“伦镍诉讼”初审判决可能侵蚀集中清算合同权利

刘　月

摘　要　2022 年 3 月，伦敦金属交易所（LME）频繁采取暂停交易、取消已达成的交易等措施，引发市场震动，被称为“伦镍事件”。2022 年 6 月，两家对冲基金起诉 LME 及 LME Clear，认为取消交易属于越权行为并侵犯了自身的财产权益（简称伦镍诉讼）。2023 年 11 月，英国高等法院做出初审判决，判定 LME 和 LME Clear 胜诉，认为在中央对手方完成内部核验和确认之前的协议不具备经济价值，当事人也不存在合法期待利益。相关裁判观点可能影响中央对手方清算框架下市场参与者对交易稳定的期待利益，也不符合保护终端用户以套期保值为目的的衍生品交易的立法及监管理念，值得关注。建议国内在发展期货及关联衍生品业务时，以“伦镍事件”为鉴，梳理中央对手方介入合同的时点，研究中央对手方清算运转过程中的不同合同权利，在场外交易主协议框架中补充清算失败的法律后果，防止极端情形下的关于合同权利争议。

关键词　伦镍事件　合同权利　中央对手方

一、“伦镍事件”与“伦镍诉讼”

（一）“伦镍事件”：LME 取消交易引发市场震动和监管关注

2022 年 3 月初，伦敦金属交易所（LME）的 3 个月镍合约价格快速上涨。3 月 7 日交易日内一度暴涨超 80%，3 月 8 日开盘后，镍合约从每吨 5 万美元飙升至 10 万美元以上，接着回落至 8 万美元，随后 LME 与 LME Clear 联合宣布由于镍价暴涨带来系统性风险，暂停 3 月 8 日上午 8：15 之后的所有镍合约交易，并取消所有 3 月 8 日 00 :00 之后达成的镍合约交易，总价值约 120 亿美元，同时宣布延迟交付即将到期的镍合约。此后几日内，LME 发布多轮通知，宣布包括镍在内的所有主要合约增加递延交割机制和头寸转移等机制。伦镍市场的无序波动与交易所取消已达成交易的事件被称为“伦镍事件”。“伦镍事件”发生后，LME 对取消交易的原因进行了简要阐释，其认为 3 月 7 日的交易是有序进行的，但 3 月 8 日的镍价格短期内大幅上升，市场已失序，因此决定取消 3 月 8 日 00：00 之后的交易，取消交易并非对空头的袒护，而是对市场秩序的维护。由于 LME 报价是全球多数金属行业的价格基准，在大宗商品市场已经受俄乌冲突影响、供应紧张的情况下，3 月 8 日的镍合约已严重偏离现货市场价格，如放任镍合约价格的上涨，可能严重影响现货市场中镍生产企业的价格预期，最终可能抛弃

刘月，北京大学法学院博士生。

LME 建立的交易定价机制和价格信心[①]。

以市场失序为由取消交易在期货市场历史上极为罕见，因此 LME 取消交易的行为被市场戏称为“拔网线”，引发较大的市场震动。英国金融监管部门金融行为监管局（FCA）与英格兰银行于 2022 年 4 月初宣布将就“伦镍事件”进行调查，希望从中就交易所对市场的自律监督作用总结经验教训，同时就 LME 旗下承担中央对手方（CCP）功能的 LME Clear 进行调查，探索如何确保其风险管理更加稳健[②]。

2022 年 6 月 20 日，LME 委托奥纬咨询（Oliver Wyman）对“伦镍事件”进行独立调查，试图查明伦镍价格异常波动的原因，并提出相应建议。2023 年 1 月 10 日，奥纬咨询发布调查结果，认为导致“伦镍事件”市场异常波动原因有四方面：一是大量空头头寸分散在场内和场外市场，难以准确识别持仓情况，而 LME 也未严格执行持仓限制问责机制；二是镍市场本身不稳定，容易被扭曲，地缘政治危机加剧该市场流动性的紧张；三是 LME 在 2022 年 3 月初镍价格已经异常波动时缺乏有效控制措施，追加保证金要求进一步导致流动性紧张；四是在前述因素影响下，多数市场参与者预期某些交易主体可能存在违约风险，自 2022 年 3 月 4 日开始就有很多持空仓的小型镍生产商为了降低风险转向开展买入交易，仅 2022 年 3 月 4 日一天就有 10 家生产商开展买入交易对冲风险，这可能是 2022 年 3 月 8 日价格失序的开端，个体避险的行为聚合最终导致了市场的无序。调查建议 LME 加强风险识别防止极端事件，升级对价格波动控制，同时重建市场信心。

