

重铸看门人职责 筑牢公正之基石——

证券虚假陈述侵权行为中介机构民事赔偿
责任案例分析

主讲人：胡实

法律合规部

银河金汇证券资产管
理有限公司

目录

01

背景介绍

02

现行法律制度依据

03

案例分析

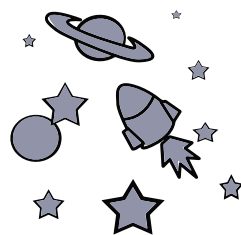
04

启示和建议

01



背景介绍



债券虚假陈述诉讼制度中承销商民事 赔偿责任概述——背景介绍

不论是传统的股票、公司债券的发行，还是新《证券法》明确将之归为证券的资产支持证券、资产管理产品、存托凭证的发行，必有券商、银行、会计师事务所、资信评级机构、律师事务所等某一或某几个中介机构的参与。毋宁说，资本市场上发行证券的融资方和购入证券的投资方所建立的经济联系，是通过中介机构实实在在的工作才达成的。其间，中介机构的主要职责就是通过提供证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、法律意见以及信息技术系统服务，为证券发行进行核查验证、专业把关。在此过程中，中介机构具有甚至比监管机构都更明显的信息优势，它可以平衡证券发行人和投资人之间的信息不对称，降低市场交易成本，被形象地称为“看门人”

(Gatekeeper)。既然是“看门人”，那就要发挥好看门把关的作用。一旦因为中介机构在证券发行过程中没有尽到勤勉尽责义务而使得投资者受到损失，其作为“看门人”就可能承担相应的赔偿责任。

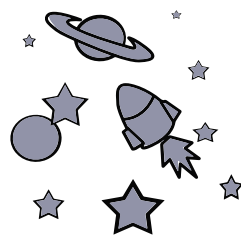
从资本市场的实践看，不论是股票的发行还是债券的发行，都需要有专门的承销机构负责将发行的股票或债券销售出去。承销机构是证券发行成功的桥梁，承销行为也就成为证券发行中最为重要的服务行为之一。在证券发行过程中，证券的保荐和承销行为是由中介机构深度参与且对证券发行具有重要意义的服务行为。甚至可以说，证券发行的保荐和承销业务构成了证券公司投资银行业务的核心内容。因此，本案例库将以证券公司为视角，对相关案件进行介绍和分析，如涉及证券发行中其他中介服务机构，将一并介绍。

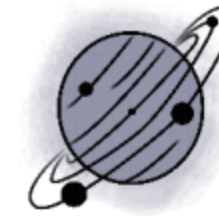
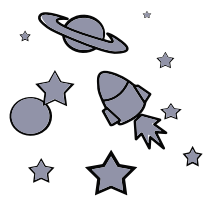


02



现行法律制度依据





现行法律制度依据



现行法律制度依据

👤 《中华人民共和国证券法》第29条规定：

证券公司承销证券，应当对公开发行募集文件的真实性、准确性、完整性进行核查。发现有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，不得进行销售活动；已经销售的，必须立即停止销售活动，并采取纠正措施。

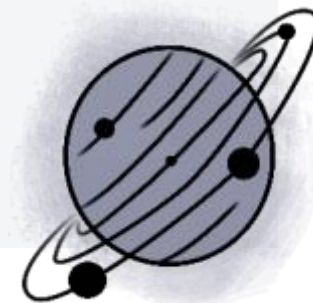
证券公司承销证券，不得有下列行为：

- （一）进行虚假的或者误导投资者的广告宣传或者其他宣传推介活动；
- （二）以不正当竞争手段招揽承销业务；
- （三）其他违反证券承销业务规定的行为。

证券公司有前款所列行为，给其他证券承销机构或者投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。

👤 《中华人民共和国证券法》第85条规定：

信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。



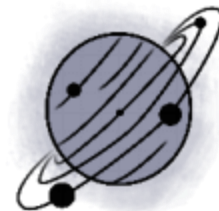
现行法律制度依据

① 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》

3.坚持“卖者尽责、买者自负”原则。债券依法发行后，因发行人经营与收益的变化导致的投资风险，依法应当由投资人自行负责。但是，“买者自负”的前提是“卖者尽责”。对于债券欺诈发行、虚假陈述等侵权民事案件的审理，要立足法律和相关监管规则，依法确定发行人董事、监事、高级管理人员及其控股股东、实际控制人，以及增信机构，债券承销机构，信用评级机构、资产评估机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构（以下简称债券服务机构），受托管理人或者具有同等职责的机构（以下简称受托管理人）等相关各方的权利、义务和责任，将责任承担与行为人的注意义务、注意能力和过错程度相结合，将民事责任追究的损失填补与震慑违法两个功能相结合，切实保护债券持有人、债券投资者的合法权益，维护公开、公平、公正的资本市场秩序。

