

## 争议解决法律

### 新《虚假陈述司法解释》系列研究（三）：对债券类纠纷的影响与应对 — 适用规则对具体争议的影响

作者：刘冬 | 邓晓明

近日，《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》（“新《虚假陈述司法解释》”）终于颁布实施。在旧司法解释颁布近 20 年后，这一在注册制背景下的全面修订可谓万众期待。诸多专业人士在短时间内的全面解读也从侧面证明了其影响力。

不过，顶层设计下定决心全面取消虚假陈述民事纠纷“前置程序”，仅仅是打响了有关争议解决与司法实践正常化的“发令枪”，一切才刚刚开始。因此相比规则本身，我们更希望立足对制度背景的深刻理解，结合对证券业务的全面了解和过往司法实践的系统认识，基于处理相关案件的第一手经验与感受，对新《虚假陈述司法解释》明确规定、涉及乃至尚未触及的证券虚假陈述现实问题进行深入解读。有鉴于此，我们将以相对稳定的节奏，就：

新《虚假陈述司法解释》修订的根本逻辑及其法律表现；

对债券虚假陈述争议解决的影响；

新制度亮点及其体系关系；

中介机构责任认定的实战经验；

独立董事的法律责任及免责抗辩；

连带责任人间的责任分担与追偿；

重大资产重组业务的虚假陈述争议等问题进行系列研究，具体主题名称以实际发出为准。

本期，我们将就新《虚假陈述司法解释》对债券虚假陈述纠纷的影响进行专题研究，着重分析有关规则的适用范围，以及可以适用的规则对纠纷处理的具体影响两大方面问题。因本主题下内容较多、篇幅较长，为便于阅读与检索，将分为（二）、（三）两篇连续两日推送。

本篇将就新《虚假陈述司法解释》适用于债券虚假陈述纠纷的具体规则，分析其对现有争议的影响与应对建议。主要包括：

1. 更具可操作性但也更易出现误差的“重大性”标准；
2. 大体延续《债券座谈会纪要》，细节处有限进步的过错认定规则
3. 新增的“交易因果关系”与大幅强化的“损失因果关系”规则；
4. 取消“连带责任”的硬性规定并限制《证券法》有关条款的适用，未来法律责任形态不再是“0或1”的两个极端；
5. 值得《债券座谈会纪要》借鉴但远不充分的损失认定规则。

## 一、更具可操作性但也更易出现误差的“重大性”标准

《债券座谈会纪要》没有单独规定“重大性”问题，只是在第27、29等重要条款中提出“足以影响投资人对发行人偿债能力判断的”的实质标准。这一标准是准确且根本的，符合债券业务实质。但是其缺点也非常明显，即在司法实践中难以证明和裁判，对法官和当事人都是挑战。

新《虚假陈述司法解释》第10条对“重大性”进行了具体规定，通用于各类交易所债券，也应参照适用于银行间市场债券。但是，新解释第10条第1款第1、2项列举的“重大事件”只有定性而未定量，实践中当然要考虑程度的问题。总不能百亿级的企业，净资产多算了几十万元就构成“重大性”。

至于新解释第10条第2款有关被告以“虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化的”为由否定“重大性”的新增制度，应当注意两个债券交易的特点，也即实务中可能为当事人攻防的焦点：第一，大多数债券虚假陈述行为实施于发行阶段，此时通常不具有比较“交易价格或交易量”的条件；同时大多数债券的“揭露日”在违约之后，此时不再有充分高效的交易环境，债券价格也完全不能同违约前对标（违约债在性质上可以被认为是一种新的证券）。这两种情况下，新解释第10条第2款都不太适用。第二，更重要的是即使是公开发行业券，其交易量与换手率也无法同股票相比，导致市场对披露信息的反应比较“迟钝”。因此无论是“实施日”还是“揭露日”，以交易价格或交易量评价“重大性”时，都要充分考虑具体债券的发行人知名度、发行总规模、信息披露的影响范围等客观情况。这一问题在非公开发行与交易债券中更为突出。

综上，“交易波动”标准相对好操作但是仍以充分有效市场（其实就是股票二级市场）为最佳适用场景，债券虚假陈述重大性问题的根本裁判标准还应是是否“足以影响投资人对发行人偿债能力判断”。

