

债券承销商虚假陈述侵权行为 认定机制探析

吴弘* 吕志强**

摘要:五洋债案件一审判决认定债券承销商存在重大过错,但未明确界定承销商所应承担的注意义务类型,也未明确中介机构间的内部责任分担。在承销商非故意的情形下,判决其承担全部连带责任并以债券本息作为损失基数,值得商榷。宜结合行业尽调指引及个案情形对承销商过错予以审慎认定,并视其过错情形承担全部或比例连带责任,中介机构间宜按照过错比例进行内部责任分担,应当以虚假陈述信息对发行人偿债能力的影响程度来划定承销商责任范围。

关键词:债券 承销商 虚假陈述 过错 因果关系

引言

2020年12月底,杭州市中级人民法院对24件

* 华东政法大学经济法学院教授,博士生导师,中国法学会银行法研究会副会长。

** 华东政法大学经济法专业博士研究生。

债券持有人起诉五洋建设、陈某樟以及主承销商、会计师事务所(以下简称会计师)、律师事务所(以下简称律所)、评级机构等被告的虚假陈述责任纠纷案件作出一审判决,主承销商、会计师被判对全部债务本息承担连带赔偿责任,评级机构、律所被判分别在全部赔偿金额的10%以内和5%以内承担连带责任。该案是新《证券法》生效后首例启动的代表人诉讼案,且因涉及承销商等中介机构赔偿责任,相关司法判决可能对作为市场“看门人”的中介机构的连带赔偿责任认定具有长远示范意义,甚至会深刻影响未来资本市场发展的生态环境。而债券市场的规范化发展,不仅是实现债券市场促进投融资效率目标的前提,也是保护债券投资者以及相关中介机构等债券市场参与者合法权益等公平目标的内在要求。承销商等债券市场参与者的法定职责、义务以及责任承担等制度设计是市场规范化发展的核心架构。但因相关法规并未明确过错认定标准、虚假陈述行为因果关系和责任范围等焦点问题,导致在具体个案司法实践中未有明确遵循,影响司法判决的公信力。该案一审判决也引起了学术界、实务界在承销商、律所、会计师等中介机构行业执业风险、妥善定责等方面的热议。因此,亟须根据债券承销业务以及行政监管实践总结归纳经验,更好地指导和回应司法审判实践。

《证券法》^[1]为确保承销商切实勤勉尽责履行“看门人”职责,明确规定了承销商对债券募集文件真实性、准确性、完整性的核查义务,以及承销商与发行人的虚假陈述行为承担过错推定连带赔偿责任。通常认为,证券市场虚假陈述责任属于侵权法范畴,无法也不必适用合同法进行规制。^[2]在责任认定方面,债券承销商在虚假陈述不法行为存在的情况下,证明自己没有过错是免除承担赔偿责任的唯一条件,而因果关系决定了损失与虚假陈述不法行为是否具有法律上的关联关系,其直接限缩投资者在侵权责任意义上产生损失的大小甚至否定了损失的存在。因此,本文主要围绕承销商虚假陈述侵权行为中过错认定和

[1] 详见新《证券法》第29条、第85条。

[2] 参见周卫青等:《债券违约情景下承销商虚假陈述民事责任及风险防范研究》,载《中国证券》2020年第4期。

因果关系界定两个核心要件的相关争议问题进行讨论,同时也将结合论述对五洋债案件一审判决进行评析。

一、债券承销商虚假陈述信息重大性的界定

债券承销商虚假陈述行为成立的前提是相关虚假陈述信息具有重大性,但虚假陈述信息的重大性标准尚不明确,在一定程度上影响着债券承销商虚假陈述侵权行为的认定,有必要进一步讨论。

(一) 债券交易的“信息不敏感”影响信息重大性认定

通常,股票市场投资主要在于获得交易价差,反映在市场信息对股票价格造成的波动。而债券市场投资的目的主要在于希望能够保证本金安全的基础上获取借贷利息,更关注在债券到期后能够获取全部的本息兑付。在最广泛的层面上,关于公司债券交易所起作用的主流经济理论表明,它们的“信息不敏感”是一个关键特征,^[3]其基本思想是,市场参与者经常准确地交易公司债券,是因为他们重视这样一个事实,即他们和他们的对手方并不关心试图识别工具的实际价值是否与当前交易价格不同。但陷入困境的发行人债券却是例外,它们不太可能对信息不敏感。因此,如果没有重大的风险事件,期间相对较小的债券价格波动对于投资者的投资决策影响甚微,反而是发行人债券偿付能力的变化更具有相关性。

我们认为,根据上述理论,如果某类信息有可能导致发行人的经营陷入困境或者对发行人的偿债能力造成重大影响,则会成为对债券交易的敏感信息,即该信息因符合“重大性”要件而构成虚假陈述信息,当然也成为认定虚假陈述侵权责任的基础。实践中,发行人虚假陈述的信息多种多样,如关于发行人的历史沿革信息、诚信问题、财务信息、关联交易、担保信息以及或有负债等方面,各个信息的重要性程度也不尽相同,依据虚假陈述信息重大性标准,即按照一般理性人的标准判断

[3] See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten and Gabriel V. Rauterberg, *The New Stock Market: Law Economics and Policy*, New York, Columbia University Press, 2019, p. 295.

