

拨云见月

履约保障制度之中国法观察

北京卓纬律师事务所



卓纬律师事务所
CHANCE BRIDGE LAW FIRM

北京市东城区东长安街 1 号
东方广场 E2 座 21 层, 邮编 100738
21F, Office Tower E2 Oriental Plaza,
No. 1 East Chang An Avenue,
Beijing 100738

T +86 10 8541 9666
F +86 10 8587 0079

前言

金融衍生品交易具有“将来履约”的特征，合约价值与风险随基础资产的市场波动而变化。金融机构通常选择签署“主协议”（Master Agreement），意在通过标准化条款进行高频交易。然而，信用风险无法仅通过标准化的主协议予以化解。交易主体更关注的是金融衍生合约能够得以适当履行，交易对手违约风险能够得以有效控制，由此，履约保障制度应运而生。

《中华人民共和国期货和衍生品法》（（“《期货和衍生品法》”）于 2022 年 8 月 1 日正式实施，顺应衍生品市场实践之需要，明确“进行衍生品交易，可以依法通过质押等方式提供履约保障”，以列举式的概括性规定肯定了质押式履约保障制度，在法律层面为履约保障制度在中国市场的执行提供支撑。然而，衍生品交易履约保障安排存在较多突破中国法律传统框架的创新，在法律界定、行权救济等问题上，仍留有令市场交易参与者疑虑的不确定性。

本研究报告拟以履约保障协议文本作为研究对象和线索，对衍生品交易的履约保障措施进行系统性梳理，分析履约保障机制在中国担保法律体系及中国破产制度下的有效性及潜在法律问题，并为交易架构及条款设计提出风险防范建议，以供参考。

北京卓纬律师事务所

2022 年 12 月

目录

contents

第一部分 履约保障制度市场实践、法律支持与执行障碍

一、履约保障制度的运行机理	3
二、履约保障制度的类型.....	5
三、履约保障制度的法律支持与执行障碍.....	5
（一）《期货和衍生品法》为履行保障制度奠定法律基础	5
（二）履约保障制度在中国法下仍可能存在执行障碍	6

第二部分 质押式履约保障（担保权益式）

一、担保主债权的确定性.....	12
二、履约保障品担保权益的创设及实现	14
（一）现金质押.....	14
（二）债券质押.....	20

目录

contents

三、破产制度对质押式履约保障安排实现的影响	30
(一) 出质方进入破产司法程序，提前终止日如何确定？	31
(二) 破产管理人能否对质押式履约保障行使撤销权.....	33

◇ 第三部分 转让式履约保障（所有权转移式）

(一) 合格履约保障品转让的性质	39
(二) 转让履约保障安排实质为提前结算.....	40
(三) 转让式履约保障安排是否属于让与担保.....	41
二、破产制度对转让式履约保障安排实现的影响	45
(一) 终止净额结算的效力	45
(二) 破产管理人是否能实际行使撤销权.....	49

第一部分 履约保障制度市场实践、法律支持与执行障碍

国际掉期及衍生工具协会（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）为广泛推行信用支持制度（Credit Support Arrangement, CSA），根据不同国家、不同法域的特点，制定了 4 份信用支持安排附件（Credit Support Annex）供交易主体选择适用：

- 1994 年发布的《纽约法下信用支持附件》（ISDA Credit Support Annex Subject to New York Law Only, NYCSA）；
- 1995 年发布的《英国法下信用支持契据》（the ISDA Credit Support Deed Subject to English Law, the deed）；
- 1995 年发布的《英国法下信用支持附件》（ISDA Credit Support Annex Subject to English Law, ECSA）；
- 2008 年发布的《日本法下信用支持附件》（2008 ISDA Credit Support Annex, Loan/Japanese Pledge, JCSA）

ISDA 信用支持文件作为主协议下的一项意定“担保”安排，在实践中得到了广泛的运用，与主协议的各项制度紧密相连。2009 年，中国银行间市场交易商协会参考 ISDA 信用支持文件，配套发布了《中国银行间市场金融衍生产品交易质押式履约保障文件》（2009 年版）（“《质押式履约保障文件》”）及《中国银行间市场金融衍生产品交易转让式履约保障文件》（2009 年版）（“《转让式履约保障文件》”），形成银行间市场交易的履约保障协议的标准化文本（以下合称“履约保障协议”）。

一、履约保障制度的运行机理

履约保障制度是专门为覆盖衍生品交易风险敞口所设计的保障机制，其运行依赖于风险敞口的确定。所谓“风险敞口”（risk exposure），是指在任何估值日，假设交易双方在合同下的所有交易在相关的估值时间终止，根据衍生品交易主协议“终止净额结算”条款的规定应由一方（“交易付方”）向另一方（“交易收方”）支付的数额。

具体而言，履约保障制度的一般运行机理为：

交易双方根据事先约定的频率（估值日）与估值方法，对存量交易进行市值评估，基于“净额结算”及“盯市计值”原则，计算出衍生品合约下交易一方所承受的风险敞口。出现净风险敞口的一方有权要求对方提供与风险敞口相当的合格履约保障品¹以保障交易的最终履行。

履约保障安排下风险敞口计算环节系以假设主协议下所有交易全部终止，以终止净额结算机制计算所需支付的“提前终止应付额”。所谓“**终止净额结算**”（**Close-out Netting**）是指衍生品交易一方发生违约事件或终止事件时，另一方有权终止主协议项下缔结的全部交易，并按照约定的方式轧差出“提前终止应付额”，由净支付方转移给净收入方。该计算方式并不是简单地将债权进行累加，而是对多个交易的实时市值进行轧差计算，即将所有未来的相互义务最终转化成一个单向的支付义务，并根据交互计算后得出的净额确定应交付履约保障品的金额。

风险敞口是根据盯市原则基于挂钩指数的市场价值变动实时计算得出，即所谓的“**盯市计值**”（**Mark to Market**）。通过这种将基础资产合约价格与当前市场价格进行实时比较的方法，在履约保障品价值与交易市值之间建立实时联动机制，双方可根据市场价格的波动对交易估值，客观、动态地衡量交易各方的损益²，定期调整履约保障品的数量。实践中，合同主体可以约定以每日、每周或每月作为一个估值周期，在估值日，当事人根据基础资产的市场价格计算合同下各方的实际支付义务，依据上述“终止净额结算”机制所计算出来的金额代表了合同的公允市场价值，同时也反映了合同的风险敞口，是对合同下信用风险的量化。³

换言之，风险敞口根据挂钩指数的市场价值变动实时计算得出，承受净风险敞口的主体以及负有交付合格履约保障品义务的主体随之变动，权利人与义务人的身份动态转换。如果交易一方持有的合格履约保障品价值低于其承担的净风险敞口，则有权要求交易对方继续补交；如出现相反情况，则交易对方有权要求返还超出净风险敞口

¹ 合格履约保障品是指，双方在补充条款中约定为合格履约保障品的（A）任何现金和（B）在中华人民共和国（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区）境内发行和买卖的任何记账式债券。

² 参见宁敏，《国际金融衍生交易法律问题研究》，中国政法大学出版社 2002 年版，第 15 页。

³ 参见楼建波，《场外衍生品交易担保之信用支持制度研究——以“海升-大摩案”为分析蓝本》，载《法商研究》2011 年第 1 期。

的合格履约保障品。

二、履约保障制度的类型

从履约保障协议的法律构造而言，履约保障包括两种类型，一是担保权益式，采用传统意义上的质押模式；二是所有权转让模式，具有履约保障功能，以转移相关履约保障品的所有权作为提供保障的方式。从履约保障协议对交易双方的称谓也能体现出文件设计者将其区别之本意：在质押式履约保障文件中，交易双方被称为“出质方”与“质权方”；在转让式履约保障文件中，交易双方被称为“出让方”与“受让方”。与这种称谓相对应，在具体规则上，履约保障协议也存在实质性区别。

在质押模式下，交易双方交付履约保障品以创设质权，履约保障品的所有权仍属于质权方，质权方不得使用、出售、质押或以其他方式处置保障品，仅在违约事件触发时享有对履约保障品的自行处置权，就处置价款优先受偿。质权方的利益实现仍依赖于担保利益的实现。

在转让模式下，出让方将履约保障品的所有权转让给受让方，受让方可基于完整的所有权不受限制地使用、出售、质押或以其他方式处置保障品，且出让方对已由受让方持有的履约保障品不享有回赎权或其他形式的所有权；违约事件触发时，已出让的履约保障品纳入终止净额结算，交易方利益的实现依赖于终止净额结算的执行。

三、履约保障制度的法律支持与执行障碍

（一）《期货和衍生品法》为履行保障制度奠定法律基础

《期货和衍生品法》明确承认终止净额结算机制和单一协议制度的法律效力，与监管制度、市场实践保持基本统一；同时明确“进行衍生品交易，可以依法通过质押等方式提供履约保障”，以列举式的概括性规定肯定了质押式履约保障制度。

考察《期货和衍生品法》的修改过程，履约保障制度规定的表述存在以下转变：

《中华人民共和国期货法（一审稿）》

第三十六条 其他衍生品交易参与者可以依法通过订立质押合同和其他具有担保功能的合同等方式对其他衍生品交易提供履约保障。

《中华人民共和国期货与衍生品法（二审稿）》	第三十四条 进行衍生品交易,可以依法通过质押等方式提供履约保障。
《中华人民共和国期货与衍生品法》	第三十四条 进行衍生品交易,可以依法通过质押等方式提供履约保障。

《中华人民共和国期货法（一审稿）》采用“依法通过订立质押合同和其他具有担保功能的合同等方式对其他衍生品交易提供履约保障”的表述，对于作为衍生品交易有效约定的转让式履约保障，是否能够囊括至“其他具有担保功能的合同”，以及被解读为“具有担保功能”是否影响性质认定存在较大争议。

《期货与衍生品法（二审稿）》简化一审稿的规定，变更为“通过质押等方式提供履约保障”。《期货和衍生品法》延续了二审稿的表述，采用开放式立法，对履约保障制度进行原则性规定，为履约保障提供方以金钱、记账式债券设立质权的方式，为衍生品主协议项下的交易提供担保奠定了法律基础。对于“质押等方式”的表述是否可表明法律明确认可“转让式履约保障”，理论界及实务界对此仍存在争议。有意见认为“质押等方式”的表述为非穷尽式列举，可作扩大解释表明承认转让式履约保障的法律效力；也有意见认为不宜对其做广义解读得出认可转让式履约保障的结论，同时“等方式”与“质押”并列，加大了转让式履约保障方式被认定为担保的可能性。

无论如何，《期货和衍生品法》虽未明确提及转让式履约保障，一个“等”字，已释放出积极的信号：立法者尊重当事人在合法的基础上约定除质押担保之外的其他履约保障方式。

（二）履约保障制度在中国法下仍可能存在执行障碍

如前所述，衍生品交易履约保障安排，对于中国司法实践而言，是陌生的。特别是转让式履约保障，在中国法律框架下并尚未有明确的法律定性，存在中国司法机关基于中国法律概念及司法实践对其进行重新定性（Re-characterisation Risk）的法律风险。基于我们对中国法律及司法实践的理解，本报告提出问题如下，并拟在报告后文进行更深入的观察与分析：

● 质押式履约保障

1. 《中华人民共和国民法典》（“《民法典》”）第 388 条第 1 款规定：“……担保合同是主债权债务合同的从合同。主债权债务合同无效的，担保合同无效，但是法律另有规定的除外。” 质押式履约保障作为质押合同应遵循担保从属性的强制性规定，但《质押式履约保障文件》签订时，交易双方之间并不存在特定的主债权，质押式履约保障是否可能因突破担保从属性原则而无效？
2. 在中国法项下，保证金质押作为非典型担保须满足保证金特定化的要求。质押式履约保障安排中的动态调整机制会导致现金类合格履约保障品处于持续浮动的状态，保证金账户内的资金不断调整与变动是否影响保证金质押的效力？
3. 在中国法项下，破产司法程序正式启动前涉及破产申请人提出申请、法院对破产申请进行形式审查并立案登记、法院裁定受理三个主要步骤，其中法院裁定受理意味着破产程序的正式启动。交易双方如适用自动提前终止条款，出质方一旦进入破产司法程序时，违约事件中“启动程序”的相关表述及“相关请求提出或相关程序提起之日”的界定，是否可能与中国法项下破产程序的特定时间节点存在冲突而引发争议？
4. 《中华人民共和国企业破产法》（“《企业破产法》”）第 31 条第 3 款规定：“人民法院受理破产申请前一年内，债务人对没有财产担保的债务提供财产担保的，管理人有权请求人民法院予以撤销。” 出质方进入破产程序，如出质方为衍生品交易主体的一方，破产管理人是否可能基于出质方交付合格履约保障品系“对没有财产担保的债务提供财产担保”而行使撤销权？如出质方为衍生品交易主体之外的第三方，可能涉及“为他人所负债务提供财产担保”，破产管理人是否有权主张撤销？

