

德国交易所集团的整合与启示

刘肃毅 刘佳

2011年9月，中国证券登记结算公司派团赴德国、芬兰，考察了两国的证券登记结算业务体系、组织架构及法律体系。结合对德国证券交易所集团的考察情况，本文对德国交易所集团近二十年的整合与发展进行了梳理和研究，归纳分析了集团整合发展的历史背景与原因。在此基础上，对我国证券登记结算机构未来拓展提出相关意见和建议。

一、德国交易所集团的概况

自20世纪末以来，伴随着资本市场快速发展和经济全球化的战略趋势，各国证券交易所及证券登记结算机构都在积极进行内部整合与外部并购，力图为境内外投资者及参与者提供更加全面、优质的产品和服务。作为交易所集团整合与并购的典型代表，经过二十多年的整合与发展，德国交易所集团（Deutsche Borse AG，缩写DBAG，以下简称“德交所”）已发展成为集交易、清算、交收、存管、市场数据业务和信息技术服务于一体的集团化运营机构。

拥有欧洲最先进的证券交易平台 Xetra、两大世界顶尖衍生品交易市场——欧洲期交所（Eurex）和国际证券交易所（ISE）、全球最先进的风控技术清算所（Eurex Clearing AG）以及全球领先的交易后服务商——明讯银行（Clearstream）。目前，德交所

已经成为世界最大的交易所集团之一，业务范围涵盖现货市场与衍生品市场交易、结算的各个环节，在协助欧洲央行改善金融资本市场效率、流动性、安全和诚信等方面起到了关键性的作用，是欧洲金融市场的重要支柱（德交所的组织架构见附件）。

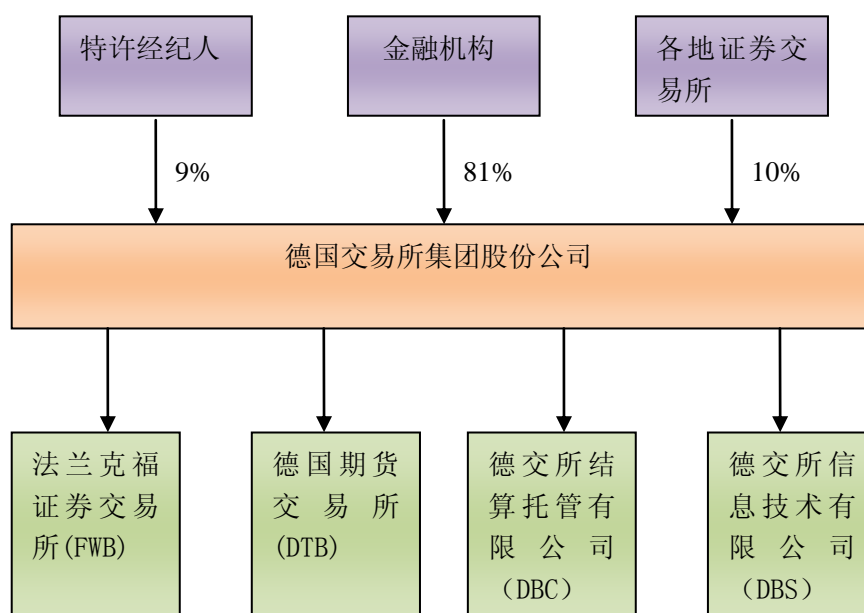
二、德国交易所集团的整合

（一）德交所的发展演进。

德交所的整合之路起于 20 世纪 90 年代初，其发展演进大致经历了三个阶段。

第一阶段（1992-1996 年），国内市场的整合与发展。为了整合德国国内的交易及结算系统，提升交易所的国际竞争力，1992 年底，法兰克福证券交易所股份有限公司更名为德国交易所股份有限公司。1993 年 1 月，由特许经纪人、各地证券交易所以及金融机构共同出资成立了德交所集团，并在随后的几年里对德国境内的交易、存管、结算领域进行了初步整合¹（如图一）。

¹德国交易所股份有限公司先后并购了德国期货交易所有限公司（DTB）、德国证券结算存管股份有限公司（DBC）以及德国交易所信息技术有限公司（DBS），并于 1996 年 5 月更名为德国交易所集团。



