

场外金融衍生品交易 法律风险及民事责任研究

郭万明 © 著

 **北京理工大学出版社**
BEIJING INSTITUTE OF TECHNOLOGY PRESS

浙江省“十二五”普通本科高校
新兴特色专业建设项目（法学）

场外金融衍生品交易 法律风险及民事责任研究

郭万明 © 著



北京理工大学出版社

BEIJING INSTITUTE OF TECHNOLOGY PRESS

内 容 提 要

金融衍生品交易合同是以特定金融利益交付为标的的双务、诺成、有偿合同。场外金融衍生品交易不仅存在市场风险、流动性风险、信用风险、操作风险,更主要的是还存在诸多因素导致的法律风险。本书主要围绕金融衍生品交易合同可能被重新定性为赌博合同和保险合同,国家机构、公司以及个人在交易主体不适格情况下交易的法律风险及责任承担,场外金融衍生品交易国际标准协议之单一协议、净额结算和信用支持“三大支柱”与一些国家的破产法、合同法等的矛盾等诸多原因导致的法律风险,在介绍国外立法经验的基础上提出了我国避免交易法律风险的立法建议。另外,本书还论述了交易商侵权的构成要件及其理论基础,即包含注意义务、适合性义务、信息披露等在内的交易商对最终用户应负有的相对、有限的信托义务,以及不实陈述与操纵的法律认定及民事责任承担。

版权专有 侵权必究

图书在版编目(CIP)数据

场外金融衍生品交易法律风险及民事责任研究 / 郭万明著. —北京: 北京理工大学出版社, 2017. 10

ISBN 978-7-5682-4946-1

I. ①场… II. ①郭… III. ①金融衍生产品—民事责任—研究—中国
IV. ①D922.284

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第265038号

出版发行/北京理工大学出版社有限责任公司

社 址/北京市海淀区中关村南大街5号

邮 编/100081

电 话/(010) 68914775 (总编室)

(010) 82562903 (教材售后服务热线)

(010) 68948351 (其他图书服务热线)

网 址/<http://www.bitpress.com.cn>

经 销/全国各地新华书店

印 刷/北京紫瑞利印刷有限公司

开 本/710毫米×1000毫米 1/16

印 张/14.5

字 数/284千字

版 次/2017年10月第1版 2017年10月第1次印刷

定 价/75.00元

责任编辑/王晓莉

文案编辑/王晓莉

责任校对/周瑞红

责任印制/边心超

前言 Preface

金融衍生品交易合同是以特定金融利益交付为标的的双务、诺成性、有偿合同。通常，金融衍生品被分为远期、期货、期权、互换四种基本类型。在场外交易的品种主要有远期、期权和互换。国际金融衍生品交易一般指场外交易。复杂的资产支持证券也是一种金融衍生品。场外金融衍生品交易不仅存在市场风险、流动性风险、信用风险、操作风险，还存在诸多因素导致的法律风险。其中，一国没有对金融衍生品交易做特别法律规定以及各国法律规定不一致是金融衍生品法律风险产生的主要原因，场外交易比场内交易风险更大。

金融衍生品交易合同与赌博合同、保险合同一样，都具有射幸性。金融衍生品交易中的套期保值交易类似于保险，而投机套利类似于赌博，因此金融衍生品交易有被重新定性的法律风险。射幸性合同和附期限、附条件合同的区别是，附期限和附条件的效果要么是使已经成立的合同发生效力，要么是使已经成立并生效的合同失去效力，而射幸性合同已经成立并生效，只是法律效果不确定。

场外交易是高风险交易，一国通常会通过立法对交易者的资格从主体类别、专业知识、市场经验、资金实力等方面给予准入限制。因此，在国际场外金融衍生品交易中，存在着交易对手主体资格瑕疵的法律风险。交易员违反企业内部授权也可能导致交易主体资格瑕疵。

国际场外金融衍生品交易通常采用ISDA等标准主协议进行，单一协议、净额结算和信用支持被誉为ISDA协议的“三大支柱”。但在交易对手破产时，交易可能

面临破产方清算人行使别择权而使单一协议下的同一合同内多笔交易分化成多个合同交易而无法实施终止净额结算来减小风险；同样，在破产制度下，ISDA信用支持可能被认定为发生在“临界期间”的无对价的“优惠处分”而无效，在重整制度下，法律限制债权人行使信用支持条款下担保物权，非经重整执行人同意，债权人不得行使优先权。另外，质押式信用支持可能因为物权法定原则而效力不确定，所有权转移式信用支持在大陆法系国家可能会被视为“流质契约”而被禁止。