29.债券承销机构的过错认定。债券承销机构存在下列行为之一，导致信息披露文件中的关于发行人偿付能力相关的重要内容存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，足以影响投资人对发行人偿债能力判断的，人民法院应当认定其存在过错：

- (1) 协助发行人制作虚假、误导性信息，或者明知发行人存在上述行为而故意隐瞒的；
- (2) 未按照合理性、必要性和重要性原则开展尽职调查，随意改变尽职调查工作计划或者不适当地省略工作计划中规定的步骤；
- (3) 故意隐瞒所知悉的有关发行人经营活动、财务状况、偿债能力和意愿等重大信息；
- (4) 对信息披露文件中相关债券服务机构出具专业意见的重要内容已经产生了合理怀疑，但未进行审慎核查和必要的调查、复核工作；
- (5) 其他严重违反规范性文件、执业规范和自律监管规则中关于尽职调查要求的行为。



现行法律制度依据

① 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》

30.债券承销机构的免责抗辩。债券承销机构对发行人信息披露文件中关于发行人偿付能力的相关内容，能够提交尽职调查工作底稿、尽职调查报告等证据证明符合下列情形之一的，人民法院应当认定其没有过错：

(1) 已经按照法律、行政法规和债券监管部门的规范性文件、执业规范和自律监管规则要求，通过查阅、访谈、列席会议、实地调查、印证和讨论等方法，对债券发行相关情况进行了合理尽职调查；

(2) 对信息披露文件中没有债券服务机构专业意见支持的重要内容，经过尽职调查和独立判断，有合理的理由相信该部分信息披露内容与真实情况相符；

(3) 对信息披露文件中相关债券服务机构出具专业意见的重要内容，在履行了审慎核查和必要的调查、复核工作的基础上，排除了原先的合理怀疑；

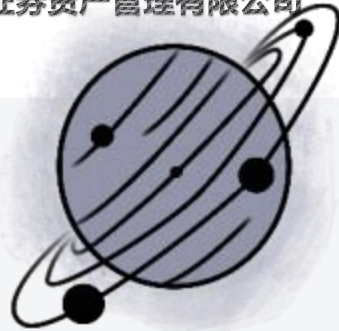
(4) 尽职调查工作虽然存在瑕疵，但即使完整履行了相关程序也难以发现信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

① 《公司债券发行与交易管理办法 (2021年修订)》第41条：

主承销商应当遵守业务规则和行业规范，诚实守信、勤勉尽责、保持合理怀疑，按照合理性、必要性和重要性原则，对公司债券发行文件的真实性、准确性和完整性进行审慎核查，并有合理谨慎的理由确信发行文件披露的信息不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

主承销商对公司债券发行文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容存在合理怀疑的，应当履行审慎核查和必要的调查、复核工作，排除合理怀疑。证券服务机构应当配合主承销商的相关核查工作。





● 《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》第13条

证券法第八十五条、第一百六十三条所称的过错，包括以下两种情形：

（一）行为人故意制作、出具存在虚假陈述的信息披露文件，或者明知信息披露文件存在虚假陈述而不予指明、予以发布；

（二）行为人严重违反注意义务，对信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失。

● 《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》第17条

保荐机构、承销机构等机构及其直接责任人员提交的尽职调查工作底稿、尽职调查报告、内部审核意见等证据能够证明下列情形的，人民法院应当认定其没有过错：

（一）已经按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求，对信息披露文件中的相关内容进行了审慎尽职调查；

（二）对信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容，经过审慎尽职调查和独立判断，有合理理由相信该部分内容与真实情况相符；

（三）对信息披露文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容，经过审慎核查和必要的调查、复核，有合理理由排除了职业怀疑并形成合理信赖。

