

## 立法研究

## 对衍生合同在破产中豁免的反思

## ——系统性风险的视角

解正山\*

内容摘要:出于对系统性风险的担忧,一些国家或国际组织通过破产立法给予衍生合同特殊待遇——豁免适用破产法上自动中止、破产撤销、破产约定条款无效等核心条款。实践中,如此慷慨地对待衍生合同似乎并未如立法者所愿防止或降低了系统性风险。相反,其在一定程度上诱发或加剧了危机,这使其遭受了广泛的质疑,激进者甚至认为应废除这一立法安排。不过,更合适的解决方案则应从豁免适用破产法的衍生合同的范围及对手方行权的限制等方面入手对它进行完善,同时,还应加强衍生市场的事前监管,弥补破产豁免这种事后手段的不充分性,从而更好地防范系统性风险。

关键词:衍生合同 安全港 破产豁免 系统性风险

DOI:10.13415/j.cnki.fxpl.2016.04.014

## 一、引言

一般认为,破产法最主要的公共政策目标是为诚实但不幸的债务人提供东山再起的机会,或将债务人的财产在债权人之间进行公平清偿(主要是指同一等级债权人获得平等对待)。鉴此,一旦债务人进入破产程序,债权人的各项行权行为将因破产法的特别规定而受到一定限制。比如,自动停止(Automatic Stay)这一破产保全措施限制了任何针对债务人或其全部或部分财产的追求行为;“破产约定条款”(Ipso Facto Clause)无效则让当事人的合同自由受到了破产法的约束;<sup>①</sup>破产撤销旨在使任何在破产前特定期限内所为的意图使某个特定债权人获得更多财产利益的财产处分行为被撤销;破产无效则在于使破产前特定期限内任何旨在阻碍、迟延或欺诈债权人的财产处分行为归于无效。总之,破产程序的启动将使当事人合同法上的权利义务安排或其他债权债务关系受到破产法的严格约束甚至是重置。

然而,例外的是,为了金融体系的稳定与安全,一些国家破产法却授予金融衍生合同(Derivative Contracts)<sup>②</sup>特殊的权利与豁免,不受破产法上述核心规定的限制或约束。其中,美国破产法最先授予衍生合同当事人“超级优先权”:第一,衍生合同当事人在其对手方提出破产申请时,可不受“破产约定条款”无效的约

\* 上海对外经贸大学副教授,法学博士。

① 破产约定条款通常是指合同当事人在合同中约定:当一方申请启动破产程序、或指定破产管理人、或债务人符合启动破产程序的标准包括债务人财务状况脆弱的迹象时,给予另一方无条件终止或加速合同到期的合同救济权利。

② 为行文方便,本文将金融衍生交易项下的合同简称为“衍生合同”或“金融合同”,它是指涉及利率、商品、货币、债券、指数或其他任何金融工具的任何现货交易、远期交易、期货交易、期权交易或互换交易、任何回购或证券借贷交易和在金融市场订立的与上述任何交易相类似的其他交易以及与上述交易的任何组合,包括商品期货、证券协议、回购合同、互换交易、净额结算协议等。对于金融衍生交易,经合组织(OECD)将金融衍生交易定义为“一种双边合约或支付交换协议,其价值衍生于基础资产或某种基础性的利率或指数”。国际互换与衍生品协议(ISDA)采用的是衍生产品的说法,其被定义为:“衍生产品是有关互换现金流量和旨在为交易者转移风险的双边合约。合约到期时,交易者所欠对方的金额由基础商品、证券或指数的价格决定”。参见赵承寿:《金融衍生产品交易法律问题研究》,法律出版社2015年版,第14页。

束而直接行使“终止”、<sup>③</sup>清算或加速到期等合同救济权利;第二,衍生合同当事人的抵销权或净额结算的权利不受破产法自动停止规定的限制;第三,衍生合同当事人在对手方申请破产前的某些行为,如保证金支付行为或与衍生合同有关的转让行为等,免受破产法上撤销权规定的约束。<sup>④</sup>这就是美国破产法上厚待衍生合同的“安全港”(Safe Harbor)规则。<sup>⑤</sup>国际上还有不少破产立法也引入了“安全港”规则。例如,欧盟《信贷机构与投资公司的恢复与处置指令》(2014)就同样创设了一个复杂的例外网络,衍生合同与金融协议获得了破产法上的特殊豁免。<sup>⑥</sup>金融稳定理事会(FSB)在其有效处置金融机构的建议中亦引入了与“安全港”相似的保护措施。<sup>⑦</sup>联合国国际贸易法委员会制定的《破产法立法指南》(2006)中则建议各国破产法应给予金融合同当事人在其对手方破产时享有不受破产法限制的“终止权”以及与之相关的抵销权和净额结算的权利,且符合惯例的为衍生合同设立保证金以及支付行为不应被撤销。<sup>⑧</sup>其他如英国、日本,这些国家立法中都承认衍生合同在破产程序中享有豁免适用破产法的规定。<sup>⑨</sup>

在分析介绍“安全港”规则基础上,国内有些学者建议引入这一制度,<sup>⑩</sup>但亦有学者持反对或质疑态度,<sup>⑪</sup>甚至有研究者认为应废除《破产法》第18条之规定以保护衍生交易当事人的提前“终止权”。<sup>⑫</sup>对此,笔者认为,首先应厘清的问题是,破产立法为何可以不顾公平清偿与债务人重生这等公共政策目标而单独给予衍生合同豁免适用破产法一系列核心规定的特殊待遇?其次,实践中,这一例外规定能否实现破产立法者所期望的目标?它是否会导致某些意料不到的负面效果?未来该如何对待破产法上的这一例外规定?最后,中国破产法若引入“安全港”规则,这一例外规定写入法律时应注意什么问题?本文将围绕这些问题进行分析,希望能抛砖引玉,引发对破产法上“安全港”规则更深入的思考。

## 二、衍生合同豁免适用破产法的正当理由分析

通观上述破产立法,立法者所言明的给予衍生合同豁免待遇最主要的原因在于防止或降低系统性风险,

<sup>③</sup> 此处及下文所称的“终止”与传统民商法下的合同终止具有显著的差异:衍生合同“终止”意味着尚未履行的部分仍要继续履行,其效果等同于合同全部履行完毕;后者相当于合同解除,意味着尚未到期、尚未履行的部分不再履行,已经履行的则计算守约方的实际损失。参见刘燕、楼建波:《金融衍生交易的法律解释——以合同为中心》,载《法学研究》2012年第1期。

<sup>④</sup> See 11 U.S.C. § § 555, 556, 559, 560, 561; 362(b) (6)–(7), 362(b) (17); 546(e), (f), (g), (h), (j) (2012).

<sup>⑤</sup> 美国“安全港”立法最为全面且历史悠久。“安全港”首次入法始自1978年美国破产法,当时仅有商品期货与远期合同获得破产豁免,其后,获得豁免的金融合同的范围不断扩大。其中,证券合同、回购合同、互换协议分别于1982年、1984年、1990年被写入破产法。关于美国1978年、1982年、1984年、1990年的立法分析可参见Steven L. Schwarcz & Ori Sharon, the Bankruptcy—Law Safe Harbor for Derivatives: A Path—Dependence Analysis, 71 Wash. & Lee L. Rev. 1715, 1724–1736 (2014)。为适应衍生市场最新发展,消除此前“安全港”碎片化立法的弊端,美国国会于2005年全面修订了“安全港”规则。See Eleanor Heard Gilbane, Testing the Bankruptcy Code Safe Harbors in the Current Financial Crisis, 18 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 241, 246–248 (2010)。美国破产法上衍生合同“安全港”规则的详细内容可参见冯果、洪治刚:《论美国破产法之金融合约安全港规则》,《当代法学》2009年第3期;另可参见凤建军:《金融合约安全港规则研究》,载《金融法学家》(第六辑),中国政法大学出版社2015年版,第67–71页。

<sup>⑥</sup> See Christoph Henkel, Harmonizing European Union Bank Resolution: Central Clearing of OTC Derivative Contracts Maintaining the Status Quo of Safe Harbors, 22 Transnatl L. & Contemp. Probs. 81, 110, 113 (2013)。另外,欧盟2002年通过的《金融担保安排指令》曾就金融担保安排不受破产法限制进行了规定:金融担保安排不因其设定、提供、增加或替换担保物系在破产或重整程序启动之日或之前的特定期间内发生而被宣告无效或被撤销。参见赵承寿:《金融衍生产品交易法律问题研究》,法律出版社2015年版,第113–144页。

<sup>⑦</sup> See FSB, Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions 11–12 (Oct. 2011), available at [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111104cc.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf), 访问日期:2015年8月25日。

