

争议解决法律

“五洋债”中介机构 7.4 亿天价赔偿的启示与对裁判的思考

作者：刘冬 | 邓晓明

2021年9月22日，浙江高院二审作出〔2021〕浙民终389号判决，维持杭州中院一审判决，认定发行人五洋建设在有关公开发行债券过程中存在“欺诈发行”的虚假陈述行为，债券承销商与会计师事务所对债券未清偿本息与发行人承担全额连带责任。据测算，有关赔偿总额高达约7.4亿元人民币。

至此，备受关注的“五洋债”虚假陈述纠纷终有结果。作为我国第一份公开可查的债券虚假陈述二审生效判决，两级法院在有关诉讼程序中做出了诸多尝试与努力，为后续类似纠纷处理提供了重要参考。但是，考虑到判决结果对被告利益乃至全行业的重大影响，仔细研究有关内容，本文认为二审判决在因果关系的法律适用与承销商责任认定等方面显然值得商榷。

一、本案值得债券市场参与主体关注的法律与实践问题

总体而言，本案作为首份公开可查的债券虚假陈述生效判决，第一次向社会公众及市场参与主体展现了司法机关的裁判思路，对后续争议处理及业务实践具有重要借鉴意义。

（一）“骗取发行资格（欺诈发行）”对侵权责任的认定具有特殊影响

纵观中国证监会对发行人的行政处罚与两审法院有关判决，案涉债券虚假陈述的核心还是发行人通过将所承建工程项目应收账款和应付款项“对抵”的方式，虚构其最近三年平均利润足以支付公司债券一年利息的事实，“骗取债券发行核准”，构成“欺诈发行”。

就欺诈发行与其他虚假陈述行为对相关主体侵权责任的影响，《债券座谈会纪要》并未做出规定。相反，纪要全篇22次提及“欺诈发行”，全部与“虚假陈述”并列表述，适用完全相同的规则。其原因，可能是如最高法院起草纪要相关法官在内部交流中表示的，他们所理解的“欺诈发行”，是指债券发行阶段的虚假陈述行为，并不限于“骗取债券发行核准”的严重虚假陈述。《债券座谈会纪要》第22条使用“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”的表述，也印证了这一理解。

但是，在中国证监会行政处罚和本案两审判决中使用的“欺诈发行”均指向2014年《证券法》第189条“发行人不符合发行条件，以欺骗手段骗取发行核准”的行为。因此，需注意实践中各方及有关规则对“欺诈发行”的语义内涵存在不同理解，相关讨论需在就此达成共识的情况下展开。

在此基础上，本文认为五洋债涉及的“骗取债券发行核准”的欺诈发行行为，至少会在以下两方面对相关主体，特别是中介机构侵权责任产生影响：

第一，是否符合发行条件，关系到债券能否出现在证券市场上，因此是中介机构，特别是承销商履行勤勉尽责义务的重点。有关代表规则是《证券法》第15条公开发行公司债券应当满足的条件、第17条不得再次公开发行债券的情形，以及中国证券业协会《负面清单指引》涉及的事项。从本案实际情况来看，即使相关事项明显属于会计师事务所出具专业意见的财务问题，承销商仍应保持高度的专业谨慎，其实际注意义务是较高的。

第二，法理上“骗取债券发行核准”导致因果关系更为直接。如果中介机构勤勉履职，使相关债券未能发行，则投资者无法购买债券，自然不会陷入发行人违约的困境。因此虚假陈述行为与违约损失间的因果关系是比较直接的。此时，是否还需考虑发行人无法清偿债券的客观原因、市场系统性风险等因素，将存在争议。

（二）监管机构认定的事实是法院主要裁判基础，承销商质控内核意见必须严格落实

相对一审判决，浙江高院在二审中没有认定新的事实，且认为“当事人提交的教材、新闻报道与本案处理缺乏直接关联，相关领域专业人员意见非系证据”，也拒绝了被告有关专家证人出庭作证或司法鉴定的申请。同时，回顾一审判决，杭州中院就承销商与会计师事务所的过错认定，完全引用中国证监会行政处罚决定书，既没有否定原有内容，也没有额外认定其他事实。

