

破产隔离结构化:通过法律 重新分配风险^{*}

[美]史蒂芬·L.施瓦茨^{**} 著 马学荣^{***} 译
胡继晔^{****} 校

摘要:破产隔离结构化(bankruptcy – remote

* Steven L. Schwarcz, *Bankruptcy – Remote Structuring: Reallocating Risk Through Law*, 97 The American Bankruptcy Law Journal 2023 (A Quarterly Journal of the National Conference of Bankruptcy Judges). 本文翻译已获得授权。

** 杜克大学法学院的斯坦利·A.斯塔(Stanley A. Star)特聘法律与商业教授,国际治理创新中心高级研究员。作者感谢肯尼斯·艾约特(Kenneth Ayotte)、斯图尔特·本杰明(Stuart Benjamin)、卡罗琳·塞科特(Caroline Cecot)、杰里米·C.克雷斯(Jeremy C. Kress)、科琳·H.麦克唐纳(Colleen H. McDonald)、乔世桐(Shitong Qiao)、罗伯特·K.拉斯穆森(Robert K. Rasmussen)、乔纳森·西摩(Jonathan Seymour)、迈克尔·辛科维奇(Michael Simkovic)、亚瑟·威尔马斯(Arthur Wilmarth),以及参加杜克大学法学院教师研讨会的人员的宝贵意见;感谢迈克尔·娄(Michelle Lou)、卡梅伦·欧文(Cameron “Cam” Irwin)、布伦丹·赖查特(Brendan Reichart),特别是宋楚蓉(Chorong Song)的宝贵研究协助。作者还感谢来自富勒-珀杜(Fuller – Perdue)的资助。

*** 宁夏职业技术大学商学院副教授,中国政法大学法学博士。本文翻译中,参考了作者撰写的原文以便于读者更好地理解其本意。

**** 中国政法大学商学院金融系教授,博士生导师。

structuring),是一种具有潜在公共政策影响的法律策略,其对一系列重要的结构化融资至关重要。通常,破产隔离结构化寻求更优化地重新分配风险的渠道,包括减少信息不对称和将更高的风险分配给追求收益的投资者,从而使企业实现多样化和降低融资成本。在现实中,破产隔离结构化有时会产生负外部性。本文对破产隔离结构化进行了规范性分析,研究了当事人应在多大程度上拥有重新分配破产风险的权利。同时也研究了外部因素应如何限制合同自由,以及如何改革破产隔离结构化以减少负外部性。

关键词:破产隔离 结构化 分配风险 信息不对称 负外部性

引 言

破产有很多含义。在商业上,它指的是一个公司、项目或其他实体的财务状况,因不能支付其到期债务或根据破产法而成为案件的主体。^[1]在美国,破产法主要由联邦《破产法典》(Bankruptcy Code)管辖,^[2]其目的是重组有可能生存的实体和清算其他实体。^[3]

破产隔离意味着实体受到有效保护^[4]而不受实体内部或外部因

[1] 破产(bankruptcy),《布莱克法律词典》(第11版,2019年)。另见11 U.S.C. §§ 301, 303(h)(1)。术语“案例”(case)和“程序”(proceeding)通常可以互换使用,尽管美国破产法倾向使用“案例”。See *In re Royal*, 197 B.R. 341, 345 (Bankr. N.D. Ala. 1996)。

[2] 《美国法典》第十一章。破产法还可以包括某些与普通法破产相关的程序,例如为债权人利益而进行的转让和破产接管(receiverships)。See *Gregg Cartage & Storage Co. v. United States*, 316 U.S. 74, 80 (1942)。本文对破产法的引用应被视为包括这些程序。

[3] 《美国法典》第十一章规范重组,而《美国法典》第七章规范清算。在其他条件相同的情况下,那些业务本身良好但债务过高(好公司,坏资产负债表)的实体最适合重组。例如,见DIP(债务人自行占有,又名经管债务人,Debtor-in-Possession)评级标准、惠誉评级(2020年11月30日),<https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/dip-debtor-in-possession-rating-criteria-30-11-2020>(阐释对破产企业的贷款评级标准)。

[4] 鉴于破产所固有的法律不确定性,即便是最好的保护,也只能使破产成为一种遥远的可能性。在实践中,这些不确定性阻止了大多数实体被视为“破产证据”。See *Forrest Pearce, Bankruptcy - Remote Special Purpose Entities and a Business's Right to Waive its Ability to File for Bankruptcy*, Emory Banker, Vol. 28, 2012(解释General Growth的SPE是如何进入破产的,尽管有各种规定旨在使其破产隔离)。

素的影响。这些因素可能会阻止其支付到期债务,或者可能使其成为破产程序的主体。^[5] 内部因素包括经营企业的正常风险,如支出超过收入的风险。外部因素包括与实体关联公司相关的风险。就像今天的大多数实体一样,关联风险对于隶属于大型企业集团的部分实体而言尤其重要。^[6]

破产隔离结构化,是用于实现破产隔离的法律策略,对各种重要商业和金融风险投资至关重要。在证券化、项目融资、担保债券、石油天然气和矿产生产付款以及其他类型的结构性融资交易的投资者中,价值数千万美元的未偿付证券^[7]要求发行证券的实体和交易本身的结构都要被构建为破产隔离。^[8] 公共服务委员会和其他监管机构也要求许多公用事业^[9]和其他公共必要的公司能够被结构化,在这种情况下,结

[5] See David F. Forti & Allison M. Whip, “Bankruptcy Remote” *Special Purpose Entities in Commercial Mortgage Lending: Characteristics, Enforcement and Limitations*, ABA (Fall 2020), https://www.americanbar.org/groups/real_property_trust_estate/publications/ereport/rpte-ereport-fall-2020/bankruptcy-remote/ [将破产隔离的主要目标描述为确保“抵押财产及其财务和法律结构基本上可以被框住,然后进行评估,这样框外的东西(如关联公司的破产)就不会产生不利影响”]。

[6] See Melvin Aron Eisenberg, *Megasubsidiaries: The Effect of Corporate Structure on Corporate Control*, Harvard L. REV, vol. 84, 1971, pp. 1571 (描述大型子公司的发展以及发展背后的法律和经济原因); See Patrick L. Cusato, *The Economically Dominant Subsidiary: When Can Shareholders Maintain Control*, SYRACUSE L. REV, Vol. 37, 1986, pp. 949 (最近,子公司的使用有了巨大的增长)。

[7] 仅在美国,2020年证券化发行总额就达到约4.24万亿美元。Jordan E. Yarett, Evan R Berman & Nicole D Martin, *Structured Finance and Securitisation in the United States: overview*, PRACTICAL L. COUNTRY Q & A (June 1, 2021), [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-501-4117?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-501-4117?transitionType=Default&contextData=(sc.Default))。同年,全球未偿还的项目融资贷款总额约为2776亿美元,在美国约为883亿美元。Project Finance 2021, CHAMBERS & PARTNERS (Nov. 4, 2021) <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/project-finance-2021>。

[8] 例如, See Adam B. Weissburg & John Matthew Trott, *Special Purpose Bankruptcy Remote Entities*, L. A. LAW, Jan, 2004, pp. 12. (认识到在结构性融资交易中,贷款人通常要求破产隔离)这些类型的融资交易将在下文第一部分第一节中描述。

[9] 公用事业一般是指产生或以其他方式向公众提供电力、清洁水和通信等必需品的私营部门公司。73B C. J. S. Public Utilities § 1.

结构化有时被称为“环形护栏”(ring-fenced),以隔离破产。^[10]

破产隔离结构化可以提供有价值的经济收益。这些收益包括通过发挥风险分配机制的功能以及减少信息不对称从而优化资源利用。^[11]例如,一个破产隔离实体的投资者承担了与该实体的资产或现金流相关的风险,但很少承担与该实体的关联公司或普通业务运营相关的风险。破产隔离结构化的风险分配可以使该实体对投资者更具吸引力,从而降低其资本成本。^[12]为了进一步降低资金成本,破产隔离实体往往被结构化,以将更高的风险分配给追求收益的投资者。^[13]在较低的借贷成本下,实体可以追求更广泛的项目和商业机会,例如,潜在地增加就业和股东财富。^[14]

破产隔离结构化也可以鼓励富有成效的风险承担和创新。它能使一家公司从事在公司集团内被认为风险太大的事业。它还能使寻求投资于某一特定项目或技术开发的投资者可以投资于一个只专注于该项目或开发的破产隔离实体,而不是承担与经营业务更广泛相关的风险。因此,破产隔离结构化有助于确保有前景的新企业获得足够的资本和关注度。

从事破产隔离结构化设计的各方通常寻求更为优化地重新分配风

[10] See Steven L. Schwarcz, *Ring - Fencing*, S. CAL. L. REV, Vol. 87, 2013, pp. 105 - 106. 护栏的描述见下文第一部分第二节。

[11] 同上注,第 72 页,第 89 - 91 页。

[12] See Kenneth Ayotte & Stav Gaon, *Asset - Backed Securities: Costs and Benefits of "Bankruptcy Remoteness"*, REV. FIN. STUD, Vol. 24, 2011, pp. 1329 (认为 LTV Steel 决定 [In re LTV Steel Co., 274 B.R. 278. (Bankr. N.D. Ohio 2001)] (Bankr. N.D. Ohio 2001))。对证券定价的影响表明,破产隔离可以显著降低借贷成本。见后注 [112] - [114] 和附文 (讨论其他来源)。

[13] 这是实体在优先—次级结构中发行不同类别的证券而导致的。Kathryn Judge, *Fragmentation Nodes, A Study in Financial Innovation, Complexity, and Systemic Risk*, STAN. L. REV, Vol. 64, 2012, pp. 673 - 676.

[14] 《利率如何影响投资?》,载美国银行(2022 年 3 月 1 日),<https://www.usbank.com/financialiq/invest-your-money/investment-strategies/how-do-interest-rates-affect-investments.html> (描述了更低的借贷成本如何刺激投资并创造股票市场的收益)。See Kate Marino, *How Higher Borrowing Costs Hit Corporate America*, AXIOS (May 17, 2022), <https://www.axios.com/2022/05/17/higher-borrowing-costs-corporate-america> (报告称,在美国联邦储备系统暗示加息 5 个月,“高收益”公司的借贷活动“已经跌落悬崖”)。

险的方式。^[15]但在现实中,这种结构化交易会将风险从签约方转移到公众身上,从而造成负外部性。^[16]例如,有人指责破产隔离证券化交易因无意中造成系统性金融风险而引发了2007—2008年国际金融危机。^[17]

本文对破产隔离结构化进行了规范性分析,考察了各方当事人在多大程度上有权根据合同重新分配破产风险。这是第一篇从公共政策的角度进行分析的文章——研究破产法政策应如何限制合同自由;也从成本收益分析的角度——审查外部性应如何限制合同自由。^[18]这篇文章还呈现了为何成本效益分析(cost-benefit analysis, CBA)不应局限于简单的卡尔多-希克斯效率^[19](Kaldor-Hicks efficiency),而应当将公共利益与社会成本相权衡。

为此,本文第一部分提供了一个破产隔离结构化的类型分析,解释了最广泛使用的破产隔离结构化的类别。第二部分从公共政策的角度分析了破产隔离结构化,重点是促进这种结构的合同自由和这种结构可

[15] 例如, See Katherine J. Baudistel, *Bankruptcy - Remote Special Purpose Entities: An Opportunity for Investors to Maximize the Value of Their Returns While Undergoing More Careful and Realistic Risk Analysis*, S. CAL. L. REV. vol. 86, 2013, pp. 1314 (解释在结构性融资中使用 SPE 的原因是将风险分配给不同的当事人)。

[16] See James A. Swaney, *Externality and Community*, 15 J. ECON. ISSUES 615, 615 (1981) [外部性是第三方效应或无补偿副作用(uncompensated side effects, 即对于出现的副作用并没有任何补偿的意思。——译者注)的同义词,通常被定义为私人成本和社会成本之间的差异](原文中强调)。

[17] 例如, See Ronald S. Borod, *Belling the Cat: Taming the Securitization Beast Without Killing It*, REV. BANKING & FIN. L. vol. 31, 2012, pp. 644-647. See Jason H. P. Kravitt et al., *Some Thoughts on Financial Regulatory Reform Adopted in Response to the Financial Crisis of 2008/9*, REV. BANKING & FIN. L. vol. 37, 2018, pp. 784-785 (观察到毫无疑问,证券化——或者更确切地说,证券化的实施方式——在引发危机方面发挥了重要作用;但是,如果适当和明智地利用,证券化是所谓“实体经济”的重要资金来源,因此,“监管者和行业应该达成一致,未来监管的目标应该是改善证券化的做法,而不过度限制创新和反应能力,这是自证券化诞生以来的标志”。

[18] Ayotte & Gaon, 见前注[12], 第1302页(在有限的交易背景下,分析破产隔离的经济学)。

[19] 见下文注释[106] - [107]及相关文本(描述卡尔多-希克斯效率)。卡尔多-希克斯效率强调整体收益角度来审视改变的必要性,即当改变带来的整体收益高于成本时,这种改变是积极的。参见石一峰:《〈民法典〉下破产管理人待履行合同选择权的双重限制》,载《法学家》2023年第2期。——译者注

能损害的破产法政策之间的紧张关系。第三部分从成本收益的角度分析了破产隔离结构化,平衡了这种结构化的公共利益及其社会成本。第四部分研究了如何改革破产隔离结构化以降低这些成本,从而努力实现净正收益(net positive benefits)。

这篇文章的范围排除了某些行业游说的(industry lobbied)以及有些独特的(如果不是被误导的话^[20])、法定重新分配破产风险的权利。^[21]例如,它排除了取消对飞机和与航运有关抵押品赎回权的法定权利,尽管破产法规定了中止取消赎回权和其他强制执行行动。^[22]它还排除了对衍生品和相关合同的当事方强制执行终止净额结算(close-out netting)^[23]的法定权利,尽管有上述中止强制执行行动的规定。^[24]

[20] See Steven L. Schwarcz & Ori Sharon, *The Bankruptcy – Law Safe Harbor for Derivatives: A Path – Dependence Analysis*, WASH. & LEE L. REV., Vol. 71, 2014, pp. 1715 (认为尽管《美国法典》第十一章第 555—562 条的豁免条款——参考下注 [22]、[24] 和附文——声称是为了减少系统性风险,但实际上可能加剧这种风险)。

[21] 这篇文章的范围也排除了在构建制造企业的融资子公司时偶尔使用某些破产隔离技术。

[22] 比较 11 U.S.C. § 1110 (允许对飞机和与航运有关的抵押品取消抵押品赎回权) 与 11 U.S.C. § 362 (自动中止取消抵押品赎回权的行动)。§ 1110 豁免是设备制造商游说的结果。Title XI Bankruptcy Reform; Hearing on S. 1992 and S. 1993 Before the Subcomm. on Merchant Marine of the S. Comm. On Com., Sci., and Transp., 99th Cong. 82 (1986) (商务部声明)(承认 11 U.S.C. § 1110 “只是因为‘设备制造商的大力游说’而被纳入本法典”的说法)。

