

买卖法视野下的金融衍生工具

颜 延*

摘要:所有金融衍生工具交易均可类型化为买卖,但是传统的买卖法又无法对其进行规范。针对金融衍生工具的法律特性,在修改《证券法》、《合同法》时应当加入专门条款对卖方义务进行规范。

关键词:金融衍生工具 证券法

随着金融衍生工具市场的快速发展,近年来我国也陆续出现了大量企业和个人因投资金融衍生产品而遭致巨额亏损的案例,一度成为社会公众关注的焦点。特别是 2008 年以来,大量国有企业甚至个人投资者因投资复杂金融衍生工具而蒙受巨额亏损,在社会上产生巨大反响。以中航油、中信泰富等为代表的中央企业,因从事场外衍生品交易损失巨大。根据国务院国有资产监督管理委员会的一项统计,截至 2009 年 12 月,共有 68 家央企从事金融衍生产品业务,主要涉及商品期货、汇率掉期、利率掉期,以及期权、结构性存款等品种。截至 2008 年 10 月底,央企从事金融衍生产品业务合约市值为 1250.0 亿元,形成了 114.0 亿元的浮动净

* 上海国家会计学院教授,法学博士、会计学博士后。

亏损(浮盈49.8亿元,浮亏163.8亿元)。在境内的合约市值为357.4亿元,形成了1.3亿元的浮动净亏损(浮盈4.5亿元,浮亏5.8亿元);在境外的合约市值为894.6亿元,形成了112.7亿元的浮动净亏损(浮盈45.3亿元,浮亏158.0亿元)。^[1] 针对部分中央企业金融衍生业务存在的问题,国务院国有资产监督管理委员会要求所有中央企业从事金融衍生业务必须严守套期保值原则,谨慎选择交易对手,不得选择风险难以认知的复杂结构产品,禁止从事任何形式的投机交易,强调对违规行为进行问责,并明确支持企业运用各种法律手段维护权益。^[2] 但是,实际诉诸法庭的案例却很少。一些上市公司也因与境外投资银行从事复杂金融衍生产品交易而亏损累累,股民利益受到极大损害。^[3]

近年来出现的金融衍生工具交易纠纷,引起了学者和实务界的高度重视。有学者指出,外资行的所谓“双利存款”实际是“存款合同”加上“期权合同”,是金融衍生工具。^[4] 诸如“KODA”之类的理财产品,实际上系集金融衍生交易、融资交易、质押合同于一身,“杠杆套杠杆”、“收益有限、风险无限”的金融衍生工具。^[5] 场外衍生品交易担保之信用支持制度与传统债之担保制度存在显著差异,对于以套期保值为目的的企业用户而言可能代价过高。^[6] 信用违约掉期之类的金融衍生工具在创新过程中已经发生了异化,从风险管理工具蜕变成投机工具,成为风险策源地。^[7] 也有观点认为,中国法院可以从侵权的

[1] 李伟:“中央企业金融衍生产品业务管理问题及风险防范”,载《学习时报》2009年12月1日。

[2] <http://www.sasac.gov.cn/n1180/n1566/n259730/n264183/6615995.html>,2010/11/20.

[3] 张晓东:“剖解高盛与深南电合约:不是赌博是送死”,载《第一财经日报》2011年2月15日。

[4] 刘燕:“存款合同还是金融衍生交易——汇丰银行‘双利存款’案解析”,载《法律科学》2009年第3期。

[5] 刘燕、楼建波:“银行理财产品中的金融衍生交易法律问题研究”,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第1卷),法律出版社2010年版。

[6] 楼建波:“场外金融衍生产品交易担保之信用支持制度研究”,载《法商研究》2011年第1期(总第141期)。

[7] 楼建波:“从‘CDS第一案’看金融衍生产品创新的异化”,载《商事法论集》第18、19合卷,第82~94页。

角度,对案件行使侵权行为地管辖权。^[8] 部分学者认为,海外投资银行敢于将金融鸦片销售给中国企业,却不敢在其母国如此作为,与中国法律监管不到位有关。^[9] 虽然实务界有人大声喊出要“起诉高盛”,^[10] 实际诉诸中国法庭的案例寥寥。^[11] 有些案件甚至因法官无法看懂原告提交的材料,而无法立案。^[12] 已经在法院审理的案件中,承办法官也发现立法严重滞后,法律创新不足:“我们在推出无论是 QFII 境内投资还是 QDII 境外理财政策时,都存在着法律制度准备不足的问题,从而急需我们补课。”^[13] 有法官认为,信用支持文件实质上是一项独立担保,财产转移型担保实质上是一项让与担保,在中国法上均面临是否有效的质疑;终止净额结算制度也面临破产管理人法定撤销权与执行净额结算条款之间的冲突。^[14] 由于缺少相关裁判规则,近年来,在涉及个人投资者与金融机构之间发生的包括结构性理财产品、权证等在内的案件中,我国法院因循传统的商事裁判理念,在完全未顾及金融衍生工具特点的情况下,按照审理商品、货物交易纠纷的思路,分配举证责任、做出最终裁判,出现了一种“路径依赖”的现象。^[15] 法院纷纷将“买者自负”作为一个司法准则,判决投资者败诉。

可见,学术界目前有关金融衍生工具的研究,尚处于试图将金融衍生工具纳入传统成文法体系的阶段,研究成果集中于如何运用经典的债法理论来诠释金融衍生工具,以及具体条款在中国法上的效力等问

[8] 杨东、孙洁:“金融衍生产品交易中侵权问题与维权思考”,载 <http://www.civillaw.com.cn/qqf/weizhang.asp?id=50527#30>, 2010/09/14。

