

破产程序中金融衍生交易特殊保护的正当性及其具体规则

胡利玲¹ 柴都韵²

(1.中国政法大学 民商经济法学院,北京 100088;2.北京市嘉源律师事务所,北京 100031)

摘要:金融衍生交易是为管理风险所订立的合同,但其本身所具有的经济属性又极易引发系统性风险。为此以美国为代表的许多发达国家对金融衍生交易在破产程序中给予了特殊保护,旨在为其提供安全港,允许其豁免适用破产法的规则,效果上相当于给予金融衍生交易债权人以优先受偿的地位。我国金融衍生交易市场发展迅速,防范系统性风险的问题日益紧迫,立法也有必要对破产程序中的金融衍生交易作出特别安排。其正当性不仅源于金融衍生交易的特殊法律属性,更是防范系统性风险的需要。具体规则包括允许债权人按照合同中终止净额结算的有关约定,提前终止合同、进行净额结算以及实现担保安排,破产法要为金融衍生交易的提前终止、净额结算以及担保安排实现的有效性提供保证。

关键词:金融衍生交易;特殊保护;提前终止;净额结算;担保安排

中图分类号:D922.291.92; **文献标识码:**A **文章编号:**2095-3275(2020)04-0054-12

一、引言

金融衍生交易是为实施风险管理而订立的,以未来特定基础资产价值所决定的金融利益为给付内容的合同^①。它是金融市场中的重要组成部分,也是不可或缺的风险管理工具。但是衍生交易是一把双刃剑,在规避风险的同时其自身也可能成为风险之源头^[1],由于衍生交易对本金的放大作用显著,因此越来越多的人利用衍生合同进行投机、套利活动,试图从基础资产和衍生工具的价格波动中获取巨额利润。衍生交易的广泛使用使金融市场越发紧密地联系在一起,这种关联性极易导致系统性风险的产生,为此以美国为代表的主要发达国家或通过破产法或制定专门的金融衍生交易法对金融衍生交易在破产程序中提供特殊保护。作为金融衍生交易权威组织的“国际互换与衍生工具协会”(ISDA)也制定了一系列的标准化协议和交易规则。通过豁免金融衍生交易适用破产法规则,旨在为其提供“安全港”,当衍生合同一方破产时,使相对方能够迅速终止合同、结清头寸,防止因一家公司破产造成的损失扩散至衍生合同相对方或相对方的交易对手处,从而引发“多米诺骨牌效应”,控制由此带来的系统性风险。

* 收稿日期:2020-04-28

基金项目:本文是中国政法大学横向课题2016年“公司债券违约的处置研究”的阶段性研究成果(项目编号1021/23216197)。

作者简介:胡利玲,女,中国政法大学民商经济法学院教授;柴都韵,女,北京市嘉源律师事务所律师。

^① 我国证监会2004年颁布的《银行业金融机构衍生产品交易业务管理办法》(2011年修订)第三条规定:“本办法所称衍生产品是一种金融合约,其价值取决于一种或多种基础资产或指数,合约的基本种类包括远期、期货、掉期(互换)和期权。衍生产品还包括具有远期、期货、掉期(互换)和期权中一种或多种特征的混合金融工具。”本文所指金融衍生交易采用此观点。

我国衍生市场发展快速,防范系统性风险的问题变得日益紧迫,但我国破产法未对金融衍生交易作出任何特殊安排,立法上的空白导致了在破产程序中金融衍生交易债权人在衍生合同项下的权利行使效力处于不确定状态,进而大大增加了引发连锁违约和系统性风险的可能。是否应对金融债权在破产程序中予以特殊保护,我国学者主张不一:赞同者认为有必要在我国的破产法中对金融衍生交易提供特殊保护,使其得以免于破产法一般规则之限制,防止持有众多金融衍生交易的企业破产对金融市场造成破坏性影响^①;反对者则认为金融衍生市场产生的系统性风险属于政治性问题,破产法作为一部私法在此并没有话语权^②。本文认为,对金融衍生交易豁免适用破产法规则,面临的最大问题是与破产法确立的资产价值最大化、债权公平清偿原则的冲突,因此首先须认识到金融衍生交易的核心规则在我国破产法下面临怎样的困境,进而须对其何以在破产法上被特殊对待的正当性加以说明,进一步地则应在立法上给出明确的具体规则。

二、金融衍生交易的核心规则在我国破产法下的困境

(一)“提前终止条款”

金融衍生交易中的核心规则之一是“破产约定条款”(ipso facto clause),它是指“由当事人所约定的,当合同一方资不抵债或破产时,相对方有权变更或终止合同,或者加速、变更、终止合同项下的具体权利义务的条款”^③。“破产约定条款”也称“提前终止条款”,是当事人对违约风险的预先管理,虽系附条件生效条款,但体现了当事人的意思自治,即在不违反法律法规的强制性规定下,合同当事人有权约定当发生合同约定的特定违约事项(包括资不抵债或破产)时,可以在履行期限届满前提前终止合同项下债权债务关系,以实现规避不利风险的目的。这是因为衍生合同为管理风险而订立,且其本身的价值随着基础资产的价值频繁波动,若发生特定违约事项时不能及时终止,则衍生合同价值将处于悬而未决的状态,并可能因市场波动暴露出新的头寸,衍生合同相对方不能及时抽身、订立新的合同以管理风险,那么一方的违约就可能牵连到相对方。出于上述考虑,在衍生交易中通常会通过合同安排确立提前终止条款。所以提前终止本质上是一种合同约定终止。对于场内交易,交易所通常会通过强制平仓实现违约时的风险控制;而在场外交易中,则通过通用的标准化协议进行约定。

但是这一衍生交易中的核心规则在破产程序中将面临破产法上管理人对待履行合同的择权制度的冲击。根据我国《企业破产法》第十八条的规定,在破产程序中,对于破产申请受理前成立而双方均未履行完毕的合同,管理人有权选择解除或继续履行,管理人选择解除合同的,合同相对方因此受到的损失将作为普通破产债权清偿^④。破产法旨在通过赋予管理人择权以维护债务人财产价值最大化,进而实现全体债权人利益最大化和(或)有利于债务人重整。但该制度使金融衍生交易中的“提前终止条款”陷入以下困境,从而使交易的不确定性和风险增加。