可能会对投资者的投资决策产生重大影响,也即可能实质影响投资者对发行人偿债能力的判断,如发行人收入、利润等财务造假占比超过一定比例以上。因此,该“信息”不是泛指一般意义上的招股说明书等信息披露文件中所有不真实、不准确或遗漏信息的记载和陈述。美国1933年《证券法》第11条将信息重大性作为虚假陈述行为的核心认定标准,其他各国证券司法实践也是普遍要求披露信息应当满足重大性要求,使“在投资者的信息需求和披露信息难题的解决之间确定一个平衡点”。

(二)虚假信息重大性的界定标准

笔者认为,结合现有法规及司法解释规定,债券虚假陈述信息的重大性标准可以从以下两个方面判断:

一是虚假陈述的信息可以达到行政处罚的程度。新《证券法》第184条^[4]中称违反本法第29条规定的行为须要予以行政处罚,而对照第29条规定可以看出,其要求承销商核查发行募集文件,就是要保证募集文件不存在虚假陈述情形。因此,此处相对严重的虚假陈述信息对应的虚假陈述不法行为已足够达到行政处罚的程度。当然,根据监管实践,如果相关虚假陈述信息未达到重大性标准,行政监管部门一般不会对此违规行为采取行政处罚措施,取而代之的则为采取一般的行政监管措施或关注措施。因此,《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《民商事审判会议纪要》)第85条^[5]对虚假陈述行为中的重大性要件的认定再次进行了明确,即可能对投资者的投资决策具有重要影响的信息,应当认为已被行政处罚的虚假陈述具有违法行为

[4] 新《证券法》第184条规定:“证券公司承销证券违反本法第二十九条规定的,责令改正,给予警告,没收违法所得,可以并处五十万元以上五百万元以下的罚款;情节严重的,暂停或者撤销相关业务许可。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,可以并处二十万元以上二百万元以下的罚款;情节严重的,并处五十万元以上五百万元以下的罚款。”

[5] 《民商事审判会议纪要》第85条规定:“审判实践中,部分人民法院对重大性要件和信赖要件存在着混淆认识,以行政处罚认定的信息披露违法行为对投资者的交易决定没有影响为由否定违法行为的重大性,应当引起注意。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,虚假陈述已经被监管部门行政处罚的,应当认为是具有重大性的违法行为。在案件审理过程中,对于一方提出的监管部门作出处罚决定的行为不具有重大性的抗辩,人民法院不予支持,同时应当向其释明,该抗辩并非民商事案件的审理范围,应当通过行政复议、行政诉讼加以解决。”

的重大性,司法不予支持行政处罚决定不具有重大性的抗辩。在五洋债案件中,证监会已在行政处罚决定书中认定,发行人以虚假申报文件骗取公开发行公司债券核准,已构成欺诈发行,按照上述分析,相关虚假陈述信息已足以对投资者的债券投资决策产生重大影响,符合虚假陈述信息的重大性标准。

二是该虚假陈述信息足以对发行人的偿债能力产生重大影响。根据上述债券交易理论分析,一般性的虚假陈述的信息不会导致债券交易价格的大幅波动,而导致交易价格大幅变动的则应该是重大信息。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》(以下简称《虚假陈述若干规定》)第17条^[6]在定义证券市场虚假陈述的概念时,将“重大事件”作为虚假陈述的标的,同时规定重大事件应当结合原《证券法》第59条等规定进行认定。新《证券法》第81条^[7]首次规定了债券临时信息披露的重大事件,将重大事件界定为发生可能对上市交易公司债券的交易价格产生较大影响的事件,规定的11种情形涵盖股权结构或者生产经营状况、债券信用评级、重大资产处置、新增借款或者对外提供担保、重大损失、重大诉讼、仲裁及刑事案件、处置公司决定等类型。结合新《证券法》第52条内幕信息的规定,上述重大事件当然也属于内幕信息范围。笔者认为,《证券

[6] 《虚假陈述若干规定》第17条规定:“证券市场虚假陈述,是指信息披露义务人违反证券法律规定,在证券发行或者交易过程中,对重大事件作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述,或者在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为。”

[7] 新《证券法》第81条规定:“发生可能对上市交易公司债券的交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送临时报告,并予公告,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。”

“前款所称重大事件包括:(一)公司股权结构或者生产经营状况发生重大变化;(二)公司债券信用评级发生变化;(三)公司重大资产抵押、质押、出售、转让、报废;(四)公司发生未能清偿到期债务的情况;(五)公司新增借款或者对外提供担保超过上年末净资产的百分之二十;(六)公司放弃债权或者财产超过上年末净资产的百分之十;(七)公司发生超过上年末净资产百分之十的重大损失;(八)公司分配股利,作出减资、合并、分立、解散及申请破产的决定,或者依法进入破产程序、被责令关闭;(九)涉及公司的重大诉讼、仲裁;(十)公司涉嫌犯罪被依法立案调查,公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被依法采取强制措施;(十一)国务院证券监督管理机构规定的其他事项。”