（二）伦镍诉讼及初审判决对中央对手方清算机制中合同权利的判定

2022 年 6 月 6 日，LME 母公司香港交易及结算所有限公司（HKEX）发布消息称，2022 年 6 月 1 日，两家对冲基金 Elliott Associates，L.P. 及 Elliott International，L.P.（统称 Elliott）和 Jane Street Global Trading，LLC（简称 Jane Street）向英国高等法院提起诉讼，被告为 LME 及 LME Clear（简称伦镍诉讼）。两家对冲基金认为 LME 在 2022 年 3 月 8 日取消已达成的镍合约交易的举措违法，并依据《1998 年人权法》（HRA1998）的《第一议定书》第 1 条（A1P1）规定的权利（财产权）要求赔偿[③]。Elliott 认为 LME 取消交易使他们损失了总计约 4.56 亿美元的净利润；Jane Street 则称，其损失的净利润总额约为 1500 万美元。2023 年 3 月，HKEX 再发公告，LME 及 LME Clear 再遭到 5 家机构就 2022 年镍市场波动处理提出索赔，因与 Elliott 和 Jane Street 的诉讼理由类似，相关诉讼被英国法院中止。

2023 年 11 月 29 日，英国高等法院作出初审判决，判定 LME 和 LME Clear 胜诉（简称伦镍初审判决）。法院在裁判中确认 LME 在镍期货市场采取的行为合法、合理并符合 LME 规则。法院认为 LME 有

① 资料来源：LME notice:Ref 22/064;Ref 22/099。

② 截至目前，FCA和英格兰银行尚未发布最终调查结论。

③ A1P1规定了财产权保护的一般性原则：每个自然人或法人都有权和平享有其财产。不得剥夺任何人的财产，除非为了公共利益，并符合法律和国际法一般原则所规定。但上述规定不妨碍一国执行其认为必要的法律，按照公共利益控制财产或确保缴纳税款或其他缴款或罚款的权利。

义务维持市场秩序，并有权为此进行干预，包括采取取消交易措施。法院在判决中详细论述了与此事件相关的各争议焦点，尤为值得关注的是，围绕原告财产权是否被侵犯展开的、关于中央对手方清算机制中合同权利的判决论证具有一定开创性，可能对交易实践带来一定影响。由于原告Elliott申请并获批准就该判决向英国上诉法院提出上诉，初审判决的结论尚具有不确定性，下文分析仅针对伦镍初审判决中法院裁判观点展开，上诉法院可能推翻初审判决中的部分观点。

伦镍初审判决首先分析了中央对手方清算机制中的合同结构。根据LME和LME Clear规则，客户、清算会员与交易所（清算所）之间的合同包括“意定交易”（Agreed Trade）、“已清算协议”（Cleared Contract）、“客户协议”（Client Contract）。在进入交易所系统前，客户与清算会员磋商交易条款、达成“意定交易”，被系统检查、确认、指令匹配后变为“已清算协议”，之后（而非之前）该客户与清算会员的协议才被称为“客户协议”。法院认为，原告主张合同权利受到损害的含义是指“没有以较高价格卖出持有合约的利润损失”。按照上述清算规则，法院认为原告与最终买家（Ultimate Buyer）签订的合约并不是传统意义的商品买卖合约，并非签订合同即可获取利润。这些协议虽然约定了各方权利义务，但属于整个清算协议框架中的一个环节，这些协议目的是使合同双方有义务采取必要步骤使合同能够通过LME Clear清算。对原告而言，真正产生利润的合同是原告作为客户与清算会员之间的合同而不是原告与最终买家之间的协议。最后法院判定，未经中央对手方清算系统完成检查、核验、确认的协议属于或有协议（Contingent Agreement to Trade），还没有产生确定的合同权益。此时，这些合约的双方仅有签订合约的预期，而不是基于具体权益的预期。换言之，双方还未订立合约，也不存在即将签订合约的缔约期待利益。

