

美国债券违约风险化解路径及启示： 基于市场演进^{*}

段丙华^{**}

摘要:科学有效的债券违约处置机制是债券市场风险防范市场化法治化的重要制度体现。美国债券市场发展历程为我国提供了大量可资借鉴的制度资源,其市场演进思路有助于厘清我国当前债券违约风险解决的重点。债券交易由具体民商事规制的违约处理向证券金融法规制的危机处置演变。在我国债券市场发展勃兴的阶段,具有风险解决过渡性的控制因素和处置思路界定应当是先决任务,具体的法律机制构建是落脚点。

关键词:债券违约 违约处理 危机处置 风险化解 法律机制

美国债券市场起始于独立战争,从单一的战争国债市场过渡到国家初期建设的市政债券市场,同时随着经济的起步和发展,公司债券逐渐取得市场

* 本文受教育部 2014 年重大攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”(14J2D008)资助。

** 武汉大学法学院博士研究生。

地位。^[1] 伴随着经济周期波动,基于金融市场的不断创新性调整,公司债券和金融债券迅猛发展,成为债券市场重要组成部分。^[2] 在公司债券和金融债券的市场演进中,早期违约风险解决手段多偏重私法处理,市场完全自治,体现为违约事件风险解决的单一化和短期化。中后期随着市场的充分发展和成熟,基本的契约自治面临更多的道德风险和经济风险的挑战,产生很多市场无法自我调节的矛盾,基于公共秩序和公共利益维护要求,市场规制“有形之手”显得必要而且重要。金融危机的爆发使得监管变得更为积极主动,更多的基于市场宏观风险处置的规则产生,体现为债券投资者保护的涉众性和市场培育的长期性。本文有意区分基于单一事件规制的违约处理和基于组织性风险解决的危机处置机制,二者共同构成债券市场的风险化解体系,风险化解体系是风险防范体系的重要组成部分。美国市场上的债券交易从单一性到涉众性演进,违约风险化解路径历经监管探索到市场放任再到适度干预的回归,其风险化解体现了由具体民商事规制的违约处理到证券金融法规制的危机处置的路径演变,本质上属于债券违约风险化解机制的不断拓展和丰富。

一、风险化解的制度前提:债券契约和债券受托管理人

美国市场上的债券投资严格遵循债券契约规制,债券受托管理人作为重要制度贯穿债券风险防范和化解始终,二者构成美国债券违约风险解决的重要制度前提,有必要先对其进行一般性重点阐明。

(一) 债券契约

美国法上债券违约以债券契约规定为标准,包括技术性违约如一般

[1] 参见荣艺华、朱永行:“美国债券市场发展的阶段性特征及主要作用”,载《债券》2013年第5期。

[2] 参见曹萍:“美国公司债券发展和制度安排及启示”,载《金融与经济》2013年第7期。

条款的违背以及根本性违约如难以支付本金和利息或者申请破产，^{〔3〕} 债券契约是处理违约纠纷的首要依据。一般违约下债券持有人有权要求发债主体采取补救措施，或者执行债券契约中的加速到期条款，即当发生或可能发生违约情形时，债权人可依据该条款加速合同到期迫使债务人履行合同，但同时应当履行相应的通知义务。^{〔4〕} 如果债权人接受债务人支付的延期赔偿则可能构成加速到期权利的放弃，实践中发展出了弃权理论 (Waiver) 和禁反言理论 (Estoppel)，用以规制违约发生后债权人的救济行为避免债务人遭受过度损失。^{〔5〕} 一般情况下，债权人可以获得法官授权的执行令，直接执行债务人的资产，^{〔6〕} 但这一权利可能受到一些地方法规和债券契约条款的制约，在破产程序中受到管理人权限的限制。根据契约条款，债权人可以要求公司股东以私人财产对公司债务提供额外担保，这样违约之后也可以执行股东的私人财产来支付违约补偿。在构成严重违约时，如果双方无法达成一致违约解决方案，债权人可迫使债务人破产。

(二) 受托管理人

美国 1939 年信托法 (TIA) 中关于受托管理人的规定是保护债券持有人利益的重要机制，债券违约后的处理主要是通过对受托人的义务规制实现，美国法上债券受托管理人基于信托而非简单的代理关系履行债券管理职责。根据美国法典服务标题 15 商业和贸易下第 2A 章“证券和受托人”规定，超过 1000 万美元的债券发行必须设立受托管理人。^{〔7〕}

1. 阶段性义务

债券受托管理人的义务被分为违约前义务 (pre - default) 和违约通知义务以及违约后义务 (post - default)。^{〔8〕} 违约前义务乃一般基于合同约定的义务，以一般的善良管理为义务标准。违约时的通知义务是受

〔3〕 See Steven L. Schwarcz & Gregory M. Sergi, *Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee*, 59 ALA. L. REV. 1037, 2008, p. 1045.

〔4〕 通知义务是法院平衡债权人和债务人利益的重要参考。

〔5〕 See Yvonne M. Rosmarin, *Stopping Defaults with Late Payments*, *Clearinghouse Review*, May/June 1992, pp. 154 - 156.

〔6〕 See Note, *Creditors' Remedies in Municipal Default*, 1976 Duke L. J. 1363, p. 1369.

〔7〕 15 U. S. C. § 77ddd(a)(9).

〔8〕 15 U. S. C. § 77ooo(a), (b), (c).

托人应当自知道或者应当知道违约事项之日起 90 天之内通知债券持有人,但发生一般较小的违约(一般契约条款的违背)时可不必要通知债券持有人,前提是此种基于诚信的“不通知”是为了债券持有人的利益。

在违约发生之后,受托人的义务发生变化,其应当履行债券契约中规定的职责,应用与其业务相同的谨慎态度和专业技能,作为与处理自己事务要求相同的谨慎人(prudent man)管理债券,即其应当忠实勤勉地履行职责以保护债券持有人的利益。这些规则为合同规则提供选择,法院以债券契约中的条款为主要依据,但申请合格的债券契约条款不得减轻或免除受托人的故意、过失等失职行为或者其他不当行为的责任,^[9]除了几种特定条件下自动视为受托人保护性条款的情形,如信义判断豁免和依债券持有人意思而为的行为等。

