

司法判决与金融创新:债券契约 中保护性约定的一个案例*

罗伯塔·罗曼诺**著 陈秧秧***译

摘要:本文对金融合同领域司法判决的解释性条款对金融创新与后续影响之间的关系进行了探讨,指出债券契约(indenture)的司法解释促进了金融合同中的创新,并同时向债权人与债务人提供了被认为具有重要性的收益(benefits)。

关键词:债券契约 金融创新 司法判决

今天,我非常高兴来到上海,参加商法领域中一个重要主题的会议。为了与大会的主旨保持一致,我打算讨论一下金融合同领域司法判决的解释性条款与订立金融合同的过程中,此类解释性条款对金融创新的后续影响之间的关系。我将特别关注债务工具(debt instruments)中的保护性约定(protective covenants),也就是公司债券(bond indentures)(这是一类长期债券契约 debt contracts)

* 本文系根据罗伯塔·罗曼诺教授在“金融创新与司法审查”研讨会的发言整理并翻译而成。

** 罗伯塔·罗曼诺(Roberta Romano),系耶鲁大学法学院教授,耶鲁大学法学院公司法研究中心主任。

*** 华东政法大学国际金融法律学院副教授。

中的条款,这类条款限制了借款人可以做些什么,进而保护出借方免于遭受借款人降低其偿还可能性的机会主义行为。许多此类约定是公式化的文本(boilerplate),也就是以标准化的语言进行表述,由此涵盖一般性的含义并降低签约成本。这类债券契约是普遍存在的,为机构和个人投资者所持有,在企业融资尤其是大型公众公司融资中扮演重要角色。但是,我的论题更加宽泛地适用于任何金融合同。

因为根据美国公司法,一条核心的原则是公司借款人的经理人并不向债权人承担诚信义务(fiduciary duties),债券契约(the indenture)支配着各方的所有权利与义务。从保护性约定并非自我实施(self-enforcing)的意义而言,借款人与出借方之间就条款下权利与义务的争议将诉诸法庭(present to a court),要求对所争议的条款(terms)做出司法解释。当法庭对此类公式化的文本(boilerplate)进行解释时,它提供了一种有关债券契约(the indenture)各方之权利与义务的确定性。这种确定性受到商业交易中各方的重视,因为它促进了交易的规划(transaction planning)。譬如,律师以合理的信赖出具某份特定的合同将得到维持的法律意见。法庭如何解决此类争议,不仅对该特定工具有价值,同时也对具有相同或类似条款的合同,以及我希望建议的更加宽泛意义上的合同创新产生影响。当然,法官也是人,即便是最尽责的具有丰富商业技能的法官也会、并且会继续(can and will)出现失误。但是,与其他情形不同,订立金融合同过程中的错误判决并不必然是一场灾难(catastrophe)。事实上,它(此类错误的判决)可以带来金融创新,使合同的签订过程更加缜密,因为作为对法官判决的回应,各方将重新订立合同。此外,不论判决是否错误,也就是不论是否对合同做出合乎情理的解释,司法判决均可能引发合同创新。

为了完成交易与创新、促进各项功能的发挥,法院必须并且在事实上经常,小心地应对(sensitive to)市场关于商业确定性进而其解释性判决前后一致的需求。譬如,在美国多层次的司法审判体系中(in the multiple jurisdiction of the U. S.),相同的合同语言可以呈现在不同级别的法院面前,并且受各州自身的法律所规范(govern),但联邦法院已经明确地意识到,有必要对公式化的文本做出统一的解释,而不能采纳在技术上并无先例的法院先前的解释(因为这些解释的观点可能属于其

他巡回法庭),同时,联邦法院坚持认为合同解释是法官而非陪审团的任务,并由此促进判决的一致性。当然,层级较低的法院之间相互冲突的解释,可以经由此类合同的管辖区域中高级法院的判决而得到司法解决,当然,在该高级法院履行其司法权之前仍然存在时间上的滞后。但是,假设这是一个反复出现的问题,那么,可以引入一个确认程序,通过该程序,州高级法院可以向州之外的一方提供其对法律问题的意见,例如,一个被特拉华州采纳的关于公司法问题(经理人对普通股股东的权利与义务)的程序。此外,根据常规,法院会适用金融合同中的法律选择条款(choice-of-law provisions)。美国债券契约的各方最经常选择适用纽约州的法律。如果纽约州的法院不能提供充分确定的解释,那么,签约各方可以——并且,当然会——选择在不同的规范该合同的司法管辖区域签订合同。