在上述分析基础上，法院进一步区分了两个原告基于合同的权利：一方面，Elliott在3月8日4时23分至8时07分之间与几位成员商定了交易，这些交易是在办公室市场（Inter-office Market）达成的。相关指令虽然已经逐笔被输入了LME清算系统，但尚未最终完成清算系统的检查、核验程序形成与清算会员的“客户协议”，因此只能被认为属于“或有交易协议”。Elliott的代理人指出，虽然系统录入的指令还未完成核验，但Elliott与最终买家之间存在协议，Elliott在LME交易平台开展的交易与这些协议是有关联的，当事人具有期待交易指令转变为“客户协议”的合法利益。实际上，在绝大多数情况下，LME系统会完成相关交易的匹配及清算，但是取消交易的决定剥夺了这种合法期待。代理人进一步列举了历史案例，在Depalle v France（2012）及Ceni v Italy（2014）案件中，已有法院将“合同期待利益”的认定为属于A1P1保护的“财产权”的先例，因此应当认为Elliott有受保护的期待利益。上述两个案例分别涉及房屋占有或公寓买卖合约，英国高等法院对这两个案例中认定的合法期待利益进行了分析，认为两个案例中的合约和期货交易中订立的合约不同。基于房屋占有或公寓买卖的合同在签订时，已有交付商品的确定预期，而Elliott主张的协议中一部分还

未成为与清算会员的协议，即还没成为产生可获取利润的协议，交易对手方也没有承诺“一定能将或有协议变为客户协议”。因此，这些协议虽然属于取消交易这一决定的“受影响协议”，但不存在合法的期待利益，不构成A1P1所保护的“财产”范围。另一方面，索赔人Jane Street在3月8日01：37分至8：14分之间在LME电子交易系统LMESelect达成了交易，这些交易已经形成了与清算会员之间的“客户协议”构成受保护的财产权益，但是因为LME取消交易决定被认定为合法且合理，因此法院也不再对基于A1P1提出的损害赔偿申请进行审理。

二、“伦镍判决”对清算合同权利判定存在的问题

伦镍判决展现出法院对期货交易市场中央对手方清算机制框架下合同权利的两个观点。一是交易参与者发出交易指令后，需中央对手方完成清算的核验、匹配和确认之后才可能形成有经济价值的合同；二是在完成上述流程之前，不论是交易参与者与最终买家之间、还是交易参与者与清算会员之间都不存在生效的合同，甚至不存在缔结合同的期待利益。上述结论可能打破交易参与者对金融基础设施的信赖利益，不利于交易预期的稳定。

（一）中央对手方清算的两种基本模式及法律基础

国际清算银行（BIS）和国际证监会组织（IOSCO）在总结各国中央对手方的模式基础上，于2004年发布《关于中央对手方的建议》，明确中央对手方的基本模式包括合约更替(Novation)与公开要约(Open Offer)两种（CPSS & IOSCO，2004），并在2012年发布的《金融市场基础设施原则》（PFMI）3.1.8.也规定，各国中央对手方通过合约更替与公开要约以及“其他类似法律设计”，介入相关交易中成为对手方。

合约更替的概念起源可以追溯至罗马法中债的更改（Novatio）制度，是债务履行的一种方式。根据《布莱克法律词典》，合约更替意味着新的债权债务关系的产生。合约更替的含义在各国法律中并不相同，其实质是一种法律效果。为了达成这种法律效果，主要有两种方式：第一种是原合同下的权利义务被取消并被原合同一方与新加入的一方之间的新合同取代，且新合同下的权利义务与原合同下的权利义务完全一样；第二种方式是原合同一方将其合同下的权利与义务转让给新加入者，且新加入者与原合同双方约定，由新加入者承担原合同一方的义务而原合同另一方免除该方的义务，这种方式包含了债权的转让及债务的承担与免除。公开要约方式中，如果市场交易者同意要约条件，则中央对手方直接成为交易者的对手方。按照合同法一般理论，要约是指要约人向受要约人发出的意思表示，该意思表示内容具体确定并须表明要约人在得到受要约人承诺时即受该意思表示的约束。与双边要约不同，公开要约对象是市场中不特定对象，要约发出后不可撤销。

