应对金融危机挑战 构筑对外投资保护新体系

华尔街金融危机一方面造成全球经济疲软,中国的出口需求下降,使贸易方式有可能成为影响中国经济的风险口。

同时,中国境外投资的接连失利,也使得国际投资的法律保护问题成为各方关注的焦点;华尔街金融危机引发的全球性金融危机,也激化了各国相互转嫁风险的内在利益驱动;全球金融危机呈现更加复杂的形势和局面,势必对我境外投资构成新的影响。

因此,怎样既不被国际社会忽悠,又能有效利用这一机会,调整和完善我国的对外投资法律保护体系,防范和应对境外投资的各种风险,特别是政治风险和商业风险,则是我国走出去战略的基础和前提,也成为规范和保障新一轮中国对外投资的关键问题。

⊙财政部财政科学研究所金融室研究员 段爱群

尤霏霏 制图

海外投资遭遇两大风险

本次华尔街金融危机前后,中国海外投资遭遇的风险包括政治风险与商业风险两大类型。其中又包括:平安投资富通集团遭遇的政府接管或者国有化的政治风险外汇储备购买美国国债和两房债券遭遇的政府调控或者监管的政策风险以及因为金融危机可能发生的外汇汇兑风险;中信泰富遭遇的汇率风险;中投公司投资黑石或者中国第一批 QDII 遭遇的市场风险。

其中,后面两种属于商业风险,前面两种属于政治风险。这两种政治风险,都属于金融危机时新类型的政治风险,与国际法一般意义上的国有化风险有重大的差别;而这两种商业风险,都属于市场风险或者价格风险的范畴,防范这两种风险,取决于企业的专业判断和相关避险工具的运用的水平,以及政府为这些避险工具的有效运用所提供的政策支持和制度安排的程度。

投资风险法律保护体系分为投资法律制度保护和海外投资保险制度保护两个部分。海外投资保险制度仅仅是对投资的政治风险,而法律保护制度则包括政治风险和商业风险。

法律保护制度,又分为国内法律制度、双边保护协定、地区保护协定和多边保护协定四个部分;海外投资保险制度 则分为保险制度与保证制度。一方面保险制度与保证两者之间既有联系又有区别,"投资保证"一般对所受损失进行全部补偿,而"投资保险"只按投资的一定比例并基于一定条件进行补偿;投资保证的范围包括商业风险在内,而投资保险则不包括商业风险;另一方面,海外保险制度又是以法律保护制度为前提和基础。

目前,海外投资保险制度主要有美国和日本两种类型。由于这种保险制度以资本输入国与美国签订有双边投资保证协定为条件,故也将美国类型称为双边的海外投资保险制度。由于此项制度行之有效地保护了资本输出国海外投资的安全与利益,日本、德国、法国、挪威、加拿大、瑞士、英国等也效仿美国,先后建立了本国的海外投资保险制度。

新型政治风险及法律保护体系

本报告论及的新型政治风险,包括比利时政府对平安投资的富通银行的国有化,以及我国政府外汇储备购买美国国债的政策风险和汇兑风险两个部分。

与传统国际法意义上的国有化不同,金融危机中的金融企业国有化具有其新的特征。为了应对金融危机,避免机构风险,政府通过向企业注入资金而取得该企业股权或者控股权,从而以国家的信用来提升和支撑企业信用的行为。目的不是为了取得企业的股权或者控股权而是为了增强企业的信用和生存能力。如美国注资 AIG、贝尔斯顿以及两房的方式取得对这些金融机构的控股权或者控制权。国有化后的股权该如何处置,应该征得该企业股东的同意,并经股东大会讨论通过。

国际法中,传统的国有化合法性标准包括,社会公共利益,即国有化必须符合公共目的或公共利益,这是国有化是否合法的充分必要条件;符合法律程序原则,国有化和征用必须遵守正当的法律程序,这也是国有化合法性的要求,否则可能会涉及到国家责任;不违反条约义务原则,即国有化应受国际条约和国家承担的契约义务的限制,违反条约义务的国有化是非法的,这是"条约必须恪守"的国际法原则的具体体现;支付公正补偿原则,即是否支付公正补偿作为判断国有化合法性的标准之一;国有化必须无不正当歧视,非歧视原则包括国民待遇原则和最惠国待遇原则两层含义以及双边投资保护协定中的要求。

