

# 美国破产法金融合约例外条款评析

廖凡

(中国社会科学院法学研究所, 北京 100720)

摘要：美国破产法传统上给予若干金融合约以程度不等的破产安全港保护。2005年《破产改革法》显著扩展了安全港的覆盖范围，尤其是在金融衍生产品领域，实质上由“特定保护”演变为“市场保护”。在金融合约的辨识和判定方面，破产改革法强化了业界惯例和市场实践的作用，压缩了法院自由裁量的空间。相比以前，金融合约安全港的界线更为清晰。

关键词：金融合约；金融衍生产品；破产改革法；美国经济法

作者简介：廖凡，法学博士，中国社会科学院法学研究所副教授，研究方向：金融法和国际经济法。

中图分类号：D922.280.4 文献标识码：A

Abstract: US bankruptcy law traditionally provided certain financial contracts with different levels of exemption, or safe harbor protection. The Bankruptcy Reform Act of 2005 remarkably expanded the coverage of such safe harbors, especially in the financial derivatives area, where the traditional "product protection" has virtually evolved into "market protection". In terms of definition and identification of financial contracts, the Bankruptcy Reform Act strengthened the role of industry custom and market practice, and narrowed the scope of discretion of courts. This has actually made the border lines of the safe harbors clearer than before.

Keywords: financial contract; financial derivatives; bankruptcy reform act; US Economic Law

在经过七次失败的尝试及其背后各个利益群体的大量游说之后，美国《2005年防止破产滥用及消费者保护法》(Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005, 以下简称“破产改革法”或BAPCPA)最终于2005年4月签署颁布，并于同年10月生效实施。2005年破产改革法是美国《破产法典》(Bankruptcy Code)自1978年制定以来幅度最大也是最重要的一次修订，其核心内容是对消费者破产制度的调整，但并不仅限于此，同时也涉及税收、隐私、员工福利、金融交易、跨境破产等多方面的内容。其中，一个非常引人注目的方面就是法案第九章(Title IX)对于涉及证券及金融衍生产品交易的“金融合约”(financial contract)的例外规定。

概而言之，破产改革法延续了《破产法典》此前对于金融合约所给予的安全港保护，即对破产约定条款无效、自动中止、限制偏颇和欺诈性转让等破产程序核心机制豁免适用，并且在受保护交易和受保护主体的范围上均有所扩大。尤其是在金融衍生产品方面，实质上覆盖了几乎所有可能的衍生交易，从“特定保护”发展到“市场保护”。与此同时，破产改革法在定义金融合约及相关金融产品时采取了“形式主义”的方法，消减乃至消除了法院进行实质判断和自由裁量的空间，并使得业界认可和惯例成为决定性的因素。

## 扩大了的安全港

在破产程序中，为确保相关债权

人公平受偿，对破产债务人的合同自由及合同相对方权利的主张和实现加以限制。《破产法典》中的破产约定条款无效、自动中止、限制偏颇和欺诈性转让等规定均在此列。破产约定条款( ipso facto clause)是指以一方陷入财务困境、资不抵债或者进入破产程序为触发条件的合同条款，允许另一方在此情况下变更或终止合同，或者加速、变更或终止合同下的具体权利义务。《破产法典》第365(e)节<sup>1</sup>明确规定，此种约定条款在破产程序中无效。与此相似，第362(a)节<sup>2</sup>规定，破产申请一经提起，即构成对此前任何其他行政或司法程序或者合同请求权的自动中止(automatic stay)，例如合同相对方不得扣押和取得担保物，或者行使抵销权(即将其与破产债务人有关

的债权债务相冲抵,减少其请求权,从而降低不能获得偿付的风险)。对于已履行合同,如果构成偏颇转让或欺诈性转让,可以撤销。根据《破产法典》第547(b)节<sup>3</sup>,在破产申请提起之前90天内(如果相对方为内部人,则为1年以内)为清偿先前债务而对特定债权人进行的财产转让,如果使得该债权人能够比在破产程序中获得更多的利益,则构成偏颇转让(preferential transfer);第548(a)(1)节<sup>4</sup>规定,在破产申请提起之前1年内进行的具有实际欺诈意图或以不合理低价进行的转让,构成欺诈性转让(fraudulent transfer)。对于偏颇或欺诈性转让,破产托管人可予以撤销。

