

■ 经济法

ABS 信息披露对传统证券制度的突破

黄 勇

(武汉大学 法学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 黄 勇(1958-), 男, 北京人, 武汉大学法学院法律系博士生, 主要从事民商法学研究。

[摘 要] 传统的证券信息披露制度与资产支撑证券信息披露制度有很大的不同。传统的证券信息披露围绕着证券发行人整体经营状况和资产状况的信息披露。而资产支撑证券信息披露制度着重于特定资产状况和现金流分配状况的信息披露。传统证券信息披露法律制度对资产证券信息披露所包含的特殊法律关系有着较大局限性。因此, 对传统证券信息披露法律制度局限性的突破, 构建专门的资产证券化信息披露法律制度的创新已显必要。

[关键词] 资产证券化(ABS); 基础资产; 信息披露

[中图分类号] D912.28 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2004)04-0537-04

所谓资产证券化(Asset-Backed Securitization, 简称 ABS), 就是指资产证券化是将缺乏一定的流动性但能够产生可预见的、稳定的收益现金流的资产, 通过资产重组、风险隔离和信用增级的经济和法律手段, 在资本市场上发行和交易以资产支撑的证券的融资过程。资产证券化运作原理是: 原始资产权益人将可预测在未来将会产生稳定现金流的可证券化基础资产, 真实出售给一个专为发行资产证券而设立的特殊目的机构(Special purpose vehicle, 缩写 SPV), 并通过担保机制实现基础资产信用增级。证券发起人 SPV 发行资产支持的债券进行融资用于向原始资产权益人支付购买证券化资产的资金, 并用证券化基础资产未来不断产生的现金流收入向证券投资者偿付资产债券本息。

一、资产证券化投资风险与 ABS 信息披露法律制度

(一) 资产证券化投资风险

资产证券化的实质就是把基础资产的未来收益和附带之风险一并通过证券化操作而转移到投资者身上。在资产证券化交易中, 投资者关心的信息对象主要是证券化资产和证券化结构。包括: (1) 资产信用质量; (2) 交易中主要参与方的信用质量; (3) 破产隔离的法律保障是否可靠; (4) 欺诈的可能性。资产证券化的风险来自两个方面: 一是来自证券化中的结构的危险; 二是来自证券化结构以外的危险^[1] (第 118 页)。

(二) 资产证券化风险防范——ABS 信息披露制度

资产证券化中各类风险信息是投资者获取有价值信息的关键所在。资产证券化各环节的重要信息, 尤其是各风险信息能否充分、真实、准确和及时地公开对外披露, 直接关系到资产证券投资者的投资风险能否有效防范和合法权益能否得到有效保护。

1. 资产证券化各环节风险信息的披露是资产证券投资者信息获取主要目标。信息披露的核心内容实际上就是对各种风险信息的真实有效的披露。资产证券投资者最为关注的风险信息与一般普通公司

证券投资者关心的风险信息的目标取向有着很大的不同。普通证券是以发行证券企业自身信用为支付保证,普通证券投资人关心的风险信息着重于企业整个经营业绩优劣的风险因素。而资产证券并非以发行企业自身的信用为支付保证,而是以特定的非证券形态资产为支撑,资产证券投资人信息获取的目标取向着重于关心证券化基础资产的转让、融资结构的设计和担保等方面的风险状态。

2. 资产证券化投资风险防范重要手段——ABS 信息披露法律制度。资产证券投资者利益的合法保护与投资风险防范在资产证券化法律规范中占有重要的地位。资产证券发行人与资产证券投资者法律地位是平等的。资产证券融资人在力求达到融资目的的同时,必须保护资产证券投资者的利益。这种保护不仅体现在资产证券化各类合同中,也应该体现在资产证券化债券发行、交易和债券本息清偿的全过程中。资产证券发行人、证券销售者以及相关责任人必须为资产证券投资者做出投资判断和决策提供充分、准确和及时的信息。资产证券化信息披露法律制度正是调整资产证券融资与资产证券投资的平等主体民事法律关系的一种特定法律规范,它是减少资产证券投资风险和规范资产证券化市场健康发展的重要手段,资产证券化信息披露制度是资产证券化法律制度的基石,是资产证券投资人投资信心基础和合法权益保护的前提,是防止证券欺诈的最基本的手段,是资产证券化立法制度的核心内容。

二、传统证券法律制度局限性与 ABS 信息披露法律制度的创新

(一) 资产证券化信息披露与传统证券信息披露的不同法律特性

1. 传统证券与资产证券在风险信息的分布形态方面不同。传统证券其风险信息披露主要分布在证券发行人经营业绩方面、发行人总资产持有方面、发行人财务状况和财会统计方面、发行企业负债和偿债能力方面、发行人赢利与亏损方面、发行人财产损失与增加、以及发行人司法诉讼等方面。传统的证券风险信息披露实际上仅集中在证券发行人自身内部各环节存在的风险因素方面。

