

## “类期权”交易模式法律问题探析

法律事务部 张天朔

### 摘要

随着公司商业化业务的大力开展,如何能够通过业务创新以尽可能低的成本获得最大化的收益成为公司可持续发展的重要课题。近期各经营单位报审的项目中出现了一类利用期权基本原理的“类期权”交易模式,其核心在于约定了交易一方在将来一定时间内或满足一定条件的情况下有权以事先约定的价格选择买入某种标的资产的权利,实现了通过此种类似对赌的安排,获取超额收益的目的。本文即试图通过借鉴期权的基本原理,探讨以一现时固定的对价获取未来超额收益的“类期权”交易模式的可行性及存在的法律风险,以期对公司的业务创新有所裨益。

**关键词** 类期权 选择权 以物抵债

### 一、“类期权”交易模式的实践运用

#### (一) 交易模式例举

“类期权”交易模式可以创新出很多类型,为便于论述,本文抽象出各经营单位报审的项目交易结构,举以下两个案例予以探讨分析。

1. “股+债”的投资模式: A 公司通过银行向 B 项目公司发放一笔委托贷款用于某项目建设,本金 9 亿元,期限 2.5 年,利率 14%/年,分期还本。同时, A 公司、B 项目公司及 B 项目公司股东共同签署协议约定,在满足一定条件下, A 指定的第三方 C 有权选择以不超过 1600 万元的价格从 B 项目公司股东处收购 B 项目公司 16%的股权(届时该部分股权评估值可能远高于 1600 万元)。

2. 债项投资模式: A 公司通过银行向 B 项目公司发放一笔委托贷款用于某项目建设,本金 2 亿元,期限 1 年,利率 8%/年,债务到期日偿还本金。双方在合同中约定: A 公司有权在债务到期前以 A 公司对 B 项目公司所享有的剩余债权本息为对价选择自行购买或指定第三方 C 购买 B 项目公司所有的某项目 5000 平方米房产(即“标的资产”,届时该标的资产评估值可能远高于剩余债权本息金额),标的资产过户至 A 公司名下后,即视为 B 项目公司对 A 公司所负债务清偿完毕。

#### (二) “类期权”交易模式简析

上述两个案例中 A 公司享有的“选择权”即为利用期权基本原理而设计出的权利。

##### 1. “类期权”交易模式中“选择权”的性质

期权交易一般在期权交易所进行,有专门的法律法规等予以规范,是一种标准化的金融衍生品。通常意义上的期权亦即权利人选择是否执行某项权利的自由,期权的买方通过付出一笔较小的权利金费用,便得到一种在某一限定的时期内按某一事先约定的价格买进或卖出某一特定金融产品或期货合约(统称标的资产)的权利。若标的资产的价格与期权买方对价格预测的趋势相同,其可以选择履约,即按事先约定价格执行买或卖的权利,从而取得超额利润;若标的资产的价格与期权买方对价格预测的趋势相反,其可以放弃要求交易对手履约的权利,而选择将期权转让给第三人或待期权合约的最终交易日届至,期权合约自动失效,期权买方的权利与卖方的义务均随之消灭。因此,期权交易本质来说就是指一种“权利”的买卖并且期权买卖双方的权利、义务是不对等的,期权买方被赋予买进或卖出标的资产的权利,但并不负有必须买进或卖出的义务;而期权卖方则只有履约的义务,没有不履约的权利。

“类期权”交易模式中的“选择权”与期权既有相似之处又存在根本上的不同。其相似之处在于两者的权利内容相似,即对于上述两个交易模式中的 A 公司来说,若对标的资产价值走势预测准确,在债务人诚信履约的前提下,在约定期限内即可通过行使“选择权”购

买标的资产，实现最初的商业目的，获得超额收益；若对标的资产价值走势预测失误，亦可放弃选择权或在债项投资模式中选择仅要求债务人以现金偿还债务，则仍可获得基本的利息收益。其不同之处主要在于“类期权”交易模式中的“选择权”并不像物权、债权那样有明确的法律规定予以保护，它只是当事人之间通过自由约定而形成的一种合同权利，适用《合同法》的相关规定，并无专门的法律法规予以规范。