法》第81条列举的重大事件包括定性指标和定量指标,都足以对发行人偿债能力造成重大影响,部分定量指标中以直接处置或损失数额达净资产10%或新增负债或对外担保数额达净资产20%作为界限也比较妥当。因此,上述持续信息公开的重大事件可以直接认定为符合重大性标准。当然,上述重大事件的规定是在债券发行后的持续信息公开阶段。新《证券法》第29条规定,承销商不得承销已发现存在虚假陈述的证券。法规并未就承销商在债券发行前的尽职调查阶段的重大性信息作出规定,为了保持信息内容的同一性和实质性,笔者认为,可以参照上述持续信息公开阶段的重大事件的认定标准予以认定。

需要说明的是,《证券法》以“可能对上市交易公司债券的交易价格产生较大影响”的事件来定义重大事件,与影响投资者投资决策判断的发行人偿债能力会有所不同。公司债券市场交易价格影响因素较多,诸如市场交易活跃度、投资者人数、种类、持有目的等,虽然重大事件与影响偿债能力的因素具有很大重合性,但是可能适用上会有偏差,且理念上并不完全一致。因此,在债券信息虚假陈述与事实的偏离程度方面,应以更加务实且贴切的偿债能力标准进行“重大性”评判。^{〔8〕}

二、债券承销商虚假陈述适用的过错认定

(一)勤勉尽责宜结合行业尽调指引及个案情形予以认定

在法律层面,新旧《证券法》均未明确提及承销商的勤勉尽责核查义务。如前文所述,新《证券法》规定承销商的法定核查义务的对象限于“公开发行募集文件”,对比新《证券法》第10条的规定,承销商的审慎程度低于保荐人。但证监会的部门规章对债券承销的勤勉尽责义务进行了规定,《公司债券发行与交易管理办法》第6条^{〔9〕}规定,承销机

〔8〕 参见前注〔2〕。

〔9〕 《公司债券发行与交易管理办法》第6条第1款规定:“为公司债券发行提供服务的承销机构、受托管理人,以及资信评级机构、会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等专业机构和人员应当勤勉尽责,严格遵守执业规范和监管规则,按规定和约定履行义务。”

构等专业机构和人员应当勤勉尽责,按规定和约定履行义务。在规范性文件层面,中国证券业协会于2020年1月22日修订发布《公司债券承销业务尽职调查指引》(以下简称《尽调指引》),详细规定了开展公司债券承销业务尽职调查的范围、手段和方法,以掌握发行人经营情况、财务状况和偿债能力。当然,该指引规定是尽调工作的一般要求,承销商还应当核查可能对投资者决策能力产生重大影响的其他事项。

在债券承销商与其他债券服务机构的核查责任方面,最高人民法院于2020年7月15日商相关监管部门同意后制定发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《审理债券纠纷纪要》),其参照证券律师相关注意义务的区分规定,^[10]首次确立了承销商等中介机构过错认定的总体原则,即未对与自己专业相关的业务事项核查履行特别注意义务,未对其他业务事项核查履行普通注意义务。以此为基础,《审理债券纠纷纪要》在第29条^[11]直接规定了司法应当认定债券承销机构的五种过错情形,其中两种为故意情形,包括协助参与发行人造假或明知而故意隐瞒,以及故意隐瞒发行人经营活动、财务状况、偿债能力和意愿等重大信息;两种为过失情形,包括未按原则开展尽职调查,随意改变尽调计划或省略规定核查程序,以及对其他专家意见产生

[10] 《律师事务所从事证券法律业务管理办法》(证监会令第41号)第14条规定,律师在出具法律意见时,对与法律相关的业务事项应当履行法律专业人士特别的注意义务,对其他业务事项履行普通人一般的注意义务,其制作、出具的文件不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

[11] 《审理债券纠纷纪要》第29条规定:“债券承销机构的过错认定。债券承销机构存在下列行为之一,导致信息披露文件中的关于发行人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,足以影响投资人对发行人偿债能力判断的,人民法院应当认定其存在过错:(1)协助发行人制作虚假、误导性信息,或者明知发行人存在上述行为而故意隐瞒的;(2)未按照合理性、必要性和重要性原则开展尽职调查,随意改变尽职调查工作计划或者不适当地省略工作计划中规定的步骤;(3)故意隐瞒所知悉的有关发行人经营活动、财务状况、偿债能力和意愿等重大信息;(4)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;(5)其他严重违反规范性文件、执业规范和自律监管规则中关于尽职调查要求的行为。”

合理怀疑时未能审慎核查。同时,在第30条^[12]规定了司法应当认定债券承销机构不存在过错的四种具体免责抗辩事由,主要包括依照相关规定开展了合理尽调工作;尽调工作存在的瑕疵与未发现虚假陈述行为基本无关。还有两种情形是履行了视专家意见存在与否情况下的特殊或普通的注意义务。

笔者认为,司法机关在诉讼程序中可以参照《尽调指引》等规范性文件的规定,参考行业通行的做法,认定债券承销过程中对发行人财务会计信息、诚信情况、资信评级、增信措施、募集资金使用用途、偿债安排计划及保障措施等方面的“勤勉尽责”的构成标准,再结合个案判断是否还有其他重大事项需要予以关注和核查。总体来看,在过错认定方面,我们已经从单纯地让承销商证明根据相关法律法规、规范性文件等规则已勤勉尽责地开展尽调工作、履行了尽职核查义务,演进为在司法解释或行业规范性文件中明确列举过错认定情形和具体抗辩事由,尝试尽可能地明确规定承销商债券承销执业行为的合规底线,使行政监管部门和司法机关在承销商过错认定过程中更具有可操作性,同时会督促承销商恪尽职守、勤勉尽责,当然也从融资端保护了债券投资者的合法权益。

