

## 争议解决法律

### 债券虚假陈述纠纷年终总结 — 看似波澜不惊，实则风云涌动的 2022

作者：刘冬 | 邓晓明

很难想象，一个特定类别的争议一年中全国只有一件公开实体判决，但却在裁判理念与未来发展方向上发生着重大变化。债券虚假陈述纠纷的 2022 年恰是这样一个特例。

在各方的共同努力下，过去一年我国债券虚假陈述审判工作的基本理念与重要共识逐渐形成。十年之后，当行业与学界回顾相关司法实践的发展历程时，可能会认为自 2023 年开始多个开创性判决陆续做出，是对此类争议司法实践产生持续影响的重要年份。但是在笔者看来，2022 或许才是债券虚假陈述看似波澜不惊，实则风云涌动的一年，而 2023 年的硕果主要源于过去一年的积累。

因此，本文基于个人视角与实践观察，对 2022 年我国债券虚假陈述争议解决领域的关键进展与问题进行梳理，也作为我们过去一年重要工作的总结。

#### 一、司法机关充分认识到争议复杂性，全年仅一件公开可查新增实体判决

债券虚假陈述纠纷可能是最让法官头疼的争议类型之一。一方面，几乎所有成诉的案件争议焦点都是各中介机构是否妥善履职。在中介机构和监管部门自己都对履职标准缺乏共识的当下，有关法律判断远远超出法官的知识经验积累。另一方面，债券虚假陈述基础损失巨大，“五洋债”及以前的实体判决证明机械适用《证券法》连带责任的做法不可行，这样裁判的法律与社会效果都很不好。但是，如何专业、合理界定中介机构责任，厘清因果关系，实现过错大小与责任承担相匹配？我国近 20 年的股票虚假陈述司法实践几乎无法提供有效帮助。

因此，至少从“五洋债”一审判决之后，债券虚假陈述案件就成为几乎所有特定中院重点关注、极其小心谨慎处理的工作。通常法院会安排年富力强、业务能力优秀的法官担任主审；涉及多个案件的，还会安排合议庭成员轮流担任主审法官，充分发挥合议功能；同时在司法责任制基础上，适用审判长会议、审判委员会等集体讨论决策机制，对案件进展和质量把关。因此，总体而言此类案件的处理进程非常缓慢，法院基本不会因顾及审限而影响实体审判节奏。其结果是根据公开信息和笔者了解的情况，整个 2022 年全国法院只有北京金融法院在 12 月 31 日公布了某银行间市场债券虚假陈述纠纷的实体判决情况。除此之外，2022 年在审的约二十件债券虚假陈述纠纷都未有实质进展。

以上情况，一方面表明此类案件在法律上的复杂性和不确定性；另一方面也正因其受关注程度高、专业性强因而受“非法律因素”影响的可能性很小，同时法官在法律和事实问题上与当事人充分沟通交流的意愿很强。在此背景下，2022年债券虚假陈述纠纷在裁判规则与审判实践方面都呈现出一些鲜明特点和重要发展。

## 二、银行间市场证券法律适用矛盾不再突出，“大证券”概念与以“股、债”差异为代表的裁判规则细分初见雏形

2019年新《证券法》第2条扩大了其适用范围，但是仍然具有明显的分业监管特征，且没有对“证券”进行定义。可能超出立法者预想的是，证券虚假陈述司法实践的快速发展，对我国符合法律本质的“证券”概念的界定及其法律适用产生了重要推动作用。

首先，自2018年12月人民银行、证监会、发改委《关于进一步加强债券市场执法工作的意见》，2020年7月最高法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（“《债券座谈会纪要》”）等一系列要求统一债券纠纷法律适用的文件颁布，以及2022年1月《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》（“《虚假陈述若干规定》”）扩大适用范围的基础上，北京金融法院在去年12月31日对其“1号案”做出判决，认定银行间债券市场应属于《证券法》规定的全国性证券交易场所；银行间债券的虚假陈述纠纷适用《证券法》及其司法解释。