从各国中央对手方制定的清算规则来看，采取合约更替模式的较多。以芝加哥商品交易所（CME）清算规则为例，第804条“替代（Substitution）”对中央对手方介入交易进行了规定。针对在CME交易所达成的交易，除了依据交易所规则第526条（大宗商品交易），第538条（针对特定头寸的交易），第853条（客户及交易

账户的转移）进行的交易外，清算部门在期货交易被成功匹配之时即通过合约更替成为买方的卖方及卖方的买方。根据上述规则，CME 清算部门对在集团内交易所达成的期货交易无条件介入进行中央对手方清算。新加坡交易所（SGX）作为证券期货统一交易平台，在其规则第六章 6.2 对“清算及结算”做了专门规定，主要内容有两方面。一是对不同交易清算时点和条件做出了区分，针对在 SGX 平台上开展的交易，在交易匹配之时更替即发生，而针对向 SGX 报告的交易，需在担保品追加及时的情况下才能被更替；二是对不同主体间的更替做了分类规定，只有交易者同时为清算会员的情况下，才会直接更替为中央对手方与清算会员的交易。若一方或双方交易者不是清算会员，则会产生两次更替，第一次更替是非清算会员的权利义务更替为清算会员的权利义务，第二次更替是清算会员之间交易更替为清算会员与中央对手方的交易。对上述不同情况的更替，SGX 以举例方式明确了清算会员与非清算会员不同的交易流程和模式。此外，期权清算公司（OCC）、香港交易所（HKEX）、东京金融交易所（TFX）等均采取合约更替模式。一些中央对手方明确在部分业务中采取公开要约，例如伦敦清算所（LCH）在其权益清算业务 (Equity Clear) 中明确以公开要约模式成为中央对手方，清算品种包括股票现货及 ETF、开放式指数基金（ETF）或不动产投资信托基金（REITs）等一些标准化程度较高的产品。在公开要约规则中，LCH 在一般性规则第 68 条明确清算所在发出公开邀约之后不得撤销。欧洲期货交易所（Eurex）在其第四章（IV）债券回购（Repo）交易的规则 2.1.1. 明确规定，可以采取公开要约或合约更替的方式成为中央对手方，具体方式依赖具体合同约定确定。LME Clear 在清算规则第 6.4 和 6.5 条明确，采取“公开要约”模式成为所有会员的交易对手方，清算符合一定清算条件的合约。如果交易是清算会员之间的交易，则直接更替为 LME Clear 与会员之间的交易，如果交易是清算会员与客户之间的交易，则 LME Clear 替代客户成为清算会员的交易对手方。

（二）内核程序完成作为清算协议订立标准或破坏市场对金融基础设施信赖

交易所或清算所预先设定的规则会形成市场预期、影响市场行为，这是金融市场基础设施发挥作用的基础。这些规则并非要让金融市场基础设施成为直接的监管部门，而是在市场上发挥了类似摄像头或闸门的作用。以技术性语言为市场参与者设定进入“闸门”的标准，与网络空间中代码起到的“技术架构”的作用类似。这些事前的行为规则设定一旦完成，就可以像钟表一样运转，而不需要太多外部的人为干预（James Grimmelmann，2005）。与法律依靠国家强制力发挥作用、社会规范通过声誉制裁发挥作用、市场通过价格调节发挥作用不同，基础设施的规则为市场参与者设立了行动的参数，从而规范接入该设施的机构的行为。不论是交易所、清算所还是中央证券存托机构，这类规则发挥作用的原理是类似的。交易所或清算所制定了准入规则及交易或清算规则，交易者一旦接入这些平台，就受到了市场力量的影响（会员席位的价格）、法律的影响（金融市场相关法律）和社会规范（成员交易或清算的互惠性）的影响，而更为明显的是，交易所 / 清算所制定的一套规则

