

金融衍生工具和金融衍生交易是七八十年代全球金融创新的产物。

由于金融衍生交易品种变化繁多，是基于多类金融资产和基础金融交易衍生而来，并因而涉及多个法律部门及国际法律冲突问题，各国及国际上对此类交易尚缺乏针对性的法律规定，难以对其进行有效的规范和监管。因而，交易的法律风险很大。据统计，在过去十年中，因金融衍生交易发生的亏损有半数源自法律风险。

随着我国机构国际金融业务活动的频繁和增多，我国的企业尤其是金融机构也对金融衍生交易产生了日益增大的需求。同时，随着我国加入世贸组织步伐的临近，国内金融资本市场将加速发展并逐步对外开放，国内金融机构及监管机制在不断深化改革，金融创新也已变成了一项急迫的任务。我国法律政策对国际金融衍生交易的态度应当并且必将由消极审慎转为积极审慎。然而，我国目前在这方面的直接立法规定非常少，而且现有的一些基本法律制度如合同、外汇、担保、破产、证券等方面的法律也有一些与此类交易不相称的地方。本文的目的是结合笔者近几年来从事有关国际金融衍生交易法律咨询业务中所积累的部分认识，对国际金融衍生交易所涉及的基本法律问题

国际金融衍生交易的相关法律问题

陶修明

作一初步分析尝试，以期抛砖引玉。

一、金融衍生交易的法律框架文件

金融衍生产品交易的方式分场内交易（即在交易所内进行的交易）和场外交易（即柜台交易）两种方式。交易文件表现为标准合约形式，场内交易使用的是由交易所提供的标准合约，场外交易使用的是由国际组织制定的标准合约。在实践中，金融衍生交易多为场外交易，由于交易的复杂性，涉及到许多法律问题，为了减少因法律不清晰可能导致的纷争，交易双方多采用一些国际机构制作的标准文件即主协议，就如在国际贸易中使用具有约定含义的贸易术语。目前，最广为使用的是国际掉期和衍生工具协会（International Swap and Derivatives Association，即ISDA）制作的主协议。国际掉期和衍生工具协会制作的1987年版和1992年版的ISDA主协议在国际衍生交易中广为使用。通常，主协议对交易中所涉及的共同问题和条件作出规定，一般包括陈述与保证、义务、违约事项、终止及提前终止、提前终止的支付计算、适用法律和司法管辖选择等条款。此外还有一些选择性条款如交叉违约，供交易双方选择适

用。

除主协议之外,还存在着其他交易文件,最常见的是补充安排 (Schedule to the ISDA Master Agreement) 及交易确认书。交易双方通过补充安排,首先,就具体交易对主协议中选择性适用条款作出选择并就其他事项作出补充规定,其次,修改主协议以反映交易双方的地位、信用度和交易关系。例如,交易双方可以在 Schedule 中约定主协议没有规定的其它终止事由 (Additional Termination Events) 或者约定交易一方提供进一步的信用支持。当主协议签署完毕后,在每一次具体交易之前,交易双方还会就每一个交易的经济条款和清算条款签订单独的确认书。这些确认书将作为主协议的一个组成部分。一般而言,交易双方会先行谈判签定主协议,然后进行一系列交易,并在进行每笔具体交易时,再签署确认书确定具体的交易条件。但在实践中,也存在交易双方没有签订主协议而直接就具体交易签订确认书进行交易的情况。不过在这种情况下,双方虽未签订主协议,也会在确认书中特意说明主协议的条款构成双方的交易条款。

一般情况下,上述主协议及其补充安排、确认书构成了金融衍生交易的基本文件。这些文件作为一个整体约束着交易的双方。鉴于交易的多种潜在风险,交易双方通常会在签订主协议的同时,达成信用支持文件以对交易项下的支付义务提供担保。信用支持文件是一种具有担保性质的文件,包括保证协议、保持良好财务状况协议、担保协议、质押协议、信用证等。

二、金融衍生交易中的几个基本法律问题

金融衍生交易除涉及外汇、金融监管法律之外,还涉及到合同法、破产法、担保法、国际私法等方面的问题。根据 ISDA 的调查,由于各国法律规定的差异经常引发的衍生交易争议主要包括 交易资格和授权、法律选择、交易合法性、净额结算的效力 (特别是终止型净额结算在不同司法管辖区的强制执行性的争议)、有关信用支持文件项下的担保权的实现等。现结合我国的相关法律规定,就这些问