图一：德国交易所成立之初的组织架构

第二阶段（1997-2008年），欧洲与全球市场的整合与发展。在完成德国国内资本市场流通环节整合之后，自1997年起的十年间，德交所将整合与并购的目标进一步转向欧洲乃至全球，以期建立其在全球资本市场的核心地位。先后合并成立了欧洲期交所（Eurex）¹、明讯国际（Clearstream）²、并购了美国国际证券交易所（ISE）和美国财经新闻服务商（Need to know）。

同时，德交所也把目光积极投向了中国市场。从2006年开始，越来越多的企业选择了德交所上市；2007年8月，Clearstream与中央国债（CDC）就跨境结算业务签署了合作协议，为中央国债开设账户，通过此账户向中央国债的会员提供国际债券的结算及托管服务，为国内有资质的金融机构参与国际债券市场投资提供一条可供选择的便利途径；2008年12月12日，德交所驻北

¹ 1998年6月合作成立，是全球第一家跨国合并而成的衍生品交易所，也是全球重要的期交所之一。

² 1999年和2002年，德国结算行（DBC）和卢森堡的CEDEL国际结算公司，先合资继而由德交所全资控股而组成，一跃成为全球仅有的两家存管结算行之一。

京代表处正式成立，这也是继莫斯科后，德交所布局的第二个新兴市场国家；2008年，德交所与天津股权交易所正式签署了注资协议，此外，德交所和德国政府技术合作公司（GTZ）还将根据天交所市场建设的需要，为其提供资金、信息设备、法律法规方面的帮助，并选派金融、监管、IT方面的数名专家，长期为其提供技术顾问服务。

此外，德交所还陆续在世界各地设立了分支机构和代表处，以争取更多的市场和客户资源。

第三阶段（2009年至今），业务领域的全面拓展。为了适应全球资本市场发展的需要，2009年起德交所提出了“缔造交易所行业国际领跑者”的发展目标。2011年2月，德交所与纽约泛欧交易所（NYSE Euronext）宣布，计划将联合组建全球最大的交易所运营商，尽管欧盟委员会于2012年2月否决了该项计划，但是德交所进一步拓展全球市场，全面拓展业务领域的目标并不会因此而阻断。

表一：德交所整合并购大事记

年份	整合事件
1992年底	法兰克福证券交易所股份有限公司更名为德国交易所股份有限公司。
1993年1月	德国交易所集团正式成立，确立了以宙斯命名的交易所发展策略。
1996年5月	德交所先后并购了德国期货交易所有限公司（DTB）、德国证券结算存管股份有限公司（DBC）以及德国交易所信息技术有限公司（DBS），更名为德国交易所集团。
1998年6月	德国期交所（DTB）与瑞士衍生品商品交易所（SOFFEX）合作成立了欧洲期货交易所（Eurex）。
1999年	德交所旗下的德国结算行（DBC）和卢森堡的CEDEL国际结算公司，合资成立了明讯国际（Clearstream International）。
2001年5月	德交所于自身市场以每股335马克首次公开发行上市。
2002年	德交所全资控股明讯国际（Clearstream International）。

2007年	德交所并购了美国国际证券交易所（ISE）。
2007年8月	明讯国际（Clearstream）与中央国债登记结算有限公司（CDC）就跨境结算业务签署了合作协议。
2008年	德交所并购了美国财经新闻服务商（Need to know）。
2008年	德交所驻北京代表处正式成立，德交所与天津股权交易所正式签署了注资协议
2011年2月	德交所与纽约泛欧交易所（NYSE Euronext）宣布，计划将联合组建全球最大的交易所运营商。

经过二十多年的发展，德交所集团根据成立之初确立的发展策略，通过不断的拓展、并购，已基本实现从产品开发到交易再到清算交收的无障碍联通。在经历了内部组织结构和业务、技术整合后，逐渐将业务拓展到欧洲、美国和全球市场。

（二）德国证券存管机构的发展演进。

德国市场最早的证券存管机构可追溯到1949年7月12日建成的法兰克福中央证券存管机构（Frankfurter Kassenverein），它是二战后为提供清算和交收服务的第一家存管机构。此后，德国各地方证券交易所先后成立了各自的证券存管中心和清算银行。1989年10月，柏林、杜塞多夫、法兰克福、汉堡、汉诺威、慕尼黑、斯图加特等地的证券清算银行及存管中心合并成为证券结算存管股份有限公司（DKV）。