上述机制对于金融合约的“网开一面”并非始于2005年破产改革法。1978年《破产法典》制定之初,即为商品期货合约(commodity contract)和远期合约(forward contract)提供了豁免适用上述限制的安全港(safe harbor);在其后的数次修订中,又先后将证券合约(securities contract)、回购协议(repurchase agreement)和互换协议(swap agreement)纳入了金融合约安全港。但是,在破产改革法之前,安全港的范围相对有限,这种有限性源自对有资格享受安全港待遇的受保护交易和受保护主体的限定。

受保护交易(protected transactions)是指根据《破产法典》,上述金融合约各自可以涵盖的具体交易形式,或者换句话说,这些金融合约在破产法中的具体涵义。以证券合约为例,具体是指“购买、出售或借贷证券、存款单、证券组合或指数的合约,包括证券买卖期权”<sup>5</sup>。只有在此限定范围

之内的证券交易,才能享受安全港待遇。受保护主体(protected parties)是指在受保护交易中有资格享受豁免的合约相对方(counterparty),其范围受保护交易及所豁免机制的不同而有所区别。在互换和回购协议中,任何相对方均可享受豁免<sup>6</sup>。6 在其余金融合约,包括证券合约、商品期货合约和远期合约中,则有特定的资质要求:对于自动中止和破产约定限制的豁免,只能由期货经纪人、远期合约商、证券经纪人、金融机构和证券结算机构享有<sup>7</sup>;对于偏颇和欺诈性转让限制的豁免,可以由任何相对方享有,但前提是转让方或受让方是上述主体之一<sup>8</sup>。

2005年破产改革法维持了证券合约、回购协议、互换协议、远期合约和商品期货合约这五种受保护交易的基本类别,但对各个类别的定义都进行了更新。从形式上看,现在每种类别的定义都首先对该类别本身进行描述,然后列举各种相关交易,如结合该类别下数种不同子产品的组合合约、交易该类别产品的期权合约、涉及该类别产品的总协议(master agreement)或担保协议等。对于产品本身的描述也反映交易所和柜台市场发展的现实,清单的范围有所扩大。并且,大多数定义都增加了一个开放式条款(opening clause),允许已明确列举的交易“相似”(similar)的任何其他交易享受安全港保护。仍以证券合约为例,根据破产改革法的界定,现在是指:“(1)购买、出售或借贷证券、存款单、按揭贷款或其中任何利益、证券组合或指数的合约,针对上述任何品种的期权,针对上述任何品种及

其期权的回购或逆回购交易;(2)就现金或上述任何产品的结算而由或向证券结算机构作出的保证;(3)在全国性证券交易所达成的任何外汇期权;(4)任何保证金贷款;(5)与本段中提及的任何协议或交易相似的其他协议或交易;(6)本段中提及的协议或交易的任何形式的组合;(7)针对本段中提及的任何协议或交易的期权;(8)涉及上述任何协议或交易的总协议。”<sup>9</sup>宽狭之变,一目了然。

在破产改革法之前,由于豁免内容都是在各个类别下分别规定,对于这些豁免能否跨交易类别行使并无说明,这就使得相对方跨类别行使约定权利能否享受安全港保护处于不确定状态<sup>10</sup>。为解决此问题,破产改革法在上述五种基本类别之上增加了一个概括性的“总冲抵协议”(master netting agreement),即规定在上述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<sup>11</sup>,将之也纳入保护范围。这意味着只要是在总冲抵协议涵盖范围之内,相对方就可以跨交易类别对所有相关金融合约行使冲抵等权利,而仍然享有安全港条款所给予的豁免待遇。

对于受保护主体这一概念,破产改革法也给予了保留,但通过加入“金融参与者”(financial participant)而使范围有所扩大。金融参与者包括两类主体,一是结算组织;二是在破产申请提交之日前15个月内的任何时点所拥有的受保护合约的总价值,名义或实际本金数额(nominal or actual principal amount)不少于10亿美元,或逐日盯市头寸(mark-to-market position)不少于1亿美元的任何机构<sup>12</sup>。换言