<sup>⑧</sup> 参见联合国国际贸易法委员会:《破产法立法指南》,立法建议第101–107条,2006年。

<sup>⑨</sup> 参见王斐民:《金融衍生交易破产保护的法律规定》,载《法律适用》2013年第7期。

<sup>⑩</sup> 参见廖凡:《美国破产法金融合约例外条款评析》,载《证券市场导报》2007年5月号;冯果、洪治刚:《论美国破产法之金融合约安全港规则》,载《当代法学》2009年第3期。

<sup>⑪</sup> 参见凤建军:《金融合约安全港规则研究》,载《金融法学家》(第六辑),中国政法大学出版社2015年版,第67–83页。

<sup>⑫</sup> 参见何晓楠:《金融衍生交易中的“提前终止”与破产管理人强制选择权》,载《证券法苑》2015年(第15卷),第239–259页。

包括排除破产管理人“挑肥拣瘦”行为对金融衍生合同乃至金融体系的影响。那么,什么是系统性风险?立法者又如何以系统性风险之名来论述给予衍生合同特殊待遇之正当性的?下文将围绕这两个问题展开分析。

### (一)什么是系统性风险

“系统性风险”并非严格意义上的法律概念。一般认为,关联性、规模及可替代性是系统性风险三个最重要的决定因素,它们与风险的蔓延密切相关。<sup>⑬</sup>其中,关联性对“系统性风险”而言更为突出,因为金融机构之间因合同而产生的相互关联意味着单一危机可能向其他金融机构或金融部门扩散,最终爆发具有系统性影响的大规模违约这一严重后果。可见,“系统性风险”与大规模违约具有某种程度的同质性,它极可能引起一个不寻常问题的蔓延并因此损害其他市场参与者,甚至导致整个金融市场或体系的崩溃。一旦如此,产生的社会成本必定是高昂的,如引起广泛的失业和贫困,继而摧毁民众生活、培育犯罪土壤。<sup>⑭</sup>因此,“系统性风险”之于金融体系犹如达摩利克斯之剑,让立法者与金融监管当局不敢等闲视之、如鲠在喉。因为,“系统性风险”虽客观存在,但想准确预测它又几乎是不可能的。<sup>⑮</sup>加之,系统性失败本就是个小概率事件,尤其是系统性失败的威胁有时多为理论上推测而非现实,因此,如何更好地监管“系统性风险”仍旧是个极具争议的问题。<sup>⑯</sup>

具体到衍生市场,研究表明,衍生市场是高度关联的,且交易往往由少数几家大型机构完成。<sup>⑰</sup>而且,上述关联性常表现于“合同群”之中,是“合同群”中诸多合同的关联性。<sup>⑱</sup>因为,在法律属性上,衍生交易是“建立在合同、担保等一系列民商事法律制度基础上的现象”,“是在合同的一整套逻辑之下展开的”。<sup>⑲</sup>另外,在规模上,衍生交易呈爆炸式增长态势:据统计,1990年的衍生交易规模约为2万亿美元(名义金额,下同),1999年约为88万亿美元,2002年约为128万亿美元,截止2013年底,约增长至710万亿美元。<sup>⑳</sup>在不到25年的时间里增长了约305倍!规模相当巨大。鉴此,一旦某个交易商突然倒闭或退出将使与之关联的交易商甚至整个市场将面临大规模违约风险(一场大规模的流动性危机)。这种风险就是本文所称的“系统性风险”,它尤为强调后果的严重性,是一种“因恐慌或其他原因,某一市场或机构的失败引发整个市场或机构的连锁反应或金融机构接连遭受重大损失的风险”以及“导致资本成本上升或其可得性降低的风险”。<sup>㉑</sup>概言之,系统性风险就是指一个或多个实体的危机对整个体系构成了威胁。

### (二)防范系统性风险:厚待衍生合同的政策论述

厚待衍生合同的“安全港”规则被写入破产法之初,立法者就强调,给予衍生合同破产豁免待遇可阻断债务人的破产风险向其交易对手或交易对手的对手蔓延,避免单一危机引发整个市场崩溃的风险。<sup>㉒</sup>如果说“安全港”入法之初,立法者对这种系统性风险的感受还不那么直观和深刻的话,那么,随着衍生市场爆发式增长以及不断累积的金融风险直至爆发影响全局的金融危机,立法者真正感受到了系统性风险带来的“切肤之痛”。1998年发生于美国的长期资本管理公司(LTCM)的失败就加深了立法者对系统性崩溃(衍生市场大规模违约风险)的强烈担忧。这种担忧源于以下事实:首先,衍生合同不同于绝大多数其他形式的合同,其

<sup>⑬</sup> See Steven L. Schwarcz, Derivatives and Collateral: Balancing Remedies and Systemic Risk, 2015 U. Ill. L. Rev. 699, 705 (2015).

<sup>⑭</sup> See Steven L. Schwarcz, Systemic Risk, 97 GEO. L.J. 193, 207 (2008).

<sup>⑮</sup> See Steven L. Schwarcz, Regulating Complexity in Financial Markets, 87 Wash. U. L. Rev. 211, 215 (2009).

<sup>⑯</sup> See Bryan G. Faubus, Narrowing the Bankruptcy Safe Harbor for Derivatives to Combat System Risk, 59 Duke L.J. 801, 816 (2010).

<sup>⑰</sup> 例如,截止2002年底,利率、信用和股票衍生品总的市场价值约6.4万亿美元,绝大多数衍生交易由10家最大的交易商完成,其中,7家银行持有银行系统内超过95%的名义上的衍生品风险产品。See Franklin R. Edwards and Edward R. Morrison, Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment, 22 Yale J. on Reg. 91, 98 (2005).

<sup>⑱</sup> 参见陈醇:《金融系统性风险的合同之源》,载《法律科学》(西北政法大学学报)2015年第6期。

<sup>⑲</sup> 参见刘燕、楼建波:《金融衍生交易的法律解释——以合同为中心》,载《法学研究》2012年第1期。

<sup>⑳</sup> See Mark D. Sherrill, In Defense of the Bankruptcy Code's Safe Harbors, 70 Bus. Law. 1007, 1012 (2015).

<sup>㉑</sup> 参见前注<sup>⑱</sup>, Steven L. Schwarcz文。

<sup>㉒</sup> See H.R. Rep. No. 97-420, at 2 (1982).

价值或在其范围内承受的风险时时都有可能发生变化,合同的价值极易变化,因此,相对方一般选择与第三方订立一项或多项与上述合同的价值呈反向波动的“对冲”或“套期保值”合同来减轻或冲抵与这些合同相关的风险;其次,无论债务人是否履行其与相对方的合同,相对方都须履行与第三方订立的“对冲”或“套期保值”合同,如果债务人破产时相对方无权终止、净额结算和抵销与未履行合同有关的债务,那么,债务人不履行其合同(或其决定履行盈利合同而不履行不盈利合同)就可能使相对方无法履行与其他市场参与者订立的“对冲”或“套期保值”合同;最终,一个重要的金融市场参与者破产,极可能造成连续交易中发生一系列的违约,从而使其他市场参与者陷入财务困境甚至可能导致其他相对方发生财务崩溃。<sup>③</sup>还有一点,鉴于场外交易允许当事人“自由地评估与谁交易、附加何种类型保证金要求以及如何构造特定交易”,<sup>④</sup>因此,绝大多数的衍生交易自然被选择在场外完成,<sup>⑤</sup>因而都游离于监管之外。衍生合同的特质以及金融监管的缺失使厚待衍生合同的“安全港”成为阻断金融风险蔓延的最后一道屏障。

正如一份以长期资本管理公司(LTCM)危机为样本的研究报告所指出的,授予债权人于债务人违约时终止合同的权利是金融市场参与者最有效的市场风险管理手段之一。如果没有这些权利,合同能否被执行就存在不确定性,金融市场参与者亦将面临不可控的风险。相反,如果在债务人发生破产等特定违约事件时,对手方可不受破产法自动中止规则约束,有权终止衍生合同并进行净额结算,那么,潜在的信用风险的规模将随之减少,某一市场参与者无力履约从而导致其他市场参与者不能履约的可能性亦将降低,从而有助于确保整个市场的稳定。<sup>⑥</sup>基于对这一观点的认可,美国国会2005年全面修订“安全港”<sup>⑦</sup>时再次强调:给予衍生合同特殊待遇旨在减少银行体系和金融市场的系统性风险——某一机构的破产危机或某一市场或结算系统的危机蔓延至其他机构、其他市场部门甚至整个金融体系的风险。<sup>⑧</sup>与此同时,在微观层面上,立法者还特别指出,“安全港”立法有助于控制破产管理人“挑肥拣瘦”行为——债务人破产时,债务人或其管理人就会在其与同一个债权人缔结的合同中选择有利可图的合同继续履行,无利可图的合同则被拒绝履行——导致的

<sup>③</sup> 参见联合国国际贸易法委员会:《破产法立法指南》,第二部分(“破产程序启动时的资产处理”),第211—213段,2006年。

<sup>④</sup> See Paul M. McBride, the Dodd-Frank Act and OTC Derivatives: The Impact of Mandatory Central Clearing on the Global OTC Derivatives Market, 44 Int' L Law, 1077, 1086 (2010).

