

争议解决法律

新《虚假陈述司法解释》系列研究（二）：对债券类纠纷的影响与应对 — 规则适用问题

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。

本篇将重点论述“规则适用问题”，包括如何准确理解新司法解释与《证券法》、最高法院《债券座谈会纪要》乃至未来新增审判规则的相互关系；“银行间市场债券”适用新司法解释对各方当事人的利弊；以

及非公开发行债券可以适用哪些具体规则三个问题。

一、新司法解释与现有债券虚假陈述纠纷审判规则的关系

新《虚假陈述司法解释》第 35 条明确废止旧司法解释，且规定《审计业务若干规定》与其不一致的，以新解释为准。但是，有关条款并未提及最高法院《债券座谈会纪要》，甚至最终落地的新司法解释通篇都没有“债券”二字。鉴于债券与股票在发行与交易方式，及虚假陈述行为导致投资者损失的原因等方面的诸多不同，有充分理由认为新《虚假陈述司法解释》无法也无意取代《债券座谈会纪要》。

进一步，新《虚假陈述司法解释》适用于“在证券交易场所发行、交易证券过程中实施虚假陈述引发的侵权民事赔偿案件”，当然覆盖诸多债券类别。同时新解释确立了许多普遍适用于各类证券，且具有先进意义的裁判规则（如第 12、13、17、18 条等）。有关规则对实务中妥善处理债券纠纷大有裨益，应当积极适用。

最后，无论是新《虚假陈述司法解释》还是《债券座谈会纪要》，实际都远不仅是“解释”《证券法》，而是兼顾其合理框架，努力建立、完善一套证券虚假陈述纠纷的审判规则。有关规则实际上具有在专业领域“造法”的功能。因此，《证券法》、新《虚假陈述司法解释》及《债券座谈会纪要》并不是一个严谨的自上而下的体系，相反三者有重叠交叉，亦有各自局限（例如银行间市场债券就大概率不适用《证券法》的具体规则，但明确适用《债券座谈会纪要》）。更值得注意的是，这一裁判体系远未成熟，诸多规则仍处于摸索与实践初期。

因此，罗马不是一天建成的。对特别是以债券为代表的证券虚假陈述前沿问题，现有规范体系恐无法进行大而化之的逻辑推演，具体问题需要具体且灵活的分析，同时需要司法实践在充分理解交易现实的基础上，不断修正与完善。体现到新《虚假陈述司法解释》的理解与适用问题，至少有以下三个基本现实需要注意：

第一，我国证券虚假陈述司法实践还处于相对初级阶段，不宜假设所有问题都可以在现有规则中找到答案，应谨慎适用类推解释。受实践与理论研究的双重限制，即使统筹《证券法》、新《虚假陈述司法解释》与《债券座谈会纪要》全体，也不足解决债券虚假陈述纠纷的所有问题。例如如何体现非公开发行债券的“高风险、高收益”特征，如何区分正常投资者与垃圾债投机分子，如何计算揭露日早于违约日，以及非集中竞价交易的债券虚假陈述损失，如何确定中介机构间的责任分担与追偿等，不仅需要司法实践经验，更需要证券法理论的深入研究，是现有虚假陈述裁判规则没有回答的问题。同时，“证券”是一个“活”的概念，新证券品种及纠纷不断产生。因此，不宜假设现有规范体系是完备的、可以通过法律解释找到所有问题的答案，特别在不同证券类别间（如股票与债券）应谨慎适用类推解释。

第二，现有裁判规则是初级阶段服务于审判实践的实务规则，不具有进行法教义学分析的条件。在承认其内容上的先进性的同时，必须意识到新《虚假陈述司法解释》与《债券座谈会纪要》等是在实践争议已经发生、法院“等米下锅”的大背景下制定的审判规则，有关内容往往指向实践中的具体问题，文字表述都比较灵活与务实。例如，新《虚假陈述司法解释》第 13 条第 2 项提到“行为人严重违反注意义务”的“过失”，既未写明是“重大过失”，又有很明确的程度上的要求，在表述是有欠严谨的。因此，不宜将有关规则当作狭义的“法律”进行咬文嚼字的过度解读，其恐怕承担不了“微言大义”的压力。