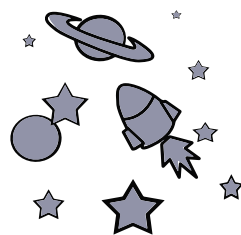
在全国中小企业股份转让系统从事挂牌和定向发行推荐业务的证券公司，适用前款规定。



03



案例分析





案例一

“五洋债”案



案例二

“华泽钴镍”案



案例三

“中安科”案



案例四

“昆机公司”案



案例五

“鞍重股份”案



案例六

“庆汇租赁”案



案例一、“五洋债”案（审理法院：浙江省杭州市中级人民法院
案号：(2020)浙01民初1691号 裁判日期：2020.12.31)

案情简介：

- 五洋建设于2015年8月发行了公司债“15五洋债”，规模8亿元，期限2+1年，第二年末附投资者回售选择权。2015年9月，五洋建设发行了第二期公司债“15五洋02”，规模5.6亿元，期限3+2年，第三年末附投资者回售选择权。两期债券主承销商均为德邦证券。2017年8月，





券商抗辩：

- 1.本案虚假陈述行为人系五洋建设，德邦证券未共同参与发行人虚假陈述，也未协助发行人隐瞒虚假信息，不构成共同侵权，不应承担连带责任。根据《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》，原告需举证证明德邦证

法院认定：

- 中国证券业协会为规范证券公司开展中小企业私募债券承销业务发布的《证券公司中小企业私募债券承销业务尽职调查指引》和《证券公司开展中小企业私募债券承销业务试点办法》两个行业规范中亦明确：证券公司应对承销业务中涉及的、可能影响企业偿债能力的其他重大事项进行调查，核实相关发行文件的真实性、准确性和完整性；承销商尽职

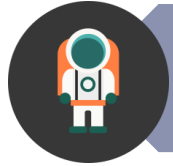




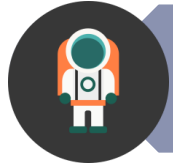
阳五洲公司已与沈阳出版发行集团有限公司签订协议，将东舜百货大厦以大幅低于公允价值的价格出售，该事项可能会对五洋建设发行条件以及偿债能力产生重大影响的情况下，未将此风险作为重大事项写入核查意见。上述行为均表明德邦证券作为承销商审慎核查不足，专业把关不严，未勤勉尽职，对“15五洋债”、“15五洋02”债券得以发行、交易存在重大过错。德邦证券关于其即使完整履行相关程序也难以发现财务数据存在虚假记载，自身不存在过错的抗辩意见依据不足。根据《中华人民共和国证券法（2014修正）》第六十九条之规定，德邦证券应当与五洋建设承担连带赔偿责任。



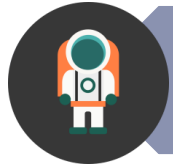
责任比例：承销商德邦证券：100%范围内连带赔偿责任；



审计机构大信会计：100%范围内连带赔偿责任；



评级机构大公国际：10%范围内连带赔偿责任；



锦天城律师事务所：5%范围内连带赔偿责任。

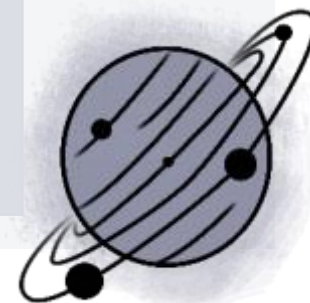


履行情况：五洋债一案所涉中介之一德邦证券2022年2月底预计将按照其提供给法院的承诺再次偿付剩余执行标的一半，预计其承担的赔付总金额将超过4亿元。预计截至2022年2月26日，总计约7亿元的总标的金额可赔付5.4亿元，实现超75%偿付。

案例二、“华泽钴镍”案（审理法院：四川省成都市中级人民法院、四川省高级人民法院
案号：(2019)川01民初1626号、(2020)川民终293号 裁判日期：2021.4.18）

案情简介：

- 华泽钴镍是以钴镍金属材料加工生产为核心，以大型钴镍资源矿山为依托，以镍材料科研独创加工技术为特色，是一家集冶炼、加工及销售于一体的有色金属联合企业。2014年，华泽钴镍“借壳”上市。2015年11月，因涉嫌信息披露违法违规遭证监会立案调查。2017年7月，公司收到《行政处罚及市场禁入事先告知书》，其中



