

情势变更原则对金融衍生品交易法律基础的冲击

——以韩国法院对 KIKO 合同纠纷案的裁决为例

楼建波 刘 燕

(楼建波, 北京大学法学院副教授、博士生导师; 刘燕, 北京大学法学院教授、博士生导师 北京 100871)

摘要: KIKO 合约是场外金融衍生品交易领域最流行的外汇期权合约。2008 年国际金融危机引发的韩元贬值导致参与 KIKO 合约交易的韩国企业遭受重大经济损失, 韩国法院适用情势变更原则解除了 KIKO 合约, 这引发了广泛争议。情势变更原则与以风险为交易标的的金融衍生品交易之间存在本质冲突, 基于情势变更而否定衍生品合同的效力是对金融衍生品交易最核心的价值和法律基础的极大冲击。面对金融危机, 法律的公平性救济应当区分特定市场、特定交易、特定合约而审慎进行。

关键词: 金融危机 KIKO 合约 情势变更原则 金融衍生品交易

2008 年金融危机引发的全球范围内汇率、利率、石油价格等市场要素的急剧波动, 一方面凸显了衍生品交易作为避险工具的作用, 另一方面也令在衍生品交易中对市场判断错误的一方遭受重大经济损失。以中信泰富、^① 中国国航^② 为代表的中国企业因参与复杂的期权交易致巨额亏损以及以泰山液晶显示器股份公司(Taesang LCD Co., Ltd, 以下简称泰山 LCD)事件^③ 为代表的韩国中小出口型企业因 KIKO 合约(全称为“敲入障碍+敲出障碍货币期权”, Knock In, Knock Out Currency Option)而引发的破产潮, 无疑是其中最引人关注的例子。

衍生品交易特别是银行(投资银行)与企业之间进行的场外金融衍生品交易, 在形式上体现为银行与企业之间一对一的商事合同。合同的基本原则是平等自愿、协商一致、依约履行, 即所谓“契约必须信守”原则。但是, 面对百年一遇的金融危机带来的外部经济环境的急剧变化, 履行金融衍生品交易合同将给一方当事人带来巨额经济损失, 是否还应当“信守契约”? 现实中, 不堪忍受巨额经济损失的韩国企业纷纷到法院起诉, 要求解除 KIKO 合约。在一些案件中, 企业的诉求得到了韩国地方法院的支持, 后者适用情势变更原则解除了 KIKO 合约, 或者以“信息披露不当”等理由要求金融机构赔偿企业所受到的经济损失。这些裁决在国际金融衍生品交易市场迅速激起强烈反响。在国际层面, 金融衍生品交易领域最具权威性和代表性的国际组织——国际互换及衍生工具协会(ISDA)——破天荒地在其网站上发表声明, 认为韩国法院对 KIKO 合约纠纷的裁决确立了一个极其糟糕的先例, 不仅损害了韩国场外金融衍生品交易的法律秩序, 更可能危及韩国的金融稳定。在韩国国内, 也有不少经济学家、法律学者对这种裁决提出了批评。

韩国并非国际金融衍生品交易的主要市场, KIKO 合约案件的当事人也并非国际知名企业或金融机构, 甚至裁决本身也仅仅是少数韩国地方法院的临时裁决而已, 尚待正式诉讼程序的定夺。即便如此, 这种裁决仍然在国际金融衍生品交易领域掀起了轩然大波。这不仅是因为 KIKO 合约是近年来国际场外

基金项目: 教育部“国际金融危机应对研究”应急课题资助项目(2009JYJR003)

金融衍生品交易领域最流行的期权合约,更是因为这种裁决的说理特别是情势变更原则的适用,对金融衍生品交易最核心的价值和法律基础提出了根本性的挑战。从某种意义上说,这场法律论争或许决定了金融衍生品交易能否存续。

一、KIKO 合约的主要内容与争议

KIKO 合约是韩国银行于 2006 年推出的一种零费用(Zero—Cost)期权,其主要目的是为了韩国企业在购买期权对冲外汇风险时减少期权费的支出。

韩国在 1997 年亚洲经济危机后实行了浮动汇率制,其出口型企业的盈利暴露在韩元升值、外汇贬值的风险之下。实践中,韩国企业主要通过外汇变动保险、出售远期美元或买入美元看跌期权等方式,来对冲汇率变动所带来的风险。^④这些风险对冲方式都有一定的前期成本支出,如保险费、期权费等。即使是出售远期外汇,企业也需要向银行交付 1%—2% 的佣金。在韩元升值的情况下,这些保险费、期权费或者佣金对出口型企业特别是微利的中小出口型企业是一种较大的负担。在此背景下,韩国的银行于 2006 年开始推出一种零费用的 KIKO 合约,即如果企业从银行手中买入了 1 个美元的看跌期权,也就同时可以向银行出售两个看涨期权,没有期权费支出。这种零费用优势吸引了不少中小出口型企业参与到 KIKO 合约的交易中来。