● 转让式履约保障

1. 《最高人民法院关于适用<中华人民共和国民法典>有关担保制度的解释》第 68 条第 1 款规定：“债务人或者第三人与债权人约定将财产形式上转移至债权人名下，债务人不履行到期债务，债权人有权对财产折价或者以拍卖、变卖该财产所得价款偿还债务的，人民法院应当认定该约定有效……”，转让式履约保障在功能上具有

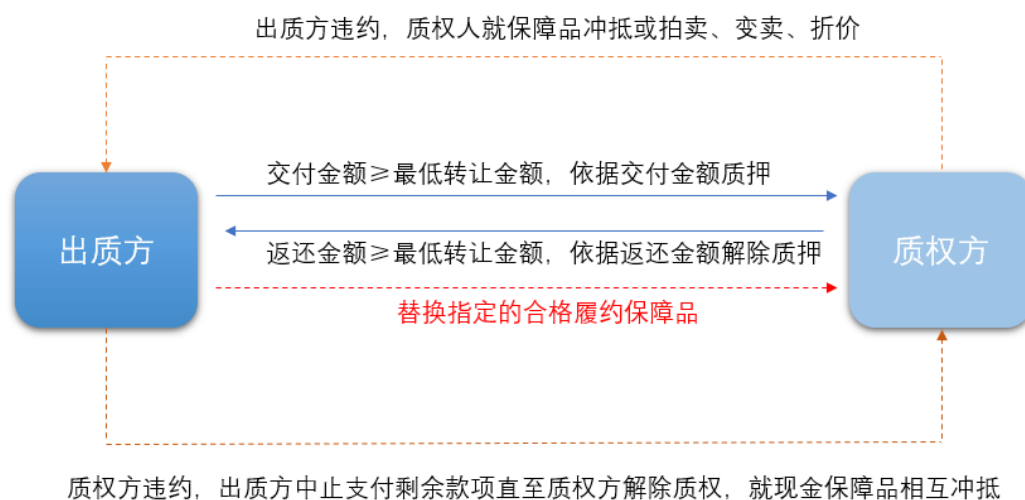
为衍生品交易提供信用增进的效果，在实际司法裁判终是否可能会被重新定性为“让与担保”？

2. 《企业破产法》第 31 条第 1 款规定：“人民法院受理破产申请前一年内，债务人无偿转让财产的，管理人有权请求人民法院予以撤销。”如出质方进入破产程序，终止净额结算机制能否实际有效执行？破产管理人是否有权基于出质方转让合格履约保障品系“无偿转让财产”而行使撤销权？

第二部分 质押式履约保障（担保权益式）

为保障金融衍生品交易的正常履行，交易双方在充分尊重金融衍生品交易实践的基础上，采用担保机制来防范信用风险便成为重要的合同安排。质押式履约保障以动态调整为基本特点，通过质押合格履约保障品以覆盖风险敞口的机制，实现管理金融衍生品交易风险的目的。

质押式履约保障是指在衍生品交易中，交易付方以不转移所有权的方式将合格履约保障品质押给交易收方或其指定第三方，为履约支付义务提供担保，以覆盖出现的风险敞口。交易风险敞口、交易主体的身份、合格履约保障品数量随着参考资产的市场行情波动在交易过程中动态变化。在交易结算期，若出质方未履行义务，质权人有权就履约保障品优先受偿。具体而言，质押式履约保障的运行模式如下：



如图所示，出质方根据约定在合格履约保障品上为质权方设置质权。在事先约定的一个估值日下，我们对交易的正常履约及违约情形分别进行考察：

● 衍生品交易未出现违约事件

衍生品交易如未出现违约事件，一般的操作模式为：质权人持有的合格履约保障品价值低于其承担的净风险敞口，则有权要求出质方继续交付履约保障品，增加担保。如出现相反情况，即质权人持有的合格履约保障品价值高于或等于其承担的净风险敞

口，则交易对方有权要求其返还超出净风险敞口的合格履约保障品。

在交易存续期间，出质方可向质权方发出通知并经质权方同意，替换全部或部分已质押履约保障品。出质方应在新履约保障品上设立质权，质权方解除原履约保障品上的质权。

● 衍生品交易出现违约事件

若出质方出现违约事件，质权方有权对现金形式的已质押履约保障品进行冲抵，或对记账式债券形式的已质押履约保障品进行拍卖、变卖或折价，对处置价款进行优先受偿。

若质权方出现违约事件，质权方应立即解除出质方在已质押履约保障品上设立的质权，并将利息金额立即转让给出质方。如质权方未履行上述义务，出质方可行使先履行抗辩权，在已质押履约保障品价值的范围内中止支付其他款项。

交易双方通常将上述运行模式及对应条件进行明确约定，如《质押式履约保障文件》所涉及的具体条款如下：

类别	具体条款
衍生品交易未出现违约事件	《质押式履约保障文件》的第三条约定：“若在一个估值日，交付金额等于或超过了出质方的最低转让金额，则质权方可向出质方发出通知，要求出质方依据交付金额向质权方质押合格履约保障品。出质方应确保出质的合格履约保障品在质权设立当日的价值不少于适用的交付金额。……若在一个估值日，返还金额等于或超过了质权方的最低转让金额，则出质方可向质权方发出通知，要求质权方依据返还金额解除出质方在已质押履约保障品上的质权。质权方应确保被解除质权的已质押履约保障品在质权解除当日的价值接近适用的返还金额，但前述已质押履约保障品在质权解除当日的价值可不大于适用的返还金额……”。 《质押式履约保障文件》第七条约定：“出质方可向质权方发出通知，提议以通知中指定的合格履约保障品替换通知中指定的已质押履约品。若质权

类别	具体条款
	方通知出质方同意替换，则：1.出质方应在相应的完成日北京时间 17 时前（含该时点），为质权方在新履约保障品上设立质权；2.在出质方未出现标准条款第四条第（二）款所列的任何情况的前提下，质权方在确认新履约保障品上的质权设立后，应在相应完成日解除原履约保障品上的质权。
衍生品交易出现违约事件	《质押式履约保障文件》的第十一条约定：“若出质方发生一项违约事件或特定情况且届时该违约事件或特定情况仍然处于持续的状态，或者因出质方发生了一项违约事件或特定情况从而导致一个提前终止日产生或被指定（除非出质方已经付清其届时到期的所有义务），质权方有权行使下列一项或多项救济权利：1.将质权方占有的现金形式的已质押履约保障品，与出质方就任何义务应支付的任何款项进行相互冲抵；2.无须征得出质方另行同意，将已质押履约保障品进行拍卖、变卖或折价，用以清偿出质方就任何义务应支付的其他任何款项。3.质权方在适用的法律下可获得的有关已质押履约保障品的其他救济权利，…… 若因质权方发生了一项违约事件或特定情况从而导致一个提前终止日产生或被指定（但该提前终止日仅针对部分交易且质权方已经付清其在主协议第九条和第十条下的届时到期的所有义务的情况除外），则 1.质权方应立即解除出质方在已质押履约保障品上为其设立的质权并将利息金额立即转让给出质方；2. 若质权方未按本款第 1 项的约定解除相应的质权或未将利息金额转让给出资方，则出质方可：（1）中止支付出质方就任何义务本应支付的任何剩余款项（以不超过剩余的已质押履约保障品的价值为限），直至质权方解除在该已质押履约保障品上出质方为质权方设立的质权；和（2）将质权方占有的现金形式的已质押履约保障品，与出质方就任何义务应支付的任何款项进行相互冲抵。3.出质方可行使其在适用的法律下可获得的有关已质押履约保障品的其他救济权利……”。

一、担保主债权的确定性

担保的从属性要求担保应以主债权的先行或同时存在为发生要件，并遵循主债权特定化规则。从表象来看，《质押式履约保障文件》签订时，交易双方之间并不存在特定的债权，甚至出质方及质权方均不能确定；由于风险敞口基于市场行情而变化，交易双方之间存在的可能是一段时期内波动的、不确定的，权利和义务方向不清晰的将来债权债务。在该种安排项下，交易双方设定的担保安排是否因突破担保从属性原则而无效？

对于当事人是否能为将来债权提供担保的问题，《民法典》仅在最高额担保制度下允许当事人为将来发生的债权提供担保，但就将来债权能否设定普通担保，仍属于法律法规的空白规定地带。对于私权利来说，原则上应遵循“法无禁止即可为”的基本原则，担保发生上的从属性，不能仅从其与主债权成立的时序上观察，而主要应置重于其与主债权的主从关系上⁴。

经检索司法判例，法院倾向于认为担保合同的当事人可以约定对将来债权提供担保。⁵纵观法律规定及司法判例，我们认为，将来债权能否作为担保对象，关键在于符合担保从属性原则，而担保从属性则进一步要求主债权的特定化。从司法判例层面，根据现有案例归纳，法院认定将来债权具有相对确定性的主要情形有：（1）双方在框架合同中明确约定担保的合同目的，且将来债权的具体限额和范围在合同中明确约定；（2）将来发生的债权无固定数额的，但约定了明确的指向和计算方法⁶；（3）将来债权今后确定发生，实现担保权利时，主债权的金额已确定⁷。

基于对上述主要情形的分析，我们对将来债权符合主债权特定化原则的考虑因素总结如下，并考察质押式履约保障的具体安排，以判断交易双方之间是否存在合法有效的主债权：

（一）签署合同是否为以设定担保权利义务为目的

当事人如签署合同（条款）实质上是双方为某约定事项签订的明确合作双方权利

⁴ 高圣平，《民法典担保从属性规则的适用及其限度》，载《法学》2020年第7期。

⁵ （2015）民申字第2671号、（2021）最高法民申1627号、（2012）民二终字第56号

⁶ 参见（2020）浙1004民初336号、（2019）粤04民终393号、（2019）桂02民终2531号

⁷ 参见（2019）京02民终8940号、（2020）川18民终712号

义务的协议或安排，而非为设定债权人和担保人之间的担保权利义务而签订的合同，则该等合同（条款）在法律属性可能被认定为当事人为将来发生的行为而预先作出的、由担保方提供担保的意向性约定⁸（非明确的权利义务约定），在此情形下，当事人之间不成立担保权利义务关系。

《质押式履约保障文件》已明确双方签订协议的目的系“在合格履约保障品上为质权方设置质权”，同时对于交付质物的时点，质权设立、解除及实现方式均已达成合意，由此，交易双方之间签署协议系以设定担保权利义务为目的。

（二）主债权在哪个时点符合特定化要求

一般来说，担保权人承担担保责任的时点为“债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的情形时”，即担保权人的“担保权利可得行使之时”。基于担保合同产生的担保权利可视为附条件生效的法律权利，如在担保权利可得行使时，主债权满足特定化要求，并不以担保设立时即已现实存在为必要，也不违反担保从属性原则。因此，我们认为主债权特定化的时点可延伸至在担保权利设立或行使时，将来债权在行使相关担保权利时如可明确数额与种类，则不因担保权利设立时主债权不确定而导致担保无效。

反观质押式履约保障的安排，在交易存续期间，交易双方之间的债权于特定估值日时确定，基于确定的债权完成质权的设立与解除；并于结算日或提前终止日，质权方基于终止净额结算确定的主债最终数额，对质物行使担保权利。因此，质押式履约保障安排的主债权于担保权利行使时可得以确定。

（三）合同是否明确约定确定主债权的规则

为将来债权提供担保，债权发生虽属将来，但担保合同（条款）存在指向并确定主债权的方法，比如明确约定债权的种类、范围、债权金额的计算方式、担保实现方式等，则符合主债权特定化的要求。

《质押式履约保障文件》中对风险敞口、交付金额及返还金额的计算方式均有明确的约定，最终结算日的主债权数额基于终止净额结算的计算条款进行确定，交易双

⁸ 参见（2016）最高法民终 240 号民事判决书。

方已于合同层面确定主债权的计算规则。

（四）将来债权是否具有可期待利益

根据民法的基本理论，将来债权作为尚未实际成立但于将来可能成立的债权，实质是一种期待或期待权，一般认为是“附条件或期限的债权”。⁹同时，将来债权一般具备财产价值，如民事主体对将来债权具有合理期待的，则此种期待即成为一种期待利益，受法律保护，故民事主体为具有经济价值的期待利益设定担保存在一定的合理性。¹⁰

