

论资产证券化立法中的“安全港”条款

甘 勇

(武汉大学 国际法研究所, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 甘 勇(1976-), 男, 湖北公安人, 武汉大学国际法研究所讲师, 法学博士, 主要从事国际私法、国际金融法研究。

[摘 要] 资产证券化作为新兴的融资方式, 得到了越来越多国家的采纳和运用。影响其有效性的最大问题, 莫过于破产隔离能否真正实现, “安全港”条款正是为了真正保证资产已经从发起人转让给了特殊目的机构。安全港条款适用资产范围广泛, 同时也有一些例外情形, 它对保护资产证券化, 提高交易确定性很有帮助, 但也存在一些不足之处, 该规定对我国的未来相关的司法以及立法具有指导作用。

[关键词] 资产证券化; “安全港”条款; 中国相关立法

[中图分类号] DF97 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2007)05-0685-05

资产证券化作为一种新型融资方式, 是指发起人(借款人)将自己的一部分资产出售给单独设立的特殊目的机构(又称 SPV 或者 SPI), 由该机构以该特定资产的未来现金流为基础向投资者(贷款人)发行证券, 并以发行证券的收入作为向发起人购买基础资产的价格, 而以基础资产的未来现金流入支付投资者证券收益的过程。资产证券化的顺利进行, 需要相应的法制配合, 以解决其内部结构上的几个重要法律问题, 这些问题可以概括为“破产隔离”、“真实买卖”以及“转让完善”^[1] (第 148-151 页)。

美国第 107 届国会拟通过的破产法修正草案^[2] (第 353-354 页), 其主要内容是对破产法典第 541 条关于破产财团的规定进行了有利于资产证券化的修正。在该条修改以前, 通过资产证券化由发起人转让给 SPV 的资产, 尽管当事人认为是已经采用了所谓的“真实买卖”的方式, 将资产变为由 SPV 所有, 但当发起人被申请破产时或根据破产法第 11 章进行重整时, 破产法院会将交易“重新定性”(recharacterization)为担保交易, 将已经转让给 SPV 的财产合并到破产财团, 从而影响了资产证券投资者的利益。这种情形对资产证券化交易的安全性和稳定性造成了极大的负面影响, 而常常被视为资产证券化之最大法律障碍。为了消除这一法律障碍, 实务人员和相关学者都力图推动国会进行立法, 明确规定通过资产证券化交易转让的资产不能并入破产财团, 而为资产证券化交易提供保障, 此一破产法修正案就是基于上述背景而产生的, 其目的在于让转让的资产成为 SPV 的资产, 而不再受司法判例关于某一资产转让性质不确定之影响。由于该法案为 SPV 财产提供比较周全的保护, 所以这一条款也被称为“安全港”条款(safe-harbor provisions)。该项“安全港条款”本已经是通过在即的, 孰料安然公司丑闻发生, 其中涉及多宗利用特殊目的公司进行非法交易的指控, 遂使国会态度为之一变, 该修正案也遭无情搁置。不过由于该修正草案对于资产证券化交易的发展具有重要意义, 依笔者之见, 虽暂时未获通过, 但等未来有关资产证券化之争论尘埃落定时, 必然会重新以此草案为据, 为资产证券化提供立法保护的新动力。因此, 本文拟扼要介绍该条规定之相关内容, 分析其在美国资产证券化实务与理论界产生的影响和引起的争议, 并进而论及我国进行

资产证券化立法时应该如何解决资产转让中产生的法律问题。

一、法案之内容

根据该法案之规定,凡是在资产证券化交易中被转让的资产都应该被排除在破产财团之外。具体言之,可以分为以下几个方面:

第一是所谓“资产”,乃是指任何现存或者将来的金融资产,或者资产上的利益(interest),或者由资产所获得的收入(proceeds);

第二是所谓“机构”,须是专门(exclusively)而非附带(ancillary)从事资产的转让、持有、获取的机构;

第三是所谓“转让”,其判断标准须采纯粹主观标准而非客观标准,即只要当事人通过书面表明交易的目的是“转让”,而不管当事人转让的资产是否达到一定的数量,或者具备特定的性质,即应依当事人之意思,肯定其“转让”或“买卖”之实质;以前所经常谈到的转让资产的一些标准如受让人对转让人的追索权等因素^[3](第 149 页),在确定是否构成“转让”时都大可不必再加以考虑了。

第四是所谓“联系”,即转让资产的活动必须是和“资产证券化交易”相联系的活动,所谓资产证券化交易活动则定义为任何“进行应收账款转让并基于该应收账款而发行投资级别以上证券(Investment grade securities)”的活动。

