

评《多德 - 弗兰克华尔街改革与消费者保护法》 下的场外能源衍生品监管改革

陈九霖

内容提要:2010年7月,美国颁布了《多德 - 弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(简称《Dodd-Frank 法案》),废除了《商品交易法》对场外能源衍生品的监管豁免,为包括能源衍生品在内的场外衍生品交易确立了一个新的监管框架。《Dodd-Frank 法案》是美国政府和参、众两院对石油和金融双重危机反思的成果。主要目的在于,防范系统风险,保护金融消费者并结束华尔街金融机构“大而不倒”的现状。其核心目的是保护美国的金融安全,恢复美国的金融秩序和金融信心。《Dodd-Frank 法案》虽然在各方利益博弈中得以出台,但因其概念界定不清、可操作性不强等问题,实施效果和未来走向仍有待观察。

关键词:能源衍生品 场外衍生品 美国金融监管变化 《多德 - 弗兰克华尔街改革与消费者保护法》 衍生产品监管

陈九霖,法学博士,中国航油(新加坡)股份有限公司前总裁,现任中国葛洲坝集团国际工程有限公司副总经理。

2010年7月,美国颁布了《多德 - 弗兰克华尔街改革与消费者保护法》^[1](Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,以下简称“《Dodd-Frank 法案》”)。该法案被誉为是美国“大萧条”以来最全面、最严厉、也是最具有深远意义的金融改革法案,因为它从根本上改变了美国金融监管的模式,并为全球金融监管改革树立了新的标尺。

《Dodd-Frank 法案》第七章对场外能源衍生品监管改革做出了规定,题为“华尔街透明与责任”(又称作“场外衍生品立法”)。该章废除了以前对大部分场外衍生品(包括能源衍生品)的监管豁免,为场外衍生品确立了一个新的监管框架。毋庸置疑,这些新的监管改革措施,将对美国企业从事能源衍生品交易及其风险管理产生重大的影响;也会对世界其他企业在美国市场进行同类业务带来一定的影响。

[1] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, H. R. 4173.

一 《Dodd-Frank 法案》通过的前美国场外能源衍生品市场的监管情况

2000年,美国通过了《商品期货现代化法案》(Commodity Futures Modernization Act)^[2]为《商品交易法》(Commodity Exchange Act)确立了三类商品:第一类是金融参数(利率、股票指数,外汇等)。该类商品被确定为“排除商品”,即:只要是合格合约参与者之间进行的交易,以上述金融参数为基础的场外衍生品交易便不适用《商品交易法》的规制。所谓合格合约参与者,指的是大型银行、券商、基金等金融机构等。第二类是基于农产品的衍生品合约。这类合约没有法定豁免,仍受美国商品期货交易委员会(Commodity Futures Trading Commission)的监管;第三类是其它种类的“排除商品”,其中包括石油等能源产品。只要没有小投资者参与,“排除商品”的合约就可以在场外交易而不受美国商品期货交易委员会的管制。然而,《商品交易法》中的某些反欺诈和反操纵规定继续适用。

总之,在本次改革之前,美国的场外能源衍生品,作为其它种类的“排除商品”,只要是合格缔约者之间的交易,便不受美国商品期货交易委员会的监管。所谓合格的缔约者,是指金融机构、职业交易者、机构投资者、政府机构或符合一定标准的企业或个人。根据美国的法律,因为这些交易者具有一定的资金基础或交易经验,所以,不适用金融消费者保护的相关规定。

二 石油泡沫和金融危机双重背景下的提案和立法建议

(一) 对石油泡沫和金融危机的反思

2007年7月,国际油价在70美元/桶左右。到了12个月之后的2008年7月,国际油价一路攀升至145美元/桶的顶峰,随后在当年的12月份却又迅速跌至30美元/桶。在这期间,国际上并没有出现石油禁运,国际原油现货市场的供求关系也没有发生巨大变动。美国商品期货交易委员会在国会上多次作证表示,没有证据证明石油市场上存在广泛的欺诈行为,国际油价只是反映了交易者的预期。^[3]尽管如此,许多观察家仍然将该期间石油价格不正常变动的原由,归咎于过度的石油衍生品交易所导致的投机泡沫。