可以看出两审法院在债券虚假陈述这一专业性较强，且有中国证监会履行管理职责的领域，就事实认定非常谨慎乃至消极。这也符合司法机关处理此类纠纷的一贯做法。因此，有关债券（证券）虚假陈述的事实认定，实际上在投资者投诉举报、监管机构启动调查时就已经开始了。中介机构可以争取对己方有利事实的时间窗口，不会晚于监管机构现场检查、出具事实确认书之时。在此之后，各方当事人都很难在司法程序中改变监管机构认定的事实和对中介机构是否勤勉履职的定性判断。所以，考虑到此类纠纷潜在的巨大风险（7.4亿元赔偿，1%的概率就是740万），有关债券虚假陈述民事责任的法律应对，有必要从监管机构启动调查时即开始。中介机构此时就应聘请从事此类业务的争议解决律师，参与监管沟通，推动监管机构尽可能全面、客观、公正的认定和记载案件事实。

此外，基于中国证监会和两审法院认定的关键事实，本案承销商业务部门未能有效落实质控内核部门意见的情节值得关注。特别是项目组“仅根据对发行人问询，回复内部核查部门及内核委员会五洋建设公司应收账款回收风险较小”；甚至在未获得所有发行人投资性房地产的资产评估报告的情况下，回复称“所有的投资性房地产均取得了评估报告”。

根据《债券座谈会纪要》第29条第4项，认定承销商过错的情形之一即其“对信息披露文件中相关债券服务机构出具专业意见的重要内容已经产生了合理怀疑，但未进行审慎核查和必要的调查、复核工作”。由于承销商质控内核部门对项目提出的意见和项目组的回复会被记载于《债券发行核查意见》中，有关内容是监管机构与司法机关认定承销商存在“合理怀疑”的直接证据。同时根据上述规则，一旦中介机构对信息披露事项产生合理怀疑，则无论是否属于其专业范畴、是否承担特别注意义务，该机构都必须有效调查核实，排除合理怀疑。这里，法律既要求过程，又看重结果：项目组与质控内核部门都必须真诚、积极地相信此前的疑问已经被消除，且其判断需要合理乃至充分地依据支撑。因此，实践

中不仅债券发行项目组要认真、慎重对待质控内核提出的意见，相关中后台部门也要坚定立场、剖根问底，必要时聘请第三方专业机构发表意见，以规避相关法律风险。

（三）债券持有人不得同时或重复向发行人主张债券违约与侵权责任，由此限制追加发行人为被告的司法实践

本案一审中，杭州中院认定“本案中部分原告已就债券违约事实向仲裁机构申请仲裁并获得生效裁决，部分原告已就债券违约损失向五洋建设破产管理人申报债权并获得确认。该两部分原告与五洋建设之间的还本付息债权债务关系已经法定程序得以认定，故对于该两部分原告，应驳回其对五洋建设的起诉。”同时就该部分原告，允许其对中介机构虚假陈述责任提起诉讼。

本案二审判决未改变上述认定，由此形成一项具有重要意义的司法实践做法：即在债券虚假陈述纠纷中，由于投资者对发行人同时享有债券违约的合同请求权与虚假陈述的侵权请求权，且后者范围基本以前者为基础，所以如果投资者已通过其他司法程序确认了对发行人的债权，则其不应再基于同一事实起诉发行人虚假陈述侵权责任。

