论保荐机构的担保责任

陈　洁

内容提要：保荐机构基于保荐行为而向证券投资者承担的民事责任具有担保属性，故可以称之为保荐担保责任。我国保荐机制的功能设定以及据以建构的法律关系决定了保荐担保责任具有诸多与合同担保责任不同的制度属性。对保荐担保责任的法律关系、构成要件以及责任的实现等进行学理与实践的互动探讨，甚为必要。

关键词：保荐机构　担保责任

陈洁，中国社会科学院法学研究所副研究员，法学博士。

从“审批制”到“保荐制”，我国证券发行机制经历了深刻的变革。2005年10月修订的《证券法》正式引入了保荐人制度，[1]旨在通过落实保荐人的责任，增强上市公司信息的真实性，缓解证券市场由于信息不对称导致的逆向选择和道德风险，从而保护投资者的利益，提高融资与监管效率，并最终实现核准制向注册制的过渡。

保荐人制度的核心是保荐人的担保责任，保荐人制度的有效运行也有赖于保荐担保责任的实施。然而，不管是2004年中国证券监督管理委员会颁布实施的《证券发行上市保荐制度暂行办法》还是2005年修订的《证券法》，乃至2008年12月生效的《证券发行上市保荐业务管理办法》（以下简称“保荐办法”），对保荐人担保责任的规定都显得粗略、笼统，缺乏操作性，致使实践中问题丛生。因此，对保荐责任的担保属性、构成特性以及责任的实现等进行学理与实践的互动探讨，甚为必要。

一　保荐机制的功能设定及据以建构的法律关系

民事责任总是产生于一定的法律关系之中，民事责任的性质与承担方式，与其所居于其中的法律关系密切相关。“民事法律关系是由民事权利、民事义务和民事责任三者结合而成。权利、义务为法律关系之内容，责任则是权利、义务实现的法律保障。……因民事责任

〔1〕关于保荐主体的名称，我国《证券法》沿用国际通行称法，称之为“保荐人”，现行的《证券发行上市保荐业务管理办法》中称之为“保荐机构”，并规定保荐机构保荐公司发行上市必须要由“保荐代表人”具体负责项目。本文采用业界通行的“保荐机构”和“保荐代表人”的称谓，来分别指代《证券法》中的“保荐人”及具体承办保荐事务的证券公司从业人员。

北大法律信息网www.chinalawinfo.com　北大法宝www.pkulaw.cn

与民事权利义务之密切关系,民事权利义务之违反即发生民事责任,民事法律关系的内容中已经隐含了民事责任这一要素在内。"[2]因此,要在制度上科学界定保荐机构的一般责任并在个案中准确认定保荐机构的具体责任,必须辨析并认清保荐机构所在法律关系的性质以及保荐机构应有的权利义务内容。

保荐作为一种证券市场中的经济活动,也是在一定的法律关系框架中进行的。从我国证券市场的演进过程以及保荐制度的形成过程来看,基于保荐活动而生成的法律关系,不是一种证券市场活动反复进行博弈调整的自然结果,而是一种"人为设计"的结果。因为保荐制度是证券市场监管机构根据保护投资者权益和维持证券市场有序运行的需要,并参照境外证券市场的监管经验,所"人为地"设置的一种证券市场关系结构,并引入或者构造出"保荐人"这一证券市场角色。尽管各国(地区)的相关法律对保荐人的称谓互有差异,但其基本内涵大致相同,都是指为保荐对象履行保荐责任的证券市场中介机构。在我国,保荐机构就是依照法律规定,为公司申请上市承担辅导、推荐、督导等职责,并为保荐期间的信息披露行为向投资者承担担保责任的证券公司。[3] 依据《证券发行上市保荐业务管理办法》,证券公司具备相应条件、经中国证监会注册登记为保荐机构,才有资格为上市公司提供保荐服务。保荐机构作为一种独立的证券市场主体的出现,相应地形成了保荐机构作为一方主体的各种法律关系。这些法律关系,既是保荐机构权利义务的归结依赖,也是保荐机构责任承担的法律依据。但是在我国,由于保荐机构作为制度创造的市场主体的生成时间较短,对于其所居其中的各种法律关系、制度表述与学理分析均有不甚清晰之处。要明晰保荐机构所在法律关系的本质属性与基本内容,应当从制度建构的保荐机制的功能目标与实现方式,进行解析、归类、推导与判断。

(一)保荐机构与被保荐人(发行人)的民事委托合同关系

被保荐人,亦即保荐对象,是指与保荐机构签订保荐协议,接受保荐机构提供的保荐服务,依承销方式申请公开发行股票、可转换为股票的公司债券的发行人或申请股票、可转换的公司债券上市交易的上市公司,《证券法》统称为"发行人",简言之,就是符合法律规定的条件准备在证券市场融资的法人。保荐机构与被保荐人(发行人)之间的关系,是依照法律必须建立的关系。[4] 一个公司若要通过证券发行而成为证券市场主体即成为发行人,必须选择一家保荐机构与之建立保荐与被保荐的法律关系。也就是说,发行人在是否建立保荐与被保荐关系上,是没有选择权的。但是,在与哪一家保荐机构建立保荐与被保荐关系上,则是有选择权的。可见,在保荐机构与被保荐人之间的法律关系的形成上,同时体现了公法因素与私法因素的交互作用。作为保荐机构与被保荐人之间法律关系合同定型的保荐协议,也具有不同于一般民事合同的特殊性,即保荐协议的许多条款具有强制性,保荐人与发行人对各自的权利与义务内容不得随意取舍。例如,《深圳证券交易所中小企业板保荐工作指引》第6条规定了保荐机构与发行人在保荐协议中必须约定的内容,包括:保荐机构及其保荐代表人有权列席发行人的董事会、监事会和股东大会;保荐机构及其保荐代表人有权