[9] 黄明:“防范复杂衍生品陷阱”,载《财经》2008年12月27日。

[10] 张晓东:《起诉高盛——中国企业当直面金融欺诈》,中国经济出版社2011年版。

[11] 对我国法院受理的部分金融衍生产品种交易纠纷案件的评析,将于以下章节展开。

[12] 胡俊华:“渣打银行理财产品说明书成‘护身符’,法官看不懂不立案”,载《每日经济新闻》2008年11月21日。

[13] 张凤翔:“从华安基金与雷曼欧洲金融衍生产品投资合作纠纷案看我国相关法律制度的完善”,载 http://blog.sina.com.cn/s/blog_52f00bf70100sf5n.html, 2011/07/25。

[14] 宋晓明、王闯:“中国场外衍生金融产品应用中的若干法律问题”,载宋晓明主编:《最高人民法院商事审判裁判规范与案例指导》(2010年第1卷),法律出版社2010年版,第44页。

[15] 廖森林:“论金融衍生产品案件的证据规则”,载《河北法学》第30卷第12期(2012年12月),第179~184页。

题;部分研究涉猎了金融消费者保护与金融机构的适当性义务问题,但是仍然将主要笔墨用于书写关于金融消费者的概念、现行适当性规则的不足等问题,未对金融消费者和适当性理论背后所隐含的金融衍生工具买卖双方的权利、义务进行深入、系统的研究。实际上,金融衍生工具的合同属性,并非起始于一项法律安排,而是一种金融技术;局限于传统的债法理论,可能无法完全将其涵摄。鉴于金融法的内生性,法律只是事后肯认了金融衍生工具,而不是事前创造了它;与金融衍生工具的创新相比,立法永远是落后一步。^[16]而且,面对金融衍生工具买卖双方之间在专业能力与经验方面的严重不对等,如何合理界定处于绝对优势地位的金融机构的责任这一实务中迫切需要解决的问题,则少有研究问津。诸如衍生工具合约中权利义务设计是否公平,向金融机构进行利益倾斜是否妥当,金融机构究竟应当对客户承担什么样的义务,仍然存在重大争议;^[17]实际上,金融衍生工具交易本质上还是一种买卖,应当将其置于买卖法之下,进行考察与研究。本文正是试图通过对金融衍生工具交易的合同属性以及传统买卖法的适用困境分析,探讨如何在《证券法》等金融法中对金融衍生工具卖方义务进行专门规制才能保护投资者权益,以抛砖引玉。

一、金融衍生工具交易可类型化为买卖

以法律是否设有专门规定为标准,可以将合同区分为有名合同与无名合同。当法律将一个合同类型明文地当成了一个规范模式加以规定时,此类合同就被称为有名合同;反之,则为无名合同。可见,有名合同实际上是立法机关所制定的定型化合同。有名合同的法律规范,部分为强制性的,部分为任意性的。就强制性规范而言,当事人不得通过意思表示予以排除或修正。有名合同的规范功能,主要体现在强制性

[16] Kane, E. J., 1988, "Interaction of Financial and Regulatory Innovation," *American Economic Review* Vol. 78 (No. 2), 328 - 334.

[17] 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，第75~76页。

规范对系争合同类型的规制,以及任意性规范对于系争合同类型的补充。

但是,在合同的订立和形成方面,当事人通常是自由的;〔18〕“社会的发展,迄今为止是一个从身份到契约的运动。”〔19〕这种自由既包括缔约自由、方式自由、选择当事人的自由,也包括在合同形成方面存在类型自由,而且即使当事人采用有名合同,其通常仍可以变更法律的任意性规定。当事人并无采用法律所规定的有名合同之义务,而有权依照合同自由原则,选择缔结任何有名或无名的合同。但是,即使当事人选择了无名合同,在发生争议时,与其性质最为相近的有名合同仍然会被法院或仲裁机构引为处理争议之依据。而且,即使当事人选择了某种有名合同,但是当其选择与其追求的合同目的格格不入,或者太过迂回,则其所选择的合同类型也可能被认为系误用或者被定型为其他类型,或被视为脱法行为,而不生其选择契约类型之效力。在将合同归属于有名合同的类型化过程中,应当依照类型观察法,斟酌当事人的缔约目的进行。〔20〕

金融衍生工具,不论是单独作为一项合同,还是因其财产权特性作为再衍生合同之标的,我国合同法均未定以明文。从这个意义上,金融衍生工具系一种无名合同。〔21〕也有观点因其射幸性,认为金融衍生工具在中国法上是无名合同。〔22〕更有学者从金融衍生工具与赌博合同、保险合同的比较出发,〔23〕认定金融衍生工具系一种“新兴的‘无名合

〔18〕 [德]迪特尔·梅迪库斯:《德国债法总论》,杜景林、卢谌等译,法律出版社2004年版,第61~66页。

〔19〕 Friedrich Kessler, “Contracts of Adhesion – Some Thoughts About Freedom of Contract”, 43 Colum. L. Rev. 629, 641 (1943).

〔20〕 黄茂荣:《买卖法》,中国政法大学出版社2002年版,第6~7页。

〔21〕 杨立臻:“我国金融衍生产品市场的法律瓶颈问题探讨”,载《期货日报》2007年8月15日。

〔22〕 张远忠:“关于海外银行衍生品受害者在中国大陆起诉海外银行的可行性研究报告:如何利用规范竞合选择诈欺侵权之诉起诉荷兰银行”,载 http://blog.sina.com.cn/s/blog_6489252e0100gqcl.html, 2010/02/08。

〔23〕 关于金融衍生工具与保险合同之关系,将在下文中进行专门阐述。

同’”,应当参照最相近似的合同作出其法律效力的判断。^[24]但是,也有观点认为,金融衍生工具实际上一种双务契约,^[25]其所代表的,“是以特定金融标的物给付为内容的买卖合同之债”。^[26]