2. 起诉权

债务人的违约之诉可由受托人、受托债券的持有者个人或者集体(未偿付债券总数的 10% 以上)或者任何请求强制支付本金或利息的持有人提起。^[10] 债券受托人应当被授权行使特定权利,^[11]在任何受托债券在到期应付时发生本金支付违约,或者在到期应付和契约规定的期限内持续发生利息支付违约,应当有权以自己的名义和作为明示信托的受托人为所有未偿付本金和利息的债券对债务人重新提起诉讼(recover judgment)。^[12] 有权提交索赔证据或者其他必要和可取的证明资料,以实现受托人和受托债券持有人索赔,持有人的索赔应当是与债务人、债权人以及债务人财产有关的司法程序所允许的。此外,每个代理支付人应当为债券持有人或者受托人利益以信托形式持有资金,以满足本金和利息的支付,在支付中发生的债券任何义务人的任何违约行为都应当通知受托人。

3. 违约清算管理

根据 1970 年《证券投资者保护法》的规定,受托管理人对债务人和

[9] 主动提起合格性审查的债券契约,是指提交了特定注册声明的已经或者即将发行的债券的契约条款,或者已经提交了特别申请的契约。15 U. S. C. S. § 77ccc(9)。

[10] 15 U. S. C. S. § 77ooo(e)。

[11] 15 U. S. C. S. § 77qqq。

[12] 作为所有未获得偿付的债券持有人整体利益的代表,而非代表单个持有者。

债务人的财产享有与破产法下破产管理人相同的权利，^[13]除此之外，在得到投资者保护公司（SIPC）的批准而不必得到法院的批准时，可以雇佣和调整所有人事薪酬，^[14]可以为了清算程序的任何目的调遣 SIPC 的员工；可以基于转移的目的控制和占有债务人的客户账户。受托管理人除承担破产法第七章下同等的管理义务外，还应当交付证券给客户，或者代表客户索赔，在最大程度上满足债券发行人的同一类型或同一系列债券的客户；在得到 SIPC 事先批准但无须得到法院批准时，如果受托人确定其可支付或担保债务的债券总市值并不少于其应当支付或担保债务的总额，应当支付或担保债务人全部或部分债务，包括对银行、借款人或其他人的债务。应当向法院和 SIPC 履行的报告义务除破产法规定以外，还包括对客户分配现金和证券的程序进展等信息。在违约发生之时受托人还承担一定的调查义务。^[15]

二、市场化伊始的市政债券：违约风险化解的监管探索

市政债券贯穿美国整个债券市场的发展，从美国债券市场发轫之初便具有重要的市场地位，在美国的基础建设到经济发展中扮演重要角色，其违约风险解决的实践经验是债券市场风险化解机制的重要探索。

2008 年美国金融危机后，《多德—弗兰克法案》（以下简称“法案”）将 1970 年《证券投资者保护法案》财政贷款限额 10 亿美元提升至 25 亿美元，要求政府应当结合市场风险调整举债规模。美国在 1983 年出现了巨额市政债券违约案例——华盛顿公共供电系统 22.5 亿美元债券违约（WPPSS），两大评级机构穆迪和标普当时都因为给予较高评级而被

[13] 15 U. S. C. S. § 78fff-1.

[14] 包括债务人和其监督检查机构的员工和高管，或者受托人认为清算程序任何目的所必要的其他人员（包括会计人员）。

[15] 调查与清算程序相关的规则、行为、财产、责任、债务人经营状况和其他事项；调查债务人相关的董事、高管或其他证人。可以证词或其他形式，向法院报告任何查明的欺诈行为、不当行为、不善管理、违规行为或有关清算财产的任何行为，并应当尽快向 SIPC 或者法院指定的人员按照法院确定的方式和形式提交调查报告。

起诉。^[16] 华盛顿州最高法院以 7:2 多数通过认为 28 位公用事业参与者没有获得授权参与当时的 WPPSS 项目计划,否定了参与者在项目中的实际作用,判决被认为是具有政治性的而非基于法律程序作出,但不管项目参与者的身份如何认定,违约事实无可避免,基于合同项下的义务无法履行已成事实。当时 WPPSS 可以选择简单违约使一些债权人参与协商赔偿,也可以选择破产走法律程序避免大量讼累。由于破产法当时可以自愿选择适用导致债券持有人没有选择救济的空间,当时的破产法并没有关于资产清算和财产分配的条款,直接规定了重组和“债务调整”,偏颇保护破产人导致债权人以及其他相关人的利益得不到公平、全面、有效的保护。当时债券信托管理人化学银行(摩根大通的前身)在角色上存在较大争议,其义务范围以及尽到义务的标准就引起了广泛讨论。在较大的债券发行时,债券持有人监督评价发行的能力非常有限,过高的协商谈判成本严重制约着持有人的监督能力,债券受托管理人应当承担起债券监督人的职能,不管是违约之前的持续跟踪测评还是违约之后的积极妥善处理债权人权益保护事项,即要求扩大受托管理人义务至违约之前的合理预见义务,这能够较好地监测债券发行风险以及提升市场的有效性。^[17]

2011 年 3 月,阿拉巴马州最高法院撤销了杰斐逊县的营业资格和州立机构不当实施的职业税,杰斐逊县市政府因 19 世纪 90 年代和 20 世纪初为修复地下水道系统发行大量专项收入债券,产生巨额负债无法偿还而破产。^[18] 其使人们认识到两种类型的市政债券:一般责任市政债券和专项收入债券,在债权人救济方面大有不同。前者在破产程序中被停止支付而专项收入债券得以继续获取回报和支付,并且会产生为满

[16] See Debora Ann Chan, *Whoops! Another Bond Default*, *International Financial Law Review*, August 1983, pp. 9 – 13; See also McDonough, *WPPSS Bond Default Largest Bond Loss in U. S. History*, *Oregonian*, July 26, 1983, at A1, col. 1. c

[17] See Theodore J. Sawicki, *The Washington Public Power Supply System Bond Default: Expanding the Preventive Role of the Indenture Trustee*, *WINTER*, 1985, 34 *Emory L. J.* 157, p. 198.

[18] See MaryJane Richardson, *The Disguise of Municipal Bonds: How a Safe Bet in Investing Can Become an Unexpected Uncertainty During Municipal Bankruptcy*, 37 *Campbell L. Rev.* 187, Symposium 2015, p. 198.

