

■ 国际法

美国资产证券化的法律风险及其防范

李 健 男

(暨南大学 法学院, 广东 广州 510632)

[作者简介] 李健男(1968-), 男, 湖南新宁人, 暨南大学法学院讲师, 博士, 主要从事国际私法和金融法研究。

[摘 要] 美国资产证券化是 20 世纪 70 年代以来国际金融领域最重要的金融创新, 其显示出来的强大生命力在于其独特而又精巧的风险隔离机制。但是, 资产证券化风险隔离机制本身, 以及资产证券化交易的各个环节, 都潜伏着一定的法律风险。揭示资产证券化交易的法律风险, 目的在于有的放矢的采取措施, 加以防范。

[关键词] 资产证券化; 法律风险; 风险防范

[中图分类号] DF97 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2005)01-0069-05

美国是资产证券化的策源地, 也是资产证券化技术最成熟和资产证券化市场最发达的国家。但是, 由于美国一直没有一部专门的有关资产证券化的统一立法, 而近年来美国法院有关资产证券化的判例又缺乏内在的逻辑一致^[1] (第 116 页), 从而使资产证券化的法律风险显得突出起来。本文主要以美国为例, 揭示资产证券化交易中的典型法律风险, 并在此基础上提出防范措施, 希望能对我国资产证券化法律机制的构建和即将展开的资产证券化实践有所补益。

一、发起人的风险(originator's risk)与防范

发起人的风险主要是指发起人破产时, 已让与 SPV (Special Purpose Vehicle 特殊目的实体) 的证券化资产可能被法院纳入破产财产的风险, 或者说证券化资产的转移能否构成“真实销售”的风险。具体来说, 发起人的风险涉及到以下几个方面的问题。

(一) 证券化资产让与的法律性质

发起人对 SPV 的资产转移通常采取让与和买卖的法律形式。但是, 对于证券化资产的转移的法律性质, 破产法院的认定并不是十分明确的。如果破产法院认为该资产转移为担保性融资而非真实销售时, 该资产将被作为发起人的破产财产, 从而导致破产隔离的破产。

美国联邦破产法存在所谓的“自动停止 (automatic stay)”制度。根据该法第 362 条 (a) 规定, 为防止破产财团财产的不当减少, 在根据该法提出破产或公司重整的场合下, 无须任何法律程序, 对作为申请对象法人所进行的一切债权回收、担保执行等行为均被自动停止 (automatic stay)。据此, 如果发起人被申请破产或重整, 而证券化资产转移又被法院认定为担保性融资, 则该证券化资产属于发起人, SPV 利用该证券化资产的收入流偿还投资者的行为将被自动停止。要避免破产法上自动停止的风险, 就必须使证券化资产转移成为“真实销售”。判断“真实销售”的主要标准是:

(1) 证券化资产的风险完全移转 SPV。如果发起人对证券化资产尚存在某种偿还请求权, 即不能认为该资产的风险移转于 SPV, 也就不能认为是“真实销售”。

(2) 发起人必须支配权。如果发起人尚保留某种支配权, 即不能认为是“真实销售”。

(3) 当事人的真实意思。在判断资产移转是否为“真实销售”时, 应当探求发起人和 SPV 的真实意思。

(二) 证券化资产让与的对抗要件

这里所说的对抗要件是指,在发起人破产的情形下,能够对抗破产托管人否认证券化资产让与的法律效力的要件。关于财产让与的对抗要件,美国统一商法典第九章设有关于不动产以外的附担保交易的规定,亦可作为证券化上资产让与对抗要件的规定。根据该法规定,担保权设定的对抗要件因对象资产的不同而有别:抵押票据,以票据的占有为对抗要件;租赁债权、分期付款债权等作为动产契据(chattle paper),以票据的占有和登记融资报告(financing statement)为对抗要件;基于买卖契约发生的金钱债权作为账债(account),担保权的设定和买卖均以融资报告的登记为对抗要件;贷款债权等账债以外权利作为一般无形资产(general intangible),以融资报告的登记为对抗要件。

(三) 证券化资产让与对债务人的效力

在美国,根据统一商法典(UCC §9-318)规定,SPV 要使债权让与具备对抗债务人的效力,必须通知债务人。也就是说,在债务人得到债权让与通知之前,可继续对发起人偿还债务,可对发起人主张的抵消等抗辩事由,同样可向 SPV 主张。