## 2. “类期权”交易模式与“以物抵债”的辨析

由于公司所投资的商业化项目大多以债项投资为主，因此，在利用期权基本原理进行债项投资时，尤其需要注意与“以物抵债”相区别。

所谓以物抵债，在我国《合同法》中并未设明文规定。在法律行为的层面，以物抵债是指当事人双方达成的以他种给付替代原定给付的协议。“类期权”交易债项投资模式与以物抵债的共同点是：从形式上看，均是随着标的资产的交付，原债权债务关系归于消灭。而且鉴于“类期权”交易债项投资模式在债的关系成立之初，双方当事人即达成债务人交付标的资产后，债权债务关系即通过某种方式归于消灭（如债权转移或用转让价款清偿债权）的合意，因此存在被认定为远期以物抵债的可能。但进一步分析，首先，以物抵债一般发生于债务到期时，债务人或担保人均无法偿还债务的情形；其次，以物抵债协议中债权债务关系消灭的原因是基于以标的资产冲抵债务，其实质为代物清偿，而“类期权”交易债项投资模式中债权债务关系消灭的原因是基于另一种法律关系即买卖关系所导致的债务混同或债务清偿，其与代物清偿存在本质上的区别。最后，无论是现时的以物抵债还是远期的以物抵债，抵债的范围必须以债权的受偿范围为限，否则债务人有权以不当得利提出抗辩。鉴于此，如上文所述，对于“类期权”交易债项投资模式，债权人在选择以债务混同等方式消灭债权时，是以所享有的债权为对价或指定第三方以现金为对价与债务人达成新的买卖合同，并非单纯的以标的资产抵充债务，且买卖的标的物及对价已经当事人双方的合意事先确定，即使标的资产届时的价值有可能高于债权的受偿范围，但鉴于债权债务关系成立之初，双方已对此达成合意，且对于作为商事主体的债务人来说，其应对自己所开发的项目具备基本的商业判断，并不存在欺诈、胁迫、乘人之危等情形，因此这种超额受偿仍存在合理的解释空间。

## 二、“类期权”交易模式的法律风险提示

上文例举的“类期权”交易模式的优势显而易见。其赋予了债权人一种权利自由，即可以通过行使“选择权”达到获取超额收益的商业目的，但由于我国法律对此并无明文规定，此种交易模式在法律层面所蕴含的风险仍需予以关注。

### （一）显失公平的风险

虽然通过利用期权原理设计出的交易模式可以为获得超额收益提供较为合理的解释空间，但如上文所述，由于此种“选择权”的法律基础并不稳固，因此当债权人选择购买标的资产时，若标的资产的价值高于债权金额或事先约定的价款金额，债务人仍有可能提出显失公平的抗辩。

《中华人民共和国合同法》第54条明确规定，在订立合同时显失公平的，当事人一方有权请求人民法院或者仲裁机构变更或撤销。所谓显失公平是指双方当事人的权利义务明显不对等，使一方遭受重大不利。其构成要件为：双方当事人的权利义务明显不对等；这种不对等违反公平原则，超过了法律允许的限度；不属于因欺诈、胁迫、乘人之危、恶意串通损害他人利益等原因导致的显失公平。可见，当标的资产的价值高于债权金额或事先约定的价款时，若债务人违背诚实信用不愿履约，其很可能以双方当事人这种权利义务关系的不对等为由提出显失公平的抗辩。

### （二）债务人不配合签署买卖合同的风险

标的资产顺利实现交付依赖于两个重要环节：一是在交易实施之初债权人与债务人即签署约定选择权行使时间、条件、方式等的协议；二是在债权人最终决定行使选择权后，债

务人能配合债权人或其指定的第三方签署买卖合同，以顺利实现标的资产的交付。在这两个环节中，第一步实际上相当于对未来买卖合同的签署订下预约。所谓预约即约定将来订立一定合同的合同，与之相对应的本约，则为履行该预约而订立的合同，在“类期权”交易模式中即为买卖合同。预约合同的权利人只能请求对方履行订立本约的义务，而不得直接依预定的本约内容请求履行。而正由于“类期权”交易模式中的债权人实际上获取了超额收益，债务人有可能出现不愿诚信履约而不配合签署买卖合同的情形。

