

## 争议解决法律

### 证券实务参取：债券虚假陈述案件中，是否应当区别对待机构投资者？

作者：尤杨 | 赵之涵 | 朱志炜

《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》(下称“《证券虚假陈述若干规定》”)对于虚假陈述行为与投资者损失之间的交易因果关系采用了推定原则，只要投资者在虚假陈述实施日后、揭露日或者更正日之前买入证券，且在虚假陈述揭露日或者更正日及以后至基准日前因卖出，或者因持续持有证券而产生亏损，均推定损失与虚假陈述行为之间存在因果关系。推定交易因果关系原则在股票虚假陈述领域已有丰富的实践，对于机构投资者特别对待问题有诸多讨论和司法案例。

本文讨论的问题是：在债券领域，债券侵权纠纷案件是否可以当然适用交易因果关系推定原则？机构投资者是否应当区别对待？

#### 一、债券侵权纠纷能否适用交易因果关系推定原则？

##### (一) 《债券座谈会纪要》没有明确规定债券侵权纠纷应适用推定交易因果关系原则

《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(下称“《债券座谈会纪要》”)第22条规定：“欺诈发行的债券认购人或者欺诈发行、虚假陈述行为实施日及之后、揭露日之前在交易市场上买入该债券的投资者，其损失按照如下方式计算……”

该条规定的表述与《证券虚假陈述若干规定》第18条关于推定交易因果关系的规定十分相似，可以说在一定程度上是参照《证券虚假陈述若干规定》起草。但是，《债券座谈会纪要》的该条规定旨在说明损失计算的规则，没有出现“因果关系”的表述，也没有明确规定债券侵权纠纷案件的因果关系可以据此进行推定。

##### (二) 债券侵权纠纷能否适用《证券法》和《证券虚假陈述若干规定》的规定存在争议

最高人民法院关于印发《债券座谈会纪要》的通知规定，《债券座谈会纪要》规定的“债券”包括公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具，并要求对这些债券引发的民事纠纷“统一法律适用”。

《中华人民共和国证券法》(下称“《证券法》”)没有将所有债券纳入“证券”的范围。《证券法》第二条规定：“在中华人民共和国境内，股票、公司债券、存托凭证和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法”。即，企业债券、非金融企业债务融资工具是否属于“国务院依法认定的其他证券”，至今仍没有明确的意见。如果认为相关债券不是《证券法》所规定的“证券”，不能适用《证券法》，自然应不能适用《证券虚假陈述若干规定》规定的推定交易因果关系原则对债券侵权纠纷案件进行审理。同时，《债券座谈会纪要》又没有明确规定推定交易因果关系原则，在债券虚假陈述案件中可否适用推定交易因果关系原则，其合法性基础有待商榷。

值得关注的是，在“北京金融法院第一案”<sup>1</sup>中，某资产管理公司因购买的银行间市场超短期融资券对中介机构提起虚假陈述纠纷诉讼，北京金融法院在管辖异议的裁定书中认定案件属于证券虚假陈述责任纠纷，并援引了《证券虚假陈述若干规定》以论证管辖。立法和司法层面未来是否可能对此予以明确，有待进一步观察。

### (三) 债券投资者以机构投资者为主，是否需要推定交易因果关系原则的特别保护有待商榷

《证券虚假陈述若干规定》设定推定交易因果关系原则，一个重要的理由是为了保护资金实力弱、投资技能和经验相对缺乏的个人投资者，这在个人投资者占据多数的股票市场无疑具有合理性。

与股票市场不同，债券市场中，占存量债券规模超过85%<sup>2</sup>的银行间债券市场的投资者均为机构投资者。而交易所债券方面，个人投资者持债占比不超过0.3%<sup>3</sup>，机构投资者是交易所债券的绝对主要持有人。其中，有大量的机构投资者是金融机构或资管产品，本身有较强的资金实力和专业知识及经验，基于审慎经营义务或管理人义务，这些机构投资者需遵循投资决策流程，留存投资决策材料，具备相应的举证能力，对于这些机构投资者，似乎不需要适用推定交易因果关系予以特别保护。

债券在法律属性、适用规范、投资者构成等方面与股票存在明显的差异，在规范层面，债券侵权纠纷案件能否一律适用交易因果关系推定原则，没有明确的依据。在相关规定得到进一步明确之前，机构投资者的身份或将成为因果关系认定的重要问题。

## 二、债券机构投资者身份对推定交易因果关系原则适用的影响

### (一) “债券投资者”相关概念的明晰

“债券投资者”存在多个容易混淆的相关的概念：机构投资者和个人投资者，专业投资者和普通投资者，债券持有人和债券投资者。

对于上述不同的投资者分类，法律法规在特别保护问题上的处理有所不同。因此，在讨论“机构投资者”是否应适用推定交易因果关系原则、是否需特别对待时，不能简单、概括地评判，需要对个案中的具体“机构投资者”落入哪一概念进行区分，进而才能判断是否存在适用推定交易因果关系原则的空间。