在五洋债案件中,承销商辩称,证监会对其作出的处罚决定仅认定承销商在应收账款核查等问题上未尽勤勉义务,上述事项均与发行人应收、应付账款“对抵”无关,应收、应付账款“对抵”事项属于会计师基于会计准则作出的专业判断事项,超出了承销商的普通注意义务,承销商对财务核查不负有特别注意义务。一审法院直接判决承销商在关注

[12] 《审理债券纠纷纪要》第30条规定:“债券承销机构的免责抗辩。债券承销机构对发行人信息披露文件中关于发行人偿付能力的相关内容,能够提交尽职调查工作底稿、尽职调查报告等证据证明符合下列情形之一的,人民法院应当认定其没有过错:(1)已经按照法律、行政法规和债券监管部门的规范性文件、执业规范和自律监管规则要求,通过查阅、访谈、列席会议、实地调查、印证和讨论等方法,对债券发行相关情况进行了合理尽职调查;(2)对信息披露文件中没有债券服务机构专业意见支持的重要内容,经过尽职调查和独立判断,有合理的理由相信该部分信息披露内容与真实情况相符;(3)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,在履行了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;(4)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信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”

到发行人应收账款回收风险问题时,未充分履行核查程序,调查企业应收账款形成原因、收回可能性,并结合投资性房地产核查以及房地产转让等其他两个核查问题认定承销商对相关债券得以发行、交易存在重大过错,但未明确界定承销商对上述3个事项应该承担何种注意义务。笔者认为,鉴于学术界、司法解释已取得基本共识,勤勉尽责的标准建立在区分中介机构特殊注意义务、普通注意义务的基础上进行履职尽责评价,法院应当在判决说理中予以积极回应,明确上述3个事项核查的注意义务类型,并在此基础上判断承销商是否履行了上述义务,并相应地对其过错及程度进行分析认定。

(二) 有关勤勉尽责或过错情形司法解释规定的合理性评析

1. 以未严格执行尽调工作计划作为过错情形欠妥

实践中,承销商一般会依据法规及自律性规则在公司内部制定详细的尽调工作指引、流程、底稿等方面的要求,根据发行人的规模、行业、经营特点、盈利模式等经营、财务状况制定不同的尽调工作安排,并在尽调工作中根据具体情况作适当调整,如对部分金额大小不一的应收账款的函证客户未回函的问题,承销商可以采取收入细节测试等替代性措施补充核查,如核查充分有合理信赖,监管上也会予以认可。但《审理债券纠纷纪要》以“随意改变尽职调查工作计划或者不适当地省略工作计划中规定的步骤”作为过错的情形之一,所谓的“尽调工作计划”并不是开展尽调工作的实质性内容,以此作为过错认定的一种情形似有不妥,且使用“随意改变”或“不适当地省略”等表述使本就具有较大司法裁量空间的过错认定更加具有不确定性。因此,建议根据未来实践情况考虑将该条情形予以删除,或者直接保留“未按照合理性、必要性和重要性原则开展尽职调查”即可。

2. 有专家意见支持时仍规定承销商的审慎核查义务欠妥

《审理债券纠纷纪要》第30条区分了是否有其他债券服务机构出具的专业意见作为支持,无专业意见支持的要有合理的理由相信相关信息披露内容与真实情况相符,有专业意见支持的须在履行审慎核查和必要的调查、复核工作的基础上排除合理怀疑,看似规定了承销商不同程度的勤勉尽责义务,但难以准确判断两种情形下的独立判断标准究竟有何实质不同。“审慎核查”的程度和范围难以界定清楚,尤其是

公司债券一旦出现违约,发行人本身的经营情况恶化导致偿债能力明显减弱,核查过程中的一些尽调瑕疵问题易被放大,从而认为承销商尽调核查未勤勉尽责履行审慎核查义务。此外,审慎核查与“必要的调查、复核工作”的基础上排除合理怀疑,两者在判断标准有一定的矛盾之处。

因此,建议司法解释能够在消除歧义的情况下有所突破,在有专业机构意见支持的情形下,赋予承销商必要的调查、核查义务以排除合理怀疑即可,不再规定审慎核查义务。延伸来看,监管法规可以借鉴司法解释的逻辑和规定,在《公司债券发行与交易管理办法》中对相关内容作出相应修改,以使承销商的核查边界与核查责任更趋于清晰合理。值得一提的是,2020年修订发布的《尽调指引》参照《审理债券纠纷纪要》的规定,在第5条新增承销商不同的注意义务条款,规定在履行普通注意义务的同时,如有发现对专业意见有合理怀疑的,应当要求专业机构解释或出具核查说明;如有发现专业意见与尽调信息存在重大差异的,要对相关事项进行调查、复核并在相关文件中进行风险提示,相关规定较为合理。

(三)勤勉尽责认定实践中的难点

目前,在行政监管及司法实践中在勤勉尽责的标准认定方面尚存在以下难点:

第一,尽调标准规定层级过低。债券承销过程尽调核查标准系由证券业协会出台的自律规范性文件,在法律适用中虽然可以通过法规中的兜底性条款予以引用,但因其效力层级较低导致权威性和公信力不足,且对承销商执业实践的规范性和约束力效果不甚理想,建议上升到证监会的规范性文件层面。

