

构筑远离破产的 SPV 的法律方法

陈文, 王健

(武汉大学法学院, 湖北武汉, 430072; 浙江工程学院法学院, 浙江杭州, 310033)

摘要: SPV 是一个破产隔离实体。要达到与破产相隔离的目的, 首先, 应防止 SPV 从事任何与“特别目的”无关的商业活动, 它的惟一业务应是持有那些构成证券化基础的资产; 其次, 应设立防止 SPV 主动提出破产申请的结构。为此, SPV 应有一个或以上的独立董事, 这些独立董事在考虑是否使 SPV 进入破产或清算程序时, 应对 SPV 本身及投资者而不是股东负有信托义务。SPV 的组织文件通常要求, 只有在 SPV 的独立董事一致同意的情况下才可以提出破产申请。

关键词: SPV; 远离破产; 法律方法

中图分类号: D912. 29

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2004)01-0113-04

SPV (Special Purpose Vehicle, 译为特殊目的载体或特设目的机构) 是专门为完成资产证券化交易而设立的一个特殊实体, 是资产证券化运作的关键环节和核心力量。它与发起人签订合同, 将拟证券化的资产转移到其名下, 然后以此资产为支撑向投资者发行资产支撑证券。SPV 可以是由交易发起人设立的一个附属机构, 也可以是长期存在的专门从事资产证券化交易的机构(如美国的三大政府信用型证券化机构和一些私人信用型证券化机构)^[1]。在实践中, SPV 的主要组织形态是 SPC (Special Purpose Corporation, 即特殊目的公司) 和 SPT (Special Purpose Trust, 即特殊目的信托)。

对于资产证券化而言, 将 SPV 构筑成破产隔离实体(或远离破产实体)是非常重要的。只有做到破产隔离, 才能保证资产支撑证券的运作, 也才能使资产支撑证券区别于一般公司债券而显现出其特征。设计远离破产的 SPV 的理由是: 破产对那些包括持有 SPV 发行的资产支撑证券的债权人在内的无担保债权人而言是一个毁灭性的打击^[2]。SPV 远离破产是任何资产证券化交易的基石。

有两种方式可导致 SPV 破产: 一种是债权人的强制破产申请; 另一种是作为债务人的 SPV 自己提出破产申请。相应地, 构筑远离破产的 SPV 也必须从两方面入手: 一方面, 要对 SPV 的业务运作和负债进行严格的界定和限定, 以尽量减少 SPV 的债权

人提出破产的可能性; 另一方面, 应通过一定的方式防止 SPV 自己提出破产申请。

一、防止 SPV 的债权人提出破产申请的方法

(一) 一般原理

一般商业组织之营业范围只要受到低密度管制, 就享有高度之营业自由。而特殊目的机构在制度设计上两大功能: 第一, 持有并管理应收账款; 第二, 发行证券以吸收资金。为使投资人能正确评估特殊目的机构所发行证券的风险与价值, 应该尽量确保特殊目的机构之财务单纯化, 因此若赋予特殊目的机构等一般商业组织之营业自由, 势必造成特殊目的机构之业务复杂化, 而使其财务状况充满不确定之变数, 使投资人难以评估风险^[3]。所以, 对特殊目的机构的业务和负债进行一定的限制是必要的。

1. 业务运作的界定与限制

SPV 不能用来从事资产证券化交易以外的任何经营活动和投融资活动^{[4](27)}。公司章程、合伙协议、有限责任公司协议或信托文件应将 SPV 的业务运作限制在: ①与特定财产/抵押资产的获得和拥有有关的活动; ②资产支撑证券的发行; ③其它为

了执行前述业务所必须的和适当的活动^[5]。

2. 债务的界定与限制

SPV 的正常债务包括资产支撑证券和经严格界定的其它负债(向第三方的负债和从属性负债)。向第三方负债是指应支付给服务人、信托机构、担保机构的费用,通常这部分负债偿还的优先顺序较高。从属性负债(又称次级债券)是发起人或 SPV 的其它设立人向 SPV 提供的一种特殊形式的启动资金,其偿还的优先序列低于其它负债,其性质介于负债和权益之间,实质上起着信用提高的作用^{[4](28)}。