之,在证券合约、商品期货合约和远期合约中,相对方现在享受豁免待遇不再仅仅取决于特定职业属性,也可以缘自交易的金额(及其所代表的利益/风险)。

如果说上述变动还只是对《破产法典》既有的金融合约安全港框架(受保护交易、受保护主体)的增补,那么破产改革法通过对互换协议的重新界定,则在事实上突破了这一框架。在此之前,《破产法典》下的“互换”包括货币、利率或商品互换,针对上述交易的期权,任何类似协议,上述交易的任何组合,以及涉及上述任何交易的总协议<sup>13</sup>。而根据破产改革法,“互换”除继续涵盖上述交易外,还包括了针对同样标的物(货币、利率、商品)的期货、期权和远期协议;股权或债权互换、期货、期权和远期协议;全回报、信贷差额或信贷互换、期货、期权和远期协议;天气互换、天气期权、天气衍生产品等。在作了如此详尽的列举之后,法案仍然照例加上了一个开放式条款,以确保所有“相似”的协议也能够被涵盖<sup>14</sup>。

这些修订的意义远不止于对受保护互换交易的扩充;在实质上,它们使得新的“互换”涵盖了金融衍生市场上的所有交易<sup>15</sup>,包括那些已经由法案别的条款给予相对有限保护的特定交易,如期权、远期和商品期货,因为很难设想有哪种金融衍生产品还能置身于这一定义之外。同时,这些修订在实质上也将安全港扩展到了金融衍生合约的任何相对方,因为破产改革法对于“互换参与人”的定义并未改动,仍然是指“在破产申请提起

之日前任何时候同债务人有未结互换协议的任何实体”<sup>16</sup>。这样,在金融衍生产品领域,破产改革法通过对“互换”定义的修订,事实上将金融合约安全港从保护特定主体推进到了保护整个市场。

对于远期和商品期货合约而言,上述修订实质上相当于取消了“受保护主体”的限制:这些合约的任何相对方现在都可以作为“互换参与人”而受到保护。需要指出的是,这与上文提及的只给予具有特定资质的远期和商品期货合约相对方以安全港保护的条款<sup>17</sup>并不冲突,因为后者虽然只涵盖特定主体,但并未排除其他主体根据法典的其他条款享受安全港待遇的权利。事实上,在对《破产法典》的多次修订中,立法者在安全港中每纳入一种新的交易类别,都分别对相对方享有的豁免加以规定;很多时候不同修订针对的是相似乃至相同的交易,但彼此之间却并不互相援引,从而使得相关概念和定义之间的交叉和重叠(overlap)不可避免。2005年破产改革法的立法历史(legislative history)显示,立法者自身也充分意识到了重叠问题的存在,并且不认为其构成相关主体享受安全港保护的障碍<sup>18</sup>。

### 缩小了的裁量权

一个很自然的问题是,为何要给予金融合约这种特殊待遇,为此不惜让破产法的某些核心机制作出妥协?如果不考虑利益群体游说和博弈等现实因素,单从公开的立法历史本身来看,答案是防范和减少系统性风险。金融合约尤其是金融衍生产品合约几乎是大型机构投资者和中介机构的专

属领地,高金额、高杠杆、高风险,并且交易范围相对集中,同一主体往往是多份合约的相对方,牵一发而动全身。在此情况下,如因某个当事方的破产导致金融合约无法顺利履行,将会导致合约相对方受到冲击,进而影响相对方之相对方,造成连锁反应,危及金融衍生产品市场乃至整个金融市场的稳定和安全。早在1982年修订《破产法典》的立法报告中,立法者就指出,有必要对金融衍生产品给予特殊待遇,以防止“一家机构的破产扩散到其他经纪人或结算机构,并引发市场崩溃的风险”,并声称“对于将破产可能引发的潜在巨额损失和市场连锁反应最小化而言,迅速结清破产人的头寸无疑是可取的”<sup>19</sup>。2005年破产改革法的立法报告也明确表示,法案对某些金融交易给予特殊待遇是旨在“减少银行体系和金融市场中的系统性风险”,即“一家企业的倒闭或者一个市场或结算系统的中断扩散为危及其他企业、其他市场部门或者金融系统整体的风险”<sup>20</sup>。