虽然传统买卖法只规制有体物之买卖,但一些大陆法国家的现代民法倾向于将权利纳入买卖法中进行规制。《德国民法典》对于权利买卖,亦规定准用物之买卖规范。该法典第453条规定,关于物的买卖的规定,准用于权利买卖和其他标的买卖;出卖人负担权利的成立和转让的费用;使人有权占有某物的权利被出卖的,出卖人有义务将无物的瑕疵和权利瑕疵的物交付给买受人。^[27]晚近的《荷兰民法典》更是打破了物权法与债权之间的传统区隔,规定无体财产可以作为买卖合同的客体。^[28]该法买卖一章开宗明义,规定买卖是一方承担交付物的义务,另一方为此支付价金的合同(第7编第1条)。同时,又在该章的末尾(第7编第47条)规定,买卖也能适用于财产权利;在此情况下,前面部分的规定在与权利相符的范围内适用。除德国、荷兰之外,《日本民法典》第555条亦规定:“买卖,因当事人相约,一方移转某财产权于相对人,相对人对之支付价金,而发生效力。”^[29]根据该规定,买卖之标的系财产权,并不局限于有体物。我国台湾地区“民法”第三四五条第一款规定:“称买卖者,谓当事人约定一方移转财产权于他方,他方支付价金之契约。”根据该条,买卖以财产权转移为目的,标的包括物及权利。^[30]我国合同法之买卖仅规范标的物,未述及权利。权利买卖除了技术转让合同以外,不属于典型合同的内容,其法律适用只能是根据《合同法》第124条适用该法总则,并参照分则或者其他法律最相类似之规定。因此,“权利买卖合同应当参照买卖合同的有关规定,其参照

[24] 宁敏:“国际金融衍生交易法律问题研究”,中国社会科学院研究生院博士学位论文,2002年4月,第58~59页。

[25] 王文字:“论衍生性金融商品之基本法律问题”,载《经社法制论丛》1997年1月第19期,第180页。

[26] 王咏:“衍生金融工具基础法律问题研究”,载《法学家》2008年第5期,第82页。

[27] 陈卫佐译:《德国民法典》,法律出版社2004年版,第135~136页。

[28] 王卫国主译:《荷兰民法典》,中国政法大学出版社2006年版,第19~20页。

[29] 王书江译:《日本民法典》,中国法制出版社2000年版,第102页。

[30] 黄茂荣:《买卖法》,中国政法大学出版社2002年版,第66页。

内容也几乎涉及买卖合同的所有内容”^[31]但也有观点认为,从广义上看,我国合同法买卖合同的标的物应当既有财物,也有法律允许转让的权利。^[32]

金融衍生工具交易应可类型化为以权利为标的之买卖。从金融交易实践来看,“每一个衍生产品合约都有买方和卖方,称作一笔交易的交易对手。”^[33]因此,每一个交易的衍生产品合同都有一个买方交易对手和卖方交易对手。卖方称为“空头”或“持有空头头寸”,即出卖衍生产品的人;^[34]而买方称为“多头”或“持有多头头寸”,即买入衍生产品的人。所谓“多头”,就是指“买入”,^[35]即拥有的意思;^[36]买入衍生证券就会产生“多头”,从证券的价值上涨上获益。^[37]相反,所谓“空头”,就是指“卖出”,即出售的意思。卖出衍生证券就会产生“空头”,从证券的价值下跌中获益。卖方对自己销售的衍生产品具有信息优势,最有能力控制因该产品给买方带来的风险,应当对其出售的金融衍生产品承担相应的法律责任。作为卖方的,一般都是专业金融机构,兼具金融机构、自营商和做市商的身份,往往集产品设计、推销、出售等功能于一体,系场外金融衍生产品市场上的主导者。^[38]从广义上看,金融机构也属于广义的卖方。^[39]而作为买方的,一般是出于避险、投机、

[31] 姚欢庆、陈亚飞:“买卖合同若干法律问题研究”,载《浙江社会科学》2002年第6期,第88页。

[32] http://www.npc.gov.cn/npc/flsyywd/minshang/2000-11/25/content_8371.htm, 2011年12月1日访问。

[33] [美]约翰·E.马丁森:《风险管理案例集:金融衍生产品应用的正反实例》,钱泳、王宏译,东北财经大学出版社2011年版,第6页。

[34] 在场外衍生品市场,卖方就是该产品的发行人。

[35] [美]罗伯特·E.惠利:《衍生工具》,胡金焱等译,机械工业出版社2010年版,第598页。

[36] [美]迈克斯·安斯拜切:《新型期权市场》,郑磊译,中信出版社2002年版,第280页。

[37] [美]罗伯特·L.麦克唐纳:《衍生品市场》,杨丰等译,中国人民大学出版社2004年版,第826页。

[38] 翟彦杰:“论中国场外金融衍生产品市场监管法律框架的构建”,载中国金融服务法制网,<http://www.financialservicelaw.com.cn/article/default.asp?id=109>, 2012/04/02。

[39] [美]罗伯特·E.惠利:《衍生工具》,胡金焱等译,机械工业出版社2010年版,第3页。

套利、降低交易成本等目的之最终用户。^[40] 避险者购买金融衍生工具,系为了减少自身面临的由于市场变化而产生的风险。投机者购买金融衍生工具,系为了利用其杠杆效应,对今后市场变量的走势下赌注。套利者购买金融衍生工具,系为了规避监管,^[41] 或者是为了同时进入两个或更多的相互抵销的交易以锁定无风险的盈利。而金融市场上的所谓做市商,实际上同时扮演着卖、买双方之角色,即从希望出售的客户买入金融衍生工具,并向希望买入的客户出售金融衍生工具。做市商买卖并非为了其自身的偏好,而是为了反映客户之需求,为市场提供流动性。与客户交易之后,做市商所余头寸取决于其为满足客户需要所做的交易。做市商一般会对冲这类风险。^[42]