首先,“提前终止条款”在破产程序中的效力处于不确定。如前所述,“提前终止条款”是当事人在合同上的自由意志体现,对双方具有约束力。但是在破产程序中,该类条款是否继续有效,各国破产立法态度不同。有国家承认“提前终止条款”的效力,原因在于破产法一般不得改变依非破产实体法所确定的权利义务;但也有国家规定该类条款在破产程序中一般无效,理由是若认可此类条款的效力将对集体清偿秩序不利^⑤。由于我国《企业破产法》对此未作任何规定,使其在破产法上的效力处于不确定。其次,若否认该条款在破产程序中继续有效,则意味着金融衍生交易债权人一方的合同终止权将被排除。“提前终止条款”是交易双方通过约定对合同终止权的事先确认,本质上属于合同约定终止,故双方均享有合同终止权利。而《企业破产法》仅赋予破产管理人一方享有择权,实质

^① 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年第5期,第11-17页;冯果,洪治纲:《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,第17-24页;王新欣,卢茜:《破产程序中金融衍生品交易结算问题的解决》,《法律适用》2012年第10期,第40-46页;中国人民银行条法司课题组:《场外金融衍生品交易的终止净额制度在我国破产法上的适用》,《中国金融》2008年第6期,第61-63页;王斐民:《金融衍生交易破产法保护的法律规则》,《法律适用》2013年第7期,第36-39页。

^② 参见我国《企业破产法》第十八条。

上剥夺了交易相对方(即债权人)的合同终止权利^[5]。再次,破产法给予管理人在一定期限内行使选择权的自由,意味着只要在此期间内,管理人接受或解除合同即可,而衍生合同的价值变动不仅频率快,且幅度大,因此破产法的这一规定无法应对衍生合同在破产程序中的波动性。最后,若管理人选择解除合同,则将直接导致金融衍生交易因解除而溯及既往地消灭。衍生合同的“提前终止”与合同解除的法律效果不同。衍生合同的提前终止,其后果仅指向未来,而不具有溯及力,当事人仍须按照提前终止日市场价格确定的合同价值履行支付义务,从而承认已经发生的金融衍生交易的效力,发挥防范金融衍生品市场风险的重要作用。而根据《合同法》的规定,合同解除后,尚未履行的,终止履行;已经履行的,根据履行情况和合同性质,当事人可以要求恢复原状、采取其他补救措施,并有权要求赔偿损失^①。据此合同解除具有溯及力,是对履行行为的排斥,转入到损害赔偿的计算中,力求达到合同订立之前的状态^[6]。

(二)“净额结算制度”

净额结算,是金融衍生交易的主要履行方式,也是防范交易风险的一种手段,因而是衍生交易中的核心制度安排。因为衍生交易当事人之间通常存在多笔方向相同或相反的买卖,如果严格按照每一笔交易进行结算支付,可能会产生资金或证券在当事人之间数次往返却并不产生实际价值的无效率后果,因此通过净额结算,在一个统一的时间点将数个收入与支出做减法,即轧差得出净额,由此产生单方向的支付义务,合同当事人只需要按照该单向支付义务做相应履行。其中就场内衍生交易来说,每日的结算均由中央结算机构采取集中净额的方式。根据 ISDA 协议的规定,净额结算是单一协议内部的抵销,主协议规定的抵销是净额结算后与其他交易的外部抵消,且抵销不受破产程序的影响,即在破产程序中抵销仍可以进行^[7]。但衍生交易的这一核心制度在破产法上面临如下困境,使交易的不确定性和风险极大增加。

首先,净额结算可能违反破产法上有关禁止或限制抵销的规定。破产抵销,是指在破产申请受理前对债务人负有债务的债权人,可以在破产程序中向管理人主张抵销的制度^[8]。该制度的主要功能在于,当破产债务人与债权人互负债务,则可以在对等的范围内以抵销的方式清偿债务,相当于在互负债务的范围内为债权人提供了担保。破产抵销权是破产程序中依照公平原则进行衡量的结果,通过设置抵销权,客观上实现了对债权人的个别优先清偿。但破产法通常并不承认在破产申请受理后的抵销,例如我国《企业破产法》第四十条的规定^②。而净额结算不仅在性质上属于抵销,且净额结算后的债权是在破产程序启动后通过轧差来结算的,因此其行为效力可能会因违反破产法有关抵销禁止或限制的规定而得不到承认。

其次,净额结算可能被破产撤销制度所禁止。破产撤销,是指管理人对破产申请受理前法定期间内所发生的欺诈性或偏颇性清偿行为,可以申请法院撤销相应行为并将财产追回的制度^[9]。该制度旨在维护债务人破产财产的充实性并维护公平清偿秩序。例如我国《企业破产法》第三十一条、三十二条规定,在破产受理前的1年内对债务人“对未到期的债务提前清偿”“为没有担保的债权提供担保”等5种清偿行为以及在破产受理前的6个月内已具有破产原因(即债务人处于危机期间)的债务人仍对个别债权人进行清偿的行为,破产管理人均有权提起撤销之诉。而在衍生交易中适用净额结算,首先客观上实现了债权人的个别清偿;其次,在一方出现破产情形下,非违约方提前终止主协议下的未到期交易,并对主协议下的各项金融衍生交易的盈亏进行计算并轧差,确定应支付(收取)的净额并结算的行为可能被视为“对未到期的债务提前清偿”;再次,即使非违约方可依照“加速到期条款”约定提前终止主协议下的未到期交易,但若其净额结算行为发生在法定破产临界期内,则极有可能被视为“危机期间的个别清偿行为”。而净额结算“通常发生在法院受理破产案件前6个月内,因为这段时间是出现破产迹象的主要时期”^[10]。

① 参见我国《合同法》第九十七条。

② 参见我国《企业破产法》第四十条。

(三)“担保安排实现”

由于衍生合同价值具有波动性,当波动显示出不利于一方或该方信用水平下降时,其违约的可能性即相应提高,为保证在该种情况下衍生合同仍能正常履行,违约风险提高的一方会被要求提供担保,且这种提供担保的义务会持续附随于衍生合同的履行过程中。故衍生合同有其特有的担保制度,在场内交易适用逐日盯市制度,结算部门每日闭市后会对账户中的保证金余额进行计算,对于保证金不能覆盖其风险敞口的会员会要求其追加保证金,否则将进行强制平仓的操作;于场外交易,则主要通过一系列担保安排来实现,这种担保安排有别于传统民法的担保制度而自成一体^[11]。依场外衍生交易也广泛使用的 ISDA 系列文件,场外衍生交易的担保安排主要为两类:其一,担保权益方式;其二,所有权转移方式。二者的区别在于,在担保权益方式中,担保品的提供者以高流动性证券或现金作为担保品为接受者设定担保,该担保品虽然交付给接受者或由他人代为保管,但是担保品的所有权仍由提供者享有,相当于设立一项质权;而在所有权转移方式中,担保品的所有权归属于接受者,担保品的提供者享有到期请求同等价值证券或现金的权利,该项转让应被认定为是主协议项下的交易而非某项担保权益的创设^①。所谓的担保安排实现,在担保权益方式中,是指就担保品的变现价值与净额结算出的价值进行抵销;而在所有权转移方式中,则是直接就担保品进行抵销^[12]。