足专项收入债券而存在的“必要营业费用”,这必然会影响到一般责任债券持有人的利益补偿。^[19] 只有经营维护费用和专业服务费用能优先于专项债券支付受偿,而不包括资本和未来费用。2013年,密歇根州最大的城市底特律破产,成为涉及人数最广和数额最多的市政破产案例,实际上在2011年至2013年间发生了很多市政债危机,包括宾夕法尼亚首府哈里斯堡、加州斯托克顿市等,破产程序的有效运用被证明需要强大的国家监管和正确的目的选择。^[20] 在债券人保护中应当注意不同类型债券持有人之间的利益补偿分配,尊重客观投资目的的同时适当调整受偿财产的范围划定。

市政债券运行中的重要主体是一般由15个成员组成的市政债券规则制定委员会(MSRB),^[21] 委员会负责提出和制定针对市政债的交易商、经纪人和咨询机构等的运行规则,是投资者保护和公共利益保护等政策的贯彻执行者,债券持有人利益保护程度受其责任体系构建的制约。市政债券融资中,投资者的经济预期与法律框架之下的利益回报往往不匹配,市政债发行主体与一般公司企业债发行主体一般会受到差别对待,因为市政融资有其特殊性,其运作和监管都受到特殊规制,在治理公共融资危机中也需要考量法律框架下的特殊措施。^[22] 传统的债券人救济措施理论上包括对市政财产的执行和对没收的私有财产的执行,但往往市政财产享有主权豁免,私有财产的执行需要严密的司法论证,通过特别授权来执行,这就使得债券人救济能力非常有限。^[23]

实际上,在美国市政破产中,有三种救济途径。第一是债权人自我救济,第二是破产法程序,第三是各州的金融委员会,每种救济途径都有

[19] Id., pp. 193 - 196.

[20] See Juliet M. Moringiello, *Goals and Governance in Municipal Bankruptcy*, 71 Wash & Lee L. Rev. 403, Winter, 2014.

[21] 15 U. S. C. S. § 780 - 4(b).

[22] See Cory Howard, *The Economic Expectations of Investors and Municipal Corporate Constituents on Public Entities: How the Legal Framework Guiding Public Finance Diverges From Current Economic Realities*, 14 Appalachian J. L. 75, Winter 2014.

[23] See Note, *Creditors' Remedies in Municipal Default*, 1976 Duke L. J. 1363, pp. 1369 - 1373.

一套不同的程序来平衡居民、债权人和当地政府的利益。^[24] 债权人自我救济途径下,在市场化风险解决中,债权人可以请求法院强制债务人履行义务,胜诉时可以强制执行债务人不动产甚至是私有财产和请求签发扣押令强制对债务人有相应义务的第三方直接支付(代偿权)。而在市政违约中,往往债权人请求强制执行的能力非常有限,并且一般很多州在法律上都对政府财产豁免执行,要么就是通过对救济的狭窄化解释以达到实际豁免目的。在这种情况下,发展出了一种特殊的债权人救济措施:可以请求法院签发征税令,具体数额会根据个案进行裁定但一般以弥补当地赤字为限,征税令实质上是强制地方政府履行其财政义务,行使税收权来补偿损失。第二种模式下,第九章清算程序和第十一章重整程序有很大差异,前者债权人保护程度有限,因为其主要是为满足政府利益,巡回法院首席法官任命破产法官,政府利益色彩浓厚。^[25] 第三种则是由监管机构主导破产处置,行政性较为明显。其实这三种途径只是将市政违约的风险置于不同的主体来承担,第一种是由当地居民(纳税人)来承担违约损失,第二种破产途径是一定程度上由债权人自己来承担违约损失,第三种则是通过金融监管当局由政府来承担损失。市政债券危机中,包括纳税人债权人等各方利益都需要平衡协调,目的如何体现应当考虑选择何种程序以及程序如何适用。^[26] 其实应该如何分配违约导致的市场损失因不同的案件、不同的时期、不同的地域和不同的国情而不同,如何选择需要考虑的是各方的利益该如何平衡。

三、中坚勃兴的公司债券:私法自治的违约处理肇始

公司债券市场初期主要包括铁路和运河等债券,具有我国语境下企

-
- [24] See Omer Kimhi, *Reviving Cities: Legal Remedies to Municipal Financial Crises*, 88 B. U. L. Rev. 633, June, 2008, pp. 647 - 655.
- [25] See Thomas M. Horan and Ericka Fredricks Johnson, *Why Chapter 9 Looks Different from Chapter 11*, 32 - 10 ABIJ 22 (Nov. 1, 2013).
- [26] See Christine Sgarlata Chung, *Bankruptcy and Beyond: Exploring the Causes of and Solutions to Municipal Financial Distress; Municipal Distress; Municipal Bankruptcy, Essential Municipal Services, and Taxpayers' Voice*, 24 Widener L. J. 43, 2015. p. 79.

业债券的特点,在后期逐渐发展出工业债券和部分金融债券。^[27] 其历经一百多年发展,具有群体性违约周期,集群性的违约比经济大萧条时期的违约要严重得多,频率低但是对市场的影响更为持久。^[28] 具有企业债券特征的初期工业债券等违约频率低,在非集中爆发时期的风险化解具有个案性和分散性,风险主要由市场自我消化,体现为以民商事规则为主的私法自治,包括依债券契约的和解、调解、仲裁以及破产程序等。违约处理具有单一性处置特征,其实体性规制优于程序性规制,担保物的处置和破产程序适用成为初期公司债券违约风险化解的两个重要制度保障。

(一) 担保物处置

基于债券契约的严格执行,发生违约后非常重要的救济手段之一就是执行担保物。《统一商法典》(UCC)第六部分规定了担保交易违约之后相关主体的权利义务,制定了一整套担保交易违约处置体系,但衡平法的特色非常显著,其同时规定了债权人和债务人以及担保义务人的权利,不仅保护债权人也保护债务人,由于其市场化程度和成熟度高,并不过多地强调债权人利益的维护,司法实践中在债权人的救济上遵守正当程序原则和平等保护原则,^[29] 主要是法院在决定执行担保物之前的通知、听证和诉前救济等措施。^[30] 其注重当事人权利自治,法律规定的权利并不排斥合同约定的权利。

1. 债权人的权利救济

一般来讲,发生违约之后,债权人有权通过任何可行的司法途径执行索赔、行使担保权或农业留置权,如果担保物是权属凭证可以直接行使相关权利或者执行其所指向的物,债权人根据本法所享有的权利可以累积并同时行使。^[31] 在因担保物权和农业留置权导致担保物丧失赎回

[27] See Kay Giesecke et al. *Corporate Bond Default Risk: A 150 - Year Perspective*, NBER Working Paper No. 15848, March 2010, JEL No. G12, G33. p. 31.