如果以交易双方之权利、义务关系为区分标准,金融衍生工具可分为远期和期权两类不同的合约。^[43] 所谓远期,系指交易双方约定在未来某特定期间内,以约定价格买入或卖出某种资产之契约。在到期日,由买方向卖方支付约定好的金额,卖方向买方提供合约中规定的资产。远期通常并不涉及价金(或称权利金)问题,但为确保交易之进行,交易双方可能要支付一定金额之保证金。广义的远期包括远期利率协议、期货、金融互换等。所谓期权,实际上就是一种以选择权为标的之合同。^[44] 选择权之买方,支付权利金给卖方,买方有权在特定期间内,要求卖方依约定价格买入或卖出某资产,且买方可在有利条件下始履行合约;选择权之卖方于订定选择权合约时,虽能取得权利金收入,但同时亦承担标的物资产价格变动之风险,选择权之买方在订定选择权

[40] 所谓“投资者”、“客户”、“金融消费者”,在本文中均纳入“买方”的概念范畴。

[41] 金融衍生工具具有规避法律及监管之功效。例如,一些国家的法律禁止在特定期限之内出售发起人所持有之股票。但是,使用金融衍生工具(如远期或期权)可以在仍然拥有股票所有权的情况之下,达到出售股票之效果。

[42] 虽然美国《统一商法典》[U. C. C.]第2-103条将卖方定义为“出售或签订合同出售货物的人”,但在广义上卖方也包括为他人而从事出卖行为的人,如证券经纪人。根据美国《证券交易法》,须确认某人是否为未登记证券的出卖人,以使其对该证券的买方承担责任,而确认的方法就是该人是否为出卖的“直接原因”。参见薛波主编:《元照英美词典》,法律出版社2003年版,第1241页。

[43] [美]罗伯特·E.惠利:《衍生工具》,胡金焱等译,机械工业出版社2010年版,第2-6页。

[44] 颜延:“我国推行股票期权制度的法律问题”,载《中国法学》2001年第3期。

合约时,虽有权利金之支出,但却可转移标的物资产价格变动之风险,锁定未来交易之成本。可见,期权也是在约定的某未来期间,按照今天约定的价格买卖某标的资产的合约,但与远期不同的是,在期权到期时,期权的买方只有权利而没有义务买卖标的资产,卖方的义务依赖于买方是否选择执行期权。权益证券、股价指数、债务商品、外币及实物之看涨期权或看跌期权、利率上限、利率下限等,均为常见之选择权合约。但是,买方获得期权,而卖方在买方行权时,必须依照约定履行。

如果用远期和期权作为合同标的,^[45]还可以成立新的合同,发展出更为复杂的衍生产品,即所谓金融衍生工具之再衍生,出现数个契约义务之连结。例如,远期互换、期货选择权、互换选择权、互换期货、互换期货选择权等。远期互换属于远期合同之一种,但该合同的标的物不是一般的物或权利,而是互换合同;在到期日届至时,买卖双方即进行合同中所确定之互换交易。远期互换可以为当事人提供更富弹性的进场时机。期货选择权属期权之一种,但该选择权之标的是期货;于选择权合同到期时,选择权之买方有权选择是否买入或卖出该期货仓位,若买方决定履约,该期货选择权即成为期货仓位。互换选择权属于期权,但其选择权合同之标的为互换合同;根据选择权之属性,又可进一步分为互换买权与互换卖权。以利率互换选择权为例,所谓互换买权系指买方有权于选择权合同到期时,决定是否执行收取固定利率、支付浮动利率之互换合同;而所谓互换卖权之含义则相反。互换期货属于期货合同,但其合同标的为金融互换,其避险功能与远期互换类似,但互换期货在交易所进行,流动性高、对手信用风险小。但是,标准化的互换期货缺乏弹性,与金融互换之高度个性化不同。互换期货选择权属于期权合同,但其合同之标的为互换期货。

可见,不论是远期、期权还是在此基础上发展出来的再衍生产品,其权利、义务之安排皆为双务、有偿之买卖。以期权为例,买方从卖方处购得一项权利,但不是义务,在未来一个指定的日期当天或之前,按商定之价格买入或卖出标的资产;买方为此权利,需向卖方支付的对价

[45] 在金融学上又称为“基础工具”。

为期权费。有观点认为期权属于单务合同,^[46]并不符合交易之实际。因为,赋予选择权之允诺缺少对价之情形下,仅仅系一个可撤回的要约,而不成其为期权;而且,期权具备财产权之特性,本身可能就是其他复杂金融工具之标的,被当事人用于换取金钱、实物、权利甚至其他金融工具,对价隐含于其中。虽然由于其杠杆效应,金融衍生工具的初始净投资可能较少甚至为零,但是并不意味着买方可以免费获得金融衍生工具,其所支付的对价可能是金钱,也可能就是另一项金融工具。^[47]金融衍生工具通常在将来某一特定日期或未来多个日期结算,合同因履行完毕而终止。^[48]

综上,金融衍生工具交易双方,亦具有互换利益之性质。双方互为给付,一方给付乃在于取得他方之对待给付,令合同兼具双务、有偿之特性,应可类型化为一项买卖。在民法上,有偿之无名契约,皆可类推适用买卖之规定。^[49]在有偿合同中,以买卖合同最为重要,规定亦最为详细。当一个有偿合同被判定为买卖时,则买卖法中的强制性规定对该合同便有强制适用之余地,任意性规范则有补充适用之功用。该类推适用实出于平等之法理,以相同之案型应为相同之处理为原则。将法有明文之买卖规范,适用于法律未直接规定、但是其规范上的重要特征与买卖相同之案型,如金融衍生工具。

二、传统买卖法在金融衍生工具交易中的适用困境

从买卖法的角度,对作为相对弱势一方的买方给予较多之保护,亦

[46] 许凌艳:“金融衍生工具法律问题探讨”,载顾功耘主编:《金融衍生工具的法律规制》,北京大学出版社2007年版,第68页。

[47] 国内一些企业轻信了外资投行赠送期权的宣传,实际上真正的对价是,其通过合同安排向卖方履行了双倍的看跌期权;正是这些期权,使国内企业损失惨重。参见张晓东:《起诉高盛——中国企业当直面金融欺诈》,中国经济出版社2011年版,第31~37页。