由于股权投资者对发行人不享有债权，上述问题为债券虚假陈述纠纷所特有。本文认为有关司法实践是正确的。其主要法律基础是《民法典》第 186 条“因当事人一方的违约行为，损害对方人身权益、财产权益的，受损害方有权选择请求其承担违约责任或者侵权责任”。同时，只有这样才能避免投资者在破产程序中获得超额清偿。否则，假设投资者在破产程序中基于债券票面金额取得一次清偿，破产债权清偿率 20%；此后其又基于虚假陈述就剩余实际损失再取得一个票面金额 80%的侵权债权并进行二次申报。就后者，其又可以按照 20%的清偿率参与破产清算，则其实际可获得的清偿比例为 36%，高于其他债权人。这将违反破产程序公平受偿的原则。

因此，已经取得合同债权确认的债券持有人，不应将发行人列为虚假陈述诉讼的被告。由此引发一个程序性问题，即根据《最高人民法院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》（“《虚假陈述若干规定》”）第 10 条及《全国法院民商事审判工作会议纪要》（“《九民纪要》”）第 79 条，在原告仅起诉中介机构的虚假陈述案件中，法院可以在满足一定条件时追加发行人为被告，现有被告也可以申请追加发行人为被告，由此法院可能进一步依据《虚假陈述若干规定》第 10 条将案件移送至发行人住所地有管辖权的法院管辖。

但是，如果原告已经通过诉讼、仲裁或破产债权申报程序确认了对发行人的债权，则法院不能追加发行人为被告，由此不触发上述移送管辖的规则。此时，为了查明案件事实，法院可考虑将发行人追加为第三人。

（四）现有规则未明确虚假陈述被揭露后，相关债券仍可在二级市场充分交易时的损失计算方式

二审中，相关被告提出案涉虚假陈述揭露日应为 2016 年上海证券交易所对发行人作出纪律处分，和中国证监会浙江监管局向中介机构出具警示函之时。这一时点早于一审判决认定的，2018 年 1 月发行人收到中国证监会《行政处罚事先告知书》的揭露日，也早于案涉债券停牌并最终违约的时点。

就本案揭露日的认定，本文基本同意二审判决意见：最终据以定案的虚假陈述事实，是在 2018 年 1 月发行人公告中国证监会《行政处罚事先告知书》时才被披露。此前上交所的纪律处分和浙江证监局的行政监管措施指向的是发行人债券募集资金使用管理不规范，募集资金专户管理不到位等违规行为，并非案涉虚假陈述行为，不应作为本案“揭露日”。

但是，上述争议点引出一个重要问题，即如果本案被告所主张的揭露日成立，案涉债券在虚假陈

述行为被揭露后又在二级市场自由交易了较长时间，甚至债券价格相比纪律处分停牌前还有上涨，那么如何认定相关虚假陈述行为导致的损失？

就此，由于债券是否违约对持有人权利的决定性影响，截止目前几乎所有债券虚假陈述都是在债券“暴雷”以后才被揭露。此时，违约债券已经不存在一个高流动性的交易市场，无法像股票那样，通过交易价格差合理发现虚假陈述对债券价值的影响。因此《债券座谈会纪要》第 22 条相比征求意见稿做了根本性的改动，放弃股票虚假陈述中的交易价格差的损失计算公式，转为以债券违约未清偿的本息为基础损失。有关规定在绝大多数案件中，都是适用的。

但是，理论上不能排除虚假陈述被揭露后，债券继续自由、充分交易的情形。本文认为，此时由于有关虚假陈述信息已经被证券交易场所消化，债券与股票在损失认定方面并不存在差异，所以不应再适用《债券座谈会纪要》第 22 条第 2 项特殊的损失计算规则，而应回归更抽象且符合证券市场交易常态的《虚假陈述若干规定》第七部分，以“投资差额损失”认定侵权责任的基础损失。

二、本案判决有待商榷和思考之处

债券虚假陈述作为专业门槛高、法律问题新颖且没有前鉴的纠纷类型，即使有《债券座谈会纪要》提供指引，其审判难度仍然是极高的。特别是“五洋债”作为国内第一起两审生效的虚假陈述案件，有关判决在取消行政前置程序、评级机构与律师事务所一般注意义务、中介机构比例连带责任、代表人诉讼的适用等方面，都具有重要的开拓意义。

