

## 众神归何位——证券虚假陈述视角下的资产支持证券

作者：杨培明 | 蔡文君 | 周玮

在本系列的[第一篇文章](#)中我们指出，以证券虚假陈述诉讼审理资产支持证券信息披露引发的纠纷，已是大势所趋，但是资产支持证券自身的法律结构(特别是各种资产支持证券的不同设计逻辑以及受托机构的角色划分)和监管制度又决定了无法简单地将资产支持证券虚假陈述的各个参与方直接和股票以及债券虚假陈述诉讼之中的角色相对应，而是需要结合中国市场资产支持证券发行的实际和中国证券诉讼的司法实践，摸索出一条新的道路——《全国法院金融审判工作会议纪要(征求意见稿)》(以下简称“《征求意见稿》”)所做的正是这样的尝试。更重要的是，在比证券法条文更丰富得多的商业实践之中，一些并非法律明文列举的主体在发行台前幕后起到的作用一点也不少，如何规范这些主体的行为，准确框定其承担法律责任的标准，是必须要正视的问题。此外，随着信息披露规则的日益细化，为证券发行出具意见或者提供服务的机构也越来越多，这些提供服务的机构也势必需要确定其在证券诉讼的体系中的位置。路漫漫其修远兮，让我们在本文中一起上下求索。

### ➤ 资产支持证券的信息披露义务人是受托机构亦或是原始权益人?

在新的《证券法》及《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(2022版)》(以下简称“《新证券虚假陈述司法解释》”)之中，违反法定的信息披露义务是承担虚假陈述责任的前提，要想在资产支持证券之中适用虚假陈述诉讼，就必须明确参与资产支持证券发行的各个主体是否构成信息披露义务人，以及相应的信息披露义务的范畴。

这个问题在实践中一经提出就引发争议。因为相当数量的资产支持证券是企业资产支持专项计划，而其中，投资人实际持有的是资产管理人管理的特定资产支持专项计划的份额。

.....  
如您需要了解我们的出版物,  
请联系:

Publication@llinkslaw.com

如果再结合《证券法》第二条关于证券的定义，则专项计划的管理人似乎隐隐要成为证券法意义上的发行人——随之而来的信息披露义务和虚假陈述责任，对于这些金融机构来说实在是难以承受，更何况真正拿到融资的是原始权益人，“权责”也不对等。在这个背景之下，为了回应上述争议，《征求意见稿》规定基础资产原始权益人为资产支持证券的发行人，那么显然在最高院眼中，资产支持证券的第一信息披露义务人就变成了原始权益人，相应的，受托发行资产支持证券的受托机构则只能是《证券法》第七十八条规定的其他**信息披露义务人**。其实严格来说，从资产支持证券发行文件来看，很难直接得出原始权益人就是发行人的结论，但是如果从资产支持证券的客观实践来看，原始权益人是实际的融资人，且实际掌握需要披露的信息，从实质上确实最接近债券、股票的发行人，最高院透过现象看本质地认定原始权益人是发行人是符合中国资产支持证券市场的客观情况的。

从定性的角度，受托机构作为其他信息披露义务人相比于发行人的责任看似小了很多，但是如果其披露的信息存在虚假陈述，则仍然应当根据《证券法》第八十五条的规定承担虚假陈述赔偿责任。显然，受托机构仍然会击鼓鸣冤，表示自己并不是相关信息的实际拥有者，只是原始权益人和资产服务机构信息披露的通道。最高院在《征求意见稿》中也采纳了这一观点，并表示“**当受托机构披露的信息存在虚假陈述时，人民法院在认定受托机构作为信息披露义务人是否存在过错时，应当注意这一实际情况**”。但我们可以注意到，《证券法》第八十五条关于信息披露义务人的侵权责任承担并不以过错为前提，也没有规定可以以无过错进行免责的抗辩。换言之，无心之失并非信息披露义务人免责的抗辩，信息披露义务人的规则原则是无过错责任。但《征求意见稿》认为对受托机构之“虚假陈述”责任仍应审查其是否存在过错，可见**最高院实际上也并未将受托机构真正作为《证券法》第八十五条规定的信息披露义务人来看待**。而如《征求意见稿》第 80 条所言，资产支持证券的受托机构的身份更像是承销保荐机构，其违反信息披露义务的责任形态则是过错推定，受托机构可以通过证明自己没有过错免责。