[23] 终止净额结算是指在合同存续期间内,若交易一方发生包括破产在内的违约事件,守约方有权提前终止主协议项下所有金融衍生品交易,对交易盈亏轧差计算,以确定应由一方支付给另一方的单一金额。参见曹媛媛、刘煜坤:《尽快明确终止净额结算机制在中国的法律适用》,载《清华金融评论》2020 年第 2 期。——译者注

[24] 见 11 U.S.C. §§ 555 – 562 (规定了这些豁免)。§ § 555 – 562 的豁免是由国际掉期和衍生品协会(International Swaps and Derivatives Association, ISDA)游说的,该协会是领先的衍生品行业贸易组织。见关于 ISDA, INT’L SWAPS & DERIVATIVES ASS’N, <https://www.isda.org/about-isda> (<https://perma.cc/3TKD-XF3F>)。一般来说,见 Gina – Gail S. Fletcher, *Engineered Credit Default Swaps: Innovative or Manipulative?*, N. Y. U. L. REV., vol. 94, 2019, pp. 1073 (讨论 ISDA)。

一、破产隔离结构化的类型

这一部分解释了已经发展起来的两类破产隔离结构:^[25] 结构性金融交易,如证券化和项目融资,以及对公用事业和其他公共必要公司进行护栏(the ring – fencing)管理。

(一) 结构性金融

对于结构性金融交易,破产隔离结构化的核心目标是通过创建证券发行特殊目的实体(每一个都是“SPE”^[26],即 special purpose entities)来重新分配风险,这些实体在没有经营业务所固有的破产风险的情况下,可以根据特定的现金流吸引投资。^[27] 除了欧洲的担保债券之外,^[28] 这种结构化主要依赖于合同。证券化和项目融资是结构化金融交易的缩影。

1. 证券化。在典型的证券化中,交易的资金提供者(出资人)从抵押贷款公司等产生这些资产的公司(发起人)处购买一批贷款池或其他支付权(金融资产),然后,将其出售给 SPE。^[29] SPE 为这些资产支付商定的市场价(market – value price),通过向投资者发行债务证券来筹集所需资金;这些证券可以从金融资产的收款中偿还。^[30] SPE 证券的投资者承担与金融资产相关的风险,但他们不承担与出资人或发起人相关

[25] 见前注[8]—[10]及附图。

[26] SPEs 有时被称为特殊目的机构,或 SPVs,这两个词是同义的。为了最大限度地降低经营风险和交易成本,SPE 的组织文件通常严格限制其商业目的和功能。

[27] See John A. Pearce II & Ilya A. Lipin, *Special Purpose Vehicles in Bankruptcy Litigation*, 40 HOFSTRA L. REV. 177, 179 (2011). 有关将破产隔离应用于结构化融资交易的更重视实践的讨论,See Committee on Securitization and Structured Finance of the Business Law Section of the American Bar Association, White Paper on Bankruptcy Remoteness (将刊登于 THE BUSINESS LAWYER 2022 – 23)。

[28] 见后注[53] – [54]及附图(讨论担保债券,在欧洲,有时是根据法定的安全港来构建的)。

[29] See Steven L. Schwarcz, *What is Securitization? And for What Purpose?*, S. CAL. L. REV., Vol. 85, 2012, pp. 1292 – 1293.

[30] 同上,第 1293、1295 – 1298 页(解释 SPE 的金融资产如何作为主要支付来源)。SPE 的债务证券通常被称为资产支持证券(ABS)。当特别由抵押贷款组成的金融资产支持时,这些债务证券通常称为抵押贷款支持证券(MBS)。同上,第 1292 页(确定 ABS 和 MBS 为证券)。ABS 是 Ayotte 和 Gaon 教授对破产隔离的经济分析的主题,见前注[12]。

的破产风险。^[31]

证券化交易以两种方式重新分配这些破产风险:一是将 SPE 本身结构化,使其远离破产;二是将金融资产的转让作为破产法规定对 SPE 的“真实出售”。^[32] 将 SPE 本身结构化以远离破产,就必须保护其免受可能成为破产案件主体的所有三种方式的影响:自愿破产、^[33] 非自愿破产^[34] 和实质性合并。^[35]

保护 SPE 免于自愿破产的影响,通常是通过限制 SPE 可以选择申请破产的情况来实现的,这是一个公司治理问题。例如,SPE 的公司章程或其他组织文件通常需要一名或多名独立董事的同意,这些独立董事的利益与 SPE 证券的投资者一致,以便用于授权自愿申请破产。^[36] 保护 SPE 免受非自愿破产的影响,通常是通过将 SPE 的债权人限制为其证券投资者来实现的。^[37]

保护 SPE 不受实质性合并的影响可能稍微复杂一些。^[38] 实质性合并是破产法的一项公平原则,它允许法院在特定的情况下,可以将原本法律上独立的公司或其他实体的资产和负债进行合并。^[39] 破产法院在

[31] 见 Baudistel, 前注[15], 第 1314 - 1315 页。

[32] 见 Pearce & Lipin, 前注[27], 第 179 页; See Thomas J. Gordon, *Securitization of Executory Future Flows As Bankruptcy - Remote True Sales*, 67 U. CHI. L. REV. Vol. 67, 2000, pp. 1317 - 1318.

[33] 见 11 U. S. C. § 301。

[34] 见 11 U. S. C. § 303。

[35] 见后注[39]—[46]及附文(讨论实质性合并)。

[36] See Steven L. Schwarcz, *Structured Finance, A Guide to the Principles of Asset Securitization* § 3:2.1, at 3 (3d ed. 2002)。

[37] 同上。§ 3:3, 第 21 - 22 页。

[38] 实质性合并可以允许向 SPE 出售金融资产的公司的债权人直接对 SPE 的资产主张索赔。通过将 SPE 的资产纳入破产案件,实质性合并还可能会强制破产法自动中止 SPE 债权人从这些资产中获得偿付的权利。

[39] 实体或一个公司在法律上独立于其股东、母公司和附属公司的原则,是美国公司法的基本原则之一。Dole Food Co. v. Patrickson, 538 U. S. 468 (2003)。只有在少数情况下,美国法律才允许企业承担责任——尽管其组成实体在法律上是独立的,但在经济上一体化的企业整体承担责任。Lynn LoPucki, *The Death of Liability*, YALE L. J., Vol. 106, 1996, pp. 67。最有名的例子是“刺破公司面纱(piercing the corporate veil)”。实质性合并被比喻为用类固醇(sterooids)刺穿公司面纱。See Steven L. Schwarcz, *Collapsing Corporate Structures: Resolving the Tension Between Form and Substance*, BUS. LAW, Vol. 60, 2004, pp. 109(分析何时企业责任应优先于实体责任)。

考虑每个案件的相关事实后评估实质性合并。^[40] 他们考虑待合并的实体之间的关系的本质,审查这些实体之间是否有实质性的相同之处。^[41] 如果法院确定存在这种实质性的相同,那么应该如何裁决有两派观点。一方采用平衡测试(a balancing test),另一方则更多地采用“无害”测试(a “do – no – harm” test)。

平衡测试目前在华盛顿特区巡回法院^[42]以及第十一巡回法院和第九巡回法院适用。^[43] 如果其益处“大大超过了坏处”,该测试允许实质性合并。^[44] “无害”测试目前被适用于第二巡回法院和第三巡回法院。^[45] 该测试承认公平补救措施不应该被用来伤害无辜的当事人,只有在实际上没有债权人受到伤害的情况下,才允许进行实质性合并。^[46] 因此,保护 SPE 不受实质性合并的影响,通常是通过保持 SPE 与出资人和发起人之间的公平交易形式来实现的。^[47]

实现证券化交易的破产隔离,还要求将金融资产从发起人和出资人转移到 SPE,根据破产法将其构建为“真实出售”。^[48] 这种出售方式赋予了 SPE 使用从金融资产中收取的现金向投资者支付其证券的权

[40] Eastgroup Props. , 935 F. 2d at 249; citing *In re Auto – Train Corp.* , 810 F. 2d 270 (D. C. Cir. 1987). 虽然实质性合并通常发生在关联实体破产的情况下,但即使一些实体没有破产,法院也可以下令进行实质性合并。例如, *Sampsell v. Imperial Paper & Color Corp.* , 313 U. S. 215 (1941) (将公司的资产与股东的资产合并)。5 William Miller Collier, *Collier on Bankruptcy* ¶ 1100.06[3], at 1100 44 to 46 (15th ed. 1989).

[41] 为此,法院通常会考虑与平衡一系列因素,它们来自 *In re Vecco Constr. Indus.* , 4 B. R. 407, 410 (Bankr. E. D. Va. 1980)。具体讨论见 5 William Miller Collier, *Collier on Bankruptcy* ¶ 1100.06[3] (15th ed. 1989)。

[42] *In re Auto – Train Corp.* , 810 F. 2d 270 (D. C. Cir. 1987)。

[43] *Eastgroup Props. v. S. Motel Ass’n*, 935 F. 2d 245, 249 (11th Cir. 1991); *Bonham v. Compton (In re Bonham)* , 229 F. 3d 750, 766 n. 11 (9th Cir. 2000)。

[44] 同上。

[45] See *In re Augie/Restivo Baking Co., Ltd.* , 860 F. 2d 515 (2d Cir. 1988); *In re Owens Corning*, 419 F. 3d 195 (3d Cir. 2005)。

[46] *In re Owens Corning*, 419 F. 3d.

[47] 证券化和结构性金融委员会,美国律师协会商法分会, *Bankruptcy Remoteness: A Summary Analysis*, *The Business Lawyer* (forthcoming Summer 2022)。

[48] 见前注[32]及附文。

利。^[49] 构建一个“真实出售”的复杂性与本文的分析论证无关,只是为了观察到这种构建是可行的。^[50]

2. 项目融资。项目融资交易重新分配了破产风险,因此投资者只承担与创收项目产生的现金流有关的风险。^[51] 在一个典型的项目融资中,出资人创建了一个 SPE 项目公司(通常投资一些股权),该公司发行证券以建设项目,如发电厂或收费公路。这些证券的投资者(有时可能是最初贷款的银行)从完工项目产生的现金中得到偿还,例如,从发电厂的电力销售或从收费公路的车辆通行费中得到偿还。因此,投资者承担了项目建设和其他相关的风险,^[52]但他们不承担任何与出资者有关的破产风险。^[53]

3. 其他类型的结构性金融交易。其他类型的结构性金融交易是证券化或项目融资的变种。例如,担保债券交易与证券化交易相似,但也有重要区别。^[54] 此外,特别是在欧洲,担保债券交易往往是在法定的安全港下构建的。^[55]

生产—支付交易与项目融资相似,但生产—支付交易的项目通常是一个包含特定矿物的矿或油气生产设施,所开采的矿物和碳氢化合物被

[49] Structured Finance, 见前注[36], § 4:1, at 4-3.

[50] 同上。第4章。

[51] See Carl S. Bjerre, Project Finance, Securitization and Consensuality, DUKE J. COMP. & INT' L, Vol. 12, 2002, pp. 413 (在结构性融资交易中,贷款人依赖于在法律上与借款人分开的资产来偿付,从而不受与借款人可能破产有关的某些风险的影响)。

[52] 政府有时会帮助补贴有公共价值项目的建设风险。例如,美国国际发展金融公司(The U. S. International Development Finance Corporation, DFC)“投资于包括能源、医疗保健、关键基础设施和技术在内的各个领域”,包括为项目融资建设风险提供保护。DFC的目标是“使美国在全球发展舞台上成为更强大、更有竞争力的领导者……”见 <https://www.dfc.gov/who-we-are>。

[53] 当一个 SPE 证券收益被用于建造产生租金的住宅或商业房地产项目时,这种交易通常被称为房地产证券化。不过,从技术上讲,这种交易可以被视为一种项目融资。

[54] See Steven L. Schwarcz, Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds, J. CORP. L, Vol. 39, 2013, pp. 129 (比较证券化和担保债券交易)。

[55] See Ralf Burmeister et al., Overview of Covered Bonds, in ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACTBOOK 85, 97-98 (Wolfgang Kälberer et al. ed., 2009)。

出售,以产生收入来支付 SPE 项目公司的证券。^[56] 资金提供者创建(通常投资一些股权)SPE 项目公司,该公司发行证券以建设该项目。这些证券的投资者从销售已完成项目的矿物所产生的现金中得到偿还。因此,投资者承担与建设、采矿和销售矿物相关的风险,包括矿物定价风险,但他们不承担与资金提供者相关的任何破产风险。

(二) 护栏

“护栏”(ring - fencing)指的是重新分配破产风险,以保护公共事业、银行和保险公司。^[57] 公用事业委员会和其他州的监管机构通常要求对公用事业公司进行护栏,例如,合法地将它们的风险资产和业务与公用事业功能分开。^[58] 英国还要求对零售银行业务进行护栏。^[59] 美国的联邦监管机构已经考虑,但不要求对银行和其他具有系统重要性的金融机构进行护栏,以降低系统性风险。^[60] 美国领先的保险标准制定和监管支持组织主张增加保险公司的护栏。^[61]

因为护栏是在不同的行业环境中提出的,所以对护栏的定义并不

[56] 例如,See Charles E. Harrell et. al., *Securitization of Oil, Gas, and Other Natural Resource Assets: Emerging Financing Techniques*, BUS. LAW, Vol. 52, 1997, pp. 893. Cf. 26 C. F. R. § 1.636 - 3(a) (定义生产付款)。

[57] 护栏(ring - fencing)有时也被称为“环形护栏”(ring fencing)。

[58] 例如,See Charles E. Peterson & Elizabeth M. Brereton, UTAH STATE DEP'T OF COMMERCE, Report ON RING - FENCING 35 - 39 (Sept. 2005), available at <http://www.psc.utah.gov/utilities/telecom/05docs/0505301/Dir%20Test%20C%20Peterson%20DPU%20Exhibit%2010.1.doc> (总结要求公用事业公司设置护栏的选定的州法)。

[59] See The Financial Services (Banking Reform) Act 2013, Part 9B § 142.

[60] 例如,前美国联邦储备系统理事 Daniel K. Tarullo, 建议对大型外国银行和具有系统重要性的金融机构的美国业务设置护栏。Jonathan Spicer, *Update 2 - Fed's Tarullo urges global action on regulating banks*, REUTERS, February 22, 2013, available at <http://www.reuters.com/article/2013/02/23/usa-fed-tarullo-regulation-idUSL1N0BMDRM20130223>.