实践中,KIKO 合约的履约期通常为 1—3 年,分成 1—3 个阶段履行,各阶段的权利义务组合形式略有不同,其核心内容为“1 份看跌期权+2 份看涨期权”,每月为一个行权期,辅之以“敲出障碍”、“敲入障碍”条款作为期权失效或者期权激活的条件。KIKO 合约的条款都比较复杂,此处下文重点讨论的“韩国首尔市中央区法院‘2008 年民事假处分案第 3816 号’期权契约效力停止假处分案”(以下简称“首尔案”)^⑤为例,列示一份 KIKO 合约的主要内容如下:

合约有效期:2007. 11. 21—2009. 10. 20,分为两个阶段。

第一阶段(2007. 11. 21—2008. 7. 20):

行权价:1 美元=931 韩元

上限汇率(敲入障碍):1 美元=955 韩元

下限汇率(敲出障碍):1 美元=885 韩元

月基本交易额:30 万美元

(1)企业的 1 份美元看跌期权与敲出障碍 从 2007 年 11 月 21 日至 2008 年 7 月 20 日的 8 个月内,企业有权以“1 美元=931 韩元”的汇率,向银行每月出售 30 万美元。但是,在一个行权期(月)内,如果美元汇率曾触及 1:885 的水平(下限汇率),企业在该期(月)内的看跌期权失效(称为“敲出”)。

(2)银行的 2 份美元看涨期权与敲入障碍 在上述 8 个月的每个行权期内,如果美元汇率曾升至 1:955 的水平(上限汇率),则银行在该期的看涨期权被激活(称为“敲入”),有权以“1 美元=931 韩元”的汇率向企业买入 60 万美元。在此一行权期内,如果结算市场汇率高于行权价,则银行行使看涨期权;如果结算市场汇率低于行权价,则企业行使看跌期权。

(3)结算方式 现金结算。以每个行权期期末日的美元兑韩元市场汇率作为当期结算市场汇率,以该汇率与行权价之间的差额乘以合约当期交易额作为当期内行权方有权从对方收到的金额,以韩元支付。

(4)企业的现金结算收益加成 在美元汇率对企业有利的情形下,企业行使看跌期权应从银行收取的金额为结算金额的 1.3 倍,计算公式为:企业应收现金=(行权价—当期结算市场汇率)×30 万×1.3。

第二阶段(2008. 7. 21—2009. 11. 20):

.....

2008 年 2 月之后,受国际金融危机拖累,韩元开始出现快速贬值,2008 年 11 月更是下探“1 美元=1500 韩元”亚洲金融危机时的低点。美元的急剧升值导致 KIKO 合约下银行的美元看涨期权的敲入条件已经达到,因此,银行行权从企业手中以较低的行权价买入两倍数量的美元,实现了巨大盈利。相反,在 KIKO 合约下处于美元空头地位的企业一方则遭受重大经济损失。由于参与 KIKO 交易的多是中小出口型企业,其财务基础本来就比较弱,KIKO 合约下的巨额经济损失导致企业很快陷入现金流枯竭、财务状况恶化的境地,甚至一度引发出口型企业的破产潮。

为了自救,韩国出口型企业一方面向韩国金融服务局和公平交易委员会投诉,另一方面起诉到法院,要求终止尚未履行完毕的 KIKO 合约,宣布该合约无效或可撤销。韩国一些国会议员以及媒体也开始质疑银行推出 KIKO 合约的合理性,特别是 KIKO 合约本身给企业带来的风险。

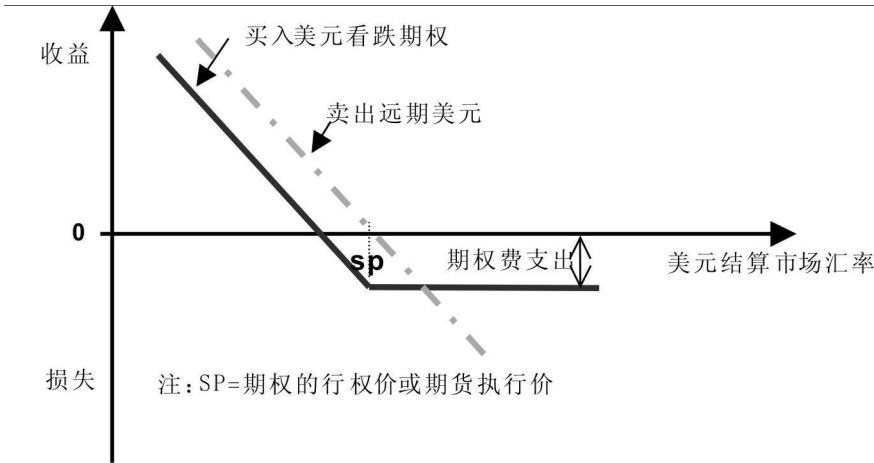
二、KIKO 合约的盈亏结构及其风险分析

KIKO 合约与远期、期权等基础衍生品的功能类似,都属于风险转移或风险对冲的工具。从法律形式上看,衍生品工具都是一对一的合同,赋予当事人在未来进行某种交付、买入或卖出的权利,或者约束当事人在未来进行支付或接受交付的义务。其中,远期、期权、互换等基本型衍生品工具的盈亏支付结构都是标准化的,其风险与收益也比较清楚。而 KIKO 合约属于期权组合,它不具有期权或远期合约下简单、透明、标准化的盈亏支付结构,因此又被称为“奇异期权”。^⑥