两年半前,随着美国华尔街第五大投资银行——贝尔斯登公司的破产,以及紧跟其后雷曼兄弟的倒闭,美国开始了自20世纪30年代“大萧条”以来最为严重的金融危机,并因此引发了一场席卷全球的金融危机。在“次贷”违约与信用风险的冲击之下,场外衍生品将风险放大到了金融体系的系统性风险。著名的G30集团在其报告《金融改革:金融稳定框架》中指出,这场危机暴露了场外衍生工具市场的严重不足。虽然某些不足可看作是商业或市场的健全问题,但有些问题确实增加了系统性风险。这些问题包括:交易报告、定价、风险评估和担保缺乏透明度,以及直接和间接的交易对手的信用问题等。^[4]

[2] *Commodity Futures Modernization Act of 2000*, P. L. 106 - 554, H. R. 5660

[3] 参见 Written Testimony of Jeffrey Harris, chief economist, and John Fenton, director of Market Surveillance, before the Subcommittee on General Farm Commodities and Risk Management, House Committee on Agriculture, May 15, 2008。

[4] 参见 The Group of Thirty, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, January 15, 2009, pp. 52 - 53。

(二) 美国国会的相关提案

在对石油泡沫和金融危机双重反思的背景下,美国国会提出了一系列有关场外能源衍生品的提案和改革建议,这些建议主要集中在以下几个方面:(1)加强对以前不受监管的场外能源衍生品的规制;(2)增加场外市场的透明度;(3)限制投机者的持仓仓位等。

1. 取消场外能源衍生品的监管豁免

美国众议院第 594 号提案,^[5]建立了一个新的监管分类,将能源衍生品场外交易包含在监管范围之内,因为该类交易对现货市场商品的基础价格产生重大影响。美国众议院第 4066 号提案,^[6]则界定了一个新的监管实体分类,要求场外能源交易平台(ETFs)向美国商品期货交易委员会登记,接受美国商品期货交易委员会的监管。这是因为该平台对价格发现功能具有重大影响。

美国众议院第 6341 号^[7]、第 6330 号^[8]、第 6372 号^[9]以及美国参议院第 3134 号提案,^[10]都直接要求将能源商品从豁免商品目录中剔除,结束场外能源衍生品合约不受美国商品期货交易委员会监管的法定豁免。对场外能源衍生品进行与场外农产品衍生合约同样的监管。但美国众议院第 6330 号提案则规定,美国商品期货交易委员会可以根据交易者的申请,针对个案进行豁免批准。

2. 增加场外市场的透明度

增加场外市场透明度最有效的措施,就是要求交易各方向监管机构提供有关交易情况的报告。为此,美国众议院第 3009 号提案,^[11]要求场外天然气合约的交易者向美国商品期货交易委员会披露交易信息,而且,还要求这些信息应当使美国商品期货交易委员会足以对整个交易活动作出评估。而美国商品期货交易委员会则应当以集中的方式公布所收到的信息。美国众议院第 6349 号提案^[12]和美国参议院第 3202 号提案,^[13]都要求场外能源交易商和指数交易者进行详细报告,并指令美国商品期货交易委员会对指数交易进行审核,以确保没有对价格发现过程产生负面影响,而美国商品期货交易委员会必须每月公布指数交易的数量和总金额等数据。美国参议院第 577 号提案^[14]规定,交易者应当就其所涉及的能源商品的持仓仓位进行报告并保留交易记录。

3. 限制投机者的持仓仓位、控制过度投机行为

美国参议院第 3131 号提案,^[15]要求那些不进行能源实物商品交割而仅进行能源合约交易的机构投资者,限定投机性合约持仓仓位。美国参议院第 3183 号提案^[16]则指令美国

[5] *Prevent Unfair Manipulation of Prices Act of 2007*, H. R. 594.

[6] *Close the Enron Loophole Act*, H. R. 4066.

[7] *Energy Markets Anti-Manipulation and Integrity Restoration Act*, H. R. 6341

[8] *Prevent Unfair Manipulation of Prices Act of 2008*, H. R. 6330

[9] *Commodity Futures Restoration Act*, H. R. 6372.