第三，新司法解释固定、确认了一些相对成熟、经实践检验的证券虚假陈述裁判理念，具有普适性，对非典型证券亦有参照适用价值。例如法律适用始终没有定论的银行间市场债券，以及证券投资基金和资产支持证券（ABS、ABN）中的虚假陈述问题。一方面，要考虑前文第一点所述不同证券间的差异，谨慎类推适用技术性规则；另一方面要注意银行间市场债券与交易所债券在法律性质上几乎相同，其他证券类型在虚

假陈述行为的定义（新解释第4条）、中介机构的注意义务标准（新解释第17、18条）、第三方责任人的追究（新解释第22条）、损失因果关系抗辩（新解释第31条）等方面可以灵活借鉴现有规则。

综上所述，相比股票虚假陈述纠纷，新《虚假陈述司法解释》并未有针对性的处理债券及其他证券的主要争议问题。有关法律适用需要在既灵活又严谨，同时深刻理解各类型证券法律本质与交易特征的情况下，进行逐条逐项的具体分析。

二、“银行间市场债券”适用新《虚假陈述司法解释》对各方当事人的利弊分析

“银行间市场债券”是否适用新司法解释是一个“无解”的问题。与其纠结这一抽象命题，不如从相关当事人的立场出发，具体分析如果适用新解释，对谁会更有利，谁更应当主张适用。经过如上分析，我们发现因为当事人利益与规则的双重复杂性，适用新《虚假陈述司法解释》可能对各方当事人都更为有利。由此，潜在的巨大理论争议可能实际并不应成为问题。

（一）新解释有意回避银行间市场债券的法律适用，此问题无法在法律分析层面得出明确结论

最高法院在制定《债券座谈会纪要》之初就已经认识到银行间市场“非金融企业债务融资工具”的法律适用问题，并明确表示“对具有还本付息这一共同属性的公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具适用相同的法律标准”。其在此后以《证券法》为基础的新《虚假陈述司法解释》中完全不提及有关问题，且仍然使用“证券交易场所”这一证券法概念，恐怕是有意回避此争议。因为这一争议的产生完全是历史与政策的¹。

在此情况下，仅靠法律分析难以得出银行间市场债券是否适用新《虚假陈述司法解释》的明确结论。新解释第34条规定“证券交易场所，是指证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所。”但是根据相关机构网站介绍，交易商协会是“经国务院同意、民政部批准于2007年9月3日成立²”。其债务融资工具的发行与交易场所“中国外汇交易中心”是“1993年12月25日国务院发出《关于进一步改革外汇管理体制的通知》，明确提出建立银行间外汇市场，1994年2月15日中国人民银行发文（银发〔1994〕44号）通知设立中国外汇交易中心，2月18日国家外汇管理局批复同意中国外汇交易中心章程³”。因此严格来说两者都并非“国务院批准”设立，而更类似新司法解释第1条第2款“按照国务院规定设立的”交易场所。此外，《证券法》第7条规定：“国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行集中统一监督管理”，基本不受中国证监会监管的银行间债券市场始终是游离于《证券法》之外的。

因此，与其纠结理论上的答案，不如在实践中申请审理法院向中国外汇交易中心发函询问其是否属于“国务院批准的其他全国性证券交易场所”。

¹ 众所周知，银行间市场由中国人民银行主导建立，自成立之初就有意区别于中国证监会监管的证券市场。所有银行间市场债券都不使用“债券”表述，其发行与日常监管也与中国证监会无关。2020年3月，《中国人民银行、中国证监会有关负责同志就债券市场支持实体经济发展有关问题答记者问》第3条再次强调：“为落实好修订后的《证券法》贯彻落实工作，国务院办公厅印发了《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》。根据《通知》精神，银行间债券市场金融债券、非金融企业债务融资工具等品种的发行、交易、登记、托管、结算等，由人民银行及其指定机构依照《中国人民银行法》等制定的现行有关规定管理。商业银行等承销机构、信用评级等中介服务机构仍按照现行有关规定在银行间债券市场正常开展业务。下一步，人民银行等部门将继续在公司信用类债券部际协调机制框架下，分工协作，共同推动公司信用类债券持续健康发展。”