[61] 参见 Daniel Schwarcz 在美国众议院保险、住房和社区机会小组委员会关于“保险监督和立法建议”(Insurance Oversight and Legislative Proposals)的证词,2011年11月16日[批评全国保险专员协会(National Association of Insurance Commissioners, NAIC)提出的对保险集团监管采取“窗户和墙壁”(windows and walls)的建议]。该方法的描述见 https://www.naic.org/documents/index_smi_group_solvency_windows_and_walls.pdf.

一致。^[62] 然而,它的所有定义都包括破产隔离的关键要素:保护一个实体免受内部和外部因素的影响,这些因素可能阻止它偿还到期债务,或者可能使其成为破产案件的主体。^[63] 因此,“护栏最常见的功能是保护公司不受负债和其他与破产有关的风险的影响”。^[64] 护栏的其他功能侧重于使实体能够在到期时偿还债务。这些其他功能包括“确保(一个实体)能够在独立的基础上运作,即使其附属公司倒闭,保护(一个实体)不被其附属公司利用——基本上保护被围住(ring-fenced)的公司业务和资产,(并)限制公司的风险活动和投资”^[65]。

在美国,护栏最常见的应用是保护公用事业(utilities)。^[66] 公用事业通常通过控股公司结构运营,在这种结构中,母公司拥有公用事业子公司的股份。^[67] 这种结构提供了灵活性,因为母公司不一定作为公用事业公司受到监管,从而使公司集团能够以更优惠的条件筹集资金。^[68] 尽管如此,随着控股公司越来越多地将其投资分散到风险更高的(非公用事业)资产上,失败的情况在增加。^[69] 由此产生的母公司破产让公用

[62] 护栏,见前注[10],第71-72页。

[63] 见前注[5]—[6]及其附文。

[64] 护栏,见前注[10],第73页。

[65] 同上,第73-74页(引文省略)。对关联公司风险的保护反映了越来越多地使用控股公司的结构,在这种结构中,公用事业公司通常是一个或多个运营公司的子公司,这些公司可能从事风险较大的交易。比较护栏,前注[11],第74页,与前注[7]及附文(相比)。(观察到关联公司风险“对于作为较大公司集团一部分的实体来说尤其重要,正如当今大多数实体是这样”)

[66] 见 Peterson & Brereton, 前注[58],第35-39页(总结了马里兰州、威斯康星州、弗吉尼亚州、俄勒冈州和新泽西州的立法,这些立法使用护栏技术来实现公用事业公司的破产隔离)。

[67] See Richard D. Cudahy & William D. Henderson, *From Insull to Enron: Corporate (Re) Regulation After the Rise and Fall of Two Energy Icons*, ENERGY L. J., Vol. 26, 2005, pp. 57.

[68] 同上(还解释了为什么控股公司结构可以使得企业集团吸引和培养更大的工程人才库)。

[69] See Fred Grygiel & John Garvey, *Fencing in the Regulated Utilities*, Public Utilities Fortnightly, Aug, 2004, pp. 32.

事业的子公司也面临破产。^[70] 为了减轻这种风险,公用事业公司通常被保护起来,以避免破产。^[71] 这种护栏的条款,包括实现护栏的合同方式,通常是由公用事业的监管机构规定的——通常是州公用事业委员会。^[72]

二、从公共政策的角度分析破产隔离结构化

第一部分已经表明,结构性金融交易和护栏都依赖于破产隔离结构化来重新分配破产风险。除了某些担保债券交易外,这种结构化交易主要是通过合同实施的。^[73] 本部分表明,通过对破产法定计划的妥协,破产隔离结构化创造了合同自由和破产法政策之间的紧张关系。^[74] 本部分还分析了这种紧张关系以及平衡合同自由和法定政策的必要性。

[70] 例如,Public Citizen, *Changes in the Financial Health of the Electric and Natural Gas Utility Industries Since the PUHCA Hearings of 2001*, March, 2004, <http://www.citizen.org/documents/industryhealth.pdf> (讨论2003年由PUHCA豁免或“非公用事业”企业导致的破产浪潮)。

[71] 见Grygiel & Garvey, 前注[69],第32页。

[72] 同上。例如,1997年,安然(Enron)收购了波特兰通用电气公司(Portland General Electric,PGE),该公司由俄勒冈州公用事业委员会(Oregon Public Utility Commission,OPUC)监管。见Peterson & Brereton,前注[66],第13页。(推荐在犹他州使用护栏,并在波特兰通用电气公司的案例中讨论俄勒冈州成功使用护栏的情况)安然和PGE之间的合并是以OPUC规定的条款为前提的,该条款(除其他外)规定PGE必须由安然在破产隔离化结构中持有。同上,第15页。当安然最终申请破产时,这些护栏措施保护了PGE免于破产。Miles H. Mitchell et al., MD. PUB. SERV. COMM’N, Commission Staff Analysis of Ring – Fencing Measures for Investor – Owned Electric and Gas Utilities 14 (Feb. 18, 2005), available at <http://webapp.psc.state.md.us/Intranet/Reports/RevisedRing – FencingReport.pdf> (推荐在马里兰州使用护栏,并在波特兰通用电气公司的案例中讨论俄勒冈州成功使用护栏的情况)。

[73] 见前注[29]及其附文。

[74] 这种紧张关系涉及围绕破产的更广泛的合同问题。See Steven L. Schwarcz, *Rethinking Freedom of Contract: A Bankruptcy Paradigm*, 77 TEX. L. REV., Vol. 77, 1999, pp. 515.

(一) 合同自由

一般来说,法律保护合同自由,因为自愿谈判应该为合同各方带来经济上有利的结果。^[75]然而,合同自由通常受到三个限制:家长式管理(paternalism)、公共政策和外部性(externalities)。^[76]通常,合同各方当事人都富有经验,家长式管理不应适用于本文的商业合同环境。然而,公共政策和外部性施加的限制可能适用于商业合同,包括破产隔离结构化。

接下来的部分将研究破产法中的公共政策强加给破产隔离结构化的限制。^[77]

(二) 破产法政策

公共政策可以限制合同自由。^[78]在破产隔离结构化的背景下,相关政策是法定的:由《破产法典》^[79]或其他编纂破产法的法规所体现的破产法政策(以下简称法定政策)。学者构建了这样一种分析框架,即破产法中的哪些规则应被视为“违约”规则(“default” rules),当事人应能够围绕这些规则订立合同,以及哪些规则对于法定破产计划至关重要,应被视为强制性规则。^[80]在更广泛的范围内,法院为作出这一决定提供了一些指导:应当允许当事人围绕一项法定计划订立合同,只要这

[75] See Michael J. Trebilcock, *The Limits of Freedom of Contract* 7 (1993) (注意到“如果观察到双方自愿进行私人交易,必须假定双方都认为交易可能会使他们更富裕,否则他们不会进行交易”).

[76] 见前注[74],第535-539页。

[77] 此后文章的第三部分研究了外部性施加的限制。

[78] 见前注[75]及其附文。

[79] 回顾一下,该法典编纂了美国破产法。见前注[3]及附文。

[80] See Robert K. Rasmussen, *Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy*, 71 TEX. L. REV. Vol. 71, 1992, pp. 52; 61-72 (认为将破产法本质上视为一套强制性规则是不正常的,因为合同法中的大多数规则是默认规则,并且“人们必须为援引强制性规则提供正当理由”).

种合同不会“使法令的目的无效”或妨碍法令旨在实现的立法政策。^[81]

在破产隔离结构化中,各方围绕相关破产法定方案签订合同,以保护实体免受可能阻止其偿还到期债务或可能使其成为破产案件主体的因素的影响。^[82] 该合同是否使法定计划的目的无效或妨碍了法定政策的实施呢?

破产隔离结构化会影响两项基本的法定政策:平等分配和债务人恢复(debtor rehabilitation)。^[83] 在一定程度上,结构化保护实体免受可能阻止其偿还到期债务因素的影响,这不应使破产法的目的失效或阻碍这些政策中的任何一项。相反,这将有助于该实体避免债务违约。这些法定政策不应该适用于在债务到期时支付其债务的实体。^[84]

相比之下,保护实体免受可能使其成为破产案件主体的因素影响的

[81] 例如, See *Barrentine v. Arkansas - Best Freight Sys., Inc.*, 450 U.S. 728, 740 (1981) (认为《公平劳动标准法》规定的权利“不能通过合同来剥夺或放弃”,如果这样做“会使法规的目的无效”,并阻碍其旨在实现的立法政策”)。 *Gilmer v. Interstate/Johnson Lane Corp.*, 500 U.S. 20, 26-8 (1991) (认为根据《就业年龄歧视法》在联邦法院提出索赔的权利可以通过合同放弃,以支持仲裁协议,因为只要一个人可以在仲裁法庭上有效地提出他的法定诉讼理由,该法规的基本目的和政策就不会受到影响)。参阅 Alan Schwartz, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, 107 YALE L. J., Vol. 107, 1998, pp. 1840 (认为强制性规则只有在以下情况下才是合理的:有必要保护制度本身的完整性,或者在当事方本身无法自行达成有效结果时,强制性规则能够提高事后效率)。

[82] 见前注[4]-[5]及其附文。

[83] 这是破产法(包括法典在内)所依据的两项基本政策。见《重新思考合同自由》,前注[74],第542页。[引用 Report of the Commission on the Bankruptcy Laws of the United States, H. R. Doc. No. 93-137, pt. 1, at 75 (1973)]分配平等意味着破产法通常尊重非破产法规定的偿付优先权。债务人恢复意味着破产法通常有利于重组公司,至少是那些经营良好但负债过多的公司。

[84] See 11 U.S.C. 303(h)(1) (有效地将非自愿破产限制在通常不能偿还到期债务的实体上)。自愿破产申请没有明确的条件,但能够偿还到期债务的实体很少自愿申请破产;流动性不足似乎是申请破产的主要原因。See Marc Martos - Vila & Zongtao Shi, *Bankruptcy Filings During and After the COVID - 19 Recession*, BUS. L. TODAY (Mar. 16, 2022) (注意到“经济衰退会充分降低流动性,使得债务人无法在到期时履行债务义务,可能需要法院驱动的解决方案”); Jean Murray, *Common Reasons Why Companies Go Bankrupt*, SMALL BUS. (July 8, 2019), <https://www.thebalancesmb.com/why-do-businesses-go-bankrupt-a-crisis-of-liquidity-3974597> (将流动性不足确定为申请破产的主要原因)。

破产隔离结构设计可能会损害上述法定政策。这种结构可能会损害平等分配的政策,因为优先偿还 SPE 证券的投资者,而不是偿还资金提供者和发起人的债权人。^[85] 尽管有平等分配的政策,但是,通常会尊重破产前的合同重新分配还款优先权。例如,《破产法典》规定,“排序居次协议在(破产)案件中可根据(本法)执行,其程度与此类协议在适用的非破产法中的可执行性相同”^[86]。它还承认了抵押品的优先权。^[87] 因此,破产隔离结构不应该妨碍平等分配的法定政策。^[88]

类似地,破产隔离结构化可能会通过潜在地剥夺出资人和发起人已转移到 SPE 的金融资产,以损害债务人恢复(rehabilitation)政策。^[89] 然而,这种结构化不应妨碍该法定政策,因为 SPE 向发起人支付——而出资人反过来向发起人支付——购买金融资产的议定市场价。^[90] 此外,通过促进结构化金融交易,破产隔离结构化可以通过向经济上可行但无法借款的出资人和发起人提供必要的流动性来促进债务人恢复。^[91] 因

[85] 见前注[30]—[31]和[49]及附文(解释 SPE 证券的投资者承担与金融资产相关的风险,但他们不承担与资金提供者或发起人相关的破产风险)。

[86] 11 U. S. C. § 510(a)。

[87] 例如,See 11 U. S. C. § 1129(b)(2)(A)(确认有担保债权的优先权)。

[88] 如果国会通过反弃权条款明确排除它们,以禁止缔约方围绕联邦法定计划签订合同。例如,See *United States v. Mezzanatto*, 513 U. S. 196, 200 - 01 (1995), 然而,破产隔离结构化不应该牵涉到法典中的任何反豁免条款。

[89] 见前注[32],Pearce & Lipin 及附文。

[90] 见前注[30]及附文。在极少数情况下,根据 11 U. S. C. 364,申请破产重组的公司在获得债务人持有融资之前,可能需要立即获得流动性来支付员工和其他费用。为了避免清算,法院有时允许这样的公司,如果可行的话,暂时使用破产隔离(bankruptcy - remote)SPE 的资金——因此可以说有利于债务人恢复而不是远离破产(bankruptcy remoteness)。例如,在申请破产后,LTV 钢铁公司对其证券化融资质疑,认为向 SPE 的转让并不是真正的出售,因此,它应该能够根据破产法提供充分的保护,使用 SPE 的资金作为“现金抵押”。In re LTV Steel, Inc., No. 00 - 43866, 2001 Bankr. LEXIS 131 (Bankr. N. D. Ohio Feb. 5, 2001), 在 *4 - *7. LTV 主张,如果不这样做,公司可能不得不停止运营,从而危及员工的工作和退休福利,并对当地经济产生不利影响。破产法院允许 LTV 在真实的销售问题解决之前使用这些集合(collections)。同上,*5 - *6。

[91] See Steven L. Schwarcz, *Securitization Post - Enron*, 25 CARDOZO. L. REV, Vol. 25, 2004, pp. 1539.

此,破产隔离结构化也不应该阻碍债务人恢复的政策。^[92]

(三) 平衡合同自由和破产法政策

可见,破产隔离结构化似乎并没有使破产法的目的失效,也没有妨碍其法定政策。所以,从公共政策的角度来看,应该允许当事人以合同方式参与破产隔离结构化。^[93]

然而,这是一个规范性的分析。例如,在美国,如果在特定的情况下法院仍然发现签订破产隔离合同阻碍了法典的政策,即美国宪法的最高条款(supremacy clause)——该条款在相关部分规定“美国的法律……应是国家的最高法律”^[94]——这将使法院能够宣布该合同结构无效。这反映了《破产法典》是联邦法律,因此是美国联邦法律的一部分,而合同法是州法律。^[95]

接下来第三部分分析,尽管有合同自由,但破产隔离结构化的外部性——包括其产生系统性金融风险的可能性——是否应该限制合同结构化。

三、从成本收益的角度分析破产隔离结构化

外部性(externalities),或对第三方的伤害,也会限制合同自由。^[96] 破产隔离结构化可以产生外部性。^[97] 然而,并不是所有的外部性都会

[92] 法院似乎也不愿意发现围绕法定计划签订合同会阻碍法定政策的实施。重新思考合同自由,前注[74],第538页。See *Martin v. Spring Break '83 Productions, L. L. C.*, 688 F.3d 247, 255–56 (5th Cir. 2012) (解决员工的公平劳动标准法索赔的私人协议是有效的)。

[93] 上述分析侧重于当前执行的破产隔离结构化。本文并未涉及是否应允许各方以合同方式参与未来可能以非常不同的方式执行的破产隔离结构化。

[94] U. S. Constitution, Art. VI, Para. 2.

