

ISDA主协议法律问题研究

—以净额结算和信用安排为主线

Study on the Master Agreement of ISDA

尹 静 静*
Yin Jingjing

目 次

- I. 引言
- II. ISDA及其法律文件
- III. ISDA主协议中的终止净额结算制度
- IV. ISDA主协议中的信用支持安排
- V. ISDA主协议在中国法下的运用问题研究

국문초록

금융파생상품거래는 전형적인 가상경제로서 리스크의 이전, 미라이행 등의 특성을 가지고 있다. 구체적으로 말하자면, 금융파생상품거래는 국제금융시장에 거대한 영향을 미치고 있다. 이의 신속한 발전에 따른 금융파생상품거래의 고도의 위험성과 복잡성은 각국 정부의 충분한 관심을 받지 못하고 있다. 금융위기가 시작된 후, 장외에서 진행되고 있는 금융파생상품의 리스크는 세계경제에 막대한 손해를 입혔다는 사실을 사람들로 하여금 심각하게 인식하였다. 법률계에서는 오래전부터 금융파생상품의 리스크를 알았고 이에 관한 규제조치도 많이 제기되어 왔다. 파생상품거래의 안전을 확보하기 위하여, 국제조직은 여러 문건

논문접수일 : 2015. 03. 16.

심사완료일 : 2015. 04. 29.

게재확정일 : 2015. 04. 30.

* 西北政法大学2012级硕士研究生。本文指导教师是张学安教授。

을 발표하였다. 이 논고는 ISDA 주 계약서의 순액결산종결과 신용파생상품을 연구대상으로 영미법률과 결합하여 중국법에서의 적용을 연구하기로 한다.

주제어 : ISDA 주 계약서, 순액결산종결, 신용파생상품, 국제 스왑 파생상품 협회, 파생금융상품

I.引言

金融衍生交易已经对国际金融市场产生了巨大影响,与迅猛的发展相伴的是,金融衍生交易背后隐藏着不易察觉的高度风险性和复杂性。本轮金融危机的爆发,充分暴露了场外交易金融衍生品交易风险对世界经济造成的巨大破坏。法律界早就关注到了金融衍生品交易的风险,并且创制了不少控制衍生品交易风险的法律安排,具有代表性的是国际互换与衍生工具协会(International Swaps and Derivatives Association, ISDA)发布的主协议。该协议在防范场外衍生交易风险方面起着不容忽视和无可替代的作用,并已经得到国际社会的广泛认可。中国的人民币衍生交易法律制度设计和理念也借助于主协议,发布了中国版的主协议即《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》。中国的《主协议》借鉴、移植了ISDA的主协议风险防控理念,但是由于ISDA主协议的法律适用是英美普通法,与中国的现行法律制度包括金融监管制度存在差异或者不协调。本文在对ISDA主协议核心法律制度分析研究的基础上,对中国本土的主协议进行分析研究,以期在借鉴的基础上完善中国金融衍生品交易主协议制度。

II. ISDA及其法律文件

作为全世界范围内规范金融衍生交易最具权威的组织之一,ISDA致力于向会员提供标准交易文件、互换市场信息、交易对策和风险防范建议等。ISDA文件群包含主协议、主协议附件、交易确认书、交易定义文件等,其中主协议及附件都是

针对衍生交易方式的文件，交易确认书是确认交易具体内容的文件，主要针对特定交易中的经济条款作补充性规定，或根据实际需要对本协议及附件的内容进行修改；交易定义文件是为各个类别的交易和相对的交易确认书的格式、术语提供通用标准的文件。

ISDA协议是场外金融衍生交易市场的基础，为交易提供了模版。目前，ISDA已经颁布1987年版、1992年版和2002年版三份主协议。¹⁾1992年版ISDA主协议的适用范围已经扩展至囊括了大部分衍生交易，2002年版ISDA主协议进一步完善了终止净额结算制度，使得主协议中不同交易之间也能进行抵销和净额结算，以避免系统性风险。

ISDA主协议有三项比较独特的法律安排，即单一协议制度、终止净额结算制度和信用支持安排制度。这三者共同构成了主协议制度的框架，对于防范衍生交易的系统风险起到关键作用，有力有效地维系着金融衍生交易市场的稳健发展。

1. 单一协议制度 (Single Agreement)

ISDA主协议第1条(c)款将主协议下双方之间存在的所有交易纳入一个协议，利用该完整有效的协议规范之前需通过多个协议达成的若干交易。之所以建立这种关联，是因为若出现违约或者终止事件，交易双方欲终止该协议时，能够将处于同一合同下的所有交易提前终止，经过终止净额结算产生一个固定净额。不少国家（包括中国的破产法）法律规定，破产管理人享有挑拣履行权，能趋利避害地选择合同，而未破产的一方则需继续履行支付义务，这种选择的结果可能使交易另一方对破产方的债权无法行使，这对未破产方很不公正。利用单一协议能够避免破产管理人对交易别择处理，进而有力增强净额结算的实施效果。

2. 终止净额结算制度 (Close-out Netting)

终止净额结算是当发生违约或者终止事件时，交易当事人的所有交易都被提前

1) 目前国际上一般采用1992年主协议与2002年主协议。本文中，当论述ISDA主协议相关问题时，除非另有说明，均指这两种主协议

终止，并将交易对应的盈亏轧差结算，以代替或更新之前交易双方之间的权利义务。终止净额结算是ISDA主协议的核心，也只有通过此制度安排，才能够实现ISDA为市场参与者提供稳定高效的衍生品市场的宗旨。