² 见 http://www.nafmii.org.cn/fzlm/GYWM/201202/t20120227_4278.html。

³ 见 <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/acevents/>。

（二）经对具体规则的分析，有理由认为适用新解释对各方当事人（特别是中介机构）利大于弊，具有明显的实务价值

如前所述，理解新《虚假陈述司法解释》不应拘泥于字眼，更具价值的法律分析应是如果银行间市场债券适用新司法解释，会对有关争议解决产生何种影响？就此，有理由认为在公司信用类债券统一法律适用的大背景下，将银行间市场纳入新司法解释不仅符合其法律本质与政策趋势，也对原被告各方当事人都更为有利。具体而言：

1. 对原告投资者而言，新解释相比《债券座谈会纪要》并没有额外限制投资者诉权，反而提供了权利主张的诸多便利

这包括新《虚假陈述司法解释》第 27、28 条有关“投资差额损失”的规定仅针对“买入/卖出相关股票”的情况，不影响《债券座谈会纪要》第 22 条对原告更有利的损失计算方法的适用。同时，《债券座谈会纪要》没有关于虚假陈述内容“重大性”的明确规定，其有关“足以影响投资人对发行人偿债能力判断的”的标准较为主观，裁判结果不确定性高；新司法解释第 10 条就此进行了相对明确的规定，便于原告主张。还例如新解释第 22 条“打帮凶”的规定，第 32 条有关对于一个责任人发生诉讼时效中断事由，对其他连带责任人也中断诉讼时效的规定，都是《债券座谈会纪要》没有的。

而且，技术细节方面新《虚假陈述司法解释》第 17 条删除了《债券座谈会纪要》第 30 条第 4 项“工作虽有瑕疵但仍能免责”的规定；第 18 条要求证券服务机构在依赖保荐机构或者其他证券服务机构的基础工作或专业意见时也要“审慎核查……形成合理信赖”的要求，增加了被告抗辩难度。

最后，可能对原告颇具实践意义的是与全面取消前置程序配套，最高法院与中国证监会在“关于适用《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》有关问题的通知”中建立的协调工作机制。因为按照现有规则，银行间市场债券虚假陈述违法行为的行政执法权在中国证监会，但是中国证监会为充分尊重银行间市场的自主权，实践中往往还是由交易商协会先行评估，如果认为可能引发中国证监会“行政处罚”甚至更严重后果的，其再向证监会移送案件，由证监会进一步处理。但是在上述“通知”框架下，受理案件的法院将直接向中国证监会派出机构通报案件，并有权向中国证监会有关部门或者派出机构调查收集有关证据。此程序可能更高效的推动对银行间市场债券虚假陈述行为的调查与处罚。

2. 对被告（主要是中介机构）而言，新解释没有加重其法律责任，反而在过错、因果关系等规则上更为精细合理

相比《债券座谈会纪要》，新《虚假陈述司法解释》同样没有规定中介机构与发行人的“连带责任”，同时技术性规则普遍更为精细合理，更有利于准确认定当事人法律责任。

这包括新解释第 6 条规定了预测性信息的安全港规则，实际提供了一种免责抗辩；第 10 条第 2 款允许被告以“未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化”主张不具有“重大性”；第 12 条相对丰富且具体的交易因果关系抗辩情形；第 17 条允许承销机构提供“内部审核意见”等证据证明勤勉履职；第 19 条增加会计师的专门免责事由；第 25 条明确民事赔偿范围“以原告因虚假陈述而实际发生的损失为限”；第 31 条“导致原告损失的其他原因”是法院应当查明的“案件基本事实”，明确“上市公司内外部经营环境”是损失因果关系的考虑因素等。