## 二、大体延续《债券座谈会纪要》，细节处有限进步的过错认定规则

新《虚假陈述司法解释》直接起诉控股股东、实际控制人的内容在《债券座谈会纪要》第27条已经做了规定，而有关董监高、独立董事责任问题在债券纠纷中并不突出（债券虚假陈述纠纷原告多为机构投资者，诉讼策略比较务实）。就“过错”问题值得具体分析的规则包括：

第一，广受关注的新解释第13条（有关“故意”与“过失”的解释）放在“过错认定”项下其实不妥。其并不是过错认定规则，而是责任形态规则，解决的是什么时候可以适用《证券法》第85和163条的“连带责任”。经此限缩，有理由认为我国证券虚假陈述的法律责任形态不再限于“完全免责”和“连带责任”两个极端了（具体分析见本文第四部分）。

有观点认为这一条意味着在证券虚假陈述中，只有“重大过失”才承担赔偿责任，是应格外慎重的。首先，该条主旨是解释什么是《证券法》第85和163条所指的“过错”，实际目的是限缩上述两条的适用范围，避免对过失主体动辄得咎。其次，资本市场是牵涉利益重大的高度专业化环境，笔者已知的任何一个发

达市场规则都没有允许市场参与主体仅在“重大过失”情况下承担法律责任。而且，资本市场活动几乎没有“无偿”行为，允许有偿服务主体仅承担“重大过失”责任，哪怕在一般社会生活中都难以被接受。最后，基于上述原因，第13条本身都没有使用“重大过失”表述，而是强调“严重违反注意义务”的过失，体现了规则起草者有明确倾向，但又不致彻底迈出这步的纠结状态。

**第二，新解释第17条“保荐机构、承销机构等机构”的过错抗辩规则与《债券座谈会纪要》第30条大体一致，预计实际法律适用效果也相似。**虽然前者删除了后者有关“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”虚假陈述问题的免责情形，但是此情形在司法实践中本来就比较难以理解和把握，很难让法官理解这么细致的业务实践。而且如果被告能够证明此情形，一方面有关风险在监管机构调查和处罚时可能就化解了，毕竟监管机构对此类业务现实的考虑更充分、合理。另一方面此情形实际意味着即使行为人有过错，其也与最终的虚假陈述行为没有因果关系（因为无论其是否勤勉履职，都无法避免虚假陈述的发生）。有关抗辩实际可以在因果关系中主张。综上，本文认为删除此条的影响有限。

**此外，新解释第17条第3项一个文字表述的调整非常有益。**《债券座谈会纪要》对应条款的表述为：对有其他专业意见支持的信息披露内容，承销机构在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”的，可以免责。这一表述好像在说承销机构此前有一个“合理怀疑”，而且还需要被告举证证明，对实践理解造成困扰。新解释将对应内容改为“有合理理由排除了职业怀疑并形成合理信赖”，强调专业机构在面对他人出具的专业意见时，仍应有一般职业水平的谨慎，保持怀疑态度，经必要工作后落脚到“合理信赖”，厘清了此前的理解困惑。

最后，新《虚假陈述司法解释》第18条第2款相比《债券座谈会纪要》第31条第2款增加证券服务机构可以信赖保荐机构或者其他证券服务机构的基础工作或者专业意见的内容，同时要求其对他人的专业意见也要进行审核核查和必要的调查、复核，排除执业怀疑并形成合理信赖，较好的平衡了中介机构的注意义务。

总体而言，新解释相比《债券座谈会纪要》在过错领域的变化不大但是细节更加精细，体现了我国虚假陈述裁判规则在相关领域的进步趋势。

### 三、新增的“交易因果关系”与大幅强化的“损失因果关系”规则

新《虚假陈述司法解释》相比《债券座谈会纪要》最具实践价值的进步可能在于第12与31条有关因果关系的认定与抗辩规则。

#### （一）关于“交易因果关系”，《债券座谈会纪要》没有明确规定，新《虚假陈述司法解释》增加重要内容

**第一，新解释第12条第2项规定被告可以证明原告在交易时“应当知道存在虚假陈述”而否定交易因果关系。**“应当”意味着无论原告是否实际知道，只要被告在高度盖然性上说服法官原告理应知道虚假陈述，即可完全免责。债券交易主要是专业投资者间的交易，许多时候还涉及非公开发行的“面对面”交易。在此过程中，投资者更有能力与机会了解发行人的真实情况，被告成功主张原告“应当知道”的可能性远远大于二级市场股票交易。

