



刘燕

DOI:10.19409/j.cnki.thf-review.2022.06.007

从合同之治到商法之治 ——简评我国场外衍生品入法的模式创新

《期货和衍生品法》彻底消除了场外衍生交易法律基础的不确定性，标志着我国场外衍生品从合同之治进入商法之治。将场外衍生品的条款作为专章“场外衍生交易的特别规定”置于法律文本的最后可能更恰当，但并不影响立法目的的实现。金融立法更重内容而非形式，关注的是与本国经济发展阶段相适应。这是一个持续演进的过程，既非一蹴而就，也非一劳永逸。

在我国金融立法体系中，4月20日表决通过的《期货和衍生品法》可谓姗姗来迟。20世纪与21世纪之交，我国金融法世界的版图已基本成形，1995年集中亮相了《中国人民银行法》《商业银行法》《保险法》《票据法》，随后《证券法》（1998）、《信托法》（2000）以及《证券投资基金法》（2003）陆续登场，唯一失落的就是“期货法”。这部曾与《证券法》同期启动立法规划的行业大法，经历了30余年市场实践、司法裁判、监管经验的积累，以及多个立法版本的尝试，终于瓜熟蒂落，不过是以一个全新的名称——《期货和衍生品法》。场外衍生品在最后一刻入局，成为我国期货立法最大的亮点。某种意义上说，《期货和衍生品法》对我国期货市场的发展只是锦上添花，因为《期货交易管理条例》多年来已经提供了一个比较坚实的法律基础与制度框架，但对场外衍生交易则可谓雪中送炭，彻底消除了场外衍生交易法律基础的不确定性，标志着我国场外衍生品从合同之治进入商法之治。

场外衍生品入法之“名”：概念之辨

乍看起来，场外衍生品纳入“期货法”似乎名不正言不顺，甚至二读稿将《期货法》更名为《期货和衍生品法》，“期货”与“衍生品”并列的表述方式就有失严谨。对此，全国人大常委会法工委经济法室副主任王翔坦言，“从性质上来说，期货也是衍生品，因此规范意义上讲，这里的衍生品应该讲的是期货以外的其他衍生品”。事实上，一读稿曾将“期货”与“其他衍生

品”并列，作为《期货法》调整的两类对象；但即便这样处理，仍然无法打消《期货法》何以调整“期货之外的其他衍生品”，或者“期货与其他衍生品两个概念是否互斥”的疑问。

其实，试图就词语本身来辨析“期货”与“衍生品”之间的关系几乎是不可能的，因为二者都是既有市场源流同时又可能被立法重新定义的概念。传统上，期货是与远期、互换、期权并列的概念，特指场内交易的标准化的远期合约。然而，当期权合约开始进入场内交易，特别是当我国《期货交易管理条例》将“期货交易”界定为“场内交易的期货合约与期权合约”后，“期货”概念的纯粹性已经被瓦解了。此次立法过程，从一读之前的《期货法》版本到二读、三读时的《期货和衍生品法》版本，都承继了对“期货交易”的此种定义方式。这也导致“期货”作为远期、互换、期权之对立面的观念不再准确。

另一方面，鉴于短期内我国针对场外衍生交易单独立法不具备可行性，因此从2013年启动的这一轮期货立法始终将场外衍生品考虑在内。进入二读后，全国人大在立法技术上做了处理，通过增加对期货交易、衍生品交易的定义，明确本法所称的衍生品交易是指期货交易以外的，以非标准化的期权合约、互换合约和远期合约及其组合为交易标的的交易活动。换言之，在法律文本中，衍生品交易、期货交易分别成为“场外交易”与“场内交易”的代名词。

不过，从场外衍生品市场的演进观之，“衍生品”

(Derivatives) 不失为对场外交易的一种比较贴切的统称。一般认为,域外1978年出现的货币互换交易是场外衍生品的起点。此后八九年间,场外衍生品合约的法律特征均为“互换”(Swap),即交易双方在未来某个时日都负有交付义务(相互交换)。因此,“互换”也就成为场外衍生品的代名词。彼时成立的行业组织也称为“国际互换交易商协会”(International Swaps Dealer Association,简称ISDA) 20世纪80年代中期后,金融市场上出现了一种新的交易结构——单边已付交易(Full Paid Transaction),即一方当事人在合约生效日就履行了其全部的支付义务,未来只有另一方当事人存在履行给付的义务或可能性,如各种利率顶(Caps)、利率底(Floors)或利率领(Collars)。这种交易结构本质上是期权。此时,用“互换”来表述此种交易结构的法律特征就不再准确,人们逐渐用“衍生品”一词来指称包括上述两种交易结构在内的场外衍生品。ISDA也悄然将名称中的D从“交易商”(Dealer)变更为“衍生品”(Derivative)。

