



原油宝合同： 哪些环节触及法律雷点

经典法谚有云“任何人都不得从自己的错误行为中获利”。在原油宝事件中，中行有违背强制平仓、风险告知等义务的行为，如果仍要求投资者按负值进行结算，显然有失公允。

文 | 徐钢 罗浏虎

4月21日，中国银行（以下简称中行）原油宝投资者遭遇了金融史上的至暗时刻。在芝商所一百多年的交易史上，第一次出现负值油价。据传，一些投资者不仅亏尽本金，还倒欠中行数百万保证金。

对于这个结果，中行自感已尽告知义务，投资者应自担风险；投资者却指责中行违反适当性义务，抨击原油宝设计漏洞，要求赔偿损失。这一出扑朔迷离的罗生门，暴露了高风险金融

产品市场的失序。

而自4月24日之后，中行态度有所缓和。5月5日，中行发布公告称，针对原油宝产品客户诉求，愿协商和解，如无法达成和解，双方可通过诉讼方式解决民事纠纷。

这不禁引人思考，原油宝穿仓事件的法律性质是什么？如果两方对垒，法院会怎样界定中行与投资者关于缔约过失、穿仓损失的责任承担问题？

一桩场外衍生品的买卖合同纠纷

要从法律上厘清中行与投资者的权利与义务，先要对原油宝进行准确的法律定性。而目前，各界在“原油宝是什么”的问题上分歧较大。有人认为，原油宝是证券收益凭证；有人认为，原油宝是全收益互换；还有人认为，原油宝是理财产品。

可以明确的是，投资者购买的并非芝商所的原油期货合约，而是不能提取实物的纸原油。无论是交通银行的记账式原油，抑或工商银行的账户原油，莫不如是。因此，原油宝是一种高风险的场外金融衍生品。

在交易模式上，原油宝涉及国内虚盘与国外实盘两个场域，并对对应不同的合同主体与内容。

在国外实盘，交易的双方是中行与芝商所。如果中行未代客交易，则其在芝商所的交易行为便是独立的投资行为，获利自享，损失自负。在国内虚盘上，合同双方为中行以及投资者。中行将自己定位为做市商，并在原油宝这一封闭交易平台，为个人投资者提供虚拟原油期货的买入与卖出服务。

就虚盘交易行为所涉及合同的性质看，存在对买卖合同、对赌协议、行纪合同等不同看法。

笔者认为，对赌协议通常是投资方与融资方之间的协议，涉及股权回购、金钱补偿等估值调整内容，而原油宝显然不符合对赌协议的定义及内涵。行纪合同是指行纪人根据委托人的指示，以自己的名义从事购销、寄售等业务，而原油宝投资者是以自己的名义与中行进行交易，故其并非行纪合同。

事实上，原油宝业务所涉及的就是买卖合同的法律关系。《中国银行股份有限公司金融市场个人产品协议》（以下简称《产品协议》）是双方就买卖虚拟原油期货等金融产品而达成的框架性协议。依据该协议，投资者按照“要

约——承诺”以及“点击合同”的模式，进行虚拟原油期货的买卖。而在每一笔的交易中，实际上建立了一个买卖合同。对于投资者而言，中行的期货合约买入价与卖出价并不与芝商所的价格一致，而是加上了点差。该买入价与卖出价构成中行的要约，投资者的点击行为构成承诺，继而买卖合同得以成立、生效、履行。

所以在本质上，原油宝穿仓事件是一起关于场外衍生品的买卖合同纠纷。

当下，尽管中行已有初步解决方案，但根据投资者反馈，合同各方对如何确定合同的结算价格以及由谁承担穿仓损失等争执不下。值得注意的是，在到期轧差与移仓问题上，尽管《产品协议》使用了中行将按照投资者“指定的方式进行到期处理”的表述，然而这并不意味着双方达成了委托理财等合同，而是就交易以及结算所进行的一种安排。核心问题仍然是，如果合约到期，无论是轧差还是移仓，都是按照中行公布的结算价确定合同的价格。

合同产生前：或违反适当性义务，承担缔约过失责任

作为一种先合同义务，适当性义务包括三方面内容：进行风险测评与分类的义务、风险告知说明义务以及适当推荐义务。

当前，不少人质疑中行对原油宝的风险评级过低（R3平衡型），违反了《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法》，未能合理划分金融产品的风险等级以及金融消费者风险承受等级。

也有人抨击中行未及时告知投资者不仅有亏空本金，还有可能倒欠银行巨额债务的风险。《产品协议》在多处条款中列举了投资的可能风险，并有投资者“充分了解并清楚知晓各类风险，并愿意承担风险”的表述，但是司法实践的立场是：这种形式化的告知方式并不足以

无论是交通银行的记账式原油，抑或工商银行的账户原油，莫不如是。因此，原油宝是一种高风险的场外金融衍生品。

如果原油宝上买卖虚拟原油期货的合同被认定为无效合同，中行应向投资者承担缔约过失责任。

证明中行切实尽到了告知义务。中行应举证证明已经履行适当性义务，否则将承担举证不能的后果。

此外，中行所使用的一些营销用语未对职业投资者与普通投资者进行区分，亦未作适当的产品推荐。例如，中行曾在微信平台上宣传称，“对于没有专业金融知识的投资小白，是否也有好玩有趣又可以赚钱的产品推荐呢？当然有啦！那就是原油宝！”