第二,勤勉尽责的核查边界仍不够清晰。《尽调指引》提供了一个基本的承销商尽调工作裁判指引,但勤勉尽责的标准没有统一的裁判尺度,行政监管上也难以提供一个确切的标准,在不同承销商的项目质控水平、人员专业素质良莠不齐、业务量较大且承做时间较短的情况下,各家承销商关于勤勉尽责严谨水平的判断差异较大,行业也没有形成统一的操作惯例。因此,目前仍难以明确承销商完全履行勤勉尽责义务的核查边界,有关法律问题的认定较为依赖行政监管部门的意见

以及承销商在司法程序中举证能力。

第三,司法裁判有待更加专业化。司法裁量承销商对具体事项核查充分性的空间仍然很大,对于审判人员专业水平要求很高,尤其在目前基本未有参考判例的情况下,司法裁判面临一定挑战,建议必要时适当引入专家证人给予金融实践经验等智力支持。

第四,勤勉尽责注意义务宜以客观标准界定。《审理债券纠纷纪要》未明确界定注意义务的标准。一种观点认为是主观标准,即以中介机构专业人员知识背景、从业经验、个人能力等因素综合化的专业素质来判定注意义务的程度。比如,承销商的项目人员是签字保荐代表人,同时也持有注册会计师和律师资质,则应当与新近工作的项目人员的注意义务进行区分判定。笔者认为,虽然上述区分具有一定合理性,但不宜以主观标准来判断注意义务的程度。实践中,不同承销商甚至同一家承销商的不同项目人员综合化的专业素质和能力参差不齐,以主观标准判断难度较大,且在案件中会不同程度的提高或降低承销商、律师或会计师等专业人员注意义务的要求,导致专业人员个人因素对于中介机构的过错责任及赔偿影响程度过大,案件的司法审判结果具有较大的不确定性。因此,笔者赞成以客观标准来界定承销商等专业人士的注意义务,即认定不同承销商等中介机构的不同项目人员,作为相应的专业人员应该具备与从事该种业务相当的专业素质,均具有同等的特别注意义务或者普通注意义务要求,不同人员对于同一事项的尽调核查能力和专业判断在司法认定上应当基本一致,而不应当存在重大差别。建议《审理债券纠纷纪要》对注意义务的标准进行明确,弱化司法实践中在个案适用中的不确定性。

三、区分过错情形及大小划分债券承销商的连带责任

(一)应视承销商过错情形判定与发行人的连带责任范围

1. 有关过错全部连带抑或比例连带的两种观点

有观点认为,新《证券法》第85条规定了承销商严格的过错连带责任,即过错责任在制度安排上仅存在成立或不成立的两种互斥状态,

一旦承销商被认定为有过错后,在其他侵权行为要件成立的情况下,承销商须承担全部的连带赔偿责任。尤其是存在多个虚假陈述事项的情况下,在其他虚假陈述事项均无过错的情况下,承销商仅因某一虚假陈述事项中无法证明自己没有过错的轻微过失,就要对发行人的全部责任连带赔偿。上述情况会导致两种后果。一是此种过错全部连带的责任安排,使承销商的责任大小与其过错程度不相匹配,引发基于不同事件导致相同处理的结果。二是承销商债券承销业务面临巨大的执业操作风险。债券发行规模动辄数亿元甚至数十亿元,一旦承销债券违约且承销商被认定存在过错,部分中小券商因资本金不足将产生较为严重的操作风险和流动性风险。显然,认定发行人虚假陈述行为成立不会增加其本就承担的债务清偿民事责任,有观点认为法律认定发行人虚假陈述的现实意义就是让承销商代其赔偿。债券市场纠纷的复杂性因果不容低估,若不对过错程度慎加区分,让中介服务机构承担过重的兜底责任,既不公平,也会对资本市场的长远健康发展带来负面影响。^[13]

当然,也有观点认为,目前新《证券法》第85条规定承销商过错连带责任的方式,未指明是与发行人侵权造成全部损失的连带还是过错比例范围内的连带责任,是直接连带还是对在发行人先行受偿后剩下未偿付部分进行补充连带,故司法仍有在具体案件中视情况予以个性化裁量适用的解释空间。

2. 视过错形态进行全部或比例连带的主张及法理分析

笔者认为,过错包括欺诈故意、重大过失以及一般过失三种形态。第一种情形下,承销商与发行人之间存在串通欺诈的故意,则双方具有共同的意思表示,按照《民法典》第1168条构成共同侵权行为,双方应当对投资者的损失承担连带责任,承销商可以与发行人按照共同侵权的侵权责任大小分担侵权赔偿损失。第二种和第三种情形下,承销商排除与发行人的串通欺诈,但存在重大过错或一般过失,承销商与发行人并无共同意思表示,双方分别实施侵权行为,承担独立责任而非连带