<sup>⑤</sup> 截止2008年,在数百万亿美元(名义金额)的衍生交易中,仅有约16%的衍生交易在场内完成交易。See Arthur W. S. Duff & David Zaring, New Paradigms and Familiar Tools in the New Derivatives Regulation, 81 Geo. Wash. L. Rev. 677, 687 (2013).

<sup>⑥</sup> See President's Working Grp. on Fin. Mkts., Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management 10 (1999), at 19-20, available at <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgfund.pdf>, 访问日期:2015年8月25日。

<sup>⑦</sup> 一方面对证券合同、回购合同、互换协议、远期合同和商品期货合同五类基本的金融合同的定义进行更新,且大多数定义都增加了一个开放式条款,允许与所列明的交易“相似”的任何其他交易受“安全港”保护,其中,尤以“互换”交易的扩充最为明显,除传统的货币、利率或商品互换外,还包括了针对货币、利率、商品的期货;股权和债权互换;期货、期权和远期协议;信贷差额或信贷互换、天气期权以及与之相似的其他任何交易等,几乎涵盖了金融衍生市场上的所有交易以及衍生合同的每一个对手方(互换参与人),包括证券合同、回购合同、互换协议、远期合同和商品期货合同等五类金融交易之内或之间行使冲抵、终止或加速到期等权利的协议(即跨交易类别的“总结算协议”)。增加这一新的协议类型,意在扩大受保护的合同权利的范围。参见廖凡:《美国破产法金融合约例外条款评析》,《证券市场导报》2007年5月号;See Edward R. Morrison and Joerg Riegel, Financial Contracts and the New Bankruptcy Code: Insulating Markets from Bankruptcy Debtors and Bankruptcy Judges, 13 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 641, 648-652 (2005).

<sup>⑧</sup> See H.R. Rep. No. 109-31, at 20 (2005). 经这一次全面修订的“安全港”规则给予金融合同的特殊保护已非常充分,但出于对系统性风险的强烈担忧,美国国会又制定了《金融结算改革法》,以赋予对手方更强的结算能力。立法者认为,这对提升金融市场稳定性、降低系统性风险是至关重要的。See H.R. Rep. No. 109-648, pt. 1 (2006).

破产成本,<sup>②</sup>它保证了衍生市场交易商所能行使的“终止式净额结算”<sup>③</sup>等合同救济权利不受管理人“挑肥拣瘦”行为的影响。当然,在立法者看来,更重要的原因在于:排除债务人或其管理人“挑肥拣瘦”行为、赋予金融合同普遍的执行力有助于降低系统性风险、维护金融稳定。可以想象,如果允许债务人或其管理人在待履行合同中“挑肥拣瘦”,那么,当债务人对手方在继续履行的合同中不得不支付全部对价,而在被拒绝履行的合同中仅能获得破产法意义上的公平清偿时,最终,暴露头寸所产生的损失以及债务人选择履行所引起的损失极可能使对手方陷入危机,继而无法履行与其他当事人缔结的衍生合同,最终导致后者亦陷入危机,直至引发整个金融市场的崩溃。<sup>④</sup>

此外,立法者还认为,给予衍生合同特别对待可降低当事人的缔约成本,因而能促进场外衍生市场的发展。首先,在交易层面上,“安全港”立法为衍生交易当事人提供了确定性,使它们易于了解衍生合同的法律待遇,如合同中终止与违约条款免受破产法限制,降低了当事人领会破产法某些核心条款的需求与成本。<sup>⑤</sup>其次,在市场层面上,“安全港”增加了衍生市场的流动性,能最大程度地减少市场波动。<sup>⑥</sup>如上文所述,衍生市场的规模在较短时间内表现出了惊人增长,这与衍生合同获得破产豁免待遇存在某种程度上的正相关性。其实,这也不难验证,破产法给予衍生合同豁免待遇意味着衍生市场可自主运行而不再受法院的干涉,<sup>⑦</sup>当破产危机来临时,衍生合同债权人无需法院许可即能率先取得债务人财产尤其是担保品。担保品流动性的提升以及担保品价值减损可能性的降低都将促进当事人增加交易。不可否认,在衍生市场中,已有大量非金融机构参与其间,但整个市场仍被互为交易对手的少数大型金融机构掌控。在立法者看来,一个深陷财务危机的大型制造型企业(如通用、福特等普通商业公司)虽也会使它的衍生交易对手遭受损失,但它们与高盛、雷曼公司等世界级金融玩家间的横向衍生交易相比简直不值一提。这些横向的衍生交易显著增加了某一机构面临的危机向其他机构或金融市场快速扩散的风险。如果这些衍生交易合同因破产程序的启动而“卡壳”,那么,公开市场上可供交易的衍生品自然就会急剧减少。<sup>⑧</sup>这不仅会造成衍生市场的流动性危机,而且还将阻碍衍生市场的发展,最终对整个金融市场的发展造成不利影响。总之,在立法者看来,破产法厚待衍生合同也是金融市场发展的客观需要。

### 三、危机后对破产法厚待衍生合同的理论反思

破产法给予衍生合同特殊的豁免待遇能否实现防范系统性风险的目标?对于这一问题,危机前便有学者指出,抛开衍生行业的立法游说,如此厚爱衍生交易令人费解,衍生合同或值得特别对待,但若以系统性风险的名义而为其实是掩人耳目。<sup>⑨</sup>危机后,越来越多的质疑者认为,给予金融合同豁免待遇以求防范系统性风险只是一个神话,有时甚至适得其反——不是降低而是增加了系统性风险。

#### (一)无序“挤兑”:另一种形式的系统性风险

“安全港”的立法意图是确保大型衍生品交易商在其交易对手破产时不经法院许可即可行使合同上的救济权利,以便将其损失最小化,更重要的是降低系统性风险。然而,立法者没有明确解释为什么不授予该等

<sup>②</sup> See Edward R. Morrison and Mark J. Roe, Rolling Back the Repo Safe Harbors, 69 Bus. Law. 1015, 1023 (2014).

<sup>③</sup> “终止式净额结算”(close-out netting)是指当发生规定的违约事件或终止事件(如破产或清算)时,交易方之间所有未届期的交易提前终止(加速到期),并对上述提前终止的交易项下的盈利与亏损进行轧差,包括三个步骤:一是早期终止;二是估算每个衍生工具的价值;三是各个衍生工具间的结算并最终确定净额。

<sup>④</sup> 参见前注<sup>①</sup>,冯果、洪治刚文。

<sup>⑤</sup> See Vail Clear, Safely Subsidized: Derivative and Repo Financing under the U.S. Bankruptcy Code, 45 Ariz. St. L.J. 1663, 1675-1676 (2013).

<sup>⑥</sup> See Eleanor Heard Gilbane, Testing the Bankruptcy Code Safe Harbors in the Current Financial Crisis, 18 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 241, 243 (2010).

<sup>⑦</sup> See Stephen J. Lubben, Derivatives and Bankruptcy: The Flawed Case for Special Treatment, 12 U. Pa. J. Bus. L. 61, 67 (2009).

<sup>⑧</sup> 参见前注<sup>②</sup>, Vail Clear 文。

<sup>⑨</sup> See Franklin R. Edwards and Edward R. Morrison, Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment, 22 Yale J. on Reg. 91, 91, 99 (2005).