<sup>1</sup> (2021)京74民初1号。

<sup>2</sup> 前瞻产业研究院：2020年中国银行间债券行业市场现状及竞争格局分析 国内债券市场占主导地位，<https://bg.qianzhan.com/report/detail/300/210112-bb1cd981.html>。

<sup>3</sup> 中国经营报：机构投资者为交易所债券市场绝对主力 个人投资持债占比仅0.3%，<http://www.cb.com.cn/index/show/zj/cv/13469771267>。

## 1. 机构投资者与个人投资者

我国现行法律法规没有明确机构投资者的定义，从字面意思理解，机构投资者指的是根据法律法规的规定，可以投资证券的法人或非法人组织，与“个人投资者”或“自然人投资者”相对应。

机构投资者和个人投资者，是以投资者的主体身份类型为标准所作的分类，更多地是“形式认定”。

相关法律法规没有明确规定对个人投资者和机构投资者区别对待。

## 2. 专业投资者与普通投资者

除了机构和个人的分类外，《证券法》第八十九条规定：“**根据财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等因素，投资者可以分为普通投资者和专业投资者。**”根据规定<sup>4</sup>，专业投资者为符合下列条件之一的投资者：

- (1) 经有关金融监管部门批准设立的**金融机构**，包括证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等；经行业协会备案或者登记的**证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人**。
- (2) **上述机构面向投资者发行的理财产品**，包括但不限于证券公司资产管理产品、基金管理公司及其子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品、经行业协会备案的私募基金。
- (3) 社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金，合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）。
- (4) 同时符合下列条件的**法人或者其他组织**：i.最近1年末净资产不低于2,000万元；ii.最近1年末金融资产不低于1,000万元；iii.具有2年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历。
- (5) 同时符合下列条件的**自然人**：i.金融资产不低于500万元，或者最近3年个人年均收入不低于50万元；ii.具有2年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历，或者具有2年以上金融产品设计、投资、风险管理及相关工作经历，或者属于本条第（一）项规定的专业投资者的高级管理人员、获得职业资格认证的从事金融相关业务的注册会计师和律师。

专业投资者之外的投资者为普通投资者。

从定义可以看出，专业投资者和普通投资者，是从投资者的资产状况、投资经验和能力出发所作的分类，偏重于“实质认定”。根据相关法律法规的规定，普通投资者和专业投资者是有区别对待的。《证券期货投资者适当性管理办法》规定，普通投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面享有特别保护。相反，专业投资者因资金实力强，具备较丰富的金融知识和经验，不享有这样的特别保护。

## 3. 债券持有人与债券投资者

《债券座谈会纪要》规定，要“切实保护**债券持有人、债券投资者**的合法权益”，但没有明确债券持有人、债券投资者这两个概念的定义和区别。一般认为：债券持有人是指持有由发行人发行债券的人，债券投资者是指为获取收益使用自己的资金购买债券的投资者。

<sup>4</sup> 《证券期货投资者适当性管理办法》第八条。

两者是以投资债券的目的和持有的状态所作的区分。“债券持有人”强调的是“持有”，债券持有人可依法享有参与持有人会议等权利。而“债券投资者”强调的是“投资”，往往指向参与认购债券的投资者。由于债券具有可流通性，债券投资者既可能仍然持有也可能已经转让债券，若已转让，则不享有债券持有人的权利。债券持有人和债券投资者的身份，既可能同时归属于同一主体，也可能在不同时间上代表债券流通链条的多个不同主体。

债券持有人和债券投资者因为持有或卖出债券，其利益可能因为欺诈发行或虚假陈述受损，但债券持有人和债券投资者由于投资证券的方式可能不同，其投资决策所依赖的信息可能不尽一致。例如，初始认购的债券投资者既可能是“非面对面”交易，依赖发行人平等披露的信息决策投资，也可能与发行人“面对面”交易，依赖自己调查获知的信息决策投资。而债券持有人可能自其它投资者处受让，不必然知悉前手投资者所掌握的全部信息。另外，依持有状态的不同，适用《债券座谈会纪要》第 22 条规定的不同损失计算方法，投资者可主张的损失范围、利息标准有所区别<sup>5</sup>。