衍生交易独特的“担保安排实现”,在破产程序中面临被管理人撤销的极大风险。如果行为发生在破产程序开始前的法定临界期内,则为衍生合同提供担保的行为可能会被视为《企业破产法》第三十一条的“为没有担保的债权提供担保”的行为,而以担保品抵销的清偿行为,则可能会被视为《企业破产法》第三十二条的个别清偿行为,从而被管理人行使撤销权而否认其有效性。

三、对金融衍生交易豁免适用破产法规则的正当性说明

(一)金融衍生交易具有特殊的法律属性

衍生合同具有不同于非衍生合同的法律属性,体现在:

第一,标的物特殊。它是由未来特定基础资产价值所决定的金融利益,而以请求该金融利益给付为内容的衍生合同之债就相应地具有波动性的特征^[13]。其标的物既可以是作为基础资产的大宗商品本身,也可以是指向该基础资产的浮动价值,以请求浮动价值在到期日所确定的金融利益为给付内容。由于衍生合同所依赖的基础资产价值持续波动,衍生合同的给付内容在合同约定的期间内也就处于持续波动中,并由到期日的基础资产价值决定。

第二,履行方式特殊。作为风险管理工具,衍生合同并非以标的物的使用价值与交换价值作为合同履行之目的,而是注重权利的衍生价值,其指向权利价值浮动的部分,以达到规避风险的目的。因此衍生合同的当事方多数不进行实物交割,其清偿合同的方式更加灵活多样,较为常见的是平仓,由此脱离债权债务关系,并获得衍生部分的金融利益。这也是衍生合同在转让上具有特殊性的原因,因为衍生合同的转让太过普遍,因此场内交易中,对合同转让的前提设定为“对手方默示同意转让”^[14]。

第三,在担保方面特殊,提供担保作为衍生合同的附随义务是双向、浮动的。衍生合同具有射幸性,而其本身又是作为风险转移的工具,在合同确定的期间内,如果市场走势与合同一方主体预测的相反,则该方很有可能拒绝履行合同项下义务,相对方规避风险的目的落空。因此对衍生合同来说,保障合同履行是交易规范的要点,而实现这一规范目标的手段之一,就是衍生合同特有的担保机制。对场内交易来说,交易所通过逐日盯市和保证金制度实现衍生合同履行风险的完全覆盖,场外交易中虽然没有集中结算的中央机构进行每日结算,但是也会对交易对手进行评估确定风险承受值,并在合同中

^① 根据 ISDA 出具的《英国法附件》以及中国银行间市场交易商协会出具的《中国银行间市场金融衍生产品交易转让式履约保障文件(2009年版)》,以所有权转移方式进行的担保安排构成主协议的一项交易,因此所转让的担保品构成了接受者对提供者的一项债务,可于必要时作为可抵销之债与其他主协议项下交易共同进行净额结算。参见何晓楠:《金融衍生品交易担保法律问题研究》,法律出版社2017年版,第102页。

约定每间隔固定的天数对衍生合同进行估值,交易对手需要对估值超过自身风险承受值的部分,通过信用支持安排进行担保。对于衍生合同来说,提供担保的目的是为了覆盖所谓的风险敞口^[15],即衍生合同的实时价值与其订立时价值的差额部分,也是交易对手的可得利益,如果将风险敞口作为主债看待,则衍生合同的主债实际上处在无时无刻的变动中,相应地,担保物也需要随主债变化进行补充,因此提供充足担保的义务对衍生合同双方都是持续存续于合同履行期间的附随义务。

(二)金融衍生交易极易导致大规模违约

金融衍生交易具有明显不同于其他合同的经济属性。体现在:第一,关联性,即衍生合同与基础资产之间具有关联性。衍生合同以基础金融资产的存在为前提,其价值也衍生于基础金融资产。从合同间的关系看,这种关联性还可能体现为衍生交易与现货交易之间的对冲关系。金融衍生交易与基础资产之间的关联属性,使不同板块的金融市场被紧密地联结在一起。第二,杠杆性,即衍生合同所具有的“以小博大”特性。非衍生合同遵循等价有偿原则,要取得权利须支付其对价,多数金融交易也同样是基于该原则进行的,投资者购买国债,需先履行国债对价的支付义务;但是对于衍生交易来说,只需缴纳一定比例的保证金,即可进行几倍于保证金的国债期货交易。第三,跨期性,即衍生合同的缔约时刻与交割时刻之间存在一定的期间。虽然在现货交易中,也普遍存在缔约与交付之间的间隔,而有些衍生交易的期间甚至短至“隔夜”,但是跨期性的核心不在于物理时间上的度过,而在于衍生合同规范的是未来某个时点上的权利义务,即合同当事人之间的给付内容由该时点某项基础资产的市场价格与约定的执行价格进行确定,故合同本身的价值具有波动性。

金融衍生交易的上述经济属性使其极易导致大规模违约。其一,衍生合同间的关联性构成了系统性风险中连锁违约的前提。大规模违约的首要特征是连锁性,或曰传染性^[16],即违约之间具有因果关系,一个或多个公司界面的违约成为更大范围公司违约或破产的导火索。衍生合同市场容易滋生大规模违约,与衍生合同本身的功能特性有关。金融衍生交易具有风险管理的功能,并集中体现在对冲的操作方法上,即针对两个或两个以上彼此价格高度相关的资产在不同市场上的价差做出彼此相反头寸的交易,如此在一个市场中的损失或收益可以弥补在另一个市场的收益或损失,从而在衍生交易个体上达到损失与收益的平衡。但是同样的交易安排也可以解释为,当在一个交易市场中因对手违约造成本合同的履行利益不得,却要在与之对冲的另一个交易中完全履行。除了衍生合同的权利义务彼此关联,标的同质及其共处的信息环境也会造成衍生合同一荣俱荣一损俱损,故金融衍生交易具有明显的聚集效应^①。其二,衍生合同的规模效应使系统性风险的产生加剧。一旦出现违约或破产事件,衍生市场可能面临集体崩盘的后果^②。