债权人此种权利就会增加系统性风险。事实上,“安全港”不仅不能力挽狂澜,相反,因从众效应、信息共享而引发的市场恐慌使对手方有强烈的动机在债务人初现危机端倪时便行使终止合同、取得担保物的救济权利,引发对债务人的“挤兑、导致其陷入更严重的危机”,<sup>③</sup>最终使单一危机随恐慌而蔓延,致使政府被迫动用公共资金援助问题金融机构。例如,雷曼公司破产时,其持有的大量互换产品因对手方“挤兑”而引发无序交割,不仅加速了雷曼公司的崩溃、迫使其提出破产申请,也使大量互换产品在雷曼破产后的数月内陷入混乱。<sup>④</sup>无独有偶,AIG公司显露危机迹象时,其众多对手方也是蜂拥而至,竞相要求其增加担保或提前履行,导致AIG公司陷入更严重的流动性危机,也给与之关联的其他金融机构带来致命影响,政府最终被迫动用公共资金施以援救。这表明,“安全港”不是阻止而是会诱发另一种形式的系统性风险。<sup>⑤</sup>

具有讽刺意义的是,对手方的“挤兑”行为是受“安全港”保护的,不因破产申请而被撤销或被确认无效。衍生合同债权人(对手方)展开的“抢夺债务人财产的竞赛”(grab race)显然是无序和低效的,不仅使自身遭受重大损失,<sup>⑥</sup>还将剥夺债务人重生机会,使债务人的某些债权人被迫承担不公平清偿导致的损失。正因如此,“安全港”人为地割裂了破产法:一方面限制普通债权人“抢夺”债务人财产,另一部分却授予那些持有金融衍生合约的债权人额外的优先权、豁免它们的“抢夺”行为。<sup>⑦</sup>最终,债务人的破产风险更多转嫁给了其他普通债权人,衍生合同债权人则可高枕无忧。在雷曼公司破产中,摩根大通即因破产法上授予衍生债权“超级优先权”而率先变现了担保品。相反,那些普通的担保债权人却要等待破产法院的许可。这有违公平,也是不明智的,“损害了破产法上共担损失、共同恢复的核心价值”。<sup>⑧</sup>这种不公平还体现在衍生合同债权人“挑肥拣瘦”行为上:对手方利用“安全港”的保护提前终止有利可图的合同,相反,对无利可图的合同(对手方是合同项下的债务人),对手方则选择不予终止。这不仅会导致债务人遭受重大损失,亦将显著降低债务人其他债权人获得清偿的份额。<sup>⑨</sup>本来,“安全港”入法时,立法者的着眼点之一是要限制管理人“挑肥拣瘦”行为以防范系统性风险,只是,未曾料到,这反而给了衍生合同当事人“挑肥拣瘦”的机会。

## (二)不当激励:风险偏好的扭曲与交易集中

质疑者普遍认为,衍生合同当事人享有破产法授予的“超级优先权”将导致它们疏于评估交易对手的破产风险,从而极大地弱化市场纪律——扭曲交易商的风险偏好。因为,在衍生市场中,那些强势的交易商深知,即使对手方濒临或宣告破产,它们也能因“安全港”的保护而获得足额或提前偿付,至少,它们也能将针对债务人的风险敞口最小化。自然,它们就不会再去考虑分散投资问题,甚少关心债务人的稳定与否,也将疏于对债务人的风险水平与财务状况进行监督,甚至在债务人面临危机时亦会与其进行交易。<sup>⑩</sup>如在AIG危机中,作为主要对手方,高盛公司就不顾AIG信用风险而持有高达140亿美元的互换产品,就连AIG产品事

<sup>③</sup> See Stephen J. Lubben, Repeal The Safe Harbors, 18 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 319, 319—320 (2010); Steven L. Schwarcz, Derivatives and Collateral: Balancing Remedies and Systemic Risk, 2015 U. Ill. L. Rev. 699, 709—710 (2015).

<sup>④</sup> See Chrystin Ondersma, Shadow Banking and Financial Distress: The Treatment of “Money—Claims” in Bankruptcy, 2013 Colum. Bus. L. Rev. 79 (2013); Stephen D. Adams, Swap Safe Harbors in Bankruptcy Dodd—Frank: A Structural Analysis, 20 Stan. J.L. Bus. & Fin. 91, 100 (2014).

<sup>⑤</sup> See Stephen J. Lubben, The Bankruptcy Code Without Safe Harbors, 84 Am. Bankr. L.J. 123, 125—126 (2010); Stephen D. Adams, Swap Safe Harbors in Bankruptcy Dodd—Frank: A Structural Analysis, 20 Stan. J.L. Bus. & Fin. 91, 100 (2014).

<sup>⑥</sup> See Michael Fleming & Asani Sarkar, the Failure Resolution of Lehman Brothers, 20 Econ. Policy Rev.175 (2014).

<sup>⑦</sup> See Mark J. Roe, The Derivatives Market’s Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator, 63 STAN. L. REV. 539, 549 (2011).

<sup>⑧</sup> 参见前注<sup>⑦</sup>, Stephen J. Lubben 文。

<sup>⑨</sup> See Michael Fleming & Asani Sarkar, the Failure Resolution of Lehman Brothers, 20 Econ. Policy Rev.175 (2014).

<sup>⑩</sup> See Franklin R. Edwards and Edward R. Morrison, Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment, 22 Yale J. on Reg. 91, 91, 96 (2005); Mark J. Roe, the Derivatives Market’s Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator, 63 Stan. L. Rev. 539, 542, 559 (2011); Vail Clear, Safely Subsidized: Derivative and Repo Financing under the U. S. Bankruptcy Code, 45 Ariz. St. L.J. 1663, 1676 (2013).

业部前任总裁都对如此不计后果的冒险行为感到震惊。<sup>④⑤</sup>高盛公司为何如此“盲目”？原因在于衍生合同在破产程序中享有“超级优先权”，从而扭曲了高盛公司的风险偏好。可见，“安全港”立法不亚于向金融市场参与者发出暗示：无须担心对手方的破产！“这样的法律规则对市场参与者的行为指引就是，鼓励大家都成为金融合约甚至是风险更高的衍生品合约的参与者，并且尽可能地将其之间的合同关系设计成为一种符合要求的金融合约，因为通过这样的路径，金融合约中权利的实现相比较于其他合同关系而言是最安全，最有保障的。”<sup>④⑥</sup>其结果自然是“激励”金融市场参与者过度冒险并最终使它们自身变得更加脆弱。尤其是，当“债务人对于金融体系具有系统重要性影响时，合约的交易对手更可放心与其开展交易，因为他们相信如果这些金融机构出现了问题，政府一定会出手相救，这实际上也降低了债务人诉诸破产机制解决问题的积极性，而‘将宝全部押在了救助上’”。<sup>④⑦</sup>当糟糕的风险管理、监管失败导致系统性风险的时候，如果再加上破产法的推波助澜，引发机构破产的条件以及对其竞争对手的风险也就产生了。<sup>④⑧</sup>

与此同时，不当激励还导致衍生交易愈发集中、规模更趋庞大，继而增加系统性风险。<sup>④⑨</sup>这绝非立法者乐见，因为，当初将“安全港”入法就是考虑到绝大多数衍生交易由少数几个高度关联的金融机构完成，立法者认为任何一个关键交易商的倒闭都将引发严重的流动性危机且会波及其他交易商。先不说这一假设是否已被明证，但至少“安全港”保护下，衍生行业市场集中进一步加剧却多少让立法者始料未及。一份关于2008年金融危机的调查报告表明，信用违约互换(CDSs)与其他衍生品的大部分风险集中于少数几个大型金融机构——场外衍生品的名义价值的97%、数以百万计的合同是由摩根大通、花旗集团、美国银行、美联银行及汇丰银行5家机构持有。正是这五家全美也是世界上最大的场外衍生品交易商在2008年的金融危机中接连陷入破产边缘不能自拔。<sup>④⑩</sup>不难想象，如果衍生合同当事人享有的“超级优先权”不是那么广泛的话，那么，它们就会预料到未来可能因交易对手破产而得不到应有的偿付。一旦有此压力，这些交易商就会被迫对手方进行破产风险评估并限制自己的过度冒险行为。<sup>④⑪</sup>因此，“如果‘安全港’真能确保金融体系的稳定与安全，那么，它应是具备了充足理由。但是，‘安全港’并未做到这点。相反，因激励短期而非长期的融资……使得最终结果与其要实现的目标正好相反。”<sup>④⑫</sup>以回购协议为例，大量回购协议都是隔夜的，债务人赎回的期限很少有超过三个月的。短期回购协议尤其是抵押证券回购的广泛使用使金融机构对金融震荡更加敏感，而终止式净额结算则使风险快速蔓延至整个金融体系，以至于政府最终被迫动用大规模公共资金救助金融体系。2008年前后的金融危机就印证了这一范式。<sup>④⑬</sup>因此，一旦没有“安全港”的保护，金融市场参与者就要自行承担额外的高风险成本，这会促使它们选择与更稳健的机构进行交易，选择长期且稳定的融资方案而非短期的冒险行为，最终将确保金融体系稳定。<sup>④⑭</sup>

### (三) 路径依赖：厚待金融合同正当理由的削弱

一般认为，当起初的路径使立法者无视其他替代方案时就将产生法律上的路径依赖。换言之，当立法模式因信息与政治负担而趋于固定时，就将产生此种盲目性；当一个立法过程的选择使未来对另一个立法过程的评估变得困难时，信息负担（信息盲目）就将产生，行为人已习惯于“正常”状态而难以改变；而当利益集团

<sup>④⑤</sup> 参见前注④①，Mark J. Roe文。

<sup>④⑥</sup> 参见前注④①，凤建军文。

<sup>④⑦</sup> 同上注。

<sup>④⑧</sup> 参见前注④⑦，Stephen J. Lubben文。

<sup>④⑨</sup> See Steven L. Schwarcz, Derivatives and Collateral: Balancing Remedies and Systemic Risk, 2015 U. Ill. L. Rev. 699, 708 (2015).