问题在于,前文已经提及,立法者此前在设置金融合约安全港时采取的是拼凑式的方法(patchwork approach),即在安全港框架内陆续纳入新的类别,并在每个类别下分别规定其享有的豁免,而未进行援引和整合,这就使得法院在面对一些“擦边”交易时,对于其是否属于可能引发系统性风险、从而应该享受安全港保护的“金融合约”并非一目了然,因此倾向于通过对交易的经济实质进行审查来作出裁量。然而,这种自由裁量权的行使却面临着棘手的现实,那就是一些金融合约同其他非金融合

约交易，如担保贷款，从经济实质上很难加以区分。回购协议就是一个很好的例子。

回购协议实际上可以分解为一份远期合约和一份证券合约：在远期合约下，甲方同意在未来某一时刻(如1年以后)以约定价格(如1100元)向乙方买进特定证券；与此同时，在证券合约下，甲方现在按照市场价格(如1000元)向乙方卖出同等数量的该种证券。两份合约相组合的净效果(net result)正相当于一项担保贷款：甲方从乙方处获得1000元的贷款，1年后偿还，利息为100元，以转让给乙方的证券作为还款担保<sup>21</sup>。尽管从经济实质上看与担保贷款并无区别，但这种组合却是金融市场上普遍存在的回购协议，就类别而言属于受安全港保护的金融合约。

作为一种类别，回购协议早在《破产法典》1984年修订时就被纳入安全港。但是，在2005年破产改革法之前，受保护的回购协议仅限于以存款单、银行承兑汇票和政府债券为标的物的回购协议<sup>22</sup>。那么，对于不

在此范围之内的回购协议，如以按揭支持证券(MBS)或股票为标的物的回购协议，又该如何裁量？是受保护的金融合约(按照上述分解，它们无疑属于“购买、出售或者借贷证券”的合约)，还是不受保护的实质上的担保贷款？在2005年之前，这个问题的答案并不确定。尽管多数法院倾向于尊重当事方以回购协议取代担保贷款来架构交易的实践，并认可二者间的区别，但也有法院通过审查经济实质，将特定回购协议视同为担保贷款，否认其受保护性。在著名的In re Criimi Mae, Inc.一案中，联邦破产法院认定，当事方所签订的涉及破产人证券的“回购协议”在缺乏其他证据支持的情况下，并不足以表明所有权转移和证券真实出售并从而区别于担保贷款<sup>23</sup>。法院的一个主要理由是这份协议中存在着非标准条款，要求买方向卖方回售所购买的原证券(而非等值同种证券)，从而限制了买方的处置权，不构成真正意义上的所有权转移和证券销售，因此不应受到安全港

保护<sup>24</sup>。不仅如此，法院还明确表示：“法院必须审查合约的实质条款。因此，真正有关紧要的不是合约内的描述，而是合约条款的效果。”<sup>25</sup>

审查经济实质固然是法院自由裁量权的范围，然而，将此分析用于评判回购协议(金融合约)是否成其为回购协议(金融合约)，却多少有些文不对题，因为回购协议(金融合约)独特性的来源乃是商业实践，而非经济实质。事实上，如上所述，即使是已经被《破产法典》明确列举的受保护回购协议，就经济实质而言其担保贷款的属性也丝毫不逊于金融合约的属性。联邦纽约南区地区法院在1998年的一份判决中对此作了精当的论述：“在担保贷款交易中，卖方保留对证券的受益所有权；在买卖交易中，卖方负有重新取得所有权的契约义务。卖方在证券市值中的利益，在前一种情形里并不比在后一种情形里更大。显然，任何试图通过在细致微调的天平上权衡经济因素来确定一项回购或逆回购交易究竟更像担保贷款还是买卖交易的努力，最终都会是徒劳无功。”<sup>26</sup>