[13] 参见缪因知:《债券违约案频发:中介机构该担何责》,载《经济观察报》2021年1月8日版。

责任,但根据《民法典》第 1171 条、第 1172 条,当造成同一损害且每个人的侵权行为都足以造成全部损害的,承销商与发行人也应当承担连带责任;当造成同一损害且都不足以造成全部损害的,视责任大小确定情形,各自承担相应的责任或平均承担责任。但根据《民法典》第 12 条及新《证券法》第 85 条规定,新《证券法》对证券发行活动的民事责任进行了特殊规定,即存在过错的承销商应当与存在虚假陈述行为的发行人承担连带赔偿责任。因此,在上述第二、三种情形中双方都不足以造成全部损害的情况下,承销商也应当与发行人承担连带责任。但笔者认为,此时应当与承销商存在故意的情况下连带责任的范围有所区别,在与发行人串通故意的情况下,过错程度较为严重,应由其承担全部连带责任,而在重大过失或一般过失的情况下,原则上应让其按照过错大小承担相应的连带责任。除非中介机构存在合谋欺诈的故意,或债券发行人的资产利润基本上为虚假,否则原则上不应令中介机构承担完全连带责任。中介机构的责任应当以部分责任、补充责任为主,即对发行人、有责的控股股东或实际控制人不能清偿的部分适度承担责任。^[14]《民商事审判会议纪要》已指出,证券虚假陈述案件的责任承担要与侵权行为及其主观过错程度相匹配。^[15] 综上,更宜采用基于过错类型区分责任,以及根据过失程度承担不同比例赔偿数额的“比例责任”。^[16] 建议在未来修改《证券法》时,规定承销商根据其过错大小、程度对发行人造成的损失承担连带赔偿责任。当然,在承销商承担连带责任的情况下,因债券融资产在扣除承销费等中介费用后均归发行人所得,承销商可以就连带赔偿金额超出其承销费用等所得的部分向发行人进行追偿。

3. 行政或司法机关应当审慎认定承销商的过错

从目前实践情况看,《审理债券纠纷纪要》第 29 ~ 30 条尝试从过错情形和抗辩事由正反两方面严格界定承销机构过错问题,也是在现

[14] 参见前注[3]。

[15] 参见《民商事审判会议纪要》“六、关于证券纠纷案件的审理(一)关于证券虚假陈述”部分。

[16] 参见杨志国、李阿敏:《会计师事务所虚假陈述民事赔偿责任承担方式研究》,载《中国注册会计师》2019 年第 9 期。

有虚假陈述责任体系下寻找一定的缓和空间,符合我国债券承销业务的现实。笔者建议,在认定承销商过错方面,行政监管部门以及法官更应该审慎判断承销商的过错,综合考虑发行人造成损失的大小、债券违约兑付对公众投资者权益的损害以及相关违规行为对社会的影响程度等因素,平衡好承销商过错认定的尺度,分析承销商故意或过失大小等过错程度,充分发挥好司法自由裁量的空间。当然,如果行政监管部门在对发行人采取行政处罚后,再对相关中介机构执业违规行为进行行政处罚,司法审理中可以作为中介机构存在重大违规或者存在较大过失甚至故意等过错情形的一个佐证,当然还可以进行充分质证。如果中介机构未被行政处罚,司法在自主认定承销商等中介机构存在承担连带责任的过错时,更应在相关司法解释、执业自律规则的空间内遵循审慎、谦抑原则。

4. 承销商非故意情形下承担全部连带责任的判决值得商榷

在五洋债案件中,法院一审判决评级机构、律所2家中中介机构分别在全部赔偿金额的10%以内和5%以内承担过错比例的连带责任,而对于承销商、会计师则未区分过错比例,直接判其对全部债务本息承担连带赔偿责任。笔者认为,如果司法认可过错比例连带的方式,且已适用于其中部分中介机构,但未予统一适用到单个案件的其他中介机构,似有不妥。且不论律所、评级机构是否承担以及承担的比例是否合理,至少从案件事实来看,会计师已经知晓发行人存在应收应付账款“对抵”的情况,但是未获取充分、适当的审计证据加以验证的前提下即认可该种对挂靠承包模式的实质财务会计处理,而承销商尽调中已关注到发行人应收账款回收风险问题但未充分履行核查程序。可以看出,该案中承销商、会计师并不是与发行人故意造假欺诈投资者,相关虚假陈述行为与中介机构的执业能力、职业判断以及注意义务程度等因素有关,即使承销商及会计师的过错程度被认定为足以造成对发行人应收应付账款“对抵”的财务造假信息披露行为导致的全部损失,也不宜认定对投资者全部债券本息损失承担100%的过错责任。一审判决二者承担债券本息的全部连带责任而非按部分过错比例的方式合理性有所欠缺。

(二) 承销商与其他中介机构宜按照过错比例进行内部责任分担

1. 按照过错比例进行内部责任分担的主张及法理分析

在不同中介机构之间的责任划分方面,我国仅规定中介机构与发行人共同承担连带赔偿责任,系中介机构与发行人之间的民事责任分配问题,但对于中介机构之间的责任分担问题并未予以明确。按照共同侵权理论,应当依据各自过错比例进行内部分担,但是,实践中仅有个别承销商在承担先行赔付责任后起诉会计师、律所等其他中介机构,且公开查询尚未有相关判例。^[17] 该问题本质还在于不同中介机构之间的核查职责边界划分,以及不同中介机构之间信赖专家意见的责任承担及免责事由的认定,中介机构之间责任分担需要以厘清上述问题为前提。美国 1995 年《证券私人诉讼改革法》之后,对 1933 年《证券法》第 11(f) 条规定的所涉相关人员应负的共同及连带责任予以了严格的限制,支持根据责任大小承担按份责任,即每一被告按照其在所有被告中错误所占的比例,对所有被告行为造成全部损失的一定份额承担法律责任。^[18] 区分过错比例责任后,可以在一定程度上避免“一个只有 1% 过错的人却要对 100% 的损失承担责任”的情况。^[19] 美国在法规中明确规定中介机构之间按照过错比例进行内部责任分担的做法值得我国借鉴。