题分别分析如下。

(一)交易的合法性和有效性 主体资格和授权

根据一般的合同法律原则,如果交易一方不具备合法的资格,交易将被认定为无效。除了要承担交易无效的损失外,导致交易无效的一方还要承担相应的责任。因此,在进行衍生交易时,首要的问题是要确保进行交易的双方具有相应的权利能力即交易主体资格 (Capacity)。

在我国,国际金融衍生交易作为一种金融业务,依法是受严格限制的,只有具备一定外汇业务经营资格 (主要看是否有相应的业务许可证) 的金融机构方有资格从事此类业务,其他非金融性机构以及没有相应外汇业务资格的金融机构,均无权从事此类交易。

关于授权 (Authority) 问题,是指某一金融机构在有相关资格的情况下,在具体做交易前的内部授权。一般情况下,未经授权的交易是没有法律拘束力的。确定内部授权时主要审查的文件有 宪章性文件 (如章程、政府的批准设立文件等),内部的董事会决议或其他依据章程有效的决定从事此类交易的文件,法人代表签发的授权书或该机构统一印发的有权签署相应业务文件的人员的签字样本。

(二)交易的代理

正如前述,在我国,一方面只有具备相应许可的金融机构才有资格从事衍生交易,其他国内机构有从事此类交易需求时,只能委托有资格的金融机构对外进行交易;另一方面,有的金融机构只能代理客户从事交易而不能自营交易。因此,当出现委托交易时,就会在委托方和受托方之间形成一个代理法律关系。

长期以来,衍生交易的代理不同于一般的代理关系。根据《民法通则》关于代理的一般规定,一方若以代理人的身份与第三人交易,则交易实际是在本人 (即被代理人,委托人) 与第三人之间有效,交易的后果和法律责任也由本人直接承担。然而,在衍生交易中,代理关系却类似于我国现行的外贸代理制,即代理只存在于交易的中国金融机构与其国内客户之间,对交易外方不产生任何法律后果。交易的中国金融机构在对外关系中,实质上是以自己的名义进行交易,享有本人的权利并承担

本人的义务,即对外直接承担交易项下的权利和义务。这种特殊性存在的原因在于我国外汇金融业务经营资格的行政性限制,即只有经特定许可的金融机构才能进行外汇业务,其他机构有交易需求时,只能委托有资格的金融机构外汇交易。

随着新《合同法》的颁布实施,代理法律关系出现了多种法律定性。现行《合同法》关于委托代理法律关系的规定颇为复杂,除了保留传统大陆法系的直接代理和间接代理之外,同时引进了英美法系的隐名代理和不披露本人的代理。这种变化必将影响金融衍生交易中的代理关系,影响到交易中代理人(中国金融机构)、本人(中国境内公司)和第三人(外国机构)三方之间的权利义务关系安排。就隐名代理而言,代理人是以自己的名义与国外的第三人进行交易,代理人只披露自己的代理人身份,而不披露本人的具体身份。这种情况下,交易直接约束本人和第三方。就不披露本人的代理而言,代理人在交易中不披露自己的代理人身份。在这种情况下,如果代理人因为第三人的原因无法向本人履行义务,则其应当向本人披露第三人,本人可以行使代理人对第三人的权利。如果代理人因为本人的原因无法向第三人履行义务,则其应当向第三人披露本人的存在,第三人可以选择代理人或者本人作为相对人主张权利。上述两种做法与传统做法存在很大的区别。因为依据传统做法,作为代理人的中国金融机构在对外关系上是风险责任的直接承担者,即在对外交易中处于本人的地位。而依据隐名代理的基本法理,虽然代理人是以自己的名义进行交易,但交易的结果直接约束本人和国外的交易第三方,作为代理人的中国金融机构并不承担直接的风险责任。即使是在不披露本人的代理的情况下,代理人对外也不是必然直接承担交易的风险责任,也就是说,一旦本人行使介入权时,或者第三人行使选择权选择本人作为相对人时,代理人就从直接的对外责任中解脱,仅承担直接代理情况下的代理人责任。

这种改变导致的结果是作为代理人的中国金融机构的风险责任减轻了,其不需要在衍生交易中外始终承担第一位的风险责任,但同时可能增加了参与交易的外国第三方的风险。外国第三方通常

更信任(作为代理人的)中国金融机构的资信,并希望直接且始终与该金融机构发生交易法律关系。但是上述隐名代理和不披露本人的代理的规定使外国的第三方更容易暴露在与国内客户的直接权利义务关系中。为了避免因代理制度的修改而导致的信用风险的扩大,境外金融机构已在考虑在交易合同中明确排除交易的代理性质。另外,代理法律制度的变化,是否会对现行的金融外汇管制制度造成影响,也是一个尚待实践检验的问题。