因此是否同时具备上述标准,成为界定合法与非法的标准,同时具备上述条件的国有化就是合法的,不同时具备上述条件的国有化就是非法的国有化,非法国有化将引发国家法律责任。

■案例

比利时政府对富通国有化的合法性问题

为避免富通破产,2008年9月份,比利时政府,以总计144亿欧元的价格将富通银行从富通集团剥离,并出售给法国巴黎银行,同时约定该协议的履行要取得富通集团股东大会的批准。

比利时政府接管后继而转手将其高价卖给巴黎银行行为引发了多方抗议。尽管上述国有化举措发生在"非常时期",比利时政府的作为却有颇多瑕疵。表面上可以理解,是通过引进巴黎银行进行救助,以维持国内信贷市场的稳定,但实际的行动却是在短暂国有化之后,便转手将其高价卖给商业机构,实际上却有借机牟利之嫌。

政府注资接管整个过程没有征得股东同意,因此,股东对出售上述资产的方式表示异议。泛欧股东协会组织也已在当年10月份向上诉法庭提出申请,要求对富通集团发出禁令,禁止其向巴黎银行的过户,同时要求将上述分拆事宜纳入当年12月1-2日举行的股东会议议程,否则,不排除中国平安起诉富通集团的可能性;

在富通股东的集体反对之下,比利时政府当年10月12日宣布,为富通股东设立基金,后者将得到非流通且不挂钩于富通股票的息票,并能跟政府进行交换。上述比利时政府通过转让溢价向中小股东支付的息票补偿,也未惠及平安等持股份额较大的法人股东。显然,对于平安等富通的股权持有者而言,不公平。

目前,对于国有化合法性标准适用于比利时国有化富通银行上存在以下争议问题:

第一,分拆富通银行以及转手高价卖给巴黎银行是基于公共利益还是为了高价盈利的目的?因为分拆而造成富通集团股价的下跌是否存在过错和责任?

第二,是否符合法律程序原则?经过股东大会表决通过是否是比利时政府国有化的法律程序,如果没有经过股东大会表决通过是否违背其法律程序?同时,在卖给巴黎银行之前或者同时,富通银行的股东富通集团是否有回购权?是否有优先购买权?既然,比利时政府与巴黎银行的协议中约定,股权的转让须经富通集团的股东大会批准。表明了比利时政府承认国有化暂时的取得对富通的所有权和股权,也表明这部分国有化的股权富通集团及其股东仍然享有回购权或者同等条件下的优先购买权。

第三,公正补偿是否支付?补偿的标准有如下几种模式和观点:是按照富通股票下跌的价格来计算损失补偿,还是按照分拆富通银行时,每股富通银行股权的价值来计算补偿两种不同的模式。2007年11月27日,平安以均价每股19.05欧元收购富通4.18%的股份,比利时宣布国有化时每股5.41欧元,两者相差约14欧元。

而对富通银行的每股价格的计算方法又有市场价格法和账面价值法。金融危机时的市场价格是否是公允价值值得质疑,原因是金融危机时市场处于失灵的状态,不能正常反应资产的价值;从账面价值法角度考虑,2008年10月6日,比利时政府收购富通比利时银行全部股份,总共才花了94亿欧元,价值只相当于富通银行账面值的50%-60%。2008年10月,国有化后,富通股票复牌后,其股价从停牌前的5.41欧元迅速跌破2欧元。截止到2009年2月16日,富通股价仍在1.4欧元左右。认为5.41欧元与1.4欧元之间的差异应该属于政府补偿的范围。

第四,是否存在歧视待遇问题?2008年10月12日,比利时政府宣布了一个补偿计划,就是在比利时政府将富通银行75%股权以及富通比利时保险业务出售后,准许富通小股东参加比利时政府在法国巴黎银行拥有的权益的潜在资本收益和分红。政府将设立一个新的法律实体,该实体的资本将来自于政府出售其在巴黎银行的股份而得到资本收益及其分红。

该计划存在如下问题:(1)只让小股东得到补偿,歧视机构股东和大股东;(2)歧视非欧盟机构股东,如平安无权获得该计划的补偿;(3)该计划并非按照持股比例补偿股东,规定每个人股东至多获得5000张票券的补偿。显然,该国有化行为违背了双方签署的投资保护协定。