而现有破产法规则处理金融衍生交易具有明显的局限性,使其面对大规模违约力不从心。首先,无法应对衍生合同在破产程序中的波动性。如前所述,衍生合同的价值变动不仅频率快,且幅度大。而破产法给予破产管理人在一定时间内行使待履行合同选择权的自由,意味着在此期间内的任何时候管理人都可以接受或解除合同,因此管理人完全可能等待时机选择承认对自己有利的合同,而拒绝履行对自己不利的合同。其次,不能解决破产的连锁性,无法及时切断违约(破产)之间的因果关系。破产法关注的是破产企业本身、债权人、债务人,即便对破产法提出更高的社会责任要求,也趋向于通过此种要求回归到破产内部对财产的处置问题上,企业之间的大规模连锁破产同样也并未成为破产法立法时所预见到的问题。因此,为针对性地防范系统性风险的产生和扩散,立法对衍生合同予以破产法

^① 据统计美国的衍生合同主要集中在5家大型的金融机构中——美国银行、花旗银行、高盛、摩根大通、摩根士丹利。See Mark J. Roe, Stephen D. Adams, Restructuring Failed Financial Firms in Bankruptcy: Selling Lehman's Derivatives Portfolio, *Yale Journal on Regulation*, Vol.32, 2015, p.365.这些金融巨头之间的交易显然与其他实业企业之间的交易不同,投资银行之间的双边联系确实会使一家公司破产导致其他公司破产的可能性提升,See Stephen J. Lubben, Repeal the Safe Harbors, *American Bankruptcy Law Journal*, Vol.18, 2010, p.322.

^② 衍生市场在金融市场占有超高的交易数额,衍生合同又以“以小博大”的资本金放大作用所著名,通过缴纳相对较小数量的保证金,即可进行大笔金额的交易。例如在长期资本管理公司濒临破产的前夕,其所进行的交易金额与其公司资本的比例高达25:1, See Steven L. Schwarcz, Ori Sharon, The Bankruptcy-Law Safe Harbor for Derivatives: A Path-Dependence Analysis, *Washington & Lee Law Review*, Vol.71, No.3, 2014, p.1732.

上的特殊保护不仅必要而且正当。

四、破产程序中金融衍生交易特殊保护的具体规则

(一) 承认合同“提前终止”在破产法中的有效性

1. 比较法上的考察。美国为金融衍生交易提供的安全港规则体现在《美国破产法典》《联邦存款保险法》(“FDIA”)和《破产滥用防止和消费者保护法》(“BAPCPA”)中。《美国破产法典》通过对自动中止、破产约定条款一般无效设定但书的方式,为金融衍生交易提前终止提供有效性的保证:在自动中止规则中,受特殊保护的主体就其缔结的受特殊保护衍生合同行使任何终止其价值、付款金额或其他交易义务的行为,不受自动中止的限制^①。在破产约定条款一般无效规则中,受特殊保护的主体就其缔结的受特殊保护的衍生合同,以破产或濒临破产为条件行使合同项下权利进行终止、合同加速到期的权利,不应被自动中止、撤销或其他条款以及法庭的法令、行政机构的指令限制,管理人对待履行合同的选项权自然也需要让位于衍生合同相对方的终止权利^②。在FDIA的规定中,同样以限制破产接管或监管人阻止合格金融衍生交易相对方终止、加速到期权利的方式,保证特定主体所订立的特定金融衍生交易提前终止的权利不受破产程序影响^③。

英国对金融衍生交易的保护主要体现在其《1986年破产规则》(Insolvency Rules 1986)中。在该破产规则中,对所有类型的待履行合同在破产程序中的提前终止均未作出限制性规定,因此金融衍生交易在破产程序中的提前终止自然有效。合同在破产程序中被允许提前终止的合理性,来源于英国法对合同终止的观念。一方面,对于在合同中已经明确约定了以破产或不能履行到期债务为合同加速到期或提前终止条件的,即便是在破产程序中也不可改变非破产一方按照合同约定履行提前终止的权利;另一方面,对于合同中并未有破产约定条款的情形,合同一方破产也可构成违约事项,除非被充分担保,否则不得强制非破产一方履行合同项下义务^[17]。

在《日本破产法》中,对于特定金融合同提供了区别于普通合同的规范,使其可以在破产程序中提前终止并进行净额结算;此外,针对金融衍生交易的净额结算问题,还颁布有单行立法,即《特定金融交易终止净额结算法》。《日本破产法》明确规定了对于有交易所报价或其他市场价格的金融合同应被视为终止,不论该合同中是否存在破产约定条款,均可于破产程序中被认定为自动提前终止,因此衍生合同在此意义上的提前终止有效性自不言待。而在《特定金融交易终止净额结算法》中,提前终止的有效性是通过界定特定终止事件以及自动提前终止而实现的,当发生特定终止事件时,即触发受特殊保护的衍生合同的自动提前终止。其中,特定终止事件包括破产清算程序、民事再生程序以及公司更生程序的开始以及申请^[18]。这就意味着衍生合同的提前终止,并非一定发生在破产程序开始后,而是可能在提出破产申请的阶段就被终止。但总体来看,在日本的破产程序中,提前终止金融衍生交易并不存在规范层面上的障碍。

从美、英、日三国对衍生交易提前终止的规范内容来看,英国因提前终止是破产程序中对待履行合同之常态,因此衍生合同的提前终止自然地破产规则所内化;美国则通过对破产法一般规则设定例外的形式,间接保证衍生合同在破产程序中提前终止的有效性;而日本则是在单行立法中直接承认提前终止的有效性及其行使的前提条件。从提前终止的方式来看,英美选择尊重当事人的意愿,按照衍生合同约定可以进行一般的提前终止和自动提前终止;而日本则以自动提前终止为惯常,无须衍生合同当事人履行通知等行为。

2. 我国破产法中具体规则的设定。虽然各国对衍生合同在破产语境下提前终止的具体表现形式不同,但从结果上看,衍生合同均得以实现在破产程序中的提前终止。就我国现行的破产法来说,若要在

^① See 11 U.S.C. § 362(b)(6), (7), (17), (27).

^② See 11 U.S.C. § 555, 556, 559, 560, 561, 11 U.S.C. § 365(e)(1).

^③ See 12 U.S.C. § 1821(e)(8)(A).