终止净额结算是金融衍生交易中的一道最重要的防火墙，尤其是在2008年的金融危机中，时任NAFMII的秘书长时文朝说：“在这次次贷危机中，正是由于主协议的终止净额结算制度，极大降低了雷曼与无数交易对手之间的危险，将类似天文数字的总量风险降至相互轧差后的净额风险，否则这场金融风暴规模更大。”

3. 信用安排支持制度 (Credit Support Arrangements)

根据信用支持文件设定的“担保”方式，信用支持分为两类：担保权益型(Security Interest Approach)信用支持安排和所有权转移型(Title Transfer Approach)信用支持安排。若交易双方选择担保权益型，为了覆盖自身净信用暴露，出质人需要向担保权人交付一定的合格信用支持物。若当事人选择所有权转移型，转让方就必须要向受让方交付合格信用支持物以覆盖转让方出现的净信用暴露，同时合格信用支持物的所有权转移至受让方。这两种类型最基本的区别就是受让方是否享有担保权益，信用支持的效力是否依赖于担保权益的实现。根据所有权转移型，当事人之间并没有设立担保物权，受让人基于对合格信用支持物的所有权，可以对其进行任何形式的处分，受让人承担的惟一义务，是在转让人的净信用暴露降低时，返还同类信用支持物。²⁾

III. ISDA主协议中的终止净额结算制度

1. 终止净额结算的内容和适用程序。

关于终止净额结算，2002年版ISDA主协议详细规定了提前终止、付款日、付款

2) Alastair Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, 3rd Ed. Svveel&Maxwel 1, 2002, p.12-15.

等重要内容，详细内容如下：

①提前终止的权利。第6条 (a) 和 (b) 款规定了因为违约事件或终止事件触发合同提前终止时守约方享有的权利，守约方有权以通知的方式，指定该通知生效后的某一日当作交易的提前终止日，从而提前终止全部未完成的交易。如果附件上有“自动提前终止”适用交易一方的规定，发生违约事件后，所有未完成交易的提前终止日会立即生效。提前终止之后，违约方仍需支付守约方未来的盈亏，也就是说，提前终止的经济效果和全部履行的经济效果是完全一样的。³⁾

②计算与付款日。第6条 (d) 款针对被提前终止的交易的计算以及付款日均有作规定。计算金额是终止净额结算的关键步骤，起着上承终止权利的行使，下启结算支付的重要作用。“计算”就是指于提前终止日终止的所有交易项下的义务做计算，得到一个最终的金额，以此金额代表着所有交易项下盈亏抵消的余额。交易各方应于提前终止日或其后及时计算账目，并向对方提供一份报表。

“付款日”是指款项支付之日，分为 (1) 出现违约事件使得交易提前终止时，应在付款通知生效的当天支付；(2) 出现终止事件使得交易提前终止时，付款通知生效当天的第二个当地营业日即为付款日。

③提前终止之付款。第6条 (e) 款对提前终止的付款情形进行了区分，分别规定了因违约事件的付款和因终止事件的付款。在计算提前终止款项时，ISDA主协议采用单一评估法。

综合起来，看见终止净额结算的触发条件是：首先，出现主协议中约定的违约或者终止事件；其次，启动终止现存交易、轧差及更新三个步骤，以前面的步骤作为后一步的基础，这些步骤的依据都是合同法；最后，终止净额结算一般都是在违约一方进入破产程序前就已经开始，更新之后的交易免于遭受破产管理人的挑拣履行。

2. 终止净额结算制度与抵销的区别

从经济角度来看，终止净额结算与抵销并无多大区别，都是对当事人之间互相支

3) 刘燕、楼建波：“金融衍生交易法律问题的五个层次——以衍生品合约为中心的分析框架”，载《涉外资银行审判实务与前沿》，法律出版社，2011年版，第99页。

付金额的冲抵。但终止净额结算是抵销的一种高级形态，主要运用在金融领域的交易。从法律性质上看，终止净额结算是ISDA主协议内相互之间的支付进行轧差，形成一个新的单项支付，属于债的形成行为，抵销是双方彼此都负有债务时，以其债权抵偿债务，这种抵偿是在等额之内进行，是债的消灭行为。抵销适用于ISDA主协议下终止时的付款和其他协议中的未付款项，已经超出了主协议的调整范围。

终止净额结算制度是基于合同中双方的约定，是合同上的权利；抵销制度则是基于各国法律尤其是破产法的规定，是一种法定的权利，具有更强的法律意味。2002年版ISDA主协议分别对终止净额结算和抵销作出相应规定，可见起草者的本意上就认为两者不能混同，因而把二者做了区别。终止净额结算已在国际金融市场上得到广泛应用，其在经济、金融实践中的意义是抵销所不能替代的。⁴⁾

(三) 普通法上的终止净额结算法律模式

终止净额结算立法，是为了增强净额结算协议或者净额结算的有效性，以及在不同司法管辖区的法律确定性，给交易当事人提供法律指引。纵观世界各地针对终止净额结算的立法，一种模式以美国为代表，以立法形式承认终止净额结算的效力；另一种以英国为首，并无针对终止净额结算的特殊制度规定。无论哪种模式，金融衍生交易发达的国家的司法实践都会给中国的净额结算立法提供借鉴。

1. 美国的终止净额结算法律制度

美国是世界上最早明确终止净额结算效力的国家，在众多法律中，本文选取较具代表性的1978年《美国破产法法典》(Code)及其1990年修正案、《联邦存款保险法》(FDI A)、《联邦存款保险公司推进法》(FDICIA)进行分析。