但是,我希望在我的谈话中采用不同的视角。也就是,在订立金融合同的过程中,无论法庭对约定(covenant)做出何种解释,市场都会做出反应,并通过修改后续合同安排、把实现各方对合同价值预期分配的条款涵盖其中的方式,来获得对债券持有人的预期保护,而这可能不同于法庭的判决,无论该判决是正确的还是错误的。当然,对于一个已经宣判的案件的各方当事人而言,法庭的判决可以作为重新谈判的起点,而非视为争议的解决。但是,我的视角是更加宽泛的。也就是说,解释合同条款的司法判决可以作为一项促进“市场”(marketplace)中合同创新的、更宽泛并且经常未被充分认识的功能——如果后续的签约各方发现,法庭关于如何分配交易风险与报酬之条款的结论不令人满意,那么,他们将受到激励以重新订立合同,并采用不同于法庭的方法,引入新的公式化文本来解决这一解释性问题。简言之,他们将(寻求)创新。于是,我们得到一个内部均衡且自我纠正的体系,在这个体系中,司法意见为未来的合同谈判提供了一个反馈性的循环(feedback loop)。

这样阐述还相当含糊,因此,在剩下的时间里,我将以示例的形式解释我的观点。这个案例用来说明关于债券契约(indenture)的司法解释如何促进了金融合同中的创新,并同时向债权人与债务人提供了被认为具有重要性的收益(benefits)。

这个案件涉及美国大都会人寿保险公司(Metropolitan Life Insurance,

MetLife)一家大型的保险公司。在 RJR Nabisco(美国雷诺兹-纳贝斯克公司)宣布其截至当时(1998年12月)最大的杠杆收购计划(该笔交易涉及金额约250亿美元)时,^①大都会人寿保险公司持有雷诺兹公司3.4亿美元的债券。杠杆收购(LBO)使公开交易的公司演变为私人所有——收购方通过发行新的债券,向(原股东)支付一个较大的高于市价的现金溢价,而使公开交易的股票退出(市场)。被收购公司的盈余(earnings)和出售资产的所得将被用于偿付新发行的债券。而原先存在的债务在交易中继续保留(ride through the transaction),资产也将继续为这些债务支付利息。(将该笔交易)称之为杠杆收购(LBO),是因为(雷诺兹公司的)债务水平骤升至将近90%的水平。而那便是大都会人寿保险公司的问题根源。

债务水平的上升降低了由美国大都会人寿保险公司(MetLife)及其他现存债权人所持(RJR Nabisco公司的)债券的价值,而这些债权人的合同利率则是根据旧的资本结构来确定的。这是因为,资本结构的变化与更多的额外债务增强了债券违约的可能性。即便没有一项因收购新产生的债务在偿债方面优先于在收购之前便已存在的债务,也就是 MetLife 所持有的债券,RJR Nabisco 公司此刻却已面临更高的风险。因为如果公司未能就任何一项债务做出支付(譬如,在优先级别上低于 MetLife 所持债券的债务),均将触发破产(风险),并且,将有更多的债权人会对相同一笔旧资产主张请求权。与此评价相一致的是,在 RJR 宣布杠杆收购后,债券评级机构降低了公司发行在外的债券的信

^① RJR Nabisco, 雷诺兹-纳贝斯克公司, 美国最大的食品和烟草生产商。20世纪80年代, 涉及该公司的杠杆收购案以250亿美元的交易金额被称为“世纪大收购”, 震惊世界, 成为历史上规模最大的一笔杠杆收购。这场收购战役主要在 RJR Nabisco 公司的高级管理人员和著名的收购公司 KKR 公司(Kohlberg Kravis Roberts & Co., 美国第一家杠杆收购公司, 成立于1976年)之间展开, 但由于其规模巨大, 不乏有摩根士丹利、第一波士顿等投资银行和金融机构的直接或间接参与。“战役”的发起方是以罗斯·约翰逊为首的 RJR Nabisco 高层管理者, 他们认为公司当时的股价被严重低估。1988年10月, 管理层向董事局提出管理层收购公司股权的建议, 收购价为每股75美元, 总计170亿美元。虽然约翰逊的出价高于当时公司股票53美元/股的市值, 但公司股东对此并不满意。不久, 华尔街的“收购之王”KKR公司加入这次争夺, 经过6个星期的激战, 最后 KKR 胜出, 收购价是每股109美元, 总金额250亿美元。KKR 本身动用的资金仅1500万美元, 而其余99.94%的资金都是靠垃圾债券大王迈克尔·米尔肯(Michael Milken)发行垃圾债券筹得的。——译者注