其中实现衍生合同提前终止,以及后续的净额结算、担保安排,参照《美国破产法典》设定但书的方式更值得借鉴,如此可以最大限度保留我国原有破产法规范体系,特别是关于破产抵销的安排。具体规则内容如下:

其一,规定金融衍生交易作为破产管理人待履行合同选择权的例外。根据《企业破产法》第十八条的规定,对于到期日在破产申请受理之后的衍生合同来说,进入破产程序的双方均未履行的合同理由破产管理人选择解除或继续履行^①。但如前所述,对于衍生合同来说,若等待破产管理人进行选择,衍生合同债权人会因此面临多方面困境:其一,在破产管理人行使选择权前衍生合同处于持续波动中,由于债务人不能进一步提供担保,衍生合同债权人将面临无法确定的风险敞口暴露;其二,衍生合同债权人不能尽快从本合同中抽身去重新订立类似的衍生合同,本合同悬而未决的状态可能阻碍债权人实现风险管理的目标;其三,破产管理人可能等待时机选择履行对自己有利的合同、解除对自己不利的合同,而被解除衍生合同的债权人一方面需要完全履行与本合同对冲的其他合同,另一方面在本合同中的债权却只能以较低的破产清偿率部分实现。特殊保护规则就是要允许衍生合同债权人依照合同约定提前终止合同,无须等待破产管理人对每一项交易进行挑拣,即对破产管理人的选择权进行限制,规定金融衍生交易作为待履行合同选择权之例外,不由破产管理人进行选择。

其二,规定金融衍生交易中的“提前终止条款”在破产程序中继续有效。仅对待履行合同选择权增加但书的例外,并不能直接构成衍生合同债权人提前终止合同的法律依据,因此还需要从“破产约定条款”入手。由于我国目前破产法中未对破产约定条款的效力做出直接规定,故不妨借机构建破产约定条款的完整规定。我国《企业破产法》在对待破产约定条款效力的问题上,可采一般无效,例外有效的立法模式,即原则上以破产作为触发条件对合同的变更或终止无效,当事人不得以约定规避破产法之适用,但是破产法规定的适格金融衍生交易中的该条款例外有效。

(二)承认“净额结算”在破产法中的有效性

1.比较法上的考察。《美国破产法典》主要从以下四个层面保障衍生合同在破产程序中进行净额结算的有效性:其一,在自动中止层面,受特殊保护的主体就其缔结的受特殊保护的衍生合同进行的抵销或净额结算不受自动中止的限制^②;其二,在破产撤销权层面,除非构成实际欺诈转让,否则受托人不能撤销适格金融主体做出的、接受的或是为了前述主体利益而做出的被界定为保证金支付或是结算支付的行为,以及受特殊保护的主体在破产案件开始前订立的与受特殊保护合同相关的转让行为^③;其三,在破产约定条款效力层面,规定受特殊保护的主体以破产或濒临破产为条件行使受保护合同项下进行清算的权利,不应被自动中止、撤销或被其他条款以及法庭的法令、行政机构的指令限制^④;其四,在破产抵销权层面,受托人虽然有权追回破产申请前90日内因抵销而减少的破产财产,但是受特殊保护的主体所缔结的受特殊保护的合同不在受托人可追回的财产范围之内,因此在破产程序中以及破产申请前已经产生破产原因的危机期间,衍生合同相对方行使抵销权的权利不受破产抵销权限制^⑤。

英国法中,净额结算是通过对当事人之间合同约定的遵守以及破产规则之规定获得有效性保证的。首先对于当事人于合同中约定有提前终止、净额结算条款的,破产程序中即便是管理人也没有对抗非破产一方行使该合同权利的合法基础,因此无论是破产程序中还是破产前夕,债权人依照衍生合同之约定行使净额结算的权利不受破产法中一般规则之限制。其次,根据《1986年破产规则》4.90条对抵销的规定,对于处在破产清算程序中的当事人,若在清算程序开始前债权人与债务人互负债权债务的,就抵销后的余额方可在清算程序中证明,即以抵销后的单向债权纳入破产债权的范围内,因该项抵销不可因当事人之间的约定而改变,因此4.90条项下所规定的抵销又被称为强制性抵销。由此,对于衍生合同来说,净额结算与强制性抵销所产生的法效果具有事实上的同质性,衍生合同在破产程序

① 参见《企业破产法》第十八条。

② See 11 U.S.C. § 362(b)(6)(7)(17)(27).

③ See 11 U.S.C. § 546(e)(f)(g)(j).

④ See 11 U.S.C. § 555, 556, 559, 560, 561.

⑤ See 11 U.S.C. § 553(e), (b)(1).

中净额结算的有效性也由此得以实现。

日本破产程序中净额结算的有效性,一方面源自于《日本破产法》对有交易所报价或市场价格的合同的提前终止和结算规则,合同于自动提前终止时进行交互计算,以计算出的差额作为破产债权或作为破产财产^[19];另一方面则源于《特定金融交易终止净额结算法》,该法通过明确界定终止净额结算的含义及其履行方式实现净额结算在日本破产程序中的有效性,具体表现为满足特定交易类型的衍生合同,当发生特定的终止事件时,主协议项下的每笔交易均自动终止并计算其价值,各笔交易折合成为一个单向的债权或债务。由此可见,衍生合同在日本的破产程序中可以直接援引上述相关条款,进行净额结算。

综上从规范净额结算的方式来看,英国是以强制抵销规则自然实现衍生合同净额结算;而美国是通过破产一般规则设定例外实现净额结算;日本则是更为直接地通过界定终止净额结算,实现主协议项下各笔交易的净额结算。从净额结算的范围来看,英国可抵销之债的范围最广,不论债之发生原因为何,也不论待抵销债项是否属于同一合同项下,只要符合相应条件均可相抵,合同之债可与侵权之债相抵销;美国则通过对总净额协议(Master Netting Agreement)实现了跨合同种类的抵销,即在特殊保护范围内的衍生合同可以跨越合同类型进行抵销^[20];就日本的单行立法来说,其所确定的抵销范围是一个主协议项下的数笔交易之间进行抵销。从净额结算的程序上来看,抵销均为自动进行,结算后的余额列为破产债权或破产财产。