因此，在场外金融衍生品交易法律制度方面，我国应顺应经济健康发展的要求，改革相关法律制度，避免场外金融衍生品交易被重新定性的法律风险；放宽、明确市场准入制度，尽最大可能避免交易主体不适格的风险；修改诸如破产法、物权法等法律制度，避免国际金融衍生品交易标准协议中单一协议、终止净额结算和信用支持等条款适用时的法律风险。在资产支持证券法律制度方面，我国应灵活运用能实现安全价值和效率价值的手段，发行资产支持证券类衍生产品；在民事法律责任归属上，除了追究致使合同交易无效和可撤销一方的法律责任，对于交易商可能存在的错误陈述、欺诈、操纵等侵权行为，可以根据案情实际，从交易商的信托义务着手，针对拥有不同交易知识、经验、经济实力的最终用户，赋予交易商不同程度的包括风险提示和建议义务在内的注意义务和适合性义务，追究交易商的法律责任，慎用情势变更原则。笔者认为，这些注意义务、适合性义务和信托义务恰好是连接场外金融衍生品交易侵权行为与受到损害的因果关系的有力证明。

著 者

目 录 Contents

引言.....	1
第一章 金融衍生品交易合同法律性质和法律风险...	12
第一节 金融衍生品的内涵界定	12
第二节 金融衍生品交易的基本类型	14
第三节 金融衍生品交易合同的法律性质与法律特征 ...	18
第四节 金融衍生品交易的法律风险	25
第二章 场外金融衍生品交易合同射幸性及其法律 风险.....	29
第一节 射幸性合同的法律原理	29
第二节 金融衍生品交易合同与赌博合同、保险合同的 区别及联系	33
第三节 场外金融衍生品交易合同可能被重新定性的 法律风险及对策	38
第四节 情势变更原则在场外金融衍生品交易合约中的 适用	41

第三章 场外金融衍生品交易主体资格瑕疵风险及其 责任	51
第一节 场外金融衍生品交易主体资格瑕疵及其法律 风险	51
第二节 国内外对场外金融衍生品交易主体准入限制 ...	52
第三节 政府机构违反场外金融衍生品交易市场准入 强制性规定的法律风险及责任	58
第四节 公司违反法律禁止的经营范围与交易员越权 交易行为的法律风险及责任	60
第五节 个人参与国际场外金融衍生品交易的法律风险 及其责任	65
第四章 场外金融衍生品交易国际标准协议与国内法 的冲突与协调	72
第一节 场外金融衍生品交易国际标准协议的形成及 框架	73
第二节 场外金融衍生品交易国际标准协议的“三大 支柱”及其适用的法律风险	75
第三节 发达国家的国内法与ISDA标准协议的协调 ...	88
第四节 我国现有法律制度下金融衍生品交易国际标准 协议实施的 legal 风险及对策	94

第五章 资产支持证券类衍生品法律风险及其 防范.....	100
第一节 表外模式和表内模式及其法律关系比较	100
第二节 资产支持证券衍生品法律风险的防范	123
第三节 基于风险防范的我国资产支持证券类金融衍生品 发展的制度选择	135
第四节 我国资产证券化法律制度现存的问题及对策 ..	157
第六章 场外金融衍生品交易侵权责任的理论 基础.....	161
第一节 交易商和最终用户的场外金融衍生品交易主体 分类及其意义	162
第二节 场外金融衍生品交易侵权责任的构成	164
第三节 场外金融衍生品交易中交易商的注意义务 ..	168
第四节 场外金融衍生品交易中交易商的适合性义务 ..	171
第五节 场外金融衍生品交易中交易商的信托义务 ..	184
第七章 场外金融衍生品交易不实陈述与操纵的侵权 责任.....	190
第一节 场外金融衍生品交易信息披露的理论基础 ..	190
第二节 场外金融衍生品交易应披露信息的内容和 范围	192

