



---

# 实践中的中国证券 法律制度

---

金杜律师事务所  
KING&WOOD  
MALLESONS

# 实践中 的中国证券 法律制度

## 声明：

本资料不代表金杜律师事务所对有关法律问题的法律意见。任何仅仅依照本资料的全部或部分内容而做出的作为和不作为决定及因此造成的后果由行为人自行负责。如您需要法律意见或其他专家意见，应该向具有相关资格的专业人士寻求专业的法律帮助。

本资料中，凡提及“香港”、“澳门”、“台湾”，将分别被诠释为“中国香港特别行政区”、“中国澳门特别行政区”、“中国台湾地区”。

## 版权声明：

© 金杜律师事务所 2022 年版权所有

画作：Andrea Edwards 《乐园》

金杜律师事务所保留对本资料的所有权利。未经金杜律师事务所书面许可，任何人不得以任何形式或通过任何方式（手写、电子或机械的方式，包括通过复印、录音、录音笔或信息收集系统）复制本资料任何受版权保护的内容。

有关本资料的咨询及意见和建议，请联系：

[publication@cn.kwm.com](mailto:publication@cn.kwm.com)



# 序言

中国资本市场已成为世界第二大资本市场，作为一个依托于门类齐全的实体经济的市场，中国拟上市企业有着世界上少有的丰富多样的上市路径和架构，既有在境内 A 股直接上市，如主板、科创板、创业板、北交所，也有通过 H 股模式在香港直接上市，或通过红筹模式、VIE 模式或发行存托凭证等方式在境外上市。此外还涉及到重组上市、红筹及 VIE 架构拆除和境外上市公司回归等路径，中国企业上市模式和路径有着少有的复杂性和多样性。并且，中国巨大的经济体量、飞速的经济增长以及强大的国内市场，也孕育出了高度丰富的资本市场行业分布和产品业态。不同行业和类型的中国企业在上市方式、地点的选择上也呈现出多样化的趋势。

同时，作为一个新兴市场，我国资本市场的法律监管正随着资本市场的变化而不断进步，监管思路、市场主体也在不断发展。注册制背景下证券投资者保护及信息披露监管等制度起步不久，司法层面的证券救济措施，如证券集体诉讼制度也处于摸索阶段，中介机构如何更好地扮演资本市场“看门人”角色，如何在资本市场运行中承担应有的责任，在上市公司发行申请、信息披露过程中如何履行尽职义务，以及中介机构之间、中介机构与发行主体之间的责任边界及职责分工，都亟待进一步理清和细化。

2022 年，中国即将进入全面注册制时代，市场也仍然在不断地向前发展，包括上市方式、路径在内的各类资本市场运作模式也在不断变化。同时，市场和监管也会有更多的互动。在这个变革的关键时期，我们希望能够帮助我们的客户和朋友们更多、更好地理解市场发生的变化和监管发展的动态，以及司法相关领域最前沿的实践。来自金杜金融证券部、争议解决部的合伙人撰写了 37 篇文章，分别从企业上市、中介机构责任、证券争议解决和监管趋势四个方面，针对各类前沿热点问题分享了实践中的观察和思考，希望对读者有所帮助及启示。