1993年，德交所成立之后，DKV并入集团内部，成为旗下全资控股子公司。1997年10月，DKV并购了境外结算存管股份有限公司（AKV），并在此基础上成立了结算存管有限公司（DBC），为交易所和柜台市场的证券交易提供存管和结算服务。

为了统一德国境内股票和债券的存管及结算服务，同时也为了进一步打开欧洲和全球市场，1999年5月14日，DBC与卢森

堡世达国际计算公司（CEDEL）合资组成 Clearstream，德交所占明讯国际的 50% 的股权。经过近 3 年的发展，2002 年，德交所成为 Clearstream 的全资控股母公司。

今天，Clearstream 已经发展成为全球领先的交易后服务提供商，作为全球仅有的两家国际结算存管机构之一，为超过 110 个国家的 2500 名客户（包括商业银行、证券公司、国际金融机构和各国央行）提供证券存管和交收服务。

（三）德国清算所的发展演进。

与存管机构的发展相一致，20 世纪 90 年代以前，德国证券的清算业务都由各地方交易所的清算银行负责，直到 90 年代末，DKV 成立后，负责为德国市场提供集中统一的清算服务，再到 2000 年 Clearstream 成立，清算服务统一由 Clearstream 提供。

在衍生品市场方面，一直由德国期交所（DTB）负责产品的集中清算，1998 年 Eurex 成立，旗下全资子公司欧洲期交所清算所（Eurex Clearing AG）开始负责大多数衍生产品的清算。2003 年，由于德国现货市场改为采用中央对手方的机制，清算业务由 Clearstream 转移到 Eurex Clearing AG。此后，Eurex Clearing AG 负责为包括期货、衍生品和现货市场在内的产品提供集中清算服务。同时，为法兰克福证件交易所、欧洲期交所、欧洲期交所债券市场、欧洲期交所回购市场、欧洲能源交易所和爱尔兰证券交易所提供中央对手方服务。

Eurex Clearing AG 与欧洲期交所共用一个电子交易平台

——Xetra 证券期货交易系统，实现了交易与清算系统主干架构的统一，同时 Eurex Clearing AG 也是世界唯一一家能在交易时段内通过实时计算风险来进行风控的清算行，这种交易和清算无缝结合的做法，为市场提供了独特的连续性风险管理机制。

（四）德交所技术系统的演进整合。

考虑到统一的技术平台在集团化运作中的重要性，德交所成立之初首当其冲对内部技术资源进行整合，1996 年先是在并购证券数据中心有限公司（DWZ）的基础上，成立了信息技术有限公司（DBS），负责交易所集团各子公司的软件信息开发和维护。目前，DBS 在全世界运营 16 个交易平台（包括为其他国家的交易所运行交易系统），其中包括欧洲最大的现券电子交易平台 Xetra、欧洲最大的结构性产品交易平台 Scoach，全球最大的金融衍生品交易平台之一 Eurex、美国最大的股票期权交易平台之一 ISE 等，为整个集团提供全面的技术服务。

（五）德交所数据信息的演进整合。

基于对数据信息作为生产要素重要性的认识，早在成立之初，德交所就成立了市场数据与分析有限公司，提供德国国内基数指数、实时交易信息、历史参考数据以及后台数据分析服务。伴随着德交所全球性的整合与并购计划，1998 年，德交所成立斯托克指数公司，提供欧洲市场指数以及金融衍生品标的指数。近年来，德交所先后收购了美国财经新闻服务商（Need to Know News）以及美国市场新闻公司（MNI），以期为全球客户提供全

面、实时、精确的市场数据和决策信息。

三、德国交易所集团整合的背景及原因

(一)包容公法与私法的法律体系是德交所整合发展的基础保障。

德国的交易所制度属于欧洲大陆模式，即交易所是设立在公法基础之上的非营利的政府公立机构。在 1990 年以前，德国的交易所还都是由联邦财政拨款，由州经济部门行政管理，隶属于各州工商管理下的一个部门。为了提高德国的交易所在国际上的竞争力，德国政府决定把交易所委托给私营企业代理经营，于是 1990 年以后，交易所均由基于私法设立的营利性公司经营。至此，在交易体制改革中，德国政府建立了一个包容公法与私法的复杂的综合交易所体系。对于交易所本身来说，仍是公法意义的公益机构，不具有私法权利能力和行为能力。同时，交易所运营部分又被私有化，需由在私法意义上具有权利能力和行为能力的社团法人代表其行事，这就出现了交易所本身与其法律代表实体相分离。