[10] *A bill to amend the Commodity Exchange Act to require energy commodities to be traded only on regulated markets, and for other purposes*, S. 3134.

[11] *Market Transparency Reporting of United States Transactions Act of 2007*, H. R. 3009.

[12] *Increasing Transparency and Accountability in Oil Prices Act of 2008*, H. R. 6349.

[13] *Gas Price Reduction Act of 2008*, S. 3202.

[14] *Oil and Gas Traders Oversight Act of 2007*, S. 577.

[15] *Oil Speculation Control Act of 2008*, S. 3131.

[16] *End Oil Speculation Act of 2008*, S. 3183.

商品期货交易委员会利用其职权清除石油期货市场中的操纵和投机行为。它要求美国商品期货交易委员会对涉及商业生产和石油实物产品消费的“合法套期保值者”和其他交易者进行识别,并废除对合法套期保值者以外的交易者给予的持仓限制豁免。

美国众议院第 6377 号提案 2008《能源市场紧急法案》和参议院第 3205 号提案都指令美国商品期货交易委员会,在发现能源期货市场和场外能源市场上出现过度投机行为时,应当采取包括突发事件应急权力在内的所有法定授权,立即控制这些行为,以消除过度投机、价格扭曲、突发的不合理价格波动,或没有依据的价格变化以及引起市场严重混乱、阻止市场正确反映能源供求关系的其它非法行为。

(三)美国财政部的立法建议

2009 年 6 月 17 日,美国财政部公布了奥巴马政府向国会提交的金融监管改革方案——《金融监管改革:一个新的基础》(*Financial Regulatory Reform: A New Foundation*),试图从金融机构、金融市场、金融产品消费者及投资者保护、国际合作等多个层次,对美国金融监管体系作出全面改革。针对场外衍生品监管,该方案提出了四个改革目标:第一,防范场外衍生品的市场风险对整个金融系统性风险的影响;第二,增强场外衍生品市场的透明度;第三,防范市场操作、欺诈和其它不当行为;第四,防范场外衍生品不当销售给不成熟投资者。为达到上述目标,该方案提出了许多具体的改革措施,主要包括:(1)将所有场外衍生品(包括场外能源衍生品)纳入统一协调监管体系之中,加强市场透明度,完善市场约束机制;(2)建议修改《商品交易法》和《证券法》,要求所有标准化场外交易的衍生品,必须通过受监管的中央交易对手系统(Central Counter Parties, CCP)进行清算;(3)对非标准化场外交易衍生品,将施加更高的保证金和风险控制要求。

(四)在博弈中出台的《Dodd-Frank 法案》

美国金融监管改革法案的主要目的在于防范系统风险,保护金融消费者,并扩大监管权力,约束华尔街的行为,结束华尔街金融机构“大而不倒”的现状。其核心目的是为了保护美国的金融安全,恢复美国的金融秩序和金融信心。

然而,对华尔街的约束,必然触及华尔街金融巨头们的切身利益,因此,华尔街的巨头们进行了数月的游说。华尔街的主要观点是,过于严厉的措施可能导致美国金融业的衰落,甚至会造成华尔街时代的结束。但是,国会方面则认为,如果听任华尔街的利益规模过大,那么,全美周期性的经济危机风险和需要巨额税收救助的恶性循环将会持续下去。

在奥巴马政府将《金融监管改革:一个新的基础》提交到国会的基础上,美国参、众两院分别起草了各自的改革法案。2009 年 12 月 11 日,众议院以 223 票赞成、202 票反对的微弱多数通过了众议院版本的金融监管改革法案。2010 年 5 月 20 日,参议院以 59 票赞成、39 票反对通过了参议院版本的金融监管改革法案。与众议院版本相比,参议院版本法案在监管措施方面更为严厉。经过协调之后,2010 年 6 月 30 日,众议院以 237 票赞成、192 票反对的结果通过了两院统一版本的金融监管改革法案。2010 年 7 月 15 日,参议院以 60 票赞成、39 票反对的结果,通过了最终版本金融监管改革法案。由此,历时一年多,两党、两院达成妥协,形成参、众两院统一版本的金融监管改革法案,最后版本的法案被称为《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》。

