

日本资产证券化中特殊目的机构 信用评级的法律问题

张 琼

[摘 要] 资产证券化特殊目的机构(SPV)的信用评级,关键在于确定其实现破产隔离的程度如何,对不同组织形式的 SPV,其破产隔离实现程度是不一样的。一般说来,对 SPV 的信用评级主要从 SPV 的章程、组织结构、商业活动范围、法律地位等方面来评价,对上述因素加以考虑,不同组织形式的 SPV 破产隔离的程度评价又是不一致的。进行评级时考虑的因素以及 SPV 的组织形式的影响对中国未来进行 SPV 的相关立法具有重要的参考意义。

[关键词] 特殊目的机构;信用评级;一般标准;特殊标准

[中图分类号] DF9 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2008)05-0731-05

资产证券化交易的成功与否,资产证券的评级是一个重要因素,因为证券信用等级直接影响了证券的市场接受度,从而最终影响了它的顺利发行。在目前的资产证券化实践中,资产证券的评级,一般是由私人的信用评级公司根据一定的因素来进行的。由于资产证券化结构复杂,过程冗长,涉及主体众多,除了一般证券所具有的风险(如利率风险、汇率风险、购买力风险、主体风险等)以外,还具有一些自身的特殊风险,如资金不匹配风险、信用风险、提前支付风险、第三方风险等。信用评级的一个重要功能就是向处于信息不对称地位的投资者揭示这些风险,使他们能够理性地做出投资决策。可以说,独立、专业、公正、健全的信用评级是资产证券市场的基石之一。

信用评级机构对资产证券化交易进行评级,往往分不同的阶段,考虑不同的因素来进行。概括说来,主要是从基础资产、特殊目的机构、基础资产产生的现金流、运营管理等多个方面,分阶段来加以进行。不同的评级公司采用的评估方法与手段并不完全一致。对于资产证券化特殊目的机构的信用评级则取决于对发行资产证券的特殊目的机构是否实现了破产隔离以及在何种程度上达到了这一目的进行评价。本文结合世界著名的信用评级公司标准普尔对日本资产证券化中的 SPV 的评级标准探讨特殊目的机构评级的考虑因素,并结合 SPV 的具体组织形式说明破产隔离的程度评定,以便为资产证券化交易设计和 SPV 立法提供一些帮助。

一、资产证券化中特殊目的机构的类型

资产证券化交易中特殊目的机构(Special Purpose Vehicle, SPV)的重要地位就在于它是为了受让、持有特殊目的资产(又称“基础资产”)发行资产证券以获得筹资而专门设立的机构。SPV 在资产证券化交易中必须构造具有一定程度“破产隔离”的实体^[1](第 147 页)。基于信用评级的要求不同,特殊目的机构可以分为发行目的而设立的特殊目的机构(简称为“发行 SPV”)和为持有资产为目的而设立的特殊目的机构(简称为“贷款 SPV”)。前者直接向投资者发行证券,受投资者求偿权的约束,其信用评

级的要求更为严格;后者只是受让、持有基础资产,并将这些资产以贷款或者发行其他票据的形式转移给“发行 SPV”,从而获得资金的机构。其本身并不发行资产证券。对这种 SPV,其信用评级的要求相对松弛。此外,SPV 还可以作为“发行 SPV”和“贷款 SPV”的母公司,称为“母公司型 SPV”。

从理论上说,尽管 SPV 必须要与发起人、服务人、借款人等破产风险完全隔离,但从目前的情况来看,除非法律明确做出规定,事实上是不可能完全做到这一点的,所以,破产隔离的评定成为资产证券化交易中的重要问题。

二、特殊目的公司评级的一般考虑因素

为了确认特定的 SPV 是否实现了破产隔离,需要考察的因素主要有两个方面,即 SPV 自行申请破产或者被债权人申请破产^[2](第 4-25 页)。具体说来,主要可分为以下几个因素:

(一)SPV 的目的和权力的限制

SPV 的一个基本特征就是它的活动应该限制在保证交易有效进行的有关活动方面,而不应该超越这个范围以外去进行活动。这种限制主要是为了减少 SPV 因为发行证券以外的其他活动破产的可能性。为了达到这一目的,SPV 往往通过政府颁发的营业许可或者 SPV 自身的设立文件,如章程等对 SPV 的行为能力进行规定,使 SPV 只能进行与发行资产证券有关的活动,而不至于陷入其他活动之中,以免除因为其他活动而发生的破产危险。一般来说,SPV 的活动应该主要限于利息支付和本金偿付两项活动,信用评级公司常常将 SPV 的权力与目的限制作为信用评级的主要因素之一加以考虑,因而在资产证券化交易评级中具有特别重要的意义。