券商抗辩：

1.国信证券不应对华泽钴镍的虚假陈述行为承担连带责任，尤其是对华泽钴镍《2013年年度报告》、《2014年年度报告》以外的虚假陈述行为，更不应承担连带责任；

2.即使认定国信证券应承担连带责任，国信证券认为由于华泽钴镍存在多个虚假陈述行为，国信证券仅对自己相关联的虚假陈述行为承担连带责任。

3.即使认定虚假陈述行为与原告的损失之间具有充分的因果关系，本案原告主张的损失计算方法及损失金额也不能成立。

4.国信证券在从事案涉证券中介服务业务的过程中尽到了勤勉尽责义务，不应对周琴的损失承担任何责任。

5.一审判决在案件当事人缺少必要主体的情况下，按照“过错程度”进行的“分责”认定没有法律依据；并且，即使按照一审判决的“分责”逻辑，国信证券最多也仅在周琴损失的25%以下承担连带责任。





法院认定：



一审法院认为，国信证券作为华泽钴镍恢复上市的保荐人，应当对其保荐书内容负责。证监会第（2018）46号行政处罚决定书中载明：1、《华泽钴镍恢复上市保荐书》存在虚假记载、重大遗漏；2、2013年度和2014年度持续督导工作报告书虚假记载；3、国信证券在核查上市公司关联方非经营性占用资金和应收票据，以及利用审计专业意见等方面未勤勉尽责。从处罚决定书可以看出国信证券在案涉华泽钴镍虚假陈述行为存在未勤勉尽责的过错，应当承担赔偿责任。同时，根据前述司法解释的规定，国信证券承担责任的范围应当与其主观过错程度相匹配，本院认为证券法的立法目的在于切实维护投资者合法权益的同时，通过民事责任追究实现震慑违法的功能，维护资本市场公开、公平、公正的市场秩序，有必要评价不同主体的侵权行为所造成的后果，以区分各自应当的责任份额，实现责任与侵权行为、主观过错程度相匹配。在本案中，虚假陈述行为的主要实施人是华泽钴镍的实际控制人王应虎、王涛、王辉等人，具体的违法行为也是利用关联公司占用华泽钴镍的资金，违规为他人担保等等。由于华泽钴镍实际控制人有意识的欺诈行为，在欺骗投资者的同时，也向国信证券、瑞华会计师事务所提供虚假材料、隐瞒相关事实，而国信证券作为保荐人，除了在审计工作中投入更多的精力外，亦没有其他强有力的手段对上市公司实际控制人的行为加以规制，国信证券对华泽钴镍实际控制人的上述行为并不知情，亦无通过行政手段调查、制裁华泽钴镍实际控制人之责任和能力，其主要过错在于保荐华泽钴镍恢复上市过程及持续督导过程中未勤勉尽责，疏忽大意。在共同侵权中，华泽钴镍存在主观故意，国信证券是基于过失，本院认为华泽钴镍应当赔偿原告的全部损失，国信证券在其过失范围内承担连带赔偿责任，故国信证券应当对原告的损失承担40%的赔偿责任。

13亿元资金等异常情况导致华泽钴镍公司伪造大量财务资料事项均未予发现。作为专业的上市公司保荐人和审计机构，如果按照执业规则勤勉尽责，尽到必要的注意义务，华泽钴镍虚假陈述行为即应当被发现，其过错并非一般疏失，而当属重大过错，符合《最高

一审判决：国信证券：承担40%连带
赔偿责任、瑞华会计：承担60%连带
赔偿责任；

二审改判：国信证券、瑞华会计：承
担连带赔偿责任（100%责任）。

思考问题：请同学们注意一、二审判
决结果的差异并分析二审改判的原因
？同学们更倾向于哪种判决结果。



案例三、“中安科”案(受理法院：上海金融法院、上海知识产权法院)
案号：(2019)沪74民初1049号、(2020)沪民终666号 裁判日期：2021.5.18)

套资金。该交易构成重大资产重组。2014年6月11

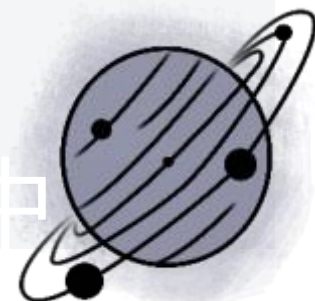
日，中安科公告了包括资产评估报告和审计报告在内的重大资产重组文件。2014年12月27日，中安科公告其重大资产重组获得证监会核准。2016年12月24日，中安科发布公告称，收到中国证监会调查通知书。公告发布后，中安科复盘后股价