2.我国破产法中具体规则的设定。要实现净额结算在破产法中的有效性,需先解决的问题是:在破产法中是否有必要引入所谓单一协议的规定,即将同一主协议项下所有具体的交易合同均视为一个合同,以及净额结算的具体范围为何?本文认为,在破产法修改中无须以增加单一协议为必要。从上述域外法的规范内容来看,每个国家都肯定了在一定范围内债与债之间的可抵销性,但均未在破产法中直接规范单一协议具体内容。从功能上来看,单一协议是为实现净额结算做铺垫,消除具体交易合同之间的壁垒,使当事人之间签订的主协议项下的全部交易统归为一个债的关系,在此基础上再进行相互抵销就更为理所应当,但是通过对破产管理人的待履行合同选择权进行限制,同样可以起到防止管理人不公平选择履行的目的。因此,在前述合同提前终止的有效性中倘若已经对待履行合同选择权进行了修正,那么无须在破产法中专门增加单一协议的有关条款。此外,单一协议是应 ISDA 主协议的主要条款产生的,是具有极强专业性和针对性的条款,非衍生合同主体之间由于不具备衍生交易往复进行的前提,一般不会产生可供净额的债,因此无论是破产法还是整体的民商法体系,均以非衍生合同交易作为立法预设的前提,如果在破产法中直接纳入单一协议条款,对于合同规则的适用将造成极大冲击,且也显突兀。虽然单一协议对于衍生合同终止净额结算具有重要性,但单一协议不宜出现在破产法中。就净额结算的具体范围,本文认为应当将可抵销之债限定在当事人签订的同一主协议项下的具体交易之间。对于已经开放跨合同类型抵销的美国来说,如此的制度安排也遭到很多学者的反对,他们的基本观点是,对金融衍生交易在破产程序中的处理至少要按照种类整体进行出售^①。跨合同种类的净额结算,主要是为了实现在当事人之间计算出一个总的净额头寸,但是太过于宽泛的抵销范围并不利于从正面发挥特殊保护的优势作用,因此在对金融衍生交易提供破产法上特殊保护的制度伊始,还是应当将可净额结算的范围限定在同一主协议项下的交易。

在此基础上,在我国《企业破产法》下欲实现净额结算的有效性,需划分两个阶段:其一,是在破产程序开始之前提前终止的衍生合同进行的净额结算,由于此时破产程序尚未开始,当事人依照合同约定进行终止净额是属于正常的合同履行,但是在进入破产程序中时,可能对该阶段实施净额结算产生影响的主要是破产撤销权,因此涉及对破产撤销权的修订,具体内容将于下一部分结合担保权利之有效性进行论述;其二,是在破产程序开始之后进行的净额结算,要在该阶段实现净额结算的有效性主要涉及对自动中止和破产抵销权设定例外。

^① See Mark J.Roe, Stephen D.Adams, Restructuring Failed Financial Firms in Bankruptcy: Selling Lehman's Derivatives Portfolio, Yale Journal on Regulation, Vol.32, 2015, p.365.

首先,对自动中止设定例外。根据《企业破产法》第十六条和第十七条的规定,进入破产程序后的个别清偿行为无效^①。对于金融衍生交易来说,一旦交易对手申请破产,则债权人需完成净额结算,实现对彼此之间债权债务的抵销,并对不足额部分以担保品(一般为现金或证券等)代偿,如此才能达到尽快锁定主协议债权债务的目的,因此需要自动中止对衍生合同设置例外。我国《企业破产法》可对现有第十六条和第十七条整体做但书规定,即规定适格的金融衍生交易作为例外,债务人对衍生合同债权人进行的净额结算清偿债务,并对担保品行使担保权利的行为不受自动中止限制。如此,净额结算可径行产生债的消灭效力;对于净额结算后形成的单向支付义务,该部分则构成债权人在破产程序中的破产债权。

其次,对破产抵销权设定例外。根据《企业破产法》第四十条的规定^②,对破产抵销权的限制主要从两方面进行:从行权方面,须由债权人向管理人提出抵销的主张,并经管理人对相关债权审查无异议后方可产生抵销的效果,但若管理人对抵销之债有异议,则须以诉讼的方式确认债的可抵性^③;从可抵销之债的限制方面,一般债务人的债务人在已知破产原因,或在破产程序开始之后取得的债权,以及债务人的债权人在已知破产原因时承担的债务,均不得作为抵销的债权或债务。衍生合同的净额结算与破产抵销权之间的冲突体现为,若要遵循向管理人主张的程序,则在管理人审查期间,甚至是就债权债务的可抵销性诉至法院期间,衍生合同均是处于头寸暴露的状态;若要遵循对可抵销之债的限制,则在破产前和破产程序中,因提前终止的具体交易中产生波动而形成的债权或债务,可能会被认定为是禁止抵销的债权或债务。因此,有必要对破产抵销权设定例外,以实现衍生合同中终止净额结算的效力。对此,可在《企业破产法》第四十条加入对金融衍生交易的除外条款,即规定适格的金融衍生交易的净额结算不受本法关于破产抵销的限制。如此,一方面衍生合同的净额结算无须在进行债务抵销时向管理人主张,衍生合同的当事人可以自助进行;另一方面,可抵销的债务范围可不受第四十条关于对破产债务人负担债务之限制,只要是金融衍生交易的当事人,其订立的适格金融衍生交易即可彼此进行净额,并得出单向支付义务,该行为不受破产抵销对于抵销权行使的程序规则及可抵销之债的限制。具体的净额结算方法是以衍生合同约定的自动提前终止日或债权人依衍生合同所确定的终止日为准,由该日的市场价格计算衍生合同价值,并轧差得出结算额度。

(三)承认“担保安排实现”在破产法中的有效性

1.比较法上的考察。《美国破产法典》对于衍生合同在破产程序中的担保安排,主要通过自动中止和破产撤销权两个方面实现:在自动中止方面,保障在破产程序中进行终止净额并实现担保的权利,规定受特殊保护的主体履行所缔结的受特殊保护的合同之担保安排项下的付款或其他交易义务,不受自动中止的限制;在破产撤销权方面,保障在破产申请受理前与受特殊保护合同相关的转让行为不被撤销,因此在破产程序开始前为衍生合同提供担保的行为不会被认定为是为没有担保的债权提供担保而被撤销、就担保品进行的抵销不被认为是偏颇性清偿。但作为一种例外,若相应的转让行为被认为是存在欺诈的恶意,则仍可被管理人撤销。可见《美国破产法典》为衍生合同在破产程序中担保权利的实现提供了两方面的保护:一是破产前为衍生交易提供担保并就担保品受偿的行为不会被撤销;二是在破产程序中,债权人可径行依照担保安排的文件行使担保权利、取消债务人对抵押品赎回的权利。

根据英国《1986年破产规则》的规定,担保人资不抵债时,原则上自向法院申请管理令起任何对担保物进行的执行行为均被禁止^[21]。但是,该项原则性规定不会对金融衍生交易的担保安排实现产生影响。对于担保权益方式设定的担保而言,该项权利被认定为质押,与普通质押担保不同的是,英国法关于质押担保的执行行为须由法院或管理人同意的规定,不影响主协议项下的净额结算,换言之,担保权益方式设定的担保可以通过抵销的方式实现担保安排。而对于所有权转让方式设定的担保,意味着