如果中行被法院认定违反适当性义务，势必要承担缔约过失责任。该责任是一种弥补性责任，只赔偿投资者的本金以及利息等直接损失。

合同缔结后：买卖合同有被认定无效的可能

依据《合同法》第五十二条，原油宝业务并无明显的导致合同无效的瑕疵。然而，《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）第十八条第三款规定，“银行业金融机构不得向客户销售可能出现无限损失的裸卖空衍生产品，以及以衍生产品为基础资产或挂钩指标的再衍生产品”。虽然以上规章不属于据以用来评价合同效力的“法律与行政法规”，但依据《九民纪要》第31条，违反涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的合同应被认定为无效合同。法院需要考量的问题包括：原油宝是否属于可能出现无限损失的裸卖空衍生产品或再衍生产品？中行开设原油宝业务，是否违背关于金融安全等方面的公序良俗？

笔者认为，原油宝买卖合同是否无效，存在讨论的空间。如果原油宝上买卖虚拟原油期货的合同被认定为无效合同，中行应向投资者承担缔约过失责任。如果合同有效，接下来要处理的是，谁承担因为穿仓而产生的损失？

合同履行时：或被判全额赔偿穿仓损失

北京大学法学院博士生导师刘燕教授从金融法的视角认为，期货合约负值可能构成意外事件，并认为或许可以类比场外衍生交易主协议文件的处理方式，将这种事件视作“终止事件”而非“违约事件”。在此逻辑下，“合同双方对损失的发生都谈不上过错”，“按公平原则或情势变更原则来处理恐怕更为合适”。

刘燕教授认为，比较合理的方案是“客户承担本金损失，银行承担客户的穿仓损失”，或者让中行承担60%或80%的大部分穿仓损失。笔者认为，刘燕教授的方案具有启发意义，但从合同法的角度观之，以上观点尚有可商榷之处。

首先，中行有一定的违反合同义务的行为。

一方面，依据《产品协议》第十一条，在保证金低于20%时，中行将进行强制平仓，这可被视作一种单方允诺。不少人质疑，鉴于原油宝的系统设计以及中行将最后交易日交易时间缩短至晚上10点的安排，强制平仓是压根不会发生的。当然，也有人认为，强制平仓所带来的结果具有不确定性，不会有助于减少投资者的损失。

另一方面，中行未告知投资者重大市场风险信息。按《产品协议》第二条规定，在市场波动时，中行向投资者所发出的任何警示信息均系中行的增值服务而非约定义务。不少人据此认为，中行没有义务就可能出现负油价提示投资者。然而，这一观点值得商榷。从《合同法》的角度，以上格式条款的有效性存疑。此外，原油宝的投资者属于金融消费者，而中行是专业的金融产品提供者，并在市场信息的获取与理解方面具有绝对优势。从《暂行办法》观之，中行至少有义务告知诸如可能出现负油价等影响重大的市场信息。

鉴于中行具有“履行合同义务不符合约定”

“原油宝”事件梳理

美国 WTI 原油期货 5 月合约跌到 -37.63 美元。受其影响，中行原油宝美国原油 5 月合约发生“穿仓”。	中行发布声明称，主要参与者仍将根据交易所规则参考该结算价进行结算。	中行发布声明称，将继续全力以赴维护客户利益，未来进展情况将适时与客户保持沟通。	中行发出第三份声明，强调“始终与客户站在一起”。	银保监会相关部门负责人就“原油宝”事件作出回应，表示“要求中国银行依法依规解决问题”。	中行再度发布声明，表示将在自愿平等基础上协商和解。	媒体报道有“原油宝”投资者收到了中行的和解协议，但部分投资者表示仍需走法律途径。	两家律所宣布，终止代理“原油宝”案件。
4 月 21 日凌晨	4 月 22 日	4 月 24 日	4 月 29 日晚间	4 月 30 日	5 月 5 日	5 月 6 日	5 月 11 日

> 资料来源：依据公开资料整理

的情形，笔者认为，其应承担赔偿原油宝投资者损失的违约责任。易言之，中行有可能被判全额赔偿穿仓损失。在界定中行对投资者损失的责任时，不能仓促援引公平责任判令分担损失。

当然，中行有权抗辩称，自己已尽卖家责任，而投资者存在漠视投资风险的过错，因而投资者应自担损失。在有证据支持的前提下，如果法院依据公平原则，判令两者分摊穿仓损失，亦存在一定合理性。

其次，关于轧差结算、移仓交易的条款很可能是无效格式条款。这主要涉及结算价的确定问题。《产品协议》关于结算价确定方式等约定不明确，只是笼统规定中行享有确定并公布结算价格的权利。中行日前所公布的结算价格未被投资者接受，更彰显确定公允结算价格的必要性。

法谚有云“任何人都不得从自己的错误行为中获利”。在原油宝事件中，中行有违背强制平仓、风险告知等义务的行为，如仍要求投资者按负值进行结算，显然有失公允。何况，即使中行在芝商所遭遇爆仓损失，那也与原油

宝投资者无关。笔者认为，应根据持仓者的不同交易情形，确定不同的结算价格，而非全盘按 -37.63 美元每桶进行结算。例如，对符合 20% 强平线的投资者，按理论上可平仓时段的价格进行结算。

再次，穿仓事件显然属于商业风险，并缺乏适用情势变更原则的空间。当投资者与中行在最后交易日前进行交易时，并非不可预见油价出现负值的风险。何况，中行已经按投资者的指令轧差或移仓，合同主要内容已经履行完毕，没有解除或变更合同的必要。

作为一个历史性事件，原油宝穿仓事件具有多重意义，既教育了投资者，也警醒了金融界。也许，更多的金融变革或监管措施亦将降临。而对于法律工作者而言，在追责的同时，更应思考如何从法律的维度保护孱弱的金融消费者，以避免出现下一个原油宝事件。E

（作者分别系中国法学会证券法学研究会常务理事以及西南政法大学中国信息法制研究所研究员）