但是，债券虚假陈述最大的特点是发行人丧失清偿能力，中介机构可能实际承担债务清偿责任，民事赔偿数额巨大。以本案为例，理论上承担全额连带责任的承销商与会计师事务所将最高赔偿投资者 7.4 亿元损失，是该承销商 2020 年全年净利润的近十倍，是会计师事务所在本项目中收入的 1,200 多倍。因此，民事责任与中介机构业务收入完全不匹配，实际是具有惩罚性质的。在此情况下，无论是从赔偿数额绝对值，还是对被告公平、对案件慎重的角度考虑，都应对有关判决抱以最高的期待和最严格的要求。以此标准审视本案二审判决，不得不说不尚有许多有待完善之处。具体而言：

（一）因果关系认定原理的理解存在问题，且拒绝了被告相关鉴定申请

本案二审判决在第 30 页论证了案涉虚假陈述与投资人损失是否具有因果关系问题。但是，相关内容混淆了虚假陈述信息“重大性”与因果关系这两个完全不同的概念，以对“重大性”的判断代替是否存在因果关系的分析，实际上遗漏了一个侵权责任构成要件的分析论证。具体而言：

第一，判决错误地将“重大性”作为虚假陈述因果关系的评价标准。第 30 页有关论述除引述《虚假陈述若干规定》第 18、19 条外，实际反映法官法律理解的内容为“从客观上说，证券市场内外有许多因素可能影响投资人的交易决策。但因重大性的虚假陈述必定为相关证券的市场价格所反映，投资人只要系基于对市场价格趋势的信赖进行投资，必然受到虚假陈述信息的影响，虚假陈述与投资人因投资而受到的损失即存在因果关系”。

上述论述显然是对法律的错误理解：“重大性”是不实信息构成虚假陈述的门槛，是侵权责任四要件中是否存在“侵权行为”的判断标准，影响的是有关信息（含未披露信息）自身的属性。《九民纪要》第 85 条对此的表述为：“重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息。”因此，在《虚假陈述若干规定》中，有关重大性问题及其判断标准规定于第 17 条，而有关因果关系的规则为第 18、19 条，相关内容并不涉及信息是否“重大”。

而且，客观上具有重大性的虚假陈述信息不一定导致投资者的损失。例如债券发行过程中，发行人隐瞒巨额对外担保事项，有关行为显然是满足重大性标准的虚假陈述。但是，如果未来相关担保主债务人按期履行了清偿义务，发行人没有承担担保责任，则虚假陈述行为与债券违约间没有因果关系，不会造成债券持有人的损失。因此，在制度上“重大性”与因果关系从来都是不同且独立的两个问题。对前者的论述无论多么充分，也无法解决后者问题。

第二，二审判决由此引发的另一问题是拒绝了被告的鉴定申请。判决在第 26 页证据认定部分表示：“在二审举证期内，承销商申请本院委托专业机构对‘对抵’会计处理与五洋债无法兑付之间是否存在因果关系及导致的实际损失金额进行司法鉴定；会计所申请本院委托专业机构对证券市场系统风险和非系统风险等因素给投资人造成的损失金额进行司法鉴定。鉴于证券虚假陈述纠纷中的因果关系系法律判断的主要内容，对前述申请不予准许。”因此，判决一方面认为有关事项属于法院职权，不需要听取专家意见，拒绝了被告通过鉴定进行举证的申请；另一方面在“本院认为”部分，法院又没有发表自己对有关事项的具体意见，实际遗漏了对因果关系的论述。究其原因，很可能就是法院混淆了“重大性”与因果关系，认为满足重大性要求即完成因果关系认定。