综合上述各点,比利时政府对富通银行的国有化,显然违背了新旧国有化的合法标准,将引起政府责任。

投资美国国债的法律保护

据美国财政部公布的数据,截至2008年11月,中国持有6819亿美元美国国债,而且仍在增持,另外,中国还购买了数千亿美元的其他美国债券及股份。

华尔街金融危机和美国政府的系列救市安排而发行的大量国债对中国外汇储备购买美国国债的价格风险;从理论上来讲,因政治冲突而发生的冻结、国有化和汇兑限制而产生的汇率风险等政治风险。

消除上述风险的方法有:第一,通过双边投资保护协定约定对中国海外投资的法律保护;第二,建立海外投资保险制度,将外汇储备购买的美国国债纳入保险的范围,并且通过双边协定约定的保证体系,既在中美两国政府之间确立相关的责任连接,又通过在美国的相关保险系统的分保来消化和转移这一风险。第三,利用国际政治法律平台,如G20或者G7等机制,让美国意识到其消费与储蓄的结构失衡以及美元的权利与美元国际义务之间的失衡对美国本身的负面效应;第四,调整和优化国际贸易金融秩序和规则,建立新型有效的国际贸易金融秩序。

海外投资的市场风险

市场风险是指因价格波动而造成的风险,包括每股净资产、每股收益变动产生的股价波动风险、汇率风险与利率风险等价格变动造成损失的可能性。处置市场风险的方法有对价调整、购入期权或者卖出期权的约定、情势变迁原则等重大不利变化条款的约定、汇率风险对冲等方法。

关于股票或者股权价格风险的法律防范,防范这类风险的办法是在投资合同中约定,未来三年每股收益下降或者每股净资产下降,则调整相应的购买股权的投资价格。

比如,美国银行对建设银行的投资合同中约定:在美国银行入股后5年以内,即在2010年8月29日前任何时候,若建行截至2004年底的财务报表基于会计原则变动以外的原因重列或修订,导致每股净资产有所变化,汇金公司或美国银行将可以根据两者的差额对购买价做出调整,且调整不设立赔偿上限。

中国企业在海外投资中存在着不少没有对价调整安排的反面案例。无论是中投公司投资黑石、摩根士丹利,还是国开行投资巴克莱等海外投资都没有保护性的条款。所以,当中国的金融机构们提着钱袋子去寻求战略投资机会时,一定要掌握运用对价调整来保护自己的投资。

此外,对汇率价格等市场风险的防范也非常重要,并且也存在影响巨大的案例。虽然最近一段时间以来,人民币对美元汇率升值趋势减缓,从一定程度上缓解中国企业的部分压力。然而人民币对欧元汇率的剧烈升值,却不对称地加大了汇率压力。因为人民币升值的长期趋势仍然没有改变,所以如何规避汇率风险对企业来说仍然是一个非常重要的问题。

汇率风险可分为外汇交易风险、外汇转换风险、汇率汇兑风险三种。其中除汇兑风险属于政治风险外,其余两者都属于经纪风险。

那么该处置汇率风险有哪些法律手段?就汇率汇兑风险而言,也称禁兑险,属于政治风险的一种。对这类风险的防范,主要是投保汇兑险。但此类风险都设定有前提条件,在投保人与保险机构签订保险合同时东道国法律并无禁兑规定。也就是说,在投保人签发保险单时,按东道国的外汇管理法规,投资者的投资收益和其他收益是可以兑换并转移的,反之,如果在签订保险合同时,东道国法令已存在禁兑规定,而投保者知道或理应知道的,事后遭受禁兑损失的,不得向承保人索赔,即禁兑风险必须发生在建立保险关系之后。

■案例

中信泰富累计期权合约与防范汇率风险的损失

中信泰富在澳大利亚有一个名为 SINO-IRON 的铁矿项目,该项目是西澳最大的磁铁矿项目。据有关消息称,这个项目总投资约42亿美元,很多设备和投入都必须以澳元来支付。除目前的16亿澳元之外,整个投资项目的资本开支在项目进行的25年期内发生,还将在全面营运的每年度投入至少10亿澳元,为了减低项目面对的货币风险,因此签订若干杠杆式外汇买卖合约。

中信泰富签订外汇合约,是为了减低其西澳洲铁矿项目和其他投资项目面对的货币风险,但这些外汇合约的收益与风险完全不对等。以澳元合约为例,合约规定:每份澳元合约都有最高利润上限,当达到这一利润水平时,合约自动终止。所以在澳元兑美元汇率高于0.87时,中信泰富可以赚取差价,但如果该汇率低于0.87,却不能自动终止协议,中信泰富必须不断以高汇率接盘,理论上亏损可以无限大。据估计,中信泰富所有的合约加起来可能获得的最高收益还不到4.3亿港元,但接盘外币的数量却超过500亿港元。