即便如此,仍然有一些国家的法律本文选择以“互换”作为场外衍生品的统称,如美国2010年《多德-弗兰克华尔街改革及投资者保护法案》。该法案第七章名为“对互换的监管”,内容就是对场外衍生交易的监管。按照第271条(a)(21)款的定义,“互换”包括涉及期权、远期、互换或其组合的任何协议、合同或交易,以及基于上述合约或交易的期权。相应地,针对场外衍生交易中居于核心地位的金融机构的监管则被称为“对互换交易商(Swap Dealer)的监管”。

法律文本中的概念往往出于设定法律规则适用范围之目的,因此其界定有别于“常识理解”的情形并不少见。《证券法》对“证券”的定义就是一个典型的例子。它可以小到仅指股票和债券,也可以大到如《美国证券法》下包罗万象的“投资合同”。对于《期货和衍生品法》而言,当立法者对于“期货”与“衍生品”做出了明确的界定,厘清了特定法律规则适用的范围后,我们也不必再纠结于二者在纯粹语词层面的逻辑关系。

当然,实践中一些律师在更宽泛的意义上使用“衍生品”一词,涵盖有特异回报的债务融资工具,

如结构性票据(CLN)或合成担保债务凭证(CDO)等衍生工具的证券化产品。此外,业界有观点主张,场外回购交易也属于“衍生品”范畴,因为其同样有主协议、终止净额结算甚至有集中清算的安排,因此像场外衍生品一样需要立法来解决其与《破产法》《担保法》和《合同法》之间的冲突。上述两种对“衍生品”的解读在我国《期货和衍生品法》下能否成立,尚待立法者未来给予进一步的解释。

场外衍生品入法之“实”:规则同构

尽管场内交易、场外交易通常被视为两套不同的交易规则,但从法律角度看,二者高度同构,本质上都属于履约保障机制。无论是场内交易的期货合约,还是场外交易的远期、互换或非标准化期权,其法律特征均可归纳为“当前订约、未来履行”的买卖合同或互易合同。“未来履行”意味着不确定性,特别是对于那些基础资产有公开市场报价的衍生品,随着合同执行价与市场价格出现差异,在合约下有潜在亏损的一方存在着逃避履行的强烈动机(“跑路”),而相对方则无法兑现合约下潜在的获利,导致其利用衍生品套期保值的目的完全落空。因此,保障衍生品合约得到切实履行,消除对手方违约的风险,是所有衍生交易——无论场内或者场外——必须解决的首要问题,它甚至关乎到衍生交易本身的存在意义。

然而,传统民商法建立在现货交易基础上,合同订立与履行几乎同时发生,因此缺乏对履约风险控制机制的特别关注。即使存在跨期交易(如借贷或租赁合同),由于履约风险是单向的(针对确定的债权人),风险敞口也固定(合同主债权),传统的担保制度就足以防范履约风险。但衍生交易作为“当前订约、未来履行”的合同则不然,合约下的履约风险是双向的、变动的。具言之,需要保障的对象并非传统意义上的合同主债权,而是一方当事人在合约下的预期收益因对方可能违约而丧失的风险,且这种风险敞口在合约期内的方向和金额都随市场而时刻变化。上述特征令衍生交易的履约风险控制问题更加复杂,传统民商法力有不逮。

鉴于此,市场实践中发展出一套较传统民商法的担保规则或违约责任更为丰富的风险控制措施。它可分为两个维度:当事人层面的信用风险控制、市场层

面的系统性风险控制。前者如变动保证金、定期结算合约浮盈/亏等，以消除潜在损失方的机会主义动机；后者如以清算所作为中央对手方、持仓限额与大户报告制度等。人们习惯将其称为“衍生交易规则”，但它们本质上属于“风险控制”机制而非“交易”机制。