在质押式履约保障安排项下，交易双方理应对衍生品交易的损益具有合理期待，而风险敞口与衍生品交易的损益相挂钩。因此，将来债权具有可期待利益。

综上，我们倾向性认为《质押式履约保障文件》设定交易双方的担保权利义务，已约定主债权的确定规则，主债权在实现担保权利时已存在且数额确定，在担保权利可行使时主债权具有特定性，不违反担保从属性原则。

二、履约保障品担保权益的创设及实现

合格履约保障品的资产类型包括现金和记账式债券。下文拟针对现金质押以及债券质押作具体分析。

（一）现金质押

衍生品交易中出质方“将现金通过转账方式划入质权方指定的专用的账户”以实现担保的方式，在法律性质上属于保证金质押的范畴，即出质人将金钱交存于在金融机构开立的专用账户，并承诺以该账户中的款项作为偿还债务的担保，在出质人不履行合同约定义务时，质权人有权就保证金优先受偿的担保方式。

1. 现金质押的创设

《担保制度解释》第 70 条第 1 款的规定：债务人或者第三人为担保债务的履行，设立专门的保证金账户并由债权人实际控制，或者将其资金存入债权人设立的保证金

⁹ 陈飞宇，《资产证券化中将来债权交易规则的完善》，载《法商研究》2018 年第 5 期。

¹⁰ 参见（2015）沪一中民六（商）终字第 640 号民事判决书。

账户，债权人主张就账户内的款项优先受偿的，人民法院应予支持。

根据上述规定及司法实践¹¹，保证金质押有效设立的条件应当符合担保物权的一般要求，一是当事人之间具有保证金质押的合意；二是保证金的特定化；三是保证金的占有移转及实际控制。下文以保证金质押设立三个构成要件入手，对现金质押式履约保障制度作具体阐述。

（1）当事人之间具有保证金质押的合意

当事人之间具有保证金质押的合意，法院往往根据合法有效的质押协议（条款）或已实际行动表明其知晓并有意进行保证金质押来判断。

一方面，当事人通常采用订立保证金质押合同或相应质押条款的方式明确表明设立保证金质押的合意。在司法实践中，法院一般会审查保证金质押合同中是否存在如下约定：（1）保证金账户的设立处；（2）保证金的数额、缴纳标准及缴纳期限；（3）保证金质押实现的方式，如出现违约或因故不能履行还贷约定时，质权人有权直接从担保保证金专户中扣收相关费用而无需征求出质人同意；（4）专户专用；（5）未经质权人同意，出质人不得使用保证金账户下的任何资金。对于当事人在合同的上述约定，法院一般均会根据当事人意思自治的原则，认可保证金质押的合意已经具备。¹²

比如，在济钢城市矿产科技有限公司、莱商银行股份有限公司济南自贸区支行等申请执行人执行异议案件¹³中，上诉人济钢城市矿产科技有限公司主张“涉案国内信用证不具备合法前提，应因违法而无效。该款项不能根据无效的《开立国内信用证合同》设立质押权。在无合法质押协议的基础上，涉案 426 万元不能取得保证金的法律地位，仅系一般存款，不具有保证金的性质。另外，在问及莱商银行涉案 426 万元款项及后期信用证议付款项如何支付的问题时，莱商银行的答复为‘国内信用证到期付款时，莱商银行自贸区支行有权直接以汇通公司按照本合同约定存入的保证金、备付款项对外付款’。据此，该 426 万元仅为预付款性质，是一般存款，并非保证金”，而法院认为：

¹¹ 根据最高人民法院第 54 号指导案例中国农业发展银行安徽省分行诉张大标、安徽长江融资担保集团有限公司执行异议之诉纠纷案，金钱质押作为特殊的动产质押，质权成立除有书面的质押合同外，还应当符合金钱特定化和移交债权人占有两个要件。法院在（2014）民终字第 692 号案件中认为保证金质押应当具备要式合同、质押财产的特定化、转移占有三个要件。

¹² 最高人民法院民事审判第二庭，《最高人民法院民法典担保制度司法解释理解与适用》，人民法院出版社，第 582 页。

¹³ （2022）鲁民终 875 号

“汇通公司与莱商银行签订《开立国内信用证合同》，该合同约定了汇通公司在莱商银行处开立尾号为 0009 的账户作为保证金账户，汇通公司亦将 426 万元款项存入上述账户中，同时合同约定了莱商银行对该账户内资金享有优先受偿权。据此，汇通公司与莱商银行已就涉案保证金质押达成了合意。”

又如，在黄卫东、铜仁农村商业银行股份有限公司申请执行人执行异议之诉案件¹⁴中，上诉人黄卫东认为：“案涉账户对应的借款业务，铜仁农商行与鼎盛鑫公司签订了独立的借款合同及担保合同。《担保业务合作协议》中没有约定鼎盛鑫公司同意以该账户内的保证金进行质押，原审依据该协议约定认定双方存在质押关系，并认定案涉账户的设立是履行该协议的结果，属认定事实错误。”法院经审查，当事人在《担保业务合作协议》中约定出质人在铜仁农商行承办机构开立保证金专户存入保证金，以保证金专户资金设立动产质押，为借款人向铜仁农商行承办机构借款所形成的全部债务提供担保，在借款人未按时履行还款义务时，质权人有权以保证金专户资金优先受偿，直接从保证金专户扣收相应款项；同时亦对担保债权的种类、债务履行期限、质物数量和要求、担保范围、质权行使条件等内容进行了约定，表明当事人之间达成以保证金专户资金设立质押的合意，满足质押合同的成立要件，当事人之间成立以保证金专户资金为标的的质押合同关系。

另一方面，法院会根据实质重于形式的原则，重视当事人共同行为的商业意义，整体评价和分析主体之间的法律关系和权利义务，即使当事人在协议中约定相关款项被存入保证金账户并进行相应的权利限制，但该限制如未表明当事人的本意是设定保证金质押，当事人之间亦不存在保证金质押的法律关系。如在山东东岳化工有限公司、山东恒泰节能新材料科技有限公司合同纠纷案中¹⁵，案涉《三方合作协议》是基于开展产业链金融合作的背景基础上签订的，当事人约定为保障贷款资金的按时回收，东岳化工在交行青岛市北支行账户存入等额的“回购准备金”，恒泰公司在交行青岛分行办理的流动资金贷款到期一旦出现逾期违约，该回购准备金用于偿还恒泰公司相应债务。法院认为：“《三方合作协议》正是基于贸易融资的特殊性，对合同三方主体之间权利义务进行的特殊安排，各方主体权利义务具有整体性和关联性，并不能单纯割裂评价和分析某两个主体之间的法律关系和权利义务。由于货币这一特殊动产的特性，为避免该回购准备金与其他货币混同，保障交行方扣划回购准备金权利的实现，回购准备

¹⁴ （2019）最高法民申 2632 号

¹⁵ （2019）最高法民申 6196 号

金被存入保证金账户并进行相应的权利限制，但该限制并非表明当事人的本意是设定保证金质押。”

反观《质押式履约保障文件》，交易双方虽未明确约定保证金账户、保证金数额、期限等内容，但明确作出“出质方按照约定在合格履约保障品上为质权方设置质权，当出质方出现违约事件时，质权方有权与出质方就任何义务应支付的任何款项进行相互冲抵”的意思表示。同时，从当事人的交易安排整体考虑，交易双方依据风险敞口的变化设立、解除质权的操作，已通过实际行动表明知晓并进行保证金质押。

综上，质押式履约保障的交易双方具备设定保证金质押的合意。

（2）保证金特定化

保证金质押的特定化，主要包括资金特定化和账户特定化，主要考虑保证金账户在形式上区别于出质人的一般结算账户，使该账户资金独立于出质人的其他财产；保证金账户的资金专款专用，未用于日常结算或其他业务。

在资金特定化方面，质押式履约保障对履约保障品的交付与返还实行盯市机制，在风险敞口小于已交付履约保障品价值时，该方可以要求对方返还多交付的履约保障品。随之而来的问题是，金融衍生交易履约保障安排中的动态调整机制会导致保证金处于持续浮动的状态，保证金账户资金金额的不断调整与变动是否影响保证金质押的效力？

在法律规则层面，《担保制度解释》第 70 条规定，当事人以保证金账户内的款项浮动为由，主张实际控制该账户的债权人对账户内的款项不享有优先受偿权的，人民法院不予支持。

在司法实践层面，法院形成了基本统一的裁判态度，以最高人民法院第 54 号指导案例中国农业发展银行安徽省分行诉张大标、安徽长江融资担保集团有限公司执行异议之诉纠纷案¹⁶，及 2020 年第 6 期公报案例富滇银行股份有限公司大理分行与杨风鸣、大理建标房地产开发有限公司案外人执行异议之诉案¹⁷为代表，法院认为保证金特定化并不等于固定化，案涉账户内的资金因业务情况处于浮动状态，除缴存保证金外，支出

¹⁶ (2014)民申字第 1239 号。

¹⁷ (2018)云民终 1121 号。

的款项均用于保证金的退还和扣划，未作日常结算使用，不影响金钱质权的设立。（2021）最高法民申 1318 号、（2020）最高法民终 1307 号、（2020）最高法民申 5346 号、（2020）最高法民再 89 号、（2019）最高法民再 198 号等案中，法院均持相同观点。

金融衍生品履约保障制度中指定账户存入及退还合格履约保障品的安排，均系专用于保证金存入、被担保债务代偿、释放保证金等业务，并未用作日常结算，即使账户内资金根据业务发生情况处于浮动状态，仍不影响保证金质押的效力。

在账户特定化方面，根据《质押式履约保障文件》第六条的约定，除非双方另有约定，对于现金形式的合格履约品，出质方应于相关的完成日北京时间 17 时前（含该时点），将该种形式的合格履约保障品通过转账方式划入质权方指定的专用账户。但对于该“指定的专用账户”是否应具有外观识别性以及是否影响质押的效力？

《人民币银行结算账户管理办法》第 13 条规定，专用存款账户是存款人按照法律、行政法规和规章，对其特定用途资金进行专项管理和使用而开立的银行结算账户。设立保证金账户可以是设立专用的保证金账户，也可以是在银行账户下设立保证金分户，无论何种形式，均需要采取保证金账户这一专用账户形式，使其具有外部上的识别性，能够与一般结算账户、基本账户相区分。¹⁸

在司法实践中，法院通常认为保证金账户应具备外观识别性。如最高人民法院在阿拉善农村商业银行股份有限公司乌斯太支行、马金平执行异议案件¹⁹中认为：“保证金形式的金钱特定化，应同时具备账户特定化和资金特定化的特征，也即账户在功能上仅用于存储保证金，不能用于普通结算业务；在形式外观上也应有别于普通结算账户。”又如最高人民法院在欧阳后进、林荣高等普通破产债权确认纠纷民事再审案件²⁰中认为：对于金钱是否特定化，不能仅以其名为“保证金”就直接加以认定，还应审查对该“保证金”是否以设立专门账户等方式，在实质上能够达到与占有人其他金钱相区别的效果。”

在金融衍生品交易中，出质方和质权人设立保证金专门账户用以接收、退还合格

¹⁸ 最高人民法院民事审判第二庭，《最高人民法院民法典担保制度司法解释理解与适用》，人民法院出版社，第 580 页

¹⁹ （2017）最高法民申 2513 号

²⁰ （2022）最高法民再 55 号

履约保障品，账户形式外观上应有别于普通结算账户，与债务人的其他财产隔离。

《关于规范人民币银行结算账户管理有关问题的通知》（银发〔2006〕71号）规定：按照国家有关规定或存款人资金管理有特殊需要的，单位开立的专用存款账户的名称可以为单位名称后加**内设机构（部门）名称或资金性质**，但专用存款账户的预留签章与专用存款账户名称一致。

因此，质权人可通过特殊的命名方式明确账户资金的性质，使得保证金账户与普通结算账户形成区别，以实现财产特定化的要求。

（3）保证金的占有转移及实际控制

移交占有实质就是移交对物进行控制和管理的权能，其形式不仅包括直接占有，还包括通过他人对物进行控制和管理的间接占有²¹。故在实务中，质权方对于保证金账户的占有及实际控制主要分为两种不同的情形：一是以质权方的名义开立保证金账户；二是保证金账户并非有以质权方的名义开立，通过协议安排及特殊操作控制账户。