总体上讲,《Dodd-Frank 法案》在各相关利益方的博弈下达成一致。在华尔街金融巨头的游说之下,对比原来的提案,对许多严格的规定进行了弱化,比如:没有恢复分离商业银行

和投资银行业务等。即使如此,美国国会参议院银行委员会主席克里斯托斯·多德(Christopher Dodd)称,该法案是“巨大的成就”。而众议院金融服务委员会主席巴尼·弗兰克(Barney Frank)则认为,该法案比“几乎所有人”预计的都要严格。总之,《Dodd-Frank 法案》被视为 20 世纪 30 年代“大萧条”以来对美国金融业最为全面和最为严格的监管措施。该法案的颁布,仍不失为美国大萧条以来金融改革的一个里程碑。

三 《Dodd-Frank 法案》中衍生品立法部分的主要改革内容

《Dodd-Frank 法案》第七章衍生品立法部分涉及场外能源衍生品监管,其主要改革内容包括如下几个方面:将大部分场外金融衍生品移入交易所和清算中心,即要求可清算的衍生品都要通过清算中心和外汇交易中心,并授权监管机构和清算所决定哪些合约应该清算;要求银行将信用违约掉期(CDS)等高风险衍生品剥离到特定的子公司(银行可保留常规的利率、外汇、大宗商品等衍生品);对从事衍生品交易的公司实施特别的资本比例、保证金、交易记录和职业操守等监管标准,要求美国商品期货交易委员会建立同时适用于场外交易市场和交易所市场的交易持仓限额制度;给予美国商品期货交易委员会和美国证券交易委员会更大的权力来监管不负责任的做法和过度冒险的行为,以对场外衍生市场进行更加严格的监管;通过清算所和掉期数据库收集并公开数据以提高市场透明度,并给监管机构提供重要的工具来检测和应对风险;外汇掉期高达 60 亿美元的交易量,是掉期市场第二大组成部分,因此,要像对待所有其它华尔街合约一样,对外汇掉期实施监管。

以下对各项改革中的重点内容分别进行具体阐述。

(一) 修正场外衍生品的豁免原则

在美国现有的监管体制下,场外衍生品的互换业务不在监管的范围之内。《Dodd-Frank 法案》修正了上述规则,将互换业务也纳入到监管范围之内,并对“互换”界定宽泛,涵盖了绝大多数场外衍生品合约,包括股权互换、利率互换、货币互换、商品互换等传统的互换合约;还包括信用违约互换(CDS)以及所有的期权,以及任何以不确定事项为基础支付合约等等。虽然随后有一系列的排除事项,但只是将拟进行实物交付的“远期”合约排除在互换的定义之外。由此可见,《Dodd-Frank 法案》中所界定的互换,囊括了绝大多数的场外衍生品合约。根据这一定义,所有的石油互换以及场外石油期权等合约,都将视为“互换”而受到该法案的约束。《Dodd-Frank 法案》要求衍生品监管当局对场外衍生品行使监管职权:由美国证券交易委员会监管证券类场外衍生品,由美国商品期货交易委员会监管商品等其它场外衍生品,由美国商品期货交易委员会和美国证券交易委员会协商决定对混合产品的监管权限。

(二) 确立强制清算规则

在美国现有的监管体制下,对场外衍生品交易并无强制清算程序,而《Dodd-Frank 法案》则旨在改变这一现状。根据《Dodd-Frank 法案》S723 的相关规定,适用于强制清算的“互换”,应当通过指定的清算机构进行集中清算。但到底哪些种类的互换合约应当受到上述约束,该法案并没有作出明确的规定,而是授权相关监管机构,依据《Dodd-Frank 法案》所确立的标准,通过制定具体的规则来确定某种类型的互换合约是否适用于强制清算。

相关监管机构在确定适用于强制清算的互换类型时,应考虑以下因素:(1)清算机构是

否有适当的风险管理能力;(2)未偿付名义本金的风险敞口、交易的流动性以及价格数据;(3)清算机构是否能够按照与互换交易主要条款相一致的条件对互换合约进行清算;(4)是否能降低系统风险;(5)对竞争的影响;(6)清算机构或其会员破产时,对手方的仓位及其抵押品的处理是否具有法律上的确定性。