[48] 有些期权可能由于是价外期权而到期不行权,也是在将来日期结算的一种方式。

[49] 《合同法》第一百七十四条规定:“法律对其他有偿合同有规定的,依照其规定;没有规定的,参照买卖合同的有关规定。”

符合金融衍生工具监管之潮流。将金融衍生工具,特别是在场外进行的复杂再衍生产品交易从所谓的“理财”或“投资”这些经济学名词中抽象出来,回归其买卖合同之本质,有利于在个案中正确界定卖方义务,加强对相对弱势一方的金融消费者之保护。

但是,正如前文所述,传统的买卖法仅规制有体物之买卖,在交付与所有权移转、卖方瑕疵担保义务、对卖方违约行为之救济等方面,均无法生搬硬套在金融衍生工具交易之上。正如有学者所言,金融衍生工具的高度专业性,“势必亦将带来更多在现行法律体系下所难以解决之疑难”,“欲透过单纯的法律适用与契约解释来合理规范当事人之间关系,势必成为一件相当困难的事”。^[50]对诸如金融衍生工具之类的金融性契约,“不宜以一般民事法之观念加以看待,亦即应注重其经济面之考量,尽量容许创设不同之契约内容以符合当事人之经济需求,私法自治应当凌驾于类型强制之上”。^[51]

首先,金融衍生工具中,不涉及交付与所有权移转这样的物权变动问题。

大陆法系国家买卖法有一元、二元或折衷三种模式,但传统上皆限定买卖标的为有体物,将交付与所有权移转规定为卖方主要义务。在采二元模式之德国,买卖法与物、债两分以及物权行为无因性等观念密不可分。《德国民法典》第433条第(1)项规定:“根据买卖合同,物的出卖人有义务将物交付给买受人,并使买受人取得物的所有权。出卖人必须使买受人取得无物的瑕疵和权利瑕疵的物。”该规定系基于债权行为与物权行为之区分,认为债权行为之效力特征在于使当事人一方或双方因之对于他方负给付义务,债权行为仅是一种负担行为;而物权行为则在于使权利在归属上因之发生改变,或在内容或范围上因之受到限制。基于物权行为之无因性,物权行为独立于债权行为之外,亦即买卖法上卖方需转移所有权,但是系基于一独立于买卖合同的物权行为而发生这种转移。在采一元模式的意大利、法国,尽管在立法上区

[50] 王文宇:“论衍生性金融商品之基本法律问题”,载《经社法制论丛》1997年第19期,第193页。

[51] 王文宇:《新金融法》,中国政法大学出版社2003年版,第393页。

分了买卖合同(财产之转移会在将来发生,或在某种条件下发生)和买卖(货物从卖方转移至买方),但是买卖双方达成合意时便取得所有权,不承认独立的物权行为,也无需货物或价款已经交付。依据《法国民法典》第1582、1583条,买卖是一种契约,依此契约,一方向他方交付标的物,他方承担义务支付物之价金。当事人一经对标的物与价金达成一致,即使标的物尚未交付,价金尚未支付,买卖即告完全成立,且买受人对出卖人依法取得标的物的所有权。^[52]《意大利民法典》第1470条亦规定:“买卖是旨在转移物的所有权或者转移其他权利并获得价金的契约。”^[53]奥地利则选择了德国模式与法国模式之间的妥协,一方面买卖合同本身并不能够像法国那样导致所有权转移;另一方面所有权转移也不像德国那样还需一个独立的处分合意,而只需一种有处分意识的交付行为。

此类规则,显然无法适用于标的的不具实物形态之金融衍生工具。实际上,金融衍生工具作为一项合同,买方缔约,其目的并非为了获得标的物的所有权,而是为了管理因该物之市场价格或者其他指标之波动而出现之风险;同样,卖方之缔约目的,亦非为了通过交付和向买方转移标的物所有权来获得买方支付的对价,而是通过提供管理市场价格或者其他指标波动风险之工具得到报酬。期权合同之标的本身即是一项无形的选择权,无法适用传统买卖法上的交付与所有权移转规范;即使是期货合同,虽然其名称上有一个“货”字,容易让人联想起物之交付与所有权移转,但实际上大多数期货交易并不会导致实物交割,原因是当事人在合约规定的交割期到来之前会选择进入一个与初始交易方向相反的合同,即进行所谓的“平仓”。^[54]通过相应的最低保证金制度,每个交易日结束之后双方当事人在合同中的净权利、义务实际上皆已经得以实现。也就是说,金融衍生工具的卖方一般并不会真正向买方交付任何标的物并移转其所有权,而是通过在确定的时间计算双方当事人在合同中的净权利或净义务,以现金或现金等价物进行净额结

[52] 罗结珍译:《法国民法典》,中国法制出版社1999年版,第369页。

[53] 费安玲、丁玫译:《意大利民法典》,中国政法大学出版社1997年版,第392页。

[54] [加]约翰·赫尔:《期权、期货及其他衍生产品》,王勇等译,机械工业出版社2009年版,第16页。

算。这种结算方式之下,买方事实上系以契约上的金钱请求权来取代实物交割时所享有的对物请求权。

当然,为顺应时代之发展,一些大陆法系国家也将买卖之标的由传统之物扩张至权利。但是,金融衍生工具交易双方当事人在合同项下的权利、义务差额是随着特定指标之变动而不断发生变化的,卖方不一定会负有向买方交付权利并致其获得所有权之义务;如果卖方在合同项下的权利大于义务时,会发生方向完全相反的交付与所有权移转行为。传统买卖法下权利之卖方,应当担保其权利确实存在,但是在金融衍生工具交易中,卖方可能无法作出这种保证,因为合同标的究竟是净权利还是净义务,是处于不断变化中的。而这恰恰是传统买卖法将权利纳入规范范围之后,依然无法解决的问题。