〔2〕 梁慧星:《民法总论》,法律出版社1996年版,第77页。

〔3〕 根据《证券发行上市保荐业务管理办法》规定,首次公开发行股票并上市及上市公司发行新股、可转换公司债券等都需要聘请具有保荐机构资格的证券公司履行保荐职责。本文为行文方便,笼统称为公司上市提供保荐服务。

〔4〕 《证券法》第11条第1款规定,"发行人申请公开发行股票、可转换为股票的公司债券,依法采取承销方式的,或者公开发行法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券的,应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐人。"

北大法律信息网www.chinalawinfo.com 北大法宝www.pkulaw.cn

随时查询发行人募集资金专用账户资料;发行人应及时提供保荐机构发表独立意见事项所必需的资料,确保保荐机构及时发表意见;发行人应积极配合保荐机构的现场检查工作以及参加保荐机构组织的培训等,不得无故阻挠保荐机构正常的持续督导工作。这些条款的目的就在于明确保荐人的权利,确保保荐机构实现其职责。因为保荐机构的角色除了平等民事主体外,还担当了"市场的第一个看门人",因此被保荐人也必须无条件地履行相关义务以保证保荐人职权的实现。

保荐机构与被保荐人之间法律关系的公法因素与私法因素的交织色彩,是证券法兼具私法性质与公法性质的典型反映。证券发行、交易活动的当事人具有平等的法律地位,应当遵守自愿、有偿、诚实信用的原则,[5]这一法律规定体现了证券法的私法性质。另一方面,"证券法已渗入了诸多公法因素",[6]甚至或如有的观点认为的那样,"证券法为私法与公法之结合",[7]如同保荐与被保荐法律关系必须建立的那样,证券法为建构国家对证券市场的干预机制,使得证券法体现出较大比重的公法性质。但是,尽管作为保荐机构与被保荐人之间关系依据的证券法兼具私法与公法色彩,保荐机构与被保荐人之间关系又是法定的强制建立的关系,并不当然意味着这两者之间的法律关系就是一种公法上的关系。正如有的法律规定其适用范围内的合同必须采取书面形式,我们却不能据此认定依法采取书面形式的合同就是公法合同。

从保荐机构与被保荐人之间法律关系的建构目的、主体选择、功能机制和关系内容来看,这一法律关系在本质上还是民事合同关系。其一,从保荐机构与被保荐人之间法律关系的建构目的上看,其直接目的是为了被保荐人的利益,如使得被保荐人获得辅导、推荐并最终成为合格的发行人;其间接目的才是为了证券市场有序运行和投资者权益获得一般性保障的公共利益。其二,从保荐机构与被保荐人之间的相互选择上看,其双方之间具有相当程度的相互自由选择性。被保荐人可以从适格的保荐机构自由选择自己属意的保荐机构,保荐机构也可以自由选择愿意辅导、督导和推荐的被保荐人。其三,在保荐机构与被保荐人之间建立法律关系的功能,是通过辅导、督导等措施,使准备发行证券的发行人成为合格的发行人;通过核查、推荐等措施,使投资者权益获得进一步保障。其四,从保荐机构与被保荐人之间法律关系的内容上看,也体现出两者之间是一种交易关系。保荐机构为被保荐人提供辅导、督导、核查、推荐等服务,并因此从被保荐人那里获得经济报酬,属典型的有偿服务。其五,保荐机构与被保荐人之间订立的保荐协议,则在形式与内容上进一步表明了两者之间的关系是一种民事法律关系。保荐机构在从事保荐业务之前,应当与发行人签订保荐协议,明确双方在发行人申请上市期间和持续督导期间的权利和义务。[8] 在证券发行活动中,保荐机构与发行人根据保荐协议行使各自的权利义务。保荐协议的内容主要包括聘任条款、服务范围、服务费用、协助条款、保密条款、争议处理等内容。

保荐机构与被保荐人之间的法律关系属于民事法律关系,其进一步的分类,应当将其界

---

〔5〕《证券法》第4条。

〔6〕宁新晨、刘俊海:《规范的证券市场——证券的法律分析》,贵州人民出版社1995年版,第10页。

〔7〕杨志华:《证券法律制度研究》,中国政法大学出版社1995年版,第18-23页。

〔8〕《证券发行上市保荐制度暂行办法》第36条规定,保荐人与被保荐人之间应该签订保荐协议,以明确双方的权利义务关系。《证券发行上市保荐业务管理办法》第27条规定,保荐机构应当与发行人签订保荐协议,明确双方的权利和义务,按照行业规范协商确定履行保荐职责的相关费用。