[95] 参见,例如,Xuan-Thao Nguyen, *Contract Impossibility from the Spanish Flu of 1918 to the Covid-19 Pandemic*, 76 N. Y. U. ANN. SURV. AM. L. Vol. 76, 2021, pp. 779 (说明合同法是州法)。

[96] 见前注[75]及附文。

[97] 见前注[16],[17]Ronald文及附文。

阻碍合同的执行;许多合同会产生外部性,但却被强制执行。^[98] 在审查外部性时,关键问题是哪些外部性,以及在什么情况下应该使合同执行失败。^[99] 不幸的是,“确定这些(外部性)影响中的哪些影响,如果是负面的,在限制当事人相互签订合同的能力时应该予以考虑,这形成了重大的概念性问题”^[100]。

无可讳言,无关紧要的外部性不应该算作对合同自由的限制。例如,企业承担风险会产生无数的外部性,但法律只试图限制实质性的外部因素。^[101] 要考虑到所有的外部性根本是不可行的。^[102] 此外,法律一般只在收益大于成本的情况下才试图限制实质性的外部性。^[103]

破产隔离结构化肯定会产生实质性的外部性。^[104] 然而,这本身不应该自动挫败破产隔离结构化的执行。公共政策分析通常通过权衡一个项目的收益和成本来评估其(至少是经济上的)优点。^[105] 同样,本文建议,破产隔离结构化的优点也应该通过 CBA 来评估。

传统上,CBA 与卡尔多-希克斯的效率模型类似,^[106] 其权衡成本和

[98] 重新思考合同自由,见前注[74],第 551-52 页。

[99] 同上,第 552 页。

[100] Trebilcock,见前注[75],第 20 页。

[101] See Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002, pp. 425 (观察到公司行为产生的重要外部性应该“通过一般福利立法、侵权诉讼和其他形式的监管加以约束”)。

[102] 例如,See Lisa Grow Sun & Brigham Daniels, *Externality Entrepreneurism*, U. C. DAVIS L. REV., Vol. 50, 2016, pp. 321 (举例说明补偿由石油泄漏引起的二阶外部性的困难:“溢出的石油可能会污染本地的贝类存量,这反过来又会损害当地渔民的生计,伤害了其他不再受渔民光顾的当地企业,这导致了更多的裁员和经济困境,从而降低当地的财产价值,大幅削减当地学校的预算……”)。

[103] See Exec. Order No. 12866, 58 Fed. Reg. 51,735 (Oct. 4, 1993) (要求所有联邦机构对每项“主要”规则进行成本效益分析)。

[104] 见下文第三部分第二节。

[105] 见前注[103]及附文。

[106] 例如,See Matthew D. Adler & Eric A. Posner, *Implementing Cost-Benefit Analysis When Preferences Are Distorted*, 29 J. LEGAL STUD., Vol. 29, 2000, pp. 1108 (说明传统上 CBA 与卡尔多-希克斯效率相似)。

收益,而不考虑谁支付成本和谁获得收益。^[107] 这种模式对于政府对成本和收益进行中立评估是有意义的,比如决定在哪里建一个新机场或是否颁布新的法规。然而,在破产隔离结构化中,合同当事人都支持并且从项目中显著地获益。^[108] 从公共政策的角度来看,对这些私人行为的公正评估应该权衡与社会相关的成本和收益。^[109] 这与当代经济理论相一致,即“政策必须基于社会成本和收益,而不是狭隘的私人成本和收益”^[110]。因此,本文根据企业破产隔离结构化的公共利益及其公共或“社会”成本(其外部性)来进行破产隔离结构化的 CBA。^[111]

接下来,第一节研究这些公共利益,第二节研究这些社会成本,第三节则平衡这些利益和成本。因为收益和成本会因合同是针对结构性金融还是护栏而有很大差异,因此讨论会相应地分成两部分。此外,护栏的讨论侧重于公用事业,这是它最常见的应用。^[112]

[107] See Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law* § 1.2, at 13–14 (9th ed. 2014) [观察到交易是卡尔多-希克斯有效的,即使“赢家”(例如,债务人和订约债权人)不补偿“输家”(例如,不同意的债权人和任何其他非签约的第三方)]。See Richard Posner, *Cost – Benefit Analysis: Definition, Justification, and Comment on Conference Papers*, pp. 318–319 (Matthew D. Adler & Eric A. Posner, eds.) (观察到“卡尔多-希克斯意义上的效率——把馅饼做大,而不用担心切片的相对大小如何变化——是一种社会价值”)。

[108] 见前注[75]。

[109] 见前注[18] (注意到尽管对私人契约的分析,包括对破产的私人契约的分析,往往只考虑私人的利益和成本,寻求社会福利最大化的 CBA 也应该考虑到破产隔离结构化的社会利益和成本)。

[110] Anat R. Admati, *The Missed Opportunity and Challenge of Capital Regulation*, NAT’ L. INST. ECON. REV. No. 235, R4, R5 (Feb. 2016). See Caroline Cecot, *Who Benefits from Cost – Benefit Analysis?*, NOTICE & COMMENT (Oct. 13, 2021), available at <https://www.yalejreg.com/nc/symposium-reviving-rationality-part-10/> (从福利经济学的角度论证,CBA 可以而且应该考虑监管收益和成本的社会相关分配)。Matthew D. Adler, *Benefit – Cost Analysis and Distributional Weights: An Overview*, 10 REV. ENV’ T ECON. AND POL’ Y, Vol. 10, 2016, pp. 264 (认为 CBA 应该考虑到分配问题)。上文提到的公共利益和社会成本当然是指净公共利益和净社会成本。这种区别对于破产隔离结构化来说可能是微不足道的。

[111] 尽管本文在下文中提到了“公共利益”和“社会成本”,但术语“公共”和“社会”之间并无区别。

[112] 见前注[66]及附图。关于护栏的某些其他成本效益分析,见 Ring – Fencing, 前注[10], 第 99–104 页。

(一)公共利益

1. 结构性金融。破产隔离的结构性融资使企业能以更低的成本和更优惠的利率进入资本市场。^[113] 一些因素——包括隔离破产风险,^[114] 减少信息不对称,^[115] 以及使资金来源多样化^[116]——有助于降低成本。^[117] SPE 的债务证券投资者不必担心与资金提供者或发起人有关的破产风险。他们只需要评估 SPE 所购买的金融资产的信誉和质量。^[118] 基于同样的原因,穆迪、标准普尔和惠誉等信用评级机构对 SPE 的债务证券的评级往往高于对其资金提供者的债务证券的评级。^[119] 相比之

[113] See Meredith S. Jackson, *Leap of Faith: Asset - Based Lending to Asset - Backed Securitization—A Case Study*, 2 STAN. J. L. BUS. & FIN., Vol. 2, 1995, pp. 196; Pearce & Lipin, 前注[27], 第 186 页(2011)。也见前注[12]及附文。这些更低的成本和更有利的利率在很小程度上被交易成本所抵销。见 Pearce & Lipin, 前引, 第 190 页(注意到破产隔离结构化涉及交易成本, 包括律师费和评级机构费)。

[114] 见前注[6]及附文。

[115] See Edward M. Iacobucci & Ralph A. Winter, *Asset Securitization and Asymmetric Information*, J. LEGAL STUD., Vol. 34, 2005, pp. 161. See Salman Shah & Anjan V. Thakor, *Optimal Capital Structure and Project Financing*, J. ECON. THEORY, Vol. 42, 1987, pp. 209(注意到投资者不需要考虑资金提供者的信誉或整体现金流;他们只需要评估 SPE 的现金流生成能力)。

[116] See James J. Croke, Jr., *Project Finance and Securitization: A Natural Hybrid*, *Transnat'l Law*, Vol. 18, 2004, pp. 161 - 162[观察到结构性融资的“结构提供了利用额外资金来源的能力, 以获得更好和可能更便宜的资金, (并)提高资金来源的多样性”]。

[117] 根据莫迪尼亚尼 - 米勒 (Modigliani - Miller) 资本结构无关性原则, 破产隔离的额外保护可以使企业以较低的成本进入资本市场, 这一事实表明, 这些额外保护是以企业的资产负债表债权人作为代价的, 他们现在面临更大的风险。我在后面会表明, 这些债权人实际上并没有面临更多的风险。见后注[146]—[151]及附文。从概念上讲, 不相关原则假设市场是完美的, 因此是不现实的; 破产隔离结构化有助于纠正真实市场的信息不对称的缺陷。见前注[115]及附文。

[118] 例如, See Adriana Z. Robertson, *Shadow Banking, Shadow Bailouts*, DEL. J. CORP. L., Vol. 43, 2019, pp. 459。另见 James A. Rosenthal & Juan M. Ocampo, *Analyzing the Economic Benefits of Securitized Credit*, J. APPLIED CORP. FIN., Vol. 3, 1988, pp. 32(解释证券化交易中的风险暴露更为有限, 因为投资者确切地知道他们承担什么风险)。

[119] 例如, 见 STRUCTURED FINANCE, 前注[36], § (引脚引用)[注意到“(SPE)发行的证券, 根据交易的结构, 可能比发起人直接发行的证券具有更高的投资评级”]。

下,由于破产风险,即使是传统的担保融资也可能成本高昂,^[120]尤其是公司的杠杆率很高或者其债务证券的评级低于投资级别时。^[121]

多样化的资金来源还能增加进入资本市场的机会。^[122]例如,信用评级勉强为投资级的×公司,无法以经济有效的方式向资本市场投资者出售额外的债务证券。由×公司发起的SPE却仍然可以经济有效地发行额外的债务证券,×公司间接获得资金。这里有两点原因:SPE有着不同知名度,并且,由于破产隔离,其债务证券很可能拥有更高的信用评级。^[123]

正如所观察到的那样,以更低的成本和更优惠的利率进入资本市场的机会,可以提供宝贵的经济收益,包括使企业能够追求更广泛的项目和商业机会,潜在地增加就业和股东财富^[124]并最终降低消费者成本。^[125]此外,破产隔离提供的保护可以鼓励生产性的冒险和创新。^[126]更为概括地讲,人们普遍认为,证券化在支持经济增长方面发挥着重要作用。^[127]例如,贷款证券化使贷款人能够将其现有的贷款货币化,从而

[120] 破产会在几个方面破坏对抵押品的保护。例如,自动中止中止了有担保债权人的所有止赎和其他强制执行行动。11 U. S. C. § 362。债务人也被授权在破产案件中继续使用抵押品。11 U. S. C. § 363。如果债务人无法以其他方式获得破产融资,只要现有的有担保债权人得到充分的保护,法院就可以批准对担保品的优先留置权,以确保这种融资——这是一个有些模糊和灵活的概念。比较11 U. S. C. § 364(d)(1)(使破产法院能够批准优先留置权)与11 U. S. C. § 361(3)(前提是充分保护包括现有抵押品的“不容置疑的等价”)。

[121] 信用评级提供了一种措施,根据证券发行人的财务实力、前景和过去历史来比较不同债务证券的信用度。投资级债务证券是指那些被标准普尔或穆迪评为“BBB-”或更高的债务证券。*What Does Investment Grade Mean*, INVESTOPIA (Jan. 21, 2021), <https://www.investopedia.com/ask/answers/what-does-investment-grade-mean/>.

[122] 见前注[116]及附文。

[123] 参见前注[118]—[119]及附文和后注[231]—[232]及附文。(解释为什么SPE的债务证券可能比其资金提供者的债务证券具有更高的信用评级)

[124] 见前注[12]—[14]及附文。

[125] 例如,See Steven Todd, *The Effects of Securitization on Consumer Mortgage Costs*, REAL ESTATE ECON, Vol. 29, 2002, pp. 29(发现证券化似乎降低了抵押贷款发起费用,“为消费者节省了大量资金”)。

[126] 见前注[14]—[15]及附文。

[127] 例如,See IMF, *Securitization: The Road Ahead*, IMF Staff Discussion Note (Jan. 2015)。

起到货币乘数的作用,使其能够提供更多的贷款。^[128]更为概括地说,一项研究估计,“相对于担保资产的价值,证券化产生了近14%的价值增长”,由于违约风险降低,发行的债务总量增加了15%。^[129]当公司风险较高时,证券化可以使担保资产的价值增加20%甚至更高。^[130]

相比之下,由破产隔离项目融资交易组成的结构性金融子集包括许多上述益处以及其他主要益处。与其他形式的结构性融资一样,项目融资让发起人能够以更低的成本和更优惠的利率更多地进入资本市场。^[131]例如,如果“新项目的规模是资金提供者的一半,年波动率为40%,单独融资给发起人带来的收益占项目价值的13%”,大部分收益来自破产隔离结构化的有限责任。^[132]

除了这些共享的利益之外,项目融资经常被用来促进关键基础设施项目的建设,如发电厂和收费公路。^[133]项目融资也有助于为可再生能源项目融资。^[134]从这个意义上来说,项目融资的公共利益与下文讨论的护栏相似,^[135]其保护重要公用事业。

2. 护栏。对公用事业设置护栏的许多益处是显而易见的:它有助于保护公用事业的持续运行,从而为公众提供诸如电力、清洁水和通信等必需品。^[136]公共服务委员会通常对公用事业进行监管,并且通常需要

[128] See Devon R. Tucker, *Not All Securitizations Are Equal: Risk Retention for Commercial Mortgage – Backed Securitization in an Era of Deregulation*, N. C. BANKING INST, Vol. 23, 2019, pp. 306.

[129] See Hayne E. Leland, *Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance*, J. FIN, Vol. 62, 2007, pp. 797.

[130] 同上,第798页[研究SIFMA数据,并尝试估算国家和/或全球成本节约——降低借款成本(其持续了数年),抵销(一次性)交易成本——通过证券化、担保债券、项目融资和其他结构性融资交易。引用]。

[131] 见前注[113]及附文。

[132] See Leland, 见前注[129],第799–80页。

[133] 见前注[51]—[53]及附文。

[134] See Bjarne Steffen, *The Importance of Project Finance for Renewable Energy Projects*, ENERGY ECON, Vol. 69, 2018, pp. 287.