(二)债务限制

对 SPV 所发行证券进行评级,SPV 本身的债务状况也是重要的考虑因素。SPV 在资产证券化交易以外的负债过多,无疑会增加它被申请破产的风险,尤其是当资产证券化交易活动以外的负债的信用级别低于资产证券化交易本身所获得的信用级别时,更是如此。因此,在 SPV 的成立或者其他相关的文件中,SPV 所负债务往往限于两类:(1)高于或者与资产证券化交易具有同样信用等级的债务;(2)附属于资产证券化交易的债务。只有当 SPV 是为了多次发行资产证券而建立的时候,SPV 才可以负担具有不同信用等级的债务。对 SPV 债务限制也是评级的重要考虑因素。

(三)追索权限于基础资产以及债权不申请破产的条款

SPV 所负担的债务主要是有关资产证券的债务和有关资产证券化交易的债务。SPV 为了保证上述两项债务的债权人不会对自己提起破产申请,一般在资产证券的发行文件或者其他债务文书中规定基于债券的追索权仅限于发行特定证券的基础资产,或者债权人必须承诺在债务到期应该偿付后一段时间里放弃申请破产的权利,不得申请 SPV 破产。有无上述条款将影响 SPV 的评级。

(四)增加雇员的限制条款

增加 SPV 的员工,也就增加了 SPV 从事其他活动从而负债的可能性,而且由于在许多国家雇员的工资债权是优先于普通债权的,雇员有可能申请 SPV 破产。因此,标准普尔公司对增加雇员带来的风险增加是非常关注的,认为 SPV 应该尽量的限制这种行为,从而也将该因素作为评级的考虑因素之一。

(五)并购、清算、资产转让和出卖条款

SPV 应该能够免于并购、清算、资产转让或者出卖等行为,因为所有这些交易或者行为都有可能影响 SPV 本身的评级。例如,SPV 如果和一个资信评级不如它本身的公司合并,那么 SPV 从事交易而发行的资产证券的评级就会降低。所以,通过 SPV 的相关法律文件,上述行为应该明确地予以禁止,否则会影响到 SPV 的评级。

(六)独立董事设置

如果 SPV 的董事分别处于发起人或者债权人的控制之下,那么很有可能在经营出现危机需要现金的时候,SPV 就会自行申请破产,甚至在不具备破产原因的时候,努力达到使 SPV 破产。设立独立董

事,虽然和尽量减少雇员数量的标准之间有一定的冲突,但独立董事往往能够为 SPV 本身的利益,为资产证券化交易的顺利进行而行事,因此评级公司也将独立董事的设置作为评级的重要标准。

作为一位适格的独立董事,资信公司认为,该独立董事必须在任命的时候以及任命之前 5 年,不是以及不曾是借款人、发起人、服务人的所有者、债权人、供货商、雇员、管理人员、家庭成员或者缔约对方,也不能是受上述人员所控制或者控制上述人员的任何人。

(七)独立股东或者权益持有人

SPV 的股东或者权益持有人如果为 SPV 交易相关各方所控制,那么也会给资产证券化交易带来风险,主要表现为:通过股东修改 SPV 的章程,同意 SPV 的合并或者将 SPV 的董事替换为交易方所控制的董事,并允许新的董事提起破产申请。所有这些都可能对 SPV 的破产隔离产生影响。独立的股东或者权益持有人应该具备的特征主要有:该股东或者权益持有人不受任何交易方的支配;有投票权的股东或者权益持有人本身也应该是受到破产隔离保护的。第二个条件的意义在于,如果 SPV 的股东或者权益持有人自身陷于破产同样会使得 SPV 本身陷于破产风险之中。

(八)独立于其他实体,具有独立法律人格

在日本如果公司被认为缺乏独立的法律人格或者是被认为用来规避法律的话,那么法院会使用“刺破公司面纱”(Piercing the Veil of Corporation)的法理来否认公司的法律人格,从而将该公司所有的财产归属于其第三方公司。判例表明,当第三方能够自由地控制某一公司,或者公司的资产与第三方的资产相混合,或者公司缺乏独立的账簿或者会计记录,或者没有独立的股东大会或者董事会的时候,该公司就会被法院认为缺乏独立的法律人格,实际上是第三方的一部分。因此评级公司要求 SPV 必须是具有独立法律人格的组织,并且不能是规避法律的工具;尤其是 SPV 还应该遵守下列条款:(1)保持独立于发起人或者其它任何第三方的会计账簿或者记录;(2)以自己的名义在银行开立银行账户;(3)不会将自己的资产与任何第三方的资产相混合;(4)以自己的名义从事商业活动;(5)有独立的财务报表;(6)不为任何其它公司的债务提供担保或者保证;(7)遵守 SPV 章程的规定,举行股东大会或者董事会。