在第一种情形中，出质方将资金存入该账户内，此时质权方作为账户所有人能够实际控制该笔资金，符合移交债权人占有及控制的条件。由于质押履约保障安排中，质权方的角色不确定，可能基于风险敞口的变化而随时变动，因此建议交易双方均开立保证金账户，保障能够实际占有并控制保证金。

在第二种情形中，因质权方并非账户所有人，质权方实现对保证金账户的实际控制往往需要与银行签订账户监管协议，约定非依质权方指令不得对账户内资金操作，账户密码由质权方设定并占有预留印鉴，或者通过设立共管账户，约定对于账户共同监管，以实现对于保证金账户的实际控制。²²比如，最高人民法院在宁夏银行股份有限公司吴忠分行、中国农发重点建设基金有限公司再审案件²³中认定质权人对保证金占有并实际控制主要基于以下方面：（1）保证金账户虽为出质方开立，但当事人在《动产质押合同（保证金类）》约定，未经质权方书面同意，在主债权清偿前，出质人不得支取或要求返还已交付的保证金；（2）出质方在质权方授权的银行开立账户，并授权银

²¹ （2017）最高法民申 4607 号

²² 最高人民法院民事审判第二庭，《最高人民法院民法典担保制度司法解释理解与适用》，人民法院出版社，第 580 页。

²³ （2020）最高法民申 5346 号

行作为保证金账户管理控制者，对账户内保证金行使质权人权利。在实务中，如保证金账户开立于第三方名下，须提前与银行沟通并达成合意，须根据记载市场风险敞口变动数据、并加盖预留印鉴的通知进行保证金账户追加、释放保证金的操作。

《质押履约保障文件》中，交易双方仅约定“将现金形式的合格履约保障品通过转账方式划入质权方指定的专用账户”，质权人应关注保证金质押时的特定化和移交占有，还应对保证金账户进行实质且持续的管理控制，可以质权人的名义开立保证金账户或虽未开立在自己名下，但通过监管协议或其他技术操作实现对保证金的占有及控制，以确保保证金质押设立的有效性。

综上，质押式履约保障的交易双方具备设定保证金质押的合意，保证金账户的不断调整与变动如专用于保证金业务，未用作日常结算，则不影响保证金质押的效力；质权人应关注保证金的特定化及账户的外观识别性，并实现对保证金账户进行实质且持续的管理控制。

2. 现金质押权益的实现

《担保制度解释》第 70 条规定，债务人或第三人为担保债务的履行，设立专门的保证金账户并由债权人实际控制，或者将其资金存入债权人设立的保证金账户，债权人主张就账户内的款项优先受偿的，人民法院应予支持。

金融衍生品交易中，如出质方发生违约事件，质权方有权依照上述规定及协议约定，就保证金账户内的资金优先受偿。相较于以折价、变价、拍卖为债权实现路径的担保方式，保证金的实现无须变现程序，质权方有权将其占有的现金履约保障品，与出质方就任何义务应支付的任何款项进行相互冲抵，如仍有剩余，且出质方就任何义务已没有应支付的款项，则质权方应尽快解除剩余保证金的质权；如冲抵后出质方仍存在有尚未支付的款项，则在任何情况下出质方均有义务予以支付。

（二）债券质押

根据《民法典》第 440 条的规定，债务人或者第三人有权处分的债券、存款单可以出质。衍生品交易中出质方就记账式债券办理质押在法律性质上应属于“权利质押”的范畴。

1. 债券质押的创设

根据《质押式履约保障文件》第六条的约定，对于记账式债券形式的合格履约保障品，出质方和质权方应及时根据有关登记托管结算机构的规定办理相关的质押手续。

在实务操作中，根据《中央国债登记结算有限责任公司担保品管理服务指引》《证券质押登记业务实施细则》等相关规定，当事人办理记账式债券的出质登记的流程如下：

序号	债券类型	登记机关	登记流程
1	登记在中央国债登记结算有限责任公司开立债券账户的债券	中央国债登记结算有限责任公司（“中债登”）	双边交易类业务的质押和解押 通过中央债券簿记系统 完成。中央债券簿记系统根据结算指令指定的担保品及其面额进行质押，到期日对符合解押条件的予以解押。质押成功后，簿记系统将质押数据提交系统，系统将根据质权方和出质方选定的相应业务品种、期限的担保品数据更新相关台账和报表，并为已选择接受双边质押类业务担保品管理服务的相应业务品种、期限的担保品进行管理。
2	登记在中国证券登记结算有限责任公司开立的证券账户	中国证券登记结算有限责任公司（“中证登”）	质押双方向申请办理证券质押登记，应提交以下材料： (1) 证券质押登记申请 ²⁴ ；

²⁴ 对于融资类质押（初始质押），应列明质权人名称、质权人身份证件类型、质权人身份证件号码、出质人名称、出质人证券账户、证券代码、证券简称、托管单元、证券类别、质押证券数量、业务类型、融资金额、年化融资利率、融资期限、融资投向、预警线（如有）、平仓线（如有）、质押合同编号；对于融资类质押（补充质押），应列明质权人名称、质权人身份证件类型、质权人身份证件号码、出质人名称、出质人证券账户、证券代码、证券简称、托管单元、证券类别、质押证券数量、业务类型、补充质押对应的初始质押证券所属市场、对应的初始质押业务登记编号、质押合同编号；

序号	债券类型	登记机关	登记流程
	中的债券		(2) 质押合同原件； (3) 质押双方有效身份证明文件及复印件； (4) 质押证券登记在证券期货经营机构单一资产管理计划专用证券账户中，且资产委托人为个人或机构的，应当由管理人提交有关业务申请材料，并提供委托人、托管人（如有）出具的知晓办理证券质押登记的相关文件； (5) 证券质押行为需经国有资产监督管理机构等主管部门批准或备案的，应当提供相关批准或备案文件原件及复印件； (6) 要求提供的其他材料。

2. 债券质押权益的实现

《质押式履约保障文件》第十一条约定，若出质方出现特定情形，质权人无须征得出质方另行同意，将已质押履约保障品进行拍卖、变卖或折价，用以清偿出质方就任何义务应支付的任何款项。

(1) 质押债券的登记机关为中债登

根据《中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）》等相关规定，质权人处置债券的方式包括协议折价、拍卖、变卖。如交易双方选择协议折价，质权方和出质方可共同向中债登申请办理协议折价过户，具体办理流程如下：

对于非融资类质押，应列明质权人名称、质权人身份证件类型、质权人身份证件号码、出质人名称、出质人证券账户、证券代码、证券简称、托管单元、证券类别、质押证券数量、业务类型、质押合同编号；

序号	流程	内容
1	申请材料	(1) 担保品协议折价申请书 (2) 主债权合同、质押合同及相关协议复印件 (3) 质权方与出质方就协议折价安排达成的书面协议 (4) 要求的其他材料 申请人应对其提供的申请材料的真实性、准确性、完整性及合法性负责，公司仅对申请材料进行形式审查。若因申请人提供的申请材料不符合上述要求以及相关法律规定和协议约定的，由此引起的一切法律责任及损失均由申请人自行承担。
2	过户办理	中债登受理协议折价申请材料后，将相关标的债券过户至质权方债券账户，并依照申请就剩余标的债券进行解押处理。
3	结果通知	根据业务办理情况，中债登将办理结果通知质权方和出质方

如质权方选择以拍卖方式处置合格履约保障品，质权方可向中债登申请办理担保品拍卖，具体流程如下：

序号	流程	内容
1	申请材料	(1) 担保品拍卖申请书

序号	流程	内容
		(2) 担保品拍卖招标要素一览表 (3) 主债权合同、质押合同及相关协议复印件 (4) 中债登要求的其他材料。 申请人应对其提供的申请材料的真实性、准确性、完整性及合法性负责，公司仅对申请材料进行形式审查。若因申请人提供的申请材料不符合上述要求以及相关法律规定和协议约定的，由此引起的一切法律责任及损失均由申请人自行承担。
2	公告发布	中债登受理拍卖申请材料后，将标的债券从出质方债券账户过户至违约处置债券专户 ²⁵ ，并于公告日通过中国债券信息网发布担保品拍卖公告，公告中不披露质权方和出质方的信息。
3	确定拍卖保留价	标的债券拍卖保留价由公司参考标的债券在银行间债券市场拍卖日前三十个交易日的平均成交价格、标的债券公允价值确定，并在拍卖公告中予以公布。
4	拍卖	(1) 投标：拍卖日，投标人需在规定的投标时段内通过指定的方式将《担保品拍卖投标书》传真至中债登。低于单笔最低投标量和拍卖保留价，或者超过最大可投标额的投标均属于无效投标。 (2) 中标：拍卖采用价格招标、全价投标、多重价位中标方式。全场投标总额小于或等于当期招标的债券面额时，投标全部成功；全场投标总额大于当期招标的债券面额时，按照

²⁵ 指中债登开立的专用于托管拟进行拍卖或变卖的标的债券的债券账户。

序号	流程	内容
5	中标后处理	价高优先的原则，将标位从高到低募入，募满为止。
		(3) 中标结果通知：中债登在确认中标结果后，向中标人发送中标结果通知。
		(1) 缴款：中标人应根据中标结果通知，于缴款日将中标认购款全额划入违约处置资金专户中。若未缴款或缴款不足，则应赔偿或补偿其对相关方所造成的经济损失并承担相应法律责任。
		(2) 补位中标：如中标人未在规定时间内完成缴款，中债登有权根据中标规则募入下一位中标人并向其发送中标结果通知。
		(3) 标的债券过户：中债登根据缴纳的中标认购款，按照中标人对应的中标额，将标的债券从违约处置债券专户过户至中标人债券账户中。
		(4) 划款：质权方应于划款日 15:00 前向中债登送达《标的债权金额确认书》。中债登收到后，对拍卖所得款按以下流程处理： 若拍卖所得款小于或等于标的债权金额，则将拍卖所得款全额划入质权方资金账户；若拍卖所得款大于标的债权金额，则将等于标的债权金额的款项划入质权方资金账户，同时将多余款项划入出质方资金账户。
		(5) 剩余标的债券返还：如有剩余未中标或未缴款的标的债

序号	流程	内容
		券，按以下流程处理： 若拍卖所得款小于标的债权金额，则将剩余标的债券从违约处置债券专户过户至出质方债券账户，并维持质押状态。质权方可申请再次进行拍卖；若拍卖所得款大于或等于标的债权金额，则将剩余标的债券从违约处置债券专户返还至出质方债券账户。
6	结果通知	根据业务办理情况，中债登将办理结果通知质权方、出质方及相关各方。

如质权方选择以变卖方式处置合格履约保障品，质权方可向中债登申请办理担保品变卖，具体流程如下：

序号	流程	内容
1	申请材料	(1) 《担保品变卖（质权方受让）申请书》或《担保品变卖（第三方受让）申请书》 (2) 主债权合同、质押合同及相关协议复印件 (3) 中债登要求的其他材料 申请人应对其提供的申请材料的真实性、准确性、完整性及合法性负责，公司仅对申请材料进行形式审查。若因申请人提供的申请材料不符合上述要求以及相关法律规定和协议约定的，由此引起的一切法律责任及损失均由申请人自行承担。
2	确定变卖价格	标的债券的变卖价格应不低于公允价值，若低于公允价值，

序号	流程	内容
		则需出质方书面同意。
3	标的债券过户	中证登受理变卖申请材料后，将标的债券从出质方债券账户过户至违约处置债券专户。
4	确定受让方	【质权方受让】：质权方受让标的债券的，公司根据标的债券公允价值和标的债权金额，对标的债券按以下流程处理： 若标的债券公允价值小于或等于标的债权金额，则将全部标的债券从违约处置债券专户过户至质权方债券账户；若标的债券公允价值大于标的债权金额，则将超出部分的标的债券从违约处置债券专户返还至出质方债券账户。 【第三方受让】：第三方市场成员受让标的债券的，按以下流程处理： （1）缴款：第三方市场成员应根据标的债券的变卖价格和数量，于缴款日将变卖价款全额划入违约处置资金专户中。若未缴款或缴款不足，则应赔偿或补偿其对相关方所造成的经济损失并承担相应法律责任。 （2）标的债券过户：中债登根据缴款情况，将标的债券从违约处置债券专户过户至第三方市场成员债券账户中。 （3）划款：中债登收到款项后，对变卖所得款按以下流程处理： 若变卖所得款小于或等于标的债权金额，则将变卖所得款全额划入质权方资金账户；若变卖所得款大于标的债权金额，则将等于标的债权金额的款项划入质权方资金账户，同时将

