



漢坤律師事務所

汉坤法律评述



融贯中西·务实创新

2019年1月8日

银行金融法律

证券衍生品市场又出新主协议

杨铁成 | 葛音 | 郑婷 | 阚佳

2018年12月27日,中国证券业协会、中国期货业协会及中国证券投资基金业协会联合下发了《关于发布<中国证券期货市场衍生品交易主协议>的通知》¹,将《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014年版)》的名称修改为《中国证券期货市场衍生品交易主协议》。同日,上述三家协会与上海证券交易所及深圳证券交易所联合发布了《中国证券期货市场衍生品交易主协议(信用保护合约专用版)》²(以下简称“《主协议(信用保护合约专用版)》”),对交易所的信用保护合约交易进行了规范。

一、 中国证券期货市场衍生品交易主协议

为了对证券业的场外衍生品业务进行管理,2013年3月15日,中国证券业协会发布了《中国证券市场金融衍生品交易主协议(2013年版)》及补充协议,同时还发布了《证券公司金融衍生品柜台交易业务规范》和《证券公司金融衍生品柜台交易风险管理指引》,对证券业的场外衍生品业务进行规范,并要求证券公司签署主协议后在中国证券业协会进行备案³。

2014年8月22日,为解决跨行业进行场外衍生品交易的问题,中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会在《中国证券市场金融衍生品交易主协议(2013年版)》的基础上,联合制订发布了《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014年版)》及补充协议,使其适用范围扩大到基金、期货市场,证券公司、基金公司和期货公司在签署《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014年版)》及补充协议后,在各自分属的协会进行备案⁴。

时隔4年之后,中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会将《中国证券期货

¹ 《关于发布<中国证券期货市场衍生品交易主协议>的通知》

² 《关于发布<中国证券期货市场衍生品交易主协议(信用保护合约专用版)>的通知》

³ 《关于发布<中国证券市场金融衍生品交易主协议>及相关自律规范的通知》

⁴ 《关于发布<中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014年版)>和<中国证券期货市场场外衍生品交易权益类衍生品定义文件(2014年版)>的通知》

市场场外衍生品交易主协议(2014年版)》的名称修改为《中国证券期货市场衍生品交易主协议》，其适用范围明确为除信用保护合约外的场外衍生品，也就是说新的主协议将不适用于信用保护合约交易。信用保护合约交易将由《主协议(信用保护合约专用版)》进行规范。此外，中国证券业协会也针对新老版本的衔接做出了规定，以前签署的《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014年版)》及补充协议将继续有效，交易双方如需开展新的证券期货市场衍生品交易(信用保护合约除外)，应当签署 2018 年新版主协议及补充协议。

我国目前对于场外衍生品业务并未形成统一的监管，也未就场外衍生品业务制定统一的法律法规，因此我国在市场上针对衍生品交易，除《中国证券期货市场衍生品交易主协议》之外，还有中国银行间市场交易商协会(NAFMII)于 2009 年发布的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议(2009 年版)》(以下简称“《NAFMII 主协议》”)。中国证券业协会曾在 2013 年发布《中国证券市场金融衍生品交易主协议(2013 年版)》时提到，会与 NAFMII 针对衍生品交易主协议事宜进行交流与合作，在总结经验的基础上，与 NAFMII 制定统一的金融衍生品交易主协议⁵，但相关事项目前还未落实。现阶段银行业金融机构普遍使用《NAFMII 主协议》与交易对手进行签署，而证券公司、基金公司、期货公司等机构则在不同的时期分别使用中国证券业协会颁布的不同版本的主协议。

二、 中国证券期货市场衍生品交易主协议(信用保护合约专用版)

《主协议(信用保护合约专用版)》是三家协会与两家交易所共同推出的新生主协议，是在《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014 年版)》的基础上制定的，内容与《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014 年版)》相比大同小异，有部分细微的调整，如在通知期限及履约宽限期方面较为宽松等。此外，《主协议(信用保护合约专用版)》还对协议项下支付货币、违约事件(或潜在违约事件)与终止事件的构成和处理、适用法律及争议解决、通知送达等方面的内容进行了相应调整与细化。