三)交易的避险性要求及违反的法律后果

长期以来,我国对境内金融机构从事境外金融衍生交易采取严格控制的态度。根据有关规定,国内金融机构一律不得开展投机性境外衍生交易,而只能进行避险性境外衍生交易。这类法律规定通常被理解为是主管部门的强制性规定,违反这些规定尽管并不当然导致交易合同的无效,但是会使得交易项下的境内机构的给付义务不能在中国法院被强制执行。

对于什么样的交易是避险(套期保值)性的,什么样的交易是投机性的,在我国法律上是没有明确规定的,而且在实践中,要想很准确地认定也时常是困难的,只能从对这两个词的一般理解来解释和认定交易的避险性或投机性。简单而言,避险作为风险管理的一种形式,是指抵销资产中的风险、或防止资产因市场波动而损失的风险的交易行为,而投机则是明知有风险但为了获取利润而主动承担风险的行为。

正是由于在实践中对交易一方的交易目的(避险或投机)有时难以判断,境外机构为避免因交易中方被认定为从事投机交易而导致交易不能在中国强制执行,通常要求交易中方作出“以避险为目的进行交易”的陈述和保证。但是,由于交易的本质上是一个事实性问题,而不是由交易双方的任何陈述或保证所决定的,也即虽然交易中方作出了“以避险为目的进行交易”的陈述和保证,但交易事实上仍可能是投机性的。因此,在交易中,交易外方还时常要求中方按其要求的方式提供质押担保(collateral),以保证其合同权利的实现。

四)净额结算的有效性以及在破产程序中的强制执行

1、净额结算及其功能

净额结算 (Netting),简单的讲是指在交易双方相同的交易中,对交易一方而言,可能有的交易有盈利即正向价值,有的交易有亏损即负向价值,其中正向价值代表了交易一方对另一方的权利,负向价值代表了交易一方对另一方的义务。交易双方根据主协议中的净额结算条款或者净额结算协议之约定将全部交易正向价值和负向价值进行抵销或轧差,得出一个净额价值,并以该净额价值作为双方之间实际需要支付的金额。

净额结算的目的在于降低交易双方的信用风险以及交易的系统风险,包括交割前的风险和交割时的风险。交割前的风险即在合约到期前由于基础金融工具价格变动或其它原因导致交易对方蒙受较大亏损而无力履行合约义务的风险。交割时风险即在合约到期日交易方履行了合约,但交易对方未付款的风险。之所以净额结算可以降低信用风险,从交易双方来看,其只需承担净额支付风险 若没有净额结算条款,当交易双方间存在多个交易时,非违约交易方可能被要求在交易终止时向违约交易方支付交易项下的付款 (负向价值),而同时非违约方收取违约方 (及其关联企业)在其它交易项下的欠款 (正向价值)的希望却很小)。净额结算有助于降低系统风险,即降低由于交易一方破产清算导致与之交易的对方 (乃至对方之对方)的连续性破产的风险。金融衍生交易的参与者包括了很多国际知名的大银行、金融机构及政府,因此,降低系统风险直接关系到国际性金融稳定。

2、终止型净额结算

根据不同的角度净额结算可以被划分为不同的结算类型。经常引起争议的净额结算形式主要是终止型净额结算。终止型净额结算是指发生主协议项下规定的违约事件或终止事件 (主要是破产事件或清算事件),双方之间所有现存未到期的交易提前终止,并对上述提前终止的交易项下的盈利和亏损进行轧差,结算出一个净额,并以该净额的价值作为交易双方权利义务的最终确定金额代替或更新结算之前存在于双方之间的权利义务。终止型净额结算的特点是: (1)只有在发生主

协议规定的违约事件或终止事件时 (如指定破产接管人)才进行终止型净额结算; (2)包括终止现存交易、轧差结算和更新三个步骤; (3)净额结算通常在违约方进入破产程序之前自动进行,因而游离于破产清算程序之外,被更新的交易不受清算人别择权 (cherry-pick) 的限制。