<sup>④⑩</sup> 参见前注④⑩，Steven L. Schwarcz文。

<sup>④⑪</sup> 参见前注④①，Mark J. Roe文。

<sup>④⑫</sup> See Edward R. Morrison and Mark J. Roe, Rolling Back the Repo Safe Harbors, 69 Bus. Law. 1015, 1045—1046 (2014).

<sup>④⑬</sup> 参见前注④⑨，Edward R. Morrison and Mark J. Roe文。

<sup>④⑭</sup> 参见前注④①，Mark J. Roe文。

热衷于早前的立法选择,并为保留、夸大这一路径所创设的立法模式而施加影响时,政治负担也就随之产生。<sup>⑤</sup>美国立法史表明,“安全港”一定程度上就是路径依赖的结果,持续性的行业立法游说以及立法者的“配合”形成了这一路径。

在美国,破产法最初对商品期货合同的豁免就是由衍生行业代表促成的。他们认为,商品期货市场是脆弱的,极易发生危机的连锁反应;为防止潜在的“多米诺”效应,他们建议国会授予商品经纪商终止与其破产的交易对手的合约的权利。<sup>⑥</sup>事实上,衍生行业代表在国会听证会上并未充分解释为什么不授予经纪商上述权利就会引发“多米诺”效应,但国会仍采纳了他们的立法建议,首次将商品期货合同的破产豁免条款引入破产法,从而为更广泛的衍生合同破产豁免立法提供了先例与合理解释。<sup>⑦</sup>最积极倡导破产法应厚待衍生合同的当属场外衍生品交易组织——国际互换与衍生品交易协会(ISDA),<sup>⑧</sup>大部分立法游说工作都由其完成。ISDA还经常在案件审理中引用“安全港”被写入法律时国会的证词或陈述来支持该规则的适用。<sup>⑨</sup>尤其是最近,ISDA与美国“总统金融市场工作组”一起,成功地以系统性风险的名义推动了美国国会全面修订了“安全港”规则。<sup>⑩</sup>

总之,每次修订“安全港”规则时,来自衍生行业的游说都成功地使立法者确信,“安全港”保护对象的不断扩展有助于降低系统性风险,以至于这种前提性假设已变得越来越根深蒂固,难以改变。一方面,衍生品的复杂性以及系统性风险产生及转移的不确定性加重了立法者的信息负担(信息盲目),从入法之初,“安全港”就笼罩在这些复杂性与不确定性之中,而且,受“安全港”保护而获得发展良机的衍生行业转而使金融体系更加复杂,继而进一步增强了立法者的信息负担;另一方面,衍生行业规模爆发式增长又使衍生行业立法游说能力更加强大,反对替代方案的政治负担也就自然而然地产生了。<sup>⑪</sup>这也表明“美国金融业与政府所具有的良好关系和对立法的强大影响力”。<sup>⑫</sup>因此,路径依赖使厚待金融合同的正当理由——防止或降低系统性风险——受到了质疑。因为,在很大程度上,立法者并未充分审查这一立法理由。因此,“安全港”的意义与效用也就不应被视为理所当然。<sup>⑬</sup>正如评论者所强调的,“每一个人都认为系统性风险问题是一个重要的问题,但是它却被错误地定性为一个技术性问题从而被认为是可以通过技术性措施予以解决……实际上,这一问题从根本上来看就是一个结构性问题和政治性问题……其与政治体系的结构具有密切关系。当发生银行危机时,不管干预的成本有多大,也不论干预的后果如何,政治家们都必须及时干预”。<sup>⑭</sup>

#### (四)规则滥用:一个有待破解的难题

立法史表明,“安全港”的保护范围已呈包罗万象之势。例如,美国2005年全面修订“安全港”规则时,一方面宽泛地定义了衍生合同,不再要求它们应在金融市场中进行交易,而且几乎把所有的普通金融交易都囊

<sup>⑤</sup> Ibid.

<sup>⑥</sup> 参见前注<sup>③</sup>,Steven L. Schwarcz 文。

<sup>⑦</sup> See Steven L. Schwarcz & Ori Sharon, The Bankruptcy—Law Safe Harbor for Derivatives: A Path—Dependence Analysis, 71 Wash. & Lee L. Rev. 1715, 1725—1726 (2014).

<sup>⑧</sup> ISDA 制定了一系列衍生交易标准合约,为保证该等合约的可靠性,ISDA 与许多律师事务所合作,听取他们对衍生交易文件中关于净额结算以及担保条款可执行性的法律意见,降低衍生交易参与者的法律风险。ISDA 内部还设有强大的委员会网络,适时修改交易文件,确保与市场需求保持一致。通过使用 ISDA 或其他相似组织提供的衍生交易文件,衍生交易当事人能最大程度地降低缔约成本,且受惠于丰富的法院及律师如何解释该等文件的法律判例,从而使 ISDA 制定的各类交易文件受到市场高度认可。See Paul M. McBride, the Dodd—Frank Act and OTC Derivatives: The Impact of Mandatory Central Clearing on the Global OTC Derivatives Market, 44 Int’ L Law. 1077, 1086 (2010); Mark D. Sherrill, In Defense of the Bankruptcy Code’s Safe Harbors, 70 Bus. Law.1007, 2012 (2015).

<sup>⑨</sup> 参见前注<sup>⑦</sup>,Stephen J. Lubben 文。

<sup>⑩</sup> 参见前注<sup>⑦</sup>,Steven L. Schwarcz & Ori Sharon 文。

<sup>⑪</sup> Ibid.

<sup>⑫</sup> 参见前注<sup>⑩</sup>,凤建军书,第 82 页。

<sup>⑬</sup> 参见前注<sup>⑦</sup>,Steven L. Schwarcz & Ori Sharon 文。

<sup>⑭</sup> See Jonathan R. Macey and James P. Holdcroft, Failure is an Option: An Eesatz—Antitrust Approach to Financial Regulation, 120 Yale L. J. 1368, 1417(2011).



括在受保护的范围内;<sup>65</sup>另一方面,要求法院尊重行业惯例和实践,只需对金融合同作形式上审查,限制法院对金融交易的经济实质进行审查的裁量权,<sup>66</sup>以至于只要形式上满足衍生行业的惯例,不管对手方的规模、行业属性(是否是金融企业),亦不问交易的经济实质是普通贷款抑或是其他非金融合同,均可获得破产法提供的特殊待遇。<sup>67</sup>总之,美国法将原先专注于保护特定当事人的范式转变为保护整个金融衍生市场。为此目的,国际贸易法委员会颁布的《破产法立法指南》亦建议各国尽可能把现有各种衍生合同以及日后可能出现的新型金融合同包含在“安全港”保护范围之内。对此,研究者认为,这是对金融业的慷慨“资助”,衍生合同债权人虽获得了破产法上的“超级优先权”,但债务人自身甚至是纳税人则可能要付出高昂代价。<sup>68</sup>它们将因衍生合同债权人行使“安全港”赋予的终止权而丧失了履行互换协议等有价值的可执行合同的机会,这显然与基本的破产政策相悖。<sup>69</sup>无所不包的“安全港”的不公平性还表现在,当一个普通借款人破产时,设定抵押的大型银行因破产法限制可能无法及时行使担保权利,但如果是某个衍生交易对手方陷入危机,即便是一个规模很小的公司也可对该交易商行使担保权利。<sup>70</sup>

高度的开放性为债权人滥用“安全港”提供了机会。因为,在一个开放性的定义之下,几乎所有的金融合同,包括普通的抵押贷款合同,都可能被看作是衍生交易,从而免受自动停止、偏颇清偿及其他破产法的核心规则的约束。不少案例表明,合同当事人开始利用“安全港”规则,把某些交易设计得看上去是衍生品交易,以期获得破产法上的豁免待遇。一些法院虽试图抵制把广泛的普通金融合同归类为衍生交易,但最终这些交易都因“安全港”的开放性而被认定为可获得破产豁免的衍生合同。如在 *Hutson v. E.I. du Pont de Nemours and Co.*案中,<sup>71</sup>北卡罗来纳州东区破产法院裁定,债权人与债务人间的交易——商品或资产的实际交付——不是互换合同,因此不受“安全港”保护。但美国第四巡回法院推翻了上述法院的裁决并发回重审,理由是:实际交付不是判定某个合同是否是衍生合同的决定因素,而且,该合同是否在金融市场进行交易也无关紧要。事实上,所涉合同是一个事先确定了单位价格与供应量的供应合同,但鉴于破产法对互换合同的宽泛定义,它最终被法院解释为互换。另外,在 *In re National Gas Distributors, L.L.C.*案与 *In re MBS Management Services*案中,终审法院也都最终把一项普通合同最终解释为衍生合同。<sup>72</sup>可见,包罗万象的“安全港”规则已成债权人尤其是普通债权人规避破产损失的“利器”,他们将协议伪装成衍生合同,更有甚至,已经有专门的指南公开指导当事人如何将一项普通的融资合同设计成衍生交易。<sup>73</sup>