此外，揭露日或更正日通常早于或等于行政监管调查介入之日，而且“先调查、后揭露”的情况中，市场往往会消化一部分虚假陈述影响而降低损失数额。因此将其作为虚假陈述纠纷诉讼时效起算点，通常对被告比较有利。

综上所述，不能简单的评价银行间市场债券适用或不适用新《虚假陈述司法解释》对某一主体一定有利或有害。哪怕在具体案件中，对特定当事人的适用通常也是兼有利弊。但是总体而言，新解释的规定更全面、细致、合理，在司法实践中更具有可操作性。因此除非极端情况，适用新解释对银行间市场债券参与主体，尤其是被告一方，通常是更好的选择。

三、新解释诸多具体规则仍以公开信息披露及证券发行、交易活动为预设，并不适用于非公开发行债券场景

笼统看来新《虚假陈述司法解释》没有区分证券发行与交易方式，但是贯穿新解释的一条明显的“暗线”，是诸多具体规则仍以公开的信息披露与证券发行及交易活动为调整对象。由此导致新解释的部分关键规则（如“推定信赖”）不适用于非公开发行债券。

（一）公开与非公开发行证券都会有虚假陈述“实施日”，但是新司法解释第7条规定的“实施日”明显指向公开信息披露环境

新解释第7条的核心内容是“信息披露义务人在证券交易场所的网站或者符合监管部门规定条件的媒体上公告发布具有虚假陈述内容的信息披露文件”。

就此，任何人都可以在沪深证券交易所和外汇交易中心网站上找到公开发行业债券的“募集说明书”等信息披露文件，但是无法找到非公开发行业债券的对应文件。后者在沪深交易所中，是需要特定投资者登录自己的“固定收益平台”账号才能看到的信息。而该平台是一个线上交易系统，并非通常意义上的网站。或者说如果该平台能被称为“证券交易场所的网站”，那么中国人民银行的“反洗钱信息报送系统”，甚至各个企业的OA系统也可以被称为其“网站”，这显然与常识不符。同时，与“网站”并列的“符合监管部门规定条件的媒体”更能体现“公开信息披露”的特征。就中国证监会系统而言，这一媒体范围是明确的，即《具备证券市场信息披露条件的媒体名单》所列诸公开媒体及其网站⁴。此外，新解释第9条“更正日”的表述与“实施日”相同。

（二）在“实施日”具有特定背景及含义情况下，新解释第11条第3项“推定信赖”的交易因果关系并不适用于非公开发行债券

根据新解释第11条第3项规定，原告在证明于“实施日之后、揭露日或更正日之前”实施了证券交易行为即视为其投资决定与虚假陈述间存在交易因果关系。但是如果非公开发行业债券的虚假陈述“实施日”根本不是新《虚假陈述司法解释》所指的实施日，该规定的适用基础就存在重大疑问。

一方面，目前主流的用以解释“推定信赖”基础的“欺诈市场理论”认为一个“有效的公开信息市场”可以将虚假陈述体现在证券价格中，因此投资者无需证明实际信赖了具体的虚假陈述内容。这显然不是非公开发行业债券适用的场景。

另一方面，现实中没有任何法院会要求数以万计的不特定投资者逐一举证其在投资股票时确实信赖了虚假陈述信息，“欺诈市场理论”不过是解释“推定信赖”这一必然司法政策不错的“理由”。没有这一理论，还会有其他理论，但结果不会改变。但是，非公开发行业债券不涉及不特定投资者的司法政策问题，没有必要牵强附会地套用这一理论。作为最高法院评选的2020年度全国法院十大商事案例之

⁴ 最新的2020年9月的有关信息为“金融时报、经济参考报、中国日报、中国证券报、证券日报、上海证券报、证券时报，以及其依法开办的互联网站：www.financialnews.com.cn，www.jjckb.cn，www.chinadaily.com.cn，www.cs.com.cn，www.zqrb.cn，www.cnstock.com，www.stcn.com。”