一路跌落。2019年5月27日，中国证监会作出



券商抗辩：其没有收到证监会行政处罚，故不应承担赔偿责任。

[2019] 40号、44-46号行政处罚决定书，认定中



法院认定：

- 一审法院认为，《若干规定》第六条规定，投资人以自己受到虚假陈述侵害为由，依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事判决书，对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼，符合《中华人民共和国民事诉讼法》第一百零八条规定的，人民法院应当受理。《证券法》(2014年修订)第一百七十三条规定，证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出





二审法院认为，在拟购买资产的评估情况中，招商证券公司对收益法评估增值较大进行了合理性分析，实际上认可了该评估值，并据此认定交易作价合理公允。然而，根据证监会调查，案涉重大资产重组交易在收入确认、盈利预测、资产评估等环节存在一系列虚假陈述行为。因此，招商证券公司在财务顾问报告中的专业意见，显然与事实情况不符，构成误导性陈述。招商证券公司于二审阶段提供的相关情况说明以及有关部门对重组方案的批复等证据均不足以否定该节事实。两被上诉人在二审庭审中，也已明确否认招商证券公司网上信息披露行为构成虚假陈述。据此，招商证

综上所述，本院认为，案涉重大资产重组交易中，招商证

券公司关于其不构成虚假陈述的主张不能成立，本院不予采信。

招商证券公司未能举证证明其按照独立财务顾

“班班通”项目相关材料并出具专业意见过程中存在过错，导致其出具的《独立财务顾问报

关于招商证券在万安公司重组

偿责任范围。

充分关注和审核，尚无证据证明其与中安科公司、中安消技术公司存在恶意串通等明知或应当明知的情形。招商证券公司在其出具的《独立财务顾问报告》中也就其所依据的资料来源和法律责任作了声明。因此，与中安科公司、中安消技术公司相比，招商证券公司的过错程度相对较轻。





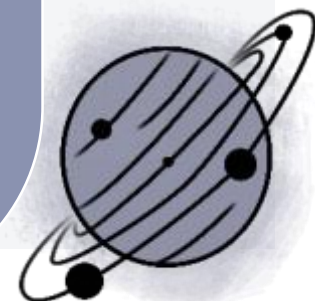
一审判决：招商证券公司、瑞华事务所在100%范围内连带赔偿责任；

二审改判：（1）财务顾问招商证券：25%范围内承担连带赔偿责任；（2）审计机构瑞华会计：15%范围内承担连带赔偿责任。

思考问题：请同学们将案例三与案例二进行比较分析两者裁判为什么结果不同。案例三为什么不需要行政处罚行为前置程序？受到行政处罚与否多大程度上影响法院对事实的认定？

案例四、“昆机公司”案审理法院：云南省昆明市中级人民法院、云南省高级人民法院
案号：(2017)云01民初2363号、(2020)云民终1054号 裁判日期：2020.9.29)

案情简介：沈机公司通过昆机公司披露了《简式权益变动报告书》，但该报告书未披露“3个月自动解除”“获得云南各部门支持”条款。2015年11月12日，西藏紫光公司通过昆明机床披露了《详式权益变动报告书》，该报告书未披露《股份转让协议》中“3个月自动解除”条款和包括“获得云南有关部门支持”条款在内的全部生效条件。同日，中德证券公司出具《财务顾问声明》随《详式权益变动报告书》一并披露。



案情简介：

2016年2月5日，昆机公司发布《重大事项进展情况公告》，提示协议中存在“3个月自动解除”条款，股权转让协议将在2月8日自动解除，转让双方正在协商是否延期。中国证监会行政处罚决定书【2016】112号载明：“中德证券未取得并核查沈机集团和紫光卓远正式签署的《股权转让协议》，未发现紫光卓远披露的《详式权益变动报告书》信息披露存在重大遗漏，其出具的财务顾问核查意见存在重大遗漏。中德证券的上述行为违反了《证券法》第一百七十三条和《上市公司收购管理办法》第九条第二款的规定，构成《证券法》第二百二十三条所述‘证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏’的行为。”并对中德证券公司及直接负责的主管人员进行了相应处罚。在证监会下发罚单之后，即开始有适格受损投资者开始起诉昆明机床及其财务顾问中德证券进行索赔。