其与《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014 年版)》最大的不同之处在于，《主协议(信用保护合约专用版)》不允许对协议下的权利及义务进行转让，否则转让无效(但排除了一方转让违约方向其支付的提前终止款项的全部或部分权益、与该权益相关的任何应付金额以及与第九条(利息、赔偿和费用)下权益有关的其他权利)，且在协议中明确了交易双方应及时将《主协议(信用保护合约专用版)》和补充协议(及其修改)送中国证券业协会备案，即《主协议(信用保护合约专用版)》的备案仅能在中国证券业协会进行。与此对应的是，中国证券业协会在 2018 年 12 月 27 日同时发布了《中国证券期货市场衍生品交易主协议(信用保护合约专用版)备案指引》⁶，对相应的备案程序进行了规定。

根据中国证券业协会的官方介绍⁷，“信用保护合约是由交易双方一对一协商达成的创新性金融衍生品。在约定期内，合约卖方替合约买方承担合约中参考实体、特定债务种类及其他具备债务特征的债务的相关信用风险，同时定期按照约定向合约买方收取保护费用；当发生信用事件或违约事件时，合约卖方按合同条款对合约买方进行赔偿。”而 NAFMII 在其发布的《信用风险缓释合约业务指引》⁸中规定：“信用风险缓释合约指交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按

⁵ 《关于发布金融衍生品交易主协议及相关规范的情况说明》

⁶ 《关于发布<中国证券期货市场衍生品交易主协议(信用保护合约专用版)备案指引>的通知》

⁷ 《中国证券业协会牵头发布信用保护合约主协议 助推民营企业发债纾困》

⁸ 《信用风险缓释合约业务指引》

照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的标的债务向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约，属于一种合约类信用风险缓释工具。”由此可见，信用保护合约与 NAFMII 推出的信用风险缓释合约较为类似，二者与国际上常见的信用违约互换(Credit Default Swap, CDS)在本质上也并无太大区别，均为底层资产的违约风险提供保护措施的一种衍生工具。《主协议(信用保护合约专用版)》的发布，可能与《NAFMII 主协议》及《中国证券期货市场衍生品交易主协议》并存的情况类似，即对于在证券交易市场上提供的风险缓释工具，由《主协议(信用保护合约专用版)》进行约束，而在银行间市场进行的风险缓释合约，则由 NAFMII 的《信用风险缓释合约业务指引》进行约定。

三、 信用保护合约能否解决民企融资难的困境？

此前，为响应 2018 年 11 月 1 日习近平总书记在民营企业座谈会上提出要解决民营企业融资难的问题的重要讲话⁹，2018 年 11 月 2 日，上交所市场信用保护工具业务开始试点，并成功达成首批信用保护合约。国泰君安证券和中信证券成为首批信用保护卖方，共达成 2 笔信用保护合约交易，参考实体包含了不同主体评级的民营企业，分别为红狮控股集团和金诚信。国泰君安证券和中信证券同时也分别是上述民营企业于近期发行公司债的主承销商¹⁰。而深交所也与同日推出首批信用保护工具业务试点，涉及名义本金合计 1.3 亿元，参考实体包括苏宁电器集团有限公司和浙江恒逸集团有限公司¹¹。

此次推出《主协议(信用保护合约专用版)》，表明了监管对信用保护合约交易的支持态度，为金融市场提供了一种新的风险缓释工具。此次信用保护合约的推出，在一定程度上能对债券市场带来利好因素，但未来是否能有效解决民企融资难的困境，还有待进一步观察。

⁹ 《习近平：在民营企业座谈会上的讲话》

¹⁰ 《上交所推出信用保护工具试点 支持民营企业债券融资》

¹¹ 《深交所推出首批信用保护工具业务试点 提高民营企业债券融资效率》

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与汉坤杨铁成先生(86 10 85164286, tiecheng.yang@hankunlaw.com)或葛音女士(86 21 60800966, yin.ge@hankunlaw.com)联系。