

资产证券化业务争议解决中的法律问题（一）：是否适用《证券法》与《虚假陈述若干规定》？

作者：邓晓明 | 赵之涵 | 刘虹璐

资产证券化业务是指以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券（Asset-backed Securities, ABS）或类似基于信托原理的私募资管产品（如银行间市场的 ABN）的业务活动。目前，我国资产证券化产品开始出现兑付困难与违约，并由此引发信息披露不实纠纷。就此，资产证券化产品是否适用《证券法》和《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（“《虚假陈述若干规定》”），是相关讨论的焦点与前沿问题。

总体而言，2019年《证券法》第2条第3款“资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定”并未将资产支持证券完全纳入规制范围，《虚假陈述若干规定》在适用范围上则并未将资产证券化产品排除在外。同时，参考中国证监会《资产证券化业务信息披露指引》等监管规则，资产证券化产品具备证券法下“强制信息披露”的核心特征。因此，从证券本质和《证券法》关于信息披露的规范意旨来看，资产证券化产品信息披露不实纠纷应当适用《证券法》和《虚假陈述若干规定》的规范框架。

但是，资产证券化业务实际是原始权益人而非作为管理人的金融机构的直接融资活动，其披露的重要信息来自于原始权益人与增信义务人，管理人仍旧扮演中介机构角色。同时，资产证券化产品是典型的高风险私募投资产品，与股票发行与二级市场交易具有显著不同，因此在具体裁判规则的适用上应当充分考虑其特殊性。具体而言：

一、强制信息披露是资产证券化产品的运行基础，应当适用虚假陈述的规范体系与裁判逻辑

资产证券化产品是以基础资产产生的现金流（通常包括债权现金流、基于物权所发生的现金流、未来应收款现金流等）作为偿付支持。这是资产证券化产品与资产管理产品的重要区别，也决定了资产证券化产品具备“强信息披露”的监管和投资逻辑。具体来说，一方面，资产证券化产品认购人的投资目的通常是按照发行文件约定，依赖基础资产产生的现金流获得预期收益兑付，具有鲜明的“还本付息”特征，由此区别于资产管理计划中委托管理人进行投资从而获得不确定投资收益的方式——二者投资盈亏的来源存在明显不同。另一方面，资产证券化产品法定的偿付保障是基础资产的现金流，认购人的信赖对象是资产信用及增信措施对应的主体信用；而资产管理计划的盈亏主要取决于产品对外投资的表现，认购人的信赖对象是管理人的投资水平和职业操守——二者的信赖对象亦存在不同。虽然在存续阶段，资产证券化产品管理人对基础资产的管理与资产管理或信托计划类似，但资产证券化产品存在“基础资产”并因此涉及大量关于基础资产及

增信措施的客观信息披露行为，是资产管理产品或一般信托法律关系不具备的。

证券发行与交易是融资方以充分的信息披露换取更高的融资效率和更低的融资成本，投资者高度依赖融资方所披露信息进行投资决策的经济活动。股票投资者之所以关注上市公司的经营状况、盈利能力与行业前景，是因为这些信息直接挂钩股票价格；债券投资者之所以关注发行人的财务状况和经营情况，是因为这些信息直接关涉债券能否按期兑付。在资产证券化语境下，投资者合理信赖基础资产及其增信措施是否“真实可靠”，产品能否按照发行时约定的条件向其支付投资收益。

资产证券化产品非公开发行、非集中竞价交易的特点，并不影响其信息披露活动的重要意义。根据有关法律与监管规则，公开与非公开发行证券的发行人和中介机构都负有信息披露或督促信息披露的法定义务；不同种类证券在信息披露内容上存在差异，在披露信息的公开范围上因交易场所和投资者门槛不同而存在的差异，但这些都影响投资者合理依赖发行人单方披露信息做出投资决策，也就不影响信息披露义务人承担相应的法律责任。

《证券法》和《虚假陈述若干规定》以集中竞价交易的股票为典型模型，但是没有排除对非公开发行证券的适用。只要有强制信息披露以及信息披露真实、准确、完整的要求，就应当纳入证券信息披露的规则体系；而信息披露的反面即为虚假陈述，对应信息披露不实的法律责任。资产证券化产品在监管上有自成体系的信息披露要求，管理人负有尽职调查和对披露信息负责的法定义务。因此，就资产证券化产品的信息披露不实纠纷，总体而言应当适用《证券法》和《虚假陈述若干规定》的规则框架。即发行人及中介机构应确保披露信息的真实、准确和完整；对于信息披露不实，发行人承担无过错责任，中介机构承担过错推定责任。