序号	流程	内容
		多余款项划入出质方资金账户。 （4）剩余标的债券返还：如有剩余未变卖或未缴款的标的债券，按以下流程处理：若变卖所得款小于标的债权金额，则将剩余标的债券从违约处置债券专户过户至出质方债券账户，并维持质押状态。质权方可申请再次进行变卖；若变卖所得款大于或等于标的债权金额，则将剩余标的债券从违约处置债券专户返还至出质方债券账户。
5	结果通知	根据业务办理情况，中债登将办理结果通知质权方、出质方及相关第三方。

（2）质押债券的登记机关为中证登

根据《证券质押登记业务实施细则》等相关规定，除司法途径实现质权外，质权人可通过中证登以如下方式处置债券：

序号	处置方式	办理流程
1	办理证券质押登记状态调整业务，以质押证券卖出所得优先偿付质权人	质押当事人向中证登申请办理证券质押登记状态调整业务时，应提交以下材料： （1）证券质押登记状态调整申请表； （2）质押合同或质押证券处置协议； （3）中证登出具的证券质押登记证明原件（原件遗失的，应提供在符合中国证监会规定条件的信息披露媒体之一上刊登的遗失作废声明）或中证登认可的其他证明材料；

序号	处置方式	办理流程
		(4) 申请方有效身份证明文件及复印件； (5) 中证登要求提供的其他材料。
2	处置过户	质押双方向中证登申请办理质押证券处置过户业务时，应提交以下材料： (1) 质押证券处置过户申请； (2) 质押证券处置协议原件； (3) 证券质押登记证明原件（原件遗失的，应提供在符合中国证监会规定条件的信息披露媒体之一上刊登的遗失作废声明）或中证登认可的其他证明材料； (4) 本次质押证券处置过户的公告（如有）； (5) 质押双方有效身份证明文件及复印件； (6) 质押证券处置过户行为需经国有资产监督管理机构等主管部门批准或备案的，应当提供相关批文或备案文件原件及复印件； (7) 出质人因质押证券处置过户行为应缴纳个人所得税的，需提供主管税务机关出具的纳税记录以及个人所得税清算申报表等相关文件； (8) 中证登要求提交的其他材料。

注：申请办理证券质押登记状态调整业务或质押证券处置过户业务的证券，仅限于无限售流通股或流通债券、基金（限于登记在中证登证券登记结算系统内份额）等流通证券，且除质权外无其他权利瑕疵。董事、监事、高级管理人员持有的在股份锁定期内的质押证券不得申请办理质押证

序号	处置方式	办理流程
券处置过户业务。		

三、破产制度对质押式履约保障安排实现的影响

在金融衍生品主协议框架下，交易双方及履约保障提供者涉及破产程序或可能发生类似破产效果的情形构成破产事件（Bankruptcy）。以 NAFMII 主协议为例，涉及的破产事件包括：（1）解散（处于联合、合并或重组目的而发生的解散除外）；（2）不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或明显缺乏清偿能力的；（3）书面承认其无力偿还到期债务；（4）为其债权人利益就其全部或实质性资产达成转让协议或清偿安排，或就其全部或大部分债务的清偿事宜与债权人做出安排或达成和解协议；

（5）自身或其监管部门启动针对其的接管、破产、清算等行政或司法程序；或其债权人启动针对其的接管、破产、清算等行政或司法程序，导致其被依法宣告破产、停业、清算或被接管，或上述程序在启动后 30 天内未被驳回、撤销、中止或禁止的；（6）通过其停业、清算或申请破产的决议；（7）就自身或自身的全部或大部分资产寻求任命临时清算人、托管人、受托人、接管人或其他类似人员或被任命了任何前述人员；

（8）其债权人作为担保权人采取行动取得了其全部或大部分资产，或使其全部或实质部分资产被查封、扣押、冻结、或强制执行，且上述情形在 30 天内未被相关权力机关撤销或中止；（9）其他任何与本款第 1 项至第 8 项有类似效果的事件。

根据上述约定，主协议对于破产事件的定义较为宽泛，涵盖破产法规定的法律状态和程序，同时还包括可能发生类似破产效果的其他情形。如出质方进入破产司法程序，则会触发相应的违约后果，包括协议提前终止、按照终止净额的方式进行结算，守约方依据质押式履约保障中约定的方式实现担保等。

在实践操作中，破产法相对于合同约定而言具有优先、强制适用的特性，破产程序开始后，出质方于破产前实施的行为将被重新审视和甄别，主协议约定的违约后果可能因与破产法的规定相冲突导致效力被否定而无法得到实际执行，其中可能涉及到提前终止日的确定及破产管理人撤销权的行使等问题。下文就该等问题进行具体考察和论述。

（一）出质方进入破产司法程序，提前终止日如何确定？

就涉及司法程序的破产事件（详见破产事件（5））而言，如交易双方选择适用自动提前终止条款，则对于该破产事件提前终止日确定规则为：提前终止日为**相关请求提出相关程序提起之日**。如交易双方未选择适用自动提前终止条款，提前终止日应为守约方发出书面通知生效之日起 15 个营业日内的一个营业日。实践中，对于该违约事件提前终止日的界定争议往往集中于适用自动提前终止条款的场景。因此，本部分讨论集中于交易双方适用自动提前终止条款，出质方进入破产司法程序时，提前终止日的确定问题。

NAFMII 主协议采用“**启动程序**”的表述，并未有 ISDA 主协议类似于“提起……法律程序”（a petition is presented for its winding-up or liquidation）等具体事件和触发时点。然而，我国破产司法程序正式启动前涉及破产申请人提出申请、法院对破产申请进行形式审查并立案登记、法院裁定受理三个主要步骤，其中法院裁定受理意味着我国破产程序的正式启动。“启动程序”时间点的确定及“相关请求提出或相关程序提起之日”的界定很可能会引发争议。我们可通过债权人申请破产及出质方自身启动破产程序两个不同的场景对此进一步说明：

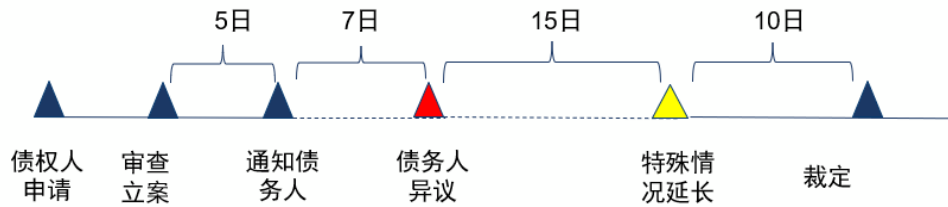
1. 债权人启动破产程序

主协议针对债权人启动破产程序进行了特殊的约定，附加了“导致违约方被依法宣告破产”或“程序在启动后 30 天内未被驳回、撤销、中止或禁止”两个条件，主要目的在于阻却债权人恶意破产申请对衍生品交易的不利影响。

按照破产流程，破产申请或破产立案必然发生在“法院依法宣告破产”之前。据此，主协议中关于债权人启动破产程序“导致违约方被依法宣告破产”作为自动提前终止事件，在中国法域下无实质性意义。

而在另一个条件下，主协议将债权人启动破产程序的宽限期定为“30 天”，如程序在启动后 30 天内未被驳回、撤销、中止或禁止，破产程序在债权人提出申请之日即视

为启动。根据《破产法》及《最高人民法院关于破产案件立案受理有关问题的通知》，



债权人启动破产程序及所需时间的要求如下：

如图所示，根据《破产法》第 10 条的规定，债务人有权在收到通知后 7 日内提出异议，法院在异议期满之日起 10 日内裁定是否受理。此外，如有特殊情况，经上一级法院批准可延长 15 日作出破产裁定。因此，需要提示关注的是，无论法院是否裁定受理或驳回申请，仅就法律规定而言，法院作出破产裁定的期限可能超过 30 天。如此而言，有可能存在“程序在启动后 30 天内未被驳回、撤销、中止或禁止”，但在第 31 天被驳回的尴尬局面，因此我们建议交易主体应根据破产程序等相关操作实务调整主协议中自动提前终止事件的附加条件。

2. 出质方自身启动破产程序

《公司法》第 43 条第 2 款规定，关于公司解散的决议必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。《最高人民法院关于审理企业破产案件若干问题的规定》第 5 条也明确：“国有企业向人民法院申请破产时，应当提交其上级主管部门同意其破产的文件；其他企业应当提供其开办人或者股东会议决定企业破产的文件。”据此，公司作出破产的股东会决议（或股东决定）是其申请破产的前提条件。

NAFMII 主协议第六条第（八）款第 6 项已将违约方“**通过其停业、清算或申请破产的决议**”作为一项自动提前终止事件。因此，与上述场景不同，违约方主动提出破产申请时，出质方破产议案通过股东会/股东审议，即视为“启动程序”，提前终止日则相应提前至破产决议作出之日。

综上，申请破产的主体不同可能导致提前终止日的确定规则有所不同，进而影响合格履约保障品的处置时点。因此，我们对主协议条款的优化建议如下：

申请主体	主协议约定条款	优化自动提前终止条款触发时点	明确提前终止日
债权人	NAFMII 主协议：债权人启动针对其的接管、破产、清算等行政或司法程序，导致其被依法宣告破产、停业、清算或被接管，或上述程序在启动后 30 天内未被驳回、撤销、中止或禁止的	破产申请未在 30 天内（司法程序在法律允许的期限内延长的，以延长期限为准）被驳回、撤销、中止或禁止	债权人提出破产申请之日
违约方	NAFMII 主协议：自身启动针对其的接管、破产、清算等行政或司法程序	通过停业、清算或申请破产的决议	通过停业、清算或申请破产的决议之日

（二）破产管理人能否对质押式履约保障行使撤销权

出质方进入破产程序，触发主协议项下的违约事件，质权方有权基于《质押式履约保障文件》第十一条的约定，就现金形式的已质押履约保障品相互冲抵或就记账式债券进行拍卖、变卖、折价。出质方质押及质权方处置履约保障品的操作可能受到破产管理人撤销权的阻碍。我们可通过出质方为衍生品交易一方及交易主体之外的第三方两个不同的场景对此进一步说明。

1. 如出质方为衍生品交易的一方

《企业破产法》第 31 条第 3 款规定：“人民法院受理破产申请前一年内，债务人对没有财产担保的债务提供财产担保的，管理人有权请求人民法院予以撤销。”

在交易存续期间内，出质方提供担保的时间和数额与风险敞口程度相联系，如出质方在可撤销期间内基于风险敞口的变化而向对方出质履约保障品，管理人是否可基于“对没有财产担保的债务提供财产担保”而行使撤销权？

四川省高级人民法院、上海市高级人民法院以及江苏省高级人民法院分别在《关

于审理破产案件若干问题的解答》（川高法〔2019〕90号）、《破产审判工作规范指引（试行）》（沪高法民二〔2018〕9号）以及《破产案件审理指南（2017修订）》（苏高法电〔2017〕794号）中就“对没有财产担保的债务提供财产担保”认定出台了基本相同的司法意见。以上海市高级人民法院为例，《破产审判工作规范指引（试行）》（沪高法民二〔2018〕9号）第9条规定：“对没有财产担保的债务提供财产担保的认定。根据《企业破产法》第三十一条第三项规定，债务人的该种行为应予撤销。该行为的构成要件为：（1）可撤销的担保是指为债务人自有债务提供财产担保，不包括为他人债务提供的担保；（2）可撤销的担保是为已有债务提供担保，包括对已有的不足额担保追加担保的部分，而非为新设债务提供担保；（3）可撤销的担保是在破产申请受理前一年内设立的担保物权，而非担保合同订立。”

参照上述意见，对于“对没有财产担保的债务提供财产担保”应理解为在可撤销期间债务人对自身的既存债务追加财产担保的清偿行为，追加财产担保包括对未有财产担保的债务和担保财产价值低于债权额的债务追加，同时担保不在可撤销之列。