其次，司法实践取得上述实质进展的重要基础是通过2022年《虚假陈述若干规定》对《证券法》第85条的限缩解释，银行间市场债券是否适用《证券法》的实践差异已经很小。一直以来，行业、监管对于银行间市场债券的发行、交易与日常监管由人民银行与交易商协会自行管理、适用该系统颁布的监管制度与执业标准没有争议，关键问题是在出现债券违约与虚假陈述等法律风险后，是否适用《证券法》与《虚假陈述若干规定》，更核心的是银行承销商是否会像个别证券公司一样，对债券违约损失承担全额连带责任？但是，新《虚假陈述若干规定》明确将《证券法》第85条全额连带责任限制在“故意”与“重大过失”情形，同时以最高法院和北京、上海金融法院为代表的审判专家普遍接受“比例连带责任”做法，使得无论是公司债券还是银行间市场债券的中介机构责任问题都极大程度回归一般侵权法体系，法官享有充分、合理的自由裁量权。在此情况下，将银行间市场债券法律争议纳入依据《证券法》制定的裁判体系，使其有法可依，反而对中介机构更加有利。

最后，更长远和有意义的变化是债券虚假陈述的特殊性使得越来越多人注意到“证券”概念的复杂性与细分法律制度与裁判规则的必要性。一方面，正如银行间市场债券所示，《证券法》作为资本市场基础法律必须足够包容，要以“证券”的法律本质而非条条框框作为判断标准，能够解决当下所有甚至未来各类型证券的法律问题。另一方面，“大证券”体系之下的具体制度与裁判规则必须精细，能够在符合市场规律与法律基本原则的情况下妥善解决各类现实争议，这是一国资本市场“软实力”的最重要体现。在此方面，2022年新《虚假陈述若干规定》第27、28条将“投资差额损失”的计算公式限定在股票交易情形，同时《债券座谈会纪要》与北京金融法院“1号案”坚持以债券未清偿本息作为虚假陈述基础损失。2022年6月最高法院《为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》（“《新三板与北交所若干意见》”）第8条强调“按照‘层层递进’的市场结构对虚假陈述民事责任予以区别对待。”同时，不久后将出台的最高法院《全国法院金融审判工作会议纪要》对资产支持证券的虚假陈述问题进行了不同于股票和债券的专门设计。以上情况都体现了司法实践在“大证券”体系下细分裁判规则的专业化发展。

### 三、“五洋债”案引发全面反思，倒逼司法审判跨步进入“完全侵权构成要件”时代

在 2021 年“五洋债”案（含）以前为数不多的债券虚假陈述实体判决中，所有作为承销商的证券公司都承担了全额连带赔偿责任。这一情况在广受关注的“五洋债”一审判决后终于引发行业、监管、司法与学界的强烈反映，有关法律制度的不足与裁判者面临的困境受到重视。总体而言，大家最在意的不是案件结果，而是判决说理过程的缺失。如果所有案件都以监管负面评价为事实依据，直接适用《证券法》判决中介机构承担全额连带责任，那么过错大小、因果关系、原告自身注意义务等侵权责任基本构成要件就没有发挥作用的空间，司法程序将变得形式主义化。

受相关情况影响，最高法院在去年颁布的《虚假陈述若干规定》和《新三板与北交所若干意见》等司法文件中反复强调要坚持“证券中介机构责任承担与注意义务、注意能力和过错程度相适应原则，力戒‘一刀切’”，并明确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”，法院必须在裁判过程中充分查明并予以考虑。

以上过程，实际上是严峻的审判现实倒逼债券虚假陈述司法实践跨步进入“完全侵权构成要件”时代。传统上，侵权责任纠纷主要考虑“4+1”的构成要件，即“侵权行为、过错、基础损失与因果关系”，加上原告（受害人）的自身情况和“与有过失”。但是，“前置程序”时代的证券虚假陈述纠纷严重“发育不良”：以行政处罚或刑事判决为民事诉讼前提使相关案件在侵权行为与过错方面几乎没有争议空间；以股票为绝对多数的案件在基础损失方面通过公式计算完成，实际是在争议“揭露日”的认定；因果关系方面裁判者只需考虑“市场系统性风险”，就此还可借助第三方专业机构模型测算。以上种种，严重束缚了司法机关与争议当事人的手脚，导致过去近 20 年的股票虚假陈述审判实践几乎无法为债券虚假陈述纠纷提供实质帮助。