[28] Ibid, p. 27.

[29] See Raymond A. Diaz, *Creditor's Rights*, California Law Review, Vol. 61, (March 1973), pp. 413 - 417.

[30] See Penny Berger, *Due Process and Prejudgment Creditors' Remedies: Sniadach and Fuentes Revisited*, Nebraska Law Review, Vol. 54, (1975), pp. 206 - 216.

[31] U. C. C. § 9 - 601(a), (b) (2014).

权时可以对其进行强制拍卖,债权人可以购买并取得担保物,强制出售有两个条件:一是担保权人必须尽合理的通知义务;二是担保权人以合理的商业判断处置担保物。^[32] 对于实际占有或控制担保物的债权人,在享有权利的同时也承担注意、妥善保管担保物等义务,避免担保物价值受损以保护债务人权益。违约的发生当然产生债权人的救济权,法律允许当事人自主协商解决,但当事人违约后的商量并不意味着救济权的放弃,法律条款作为当事人协议的补充条款。

在担保协议中同时涉及动产和不动产时,担保权人可以在不损害不动产权益的前提下执行动产,或者在与不动产利益一致的前提下同时执行动产和不动产,此时不得同时适用其他条款。^[33] 在附属物存在的情况下,担保物的执行也以不违背不动产利益实现为前提,担保权人可以选择消除附属物,但应承担因消除产生的必要的损害赔偿义务。在很多州,同时存在不动产和非不动产时,债权人对担保物的救济权有一些特殊的法律规则,比如在一些赔偿法中,债权人会面临因错误执行不动产担保物而丧失动产担保物权的风险,又如在“一致行动规则”下,对不动产行使法定抵押权的债权人如果没有同时对动产行使担保物权则会丧失对动产的救济权。虽然这些措施会限制债权人的违约救济,但《统一商法典》的条款并不排除这些限制性规则,各州拥有一定的自主权。对于未知的债务人或者次级债务人,债权人并不基于被担保方的地位而必然承担前述规定的义务,除非债权人知道其债务人的身份以及联系方式,也不对其他已经发出声明的债权人和农业留置权人承担义务,除非知道对方债务人的身份。^[34]

2. 担保物的确定和执行

发生违约时,处置担保物之前,担保权人应及时通知担保物相关权

[32] 即应当实现担保价值的最大化,防止侵害债务人利益。司法实践中通常通过评估“销售过程”和“收益”来衡量。

[33] U. C. C. § 9-604(a)(2014).

[34] U. C. C. § 9-605(2014).

利人并采取合理措施保障担保物的价值(善管义务),^[35]督促债务人和相关义务人履行合同义务或者担保义务,如担保权人控制相应的享有担保权益的存款账户,可以通知银行在担保权益范围内保全资金。^[36]同时,如果债权人有必要通过非法律强制执行担保物,可以通过在担保物登记机关办理相关事宜的登记(执行登记)来执行担保财产,登记事项包括担保协议中约定的担保权益范围以及对担保权人的承诺书,承诺书应当声明担保物所担保的义务已经发生违约的事实和担保权人有权通过非法律途径强制执行担保物。^[37]这些措施为当事人双方提供了更为自由和便利的解决方案,当事人的意思自治更为充分,违约解决的手段更加市场化,管制色彩轻淡,同时也有法可依。

担保权人在违约发生后,可以直接接管担保物(经营性资产等),在一定条件下出租自己没有使用价值的设备或者处置担保物,担保权人可以自由选择法律途径或者在不破坏和睦共处的前提下的非法律途径,在处置担保物的过程中,担保权人有权要求债务人在方便担保权人的地点打包担保物,前提是对双方都是方便合理的。^[38]对于当事人采取的自力救济途径,法律仅规定了不得违反和睦相处原则,但并没有指出违反的具体标准,实践中由法院自由裁量。担保权人对担保物的处置包括在现有条件下的销售、租赁、许可、为任何商业上的准备或加工或者其他任何处理措施,担保权人在公开处置或者依习俗在公认的市场或以公认的定价非公开处置时可以购买担保物;在处置担保物时,担保权人应当遵守合理的商业处置原则,即处置方式方法、时间、地点或其他事项都应当在商业上是合理的,在此前提下,担保权人对担保物的处置可以公开或者私下进行,可以通过单个或者多个合同,可以打包或者打散,在任何时间、任何地点或者以其他任何条件。^[39]

[35] 通知的合理期限没有明确规定,依实际情况而定,但对于非消费类交易应当至少提前十天通知。对于通知的内容和形式也作出了详细规定。See U. C. C. § 9-612 (2014) & U. C. C. § 9-614 (2014).

[36] U. C. C. § 9-607(a) (2014).

[37] U. C. C. § 9-607(b) (2014).

[38] U. C. C. § 9-609 (2014).

[39] U. C. C. § 9-610(a), (b), (c) (2014).

(二) 破产程序适用

美国《破产法》对进入重组或者破产清算程序的企业制定了一整套规则,包括在重组和清算程序中债权人会议的职能等。^[40] 美国破产法具有偏好法的特征,实质上也会存在不一致和有争议的地方,其在形式上注重保护债权人等相关人的利益,往往在适用时会面临因目的不同而导致的程序选择。^[41] 不可否认程序规则对债务人也有一些有利影响。^[42] 首先是只需满足大部分债权人的兑付而不是全部。其次,起诉之后债权人自动禁止继续从事针对债务人的法律行动,联邦和州税务机关也禁止扣押债务人的资产。并且,债务人可以在法院的监督下继续正常经营而不受债权人干涉。规则的可选择性固然提高了处置的灵活性,但选择行为成本其实降低了法律的效率,或许可以摒弃法律中的偏好设置,厘清清算中公平分配的本质因素,促进公正解决利益纠纷。

正常破产下,重组程序以债务人向法院提交重组申请开始,债务人在120天之内提交重组方案,如果不能被法院认可,则债权人会议可以提出方案并选择,^[43] 其债权人和债务人的协商空间非常大,破产法院也倾向于认同双方协商一致的结果。债务人可以主动提出破产程序,债务人的债权人也可以提出,债务人进入破产程序后拥有一定的“豁免财产”,其余财产由法院指定的受托管理人进行管理,管理人在程序中发挥主要作用。

值得注意的是,美国有一套“庭外重组”程序,属于庭外和解,债务人可以事先游说债权人同意其重组方案,^[44] 包括延期偿还和债务调整,^[45] 其能够使得债权人获得更多赔偿,也能为债务人带来重组生机和降低其他成本。

[40] 11 U. S. C. S. § 705,1102,1103.