① 参见《中华人民共和国企业破产法》第十六条、第十七条。

② 参见我国《企业破产法》第四十条。

③ 参见《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的解释(二)》第四十二条:“管理人收到债权人提出的主张债务抵销的通知后,经审查无异议的,抵销自管理人收到通知之日起生效。管理人对抵销主张有异议的,应当在约定的异议期限内或者自收到主张债务抵销的通知之日起三个月内向人民法院提起诉讼。无正当理由逾期提起的,人民法院不予支持。”

提供的担保物已经不再属于转让人,但受让人负有返还等值资产的义务,据此进行的财产转让行为并非英国法下创设衡平法上担保权益的行为,因此即便是在破产程序中,该担保安排也是相当于债权人与债务人互负债权债务,因此衍生合同的债权人可以通过抵销实现担保权利^[22]。

对于日本破产程序中金融衍生交易一方担保安排的实现,首先要从日本所广泛使用的担保形式入手,在日本的场外衍生交易中通常使用的是 ISDA 所颁布的《日本法下信用支持附件》,该附件提供了两种不同的担保方式,其中以类似英国法项下的所有权转让型担保为常用方式^[23]。此种担保方式恰好与《日本破产法》以及终止净额结算的单行立法相契合,当特定的终止事件发生时,担保受让人可以以其返还担保物之债与其金融债权相抵销,由此实现金融衍生交易中债权人一方在破产程序中的担保权利。

比较美、英、日三国的规范可知,对金融衍生交易在破产法中担保权利的保护,主要可以通过两种方式:其一,如美国,通过对破产法一般规则设置例外,从而保证在破产前夕为衍生交易设定担保的行为不被撤销,且可以径行行使担保权利,无须向管理人主张即可以担保品抵销债权;其二,如英国或日本,一般通过设定广泛的可抵销之债,将担保品返还之债与衍生合同项下净额结算后的单向债权相抵销。此外,从担保权的实现来看,无论是采取设立担保权益的方式还是所有权转让的方式,均主要依赖净额结算(抵销)实现担保安排之目的,毕竟对于场外衍生交易来说,在一项主协议项下的担保安排与其说是一项独立的权利,不如说是主协议项下的一个交易,因此可以通过与其他交易相抵销实现。

2.我国破产法中具体规则的设计。通过对域外法的考察可知,无论对于何种形式的担保安排,在破产程序中的实现主要依靠抵销的相关制度,因此就担保安排实现阶段所涉及的与破产法的冲突,可以统归由净额结算的有效性来解决。除此之外,就担保安排的设立与实现之后的利益保留,还需要在破产撤销权的行使方面留有空间。

从中国金融衍生交易中的担保安排来看,场内由于保证金制度和强制平仓的存在,因此衍生交易面临交易对手违约甚至破产的风险微乎其微;而针对场外衍生交易来说,跨国衍生交易主要使用的是 ISDA 主协议项下的担保安排附件,即所谓的担保权益和所有权转让型担保安排,除此之外,为了便利国内的衍生交易,我国在借鉴 ISDA 担保安排附件的基础上也出具了中文版本的衍生交易担保安排文件,即《质押式履约保障文件》和《转让式履约保障文件》,前者与担保权益方式相似,后者与所有权转让方式相似。上述文件均约定了在衍生交易过程中合同双方持续提供担保的义务,以及在特定提前终止事件发生时,可以就担保品进行抵销的权利。但是倘若在破产程序中,以上安排无法得到认可,那么至少在中国范围内,金融衍生交易有关条款的确定性在极端违约状态下是无法得到保障的。

要解决担保安排在我国破产程序中的有效性问题,以及此前提及的在破产程序开始前进行的净额结算有效性,就需要协调担保安排实现与破产撤销权的冲突。根据我国破产法,这种冲突一方面在于衍生合同在破产申请受理前 6 个月内进行的净额结算、以担保品清偿的行为可能构成偏颇性清偿,从而成为破产可撤销行为;另一方面,衍生合同债务人在破产申请受理前 1 年内对衍生交易提供担保安排、提前清偿的行为也可能因具有偏颇性,从而成为破产可撤销行为。对金融衍生交易的特殊保护规则就是要防止这些在衍生交易中的正当行为,在破产程序中面临效力不定的问题。因此有必要对我国《企业破产法》第三十一条以及第三十二条关于破产撤销权的规定做出适当修改。本文建议对第三十一条第三款增加但书的规定,即“适格金融衍生交易依照合同约定提供担保安排附件及进行终止净额结算的行为除外”。而对于第三十二条,可在原但书中加入对适格金融衍生交易的终止净额结算、行使担保安排除外的表述。如此,在破产申请受理前的可撤销行为追及期间发生的终止净额结算,以及当事人之间为衍生交易提供担保的行为所产生的债的消灭以及担保效力均可以得到破产程序的认可。

必须指出的是,并非所有发生在破产程序开始之前的担保安排与终止净额结算均可免受破产撤销权追及,对于那些具有主观恶意的、以欺诈之目的进行的财产转让行为,管理人仍有权主张撤销。此点可见于银监会《对十二届全国人大五次会议第 2691 号建议答复意见的函》。该函中指出,破产法只是

保留了对终止净额结算的司法审查权,司法裁判有权撤销恶意行使终止净额结算规则的交易^①。如此便划分了衍生合同自助进行终止净额结算、实现担保安排与司法审查权介入的界限,即若当事人以故意妨碍或欺诈为目的进行净额结算以及提供担保品,则该类行为仍属于破产撤销权审查范围内的可撤销行为^[24]。类似的规定在美国的安全港规则中亦可得见,安全港规则规定,对破产申请日前两年内的实际欺诈性转让行为,破产管理人仍有权予以撤销^[25]。但是美国安全港规则的实践经验也表明,困难可能产生在分辨何种行为构成实际欺诈之中。本文认为,在构建我国《企业破产法》中的衍生合同破产特殊保护规则时,也应当将具有主观恶意作为司法介入衍生交易的分界线。至于如何辨别具有主观恶意的衍生交易行为,可依照一般市场交易惯例对其进行判断。