当发起人充当服务者(servicer)时,即使不向债务人送达通知,也不会产生债务偿还问题。但是,当债务人对发起人存在抵消等抗辩事由时,则会影响到 SPV 的受偿。在证券化实践中,一般并不通知债务人。为避免不通知带来的风险,发起人可以与债务人通过在契约上事先约定“债务人对让与人主张的抗辩事由,不得向债权的受让人主张”。但实际上,达成上述合意是困难的^[2](第 247 页)。在证券化实际操作中,为防范和化解因债务人主张抗辩事由所带来的履约不能风险,具体方法有:一是合理设计证券化资产结构,防止债务人集中带来的风险;二是在确定证券化资产转移价格时,充分考虑履约不能风险的程度,但又须注意防止构成欺诈性资产转移;三是通过信用增强手段,化解潜在的风险。

二、SPV 的风险 (SPV's risk) 与防范

SPV 的风险源于发起人潜在的破产可能。在发起人破产时,破产托管人可能会依据实体合并法理、法人人格否认法理将 SPV 纳入发起人的破产程序,或者援引欺诈性转让和偏颇行为法理否认发起人证券化资产转移的效力。

在发起人破产的情形下,如果 SPV 相对于发起人的独立性不充分,破产托管人就可以否定 SPV 的法人人格,从而将 SPV 的资产作为发起人的资产纳入破产财团。破产托管人可以根据联邦破产法第 105 条的规定的一般衡平权力(general equitable power)主张“实体合并(substantive consolidation)法理”,发起人的债权人也可援引“法人人格否认法理(piercing the corporate veil)”,以 SPV 的证券化资产来满足自己的债权^[2](第 247 页)。

(一) 实体合并法理

所谓实体合并,指两个以上破产程序在法律程序上的合并为前提,将两个以上破产者的资产、负债合并后供全体债权人平等受偿,以消灭破产者间的债权债务,排除以一次给付为目的的重复的债权请求(duplicate claim),在破产程序内部将两个以上破产者在实体上视为一体^[3](第 424 页)。在美国,实体合并法理最初由 Stone v. Eacho 判例确立,并通过后来的判例得到发展,但美国制定法尚无实体合并的明文规定,只是根据联邦破产法第 105 条的规定,实体合并法理基于破产法院拥有的一般衡平权力而被援引。从有关实体合并案例来看,援引实体合并法理的基准有:确认两个以上公司的资产、负债分离之困难性;合并财务报表之有无;通过在异地的合并所致的收益、资产、业务功能的混同;公司间利益、所有权的一体性;母子公司间贷款债权的相互保证及无视公司形式的资产让与,等等。实体合并法理的核心在于,由于实体合并必将对特定的债权人造成不法损害,所以必须在肯定和否定实体合并两种情形下的损害进行比较和利益衡量。

(二) 法人人格否认法理

所谓法人人格否认法理,指法人的法律形式,在被超过法律规定的范围而利用的场合下,并非全面否认其法人的存在,而是在承认其作为法人形式存在的同时,在特定的事实下揭破法人的面纱,暴露其背后的真正实体,即尽管存在法人人格的外观,在法律上按无法人格对待。美国法院在否定公司的独立存在时,常常使用一个有趣的比喻:“揭破公司的面纱”^[4](第 68 页)。

法人人格否认只是公司有限责任的例外,法院在揭破公司的面纱时必须确认以下要件:(1)资本不足。对于“揭破公司的面纱”来说,“资本不足”通常是指其资本与公司的业务性质和经营中必然包含的风险相比较数额非常小,即是基于可能的经济需要而不是基于法律的要求。根据现代美国公司法,仅以一美分的资本建立一个公司在理论上是可能的。(2)未能遵循公司的手续。在美国的许多判决中,法院对未能遵守正规的公司手续进行了叙述,得出的结论是,公司是股东的“另一个自我”或者“工具”,以及“公司面纱应当被揭破”。在以下情形下,公司的独立存在就有被否认的重大风险:公司在尚未完成筹组或在发行股份而未收到其对价的情况下即行开业;股东会议或者董事会未召开(或未签署协议);股东们像合伙人一样作出决定;股东没有对公司财产和其个人财产作出明确区分;公司资产被用于支付给个人;公司资金