[41] See Brook E. Gotberg, *Conflicting Preferences in Business Bankruptcy: The Need for Different Rules in Different Chapters*, 100 Iowa L. Rev. 51, 2014-2015.

[42] See John C. Anderson, *Secured Creditors: Their Rights and Remedies Under Chapter XI of the Bankruptcy Act*, Commercial Law Journal, 1976.

[43] 11 U. S. C. S. § 1121.

[44] 11 U. S. C. S. § 1126.

[45] 参见尹正友、张兴祥:《中美破产法律制度比较研究》,法律出版社2009年版,第207页。

四、市场创新下的结构性债券:涉众性保护的危机处置发展

基于市场演进下结构性债券的创新,债券市场违约风险化解路径呈现出金融性风险规制的演变。在经济大萧条和金融危机的经验总结以及金融创新的发展下,公司债券基于经济的周期性违约风险集中爆发,以结构性债券为代表的金融债券体现出市场连锁性和风险传递性,债券市场向投资者涉众性演进。基于公共秩序维护和市场长期性培育的要求,市场受干预的程度逐渐加强,风险化解体现为基于证券金融法规制的市场危机处置。

(一) 资产担保债券违约处置

2011年《美国担保债券法案》针对资产担保债券(covered bond)的监管制定了一系列规则,其中对于担保债券违约或者破产后的解决机制进行了规定。^[46] 美国法上资产担保债券是一种金融机构发行的债务工具,由一组高质量的资产(典型的如贷款)组成担保资产池,以保障债券持有人的利益,包括抵押贷款证券和资产支持证券。《担保债券法案》提出“未决违约”(uncured default)的概念,即在法规或者约定的时间期限内尚未有效解决的违约事实,这有助于促使债券违约双方自主和解,是行政干预机制的豁免期,对在一定期限内达成的解决方案的违约事实不再加以程序干预,这本质上是对部分债券持有人的期限利益补偿。

如果债券未决违约发生在发行人进入托管、接管、清算或者破产程序之前,应当立即自动为所有未决担保债权成立独立资产,应当至少包括担保资产池,并且与发行人的其他资产和可能的后续程序有关资产分开管理、分别使用。同时,任何债券持有人保留对发行人的继续求偿权,后续程序中的接管人、托管人、清算管理人等应当证明此种或有求偿权。独立资产进行违约分配后的剩余财产应当立即自动由发行人发行,并成为清算程序中的豁免债券,同时证明违约担保债券全部不可撤销地得到

[46] United States Covered Bond Act of 2011, SEC. 4 Resolution Upon Default or Insolvency.

偿付。独立资产成立之后,债券发行人应当向资产受托管理人移交所有的资产权属文件和提供有利的管理条件以确保资产的独立管理和分配,并继续为担保资产池提供 120 天服务,债务人和其他后续资产管理人负有对担保资产的绝对服务义务。

如果在联邦保险公司(FDIC)托管或者接管债券发行人期间发生债券违约,作为托管人或接管人的 FDIC 享有自任命时起为期一年的专有权,将发行人所拥有的担保资产池所有相关资产转移给另外一名满足要求的担保债券合格发行人。在该一年期限内,FDIC 应当履行发行人担保债券下的所有货币和非货币义务,最大限度及时地解决担保债权违约问题。一年内担保资产池转移的,其上述兑付义务整体一并转移。在债券持有人的或有求偿权、剩余资产以及发行人的义务等方面与前述程序一致。

担保债券监管机构(联邦银行机构)应当为独立资产选任受托管理人,为担保资产任命至少一名服务人或管理人,并就独立资产的成立书面通知财政部长、债券受托管理人、债券持有人以及剩余资产所有者。独立资产的受托管理人具有起诉和应诉的能力,依法经营和管理独立资产并向担保债券监管机构提交最终管理报告和资产账户,可以借款和贷款,仅对善管义务负有限责任,其唯一目的就是实现违约债券及时最大限度地兑付。担保债券监管机构对管理和服务人进行监管,对报告内容具有实质性客观的审查义务,确保所提交的内容真实准确。

(二)投资者涉众性保护

《多德—弗兰克法案》对金融消费者的保护规定了一系列的措施,旨在改变很多金融机构“大而不倒”的现象,与我们现在打破“刚性兑付”有着基于金融消费者保护的相似逻辑,其庞大的金融行业规则体系呈现出基于投资者涉众性保护的风险规制特征。

1. 债权人类型化评估

法案对担保债权人“担保物折价”(haircuts)的调查做出要求,^[47]规定金融稳定监督委员会(FSOC)应当研究破产法、1991 年联邦存款保险

[47] Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, SEC 215: Study on Secured Creditor Haircuts.

公司促进法以及本法所规定的有序全面清算程序中的处理机制的异同，并区分不同的担保债权人的处理机制和评估折价程度对市场促进和纳税人保护的影响。实际上这是对市场债权人的选择性保护，而评估的主要因素是市场促进和纳税人保护。当年雷曼破产时政府并没有对其施以援手，而对其他机构的破产选择进行援助，看似是矛盾的政策，其实是科学地处理了市场化与非市场化的边界，体现了干预的适度与必要性。对不同的债权人类型和不同担保物采取不同的处理机制，科学评估这种选择性所带来的市场促进和纳税人保护效果，并制定具体的研究方案，体现了分类处理机制的现实性和市场必要性，能够提高争议解决的效率。

2. 市场信息处理和运用

在信息的获取方面，美国市场上的中介机构还包括全国证券市场信息处理机构，经 SEC 批准注册成立，目的是为促进市场公平有序发展和保护投资者以及公共利益等，相当于市场信息集中和归纳提取的机构，投资者和相关监管机构都可以在一定条件下取得有利的市场信息。^[48]市场化的证券信息处理机构有利于促进真实公平的信息披露，对违约之后的投资者信息收集和举证能够提供很大便利。另外还制定了证券举报者的奖励和保护制度，奖励资金来自于公共财政设立的 SEC 投资者保护基金，主要是针对内幕交易以及操纵市场等举证困难问题，同时也为投资者救济提供更大的可能性。

SEC 下设投资者咨询委员会，承担投资者教育和分类以及市场信息反馈等功能，其成员分配包含市场各个相关主体如各类投资者代表、监管机构和各层市场中介主体等，提供了一个较为平等便利的沟通平台。在金融危机的特殊处理时期简化了一些自律组织申请成立的程序，为迅速高效解决违约危机提供便利条件。在投资者信息获取上，加强渠道建设和扩充信息内容包括投资咨询商和经纪商的相关登记信息、相关人信息等，强调信息获取的便利性和完整性。

3. 投资者保护力度加强

2010 年《投资者保护和证券改革法案》对加强投资者保护在 1934

[48] 15 U. S. C. S. § 78k-1(b).