**第二，新解释第12条第3项规定“虚假陈述实施后发生的上市公司的收购、重大资产重组等其他重大事件”可以阻断交易因果关系。**在债券领域，目前最典型的例子是发行人出现重大信用风险，爆出经营管理、偿债能力方面的负面消息，导致债券价格急剧下跌时，一些专业投机机构逆势“抄底”，以低价吸纳债券博取高额回报的行为。这一过程中，发行人的负面消息严重影响债券交易价格，符合“重

大事件”的定义。而专业投机机构买入债券看重的是极低的交易价格，动机是赌定发行人在破产重整、债务重组后清偿债券，其投资决策往往与虚假陈述无关。新解释第12条第3项为准确认定此类投机活动的交易因果关系问题提供了依靠。

**第三，新解释第12条第4项规定“原告的交易行为构成内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为的”，交易因果关系不成立。**“证券违法行为”的门槛是比较低的，在债券领域最常见是“自融”与在此基础上的“结构化发行”行为。有关行为涉嫌操纵证券市场，而且从交易与损失的因果关系上都与虚假陈述行为无关。就具体内容，可见本文作者的另一篇专题研究《债券“自融”与“结构化发行”中的虚假陈述及其法律责任》。

## （二）关于“损失因果关系”，《债券座谈会纪要》实践效果不佳，新《虚假陈述司法解释》有望在司法层面推动突破

相比旧司法解释，《债券座谈会纪要》第24条第4款调整了有关损失因果关系的考虑因素，但实际与旧司法解释的“证券市场系统风险”属同一性质，不过是对同一事项的细化表述，没有体现债券业务的特点。新《虚假陈述司法解释》在此方面取得了实质突破：

**第一，最重要的是新解释第31条第1款明确强调“虚假陈述与原告损失之间的因果关系，以及导致原告损失的其他原因”属于“案件基本事实”。**这一规定的司法实践意义非常重大：“案件基本事实”是法院审理案件必须查明的事实，基本事实不清将直接影响裁判效力，在司法机关的考核中属于“错案”。

《民事诉讼法》第170条规定：“第二审人民法院对上诉案件，经过审理，按照下列情形，分别处理……（三）原判决认定基本事实不清的，裁定撤销原判决，发回原审人民法院重审，或者查清事实后改判；”第207条规定：“当事人的申请符合下列情形之一的，人民法院应当再审……（二）原判决、裁定认定的基本事实缺乏证据证明的。”

此前，由于相关审判经验较为匮乏，且客观上导致债券违约的事实非常复杂，法院在处理债券虚假陈述纠纷的损失因果关系方面极少有作为。截止目前尚没有说理足够细致充分，具有普遍参考意义的裁判。对于当事人有关专家证人、司法鉴定的申请，法院也基本不予理会。新司法解释有望促使法院更加认真、慎重对待导致债券损失的“多因一果”问题，排除与虚假陈述无关的其他因素，合理、准确认定最终的法律責任。

**第二，在操作层面，新解释第31条第2款增加列举“证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境”等损失因果关系抗辩因素，突破了原有“证券市场系统风险”的框架，对司法实践亦具有重要指导意义。**目前来看，绝大部分债券虚假陈述损失都是债券违约导致的，而债券违约的根本原因，是发行人经营出现问题，资不抵债。这其中可能有与虚假陈述直接相关的事项，例如发行人财务造假导致公司整体经营状况不真实，但更可能是诸多内外部因素共同作用的结果。其中，发行人自身经营状况，重大商业决策，及所在行业的景气程度，都是重要且直接的影响因素。因此，新解释第31条第2款“上市公司内外部经营环境”可谓是对债券虚假陈述纠纷“量身打造”的损失因果关系抗辩事项。有关事项作为“案件基本事实”，将是未来债券虚假陈述纠纷的争议焦点。