券商抗辩：

- 我国证券法及相关规定虽规定了需要进行公告的“重大事件”的种类，但并未就“重大性”的构成要件和判断标准进行规定。司法实务中，认定虚假陈述涉及的内容是否具有“重大性”通常通过考察虚假陈述事实对投资者交易决定是否产生实质性影

法院认定：

- 本案系证券虚假陈述责任纠纷，证券虚假陈述是指信息披露义务人违反法律规定，在证券发行或者交易过程中，对重大事件作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述，或者在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为。本案中，昆机公司未披露《股份转让协议》中“3个月自动解除”“获得云南各部门支持”条款；沈机公司通过昆机公司披露《简式权益变动报告书》时，未披露《股份转让协



法院认定：

偿责任”及《中华人民共和国民法总则》第一百七十八条：“二人以上依法承担连带责任的，权利人有权请求部分或者全部连带责任人承担责任”之规定，李东凯有权诉请中德证券公司与其委托人就证券虚假陈述行为承担连

财务顾问中德证
券！请同学们将案
例四与案例三

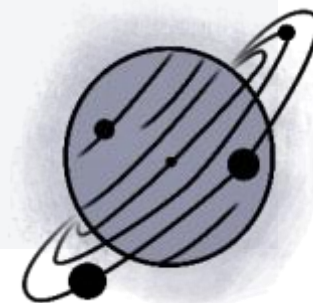
进行比较，法
院在不同案件



案例五、“鞍重股份”案（审理法院：辽宁省沈阳市中级人民法院
案号：(2020)辽01民初146号 裁判日期：2020.9.1）

案情简介：

- 鞍重股份系一家发行A股的上市公司，九好集团系与其进行重大资产重组方案的重组方，被告西南证券担任鞍重股份重大资产重组项目财务顾问。鞍重股份及九好集团在资产重组过程中主要财务数据存在虚假记载，实施信息披露违法行为。宣判日为2015年11月11日。即





券商抗 辩

- 原告投资损失与本案虚假陈述之间不存在因果关系，根据最高院在《九民会议纪要》第84条认为“上市公司发布的证券监管机构对其涉嫌违法违规事项进行立案调查通知的公告内容，对于所有投资者都应属于具有较强警示性的投资信息，足以影响投资者的投资决策，符合有关虚假陈述“揭露”之客观要求，若无其他情节，原则上立案调查通知书公告日作为揭露日”，故本案虚假陈述的揭露日为2016年5月28日，原告的投资时间在虚假陈述揭露日之后，投资损失与本案虚假陈述之间不存在因果关系；即使认定原告损失与虚假陈述有关，本案涉及的主要交易是九好集团和鞍重股份发起的，应由其承担主要责任，西南证券仅应就其负有责任的部分承担赔偿责任；如果法院认定西南证券与鞍重股份构成共同侵权，则本案为必要共同诉讼，应当追加其他责任人参加诉讼，具体为本案相关会计师事务所、律师事务所及评估机构。

法院认定：

- 根据证监会《行政处罚决定书》认定的事实，鞍重股份公告的《报告书》中，披露了重组对象九好集团的主要财务数据，存在虚假记载。

本案虚假陈述行为系由九好集团财务造假和本

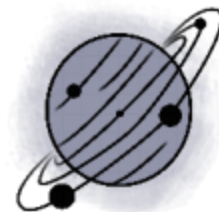


责任比例：财务顾问西南证券：共同承担赔偿责任（100%责任）。

次重大资产重组项目的中介机构西南证券、天

元所、中联评估以及利安达在对重组标的公司

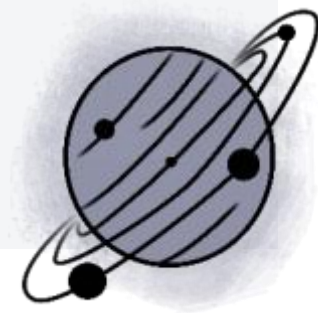
九好集团的尽职调查未勤勉尽责所致。并于



案例六、“庆汇租赁”案（审理法院：北京市西城区人民法院、北京金融法院
案号：(2021)京74民终614号 裁判日期：2022.2.9）

案情简介：

- 恒泰证券作为管理人于2016年1月7日设立的庆汇租赁一期资产支持专项计划（下称：庆汇租赁ABS）。2015年10月，庆汇租赁有限公司（下称：庆汇租赁）与咸阳鸿元石油化工有限公司（下称：鸿元石化）签订《融资租赁合同（回租）》，约定由庆汇租赁以5亿元的价格购买鸿元石化的设备，然后再将上述设