用等级。这意味着债券评级机构认为,债务违约风险已显著增强。因此, MetLife 陷入了已经观察到的所持 RJR 债券评级从蓝筹投资级别(a blue chip investment grade)降为较低级别的困境,被迫遭受了一项资本损失(债券的市场价值下降——债券上的利息不再反映其风险,其所反映的风险已经过低;假定新的风险水平,为了恢复至以面值进行交易,债券将需要支付更高的利率)。

MetLife 面临一个更严峻的问题:债券契约(indenture)中不存在明示性的(explicit)条款以阻止该笔交易。因此, MetLife 不得不构想出(formulate)一项隐含(implicit)而非明示性的合同请求权。该请求权主张,债券契约中关于投资级别的隐含(条款)是借款人维持债务质量的保证,因此,杠杆出售企业的行为违背了忠实义务(good faith)。这一解释引出了下面一个问题,即当 MetLife 购买债券时,是否本应预测到此类杠杆化交易,也就是一项关于 RJR 公司将会通过承担如此巨大的债务获得资金而令公司私有化的交易?

对于法庭而言,问题在于各方的预期:因为不存在具体的条款来处理 LBO 中所发生的情况,问题便演变为,当公司自愿地削弱其信用评级、向股东做出大额支付并杠杆出售企业时,是否违背了忠实义务?法庭不支持(held against) MetLife 的观点。法庭的意见是,因为债券契约(indenture)的现有条款中不存在对额外债务的明确限制(express restriction),对并购(acquisitions)施加明确限制的条款并未就 LBO 做出限定,各方本应(could have bargained)就此类限制做出协商,并且选择了未进行协商(chose not to)。因此,(法庭)便拒绝向债务人施加一项合同中并未明确设定的义务。还应指出的是,原告并非一名损失其人寿储蓄的弱小公众投资者,对于后者,法庭可能心存怜悯或抱有社会责任感。相反,原告是购买了大量债券的富有经验的机构,因此,被认为具有与公司管理层进行讨价还价的实际能力;此外证据显示,假定在签订合同当时便提请各方注意,公司(譬如 RJR Nabisco)将不会同意做出某项限制。

但是,该案件最值得关注的是判决在债券市场中的后果。在作出该判决之后,“事项风险”条款(“event risk” provisions)在新公司债券发行中变得十分常见,尤其是那些被认为可能成为收购对象的企业。事

项风险条款属于保护性约定(protective covenants),当发行人出现控制权变更的倾向或者债务发生严重降级时,将触发以面值偿还债务或者增加利息支付以维持票面价值(的约定)。这些条款提供了针对 LBO 的明确保护,其所做的恰是 MetLife 曾经试图在其合同中包含的条款。

经济学家已就上述合同条款的使用情况展开研究。对于一个 1989 年(即法庭作出判决的当年)数量超过 300 家的直接债券发行的样本,32% 包含事项风险条款,而 1986 年由相同企业发行的债券中(包含事项风险条款的)的比例仅为 3%。如果一家企业是收购的对象或者传言将成为收购的对象,那么,50% 的 1989 年债券发行中包含了事项风险条款,而对于非接管对象的情形,这一比例为 36%。此外,债券评级机构开始为债券的事项风险条款提供单独的评级——为它所认为的保护之强弱排出等级。未包含事项风险条款的债务则须以更高的利率出售。一项研究发现,事项风险条款的存在使借款成本降低了 1/4 (即 25 个基点)。

即便 MetLife 输掉了官司,事项风险条款本应变得日益常见,这是完全可能的。但是,我认为法庭的判决激励了事项风险条款的使用(这一说法)是合理的。因为如果债权人试图避免遭受 MetLife 那般不愉快的境遇,他便不得不在合同中明确地处理这一问题。我应该提醒各位注意的是,债券市场对合同创新的判决做出反应这一事实——潜在受影响的各方普遍地采用事项风险条款——并不意味着案件的判决是错误的。事实上,根据我的判断,这是一个非常好的判决。维持信用评级的无限制的忠实义务(an open-ended duty of good faith)将是难以执行的,并且,除非明确地限定于有关异常大金额的 LBO 情形(这并非 MetLife 的立场)之事实,无限制的忠实义务将涵盖更多的情形,并通过约束借款人的灵活性、强制要求债权人为其可能并不需要的保护做出支付以及对债务人的非善意行为制造不确定性等方式增加商业成本。通过拒绝 MetLife 公司对债券合同中债权人保护进行非常宽泛之解读的努力,法庭迫使债权人与债务人更加细致地处理 LBO 问题。该判决所带来的是已经证实的保护性约定领域中一项成功的创新努力,满足了交易各方的需求。