第三节 场外金融衍生品交易中交易商不实陈述及其民事责任 199

第四节 场外金融衍生品交易商操纵及其民事责任 ... 205

结论..... 211

参考文献..... 213

引 言

一、研究背景

当前，金融衍生品已成为金融市场最具活力和影响力的金融产品。金融衍生品交易本身具有规避风险、价格发现等独特功能，在降低交易成本、优化资源配置、稳定金融市场体系、促进经济增长、增强本国金融市场竞争力等方面具有积极的社会、经济效应。

从世界上资本市场比较发达国家的经验来看，在技术革命、产业革命以及经济结构重大调整时期，资本市场都扮演着最活跃的角色，起到了关键的作用，而金融衍生品市场的发展是资本市场完善的重要环节。良好的金融衍生品交易市场日渐成为衡量一国金融市场成熟和完整的标志。

随着经济全球化和金融国际化的迅速发展，跨国金融衍生品交易日渐活跃，而跨国交易的金融衍生品基本是场外交易。2013年3月15日，中国证监会发布了《证券公司资产证券化业务管理规定》，打破了资产支持证券原先主要在银行间市场交易的惯例。2016年9月23日，市场期待已久的中国版“信用违约互换(CDS)”终于推出。中国银行间市场交易商协会在其官网发布了修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》，以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换、信用联结票据四份产品指引。随着我国利率市场化与汇率形成机制改革的推进，场外金融衍生品交易的创新与发展步伐必将大大加快。

与场内金融衍生品交易相比，场外金融衍生品交易是一对一交易，虽然具有交易灵活、能满足交易双方特殊的交易需求的特点，但因合同不标准，交易信息不透明、不对称，场外金融衍生品交易蕴含着巨大的风险。发端于美国并席卷全球的2008年金融危机，便是经过层层包装的次级资产支持证券衍生品惹的祸。因此，既要看到金融衍生品的优点，又要看到其缺点。如果只考虑其缺点的话，就完全可以得出投资大师沃伦·巴菲特的结论：“金融衍生品就是大规模杀伤性武器。”2008年金融危机之后，场外金融衍生品交易的巨大风险引起了监管者的高度警觉，其法律风险及其私法上责任的承担更引起了法律学者的高度关注。

二、理论与实践意义

(一)理论意义

在国家大力倡导调整经济结构、转变经济增长方式的大背景下,资本市场必须改进自身的制度安排,提高自身的实用性、包容性、安全性和效率性。这些制度安排应该既包括调整纵向的具有管理与被管理的非平等主体之间的诸如监管与被监管关系的公法,也包括调整那些横向的平等主体之间的衍生品交易关系的私法。只有两者相互配合,才能共同规范衍生品交易市场的运行。具体来说,本课题研究具有以下理论意义。

1. 弥补法学相对于金融学对金融衍生品交易方面理论研究的不足

首先,对于金融衍生品交易,实务领域研究得较多,这些研究侧重于针对金融衍生品交易设计本身,包括风险计量与评估、具体衍生工具的定价、衍生品种的应用等方面,而理论界研究得相对较少;金融学和经济学研究得较多,而法学研究得较少。

其次,从法学和基础社会关系互动的规律来看,基础社会关系总是比法学先行,法学具有滞后性。同样,由于金融衍生品交易的正式运用与飞速发展是近几十年的事,法学理论研究有必要在一定程度上适应这种变化。

2. 弥补我国相对于英美法系国家对衍生品交易法律研究的不足

对于金融衍生品交易的法律研究,大陆法系的研究远不及英美法系。衍生品交易起源于英美,传统大陆法系的民商法没有适合的制度与其对应。英、美等国在设计衍生品游戏规则时,带有明显的实用性和国家尽量不干预的特点,而且法律适用的选择条款也多为英、美、法。衍生品游戏规则向大陆法系的转化,不仅在中国没有完成,在其他大陆法系国家也没有完成。以中国为代表的一些国家也在制定自己的衍生品交易规则,如何化解法律风险、认定交易各方损失责任无疑是其中的重要内容。

另外,尽管国际金融衍生品交易通常适用英美法律,但中国仍可能作为交易一方当事人所属国或财产所在国,在强制执行环节或者某些特殊情况下,需要将中国国内法的强行性规范或将中国国内的公共利益与金融衍生品交易合同安排进行比较审查,从而使国际金融衍生品交易面临是否被中国国内法认可的问题。从这一角度看,研究衍生品交易损失责任也是必要的。