而且，在债券虚假陈述中法律规定的“基础损失”并非虚假陈述信息直接冲击证券交易价格的结果，而是发行人不能清偿债务导致的全部损失。这一损失与虚假陈述行为间的因果关系，远比股票虚假陈述案件复杂。正因如此，《债券座谈会纪要》第 24 条“因果关系抗辩”最后一款特别强调“人民法院在案件审理中，可以委托市场投资者认可的专业机构确定欺诈发行、虚假陈述行为对债券持有人和债券投资者损失的影响。”而且，债券虚假陈述的因果关系本就采取了推定和举证责任倒置的安排，对被告天然不利。在此情况下，法院应慎重保护和尊重被告就此举证的权利。本案中，二审判决拒绝被告鉴定申请，仅在第 30 页最后三行提到“在现有证据不足以显示存在否定因果关系的例外情形的情况下，一审判决认定案涉虚假陈述与投资人损害结果之间存在因果关系并无不当”，却没有结合案件就此进行任何说明与论证。

第三，二审判决没有区分各被告情况，笼统的论述因果关系问题。每个中介机构的职责及其履职情况与虚假陈述行为间的关系都不一样，判决没有说明例如律师事务所未关注发行人控股子公司出售投资性房地产事宜与骗取发行资格有什么关系，或者有关事项对债券违约损失的原因力大小。退一步，即使本案涉及“骗取发行核准”导致相关因果关系判断标准可能较其他虚假陈述更宽松的问题，这也仅是一种学理观点。如果浙江高院确实持此观点，应当在判决中重点论述。同时，基于下文将要讨论的问题，有关“骗取发行核准”与承销商责任之间的关系，也是本案一个理应重点分析，但实际没有讲明的事项。

（二）未明确承销商承担全额连带责任的原因

由于二审判决没有认定新事实，可以确定中国证监会行政处罚与法院认定发行人欺诈发行的核心（就发行人而言，是与案涉债券唯一相关的虚假陈述行为），是其通过将所承建工程项目应收账款和应付款项“对抵”的方式少计提坏账准备、多计利润，虚构 2012 年至 2014 年三年平均利润足以支付公司债券一年利息的事实。这也是本案唯一涉及“骗取发行核准”的虚假陈述行为。

但是，中国证监会对承销商的行政处罚（也是两审法院认定承销商存在过错的基础），并未指向上述财务造假行为。行政处罚针对的第一点“未充分核查五洋建设应收账款问题”，是指承销商未充分核查募集文件记载的截至 2015 年第一季度，发行人应收账款数额 300,329.65 万元的情况。这是发行人当时时点的应收账款数据，与之前 2012 年至 2014 年应收账款对抵显然不是一回事。至于行政处罚第二项“对于投资性房地产未充分履行核查程序”和第三项“未将沈阳五洲投资性房地产出售问题写入

核查意见”，则在事件发生时间与性质上都与伪造发行前三年平均利润无关。由此，到底承销商的过错与案涉虚假陈述行为间有什么关系，联系有多紧密，两审判决并未说明。

当然，承销商作为证券市场看门人，统筹各中介机构开展工作，对可能导致欺诈发行的事项负有注意义务。但是，案涉虚构利润的财务造假行为，属于典型的会计师事务所出具专业意见的事项（中国证监会对案涉会计师的行政处罚认定的就是这个问题），承销商仅承担一般注意义务。因此，如果法院确实认为承销商应对发行人的虚假陈述行为负责，其至少要回答以下三层次问题：

第一，就对抵的财务造假行为，在中国证监会行政处罚会计师，但是未直接认定承销商存在过错的情况下，承销商负有何种注意义务？——即承销商的职责内容是什么？

第二，《债券座谈会纪要》第 29 条第 4 项规定，认定承销商过错的情形之一是“对信息披露文件中相关债券服务机构出具专业意见的重要内容已经产生了合理怀疑，但未进行审慎核查和必要的调查、复核工作”。本案中，承销商是否存在或者至少应当存在合理怀疑，且未进行审慎核查和必要的调查、复核工作？——即承销商的实际履职情况如何？