在司法裁判层面，法院持与上述意见一致的观点。如法院在中国农业银行股份有限公司辽源分行、吉林麦达斯铝业有限公司破产管理人破产撤销权纠纷再审案件²⁶中认为：“在人民法院受理破产申请前一年内‘对没有财产担保的债务提供财产担保的’行为，应当理解为对原没有财产担保的债务提供财产担保的一种偏颇清偿行为。作出该种理解的理由主要是：破产申请受理后，债务人的无财产担保债权只能作为破产债权受偿，如债务人在可撤销期间内为原无担保的债权人提供财产担保，将使该债权人在破产程序中对特定财产享有优先受偿权，得到个别优惠性清偿，故应予撤销；债务人与债权人在可撤销期间内在签订主合同时一并签订抵押等财产担保从合同的，不在可撤销行为之列，因其不是对原无财产担保的债权提供担保，不具有改善某一债权人原有清偿地位的不公平性质，而且抵押等担保合同的签订往往是债权人决定签订主合同的对价利益和必要保障（即如果没有担保，债权人可能不愿签订主合同）”。法院在（2021）苏02民终488号、（2018）苏12民终1863号、（2018）湘12民终1264号、（2017）浙06民终4134号等案件中持相同观点。

又如法院在中国华融资产管理股份有限公司重庆市分公司、新光控股集团有限公司

²⁶ （2020）最高法民再296号

司管理人破产撤销权纠纷案中²⁷中认为：“在破产程序中，有财产担保的债权较之普通债权优先受偿，债务人在人民法院受理破产申请前一定期限内对没有财产担保的债务提供财产担保，或者对有财产担保的债务增加提供财产担保，意味着本应用于集体清偿的财产变成了有财产担保的债权人优先受偿的标的，从而使普通债权人通过破产程序所能够获得的清偿数额减少，这显然不符合通过破产程序实现公平清偿的目标。”法院在（2016）浙 08 民终 1374 号、（2016）津 02 民终 5786 号等案件中持相同观点。

上述破产法律的规定及司法实践对于“对没有财产担保的债务提供财产担保”只是将债务出现与担保出现的时间上进行比较判断。而质押式履约保障制度中，提供担保时间和数额与风险敞口程度相联系，而不是与债权的成立及数额相联系，在交易持续过程中，交易双方根据信用风险敞口的变化随时可能进行交割或返还，在每个估值日为基准，如基础金融资产的市场发生波动，一方的信用暴露值超过最低转让金额，对方应向该方交付或追加履约保障品。

在这样的安排下，出质人在破产临界期内由于交易风险暴露程度的变化而临时要求设定质权，而在此之前该债务是尚未有财产担保的或涉及**为尚未足额担保的债务提供财产担保**，管理人可能基于《企业破产法》第 31 条的规定将已交付的作为担保品的债券或现金列入破产财产，行使破产撤销权，交易对方本已有担保的风险敞口将面临“脱保”的风险。

2. 如出质方为衍生品交易主体之外的第三方

如出质方为衍生品交易主体之外的第三方，出质方在可撤销期间内提供合格履约保障品，可能涉及“为他人所负债务提供财产担保”，在该种情形下，管理人是否可主张撤销？

从学理层面来看，有学者认为：“为他人提供无偿担保使得担保人负担了义务和潜在责任，但未给担保人自己带来任何利益，充其量获得追偿权，但价值大打折扣。一旦承担担保人责任，必然减少自己的财产，其在性质上，与向他人让渡财产是一样的……从实务来说，确实无法归入企业破产法第三十一条规定的追加物保的情形，但法院也作出过撤销此类担保的判决，且往往通过法解释归入无偿转让财产的情形。”²⁸有学者

²⁷ （2021）最高法民申 2231 号

²⁸ 李至刚、叶林等，《为他人债务提供保证与破产撤销权》，载《人民司法》2022 年第 19 期。

进一步指出：“为他人债务提供物权担保的行为在性质上属于无偿行为，是可以考虑适用企业破产法第三十一条关于无偿转让财产行为的规定进行撤销的。”²⁹

参照四川省高级人民法院发布的《关于审理破产案件若干问题的解答》（川高法〔2019〕90号）：5.在可撤销期间内，债务人为他人所负债务而提供财产担保，管理人能否依据《企业破产法》第三十一条的规定请求予以撤销？答：可以适用“无偿转让财产”的规定主张撤销。《企业破产法》第三十一条第三项规定的“对没有财产担保的债务提供财产担保”的可撤销情形，指的是债务人为自有债务提供担保。**为他人所负债务提供无对价、无受益的担保，应适用该条第一项关于无偿行为的规定。**理由是：虽然物的担保不等同于物的转让，但担保物权人一旦行使担保权，则必然涉及物的转让和处分，两者在相关规则上存在一致性。在担保物权实现后，破产债务人虽从法律上取得了对主债务人的追偿权，但通常而言，追偿程序的行使，往往是由债务人不清偿债务或缺乏清偿能力所致，此时破产债务人的追偿权只是一个没有担保且可能难以实现的债权，这与财产的无偿转让行为并无实质性区别。

在司法裁判层面，法院与上述意见持基本相同的观点。如法院在中国华融资产管理股份有限公司重庆市分公司、新光控股集团有限公司管理人破产撤销权纠纷案中认为：“新光控股在破产申请前一年内，为他人提供担保且无相应对价，因此新光控股为他人提供担保与破产法第三十一条第（一）项“无偿转让财产”的情形无本质区别。……同时一审法院认为本案符合破产法撤销权设立的立法目的，据此判断管理人享有撤销权并无不当。”法院在（2020）川民终239号、（2020）浙02民终608号、（2016）浙08民终1374号等案件持相同观点。

出质方作为衍生品交易方之外的第三方，为交易一方的风险敞口提供质押担保。如出质方进入破产程序，在可撤销期间内基于风险敞口的变化于合格履约保障品上设立质权，管理人可能基于“无偿转让财产”行使撤销权。

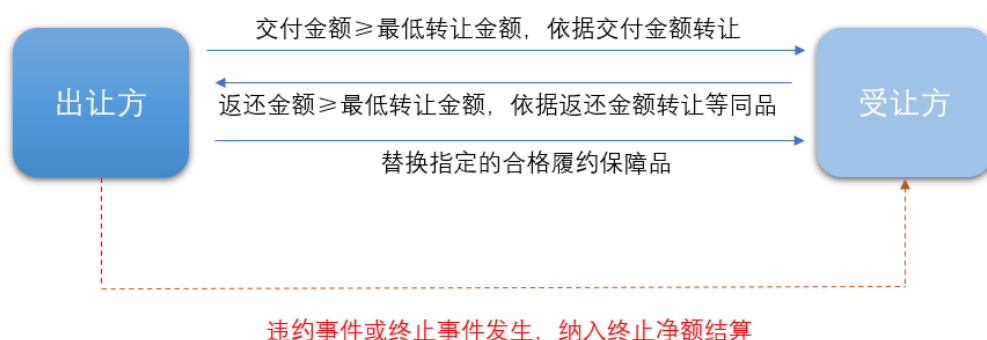
综上，在质押履约保障的安排下，如出质方进入破产程序，无论其为衍生品交易方，亦或第三方，在人民法院受理破产申请前一年内，基于交易约定在合格履约保障品上设立质权的行为，均有可能面临管理人行使撤销权的风险。

²⁹ 王欣新，《论“对没有财产担保的债务提供财产担保”行为的认定》，载《人民法院报》2016年1月27日第7版。

第三部分 转让式履约保障（所有权转移式）

为防范金融衍生品交易所产生的信用风险，金融市场上发展出独具特色、较之传统担保制度更具创新性与灵活性的转让式履约保障机制，其以“覆盖风险敞口”为基本思路，贯穿协议履行、违约事件触发、违约责任等环节。由于转让式履约保障机制系遵从金融衍生品市场实践的创新性安排，故该机制在中国法框架下的法律性质、法律效力及可执行性等问题都值得深入探讨。

转让式履约保障，是指在金融衍生品交易双方之间，通过转让履约保障品所有权的形式，实现覆盖交易收方净暴露风险的目的。交易双方通过签订转让式履约保障文件，约定根据市场利率、汇率等变化轧差计算出当事人在交易主协议下的信用风险暴露金额，由出现违约风险的某一方将合格履约保障品的所有权转让给他方当事人，以覆盖已经出现的风险敞口；在信用风险消失时，受让方应当交还合格履约保障等同品。合格履约保障等同品是指，就已转让履约保障品中所包含的任何合格履约保障品而言，指与该等合格履约保障品在种类、面值、描述、币种及金额方面均相同的合格履约保障品。具体而言，转让式履约保障的运行模式如下：



如图所示，出让方根据约定在交易存续期间通过转让合格履约保障品以覆盖风险敞口。在事先约定的一个估值日下，我们对交易的正常履约及违约情形分别进行考察：

- 衍生品交易未出现违约事件

如衍生品交易未出现违约事件，受让方持有的合格履约保障品价值低于其承担的净风险敞口，则有权要求出让方继续交付履约保障品。如出现相反情况，即受让方持有的合格履约保障品价值高于或等于其承担的净风险敞口，则出让方有权要求其返还超出净风险敞口的合格履约保障等同品。但一方在受让后享有对该合格履约保障品、合格履约保障等同品不受限制的所有权，可以依法出质所受让的物品或资金。

在交易存续期间，出让方可向受让方发出通知，并经受让方同意，替换全部或部分已转让履约保障品。出让方应在约定时间将新履约保障品转让给受让方，受让方确认收到后，将原履约保障品的合格履约等同品转让给出让方。

● 衍生品交易出现违约事件

如任何一方出现主协议约定的违约事件或终止事件，导致协议项下所有交易提前终止，转让式履约保障应作为一项交易纳入终止净额结算。其中**提前终止日将被视为估值日**，已转让履约保障品的价值应视为出让方应收到的未付款项，纳入主协议下提前终止应付额的计算。

上述运行模式在《转让式履约保障文件》中均有所提及，具体条款如下：

类别	具体条款
衍生品交易未出现违约事件	《转让式履约保障文件》第二条约定：“若在一个估值日，交付金额等于或超过了出让方的最低转让金额，则受让方可以向出让方发出通知，要求出让方依据交付金额向受让方转让合格履约保障品。出让方应确保合格履约保障品在转让当日的价值不少于适用的交付金额。…… 若在一个估值日，返还金额等于或超过了受让方的最低转让金额，则出让方可以向受让方发出通知，要求受让方以及返还金额向出让方转让合格履约保障等同品。受让方应确保合格履约保障等同品在转让当日的价值接近适用的返还金额，但前述合格履约保障等同品在转让当日的价值可以不大于适用的返还金额……”。 《转让式履约保障文件》第五条约定：“出让方可向受让方发出通知，提

类别	具体条款
	议以通知中指定的合格履约保障品替换通知中指定的已转让履约保障品。 若受让方通知（可为电话通知）出让方其同意替换，则：1.出让方相应的完成日北京时间 17 时前（含该时点），将新履约保障品转让给受让方；2.受让方在确认收到转让的新履约保障品后，应在相应的完成日北京时间 17 时（含该时点）将原履约保障品得合格履约等同品转让给出让方。受让方应确保上述合格履约保障等同品在转让当日的价值接近新履约保障品在该日的价值，但可以不大于新履约保障品在该日的价值。”
衍生品交易出现违约事件	《转让式履约保障文件》第九条约定：“因一方出现主协议第六条约定的违约事件或第七条约定的终止事件，导致本协议项下所有交易提前终止，在按照主协议约定计算提前终止应付额时，本文件下的交易应包括在内。提前终止日将被视为估值日，已转让履约保障品的价值应被视为出让方应收到的未付款项，纳入主协议下提前终止应付额的计算。在计算提前终止应付额时，本文件下的交易的公允价值将被视为零。”

一、转让式履约保障的定性

“转让式履约保障”作为国际上广泛运用的增信措施，在中国法律框架下，“转让式履约保障”并无单独定性，亦未得到法律的明确认可，“转让式履约保障”性质的认定在中国司法实践中存在不确定性。下文拟从合格履约保障品入手，分析转让履约保障安排的性质，并回应衍生品市场中对于该项安排是否会被认定为“让与担保”的担忧。

（一）合格履约保障品转让的性质

如前所述，合格履约保障品包括现金及记账式债券。对于金钱的性质，理论通说认为金钱系特殊的动产种类物，适用“占有即所有”的推定规则。如金钱作为合格履约保障品，转让方依约通过转让方式划入受让方的指定账户，即完成特殊动产的交付和转移占有。而记账式债券作为有价证券，实质系债券持有方对发行方享有的债权，记账式债券作为合格履约保障品的转让系债权的转让，出让方和受让方根据有关登记托管结