五、结论

衍生交易是一把“双刃剑”,在发挥风险管理功能的同时也成为系统性风险的源头。出于防范系统性风险的目的,许多国家在其破产法或单行立法中对衍生合同予以破产程序中的特殊保护,使得衍生合同债权人可以先于普通合同债权人实现债权及担保权利,在破产程序中按约定提前终止合同、进行净额结算并实现担保安排,上述行为所产生的债之消灭的效果免于破产程序的追及。我国衍生市场的快速发展使得系统性风险因素增多,因此有必要对金融衍生交易予以破产法上的特殊保护。对金融衍生交易特殊保护的正当性体现在两个方面:一是金融交易自身具有特殊的法律属性;二是金融衍生交易极易导致系统性风险,而破产规则对防范系统性风险无能为力,特殊保护规则却可以有针对性切断违约路径,防止因一家公司破产导致其交易对手在反向交易中违约,进而造成以连锁性大规模违约为实质的系统性风险。

对衍生合同予以破产法上的特殊保护涉及合同的提前终止、净额结算以及担保安排在破产程序中的有效性。具体规则是保障债权人依约提前终止合同并及时进行净额结算的权利以及担保安排的实现。通过合同的提前终止,衍生合同项下的债权债务关系被终局地确定,避免在破产程序中合同价值持续波动的问题。相应地,破产管理人的待履行合同选择权也就无法对衍生合同进行选择履行,因为该权利行使的前提是存在双方均尚未履行完毕的合同,通过提前终止合同将待履行合同选择权的行使前提消除,可防止管理人在衍生合同中进行不公平的挑拣;在切断关联性上,通过提前终止合同和净额结算,清洁了衍生合同当事人之间的债权债务关系,以避免一家衍生市场主体的破产将违约的因子传递出去。在担保方面,提前终止合同同样可起到锁定主债,防止在破产过程中持续产生新暴露的风险敞口,由此特殊保护规则可以有效保障衍生合同债权人的担保权利。我国对金融衍生交易的特殊保护可以通过对企业破产法一般规则设定例外的方式进行。

对金融衍生交易予以破产法上的特殊保护,面临的最大质疑是对破产法公平清偿原则的破坏。但破产法立法目标是包含社会公共利益的多元概念,应从利益平衡与社会本位维度诠释破产法的规则设计与法律适用^[26]。鉴此,虽然对金融衍生交易给予特殊保护会对个别主体的权利行使造成限制,但经过利益衡量之后,应服从更高层次的破产法立法目标,即防止系统性风险和维护金融稳定。

参考文献:

- [1] 陈醇. 商法原理重述[M]. 北京: 法律出版社, 2010: 85.
- [2] 凤建军. 金融合约安全港规则研究——另一种“挤兑”的反思[A]. 中国银行法学研究会论文集[C]. 北京: 中国政法大学出版社, 2015: 66-82.

^① 参见中国银行业监督管理委员会:《对十二届全国人大五次会议第2691号建议答复意见的函》。该答复为银监会对十二届全国人大五次会议中代表提出的,以立法确认终止净额结算之意见的回复函,其中指出,虽然我国现行的破产法、合同法以及司法裁判中还存在不确定性,但是我国破产法原则上与终止净额结算并不冲突,只是司法裁判有权撤销恶意行使终止净额结算规则的交易。同时,答复还指出银监会将积极与有关立法部门沟通,敦促法律制度对衍生交易终止净额结算的保护。

- [3] 冯果,洪治纲.论美国破产法之金融合约安全港规则[J].当代法学,2009,(3):21.
- [4] 刘丽珠.金融合同中破产约定变更条款的效力模式研究[J].研究生法学,2016,(3):3.
- [5][7][10] 王斐民.金融衍生交易破产法保护的法律法规[J].法律适用,2013,(7):36-39.
- [6] 刘家安,周维德,郑佳宁.债法:一般原理与合同[M].北京:高等教育出版社,2012:326.
- [8][9] 王欣新.破产法(第三版)[M].北京:中国人民大学出版社,2011:156,113.
- [11][15][24] 王新欣,卢茜.破产程序中金融衍生品交易结算问题的解决[J].法律适用,2012,(10):41,41,46.
- [12][23] 赵承寿.金融衍生产品交易法律问题研究[M].北京:法律出版社,2015:107,98.
- [13] 王晔.金融衍生工具法律制度研究——以场外金融衍生工具为中心[M].北京:群众出版社,2008:49.
- [14] 刘燕,楼建波.金融衍生交易的法律解释——以合同为中心[J].法学研究,2012,(1):62.
- [16] 陈醇.金融领域的大规模违约对违约责任制度的挑战[J].法治研究,2014,(7):79.
- [17] 宁敏.国际金融衍生交易法律问题研究[M].北京:中国政法大学出版社,2002:158.
- [18] 陶修明.国际金融衍生交易终止净额结算法律制度研究[D].北京:对外经济贸易大学,2007.
- [19] 宁敏.国际金融衍生交易法律问题研究[M].北京:中国政法大学出版社,2002:172.
- [20][25] 廖凡.美国破产法金融合约例外条款评析[J].证券市场导报,2007,(5):12,15.
- [21] 丁昌业.英国破产法[M].北京:法律出版社,2003:41.
- [22] 唐波.金融衍生品市场监管的法律规制——以场外交易为研究重点[M].北京:北京大学出版社,2013:144.
- [26] 丁燕.论经济法学分析框架下的破产法发展进路[J].经济法学评论,2019,19(01):117.

责任编辑:郭 奕

The Legitimacy and Specific Rules of the Special Protection of Financial Derivative Transactions in Bankruptcy Procedure

Hu Liling¹ Chai Duyun²

(1. *Civil, Commercial and Economic Law School, China University of Political Science and Law, Beijing 10088;*
2. *Jia Yuan Law Office, Beijing 100031*)

Abstract: Financial derivative transactions are contracts for managing risks, but their own economic attributes are very prone to systemic risks. For the reason above, many developed countries have granted special protection to financial derivative transactions in the bankruptcy proceedings, aiming to provide them with a safe harbor and allow them to be exempted from applying certain rules of bankruptcy law. The financial derivative trading market is developing rapidly in China, and the need of preventing systemic risks is becoming increasingly urgent. It is also necessary for legislation to make special protection for financial derivative transactions in bankruptcy proceedings. Its legitimacy is not only derived from the special legal attributes of financial derivative transactions, but also the need to prevent systemic risks. The specific protection includes allowing creditors to terminate the contract in advance, carry out net settlement and implement guarantee arrangements in accordance with the relevant provisions of the contract, and the bankruptcy law should provide effective support for the aforementioned arrangements.

Keywords: financial derivative transactions; special protection; terminate the contract in advance; net settlement; guarantee arrangements