有关回购协议的争议在2005年破产改革法中得到了明确解决。所有回购协议，包括在Criimi Mae中困扰法院的回购协议，现在都可以被新的“证券合约”定义所涵盖(……“针对上述任何品种及其期权的回购或逆回购交易；……”)。但是，这并非问题的全部。金融合约的可能组合形式是无穷无尽的，要模拟贷款，并非只能通过回购协议。在这个意义上，破产改革法真正重要的一点不在于其澄清了回购交易(或其他具体交易形式)的可保护性，而在于其在详细列举的具体交



安然公司操纵财务报告，虚增收入，欺诈投资者和债权人。

图Phototex

易清单之外,规定所列举交易的“任何形式的组合”也在保护范围之内,从而大大降低了法院认定中的不确定性,也为业界实践发展和金融创新预留了足够空间。如果再考虑到开放式的“相似”条款和对“互换”的宽泛界定,这一点就更为明显了。

通过扩大清单范围、保护交易组合、加入“相似”条款、全新界定“互换”,破产改革法将判别金融合约的最终意义上的发言权留给了业界惯例和市场实践:只要是在金融市场上普遍运用并被业界认可为回购、互换或其他受保护类别的交易,就都属于安全港适用范围内的金融合约,至于其经济实质是否是贷款或者其他非金融合约在所不论。法院的自由裁量权被大大缩减了。在面对一份存在疑问的合约时,法院现在需要/能够做的不是探究经济实质,而是探询业界惯例:根据市场实践和业界惯例,这样一份合约是否会被认可为金融合约。立法者的这一意图,在其关于将回购协议纳入证券合约的立法说明中表露无遗:“加入‘回购或逆回购交易’旨在消除对于一项回购或逆回购交易是买卖交易还是担保融资……的任何探究。……针对所有证券(例如股权证券、资产支持证券、公司债券和商业票据)的回购或逆回购交易现在都包涵于‘证券合约’的定义中。”<sup>27</sup>在某种意义上,可以说破产改革法的这一定位将法院从此前多少有些勉为其难的“经济实质”探究中解脱了出来,因为如前所述,这种探究在很大程度上不对题,从而徒劳的。破产改革法这种“形式重于实质”的立场,在将“保证金贷款”纳入“证券合

约”这一点上更是展现得淋漓尽致。保证金贷款(margin loan)是指在证券融资交易中由证券经纪人或其他金融机构向投资者提供,并以投资者购买的证券组合(securities portfolio)为担保的贷款。从内容到名称,这都是一种担保贷款,然而破产改革法却将其明确纳入了保护清单,因为这是为业界实践所普遍认可的交易形式。

### 清晰了的边界线

在保护范围如此显著扩张,法院自由裁量权如此显著收缩的情况下,金融合约安全港的边界线,如果有的话,究竟在哪里?

至少从公开的立法历史看,立法者并未打算让“金融合约”成为市场参与者指鹿为马行为的护身符。在将保证金贷款纳入保护清单的同时,国会指出:“在(证券合约)定义中纳入‘保证金贷款’只是意在涵盖那些在证券行业普遍认知为‘保证金贷款’的贷款,……而并不包括碰巧也是以证券作为担保物的其他贷款。”<sup>28</sup>同样的提醒也出现在对宽泛的互换协议新定义的说明中:“‘互换协议’的定义不应被诠释为允许当事方将非互换交易记录为互换。传统的商业安排,如供货协议,或者其他非金融市场交易,如商业贷款、住房贷款或消费贷款,不能仅仅因为当事方声称将交易记录或标示为‘互换协议’,就在……破产法典下作为‘互换’对待。”<sup>29</sup>因此,金融合约安全港并非保护所有自称的金融合约或交易,只有那些被业界共同认可并且在市场上反复进行的金融交易,才会受到保护<sup>30</sup>。