第三，如果承销商确有过错，其过错与会计师过错的关系，是否两者应当承担同等责任？——即承销商的法律承担责任方式和理由？

很遗憾，本案两审判决并未回答上述问题，而是在复述中国证监会行政处罚有关内容后，以实际与发行人欺诈发行并不对应的事项，判决承销商承担全额连带责任。与之对比，本案中律师事务所与评级机构也被认定了和欺诈发行并不直接相关的过错，但两者仅分别承担 5% 与 10% 的责任。这中间为何有如此大的差距，恐怕不能仅仅以被告身份的来解释，需要更具体、充分的论述。

（三）“画蛇添足”地提及余额包销的债券承销方式

本文认为，二审判决“本院认为”部分一个引发行业广泛质疑、可能对后续纠纷处理造成误导和无谓争议的细节，是其第 32 页论述有关承销商民事责任时，提到“承销商以包销方式承销案涉债券，对债券能否完成销售与发行人具有共同的利益”。

有关内容是在论证承销商过错部分突然出现的：前文没有除“余额包销”业务模式之外的事实认定；后文更没有关于为什么采用“包销”方式发行人就与承销商有共同利益，有关“共同利益”是合法利益还是非法利益，存在这种“共同利益”与承销商过错或虚假陈述行为间有什么关系的法律分析。

必须注意，“包销”是《证券法》第 26 条明确规定的证券承销方式，其业务模式本身肯定不具有过错，且为行业广泛采用。在此情况下，法院显然不能基于业务模式本身，作出对当事人不利的侵权责任判断。本案中，二审判决似乎是在暗示，由于承销商采用“余额包销”，其需要在承销期结束时将售后剩余债券全部自行购入，因此承销商有动机或倾向协助或放任发行人的虚假陈述行为。

但是，上述认定是非常严重的指控，显然无法为二审判决现有内容所支持。无论是协助还是放任发行人财务造假，在承销商具有积极的防范虚假陈述的注意义务的情况下，都是对其恶意欺诈的主张。根据《民事诉讼法司法解释》第 109 条的规定：“当事人对欺诈、胁迫、恶意串通事实的证明，以及对口头遗嘱或者赠与事实的证明，人民法院确信该待证事实存在的可能性能够排除合理怀疑的，应当认定该事实存在。”因此，我国有关民事欺诈的证明标准非常严格。二审判决在没有证据乃至法庭调查支持的情况下提及此事，似是而非，本身已是问题。

而且，二审判决有关“余额包销”的价值判断也是经不起推敲的。其凭直觉将承销商包销与虚假

陈述联系起来。但是，就此业务模式另一种完全合理但截然相反的理解是：“包销”意味着承销商可能以自有资金承担投资风险，因此其会更加认真、细致地开展尽职调查工作。在此情况下，如果承销商对债券是否符合发行条件存在疑问，其更可能站出来阻止，以避免自己承担巨大的投资损失。所以案涉债券采用包销方式发行，可能恰恰证明承销商是真诚地相信发行人不存在虚假陈述的。

归根结底，我国司法实践对当事人是否具有主观恶意，设立了较高的认定门槛，对它的认定不应以简单的动机推理代替法庭调查。二审判决有关做法应当避免，因为其不仅无益于审判规则的建立与完善，还可能使同类纠纷陷入没有答案的争论之中。

三、结语

“五洋债”二审判决一经作出即生效，其正常司法程序已经终结。但是，有关法律问题相当复杂，案件审理结果更对债券行业具有重大影响。未来，理论与司法实践的重点应是各中介机构职责边界与注意义务标准，以及虚假陈述行为与债券违约损失间的因果关系，以真正实现“将责任承担与行为人的注意义务、注意能力和过错程度相结合，将民事责任追究的损失填补与震慑违法两个功能相结合”的目标。

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