



2016年·华东政法大学博士精品文库

巨灾债券风险的法律控制

——以保险风险证券化为背景

王 飞 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

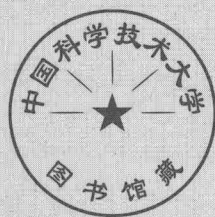


2016年·华东政法大学博士精品文库

巨灾债券风险的法律控制

——以保险风险证券化为背景

王 飞 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

巨灾债券风险的法律控制/王飞著. —北京:
法律出版社, 2016. 6

ISBN 978 - 7 - 5118 - 9694 - 0

I. ①巨… II. ①王… III. ①债券—风险管理
—证券法—研究—中国 IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 152649 号

©法律出版社·中国

责任编辑/刘琳

装帧设计/凌点工作室

出版/法律出版社

编辑统筹/法律教育出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京玺诚印务有限公司

责任印制/沙磊

开本/A5

印张/8 字数/212 千

版本/2016 年 6 月第 1 版

印次/2016 年 6 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636 北京分公司/010-62534456 深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 9694 - 0

定价:22.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

华东政法大学博士精品文库

编 委 会

主 任

叶 青

副主任

应培礼 顾功耘 刘晓红 林燕萍 唐 波

委 员

(以姓名拼音为序)

陈金钊	程金华	丁绍宽	董保华	杜志淳
范玉吉	高富平	龚汝富	何 敏	何益忠
黄武双	李秀清	刘宁元	刘宪权	马长山
屈文生	孙万怀	童之伟	王 戎	王月明
吴 弘	杨正鸣	易益典	张明军	赵劲松

总 序

我们组织“华政博士精品文库”丛书,每年遴选若干优秀博士学位论文出版,以期助推博士生学术发展,鼓励博士生精心治学。我们希望“华政博士精品文库”能够像一川清流,如一缕烛光,展现新时期学术青年的深思与创造,为我国的法学研究和法治实践事业注入自己的理想与力量!可以说,文库的每一本著作都满含着博士们的追求、志向与期望。这种志气和期望,体现着青年学子对我们国家法治建设的期许和信心,是博士们品德修养和科研底蕴的展现。他们将这种底蕴和情怀幻化为一种博大的向往,包含着对法治和真理的不懈追求,并将其内化为一种既定的生活方式。正如彼得·德恩里科所说:“每个人都有一个博大的襟怀:通过法治来构建并维系一个和谐社会,通过彼此努力和共同参与来解决社会冲突。这不仅是我们的襟怀,也是我们寻求的生活方式”。

——摘自《2014年·华东政法大学
博士精品文库》总序

序

中共十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》在“加快完善现代市场体系”一节中,要求完善保险经济补偿机制,建立巨灾保险制度。巨灾债券就是巨灾保险的有力工具,它通过发行债券的方式将巨灾风险向另一方转移,在巨灾保险事故发生时用所募集的资金支付保险赔款。巨灾保险和巨灾债券是保险市场与资本市场发展到一定阶段的必然结果。

巨灾债券作为新型金融工具,虽然只有近二十年的发展期,但已迅速成为全球巨灾保险市场的重要工具之一,这也说明了其存在、发展的合理性和必要性。2015年7月,中国第一只以地震风险为保障对象的巨灾债券在境外市场成功发行。此次巨灾债券的成功发行,对于我国保险业乃至金融市场发展具有非常积极的意义。2015年10月30日,中国人民银行等印发的《进一步推进中国(上海)自由贸易试验区金融开放创新试点,加快上海国际

金融中心建设方案》(即自贸区金融改革“新 40 条”)提出,要依托金融要素市场研究巨灾债券试点。目前,我国理论界和实务界对于巨灾债券的关注重点,已经从是否有必要推出巨灾债券的争论,转为如何完善我国巨灾债券的相关制度设计。

巨灾债券作为新型结构融资产品,既有一般结构融资产品所具有的共同风险,又有自身的特殊风险。如何做好巨灾债券的风险控制,是关系巨灾债券能否在我国顺利发展的重要因素。中国保监会于 2014 年 11 月公布《保险公司资本补充管理办法(征求意见稿)》,明确规定保单责任证券化产品可以作为资本补充工具,保险公司可以直接发行或通过设立特殊目的实体发行巨灾证券化产品。据此规定,我国保险公司可以通过发行巨灾债券补充资本,转移承保风险。目前,监管部门已着手对巨灾保险风险证券化产品的发行搭建监管框架,但如何为我国今后巨灾债券运行提供全面有效的制度支持,还需要在理论及应用上深入研究。