3. 弥补对平等主体交易层面法律关系研究的不足

首先,国内外对金融衍生品交易法律问题的研究多半是从政府、行业的角度对衍生品交易的风险管理、财务管理、信息披露等宏观监管层面进行研究,鲜有将当事人作为平等市场主体,对国际金融衍生品交易合同从民商法层面对合同性

质、条款内容、内容的有效性、违约的法律责任等法律问题进行研究的结果。

其次,从现有研究成果来看,目前关于金融衍生品交易法律制度的研究,我们大多重视宏观层面的监管关系,而忽略了微观平等主体交易层面的法律关系。

4. 弥补国际法研究的不足

包括我国在内的大多数国家对于金融衍生品交易法律关系的研究一般都自然而然地着眼于国内金融衍生品交易,而对国际金融衍生品交易却鲜有关注。另外,国际金融衍生品交易多半是在场外进行,对这种场外的国际金融衍生品平等主体之间交易法律制度的研究极少。

5. 弥补关于衍生品交易法律责任理论研究的不足

关于证券交易的法律责任,尤其是关于证券内幕交易法律责任的研究非常多,而对于金融衍生品,从金融衍生品交易的法律性质、特征、法律风险的防范、损失责任等方面系统研究的成果尚未出现。

金融衍生品交易作为金融领域迅速发展的新产物,是处于全球金融领域的最前沿的事物,位于世界经济、金融金字塔的顶端,用传统民商法理论去解读与规范无疑具有挑战性。

6. 弥补现有成果只研究四类传统金融衍生品而忽视资产支持证券类衍生品的弊端

本研究认为,欧洲表内双担保资产证券化的安全价值是对美国资产证券化市场过度强调效率价值而忽视安全价值倾向的纠正,使市场回归到效率与安全兼顾的正常状态上来。本研究突破了单纯的资产证券化模式之争,从安全和效率价值的高度考查传统所谓表内与表外模式资产证券化的各个环节或要素,开启了在安全价值和效率价值上探讨构建防范资产证券化风险的法律制度的理论创新之路。

(二) 实践意义

1. 弥补我国衍生品市场国际化法律制度的空白

当前我国证券市场国际化呼声很高,股票、基金等市场国际化的法律研究更是走在前列,而衍生品市场国际化应该是紧随股票等市场国际化的必然趋势。

但是,我国跨境衍生品交易的市场准入门槛高,业务许可单一。比如,具有中国 QFII 资格的外资金融机构已有数百家,但只能从事套期保值交易,并且不得利用股指期货在境外交易衍生品,获得证监会批准的在香港子公司从事离岸期货业务的也只有少数。即使是国有企业申请参与境外期货套期保值业务的资格,也必须经国资委、中国证监会、工商管理部门和外汇管理局层层审批。目前仅有极少数国有企业获得了境外期货业务许可证。而境内大量的其他有避险和套期保值需求的企业和个人很难取得跨境衍生品交易资格。尤其是对于那些最具需求、最应该成为场外衍生品业务引领者的券商来说,我们却缺乏相应的法律法规对其资格行为进行认可与规范。究其原因,一方面,我国资本市场还不成熟,衍生品国

际交易还不能完全开放,我国的衍生品交易跨国监管制度还很不完善;另一方面,我国规范跨国衍生品交易的民商事法律制度也不完善,无法规范现有的衍生品交易。而对平等主体之间衍生品交易法律损失责任承担的法律制度,是跨国衍生品交易的民商事法律制度的重要内容。

2. 多一种救济手段,保护投资者利益

金融衍生品交易市场不仅有规避风险、价格发现的功能,也是投资者逐利的场所。但金融衍生品交易的风险无处不在,纠纷频发。在香港雷曼迷你债券案中,多达4万多投资者遭受损失;中信泰富外汇交易巨亏,深南电深陷对赌合同,中国国航、东方航空在燃油市场无法自拔的案例,恰是合同设计不对等、信息不对称和缺乏止损工具所致。这些案例说明,我国亟须完善金融衍生品国内和跨境交易和监管的法律环境,保护投资者利益。

另外,由于衍生品交易损失责任制度的缺失,对违法行为人多采用行政处罚甚至刑事处罚的方法,甚至于受害的投资者像我国北京的“方先生诉汇丰银行双利存款案”那样索赔无门,或者像“韩国 KIKO 外汇期权交易合同案”中法官做出让各方指责的错误判决。投资者利益得不到保护,就无法发挥衍生品市场本来应有的规避风险、价格发现的功能,多层次资本市场的建立和良性运行就很困难。