此外,我们要注意的,“安全港”条款不仅适用于被转让的资产,还可以适用于被转让的利益。尽管在美国法上不可分利益(undivided interest)的转让能否构成买卖还是一个悬而未决的问题,但本修正草案基于保护资产证券化交易的需要,还是规定了在资产证券化中被转让的利益也可构成买卖。

通过上述规定的分析,可以看出该修正案所包含的资产转让范围之广、种类之多、构成资产转让条件之宽,都是前所未有的。事实上,对破产财团之构成将产生巨大影响,对公司企业之利用新型金融方式大有促进,而对于 SPV 以及资产证券投资者将提供最为明确而安全之保护,称此条款为“安全港”,可谓名至实归。

二、“安全港”条款适用之例外

“安全港”条款虽名为“安全”,也有其提供安全所不能至的地方。实际上,虽然有安全港条款,还是有一些资产转让/买卖可能被法院基于其它理由判断为无效,而使转让资产受发起人破产之影响。试举数例如下:

第一,根据美国破产法的规定,破产财团之受托人对于破产人所作的“欺诈性转让”而转让的资产有撤销权与取回权。欺诈性转让在美国系由单独的法律“欺诈性转让法”(The Law of Fraudulent and Preferential transfer)进行规范,如果转让构成该法所称的欺诈性转让,则破产财团之受托人有权向法院申请撤销该交易,而回复资产交易前之原状。在资产证券化交易中,发起人将资产转让给 SPV 时,其所定资产转让价格明显的低于资产的实际价格,甚至无偿将资产赠与 SPV 时,法院就会认定资产转让属于所谓的“欺诈性转让”或者“优惠性转让”而判决转让无效,并任由受托人回复转让资产。此一认定资产转让无效的权力,并不受制于“安全港”条款之规定,是“安全港”条款所鞭长莫及的地方之一。

第二,根据美国破产法第 105 条的规定,美国破产法院具有一种衡平法上的权力——“实体合并”(substantive consolidation)的权力,根据这一授权,法院如果认为两个相互转让资产的机构之间实际上存在着关联关系,根据该条的规定,就会基于重整(reorganization)的理由,将子公司的资产合并到母公司中来而一起以之作为破产母公司的资产加以使用,此即所谓“实体合并”的权力。在法院“实体合并”的权力之下,资产转让被视为母子公司之间的关联交易,子公司的资产被视为母公司资产之一部分,如

果发起人和 SPV 之间的资产转让被法院认为属于上述交易,则法院完全可以基于“实体合并”的权力将 SPV 的资产归入发起人的破产财团中,而使得资产证券投资者的利益受到损害。此为“安全港”条款所不及者二。

第三,“安全港”条款适用之例外亦构成其规范不及之处。“安全港”条款只适用于发行经过全国注册的证券评级机构(NRSRO)评定具有投资级别以上的证券的证券化交易,已如前述。如果证券化交易所发行的证券没有经过上述评级机构的评级,或者经其评定而不能达到投资级,或者无论其级别为何而经由其他评级机构(如美国全国保险协会)来予以评级,该证券化交易所涉及的资产转让就不能适用“安全港”条款,而应留待破产法院自行对资产转让是否构成“真实买卖”加以认定。在实践中,未经评级的私募发行的资产证券化交易以及通过其他机构进行资产证券评级的资产证券化交易,都在此一条款适用例外的范围之列,而不适用该条款,此种资产证券之投资者亦常有法院重新定性之风险。

资产证券化交易,因其成本低廉而能疏解企业流动资金之困卓有成效,已经风行世界各国;除开展国内资产证券化业务以外,对于资本市场尚未成熟之国家,亦可利用国内企业之应收账款在发达国家成熟资本市场开展资产证券化业务,此即跨国的资产证券化活动;美国因资本市场之成熟稳定、法律规定之完备无暇而备受青睐,常常成为此种跨国资产证券化之证券发行国。当跨国资产证券化交易发生于美国,此一破产之“安全港”法案是否适用于跨国转让资产之发起人,不无疑问。考虑破产改革法之目的乃在解决因为美国的发起人(也是资产转让人)成为债务人后而产生的问题,并不意图对外国的发起人有所规范,跨国资产证券化交易中的资产转让行为到底如何定性,应视具体情况而别有其规范,不能够适用“安全港”条款,此又为“安全港”条款适用例外之四。