SPV 除了上述规定的负债以外,不应再发生其它债务和提供其它担保,除非再发生的债务满足以下条件之一:新发生的债务完全从属于先期发行的评级债券;新债务的评级应同已证券化债务的级别一样;除支付评级债券后余下的现金外,对发行人拥有的资产无追索权,并且新债务因资金不足得不到履行时,新债权人不得对发行人提出补偿请求^[6]。

作为或然债务之一的法定担保则无法避免。它们不仅包括那些潜在的直接针对 SPV 的担保要求,而且包括那些潜在的间接针对 SPV 的担保要求。例如,美联邦政府对某一公司的税收债权可以以该公司所属集团内所有其它公司的财产为抵押。如果这种法定抵押的威胁真的存在,也许发起人就必须放弃对 SPV 的所有权要求,把 SPV 的股权让给一些独立的公司,比如一家投资银行。这种 SPV 在结构性融资的术语中被称为“孤儿子公司”。当然,这么做是有成本的^{[7](101102)}。

(二) 日本、韩国、台湾的相关立法

1. 日本的《资产流动化法》^[8]

特定目的公司为社团法人,当支付不能或负债超过资产(负债)时,其本质上仍有破产之可能性,因此,日本资产流动化法并未排除特定目的公司适用破产程序(第121条第2款规定),亦未排除特定目的公司之债权人、清算人及监察人之破产申请。然鉴于特定目的公司系以受让创始机构之债权资产为担保,以发行有价证券方式募集资金,证券化资产实质上应归属于投资人所有。为避免特定目的公司自有财产之债权人对证券化资产行使任何权利,影响投资大众之权利,进而阻碍证券化之发展,故资产流动化法对于特定目的公司之设立目的及行为有如下限制。

(1) 经营它业之限制。特定目的公司以经营资产流动化业务为目的(第1条),其主要业务系透过发行优先或特定商业本票等资产证券,乃至特定

目的借款等方式,获取购置特定资产之资金,并将管理或处分特定资产所收取之收益或对价,作为支应给付或偿还资产对应证券或借款等之用。因此,特定目的公司应不得从事营业目的以外之其它业务(第142条)。

(2) 借入款之限制。特定目的公司原则上不得借入款项,除非依“资产流动化计划”事先所定之方法,为履行特定公司债或特定商业本票之债务,或符合总理府令及大藏省令规定,且未违反一般投资人之保护,始得借入款项。

(3) 资产处分之限制。特定资产是投资人所持证券之惟一担保标的,为保障其权益,特定目的公司除依“资产流动化计划”规定得为特定目的借款外(第5条),并不得将特定资产出借、让与或提供担保(第152条)。

(4) 资金运用之限制。特定目的公司业务上之流动资金,主要来自于管理、处分特定资产之收益,应按发行计划支付给投资人,为避免资金未支付前为不当之运用,乃严格限制仅得依下列3种方式运用之(第153条):购置公债或其它经大藏大臣及内阁总理大臣指定之有价证券;存放于大藏大臣及内阁总理大臣所指定之银行或其它金融机构;其它大藏大臣及内阁总理大臣所定之方法。

2. 韩国的《流动化法》

流动化专门公司按照资产流动化计划,从事以下业务:受让/转让流动化资产或在其它信托公司处接受关于流动化资产的委托;管理/运用与处分流动化资产;发行与偿还流动化证券;订立执行资产流动化计划所必需的契约;临时地介入为了偿还流动化证券而必需的资金;余裕资金的投资;其它附随于第16款规定业务的业务(《流动化法》第22条)。