北大法律信息网www.chinalawinfo.com 北大法宝www.pkulaw.cn

定为民事委托合同关系。其一,从保荐机构与被保荐人之间保荐协议的通常表述上看,保荐协议被证券市场主体认同为办理委托事务的协议。根据通常保荐协议的一般表述,保荐机构是受发行人的委托,履行受托人的职责,帮助发行人向投资者履行信息公开义务,为被保荐人处理上市事务,并从中获得报酬。[9] 其二,从保荐协议所确定的保荐机构与被保荐人之间的内部关系上,保荐机构的辅导、督导和审核,都是为使被保荐人进一步完善公司治理结构、成为适格的发行人而向被保荐人提供的一种服务,进一步确切地说,是为被保荐人处理与公司治理、证券发行有关的委托事务。其三,从保荐协议所确定的与投资者的关系上,保荐机构是为了被保荐人的利益向投资者推荐被保荐人,使得被保荐人的证券得以发行,保荐机构的推荐行为应认定为受被保荐人委托而实施的行为。因此,保荐协议本质上是一种委托合同,保荐机构与被保荐人作为依法享有民事权利、独立承担民事责任的平等民事主体,二者之间就是建立在保荐协议基础上的民事委托合同关系。

(二)保荐机构与投资者的担保关系

保荐制度的设置目的,是为了提高上市公司质量和证券公司执业水平,保护投资者的合法权益,促进证券市场健康发展,[10]其中保护投资者合法权益是保荐制度的最终目的。保护投资者权益始终是我国证券立法宗旨的必要内容。证券法以保护投资者权益为宗旨,是由证券市场的运行特点和投资者在证券市场中的地位决定的。[11] 证券市场运行机制中的保荐制度,同样以保护投资者权益为宗旨,因为通过保荐制度提高上市公司质量和证券公司的执业水平,最终是为了投资者能够认购或持有质量更好的上市公司证券,能够从证券公司获得更好的市场服务。

依据保荐制度的设置目的,保荐机构应当以保护投资者权益为目的展开活动。但是,介入具体的证券市场活动并在其中发挥保荐功能的保荐机构,既不是全体投资者选择的,也不是部分或个别的投资者选择的,而是由证券发行人选择的。这种具体保荐机构的选择机制,决定了保荐机构与投资者之间法律关系在形成上的间接性。其一,保荐机构是通过与被保荐人之间的合同关系而介入具体的证券发行活动的,其与投资者之间并无契约性的直接联系。其二,保荐机构与投资者建立市场联系,是由被保荐人即发行人决定启动的。在证券发行活动中,保荐机构并不能主动启动一个证券发行过程,保荐机构出具的发行保荐书、上市保荐书等文件,是在证券发行申请或发行信息公开、证券上市申请或上市信息公开时提交或公开的。[12] 也就是说,保荐机构并不能脱离被保荐人的发行决定或上市决定而径行向投资者公开有关发行或上市,而是在与被保荐人订立保荐协议之后,因其职务和业务的关系,随着被保荐人的发行申请或上市申请及其有关的信息公开活动而与投资者发生市场联系。也就是说,保荐机构对与之发生市场联系并形成法律关系的投资者,没有进行具体选择或个别选择的权利。

但是,保荐机构在其责任承担上,却与投资者之间存在着直接的法律关系,即保荐机构

---

〔9〕《证券发行上市保荐业务管理办法》第28条规定,保荐机构应当确信发行人符合法律、行政法规和中国证监会的有关规定,方可推荐其证券发行上市。保荐机构决定推荐发行人证券发行上市的,可以根据发行人的委托,组织编制申请文件并出具推荐文件。

〔10〕《证券发行上市保荐业务管理办法》第1条。

〔11〕陈甦:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第53页。

〔12〕《证券法》第12条、14条、17条及第52条。

北大法律信息网www.chinalawinfo.com 北大法宝www.pkulaw.cn

要直接向投资者承担因其保荐而产生的法律责任。这种法律责任承担上的直接性,缘于保荐制度的功能与目的,即形成并强化证券投资者的市场信赖。其一,保荐机构要具备法定的资格条件,包括诚信条件和专业条件,并且要经过证券监管机构的核准方能取得保荐资格,因此保荐机构具有较高的可信赖性。其二,保荐机构出具的保荐书是证券发行、上市的必备文件,是投资者进行投资判断的重要依据。其三,保荐机构要承担较高的诚信与勤勉义务,如《证券法》第11条第2款规定:"保荐人应当遵守业务规则和行业规范,诚实守信,勤勉尽责,对发行人的申请文件和信息披露资料进行审慎核查,督导发行人规范运作。""保荐办法"也做了相应的规定,如第23条规定,"保荐机构应当尽职推荐发行人证券发行上市";第24条规定,"保荐机构推荐发行人证券发行上市,应当遵循诚实守信、勤勉尽责的原则"。因此,在保荐机构与投资者之间存在直接的信赖关系,并且保荐机构是投资者的具有较高信赖程度的市场对象,保荐机构出具的文件是投资者的具有较高信赖程度的投资判断依据。

基于如上分析,我们可以观察到保荐机构与投资者之间法律关系的一些显著特点:其两者之间在法律关系形成上具有间接性,即保荐机构通过与被保荐人的合同关系与证券市场的投资者建立法律上的联系;在义务承担上具有单向性,即只是保荐机构向投资者履行审慎保荐、如实公开的义务;在投资者信赖形成与保荐机构责任承担上具有直接性,即投资者可以直接与保荐机构形成信赖关系,并且因此保荐机构应当直接向投资者承担责任。