## ➤ 藏在幕后的人——只有出具报告的“财务顾问”才有可能承担责任？

除了受托机构外，原始权益人和/或受托机构还可聘请财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估机构等专业机构。根据《证券法》第一百六十三条规定，**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、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。**

就如同上海高院曾认定中安科公司(原名上海飞乐股份有限公司)重大资产重组的财务顾问出具的《独立财务报告》中存在误导性陈述，而综合考虑财务顾问之行为性质、内容、过错程度和与投资者损失之间的原因力等因素，判决财务顾问在 25%的范围内对中安科公司的证券虚假陈述民事责任承担连带赔偿责任<sup>1</sup>，财务顾问因其出具的报告被裁判承担连带责任的情况并不鲜见。但并非所有证券业务活动都如上市公司重大资产重组一样必须聘请独立财务顾问出具意见。以资产支持证券为例，相关

<sup>1</sup> (2022)沪民终 666 号民事判决书

监管机构均未要求受托机构或原始权益人聘请财务顾问。那如果事实上存在该等财务顾问提供服务，但其并未出具财务顾问报告，也没有在任何向投资者披露的文件中加盖印鉴，没有做出任何“陈述”，甚至不一定显名，这样的财务顾问是否有可能承担证券虚假陈述责任呢？根据上海金融法院公告的其近日审结的全国首例资产支持证券欺诈发行民事赔偿案，答案可能是肯定的。

该案固然可能存在种种特殊情况，按下不表，但根据《新证券虚假陈述司法解释》第 22 条，“有证据证明发行人的供应商、客户，以及为发行人提供服务的金融机构等明知发行人实施财务造假活动，仍然为其提供相关交易合同、发票、存款证明等予以配合，或者故意隐瞒重要事实致使发行人的信息披露文件存在虚假陈述，原告起诉请求判令其与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失的，人民法院应当予以支持。”因此，即便相关财务顾问并未向投资者披露任何信息，也没有出具任何报告，如果其明知发行人实施财务造假活动，而予以配合或故意隐瞒重要事实，仍可能需要与发行人承担连带责任。根据公告的内容，上海金融法院也的确是出于财务顾问故意隐瞒发行人欺诈发行事实，判决其应承担连带赔偿责任。

### ➤ 并非为特定证券发行提供服务的金融机构，是否也可能承担责任？

2022 年底，上海金融法院对投资者诉上海富控互动娱乐股份有限公司(以下简称“富控互动”)等证券虚假陈述责任纠纷系列案件，采用示范判决机制进行审理。根据“富控互动”证券虚假陈述案示范案件选定告知书，上海金融法院共选择了三件案件作为示范案例，其中一例被告为上海富控互动娱乐股份有限公司,众华会计师事务所(特殊普通合伙),颜静刚,吕彦东,朱建舟,王晓强,姜毅,北京银行股份有限公司上海分行,中国民生银行股份有限公司上海分行,渤海银行股份有限公司上海分行,晋中银行股份有限公司,厦门国际银行股份有限公司泉州分行,芜湖扬子农村商业银行股份有限公司三山支行,浙商银行股份有限公司深圳分行。

在一个证券虚假陈述案件中，居然出现如此多的银行被告，甚是罕见。富控互动甚至不曾发行过银行间市场债券，更不存在上述银行系其债券承销团而被牵连的情况。换言之，上述被告银行都不是《证券法》第一百六十三条所规定的“为证券的发行、上市、交易等证券业务活动”制作、出具相关文件的“证券服务机构”。根据厦门国际银行股份有限公司泉州分行、浙商银行股份有限公司深圳分行在该案管辖权异议中所提之主张，不难发现，**该案投资者正是以上述《新证券虚假陈述司法解释》第 22 条之规定，要求“发行人的供应商、客户，以及为发行人提供服务的金融机构”承担法律责任。**