[135] 见本文“三(一)2. 护栏”。

[136] 见前注[9]。

通过通知和听证会来实施护栏,^[137]这一事实证明了其公共服务的性质。

具有讽刺意味的是,许多公用事业的垄断地位^[138]增加了护栏的益处。必须保护垄断性公用事业以免受破产风险,因为根据定义,它是其服务领域内唯一能够提供其特定必需品的实体。这种缺乏可替代性的相关性,可以通过比较英国和美国的银行体系来说明。^[139] 尽管这两个国家的银行都提供重要的公共金融服务,但在英国,给银行设置护栏的需求比美国重要得多。美国的银行市场是高度竞争的。^[140] 因此,即使一些银行倒闭,其他银行也可以提供替代的银行服务。然而,英国银行业市场——特别是零售银行服务——的竞争要弱得多。这种差异有助于解释为什么英国现在要求对零售银行业务设置护栏,而美国却不要求。^[141]

[137] 例如,见纽约州公共服务委员会任务声明,available at <http://www3.dps.ny.gov/W/PSCWeb.nsf/ArticlesByTitle/39108B0E4BEBAB3785257687006F3A6F?> 开放文档(纽约州公共服务部的主要任务是确保纽约州的居民和商业消费者以公正合理的价格安全获得安全、可靠的电力、天然气、蒸汽、电信和水服务。该部门力求激励创新、策略基础设施投资、消费者意识、可行的竞争市场,以及以高效和环保的方式使用资源)。

[138] 例如,See David Roberts, *Power Utilities are Built for the 20th Century. That's why they're Flailing in the 21st*, VOX (Sept. 8, 2015) (将公用事业公司定性为垄断供应商)。这篇文章无意批评公用事业公司是否应该是垄断企业。

[139] 缺乏可替代性也是与系统性风险传递相关的一个因素。See IMF et al., *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, 13 (Oct. 2009), <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109.pdf> (<https://perma.cc/TB2P-XJWN>); Basel Committee on Banking Supervision, *Consultative Document: Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement 1* (July 2011) <https://www.bis.org/publ/bcbst201.pdf> (<https://perma.cc/VAA2-U5Y6>).

[140] 例如,*The Nation's Most, and Least, Competitive Banking Markets*, AM. BANKER, May 9, 2011, http://www.americanbanker.com/issues/176_89/competitive-banking-markets-1037222-1.html (发现美国银行业市场整体上是高度竞争的)。

[141] 见 Steven L. Schwarcz, *Regulating Financial Change: A Functional Approach*, MINN. L. REV., Vol. 100, 2016, pp. 1494 n. 221 [我理解这个 n. 是说引用内容位于脚注中,所以在页码之外保留了 n. 221] (解释说,由于英国银行业的竞争性较弱,对英国银行设置护栏的理由比对美国银行设置护栏的理由更有说服力)。

护栏也可以通过建立模块化来防范系统性风险。^[142] 金融系统是高度复杂的,而在复杂系统中失败几乎是不可避免的。^[143] 然而,混沌理论(chaos theory)——更专业的说法是复杂的适应性系统理论——认为,复杂性系统可以通过限制失败的后果而变得更加成功。^[144] 实现这一目标的方法之一是通过“模块化”(modularity)对系统进行解耦(decoupling),从而减少系统中一个部分的故障将系统性地引发另一个部分故障的可能性。^[145] 护栏创造了一定程度的模块化,其通过帮助确保被设置护栏的公司的一个或多个附属公司的失败不会导致公司失败。

(二) 社会成本

1. 结构性金融。破产隔离结构化会产生社会成本,尽管它并不会直接损害第三方。从理论上讲,它可能会造成直接损害,因为结构性金融交易^[146]使侵权债权人和资金提供者及发起人的其他无担保债权人^[147]的权利,从属于SPE证券投资者的权利。^[148] 然而,在实践中,这些无担保债权人应该受益,因为融资为其资金提供者和发起人的债务人提供了

[142] 护栏还可以通过减少恐慌来帮助降低系统性风险。护栏,见前注[11],第95-96页。金融恐慌是系统性风险的常见触发因素。Steven L. Schwarcz, *Regulating Complexity in Financial Markets*, WASH. U. L. REV., Vol. 87, 2009, pp. 248. See Dan Awrey, *Complexity, Innovation and the Regulation of Modern Financial Markets*, HARV. BUS. L. REV., Vol. 2, 2012, pp. 267-277(分析了金融创新如何增加金融市场的复杂性并导致金融冲击)。

[143] See *Regulating Complexity in Financial Markets*, 见前注[142]。

[144] 同上。

[145] 同上。

[146] 回顾一下,破产隔离结构化促进了结构性融资交易。见前注[9]及附图(破产隔离对结构性融资交易至关重要)。

[147] 因为从优先受偿的角度来看,侵权行为债权人的债权与其他无担保债权人的债权同等并按比例分配[见11 U.S.C. § 726(a)(2)],上述关于破产隔离结构化是否直接损害第三方的分析应同样适用于这些债权人。

[148] 这种“结构上的从属关系”之所以发生,是因为作为一个法律上独立的实体,SPE的资产在破产时实际上是资金提供者和发起人的债权人无法触及的。Baudistel, 见前注[15],第1314页。

低成本的流动性。^[149] 经验证据证实了这种益处。^[150] 这些无担保债权人也没有预期会受到伤害。例如,与无担保债权人订立合同时,很少会订立禁止或限制债务人从事结构性金融交易的合同。^[151]

尽管如此,破产隔离结构化可能会增加系统性金融风险,从而间接产生外部性。^[152] 增加这种风险的一种方法是在 SPE 和其资金提供者之间建立一定程度的法律上的分离 (legal separateness), 这可以保护出资人避免承担由 SPE 的行为带来的成本,同时允许出资人参与任何有利可图的收益。这可能会产生道德风险,^[153] 促使资金提供者参与或促使其 SPE 从事高风险活动。例如,据说安然公司利用 SPE 参与了常常被认为

[149] 例如, See Steven L. Schwarcz, *The Easy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, DUKE L. J., Vol. 47, 1997, pp. 482 – 483 (解释了为什么新资金优先融资有利于非签约债权人, 尽管他们处于从属地位)。

[150] 见安然事件后的证券化 (Securitization Post – Enron), 前注 [30], 第 1563 – 1565 页 (表明证券化交易对债券定价有积极影响)。

[151] 同上 (发现资金提供者和发起人的债权人通常不会试图签订可能阻止结构性融资交易的负面质押或限制性销售契约)。但参阅 Heather Hughes, *Property and the True – Sale Doctrine*, U. PA. J. BUS. LAW, Vol. 19, 2017, pp. 888 (描述了对证券化的批评, 包括认为它“涉及从无担保债权人那里提取补贴, 通过成本外部化人为压低利率”)。假设没有直接的损害, 这篇文章不需要讨论这种损害是否应该进一步限制破产隔离结构化。See *In re South Estate Fin. Assoc.*, 212 B.R. 1003, 1005 (Bankr. M. D. Fla. 1997) (对其他债权人产生不利影响的破产放弃不太可能被执行)。Caroline Cecot & Robert W. Hahn, *Incorporating Equity Concerns in Regulation 1* (George Mason Univ. L. & Econ. Rsch. Paper Series, Paper No. 22 – 19, 2022), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4093224 (基于公平理由反对直接伤害群体)。

[152] 虽然传统上 CBA 是从直接成本开始的, 但它也可以包括间接成本。参阅 *Cost – Benefit Analysis: How It’s Used, Pros and Cons*, in INVESTOPEDIA, available at <https://www.investopedia.com/terms/c/cost-benefitanalysis.asp> (注意到 CBA “可能包括” 间接成本)。Tim Stobierski, *How to do a Cost – Benefit Analysis and Why It’s Important*, HARV. BUS. SCHOOL ONLINE (Sept. 5, 2019), available at <https://online.hbs.edu/blog/post/cost-benefit-analysis> (指出: “在计算成本时, 你可能会从直接成本开始……但是, 同样重要的是, 要超越显而易见的。” 还包括间接成本)。

[153] 道德风险是人们受到保护以免受其冒险行为负面后果, 但因为诱惑而去冒更大的风险。BOUVIER LAW DICTIONARY 710 (2011 Compact Edition, Stephen Michael Sheppard, ed.) Mark V. Pauly, *The Economics of Moral Hazard: Comment*, AM. ECON. REV., Vol. 58. 1968, pp. 535.

具有高商业风险的交易。^[154] 在其他条件相同的情况下,风险更高的企业活动会增加系统性风险。^[155]

破产隔离结构化还可以通过促进结构化融资交易来增加系统性风险。^[156] 有人认为,这些交易会阻碍贷款人的监督,从而导致更多的贷款风险,最终导致更大的违约率。^[157] 特别是,证券化在一定程度上取决于贷款并证券化(originate-to-distribute, OTD)模式,在这种模式下出资人发放贷款的目的是在证券化交易中出售它们。^[158] 由于贷款发起者不持有贷款,因此不承担贷款最终表现的风险,OTD模式被认为鼓励他们发放风险更高的贷款。^[159] 这种风险较高的贷款被指责为造成了住房抵

[154] See Deborah L. Rhode & Paul D. Paton, *Lawyers, Ethics, and Enron*, STAN. J. L. Bus. & Fin., Vol. 8, 2002, pp. 13. See Judith Schönsteiner, *Irreparable Damage, Project Finance and Access to Remedies by Third Parties*, in GLOBAL PROJECT FINANCE, HUMAN RIGHTS AND SUSTAINABLE DEVELOPMENT 278 - 316 (Sheldon Leader & David Ong eds., 2011) (解释项目融资交易可能会产生环境、劳动力、社会和政治成本,但受影响的社区拥有有限的法律追索权,因为他们不是合同方); Ted Bridis, *PNC Settles With SEC on Off-Balance-Sheet Deals*, WASHINGTON POST (June 3, 2003), <https://www.washingtonpost.com/archive/business/2003/06/03/pnc-settles-with-sec-on-off-balance-sheet-deals/f31333b4-0a48-453b-ad77-0896df42233f/> (华盛顿邮报2003年6月3日的报道称,PNC银行与SEC达成和解,为其不当使用SPE支付9000万美元的赔偿和2500万美元的罚款)。

[155] 例如,FIN. CRISIS INQUIRY COMM'N, *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* xvii - xix (2011); Christine Hurt, *The Duty to Manage Risk*, 39 J. CORP. L. 253, 254 - 57 (2014) (认为大多数导致金融危机的行为代表了企业的过度冒险)。See Luc Laeven, Lev Ratnovski & Hui Tong, *Bank Size and Systemic Risk*, IMF Staff Discussion Note (May 2014) (描述大型银行如何更有可能参与风险更高的活动,从而导致市场失灵)。

[156] 见前注[142]。

[157] 例如,See Vitaly M. Bord & João A. C. Santos, *The Rise of the Originate-to-Distribute Model and the Role of Banks in Financial Intermediation*, FED. RES. BANK ECON. POL'Y REV., July, 2012, pp. 21.; Antje Berndt & Anurag Gupta, *Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-Distribute Model of Bank Credit*, J. MONETARY ECON., Vol. 56, 2009, pp. 741 - 742。

[158] Berndt & Gupta, 见前注[157]。

[159] 同上。See Yi-Hui Wang & Han Xia, *Do Lenders Still Monitor When They Can Securitise Loans?*, R. FIN. STUD., Vol. 27, 2014, pp. 2354 (考察OTD模式是否阻碍了贷款人监督)。

押贷款违约率高,从而导致了金融危机。^[160]

此外,结构性融资交易会因增加复杂性和促进资产负债表以外的融资,从而有损披露。“(某些结构性融资)交易的复杂性(可能)会导致信息披露不充分,从而触及联邦证券监管的核心……”^[161]此外,由于 SPE 发行的债务证券不一定需要在资金提供者的资产负债表上披露,结构性融资交易可以促进资产负债表外的融资,^[162]从而用来隐藏发起人的实际负债。^[163]如果为了保护自己的商业信誉,资金提供者感到被迫——即使它没有法律义务——偿还 SPE 的债务以避免违约,这可能会变得格外有问题。例如,这种情况发生在 2006—2007 年,当时主要银行为了保护自己的声誉,支付或承担了其发起的资产支持商业票据渠道 SPE (asset - backed - commercial - paper - conduit SPEs) 和结构化投资工具 SPE (structured - investment - vehicle SPEs) 的数千亿美元的债务。^[164]如果这种意外的债务足够大,并且是由银行或其他具有系统重要性金融机构 (Systemically

[160] Berndt & Gupta, 见前注[157]。

[161] Steven L. Schwarcz, *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, UTAH L. REV., Vol. 3, 2008, pp. 1113.

[162] 负责制定公认会计原则(见后注[217])的财务会计准则委员会(FASB)最初允许表外融资,只要发起人将转让资产的控制权交给了 SPE。FASB 第 140 号声明。最近,FASB 发布了第 166 号和第 167 号声明,更严格地要求与 SPE 相关的各方评估他们是否有权指导对 SPE 经济业绩的影响最大的活动(例如服务),以及是否有权获得利益或吸收对特设机构有重大影响的损失。同时满足上述要求的一方必须在其资产负债表上合并 SPE。

[163] See Shalanda H. Baker, *Unmasking Project Finance: Risk Mitigation, Risk Inducement, and an Invitation to Development Disaster?*, TEX. J. OIL GAS & ENERGY L., Vol. 6, 2011, pp. 311 - 312[观察到 SPE 的使用“使资金提供者能够最大限度地减少风险,包括与(一个)项目相关的环境和人权风险,因为资金提供者不直接参与项目”]。

[164] 例如,See Linda Allen & Anthony Saunders, *Risk Management in Banking*, in THE OXFORD HANDBOOK OF BANKING 160, 162 (Allen N. Berger et al. eds., 2015) (解释说,“汇丰银行吸收了 450 亿美元的资产”,这些资产被持有在破产隔离工具中,“以保护其声誉”);Anatoli Segura, *Why Did Sponsor Banks Rescue Their SIVs? A Signaling Model of Rescues* 2 (June 16, 2014) (未发表的手稿),<http://ssrn.com/abstract=2552475> (观察到“大多数资金提供银行介入并拯救”了他们赞助的资产支持商业票据管道,“即使他们没有合同义务这样做”,并且“监管机构将这些和类似的自愿支持决定归因于资金提供者的声誉担忧”)。

Important Financial Institutions, SIFI)引起的,它可能会引发金融冲击^[165]或恐慌^[166],从而增加系统风险。

期限转换的违约风险也会增加系统性风险。^[167] 这是由长期项目的短期资金(通常是有利可图的^[168])导致的资产负债错配,^[169]这是结构性融资交易的常见做法。^[170] 当长期项目的现金流不足以支付到期的短期负债时,就会产生违约风险。^[171]

最后,结构性融资交易会增加系统性风险,因为它将基础金融资产的风险从这些资产的出资人和发行人扩大到了投资于 SPE 证券的金融机构。^[172] 正如金融危机所显示的,即使是高度集中的单一类别资产的损失,在次贷危机中,抵押贷款和抵押贷款支持证券也导致全球众多投

[165] See Awrey, 见前注[142](讨论金融冲击及其后果)。

[166] 一般来说, See Daniel M. Covitz, Nellie Liang & Gustavo A. Suarez, *The Evolution of a Financial Crisis: Panic in the Asset-Backed Commercial Paper Market*, FED. RESRV. BD. (Aug. 18, 2009), <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2009/200936/200936pap.pdf>. 金融恐慌是系统性风险的一个常见触发因素。见前注[142]。

[167] 通常, See Gary Gorton & Andrew Metrick, *The Flight from Maturity*, J. FIN. INTERMEDIATION, Vol. 47, pp. 1 (解释与期限转换相关的违约如何成为金融危机的主要原因)。

[168] 为长期项目提供短期资金的理由包括短期债务证券的利率低于长期贷款的利率,从而使该活动有利可图。Steven D. Simpson, *The Banking System: Commercial Banking – Economic Concepts in Banking*, INVESTOPEDIA, <https://www.investopedia.com/university/banking-system/banking-system2.asp> (<https://perma.cc/WSS6-UNNX>)。

[169] See Jeanne Gobat et al., *The Net Stable Funding Ratio: Impact and Issues for Consideration 3* (INT'L. MONETARY FUND, Working Paper No. 14/106, 2014), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14106.pdf> (<https://perma.cc/9P89-VMZP>)。

[170] See Sandra Krieger, *Shadow Maturity Transformation and Systematic Risk*, FED. RESERVE BANK NEW YORK (Mar. 8, 2011) (描绘了1985年至2010年包括证券在内的资产的期限转换量), available at https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/newsevents/speeches/2011/slides_030811.pdf.