下面的图 1 与图 2 分别显示了从企业的角度看,标准的期权、远期合约与 KIKO 合约在不同市场价格条件下呈现的盈亏状态。其中,横轴表示市场汇率的不同水平,纵轴表示衍生品交易合约对应于不同市场价格的盈利或亏损。

如图 1 所示,对于出口型企业来说,如果选择了卖出远期美元或者买入美元看跌期权的对冲方式,其盈亏状况都比较直观。在买入美元看跌期权时,如果未来外汇汇率下跌,企业可以行权,按约定的行权价将美元出售给银行,从而获得市场汇率与行权价之间的差价收益;如果未来外汇汇率上涨,企业则可以放弃行权,最大的成本也就是当初购买期权的成本——期权费。因此,标准期权下企业的收益无限,而损失有限。相反,如果企业选择了卖出远期美元的方式,其收益与风险都是开放式的,收益无限大,损失也可能无限大。因此,单纯从风险控制的角度看,企业持有期权合约比远期合约更好。但是,企业为购买期权而支付的期权费也比远期合约下支付的佣金要高。

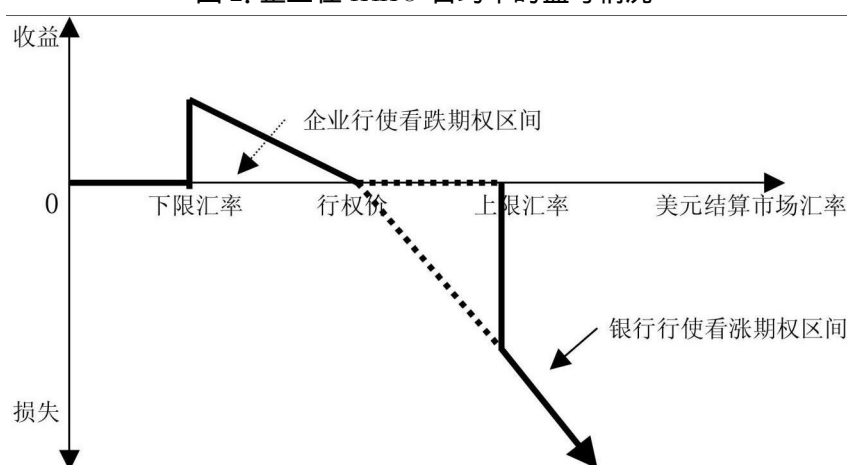
图 1: 企业在卖出远期美元或买入看跌期权下的盈亏情况



在 KIKO 合约下,由于敲入障碍与敲出障碍的嵌入,合同的交易结构与当事人的权利状态都随着市场汇率水平而发生更加复杂的变化。如图 2 所示,虽然 KIKO 合约大体上也呈现为一条向右下方倾斜的线,^⑦与卖出远期美元、买入美元看跌期权的盈亏方向大致相同,但 KIKO 合约上方盈利部分是锁定的,而

向下的损失部分是开放性的。这里,我们以行权价为中点,把美元汇率的变动分为三种情形,说明每一种情形下企业与银行之间的权利状态与盈亏表现。

图 2: 企业在 KIKO 合约下的盈亏情况[®]



情形一 在一个行权期内,美元汇率在低于行权价的区间波动,则企业因行使看跌期权而获利。但是,如果美元汇率至少有一次触及了下限汇率,则敲出障碍条款适用,该期间的合约失效(实质上是企业的看跌期权失效)。在这种情况下,企业瞬间从盈利最大变成失去合约保障,只能自己承担汇率风险。

情形二 在一个行权期内,美元汇率至少有一次触及上线汇率,则敲入障碍条款适用,银行的看涨期权被激活。在此一行权期内,究竟企业行使看跌期权还是银行行使看涨期权,取决于该期的结算市场汇率对哪一方有利:如果结算市场汇率介于行权价与下限汇率之间,企业行使看跌期权,获得汇率收益;如果结算市场汇率高于行权价格,银行行使看涨期权,有权从企业手中按行权价买入两倍数量的美元。此时,企业的风险敞口无限大。

情形三 在一个行权期内,美元汇率在下限汇率与上限汇率之间波动,但未触及两种汇率中的任何一种时,敲出障碍条款与敲入障碍条款均不发生作用,企业持有美元看跌期权,并根据结算市场汇率的具体情形决定是否行权。

从上述分析可以看出,对于韩国出口型企业来说,当韩元温和升值(美元温和贬值)、汇率波动不大时,企业可以从 KIKO 合约下实现利益最大化。这正是 2005—2007 年间的情形。但是,一旦汇率出现剧烈波动,企业就会暴露在更大的风险之下:如果美元汇率下跌触及敲出条款规定的价位,则合约失效,企业也就完全丧失了外汇风险的对冲保护;如果美元汇率上涨触及敲入条款规定的价位,则银行看涨期权生效且双倍买入,企业则遭受 KIKO 合约下的经济损失。最后一种情形正是 2008 年国际金融危机爆发后韩国货币的市场状况。