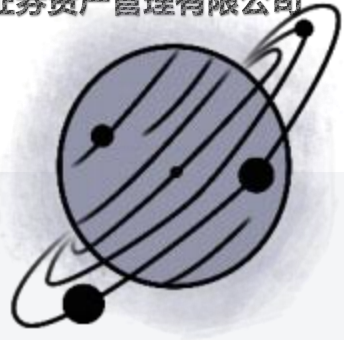
券商抗 辩

- 1. 根据《计划说明书》的约定，专项计划资产支持证券持有人应自行承担投资损失。《计划说明书》第十章规定了风险揭示与防范措施，明确揭示专项计划风险，其中承租人和其物权担保人违约风险为：资产支持证券本金和收益的现金流来自于基础资产未来产生的现金流，即特定租赁合同承租人按期偿还的租金及相关款项。若未来承租人或其物权担保人未能履行相应义务，将导致基础资产损失。
- 2. 恒泰证券公司对基础资产和重要债务人即鸿元石化公司、增信措施等依照规定进行了尽职调查，尽职调查报告已经报上海证券交易所和中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会），取得了上海证券交易所的无异议函和基金业协会的产品备案，专项计划的申请、设立、挂牌等程序合法、合规。
- 3. 原告起诉依据的《中华人民共和国证券法》第二十条和第六十九条适用于发行人、上市公司及其保荐、承销机构在股票、债券发行过程中存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的情形，上述规定不能适用于资产证券化业务。

法院认定：

因违约按照约定赔偿损失。产证券化计划说明尽职调查工作损坏计划结构条款易均载明基础资产进行身份的代理调查过错资产证券化计划资产损失调查工作指资产策略条款结构有管理者的尽职调查工作是指其勤勉尽责地通过查阅、访谈、列席会议、实地调查等方法对业务参与人以及拟证券化的基础资产进行调查，并有充分理由确信相关发行文件及信息披露真实、准确、完整





账款真实性，调查访谈过程中未核实被
访谈人员身份，亦未现场实地调查，而
是轻信原始权益人鸿元石化公司说辞，
未尽到专业管理人审慎注意的勤勉尽责

责任比例：管理人恒泰证券：承担赔偿责任
(100%责任)。

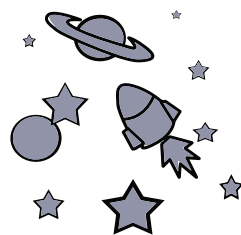
问题思考：1.资产支持证券相关纠纷是否能
适用《证券法》和《最高人民法院关于审理
证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干
规定》？2.本案中法院认定的是何种法律关
系，能否适用于其他证券虚假陈述，是否存
在竞合？



04



启示和建议



启示和建议

1. 关于行为：行政处罚的重要性开始弱化，法院更加重视侵权构成要件。

虽然行政处罚决定或者法院刑事裁判文书已经不再是程序性的前置条件，但长期以来，我国司法机关在虚假陈述行为的认定方面，非常看重监管部门的意见，其中，是否受到行政处罚是非常重要的考量因素。例如，此前涉及证券的虚假陈述案件中，被追责的中介机构多受到了行政处罚；在作为债券虚假陈述第一案的五洋债案中，承销商也受到了行政处罚。同时，法院在论述虚假陈述行为时也大量引用了监管意见。

但是，近期出现的案例似乎表明行政处罚已不再是法院确认虚假陈述责任的必要条件，例如，在（2020）沪民终666号中安科案中，证监会仅向发行人中安科公司出具《行政处罚决定书》，招商证券公司、瑞华事务所、华商律师事务所均认为其没有收到证监会行政处罚，故不应承担赔偿责任，对此，上海金融法院及上海高院均未支持该抗辩。

针对警示函等行政监管措施，以往的案件中，部分法院认为，监管机构采取的警示函在性质上不属于行政处罚决定书，不能直接作为中介机构承担赔偿责任的依据，中介机构甚至可以据此抗辩：在监管机关采取监管谈话等措施后，并未进一步做出行政处罚，足以证明相关主体行为符合规范，尽到职业谨慎的义务，监管机关认为不应被处罚等。但是，从近期的中安科案可以看出，该种局面或将发生改变，与此同时，该趋势也将导致法院对于过错、因果关系、损失、免责事由等侵权构成要件的裁判考量因素更加重视。