[171] 同上,第4-6页和第10-12页。See GARY B. GORTON, *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*, Oxford, Oxford University Press, 2010 (认为期限转换违约导致了金融危机的发生)。

[172] 例如, See Viral V. Acharya, Philipp Schnabl, & Gustavo Suarez, *Securitization without Risk Transfer*, J. FIN. ECON, Vol. 107, 2013, pp. 515。

资于这些资产支持证券的金融机构破产(或濒临破产,若不是政府救助的话)。^[173]

然而,上述关于破产隔离结构性融资交易的社会成本的讨论,并不完全适用于这些交易的项目融资子集。尽管项目融资像证券化一样,在 SPE 和它的出资人之间建立了一定程度的法律分离,但是出资人通常以一定数量的有意义的股权对 SPE 进行资本化。^[174] 这在一定程度上有助于协调出资人及其 SPE 的利益,从而减轻道德风险,并减少从事高风险活动的动机。^[175] 另外,项目融资交易通常不涉及 OTD 模式,而 OTD 模式被认为是鼓励更高风险的贷款。^[176] 因此,项目融资交易似乎不会像证券化交易那样显著地增加系统金融风险,因此它们的社会成本应该比证券化交易要低得多。

2. 护栏。对公用事业设置护栏的唯一实质性成本应该是与设置护栏结构有关的交易成本,包括法律成本。这些成本可以被看作社会成本,因为它们通常是由公用事业的客户支付的。^[177] 特别是当(在作者的经验中很常见)公用事业已经在运营时,交易成本可能会很高,因为公用事业的现有结构,以及至少是与附属公司的合同必须进行修改。^[178] 此外,对一个正在运营的公司(如公用事业公司)进行护栏的交易成本相比那些与构建破产隔离 SPE 相关的交易成本本质上要复杂得多——因此也高得多,根据定义,作为“特殊目的”实体,其商业目的和功能受到

[173] 例如, See Tracey Sandilands, *Effect of Recession on Small Businesses*, CHRON, <https://smallbusiness.chron.com/effect-recession-small-businesses-61164.html> (last accessed June 15, 2022)(报告称,仅仅一类金融资产的失败就可能引发一系列事件,将整个经济推向衰退)。

[174] 见前注[50]—[51]及附文。

[175] 参阅前注[151]—[152]及附文(讨论资金提供者及其 SPE 的利益不一致如何产生道德风险并鼓励高风险活动)。

[176] 参阅前注[156]—[157]及附文(讨论了 OTD 模式)。

[177] 见后注[181]。

[178] 参阅前注[63]—[64]及附文(注意到公用事业公司护栏涉及,除其他事项外,确保公用事业公司即使在其附属公司破产的情况下也能独立运营,并保护公用事业公司不被其附属公司利用)。

严格限制。^[179]

尽管如此,对公用事业设置护栏的决定通常需要得到公用事业监管机构——公共服务委员会的批准。^[180] 由于护栏成本将由公用事业的公共消费者支付,^[181]任何这样的批准(或要求)几乎肯定会涉及关于护栏有效性的公开监管听证。

(三) 平衡公共利益和社会成本

如前所述,以下平衡在结构性融资和护栏之间分叉为两种。它还将项目融资区分为结构性融资的一个子集。

1. 结构性融资。破产隔离结构性融资具有宝贵的公共利益,包括让公司以更低的成本和更优惠的利率进入资本市场,发挥类似货币乘数的作用。这反过来又鼓励生产性冒险和创新,使企业能够追求更广泛的项目和商业机会,可能增加就业和股东财富,并最终降低消费者成本。^[182] 但是,这些公共利益的价值很难量化。它们多少有些抽象和不具体,而

[179] 见前注[25]及附文。根据作者的经验,对于证券化交易而言,与构建破产隔离 SPE 相关的交易成本约为 100 - 200,000 美元,对于项目融资交易来说,则要高出数倍。这些成本对于项目融资来说更高,因为 SPE 从事的业务有限(例如,建造和运营一个发电厂),并且可能需要获得政府的许可和运营批准。相比之下,为一个正在运营的银行集团设置护栏的成本可能是个天文数字。例如,汇丰银行可能为其英国附属银行设置护栏支付了高达 15 亿英镑。Rory Milbank, *Ring - fencing: The Current State of Play*, DRS (June 14, 2018), <https://drs-als.com/ring-fencing-the-current-state-of-play/>. 英国的银行声称,对其业务设置护栏会带来巨大的成本,而不会给其客户带来明显的好处。Sudip Kar - Gupta, *Banks Say Ring - Fencing Plans Flawed and Costly*, REUTERS (July 13, 2011, 8:09 AM), <https://www.reuters.com/article/uk-britain-banks/banks-say-ring-fencing-plans-flawed-and-costly-idUKTRE76C2HU20110713>. See Lawrence G. Baxter, *Betting Big: Value, Caution and Accountability in an Era of Large Banks and Complex Finance*, REV. BANKING & FIN. L., Vol. 31, 2012, pp. 786 (探索大银行范围和规模的效率,并确定它们仍然开放且很难衡量)。

[180] 上一段中的观点是基于作者作为专家顾问和专家证人的经验——在 Baltimore Gas & Electric 被 Exelon Corp. 收购设置护栏和 Oncor Electric 被 Hunt Brothers 领导的财团收购设置护栏。

[181] 参阅 Peterson & Brereton, 前注[58], 第 10 页(解释说护栏公用事业可能导致纳税人支付更高的成本)。

[182] 见前注[112]—[129]及附文。

且似乎没有“任何人都可以据以作出可靠估计的历史数据”^[183]。

相比之下,破产隔离结构化融资反而通过增加系统性金融风险,以外部性的形式产生社会成本。正如第二节第一部分所讨论的那样,SPE 与其资金提供者之间的法律分离会造成道德风险,促使资金提供者从事或促使其 SPE 从事高风险活动。OTD 模式也被认为不利于对贷款人的监管,这导致了更高的贷款风险,并最终导致更高的违约率。结构性融资可能会损害信息披露,既因为其复杂性,也因为它为资产负债表外的融资提供了便利,而表外融资可能会掩盖公司的实际负债。SPE 融资模型通常基于期限转换,这会造成资产负债错配,从而增加违约风险。此外,破产隔离结构性融资可能会扩大金融资产的风险。^[184]

尽管所有这些因素都可能导致系统性风险,但很难量化社会成本,因为人们无法预测破产隔离结构化融资实际上会在多大程度上导致系统性金融崩溃。^[185] 然而,假设这样一场金融崩溃的成本接近金融危机的成本——据估计超过 22 万亿美元,以此来测试这些成本的限度是可能的。^[186] 例如,如果破产隔离结构化导致系统性金融崩溃的可能性提高 10%,其潜在社会成本可能粗略估计为 2.2 万亿美元。然而,如果破产隔离结构化导致系统性金融崩溃的可能性增加 50%,那些成本可能粗略估计为 11 万亿美元。这巨大的差异反映了对“在系统性风险情况

[183] John C. Coates IV, *Cost – Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications*, YALE L. J., Vol. 124, 2015, pp. 976 – 977.

[184] 见前注[152]—[172]及附文。

[185] See John H. Cochrane, *Challenges for Cost – Benefit Analysis of Financial Regulation*, J. LEGAL STUD., Vol. 43, 2014, pp. 563 (强调评估金融市场监管的成本和收益的挑战)。

[186] See Eleazar David Melendez, *Financial Crisis Cost Tops 22 Trillion*, GAO Says, HUFFINGTON POST (Feb. 14, 2013, 7:49 PM ET), https://www.huffingtonpost.com/2013/02/14/financial-crisis-cost-gao_n_2687553.html (<https://perma.cc/GE7K-RXXF>). *The Cost of the Crisis*, BETTER MARKETS (July, 2015), https://bettermarkets.org/wp-content/uploads/2021/07/Better-Markets-Cost-of-the-Crisis_1.pdf [估计金融危机的代价约为 20 万亿美元(按国内生产总值损失计算),不包括其他劳动力或止损统计数据,如与危机前的估计相比,中高工资行业减少了 200 万个工作岗位]。有些人认为,这些估计可能略高,因为住房和资产价值的损失不是永久性的。见 Cochrane, 前注[184], 第 570 页。

下进行CBA的可行性”的更普遍关注。^[187]

鉴于上述量化破产隔离结构性融资的公共利益价值的困难,以及上述试图量化社会成本的巨大差异,最好(正如本文已经做的那样)对这些利益和成本进行分类,而不打算得出它们如何平衡的结论。例如,当根据《多德-弗兰克法》第619条公布“沃尔克规则”(Volcker Rule)时,美国货币监理署(OCC)就采用了这种方法,^[188]有人甚至把这种方法追溯到本杰明·富兰克林(Benjamin Franklin)。^[189]为超越这种方法,本文第四部分稍后提出了对破产隔离结构化的改革,以减少结构性融资的外部性,并在这些改革的基础上重新审视CBA的平衡。

与一般的结构性融资相比,项目融资交易更有可能产生超过社会成本的公共利益。与其他结构性融资交易一样,项目融资使资金提供者有更多机会以更低的成本和更优惠的利率进入资本市场。然而,与其他交易不同的是,项目融资还通过促进电厂和收费公路等关键基础设施项目的建设,提供了重大的公共利益。^[190]此外,项目融资交易似乎没有像其他结构性融资交易那样显著地增加系统性金融风险。^[191]

2. 护栏。护栏的公共利益——特别是公用事业的护栏——几乎肯

[187] Frederick Matthew Norchi, *Deference Debate and the Role of Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation: MetLife v. Financial Stability Oversight Council*, N. C. BANKING INST, Vol. 21, 2017, pp. 272-273.

[188] 同上。又见 Office of the Comptroller of the Currency, *Analysis of 12 CFR Part 44*, U. S. DEP'T TREASURY (Mar. 2014), <http://www.occ.gov/topics/laws-regulations/legislation-of-interest/volcker-analysis.pdf> (<http://perma.cc/BA7-R4PG>).

[189] Franklin 在给 Joseph Priestly 关于是否接受一个著名的图书馆员职位的建议中写道:“当这些困难的情况发生时,它们是困难的,主要是因为当我们在考虑这些情况时,所有赞成和反对的理由并没有同时出现在头脑中……为了克服这一点,我的方法是,用一条线将半张纸分成两列,一列写优点,另一列写缺点……当我有……把所有的优点和缺点都集中在一个视图中时,我会努力估计它们各自的权重……虽然理由的分量不能像代数数量那样精确,但当每一个理由都被单独地、相对地考虑,并且整体摆在我面前时,我认为我可以更好地判断,并且不太可能做出轻率的步骤……” *From Benjamin Franklin to Joseph Priestley, 19 September 1772*, Founders Online, NATIONAL ARCHIVES, <https://founders.archives.gov/documents/Franklin/01-19-02-0200>.

[190] 见前注[130]—[135]及附文。

[191] 见前注[173]—[175]及附文。

定超过其社会成本。其中许多益处是显而易见的:它有助于保护公用事业的持续运营,从而为公众提供诸如电力、清洁水和通信等必需品。^[192] 为公用事业设置护栏的唯一实质性成本是交易成本。^[193] 虽然交易成本可能很高,^[194]但通常由管理公用事业的公共服务委员会^[195]在通知和听证之后,作出对公用事业设置护栏的决定,这一事实提供了有益的成本收益平衡的初步证据。

四、改革破产隔离结构化以减少外部性

接下来,本文研究了如何改革破产隔离结构化以减少其外部性,从而重新平衡成本和收益,以实现净正收益。在结构性金融的背景下,破产隔离结构化可以产生道德风险、阻碍贷款人监督、损害信息披露、产生到期转换违约风险和扩大金融风险,^[196]从而产生与系统性风险有关的外部性^[197]。基于上述风险,考虑可能的改革如下。

(一)减少道德风险

减少因 SPE 与其出资人^[198]之间的法律上的分离而产生的道德风险是困难的。例如,要求出资人用股权将其 SPE 资本化,像项目融资中所做的那样,^[199]这取决于所需股本的数量,成本可能会很高。此外,在证券化的背景下,投入 SPE 的资本越多,给予 SPE 投资者的追索权也越

[192] 见前注[135]—[144]及附文。

[193] 见前注[176]及附文。

[194] 见前注[178]及附文。

[195] 见前注[136]及附文。

[196] 见前注[151]及附文(观察到破产隔离结构化可以通过增加金融系统性风险间接创造外部性)。

[197] 见前注[144]—[171]及附文。

[198] 见前注[152]—[154]及附文。

[199] 见前注[50]—[51]和[173]—[174]及附文(注意这可以减轻道德风险,减少从事高风险活动的动机)。

多,则该结构被视为破产隔离的可能性就越少。^[200] 另外,监管可以让出资人和 SPE 的管理者对过度的风险承担责任。然而,刑事起诉是不太可能的,^[201] 甚至对个别管理者处以罚款也可能是困难的。^[202] 而且,也很难区分合法的和过度的冒险行为,为了避免风险而犯的错误可能在经济上是有害的,因为公司需要冒险来保持竞争力。^[203]

(二) 加强对贷款人的监督

从理论上讲,可以对 OTD 证券化模式进行改革,以加强对贷款人的监督。^[204] 《多德-弗兰克法》和类似的欧盟后金融危机监管已经聚焦于这一改革,规定了风险自留(risk-retention)的要求。其要求在证券化交易中被出售的贷款的发起人和资金提供者在这些贷款的风险中,应保留对这些贷款风险的最低限度的非对冲头寸(通常是5%),从而协调贷款

[200] 例如,Structured Finance,见前注[35],§4:2,第6页(指出,对于证券化,“确定真实销售的最重要因素似乎是应收款项受让人对转让人的追索权的性质和范围。随着追索程度的增加,法院发现认定真实销售的可能性就会降低”)。参阅前注[31]和[47]—[49]及附图(讨论破产隔离真实销售)。

[201] See Interview by Frontline with Lanny Breuer, *Head of Criminal Div.*, U. S. Dep't of Justice (Nov. 30, 2012) (强调是后面加的), <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/business-economy-financial-crisis/untouchables/lanny-breuer-financial-fraud-has-not-gone-unpunished/>. 正如这篇文章一样,Breuer 建议民事责任是更合适的补救办法:“如果你能证明你……公开了你的贪婪,你公开了(并披露了)你的陈述可能不准确的事实(而另一方接受或不在乎),我认为我们……应该为你值得的每一分钱起诉你吗?我认为我们应该为你所值的每一分钱起诉你。”同上。即使是在金融危机后,当许多人对过度冒险提出担忧时,对个人的起诉也很罕见。例如,见 Colin Maher, 注: *Crisis Not Averted: Lack of Criminal Prosecutions Leave Limited Consequences for Those Responsible for the Financial Crisis*, NEW ENG. J. ON CRIM. & CIV. CONFINEMENT, Vol. 39, 2013, pp. 462.