流动化专门公司不得经营依第22条规定的业务之外的业务;流动化专门公司不得设置本公司外的营业所并雇佣职员(《流动化法》第22条)。

3. 台湾的《金融资产证券化条例》

受托机构不得以信托财产借入款项。但资产信托证券化计划另有规定者,不在此限。前项资产信托证券化计划所定借入款项之目的,应以配发利益、孳息或其它收益为限。特殊目的信托中属于信托财产之闲置资金,其运用范围以下列各款规定为限:①银行存款;②购置政府债券或金融债券;③购置国库券或银行可转让定期存单;④购置经主管机关规定一定等级以上银行之保证、承兑或一定等级以上信用评等之商业票据;⑤经主管机关核准之其它运

用方式。(《金融资产证券化条例》第14条)。

除本条例或资产证券化计划另有规定外,特殊目的公司不得将所受让之资产出质、让与、互易、供担保或为其它处分(第85条)。

特殊目的公司除经营资产证券化业务外,不得兼营其它业务(第86条)。

特殊目的公司之自有财产及因其受让之资产而生闲置资金,其运用范围以下列各款规定为限,不适用公司法第13条及第15条之规定:①银行存款;②购置政府债券或金融债券;③购置国库券或银行可转让定期存单;④购置经主管机关规定一定评等等级以上银行之保证、承兑或一定等级以上信用评等之商业票据;⑤其它经主管机关核准之运用方式(第87条)。

除本条例或资产证券化计划另有规定外,特殊目的公司不得借入款项。前项借入款项之目的,应以依资产证券化计划配发或偿还利益、本金、利息或其它收益为限,并经全体董事同意后为之(第88条)。

特殊目的公司不得为任何人保证或背书,不适用公司法第16条之规定。公司负责人违反前项规定时,应自负保证及背书责任,如公司或资产基础证券持有人受有损害时,亦应负赔偿责任。

二、防止SPV自己提出破产申请的方法

在美国,95%以上的破产申请是由债务人主动提出的,这种申请被称为“自愿破产”。如果SPV归发起人所有或者受其控制,发起人在破产时也会希望SPV提出自愿破产申请。因此,在SPV的结构设计中必须采取一些措施防止此种情况发生^{[7](102)}。

完全限制SPV的自愿破产申请是有悖于公共政策的,也是法律所不容许的。为了减少自愿破产的风险,SPV可以在内部的治理结构和决策程序上做一调整。如在公司内部设立1名或1名以上的独立董事,并且在公司的章程或细则或两者中都规定破产隔离条款,即:只有在独立董事一致同意的情况下SPV才可以申请破产。这种设计阻止了自愿提出破产的情形。这种程序上的路障也是债务工具获得较高评级的基本条件之一,同时也是吸引投资者将他们的钱投资于这种利率较低的债务工具的原因之一^[9]。

对独立董事,一般要求他或她在被正式任命为

独立董事之前的2年内不属于下列情况:①SPV或它的母公司或其它关联企业的股东、董事、高级职员或雇员;②SPV或其关联企业的重要客户或供应商;③任何上述人员的配偶、父母亲、兄弟姐妹或子女。任何与下列事项有关的行动,必须要征得独立董事的一致同意:(a)组织文件中SPV条款的修正;(b)SPV自愿提出破产程序;(c)出售或以其它方式转移SPV的财产;(d)解散、清算或与其它任何实体合并或联合^[10]。

几乎所有适用于公司治理的法律都有一个观念,即公司的存在是为了谋求股东利益的最大化。要求公司的董事尽最大的努力考虑股东的福利、履行他们的职责,但在涉及SPV时上述观点是没有市场的。在传统公司治理原则的框架下,SPV的董事与一般公司中董事的信托义务表面上看起来没有什么不同。然而,SPV结构的目的事实上在于保护那些投资于资产支撑证券的人,即保护投资者的利益,而不是为了谋求股东福利的最大化。当公司这种形式用于构造SPV时,SPV的独立董事(明示或暗示)对债权人而不是股东负有义务^[2]。因此,独立董事在考虑是否同意SPV提起自愿破产的申请时,应在自己力所能及的范围内为了债权人即资产支撑证券投资者的利益尽谨慎的商业判断职责,而不要受SPV股东的不适当的影响。