被用于个人支出而没有履行适当的会计手续;没有保有完整的公司记录和财务账簿。(3)母公司对子公司债务的承担。法院可能在以下情况下判决母公司应对子公司的债务负责:子公司以一种“不公平的方式”运作,比如,母公司与子公司之间的交易条件是如此确定,以至于利润总是积累于母公司而损失总是由子公司承担;子公司一直被认为母公司的一部分,比如“分部”或“地区办事处”,而不是一个子公司;未遵循设立子公司的独立的程序;子公司与母公司实际上经营同一业务的主要部分,而且子公司的资本不足;不能连贯、清楚区分母公司的交易和子公司的交易。

(三)破产财产托管人的否定权(avoiding power)

所谓破产财产托管人的否定权,指对于破产程序开始前后的一定期间内破产人对财产所为的处分行为的效力,赋予破产接管人以否定的选择权。为了使托管人有效利用美国各州州法来否认一些债务人在破产之前所作的转让,破产法赋予托管人三种虚拟的身份,即担保债权人的身份、不动产善意购买人的身份和无担保债权人的身份。作为虚拟的担保债权人,托管人可以撤销任何在破产开始之日未获得充分完善的担保权益,从而把原来的担保债权人降格为无担保债权人;作为虚拟的不动产善意购买者,托管人可以撤销任何在破产开始之日未获得充分完善的不动产转让;作为虚拟的无担保债权人,托管人可以利用有关州的欺诈性转让法和大宗转让法来撤销根据这两种法律可以撤销的任何转让^[5](第185页)。对于SPV的风险来说,我们要特别关注的是以下三种否认权:一是构成欺诈性转让的撤销权,二是优惠性清偿的撤销权,三是待履行合同的终止权。

1. 构成欺诈性转让的撤销权

根据美国破产法规定,凡是在破产申请前1年内所作出的欺诈性转让,都可由托管人撤销。在这里,转让具有非常广泛的含义。比如,设立担保权益是一种转让,免费赠予也是一种转让,而且,转让不限于自愿的,还包括债权人强制获得的转让。因此,在资产证券化中,如果发起人转移资产的行为被法院认定为欺诈性转移,发起人的其他债权人就可撤销该行为,从而导致资产证券化流产。

就美国破产法而言,欺诈性转让包括具有实际欺诈意图的转让和在失去清偿能力下所作的低价转让,以及其他一些非正常的转让。第一,对具有实际欺诈意图转让的认定。欺诈这个词本身就有主观故意的含义,证明欺诈有两种方法,其一是有直接证据证明,其二是通过其他证据推定。显然,第一种证明方式并不现实。所以在实践中,法官往往通过从与转让有关的各种客观情况中推断欺诈的主观意图,即在一些普遍值得怀疑的行为同欺诈性意图之间建立联系,只要债务人具有这些行为的一种,就可推定存在欺诈的故意。这些行为被称为“欺诈的徽章”(badges of fraud)。这些“推定的欺诈性转移行为”(constructively fraudulent transfers)最主要的一个表现是转移没有得到公平的对价或者未以合理的同等价值作为交换^[1](第16页)。其中,最明显的欺诈性转移是债务人在失去清偿能力的情形下,把资产赠送给亲戚或好朋友。另一个情形是,债务人用普通财产购买不受执行的财产。第二,对失去清偿能力情形下所作的低价转让的认定。这里,有两个需要界定的问题。一是失去清偿能力。破产法所说的失去清偿能力,是指债务人的现有财产的清算价值已低于其负债总额,或者说濒临破产。但是,由于资产评估含有种种不确定性,在确定转移人是否破产时存在许多问题,导致实践中存在许多混乱。二是转让资产的价格是否为低价。资产的价值问题是一个事实问题,需要具体问题具体分析。在一个案例中,父亲交给子女一大笔钱,作为交换,子女向父亲开出一张37年后偿还本金,同时每年支付7%利息的借据。法院认为,这不是一项等价交换,正常的贷款人不会以此条件贷款。因此,法院认定该贷款构成欺诈性转让^[5](第172页)。第三,未失去清偿能力时所作的低价转让构成欺诈性转让的情形。美国破产法规定,即使债务人在作出一项低价转让时尚未失去清偿能力,只要在转让之前债务人在明知无力还债的情况下仍然借款,此情形下的低价转让即构成欺诈性转让。这里应该区分无力还债和失去清偿能力。通俗地说,失去清偿能力即资不抵债,而无力偿债指债务人无足够的流动资金偿还到期债务,并不必然失去清偿能力。第四,资本不足情形下的欺诈性转让。这里所谓的资本不足,并不是指债务人不符合法定的资本金要求,而是指根据债务人所经营的业务,其资产负债比例太高,从而使债务人处于比较危险的财务状况。资本不足并不等于失去清偿能力,但是债务人只保留“少到不合理程度的资本”(unreasonable small capital),因此同样构成欺诈性转让中规定的不合理财务状况。此时,债务人仍将财产低价转让,则构成欺诈性转让。