首先是Code的规定。Code第365(e)(1)条表明一方破产时非破产方有权提前终止合同，明确规定了破产情形下的终止净额结算，同时第101条承认了单一协议性质，奠定了终止净额结算的法律基石。

1990年修正案对Code的一些规定作出重大变动，具体有：

(1) 明确非破产方的抵销权，非破产方能将其在“互换协议”中的或相关的互负债务进行抵销，其交付的担保物也能抵偿所欠款项。

(2) 出现破产情形时，确认终止净额结算的可执行性，根据合同中的约定，当

4) 中国银行间市场交易商协会：“完善终止净额制度——发展金融衍生品市场”，《复印报刊资料》(财政金融文摘卡)，2008年，第6期。

事方可以清算、终止或加速到期“互换协议”，并将“互换协议”项下的终止金额、支付金额净额处理。

(3) 保护诚信转让。取消“互换协议”在开始破产程序前90天（如果财产转让给内部人，该期限是1年）内的转让或支付无效的规定。

由上述规定可知，Code及其修正案完全承认了终止净额结算。

其次是FDIA的规定。FDIA比较全面地阐述了终止净额结算，对接管人或监管人挑拣履行的行为也有所约束，这能够有效消解场外金融衍生交易非破产方在净额处理后面临的来自破产方的风险压力。在美国，根据市场参与者的类型区分适用不同的破产管辖法律，如果由联邦储蓄保险公司（FDIC）保险的金融机构破产，则适用FDIA。

FDI A中规定，FDIC是所有保险机构的接管人或者监管人，同时对挑拣履行权增加了重要的实质性限制，不能选择性处理合格性金融合同。FDI A规定，被保险的金融机构破产时，非破产方有提前终止合同、对合同中的终止金额、支付款项或其它支付义务进行净额处理的权利。但是，当FDIC担任监管人时，合格金融合同并不会被废止停用，合同权利和义务由FDIC承继。此后一旦发生违约，合同就立即终止，这种对合同行使终止权利的限制，不会影响交易双方抵销或净额计算得出的各交易之支付金额或终止金额。

最后是FDICIA的规定。FDICIA条款表明，交易双方适用FDICIA的条件是双方必须都是符合要求的“合格金融机构”，它们当中的净额结算安排具备强制执行力，不受“法院、行政机构或其他机构发布的停止令（stay）、禁令（injunction）、废止令（avoidance）、延缓令（moratorium）或类似程序（similar proceeding）”的约束。

从上述三个法律文件可以看出，美国法已经确认了终止净额结算的效力，对该制度的适用范围也进行了界定，以求更好保护破产债权人的利益。近些年来，美国的净额结算立法逐步体系化发展，致力于寻求多部破产法律之间对破产程序中净额结算协议执行问题的统一，从而加强终止净额结算的强制执行力。

2. 英国的终止净额结算法律制度

英国法中，终止净额结算的效力主要来自合同法的基本原则和破产抵销。英国合同法律尊重交易当事人的意思自治，当事人享有约定合同终止的权利，当出现约定的终止情形时，合同自然终止。即便出现破产，清算人也不能阻止当事人按

照约定终止合同，故而ISDA中的提前终止权能够得到英国法的认可。

另外，根据英国《1986破产规则》规定，如果在破产程序开始之前存有应该抵销的债权债务，则只有抵销形成的余额才能在破产债权申报中主张权利，并且，此条规定当事人不得单方或者合意排除该条规定的适用。⁵⁾这就可以解释以下情况，当出现违约事件时，主协议被提前终止，各方将自动强制地对各交易的盈亏价值抵销，计算出一个最终金额，其实现效果等同于终止净额结算。

为了防止破产抵销制度的滥用，英国《1986年破产规则》对可供抵销的债务设置了两项限制条件：一是交易双方在进入破产清算程序前存有相互交易，抵销的债务应产生于相互交易中；二是需要抵销的债务必须到期。此后，英国《2005年破产规则》针对上述规定作出修订，只要因为破产日之前的义务引起的债权债务都能进行抵销，债务并不一定需要已经到期支付，只要该债务按照其所产生的合同约定或法律规定能用金钱计算，且在某些未来事件发生时会成为应付的债务就能进行抵销。

在其他相关法律中，2009年颁布的英国《银行法》对终止净额结算作出法律肯定，2003年《金融担保安排法》中提出了终止净额结算的术语，允许金融担保债权人可以运用此制度实现债权，尽管英国法中没有关于终止净额结算的特别规定，但在破产强制抵销权的运用下，已经实现等同于终止净额结算的功能和效果，即终止净额结算在英国法上能够得到有效执行。

IV. ISDA主协议中的信用支持安排

1. ISDA信用支持安排

ISDA信用支持安排是实现方式上优越于一般意义上的担保，因为在特定的环境下，信用支持可以充当一种“代物清偿”，直接用于完成主协议项下的全部交易，不再具有担保的补充性。⁶⁾其效力受主协议和信用支持文件本身准据法两者的共同

5) 陶修明：《国际金融衍生交易终止净额结算法律制度研究》，对外经贸大学出版社，2007年版，第93页。

影响。主协议的无效并不必然致使信用支持安排无效。

作为一种新型制度，ISDA信用支持安排遵从市场实践，不套用各国国内法的既定模式。尽管ISDA信用支持安排与传统民法理论的差异比较大，但随着法制的完善和发展，相信其终将会被各国法律体系广泛地理解和吸收。

1. 担保权益型 (Security Interest Approach)