三、“安全港”条款之评价

美国资产证券化自 20 世纪 70 年代产生以来,在美国债券市场的发展可谓蒸蒸日上,在世界金融界亦风靡一时,虽在 80 年代一度经历了波折挫败,而在摧枯拉朽之亚洲金融风暴后,反而重受重视,以至于在资本市场上大放异彩,又是始料未及的。美国资产证券化市场市值至今构成美国债务市场之半壁江山,而与股票市场分庭抗礼,支撑这庞大资产证券市场的乃是那叠床架屋的法律制度,重要者如证券法、证券市场交易法、投资公司法、破产法、欺诈性转让法等联邦法律以及各州自己的商事法律,这些法律一方面为资产证券化交易提供细密繁杂之规定,他方面也未免有遗漏之处。

美国破产法院所审理的 LTV 破产案,可以说是此种遗漏的最大表现。在该案中破产人为发起人 LTV,他发起了一项资产证券化交易,通过该交易将其所有的一部分应收账款转让给了 SPV,并通过 SPV 发行证券将该部分资产证券化。LTV 后来不幸被申请破产,法院发动重整程序寻求避免破产该公司,而该公司为了执行与债权人达成的和解协议和进行重整,在流动资金极端匮乏的情形下,竟然出尔反尔,宣称其转让给 SPV 的资产是为了担保贷款而转让,非出于真实买卖目的之转让,要求将该部分资产的现金流合并到破产财团中来,此举虽然有助于 LTV 的破产重整,但对于资产证券的投资者来说,不啻是晴天霹雳。于是,他们向法院发出动议要求确认该项资产转让的性质是否是“真实买卖”,以保护自己利益;法院对真实买卖问题束之高阁,不与置喙,径行命令发起人有权使用已经转让给 SPV 的应收账款上所得到的现金流。判决一出,资产证券化实务界精英与理论界学人一片哗然,皆认为是资产证券化业务所遭受之重大挫折,法律发展之一大倒退,并不具有“判例”价值。而其直接后果之一是促使法律界和实务界共同反省,努力检讨。

事实上,资产证券化所具有的优势,即相比较其它融资方式而言减少了融资成本,只有在转让的资产不会受发起人破产(而导致“实体合并”或者“自动中止”automatic stay)的影响下,才能够真正得到实现。但是由于破产法的第 11 章所体现的政策,在现行法律框架下面,是很难使转让的资产不受破产法上述规定,尤其是破产重组规定的影响。破产法 11 章所体现的政策可以概括为两点,即一方面要尽最

大努力地实现破产债务人的重组,另一方面为了实现债务人的重组应该最大限度地使所有的债权人包括进行资产证券化的交易人都参与进来。如此,法院在判断“真实买卖”的时候,一方面要考虑到追索权、当事人的意思等因素,同时根据衡平法上的权力,可以“透过形式看本质”,来判断这些因素在决定买卖性质中所具有作用和地位。这就使得资产证券化交易所转让资产在发起人破产时是否会被并入破产财团具有很大的不确定性。在此背景下,破产改革法案的提出至少具有如下积极影响:

一是极大减少了由 LTV 案件对资产证券化交易的安全性和可预见性带来的不良影响;二是该法没有给予法官在重新定性时的自由裁量权,从而减少了法院受到律师意见影响的可能;三是为了避免资产证券化交易风险而采取的双层交易结构(Two-Tiers Structure,即需要设立两个 SPV,一个为了达到会计上的真实买卖,一个为了达到破产法上的真实买卖标准)不再需要,从而进一步降低了资产证券化交易的成本,使得公司尤其是中小企业都能够利用这一新型的融资方式,使得公司发展与资产证券化更能够共生共荣、相得益彰。

出人意料的是,随着 2002 年 7 月,美国自二十世纪 70 年代宾西法利亚州中央铁路公司破产案后最大公司破产案——安然公司破产案的发生,情况发生逆转^[4](第 117 页),此前一直被业界看好并被认为是最有可能通过的破产改革法案被搁置,反对该法案的呼声也重新受到审视,并逐渐占据上风。反对者的主要意见包括:

第一,安全港条款所要保护的资产证券化交易,在目的上与联邦破产法典支持破产公司重整的法律政策相违。破产法第 11 章关于债务人重整之规定,其目的在于保护就业和防止经济崩溃。为了达成这一目的,需要集中债务人一切可用的资金进行重整;而破产法案则保护资产证券化将公司的流动资产分离出去,不利于债务人的重整。

第二,安全港条款在提高交易确定性,实现保护资产证券化交易目的所采取的手段上尚有不足。具体表现在两个方面:一是该条款在规定上有循环定义的缺陷。因为法案规定所谓“资产证券化交易”乃是“全国公认的信用评级机构”所评定其证券在投资级别以上的交易,而信用评级机构的对资产证券的级别评定又是根据法律的规定来进行,这样就存在“恶性循环”,同时也增加了信用评级机构的道德风险。因为将信用评级机构对资产证券的评级作为适用该条款的条件之一,使信用评级机构作为一种私人机构而成为实体法律的一种渊源,信用评级机构本是以其评估为盈利手段之营利主体,一旦荣升而具有公权力,难免不为利益驱使,而有造成市场上腐败行为潜滋暗长之危险,并最终导致投资者利益受损,进而危及整个资本市场之声誉。