[202] See Steven L. Schwarcz, *Excessive Corporate Risk-Taking and the Decline of Personal Blame*, EMORY L. J., Vol. 65, 2015, pp. 541-551 (讨论对管理人员个人实施民事处罚的困难)。

[203] See Gabriel Jiménez, Jose A. Lopez & Jesús Saurina, *How Does Competition Impact Bank Risk-Taking?* 2 (Fed. Reserve Bank of S. F. Working Paper Series, Paper No. 2007-23, 2007), <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/2007/wp07-23bk.pdf> [认为银行间的竞争加剧会增加参与风险承担的必要性:“(银行业)的竞争应该……鼓励(银行)追求风险更高的政策,以试图维持(他们)以前的利润”]。

[204] 见前注[156]—[159]及附图。

人和投资者的利益。^[205]

但是,目前尚不清楚这些风险自留要求是否足以加强对贷款人的监督或提高贷款质量。即使在金融危机之前,这些贷款发放者和出资人通常也保留了基础贷款的大量风险(通常超过5%)。^[206]他们这样做,除了其他原因外,是为了表明他们向投资者出售证券的质量。^[207]具有讽刺意味的是,这种信号创造了一种新的信息失灵(information failure),该信息失灵不是典型的信息不对称,而是由复杂性引起的相互错误信息问题:出资人和投资者都不总是完全理解风险——特别是那些与基础贷款的高杠杆再证券化相关的风险。^[208]

为了帮助解决这一复杂性和相互错误信息的问题,欧盟创建了一个支持简单、透明和标准化(simple, transparent, and standardized, STS)证券

[205] 例如, See Dodd – Frank Act, 15 U. S. C. § 78o – 11(c)(1)(B) (2012); Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council, at 14, 31 – 32, COM (2015) 472 final (Sept. 30, 2015) (提议对欧盟的证券化实施类似的风险自留要求)。媒体经常将风险自留要求称为保持“游戏中的皮肤”。

[206] See Ryan Bubb & Prasad Krishnamurthy, *Regulating Against Bubbles: How Mortgage Regulation Can Keep Main Street and Wall Street Safe—From Themselves*, U. PA. L. REV., Vol. 163, 2015, pp. 1589 – 1593; Matthew C. Turk, *Regulation by Rulemaking or by Settlement?*, REV. BANKING & FIN. L., Vol. 37, 2018, pp. 882.

[207] See Bubb & Krishnamurthy, 见前注[207], 第1590 – 1591页; Turk, 见前注[207], 第882页。事实上,资金提供者通常投资于他们安排的交易中最初级的“股权”部分,认为将自己的资金投入第一亏损的位置会表明交易的质量,也将产生额外的价值。See Michael S. Gibson, *Understanding the Risk of Synthetic CDOs* 17 (Fed. Reserve, Fin. & Econ. Discussion Series, Working Paper No. 36, 2004), <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200436/200436pap.pdf> ([https://perma.cc/JG95 – D6CD](https://perma.cc/JG95-D6CD)) (解释说,基于这些原因,CDO资金提供者通常会保留部分股权,同时也是为了限制信息不对称)。

[208] *Regulating Complexity in Financial Markets*, 前注[143], 第241 – 42页。See Andrew G. Haldane & Vasileios Madouros, *Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s 366th Economic Policy Symposium: The Dog and the Frisbee*, 149 (Aug. 31, 2012) (观察到“复杂性具有外部性类型的属性,使风险更难以监控和管理”)。

化交易的监管框架。^[209] 例如,在金融危机之前,许多证券化交易中发行的证券在复杂和高杠杆的“ABS”“CDO”交易中被“再证券化”。^[210] 这些交易中发行的再证券化证券的偿还“对现金流变化极其敏感”,以至于当“现金流假设被证明是错误的时,许多这些(证券)违约或被降级”。^[211] 这反过来不仅引发了对证券化的普遍信心丧失,也引发了对信用评级和所有高评级债务证券价值的信心丧失。^[212] STS 框架有力地抑制了这些类型的复杂交易。^[213]

此外,STS 监管框架通过降低对其中投资者的监管资本要求,利用激励和抑制措施来鼓励而不是强制 STS 交易。^[214] 该框架对什么可以称为 STS 交易的灵活定义有助于提供在允许创新与降低复杂性之间的平衡。^[215] 美国的立法者应该考虑类似的改革。

[209] 一般来说,见 Simple, Transparent, and Standardised (STS) Securitisation Notifications, ESMA, <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/securitisation/simple-transparent-and-standardised-sts-securitisation> (2022 年 6 月 16 日最后访问)。Regulation (EU) 2017/2401, as amended by Regulation (EU) 2021/557 (SECR). 另见 Christian Noyer, *The Financing of the Economy in the Post-Crisis Period: Challenges and Risks for Financial Stability*, in FINANCIAL STABILITY REV. 7, 9 (Banque de Fr. ed., 19th ed. 2015) (解释欧盟如何实施振兴证券化市场的举措)。

[210] 术语“ABS”“CDO”指的是债务抵押债券的证券化。

[211] *What is Securitization?*, 前注[29], 第 1285 页。

[212] 同上。

[213] 同上, 第 1285-1286 页(以安然为例)。

[214] Register for STS Notifications, ESMA, https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_stsre (最后一次访问是 2022 年 6 月 16 日) (发布符合 STS 要求的所有证券化的列表)。

[215] STS 框架包括要求:(1) 基础金融资产的真实出售或类似转让;(2) 这些金融资产必须满足简明要求,包括同质性、信用度(例如,没有违约,不是来自无力偿还的债务人或有不良信用记录的债务人),并且不构成已经证券化的金融资产;(3) 利率和汇率风险必须被对冲;(4) 除了进行这种对冲外,金融资产不能像“合成”证券化那样得到衍生品的支持;(5) 交易文件必须明确规定服务机构和后备服务机构的义务、职责和责任,以确保金融资产的有效和持续服务,还必须包括有助于及时解决不同类别投资者之间冲突的明确规定;(6) 投资者必须收到金融资产预期收款的现金流模型,并得到与被证券化的金融资产基本相似的金融资产的历史违约、拖欠和损失表现信息的支持。See Commission First Status Report on Capital Markets Union, at 2-3, 21, SWD (2016) 147 final (Apr. 25, 2016), https://ec.europa.eu/info/system/files/cmu-first-status-report_en.pdf [<https://perma.cc/MY8F-J84Z>].

(三) 提高财务透明度

至少有两种方法可以提高财务透明度:减少资产负债表外融资被用来隐藏公司实际负债的情况,以及总体上简化结构性融资披露。

会计是披露公司财务状况、收入和盈利能力的一种特殊形式。美国证券交易委员会(The Securities and Exchange Commission, SEC)通过授予财务会计准则委员会(Financial Accounting Standards Board, FASB)颁布公共会计准则的权力,将对会计披露的控制权委托给了独立的^[216]私人组织 FASB。^[217] 这些标准构成了公认会计原则(generally accepted accounting principles, GAAP)的基础,而公认会计原则又被用作遵守联邦证券法的监管依据。^[218] 归根结底, FASB 负责提高资产负债表的透明度。

尽管如此, SEC 的工作人员已经采取措施,试图减少公司利用 SPE 和资产负债表外融资来掩盖公司实际负债的情况。重要的是,工作人员发布了一份报告(《工作人员报告》),^[219] 该报告基于从 200 个发行人的不同样本的 SEC 文件中收集的数据,重点关注了两个主要问题:资产负

[216] See Financial Accounting Standards Board, Facts About FASB, available at http://www.fasb.org/facts/facts_about_fasb.pdf (指出“FASB 是独立于所有其他商业和专业组织的结构的一部分”)。

[217] 同上,第 1 页[指出:“自 1973 年以来,财务会计准则委员会(FASB)一直是私营部门中制定财务会计和报告标准的指定的组织。这些准则规范了财务报告的编制。它们被美国证券交易委员会(Financial Reporting Release No. 1, Section 101)和美国注册会计师协会(Rule 203, Rules of Professional Conduct, as amended May 1973 and May 1979)正式承认为权威性的准则。根据 1934 年的证券交易法案(Securities Exchange Act of 1934),美国证券交易委员会(SEC)有法定权力为上市公司制定财务会计和报告标准。然而,纵观其历史,美国证券交易委员会的政策一直是依靠私营部门来履行这一职能,只要私营部门表现出有能力为公共利益履行这一职责。”]

[218] 公认会计原则通过减少证券发行人和投资者之间的信息不对称来促进对证券法的遵守。例如,见 Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street* 70 (1995) (认为联邦证券法的主要功能是纠正信息不对称); Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law* 1 (1996) (毫无疑问,联邦证券法的核心焦点是信息披露,从而为股东和市场提供足够的信息来作出相关决策)。

[219] Report and Recommendations Pursuant to Section 401(c) of the Sarbanes – Oxley Act of 2002 on Arrangements with Off – Balance Sheet Implications, Special Purpose Entities, and Transparency of Filings by Issuers (June 15, 2005). 由于 SEC 的委员们没有正式批准该报告,因此工作人员报告不是 SEC 的正式报告。

债表外安排和 SPE 的使用程度,以及证券发行人的财务报表是否透明地反映了这些安排的经济性。

《工作人员报告》(The Staff Report)认为,支持证券化能够使发行人提高流动性、管理风险和/或获得成本更低的融资。^[220]然而,它警告说,“交易和交易结构主要是出于会计和报告方面的考虑,而不是出于经济方面的考虑”。^[221]它建议通过 FASB 更改会计准则和提高财务报告流程参与者的意识来阻止这些交易。^[222]

提高金融透明度的第二种方法是总体简化结构性融资的披露。STS 的监管框架^[223]应该有助于使信息披露更加有效,但在更为复杂的证券化交易中,披露偶尔会失败。^[224]本文再次建议美国考虑实施这样一个监管框架。^[225]

(四)降低到期转换违约风险

因为 SIFI 违约可能造成系统性后果,《多德-弗兰克法》和类似的欧盟后金融危机监管,通过对被指定为 SIFIs 的公司施加流动性要求来解决到期转换违约风险。^[226]但是,这些流动性要求通常并不适用于结构性融资交易中使用的 SPE,这些 SPE 不是 SIFIs(系统重要性金融机构)。^[227]这就产生了一个监管层面的挑战:SPE 到期转换是否也应受到监管?如果是,应如何监管?

尽管个别 SPE 违约不会产生系统性后果,但金融危机表明,对于持

[220] 同上,第 42 页。

[221] 同上,第 3 页。

[222] 同上,第 3 页。例如,《工作人员报告》指出,如果投资者仍然被误导或没有足够的信息来了解发行人的活动,那么在技术上遵守财务报告要求的情况就不能令人满意。同上。

[223] 见前注[208]—[214]及附图。

[224] 见前注[160]及附图。

[225] 参阅前注[213]—[214]及附图(提出这一建议)。

[226] 《巴塞尔协议Ⅲ》的流动性要求对系统重要性金融机构规定“净稳定融资比率”,以帮助降低到期转换将导致违约从而引发系统性经济崩溃的风险。见 Gobat, 前注[169],第 3 页。参阅前注[163]—[165]及附图(定义 SIFIs)。

[227] See Jeremy C. Kress, Patricia A. McCoy & Daniel Schwarcz, *Regulating Entities and Activities: Complementary Approaches to Nonbank Systemic Risk*, S. CAL. L. REV., Vol. 92, 2019, pp. 1466 - 1467(讨论结构性融资和其他形式的影子银行的兴起,这增加了到期转换活动)。

有相同类型基础金融资产的 SPE 而言,违约往往是与金融危机相关的。^[228] 结构性融资交易往往依赖于相对有限的类别,因此,可能是高度相关的金融资产类型。^[229] 这一事实表明,即使单一资产类别的价格大幅下跌,也可能导致多个 SPE 违约。这很可能会产生系统性的后果。

为了防范这种风险,监管者应该考虑对结构性融资中使用的 SPE 至少施加一些流动性要求。这些流动性要求不需要类似于对 SIFIs 施加的复杂要求。^[230] 例如,监管机构可能会从资产支持商业票据 SPE 经常使用的流动性保护措施中得到启发。这些 SPE 通常投资于长期金融资产,如抵押贷款,通过发行短期公司期票(又名“商业票据”)来为购买这些金融资产提供资金,这些期票通常短至 30 天到期。^[231] 作为对该商业票据授予高信用评级的条件,信用评级机构要求 SPE 有效管理其到期转换违约风险。^[232]

资产支持商业票据 SPE 通常采取两个步骤来遵守该条件。首先,他们仔细监测每月到期的商业票据,并安排用基础金融资产的现金收款和发行新商业票据的收益相结合的方式偿还该商业票据。^[233] 其次,他们签订合同,要求银行和其他信誉良好的流动性提供者在 SPE 因市场动荡而无法出售新发行的商业票据时,必须购买这些票据。^[234] 因为流动性提供者没有义务从破产的 SPE 购买商业票据,^[235] 所以他们只承担时

[228] 例如,See John Geanakoplos, *Leverage Caused the 2007 – 2009 Crisis*, in *Systemic Risk in the Financial Sector: Ten Years After the Global Financial Crisis* (Douglas Arner, Emiliós Avgouleas, Danny Busch, & Steven L. Schwarcz, eds.; 2019)。在金融危机中,相关的基础金融资产是抵押贷款。