3. 配合监管制度的实施

只有在金融学的基础上,对金融衍生品的交易结构、法律性质、法律风险有正确认识,才能发挥金融监管的作用;否则,假如到处都是非法交易,纠纷不断,就会导致监管者的力不从心。从广义上说,交易当事人对自己权利的维护就是一种监管,而这种权利维护的前提就是基于对交易的法律性质、法律风险和法律责任的正确认识。

4. 促进金融衍生品跨境交易市场的发展

金融衍生品跨境交易市场的发展是我国资本市场最终开放乃至人民币国际化的途径之一,开展跨境和离岸人民币证券业务(如债券、股票、结构化产品相关业务)能够满足境内外投资者对于人民币投资货币属性的需求,有助于加快人民币国际化进程。这不仅是因为要满足境外人民币持有者对冲汇率风险的需求,更是因为人民币投资产品的创新和发展离不开产品种类的多样性和产品市场的活跃性。

三、国内外研究现状综述

(一)国内研究现状

关于金融衍生品法律制度,包括对场内衍生品交易和场外衍生品交易的监管法律制度等纵向监管方面的研究成果很多,但是横向的、从司法角度的研究尚不多见。

1. 对于金融衍生品交易法律责任的研究

关于国际金融衍生品交易损失法律责任的研究成果并不多见。江西财经大学巫文勇副教授的论文(2012)和熊进光教授的著作(2014)关于金融衍生产品交易侵权民事法律责任的研究,主要从场内的角度,对衍生品的市场操纵、欺诈、内幕交易的责任及损失赔偿额的确定做了论述。但他们的研究没有顾及场外金融衍生品交易等情况,也没有突出衍生品交易法律责任问题。^①

宁敏以 ISDA 主协议条款内容为核心,从横向、平等的民事主体角度来研究金融衍生品交易法律关系,但并未着力于衍生品交易法律责任的研究。^②

杨迈军主编的中国金融出版社 2007 年版的系列丛书《新加坡期货市场法律规范研究》《德国期货市场法律规范研究》《美国期货市场法律规范研究》以及 2013 年由法律出版社出版的《美国商品交易法(中英文对照本)》(CEA)对德国、美国、新加坡等国的衍生品法律规范进行了翻译与汇编,为笔者从法律规范角度研究这些有代表性的国家的衍生品交易制度提供了资料。

上海交通大学徐冬根教授编著的《国际金融法高级教程》(2009 年对外经济贸易大学出版社)第三章中除了对金融衍生品交易合同的法律性质、特征、ISDA 协议框架做了介绍,还通过列举一些国际金融衍生品交易的典型案例,阐述了国际金融衍生品交易损失法律责任承担问题,这对本书思路的形成提供了帮助。

2. 一些学者的成果对比了资产支持证券类衍生产品的风险

该类专著、论文(洪艳蓉, 2004; 张泽平, 2008; 钱柏睿, 2014; 中国外汇交易中心课题组, 2013; 张悦, 2014)介绍了欧洲表内资产证券化模式。一些文献(李文红, 刘丽娜, 2016; 韩良, 2015)介绍了 2008 年次贷危机后表外资产证券化发行过程中采用的内部和外部信用增级模式和受到的诸如风险自留规则等更严格的安全性监管。潘永等(2010)认为在不同的经济发展背景、法律背景、人文环境下,不同国家的资产证券化模式是不相同的;即使是相同的资产证券化模式,在不同国家的操作也不是完全相同的。

但这些研究成果没有看到表内模式和表外模式分歧之外的内在联系,没有认识到它们之间在安全价值和效率价值之间有同一性,也没有看到它们之间的统一融合趋势。

3. 衍生品交易经典案例评析

一些学者的论文中对经典的衍生品交易案例进行了分析。楼建波、刘燕、魏大化、张仲雷对“韩国 KIKO 外汇期权交易合同案”的交易关系进行了详细介绍和

① 巫文勇, 金融衍生产品交易侵权民事法律责任研究[J], 甘肃政法学院学报, 2012(1).

② 宁敏, 国际金融衍生交易法律问题研究[J], 中国政法大学出版社, 2002.