(三)保荐机构与保荐代表人的聘用合同关系

保荐代表人是指以保荐机构的名义核实证券发行人的发行文件与上市文件中所载资料是否真实、准确、完整,并出具保荐意见的专业人员。保荐机构与保荐代表人之间的法律关系属于聘用合同关系,保荐机构是用人单位,保荐代表人属于保荐机构的雇员。在保荐机构的工作过程中,涉及多种内部角色,如保荐业务负责人、内核负责人、保荐业务部门负责人、保荐代表人、项目协办人及其他保荐业务相关人员等,[13]但其中保荐代表人居于特殊地位。其一,成为保荐代表人须具备法定条件,包括具备3年以上保荐相关业务经历;最近3年内在境内证券发行项目中担任过项目协办人;参加中国证监会认可的保荐代表人胜任能力考试且成绩合格有效;诚实守信,品行良好,无不良诚信记录,最近3年未受到中国证监会的行政处罚;未负有数额较大到期未清偿的债务;以及中国证监会规定的其他条件。[14] 具备保荐代表人条件的人要获得保荐代表人资格,还要经依法核准。[15] 其二,保荐代表人可以充任具体保荐业务项目的负责人和代理人。依据"保荐办法"第48条的规定,保荐机构应当指定2名保荐代表人具体负责1家发行人的保荐工作,出具由法定代表人签字的专项授权书,并确保保荐机构有关部门和人员的有效分工协作。保荐机构可以指定1名项目协办人。由此可见,保荐代表人成为保荐机构雇员后,受保荐机构指派具体负责保荐工作,保荐代表人是保荐机构进行保荐工作的主要负责人和代理人。其三,保荐人在保荐业务中要履行特定义务。例如,保荐代表人必须为其具体负责的每一项目建立尽职调查工作日志("保荐办法"第41条);保荐代表人有在发行保荐书上签字、在证券发行募集文件上签字的权限("保荐办法"第50条);保荐代表人具体负责保荐机构所承担的发行人保荐工作("保荐办法"第

〔13〕《证券发行上市保荐业务管理办法》第38条。

〔14〕《证券发行上市保荐业务管理办法》第11条。

〔15〕《证券发行上市保荐业务管理办法》第12、13及第14条。

北大法律信息网www.chinalawinfo.com 北大法宝www.pkulaw.cn

48条);保荐代表人有在保荐总结报告上签字的权限("保荐办法"第52条);在保荐工作中,保荐代表人可以对发行人行使特定权利("保荐办法"第54条),等等。其四,保荐人在保荐业务中要承担特定责任。例如,自保荐机构向中国证监会提交保荐文件之日起,保荐机构及其保荐代表人承担相应的责任("保荐办法"第64条);保荐代表人资格申请文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏但却已核准的,撤销其保荐代表人资格("保荐办法"第65条);保荐代表人未诚实守信、勤勉尽责地履行相关义务的,由中国证监会责令其改正,并对其采取监管谈话、重点关注、责令进行业务学习、出具警示函、责令公开说明、认定为不适当人选等监管措施;依法应给予行政处罚的,依照有关规定进行处罚;情节严重涉嫌犯罪的,依法移送司法机关,追究其刑事责任("保荐办法"第66条)。如果保荐代表人有通过保荐业务谋取不正当利益等严重违法行为的,中国证监会可撤销其保荐代表人资格;情节严重的,对其采取证券市场禁入的措施("保荐办法"第69条)。

由此可见,在证券市场上的保荐活动中,保荐代表人居于十分特殊又十分重要的地位。其特殊性表现在,保荐代表人既是保荐机构的内部人员,受保荐机构的合同约束和内部监管;又是保荐活动中相对独立的市场角色,直接受证券市场监管机构的外部监管。其重要性表现在,保荐代表人是任何发行保荐项目的必要主体因素,其工作有不可替代性;同时在保荐业务中,拥有特殊的由证券市场监管机构通过规章直接赋予的权限。这种制度安排的目的在于充分发挥保荐制度的功能,有效运行保荐工作机制,把机构的责任与个人的责任明确而具体地连接起来。但是从现有的制度安排来看,保荐代表人对保荐机构外部主体所直接承担的责任,限于行政责任和刑事责任;在保荐业务的民事责任承担方面,保荐代表人并不能脱离保荐机构的内部约束,并不能直接向保荐机构的外部主体直接承担民事责任。

二 保荐责任的担保属性及构成特性

在保荐活动所形成的民事法律关系中,保荐机构的民事责任其实有两种,一是基于与被保荐人之间的合同关系所承担的民事责任,如因保荐机构违约所承担的违约责任;二是基于保荐行为而向证券投资者承担的民事责任,如因保荐的发行人信息公开不实所承担的担保责任。就保荐机构与被保荐发行人之间的合同责任而言,其与一般的合同责任并无不同,可依据一般的合同法规则予以认定和处理。根据保荐制度的目的与功能,保荐制度旨在提高发行人的公司治理水平以及与此相应的证券质量,增强投资者对发行人以至整个证券市场的信赖,因此,保荐机构对投资者的民事责任,也就是保荐担保责任,它是实现保荐制度功能的重要机制,也是证券法规制市场主体行为的制度措施。虽然保荐人在保荐活动中,应当履行对发行人进行督导、全面调查、辅导、核查等职责,[16]但从这些制度措施的功能效果上看,与其说是保荐人对被保荐的发行人的义务,不如说是对证券市场投资者的义务。被保荐发行人因信息公开不实等原因向投资者承担赔偿责任时,不能以保荐人在督导、全面调查、辅导、核查时没有尽责为由而向保荐人追究违约责任。因为,作为一个发行或准备发行证券的被保荐发行人,理应具备合格的公司治理结构与管理机制,而且有关证券发行或证券上市信息是由被保荐发行人自己掌握和决定公开的,理应达到真实性、准确