由于场内交易与场外交易不同的市场结构，二者落实风险控制机制的路径也存在差异。在场内交易，当事人与市场两个层面的风险控制措施都转化为期货交易所颁布的规则或制度，如保证金交易、每日无负债结算、强制平仓等。针对市场剧烈波动的风险，不同国家的期货交易所还分别采取日涨跌幅限制或熔断机制等应对措施。相反，场外衍生交易属于金融机构之间或金融机构与客户之间一对一的交易，依赖双边合同来控制对手方履约风险，故很长时期内仅有当事人层面的“合同治理”。实践中，ISDA在1987年后陆续推出了以ISDA主协议为核心的一整套标准化合约，除采取质押或转让所有权等保障履约措施外，还确立了“单一协议”“瑕疵资产”与“终止净额结算”三大原则，以减小合约当事人之间的风险敞口。2008年全球金融危机后，针对场外衍生交易不透明、积聚系统性风险以及市场滥用等问题，二十国集团（G20）《匹兹堡峰会宣言》要求各国借鉴场内交易的系统性风险控制机制，在场外衍生交易中推动合约标准化、集中清算、设立交易报告库等，以弥补传统场外衍生品缺乏系统性风险控制的结构缺陷。对于非集中清算的场外衍生品则要求实施双边保证金。由此，场外衍生交易也逐渐形成“当事人-市场”两个层面的风险控制机制。

总体而言，场内交易与场外交易的规则在功能与内容上高度类似，二者统一入法并无实质障碍。其中，场外衍生品入法意义更为显著。原因在于，衍生交易的这一套风险控制机制因与传统民商法规则之间存在冲突，其法律效力不无疑问。相较而言，场内交易机制因具有“制度”外形而更易获得认可；在我国，《期货交易管理条例》更是将其提升到行政法规的层次。相反，场外衍生品以主协议体现的合同治理、特别是“单一协议”与“终止净额结算”规则与《破产法》《合同法》或《担保法》直接冲突而陷入法律上的不确定性，多年来成为我国场外衍生品市场

挥之不去的阴影。

从合同之治到商法之治

自2003年银监会第1号令《金融机构衍生交易业务管理暂行办法》发布，我国场外衍生品已有近20年的发展历程，形成了由人民银行主导的以银行间市场交易商协会（NAFMII）主协议为交易基础的银行间市场，由证监会主导的以证券业协会（SAC）主协议为交易基础的证券期货市场，以及由外资银行主导的以ISDA主协议为交易基础的柜台市场三大市场体系。三套主协议均以“单一协议”“瑕疵资产”和“终止净额结算”三原则作为衍生品领域的基本法律原则。

其中，瑕疵资产原则类似我国《合同法》下的“不安履行抗辩权”，针对的是合同履行过程的中止。而单一协议、终止净额结算均针对一方当事人破产时如何彻底了结双方之间的全部交易，最大限度地减少损失，因此二者高度相关。根据“单一协议”原则，交易双方签署的衍生品交易主协议、补充协议（若有）及针对每一笔具体交易的交易有效约定构成一个完整协议。当主协议约定的违约或终止事件发生时，衍生品交易双方在单一主协议之下进行的、所有未到期交易都会被提前终止并进行终止净额结算。在“终止净额结算”原则下，非违约方或终止事件的相对方有权终止全部衍生品交易，并按照主协议中约定的方式轧差计算出应收和应付结算款之间的净额，由净支付方转移给净收入方。综合运用，三大原则有利于降低交易对手信用风险，防止风险交叉传染，提升衍生品市场的效率和稳定性。

虽然我国在金融市场交易制度和监管实践层面，已经确立了终止净额结算制度，且《衍生工具交易对手违约风险资产计量规则》（银监发〔2018〕1号）等资本监管规则亦认可净额结算的信用风险缓释作用，但由于我国《企业破产法》的下述规定，国际金融圈对净额结算条款在中国法下的效力长期存疑。ISDA发布的备忘录更是直接将我国列入“非净额结算司法辖区”。

按照《企业破产法》第18条，“法院受理破产申请后，管理人对破产申请受理前成立而债务人和对方当事人均未履行完毕的合同有权决定解除或者

继续履行，并通知对方当事人。管理人自破产申请受理之日起两个月内未通知对方当事人，或者自收到对方当事人催告之日起三十日内未答复的，视为解除合同。管理人决定继续履行合同的，对方当事人应当履行……”此即所谓破产管理人的“挑拣履行权”（Cherry-picking）。若场外衍生品合约的一方当事人破产，其管理人行使挑拣履行权，就会挫败交易对手方在单一协议原则下进行抵销或净额结算的企图。