王飞博士的著作就是保险风险证券化监管法律制度研究的一项成果,也填补了国内系统研究巨灾债券法律制度的空白。本书主要研究的问题包括:(1)金融资产证券化与保险风险证券化的运作机制及风险有无不同?(2)从巨灾债券的运行机制出发,分析巨灾债券的风险,深入讨论了金融市场系统性风险与巨灾债券的相关性。(3)分析巨灾债券发起人及特殊目的机构的监管制度。在保险业偿付能力监管框架下讨论巨灾债券的监管,着重研究巨灾债券发起人风险转移的确认,并提出完善资本监管的建议。(4)鉴于巨灾债券风险评估的复杂性,如何完善监管制度,以控制巨灾债券投资的风险?(5)结合后金融危机时代的保险业偿付能力监管改革,检视监管部门已经或将要出台的监管规范,并提出意见建议。尽管书中有一些观点和结论还值得商榷与讨论,论证的技术和方法也有需要改进与完善之处,但相信一些内容对

巨灾债券的立法与市场实践会有一定的参考价值。

王飞是我指导的经济法专业博士生,他热爱金融市场法治事业,勤于观察新事物,也能沉下心深入研究问题。希望王飞能够继续将理论与实践结合,为国家金融法治建设做出更多贡献。

是为序!

