設定持倉限

制，超出這些限制的交易便只屬於市場參與者之間的雙邊場外衍生工具交易，一旦在雙邊場外衍生工具交易網絡中有一個或以上市場參與者(如雷曼兄弟)無力償債，便可能觸發混亂的平倉行動，影響眾多市場參與者，並導致整個金融體系出現市場扭曲情況。

30. 小組委員會得悉政府當局的回應後，促請證監會及香港交易所確保在制訂場外衍生工具結算所的結算規則時加倍小心，並由最合適的專業人士擬備。

### 政府及證監會的法律責任

31. 小組委員會曾商議的其中一項主要事宜是政府及證監會在建議的自願結算安排下各自擔當的角色，以及兩者會否可能就場外衍生工具結算所(作為認可結算所)的運作承擔法律責任。具體而言，小組委員會曾研究 ——

- (a) 在任何情況下，如場外衍生工具結算所一個或多個結算會員違約，以致結算所蒙受損失或結算所會員蒙受損失，香港特區政府會否就此承擔民事法律責任；
- (b) 如政府或證監會或政府／證監會的人員根據相關法規獲賦的權力作出干預認可結算所運作的行為(例如命令暫停運作)，引致任何人蒙受損失，《證券及期貨條例》的現行條文及／或其他條例有否為政府及證監會和兩者的人員提供足夠的保障，以免就該等損失負上法律責任；及
- (c) 是否需要在法律中訂明政府在所有情況下無須向場外衍生工具結算所或其結算會員負上法律責任。

32. 政府當局表示 ——

- (a) 根據《證券及期貨條例》第37(1)條，證監會在核准某中央交易對手結算所為認可結算所前，必須先諮詢財政司司長。結算會員如按建議自願結算安排選擇透過結算所結算場外衍生工具交易，該會員可根據與結算所訂立的合約，向結算所就場外衍生工具交易的結算作出追討。香港特區政府並非合約的其中一方。



- (b) 場外衍生工具結算所會以香港交易所全資擁有附屬公司的形式成立，專責結算場外衍生工具交易。場外衍生工具結算所將會在香港交易所現有的結算所以外獨立運作。因此，與場外衍生工具交易結算有關的所有風險及法律責任，均只局限於結算所作為附屬公司的層面。如在極端情況下，場外衍生工具結算所的財務資源不足以吸納因一個或多個結算會員違約所造成的虧損，結算所會透過最終的按市價計值結算程序將所有持倉平倉。經這個最終結算程序定出支付數額後，便不會再有任何欠付結算會員的數額，亦不會對香港交易所或香港交易所處理場內交易的其他結算所造成影響。
- (c) 除《證券及期貨條例》第37條規定在認可結算所的認可過程中須諮詢財政司司長外，香港特區政府並無與認可結算所有關的法定職能或職責，也沒有涉及規管認可結算所的結算及交收活動。因此，不會出現香港特區政府須就場外衍生工具結算所(核准為認可結算所)蒙受的損失或該結算所的結算會員蒙受的損失承擔民事法律責任的問題。
- (d) 在極其罕見的情況下，如有人向政府提出申索，指場外衍生工具結算所或其結算會員或其他第三方因政府根據《證券及期貨條例》行使法定職能而蒙受損失，《證券及期貨條例》第380(1)條的豁免條文將會適用。
- (e) 《證券及期貨條例》第380(1)條賦予任何人不得僅因*真誠地*執行有關條文<sup>9</sup>授予的職能等理由而就任何作為或不作為招致任何民事法律責任(不論是在合約法、侵權法、誹謗法、衡平法或是在其他法律下產生的民事法律責任)；

33. 政府當局表示，當局並無聽聞曾發生海外市場的場外衍生工具結算所被監管機構暫停運作的事件。香港擬議場外衍生工具結算所設有穩健的風險管理框架及違約管理程序，包括有限追索平倉程序，政府當局應能盡量降低因結算所一個或多個

<sup>9</sup> 根據《證券及期貨條例》附表1第1條，“有關條文”指：(a)《證券及期貨條例》的條文；(b)《公司條例》第II及XII部的條文，但只限於該兩部中關乎招股章程、法團購買本身股份，以及法團為收購本身股份而提供資助的範圍；及(c)(僅為施行《證券及期貨條例》第213條)《公司條例》第II及XII部的條文，但只限於該兩部關乎《公司條例》第38B(1)條所述的廣告的範圍內。

結算會員違約而對金融市場可能造成的影響。證監會有權根據《證券及期貨條例》第43條撤回對結算所的認可、根據第92條發出限制通知、或根據第93條發出暫停職能令，但此等權力均屬緊急措施，證監會在正常情況下，應不會行使有關權力。