[229] 同上,引脚引用 (pin – cite)。

[230] 参阅前注[226]和附文(讨论巴塞尔协议Ⅲ的 SIFI 流动性要求)。

[231] See Thomas K. Hahn, *Commercial Paper*, 79 FED. RES. BANK RICH. ECON. Q. 45, 45, 47 (1993). See Fitch Inv. Serv., *Corporate Asset Funding Co., Inc., STRUCTURED FINANCE*, June 15, 1992, at 81, 83 [描述企业资产基金公司(CAFCO),一家 70 亿美元的资产支持商业票据 SPE]。

[232] See Fitch Inv. Serv, 同上,第 83 页。

[233] 例如,见 Eureka Securitization Incorporated, MOODY'S INVESTORS SERV., Dec. 3, 2004, at 6 – 7(说明 Citibank 是一家价值 100 亿美元的 ABCP 管道的行政代理,执行此类监控以帮助避免到期缺口)。

[234] 例如,See Fitch Inv. Serv, 前注[232],第 83 页。

[235] 同上。

间风险,即金融资产的现金收款和商业票据的短期到期之间的暂时错配。因为流动性提供者不承担信用风险,所以他们向 SPE 收取很少的费用。^[236] 这样就能以很低的交易成本提供保护,防止到期转换的违约风险。同样的方法可以作为一种经济上可行的选择来监管 SPE 期限转换的违约风险。

(五)减少金融风险的扩大

结构化融资交易可以将基础金融资产的风险从这些资产的资金提供者和发行人扩大到投资于 SPE 证券的金融机构。^[237] 如果这些基础资产的一个或多个类别是高度相关的,这种风险的扩大可能会变得具有系统重要性——比如发生在次贷危机中的住宅抵押贷款。^[238] 由于结构性融资交易通常依赖于相对有限的基础资产类别,^[239] 因此高度的相关性实际上是可能的。

监管者至少可以通过两种方式遏制这种金融风险的扩大。首先,他们可以要求结构化融资中使用的 SPE 持有更多样化的金融资产。多样化可以适用于 SPE 单独持有的资产^[240] 或者不同 SPE 持有的资产。^[241] 然而,多样化不可能是一个完整的答案,因为资产相关性并不总是可预见的。例如,在金融危机中,许多证券化交易是由看起来非常多样化的基础金融资产支持的;然而,行业观察人士并未能看到这些资产的某些类别之间的相关性。^[242] 相关性并不总是可以提前发现的。^[243]

[236] 根据作者的经验,流动性提供者通常收取 5 到 15 个基点(一个基点为 1/100 个百分点)的费用。

[237] 见前注[171]—[173]和附文。

[238] 见前注[227]—[228]及附文。

[239] 同上。

[240] 例如,每个 SPE 可能被单独要求持有多样化的资产组合。

[241] 例如,如果 SPE - A 持有一类资产,SPE - B 可能被要求持有不同类别的资产,从而在 SPE 之间形成资产多样化。

[242] *Regulating Complexity in Financial Markets*, 见前注[143], 第 223 页(讨论了不同类型的抵押贷款之间未被识别的相关性)。

[243] 同上,第 227—228 页。例如,“在 20 世纪 70 年代末和 80 年代初,投资者没有认识到移动房屋贷款与石油价格之间的潜在相关性。俄克拉何马州的石油繁荣吸引了大量的石油工人涌入,创造了全国增长最快的移动房屋贷款市场。当油价暴跌时,俄克拉何马州的钻探活动停止,导致大量失业,并造成移动房屋贷款的普遍违约”。同上。

其次,监管机构也可以尝试减少这种金融风险的扩大,激励结构性融资中使用的 SPE 持有更高质量的金融资产,这些资产不太可能违约。《多德-弗兰克法》在一定程度上采用了这种方法。如果 SPE 的基础金融资产是合格住宅抵押贷款(Qualified Residential Mortgages, QRM),它允许在证券化交易中出售的贷款的发起人和出资人避免必须遵守某些风险自留要求^[244]——这是基于借款人偿还抵押贷款的能力和某些其他相关因素的考虑而做出的一种指定。^[245]然而,基于两个原因,《多德-弗兰克法》的方法只能部分地减少金融风险的扩大。第一,它仅仅适用于单一类别的金融资产,即抵押贷款。第二,不必遵守风险保留要求可能会导致动力不足;正如后面所讨论的那样,该法案的风险自留要求似乎是一种伪装,因为它只是作为一项法律规定,重申了长期以来的市场要求。^[246]

原则上,监管者可以超越这些限制,比如要求结构化融资中使用的 SPE 持有更高质量的金融资产,并严格界定这些资产的合格类别和资格。然而,实际上,这在政治上可能不可行。可能,至少在一定程度上,由于相信私营企业可以比政府更有效地构建其融资结构,所以政府对支持私营部门金融交易的抵押品进行微观管理的先例相对较少。^[247]这可能有助于解释为什么《多德-弗兰克法》对 SPE 持有 QRMs 的激励作用不大。^[248]

[244] 见前注[205]—[206]和附文(描述那些风险自留要求)。

[245] 2 CFR § 1026 (2015)。

[246] 见前注[205]—[206]及附文。

[247] 除了前面提到的 QRM 指令外,作者所知道的唯一此类限制是大萧条后美国联邦储备系统颁布的 G、U、T 和 X 条例。例如,U 条例要求银行为使借款人能够购买公开交易的股票而提供的贷款,必须由价值至少两倍于贷款金额的抵押品担保——实际上是 100% 的超额抵押——或者贷款人必须独立核实借款人有能力偿还贷款。See 12 C. F. R. § 221 (2015)。G、U、T 和 X 条例的效力仍未解决。比较 Gikas A. Hardouvelis, *Margin Requirements, Volatility, and the Transitory Component of Stock Prices*, AMER. ECON. REV., Vol. 4, 2001, pp. 3 (发现在大萧条后,保证金水平与股票市场波动性和超额波动性之间存在统计学意义上的显著负面相关性)与 Peter Fortune, *Margin Lending and Stock Market Volatility*, NEW ENGLAND ECON. REV., Vol. 4, 2001, pp. 3 (发现“积极的保证金贷款政策的实际价值是有限的”)。

[248] 见前注[245]及附文(观察到避免必须遵守风险自留要求可能会提供不足的动机)。

(六) 基于这些改革重新审视成本收益分析

本节根据上述改革重新审查破产隔离结构化的 CBA,以减少结构化融资的外部性。上述对外部性减少的估计充其量是粗略的,事实上,任何包含外部性的因素都会使 CBA “变得更加复杂”。^[249] 批评者也可能认为,这些估计是任意的,因为它们不是基于经验数据产生的,而其他估计可能会产生不同的结果。此外,一些学者质疑将 CBA 应用于金融监管的可行性,因为识别和模拟监管的间接或系统成本的框架仍未开发。^[250]

因此,本文并不打算明确这些改革是否会——甚至可能——将破产隔离结构性融资的社会成本降低到其公共利益水平以下。尽管如此,这些改革应该使这些利益更有可能超过成本。此外,鉴于破产隔离结构性金融交易是普遍存在且不可避免的现实,即使这些改革仅仅将另一场金融崩溃的风险降低哪怕 10%,也可以节省数万亿美元。^[251]

尽管本文没有对破产隔离结构化的公共利益和社会成本进行量化的 CBA,但任何此类分析都会引发一个相关的问题:量化的平衡是否应该是一个简单的不等式(inequality),以评估收益是否超过成本,或者平衡是否应该通过要求一定的安全边际而被修改——有效地应用预防原则。在最强有力的形式中,预防原则要求对造成重大危害的活动进行严格监管,除非该活动可以被证明是安全的。^[252] 但是,如果这种方法强加了很高要求的举证责任,以证明被监管的活动是安全的话,可能会导致效率低下的结果。^[253]

[249] See Cass R. Sunstein, *Laws of Fear: Beyond the Precautionary Principle*, Cambridge, Cambridge University Press, 2005, pp. 150.

[250] See John C. Coates IV, *Towards Better Cost – Benefit Analysis: An Essay on Regulatory Management*, L. & CONTEMP. PROBS, Vol. 78, 2015, pp. 8 – 9.

[251] 金融危机 22 万亿美元的估计成本的 10% (见前注[187])是 2.2 万亿美元。

[252] See Hillary J. Allen, *A New Philosophy for Financial Stability Regulation*, Loy. U. Chi. L. J., Vol. 45, 2013, pp. 195.

[253] 同上,第 196 页 n. 90(解释说,“监管者将受到最强形式的预防原则的阻碍”,因为它所强加的“高得不可思议的举证责任”将阻碍新的活动及其利益)。See Cass R. Sunstein, *Beyond the Precautionary Principle*, U. PA. L REV, Vol. 151, 2003, pp. 1003(认为最强有力的预防原则几乎没有提供什么实际指导,因为即使是监管一项活动的选择也有风险)。

预防原则的另一种形式需要一定的安全边际,以表明特定活动的风险是有保证的。^[254] 要求安全边际的理由是,当灾难性的伤害可能导致“巨大的二次损失”时,由于伤害的社会放大作用,这些损失往往比事先的计算要高得多。^[255] 例如,由于环境灾难可能引发深远的社会危害,安全边际经常被用于环境政策分析中。^[256]

同样地,系统性崩溃可能带来巨大的次级社会成本,其范围远远超出金融市场参与者。^[257] 基于这个原因,任何关于破产隔离结构化的量化 CBA 都不应局限于简单的不等式(inequality),更确切地说,应通过要求保留一定的安全余地来调整成本效益分析的平衡性,以表明这些公共利益明确超过了社会成本。^[258]

结 论

破产隔离结构化是一种具有潜在公共政策影响的法律策略,对各种重要的商业和融资企业至关重要。它可以通过有效地重新配置破产风险来提供有价值的经济收益。但与此同时,通过将风险从合同方转移到公众身上,它可能会产生负外部性。

本文研究了在何种程度上,当事人应该有权利使用破产隔离结构化

[254] 同上,第 1014 页。

[255] See Cass R. Sunstein, *The Catastrophic Harm Precautionary Principle*, ISSUES LEGAL SCHOLARSHIP, Vol. 6, 2007, pp. 6 (主张在存在“具有巨大二次损失的风险”的情况下,适用“更强有力的灾难性伤害预防原则”)。Sunstein 教授将安全边际比喻为监管保险的“溢价”。同上,第 1 页。

[256] 例如,See Cass. R Sunstein, *Irreversible and Catastrophic*, CORNELL L. REV, Vol. 91, 2006, pp. 845 [解释说,《清洁空气法》(Clean Air Act)要求环境保护局在制定空气质量标准时要有安全边际,这可以理解为努力防止不可逆转的灾难性的伤害]。

[257] Steven L. Schwarcz, *Systemic Risk*, Geo. L. J. Vol. 97, 2008, pp. 206.

[258] 一个有点类似的测试是要求公共利益大大超过社会成本。见 *Excessive Corporate Risk – Taking and the Decline of Personal Blame*, 前注[203],第 566 页(建议在公司承担风险分析中使用“大大超过”的要求,因为该要求“不仅仅将证明承担风险的活动应该被允许的责任转移给公司的管理者,它还通过增加一个安全边际来增加负担”)。

来重新配置风险。为此,本文从公共政策的角度分析了破产隔离结构化,重点关注了促进结构化的合同自由和破产隔离结构化可能损害的破产法政策之间的紧张关系;同时,从成本收益的角度,平衡了破产隔离结构化的公共利益和其外部性。从政策的角度来看,本文发现破产隔离结构化既没有阻碍破产法政策,也没有使法律的目的失效。然而,从成本收益的角度来看,答案将更加复杂。

本文认为,对破产隔离结构化的 CBA 应该只平衡社会成本和公共利益。然后,其表明对于破产隔离结构的子集,包括基本公用事业(如自来水厂)的护栏和对其他关键基础设施项目(如发电厂)的保护,公共利益可能超过社会成本。相比之下,更通用的破产隔离结构化,如证券化,其社会成本和公共利益更难量化。

虽然这种更通用的结构化可以提供有价值的公共利益,比如让企业以更低的成本更多地进入资本市场,并发挥货币乘数的作用,但其利益过于抽象和不具体,难以可靠地估计。此外,通过增加系统性金融风险,这种更通用的结构化可能会以外部性的形式产生社会成本,而这些成本无法在一个有意义的范围内被量化。本文对这些公共利益和社会成本进行了分类,但没有得出它们如何平衡的结论——这种方法具有重要的监管先例。^[259]

本文还研究了如何改革破产隔离结构化以减少其外部性。尽管这篇文章建议进行改革,以让这种结构的公共收益更有可能超过其社会成本,但人们仍然无法可靠地得出这些利益会超过这些成本的结论。即使这些收益有可能超过这些成本,本文进一步认为,成本收益的平衡也不应仅限于简单的不等式。因为如果破产隔离结构化导致系统性金融崩溃,社会成本可能是灾难性的,所以平衡应该需要一些预防性的安全边际,例如表明公共利益明显大于社会成本。

当然,上述 CBA 是规范性的。目前的现实是,破产隔离结构化被广

[259] 见前注[187]及附图。[观察该方法在沃尔克规则(Volcker Rule)的 CBA 中的使用,并比较 Benjamin Franklin 对该方法的使用。]沃尔克规则是美国金融监管改革法案的一项重要内容,包括不完全禁止自营交易、可以保留利率和外汇掉期衍生品交易、有条件的允许商业银行从事对冲基金、私募股权基金交易等。参见《美国实施沃尔克规则的最新进展与启示》,载《国际金融研究》2011 年第 9 期。——译者注

泛使用且不可避免。尽管在计算成本收益平衡方面存在不确定性,但监管者应考虑采用本文所提出的改革建议。通过减少外部性,这些改革可以将破产隔离结构化的社会成本削减数万亿美元。^[260]

(编辑:韩励豪 姜沅伯)

[260] 本文的分析也间接地揭示了当事人围绕破产签订合同的权利应该是什么,以及合同自由应受到哪些限制等基本问题。见 *Rethinking Freedom of Contract*, 前注[74](还研究了这些问题,并解释了它们可能出现的更广泛的背景)。当事人应该有权围绕破产签订合同,如果该合同既不妨碍破产法的政策,也不使其目的无效。对围绕破产签订合同的成本效益分析应该平衡其社会成本和公共利益。即使很难有意义地量化这些成本和收益,但在没有得出它们如何平衡的结论的情况下,尝试对它们进行分类可能仍然是有用的。此外,如果成本可能是灾难性的,比如导致系统性金融崩溃,那么任何平衡都需要某种预防性的安全边际,例如,显示公共利益明显大于社会成本。最后,对围绕破产签订合同的权利的任何分析,都应包括审查如何完成订约以最大限度地减少其外部性。即使这不能实现明确的成本效益平衡,但如果这种合同不可避免地发生,则可能有助于降低成本。