〔16〕《证券发行上市保荐业务管理办法》第23、24、25及第29条。

北大法律信息网www.chinalawinfo.com 北大法宝www.pkulaw.cn

性和完整性的标准。欺诈者不能因为向其提供服务的合同关系人没有阻止或防范其欺诈，而在欺诈败露并承担责任时追究其合同关系人的违约责任。但是，如果保荐人在督导、全面调查、辅导、核查时没有尽责，致使被保荐发行人信息公开不实，受损害的投资者就可以直接追究保荐人的责任。

为确保保荐机构诚实守信、勤勉尽责，充分实现保荐制度的目的与功能，《证券法》明确规定了保荐机构向投资者承担的保荐担保责任。根据《证券法》第26条的规定，在发行人的证券已经发行尚未上市时，如果证券监管机构发现不符合法定条件或者法定程序而撤销发行核准决定，发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还证券持有人，保荐人应当与发行人承担连带责任。根据《证券法》第69条的规定，发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料，有虚假记载、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时，发行人、上市公司应当承担赔偿责任，保荐人应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。根据“保荐办法”第33条的规定，保荐机构在发行保荐书和上市保荐书中应当做出承诺的事项包括：(1)有充分理由确信发行人符合法律法规及中国证监会有关证券发行上市的相关规定；(2)有充分理由确信发行人申请文件和信息披露资料不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；(3)有充分理由确信发行人及其董事在申请文件和信息披露资料中表达意见的依据充分合理；(4)有充分理由确信申请文件和信息披露资料与证券服务机构发表的意见不存在实质性差异；(5)保证所指定的保荐代表人及保荐机构的相关人员已勤勉尽责，对发行人申请文件和信息披露资料进行了尽职调查、审慎核查；(6)保证保荐书、与履行保荐职责有关的其他文件不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；(7)保证对发行人提供的专业服务和出具的专业意见符合法律、行政法规、中国证监会的规定和行业规范；(8)自愿接受中国证监会依照本办法采取的监管措施；以及(9)中国证监会规定的其他事项。

根据《证券法》和“保荐办法”的规定，保荐人在上述情形中所承担的连带责任或赔偿责任，实质上是一种具有担保性质的民事责任。其一，给投资者造成损害的，不是保荐人自己的发行证券或信息公开行为，而是因被保荐的发行人所发行证券或信息公开行为造成的损害，所以，保荐人是为他人行为所造成的损害承担责任。其二，保荐人之所以为发行人的行为后果承担责任，是因为保荐人在发行人的行为后果发生之前，为发行人的证券发行或上市行为提供了推荐或担保，而这种推荐或担保设定的目的或表示的意思，就是当投资者受到发行人行为的损害时，保荐人要为此承担相应的责任，也就是担保责任。其三，保荐机构承担的这种责任具有或然性，如果发行人在其证券发行或上市过程中没有违法违规行为，则保荐机构最终无需承担责任；如果发行人存在违法违规行为并且给投资者造成损害，则保荐机构就要承担责任。

保荐机构对投资者的民事责任具有担保属性，可以称之为保荐担保责任。保荐机构的保荐担保责任是一种人的担保，是保荐机构以自己的全部财产和信用为被保荐发行人做担保，但其与民法上通常债的担保及其中的人的担保有很大不同。民法上通常的债的担保是为合同之债所做的担保，合同债务人一旦违约后，由保证人替代履行合同债务；而证券法上的保荐担保责任是为潜在的违法违规行为所做的担保，证券发行人一旦存在证券欺诈行为并给投资者造成损失时，由保荐机构赔偿投资者损失。这种担保目的确定和功能设置上的

北大法律信息网www.chinalawinfo.com 北大法宝www.pkulaw.cn

差异,决定了保荐担保责任具有许多与合同担保责任不同的制度建构上的特点。

首先,保荐机构的担保责任是一种法定责任。虽然保荐人的担保责任是以保荐人与被保荐人的保荐协议为基础,但保荐协议只是引起保荐人对被保荐人的上市推荐、辅导和监督责任,并不直接引起保荐人对投资者的保荐担保责任。保荐机构承担担保责任的制度依据,在于证券法直接规定保荐机构要根据其在有关信息公开文件形成或公开过程中的地位与作用,向投资者担保证券发行或上市的信息公开文件内容的合法性,从而将保荐机构与投资者之间的责任关系直接化。[17] 因此,保荐担保责任是基于证券法律法规的直接规定而设定的,是法律直接向保荐机构施加的义务,而非保荐人与上市公司或保荐人与投资者约定的。这种责任具有强制性,不能用约定加以排除。这与保证责任是保证人与债权人出于意思自治作出的契约性保证具有本质的不同。