资产证券化风险因素信息按照资产证券化运作程序其风险信息主要分布在:支撑证券发行的能产生可预计稳定现金流的证券化基础资产的质量方面、证券化的基础资产通过资产出售隔离资产证券化各风险源的方面、基础资产信用增级和偿付资产债券本息的信用担保方面、资产评估与信用评级方面、证券化基础资产未来收益现金流分配、偿付能力和基础资产安全性方面。资产证券化风险信息披露实际上主要分布在基础资产状况和现金流分配的各环节方面。

2. 传统证券与资产证券在信息披露核心内容的侧重点方面不同。传统证券信息披露可以看作是以证券发行人为原点的横向展开形态。传统证券均以证券发行人的信用为基础发行证券,以其发行人总资产作为证券投资的担保。传统意义上证券信息披露内容的侧重点是围绕着证券发行公司整体经营状况、整体资产状况和全部债权债务状况作为为信息披露的主要内容。

而资产证券化风险信息可以看作以支撑证券发行的基础资产为原点的纵向展开形态。资产证券发行人因为专门设计成除购买证券化基础资产和发行资产证券业务之外不能进行其它业务经营和投资的低风险的单一业务经济实体,SPV 自身经营的风险信息披露已经不是披露的重点。资产证券投资人真正关心的倒不是证券发行人 SPV 公司整个经营状况和整个资产状况,而是支撑资产证券化的是基础资产所产生的收益现金流状况和与之利用资本市场对基础资产的收益与风险进行分离、重组、信用增级的过程,未来收益现金流的基础资产的重组、信用增级和风险隔离的真实状况。这是因为资产证券是以特定资产为信用基础发行证券,以特定资产为资产证券投资的担保,证券化特定基础资产的品质和安全性为风险信息披露成为资产证券化信息披露的核心内容。

3. 传统证券与资产证券在信息披露民事主体和承担法律责任方面不同。传统证券信息公开披露的法定义务主体是证券发行公司,证券发行公司在公开披露的文件内容的真实性、完整性、准确性和及时性上对证券投资者承担法律责任。证券发行公司内部的发起人或董事、监事、经理以及中介服务机构(相关会计师事务所、律师事务所、评估事务所等)及相关专业人员(相关会计师、律师、评估师)为证券发行人公开披露文件所相应负责的那部分内容无虚假、不实陈述、重大遗漏以及严重误导性陈述承担连带

赔偿保证责任。

资产证券化信息披露法定义务主体具有复合性。在整个资产证券化过程中,凡对资产证券发行和交易结果产生较大影响的相关民事行为主体,都有责任为证券投资者做出投资决策而提供充分的、准确的和及时的信息披露法律义务。资产证券化信息披露的各类义务人不应该仅是证券发行人SPV,还应该包括在资产证券化整个过程如证券化的基础资产质量、证券化资产未来现金流的收入与分配、证券化资产风险隔离状态和安全状况、证券化资产信用增级的真实程度等方面提供相关重要信息的法律文件的签署人。SPV作为法定信息公开披露义务人对公开披露的各种文件内容的真实陈述当然首先应该承担法律责任。除SPV以外的凡是在资产证券化公开披露文件上签署的某些特定主体对信息公开披露的文件的相关内容不存在虚假、严重误导性陈述或重大遗漏而依法承担相应的连带保证责任。资产证券化信息披露民事责任主体不仅仅只是像传统证券那样仅是证券发行人及内部有关人员和相关中介服务专门机构及工作人员。

(二) 我国传统信息披露法律制度对资产证券化信息披露的局限性

正是由于资产证券化信息披露与传统证券信息披露在许多方面有着很大的不同,传统的《证券法》及相关法律文件共同构成的传统证券信息披露法律制度已经不能满足资产证券化信息披露需要,现行的证券信息披露法律制度对资产证券化信息披露构成很大的局限性。这些局限性表现在:

1. 信息披露民事主体法定范围的局限性。传统的证券信息披露民事法律主体仅局限于证券发行公司及内部相关负责人和中介服务机构及内部相关工作人员,不能满足资产证券化信息披露民事主体还应增加证券化中如基础资产构成和基础资产出售等各环节的民事责任主体的法律需要。