年《证券交易法》的基础上进一步作出了规定。^[49] 对于债券契约所约定的仲裁条款的适用,如果认定是有利于保护投资者和公共利益,SEC 有权禁止或者设置限定性条件,实际上是 SEC 一定程度上对自治的干预监管权。针对 1970 年依据《证券投资者保护法案》设立的投资者保护公司(SIPC)相关制度作了一些调整,原来投资者可获得现金补偿的最高限额为 10 万美元,改为一般为 25 万美元(standard maximum cash advance amount),如遇经济波动如通胀等还可因时调整,增加赔偿限制的灵活性,更为科学合理,并且有客户的 SIPC 成员原则上不得破产。其他方面,建立了监管部门的信息共享机制,进一步强调反欺诈条款的应用,明确了帮助和教唆违反投资顾问法行为的规制。在 SEC 的建设方面,主要是加强其内部控制和人事财务审计监督等,另外规定了一些主要从业人员的附加义务和监管机构的定期报告义务。法案中的 2010 年《金融消费者保护法案》专门设立金融消费者保护局(BCFP),^[50] 接受州议会的监督并享有一定独立的行政执法权,专门规范金融产品的销售和提供,下设不同部门专门处理消费者保护事项。其主要功能包括开展金融教育,接受、调查和处理消费者投诉,收集、研究和公布有助于消费者风险判断的信息,相关人员监督和执法以及发布相关的规则和指令等。作为金融消费者保护的重要制度保障,法案规定在美联储下设置独立的金融消费者保护基金,资金主要来自金融市场的罚没收入,由各个银行负责托管,性质上属于非政府基金且不得挪用,还专门设立投资局负责运用和管理。

(三) 基于危机处置的市场主体定位

美国法在整个债券投资者保护程序中,存在六级主体:客户(债券持有人),债券受托管理人,证券公司(SIPC 成员),自律监管组织(SIPC 等),证券交易委员会(SEC)以及终局裁判者法院。主体之间以通知报告义务为核心,定位明确,职责配置明晰。

1. 证券投资者保护公司(SIPC)

证券投资者保护公司(SIPC)的设立为发生风险后的投资者救济提

[49] Investor Protection and Securities Reform Act of 2010, Subtitle A, B, C, F.

[50] Consumer Financial Protection Act of 2010, Subtitle A.

供了有利支持,其运作和相关制度体现了风险处置的规范化。^[51] SIPC 是一个具有持续性的非营利性法人团体,具有独立的法人资格,其成员应当是注册的交易商和经纪人,成员资格由 SEC 负责审查。SIPC 应当披露非成员的相关信息,券商的成员身份具有一定的信誉效应,是投资者投资参考的依据之一。SIPC 非由美国政府成立,也不是政府的代理机构,具有非官方性,同时具有自律性但又不同于其他自律组织。除另有规定外,SIPC 享有《哥伦比亚非营利公司法》所规定的非营利公司所有权利。SIPC 应当设立 7 人组成的董事会,负责制定 SIPC 的经营管理方案,其成员由财政部长、联储委员会等分别任命,总统指定主席和副主席,董事会负责提出章程和其他规则的审查、制定和修改建议,接受 SEC 监督。

SIPC 拥有特殊的权利。其可以在任何州、联邦或者其他法院以自己名义独立起诉或者应诉。在必要和适当时,其董事会可以采纳、修改或废除公司章程,包括业务经营方面和董事高管等因职务行为而产生的责任和费用方面等。在章程中可以采纳、修改或废除《证券投资者保护法案》的相关规则,包括定义用语、成员的清算程序和直接支付程序(包括客户账户转移、客户财产分配和投资者保护基金的支付)以及所授予权利的行使等。有权在任何州和其他地方经营业务和行使法案所规定的权力和权利,而无须取得执照。可自由接受或处置捐赠财产;可按照规定选任官员、律师、员工和代理人,自主确定相应资质和奖惩机制;可自由订立合同和独立承担责任;有权通过章程建立其财政年度。

2. 投资者保护基金

SIPC 设立投资者保护基金。SIPC 的所有收入(除了为担保借款而直接支付给贷款人的资金)和开支均须通过基金进行存取,基金财产包括持有的现金以及存款、所投资的美国政府证券和机构证券以及 SIPC 对其成员所享有的一定信用额度,基金余额不得少于 7500 万美元。SIPC 根据对成员业务状况的评估确定每个成员对基金的信用额度,相当于一定数额的违约财产担保,即责任额度。原始资金由成员公司出资成立,在基金不足以实现投资者保护目标时,SIPC 有权借款或者发行债

[51] 15 U. S. C. S. § 78ccc.