2. 判决宜明确中介机构之间的内部责任分担比例

在五洋债案件中,法院仅判决承销商、会计师、评级机构、律所等中介机构自身对发行人虚假陈述行为导致损失承担全部或部分连带责任,但未就上述中介机构之间是否存在连带,即在其中一方对发行人赔偿责任全部连带赔偿后是否可以向其他与发行人赔偿责任的连带人进

[17] 参见《平安证券有限责任公司关于设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的公告》,载 https://www.sac.net.cn/hyfw/hydt/201305/t20130510_62200.html,2020 年 6 月 13 日访问;《兴业证券起诉“欣泰电气欺诈发行”连带责任人》,载 <http://finance.sina.com.cn/roll/2017-09-23/doc-ifymfcih3111547.shtml>,2020 年 6 月 13 日访问。

[18] 参见[美]莱瑞·D.索德奎斯特:《美国证券法解读》,胡轩之、张云辉译,法律出版社 2004 年版,第 314 页。

[19] 参见刘燕:《会计师民事责任研究:公众与职业利益的平衡》,北京大学出版社 2004 年版,第 248 页。

行求偿的问题进行明确阐释,本质上系未对中介机构之间的责任分担问题进行明确,导致其中一方中介机构全部赔偿后再去向其他中介机构索赔要求承担相应的连带责任,相关判决未能直接起到定分止争的终局效果。笔者建议,参照美国证券审判实践和经验:一是应明确各自中介机构自身对发行人虚假陈述赔偿责任的过错比例及连带责任数额,如该案中已明确评级机构在10%的范围内连带赔偿发行人的虚假陈述赔偿数额;二是应明确规定所有中介机构之间按照过错比例进行内部责任分担,根据责任大小承担按份责任,一方超出按份的赔偿责任后可以要求超过部分在其他中介机构之间按照过错比例再进行分摊。例如,该案中4家中介机构如何进行划分,评级机构和律所各自的10%、5%连带责任比例是否即为所有中介机构的内部责任分担比例,如是,则剩下的85%是否应在会计师、承销商之间进行比例分担。当然,考虑到中介机构责任轻重、赔付能力、投资者权益保护等因素,与发行人的连带赔偿的比例与中介机构内部责任的分担比例也不一定一致。但根据目前的一审判决,承销商全部连带赔偿后能否向其他中介机构进行追偿,尚不明确。

四、虚假陈述行为损失上因果关系决定连带责任损失范围

(一) 损失上因果关系实质判断对发行人债务偿还能力的影响程度

国内学界普遍认为,证券虚假陈述侵权责任的因果关系要件包括交易上因果关系和损失上因果关系。^[20]前者决定了投资者的债券损失与虚假陈述行为是否有关;后者决定了该虚假陈述行对于投资者损失的影响程度以及赔偿责任范围的大小,从而避免因果关系过度泛化或者其他非关键因素的影响使侵权行为人承担不合理的赔偿责任。美国联邦最高法院也认为,一方面,需要适当且有限度地扩大虚假陈述侵权责任范围至部分外部关联人;另一方面,也要通过举证责任分配、程

[20] 参见樊健:《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》,载《中外法学》2016年第6期。

度设定等对因果关系、过错类型认定等责任要素上予以必要的限制。^[21]

新《证券法》第85条关于发行人承担赔偿责任的前提是虚假陈述行为导致了投资者证券交易损失的规定,当然包含了侵权行为损失因果关系的构成。笔者认为,发行人债券违约本质上是其债务偿还能力的下降甚至丧失,对于债券虚假陈述而言,债券投资者最关心的应该是虚假陈述信息给发行人债务偿还能力带来的负面影响。投资者是否因该虚假陈述信息遭受损失以及遭受损失的大小,与该信息是否对发行人债务偿还能力造成影响以及影响的程度是等同的。因此,在交易上因果关系成立的前提下,损失上因果关系就是要判断虚假陈述信息是否对债券发行人的债务偿还能力造成影响以及影响的程度,据此计算导致投资者的权益受损以及赔偿责任的大小。如上所述,如果相关虚假陈述的信息具有重大性,如财务数据存在重大造假、遗漏对外担保导致发行人对外清偿大额债务,显然会对投资者的投资决策产生重大影响,则可以判断该虚假陈述不法行为与投资者的损失具有交易上因果关系,但承销商因此承担投资者投资损失的范围要以上述虚假陈述信息对于发行人偿债能力的影响程度为基础。

(二) 分析虚假信息对发行人偿债能力影响程度的必要性及实践

在实践中,通常是在债券出现违约的最终结果后,发行人和承销商的虚假陈述行为才会被揭露出来,而发行人最终对债券违约,并不一定仅因本次虚假陈述的信息造成债务清偿能力下降,也可能主要或者综合公司经营不善、市场系统性风险、股东控股权之争、公司治理问题、宏观经济下行等其他因素导致,如果让承销商因为其中一项虚假陈述的违约因素而承担所有违约因素导致的全部违约损失,显然有失公平以及违反过错与责任相适应的原则。因此,应该以相关虚假陈述信息对发行人偿债能力的实质性影响范围为限来判定承销商对投资者的过错侵权责任,这也是损失上因果关系的必然要求。