决定了参与者如何达成交易/清算、交易/清算的速度及频率、哪些信息可靠、哪些信息可见等。这些要素结合在一些，决定了在交易所可能发生的行为模式，也决定了成功的交易或清算的必要条件（David A.Wishnick，2021）。此外，由于这些基础设施的网络性和规模效应，在一定市场范围内的数量是有限的，市场参与者在开展某项具体业务时往往只能完全接受基础设施预先设定的规则，在一定范围内可以视为市场参与者的“法律”，这些规则逐步具备准公共品的属性。因此，《金融市场基础设施的原则》（PFMI）第23项要求，金融市场基础设施应该具有清晰、全面的规则和程序，提供充分的信息，使参与者能够准确了解参与金融市场基础设施承担的风险、费用和其他实质性成本；所有相关的规则和关键程序应公开披露。该原则隐含的前提是交易参与者能够准确了解、认知金融基础设施发布的规则，并根据规则展开活动。

从全球期货交易的中央对手方设立的清算规则来看，由于场内交易快速、小额、数量多、规模大的特点，提供清算的中央对手方理应秉持“交易匹配即承诺清算”的原则，保护交易外观，这与场外交易的中央对手方清算逻辑有本质差异。场外衍生品市场的中央对手方清算机构对场外交易前期交易磋商、缔结过程缺乏了解，交易也需要交易参与者向交易确认平台提交，因此可以设置更为严格的清算条件，相关核验与确认流程比场内交易的交易前确认更复杂。与此同时，由于场外衍生品交易的中央对手方也属于金融市场基础设施，清算条件也需要按照PFMI事先设定并公开披露，若从交易确认到清算完成之间还需要满足额外条件或标准，中央对手方应在规则中事先声明，在没有特别说明的情形下，受认可平台完成交易确认则应当被认为承诺清算，否则交易是否能被清算永远处于一种未定状态。目前全球大型的清算机构均是同时为场内外衍生品交易提供清算服务的综合清算体，场内外中央对手方清算的流程与条件在清算规则中存在一定差异。以LME为例，其整个市场服务包括场内外关联的多个市场。一是只有一级会员（11家）参与的圈内（RING）市场，属于场内市场。LME成立一百多年来，圈内市场会员通过手势公开喊价产生官方价格和收盘价。二是电子盘市场，属于场内市场，交易标准合约并匿名撮合形成，只有一级到四级会员能参与。三是办公室间（inter-office）市场，属于场外市场，24小时均可交易。由于交易类型众多，LME集团中成立LME Clear负责清算，与交易平台部门独立运营。针对不同类型交易，LME在清算规则的清算程序一节B3规定，只有满足一定条件（Acceptance Criteria）的才会成为被接受交易。清算条件的前提之一是成为可执行交易（Approved Execution Arrangements），而可执行交易的标准在三个市场中存在差异：针对圈内交易，LME Clear明确会员间达成同意时即成为被接受交易；针对电子盘交易，LME要求交易平台LMEselect[①]做交易达成前的必要检查，如数据是否可读与语法是否正确，一旦LMEselect匹配成功交易即成为被接受交易，即交易匹配意味着承诺清算。