担保权益型以《纽约法下信用支持附件》(NYCSA) 为代表，试图创设一种美国纽约法下的质押担保物权。在NYCSA的框架下，交易双方均有设定担保物权的意图，担保权人对收取的或出质人提供的担保品享有首位优先权 (First Priority)，意欲以担保品的价值覆盖交易信用风险，得以保障担保权人的交易安全。

NYCSA创设的担保物权欲有效成立，合格信用支持物必须要达到相应标准，并且要交付给担保权人，否则担保物权无效。如果担保权人将持有的担保品返还给出质人，担保权益就会立即解除。在NYCSA的规定下，担保权人有多种方式可以实现担保物权，首先，履行过通知义务进行清算时，担保权人可将其所持有的担保品拍卖、变卖或作以其它处分。其次，担保权人还能以诉讼或者其它有效的补救方法实现权利。另外，担保权人还享有NYCSA赋予的一项特殊权利，即能将出质人所负支付义务与持有的担保品价值等额内抵销。

2. 所有权转移型 (Title Transfer Approach)

《英国法下信用支持附件》(ECSA) 适用英国法，在英国法管辖地区进行的衍生交易也多都惯用所有权转移型信用支持安排。之所以要在担保权益型之外设计ECSA文件，ISDA主要有以下考虑：一、英国法下传统担保权益（质押）的协议文本比较复杂、执行质押物的程序比较繁琐；二、担保权人不能对质物作使用、处分等处理；三、适用传统担保会使得交易成本变得更高。

ECSA第5条 (b) 款规定，无任何意图在一方转让给另一方的现金或证券上为对方利益而创设按揭、抵押、质押、财产负担或其他形式的任何担保权益。换言之，所有权转移型并非是在试图创设一种新型担保，它只是在转让担保物所有权，即受让方要返还等同担保物价值的可替代资产，并在此种所有权的基础上可以不受限制地处置该担保物。同时转让方也不得以任何形式来回赎已经转让的担

6) Satyajit Das, Swaps & Financial Derivatives Library, John Wiley & Sons, 2006, p.1595.

保物。担保物一经转让，交易双方之间就已经建立起了信用支持安排，合同终止后，按照相关规定进行终止净额结算。

担保权益型与所有权转移型两者之间的区别具体分析如下：

(1) 担保品的性质不同。NYCSA文件下的信用支持安排创设的是一种担保利益（质押），合格信用支持物虽然已经交付，但其所有权并不发生转移，担保权人仅仅享有质权；ECSA中，合格信用支持物一经交付，所有权立即转移给受让方，转让方也不得进行回赎。

(2) 担保双方对合格信用支持物的权利不同。NYCSA文件中，合同双方被称为“担保方”与“被担保方”，担保方能随时替换合格信用支持物；满足一定条件时，ISDA主协议规定担保权人可使用或者处置担保品。而在ECSA中，合同双方被称为“转让方”和“受让方”，受让方不仅可以自由的处置信用支持物，还拥有其所有权，在依终止净额结算条款的规定对所有交易进行结算时，受让方可将信用支持物变卖，就获得的价款进行抵销，也可以直接以信用支持物的价值抵销。

(3) 两者对程序的要求不同。担保权益型信用支持安排有需要经过“完善”，只有经过适当的“完善”程序，才能直接对抗第三人。国家之间因司法管辖的不同对担保权益的“完善”以及程序规定而有所不同，但是大多数均要求登记、公示。所有权转移型中的担保品一经转让，其所有权就已经发生了转移，手续更简单便捷。

(4) 破产时对执行的影响不同。NYCSA中的信用支持安排制度在执行程序中，当涉及到破产或重整程序时，担保方可能会受到破产撤销制度的限制；ECSA中，一般情况下都可免受破产冻结的约束，但在不承认破产净额结算制度或抵销权受阻的国家或地区，无法保证其能得到有效执行，因为ECSA信用支持安排主要是依赖破产净额结算或破产抵销来实现的。

ISDA的信用支持安排是设计者们匠心独运创设出来的，在某种程度上与传统民法理论相悖，从这个层面讲，把该制度命名为“信用支持”着实更确切。

2. 担保权益型信用支持安排比较

1) 担保权益型在英国法下的效力

NYCSA的设计是将担保物转移至担保权人占有，担保权人对担保物有占有、抵销债务和优先获得赔偿的权利。根据英国法对质押的理解，可将 NYCSA创设的担保权益认定为质押。

英国法下，担保权益的设立需满足以下要件：（1）交易双方要有关于创设担保权益的约定，并且需要出具书面担保协议。（2）交易双方之间存在需要被担保的债务关系。（3）担保人可以对担保物。（4）在质押中，担保物必须要转移占有。（5）承认担保权益的附系。据此，在英国法律体系中NYCSA创设的担保权益是有效的。另外根据上述第5个要件，针对在英国成立的公司，其担保文件的法律适用参照担保权益的附系的管辖法律，即无论担保权益的附系是否属于英国法管辖，只要担保权益能够有效存在，英国法都将承认该管辖。

根据英国2006年《公司法》的规定，NYCSA创设的担保权益如果属于应当登记的担保时，当事人就必须进行登记，若未提请登记，则担保无效。另外，任何一个有限责任公司都需要在登记机构登记对其公司财产影响较大的“担保”。然而，没有登记却不会影响该担保权益的有效，若该公司故意不登记，则会遭受处罚。如果担保方违约或者未能履行合同义务，为了保证自身债权能得到清偿，担保权人可以出售信用支持物，同时，担保权人不具有提前通知的义务，只要担保权人能够证明自己得到了较将信用支持物卖给第三方更为可观合理的价格。如果担保人破产，依据英国法律，想取得执行担保就必须经过管理人或法院的同意，但ISDA规定的终止净额结算制度和抵销权仍然存在。