## （二）机构投资者身份对推定交易因果关系原则适用的影响

通过对“债券投资者”概念的厘清，可以得出以下结论：

1. 机构投资者不等同于专业投资者，不是所有的机构都具备专业投资者的资金、知识和经验。在能够认定机构投资者为专业投资者的情况下，排除适用推定交易因果关系原则，具有相对充分的合理性。当然，未来司法实践是否可能会秉承个案判断原则，先对机构投资者是否构成专业投资者作出认定，再判断是否适用推定交易因果关系原则？司法程序的成本和结果的公平如何平衡？尚有待观察。
2. 机构投资者可能同时是债券持有人和债券投资者，或只是其中一个身份，该身份本身不影响机构投资者对发行人和中介机构提起诉讼，但因投资者投资决策可依赖、所依赖信息的不同，交易因果关系有所不同。

我们倾向于认为，只有当机构投资者是债券持有人，并且不是专业投资者，通过“非面对面”的交易方式投资债券，才可以参照适用推定交易因果关系原则。除此之外，机构投资者能否适用推定交易因果关系原则，需要结合个案情况具体判断。

例如，在某公司债券所涉虚假陈述纠纷，北京某资产管理中心（有限合伙）与某建设集团股份有限公司、陈某及中介机构证券虚假陈述纠纷一案<sup>6</sup>中，北京某资产管理中心（有限合伙）通过二级市场买入公司债券，适用了推定交易因果关系原则，与其他个人投资者的情况一致，没有对机构投资者特别对待（法院没有对该机构是否为专业投资者进行认定）。

<sup>5</sup> 《债券座谈会纪要》第 22 条规定：债券欺诈发行和虚假陈述的损失计算。债券信息披露文件中就发行人财务业务信息等与其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的，欺诈发行的债券认购人或者欺诈发行、虚假陈述行为实施日及之后、揭露日之前在交易市场上买入该债券的投资者，其损失按照如下方式计算：（1）在起诉日之前已经卖出债券，或者在起诉时虽然持有债券，但在一审判决作出前已经卖出的，本金损失按投资人购买该债券所支付的加权平均价格扣减持有该债券期间收取的本金偿付（如有），与卖出该债券的加权平均价格的差额计算，并可加计实际损失确定之日至实际清偿之日止的利息。利息分段计算，在 2019 年 8 月 19 日之前，按照中国人民银行确定的同期同类贷款基准利率计算；在 2019 年 8 月 20 日之后，按照中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率（LPR）标准计算。

（2）在一审判决作出前仍然持有该债券的，债券持有人请求按照本纪要第 21 条第一款的规定计算损失赔偿数额的，人民法院应当予以支持；债券持有人请求赔偿虚假陈述行为所导致的利息损失的，人民法院应当在综合考量欺诈发行、虚假陈述等因素的基础上，根据相关虚假陈述内容被揭露后的发行人真实信用状况所对应的债券发行利率或者债券估值，确定合理的利率赔偿标准。

<sup>6</sup> （2019）浙 01 民初 1408 号。

### 三、中介机构可以针对机构投资者提出的抗辩要点

#### （一）根据《债券座谈会纪要》第 24 条规定可以提出的因果关系抗辩。

《债券座谈会纪要》第 24 条规定了“因果关系抗辩”的四项事由，对于中介机构而言，可以重点关注提出的抗辩是：

1. 机构投资者在揭露日后买入债券。这是中介机构容易发现、有能力举证的事实，也是在过往股票虚假陈述领域时常出现、被有效采纳的抗辩。例如，在上海某投资咨询有限公司、浙江某文化股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一案<sup>7</sup>中，浙江高院认为：**上海某投资咨询有限公司在揭露日当天和第二、第三个交易日仍大量买入某文化公司股票，投资行为明显不具有合理性，认定上海某投资咨询有限公司的投资损失与发行人的虚假陈述之间不存在因果关系。**
2. 债券价格在虚假陈述实施日前后的量价情况，并可通过量价情况搜寻机构投资者可能的内幕交易和操纵市场行为。这同样是中介机构容易发现和举证的事实。

#### （二）中介机构可以对机构投资者提出的交易因果关系抗辩

《债券座谈会纪要》第 24 条没有说明“因果关系抗辩”是否包括交易因果关系和损失因果关系的抗辩。从规定条文上看，该条款规定的主要是损失因果关系抗辩。但是，该规定没有列举交易因果关系抗辩，并不意味着排除了交易因果关系抗辩的存在，限制中介机构提出交易因果关系抗辩。主要理由是：

**第一，债券侵权纠纷仍需回归侵权责任法的规定进行审理。**在侵权纠纷中，被告享有对因果关系提出抗辩的权利，若有能够阻断被告行为与原告损失之间的因果关系（无论是交易因果关系还是损失因果关系）的事项，就是可以提出、应当被采纳的抗辩。

**第二，在股票虚假陈述领域，《证券虚假陈述若干规定》所确立的推定交易因果关系是“可抗辩的推定信赖”，被告可以对推定的事实提出反证。**股票虚假陈述的司法实践中，推定交易因果关系原则可以因反证而被推翻。债券虚假陈述领域若适用交易因果关系推定原则，这一原则仍然是可以参考适用的。