分析,并对韩国法院所据以判决的情势变更原则进行了评价。^①刘燕分析了“汇丰双利存款诉讼案”,认为其中的“双利存款”实质是“存款合同+期权合同”,她还指出,客户承担理财产品市场风险的决策基础是银行的信息披露与风险提示义务。^②沈伟通过对“香港雷曼兄弟迷你债券事件”的分析,论述了应从信息披露弊端入手去创新对于跨境交易的复杂迷你金融衍生品交易监管的方法,从而保护金融消费者的权益。^③“汇丰双利存款诉讼案”和“香港雷曼兄弟迷你债券事件”虽是不同的案例,但这两个案例发生的背景以及暴露出的问题是相同的。

4. 其他可借鉴的研究成果

以下专著或文章虽然没有直接研究“国际金融衍生品交易损失责任”,但其观点或方法对该课题的写作具有一定的借鉴意义。

刘燕、楼建波提出构筑一个以“合同”为中心的衍生品交易法律问题的分析框架,从而容纳从合同效力、履行、缔约到信息披露、监管等一系列问题。^④袁国际以期权为着力点,对期权交易的法律性质做了层层深入的分析。^⑤

马其家所著《证券民事责任法律制度比较研究》(中国法制出版社2010年版)一书以深厚的民法理论基础为笔者研究本课题提供了参考。王家福、王利明、赵万一等民事法律专家关于合同法与侵权法等著的著述也为本课题的研究也提供了基础理论的参考。

总的来说,就现有的研究成果来看,对金融衍生品交易进行综合、全面研究的比较多,如不论是场内还是场外、国际还是国内、公法还是私法上的问题一律涉及;但侧重于某一点进行深入研究的比较少;侧重于公法监管的较多,关于私法上的风险和责任的较少。因此,从场外金融衍生品交易研究的现有资料来看,除少数成果外,普遍存在大而全却又不深刻不系统的毛病。实践是需要理论来指导的,难怪在“方先生诉汇丰银行双利存款案”中,北京朝阳区法院驳回起诉,也难怪在“韩国 KIKO 外汇期权交易合同案”中,韩国首尔中央区地方法院法官做出了令 ISDA 嘲弄的判决。

(二)国外研究现状

在外文资料方面,对于本课题研究有帮助的是国外的一些著作、文献、案例,

① 楼建波,刘燕.情势变更原则对金融衍生品交易法律基础的冲击——以韩国法院对 KIKO 合同纠纷案的裁决为例[J].法商研究,2009(5);刘燕,魏大化.韩国 KIKO 案件的交易结构分析[J].证券市场导报,2010(2);张仲雷.论情势变更原则与金融衍生品合同的法律原则冲突以及由此引发的思考[J].经济师,2010(12).

② 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[J].法律科学,2009(3).

③ 沈伟.复杂结构金融产品的规制及其改进路径:以香港雷曼兄弟迷你债券事件为切入点[J].中外法学,2011(6).

④ 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).

⑤ 袁国际.期权合同研究[D].北京:中国政法大学,2007.

以及一些成文法、惯例等资料。

1. 论文和著作

从少量与本课题相关的英文资料来看,一些文献从某一侧面涉及了金融衍生品交易法律风险及责任。

Allen D. Madison 发表的 *Derivatives Regulation in the Context of the Shingle Theory*^①,从招牌原理论述了交易商的专家责任。Lewis D. Lowenfeb 和 Alan R. Bromberg 的 *Suitability in Securities Transactions*^② 以及 Daniel G. Schmedlen, Jr. 的 *Broker-dealer Sales Practice in Derivatives Transactions: A Survey and Evaluation of Suitability Requirement*^③,论述了交易商与最终用户交易时的适合性问题。Jonathan R. Macey 和 Geoffrey P. Miller 发表的 *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory* 分析了交易商的欺诈^④。

William Blair 1996 年发表在 *Journal of International Banking Law* 上的文章 *Liability Risks in Derivatives Sales*^⑤,较系统却较简单地介绍了衍生品交易的各种责任,如欺诈、错误陈述、信息披露、劝诱(或兜售 Advise)、信托、谨慎和技能,但对这些责任的介绍多半是说明性的,文章的主要观点是:没有一个专门针对衍生品的责任理论用于衍生品损失诉讼的实践,而这些责任理论都是存在于合同、侵权和信托法当中。

Alastair Hudson 的文章 *Derivatives: Internal Controls for End-users and Sellers*^⑥ 先是介绍了一些衍生交易中的不法行为,然后从股东的救济、信托义务的承担、交易者不合理的收益、欺诈和过错导致的侵权等方面介绍了英国法下衍生品交易损失的产生和一些责任的承担,还指出衍生品交易专业知识的缺乏是金融衍生品交易纠纷产生的一个重要诱因。

Christopher D. Olive 和 William Blair 1996 年的 *Derivatives sales liability: approach of the English and US courts* 从 Bankers Trust International plc v PT

① Allen D. Madison, derivatives regulation in the context of the shingle theory[J]. Columbia Business Law Review, 1999: 272-327.