可以看出，NYCSA与英国法是可以相容的，因此当事人依据NYCSA所作出的担保行为在英国法下一般都是有效的。

2) 担保权益型在美国法下的效力

NYCSA规定被担保方对所持有的合格信用支持物拥有使用权和处分权，虽然美国市场上存在大规模的处分担保物的行为，但是美国的法律并没有明确被担保方对合格信用支持物的处分权。《统一商法典》明确了一点，如果该法没有相反规定，交易双方就可以协商变更条款效力。

在未进入破产程序时，如果担保物能在公开市场进行买卖操作，担保权人不

必向担保人发出转让通知，若买卖所得金额超过担保债权，担保权人须将多余部分返还担保人；如果少于所欠款额，则担保人需要补足。另外，担保权人也可以保留方式实现担保权。如果在担保权人通知担保人之前或者担保人放弃权利通知之前，担保权人收到担保人的其他有担保债权人主张保留担保物的书面通知，担保权人就必须通知担保人及此债权人。如果担保权人在通知发出21天内没有接到相关的书面拒绝，担保权人可保留担保物以维护自身债权。担保权人保留担保物后就会丧失请求担保人补足债务的权利，担保人的全部债务也被解除，担保人也无权请求被担保人返还多余金额。

NYCSA中，担保方破产能作为终止事件致使整个交易提前终止，被担保方能用合格信用支持物抵偿担保人债务，此种情况下的破产程序和被担保方的权利直接适用Code中的破产制度，非破产方可以抵销双方之间的债权债务，并能以担保物抵偿债务。但是Code中只是对互换协议下的交易作规定，涵盖不了ISDA中的所有交易，对于其不能涵盖的交易，担保权益的实现有待探讨。

3. 所有权转移型信用支持安排

1) 所有权转移型在英国法下的效力

从内容来看，所有权转移型信用支持制度，类似于英美法中的按揭担保制度，但是ECSA第5条（b）款的规定表明其并非要创设新的的抵押制度或其他担保权益。虽然ECSA中所有权转移方式与按揭担保制度可能存在混同，但出于保护善意购买人的利益，英国法院也不会轻易判断当事人有设定担保的意图，因为交易中的少许担保性质还不至于推翻当事人自愿购买和出售交易的决定，除非有明确的表示。只要不存在与ECSA本身相反的行为，那么在英国法下的ECSA就不会再被定性为担保。

与一般质权不同，ECSA涉及的是特定财产权属关系的转让，而不仅仅是为保障债权的实现才在特定财产上创设担保权益，因此信用支持物的权属转移要比质物的转移占有更有效率，因为实质上可以将信用支持物的转让视为场外衍生交易主协议项下的一项财产转让交易，交易双方只需要协商有关转让的交易条款，其它

权利和义务仍由主协议规定。转让信用支持物的行为表明受让方有权自由支配之，这也打破了英国传统质押中质押品的法定执行程序以及质权人不享有支配信用支持物的权利的限制。

ECSA中信用支持实现的条件是出现违约事件，并且由于违约事件的发生致使非违约方指定了提前终止日，此处不管违约方是何方。依据ECSA第6条，发生违约事件且确定提前终止日时，与合格信用支持物价值相等的金额将被视为未付款项，参与到终止净额结算的过程中。交易终止后，所有未返还的合格信用支持物的价值都会作为未付金额计入到ISDA主协议下进行终止净额结算，这种规定在英国实属有效。依据英国《破产规则》及其修正案对所有权转移型作出的规定，因破产日之前的义务导致破产人所欠的或欠破产人的或有债务、未来债务，都能抵销。或有债务指的是有可能发生或是已经发生，但还没确定金额的债务。信用支持安排担保的债务一直伴随风险敞口发生着变化，属于或有债务，能够适用破产法律中抵销的规定。

2) 所有权转移型在美国（纽约）法下的效力

在纽约法下，无论哪种信用支持物，都不会影响ECSA定性的问题。因为ECSA在纽约法下就是所有权的完全转让。

依据纽约法的有关规定，转让方一旦违约，交易就不能继续进行，受让方就能够根据ISDA主协议的规定和ECSA的规定直接使用合格信用支持物以抵偿其债权。进入破产程序后，若转让方选择适用Code，ISDA主协议和ECSA会被看作“互换协议”并需遵照与之相对应的规定，受让方也就能免受自动冻结条款的约束而终止ISDA主协议，也能该合格信用支持物用以抵偿转让方所负的债务，从而最大限度的保护受让方的权益。但必须注意的是，如果此时转让方还处于尚未进入破产程序的“怀疑期”内，则转让方仍然有权依照ECSA协议进行转让，只要没有损害债权人的债权，Code认为该阶段转让仍然有效。

结合上述针对所有权转移型的比较研究，在该种类型的信用支持安排中，转让方要向受伤方转移担保品的所有权以覆盖风险敞口，但是转让方却并未从受让方得到相应保证，这种无偿转让的行为极有可能被多数国家的破产法律认为具有

欺诈嫌疑，从而得不到认可导致信用支持安排无效。Code规定破产管理人不得撤销发生在破产开始之前的转让，但若该转让存在欺诈故意，则不受豁免条款庇护，管理人可以将之撤销。英国法中关于强制抵销的特殊法规保证了信用支持安排的顺利执行，这也是英国破产法律针对金融衍生交易的特别规定。