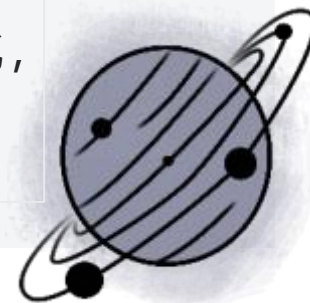
2. 关于过错：法院倾向于从中介机构执业规范的角度出发认定过错。

上述案件中传递的信号是，证券/债券虚假陈述索赔诉讼的趋势是不再以先前的行政处罚为责任承担之必要条件，随之而来的，是法院对于过错、因果关系、损失、免责抗辩等裁判考量因素的愈发重视。

对于如何认定中介机构的过错，根据《债券纠纷会议纪要》第31条的规定，中介机构是否尽到“勤勉义务谨慎执业”是认定其是否存在过错的关键。但是，勤勉尽责的标准仍较为抽象，现行“勤勉尽责”的标准是在遵守“执业规则”的基础上演变而来，近期的案件如（2020）川民终293号华泽钴镍案，法院从中介机构执业规范出发，对中介机构未能勤勉尽责进行了论述。

3. 关于因果关系：双方可从交易因果关系和损失因果关系两方面进行争辩。

虚假陈述案件中，因果关系分为两个层次：一为交易因果关系，虚假陈述与投资者购买决策之间的因果关系，即发行人虚假陈述的内容对投资者决策的影响；二为损失因果关系，虚假陈述与投资者损失之间的因果关系，即虚假陈述的揭露对投资者损失造成的影响。因此，原被告双方可从上述两个方面展开争辩，并搜集证据。





4. 关于损失：在破产未获清偿的情形下，损失金额仍为本息未能兑付而产生的损失。

近期的债券违约案件中，发行人进入破产程序已经屡见不鲜，例如五洋债案，债券持有人往往会在申报债权后，向承销商和其他中介机构基于虚假陈述而主张权利。

然而，实践中破产重整往往周期较长，破产清偿率亦无法在短期内确定，基于民事损害赔偿的填平原则，虚假陈述案件的审理法院往往会对损失的确定以及是否会双重受偿产生疑问。对此，五洋债案件中，债券发行人处于破产重整程序，部分投资者也已经在破产程序中确认对发行人申报的债权，但是，法院在认定该部分投资者的损失时，并未考虑投资者在破产程序中已经确认债权可能获得清偿的比例，仍然认定该部分投资者的损失为债券到期后未能获得本息兑付而产生的损失。其法律依据应当为《破产法》第92条第3款[18]以及《债权纠纷会议纪要》第22条第（2）款。

尽管如此，司法实践中亦有破产管理人开始考虑到此问题，或在重整计划中提供对偿债资源保管而暂不清偿的保管函，以方便相关主体向破产之外的主体主张权利。

1. 证券公司作为投资者

- (1) 相较于自然人投资者，法院对机构投资者的举证能力有着更高的要求，故证券公司起诉前应做好相关证据搜集；
- (2) 行政处罚或刑事判决弱化的趋势下，要注意全面从行为、过错、因果关系、损失及免责抗辩出发进行举证或责任主张；
- (3) 从中介机构执业规范出发搜集被告虚假陈述行为的证据，并寻找过错；
- (4) 机构投资者需保存好文件及相关记录（如尽调或决策资料），以证明是基于对该债券的合理信赖才购买债券并因此遭受损失；
- (5) 虚假陈述追责过程中，如果发行人破产重整周期较长，可采取与破产管理人签署保管协议或签署保管函等方式，以方便进一步向承销商和其他中介机构主张权利。

2. 证券公司作为承销商

- (1) 保存好相关底稿文件；
- (2) 对照执业规范，完善风控体系；
- (3) 重点关注发行人财务状况、偿债能力、主要资产状况的核查；
- (4) 高度重视内核部门意见，做好复核修改工作；
- (5) 如承销公募债券或涉及众多自然人投资者的债券，需提高核查标准；
- (6) 如出现虚假陈述行为，可从因果关系以及其他免责事由角度搜集证据提出抗辩。



银河金汇
银河金汇

谢谢观看
谢谢观看