相比于《证券法》第八十五条和第一百六十三条规定的承销保荐机构和证券服务机构责任，《新证券虚假陈述司法解释》第 22 条的涵盖面更广，不仅包括为特定证券提供服务的证券服务机构，也包括发行人的供应商和客户，和为其提供一般金融服务的金融机构。但是诸君也无需仅因为自己是发行人供应商或客户而焦虑，该等责任构造更类似与一般侵权中的**帮助侵权责任**，要求有证据证明行为人“明知”发行人实施财务造假活动，而予以**配合或故意隐瞒重要事实**，并因此**“致使发行人的信息披露文件存在虚假陈述”**。换言之，如果只是正常与发行人有业务往来，并因此提供相关交易合同、发票等材料，嗣后又由于商业原因解除，而被发行人利用以进行财务造假的，该等发行人供应商或客户不符合“明知”发行人实施财务造假的主观构成要件因而不会落入此条需承担责任的情况。

但对于银行等金融机构则不然，银行作为专业金融机构，相比于发行人的一般客户或供应商，显然具有更高的注意义务，更容易被推定为“明知”。作为审计机构询证的重要对象，银行只需一般注意即可知悉，虚构银行存款或隐瞒存单质押必然意味着发行人财务信息不真实、准确、完整。换言之，**出具相关与事实不符的函证的行为即属于在明知发行人财务造假的情况下仍提供配合**。事实上，银行违规出具与事实不符的询证函回函、存款证明的情况并不鲜见。2020年，齐商银行某支行工作人员被判决构成违规出具金融票证罪，北京银保监局更是接连对辖区内两家银行作出行政处罚。而该等不实文件一旦被发行人利用就可能对发行人的信息披露文件存在虚假陈述。在此种情形下，为发行人提供服务的金融机构无疑帮助发行人实施了财务造假和虚假陈述活动，根据《新证券虚假陈述司法解释》第22条和《民法典》的原则性规定，应当与发行人承担连带责任。**警钟长鸣，不仅证券服务机构要做好“看门人”，一般金融服务机构如果故意扭过头背过身，为发行人虚假陈述打掩护，也有承担连带责任之风险。**

相比于已经较为成熟的股票虚假陈述，以及正在不断积累司法实践的债券虚假陈述，资产支持证券的虚假陈述诉讼目前仅仅是刚刚起步。相较于诞生在工业革命之前的前两者，资产支持证券是更加晚近的产物，直到20世纪才进入经济生活，进入我国的时间则更晚，经济界、法律界对资产支持证券的认识，乃至资产支持证券本身的内涵，都还在高速变化之中。特别是资产支持证券通过SPV收购基础资产的特殊性，让其结构更加复杂，参与主体也更多，因此即便从立法理念上确有必要将资产支持证券信息披露引发的诉讼也纳入证券虚假陈述诉讼的框架之中，但是在司法技术上如何让众神归位，各得其所，仍然需要法院、学界、律师界八仙过海，各显神通。最高院通过《征求意见稿》率先作出了有益的尝试，上海金融法院亦开一时风气之先。受此鼓舞，本文也不揣冒昧地站在了巨人的肩膀上，如同拉斐尔在西斯廷礼拜堂描绘圣母的面容一般，我们也希望能抬起头来，为法治殿堂的穹顶添上属于我们自己的油彩。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



杨培明  
+86 21 3135 8787  
peiming.yang@llinkslaw.com



蔡文君  
+86 21 3135 8653  
wenjun.cai@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: [master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

#### 上海

上海市银城中路 68 号  
时代金融中心 19 楼  
T: +86 21 3135 8666  
F: +86 21 3135 8600

#### 北京

北京市朝阳区光华东里 8 号  
中海广场中楼 30 层  
T: +86 10 5081 3888  
F: +86 10 5081 3866

#### 深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号  
中国华润大厦 18 楼  
T: +86 755 3391 7666  
F: +86 755 3391 7668

#### 香港

香港中环遮打道 18 号  
历山大厦 32 楼 3201 室  
T: +852 2592 1978  
F: +852 2868 0883

#### 伦敦

1/F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323



[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)



Wechat: Llinkslaw

### 本土化资源 国际化视野

#### 免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2023