一的“保千里”重大资产重组虚假陈述案中，广东高院就明确认为非公开发行股票这类“面对面”交易不适用“推定信赖”原则。因此，虽然新《虚假陈述司法解释》删除了“协议转让”的例外规定，但是其有关“实施日”的具体描述又巧妙的将“推定信赖”限制在公开信息披露场景中。

最后，从司法实务角度看，如果虚假陈述内容满足“重大性”要求，原告举证证明其信赖虚假陈述作出投资决策的难度并不大。例如合同法也有诚实信用原则与缔约过失责任，在有关纠纷中原告都负有证明其信赖了被告不实陈述或重大隐瞒的义务。但是当有关行为性质足以影响原告对交易的判断时，除非被告积极提出反证，否则法院通常不会仅因“信赖”问题全面否定原告主张（毕竟民事诉讼的证明标准不是重现案件事实，而是具有“高度盖然性”）。因此对公开市场证券至关重要的“推定信赖”规则，在非公开市场证券的司法实务中可能不是一个决定性问题。

（三）新司法解释第 26 至 28 条提供的“投资差额损失”计算方法是“集中竞价的交易市场”特有的计算方式，并非适用于所有证券虚假陈述纠纷

新旧司法解释都有以“基准日”为基础计算投资差额损失的方式。旧司法解释排除了“协议转让”交易，因此没有就基准日的适用环境进行特别规定。新《虚假陈述司法解释》整体适用于各类证券，因此第 26 条有关“基准日”的规定中，特别强调“在采用集中竞价的交易市场中”的适用条件。

“集中竞价”是公开交易证券特有的交易方式，也是交易所市场最主要的交易方式。“1998 年颁布的《证券法》第三十三条规定，证券交易应采用公开的集中竞价交易方式。集中竞价又分为集合竞价与连续竞价……2005 年修订的《证券法》将交易方式由集中竞价交易修改为集中交易或者国务院证券监督管理机构批准的其他方式，给交易方式的创新预留了空间。2019 年修订的《证券法》保留了这一规定⁵。”2019 年《证券法》第 38 条的具体规定为：“证券在证券交易所上市交易，应当采用**公开的集中交易方式**或者国务院证券监督管理机构批准的其他方式。”

通过“基准日”计算“投资差额损失”是典型的公开交易证券虚假陈述损失计算方法。其根本逻辑是拟制计算虚假陈述行为被揭露这一事实对证券交易价格的冲击。虚假陈述内容越严重，理论上对公开交易价格的冲击就越大，投资者损失也越大。这一模型在信息充分传递、交易充分公开、高效的市场中是比较合理的。但是，如果没有这样的市场环境，虚假陈述的影响便难以在证券交易价格上得到准确反映，也就不适宜采用这种损失计算方法。因此新《虚假陈述司法解释》将这种方式限定于“集中竞价”市场，是非常正确的。

债券交易也有“集中竞价”与其他交易方式的区分。沪深交易所在 2022 年制定了新的《债券交易规则》。根据深证上〔2022〕113 号《关于发布〈深圳证券交易所债券交易规则〉的通知》，原“竞价交易”表述改为新规则的“匹配成交”，同时只有公开发行债券可以采用“匹配成交”方式，上海证券交易所类似。

但是，除了非公开发行债券没有“集中竞价”，还有一个问题是实践中绝大多数债券都是在“违约”后才被揭露虚假陈述，此时违约债券也没有“集中竞价”市场，交易极其个性化，无法通过交易本身合理确定基准日与基准价。因此，绝大多数（包括截止目前所有的）债券虚假陈述纠纷无法也不适宜采用新解释第 27、28 条的投资差额损失计算公式。《债券座谈会纪要》第 22 条仍然是实践中主要适用的损失计算规则，其不足难以在新司法解释中找到全部答案。

⁵ 中国证券监督管理委员会编著：《中国资本市场三十年》，p149，中国金融出版社，2021 年 4 月第 1 版。

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