2. 信息披露法定内容的局限性。传统的证券信息披露内容仅局限于证券发行公司自身整体经营状况和资产状况以及债权债务状况为证券信息披露的主要内容。不能满足资产证券化信息披露内容还应增加披露证券化中除证券发行人SPV以外的各证券化环节,如证券化基础资产质量状况和安全状况、风险隔离状况和信用增级状况、现金流收入状况和现金分配状况等重要信息内容披露的需要。

3. 信息披露民事法律责任的局限性。传统证券信息披露制度中民事法律责任的承担仅局限于证券发行公司及内部有关负责人,以及中介服务机构及相关工作人员对公开披露的文件内容的真实性、完整性、准确性和及时性对证券投资者承担法律责任。不能满足资产证券化信息披露中还应该包括在资产证券化整个过程中对如证券化的基础资产质量、证券化资产未来现金流的收入与分配、证券化资产风险隔离状态和安全状况、证券化资产信用增级的真实程度等方面,提供相关重要信息的法律文件的签署人保证公开披露文件所相应负责的那部分内容无虚假、不实陈述、重大遗漏以及严重误导性陈述应承担连带赔偿保证责任的法律调整需要。

由此可见,传统证券信息披露法律制度对资产证券化信息披露有着较大的局限性,对资产证券所包含的特殊法律关系和法律主体具有局限性。因此,资产证券化信息披露应适用于专门设立的资产证券化信息披露法律制度。

(三) 资产证券化信息披露对传统证券法律制度局限性的突破与创新

传统的证券信息披露法律制度对资产证券化信息披露具有很大的局限性而不适应资产证券化的运作机制。我国《证券法》中尚未明确资产证券属《证券法》所法律调整的证券。但《证券法》第2条规定的调整对象是“在中国境内发行和交易的股票、公司债券和国务院依法认定的其他债券”。那么,资产证券是否应该纳入属于国务院依法认定的其它债券的范畴呢?有学者认为:资产证券不宜直接由《证券法》调整,《证券法》是无意调整所有的证券,并没有把政府债券、金融债券和基金券等全部作为自己的“势力范围”,而是把它们交给其它法律行政法规加以规定。从资产的特性来说,资产证券并非以发行企业自身的信用为支付保证,而是以特定的非证券形态资产(金融资产)为支撑。而我国《证券法》调整的普通证券是以发行证券企业自身信用为支付保证,证券持有人的投资收益多寡与企业的经营业绩的好坏相联系,而资产证券的调整规范着重于金融资产的转让、融资结构的设计和担保等方面。《证券法》对资产证券所包含的特殊法律关系和法律主体鞭长莫及。因此,资产证券的发行、交易和监管应适用于专门的

《资产证券化法》,当然,《证券法》作为我国调整证券市场的基本法,资产证券化法不能与《证券法》基本原则相冲突^[2](第 70 页)。因此,对我国现行证券市场信息披露法律制度局限性的突破和构建资产证券化信息披露法律制度应该成为资产证券化立法研究的重要内容。

笔者认为,资产证券化信息披露法律制度立法研究中,只能在我国现行《证券法》、《公司法》以及信息披露相关理论和相关法规基础上,同时借鉴国外相关法律及判例,结合资产证券化法律特性和支撑资产证券化产生的现金流的基础资产^[3](第 20 页),围绕着资产证券化信息披露民事主体的法定义务性、信息披露民事主体责任体系构成的复合性、信息披露目标取向的侧重性、信息披露内容的纵向延伸性和信息披露不实陈述民事责任规则与免责性等若干问题作为创新点,构建和创新中国资产证券化信息披露法律制度理论体系。

[参 考 文 献]

- [1] 何小锋. 资产证券化:中国的模式[M]. 北京:北京大学出版社,2002.
- [2] 黄锡生. 资产证券化基本法律问题之探讨[J]. 重庆大学学报(社会科学版),2002,(1).
- [3] 李尚公,沈春晖. 资产证券化的法律制度研究[J]. 法学研究,2000,(4).

(责任编辑 车 英)

Localization of the Traditional Securities Information Disclosure System on Asset-backed Securitization (ABS)

HUANG Yong

(Wuhan University Law School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biography: HUANG Yong (1958-), male, Doctoral candidate, Wuhan University Law School, majoring in civil and commercial law.

Abstract: It is quite different between traditional securities information disclosure system and information disclosure system on ABS. As we know, the traditional securities information disclosure focuses on the issuer of the securities, while the information disclosure system on ABS concerns the conditions of basic assets and allocation of cash flow. The deficiency of the traditional one is the ignorance of special relationship in law which is defined in information disclosure system, therefore, it is important to break through the localization of traditional securities information disclosure system and constructing special information disclosure system on ABS.

Key words: Asset-Backed Securitization (ABS); basic asset; information disclosure