其次,保荐机构的担保责任是一种法定的连带责任。如《证券法》第 69 条就明确规定,保荐人要为所保荐的上市公司披露虚假性、误导性、遗漏性信息而给投资者造成的损失承担连带赔偿责任。但这种证券法上规定的连带责任与民法上因共同侵权行为而承担的连带赔偿责任有实质上的差异。[18] 保荐担保责任性质上应属于与共同侵权连带责任不同的不真正连带责任。传统民法上的不真正连带责任,一般是指多数行为人违反法定义务,对一个受害人实施加害行为,或者不同的行为人的基于不同的行为而致使受害人的权利受到损害,各个行为人产生的同一内容的侵权责任,各负全部赔偿责任,并因行为人之一的履行而使全体责任人的责任归于消灭的侵权责任形态。[19] 共同侵权连带责任是由多个致害行为人的共同侵权行为,即由多个致害行为组成的性质一致的一个整体行为引发的,而且共同侵权行为人应当具有共同的过错。但保荐担保责任是由于保荐机构的过失与发行人的故意隐瞒或故意造假等导致投资者投资受损引发的,保荐机构与发行人应当没有"意思上的联络",即数个行为人没有共同过错,行为人有各自相对独立的主观状态。[20] "有无目的之共同,为连带债务与不真正连带债务根本区别之所在。"[21] 由于这种性质差异,导致责任分担的不同。共同侵权行为导致的连带责任,各侵权行为人之间存在内部求偿权,即一个或部分侵权行为人承担全部责任后,有权就不属于自身承担范围内的责任承担损失,要求其他未承担责任的共同侵权行为人给予赔偿。但在保荐担保责任的连带责任关系中,发行人对其违法违规行为造成的投资者全部损失承担责任,保荐机构只对与自己过错有因果关系的投资者的损失承担责任;发行人向投资者承担赔偿责任后,不能以保荐机构有过错为由再向保荐机构追偿,而保荐机构的过错如果是因发行人隐瞒或欺骗造成的时,保荐机构可以向发行人进行追偿。

第三,保荐担保责任的构成要件具有特殊性。在主体方面,保荐担保责任的承担者须是具有保荐资格的保荐机构,不具有保荐资格的法人或个人,均不能充当保荐担保责任的承担者;通常的债的担保,除非法律有特殊限制,否则担保人可以是任何有资信能力的民事主体。

---

〔17〕 陈甦:《信息公开担保的法律性质》,载《法学研究》1998 年第 1 期。

〔18〕 在我国保荐实践中,存在很多保荐机构与发行人成为利益共同体,以投资者为共同"对方"而实施的共同侵权行为,由此共同侵权行为产生的连带责任并不是证券法上规定的保荐担保责任,而是民法上的共同侵权责任。

〔19〕 杨立新:《侵权法论》(第三版),人民法院出版社 2005 年版,第 638 页。

〔20〕 林彦:《上市保荐制度中保荐人的民事责任分析》,载 http://www.fszjfy.gov.cn/program/article.jsp? ID = 19922。

〔21〕 史尚宽著:《债法总论》,中国政法大学出版社,2000 年版,第 673 页。

北大法律信息网www.chinalawinfo.com 北大法宝www.pkulaw.cn

在主观方面,通常债的担保责任的承担,不以担保人有过错为要件;而保荐担保责任的承担,则以保荐机构存有过错为要件。保荐担保的目的与债的担保不同,债的担保是为了使合法的债权能够确实得以实现,因此在债的担保人承担责任时不需考虑其主观上是否有过错的问题。在债的保证人承担连带责任时,如果发生被保证人不履行合同的情况,保证人就要为此承担责任,至于保证人是否有过错,完全不是承担保证责任的要件。但是,保荐担保责任虽然是法定的连带责任,但保荐担保承担责任时,却应考虑保荐机构在保荐时是否有过错问题,即保荐机构的过错状况应是承担保荐担保责任的构成要件。有学者认为,保荐担保责任是一种无过错责任,也就是说,保荐人无论主观上是否有过错,只要发生了投资者因被保荐人的违法披露信息而遭受经济损害的事实,保荐人都要为此承担赔偿责任。[22] 其实,这种观点既不符合《证券法》的明确规定,也不符合保荐制度的功能机制。《证券法》第26条和第69条在规定保荐机构的担保责任时,均规定保荐机构"能够证明自己没有过错的除外"。再者,从保荐活动的运作机制上看,发行人是证券发行或上市活动的主体,保荐机构只是因为其职务或业务关系,与发行人的证券发行或上市活动相联系。证券市场的信息不对称不仅存在于投资者与融资者之间,同样也存在于保荐人与被保荐人之间,保荐机构往往是根据发行人提供的材料了解应公开信息的内容并据此制作保荐书。当发行人故意隐瞒实际情况甚至弄虚作假时,保荐人只要有充分证据证明其在执业过程中已经勤勉尽责,就应认定其无过错,不应当再承担责任。要求他们承担无过错责任,将使保荐人面临巨大的职业风险,会迫使保荐机构采取不必要的过于谨慎的防御性策略,这不仅增加了保荐成本,而且将不利于保荐人制度的推行和健康发展。证券法设定保荐机构的担保责任,除了确保受损失的投资者能获得充分赔偿之外,也是督促保荐机构在保荐活动中审慎行事、合法行事,以过错与否作为他们承担民事责任的主观要件,可以约束并促使其合法审慎地进行保荐活动。如果保荐机构在其工作中已经尽到其审慎守法义务,自不必令其对发行人的违法行为后果负担保责任。但是,与公众投资者相比,保荐机构在证券发行或上市活动中仍处于主导或优势地位,可在一定程度上预先了解和决定证券发行或上市文件的内容,而投资者对保荐机构是否有过错又难以举证。因此,根据证券保荐制度的目的与功能以及公众投资者在证券市场中的地位,对于保荐机构的保荐担保责任应当采取推定过错原则。