① LMEselect以及下文提及的LME smant分别为电子盘交易和办公室间交易的交易平台。

相较于前两类交易，办公室间交易成为被接受交易的条件更为苛刻，如交易标的符合合格产品、签署特定的交易协议并提交LME smart做交易确认，同时交易双方同意向LME smart提交交易数据并由该平台进行交易前的检查，在该平台被成功确认的交易才可继续进入LME Clear中央对手方清算流程。从保护交易预期的角度来看，无论是在哪一个市场达成的交易，都应当有清晰、明确的交易清算规则。在LME规则中的“或有协议”概念并非“合同尚未成立的”的含义，而是指清算状态尚未明确的协议。其在规则中明确规定了“或有协议”在交易细节商定一致时生效，并应当遵守LME相关规则，对双方具有约束力（LME Rulebook 2.10）。如果按照伦镍初审法院的观点，只有“客户协议”才是具备经济利益的合同，此前环节的合同当事人不仅未建立确定的合同关系，甚至不存在合同期待利益，则存在以下问题：一是在理论上很难解释为何中央对手方经过自身信用的更替，可以将未产生经济利益的合同转变为具备经济利益的合同，也难以解释LME规则中对“或有协议”具备约束力的规定；二是即使是场外交易清算，LME也规定了清晰的交易核验、提交、被清算的条件，从这些条件外观来看，Elliott并未有明显违反交易或清算规则的情形，若非面临此次极端情况，相关交易理应被顺利清算；虽然LME开发了会员电子系统可供会员查询清算状态，但如果要求交易参与者实时关注清算系统的状态更新，则会带来很多不必要的时间成本，影响交易的稳定预期。即使交易参与者实时跟进交易状态，也很难完全准确掌握交易在中央对手方清算机构内部运转处于何种流程或合同是否已成功满足清算条件。

（三）伦镍初审判决忽视衍生品交易复杂性，对协议目的“一刀切”

在伦镍初审判决中，法院将原告与最终买家签订的协议全部归为“为了高价转让合约获利”，并以商品销售或有形物占有的合同作类比，认为后者才构成合法的期待利益，而原告与最终买家的合约则不存在合法的期待利益。法院判决体现了以协议目的判断协议权利的倾向。实际上，原告作为专业对冲基金，既有可能是按照客户交易需求作为代理人在LME认可的交易平台下单，也有可能是客户在综合评估所有金融交易基础上与原告开展套期保值交易，同时原告在场内开展“背对背”平盘交易。因此，对冲基金与终端用户之间的协议形态既可能是投资服务协议，也有可能是衍生品交易主协议，但法院并未继续细分对冲基金与最终买家协议的类型，或进一步论证被取消交易是否可能在原告与最终买家的协议框架下产生损害赔偿责任，而是“一刀切”地认为既然原告在场内的交易未转化为被清算的合同，则原告与最终买家之间也并不存在有效协议，甚至合法的期待利益。

法院的这一倾向对终端用户参与的场外衍生品交易而言，是一个危险信号。多数衍生品合约在签订时不是为了出售或占有商品，而是对冲市场风险或信用风险，本就与商品买卖合约有根本差异，预期以更高价格转让合约并不当然意味着合同是纯粹投机性交易，也可能是终端用户为了对冲现货市场风险，在期货市场开展的方向相反、盈亏互补的交易，即套期保值交易。在各国法律中，“套期保值”是被广泛认可的衍生品合同目的，只是实践中

具体交易究竟属于“投机”还是“套期保值”难以区分，理论界和监管部门在探讨二者界限时存在较多分歧的观点。一般认为，衍生品合约本质上不是消除风险，而是转移风险。部分机构参与衍生品交易是为了免受风险，而部分机构则是为了投机获利。投机者愿意进入市场比一般人承担更大风险，一定程度填补了衍生品对手方重要空白，客观上为市场提供流动性，这种流动性为短期和长期套期保值提供了机会（Chryssa Papathanassiou，2012）。比较理想的市场状况是，套期保值者和投机者相互签订的合同允许套期保值者减少总体风险，而投机者增加总体风险。二者平衡混合能实现衍生品在整个市场分配风险的目标，投机者吸收了其他参与者试图从自己账面转移的市场风险（Norman M Feder，2002）。但反对观点认为，套期保值属性本就有一定投机色彩，由于衍生品合约订立时几乎没有成本，一些高冒险的机构有充分动机开展投机性交易，但声称自己交易目的是套期保值，典型例子如对冲基金在2008年金融危机中开展的大量金融衍生品交易，虽名为套期保值交易但实质上均是高风险的投机性交易（Lynn A. Stout，2011）。由于实践中很难达到套期保值交易与投机性交易平衡融合的理想状态，理论上也难以区分二者，危机后金融监管部门在制定相关政策时，倾向于认为非金融机构的生产商或销售商参与的衍生品交易属于“套期保值类”交易。而伦镍一案中，法院将对冲基金与最终买家之间的协议认定为“以转让合约为目的”因此没有合法期待利益，与监管部门保护终端用户交易的思路存在较大差异。如果法院要论证对冲基金与最终买家之间尚未建立合同关系，还应当举出更多双边交易的细节，例如双方协议中是否明确就“清算失败则合同自始无效”进行了约定，或有其他类似的约定。由于初审判决中尚未罗列关于原告与最终买家之间交易的更多细节，相关问题有待在上诉法院的判决中进一步澄清。