算机构的规定办理完成相关的债券过户手续后，即在出让方与受让方之间发生债权转移的效果。

在转让式履约保障运行的过程中，上述金钱及记账式债券交付时，受让方并未支付任何对价而取得完整的所有权，合格履约保障品的转让是否系无偿转让？

如前所述，若因一方出现主协议约定的违约事件或终止事件，受让方所取得的合格履约保障品的价值将作为主协议项下的出让方应收到的未付款项，纳入净额结算条款进行统一轧差计算。由该项结算安排可得知，受让方虽然在受让合格履约保障品时并未支付对价，但其在结算时将受让履约保障品的价值“支付”于转让方。因此，合格履约保障品的转让并非“无偿”，系转让式履约保障整体交易安排中“有对价流程中的一部分”。

（二）转让履约保障安排实质为提前结算

转让履约保障安排性质的界定可以从转让式履约保障文件本身及交易的整体安排入手，对合同内容进行解释，探求当事人之间的意思真意。

1. 合格履约保障品交付的基础为风险敞口的变化

衍生品交易最本质的特征系其价值会随着基础资产的市场波动而变化，因此，在衍生品合同存续期间，风险敞口的方向、金额均会随着市场波动而变化。交易一方依据风险敞口的变化，向对方发出通知，要求其依据交付金额或返还金额支付（返还）合格履约保障品或合格履约等同品。

依据协议约定而计算合同风险敞口时，衍生品交易并没有提前终止，只是在特定估值日参照终止净额结算条款来“提前结算”，计算在特定估值日预期给一方当事人带来的全部损失，从而确定交付合格履约保障品的价值及义务人以覆盖出现的净暴露风险。

2. 转让合格履约保障品及等同品的过程实质系以自有财产结算的行为



以上图为例，交易双方于 T0 时间点签署《转让式履约保障文件》，约定适用的交付金额、返还金额及最低转让金额。

在 T1 时间点市场价格剧烈波动，出让方出现风险敞口，经计算的数额等于或超出最低转让金额，则出让方需依据交付金额向受让方转让合格履约保障品已覆盖己方出现的净暴露风险，此时，交易的风险敞口已被出让方提供的合格履约保障品所弥补，受让方对合格履约保障品拥有完整的权属，其可作为所有权人随意使用、处分和收益。

在 T2 时间点市场价格的变化导致返还金额等于或超出最低转让金额，实际上是风险敞口暴露于受让方一侧，受让方需依据返还金额向出让方转让合格履约等同品。此时，受让方转让的等同物并非返还 T1 时间点的合格履约保障品，系出让方以自有财产提供保障品的行为，且出让方受让后同样拥有完整的权属。

在 T3 的交易结算日，转让式履约保障安排作为一项交易纳入衍生品主协议的净额结算，其中已转让履约保障品的价值被视为出让方应收到的未付款项与其他交易债务一起进行轧差计算，由此观之，合格履约保障品的转让与交易结算日支付差额价款的结算行为并无区别。

由上述流程分析可知，转让式履约保障安排的性质与结算更为相似，交易双方转让合格履约保障品的行为实质上系对特定估值日出现的风险敞口计算出的差额，以自有财产进行结算的行为，这也就不难解释转让式履约保障文件中认为合格履约保障品的转让是完整所有权的转让。

综上，我们认为，转让式履约保障安排是交易双方基于合同约定，附条件的、提前于结算日的结算行为。

（三）转让式履约保障安排是否属于让与担保

因交易双方签署《转让式履约保障文件》，实际上具有为交易双方覆盖衍生品交易所产生的风险敞口的目的，且转让式履约保障涉及到履约保障品所有权的转让的安排，与“让与担保”确有一些共同之处，在《九民纪要》和《民法典担保司法解释》明确规定让与担保的背景下，不排除法院会将其认定为交易双方成立担保的法律关系。如果将“转让式履约保障”认定为“担保”，则“转让式履约保障”则无法成为单一协议的部分而享受“终止净额结算机制”，而只能成为“主债权债务合同”的“从合同”，对

交易双方及金融衍生品市场造成不利的后果。

但让与担保的设定须当事人之间的交易安排符合让与担保基本架构。审判机构识别让与担保基本架构的核心要件有三：一是存在被担保的合法有效债权；二是具有财产转让的形式；三是具有担保债权实现的目的。下文拟从该三要件入手，分析转让式履约保障是否属于让与担保的范畴。

1. 交易双方之间是否存在被担保的合法有效债权

在司法实践中，法院判断是否存在主债权债务关系的角度如下：

一方面，在协议中是否明确约定主债权并与担保的意思表示进行勾稽。比如法院在田桂川、河南省太行置业有限公司与公司有关的纠纷案³⁰中认为：“太行公司与天宝公司签订《协议书》约定，为履行该 2100 万元债务，愿意以其开发的凯旋花园经济适用房土地使用权抵偿天宝公司债务，作为担保，太行公司股东同意将股权无偿转让给天宝公司。上述协议的真实意思是太行公司以转让股权的方式为其所欠天宝公司的债务提供担保，应属于让与担保合同”

但在《转让式履约保障文件》中，交易双方明确约定：“一方转让合格履约保障品、合格履约保障等同品、派息等同物和/或利息金额不应被视为在被转让的合格履约保障品、合格履约保障等同物和/或利息金额上设定任何形式的担保物权。”由上述约定可知，协议并未明确交易双方的主债权，且交易双方所希望构建的法律关系为转让所有权，而非设立担保。

另一方面，法院综合全案证据，结合交易背景、设立时间及目的、转让对价等因素判断是否存在主债权债务。如法院在豫森地产集团有限公司、陈世铭民间借贷纠纷案中³¹指出：“判断协议的性质，应综合协议签订的背景、目的以及交易安排等考量双方真实意思表示予以确定。”

从交易背景考量，转让式履约保障安排在功能上具有为衍生品交易提供信用增信的效果，虽然以不确定的“风险敞口”作为主债权不违反担保从属性的原则（参见质押式履约保障部分的“一、担保主债权的确定性”的相关论述），但转让式履约保障文件

³⁰ (2019) 最高法民申 6422 号

³¹ (2018) 最高法民终 856 号

并非以设定担保权利义务为目的，根据风险敞口的变动而彻底转让履约保障品的所有权，履约保障品在交易存续期间可能被受让方合法有效并不可撤销的处分；同时，在单一协议制度之下，《转让式履约保障文件》作为交易有效约定，与主协议、补充协议及其他交易共同构成单一协议，与主协议之间并不存在主从关系，甚至如约定不一致时，其效力要优先于主协议。

综上，我们倾向于认为，转让式履约保障安排中交易双方的真实意思表示系转让履约保障品，不存在被担保的合法有效债权，与主协议之间并不存在主从关系。

2. 合格履约保障品转让是否具有财产转让的外观

《转让式履约保障文件》第四条约定：“除非双方另有约定，对于现金形式的合格履约保障品，出让方应于相关的完成日北京时间 17 时前（含该时点），将该种形式的合格履约保障品通过转账方式划入受让方指定的银行账户；对于记账式债券形式的合格履约保障品，出让方和受让方应及时根据有关登记托管结算机构的规定办理相关的债券过户手续。”

依据上述约定，如交易双方将金钱划入指定账户或完成债券过户，则交易双方之间具有转让合格履约保障品的财产转让外观。

同时需要关注的是，让与担保项下，如主债务得到清偿，让与担保权人应回转担保品原物。合格履约保障品转让虽然具有财产转让外观，但当风险敞口减少时，受让方依据返还金额向出让方转让的是合格履约保障等同品，而非原物，“转让式履约保障”和“让与担保”的财产转让机制并不完全相同。

3. 合格履约保障品转让是否具有担保债权实现的目的

法院在判断协议的性质时，倾向于综合协议签订的背景、目的以及交易安排等考量双方真实意思表示，并在综合评估全案证据的基础上，包括但不限于交易对价、是否实际享有担保财产的权利等明确交易目的及当事人的真意，研判交易主体及交易文件的内在联系，整体地判断交易安排是否属于让与担保的基本架构³²。

如永州市泰丰房地产开发有限公司、湖南新泰丰控股股份有限公司等股权转让纠

³² （2021）最高法民申 7209 号、（2018）最高法民终 856 号、（2018）最高法民终 119 号

纷案³³、上海德泓投资（集团）有限公司诉百联集团有限公司股权转让纠纷案³⁴、陆玉梅、广州市泛美房地产开发有限公司合同纠纷等案件³⁵中，法院认为不构成股权转让与担保的主要理由为：**受让人实际享有并行使了股权**，不符合让与担保中“财产形式转让”的特征。

《转让式履约保障文件》第四（二）条约定，一方在受让合格履约保障品、合格履约保障等同品、派息等同物和/或利息金额后享有对该受让的物品或金额不受限制的的所有权，可以依法处置所受让的物品或资金。

根据上述约定，在转让式履约保障项下，出让方向受让方转让合格履约保障品系所有权的完全转移，受让方具有保障品绝对的所有权，不对合格履约保障品的占有、适用、收益和处分进行限制。该交易安排与让与担保人转让担保品的目的是为债务提供担保，让与担保权人仅是“名义所有权人”，并不实际享有权利的机制完全不同，并不符合让与担保的典型特征。

同时，我们需要关注的是，根据《转让式履约保障文件》第七条的约定，“若就一个派息日，受让方收到（或按照市场惯例认为被其收到）已转让履约保障品的派息，则受让方应在该派息日后的第一个派息转让日北京时间 17 时之前（含该时点），向出让方转让与该派息在种类、面值、描述、币种和金额方面均相同的现金、有价证券或其他财产……除非双方另有约定，就受让方占有（或按照市场惯例认为被其占有）的现金形式的已转让履约保障品，受让方应在相关利息期间结束后的第一个利息转让日的北京时间 17 时前（含该时点）向出让方转让利息金额。……”

一般来说，现金及债券项下的全部权益随着所有权的转让，理应归属受让方这既符合实质转让所有权的合同目的，亦符合所有权转让的交易习惯，**利息归属于出让方的交易安排是否影响转让式履约保障的性质认定？**

《民法典》第 321 条第 2 款的规定：“法定孳息，当事人有约定的，按照约定取得；没有约定或约定不明确的，按照交易习惯取得。”

根据上述规定，交易双方有权对利息或派息等法定孳息进行归属约定。在转让式

³³ (2021) 最高法民申 3592 号

³⁴ (2020) 最高法民终 1149 号

³⁵ (2020) 最高法民申 4636 号

履约保障安排中，受让方需在约定的时间内向出让方转让派息（或等同物）或利息，明确法定孳息的权利归属于出让方。我们认为，该项利息归属的交易安排系交易双方的合意，并不能因此认定为受让方为“名义权利人”，并不影响转让式履约保障的性质认定。

综上，我们倾向于认为合格履约保障品转让在交易目的、交易结构以及受让人权利等方面，均具有不同于让与担保的特点、权利义务内容及实际履行情况，实质系交易双方约定在特定事件下的提前结算行为。

二、破产制度对转让式履约保障安排实现的影响

与质押式履约保障相类似，如出让方进入破产程序，转让式履约保障安排同样涉及提前终止日的确定及破产管理人撤销权的行使等问题，就提前终止日的确定问题而言，申请破产的主体不同可能导致提前终止日的确定规则有所不同，进而影响合格履约保障品的处置时点，具体详见“出质方进入破产司法程序，提前终止日如何确定？”部分的论述。

如前所述，如出让方进入破产程序，因触发主协议项下的违约事件而导致所有交易提前终止。转让式履约保障安排作为主协议项下的一项交易，在转让方进入破产程序时已转让履约保障品的价值被视为出让方应收到的未付款项，纳入终止净额结算。因此，管理人是否有权行使破产撤销权，涉及到终止净额结算效力的认定，及在执行层面是否能够实际阻却撤销权的行使。

（一）终止净额结算的效力

1. 《期货和衍生品法》出台前的终止净额结算机制

ISDA 主协议、中国证券期货市场衍生品交易主协议（“SAC 主协议”）、NAFMII 主协议均采用终止净额结算条款：

主协议名称	具体内容
ISDA 主协议	该协议在第 6 条专门规定了 提交终止：终止交易时之净额结算 的相关内

	容，其中在指定之效力中规定当提前终止日发生或被有效指定时，无须再就已终止交易进行第 2(a)(i)或第 9(h)(i)条下之付款或交付，惟本协议之其他规定将不受影响。有关提前终止日应支付之款项(如有)将按第 6(e)和第 9(h)(ii)条之规定决定。
SAC 主协议	5.1.3 在提前终止日按照第 5.1.1 条或第 5.1.2 条被有效指定或发生后，交易双方在本协议下的所有被终止交易适用终止净额，即交易双方均无须按照第三条的约定进行被终止交易下的支付或交付，而须按照第 5.2 条和第 5.3 条的约定在轧差计算被终止交易的公允市场价值的基础上计算并支付提前终止款项。
NAFMII 主协议	九（一）3. 在提前终止日被有效指定或发生后，交易双方在本协议下的所有被终止交易适用终止净额，即交易双方均无须按照主协议第四条的约定进行被终止交易项下的支付或交付，而须按照本条第（二）款和第（三）款的约定在轧差计算被终止交易的公允市场价值的基础上计算并支付提前终止应付额。