即使是这些被共同认可和反复进行的金融交易,在享受安全港保护时也有着一条不可逾越的界线,那就是不得用于进行欺诈。如前所述,《破产法典》对于破产前夕的欺诈转让(包括实际欺诈和推定欺诈,即不合理低价)和偏颇性转让加以限制,允许破产托管人予以撤销。在为金融合约提供的的安全港中,法典对其豁免适用推定欺诈转让限制(§548(a)(1)(B))和偏颇性转让限制条款(§547(b)),但对于实际欺诈转让限制条款(§548(a)(1)(A))的适用则未予豁免。换言之,如果当事方存在实际欺诈,即存在“阻碍、拖延或欺诈(破产债权人)的实际意图”<sup>31</sup>,那么即使其所签订的合约形式上在安全港清单之内,破产托管人仍然有权依据第548(a)(1)(A)节,对其予以撤销。

在上文提及的安然公司“预付”交易中,所使用的预付远期合约本身并非异数,反而是远期市场的重要组成部分。但是,根据证券交易委员会(SEC)的调查,安然公司使用预付远期合约和到付远期合约的组合是用于操纵财务报告、掩盖贷款、虚增收入,以实现欺诈投资者和债权人的意图<sup>32</sup>。在此情况下,上述组合合约显然不能也不应受到安全港的保护。

2005年破产改革法延续了《破产法典》此前的做法,对实际欺诈转让限制条款的适用不予豁免。与此同时,破产改革法将欺诈转让(包括实际欺诈和推定欺诈)的回溯期从一年扩展为两年<sup>33</sup>。换言之,在破产申请提起之日前两年内进行的金融交易,如果证实存在实际欺诈,破产托管人均有权加以撤销。

然而，要证明当事方存在“实际欺诈”并非易事，因为采集相关证据的难度颇大。事实上，对实际欺诈进行证实之困难，本身就是引入推定欺诈（不合理低价）条款的一个重要原因。在此，业界认可和惯例再一次成为重要依据。一些法院在案件审理中已经注意到，包含欺诈因素的交易难得会是金融市场上的惯常交易。这是因为，欺诈必须被掩盖，而为了掩盖欺诈，当事方往往会求助于不寻常的合约组合及/或“人工”添加的并非必需的第三方。这些都容易使得相关交易带有“非典型性”，与业界共同认可和市场反复实践的惯常交易形成对比，并成为探寻实际欺诈意图的线索。因此，即使是在处理包含欺诈因素的交易时，业界惯例也成为辨识和定性的基准。

由是观之，尽管2005年破产改革法大大扩展了金融合约安全港的范围，但通过确立金融业界惯例的主导地位，以及维持和强化实际欺诈限制条款的适用，法案反而减少了判定中的不确定性，使金融合约安全港的边界线更为清晰。简言之，只要不存在实际欺诈，被业界共同认可和市场反复实践的惯常金融交易，都能享受安全港的保护。

## 几点借鉴

为了控制和减少金融市场系统性风险，美国《破产法典》长久以来陆续给予若干合格金融合约以程度不等的破产安全港保护。在此基础上，2005年的最新修订向前迈进了一大步。假定通过金融合约破产安全港来减少系统性风险是合理和有效的，那

么2005年破产改革法推进和厘清这一机制的努力无疑值得称道。

通过因应市场发展增加例外清单项目，尤其是引入宽泛的“互换”新定义，破产改革法显著扩展了安全港的覆盖范围，在衍生产品领域更是给予了实质上的市场整体保护。同时，经由极富弹性的“组合”条款和“相似”条款，辅之以几乎无所不包的新互换定义，立法者确立了“形式重于实质”的基本立场，强化了业界惯例和市场实践作为判别基准的地位，消减乃至消除了法院探究相关交易“经济实质”的空间，大大压缩了法院在这一领域某种意义上徒劳无功的自由裁量。尽管安全港范围显著扩大，但通过继续适用实际欺诈限制条款、充分利用业界惯例的线索和指引功能、压缩法院的自由裁量空间，破产改革法反而减少了辨识和判定中的不确定因素，使安全港的界线更为清晰。这种清晰和确定，应该是金融市场所乐见的。