从总体上看,KIKO 合约的实际效果类似卖出看涨期权,呈现收益有限、亏损无限的盈亏结构。这种交易结构本身无所谓合理或公平,因为“卖出看涨期权”属于一种常见的对冲策略。如前所述,出口型企业是为了节省期权费的目的而自愿选择了这种复杂的交易结构。下文的分析也显示,韩国各地法院的裁决也都认为 KIKO 合约本身并非显失公平的合同。

三、“首尔案”中法院对 KIKO 合约纠纷的裁决

自 2008 年末起,因参与 KIKO 合约交易而受到损失的企业陆续向法院提出假处分申请,请求终止 KIKO 合约的履行。截至 2009 年 3 月底,韩国法院在 7 个案件中驳回了原告的诉求,在 4 个案件中支持了原告的部分诉求。其中影响最大的是“首尔案”。在此案中,法官按照情势变更原则解除了当事人之间尚未履行完毕的 KIKO 合约。

韩国法上的“假处分”类似于我国民事诉讼法中的诉讼保全程序,目的是改变现存的但当事人有争议的法律关系。^⑨ KIKO 合约是企业与银行之间经过协商,自愿缔结的合同,具有法律拘束力。如今合同尚未履行完毕,企业一方却要终止。为此,除了主张对方有过失外,企业还需要证明其与银行之间的 KIKO 合约存在下列三种情形之一:第一,合同本身无效;第二,虽然合同有效成立,但存在重大误解等因素因而可撤销;第三,虽然合同有效成立,但因不可抗力或情势变更致使该合同不能达到目的,故应被解除并终止履行。^⑩这也是法官在判断是否需要给予假处分之保全救济时主要考虑的几个方面。下面以“首尔案”为例逐一分析之。^⑪

1. KIKO 合约是否属于本身无效的合同

在韩国,与合同无效相关的法律依据主要来自两方面:一是《韩国格式合同规制法》,二是《韩国民法典》的一般规定,两者都关乎合同是否“显失公平”的问题。^⑫

适用《韩国格式合同规制法》的前提是 KIKO 合约构成了一种格式合同。对此,法官认为,KIKO 合约采用的结构,如“银行 2 个看涨期权”与“企业 1 个看跌期权”的组合、合同分成数个时段履行、每月为一个行权期、敲入障碍与敲出障碍的设计等,在银行与多个出口型企业签订的 KIKO 合约中都是类似的,而且是银行提供的标准合同文本。因此,KIKO 合约无疑是一种格式合同。

在此基础上,法官考虑 KIKO 合约是否具有《韩国格式合同规制法》规定的无效事由。该法第 6 条规定:“格式合同被设计成明显不利于被签订合同的当事人并显失公平的,该格式合同无效”。在“首尔案”中,法官认为 KIKO 合约并不满足上述规定,主要理由有两点:一是 KIKO 合约的设计考虑了申请人(出口型企业)与被申请人(银行)之间期待利益的平衡,看涨期权与看跌期权 2:1 的设计是与企业免交期权费对应的;二是在银行提供的标准合同范本基础上,企业依然可以根据自身的情况,与银行协商确定行权价格、上限汇率、下限汇率等关键变量。法官由此得出的结论是:KIKO 合约并不构成显失公平的格式合同。

此外,《韩国民法典》第 104 条也规定了“显失公平”构成合同无效事由:“由于当事人的轻率、无经验等原因,当事人之间相互交付的义务显失公平的,其法律行为无效”。法官衡量了 KIKO 合约双方当事人之间的支付义务,认为合约中规定的出口型企业的看跌期权和银行的看涨期权具有同等初始价值,因此不存在显失公平的因素。最终,法官认定 KIKO 合约不属于本身无效的合同。

2. KIKO 合约是否存在瑕疵因而可撤销

《韩国民法典》第 109、110 条规定,当事人可以存在欺骗、对重要事项上具有重大误解等事项为由撤销合同。缔约过程中是否存在欺骗、重大误解,主要是一个事实判断问题。

在“首尔案”中,法官通过审查当事人提供的各项证据,认为不存在欺骗、重大误解等可撤销合同的法定事由,理由有三:(1)出口型企业在与银行签订 KIKO 合约之前,已经注意并认识到合约中敲出障碍条款的存在,因此对于自己在 KIKO 合约下所得利益可能丧失有合理预期。(2)作为接受敲出障碍条款的对价,出口型企业在合同签订过程中把其他事项如行权价、现金结算公式等调整得对自己更为有利。(3)“首尔案”中的出口型企业在签订涉案 KIKO 合约之前,已经与其他银行进行过 KIKO 合约交易,在那些交易中也遭受过经济损失,因此不可能在本案中被骗或出现重大误解。

3. 是否可以适用情势变更等诚实信用原则解除 KIKO 合约

根据韩国法的规定,情势变更原则的适用取决于两个因素:一是相关合同属于持续性履行的合同;二是合同的基础,即合同中所体现出来的当事人共同认识到的交易条件与环境发生了根本性变化。前一个问题几乎不存在争议,因为 KIKO 合约的期限通常为 1 年到 3 年,当事人在合同期内的每个月份中都要进行一次结算。但是,对于 KIKO 合约的合同基础是什么,是否发生了变化,出口型企业与银行往往各执一词。