#### 四、衍生合同的未来监管——破产法与金融法的协同

对于衍生市场,监管者最初采取了放任态度,甚至反对任何针对衍生品的限制性法律或“负责任地监管”衍生市场,因为他们认为任何针对衍生市场的监管都是对市场运行效率的损害。<sup>74</sup>立法者选择的则是一种间接的甚至是仁慈的手段——破产豁免——来弥补直接监管的缺位,<sup>75</sup>即通过给予衍生合同破产豁免待遇以

<sup>65</sup> 参见前注<sup>13</sup>, Steven L. Schwarcz 文。

<sup>66</sup> 参见前注<sup>52</sup>, Edward R. Morrison and Joerg Riegel 文。

<sup>67</sup> “安全港”保护范围如此广泛的一个重要原因是,以受影响的当事人的规模或类型为基础决定法律的适用在政治上站不住脚,而把自动中止等限制措施仅适用于衍生品交易商这一特定主体的做法只会把衍生合同破产豁免问题更加复杂化。See Frank Partnoy & David A. Skeel, Jr., *the Promise and Perils of Credit Derivatives*, 75 U. Cin. L. Rev. 1019, 1050 (2007); Steven L. Schwarcz, *Derivatives and Collateral: Balancing Remedies and Systemic Risk*, 2015 U. Ill. L. Rev. 699, 712 (2015).

<sup>68</sup> 参见前注<sup>52</sup>, Vail Clear 文。

<sup>69</sup> See David A. Skeel, Jr. & Thomas H. Jackson, *Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy*, 112 *Colum. L. Rev.* 152, 177-179, 183-185 (2012).

<sup>70</sup> 参见前注<sup>13</sup>, Steven L. Schwarcz 文。

<sup>71</sup> See *Hutson v. E.I. du Pont de Nemours and Co.*, 556 F.3d 247.

<sup>72</sup> 参见前注<sup>57</sup>, Steven L. Schwarcz & Ori Sharon 文。

<sup>73</sup> 参见前注<sup>56</sup>, Franklin R. Edwards & Edward R. Morrison 文。

<sup>74</sup> 参见张宗新:《全球金融衍生市场监管改革趋势及中国启示》,载《社会科学》2010年第8期。

<sup>75</sup> See Bryan G. Faubus, *Narrowing the Bankruptcy Safe Harbor for Derivatives to Combat System Risk*, 59 *Duke L. J.* 801, 820 (2010).

防止或降低系统性风险。立法者的仁慈与监管者的放任让衍生行业获得了发展良机并最终迎来了繁荣,但2008年爆发的发端于衍生行业的金融危机却让立法者与监管者始料未及。正如上文所分析的,虽说立法者的慷慨与监管者的放任并非本次危机的全部根源,但至少是诱因之一。那么,是否还有必要给予衍生合同破产法上特殊的豁免待遇呢?对此,一些学者认为应该像对待其他债权人一样对待衍生交易者,反对继续给予衍生合同破产法上的豁免待遇,<sup>⑥</sup>因为这样做等于是“改变了已经成为共识性的法律规则”且“这样的改变缺乏法律的正当性”。<sup>⑦</sup>

然而,上述观点忽视了给予衍生合同破产豁免待遇在结构化融资与回购市场中所发挥的关键作用。<sup>⑧</sup>而且,不难看出,是否应厚待衍生合同关乎公平清偿、债务人重生等传统破产政策与非传统破产政策(防范系统性金融风险)的抉择,是对衍生交易当事人的合同自由、破产法上的公平、金融法上的系统稳定等价值的平衡。笔者并不否认,破产法厚待衍生合同会产生一些负面影响,但认为其“在法理上缺乏正当性,在实际的效果上与其规则设计初衷‘南辕北辙’”<sup>⑨</sup>恐怕也是言过其实。因为,“如果系统性风险受到合理关注,那么,把防范系统性风险作为比保护破产财产更优先的公共政策就是合乎逻辑的”。<sup>⑩</sup>确实,当破产法选择防范系统性风险作为更优先的政策目标从而厚待衍生合同时,将不可避免地损及债务人及破产财产。但是,与其让金融体系承担崩溃的风险,倒不如让债务人及部分债权人自行承担损失。后者的代价显然要小得多。此外,质疑者所指称的衍生交易当事人疏于评估对手方风险的说法也非完全正确。相反,衍生市场参与者仍在密切关注对手方信用风险,这不仅是衍生合同的固有特质,也是当事人缔结对冲合同的原因之一。实践中,市场参与者有强烈的动机与对手方磋商谨慎的合同条款,要求提供充分的担保品并密切关注市场波动,以确保其所持的担保品与市场状况匹配。尤其是,被普遍采用的标准衍生合同中经常包含有专门用于解决对手方信用风险的规定,例如,当对手方信用等级恶化时,将触发增加担保甚或终止合同的条件。<sup>⑪</sup>

另一方面,衍生市场的重要性是不言而喻的。一般认为,衍生交易是对冲风险的重要手段。ISDA(2003)曾在其发布的一份调查报告中表明,92%的世界500强公司利用衍生品对冲风险,其中,85%的公司用以管理利率风险,78%的公司使用衍生品管理汇率风险,23.5%的公司用来管理商品价格风险,11%的公司利用衍生品管理股票价格风险。<sup>⑫</sup>尤其是,净额结算对维护金融体系的稳定具有系统重要性影响,这也为金融监管者所高度认同。概言之,有效且可执行的终止式净额结算具有如下益处:一是降低风险敞口及对手方风险,尤其可使那些具有系统重要性影响的市场参与者免受对手方破产的影响;二是增强风险管理;三是提高市场流动性;四是降低风险的传染性;五是降低资本要求及资本的成本。<sup>⑬</sup>这些益处足以让立法者在决定是否废弃“安全港”时保持谨慎。实际上,连不少质疑者都不讳言给予衍生合同破产豁免待遇仍有必要。只是,他们认为目前的待遇实在是过于慷慨,远远超出了防范系统性风险这一首要目的之需。由是观之,厚待衍生合同的“安全港”还应继续留存,但也有必要限制性适用这一例外规定:

首先,应为包罗万象的“安全港”瘦身。从监管角度看,“安全港”适用范围的广泛性放大了监管失败的成本,金融机构杠杆化率将更高,更依赖于短期债融资,当它们轰然倒塌时更需要政府援助。因此,缩减

<sup>⑥</sup> 参见[美]戴维斯基尔:《金融新政》,丁志杰等译,中国金融出版社2012年版,第133页;Stephen J. Lubben, Repeal The Safe Harbors, 18 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 319 (2010); Mark J. Roe, the Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator, 63 Stan. L. Rev. 539 (2011); David A. Skeel & Thomas H. Jackson, Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy, 112 Colum. L. Rev. 152 (2012).

<sup>⑦</sup> 参见前注①,凤建军书,第82页。

<sup>⑧</sup> See Nathan Goralnik, Bankruptcy — Proof Finance and the Supply of Liquidity, 122 Yale L.J. 460, 505 (2012).

<sup>⑨</sup> 参见前注①,凤建军书,第81页。

<sup>⑩</sup> See Mark D. Sherrill, In Defense of the Bankruptcy Code's Safe Harbors, 70 Bus. Law. 1007, 1028 (2015).

<sup>⑪</sup> Ibid.

<sup>⑫</sup> See Shmuel Vasser, Derivatives in Bankruptcy, 60 Bus. Law. 1507, 1509 (2005). 最近的调查结果与文中的结果基本一致。See Peter Marchetti, Amending the Flaws in the Safe Harbors of the Bankruptcy Code: Guarding against Systemic Risk in the Financial Markets and Adding Stability to the System, 31 Emory Bankr. Dev. J. 305, 307 (2015).