最高人民法院就会计师虚假陈述行为中的审计责任专门出台了司

[21] 参见郭雳:《证券欺诈法律责任的边界,新近美国最高法院虚假陈述判例研究》,载《中外法学》2010年第4期。

法解释,^[22]其第10条规定:“对被审计单位、出资人的财产依法强制执行后仍不足以赔偿损失的,由会计师在其不实审计金额范围内承担相应的赔偿责任。会计师对一个或者多个利害关系人承担的赔偿责任应以不实审计金额为限。”该规定对原有的侵权责任范围进行了限缩修正,也是司法机关认可损失上因果关系的体现。另外,《虚假陈述若干规定》第19条第4款^[23]显然是在因果关系层面“排除异常介入因素”的规定,但其仅提及“系统性风险”一种因素的缺陷,导致司法实践易于忽视“等其他因素”的重大意义。^[24]因此,如果虚假陈述的内容对发行人的债务偿还能力没有造成实质性的影响,如发行人遗漏某一对外担保信息,但在发行人本次债券到期偿付时,发行人担保的主体已自主如约偿还发行人所担保的债务,发行人的担保风险在债券到期偿付前已经解除,则可以判断虚假陈述不法行为与投资者的损失不具有损失上因果关系,理应不需要对投资者承担连带的侵权赔偿责任。此时也可看出,债券违约必定是基于其他违约因素导致。

当然,此时承销商不承担民事侵权赔偿责任,并不影响行政监管部门对承销商等中介机构未勤勉尽责核查行为进行行政追责,包括采取行政监管措施甚至行政处罚。另外,未认定发行人因该项虚假陈述信息导致投资者受损承担赔偿责任,并不影响发行人按照债券募集合同的约定,在债券违约的情况下对投资者负有偿还未清偿本金和利息的合同义务。

(三)以债券本息作为连带责任损失基数的判决值得商榷

根据五洋债案件一审判决书,发行人通过对应收账款和应付款项“对抵”的方式进行财务造假,导致上年度少计提坏账准备,多计提利润,3年虚增净利润合计约2.5亿元,可以得出此项财务造假信息披露导致发行人债务偿还能力减少2.5亿元,相关影响金额不足以达到两

[22] 参见最高人民法院《关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》(法释[2007]12号)。

[23] 《虚假陈述若干规定》第19条规定:“被告举证证明原告具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系:……(四)损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致……”

[24] 参见前注[2]。

期债券所有未能偿付的合计本息,当然,还可以适当考虑投资性房地产评估报告与咨询报告的评估差额以及大幅低于公允价值转让的差额对发行人债务偿还能力的影响数额(如有,一审判决书未体现具体数额)。且从事实来看,发行人债务违约显然并不仅因该项应收应付账款“对抵”的财务造假因素使然,可能还有房地产行业不景气及宏观经济下行、经营不善、公司治理不健全等其他因果关系异常介入因素的影响。“2.5亿元虚增利润”的陈述,并非投资者购买债券的全部原因,也非投资者产生损失的全部原因。^[25]因此,一审判决承销商、会计师等中介机构在债券发行规模全额的基础上进行全额或者比例连带,未考虑损失上的因果关系即相关虚假陈述信息对发行人的债务偿还能力的影响程度并以此作为连带赔偿的计算基数,似有不妥。

结 论

首先,在债券承销商虚假陈述信息重大性的界定方面,债券交易的“信息不敏感”影响信息重大性认定,敏感信息因符合“重大性”要件而构成虚假陈述信息,当然也成为认定虚假陈述侵权责任的基础。虚假陈述信息足以对发行人的偿债能力产生重大影响,可以参照适用新《证券法》第81条首次规定的债券临时信息披露的重大事件标准界定虚假陈述信息。

其次,在债券承销商虚假陈述行为的过错认定方面,司法机关可以参照《尽调指引》等规范性文件的规定,参考行业通行做法,认定债券承销过程中各项尽调事项“勤勉尽责”标准,再结合个案判断是否还有其他重大事项需要予以关注和核查。行政或司法机关应当审慎认定承销商的过错。在承销商连带责任划分方面,建议未来修改《证券法》时规定根据债券承销商故意、重大或一般过失等过错情形对发行人造成的损失承担全部或比例连带赔偿责任,承销商与其他中介机构宜按照过错比例进行内部责任分担。

[25] 参见前注[13]。

最后,虚假陈述行为损失上因果关系决定承销商连带赔偿责任损失范围。损失上因果关系即要实质判断虚假陈述信息是否对债券发行人的债务偿还能力造成影响以及影响的程度。发行人债券违约有多重因素导致,如果让债券承销商因其中一项虚假陈述的违约因素而承担所有违约因素导致的全部违约损失,显然有失公平以及违反过错与责任相适应的原则。因此,应当以虚假陈述信息对发行人偿债能力的实质性影响范围为限,来判定债券承销商对投资者的虚假陈述过错侵权责任。

(编辑:吴琼)