在“首尔案”中,法官把“美元/韩元汇率的内在变动性(Implied Volatility)”视为 KIKO 合约中所体现出来的当事人共同拥有的根本性观念,因为汇率变动是决定出口型企业与银行所拥有的期权价值的核心因素,并认为当事人签订 KIKO 合约的主要前提是汇率会在一定范围内浮动。基于以下理由,法官认为

可以适用情势变更原则解除 KIKO 合约: (1) 根据之前三四年间的汇率动向, 没有任何机构包括国外研究机构预测到汇率的大幅度变化, 因此符合情势变更原则所要求的“非常的、且非当事人控制的变化”的要件。(2) 出口型企业实际遭受的经济损失超出了当事人双方在签订 KIKO 合约时预测到的范围, 因此合同双方之间的收益与损失存在着明显的不均衡。(3) KIKO 合约中缺乏当存在不合理性时的应对安排, 如调整合同条件, 或者终止合同等, 导致无法对韩元出乎意料的深度贬值做出恰当的回答。

最终, 首尔市中央区法院支持了申请人的假处分申请, 通过解除合同的方式终止了申请人与被申请人之间原有的 KIKO 合约。

四、情势变更原则与金融衍生品交易的不相容性

与 1994—1995 年间英、美两国的企业或机构因衍生品交易巨额损失而起诉银行的案件^⑬不同, “首尔案”的法官并没有把银行是否存在不实陈述、违反信义义务或违反适当性(suitability)原则等作为关注的重点, 尽管其也考虑了这些因素。^⑭相反, “首尔案”的法官开创了用情势变更原则解除金融衍生品交易合同的先例。即使在 1997 年亚洲金融危机期间, 面对韩元的大幅贬值, 韩国法院也没有基于情势变更原则解除合同。^⑮因此, “首尔案”迅速在韩国国内以及国际金融市场引起强烈反响。目前, 相关案件中的银行当事人已经正式起诉, 要求推翻假处分裁决, 强制企业继续履行 KIKO 合约。^⑯法院是否会坚持假处分程序下的“情势变更”结论, 成为当前韩国法律界、经济界普遍关注的问题。^⑰

ISDA 对 KIKO 合约纠纷案的裁决提出了强烈批评, 认为韩国法院“适用情势变更原则的结果, 就是允许那些在投资或者对冲交易中看错方向的当事人宣布合同无效”, 它从根本上颠覆了“契约必须信守”这一最基本的法律原则。^⑱这样会导致市场主体普遍趋向于“只要结果不利于自己, 就起诉合同无效”。如此一来, 金融交易的法律基础就会瓦解, 银行将不会愿意提供哪怕是最简单的远期合约, 韩国公司将不得不暴露在更大的长期风险之下, 国际投资人也将丧失对韩国的信心。

ISDA 的强烈反应并不让人感到意外, 因为情势变更原则与衍生品交易之间完全不相容。所谓情势变更原则, 是指合同成立以后客观情况发生了当事人在订立合同时无法预见的、非不可抗力造成的不属于商业风险的重大变化, 继续履行合同对于一方当事人明显不公平或者不能实现合同目的, 应允许变更或者解除合同。^⑲也就是说, 在情势变更原则下, 外部环境的不确定性可能导致原来生效的合约不再发生效力。

然而, 衍生品交易恰恰就是以外部环境的不确定性作为交易对象的。各种衍生品工具, 不论是远期、期货、期权还是互换合约, 其产生的根源就是市场中存在大量企业无法预测的风险因素。诸如利率、汇率、股票指数、石油价格等价格或价格指数的变化, 是市场中各种力量相互作用的结果, 不受特定的企业或市场主体控制。市场主体为防范这些价格要素的波动给自己的利润水平造成的不利影响, 通过参与衍生品交易来锁定未来的汇率、利率或者大宗原材料的价格水平, 从而保护自己的盈利。越是波动性强的变量, 越是存在避险的需求, 因此也就越容易成为衍生品交易的对象。如今, 甚至连天气变化都已成为国外一些交易所期货合约的标的。

从这个意义上看, 衍生品交易的本质就是一种以外部条件的变化或者不可预测性作为交易内容的对赌协议。当事人双方基于对未来的不同预期而缔结合同, 最终结果必有一方判断错误。如果基于市场条件的变化就可以适用情势变更原则来解除合同, 那么所有的衍生品交易合约都属于可解除的合同, 衍生品交易这种交易形式也就不复存在了。

由此来观察“首尔案”, 可以发现法院的说理存在以下明显的错误: (1) 汇率变化不构成合同基础的改变。KIKO 合约属于外汇衍生品, 正是当事人为了应对外汇变动的风险而进行的交易。本文图 2 所示的 KIKO 合约盈亏线非常清晰地表明, 当美元汇率一路上扬时, 企业的亏损敞口将是无限大的。由此可见, KIKO 合约本身已经包含、昭示了汇率大幅度变动的情形, 实践中美元兑韩元的急剧升值不能被看成合同基础发生了根本变化。(2) 在衍生品交易合约中, 市场利率或汇率等是自变量, 并不是当事人可以决定的因素。因此, “首尔案”的法官所谓“KIKO 合约的主要前提是汇率在一定范围内波动”之说是无法成立的。