如上表所示，SAC 主协议、NAFMII 主协议均引入与 ISDA 主协议的终止净额结算机制内涵一致的条款，形成相对统一的市场实践。除此之外，在新法出台之前，我国在基本法律、监管制度等均承认净额结算的效力。

在基本法律层面，主协议对净额结算的计算方式均采用“轧差”的表述，实质上是“抵销”的法律概念。民法典第 568 条已明确规定，当事人互负标的物种类、品质相同的债务，任何一方可以将自己的债务与对方的到期债务相抵销。同时，根据《破产法》第 40 条规定，除不能抵销的情形外，债权人破产申请受理前对债务人负有债务的，可以向管理人主张抵销。这表明净额计算的方式有中国法律的抵销制度作为支撑。

在监管制度层面，早在 2018 年 1 月，原银监会发布了《衍生工具交易对手违约风险资产计量规则》，允许商业银行按照净额结算组合管理符合条件的衍生工具交易对手风险敞口；并在 2021 年 11 月通过《关于衍生工具交易对手违约风险资产计量规则有关问题的通知》及相关答记者问，进一步明确允许终止净额结算机制。

因此，在新法出台之前，我国在基础法律、监管制度及市场实践层面均已明确承认终止净额结算机制的效力。

2. 《期货和衍生品法》的突破

《期货和衍生品法》在一审稿中规定“净额结算行为不因交易任何一方依法进入破产程序而**无效或者撤销**”，明确已经完成终止净额结算行为不因进入破产程序而无效或者撤销，但对于进入破产程序时未完成的终止净额结算行为，一审稿并未明确其效力。

二审稿进一步补充“净额结算不因交易任何一方依法进入破产程序而**中止、无效或者撤销**”；最终《期货和衍生品法》第35条延续了二审稿的规定，明确规定：“依法采用主协议方式从事衍生品交易，发生约定的情形时，可以依照协议约定终止交易，并按净额对协议项下的全部交易盈亏进行结算。依照前款规定进行的净额结算，不因交易任何一方依法进入破产程序而中止、无效或者撤销。”将未完成终止净额结算安排也赋予对抗破产管理人潜在撤销权的效力，承认终止净额结算在国家法律层面具有可执行性，直接回应了实践中关于破产管理人的权利行使与终止净额结算之间的冲突问题。

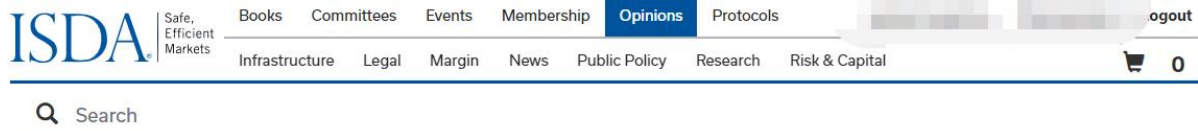
3. 国际市场消除对中国终止净额结算机制的顾虑

在《期货和衍生品法》出台前，终止净额结算机制对应的基础法律依据缺位，ISDA及国际市场对于终止净额结算在中国的执行效力（enforceability）始终存疑，进而将中国列为“非净额结算司法管辖区”（“Non-Netting Jurisdiction”）。国际市场参与者主要顾虑在于交易主体基于主协议享有的债权债务抵销权可能与破产法关于管理人选择履行权、撤销权等制度存在冲突，从而阻碍结算安排的执行，终止净额结算条款的效力和执行确实存在不确定性。

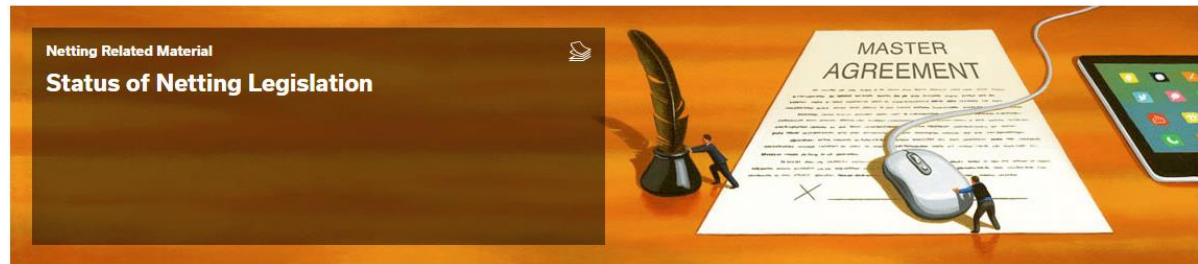
然而，《期货和衍生品法》出台后，经我们查阅，ISDA关于“净额结算立法现状”的汇总表格已更新³⁶，我国属于ISDA认可的“已通过净额清算立法的司法管辖区”，

³⁶ ISDA Status of Netting Legislation(dated April 22, 2022):<https://www.isda.org/2020/07/03/status-of-netting-legislation/>

即终止净额结算具有法律执行性的司法管辖区。



Opinions > Netting Related Material > Status of Netting Legislation



April 21, 2022

Please note: For further detail regarding the status of netting legislation, please see Appendix D of the 2018 Model Netting act, which can be accessed [here](#).

ISDA, through its various regional Committees, actively promotes netting legislation on a global basis. ISDA is apprised of netting legislation developments through these regional Committees and this list represents those jurisdictions where members have informed ISDA that netting legislation has been adopted. However, this list does not purport to be a comprehensive summary of all jurisdictions globally that may have adopted netting legislation.

ISDA®

Books

Committees

Events

Membership

Opinions

Protocols

Logout

Infrastructure

Legal

Margin

News

Public Policy

Research

Risk & Capital

0

Australia	Adopted
Austria	Adopted
Bahrain	Adopted
Belgium	Adopted
Belize	Under Consideration
Brazil	Adopted
British Virgin Islands	Adopted
Canada	Adopted
Channel Islands – Jersey	Adopted
Chile	Adopted
China	Adopted
Colombia	Adopted
Costa Rica	Adopted
Croatia	Adopted

综上，终止净额结算机制已在法律层面获得承认，不因交易一方进入破产程序而被中止、无效或者撤销。

（二）破产管理人是否能实际行使撤销权

《企业破产法》第31条第1款规定：“人民法院受理破产申请前一年内，债务人无偿转让财产的，管理人有权请求人民法院予以撤销。”在实际执行层面，由于交易双方转让合格履约保障品并未从对方处获得任何对价，若一方进入破产程序，衍生品项下所有交易提前终止，管理人基于“债务人无偿转让财产”，请求人民法院予以撤销是否能够得到支持？

由上述分析可得知，衍生品交易的净额结算机制已获得法律的承认，转让式履约保障安排作为主协议项下的一项交易，在相对方进入破产程序时纳入终止净额结算而不能被管理人申请撤销。



以前图为例，交易双方在 T3 时间点进行终止净额结算，管理人是否能基于 T1 或 T2 时点的无偿转让行为导致破产程序中可供分配的责任财产减损为由请求人民法院予以撤销？

对于管理人的该项主张，我们认为净额结算系对主协议项下所有交易进行的结算，T1 及 T2 时间点的转让行为亦是该项交易的组成部分。在单一协议条款的保障下，交易方对主协议项下风险敞口头寸的结算只是技术层面的冲抵，而非单纯的“无偿转让”（详见前文“合格履约保障品转让的性质”部分的论述）；退一步讲，即便被法院认定为“无偿转让”，在承认净额结算效力的前提下，对已纳入净额结算的个别交易进行单独撤销，无疑与维护金融市场的效率与安全的法益要求相背离。

因此，我们倾向于认为出让方进入破产程序，有权对抗管理人基于“债务人无偿转让财产”行使的撤销权。鉴于目前司法实践中并未出现衍生品交易各方破产及《期货和衍生品法》出台后涉及终止净额结算执行效力的案例，在执行层面终止净额结算机制是否能完全阻却破产管理人的撤销权，仍待实践的检验。

结 语

在中国法律框架下，质押式履约保障安排已约定主债权的确定规则，主债权在实现担保权利时已存在且数额确定，不违反担保从属性原则；在实际操作中，交易双方应关注质押合格履约保障品的特定性；如出质方进入破产程序，可能受到破产管理人撤销权的影响，交易对方将面临“脱保”的风险。

转让式履约保障安排的风险则聚焦于法院在实际司法裁判中的“重新定性”风险以及后续合格履约保障品的处置问题。从交易的惯常规则来看，转让式履约保障安排不属于让与担保的范畴，而是交易双方基于合同安排的提前结算行为。但目前司法实践并未有对转让式履约保障安排进行法律定性的案例，司法裁判机构是否可能仍以传统担保理论对其“重新定性”为让与担保，终止净额结算机制是否能实际阻却破产撤销权等重要问题，仍需要在未来的实践中进一步检验。

无论如何，《期货和衍生品法》在法律上认可了金融衍生品交易中的单一协议、终止净额结算等基础交易机制，对金融衍生品的履约保障安排进行了开放式的规定，开启了期货和衍生品行业的新篇章。

我们期待未来出台与履约保障安排配套的制度与细则，明确转让式履约保障安排的法律性质及有效适用性和可执行性，进一步加强境内外衍生品市场的联结互动。我们将持续关注并深度参与衍生品交易市场和法律实践，并及时发布针对履约保障安排的市场观察及研究成果。

编写组成员



罗文慧 合伙人

业务领域：资本市场、跨境投融资
联系电话：8610 8541 9666
电子邮箱：wenhui.luo@chancebridge.com



罗文慧律师为金融市场部合伙人，主要从事金融市场及跨境投融资业务。在金融市场领域，她擅长为资产管理公司、基金公司、证券公司等金融机构提供一揽子法律方案，包括协助客户完成投资并购、为各类资管产品的设计、发行、合规运作、退出以及违约处置提供专业的法律服务。在跨境业务方面，曾就中国企业对外投资、外国企业在华投资等领域提供法律服务。同时，她也担任多家大型企业的常年法律顾问。



刘雯 律师

业务领域：公司金融、资本市场
联系电话：8610 8541 9666
电子邮箱：wen.liu@chancebridge.com



刘雯任职于北京卓纬律师事务所金融市场部，主要从事金融市场及资本市场业务。刘律师曾协助客户为各类资管产品募集、投资、管理、退出等全流程提供专业的法律服务，曾参与较多债券发行、投资并购类项目。

编写组成员



李洋

业务领域：公司金融、资本市场
联系电话：8610 8541 9666
电子邮箱：yang.li@chancebridge.com



李洋任职于北京卓纬律师事务所金融市场部，主要从事金融市场及资本市场业务。李洋熟悉国内金融监管政策，曾为金融机构的各类创新型业务提供合规性分析、交易条款设计等全流程的法律服务。

团队介绍

卓纬金融市场团队一直坚持在资管计划、信托计划、证券化项目、私募基金、金融衍生品等业务领域深耕细作，拥有丰富的实践经验与研究成果，深受客户信赖与认可。团队始终坚持非诉与诉讼相结合，在全面理解金融交易习惯与金融法律法规的基础上，为客户提供全方位、一揽子的法律解决方案。

凭借快速积累的项目经验和卓越的市场表现，卓纬金融市场团队多次获得《商法》、IFLR1000 等权威法律评级机构颁发的“卓越律所大奖-结构性融资/资产证券化业务领域”、“中国区域受推荐律所（银行与金融、并购、债券、结构性融资及资产证券化）”等奖项与称誉。

作为较早参与中国资产证券化等结构性金融产品交易的律师事务所，卓纬金融市场团队特别擅长新型金融产品交易架构及交易条款设计与合规性分析，并为不同产品提供富有针对性的法律方案；同时，团队成员关注复杂、疑难金融创新产品争议解决，在结构化金融等领域有着丰富的经验和成功先例。团队也特别善于从金融争议解决的视角把控合规风险与交易安全，为金融机构业务的推进提供前瞻性的应对建议。



承卓越·敬不凡



北京市东城区东长安街1号东方广场E2座21层 邮编 100738
Office Tower E2 Oriental Plaza, No. 1 East Chang An Avenue, Beijing
T +86 10 8541 9666 F +86 10 8587 0079

www.chancebridge.com