<sup>⑬</sup> 参见前注⑩, Mark D. Sherrill 文。

“安全港”保护范围有助于降低监管失败的成本。<sup>④</sup>已有学者建议,应将“安全港”适用对象限定为财政部门发行的证券以及银行存单、承兑汇票与政府提供担保的机构证券等高流动性资产有关的回购交易。<sup>⑤</sup>原因在于:其一,这与培育该等证券的市场流动性的长期公共政策一致;其二,上述证券几乎等同于现金且被广泛交易,加之政府担保,这些证券不太可能在危机时丧失流动性。<sup>⑥</sup>因此,给予涉及上述证券的回购协议破产豁免待遇不可能增加风险或放大市场危机。相反,除此之外的其他资产——如抵押担保证券——即便当前流动性良好,但当危机来临时,它们便将丧失流动性,继而加重危机。<sup>⑦</sup>还有学者认为,不应在破产程序中豁免所有的 CDSs,类似于保险的 CDSs 如果能保留在债务人手中,肯定比在其对手方手中更有价值,而且能更有效地降低系统性风险。<sup>⑧</sup>美国破产协会则提出:不仅要大幅度缩减当前所“定义”的期货合同的范围,也要对豁免适用破产撤销权的市场参与者的范围进行限定。<sup>⑨</sup>立法者的回应虽有所不同,但似乎更激进:美国参众两院均有大幅缩减“安全港”的议案提出,且提案人几乎一致认为,除期货合同外,其他衍生合同享有的豁免适用破产法的待遇均应取消。<sup>⑩</sup>总之,未来,“安全港”适用范围的收缩势所必然。

其次,对手方(非违约方)行权应受一定限制。如上文所述,对手方在债务人破产时不加限制的行权将导致无序“挤兑”,最终不是降低而是增加了系统性风险。因此,对破产中的衍生合同,哈佛研究所的学者就建议:衍生交易一方申请破产时,其对手方行使终止合同、加速到期、抵销或净额结算等合同救济权应予“冻结”,以便该问题金融机构有机会将其衍生合同转让给其他稳健的金融机构或监管当局新设的金融机构。<sup>⑪</sup>美国国会在一份立法议案中接受了该建议。议案规定:衍生交易的非违约方在债务人——系统重要性金融机构(SIFIs)——申请破产保护后 48 小时内不得行使“安全港”赋予的优先权利,以待债务人将其持有的衍生合同转让给第三方金融机构。而且,即便是衍生合同被成功转让,非违约方亦不得在转让后即刻行使“终止”权。<sup>⑫</sup>不难看出,临时性“熔断”措施的出发点并非保护问题金融机构本身,而是该机构“关乎全局的功能”(即那些具有系统重要性影响的衍生工具),这对避免市场恐慌与“挤兑”、降低因保护金融机构而导致的道德风险具有非常重要的意义。早前,美国《多德—弗兰克法》就已规定,一旦某个 SIFIs 进入“有序清算”程序,非违约方不再能即刻行使终止、清算、结算其与对手方达成的衍生合同的权利,而应接受一个营业日自动停止的约束,以便监管当局把问题机构的衍生合同不加挑选地转让给第三方机构。一定程度上,“有序清算”削弱了“安全港”存在的正当理由。但是,这并不意味“安全港”在控制系统性风险问题上完全失败。相反,前者可助后者一臂之力,立法者亦可利用这一机会完善处理系统性风险的方法,最大限度地减少代价高昂、问题重重的紧急干预。<sup>⑬</sup>

上述建议对完善“安全港”立法具有现实意义,有助于降低破产法优待衍生合同所产生的种种负面影响。但是,值得注意的是,单凭“安全港”这种消极的、事后的保护手段来解决系统性风险这一重大问题多少有点

<sup>④</sup> 参见前注<sup>②</sup>, Edward R. Morrison and Mark J. Roe 文。

<sup>⑤</sup> Ibid. Charles W. Mooney 教授持有类似主张。See Charles W. Mooney, The Bankruptcy Code's Safe Harbors for Settlement Payments and Securities Contracts: When Is Safe Too Safe?, 49 Tex. Int'l L. J. 245, 255-257 (2014).

<sup>⑥</sup> 参见前注<sup>②</sup>, Edward R. Morrison and Mark J. Roe 文。

<sup>⑦</sup> Ibid.

<sup>⑧</sup> See Bryan G. Faubus, Narrowing the Bankruptcy Safe Harbor for Derivatives to Combat System Risk, 59 Duke L.J. 801, 841 (2010).

<sup>⑨</sup> 参见前注<sup>⑩</sup>, Mark D. Sherrill 文。

<sup>⑩</sup> Ibid.

<sup>⑪</sup> See Tom Jackson, Building on Bankruptcy: A Revised Chapter 14 Proposal for the Recapitalization, Reorganization, or Liquidation of Large Financial Institutions (2014), available at <http://www.hoover.org/sites/default/files/rp-14-july-9-tom-jackson.pdf>, 访问日期:2015年8月25日。

<sup>⑫</sup> See Taxpayer Protection and Responsible Resolution Act, S. 1861, 113th Cong. (2013), available at <https://www.congress.gov/bill/113th-congress/senate-bill/1861>, 访问日期:2015年8月25日; Financial Institution Bankruptcy Act of 2014, H.R. 5421, 113th Cong. (2014); H.R. REP. NO. 113-630 (2014).

<sup>⑬</sup> 参见前注<sup>⑭</sup>, Stephen D. Adams 文。

不切实际,它“不可能独自提供一套用于处置大型金融机构危机的全面框架,更不用说确保它们的稳定”。<sup>④</sup>美国的实践表明,如果没有事前的严格监管,立法者就不得不沿着原有路径不断扩大保护的覆盖范围。与此同时,流动性错配、机构间复杂的关联度、顺周期性偏差以及不计后果的金融创新却导致了金融市场的高度脆弱性。<sup>⑤</sup>更重要的是,金融市场参与者自己不会把可能引发整个体系崩溃的成本“内部化”,它们考虑最多的是如何保护自己而不是整个金融体系,每一家公司或许会为了保护自己而限制自身的冒险行为,但几乎不会为了降低自身风险传染给其他公司这一目的而这么做。由此可见,如果不辅之以谨慎的金融监管,那么,“安全港”防范系统性风险的目的恐怕还是无法成功实现。因为,只有直接而严格的监管才会迫使当事人采取措施约束自身冒险行为,或要求金融市场参与者自行承担过度冒险行为导致的成本。

实际上,对于是否应加强衍生市场监管在危机前是存在争议的。危机前,面对呈几何级数增长的衍生市场及其暴露的金融风险,理论界与金融监管者对是否应监管这一市场并未形成一致意见:支持监管的一方认为,作为表外业务的衍生交易弱化了金融市场风险管理,因此,加强衍生市场监管势所必然,且应把金融监管、谨慎风险管理和宏观政策相互结合;反对一方则认为,衍生市场监管将损害市场效率、阻碍金融创新,且衍生工具的系统性风险主要来自过度监管。<sup>⑥</sup>美国次贷危机引致的全球性金融危机最终终结了危机前历时多年的衍生市场监管之争,并强化了理论界与监管层对衍生市场监管放任危害性的认识:监管上的放任导致了衍生产品结构越发复杂,有时甚至连设计衍生品的金融机构自身都不理解这些协议的复杂性质;<sup>⑦</sup>而且,衍生交易的投机性愈发明显,金融机构激励—约束机制也近乎失效。鉴此,重构衍生市场体系与监管框架最终成为国际社会普遍的共识。<sup>⑧</sup>例如,在美国,危机后就建立系统性风险监管机构来监管大型金融机构并将CDSs等高风险场外衍生工具纳入监管,重置证券交易委员会与商品期货交易委员会的监管权限、问责制以及双方的协调,将“沃尔克规则”写入《多德—弗兰克法》,限制银行拥有或投资私募基金和对冲基金的数量,并要求银行将CDSs等高风险衍生工具剥离至其他实体,<sup>⑨</sup>以防范对手方违约时诱发系统性风险。

综上所述,单单选择给予衍生合同特殊的破产豁免待遇这种事后的甚至是消极的方式不足以降低或消除系统性风险,有时甚至适得其反。因此,既要反思对以往的“安全港”立法予以完善,同时,也应加强对衍生市场的事前监管(如可要求金融机构将衍生类业务从传统银行业务中剥离出去;提高资本充足水平或要求其发行强制性认股权以增强它们的“自救”能力),<sup>⑩</sup>并通过监管立法授予特定的监管当局承担系统性风险的监管职责,把破产法上的豁免待遇与金融法上的监管框架有机结合,两者共同对衍生市场或交易进行监管或能最大程度地防止或降低系统风险。

<sup>④</sup> See Nathan Goralnik, *Bankruptcy — Proof Finance and the Supply of Liquidity*, 122 *Yale L.J.* 460, 505 (2012).

<sup>⑤</sup> See Jeffrey N. Gordon & Christopher Muller, *Confronting Financial Crisis: Dodd—Frank’s Dangers and the Case for A Systemic Emergency Insurance Fund*, 28 *Yale J. on Reg.* 151, 166, 171 (2011).