V. ISDA主协议在中国法下的运用问题研究

2007年，中国银行间市场交易商协会（简称交易商协会）推出《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2007版）》（NAFMII主协议（2007版）），2009年，交易商协会在借鉴ISDA主协议制度设计的基础上，出台NAFMII主协议（2009版）、定义文件（2009版）和两个信用支持附件，随后于2012年又发布了定义文件（2012年版）。

1. 中国版的ISDA主协议——NAFMII主协议

1) NAFMII主协议介绍

NAFMII主协议（2009版）⁷⁾被称为“中国版的ISDA主协议”，借鉴ISDA主协议框架，是中国首个真正意义上规范场外金融衍生交易的文件。该协议的适用范围包括国内银行、非银行机构，双方也可约定适用中国金融机构的海外分支机构。

NAFMII主协议文件群里面主要包括：（1）主协议正文与补充协议，主协议正文是核心部分，由单一协议制度、终止净额制度、公允价值计算三大制度支撑，正文主要设计交易双方之间的权利义务、违约事由和终止事件及处理方式等事项；补充协议是谈判焦点，主要针对主协议正文的具体内容增删修改。（2）质押式与转让式履约保障文件，这两种文件均是保障交易顺利进行的支撑性制度。

（3）定义文件。定义文件为市场参与者使用专业术语提供一个全面准确的参照体

7) 如无其他特殊说明，本文中所述的NAFMII主协议均指2009版。

系，避免出现因对术语理解不同而陷入纠纷或法律风险。

2) NAFMII主协议与ISDA主协议的对比分析

NAFMII主协议主要借鉴了ISDA主协议的制度基础、框架结构和法律理念，因此两者在文本结构和具体条款设计都大体类似。但NAFMII主协议是服务中国金融市场的，在设计过程中会考虑中国实际情况的需要，与ISDA主协议还是有所不同：

(1) 法律适用不同

首先，NAFMII主协议要求适用中国法律，ISDA主协议则适用英国法或纽约法，虽然在理论上也可以选择其他法院，但鉴于存在司法管辖地执行的不确定性，一般仍选择英国法院或纽约当地法院。其次，两者都允许约定适用范围，但NAFMII主协议中存有法定的强制适用范围——银行间市场参与者之间的金融衍生产品。另外，ISDA主协议中的终止货币由双方协商选择，NAFMII主协议规定，若交易涉及人民币，则进行终止净额计算的基准货币必须是人民币。最后，NAFMII主协议强制交易双方在签署协议后必须要向交易商协会备案，ISDA主协议则无此要求。

(2) 主要条款不同

①NAFMII主协议提出交易有效约定，“交易有效约定是就各项具体交易做出的具有法律约束力的约定”，其效力大于交易确认书。这是因为在实践中市场参与者交易的方式很多且差异较大，在未签署交易确认书之前双方可能已经就具体的交易条件达成一致。如果采用交易确认书，则可能会使上述未签署确认书，但实际已达成一致的交易所引发争议。

②NAFMII主协议无计算代理人条款

ISDA主协议规定了交易存续期间对金融衍生交易估值或对市场参数取价以计算双方应付应收款项的计算代理人概念，计算代理人具有最终决定权，一般由双方中的强者担任。NAFMII主协议中没有计算代理人条款，虽然能保证市场参与者相对公平的竞争地位，但也给市场留下争议隐患。

③NAFMII主协议增加保密与信息披露要求

比之ISDA主协议，NAFMII主协议增加了交易双方的保密义务，但允许双方可

以商定信息披露的对象范围。

④两者终止净额计算方法不同

在计算方法上，NAFMII主协议摒弃ISDA主协议使用的“亏损法”，采用“替代交易法”与“市场报价法”，由当事人在补充协议中选择运用。

从两类主协议的区别来看，NAFMII主协议在充分借鉴ISDA主协议的同时，也对中国的法律环境、金融衍生交易市场的发展实践等因素给以充分考虑，带有一定的“中国特色”。NAFMII主协议确立了“中国标准”，为中国场外金融衍生交易创建了一个有序发展的平台。

2. ISDA主协议中的相关条款在中国法下的效力问题

1) 终止净额结算条款在中国法下的运用

中国立法并未确认净额结算的有效性。当中国金融机构与境外交易对手开展衍生交易时，中国的金融机构承担的是全额风险，处于不利地位，严重限制了中国金融机构的衍生交易，更不利于中国金融改革的不断深化和资本项目的逐渐开放。

目前中国法中的净额结算是从净额处理过的结算开始，并未强调净额计算处理的主旨。按照净额结算的法律含义，轧差之前的应收应付款项只是临时的交易头寸，不构成独立的债，轧差之后的净额方能形成一个新债。中国法律没有承认的也正是这一点，中国净额结算仍将单个拟轧差的金额看作独立的抑或关联的债，甚至可以说中国净额结算的本质实际上就是抵销，如果这种抵销一直成立而且能不受其它任何因素的影响自助进行，它与净额结算的法律效果并无区别。

(1) 不涉及破产情形下的终止净额结算条款效力

在交易当事人均不涉及破产时，中国《合同法》是判定终止净额结算制度效力的重要依据。ISDA主协议的形式与内容并未违反中国法律，只要交易双方拥有合法交易资格，通过正常授权程序签署协议，则协议就会对交易双方产生法律拘束力，作为一项合同条款，那么终止净额结算在中国现行法律中能够得到确定执行。

终止净额结算主要包括三方面内容，即合同终止、计算、净额处理。

中国的《合同法》第93条规定，交易当事人可协议解除合同，只要这种协议不

违反法律规定或公共秩序。合同成功解除后，合同中未被履行的部分也应终止。ISDA主协议中关于解除条件的约定已经形成市场惯例，且没有违反中国合同法基本原则或公序良俗，自然具备法律上的强制执行力。