三、伦镍初审判决分析对国内期货及关联衍生品市场实践的启示

（一）期货市场中央对手方应关注自身介入交易时点及极端情形下的合同权利

20世纪90年代，我国期货市场曾经存在各类交易结算制度，有的期货交易所结算规则中确立中央对手方制度，有的则没有，在实践中带来了很多混乱和风险。在历次修订《期货交易管理条例》过程中，关于是否确立中央对手方制度都存在很多争议。在各方努力下，2022年4月出台《期货和衍生品法》的终于明确“期货结算机构作为中央对手方，是结算参与人共同对手方”，这是我国在法律层面首次确认中央对手方概念。在法律基础上，我国理论界多主张“合约更替”模式优于“公开要约”模式，防止期货交易结算失败（钟维，2015）。但民商事规则并未对期货结算机构何时成为中央对手方进一步明确。目前，部分交易所在结算规则中仅明确“统一组织结算”（上海期货交易所、中国金融期货交易所），部分期货交易所明确自身作为中央对手方开展统一结算（大连商品交易所、郑州商品交易所）。不论是交易规则还是结算规则，都未明确哪些合约符合条件应当被结算，或者中央对手方何时成为交易一方。

从期货交易实践来看，与场内交易相关的各类电子通信网络或交易系统数量众

多，下单渠道和方式非常多元，在场内发出交易指令前可能存在各种类型的合同或协商形态。伦镍初审判决中展现出交易参与者与法院对中央对手方清算机制运转过程中不同时点合同权利的理解存在差异。交易参与者认为按照交易所指定的条件发出清算请求后即有被清算的合理期待，而法院则以中央对手方清算机构的内部检查与核验程序作为合同成立的前提条件，合同成立前市场参与者不具有期待利益。我国期货市场中央对手方应以伦镍案为鉴，梳理不同期货合约的结算条件与内部核验、确认、匹配流程，选取适当时点作为中央对手方成为合同一方的时点。此外，积极研究市场极端情况下，不同流程环节中合约的权利义务关系以及结算失败之后受影响的合同范围与法律后果，并补充相关规则，防止极端情形下合同权利处于未定状态。

（二）为场外交易提供中央对手方清算应关注拒绝清算的法律后果

目前，我国期货交易所正在积极开拓与期货市场相关联的场外合约交易。公开资料显示，上海期货交易所于2018年5月28日正式上线上期标准仓单交易平台[①]，开展与期货交易相关的标准仓单与场外衍生品业务。该平台上线后，截至2023年12月18日，累计成交37.82万张仓单，累计签约交易商678家[②]。郑州商品交易所综合业务平台于2018年3月30日正式上线，开展仓单交易、基差贸易等期现结合业务和场外期权、商品互换等场外衍生品业务，截至2022年8月31日，成交量为476.3万吨、成交金额为501.2亿元，累计签约客户693家，已成为场内市场有益补充。大连商品交易所（以下简称大商所）2015年启动场外业务试点，2020年战略性启动场外市场“一圈两中心”建设，目前已开展仓单交易（标准仓单、非标仓单、提货单）、基差贸易等业务。开展试点业务后，截至2022年8月31日，大商所场外平台期现结合业务累计成交量为2203.69万吨、成交金额为791.13亿元，累计开户企业841家[③]。从全球中央对手方的发展趋势来看，同时为场内外衍生品交易提供中央对手方清算服务能提升清算效率、增强综合竞争力。我国期货交易所未来可能具备条件，成为跨市场的综合清算体，同时为期货交易及与期货交易相联系的场外衍生品交易提供中央对手方清算。在这一发展过程中，中央对手方应充分关注场内外交易的缔约模式差异与场外交易的信息不对称风险。在此基础上完善基础协议制度，加强场内外市场合约的对接和联系，如在《中国证券期货市场衍生品交易主协议》中约定交易提交集中结算的条件及被中央对手方清算拒绝的后果，防止出现伦镍判决中清算失败、则场外交易全盘被否定的局面。N