### **（三）债务人其他债权人行使撤销权的风险**

根据《合同法》第 74 条“债务人以明显不合理的低价转让财产，对债权人造成损害，并且受让人知道该情形的，债权人也可以请求人民法院撤销债务人的行为”。基于此，债权人在行使选择权要求债务人以事先约定价格转让标的资产时，若约定的转让价格明显低于市场价，实际上相当于减少了债务人可以用来承担债务的一般财产，损害了债务人其他债权人的利益，因此，债务人的其他债权人若知悉此种交易后，很可能向人民法院提出要求撤销该交易，而撤销的后果即是恢复原状，即已交付的标的资产应予以返还，这样一来，虽然仍可以要求债务人偿还债务，但获得标的资产取得超额收益的商业目的恐难实现。

### **（四）选择标的资产所暗含的风险**

鉴于“类期权”交易模式的最终商业目的是为获得标的资产，因此在选择标的资产时需关注以下问题。一是在债项投资中，若由债权人选择购买标的资产，则存在流质契约无效的风险。《物权法》第 186 条、第 211 条均规定流质契约无效，即担保权人在债务履行期届满前，不得与担保人约定债务人不履行到期债务时抵押财产归债权人所有。这种规定主要是从保护债务人及担保人的其他债权人的角度，避免部分债权人利用债务人急于资金支持的情境，迫使债务人以高价之物供作较小债权担保，图谋债务人清偿不能时不经任何程序而取得担保物的所有权，牟取非法利益，进而导致减少了担保人承担清偿责任的一般财产，损害担保人其他债权人的利益。因此，若选择的标的资产为担保物，虽然在“类期权”交易债项投资模式中，并没有明确约定在债务履行期届满债务人无法偿还债务时，担保物归债权人所有，而是以债权为对价购买标的资产，但其中蕴含的担保物交付后债权转移继而消灭，而排除拍卖清算程序的意思表示仍存在被认定为是流质条款而归于无效的风险。

二是标的资产无法有效控制的风险。当选择的标的资产非为担保物时，虽排除了流质契约无效的风险，但由于选择权持有人的地位仅是债权人，无法有效控制债务人的日常经营管理行为，导致有可能出现债务人在未经选择权持有人同意的情况下而私自处分标的资产的情形，如将标的资产转移给第三人，在标的资产上设置抵押、质押等限制措施等等。若出现此种情形，选择权持有人恐只能追究其违约责任，而无法要求债务人实现标的资产的完全交付。

### **（五）因缺少法律明文规定而引起债务人抗辩的风险**

如前文所述，应用期权原理而创设出的此种“选择权”在我国并不像物权、债权那样有明确的法律规定予以保护，因此一旦涉及此种“选择权”的纠纷诉至法院，法官是否能够支持选择权的持有方尚存在很大的不确定性，况且在期权交易中，期权买方只有支付一定的权利金作为对价，才能享有期权，而权利金的意义对于期权的买方来说，可以把可能会遭受的损失控制在权利金金额的限度内；对于卖方来说，卖出一份期权立即可以获得一笔权利金收入，而并不需要马上进行标的物的买卖，这种设计对期权买卖双方来说都是有利可图的。而在应用期权原理的交易模式中，债权人享有此种类似期权的“选择权”无需支付任何对价，且能基本实现与期权买方同样的商业目的，这种看似并不“公平”的交易可能会为债务人提供较大的抗辩空间。

### **（六）债务人选择提前还款可能导致无法实现商业目的**

债项投资项目中，债务人一般都会要求设置提前还款条款以减少财务费用的支出。实务中便会出现这样一种情况，若标的资产价值攀升较快，销售渠道较为顺畅，债务人将预计到

债务到期时，标的资产价值将远高于剩余债权价值，因此其很可能会选择提前清偿债权以避免给债权人留下行使选择权的机会，如此一来，此种交易模式的商业目的恐难实现。

### 三、对于“类期权”交易模式的若干建议

结合上文提及的若干法律风险，本文以“类期权”交易债项投资模式为例，提出如下完善建议，以供参考，而“股+债”的投资模式其实质与债项投资模式相似，即亦可参照适用：

#### （一）关于如何约定“选择权”

债权人与债务人双方可以在合同中约定：债务到期前，债权人有权选择下列任意一种方式使债权获得清偿：并于债务到期日前【】个工作日书面通知债务人：

（1）债权人以其对债务人所享有的剩余债权为对价购买债务人所有的某项目【】平方米房产（即“标的资产”），债务人有义务完成标的资产的交付，债权人于标的资产交付完成之日起【】个工作日内，将债权转移给债务人；