因此，面对必须全面考虑“4+1”构成要件且事关中介机构切身利益的债券虚假陈述纠纷，“五洋债”案之后一年多，各地法院都没有再做出实体判决。事实上，就笔者所知，北京金融法院“1 号案”是该院第一件债券虚假陈述实体判决，而上海金融法院截止目前还没有就此类争议做出过实体裁判。未来，有关争议案件将是我国资本市场法治发展的重要表现。

### 四、财务造假是承销机构核心风险，原告投机属性与证券违规行为引起法官反感，第三方参与造假问题逐渐浮出水面

案件实体方面，虽然缺乏足够的公开判决以供研究，但是根据笔者一线了解情况，可以分享以下三方面心得体会：

第一，发行人财务造假是承销机构最主要执业风险。虽然几乎所有裁判规则、监管文件与理论共识都强调“专业意见”与“非专业意见”、“特别注意义务”与“一般注意义务”的区分，但是一线审判机关还是对证券发行保荐人与承销商，乃至重大资产重组的独立财务顾问等投行业务持牌金融机构提出了很高的要求。裁判者普遍朴素地认为承销商、保荐人等金融机构是资本市场“看门人”和兜底角色，即使有会计师、律师事务所出具专业意见，金融机构的注意义务仍然较高，通常要积极、主动的核实、复核有关专业意见，提供底稿资料。而且，受司法实践与监管规则不够发达影响，目前裁判者尚难以有效区分承销、保荐、独立财务顾问等不同业务项下中介机构注意义务与履职标准的差异。不过，法官也普遍理解法律不能强人所难，如果有关虚假陈述行为即使经过充分尽调也难以发现，例如发行人违规私下对外签订担保合同或隐瞒未公开重大诉讼，则如果中介机构客观上履行了相应职责，将有较大机会全身而退。

第二，随着案件数量增多，司法实践逐渐发现与“五洋债”情况不同，大多数案件原告都是具有专业投资经验的机构投资者。特别是部分案件中有迹象表明原告非但不关心发行人基本情况与信用水平，反而是在



发行人出现明显信用风险、债券价格大幅下跌时才“逆市进场”。此外，《虚假陈述若干规定》第12条第4项规定原告的交易行为构成“证券违法行为”的，交易因果关系不成立。债券领域，比较常见的是投资机构参与发行人“自融”或在出现风险后协助发行人“场外兑付”，出于其他目的“接盘”债券。目前，尚未有因此完全否定原告交易因果关系的案例，但是以风险投机为业，以及在投资决策过程中有违法违规迹象的持有人已经引起裁判者注意。北京金融法院“1号案”也涉及了有关问题。

第三，随着2022年越来越多债券虚假陈述案件进入司法程序、发行人财务造假手段逐渐曝光，笔者深刻体会到《虚假陈述若干规定》新增第22条有关第三方参与造假的规定绝非空穴来风。特别是一些严重财务舞弊行为，其造假手段成熟、有套路，参与主体不仅涉及关联企业，还包括上下游交易对手甚至金融机构。但是，有关问题在涉及第三方金融机构后变得非常敏感，同时受制于证据规则，我国民商事审判程序发现和证明“故意”侵权的能力很弱。因此虽然实际情况已经八九不离十，但是在多数虚假陈述案件中，被告和法院都还没有将第三方参与造假的“盖子”充分揭开。

## 五、合并破产中的“人格否认”暴露我国法人人格制度缺陷，给中介机构带来严重不合理执业风险

这是笔者认为目前我国债券虚假陈述纠纷最迫切需要解决的问题。

2022年出现多例原告以发行人在破产程序中被合并破产、认定人格混同为由主张发行人不是独立法人，募集文件有关发行人公司治理正常、法人人格独立的内容存在虚假陈述，要求承销商等中介机构承担连带赔偿责任的案件。这是一个非常危险的信号。