2. 对优惠性清偿的撤销权

根据美国联邦破产法,优惠性清偿是指在清算申请提出前90天并且是在债务人失去清偿能力的情况下,向某个债权人就已经存在的债务转让债务人的财产或利益,并且此种转让使该债权人获得大于在无此种转让时,该债权在债务人清算程序中本可获得的清偿。

当资产证券化的发起人在破产前对SPV为追加性、替代性资产让与时,存在被认为是优惠性清偿的风险,从而成为破产托管人行使否认权的对象。

3. 对待履行合同的终止权

美国破产法并未就待履行合同给出定义。有关待履行合同的概念主要是由法院的判例和学者的解释而发展出来

的。通行的理论认为,在破产法中,待履行合同是指合同双方在合同项下的主要义务均尚未履行的合同。这是因为,如果合同双方中的一方已实质履行了合同,那么无论这个合同是被终止还是被确认,也无论尚未履行的一方是债务人还是债权人,都不会对扩大破产财产有利,从而有悖破产法赋予托管人终止或确认待履行合同的初衷。

托管人要想终止待履行合同,必须得到法院的批准。破产法并未就批准终止待履行合同提供可资的标准和条件。美国的判例认为,如果一项合同对债务人构成负担,法院就应该批准终止这种合同。至于合同是否构成负担,主要由托管人判断,法院通常会尊重托管人基于一定合理基础的判断。可见,托管人在终止待履行合同方面具有决定性作用,尽管其不是决定者。

当资产证券化的发起人破产时,就存在破产托管人终止发起人与 SPV 之间待履行合同的风险。

综上所述,法人人格否认、实体合并、破产托管人的否认权均可能影响到资产支持证券投资者的利益。如果不采取一定措施加以防范,势必影响到资产证券化的市场。在资产证券化理论和实践中,对抗“实体合并”和“法人人格否认”的对策可简单概括如下:(1)SPV 无论采取何种法律形式(公司、信托或者合伙),必须与证券化发起人分离,作为一个独立的法律主体,设立自己的董事会,订立自己的章程。(2)SPV 的股份应当让与发起人以外的人。由发起人以外的人持有股份,即使发起人进入破产程序,也有充分了证据对抗“实体合并”。(3)证券化发起人不得申请 SPV 破产,双方为此达成互不申请破产的协议。(4)SPV 必须在以下方面有昭示其独立性、排除发起人支配力的手段:一是在发起人的财务报表上明确表明证券化资产已让与 SPV;二是 SPV 使用区别于发起人的独立的信头;三是发起人的高级管理人员、职员不得在 SPV 兼职;四是 SPV 必须使用区别于发起人的独立的银行账户和票据;五是 SPV 单独雇用顾问、代理人等等^[2](第 250-251 页)。

(四)SPV 的破产

SPV 的风险同样可能源于自身的破产。一般而言,SPV 是一个远离破产的特殊实体,破产的可能性较低(bankruptcy remoteness),但并不是完全没有可能。证券化结构中 SPV 的目的和功能在于,通过破产隔离设计,以避免发起人的破产风险,同时避免自身破产风险,以保障证券化投资者的利益。因此,必须采取法律手段防止 SPV 出现经营危机而导致破产风险。为确保 SPV 的破产隔离,其具体运作一般应符合以下规则^[6](第 54 页):

1. 业务范围限制。除证券化交易所必需的活动以外,SPV 应禁止进行任何其它经营和投融资活动。
2. 负债限制。SPV 除为履行证券化交易确定的债务及担保义务外,原则上不应再发生其他债务或提供其他担保。
3. 客观上的独立性。SPV 应保持客观上的独立性,作到:第一,保持会计记录及其他记录同其他个人或机构分离;第二,保持资产与其他任何个人和机构分离;第三,始终以自身名义从事业务;第四,不同其他分支机构发生关联交易;第五,不对任何其他机构提供担保或为其承担债务,或者以其自身的资信为其他机构提供债务保证;第六,不用自身的资产为其他机构提供抵押;第七,作为完全独立的实体接受有关检查。
4. 重组兼并的限制。一般情况下,SPV 应保证不与他方合并或转让原始权益。
5. 资产抵押的限制。一般情况下,SPV 不得用原发起人的资产设立抵押。
6. 权益的保护。除在特定条件下,SPV 不得豁免或减轻任何当事人在契约中对 SPV 的义务。
7. 银行账户开立的限制。除根据证券化交易文件规定设立的账户外,SPV 不应开立其它银行账户。
8. 附属机构设立的限制。除证券化交易文件规定的附属机构之外,SPV 不应设立任何附属机构。
9. 支出的限制。SPV 的支出只应维持其合法经营管理所必需的费用。