英美法系国家的买卖法,将买卖合同的调整范围限于货物买卖。卖方的基本义务是向买方转移货物的所有权,买方的基本义务是支付相应的价款。如《美国统一商法典》买卖篇的第2-102条规定,该买卖篇原则上适用涉及货物的交易。第2-105条将“货物”定义为,指除作为支付价款之手段的金钱、投资证券和通过法律程序追索金钱或者其他动产的权利以外的所有在特定于买卖合同项下时可以移动的物品(包括特别制造的货物)。《联合国国际货物销售合同公约》第2条则采用排除法,将个人消费品、拍卖、国家强制买卖、股票、投资证券、流通票据以及货币的买卖、船舶、气垫船、飞机买卖和电力买卖以外的动产买卖定义为“国际货物买卖”。可见,即使在普通法系,传统买卖法依然无法直接适用于金融衍生工具交易,必须发展特殊的规则与制度以保护买方利益,促进金融市场的繁荣与发展。

其次,传统买卖法中的卖方瑕疵担保责任,无法直接适用于金融衍生工具交易。

传统买卖法下,卖方对买方负有瑕疵担保责任。该责任又分为物之瑕疵担保,以及权利瑕疵担保两种。

所谓物之瑕疵,是指以货物质量为核心、包括交换价值与使用价值在内的经济瑕疵。“标的物在危险移转时具有当事人所约定的性能,

也就是能够满足当事人于性能协议中所规定的要求。”^[55]不同法域对物之瑕疵之规范,大同小异。《德国民法典》将“物之瑕疵”定义为该物适合于按照合同被作为前提的使用的,或者在其他情况下该物适合于通常的使用,并且具有同种的物通常具有的、买受人可按物的种类而期待的性质。^[56]我国台湾地区《民法》第三五四条第一项规定:“物之出卖人对于买受人应担保其物依第三七三条之规定,危险移转于买受人时无灭失或减少其价值之瑕疵,亦无灭失或减少其通常效用,或契约预定效用之瑕疵。”据此,出卖人所负之“物之瑕疵担保”,其判别标准有二:一是物之效用(使用价值)无瑕疵,二是物之价值(交换价值)无瑕疵。我国《合同法》第一百四十八条则规定因标的物质量不符合质量要求,致使不能实现合同目的,买受人可以拒绝接受标的物或者解除合同,标的物毁损、灭失的风险由出卖人承担。美国法同样规定了卖方对货物质量的明示担保义务,并要求其承担“商品适销性”的默示担保责任,最重要的标准为“适于货物通常的使用目的”,必须能够履行作为其被设计目的并能够用于可以完成的通常工作。^[57]如果出卖人在缔约时有理由知道所要求货物的特殊目的并且知道买受人依赖于出卖人的技能或判断选择或提供合适的货物,则卖方应当承担默示担保义务,保证货物适用于该特殊目的。^[58]《联合国货物销售合同公约》亦规定了卖方的品质担保义务,即卖方对其所售货物的量、特性或适用性承担的责任。除双方当事人业已另有协议外,卖方出售的货物应适用于同一规格货物通常使用的目的,或者适用于订立合同时曾明示或默示地通知卖方的任何特定目的,除非情况表明买方并不依赖卖方的技能和判断力,或者这种依赖对他是不合理的。^[59]

卖方所负担的物之瑕疵担保责任,无法直接适用于金融衍生工具

[55] 卢湛:“现代买卖法瑕疵担保责任制度研究”,载《同济大学学报》(社会科学版),2011年6月第22卷第3期,第113页。

[56] 陈卫佐译:《德国民法典》,法律出版社2004年版,第130~131页。

[57] U. C. C. § 2-314(2)(C)(2001).

[58] U. C. C. § 2-315(2001).

[59] 单贤定:“论联合国国际货物销售合同公约卖方的义务”,载《杭州商学院学报》2004年第1期,第32~33页。

交易。正如前文所述,金融衍生工具作为一项合同,其标的并非有体物,而是价值随着特定指标变动而变化的资产(净权利)或负债(净义务)。通常金融衍生工具并不涉及真正的实物交割,不会发生有体物之交付与所有权移转,亦不存在通常的危险负担转移时点。仅就合同本身而言,卖方并无法保证合同肯定会使买方获得利益;因为,出于风险管理之需要,买方在金融衍生工具交易项下可能存在损失,但在其所管理的基础资产或负债方面,则已经出现了赢利,二者相抵实现了风险对冲。当事人的缔约目的在于转移风险而不是获得实物之所有权。但是,如果买方依赖于卖方之专业技能来决定购买,则卖方应当保证其所出售之金融衍生工具具备适当性,能够满足买方之特定需求。从这个意义上说,物之瑕疵担保责任经过改造之后,可以间接运用于解释金融衍生工具之卖方义务。但是,由于场外金融衍生工具系高度个性化的,在认定卖方之适当性义务时,很难判定其所销售的产品是否符合“通常使用目的”,而应当以符合金融衍生产品买卖合同以及买方之目的为宜。

所谓权利瑕疵,系指权利上不得存在负担,以方便买方无虞地取得标的物之所有权。负担包括公法上的负担与私法上的负担,核心是第三人不得对标的物主张权利。权利瑕疵担保在类型上可分为权利追夺担保和权利存在担保。^[60]《德国民法典》第435条规定,就物而言,第三人不能对买受人主张任何权利,或者只能主张在买卖合同中被接受的权利的,该物无权利瑕疵。我国台湾地区“民法”第三四九条规定,出卖人应担保第三人就买卖之标的物,对于买受人不得主张任何权利。美国《统一商法典》规定,货物买卖合同中,出卖人应当担保所转让的货物所有权必须有效,且其转让合法;担保所交付的货物不存在任何担保利益或其他留置或存在缔约时买受人不知道的负担。^[61]此外,卖方还必须默示担保不存在侵权,以保护买受人不受第三人对专利、商标或版权侵权之诉讼。^[62]《联合国货物销售合同公约》亦规定了卖方的权

[60] 黄茂荣:《买卖法》,中国政法大学出版社2002年版,第202页。

[61] U. C. C. § 2-312(1) (2001).