(九)在 SPV 资产上设立担保利益

资信评级公司认为,如果在 SPV 的资产上设立担保利益,担保资产证券债权的偿付,会进一步加强 SPV 的独立性。如果在 SPV 的资产上设立了担保,SPV 的其它债权人即使提起了破产申请,他们也不可能就 SPV 的资产受益,资产证券的债权人则享有优先受偿的权利。因此,担保的设立会抑制债权人申请破产的动机。但是根据日本法(Secured Debenture Trust Law),由于复杂的程序导致一般都不会在一项债务上设立担保。

三、日本公司组织形式对特殊目的公司信用评级的影响

在日本资产证券化的实务中,特殊目的公司采取不同的组织形式,会影响到它的信用评级。

资产流动化法(Asset Liquidation Law)所规定的特殊目的公司(TMK)、开曼特殊目的公司和信托常常是发行 SPV 的主要组织形式。2006 年新的公司法修改后,公司法所规定的股份公司和合伙也可能成为发行 SPV 所采用的组织形式。上述几类 SPV,因为组织形式不一,对于其破产隔离程度的判断也并不一致。

(一)资产流动化法规定的资产公司

TMK 是资产清算公司所规定的 SPV 的组织形式。根据资产流动化法的规定,TMK 从事的资产清算以及有关辅助清算活动的其它活动,均应该在资产清算计划书中予以列明。TMK 应该将管理与处分资产的业务交由信托公司或者任何符合规定条件的第三方来进行;TMK 只能根据计划书的规定来进行借款以及转让、出借或者抵押特定资产。TMK 的董事要根据计划书来进行活动,违反计划书的规定要给予刑事处罚。从上述规定可以看出,资产流动化法通过限制商业目的、债务负担、资产处置来达到保持破产隔离的目的。如果 TMK 还任命了独立董事或者一些独立成员作为特别成员,拥有投票

权,组成董事会或者成员大会,其信用评级的级别还会更高。

此外,除非计划书有不同的规定,债券持有人对资产享有担保利益,优先于一般债权人,但劣后于民法上的普通留置权(*general lien*)。这种担保利益的不足在于它并不能抑制其他债权人提出破产申请的动机。为了确保能够实现债券持有人的利益,最为理想的办法还是就资产另行设定担保,不过这种另行设定担保的做法在日本的资产证券化的实践中还较少见。

(二)股份公司

股份公司在日本又称为“株式会社”。2006 年 5 月开始施行新的日本公司法(*The Corporate Law*)简化了设立和管理该种公司的条件,主要是为了促进该种公司成为发行 SPV 的组织形式。相比较于旧的公司法的相关规定,新法取消了最低资本的要求,取消了对公司成立前营运资产取得的审查;允许公司不用设立董事会。2006 年 5 月 1 日以前所设立的有限公司,根据新修正的公司法,可以用作发行 SPV,发行债务凭证。对于这类公司,由于没有前述 TMK 有关业务活动的限制性规定,所以在评级时其破产隔离程度认定将受到影响。

(三)合 伙

合伙(*Godo Kaisha*)也是根据新修正的公司法成立的新的公司类型,它以美国的有限责任公司(*Limited Liability Corporation LLC*)为模型。其主要特征为:所有的权益持有人或者成员对外承担有限责任,内部事务则根据合伙人同意的合伙条款来进行,所有成员原则上都能够执行合伙事务,如果执行业务的成员为公司,则必须指定特定人选来履行这些义务。合伙权益的转让原则上要经过所有成员的同意。由于合伙可以由于合伙成员的离开构成合伙解散的条件,因此在进行该种 SPV 的破产隔离评估时,是否以及在多大程度上降低合伙解散的风险,是要重点加以考虑的。

(四)外国 SPV 的日本分公司

日本公司法第 821 条规定了“拟似外国公司”,即凡是根据外国法律设立,其总部或者主要营业活动在日本,就构成“拟似外国公司”,这种公司不能在日本进行“连续的商业活动”^[3](第 442 页)。开曼 SPV 是否构成这种“拟似外国公司”,如果构成了这种拟似外国公司,那么它所从事的活动包括资产的买受、转让以及发行资产证券的活动是否构成“连续的商业活动”而在禁止之列,是其所面临的主要的法律风险。日本司法部提案司的官员曾就该问题指出,外国 SPV 如在开曼群岛设立的 SPV 并不构成上述的“拟似外国公司”,因为开曼 SPV 的主要活动是进行国际间的资产买卖和证券发行工作;即使间有认定开曼 SPV 构成拟似外国公司的情形,其活动也不能构成“连续的活动”,因为它们主要进行的是一次性的资产交易和债券发行活动。