学术编辑：张毓

① 2022年7月更名为上期综合业务平台。

② 上海期货交易所上期综合业务平台上线金川集团报价专区[EB/OL].(2023-12-19)[2024-03-10].https://otc.shfe.com.cn/news/news/543.html.

③ 一图看懂——“数”说期市这十年（场外平台篇）[N].(2022-10-14)[2024-03-10].http://www.qhrb.com.cn/articles/306901.

参考文献

[1] 钟维.期货交易双层标的法律结构论[J].清华法学,2015,9(04):125-140.

[2] Chryssa Papathanassiou.Central Counterparties and Derivatives[M]//Kern Alexander,Rahul Dhumale. Research Handbook on International Financial Regulation.Edward Elgar,2012:683.

[3] Committee on Payment and Settlement Systems,Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.Recommendations for Central Counterparties[R/OL].(2004-11-23).https://www.bis.org/cpmi/publ/d64.pdf.

[4] David A. Wishnick.Reengineering Financial Market Infrastructure[J/OL].Minnesota Law Review,2021, 105:2379-2441.https://minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2021/05/5-Wishnick_MLR.pdf.

[5] London Metal Exchange.Independent Review of Events in the Nickel Market in March 2022[R/OL].(2023-01-10).https://www.lme.com/-/media/Files/Trading/New-initiatives/Nickel-independent-review/Independent-Review-of-Events-in-the-Nickel-Market-in-March-2022---Final-Report.pdf

[6] James Grimmelmann.Regulation by Software[J].The Yale Law Journal.2005,Vol.114:1719-1758.(2005-0305).https://www.yalelawjournal.org/pdf/209_jbwrex6h.pdf.

[7] Lynn A. Stout.Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis[J].Harvard Business Law Review,2011,Vol.1.

[8] Norman M Feder.Deconstructing Over-The-Counter Derivatives[J].Columbia Business Law Review,2002: 677.

First–instance Ruling in "London Nickel Litigation" may Erode Centralized Liquidation Contract Rights

LIU Yue

(Law School Peking University)

Abstract In March 2022, the London Metal Exchange (LME) made repeated market interventions, suspending trading and canceling transactions, thereby causing a major market shock known as the "LME Nickel Incident". Two hedge funds sued the LME and LME Clear in June 2022, and the UK High Court made a preliminary judgment in favor of the LME and LME Clear in November of the following year. In the process of demonstrating the legality and rationality of the cancellation of transactions, the judgment analyzed in detail the clearing process and effectiveness of contracts in the centralized clearing mechanism. It concluded that any agreement before the central counterparty completed internal verification and confirmation did not have economic value, and the parties therefore had no legitimate expectation of an economic benefit. The views expressed in the judgment were considered to be groundbreaking, departing from the prevailing concept of "trade matching is a commitment to clearing" in futures trading. It also was inconsistent with the concept of protecting end-users in carrying out derivatives trading for the purpose of hedging as embodied in legislation and regulatory policies in a number of countries. In the development of a comprehensive clearing service in China's futures trading, the London Nickel Incident should be taken as a reference. It is necessary to determine the time of any central counterparty intervention, study the different forms of contract effectiveness in the clearing mechanism, and address the legal consequences of clearing failure in the main agreement framework of over-the-counter transactions, so as to prevent complicated disputes over the establishment or effectiveness of a contract under extreme market conditions.

Keywords London Nickel Event, Contract Right, Central Counterparty

JEL Classification G15 G32 K12