券、票据或其他债务工具。SEC也可以对其发放贷款,具体由SIPC向SEC提交贷款申请,SEC如认为为了保护证券交易商和经纪人、维持证券美国市场信心同时还款计划合理可行而有必要提供贷款时,向财政部长证明和保证,以SEC向财政部发行票据的形式获取贷款。

(1)便捷支付制度

投资者保护基金最有效的是先行支付制度和直接支付程序。^[52]基本内容是SIPC应当先行支付客户索赔,也可在一定条件下依其自由裁量权启动直接支付程序,从而避免已经或者将无法履行义务的成员公司遭到清算。如果SIPC确定其成员已经或即将对客户构成违约,索赔额度在保护限度之内,并且直接支付程序可使成员免于清算,成本低于清算程序,可依自由裁量权启动直接支付程序,即直接向券商的客户支付赔偿。

具体而言,为了满足债务人客户的索赔请求,SIPC应当先行向清算受托管理人支付赔偿(具体分配由管理人执行),单个客户不超过50万美元的限额,最大标准现金上限为25万美元,具体可根据经济水平调整。在客户是债务人董事、合伙人或高管,或者是银行、证券交易商等情况下可不必先行支付。在债务人一般财产不足以支付管理费用和清算程序中的必要支出等情况时SIPC也应预付相应资金,在支付或者担保银行和其他借款人的债务,或者特定条件下的补偿和购买证券等情形下可自由预付。SIPC应履行与清算程序相似的通知义务,支付应当满足客户和其他债权人的法定或约定权利。SIPC决定启动直接支付程序的,应当在当地至少一家报纸上发布公告,任何投资者可以在六个月之内寻求司法救济,当地破产法院拥有最终决断权。在便捷支付程序的进行中,如果SIPC发现不满足适用条件可随时中止直接支付程序,同时申请投资者保护令,进入投资者保护法所规定的清算程序。

(2)投资者保护令

当SIPC确定其成员发生财务危机时,应当通知其成员并可以向有管辖权的法院申请签发投资者保护令。其实质是依行政指令申请而进入破产程序,是行政程序向司法程序转变的制度衔接。如果债务人同意

[52] 15 U. S. C. S. § 78fff-3, 78fff-4.

或者反驳不成立,或者法院审查认定债务人确实发生财务危机不利于保护投资者时,可以签发投资者保护令,后两种情况下还应当在提交之后的三个工作日内公示保护申请。如果法院签发保护令,应当立即任命债务人业务清算受托人和受托人代理人,人员由 SIPC 谨慎指定,受托人和代理人可以是同一公司,受托人自己雇佣代理人应当取得 SIPC 和法院的同意。如果 SIPC 确定债务人针对无担保一般债权人和次级债权人责任不超过 75 万美元,并且客户不超过 500 人,SIPC 可以指定自己或者其员工作为受托人。受托人和代理人应当是无利害关系人。法院在签发投资者保护令的同时应当立即向有管辖权的破产法院指定移送整个清算程序。法院审查过程应当听取无利害关系人的意见,必要时可以在报纸上公示。SEC 可以独立一方身份参与所有的程序,SIPC 可以利益相关人身份参与清算程序,并拥有一定的干预权限。

3. 危机处置监管

在投资者保护法下,SEC 和自律监管组织都承担重要职能。为了保护投资者,当 SEC 或者自律监管组织发现证券交易商陷入或即将陷入财务困境应当立即通知 SIPC,自律组织还应当同时通知 SEC。证券交易商在自律监管组织的指导下进行业务调整和清算时,自律监管组织可以对证券交易商实施救助和监管,但救助行为不视为承担连带责任。

SEC 在作出决定时可以举行听证,主要作用是监督 SIPC 和审查其报告,在 SIPC 拒绝支出基金时可以提请美国 SIPC 办公机构所在地的地区法院强制 SIPC 履行其义务。证券自律监管组织包括证券交易所、证券业协会以及证券清算机构,^[53]由 SEC 进行注册审查。证券自律监管组织是 SIPC 的收款代理人,接受其成员的支付,在信义义务下可豁免对投资者的责任,对 SIPC 成员享有监督检查权,SIPC 应当配合自律组织对其成员的财务检查,并参考和咨询其检查报告。SEC 可根据成员财务检查情况根据公共利益需要,要求自律组织对 SIPC 成员提供资金支持等。清算管理人经营和管理债务人,接受 SIPC 监督,负责向法院汇报相关清算事宜,主要是负责实现债权人补偿利益的最大化。

[53] 15 U. S. C. S. § 78s.

五、本土化债券违约风险化解机制法律构建的启示

与我国当前正处于发展上升期的债券市场上注重倾斜保护投资者相比,美国法在整个违约救济中非常注重协调平衡各方当事人的利益,包括债权人、债务人、纳税人以及中间主体。同时,公共利益和经济发展也作为重要的考虑因素,当事人和监管机构依处置目的不同可以利用不同的制度程序。

在股票市场不够景气、乱象丛生的背景下,当前债券市场可以说具有经济发展战略性的重大意义。债券市场建设初期违约风险集中爆发,表明我国市场具有鲜明的特殊性,而风险化解市场化法治化的最大阻碍就是“刚性兑付”,其导致市场定价机制的扭曲,投资脱离正常的风险。当前市场亦具有发展过渡期的特点,市场信用体系的培育显得尤为重要。违约风险化解机制应当具有长期性和选择性,重视单一性的违约处理,探索构建涉众性保护的危机处置程序。美国法同等对待支付违约和非支付违约,而似乎我们当前只关注根本性违约,势必会导致本可事前防范的风险积聚至事后,使得风险化解的难度和压力大增。摆正风险化解心理至关重要,严苛的“监管父爱”大可不必,应当遵循市场逻辑之下的配套法治逻辑,以市场为起点和终点,因应市场化法治化的根本路径。具体而言,完全的司法化处理可能还不太适合当前多格局的债券市场,较为妥当的途径应当是构建以行政执法为主导,司法救济为保障的债券违约风险化解机制,以市场化的违约处理为主体,以法治化的危机处置为保障。从美国成熟市场中的相关处理措施所体现的精神来看,在维护社会公共利益、保护投资者和打破刚性兑付的方向下,应当坚持以下几个原则。

第一,以培育市场信心为目标。债券市场以其相对稳定和低风险的特征占有大量市场资源,债市投资信心会较大程度引起市场波动。目前我国债券市场体系庞大,结构复杂,尚处于发展初期,注重市场的培育至关重要。如政府的出面就不利于市场信用的培养,如“11 超日债”就又为市场买了一单,不利于市场信用的正确建立。债券违约情况的发生,

是市场信心考验的试金石,进入违约高发期更应谨慎处理,违约爆发是风险释放的重要渠道,不可当作是失败的打击。对待违约处置,需要正确认识措施目的,在我国投资者集体不理性的债券市场,应当以市场信心培育为目标,进一步加快强化市场信用体系的建设。