3、终止型净额结算在破产程序中的有效性和执行力

有关终止型净额结算的争议主要围绕破产程序中终止型净额结算的有效性和执行性展开,即当交易一方 (违约方)发生主协议规定的破产或清算事由,从而导致现存全部未完成的交易提前终止时,交易的另一方 (非违约方)是否有权根据主协议关于“违约事件和终止”、“提前终止”和“净额结算”的规定,就双方全部交易项下的盈利和亏损轧差,结算出一个净额,以该净额作为双方权利义务的最终数额 (以该数额申报债权) (非违约方的上述权利是否得到违约方所适用的破产法的承认) 之所以终止型净额结算容易引起争议,主要原因在于终止型净额结算与大部分的国家的破产法的规定存在矛盾。简单的说,各国的破产法在对待破产企业尚未履行完毕的合同时,都赋予清算人别择权,即针对破产人尚未完成的交易,破产清算人有权决定哪些交易继续履行,哪些交易终止履行。因此,当破产人和债权人相互拥有未到期的债权债务时,这些国家的破产法不允许双方在破产程序之外自己决定将上述债权债务加速到期进行抵销,用抵销过后的净额申报债权。这些国家的破产法认为,这种加速到期和抵销实质上的效果相当于在破产清算程序之外对单个债权人 (金融衍生交易对方)的部分提前清偿,违背了债权的平等受偿原则。

因此,如果破产人所在国家缺少关于金融衍生合同净额结算执行性的专门法律规定,那么,一旦破产清算人行使别择权,交易对方通过净额结算进行抵销的权利将受到实质性的限制,即便是双方在进入破产程序之前已经抵销完毕,破产清算人也有权请求破产法院撤销上述抵销。撤销的结果是 债权人不得不根据《破产法》和破产清算人的要求向破产人履行衍生交易项下的全额支付义务,同

时却只能将破产人对自己的给付义务（即对破产人的债权）列入普通破产债权，与其他的债权人同比例受偿。鉴于净额结算具有降低信用风险和系统风险，保持金融稳定的功能，许多衍生金融交易发达的国家正在积极制订相关的法律，为包括终止型净额结算在内的净额结算提供法律上的支持，赋予其特殊的执行力以不受各国破产法的约束和限制。如美国《破产改革法（1999）》、

《联邦储备保险公司改进法》、《证券投资者保护法》以及近期被提交讨论的《金融合同净额结算改进法》，英国《现代净额结算法》。

4、净额结算在我国破产法上的执行性

正如前文所说，由于我国资本市场尚欠发展，金融衍生交易并不普遍，有关净额结算以及抵销的立法几乎没有。立法的缺乏会使交易一方在交易对方进入破产程序时承担很大的法律风险。

根据我国的《破产法（试行）》第35条的规定，在法院受理破产案件前六个月内至破产宣告之日的期间内对未到期的债务提前清偿的行为无效。因此，如果在上述六个月的期限内发生主协议项下的违约事件或者终止事件，导致交易双方之间的所有未完成的交易加速到期，并根据净额结算条款进行轧差结算，则由于涉及到对交易外方在衍生交易项下的债权的提前清偿，净额结算很有可能被法院认定为无效。另据该法第26条之规定，对破产企业未履行的合同，清算组可以决定解除或者继续履行。据此，破产企业的清算组有权决定继续履行那些盈利性交易而解除那些亏损性交易。换句话说，那些根据终止型净额结算条款在破产程序之外进行抵销的未完成的交易是受破产清算组别择权的审查的，交易双方可能被认为无权在破产程序之外自己决定上述债权债务的抵销。一旦上述情况发生，风险是可想而知的。

但从另一方面看，如果我国法院认可双方在交易协议中约定的提前终止条款（该类协议通常适用英国或美国的法律），则终止后的抵销似乎是符合我国破产法中有关抵销规定的。如果这样，衍生交易主协议以及附件中的净额结算条款

就可能得到认可。总之，只有明确的立法规定，方能避免这种法律及司法认定的不确定性。

五）交易的担保问题：信用支持文件

为了降低金融衍生交易各方的信用风险，从九十年代初开始，担保成为了发展最迅速的用于场外交易的信用风险削减手段。担保是指提供方向接受方提供财产以减少接受方所承担的交付方到期不能履行债务的信用风险的行为。

担保文件通常是以信用支持文件的形式出现。ISDA至今共制订了4个信用支持标准文件，旨在为市场交易者提供可操作的担保程序，并消除其中多个司法管辖引起的法律的不确定性。这4个文件分别是：（1）适用纽约法的信用支持附件；（2）适用英国法的信用支持契据；（3）适用英国法的信用支持附件；（4）适用日本法的信用支持附件。其中，适用纽约法的信用支持附件使用最广泛，占61%，其次是适用英国法的信用支持附件，占了27%。

不同国家的法律对担保的规定是有很大的差异的，因而适用的后果是不一样的。以下主要结合我国法律，对我国金融机构在从事境外金融衍生交易担保时应当注意的几个问题进行分析：