34. 政府當局進而表示，在極罕見的情況下，假如場外衍生工具結算所須透過有限追索平倉程序結束業務，因個別結算會員違約而引致不足的金額將會由所有其他結算會員共同承擔，結算所將計算對每個結算會員經降低後的欠款額。政府並非場外衍生工具結算所與結算會員之間的合約的其中一方，亦沒有任何法律責任向結算所或其結算會員提供任何財政援助。因此，政府當局認為無需以法例訂明政府在任何情況下無須對場外衍生工具結算所或其結算會員負上法律責任。

35. 政府當局進而指出，根據場外衍生工具結算所的規則，有限追索平倉程序是結算所與其會員之間的合約安排。因此，結算所的規則一經證監會批准，結算所便可在需要時實施有限追索平倉程序，無需再經證監會批准或干預。

#### 政府救助作為認可結算所的場外衍生工具結算所

36. 小組委員會曾研究在場外衍生工具結算所未能履行對其結算會員的責任時，政府應否動用公帑救助結算所。小組委員會察悉，政府並非場外衍生工具結算所與結算會員之間的合約的其中一方，因此並無任何法律責任向結算所或其結算會員提供財政援助。另一方面，小組委員會亦察悉，在1987年股災時，政府曾由外匯基金撥款協助穩定市場。因此，或小組委員會委員關注到，當場外衍生工具結算所倒閉時，政府會基於政治理由或其他莫須有的理由而撥出大量公帑救助結算所。有鑒於此，小組委員會委員要求政府當局考慮發表公開聲明，表明政府在任何情況下，均不會動用公帑救助認可的場外衍生工具結算所。

37. 政府當局回應時表示，當局認為作出此項聲明並不恰當，因為政府有責任確保香港的金融體系穩定和健全，作出此項聲明將會妨礙政府履行維持金融體系穩定和健全的責任。然而，不作出此項聲明並不表示政府承諾會或不會救助任何在香港設立的認可場外衍生工具結算所。場外衍生工具結算所會實施穩健的風險管理措施，政府當局認為結算所需要實行有限追索平倉程序的可能性十分低。即使發生如此罕有的情況，政府當局相信透過違約管理程序有秩序地結束結算所的運作，可把對金融市場的影響減至最低。

## 場外衍生工具結算所作為認可結算所的法律責任

38. 據政府當局所述，《證券及期貨條例》第39條訂明，認可結算所和代表認可結算所行事的人根據該條例第38及47條履行結算所的責任，或根據結算所規則(包括按該條例第40(2)條訂立的違約處理規則)執行結算所職能時，出於真誠作出或不作出的任何作為，均可獲豁免承擔民事法律責任。

39. 雖然場外衍生工具結算所與其會員之間在合約上的安排將為結算所提供豁免，使結算所無須為其會員的損失負上法律責任，但鑒於選用結算所結算服務的一個或若干大型市場參與者違約可能造成的影響難以確定，加上結算所的擔保資源亦有限制，因此小組委員會要求政府當局考慮可否透過立法訂明認可結算所就其會員的損失負上的法律責任及獲豁免的法律責任，而非依賴認可結算所的結算規則／合約訂明有關事宜。

40. 政府當局表示，在極罕見的情況下，假如場外衍生工具結算所須透過有限追索平倉程序結束業務，因個別結算會員違約而引致不足的金額將會由所有其他結算會員共同承擔，結算所將計算對每個結算會員經降低後的欠款額。進行有限追索平倉程序時，無需對結算所啟動無力償債法律程序。根據結算所的規則，所有結算會員在合約上同意不採取步驟結束該結算所的業務。

41. 政府當局亦確切表明，場外衍生工具結算所及其股東(即香港交易所)因結算所本身或其結算會員的損失而須負上的法律責任有限。首先，結算所與結算會員會簽訂合約，訂明雙方同意只會根據有限追索平倉程序從可用資金撥款支付有關損失。第二，場外衍生工具結算所是有限公司，因遭人提出申索而須承擔的法律責任，只限於其資產的價值。香港交易所是場外衍生工具結算所的股東，其責任只限於所認購股份的價值。因此，政府當局認為無需的法例中增訂條文，訂明認可結算所獲豁免就其會員的損失負上法律責任。

## "再保險"的概念是否適用

42. 小組委員會要求政府當局說明保險業中再保險的做法是否適用於場外衍生工具結算制度，以降低場外衍生工具結算所承擔的風險，小組委員會亦要求當局說明其他主要國際金融中心的相關做法。

43. 政府當局表示，再保險的概念不適用於場外衍生工具結算所。一所衍生工具中央交易對手結算所持有的每一長倉及淡倉，必有其相對的淡倉及長倉作抵銷，因此結算所面對的市場風險必為中性，其合計已結算交易組合並無市場風險需要抵銷。香港交易所的場外衍生工具結算所將透過穩健的風險管理和違約管理措施，管理結算會員的信貸風險。這做法與主要國際金融中心的場外衍生工具結算所的做法相類似。此外，如結算會員在非違約情況下平倉，並欲保留原有的結算組合，更有效的做法是先於現有的結算所結束結算，然後在另一結算所將其原有組合重新結算。據政府當局所知，目前沒有其他司法管轄區的場外衍生工具結算所是另一結算所的會員，而基於多項考慮因素<sup>10</sup>，加入另一結算所亦未必對香港交易所的場外衍生工具結算所有利。