(三)确立“最终用户”豁免规则

《Dodd-Frank 法案》在制订了上述强制清算规则的同时,又规定了“最终商业用户”的强制清算豁免。符合法定条件的最终用户,有权选择进行集中清算或不进行集中清算。根据《Dodd-Frank 法案》S723(a)(3)的豁免条款,有权选择强制清算豁免的最终用户应当符合以下条件:(1)不是金融机构;(2)以套期保值或降低自身商业风险为目的;(3)按监管机构要求的方式,报告其将如何履行与未偿付互换有关的金融债务。

也就是说,作为场外能源衍生合约的最终用户(如炼油商、石油进口商等),要想主张清算豁免,还必须符合风险管理的要求。也就是说,其交易的场外石油衍生品合约,必须属于套期保值或对冲商业风险的范围。换句话说,超出套期保值金额范围之外的交易,也不能获得清算豁免选择权。但对于最终用户的某一笔场外石油衍生品合约,怎样认定其是否以套期保值为目的,是有一定难度的。特别是许多最终用户,不仅从事自己业务范围内的套期保值业务,而且,也根据对市场的判断进行投机投资交易。对于此点,后文在评价该法案时还会举例说明。

(四)登记要求

《Dodd-Frank 法案》要求,金融实体、互换交易商、主要互换参与者、以及对互换进行清算的清算机构,都需要向监管机构进行登记。

1. 互换交易商和主要互换参与者的登记要求

根据《Dodd-Frank 法案》的规定,互换交易商以及某些被界定为“主要互换参与者”的市场参与主体,必须向监管机构美国商品期货交易委员会进行登记,而不论其是否同时是一个存托机构,或已经作为证券互换交易商或证券互换参与者向美国证券交易委员会进行过登记。如果登记的互换交易商或主要互换交易者是非银行机构,应当满足其审慎监管机构对资本金和交易保证金的要求;如果是非银行机构,则应当遵循美国商品期货交易委员会规定的资本金和交易保证金要求。

2. 互换清算机构的登记

《Dodd-Frank 法案》规定,为互换合约提供多方清算服务的机构,不论其是否已经作为存托机构或交易所(场内)清算机构向美国证券交易委员会进行了登记,都必须按照《Dodd-Frank 法案》的规定作为“衍生品清算组织”再另行登记。

3. 互换数据库及互换交易平台的登记

《Dodd-Frank 法案》要求,那些接受交易和价格数据报告的互换数据库,也必须向监管机构进行登记。另外,对互换进行清算的清算组织,可以同时作为互换数据库进行登记。

(五)交易的报告要求

有关场外衍生品合约的报告要求,是《Dodd-Frank 法案》针对场外衍生品缺乏透明度所采取的最主要改革措施。《Dodd-Frank 法案》规定,所有的互换合约,不论是强制清算的还是豁免清算的互换,都需要进行报告。对于需要清算的互换,由清算交易所或交易执行平台

负责交易的定期报告和互换信息数据的公布。对于那些在强制清算范围内、且交易双方亦约定不进行清算的互换合约,必须向“经登记的互换数据库”或“经登记的证券互换数据库”(统称“互换数据库”)进行报告。如果没有可接受相关交易报告的互换数据库,则交易各方应直接向监管机构报告互换交易的信息和数据。

交易报告的责任主体,主要在于互换交易商一方。根据《Dodd-Frank 法案》的规定,如果只有一方是互换交易商或主要互换参与者的互换合约,由互换交易商或主要互换参与者负责报告。如果一方是互换交易商而另一方是主要互换参与者,则由互换交易商进行报告。对于不属于上面两种情况的互换交易,则交易各方必须自行决定由哪一方进行报告。

可见,根据《Dodd-Frank 法案》,除了石油远期之外的所有场外石油衍生品,不论是否适用强制清算,今后都需要将合约和交易的相关信息报告,只是报告的方式不同而已。如果某类场外石油衍生品合约被列入强制清算的范围,则由清算机构根据交易信息定期公开交易数据;而没有进行清算的场外石油合约,则由交易方根据法案的要求向互换数据库或直接向监管机构报告交易情况。