吴 弘

2016 年 1 月 10 日

目 录

导 论 / 1

一、选题背景、目的和意义 / 1

二、术语界定与文献综述 / 7

三、本书结构及研究方法 / 17

四、本书主要创新及不足 / 19

第一章 巨灾债券的发展及其风险控制的必要性 / 21

第一节 境外巨灾债券市场的产生与发展 / 21

一、巨灾债券市场的发展状况 / 21

二、巨灾债券产生与发展的动因 / 23

三、巨灾债券市场发展的阻碍因素 / 26

第二节 我国巨灾债券发展的必要性与可能性 / 27

一、我国巨灾债券发展的必要性 / 27

二、引入巨灾债券的现实条件 / 39

第三节 控制巨灾债券风险的必要性 / 40

一、巨灾债券风险的复杂性 / 40

二、运用法律控制巨灾债券风险对我国的特殊
必要性 / 42

2 目 录

第二章 巨灾债券风险之厘定 / 45

第一节 巨灾债券的运行机制 / 46

一、巨灾债券与传统证券的区别 / 46

二、巨灾债券的运作流程 / 48

三、巨灾债券与资产证券化运作机制的比较 / 58

第二节 金融市场系统性风险与巨灾债券的相关性 / 61

一、保险业系统性风险分析 / 61

二、巨灾债券对系统性风险的影响 / 71

第三节 巨灾债券基差风险 / 100

一、基差风险的来源 / 100

二、基差风险的评估 / 102

三、基差风险对偿付能力的影响 / 105

第四节 巨灾债券信用风险 / 106

一、巨灾债券信用风险的产生 / 106

二、重大金融损失事件与教训 / 108

第五节 巨灾债券法律风险 / 110

一、巨灾债券法律风险的界定 / 110

二、巨灾债券法律风险的产生 / 111

第三章 巨灾债券发起人风险的法律控制 / 114

第一节 巴塞尔协议对保险风险证券化监管的启示 / 114

一、巴塞尔协议与保险业偿付能力监管标准的比较 / 114

二、巴塞尔委员会证券化监管的实践与启示 / 118

第二节 保险风险转移工具的监管变革与中国实践 / 125

一、欧盟风险转移工具的监管变革 / 125

二、国际保险监管核心原则中的风险转移工具 / 136

三、我国偿付能力监管体系中的风险转移工具 / 138

第三节 巨灾债券发起人保险风险缓释的认定 / 149

一、再保险合同的认定 / 150

二、保险风险转移显著性的判定方法 / 160

第四章 巨灾债券特殊目的机构风险的法律控制 / 165

第一节 再保险创新对再保险监管的影响 / 165

一、再保险监管的现状与趋势 / 165

二、巨灾债券特殊目的机构的监管权归属 / 171

三、巨灾债券对再保险监管改革的需求 / 178

第二节 巨灾债券特殊目的机构的立法 / 180

一、境外巨灾债券特殊目的机构法制的发展 / 180

二、特殊目的再保险人的监管要点 / 189

第三节 巨灾债券特殊目的机构的破产隔离 / 201

一、“栅栏”原则 / 201

二、破产隔离机制中的资产转移 / 206

三、破产隔离机制中特殊目的机构的构造 / 206

第五章 巨灾债券投资者风险的法律控制 / 215

第一节 巨灾债券信息披露制度 / 215

一、巨灾债券信息披露与传统证券信息披露的区别 / 215

二、巨灾债券信息披露的监管要求 / 218

第二节 巨灾债券销售的适当性要求 / 221

一、复杂金融产品销售适当性要求 / 221

二、证券投资者适当性规则对巨灾债券的适用 / 223

第三节 保险机构投资者巨灾债券投资的风险控制 / 226

一、保险资金投资巨灾债券对保险公司偿付能力的影响 / 226

二、保险机构投资者巨灾债券投资的监管要求 / 228

结 语 / 231

参考文献 / 233

导 论

一、选题背景、目的和意义

(一) 选题背景

1. 巨灾债券市场成就、问题与挑战同在

“风险移转”是近年来金融创新的重点。^[1]巨灾保险与再保险市场供给严重不足,促使保险业界去寻求其他非传统风险转移机制。^[2]20 世纪 90 年代,人们开发出了新的巨灾风险转移方式,通过发行巨灾债券、巨灾期权等保险连接证券,将保险风险转移至资本市场,保险人既分散了风险,也

[1] Gürtler, Marc and Hibbeln, Martin and Winkelvos, Christine, The Impact of the Financial Crisis and Natural Catastrophes on CAT Bonds (July 2014). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2140653>.

[2] Cummins, J. D. (2008), “Cat Bonds and Other Risk-linked Securities: State of the Market and Recent Developments”, *Risk Management and Insurance Review*, Vol. 11, No. 1, pp. 23-47.

获取了继续承保所需要的资金。^{〔3〕}

经过十余年的演进,从宏观面看,巨灾债券市场已融入了主流金融市场;从微观的产品结构特征来看巨灾债券自身已发展成为比较成熟的风险管理和投资工具。十多年来,巨灾债券的年发行金额和数量均呈现出持续上升趋势。从发行金额来看,1997年至2004年,增长幅度相对缓慢。2005年发生的美国飓风给保险业带来巨大损失,却给传统再保险市场带来持续走强的动力,从而给巨灾债券市场带来了重要的发展机遇。2005年至2007年连续三年发行金额和数量均创造了历史记录。2006年巨灾债券的发行金额为47亿美元,较上年增长了136%;2007年发行金额创造了历史最高纪录,达70亿美元。^{〔4〕}2010年全球二十余家非寿险公司新发行的巨灾债券总金额达48亿美元,较2009年发行量增长了36%。瑞士再保险公司预测,到2016年,巨灾债券市场规模将达到300亿至440亿美元。^{〔5〕}

巨灾债券是20世纪90年代产生于美国的金融创新,是最为成功的一种保险连接证券。然而,巨灾债券市场的规模同传统再保险、资本市场相比仍然非常小,分散巨灾风险的能力受到限制。巨灾债券的定价仍较困难。^{〔6〕}投资者对巨灾债券的接受度有待提高。至今,巨灾债券主要用于转移欧美地区的巨灾风险,其使用范围有待拓展。巨灾债券的监管与税收制度需要进一步完善。

巨灾债券系建立在巨灾保险基础之上的。我国巨灾保险落后,用于分散巨灾保险风险的风险转移机制同样落后。2006年,国家开发银

〔3〕 Welt, Aviad S., Financial Adaptation to Climate Change via Public Interest Weather Derivatives and Catastrophe Bonds in the Wake of the Financial Meltdown (May 24, 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1933290> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1933290>.

〔4〕 谢世清:“巨灾债券的十年发展回顾与展望”,载《证券市场导报》2010年8月,第17页。

〔5〕 师华:“我国地震巨灾债券发行问题初探”,载《开放导报》2011年第6期,第54页。

〔6〕 Bantwal, Vivek J. and Howard C. Kunreuther, 2000, “A Cat Bond Premium Puzzle?”, *Journal of Psychology and Financial Markets*, 1: 76-91.