在我国，金融机构破产是否及如何写入破产法，一直是新破产法制定过程中争议的焦点。2006年8月27日正式通过的《中华人民共和国企业破产法》采取了折中的方式，在第134条第2款规定：“金融机构实施破产的，国务院可以依据本法和其他有关法律的规定制定实施办法。”换言之，金融机构的破产在基本程序上适用破产法的规定，但在一些特殊机制上，则留待国务院的实施办法加以解决。金融机构破产所可能引发的系统性风险以及由此需要给予的特别处理，无疑是立法机关在此问题上长时间迟疑和最终予以折中的一个重要原因。在国务

院此后制定金融机构破产实施办法时，对于金融合约的处理，也将是不容回避的问题之一。由于我国同美国在金融市场发达程度及破产法律成熟程度方面均有较大差异，直接的规则移植并不现实。但是，从上述与金融合约有关的最新修订中探寻某些原则和趋势，为金融机构破产实施办法中类似机制的建立提供一些思路，却是不无意义的。笔者以为，就我国的金融合约破产安全港而言，至少有如下三个方面可资借鉴和进一步探讨：

首先，安全港的主体问题。美国金融合约安全港的主体范围非常广泛，在衍生产品领域涵盖了所有合约相对方，即使是在范围相对狭窄的证券合约领域，也包括了证券机构、其他金融机构和结算机构。金融混业的深入和金融创新的层出不穷使得金融合约的结构日益复杂，主体日益多样化，若欲有效防范系统性风险，必须适应现实发展，对主体范围给予较为宽泛的界定。目前我国金融合约的主体还主要是证券公司、期货公司、基金公司等证券类机构，但分业严令已然取消，混业经营初现端倪，银行、保险等非证券类金融机构的介入只是时间问题。因此，有必要对安全港的主体给予较为宽松和灵活的规定，以便为市场发展预留空间。

其次，安全港同投资者保护机制的配合和衔接问题。值得注意的是，在美国金融合约安全港机制中，受保护主体并不包括个人投资者。在一般证券合约中，必须是证券机构、其他金融机构和结算机构，自不待言；在实质上涵盖全部衍生交易的“互换”中，参与人虽说是“任何”，但也指

的是“……任何实体”(着重号系作者所加),并不包括个人。这种似乎是“重机构轻个人”的制度设计,看上去同强调投资者保护的传统原则格格不入,其实不然。金融合约安全港并非孤立的机制,在应对金融机构破产的系统性后果方面并非单兵作战。以《证券投资者保护法》(SIPA)为依归、证券投资者保护公司(SIPC)为核心的证券投资者保护基金制度,已经给予了个人投资者在其证券经纪商破产时的特殊保护。个人投资者对金融交易的参与,是通过其证券经纪商(在混业经营的情况下也包括银行等从事经纪业务的其他金融机构)来进行的,而经纪商本身又在安全港覆盖范围之内。这样,在投资者保护基金正常运作的前提下,无需再经由破产安全港来给予个人投资者特别保护。我国目前已经初步建立起了证券投资者保护基金的制度框架,但具体规则和运作仍在探索之中。在制定金融合约安全港规则过程中,注意二者间的配合与衔接,实为必要。

最后,业界惯例的问题。2005年破产改革法使得业界惯例和市场实践在金融合约安全港的适用中占据了基础性的地位。这反映了至少两点:第一,在这个专业性、技术性极强的领域,法院的鉴别和判断能力相对有限,必须对业界惯例给予足够尊重;第二,在这个错综复杂而又瞬息万变的领域,规则的清晰、直接和预见性至关重要,在很大程度上形式重于内容,需要对法官的自由裁量给予较大限制。对于金融交易尤其是衍生产品交易还普遍较为隔膜的我国司法部门而言,上述表述应该同样是适用的。