由于交易所的运营是基于私法设立的公司，交易所被赋予了自律监管的职能。同时，这样的自律性又被限制在德国法律规定的框架中。因此，在《德国交易所法》中，交易所本身被定义为拥有部分法律权利的公共机构。可以看出，德国政府在允许交易所私有化运营的同时，又保留了国家通过法律监管对其内部流程干预的可能性。交易所运营商在一定范围内获有自由的空间，但

同时也受到各种法律和法规的限制和监督。这些法律、法规保证了交易所活动的正常运行并使其免收各种利益冲突的影响。以法兰克福证券交易所为例，1990年，交易所的运营被直接交给专门为此成立的法兰克福证券交易所股份有限公司接管。此公司于1992年更名为德国交易所股份公司。需要指出，德国交易所股份公司并不等同于法兰克福证券交易所。德国交易所股份公司只是法兰克福交易所的运营商。作为股份制公司，德国交易所股份公司既要根据《公司法》拥有和履行其权利和义务，同时也必须确保其不对交易所的交易活动施加任何影响。

德国政府建立的这种包容公法与私法的综合交易所体系，很好地解决了交易所非营利政府公立机构的身份与其不断扩张、发展业务链需求之间的矛盾，在不对基本的交易活动施加任何影响的前提下，交易所运营商承担了交易所运营、发展所需要的财务、人员以及各种其他开销，并积极为交易所策划和实施市场开拓与机构整合，为德交所集团的形成与不断发展壮大奠定了法律和制度基础。

（二）明确的发展战略规划为德交所整合发展指明了方向。

纵观德交所集团近二十年的发展历程，体现出明确的交易所发展战略规划理念。早在成立之初，德交所就提出了发展策略——“宙斯计划”，旨在通过组织机构和战略重点的大变革，使德国证券和期货交易、清算、交收、存管、信息、软件等集中在一个控股公司之下，实现证券期货市场从产品开发到交易再到清

算交收的无障碍联通。在宙斯计划的推动下，德交所实现了集团化运营模式，并顺利完成国内资本市场流通环节的整合。近年来，德交所的发展战略目标拓展为“缔造交易所行业的国际领跑者”。在这一理念的推动下，德交所一方面继续加紧欧洲乃至全球市场的并购步伐，另一方面逐渐将战略重点转移到拓展服务领域，为世界范围内的投资者和参与人提供全方位的服务上来。

明确的发展战略规划为德交所发展指明了方向，通过集团化运作的模式，使金融产品的功能和金融机构的服务全能化，实现配置资源、节约费用或提高效率的功能，代表了欧洲和全球金融业发展的新方向。

（三）集团内部专业化分工是德交所整合发展的内在动力。

德交所在进行外部横向并购的同时，内部也在进行着纵向的专业化分工。在进行了一系列并购整合之后，整个集团的存管、交收业务都集中到 Clearstream，清算业务集中到 Eurex Clearing AG，技术系统开发和维护集中到信息技术有限公司（DBS），数据统计与分析服务集中到市场数据与分析有限公司。

德交所按照业务性质的差异设立了不同的子公司，各子公司根据各自的优势进行职能划分，分别负责交易、存管、清算、数据、技术服务等。各系统间通过标准接口相连，既彼此分工又紧密合作，起到了风险隔离、优化资源配置、提高市场运行效率等作用。同时，集团化经营产生的协同效应，也极大提升了整个交易所的经济收益，使德交所进入了全球领先交易所的行列。