② Lewis D Lowenfeb, Alan R Bromberg. Suitability in Securities Transactions[J]. The Business Lawyer, 1999(54).

③ Daniel G Schmedlen Jr. Broker-dealer sales practice in derivatives transactions: a survey and evaluation of suitability requirement[J]. Washington & Lee law review, 1995.

④ Jonathan R Macey, Geoffrey P Miller. Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory[J]. Stanford Law Review, 1990, 42(2).

⑤ William Blair. Liability risks in derivatives sales[J]. Journal of International Banking Law, 1996.

⑥ Alastair Hudson. Derivatives: internal controls for end-users and sellers[J]. Company Lawyer, 1999: 50-54.

Dharmala Sakti Sejahtera 案入手^①，在介绍了基本案情和诉讼背景之后，讨论了法定的救济、错误陈述、信托义务的违反、信息披露、合同中的谨慎义务等。

Alastair Hudson 所著的 *The Law on Financial Derivatives* (Sweet & Maxwell 2002 年第三版)^②较为系统地揭示了场外衍生产品的法律性质和法律关系，主要涉及侵权法、合同法、破产法、信托法和税法等。

在资产支持证券类衍生品研究方面，多数学者(斯蒂文·L·西瓦兹，2003；弗兰克·J·法博齐，2014；扈企平，2014)习惯于只将资产证券化的美国模式作为研究对象。对于欧洲模式的资产证券化，国外学者们(Carl Xin Li, 2012；Miller Jefferson, 2009；Steven L. Schwarcz, 2013；Melanie L. Fein, 2000)认为：相对于美国表外模式，在欧洲资产证券化运作模式中，其资产池中用于发行债券的担保资产仍保留在发起人的资产负债表上，不真实出售，基础资产的信用风险并不因建立资产池而转移出去，仍由发起人承担，且资产池资产要受到定期测试，一旦资产池资产(债权)发生提前偿付或者遭遇违约，债券发行人就有义务更换该“瑕疵资产”成为健康的资产，投资者就债券本息享有对基础资产和发起人的双重追索权。理论界和实务界都认为该种证券相对安全。因此，学界称这种方式发行的债券为表内双担保债券(Covered Bond, CB)。

2. 案例

在众多相关案例中，Orange County v. Merrill Lynch 案以及 Hazell v. Hammersmith and Fulham London Borough Council 案涉及政府机构缔约能力问题。“香港雷曼迷你债券案”和“汇丰银行双利存款案”涉及个人投资者作为最终用户的问题。在衍生品交易合同缔约责任方面，有关于合同签订有没有被公司和国家授权问题的案例，如美国雷曼诉我国五矿总公司案。另外，“韩国 KIKO 外汇期权交易合同案”涉及情势变更原则的适用。

JP Morgan Chase Bank v. Springwell Navigation Corporation 案主要涉及交易商的注意义务；Gibson Greetings Co. 诉 Bankers Trust Co. 案涉及欺诈性不当陈述(包括大多数交易中的欺诈、欺诈性隐瞒、不披露)；Proctor & Gamble Company 诉 Bankers Trust Company 案涉及场外衍生交易信息披露不充分以及信托义务的问题。Bankers Trusts International plc. v. PT Dharmala Sakti. Sejahtera 案以及 Morgan Stanley UK Group v. Puglisi Cosentino 案涉及交易商对信托义务的违反。这些案例其实都一定程度地涉及适合性义务、注意义务、信托义务，只是每个案例的侧重点不同。

^① Christopher D Olive, William Blair. Derivatives sales liability: approach of the English and US courts [J]. Journal of International Banking Law, 1996: 263-265.

^② Alastair Hudson. *The Law on Financial Derivatives*[J]. Sweet & Maxwell(Fourth Edition), 2002.