1、主从协议的效力相对性。信用支持文件的效力除了受主协议的影响之外，还直接受信用支持文件本身的准据法的影响。换言之，主协议的无效，信用支持文件并不当然如我国担保法所规定亦为无效。

2、担保物所有权转移（即让与担保）的问题。ISDA起草的标准信用支持文件之一ISDA CSA—English Law Transfer Annex规定，设定担保时，担保物的所有权是转移的，即由担保物提供方（担保方）转给担保物接受方（被担保方）。这与我国《担保法》中关于设立担保时不得约定转移担保物的所有权的原则性规定是矛盾的。因此，若中国法院受理交易纠纷或破产案件时，则可能会对此类担保进行法律性质的重新确定，并认为担保项下的担保物的所有权没有发生转移。这样，担保权人基于所有权转移而可能对担保物进行的处置行为的法律效力就值得质疑。一方面，没有所有权，处置权就自然受限制；另一方

面，在破产程序中，非经破产清算人的许可，担保权人也不得擅自处置担保物。

3、信用支持文件的法律有效性和可强制执行性问题。根据我国境内机构对外担保管理办法及其实施细则，对外担保实行审批和登记制。具体讲，如果境内金融机构根据信用支持文件对外提供担保（主要是采用质押方式），如果是为自己的债务对外质押，则不需要事前报外汇局批准，只需要事后在外汇局进行质押登记；如果其是作为第三人对外担保，则出质人需要直接到外管局办理质押批准和登记手续。应当由外汇局审批的对外担保，如果担保人未经批准擅自出具对外担保，则担保合同无效。而未到外汇局办理登记手续的对外担保，担保人在对外履约时外汇局将不批准其购汇和汇出。

4、有关法律选择问题。我国的法律尊重涉外合同当事人之间对合同准据法的选择。如果双方当事人没有对信用支持文件的准据法进行有效的选择，则我国法院将根据我国法律的冲突规范进行法律选择。但是，《民法通则》等有关法律没有规定适用担保合同的冲突规范。因此，法院将根据最密切原则适用与担保合同最密切联系的法律，它可能是担保物所在地的法律，也可能是担保物提供方所在国家的法律。

六）法律和管辖选择

法律和管辖选择对从事跨国性衍生交易的意义尤为重要。错误的或者不明确的法律选择直接威胁到交易的有效性和强制执行力，而不当的或无效的选择管辖会使交易暴露于多重管辖的不确定性之下，直接影响交易双方在交易项下的重大利益。

在实践中，我国机构进行境外金融衍生交易时，通常在附件中选择适用英国法律或美国纽约州的法律。ISDA 主协议附件规定英国法或纽约州的法律作为主协议的准据法，原因在于美国和英国聚集了从事全球金融衍生交易的大多数金融及投资机构；更重要的是由于这两国金融交易的发达导致两国在金融衍生交易方面的立法也相应完备和现代化。依据我国现行

《合同法》第 126 条的规定，涉外经济合同的当事人可以自行选择合同的准据法，因此，只要上述选择是双方真实意思的表示，我国法院应该认定其是有效的和可以强制执行的。

交易的中方在主协议及其附件中选择准据法的同时，往往也对境外金融衍生交易的管辖法院进行了选择。根据我国的《民事诉讼法》第 246 条及“最高人民法院关于适用《民事诉讼法》的若干意见”第 305 条的规定，涉外经济合同的当事人在遵守中国法院的专属管辖的前提下可以选择解决争议的法院，因此，上述选择英国或纽约州法院作为管辖法院的约定是合法有效的，因而可以得到中国法律的认可和执行。

三、小 结

国际金融衍生交易作为商业交易的复杂和高级形态，涉及的法律问题自然很多，前文只是讨论了一些基本问题。从这些问题本身可以看出，金融衍生交易除涉及交易当事方所在国及其选择适用的合同法外，还与所在国的担保法、破产法、冲突法和金融、外汇、证券监管方面的法律规定以及国际金融业务惯例密切相关。迄今为止，我国在这方面的法律规定很少，事实上也没有引起相关部门的足够重视，但这并不表明此类业务离我们很远或可做不可不做，相反，在国内引进和开展此类交易，对我国的金融体制改革和金融创新、提高金融运行效率、促进我国资本市场的发育和成长、提高我国在国际金融市场乃至国际经济地位都具有急迫而深远的意义。因此，探讨和研究这方面的法律问题，尽早建立健全我国在这方面的法律制度，规范此类交易，将有助于推动和保障我国加入世贸组织后国内金融资本市场的逐步顺利对外开放和对外接轨。