第二,注重行政指导下的和解,政府信用不被借用、滥用。本文不鼓励政府作用的显性化,力图破除兜底形象,注意市场信号的释放。当前债市风险固然应当坚持市场自我消化,政府的危机解决作用要有,但要注意体现形式,厘清政府在内的各级主体定位。美国对危机的处置体现了政府的重要作用,但不会给市场一种兜底的误解,其以对风险处置“关照”的姿态参与具体措施,包括提供充分的咨询建议机构、构建平等便捷的沟通平台等,必要时对自治条款加以限制,并且坚持公共利益和投资者保护等原则。政府的作用应当以“协商者”的角色参与违约处置,具体以地方各级人大为接受和审查报告机构为宜,地方政府部门不宜作为处置主导人,行政权的执行由证监会系统负责,自律监管机构作为具体执行人。具体行政干预机制的构建,可以在证监会的指导下,通过交易所、证券业协会和其他自律组织机构的相关行为准则完成。行政干预机制具有阶段性和现实性,在当前不成熟市场具有良好的过度效应。

当前风险爆发初期谨慎启动司法破产程序,优先制定达成重整程序,尊重自由协商原则。对于债务人,通过行政手段防止其耍赖,慎用破产保护,督促、鼓励和引导其自我承诺和制定相应的自救方案。对于债券持有人,保障其平等沟通和全面保护,引导理性谈判,扩大债券持有人会议和委员会的权利,关注信息咨询和心理疏导,要重点强调保障有效信息的收集和获取。

第三,市场化、法治化处置为发展方向。市场化要求行政程序体现出指导性而非干涉性,政府信用回归本位;法治化要求有据可依,规范明确。在集中违约到来之前,应当事先明确规则,避免事后不公导致效率低下、有损权威。当前阶段性的行政指导应当以市场化处置为发展方向,逐渐抛却敏感和包揽的心态,在探索打破刚性兑付思维的道路上,积极研究处置思路和建立处置规则。法治化方向同时要求积极探索建立替代性救济程序,发展债券保险等多种偿债保障措施;研究债券持有人便捷补偿渠道,包括保护基金预付和直接支付制度以及自律组织的其他

便捷监管措施等。从美国危机处置中的市场主体定位来看,主体之间负有的通知和报告义务比较具有针对性和明确性,能在一定程度上提高处置效率。在规则构建上,应明确以规章形式制定行政指导处置机制,包括启动条件、适用范围、具体程序规则以及效力机制等方面。具体可由证监会、银监会或财政部等部门,或者由国务院牵头各部委制定,后者似乎更符合当前多市场的特征,更有利于债券市场的一体化发展。有必要考虑法院主动提起的司法审查,负责对指定机构的支付、结算和清算活动进行监管。对债券托管人规则应当包括行政指导下的主体市场化选择、义务规制标准以及责任等。重要的是落实担保物的处置、担保人追责和中介机构追责,防止出现“12东飞01”类似的滑稽现象。^[54]

第四,以投资者素质培养为重点而非简单的利益补偿。美国在金融危机下具有选择性地对金融机构进行救助,比如放弃救助雷曼。当下有必要考虑个案的适当放弃,“选择性”采取救助措施。一方面,大大小小的债券违约所造成的市场和经济影响不同,并不是每个案例都会对市场造成重大冲击;另一方面,集中爆发的违约事件数量较多,既有公募债也有私募债,处理机构和人手不足会导致无效率,违约得不到有效规制。以公共利益、经济发展和投资者保护为考量因素,重点解决代表性案件。当然,并不是说其他案件的投资者不予保护,只是保护程度不一样,可以对于非救助范围内的案件在破产适用上较为宽松一些,合理释放市场风险。具体的选择考量上,重点评估处置程序差异下的后果,主要是市场的培育、投资者保护以及经济发展的稳定性等。强调投资者群体的心理矫正,树立投资中正确的风险收益理念,处置过程中应以投资者整体素质培养为主,兼顾个案中的补偿利益最大化。

第五,地方政府债券防患于未然,厘清非市场责任。为防止地方债

[54] 本应于2015年1月25日到期的“12东飞01”截至28日仍未兑付本息,已发生实质性违约。其发行人东飞马佐里纺机有限公司为民营企业。但该债券的担保方——东台市交通投资建设集团(以下简称东台交投)却于26日声明称,东台交投的担保事项是东飞马佐里发行的中小企业私募债券的信用评级,如债券发行人未能清偿本期债券项下的任何本金或利息,东台交投不承担任何代为清偿或与之类似的义务和责任。简言之“只对评级担保不负责代偿”。李光磊:“2015年信用风险逐步显性化债市违约处理制度亟须完善”,载中国金融新闻网,http://www.financialnews.com.cn/sc/zq/201501/t20150129_70037.html,2015年4月7日访问。

出现违约困境,政府干预确实有效而且必要的,事前的管制措施和预防机制能够确保市场稳定和危机控制等,优越性不仅体现在金融方面还能体现在社会方面,可以进一步提升公共服务质量和税收福利等。^[55]但并不是所有市场中的债券行为都需要政府干预,特别是我国当下市场化不足的环境下,债券市场作为相对低风险的市场其成熟度是市场化体现的重要标准,在违约处理的过程中还是应当坚持市场化法治化的基本路径,只是在转型关键时期必然存在一些重大问题需要政府之手干预,其标准应当是考量个案中市场化处置后果评估,即假设市场化违约(破产或其他)对其产生的社会稳定性影响、市场信用建设以及各方的损失分担的公平合理性进行科学评估和综合取舍,以进一步决定是否采取政府违约干预机制,事前的监测机制可以作为市场化风险防范的必要补充。基于政府发债的主体特殊性,确立“完全信任条款”,即对政府债券的购买应当视作对政府的完全信任,政府基于完全信任应承担特殊的非市场责任。政府债券违约应主要强调债权人救济,在我国实情下可考虑首长负责制下一定的财产担保,省级及以上政府有发债自主权,确立相应责任人的私人财产担保,可设定严格的适用条件。

结合我国当前特殊的债券市场实情,有必要进一步构建具体的法律机制,违约处置理念和高效便捷的具体违约处置规则是债券市场风险防范市场化法治化的重要体现,也是衡量债券市场发展成熟与否的重要标准。囿于篇幅,对此笔者将另文进一步探讨。当然,债券市场的发展还需要更多的理论研究 with 实务经验,市场终会朝向成熟。

[55] See Omer Kimhi, *Reviving Cities: Legal Remedies to Municipal Financial Crises*, 88 B. U. L. Rev. 633, June, 2008, p. 684.