问题1:交易结构设计上的问题。

真正的套期保值与外汇投机的交易结构存在根本性的区别,是保值还是投机在开始交易之前必须非常清楚,并据此设计和谈判相关的交易结构、交易期限,签署相关的交易文件。该案例中的问题就是没有区分交易的类型和性质并据此制定相关的监控措施;

问题2:止损机制和风险内控机制上的问题。

没有止损点,也没有止损机制的安排,当风险暴露时没有任何救济措施的安排。更没有将汇率变化的观察区间和变化值与实际投资中款项支付的货币风险进行联系和挂钩,导致避险的针对性和有效性不强,表明没有将公司内部风险控制机制与交易结构中的止损机制等有机结合,建立完整的风险防范体系。

建立和完善海外投资保护体系

综上所述,中国海外投资所遭遇的政治风险和商业风险,就其有效防范和相关法律保护体系的建设和完善而言,我们认为:

需要完善和调整防范政治风险的相关法律制度:针对新型国有化政治风险的特点,完善国内法和相关双边协定的规定。实现国内法和双边保护协定与海外投资保险制度之间的有效衔接,堵塞相关的法律漏洞;为应对金融危机日益的复杂局面,应就金融危机时期国有化这一新型政治风险对境外企业的金融投资或者金融企业投资的权益的保护和影响及其相关法律程序处置问题进行明确规定。

同时明确规定投资人在金融业中权益的保护范围、内容和方式,并据此修改和完善我国与相关国家的双边投资保护协定;就多边投资公约(MIGA)及其与双边协定和海外保险制度之间的衔接和补充机制的建立问题,修改和完善中国与相关国家的双边投资保护协定。

对我国外汇储备购买美国国债等投资权益的法律保护问题,我们应该:修改和完善与美国所签订的双边投资保护协定,就相关国债价格风险中的政治风险的法律保护以及海外投资保险制度的安排和运用等问题进行明确约定;利用中美经济战略对话的平台,就中美双方作为利益相关方,怎样在优势互补和互惠互利的合作中,扩大经济合作,保护中美双方各自的投资利益进行充分的约定;修改和完善国际金融和贸易规则,调整和完善国际金融秩序和贸易秩序,建立公平、公正、包容有序的国际金融新秩序和开放有序、透明公正的贸易秩序。

优化 IMF 的治理结构,改变目前的一家操纵而失灵的局面。重新设定 SDR 的结构比例,既要包括成员国的货币份额比例,又要将黄金等贵金属的比例纳入其中,明确用 SDR 作为国际储备货币代替美元;优化和完善国际储备体系结构;或者建立包括亚元等地区货币的多元体系,与欧元一起,联合改变美元权利与义务失衡的局面。

就汇兑风险的防范而言,政府需要在设计的海外投资保险制度中,设置汇兑险这一险种,利用海外投资保险制度分散和化解企业的汇兑风险。

建立并且完善中国海外投资法律保证体系,将上述政治风险全部纳入海外资产保险的范围之内:(1)建立海外投资保证与保险制度相结合,特别是与中小企业信用保证制度相结合的模式;(2)建立与 MIGA 相配套的保证保险制度;(3)国家应成为海外投资保险的主体,可仿照德国的模式,采用审批机构与金融机构分离制。一方面建立一个以国家为主体的、统一的海外投资保险审批机构,另一方面又利用市场和商业保险手段,将风险进行分散和转移;(3)按照"走出去"战略,设计海外投资保险承保条件,确定合格项目的内容和范围时,应重点体现走出去战略的要求。其中对符合我国中长期海外投资发展战略的重点项目,对于开拓国际市场、引进先进技术或利用外国资源有特殊意义的投资项目,可特别列为优惠政策鼓励的范围;其余可列为一般性的合格投资项目;(4)海外投资保险的承保范围为政治风险范围,如国有化风险、征用险、货币汇兑风险、政府违约风险、营业中断风险、延迟支付或停止支付风险以及货币贬值风险以及战争险和恐怖主义风险。

将本报告中所列举分析的各种政治风险以及中小企业的商业风险全部纳入海外投资保险保护的范围之内,为我国企业的走出去战略提供坚实有效的法律保护体系,无疑具有重要的战略意义。

(编者注:本文有删节)