第四,保荐担保期限具有不明确性。从理论上说,保荐担保责任的存续时间为证券发行或上市信息披露之日到该信息完全被市场吸收为止这段期间。这个期限是有限的,但却是不明确的,其原因就是已公开的证券发行或上市信息对证券市场价格影响的期限是不明确的。因此,保荐人的保荐期间和保荐担保责任的担保期限是两个不同的概念,担保责任的担保期限往往长于保荐期间。只要在已公开的证券发行或上市信息被市场消化吸收之前,投资者因该证券发行或上市信息存在虚假不实而造成财产损失,保荐机构都应该根据其保荐担保责任为此承担连带赔偿责任。例如"保荐办法"第37条也规定,持续督导期届满,如有尚未完结的保荐工作,保荐机构应当继续完成。保荐机构在履行保荐职责期间未勤勉尽责的,其责任不因持续督导期届满而免除或者终止。这一规定在某种程度上,反映了保荐担保责任期限的不确定性。

---

〔22〕 杨攀钦:《保荐担保责任研究》,载于《兰州学刊》,2004年第6期。

北大法律信息网www.chinalawinfo.com 北大法宝www.pkulaw.cn

三 保荐担保责任的承担要件与承担方式

(一)保荐机构的免责事由

依据通常法理,保荐机构在具体的保荐活动中要承担保荐担保责任,须具备以下要件:(1)保荐机构所保荐的发行人在其证券发行或上市活动中存在违法违规行为,主要是证券发行或上市的信息公开存在违法情形,如实际上不具备发行条件而获得发行核准,有关发行或上市的信息公开文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏等。(2)投资者在认购或购买证券的交易中遭受损失,并且这种损失与发行人在证券发行或上市过程中的违法违规行为有因果关系。(3)保荐机构在其保荐工作中有过错,因其过错致使不能发现、避免或制止发行人在证券发行或上市时的违法违规行为。

依据《证券法》第26条和第69条的规定,对于保荐机构承担保荐担保责任,适用过错推定的归责原则。即发行人在证券发行或上市活动中因有违法违规行为而致投资者蒙受损害时,保荐机构的保荐行为如有过错,则与发行人一起承担连带责任;保荐机构如无过错,则由发行人自行承担全部责任,保荐机构不承担责任。但保荐机构究竟有无过错,应由保荐机构自行予以证明,即要"能够证明自己没有过错"。如果保荐机构不能证明自己没有过错,或者其证明不能成立,则可认定保荐机构有过错,须承担保荐担保责任。根据保荐制度所赋予的保荐机构的职责与义务,保荐机构要证明自己没有过错,必须能够证明自己在保荐活动中做到了"遵守业务规则和行业规范,诚实守信,勤勉尽责,对发行人的申请文件和信息披露资料进行审慎核查,督导发行人规范运作。"[23]因《证券法》和"保荐办法"等法律制度规定了保荐机构的诚信义务和勤勉义务,特别是"保荐办法"详细规定了保荐机构履行诚信义务和保荐义务的具体事项、做法和要求,判断保荐机构是否有过错,实际上有详尽规章可循。保荐机构要证明自己没有过错,必须能够证明自己在保荐活动中严格履行了诚信义务和勤勉义务。诸如:其一,保荐机构与保荐代表人的资格条件没有实质瑕疵。其二,保荐机构建立健全保荐工作的内部控制体系,建立健全证券发行上市的尽职调查制度、辅导制度、对发行上市申请文件的内部核查制度、对发行人证券上市后的持续督导制度。其三,保荐机构严格履行了保荐活动的业务流程和工作程序。其四,保荐机构严格履行了保荐职责,如在推荐发行人首次公开发行股票并上市前,对发行人进行了辅导;推荐发行人证券发行上市时,能够按照中国证监会对保荐机构尽职调查工作的要求,对发行人进行全面调查,充分了解发行人的经营状况及其面临的风险和问题;在发行人证券上市后,保荐机构仍然持续督导发行人履行规范运作、信守承诺、信息披露等义务;对发行人申请文件、证券发行募集文件中有证券服务机构及其签字人员出具专业意见的内容,保荐机构能够对其进行审慎核查;保荐机构能够针对发行人的具体情况,在其证券发行上市后对其持续督导等等。其五,保荐机构及其保荐代表人在保荐活动中,没有通过从事保荐业务谋取任何不正当利益。

保荐机构除了证明自己尽职尽责之外,也可以发行人的过错作为自己的免责事由,诸如:一些上市公司提供给保荐人的原始资料本身就是不完整不准确的(甚至可能是含有某种虚假成分的),由此导致保荐人据此所制作的相关公开披露的信息发生某种失误;或者一

[23] 《证券法》第11条第2款。

北大法律信息网www.chinalawinfo.com 北大法宝www.pkulaw.cn

些上市公司在作出某些具体决策后，可能不及时甚至不告知保荐人，保荐人又无从知道该情况的情形。另外，上市后企业经营过程中产生的因不可抗力导致的经营状况变化，或者是正当原因如行业经营风险等导致的与发行或上市时公开信息的不一致等，也可以作为保荐机构的免责事由，当然，这也可通过招股书风险因素的尽责披露而预先免责。