[62] U. C. C. § 2-312(3) (2001).

利担保义务和知识产权担保义务。^[63]但是,也有学者认为,在现代买卖法瑕疵担保责任制度的框架下,“物之瑕疵与权利瑕疵在责任方面已经不再区分,而是被同等化处理”。这是因为,在将无瑕疵给付提升为出卖人的履行义务之后,物之瑕疵责任同样受债法总则一般给付障碍法的制约,而不再具有其原本的独立地位。^[64]

传统买卖法下的卖方权利瑕疵担保责任,同样不能直接适用于金融衍生工具。后者之目的,系转移风险而非取得实物。买卖双方所交易的并不是有体物,买方可能根本就没有准备取得合同标的所指向之物,卖方也可能根本无法对该物获得所有权,如一些以指数、天气、信用等为标的的变量的衍生品。衍生产品“几乎可以依赖于任何变量,其中包括猪肉价格到某个滑雪胜地的降雪量”,^[65]当事人并不在意标的变量所指向的对象,在意的是其变化以及根据这种变化所计算出来的双方资产(净权利)、负债(净义务)。在金融市场上广泛存在所谓“卖空”或“买空”交易,合同标的物自始至终卖方都无所有权。金融衍生工具中卖方之允诺,对买方而言实际上是一种相对的请求权,其上亦不可能存在权利负担或权利限制。

最后,传统买卖法对卖方违反瑕疵担保责任之救济,亦与金融衍生工具卖方违约之通常处理方式有异。根据传统买卖法,卖方违反瑕疵担保责任的,买受人可以要求再履行,主张解除或者减价。但是,“买受人的瑕疵权利之间存在顺位关系,即再履行具有优先性,其他法律救济仅辅助性地适用”。^[66]但是,根据 ISDA 主协议,如果发生违约事件,则守约法有权指定提前终止日,并以诚信的方式计算确定终止净额及提前终止应付额,终止协议而不是实际履行。

但是,如果抽象地审视这种差异,我们就会发现其仅仅是形式上

[63] 单贤定:“论联合国国际货物销售合同公约卖方的义务”,载《杭州商学院学报》2004年第1期,第33~34页。

[64] 卢湛:“现代买卖法瑕疵担保责任制度研究”,载《同济大学学报》2011年6月第22卷第3期,第114页。

[65] [加]约翰·赫尔:《期权、期货及其他衍生产品》,王勇等译,机械工业出版社2009年版,第1页。

[66] 杜景林:“买卖法中瑕疵权利的规制问题”,载《法学》2009年第5期,第134页。

的。买卖法以当事人互认为对方当事人为所欲交换之物所有人为前提,是围绕财产而发生的两个意志之间的中介,通过合同关系,当事人放弃所有权之后,换得同一所有权。所谓“同一”,“不是同一外在物,而是同一的价值。价值同一是缔结契约的基本规定。”^[67]价值是物的普遍性、一般性,也就是物的实体性,它是由物的质的规定性所产生的量的规定性。当我们考察价值时,物的质暂被排除了,只把它当作所值来看,它是可以计算的量。所以,价值不仅是物的内在普遍性,而且是物在比较中的同一性、可通约性。事物的这种规定性,为契约制度奠定了基础。合同之目的,系为了在让与一定价值的条件下,获得同样的价值。当事人作为物之所有人,实质上是价值之所有人。而金融衍生工具正是在价值交换这一点上,与传统的物之买卖具有异曲同工之效。合同双方通过交易,所接受的与所转让的价值相同,这就是交换的公正。否则,就是不公正的契约。这一点,不论是对物之买卖,还是金融产品之买卖,皆得适用。大陆法系法官在实务中援引传统买卖法条款来处理金融衍生产品交易,虽系情不得已,但从法理上确也相通。

三、超越传统买卖法,在包括《证券法》、《合同法》等在内的金融法中专门规范金融衍生工具及其交易

可见,在金融衍生工具交易中,虽然传统买卖法的部分具体规范已经无法直接适用,但交换正义之理念系相通的。针对场外金融衍生工具所具有的透明度低、风险大的特点,有必要在包括《证券法》等在内的金融法中,对金融衍生工具及其交易作出专门规范。规范之重点,在于突破传统买卖法的局限,赋予处于强势地位的卖方以包括适当性义务、受信义务、信息披露义务等在内的法定义务,并对卖方通过合同免除法定义务的行为进行限制。目前,我国《证券法》第二条第三款仅规定:“证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定”,失之简约。而且,除期货交易外,国务院并未发布衍生产品发

[67] 宋希仁主编:《西方伦理思想史》,中国人民大学出版社2004年版,第360~361页。

行与交易的其他行政法规。因此,有必要针对金融衍生产品的特点,进一步在修订《证券法》、《合同法》等相关法律时,完善金融衍生工具卖方的法定义务,以保护投资者利益。这些义务包括受信义务、适当性义务与信息披露义务,分别根据交易双方的具体情况予以适用:

1. 在买方因信赖卖方,进而依赖卖方之推荐进行交易时,应当赋予卖方以受信义务,即忠实、勤勉的责任。

美国法上,当金融机构对买方的账户拥有便宜行事之权力时,法院通常会认定其承担受信义务。^[68]而且,即使其对买方的账户并无自由裁量之权力,金融机构在纽约法上也有可能在与其所受信任相关的交易范围内,承担受信义务。^[69]当银行在能够控制买方的资产、账户或者能够对其拥有自由裁量之权力时,或者其与买方之间存在某种信托或信赖关系时,均应承担受信义务。^[70]在交易关系中,当一方因另一方的正直和诚实而信任或信赖另一方时,产生受信义务。^[71]当银行干涉之前已经存在的信托关系达到一定程度时,其自身也会被认定为受托人。当金融机构几乎代信托为所有决策时,这种裁判的可能性将会增加。金融衍生工具的买方由于专业能力和经验的限制,往往对向其推荐或销售产品的金融机构存有依赖。也就是说,买方的投资决策,完全是按照卖方提供的建议进行的。在此情况之下,买卖双方之间存有信赖关系,卖方应当对买方承担受信义务,不得将自己的利益置于买方的利益之前,与买方发生利益冲突。信赖关系与受信义务是英美金融法的重要基石,金融危机之后,美国出现了统一金融机构和投资顾问针对零售客户承担受信义务的立法动态。由于缺乏信赖关系的法律思维与法律概念,我国虽引入了信托法,却未得其精髓。法官在实务中倾向于将信托解释为代理。我国可以借鉴公司法中引入衡平法观念的成功经验,通过专门立法规定信赖关系、受信义务,以及违反受信义务的特别法上的请求权,以保护投资者利益。

[68] U. S. v. Skelly, 442 F. 3d 94, 98 (2d Cir. 2006).

[69] Press v. Chemical Inv. Servs. Corp., 166 F. 3d 529, 536 (2d Cir. 1999).

[70] Paine Webber, Jackson & Curtis, Inc. v. Adams, 718 P.2d 508 (Colo. 1986).

[71] MidAmerica Fed. Savings & Loan Ass'n v. Shearson/American Express Inc., 886 F.2d 1249, 1257 (10th Cir. 1989).

2. 卖方应当保证其产品对投资者而言是适当的。

所谓适当性,系指金融机构建议投资者买入某种金融工具时,其必须判断该产品对该投资者而言是否是适当的,而且必须以合适的方式予以推荐或销售。鉴于金融衍生工具的专业性、复杂性,除金融机构之外的买方往往无法弄清楚自己究竟在买什么。因此,法律赋予卖方以适当性义务,即以合适的方式将适当的产品销售给适合的买方。适当性义务包括产品适当性、客户适当性和行为适当性。近年来,发达国家出现了加强对作为合格对手方和专业投资者的机构买方的保护,规定卖方不得针对此类客户免除其包括公平交易、信息披露、针对特定产品和行为的适当性义务等法定责任。^[72] Alastair Hudson 提出,应当在合同法中为金融交易纠纷建立新裁判标准,为受到金融机构违反适当性义务损害的投资者提供救济。^[73] Edward S. Adams & David E. Runkle 认为,由于在具体交易中金融机构可能欺诈或误导投资者,应当强化对金融机构的适当性义务。^[74] 我国目前已经在包括银行业销售的金融衍生工具和结构性理财产品、金融期货和融资融券、创业板和交易所债券市场建立了投资者适当性制度,但其主要针对的是公开交易市场,且初衷是为了防范金融风险,在实践中已经成为投资者准入的行政管理措施。应当从加强买方利益保护的角度,提升立法层次,重构我国的金融机构适当性义务,建立以个案为基础的、富有弹性的投资者分类制度,从实体和程度上明确产品、客户和行为适当性义务的标准,并完善金融机构违反适当性义务的民事责任。

3. 卖方应当及时向买方披露信息。

在传统说明性义务的基础上,金融衍生工具卖方应当负担更多的信息披露义务。这是因为,金融衍生工具的透明度低、垄断性高,卖方

[72] Basel Committee on Banking Supervision, *Customer Suitability in the Retail Sale of Financial Products and Services*, April 2008. www.bis.org/publ/joint20.htm, 2011年5月17日访问。

[73] Alastair Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, fifth edition, Sweet & Maxwell, 2012. Page 405.

[74] Edward S. Adams & David E. Runkle, "The Easy Case for Derivatives Use: Advocating a Corporate Fiduciary Duty to Use Derivatives". *William and Mary Law Review*, Volume 41, Issue 2.

相对于买方拥有信息优势。信息披露是整个金融法的核心,也是金融衍生工具卖方最重要的法定义务之一。金融危机之后,美欧国家在提升金融衍生工具透明度方面进行了一系列的法律改革,对我国规范金融机构在金融衍生工具交易中的信息披露义务具有一定的借鉴意义。^[75] 卖方在创设和销售金融衍生工具时,依法应当负有向买方进行公平、全面信息披露的义务,向政府指定的数据仓库及时、充分披露具体交易信息的义务,并有责任在其定期报告中从定性与定量相结合的角度,全面披露其从事金融衍生产品交易的风险和头寸。政府通过专业数据仓库向卖方收集相关交易头寸的信息,及时向市场上的潜在买方提供必要的交易资料和信息,并控制宏观金融风险。文章认为,我国应当进一步完善金融衍生产品交易的信息披露标准,构建公平、全面、完整的信息披露法律框架,以提升市场透明度,保护投资者利益。

俗云:只有错买,没有错卖。在金融衍生工具迅速走进千家万户的今天,应当加强对金融机构卖方义务的研究,从保护买方的角度建立、完善相关法律和监管政策,并践行投资者保护的司法政策。只有这样,才能真正规范市场秩序、提高市场效率,从而维护我国金融业的长远利益。当前,我们不必拘泥于具体的法律概念(如是否引入“金融消费者”),而应当针对金融法规范内生性之特点,坚持实用主义原则,大胆引进和借鉴域外成熟市场的金融衍生工具法律规范,建立动态、开放的监管体系,鼓励创新、规范创新。在实践中不断修正、完善有关金融衍生工具的法律规范,为我国金融衍生工具市场的进一步发展保驾护航,加强投资者保护,提升我国金融市场在全球的地位和影响力。

[75] Proposal for regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, COM(2010)484. Page 13.