KIKO 合约的当事人在缔约时不可能就“汇率的内在变动性”达成一致,因为衍生品交易合约作为一种对赌协议,本身就是双方对未来市场变化存在不同认识的结果。由于当事人各自对自己的判断有信心,因此才会达成交易。如果双方真的对市场变动存在一致认识,这也意味着双方缔约时就清楚地知道谁赢谁输,输的一方根本不可能参与交易。

这恐怕也正是 ISDA 毫不客气地批评韩国法院“概念不清”(Misconception)的原因。事实上,如果说这里存在情势变更原则的适用空间,也是应适用情势变更原则中所包含的“商业风险例外”而非该原则本身。各国民法关于情势变更原则的规定都承认商业风险例外,^②它是当事人在经济活动中可能遇到并应当承担的市场风险或者正常损失。与情势变更原则下外部环境变化非当事人所能预见不同,商业风险是当事人在缔约时能够预见的;如未预见则表明当事人存在主观过错。^③在 KIKO 合约中,韩元的急剧贬值就属于一种商业风险。企业主张未能预见汇率大跌,只能反映出其对市场认识尚存在不足。金融危机只是增强了韩元贬值的速度和幅度,并没有制造出一种新的风险。因此,企业只能自己承担这种商业风险。

五、结语:金融危机与法律的公平救济

情势变更原则背后体现的是公平原则的要求。在“首尔案”遭到 ISDA 和韩国经济界、法律界人士的广泛批评后,韩国地方法院在此后的一些 KIKO 合约纠纷案的裁决中,不再单纯基于市场变动而否定合约效力,而是更关注 KIKO 合约缔约过程中是否存在银行信息披露不充分的因素,以及在维持合同效力的前提下从公平性考虑要求银行分担企业的部分经济损失。这一立场转变实际上引出了一个在当下更具普遍性的问题,那就是:在出现类似金融危机之类的事件时,是否可以基于公平原则而变更或者解除合同?

这是一个见仁见智的问题。对“公平”的判断从来都带有主观色彩,2008 年国际金融危机的深度与广度也使得对这个问题的判断掺入了更多的国别的政策性因素。韩国法律界人士就指出,韩国法官并非对金融衍生品交易的本质茫然无知,而是考虑到 2008 年国际金融危机后全球以及韩国经济的不景气状况,出于保护作为韩国经济基干的中小出口型企业的政策性考虑而做出了解除 KIKO 合约的决定。^④

我们认为,法律的基本原则是有效成立的合同应当得到履行,以公平原则、诚实信用原则、情势变更原则等否定合同效力只能作为例外。法官在适用这些例外时,应当考虑不同市场或不同交易的特点而审慎裁断。对于场外金融衍生品交易来说,除非存在银行利用信息优势地位而进行欺诈或误导,否则不宜以“公平”为由而轻易推翻已经达成的交易。这不仅是因为衍生品交易的本质就是在对风险进行交易,更是因为场外金融衍生品交易市场是一个资金巨大、交易网络化的金融市场,银行作为交易商,通常会就与某个客户之间进行的衍生品交易做一个反向交易(背对背交易),把从客户处承接的风险再转移出去。因此,基于保护该客户的利益而推翻交易,可能引发银行一方的连锁违约,甚至导致系统性风险。

此外,场外金融衍生品交易的公平性判断更是一个十分复杂的问题,不存在公开市场定价,完全靠双方当事人自己的判断。参与交易的主体有企业、机构等最终用户(end user),也有交易商;^⑤有套期保值者,也有投机者。不同主体参与交易的动机存在本质差异。对交易公平性的判断主要不是从与交易对手之间的得失来衡量,而是与自己参与衍生品交易的目标进行比照。例如,最终用户参与外汇衍生品交易的目的通常是为了对冲出口收入的贬值风险或者进口所需支付外汇的升值风险,这种外汇衍生品交易与现货交易之间就构成了套期保值关系。企业在衍生品交易合约下遭受的亏损,可以与现货交易的收益上升与成本节约相互抵消。因此,企业因衍生品交易遭受经济损失并非当然不公平。相反,企业如果出于投机的目的而参与衍生品交易,因对市场方向判断错误而遭受重大经济损失,更是应该“愿赌服输”。

另一方面,对于银行等交易商来说,其在衍生品交易下的实际收益往往是两项背对背交易之间的差价。因此,即使银行在某一个合约下赚了客户的钱,在背对背交易中它可能就是赔钱的一方。基于银行在一种头寸上盈利丰厚就指责该交易不公平,这恐怕也是有失公允的。^⑥

综而言之,2008 年国际金融危机虽然被视为美国 1929 年经济大萧条以来最严重的金融危机,但这是否导致当事人无法履行现存有效合约或者导致继续履约极不公平,的确是一个需要在个案中慎重权衡的