**第三，从程序上看，当事人提出抗辩及抗辩被采纳的权利，是法定权利，并不因《债券座谈会纪要》未列举规定而被剥夺。**

对于机构投资者，中介机构可以考虑提出如下交易因果关系抗辩事由：

#### 1. 机构投资者的投资决策与发行人披露的信息无关，或与中介机构参与的特定部分信息无关

例如，部分机构投资者是资管产品，根据资管产品管理人的内部规定，资管产品只能在管理人公司已选定的、符合特定条件（如评级、财务指标、地域、行业等）的发行人发行的债券池内选取债券进行投资，此时机构投资者的决策并非依赖发行人披露的信息进行投资决策，其投资决策与发行人披露的信息无关。如仅依赖主体评级选定投资的债券，则与财务信息形成相关的中介机构不应承担责任。

#### 2. 虚假陈述的信息不具有重大性

关于“重大性”的标准，一方面，可以参考各类债券发行和信息披露办法的相关规定，若非相关规定认定的重大信息，则不应属于足以影响机构投资者决策的参考依据；另一方面，债券投资与股票投资

<sup>7</sup>（2019）浙民终 1414 号。

很重要的区别在于，股票投资主要通过卖出获利，股票的信息披露足以影响股价即“重大”，而债券投资除了卖出获利，还可能通过到期清偿获利，债券的信息披露除了影响债券价格，还可能影响投资者对发行人偿债能力的判断，若虚假陈述的信息不足以影响投资者对发行人偿债能力的判断，则不应具备“重大性”。

### 3. 诱空型虚假陈述与机构投资者损失之间不存在因果关系

在过往股票虚假陈述纠纷中，一般认为诱空型虚假陈述不会导致投资者买入股票，通常不会产生虚假陈述赔偿责任。

### 4. 争取“因果关系”举证责任的合理分配

中介机构可以主张：中介机构不具备举证证明机构投资者投资决策过程的举证可能性。机构投资者如何投资债券，是否与发行人进行过磋商，是机构投资者和发行人可能掌握的事实。中介机构由于角色定位和参与过程所限，对于这些事实过程是无从了解、难以举证证明的。如果不区分具体情况，一概要求中介机构举证证明机构投资者投资决策与虚假陈述不具备因果关系，无疑是不合理地对中介机构苛以了过高、过重的责任。更为合理的做法是在机构投资者和发行人中合理分配举证责任。

在机构投资者仅对中介机构提出主张，未将发行人列为被告的情况下，中介机构不具备任何举证证明机构投资者投资决策依据的可能性，可考虑向法院申请法院追加发行人（起码应当作为第三人）进入诉讼，辅助查明相关事实。

#### （三）对于机构投资者，中介机构可以基于特定情境提出的特殊抗辩事由

##### 第一，视部分机构投资者的特殊投资策略，中介机构可提出相应的抗辩事由。

1. 部分机构投资者投资债券并不关注发行人所披露的财务信息，而是关注债券担保人的情况。中介机构是基于委托人（发行人）的委托出具相关文件，如果机构投资者是因担保而决策投资，其投资决策与中介机构的行为之间不存在交易因果关系。
2. 部分机构投资者是“秃鹫投资者”，其投资策略是专门挑选高收益、高风险债券，同样不关注发行人披露的信息。对于此类机构投资者，其投资决策与中介机构的行为之间不存在交易因果关系。

##### 第二，如果机构投资人明知和参与了欺诈发行，中介机构不应对相关损失承担责任。

例如，在结构化发行的情境下，机构投资者与发行人存在“合作”，为确保债券发行成功，机构投资者以自有资金或募集资金认购债券，对此中介机构可能并不知情。机构投资者作出投资决策并非基于对发行人披露信息的信赖，也不期待，而是纯粹地出于“合作”的目的，赚取“服务费”或差价。在此情况下，中介机构也不应承担赔偿责任。

由此引发的一个特殊问题是，结构化发行的部分金额，是否应当计入侵权损害赔偿的范围内？是否可以降低侵权赔偿责任的上限？我们认为，这一情况能否发生、如何发生，取决于由谁来起诉，如何起诉（被告是谁），同时视中介机构的类型和知情、参与程度的不同，部分中介机构可有条件提出抗辩。

综上分析，股票虚假陈述案件与债券虚假陈述案件之间存在着诸多共性和个性问题，大量债券投资者或持有人是机构投资者，是其中一个重要的个性问题，相信立足这一个个性问题展开分析，能够更好的帮助各方厘清权责。

## 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：

### 尤杨

电话： +86 10 8524 9496

Email: [yang.you@hankunlaw.com](mailto:yang.you@hankunlaw.com)