由于保荐机构的职责繁多，证券监管机构对保荐机构及其保荐业务的要求既严格又细致，保荐机构应当建立健全工作底稿制度，为每一项目建立独立的保荐工作底稿。[24] 保荐工作底稿一来在监管机构检查工作时，可用于备查；二来在发生投资者追诉时，可用于证明。但是，由于保荐机构履行诚信义务和勤勉义务的事项繁多、要求细密，一旦发行人在其证券发行或上市中出现违法违规行为，保荐机构欲想证明自己没有任何过错，恐怕是难乎其难的事情。从保荐制度的建构理念与具体内容来看，似乎给保荐机构施加了过多的职责与义务。例如，“保荐办法”第35条规定了保荐机构在证券发行上市后持续督导的工作内容，包括(1)督导发行人有效执行并完善防止控股股东、实际控制人、其他关联方违规占用发行人资源的制度；(2)督导发行人有效执行并完善防止其董事、监事、高级管理人员利用职务之便损害发行人利益的内控制度；(3)督导发行人有效执行并完善保障关联交易公允性和合规性的制度，并对关联交易发表意见；(4)持续关注发行人募集资金的专户存储、投资项目的实施等承诺事项；(5)持续关注发行人为他人提供担保等事项，并发表意见；(6)中国证监会、证券交易所规定及保荐协议约定的其他工作。保荐机构的这些职责既雷同发行人内部的独立董事的职责，也雷同监管机构的职责。如果保荐机构真的能够做到做好“保荐办法”第35条规定的事项，监管机构就可以对我国的证券市场高枕无忧了。其实，这类规定多少有点是不切实际的制度幻想，既过于超出保荐机构的能力，也混淆了证券市场体系中不同角色的应有功能。因此，以这样高的标准作为保荐机构“证明自己没有过错”的免责事由，是不尽公平的制度安排。

(二)保荐机构连带责任的承担

对于保荐机构应否承担连带责任，有学者认为，根据责任自负原则，保荐人应当对其保荐行为，即上市公司的质量承担担保责任，而且在发行人与保荐人信息不对称的背景下，保荐人应该只对其保荐承担补充责任，简单地让保荐人与发行人承担连带责任是欠妥的。[25] 但是，如果我们认为保荐是一种提高并维持市场信赖的担保行为，并且从保荐机构的专业性、进行保荐业务的垄断性以及保障投资者追究责任的方便性等诸种因素综合考虑，让保荐机构承担连带责任还是一个公平合理的制度安排。关键是，在保荐机构承担连带责任的制度前提下，立足保荐制度的目的与功能以及不同市场角色的应有作用，切实做好连带责任框架下的责任划分。

首先，在发行人与保荐机构之间承担连带责任时的责任范围划分，应根据其在信息公开活动中的地位和作用而定。证券发行或上市的信息公开文件有虚假记载等内容，首先看作是发行人的全部责任，保荐机构是对发行人这一他人行为承担连带责任。因为发行人要对证券发行或上市时的全部信息公开违法行为所造成的损害负赔偿责任，而保荐机构只对与自己保荐行为有关的违法后果承担责任。申言之，在证券发行或上市过程中发生给投资者

〔24〕《证券发行上市保荐业务管理办法》第41条。

〔25〕陈岱松：《证券上市监管法律制度国际比较研究》，法律出版社2009年5月版，第340页。

北大法律信息网www.chinalawinfo.com 北大法宝www.pkulaw.cn

造成损害的违法行为时，保荐机构只对与其保荐担保行为有因果关系的损害，与发行人一起向投资者承担连带赔偿责任。在保荐机构向受损害的投资者承担了保荐担保责任之后，如果保荐机构的过错行为是由发行人的违法违规行为导致的，保荐机构可以再向发行人进行追偿。

其次，关于保荐机构与保荐代表人之间的民事责任分担，“保荐办法”第 50 条规定，保荐机构法定代表人、保荐业务负责人、内核负责人、保荐代表人和项目协办人应当在发行保荐书上签字，保荐机构法定代表人、保荐代表人应同时在证券发行募集文件上签字。基于此，有观点认为，我国实行的是“双重”保荐制，保荐机构和保荐代表人都要承担保荐职责，即对保荐违法行为，不仅要追究保荐机构作为机构的责任，而且还要追究作为保荐代表人的个人责任。[26] 其中，保荐代表人的责任包括：不接受该保荐代表人保荐的项目，取消保荐资格，谈话提醒等。证券监管部门通过双重责任旨在对责任主体和范围的强化，以实现其提高上市公司质量的主旨。但是通过考察“保荐办法”的相关规定，该双重责任主要集中于行政责任方面，而不涉及保荐机构与保荐代表人的连带赔偿责任。[27] 至于保荐机构与保荐代表人之间的民事责任分担，无疑必须以他们的法律关系结构为前提。由于保荐机构与保荐代表人之间是用人单位和雇员之间的聘用合同关系，而非合伙关系，而且保荐代表人一定程度上是保荐机构的代理人，因保荐代表人的过失职务行为造成的对投资者的损害赔偿责任，由保荐机构代替其承担。保荐机构对外承担责任后，在内部追偿上，如果保荐机构不存在选任失职的情形，可以向保荐代表人追偿。

[**Abstract**] The warranty liability of sponsors is a joint compensation liability imposed on sponsors when the listed company's information disclosure acts violate laws and regulations and cause losses to investors. It is an independent liability defined by Securities Law of our country. This article first analyzes the mechanism of sponsors, and then explores some issues such as the nature and the constitution of the warranty liability of sponsors. Finally, the article puts forward some suggestions in relation to the division of civil responsibilities among the sponsor, issuer and sponsor representative.

（责任编辑：黄　列）

〔26〕 敖晓波：《保荐机构责任追究机制确立》，载新浪网财经新闻 http://finance.sina.com.cn。

〔27〕 倪受彬：《保荐机构侵权责任论——连带责任的角度》，载 http://www.sls.org.cn/law_update_webf/all_about.jsp?main_id=8&id=0080000277。

北大法律信息网www.chinalawinfo.com　北大法宝www.pkulaw.cn