#### 須視為期貨合約的結構性產品

44. 為確保可把無力償債凌駕條文的保障範圍伸延至場外衍生工具交易，該公告訂明符合載列於該公告附表的規定的任何結構性產品須視為《證券及期貨條例》中市場合約的定義及其他條文(包括有關內幕交易、交易所控制人及結算所的條文)所指的期貨合約。根據該公告的附表，任何符合以下說明的結構性產品——

- (a) 不在《證券及期貨條例》附表1第1部第1條中證券的定義的範圍內；及
- (b) 並非根據期貨市場的規則或慣例訂立的合約，亦非該等合約的期權

均須視為期貨合約。

45. 委員關注該公告附表對上述"結構性產品"的描述可能過於廣泛，證監會解釋，實際的適用範圍將局限於場外衍生工具結算所(作為認可結算所)提供結算服務的產品，而結算所為產品提供結算服務前，須經證監會批准。此外，當全面的場外衍生工具市場監管制度落實後，該公告將會廢除，當局會另行提交法案，以訂明相關的立法框架。

---

<sup>10</sup> 政府當局的相關考慮因素載於立法會CB(1)2255/11-12(01)號文件內。

## 該公告生效

46. 小組委員會察悉，根據該公告第1條所訂，該公告自2012年6月27日起實施。為了讓小組委員會有充裕時間在該公告生效日期前商議，小組委員會曾決定把該公告的審議期由2012年6月6日延長至2012年6月27日。然而，有關延展審議期的議案沒有在2012年5月30日及2012年6月6日的立法會會議上動議，因為在有關會議上未能完成處理排在該議案前的立法會事務。主席關注延展該公告審議期的問題，並得悉另一些為審議附屬法例成立的小組委員會亦遇到相同問題，因為它們審議附屬法例的期限同樣於上述立法會會議日期屆滿。因此，主席建議將此事轉交議事規則委員會研究。

47. 主席表示，他對場外衍生工具結算所在獲核准為認可結算所後或會產生危機，繼而造成影響，確有憂慮，而這方面的憂慮未能完全釋除。雖然如此，經考慮政府當局提供的資料及解釋後，他認為當局的下述建議可以接受：一是在香港推行自願結算安排，二是由香港交易所成立場外衍生工具結算所，該結算所在試行運作前，須符合相關準則，並經證監會核准。雖然政府當局拒絕作出公開聲明，表明政府在任何情況下不會動用公帑救助任何認可的場外衍生工具結算所，但他相信政府在作出有關決定時會審慎思量，以維持香港金融體系穩定和健全。由於在法律上政府無須為任何一方因認可結算所未能履行所有財務責任而蒙受的損失負責，故此主席認為政府沒有充分理據動用龐大公帑採取干預行動。鑒於香港首次設立為場外衍生工具提供中央結算服務的基礎設施，加上香港金融體系的能力有限，未能承受新的基礎設施可能帶來的高度不確定性／風險，主席促請政府當局及證監會進一步研究是否需要在法例中加強對政府、證監會及日後的認可結算所的保障。

48. 小組委員會其他委員並無表示反對該公告生效。

## **徵詢意見**

49. 請議員察悉小組委員會的商議工作。

立法會秘書處  
議會事務部  
2012年7月5日

《2012年證券及期貨(期貨合約)公告》小組委員會

委員名單

主席 涂謹申議員

委員 余若薇議員, SC, JP  
詹培忠議員  
甘乃威議員, MH  
  
(總數：4名議員)

秘書 薛鳳鳴女士

法律顧問 李凱詩小姐

## 有限追索平倉程序

(立法會 CB(1)2155/11-12(03)號文件的摘錄)

| 結算會員      | 會員應收／<br>(會員應付) | 有限追索下的<br>會員應收            | 有限追索下的<br>會員應付 |
|-----------|-----------------|---------------------------|----------------|
| A         | 2,000           | 2,000 x (1-6%)<br>= 1,880 | -              |
| B         | 1,000           | 1,000 x (1-6%)<br>= 940   | -              |
| C<br>(違約) | (300)*          | -                         | -              |
| D         | (2,500)         | -                         | (2,500)        |
| E         | (2,200)         | -                         | (2,200)        |
| F         | 2,000           | 2,000 x (1-6%)<br>= 1,880 | -              |
| 總計        |                 | 4,700                     | (4,700)        |

\*假設沒有剩餘抵押品抵銷損失

會員淨應收： 5,000 (會員 A + B + F)

會員淨應付： (4,700) (會員 D + E)

短缺金額： 300

短缺百分比： 6%

(短缺金額／會員淨應收)

在有限追索下

會員淨應收： 4,700

會員淨應付： (4,700)