行曾启动巨灾债券发行筹备工作,但最终未实际发行债券。^{〔7〕}直到2015年7月初,我国才出现巨灾债券发行实例,且系境外发行。巨灾债券曾被认为牵涉面太广,难以达成共识。尽管如此,我国有关部门仍在努力推动巨灾债券等新型风险转移工具的发展。我国保监会颁布的《中国再保险市场发展规划》(保监发〔2007〕50号)提出,不断创新再保险产品和再保险业务管理模式,积极研究并合理使用新型风险转移工具(ART)。同时,加强对新型风险转移工具以及实质风险转移的监管。《中国保险业发展“十二五”规划纲要》提出“要加大再保险技术引进力度,加快再保险业务创新发展,提升风险管理水平,探索发展非传统再保险业务”。为应对气候变化的影响,2013年《国家适应气候变化战略》提出,要推动气候金融市场建设,鼓励开发气候相关服务产品,探索通过市场机构发行“巨灾债券”等创新性融资手段。

中国保监会于2014年11月公布的《保险公司资本补充管理办法(征求意见稿)》(保监厅函〔2014〕422号)明确规定保单责任证券化产品可以作为资本补充工具,保险公司可以直接发行或通过设立特殊目的实体发行巨灾证券化产品。该规定侧重明确资本工具创新的方向和原则,尚缺乏巨灾保险风险证券化工具的实施细则和具体操作规范。金融业的风险转移市场是当前国际金融领域的一个令人关注的热点问题。风险的重新聚集和风险的最终承担者的新问题,目前还没有清楚的答案。^{〔8〕}我国仅有一例巨灾债券境外发行,尚无巨灾债券境内发行实例。如何鼓励资本工具创新,促进巨灾债券市场较快发展,又能防范、化解风险,对我国来说是个巨大挑战。通过对巨灾债券风险分析,可以发现,巨灾债券风险监管的主要问题包括:第一,当再保险合同用于转移风险时,特殊目的机构的许可问题。第二,获得保险牌照的特殊目的机构的偿付能力要求问题。第三,发起人再保险信用的可获得

〔7〕 罗晟:“试发行巨灾债券久议未决”,载《投资者报》2008年6月2日。

〔8〕 李曜:“银行业和保险业之间的跨部门风险转移研究”,载《国际金融研究》2003年第6期,第29页。

性问题。^[9]

2. 我国进行了第二代偿付能力监管制度改革

2008 年国际金融危机爆发后,国际金融监管改革的趋势和方向是强化资本监管。^[10] 为了顺应国际金融监管改革的潮流,中国保监会于 2012 年 3 月发布《中国第二代偿付能力监管制度体系建设规划》(以下简称《规划》),提出要用 3 年至 5 年时间,形成一套既与国际接轨、又与我国保险业发展阶段相适应的偿付能力监管制度体系。《规划》提出了我国第二代偿付能力监管制度体系建设的基本原则:以我国国情为基础;与国际保险监管规则接轨;以风险为导向。我国的偿付能力监管制度建设必须适应我国保险业发展的阶段特征和客观需要,再保险监管制度要确保再保险安排下原保险人的偿付能力,促进再保险业务自由化和公平竞争,而不能直接照搬国外偿付能力监管做法。偿付能力监管制度体系是整个保险监管制度体系的重要组成部分,应符合国际保险监督官协会关于保险监管的 26 项核心原则(ICP)和共同框架。^[11] 保险监管体系的共同原则至少可概括为两条:以国情为基础的风险导向;原则与规则协调一致。^[12] “以风险为导向”原则将引导保险公司重视自我风险管理,并积极运用风险管理工具。《保险公司资本补充管理办法(征求意见稿)》在充分研究借鉴巴塞尔资本协议、欧盟偿付能力 II 等制度和发达国家资本市场实践的基础上,认可保单责任证券化产品和非传统再保险为资本补充工具。

[9] See de Burca, S., “Catastrophe Bonds: The Basics” (revised September 2011) available at <http://www.deburcalaw.com/images/publications/Cat%20Bonds%20the%20Basics.pdf>.

[10] 王新棣:“建设中国第二代偿付能力监管制度”,载《中国金融》2012 年第 13 期,第 33 页。

[11] International Association of Insurance Supervisors (IAIS): Towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency, October 2005.