<sup>⑥</sup> 参见前注④,张宗新文。

<sup>⑦</sup> See Christoph Henkel, *Harmonizing European Union Bank Resolution: Central Clearing of OTC Derivative Contracts Maintaining the Status Quo of Safe Harbors*, 22 *Transnat’l L. & Contemp. Probs.* 81, 85—86 (2013).

<sup>⑧</sup> 参见前注④,张宗新文。

<sup>⑨</sup> 危机前,因《商品期货现代化法》(2000年)的规定,美国场外衍生品市场不受资本充足率、报告与披露、中介监管、自我监管、以及欺诈、操纵、过度投机等方面的限制。尤为突出的是,通过“合格的合约参与者”,《商品期货现代化法》将银行彻底排除在监管范围之外。于是,大量的CDO、CDS等场外衍生品纷纷集中于银行,银行一方面凭借场外衍生品操纵着巨额资产,同时也带来了风险的高度集中,直至次贷危机和金融海啸的爆发。参见龚鹏娟:《场外衍生品监管:美国式变革的反思与启示》,《证券市场导报》2013年12月号。

<sup>⑩</sup> 强制性认股权的机理是:如果金融机构短期债权人和其他交易对手知道在某个规定的触发条件下该金融机构会发行足够规模的强制性认股权,那么它们就会认为流动性危机不会发生,挤兑就会因此被避免。强制性要求金融机构发行认股权,主要是考虑这些机构的股东会或董事会很难在面临困境时自愿批准增发或配股的提议。不过,考虑到股权稀释、债务积压以及逆向选择的影响,如果购买价格接近市价,那么股东很可能不会行权;然而,当购买价格足够低时,现有股东就会认购,因为不认购的话就有可能导致其股票权益大大稀释和财富向认购股东转移。参见[美]达雷尔·达菲:《论大银行的倒掉》,欧明刚译,上海人民出版社2012年版,第60—61页。

## 五、余论：中国破产法是否应给予衍生合同豁免待遇

作为高效率的风险管理与投资配置工具，衍生交易在中国金融市场中也得到了普遍认可，且“取得了实质性发展”。<sup>⑩</sup>为此，中国银行间市场交易商协会还专门颁布了《中国银行间市场金融衍生品交易主协议》（包括《转让式履行保障文件》、《质押式履约保障文件》与《定义文件》等附件）这一示范性衍生交易文件。其中，协议或文件特别规定：交易双方可将达到破产界限、申请或启动破产或类似程序作为违约事件，并赋予守约方提前“终止”及净额结算的权利。实践中，诸如证券回购、资产支持证券交易等大量的衍生交易中，当事人普遍选择在交易文件中写入与上述示范文本相似的约定。此种特别的合同安排已经成为衍生交易当事人的习惯做法。然而，上述合同文件中约定的提前“终止”及净额结算权利很可能不被认可，因为《企业破产法》没有给予衍生合同破产豁免待遇，相反，债权人提前终止或加速到期等行为极可能因《企业破产法》第31条之规定（破产撤销）而被管理人撤销，债权人于破产启动后行使净额结算权利亦可能因违背《企业破产法》第40条之规定（破产抵销）而不被承认。<sup>⑪</sup>此外，《企业破产法》第18条——管理人对待履行合同是否继续履行的选择权——将破产中衍生合同是否继续履行的决定权交给了管理人而非合同当事方，后者之间约定的守约方遭遇破产违约事件时的“终止权”或净额结算权利与破产法规定存在明显冲突。

对于上述问题，有研究者以金融衍生品交易为视角，建议取消《企业破产法》第18条之规定——管理人对待履行合同是否继续履行的选择权，一是因为“该条款反映了国家权力意志欲通过强行配置权利而解决民商事法律规范关系之对立的利益冲突，干涉私法自治格局”；二是可以保护金融衍生交易当事人的“提前终止”权。<sup>⑫</sup>此前，已有不少研究者开始呼吁应引入类似于美国破产法上“安全港”。例如，冯果教授等人认为，我国破产法未优待金融合同是一项重大的立法缺失。因此，他们建议引入优待金融合同的“安全港”规则，因为它是一项保证金融安全的市场化手段，不仅能增加中国国际金融中心的安全性与竞争力，也能促进金融市场的正常发展。<sup>⑬</sup>廖凡研究员则提出了“安全港”立法的具体思路：一是“对‘安全港’的主体给予较为宽松和灵活的规定”；二是“充分考虑和发挥金融界的自律功能，保障并监督市场参与主体在良性实践中形成具有公信力的业界惯例，并以此作为安全港规则适用中的主要判定依据”。<sup>⑭</sup>国内研究者之所以认为“安全港”能保证金融安全，其主要依据是，“安全港”规则使2008年金融危机中的美国大大减少了金融机构破产时的金融风险的传染性与扩散性。但是，正如本文第三部分内容所阐述的，如果不加修正，就不能对美国式的优待金融合同的“安全港”寄予厚望，因为实践已表明，“安全港”并非万能，有时甚至适得其反。

笔者亦赞成我国引入优待金融合同的“安全港”规则，毕竟如上文所分析的，衍生市场在金融体系中发挥着“关键功能”，尤其是其所能发挥的对冲风险的功能至关重要。<sup>⑮</sup>就此而言，为防范衍生市场爆发系统性风险而引入优待金融合同的“安全港”规则显然是合理的，尤其是解决了我国实务中衍生交易当事人合同法上的权利与破产法上的限制之间的冲突。但实践告诉我们，一个包罗万象的“安全港”可能带来意想不到的负面效果。为此，最新的趋势是，无论是理论界，还是立法者，都在考虑并建议将优待金融合同的“安全港”瘦身，并对债权人的行权行为施加一定限制。这是我们未来进行包括“安全港”在内的金融机构破产立法应予

<sup>⑩</sup> 参见陈金荣：《衍生金融工具交易与系统性金融风险》，中国社会科学出版社2012年版，第356—357页。

<sup>⑪</sup> 一方面，净额结算是在法律层面上将众多交易经过轧差后处理为单一的债权债务关系，其在本质上有别于抵销，后者是两个以上独立的债之间的冲抵；但另一方面，我国实务中仅借鉴了净额结算的计算方法，仍把轧差前的金额认定为法律上独立的债或关联之债，从而使净额结算几乎等同于抵销。若金融衍生交易的抵销不受任何限制，两者在结果是相同的，但目前，破产法上的抵销权须向管理人主张，债权人无法自主地行使这一权利。参见王欣新、卢茜：《破产程序中金融衍生品交易结算问题的解决》，载《法律适用》2012年第10期。

<sup>⑫</sup> 参见何晓楠：《金融衍生交易中的“提前终止”与破产管理人强制选择权》，载《证券法苑》2015年（第15卷），第239—259页。

<sup>⑬</sup> 参见前注⑩，冯果、洪治刚文。

<sup>⑭</sup> 参见前注⑩，廖凡文。

<sup>⑮</sup> 并非所有人都认为衍生市场不可或缺。长期专注于系统性风险研究的金融法教授斯蒂文·施瓦茨教授就认为，从可替代性角度看，游离于传统衍生市场且基本不受该市场崩溃影响的保险公司完全可以提供衍生市场所能提供的对冲保护，它们可以快速地介入并为金融风险提供保险或对冲。参见前注⑬，Steven L. Schwarcz文。

以重视的。与此同时,还应清醒地看到,衍生市场除能发挥对冲风险这一“关键功能”外,投机行为在其中也大行其道,但很难指望利用“安全港”来防范衍生市场当事人该等不当行为。相反,衍生交易当事人的投机行为可能因受到“安全港”的“激励”而越发严重。因此,在另一方面,还应加强衍生市场监管,尽可能约束衍生交易当事人的过度冒险行为、要求衍生交易当事人将高风险的成本“内部化”、破除“太大不能倒”的迷思也是防止或降低系统性风险不可或缺的治理手段。

---

**Abstract:** Because of fearing systematic risks, the bankruptcy law enacted by many countries and international organizations contains a few provisions affording special treatments to derivative contracts, the most important of which exempts these contracts from the Automatic Stay, Avoidance Power and Ipso Facto Clause in bankruptcy law. In practice, however, the aim to prevent or reduce systematic risks through generously affording special treatments to derivatives contracts to be not achieved. On the contrary, special treatments to derivative contracts is to be considered as crisis accelerator. Because of this, the opponents challenge it and suggest special treatment to derivatives contracts should be repealed. However, better solution is to improve it by imposing restrictions on the scope of derivative contracts and rights of counterparty to the derivative contract, meanwhile, to strengthen the ex ante regulation of derivatives market, which helps to supplement the insufficiency of the ex-post regulation that is exemption from bankruptcy law, and then to better prevent systematic risks.

**Key Word:** Derivative Contracts; Safe Harbors; Exemption from Bankruptcy Law; Systematic Risks

---

(责任编辑:冯 果)