#### 四、取消“连带责任”的硬性规定并限制《证券法》有关条款的适用，未来法律责任形态不再是“完全免责”与“连带责任”两个极端

新《虚假陈述司法解释》没有延续旧解释，未对任何当事人之间的连带责任进行明确规定，相比《债券座谈会纪要》第 27 条的立场更为开放（纪要第 27 条规定了发行人与控股股东、实际控制人、董监高间的连带责任，没有涉及中介机构），体现了目前学界与实务界就此问题的主流立场：即《证券法》第 85、163 条有关连带责任的规定太过严厉，不能机械适用。

在此基础上，新解释第 13 条实际对《证券法》第 85、163 条的适用范围进行了限缩解释：即虽然过失可能使当事人就虚假陈述导致的损失承担赔偿责任（这是侵权责任法的基本要求），但是《证券法》第 85、163 条所讲的连带责任，其适用范围以特定类型“过错”为前提，即“故意”欺诈或者“严重违反注意义务”的“过失”。这里，新解释没有使用“重大过失”的表述，可能造成理解困惑。但是“严重违反注意义务”的价值倾向是比较明显的，其在司法实践中的运行效果，可能与“重大过失”差距不大。这也是未来司法机关在处理有关证券虚假陈述纠纷中应当形成的共识。

上述条文的影响可能是极其重大的，改变《证券法》现有证券虚假陈述过失侵权只有“完全免责”或“完全担责”两极的法律责任体系。《证券法》第 85 与 163 条是该法仅有的虚假陈述民事赔偿责任相关条款。两条款都规定信息披露义务人以外的责任人要与前者承担“连带责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”按照通常的法律理解，上述条款覆盖虚假陈述侵权责任的所有情形：即要么无过错免责，要么无法证明无过错承担连带责任，没有适用一般过错按过错大小承担对应侵权责任的空间。这也是一直以来司法实践乃至学界对有关条款的理解。这一理解完全符合文意乃至立法原意。

但是，上述立法的问题在近两年集中凸显，已经达到影响资本市场业务发展的程度。新《虚假陈述司法解释》第 13 条限制了《证券法》第 85、163 条项下“过失”的范围，等于在“全覆盖”的《证券法》民事赔偿责任体系中戳了一个洞，表示“严重违反注意义务”之外的过失，《证券法》没有明确规定。那么特别法没有规定的，通常可以适用一般法，即《民法典》第 1165 条第 1 款的过错侵权规则。由此，一般过失的虚假陈述行为不适用连带责任，按照其过错大小承担相应的赔偿责任<sup>1</sup>。

在此基础上，新司法解释并未确立司法实践已经普遍认可的“比例连带责任”制度。一方面有关制度确实缺少法律上的明确依据，与通常的连带责任法理也存在不和，是司法实务为解决《证券法》过于严厉的连带责任规定采取的“没办法的办法”。从法律体系整体利益上看是有（较大）代价的。另一方面，如果司法实践真的可以深刻理解、准确适用有关“损失因果关系”和新解释第 13 条“严重违反注意义务”两项制度，那么即使是债券虚假陈述纠纷，即使基础损失是债券未清偿本息，最终法院仍然可以合理、准确认定各方当事人的法律责任。

因此，长远来看没有引入“比例连带责任”，对维护侵权责任法律制度的协调稳定是有益的。但是这也给证券虚假陈述审判实践提出了更高的要求。同时，新解释在已有许多“比例连带责任”裁判实践的情况下没有否定这种做法，本身就表明一种态度。未来这一责任形态在个案中仍有较大适用空间。

#### 五、损失方面，全部现有规则也无法涵盖债券纠纷的复杂情况，需要充分发挥体系与目的解释功能，灵活适用裁判规则

<sup>1</sup> 本文并不确定有关理解是否是新《虚假陈述司法解释》的本意。但是如果第 13 条的规定此目的，那可谓极其精妙，是比“比例连带责任”更优的解决方案。

股票与债券在虚假陈述导致损失方面非常不同：前者损失体现在交易环节，几乎都是“投资差额损失”；后者既可能是交易损失，也可能是债券违约无法清偿的损失，又以违约损失为绝对多数。