（2）债权人指定第三方以等额于债权人对债务人所享有的剩余债权本息为对价购买债务人所有的上述标的资产，标的资产交付后【】个工作日内，债权人指定第三方支付转让价款，该转让价款应全部用于清偿债权人对债务人所享有的债权；

（3）不购买标的资产，直接要求债务人以现金偿还全部债务。

上述第一种方式适用于债权人选择自行购买标的资产的情形，此处之所以约定直接以债权为对价而非约定明确的价格，一是为避免债权人的一笔额外支出，二是为将届时的买卖关系与债权债务关系相关联，通过法律上的混同，即债权债务同归一人，顺利的使债权归于消灭。第二种方式适用于在债权人不方便购买时，由其指定的第三方购买标的资产的情形，在此种方式下，债权人的债权是否能得到清偿依赖于该第三方支付转让价款是否能够及时划转至债权人处用于清偿债权，因此，实践中可以考虑通过资金监管的方式或指示交付的方式，即监管资金流向或在买卖合同中明确由第三人直接将转让价款支付给债权人即视为已向债务人支付了转让价款的方式予以控制。而第三种方式，则是在标的资产的价值低于债权人预测，无法满足债权人获取超额收益的目的时，债权人可以直接要求债务人以现金偿还全部债务，放弃购买标的资产的选择权。

#### （二）关于应对显失公平的风险

债权人与债务人双方可以在合同中明确约定“债务人明知可能出现债务到期时标的资产远高于债权金额或事先约定的价款金额的情形，对此，债务人自愿无条件放弃依据显失公平等事由行使撤销权的权利以及其他一切抗辩权”。

进行上述约定的理由为“类期权”交易模式在订立合同时，债务人应当预见到标的资产的价值可能会在债务到期时远高于债权金额或事先约定的价款的实际情况，根据《合同法》第55条第2款撤销权消灭的情形之一是“具有撤销权的当事人知道撤销事由后明确或者以自己的行为放弃撤销权”，虽然交易实施之初订立合同时买卖行为尚未发生，债务人尚不享有撤销权，但为最大程度保障选择权持有人的利益，可以在合同中做上述约定，但上述约定是否能得到法院的支持仍存在不确定性。

#### （三）关于如何顺利实现标的资产的交付

如上文所述，标的资产是否能够实现交付依赖于债务人是否配合签署相关的买卖合同，为避免债务人届时不予配合，从法律层面，可以考虑事先将未来拟签署的买卖合同签署完毕，同时在买卖合同中约定附条件生效条款，即“本合同于债权人向债务人发出选择购买标的资产的出面通知之日起生效”。这样，便省去了要求债务人配合签署买卖合同的环节，提高了项目进行效率。

此外，买卖合同中最为关键的条款一是转让标的，二是转让价款。对于转让标的，债权人一般可以依据自己的商业判断，在签署买卖合同时予以确定。而对于转让价款，由于债务

到期时剩余债权本息余额在签署买卖合同时尚无法确定,因此只能在债务到期能够确定时再另行填写,至于填写的价款金额若低于相同楼盘的一般价格是否能够顺利办理过户,还需在操作前事先咨询当地的主管部门予以确定。

#### **(四) 关于标的资产的选择**

当债权人选择的标的资产为债权的担保物时,为避免认定为流质无效,建议采取由债权人指定的第三方购买标的资产的方式更符合商业目的及法律逻辑。当债权人选择的标的资产非为债权的担保物时,由于债权人无法有效控制标的资产,为防止债务人私自将标的资产转移,实践中可以考虑通过控制债务人股权的方式,如设立股权信托或收购其股权成为控股股东,以达到监管债务人经营管理行为的目的,且如此一来,债务人不仅处置资产的行为需经股东同意,其对外融资、对外担保等所有重大经营行为均在监管之下,保障了日后标的资产的顺利取得。

#### **四、结语**

综上,“类期权”交易模式为债权人提供了更多的选择,为获取超额收益提供了较为合理的解释空间,但不可否认其仍存在很多固有的法律风险,因此,此种选择权的顺利实现可能更多的要依靠债务人的诚信履约。建议在运用此种交易模式时,注重项目本身质量的同时,选择诚信度较好,合作基础较为牢固的企业,并合理选择标的资产,及时掌握了解标的资产的情况,同时,做好可能无法顺利取得标的资产的准备,做好资金监管,及时了解债务人的经营情况,确保我方权益的顺利实现。