（四）统一后台和先进技术是德交所整合发展的催化剂。

多年来，德交所一直致力于搭建统一后台系统，在促进集团整合与发展方面发挥了重要作用。一是发挥规模化优势，提供全面、高效的服务。虽然集团各业务板块各行其责，但是统一的后台能够充分协调各板块，向市场参与者提供在业务分散模式下无法提供的高效服务。二是促进集团产品和服务领域拓展与创新。例如，在整个集团的清算业务集中到 **Eurex Clearing AG** 后，通过统一的清算平台，**Eurex Clearing AG** 的服务范围不断拓展到现货、期权期货、衍生品、债券交易及回购市场。在产品创新方面，探索为碳排放权、能源、贵金属、农产品指数、信用违约、天气衍生品等衍生工具提供清算服务。此外，还为欧洲多家交易所提供中央对手方服务。

如果说统一后台促进了集团的整合与发展，那么先进的技术更是起到了加速整合催化剂的关键作用。在这一方面，德交所一直走在同业的最前沿。它是全球最早使用电子信息技术的交易所之一，领先于其他交易所实现了交易结算进程的完全电子化。在 **Eurex** 成立之后，德交所加大对电子交易系统的研究和开发，先后开发了现券电子交易平台 **Xetra**、欧洲最大的结构性产品交易平台 **Scoach**、全球最大的金融衍生品交易平台之一 **Eurex**、美国最大的股票期权交易平台之一 **ISE**，为德交所核心业务拓展提供坚实的技术基础，并帮助集团不断增强业务竞争力。

（五）统一监管要求是德交所整合发展的支撑力量。

2002年5月，德国《统一金融服务监管法》通过以后，将原来银行监督局（BAKred）、保险监督局（BAV）、证券监督局（BAWe）合并，正式组建成立一个新的金融监管机构——德国联邦金融监管局（BAFin），隶属于联邦财政部。BAFin在《联邦银行法》、《联邦保险法》、《联邦证券交易法》等40余部法律的指导下，对包括银行、保险公司、证券公司等在内的所有金融机构进行监管，并可依法对其进行处罚。

统一监管适应德交所集团化运作模式和全能化业务发展的监管需要，也增强了德国交易所的国际竞争力。监管当局可以综合考虑金融业发展的需要以及金融机构在国际金融市场的定位，制定金融业整体发展规划，确保德国金融体系稳定，提高其国际竞争力。德国财政部长Hans Eichel在2002年5月1日BaFin成立的时候也强调，一个单一的监管机构有助于“提升德国在国际金融事务中的声音、维持德国世界金融中心的地位和活力。”

（六）市场竞争与产品创新是促进德交所整合发展的外在动力。

从20世纪90年代开始，全球几大交易所就先后拉开了合并的序幕。近年来，在世界性金融危机的影响下，争夺上市资源对于交易所来说显得更为关键和重要，也成了交易所合并的最大动因。在这种背景下，增强交易所的核心竞争力成为德交所战略重点。一直以来，德交所就致力于通过整合与并购，实现集团化运营和规模化效益，进而增强集团竞争力。近年来，德交所更是加

快了并购的步伐。2000年、2005年先后2次提出与伦敦交易所合并，2011年又提出了与纽约泛欧交易所的合并计划，尽管上述计划最终未能实现，但是增强集团竞争力的发展目标却是不断推动德交所的整合与发展。

近年来衍生品市场的不断扩张是世界金融市场的一个重要的发展趋势，追逐产品的创新，特别是衍生产品创新加速了德交所整合发展的步伐。早在成立之初，德交所就并购了德国期货交易交易所，将现货和期货交易统一纳入其麾下，此后又全资控股了欧洲期交所（Eurex），成为世界上最大的衍生品交易所。近年来，又收购了美国国际证券交易所（ISE），并且出资欧洲能源交易所，将衍生品市场拓展到了欧洲和全球。

四、德交所集团的整合对我们的启示

近年来，除德交所外，先后多家境外证券交易所在中国成立了代表处，包括美国纽约交易所、纳斯达克交易所、伦敦交易所、新加坡交易所、东京交易所、韩国交易所等，各国交易所都在努力吸引中国企业，夺金中国市场，也使得中国资本市场的重要性在国际资本市场中越发凸显。在这样的大环境下，作为交易所市场唯一一家登记结算机构，我们更应该汲取世界同行的经验，努力打造一流的交易后台服务商。