但是,这种对业界惯例的推重有两个前提:一是业界有普遍接受的惯例,二是业界的操守和声誉值得信任,而这两点都有赖于业界的充分自律。故此,在我国金融合约安全港机制的建

立和运作中,必须充分考虑和发挥金融业界的自律功能,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。

## 注释

1. 11 U.S.C. § 365(e) (2002).
2. 11 U.S.C. § 362(a) (2002).
3. 11 U.S.C. § 547(b) (2002).
4. 11 U.S.C. § 548(a)(1) (2002).
5. 11 U.S.C. § 741(7) (2002).
6. 11 U.S.C. § 101(53C), 362(b)(7), (17), 546(f)(g) (2002).
7. 11 U.S.C. § 362(b)(6), 555, 556 (2002).
8. 11 U.S.C. § 546(e) (2002).
9. BAPCPA § 907(a)(2) (to be codified at 11 U.S.C. § 741(7)(A)).
10. See Allen & Overy Memorandum on U.S. Netting Legislation for ISDA, at 2 (April 2, 2001), available at [http://www.isda.org/speeches/pdf/memorandum\\_for\\_ISDA-US-Netting-legislation.pdf](http://www.isda.org/speeches/pdf/memorandum_for_ISDA-US-Netting-legislation.pdf), last visited Apr. 24, 2007.
11. BAPCPA § 907(c) (to be codified at 11 U.S.C. § 101(38A)).
12. BAPCPA § 907(b)(2) (to be codified at 11 U.S.C. § 101(22A)).
13. 11 U.S.C. § 101(53B) (2002).
14. BAPCPA § 907(a)(1)(E) (to be codified at 11 U.S.C. § 101(53B)(A)).
15. 几乎所有金融衍生产品合约都可以体现为期权、远期(期货实质上是标准化了的远期合约)和互换的某种形式的结合。See Norman M. Feder, Deconstructing Over-The-Counter Derivatives, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 677, 691 n. 24.
16. 11 U.S.C. § 101(53C) (2002).
17. 11 U.S.C. § 362(b)(6), 546(e), 556 (2002).
18. 例如,国会在关于2005年破产改革法的立法报告中指出:“在‘互换协议’定义中使用的‘远期’一词”并不仅指属于‘远期合约’定义范围之内的交易。相反,一项‘远期’交易即使不是‘远期合约’,也可以是‘互换协议’。”H.R. Rep. NO. 109-31, at 129 (2005). 这意味着国会完全意识到新的“互换”定义将会涵盖所有的远期交易。同一报告还指出:“‘金融参与人’的定义同关于‘证券合约’、‘远期合约’、‘商品期货合约’、‘回购协议’、‘互换协议’的法典

- 其他条款之间并不相互排斥。具备‘金融参与人’条件的实体同时也可能是‘互换参与人’、‘回购参与人’、‘远期合约商’、‘商品期货经纪人’、‘证券经纪人’、‘证券结算机构’及/或‘金融机构’。”Id., at 131.
19. See H.R. REP. NO. 97-420, at 2, 4 (1982).
  20. See H.R. REP. NO. 109-31, at 20 (2005).
  21. 这里讨论的是所谓买断式回购。从严格的法律形式上看,买断式回购同担保贷款当然有着一个基本区别,那就是证券的所有权发生了转移,乙成为证券所有人,有权自由处分,与担保贷款中对担保物享有的担保权有所不同。但是,就经济实质而言,二者并无不同:乙对甲的融资事实上是以所转让证券为担保的,无论乙对证券的处分是发生在甲回购(还款)或违约不回购之前还是之后。而如果是我国一度只允许的封闭式回购(担保式回购),那么就这一区别也不复存在了。
  22. 11 U.S.C. § 101(47) (2002).
  23. See *In re Criimi Mae, Inc.*, 251 B.R. 796, 805 (Bankr. D. Md. 2000).
  24. Id., at 804.
  25. Id., at 802.
  26. *Granite Partners, L.P. v. Bear, Stearns & Co.*, 17 F. Supp. 2d 275, 301 (S.D.N.Y. 1998).
  27. See H.R. REP. NO. 109-31, at 119 (2005).
  28. Id.
  29. H.R. REP. NO. 109-31, at 129 (2005).
  30. See Generally H.R. REP. NO. 109-31, Section-by-Section Analysis and Discussion, Title IX. Financial Contract Provisions (2005).
  31. 11 U.S.C. § 548(a)(1)(A) (2002).
  32. See SEC v. J.P. Morgan Chase, SEC Litigation Release No. 18252 (July 28, 2003).
  33. See BAPCPA § 1402 (1) (to be codified at 11 U.S.C. § 548(a)(1)(A)).