此外，《企业破产法》第75条规定：“在重整期间，对债务人的特定财产享有的担保权暂停行使。”这也可能导致衍生交易的履约保障机制在中国合约方破产时无法及时发挥保障功能。尽管该条有“但书”——“担保物有损坏或者价值明显减少的可能，足以危害担保权人权利的，担保权人可以向人民法院请求恢复行使担保权”，但破产法院的批准程序仍然会让债权人快速脱手担保品的愿望落空。

实践中，针对国际金融市场的疑惑，我国金融监管部门在多个场合向英国、新加坡等金融中心监管当局、ISDA等行业组织、金融机构或国际知名律师事务所等介绍我国立法、司法和监管实践，强调不可能发生“终止净额结算”条款不能履行的实际案例。2021年11月26日，中国银保监会发布《关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》（银保监办发〔2021〕124号），除明确商业银行和金融机构之间通过ISDA、NAFMII或SAC主协议进行的衍生品交易可以净额管理风险敞口和计提资本外，还专门通过答记者问的方式，详细列举支持终止净额结算的法律或法理依据。譬如，从《合同法》时代到《民法典》合同编，我国一直有“合同权利义务终止，不影响合同中结算和清理条款的效力”的规则。再如，净额结算规则以《合同法》关于抵销的法律规定为基本依据，不适用《企业破产法》关于破产抵销权的限制性规定，等等。从实践来看，在债务人破产的情况下，法院从未有过支持破产管理人挑拣履行权、否定净额结算合同安排的先例；监管部门在对风险银行（如包商银行）的接管或处置过程中也全面支持了终止净额结算条款的效力。

然而，金融监管部门对于《企业破产法》与《合同法》的解读毕竟不属于法定解释，而法院既往的判例在我国也不具有先例的效果，因此无法彻底打消域外金融机构的担心。一个最近的例证是，2021年3月，ISDA与中央国债登记结算有限责任公司发布《使用人

民币债券充抵场外衍生品交易保证金》（Use of RMB-denominated Chinese Government Bonds as Margin for Derivatives Transactions）联合白皮书，依然认为“终止净额结算”机制的可执行性在中国法律中是不确定的。实践中，外资金融机构与中资银行进行衍生品交易，在计算对手方风险暴露和资本占用时普遍以全额而非净额进行计算。这不仅令净额结算缓释信用风险和节约资本的功用未能得到发挥，限缩了外资银行的业务空间，同时也影响了中资银行在国际金融市场的竞争力。

《期货和衍生品法》对于上述问题给予了明确回应：“衍生品交易采用主协议方式的，主协议、主协议项下的全部补充协议以及交易双方就各项具体交易做出的约定等，共同构成交易双方之间一个完整的单一协议，具有法律约束力。”（第三十二条）“依法采用主协议方式从事衍生品交易的，发生约定的情形时，可以依照协议约定终止交易，并按净额对协议项下的全部交易盈亏进行结算。依照前款规定进行的净额结算，不因交易任何一方依法进入破产程序而中止、无效或者撤销。”（第三十五条）。

至此，场外衍生交易的合同之治上升为商法之治，净额结算成为《企业破产法》相关规则的例外情形。中外金融机构、行业组织、监管部门之间长期以来关于终止净额结算条款法律效力的争议尘埃落定。

结语

古人云：“不知功到处，但觉诵来安。为求一字稳，耐得半宵寒。”《期货和衍生品法》的出台是对我国期货及衍生品市场数十年发展经验与教训的总结，同时也贡献了场外衍生品入法的一种新模式。相较于域外近年来流行的放弃独立的期货法、而将期货监管规则纳入大证券法或金融市场法的立法模式，我国《期货和衍生品法》以期货交易与期货业法为主体，同时兼容场外衍生品的基本规则，体现了高质量地发展期货及衍生品市场，更好地服务实体经济需要的国家战略。它在体例上未必完美。在笔者看来，将场外衍生品的条款作为专章“场外衍生交易的特别规定”置于法律文本的最后可能更恰当，但并不影响立法目的的实现。毕竟，金融立法更重内容而非形式，关注的是与本国经济发展阶段相适应。这是一个持续演进的过程，既非一蹴而就，也非一劳永逸。❶

（刘燕为北京大学法学院教授。本文编辑/秦婷）