（一）以明确的发展战略规划为指导。

纵观德交所的发展历程，在近20年的发展壮大过程中，德交所集团紧扣宙斯计划这一发展策略以及缔造交易所行业国际

领跑者的发展目标，历经 6 次重大并购，从对国内市场的整合，随后拓展到欧洲、美国乃至全球市场。

着眼于我国实际，对于中国结算来说，我们已经建成了交易所市场集登记、存管、清算、交收于一体的登记结算体系，在中国资本市场占有重要的一席之地。但是放眼于未来，我们将面临来自银行间市场、期货市场、衍生品市场的竞争与压力，甚至也不可避免的面临交易所市场国际化后带来的竞争与压力。因此，我们更应该制定明确的发展战略规划，充分利用现有的良好条件，强化和巩固我们交易所服务商的领导地位，迅速做大做强，为交易所积极参与国际竞争打好基础，推动资本市场整体实力的发展。

（二）探索法律制度方面的突破。

德国政府建立的包容公法与私法的复合法律体系，解决了交易所非营利政府公立机构的身份与其不断扩张、发展业务链需求之间的矛盾，使德交所集团有限公司突破了交易所公法意义上的法律主体的地位，利用私法实体的身份，开展了一系列的兼并、重组活动，实现了由交易到清算、交收的一体化业务链。

对于我国的登记结算机构来说，也面临着同样的境遇和法律制约。《证券法》规定，证券登记结算机构是为证券交易提供集中登记、存管与结算服务，不以营利为目的的法人。证券登记结算机构履行的职能必须是《证券法》规定的或是证监会批准的。因此，中国结算也面临着自身定位和拓展业务领域之间的困惑，

考虑到借鉴德国市场公法和私法的概念，中国结算可以尝试在保留传统登记结算业务模式的同时，以公司化的运作积极探索新的业务领域和服务空间。

（三）坚持集团化运作模式，实现集团内部专业化分工。

经过近二十年的发展，德交所集团已经建成集企业上市，证券期货交易、清算、交收与存管服务，信息产品和信息技术服务于一体的运营机构，也凭借这一模式，德交所集团成为欧洲资本市场的核心交易所体系。

对于中国结算来说，近年来，中国结算在依托原有沪、深分公司的基础上，也相继成立了数据技术分公司和信息基地建设公司，对于集团化运作也迈出了第一步。借鉴德交所集团化运作模式，未来，我公司也可考虑继续朝此方向发展，按照业务性质的不同，分设专业化的登记、存管、清算、技术、数据子公司，既彼此分工又紧密合作，各业务板块在集团大框架下得到充分有效的协调，优化资源配置、提高市场运行效率的同时，向市场参与者提供更全面和高效的服务。

（四）打造集中统一的登记结算后台，引入先进的技术系统。

德交所集团不仅始终坚持集团化的运作模式，更是致力于打造集中统一的存管结算后台，并且积极采用先进的技术系统。通过统一的存管结算平台和先进的技术系统，更好地发挥了德交所规模化、集团化的优势，极大地提升了整个交易所集团的产品创新能力和业务竞争力。

为了更好的实现集团化的运作模式，发挥集团化的运营优势，中国结算也可以考虑借鉴德交所集团的做法，建立统一的登记结算业务平台，实现交易后台的联通和统一。此外，引入先进的技术系统，确保登记结算系统更加安全、高效的运行，同时，促进新产品和新业务的研究和开发，缩短开发周期，提升开发效率。

（五）配合多层次资本市场建设，加大产品创新的力度。

德交所的整合从很大程度上是产品创新以及衍生品市场加速发展的结果。迄今为止，德交所已经基本涵盖了交易所市场几乎全部的产品和服务，并且积极拓展衍生品市场的业务领域和服务范围。德交所从这些产品的创新和发展中获取了巨大的收益。

着眼于中国市场，随着经济全球化影响的加深，对金融市场的产品创新提出了更多需求。对于中国结算来说，为了更好地配合多层次资本市场建设，未来，应该在做好传统登记结算业务的同时，加大产品创新的力度，提升支持产品创新的响应速度，建立更加完善的创新机制，不断开创新的产品和业务模式，积极为市场参与者提供更加全面、灵活、高效的登记结算服务，为未来资本市场的稳定发展做出新的贡献。

（作者系中国结算公司总部员工）

附件：

德国交易所集团主要组织架构图