三、服务者的风险(servicer's risk)与防范

在证券化交易结构中,服务者负责按时从被证券化资产的债务人处收取资产收益,并把这些收益支付给投资者,同时在债务人违约时负责追索。

服务者的风险,主要指服务者在收取资产收益和将收益支付投资者这一段时间中,收取的资产收益与服务者自有资金混同的风险(commingling risk),以及服务者破产时,SPV 可能无法回收服务者代理收取的资产收益的风险。为防范上述风险,美国在证券化实践中采取了如下措施:

1. 设立专用账户(lockbox account)。债务人将证券化资产收益直接汇入服务者和 SPV 共同开设的专用账户,使资产收益自始与服务者(通常为发起人自身)的自有财产相分离。但是,该方法容易给债务人造成不必要的混乱,比如将资产收益误汇入作为服务者的发起人的原账户。

2. 约定服务者保证资产收益汇入专用账户的义务。为避免债务人误汇资产收益的混乱,约定服务者在发生资产收

益误汇入自己账户时,有义务在一定期限转汇入专用账户。为确保 SPV 的权利,转汇的宽限期设定较短,通常为一至二日^[2](第 252 页)。

四、期限前偿还风险 (prepayment risk)

期限前偿还指抵押债务人未按约定的清偿债务期限而为清偿,全部债务于期限前偿还。期限前偿还的原因主要有二:一是经济方面的原因,即当前利率低于抵押设定时的利率,抵押债务人为减少利率负担,于期限前清偿抵押债务,原抵押债务的清偿金额作为证券化资产的现金收益交付于服务者。二是非经济方面的原因,虽然当前利率高于抵押设定时的利率,抵押契约因一定事由而终止,发生期限前偿还。这些事由包括:债务不履行、任意拍卖、抵押标的物的转卖、自然灾害令契约终止、抵押保险契约生效,等等。一般而言,非经济的期限前偿还对投资者有利,因为此时的资金的价格要比抵押设定时的低。相反,经济原因造成的期限前偿还则存在再投资风险,即当前证券的市场利率低于原证券的利率,对原证券的期待收益有落空的风险^[2](第 253 页)。

防范期限前偿还风险的方式有三:一是设立储备基金;二是与证券投资者约定提前偿还条件;三是设定超额担保^[2](第 254 页)。

[参 考 文 献]

- [1] 彭 冰. 资产证券化的法律分析[M]. 北京:北京大学出版社, 2001.
- [2] 胡宝海. 现代金融担保法研究[M]. 北京:中国社会科学出版社, 1999.
- [3] Frankel, Securitisation-Structured Financing, Financial Assets Pools, and Asset Backed Securities[M]. New York: Brown and Company, 1991.
- [4] 罗伯特·W·汉密尔顿. 公司法概要[M]. 北京:中国社会科学出版社, 1999.
- [5] 潘 琪. 美国破产法[M]. 北京:法律出版社, 1999.
- [6] 余 坚,等. 论资产证券化的法规监管[J]. 金融研究, 1999, (2).

(责任编辑 车 英)

On the Legal Risk of Asset Securitization and Prevention of the Risk

LI Jian-nan

(Law School, Jinan University, Guangzhou 510632, Guangdong, China)

Biography: LI Jian-nan (1968-), male, Lecturer, Law School Jinan University, majoring in private international law and financial law.

Abstract: Assets securitization is the most important financial innovation in the international financial field since 1970s. The great vitality of assets securitization depends on its unique and exquisite risk-remote mechanism. But, both the risk-remote mechanism itself, and the every links of assets securitization transaction, conceal some legal risk. The intention of revealing the risk of assets securitization transaction is to take preventive measures by which we can refrain from the risk.

Key words: assets securitization; legal risk; prevention of risk