二是有可能保护恶意交易者,如安然公司之流的实践。如果资产证券化交易方的目的并非融资而是为了粉饰财务报告,如安然公司所做的那样,从事一项资产卖出交易,同时又设立一个远期的资产买进交易(swap),对于这种恶意的表面的资产证券化交易,破产修正法案还要给予保护,这是不可思议的。因此从法律上来说,破产修正法案所确立适用范围过宽,保护的资产转让的类型过广,应该确立一种方法把应该受到破产法案保护的资产证券化交易纳入进来,而把不应该受到保护的交易剔除出去,使其受到破产法第 11 章的制约。针对法案在分类上的这一缺点,如何确定应受保护的“资产证券化”的范围,有学者提出了“功能说”来解决这个问题,即根据资产证券化交易的功能来决定该交易“所涉资产”应否纳入到破产财团中去。这些功能可以概括为两个方面:一是是否存在财务报表欺骗,主要判断标准为是否存在未经报告的远期合约;二是通过交易资产是转变为现金还是非现金的股份或者其它资产来判断,如果是转换为现金,则交易应视为真正的资产证券化交易;如果是转换为股份或者其它非现金资产,则应视为非资产证券化交易^[5](第 6-8 页)。

四、对中国相关立法、司法之启示

解决好资产证券化中的“真实买卖”问题,真正实现破产隔离,是资产证券化实务中的重要问题,也

是资产证券化立法必须要加以解决的问题。对此,新兴资产证券化市场所在的国家如欧洲、亚洲甚至拉美等都对此非常关注,力图加以解决。就普通法国家而言,除美国以外的其他国家如加拿大、英国、澳大利亚都直接通过判例肯定与资产证券化相关的交易为“真实买卖”来加以解决。在大陆法系国家,如法国、日本、韩国以及我国的台湾地区的资产证券化立法,则通过两种方式来解决,一是在资产转让的过程中引入登记公示制度,不仅使资产转让的手续简单化,也使转让的资产与发起人的资产相分离,具有对抗债务人或第三人的效力;二是设立特殊目的信托和特殊目的公司,通过肯定信托财产的独立性或者明确肯定特殊目的公司财产的独立性来达到实现破产隔离的目的。我国的《信贷资产证券化试点管理办法》对于破产隔离的处理办法乃是通过确立信托财产独立性的方式来确认为资产证券化交易目的而转让的资产不再是发起人的财产,从而实现破产隔离。不过该规定失之笼统,上述“安全港”条款关于证券化资产的条分缕析的规定对我们今后处理一些处于灰色地带的破产隔离问题,是会具有启示和指导意义的。

[参 考 文 献]

- [1] 甘 勇.美国资产证券化中若干法律问题研究[J].法学评论,2005,(3).
- [2] Schwarcz, Steven L. The Impact of Bankruptcy Reform on True Sale Determination in Securitization Transactions [J]. Fordham Journal of Financial Law, 2002, (7).
- [3] 甘 勇.美国资产证券化构造之法律问题研究[J].武汉理工大学学报,2004,(2).
- [4] Jonathan C. Lipson. Enron, Asset Securitization and Bankruptcy Reform: Dead or Dormant? [J]. Bankr. Law & Practise, 2002, (11).
- [5] Luben, Stephen J. Beyond the True Sales: Securitization and Chapter [J]. New York University Journal of Law & Business, 2004, (1).

(责任编辑 车 英)

Study on Safe-harbor Provisions in Securitization Legislation

GAN Yong

(Institute of International Law, Wuhan University, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biography: GAN Yong (1976-), male, Doctor & Lecturer, Institute of International Law, Wuhan University, majoring in private international law and international financial law.

Abstract: Securitization, as a new type of capital-raising method which has the low cost as its main benefit among other priorities, claims its increasing populace all over the world. The major problem affecting its effectiveness is no more than the realisation of bankruptcy-remoteness of the Special Purpose Vehicle (SPV), while the safe-harbor provision is for the purpose of assuring that the securitized assets have been effectively transferred to the SPV and not subject to the bankruptcy estate of the originator. The provision which has a large scope of application and its exceptions, would be of great help to harbor securitization and improve its certainty, although with some flaws simultaneously. The author concludes that the safe-harbor provision would be of guiding effect to the interpretation of Chinese related legislation.

Key words: securitization; safe-harbor provision; Chinese related securitization legislation