(五)信 托

信托也是发行 SPV 所采用的一种重要的组织形式。信托财产具有独立性,不受任何相关破产程序的影响,甚至受托人破产,信托财产依然能够保持其独立性,不能够被作为受托人的财产纳入破产财团。但是根据信托法,信托财产应该能够公示其信托财产的地位,否则就不能视为独立于受托人的财产,所以评级时,评级公司会考虑信托财产根据其特点应该予以公示者,是否采用了适当的公示手段。

(六)中间法人

中间法人(*Chukan Hojin*)是日本 2002 年 4 月 1 日生效的《*Chukan Hojin 法*》所规定的法人形式,该法的主要目的是为了使非营利性的组织成为法人,该法定义中间法人为:“为了成员共同利益而依法设立,并不向其成员分配其留存收益的法人。”该法规定的中间法人主要有两种类型:即有限责任的中间法人和无限责任的中间法人。有限责任中间法人的成员对法人事务有表决权,但是无出资义务,也就是说,有限责任中间法人的有表决权成员(法人的成员)和出资人(投资人)是不一致的,因此可以在资产证券化中被用来作为获得“破产隔离”的 SPV。

有限责任中间法人在资产证券化中常常被用作“母公司型 SPV”,控制“发行 SPV”或者“借款 SPV”,其构造形式如下:(1)有限责任中间法人的成员由不属于发起人董事或者雇员的人担任,这些人

员往往是律师、注册会计师等;(2)发起人向有限责任中间法人投资;(3)有限责任中间法人持有拥有证券化资产的SPV(“发行SPV”或者“借款SPV”)的所有者权益,对该SPV享有表决权,也就是说该SPV是有限责任中间法人全资拥有的子公司;(4)为了避免SPV被申请破产,有限责任中间法人与SPV的董事签订协议,要求他们放弃决定公司破产的权利。也就是说以该种组织形式设立的SPV能够较好地实现破产隔离。

相比较海外SPV,这种中间法人形态的SPV具有诸多优势:(1)所有的设立程序都在国内,设立成本低、时间短、监管容易,设立和维护的成本也低;(2)不需要受日本有关对外贸易和外汇兑换方面的管制。所以未来将成为设立“母公司型SPV”的一种重要形式^[4](第129页)。

我国资产证券化的发展在2005年取得了重大突破,标志就是中国人民银行和中国银行监督管理委员会所颁布《银行信贷资产证券化试点管理办法》和《商业银行信贷资产证券化试点管理办法》以及中国证监会颁布《证券公司客户资产管理临时办法》所规定的专项资产管理计划可以用于开展资产证券化业务,中国的国内资产证券化开始发展起来了。无论是信贷资产证券化还是专项资产管理计划,其进行资产证券化所采用的SPV组织形式都限于信托。信托在现行中国法律制度框架下,无疑是能够较好实现破产隔离目的的。但是,这种单一的组织形式,对资产证券化业务的进一步发展来说,其灵活性、适应性是远远不够的。可以预见,未来资产证券化较高度度的立法(不再是部委的行政规章形式)还应该考虑包括公司甚至合伙等在内的组织形式。这些形式的SPV如何实现破产隔离以及实现多大程度上的破产隔离,上述评级公司对日本资产证券化SPV评级的实践无疑对我们是具有启示意义的。

[参 考 文 献]

- [1] 甘 勇:《美国资产证券化中若干法律问题研究》,载《法学评论》2005年第3期。
- [2] Schwarcz, S. L. 1991. “Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in the United States”, in Norton, J. J. & P. R. Spellman (ed.). *Asset Securitization : International Financial and Legal Perspective*. London : Blackwell Publishers.
- [3] 于 敏:《最新日本公司法》,杨东译,北京:法律出版社2006年版。
- [4] Boerger, G. H. 2003. *Special Report on Securitization in Asia and the Pacific Rim*. New York: Lightning Source Inc.

(责任编辑 车 英)

Legal Issues on Rating of Special Purpose Vehicle in Japanese Securitization Transactions

Zhang Qiong

(Wuhan University Publishing House, Wuhan 430072, Hubei, China)

Abstract: the bankruptcy remoteness of SPV, which is of significance to the rating of securitization transaction, is required in different degree in accordance with various categories of SPV. In general, the rating of SPV in securitization transactions is conducted according to its object and limitation, organization, legal status, &c, and is done by considering different factors concerning the various concrete organization of SPV. These factors will make good reference for the legislation of SPV or securitization.

Key words: SPV; rating of credit; general criteria; specific criteria