问题。即使需要调整合约,这种调整最好先由当事人之间协商进行,而不是由法院来强制安排。事实上,市场主体面对金融危机的压力,也有动力进行调整。以 KIKO 合约为例,如果企业遭受的损失大到足以导致企业清偿不能或破产,那么,银行在金融衍生品交易下获得的账面盈利也无法完全实现。此时,对合约进行重组可能就是双方来说都比较好的一种选择。现实中的一个例子就是韩国泰山 LCD 的重组事件。泰山 LCD 因参与 KIKO 合约交易所致亏损高达 4 000 多亿韩元,如果不能重组,就只能宣告破产。最终,由 7 家银行组成的债权人团与泰山 LCD 达成重组协议,银行把 KIKO 合约下获得的全部债权转化为泰山 LCD 的股份并免除 KIKO 合约项下的利息等。^⑤当然,如果银行宁愿承受损失而坚持履行合约,哪怕因此而导致企业一方因清偿不能而破产,法院也应当尽可能尊重市场主体的自主选择,因为法院并不比市场主体更了解如何变更合约才能实现公平。

这恐怕也是“首尔案”的法院最终将选择的立场。除非存在银行欺诈、不实披露等因素,否则不应以“金融危机—损失巨大—显失公平”的简单逻辑而否定原有合同的效力。毕竟,对于类似 KIKO 合约的场外金融衍生品交易来说,合同就是其全部的依靠。唯有坚持“契约必须信守”原则,这个市场的基本秩序才能得以维系。法律基于公平原则进行的干预必须区分特定市场、特定交易、特定合约而审慎进行,以免使“金融危机”成为违约者、投机者的庇护伞。

注释:

① 中信泰富是中信集团在香港的一家子公司,因参与杠杆式外汇期权交易而损失 146 亿港元。参见朱益民:《中信泰富 186 亿港元巨亏内幕全揭秘》,《21 世纪经济报道》2008 年 12 月 11 日。

② 中国国航因与境外银行缔结场外燃油衍生品交易,在 2008 年底的公允价值损失高达 72 亿元人民币。参见王大军:《国航东航失足“衍生品门” 南航逃过套保劫》,《21 世纪经济报道》2008 年 11 月 27 日。

③ ⑤ 参见《泰山 LCD KIKO 债务转换出资》,http://WWW.asiae.co.kr/uhtml/read.jsp?idxno=2009012909035084590。

④ 对于出口型企业来说,需要防范的风险是未来取得的外汇收入兑换成本币时,因外币贬值、本币升值而遭受的兑换损失。买入外汇看跌期权赋予了企业在未来以固定的行权价卖出标的资产的权利而非义务,而卖出远期外汇则锁定了可以接受的兑换汇率水平。因此,两者都可以保证企业锁定出口业务最终可以获得的本币收入,但二者的风险程度不同,银行的收费也不同。参见[英]迈哈伊·马图:《结构化衍生工具手册》,林涛等译,经济科学出版社 2000 年版,第 7—12 页。

⑤ 该案涉及两家出口型企业共同向银行申请终止与银行间的 KIKO 合约。其中,每家企业均与被申请人银行签订了十余份 KIKO 合约,各合约的基本结构与内容大致相同,只是行权价等要素的确定依缔约时的市场汇率水平而略有不同。本处介绍的系其中一家企业在 2007 年 11 月签订的一份 KIKO 合约的主要内容。参见《首尔市中央区法院“2008 年民事假处分案第 3816 号”期权契约效力停止假处分案判决书》,http://WWW.scourt.go.kr/suit/mysearch_list.jsp。

⑥ 参见陈信华、叶龙森:《金融衍生品——天使抑或恶魔》,上海财经大学出版社 2007 年版,第 142—147 页。

⑦ 从银行的角度看,KIKO 合约的盈亏线方向正好相反,是一个向右上方斜出的线。

⑧ 图 2 中在行权价与上限汇率之间的两段虚线,是表示当结算市场汇率落在这一段区域内时,可能会给企业带来经济损失,也可能不会给企业带来经济损失。其结果取决于市场汇率变动属于文中提到的情形二还是情形三。如果属于情形二中的“市场汇率至少一次触及上线汇率,且结算市场汇率高于行权价”,银行行使看涨期权。此时,企业会受到 KIKO 合约上的经济损失。如果属于情形三中的“结算市场汇率在上、下限汇率间波动,且结算市场汇率介于行权价与上限汇率之间”,企业不行使看跌期权。此时,企业在 KIKO 合约上不会受到经济损失。

⑨ 与我国民事诉讼法上的诉讼保全程序仅限于财产保全不同,在韩国,保全诉讼包括假押留与假处分。其中,假押留类似于我国的财产保全制度;假处分则包括两项功能,一是请求交付特定物即关于有争议物的假处分,二是改变有争议的现有权利关系即决定临时地位的假处分。在第二种功能的假处分中,申请人可以在诉讼过程中停止与被申请人间的现有法律关系;同时,如果获得法院支持,还可以通过裁决变更原有法律关系并形成对自己有利的新的法律关系。KIKO 合同纠纷案涉及第二种假处分方式,出口型企业希望摆脱与银行之间尚未履约完毕的 KIKO 合约;如不能摆脱的,至少要对该合约的内容进行变更。

⑩ “合同解除”有两种含义,一种是有溯及力的解除,另一种是无溯及力的解除。参见魏振瀛主编:《民法》,北京大学出版社 2000 年版,第 414 页。韩国法官此处使用的概念是“解止合同”,按照韩国民法学理的解释,“解止”概念相当于我国的“无溯及力的解除”。