(六) 大额交易的每日报告和头寸限制

根据《Dodd-Frank 法案》的规定,除了上述的报告要求之外,如果交易者持有的互换合约金额对市场的价格发现功能产生重大影响时,应当每天履行“大额交易报告”的义务。不管是谁,如果其每日或累计持有的互换交易超过了法定的相应标准,都要向监管机构备案报告。

《Dodd-Frank 法案》要求美国商品期货交易委员会对于任何一个交易者或交易集团所持有的各种商品衍生品(不包括美国商品期货交易委员会规定的除外商品),限定持仓数额。同时,监管机构还应当对每个交易者或交易者集团实施月度持仓限额。由于所有的能源衍生品都属于商品衍生品,因此,场外能源衍生品将适用持仓限额的约束。

(七) 剥离高风险金融衍生品业务

《Dodd-Frank 法案》明确要求,银行必须剥离信用违约互换(CDS)、农产品、未明确大宗商品、能源以及多数金属的掉期交易业务等风险最高的衍生品交易业务,或将其转至非银行分支机构,对此类业务银行拥有 24 个月的过渡期。但是在上述列举的高风险金融衍生品业务之外,银行可以保留利率掉期、外汇掉期、黄金和白银等掉期交易业务。

(八) 成立能源和环境市场咨询委员会和跨部门的碳市场工作组

《Dodd-Frank 法案》要求成立一个“能源与环境市场咨询委员会”,定期举行公开会议并向美国商品期货交易委员会提交报告和建议。该委员会将为交易所、最终用户和监管者讨论与能源和环境市场及监管有关的问题提供场所。而且,今后有关能源市场的进一步具体规则措施,将来自于该委员会的建议。

另外,《Dodd-Frank 法案》还建立了一个新的跨部门工作组。为了确保碳交易市场的透明度,《Dodd-Frank 法案》要求该工作组对现有和未来的碳市场的监管进行研究,这些监管既包括现货市场,也包括碳衍生品市场。并且,今后有关碳交易市场的进一步实施规则,将由该委员会提出建议。

虽然《Dodd-Frank 法案》对场外衍生品交易作出了诸多改革,但是,一些被华尔街严厉抨击的“残酷”动议也被打了一些折扣。举例说,参议院农业委员会主席布兰琪·林肯提出过“林肯修正案”,要求大型金融机构剥离所有衍生品交易,退出规模 450 亿美元的金融

衍生工具市场。但这项动议一出台,就遭到了美国金融业巨头们的猛烈抨击,游说和公关公司穿梭于华尔街和华盛顿之间,竭力想稀释甚至打掉这项内容。结果,两院协调的最终文本规定,银行可保留常规的利率、外汇、大宗商品等衍生产品交易,只有高风险的衍生工具(比如垃圾债券的信用违约掉期)才会被完全剥离出来;而且,银行同样给予了两年的过渡期。

四 《Dodd-Frank 法案》对能源衍生品交易可能产生的影响

《Dodd-Frank 法案》第七章致力于衍生品监管改革,其许多内容将对美国能源相关企业及其能源风险管理产生深远的影响。而美国作为国际场外能源衍生品最重要的市场,该法案也将对全球场外能源衍生交易产生重大的影响。

(一) 可能的登记要求

《Dodd-Frank 法案》规定,被认定为“互换交易商”和“主要互换交易者”的市场参与者,应当向监管机构进行登记。由于概念界定的广泛性,这可能使得一些非金融机构被认定为“互换交易商”和“主要互换交易者”。例如:有些能源公司不仅通过场外能源衍生品合约对冲自身正常的商业风险,还从事大量纯粹的能源衍生品投机交易。由于在一定程度上起到做市商的作用,这些公司可能被归类为“互换交易商”。而有些能源企业,在对冲和降低自身商业风险之外,还持有相当数量的其它场外能源衍生品仓位,他们则可能被归为“主要互换参与者”。这些能源企业一旦被认定为是“互换交易商”或“主要互换交易者”,将必须按照法案的规定向美国商品期货交易委员会进行登记,并因此需要履行交易报告的要求。