净额结算是终止净额结算三步骤的最后一步，《合同法》第98条中关于结算和清理的规定不会因合同的权利义务终止受到影响，即使发生违约事件或终止事件，结算条款依然有效，双方当事人仍然可以根据合同约定进行债权债务的轧差结算。最后，根据《民法通则》第142条适用国际惯例的规定，可将净额结算制度视为实践中形成的国际惯例请求法院承认并获取强制执行。

由此，根据中国民法和合同法的相关规定，在交易双方均未破产时，终止净额结算制度在法律上能够得到支持。

(2) 破产情形下的终止净额结算条款效力

虽然中国实务界对于终止净额结算已经作出了实践探索，但结合现行的法律特别是破产制度，在破产情形下，终止净额结算条款在中国法律环境中的适用还是存在着诸多困难。

第一，终止净额结算与破产抵销权之间的冲突

破产抵销制度的具体规定体现在《破产法》第40条，是指受理破产的申请之前，如果债权人对债务人负有支付义务，则有权向管理人主张将其债权与债务相互抵销。根据终止净额结算的制度安排，在债务人资不抵债但未真正破产之时，债权人可以将自己对债务人的债权与自己欠债务人的款项进行冲抵，将双方的支付变为一个单向付款以实现清偿。这种终止净额结算具有极强自助性，在破产程序前也可以行使，但是在中国，《破产法》具有限制当事人不经申报就自行清偿债务的意图，与提前终止的意图相悖，在非破产方行使破产抵销权的整个程序中，该债权和其他债权全都处于“自动冻结”状态，只有在最后清偿时才能获得优先或经法院批准后才能抵销。可知，要想获得破产抵销中的优先性，必须要受到严格程序的约束，当事人无法自助进行。鉴于破产法必须强制适用，当涉及破产的合同终止时，终止净额结算可能会因与破产抵销的强制规定之间的冲突，面临着法律不能确定的尴尬境地。

此外，如果ISDA主协议项下的每一笔交易都被视为一个单独的合同，那么合同因破产而提前终止后，某个或某组衍生品交易的盈亏有可能是在破产程序开始后

某一时间依据当时的数据计算出来的，该盈亏可能会被认为属于破产案件受理后产生的债权债务，从而影响破产抵销的适用。⁸⁾即使能够适用破产抵销，非破产的一方仍然要等待破产管理人作出是否履行的决定，在此期间，金融衍生产品的价格不停地变化，非破产方也将面临着巨大市场风险。

上述冲突有可能会产生以下问题：如果适用终止净额结算条款，结算时会不会对破产方的一般债权人产生不公平对待，是否违反破产法中个别清偿的规定。本文认为行使结算权的债权人对破产人负有债务，其对破产方的债权可以看成一种担保债权，非破产方结算是大致相当于担保债权人行使别除权。另外，债务人不可以进行破产抵销，故终止净额结算实际上是债权人单向行使权利，不属于债务人主动清偿，也就没有违反个别清偿，不会对其他债权人造成差别待遇。

第二、终止净额结算制度与挑拣履行权的冲突

《破产法》规定破产管理人享有挑拣履行权，也就是在中国仅有破产管理人可以决定未被全部履行的合同是否能够继续履行，非破产方根据双方合意约定的合同解除权被破产法的强制规定排除适用，这样就表明自动提前终止在法律上无效。退一步讲，即使破产管理人认可非破产方的合同终止权，但若是没有法律的明确规定，要求破产管理人不加区别地认可所有类别交易合约中的终止权约定，在实践中也是不现实的。这就是衍生交易主协议（包括本地市场衍生交易主协议）项下终止权在中国现行法律制度中的客观情况。

综上所述，终止净额结算在中国现行法律体系中的效力不能确定。一方面，其与合同法倡导的意思自治原则不相违背，在不涉及破产的情况下是能够得到认可的；另一方面，其与破产法的规定相冲突，因此在发生破产时终止净额结算的适用将遭到破产法的阻碍，存在巨大的法律风险，减损了制度本身控制风险敞口，维护交易安全的效果。

2) 信用支持安排条款在中国法下的运用

(1) 信用支持安排在不涉及破产情形下的法律效力

8) 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中国破产法上的适用”，《中国金融》，2008年第6期。

ISDA的五个信用支持文件中都包含了法律适用条款，当事人可以根据相关条款选择。当国际金融衍生交易的一方是中国当事人或者与中国有其他密切联系时，并在中国法院诉讼，就涉及中国法律是否承认这种信用支持文件的准据法条款的问题。

在不涉及破产时，中国认同当事人选择的合同准据法，并从法律层面上认可信用支持安排。《民法通则》第145条、《合同法》第126条规定了涉外合同的交易方能够约定合同的适用法律，但法律另有规定的除外。据此，只要在准据法下信用支持创设的权利合法有效，则不论当事人在信用支持文件中选择纽约法还是英国法，同样有效，中国的法院很有可能承认该信用支持文件创设的担保权利有效，被担保方就可以对合格信用支持物进行任意处分，而不受其他债权的影响。

(2) 信用支持安排在涉及破产情形下的法律效力

第一，破产无效行为对信用支持安排的影响

破产无效行为是指破产人在宣告破产前的临界期间内所作的侵害债权人利益的行为，中国《破产法》第35条中的对本来不存在担保的债务进行担保等4类情形即是破产无效行为，受理破产申请前的6个月至宣告破产的这段时间即为“临界期”。