债券违约是企业流动性困境最严重的表现，大量违约发行人都走向破产程序。同时，能够发行债券的企业往往规模较大、关联企业众多，适用合并破产的比例很高。据不完全统计，近两年债券违约后被合并破产的发行人近20家，涉及违约债券总金额超过1,500亿元人民币。问题在于，根据我国破产司法规则（合并破产没有明确的《破产法》依据），合并破产的必要条件是“关联企业成员之间存在法人人格高度混同”。因此，实践中破产法院都会在合并破产裁定中列举发行人在人员、财务、业务等方面的“混同”事实，明确认定相关企业“人格不独立”。目前这成为债券持有人起诉虚假陈述责任的重要依据。

但是，破产法中的“人格混同”与企业正常存续阶段的法人独立性判断实际完全不同。没有明确区分两者，暴露了我国法人人格制度的重大缺陷，而允许原告以此为由主张债券虚假陈述责任，将给中介机构带来不合理且无法承受的执业风险：

第一，我国实际没有在企业正常存续阶段全面、笼统否认公司独立性或认定混同的法律制度，最高法院在《九民纪要》中明确表示非破产阶段的“公司人格否认”裁判规则不影响独立法人资格。因此，从来没有任何司法机关、监管机构或中介机构对债券发行阶段的企业做出过类似合并破产中“法人人格高度混同”的定性判断。中介机构无法在履职过程中发表相关专业意见。

第二，合并破产裁定对人格混同的认定，是破产程序中企业静止状态下的判断，与债券发行之时的时空环境不同。但是实践中合并破产裁定不会明确认定企业进入混同状态的时间。通常裁定只是引用破产管理人提交的为申请合并破产进行的“专项审计”所罗列的“企业混同事实”，综合得出企业法人人格高度混同的结论。“专项审计”加“法院裁定”在形式上颇具权威性，导致虚假陈述被告难以招架。

第三，如果允许其可能对虚假陈述案件产生影响，那么表面形式完备的合并破产裁定实际远远缺乏专业性与程序保障。众所周知，企业破产不是单纯的法律问题。大量合并破产是地方政府参与、破产企业原所有人大力支持、破产管理人深入企业内部积极推动的结果。同时做出合并破产裁定不需经过诉讼程序，破产法

院最多以“听证”方式听取债权人异议，裁定无法上诉。在合并破产是很多大型企业集团破产唯一现实可行选择的情况下，“合并破产”才是必须到达的目的，“人格混同”只是必要的手段。由此导致一种非常诡异的现象：一方面相关企业在破产后被认定各种“混同”，“罪行累累”；另一方面这些企业在破产之前长期开展正常投融资活动，没有任何单位对其法人独立性做出过负面评价。

因此，实际上中介机构无法在债券发行尽调过程中认定某一企业“人格混同”，又难以在虚假陈述案件中否定破产裁定对企业人格混同的认定，由此面临“事前无法避免，事后难以抗辩”的重大法律风险。目前，有关制度问题导致的不合理风险尚未引起司法机关和监管机构足够注意，但是越来越多的案件已经摆到一线法官面前。

## 六、结语

资本市场的核心是制度与文化，裁判规则与实践是制度的表现与文化的基础。

2022年，各行各业、方方面面都受到疫情的严重影响，重大争议的司法审判活动亦没有幸免。从实体裁判角度，过去一年债券虚假陈述纠纷的发展可谓停滞不前。但是，也正是在这慢下来的一年中，相关法律共同体有机会充分讨论、研究、反思债券虚假陈述纠纷给新《证券法》和注册制下信息披露法律责任制度提出的问题与挑战。正是在这关键一年，我们刹住了简单处理虚假陈述中介机构责任、机械适用《证券法》第85条的快车，开始走上一条精细化、专业化的道路。2022年最后一天北京金融法院“1号案”一审判决的公布，为欣欣向荣、充满希望的2023年作出了注脚。相信在新的一年里，我国证券虚假陈述纠纷审判实践会进入快速发展的新阶段。

## 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)

### 邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: [xm.deng@hankunlaw.com](mailto:xm.deng@hankunlaw.com)