[12] 谢志刚:“我国第二代偿付能力监管制度体系建设中的几个关键问题”,载《保险研究》2012 年第 8 期,第 3 页。

3. 我国巨灾保险制度建设日益受到重视

目前,我国尚无巨灾保险制度框架。现行的《保险法》没有对巨灾保险进行相应的规定。但实际上,我国一直重视巨灾保险制度建设。经国务院批准于1998年4月发布的《中华人民共和国跨世纪减灾规划》(1998—2010年)所提出的减灾工作主要目标就包括“保险成为灾害经济补偿的重要手段”。《国务院关于保险业改革发展的若干意见》(国发〔2006〕23号)明确指出“要建立国家财政支持的巨灾风险保险体系”。2007年《突发事件应对法》、2008年《防震减灾法》均明确提出“建立国家财政支持的巨灾风险保险体系”。2008年《抗震救灾法》也明确支持巨灾保险制度建设。“十二五”规划也提出要“探索发展巨灾保险”。自2007年至2013年中央发布的7个“一号文件”中,6次提到了建立大灾风险分散机制。2013年9月,中国保监会提出八项措施支持上海自由贸易试验区建设,其中就包括“支持上海研究探索巨灾保险机制”。十八届三中全会指出“建立巨灾保险制度”。2014年8月,国务院印发《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》,提出建立巨灾保险制度。研究建立巨灾保险基金、巨灾再保险等制度,逐步形成财政支持下的多层次巨灾风险分散机制。

我国的巨灾风险分散模式正在改革、探索中。总的趋势是减少对政府救灾的高度依赖性,寻求巨灾风险在更大范围内分散。2013年9月,深圳、云南两地率先获批巨灾保险试点资格。2014年6月起,深圳巨灾保险正式进入实施阶段。建立巨灾保险制度,应坚持市场主导,政策引导,逐步形成财政支持下的多层次巨灾风险分散机制。从国际经验来看,巨灾债券市场可作为巨灾风险管理体系的必要组成部分。

4. 巨灾债券风险控制理论研究亟待加强

巨灾债券为分出公司提供了向资本市场转移风险或从资本市场融资的途径。巨灾债券交易中,分出公司即发起人与特殊目的机构订立再保险合同或其他金融交易合同,特殊目的机构向投资者发行证券,所募集资金用于担保合同义务的履行。巨灾债券既是风险缓释工具,又是投资工具,这两大特性产生了复杂的监管问题。然而,我国尚无针对

巨灾债券的监管制度。其主要原因是我国保险机构对新型风险管理工具的需求不足,从而立法者与监管者就没有在监管制度供给方面做出反应。鉴于巨灾债券能给保险业带来巨大利益,境外巨灾债券市场也积累了成功经验,有专家预言巨灾债券交易必将在我国出现。我国巨灾风险管理体系正处于改革、探索阶段,把巨灾债券市场作为巨灾再保险市场的补充,将部分巨灾保险风险向资本市场分散应是科学合理的选择。如果在我国建立与发展巨灾债券市场,潜在的巨灾债券发起人需要知道有何监管要求,监管者也需要知道要考虑哪些因素来确保巨灾债券能够有效地转移风险,从而保护保险公司与消费者的利益,因此,就产生了巨灾债券监管与风险控制理论的需求。我国巨灾债券风险控制需要解决的理论问题包括:金融市场系统性风险与巨灾债券的相关性;巨灾债券对原保险人偿付能力的影响;巨灾债券特殊目的机构的监管原则等。

我国巨灾保险与巨灾债券制度建设未能及时有效回应现实需求有诸多原因,其中之一在于理论研究不足,无法为立法实践提供充分的理论支持。只有从理论上解决了巨灾债券的功能与风险、监管框架等问题,才能在实践中有效指导巨灾债券监管制度建设。巨灾债券交易对保险机构和投资人都存在较大风险。我国在巨灾债券风险管理方面的理论准备相当不足。

(二)研究目的和意义

本书的研究对象主要限于巨灾债券的风险以及管理它们的法律机制。

本书旨在研究控制巨灾债券风险的法律机制的理论基础,支持我国的巨灾债券实践。我国正处于大力推进市场化的进程中,对于依靠市场机制来解决巨灾保险供应问题的巨灾债券应给予足够重视与支持。关于如何建立中国的巨灾风险管理机制,保险业的共识之一就是进行相关立法,从法律层面规范巨灾管理。^[13] 巨灾债券将保险公司的

[13] 罗忠敏:“建立积极的国家巨灾风险管理体系”,载《中国金融》2011年第9期,第54页。