二、资产证券化产品管理人是资本市场中介机构，不是《证券法》意义上的“发行人”与“信息披露义务人”，不能要求其承担发行人的严格责任

根据中国证监会《资产证券化业务管理规定》等监管规则，资产证券化产品在定位上与资产管理计划类似，是证券公司、基金管理公司、商业银行等金融机构担任管理人所设立的金融产品。从证券法的角度理解，表面上有关证券由管理人“发行”。例如《资产证券化业务管理规定》第12条表述为：“管理人设立专项计划、发行资产支持证券，除应当具备本规定第二条第二款的相关资格外，还应当符合以下条件……”。

但是，金融机构设立并发行金融产品与《证券法》下的证券“发行”具有本质不同。首先，典型的证券发行是“直接融资”活动，发行人通过发行证券进行市场化融资，是发行对价资金的所有者与使用者。但是，相关金融机构不是资产证券化产品的“融资人”；其作为管理人，仅在名义上为投资者利益占有项目资金，实际交付给“原始权益人”等融资人使用。其次，从证券法体系下最终关键的“信息披露”角度，有关金融机构也不掌握基础资产及增信义务人的第一手信息。资产证券化产品发行过程的信息披露行为，主要是原始权益人提供有关基础资产信息，增信义务人提供自己信用相关信息，管理人及其他中介机构进行尽职调查、核查验证有关信息真实、准确、完整性的过程。因此，在信息披露过程中，相关金融机构与债券承销机构比较类似，仍然是证券市场中介机构而非发行人，不承担第一位的信息披露义务。

因此，作为管理人的相关金融机构一方面不使用募集资金，另一方面也不会在产品发行文件中披露自己的第一手信息。产品对外披露的有关基础资产、原始权益人、增信义务人等重要信息，都是他人的客观信息。相关金融机构审查并同意对外披露有关信息的行为，仍然是典型的中介机构投资银行类工作。因此，不应将相关金融机构认定为《证券法》第78条的发行人或承担类似角色的信息披露义务人，否则其将面临《证券法》第85条前半句话的虚假陈述严格责任，并使真正可能进行虚假陈述的原始权益人脱离第85条的追究范围，造成难以接受的法律适用结果。

三、资产证券化产品纠纷可以选择性适用《虚假陈述若干规定》中的技术性规则，但不应适用“推定信赖”与损失计算规则

《虚假陈述若干规定》以股票二级市场为原型，以有效市场假说和欺诈市场理论为基础，设计了“推定信赖”（交易因果关系推定）、“三日一价”损失计算公式等特殊规则。但是资产证券化产品的发行、交易方式与股票有明显差异。在交易方式上，资产证券化产品针对合格投资者非公开发行，其二级市场“挂牌转让”也不具备足够的公开性和流通性，难谓有效市场，不具备适用欺诈市场理论的条件。在投资者结构上，资产证券化产品多由专业机构投资者构成，没有倾斜保护的必要。

因此，应当注意资产证券化产品的特殊性，有选择的适用技术性规则。例如，“面对面”交易的资产证券化产品不符合欺诈市场理论的适用前提，不应当适用《虚假陈述若干规定》第11条确立的交易因果关系推定信赖规则。产品投资者应当承担受到特定虚假陈述信息影响的举证责任，证明有关披露信息与其投资决策间存在因果关系。此外，资产证券化产品在虚假陈述导致损失的发生机制上与股票完全不同，难以计算“投资差额损失”，相反更类似于债券的虚假陈述致损机理。因此，不应当适用《虚假陈述若干规定》第26、27条的规定。

四、从资产证券化产品纠纷看我国证券虚假陈述规则的未来走向

资产证券化产品是否以及如何适用《证券法》和《虚假陈述若干规定》的探讨，代表了非典型证券对证券法核心规则的拓展和适用。就目前证券虚假陈述规则的发展阶段而言，《虚假陈述若干规定》没有区分证券发行与交易方式，事实上以股票集中竞价交易为原型，为处理证券虚假陈述纠纷提供了规则框架，但未在各个细分领域构造出符合交易实践的具体裁判规则，也无法满足法教义学的分析和解读。因此，某一类证券是否适用《证券法》和《虚假陈述若干规定》是一个相对粗糙和概括的命题，有关资产证券化产品等非典型证券纠纷的法律适用，需要在深刻理解各类型证券法律本质与交易特征的情况下，进行逐条逐项的具体分析和借鉴，理想状态是落实到“某一类证券是否适用《证券法》或《虚假陈述若干规定》某一条、某一款”的精细程度。

最后，从体现“以信息披露为中心”的注册制资本市场运行原理，压实“看门人”职责、合理厘定各中介机构责任、统一各类证券法律适用的要求来看，将资产证券化产品信息披露不实纠纷纳入《证券法》和《虚假陈述若干规定》的规范框架，符合我国资本市场市场化、法治化目标，应是未来的发展趋势。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: xm.deng@hankunlaw.com

赵之涵

电话： +86 10 8524 9470

Email: zhihan.zhao@hankunlaw.com