尽管有案例表明,一个特定股东或一群股东会破产程序中得益,但是,法庭不应将典型的公司形式凌驾于证券化交易的实质之上,同时也不应基于与公司董事的信托义务有关的公共政策而宣布破产隔离条款无效。毕竟,已经接受较低投资回报率的投资者是最终承担责任者。法庭应该向SPV的股东灌输某些知识使他们不能对大多数证券化交易赖以存在的基石提出挑战。法庭必须承认,所有形式的证券化是具有重大商业价值的现象,它提出了许多现有破产法理论和公司法理论之外的法律问题。

法庭可能会宣称远离破产条款因违反公共政策而无效。实际上,远离破产条款并没有取消破产的权利,它仅是作为一个内部结构来防止SPV提出自愿破产申请。非常清楚的是,SPV中的远离破产条款并不阻止一个债权人提出强制破产申请,也不会阻止SPV的自愿破产申请,只要全体董事一致认为破产对SPV来说是最有利的。远离破产条款的目的是防止所有情形下的自愿破产;它在寻求一种措施,来防止SPV提出那种完全不顾自己的金融条件或它的投资者的利益、其惟一目的是为了发起人利益的破产申请。假如全体董事,包括独立董事都认为为了SPV的最大利益,必须要提出自愿破产申请

的话,那么这种自愿破产申请是合适的。况且自愿破产申请只要是包括独立董事在内的全体董事的合理商业判断的结果,SPV的投资者是没有理由对自愿破产申请提出挑战的。简而言之,SPV仍然可以成为自愿或强制破产申请的目标^[2]。

美国还有一种方法可以防止SPV自己提出破产申请,即SPV的结构由两类股票组成,规定必须在这两类股票的持有人都同意时才能提出自愿破产申请,而其中一类股票被抵押给SPV证券的持有人或者由他们控制。但是,这些措施都不是完全无懈可击的。他们是否得到法院的支持,还需要依靠SPV所在州的特定法律^{[7](103)}。

参考文献:

[1] 成之德. 资产证券化理论与实务全书[M]. 北京: 中国言实出版社, 2000, 10.

- [2] Michael J Cohn. Asset securitization: How remote is bankruptcy remote? [EB/OL]. http://www.hofstra.edu/Academics/Law/law_lawyer_cohn.cfm. 2003-06-08.
- [3] 王文字. 浅释金融资产证券化法制[J]. 法令月刊, 2002, 53(3): 45-46.
- [4] 李濯. 资产证券化——基本理论与案例分析[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2001.
- [5] Patrick C Sargent. Structural and legal issues in commercial mortgage securitization transactions [EB/OL]. <http://www.andrewskurth.com>. 2003-06-08.
- [6] 王开国. 资产证券化论[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 1999, 93.
- [7] 彭冰. 资产证券化的法律解释[M]. 北京: 北京大学出版社, 2001.
- [8] 陈美如. 日本资产流动化法之破产隔离设计[J]. 全国律师, 2001, (11): 19-20.
- [9] Joseph J Norton, Paul R Spellman, Mitchell S Dupler. International asset securitization[M]. London: Lloyd's of London Press Ltd, 1995. 115-116.

Legal ways of building SPV remoting from bankruptcy

CHEN Wen, WANG Jian

(School of Law, Wuhan University, Wuhan 430072, China;
School of Law, Zhejiang Engineering College, Hangzhou 310033, China)

Abstract: SPV is an entity for bankruptcy segregating. There are two ways to segregate SPV from bankruptcy: firstly, SPV's structure shall be proper for preventing it from conducting and business activities unrelated to "special purpose"; Secondly, SPV should establish a structure to prevent it from applying bankruptcy in its own initiative. In order to achieve the above two targets, SPV should have at least one independent director who bears the fiduciary duty for SPV itself and investors, not for the shareholders when deciding whether SPV goes to bankruptcy or liquidation procedure or not. It is the requirement that the organizational document of SPV ordinarily that the independent directors should submit the application for bankruptcy by consensus.

Key words: SPV; remoting from bankruptcy; legal way

[编辑: 苏慧]