(二) 与强制清算相关的保证金制度对场外能源衍生交易的影响

《Dodd-Frank 法案》为场外衍生品交易建立了与场内交易相同的强制清算制度,即:除最终用户豁免外,所有的场外交易都由监管机构根据合约的类型确定为强制清算的范围。而实施集中强制清算的合约,则需要缴纳各种保证金,包括初始保证金和变动保证金。总体而言,与强制清算相关的保证金要求,将增加能源企业套期保值的成本并影响其资金的流动性。特别是,对于那些在场外能源衍生品合约市场上有足够信誉的企业,本来不需要交纳保证金或只需要交纳很少保证金,但在清算要求生效后,不仅会降低其可用资金的流动性和使用效率,还会增加其套期保值的成本。

保证金要求的变化,除了会增加能源企业的现金占用和机会成本外,还可能增添其盯市管理负担。能源公司并非金融机构,其中的大部分企业可能不具有资金管理功能,没有能力随时处理每日追加保证金的要求,并可能因此转而向银行要求提供资金管理服务以及增加信用额度,以满足追加保证金的要求。

另外,《Dodd-Frank 法案》对银行机构从事场外衍生品交易作出了一定的限制。这一方面有助于降低金融市场的系统风险,但另一方面可能会影响场外衍生市场合约的流动性。由此,大型银行以及各大投行的附属能源商业子公司,在场外衍生品交易方面会受到限制。这一点可能会降低场外能源衍生市场的竞争,并可能进而影响交易的成本和衍生品合约的条款,从而整体上降低套期保值合约的流动性。

作者认为,如果能源公司可以用非现金抵押(如信用证、能源产品库存)作为保证金要求的信用支持,则会大大降低这些交易参与者的交易成本,提高资金利用率。但目前尚没有明确的规定,这有待于进一步的立法或监管机构制定相关的规则。

(三) 对合格最终用户的交易成本的影响

根据新的监管框架,那些符合最终用户的公司以及使用衍生品对冲其正常商业经营风险的用户,预计受到的影响会比较少。虽然目前还不清楚什么样的公司将会作为最终用户而获得清算豁免,但一般而言,能源工业企业将是合格的最终用户。不过,尽管能获得清算豁免,但最终用户是否受新的现金或非现金保证金的要求,尚不明确。根据《Dodd-Frank 法案》的规定,对需要清算的衍生品和交易的场外衍生品,监管机构必须建立最低资本要求,以及最低初始保证金和变动保证金,没有规定最终用户可以豁免保证金。如果豁免清算的最终用户也需要缴纳保证金,那将增加其衍生品的交易成本。

此外,即使将来监管机构明确合格的最终用户可以不直接受强制保证金的要求,其套期保值的成本仍然可能有所增加,因为交易对手可能将自身成本转嫁到最终用户。这主要体现在两个方面:一是对于不适用清算的场外能源交易,交易商一方会有资本金的要求,而交易商会将其增加的成本通过产品定价转移到最终用户;二是《Dodd-Frank 法案》规定,所有的互换交易,不论清算与否,都需要报告,这也相应地增加了交易商一方的成本,并可能通过合约的重新定价转移给最终用户。

五 对《Dodd-Frank 法案》的评价

《Dodd-Frank 法案》是为了应对 2008 年金融危机的特定产物,针对的是金融危机过程中金融体系所暴露出的各种问题和漏洞。该法案为美国建立了新的金融监管框架,将原本不受监管的场外能源衍生品交易也纳入到监管的范畴之内。如果该法案执行得力,那么,对于防范系统性金融风险、保护金融消费者,尤其是“最终用户”将起到积极的作用。同时,事实上,该法案在一定程度上已经对全球的金融法律规制起到了导向性的作用,例如:欧洲随后对对冲基金和场外衍生品的监管改革,都受到了美国《Dodd-Frank 法案》的重大影响。

然而,这部作为利益各方博弈结果的法案,仍有许多不完善的地方。作者认为,其不完善之处主要体现在以下三个方面:

第一,概念界定不够明确。《Dodd-Frank 法案》中出现了许多新的法律概念,但其中的许多概念,界定并不够清晰。例如:新的“互换”一词,定义非常宽泛,让人很难把握,监管者和交易者都必须花费很大精力才能识别可能被视为互换的合约,并对非故意的未能报告的风险进行管理。再比如:对于什么是合格的最终用户,也是很难确定的。虽然法案规定了最终用户的几个一般条件,但是,对于最终用户和非最终用户的界限,目前还无法做出清晰的界定。根据对法案的分析,大部分能源生产厂家(如炼油厂和石油经销商),不论其大小,如果套期保值业务只属于附属业务或经营业务的一部分,就可能都会符合最终用户的要求而获得强制清算的豁免。但对于这些企业的套期保值业务与其能源现货的商业风险敞口是否匹配,可能存在认定的困难。下面以中国航油(新加坡)股份有限公司(以下简称“中国航油”)为例,进行说明。

中国航油代为姊妹公司采购航空煤油,并由姊妹公司直接加注到飞机油箱之中。为了防范未来国际油价波动的风险,中国航油会通过场外衍生品交易对其部分现货实施套期保值。除此之外,中国航油还会依据其对国际石油市场行情波动的判断,从事很小部分石油衍生品的投机性业务。根据《Dodd-Frank 法案》,主张清算豁免的最终用户,其场外石油衍生

品交易必须限制在套期保值或对冲商业风险的范围之内。那么,在以套期保值交易为主兼有投机套利业务的情况下,中国航油是否可以被《Dodd-Frank 法案》确认为享有清算豁免的最终用户呢?在上述情况下,监管机构如何判定哪一笔交易属于套期保值,哪一笔交易属于投机套利呢?因此,作者认为,对于部分特定的场外石油衍生品交易,仅仅根据《Dodd-Frank 法案》对最终用户的判断标准,无法准确界定交易者是否为最终用户并是否可以享有清算豁免。

第二,实务可操作性不强。《Dodd-Frank 法案》是在应对金融危机的重大压力下出台的一部紧急措施性法案,许多规定相对原则,不够细化,不具有实务中的可操作性。整个法案中有两百多处的授权立法,目前这些授权立法大部分并没有完成,这就极大地降低了该法案的可操作性。例如,《Dodd-Frank 法案》规定了场外交易的报告要求,并将“实时公开报告”定义为“互换交易已经执行后,在技术上可行下尽快公开发布数据,包括价格和交易量”。但是,哪些信息需要报告以及报告的具体时间(特别是针对不需要清算的互换)等都还没有明确的授权立法出台,因此,市场参与者目前还无从把握。此外,对于符合清算豁免的互换,如果各方已达成不清算协议而最终用户一方随后又要求清算,交易商是否能够因为成本变化的原因而重新定价呢?由此可见,法案的大部分规定能否在实践中操作并最终落实,有待于相关监管机构进一步制定实施规则。

第三,总体欠缺完整性。从整体上看,《Dodd-Frank 法案》具有不完整性,这主要体现在三个方面:首先,它没有为美国金融体系的监管提供一个完整、彻底而明确的方法与措施。其次,正如前文所述,该法案只是一个框架性立法,各种利益集团之间还会在该法案实施细则的制定过程中继续博弈。再次,华尔街大型金融机构恐怕还会凭借其资本和技术优势,在具体的操作性问题上左右该法案及其实施细则的制定。

总而言之,《Dodd-Frank 法案》在未来的实施过程中,究竟能在多大程度上实现其立法初衷,尚值得观望。基于此,该法案之下的场外能源衍生品监管改革,是否得以真正落实以及落实的程度如何,都是未知数。

[Abstract] In July 2010, the US promulgated Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act), thus abolished and exempted the arrangement of over-the-counter (OTC) energy derivatives from regulation by the Commodity Exchange Act. A new framework of regulation of the OTC derivatives including energy has been established accordingly. Dodd-Frank Act is the result of reflection on the double crises of petroleum and finance, made by the US government as well as Senate and House of Representatives. The principal aim is to guard against systematic risk, protect financial consumers and put an end to the situation in which the Wall Street financial institutions remain “big and not-going-bankrupt”. The key purpose is to safeguard financial safety and to restore financial order and confidence in the US. Although promulgated in the gameplay for the interests of various parties, yet the result of the implementation and future of Dodd-Frank Act remain to be seen, owing to its vague definition of concepts and lack of workable way to its enforcement.

(责任编辑:姚佳)