⑪ 参见《首尔市中央区法院“2008 年民事假处分案第 3816 号”期权契约效力停止假处分案判决书》,http://WWW.scourt.go.kr/suit/mysearch_list.jsp。

⑫ “显失公平”在韩国法上属于合同无效的事由,但在我国法律上属于合同撤销的事由。

⑬ 当时一些著名的诉讼包括宝洁公司诉信孚银行、吉布森贺卡公司诉信孚银行、加州奥兰治县诉美林公司等。在这些诉讼中,人们关

注的主要问题是银行是否存在欺诈、虚假陈述、违反信托义务、违反适当性原则等不当行为,而非市场波动这个客观现象。See Geoffrey B. Goldman, Crafting a Suitability Requirement for the Sale of the Over-the-Counter Derivatives: Should Regulators “Punish the Wall Street Hounds of Greed”, 95 Colum. L. Rev. 1112.

⑬在“首尔案”中,法官在情势变更原则之下对银行行为的妥当性进行了考察。法官认为,银行在推荐场外金融衍生品时,负有告知交易对手方交易结构、影响潜在损失的因素等与交易有关的重要事实,即说明义务。此外,如果银行根据交易对手方的业务性质、财务状况、对产品的理解程度、交易目的等事实判断出相对方不适当的,不应当推荐该产品(适当性原则)。法官的结论是,“首尔案”中的银行没有遵守这些原则。但是,法官最终并没有以此为由解除合同。

⑭此前,韩国大法院曾经拒绝通过情势变更原则来解除持续性合同,甚至在某些关于证券公司在证券交易过程中损害投资人利益的案件中,法院尽管认定证券公司的行为属于非法行为,也没有支持当事人通过诚实信用原则解除合同。参见[韩]朴义浩:《与 KIKO 诉讼有关的法律争议点整理》,《The Banker》2009 年第 2 期。

⑮因为假处分只是诉讼保全程序,其裁决可以由当事人通过正式诉讼程序的裁决来推翻。但是,由于假处分程序的方便性,实践中不通过主诉讼而通过假处分程序来解决争议的现象比较常见,称为“假处分的本案诉讼化”。参见[韩]李时润:《民事诉讼法》(修订版),博英社 1996 年韩文版,第 38 页。

⑯韩国的经济界人士主要就 KIKO 合约的合理性进行争论。有学者主张 KIKO 合约中的银行看涨期权与出口型企业看跌期权之间 2:1 的设计严重不合理,明显不利于出口型企业一方;但也有学者主张 KIKO 合约是有效防止汇率风险的手段,认为法院和部分经济学者不太了解 KIKO 合约。参见[韩]金荣度:《与 KIKO 有关的主要争议点及其经济含义》,《金融 Brief》(周刊)2009 年第 2 期。

⑰See Keith Noyes, “KIKO” Cases: Misconceptions and Undesirable Legal Precedents, <http://secure.webex.com/g2.asp?id=H8MY4GH2>; “ISDA Expresses Concerns over KIKO Case Ruling”, ISDA News Release, April 1, 2009, <http://WWW.isda.org/press/pres040109.html>.

⑱参见《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(二)》第 26 条。

⑲参见韩世远:《情势变更原则研究——以大陆法为主的比较考察及对我国理论构成的尝试》,《中外法学》2000 年第 4 期。

⑳哪些风险构成当事人应当预见、应当承担的商业风险,需结合具体个案来判断。在普通交易中,汇率急剧变动可能属于一种“情势变更”,但 KIKO 合约之类的外汇衍生品交易本身就是合同双方在对赌未来的汇率变化,因此汇率急剧变化就属于一种正常的商业风险。

㉑参见[韩]朴义浩:《与 KIKO 诉讼有关的法律争议点整理》,《The Banker》2009 年第 2 期。

㉒关于衍生品交易市场中最终用户与交易商之间法律地位的区别,参见王旻:《英美法系的衍生工具交易商法律制度》,《金融研究》2008 年第 7 期;王旻:《英美法系场外衍生金融工具最终用户法律制度若干问题研究》,《南方金融》2008 年第 7 期。

㉓现实中,韩国仁川市地方法院在审理 KIKO 合约纠纷案时,就是基于上述考虑而拒绝适用公平原则来解除合约。法官认为,企业为套期保值的目的而进行 KIKO 合约交易,损失的仅仅是外汇出口收入在美元上涨时本可以获得的兑换利益,这种可得利益的丧失并非是不公平的。相反,在银行已进行背靠背交易的情况下解除合约,银行一方面不能对申请人行使权利,另一方面须履行对第三方的义务,损失更大,这种结果才是不公平的。因此,法院最终维持了 KIKO 合约的效力。此外,法官考虑的一个客观因素是,该案讼争的 KIKO 合约只剩下最后 3 个行权期,解除合约的意义不大。参见《仁川市地方法院“2009 年民事假处分案第 229 号”期权契约效力停止假处分案判决书》, http://WWW.scourt.go.kr/suit/mysearch_list.jsp.

责任编辑 刘普生