如前所述，新《虚假陈述司法解释》第六部分“损失认定”只涉及“投资差额损失”，且具体的第 27、28 条还限定在“买入/卖出相关股票”的情形，对债券虚假陈述帮助很小。《债券座谈会纪要》第 22 条也不够全面，没有规定持有人未实际卖出债券时的“投资差额损失”计算规则；同时该条第 2 项以全部债券未清偿本息为基础损失的规定没有考虑当事人在二级市场以较低价格购买债券的情形，可能导致损失数额远超“实际损失”。以上问题都需要对相关裁判规则的灵活解释与发展才能解决。

**第一，新《虚假陈述司法解释》与《债券座谈会纪要》都没有规定“集中竞价”市场中债券的投资差额损失计算规则，但是前者第 27、28 条有关股票的规定可以且应当为相关债券参照适用。**

具体而言，新解释第 27、28 条明确限于“买入/卖出相关股票”所造成的投资差额损失，与债券无关。《债券座谈会纪要》第 22 条没有关于虚假陈述被揭露后相关债券仍能“集中竞价”交易情形的处理办法。但是，“投资差额损失”这一计算方法的要义在于“公开交易市场”，如果交易环境足够开放有效，那么**证券类别是股票、债券还是其他证券并不重要**。因此，如果某一公开发行债券在违约前即被揭露虚假陈述（虽然实践中这种情况极少），其仍可继续以集中竞价的方式进行交易，投资者可以基于公开披露信息决定是否“用脚投票”。在此情况下，如果“揭露日”之后很久投资者还不卖券离场，那么仍旧以《债券座谈会纪要》第 22 条第 2 项的债券未清偿本息为损失计算基数的合理性与必要性就都不存在了。事实上，新《虚假陈述司法解释》第 26 条一个重要且积极的变化就是规定无论“换手率”多少，“基准日”最长只能到“揭露日”后的第 30 个交易日。原因就是虚假陈述信息被揭露后理应在合理时间内被公开市场消化，虚假陈述行为不应对此后无限长时间的交易波动负责。有关逻辑对集中竞价的债券同样适用。

**第二，新旧司法解释都要求行为人承担民事赔偿责任的范围以“实际损失”为限，该实际损失不应超过投资者购买债券的资金成本与合理收益。**

目前市场上有一种现象，即在发行人出现流动性风险、债券交易价格大幅下跌时，一些专业机构趁机低价买入债券（价格常常低于票面金额的 30%），一方面参与发行人债务或破产重整，依据合同主张债权；另一方面在发行人破产后，根据《债券座谈会纪要》第 22 条第 1 款第 2 项的规定，按照债券未清偿的全部本息向中介机构主张虚假陈述赔偿。其结果是原告可能取得远远高于购买债券金额的侵权赔偿，有违弥补“实际损失”的侵权法原则。

损害赔偿以“实际损失为限”在旧司法解释第 30 条即有规定，新《虚假陈述司法解释》第 25 条重申了此要求，对包括债券在内的各类证券虚假陈述纠纷都具有约束力。那么在债券领域理解侵权损害赔偿的“实际损失”，非常重要的标准即投资者买入债券的价格。因为债券所代表的“债权”不是现金，只是一种合同请求权。票面金额“100 元”的债券，不代表持有人一定可以自发行人处取得 100 元资金。因此，当市场上某一债券以票面金额的 30%或更低进行交易时，意味着至少在交易当时，该债券的实际价值（经考虑部分或全额无法兑付的风险后）只有 30 元或更低。这一交易价格，而非债券记载的存在不确定性的票面金额，才是持有人的“实际损失”。

因此，比较合理的解释是将《债券座谈会纪要》第 22 条第 1 款第 2 项的适用范围限制在投资者自一级市场认购债券，或在二级市场以高于票面金额的价格购买债券的情形。这也符合本文上篇所提的原则，即现有证券虚假陈述审判规则体系并不是周延与完整的，许多具体问题还有待发展与完善。对于在法理与实践上皆有道理的问题，应当对现有规则保持开放态度。

## 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：

### 刘冬

电话： +86 10 8525 5519

Email: [eric.liu@hankunlaw.com](mailto:eric.liu@hankunlaw.com)