在中国未对《破产法》第35条作出相关解释前，我们只能谨慎认为，信用支持有可能会受到破产无效行为的影响。另外，《关于破产的意见》第五部分规定了破产企业的和解和整顿，其中第39条规定了对处于整顿程序中的债务人的有担保的财产，没有经过人民法院同意，债权人不能行使优先权，这也阻碍了持有信用支持物的债权人权利的行使。

第二，传统担保理论对信用支持安排的制约

首先，担保物权具有法定性，当事人不能对物权的种类和内容进行创设。信用支持安排制度是顺应交易实践的发展，是当事人根据信用支持附件在合同中约定成立的担保安排，颇具独特之处。尤其是所有权转移型信用支持安排，它与中国《担保法》、《物权法》中的流抵押、流质押有些类似，但是中国法律却禁止流抵押和流质押，在担保法律下，所有权转移型不能获得法律效力。其次，担保物权具有从属性。主债权不存在，担保物权亦不复存在。信用支持安排相对独立，主协议无效未必就会使得信用支持安排无效，其效力依当事人选择的准据法确定。然而，对信用支持安排的违约倒是会引发整个交易的提前终止，这已经突破

了担保物权的从属性。最后，担保物权具有保守性。传统担保理论注重保护担保物的静态安全，担保人可以支配担保物但却不享有处分权，例如中国《担保法》规定设立担保时不得约定转移担保物的所有权，这样所有权转移型信用支持安排的法律效力就值得怀疑。信用支持安排中，持有担保品的一方对其享有使用权、替换权以及处分权，这说明在国际金融衍生交易中，担保已经不仅仅局限于保障债权，它正逐渐地实现向融资手段的功能性转化。

总之，NAFMII主协议属于约定既成的行业交易规则，并未得到法律的明确承认，单一协议、净额结算和信用支持制度与中国民商法中合同相对性及物权法定原则不一致，与中国《合同法》、《破产法》、《担保法》等法律也有冲突，这不仅使中国场外金融衍生交易参与者在从事交易时有所顾忌，也会影响他们在国际金融市场中竞争力。建议根据《破产法》第134条制定特殊的金融机构破产实施办法确认终止净额结算的法律效力；或者出台司法解释，认可单一协议的法律效力，避免与破产管理人“挑拣履行权”和破产抵销等相关条款的冲突，保障中国法律环境下净额结算的安全适用。最为理想的做法是制定专门的《终止净额结算法》或者修改《破产法》，承认终止净额结算的效力，对《破产法》第18条、31条、32条、40条等关于破产可撤销、破产无效、个别清偿等规定制定关于场外金融衍生交易担保安排的例外规定，在《物权法》、《担保法》、外汇管理规定中对限制ISDA信用支持安排的相关条款予以调整、修正，并明确规定所有权转移型信用支持安排。

参考文献

目前国际上一般采用1992年主协议与2002年主协议。本文中，当论述ISDA主协议相关问题时，除非另有说明，均指这两种主协议。

刘燕、楼建波：“金融衍生交易法律问题的五个层次——以衍生品合约为中心的分析框架”，载《涉外资银行审判实务与前沿》，法律出版社，2011年版。

中国银行间市场交易商协会：“完善终止净额制度——发展金融衍生品市场”，《夏印报刊资料》（财政金融文摘卡），2008年，第6期。

陶修明：《国际金融衍生交易终止净额结算法律制度研究》，对外经贸大学出版社 2007年版。

如无其他特殊说明，本文中所述的NAFMII主协议均指2009版。

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中国破产法上的适用”，《中国金融》，2008年第6期。

Alastair Hudson. *The Law on Financial Derivatives*, 3rd, Ed. Svveel & Maxwel 1, 2002.

Satyajit Das, *Swaps & Financial Derivatives Library*, John Wiley & Sons, 2006.

[Abstract]

Study on the Master Agreement of ISDA

Yin Jingjing

master's course Course Northwest University

Financial derivatives transactions is a typical virtual economy with the characteristic of risk transfer and future performance. Financial derivatives transactions is easy to conduct the risk and bring huge challenge to the international financial markets. In order to avoid systemic collapse caused by the risk of bankruptcy, the International Swaps and Derivatives Association (International Swaps and Derivatives Association, called ISDA) issued a series of legal documents regulating financial derivatives transactions. In order to ensure the safety of derivative transactions, ISDA master agreement has become the standard protocol of the international financial derivatives markets, However, the legal nature of the terms of the Master

Agreement is an international convention which is not enforceable. As Chinese financial derivatives markets started late and lack the relevant legislation, despite National Association of Financial Market Institutional Investors has launched the 2007 version and the 2009 version of the NAFMII Master Agreement, the NAFMII Master Agreement is just an industry document, not a legal document. In addition, the applicable law foundation of the ISDA Master Agreement is English law and American law, some legal concepts' validity and enforceability in the Chinese legal environment can not be sure. The paper takes Close-out Netting and Credit Support Arrangements of ISDA Master Agreement for study to discuss its effectiveness in different national legal system. In contrast to ISDA Master Agreement and NAFMII Master Agreement, the part studies the impact of ISDA Master Agreement on Chinese financial legal regulation and analyzes Close-out Netting and Credit Support Arrangements under Chinese law. Considering the regulation of Bankruptcy Law and Contract law in our country, the author analyze the feasibility of these two systems in our legal system and propose to perfect the legislation of laws and regulations of financial derivatives transactions.

Key words : ISDA Master Agreement, Close-out Netting, Credit Support Arrangements, ISDA, financial derivatives