龚牧龙

北京办公室  
管理合伙人

# 目录

---

## 企业上市

A 股 IPO 观察：评或不评？——拟上市企业“债转股”评估事宜分析 005

企业上市状态与股权代持的效力 010

科创板生物医药企业上市案例的实证分析研究 013

境内企业于香港发行 REITs 及上市之路 019

从 SPAC 上市案例说起 034

SPAC 交易全流程概览 041

SPAC 的保护及激励机制 047

SPAC 的近期趋势及再思考 051

SPAC 特殊目的收购公司：下一最佳上市地登场？ 055

论 A 股 IPO 发行人股东特殊权利的终止时点 060

香港上市 VIE 实务 068

洞悉中概股回归要点 075

---

## 中介机构责任

中介机构证券虚假陈述民事责任——尽快适应“后前置程序”时代 085

中介机构证券虚假陈述民事责任——如何理解“连带责任” 090

中介机构证券虚假陈述民事责任——“共同侵权”理论基础之解析 095

中介机构证券虚假陈述民事责任——因果关系认定之疑难问题 101

债券纠纷中介机构民事责任应对：债券虚假陈述应该适用“推定因果关系”制度吗？ 109

债券纠纷中介机构民事责任应对：交易因果关系抗辩 116



债券纠纷中介机构民事责任应对：损失因果关系抗辩 123

债券纠纷中介机构民事责任应对：应区分故意与过失分别确定相应的法律责任 129

债券纠纷中介机构民事责任应对：中介机构行为符合勤勉尽责要求之抗辩 135

债券纠纷中介机构民事责任应对：对发行人的虚假陈述行为不能简单判令中介机构承担连带责任 154

债券纠纷中介机构民事责任应对：应区分发行人会计责任与中介机构的审计责任 160

债券纠纷中介机构民事责任应对：对发行人虚假陈述行为之发生是否存在过错之抗辩 164

---

## 证券争议解决

关于实际控制人“指使”上市公司信息披露违法的几点辨析意见 171

关于证券中介机构证券虚假陈述民事责任规则的几点辨析意见 175

关于债券虚假陈述责任纠纷中投资者损失认定规则的思考 181

资产支持证券和资产管理产品不应适用证券虚假陈述民事赔偿责任规则 186

深度解析证券特别代表人诉讼第一案——康美药业证券虚假陈述责任纠纷案评析 191

证券犯罪刑事风险防控的新思路——以内幕交易为例探寻“行政处罚”移送“刑事追诉”的证据标准 200

债券发行人的权责边界 204

债券持有人和持有人会议的职能分工 211

新《证券法》下的欺诈发行及其关键词 218

---

## 监管趋势

结合《关于依法从严打击证券违法活动的意见》看资本市场监管趋势 228

《证券公司股权管理规定》及配套规定的新旧条文对比和解读 231

关于试点境内券商跨境业务新机遇的展望 250

律师证券业务工作底稿的电子化 252

# 企业上市



# A 股 IPO 观察：评或不评？ ——拟上市企业“债转股” 评估事宜分析

杨振华 薛晨 宋婷

在企业日常经营过程中，股东或债权人将其对企业的股东借款或应收账款转为股权的情况并不鲜见。除前述场景外，“债转股”<sup>1</sup>也存在于企业投融资的过程，投资方出于降低风险、内部审批便利以及尽快满足标的企业对资金的需求等方面的考虑，有时会考虑先以贷款形式将资金支付予标的企业，之后根据约定再将贷款转为标的企业股权。本文将着重结合 A 股 IPO 案例及实操情况，讨论企业在拟上市过程中涉及“债转股”时的注意事项，尤其将就实施“债转股”是否需要履行相应的评估手续作出分析。

## 一、法律法规的规定——债权作为出资被认可

结合我国相关法律法规关于“债转股”的规则变迁，总体的趋势是债权作为非货币的出资方式逐步被规则所认可，具体情况如下：

不被认可	在 1993 年《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）至 2005 年《公司法》施行之前，我国《公司法》对非货币出资方式采取了封闭性的规定，仅限于实物、工业产权、非专利技术、土地使用权，当时债权并不属于法律明文承认的出资形式。
司法解释初步确认	2003 年《最高人民法院关于审理与企业改制相关的民事纠纷案件若干问题的规定》以司法解释的方式确认债权转股权协议的合法有效。
立法确认	2005 年《公司法》放宽了非货币出资方式的限制，“债转股”这一出资形式得到了法律的认可。

《公司法》对以非货币方式出资的规定详见文末附表。

<sup>1</sup> 参考《公司注册资本登记管理规定》对债转股的相关定义，债转股指的是债权人将其依法享有的对在中国境内设立的公司的债权，转为公司股权。



## 二、拟上市企业的案例 & 实操——以评估为原则，但符合一定的条件亦可不评估

### （一）以评估为原则

根据我们对 A 股 IPO 相关案例的检索与梳理，A 股 IPO 中涉及“债转股”的案例中，发行人一般以履行评估手续为原则，具体案例情况如下：

案例简称	反馈问题及回复
LFZY	<b>反馈问题：</b> 请发行人补充披露……债权转股权的作价依据是否公允，是否违反当时的相关规定……
	<b>反馈回复：</b> XXX 资产评估有限责任公司出具《LFZY 公司进行债权转股权所涉及的负债价值追溯评估项目资产评估报告》，对 2004 年度债权转股权所涉及的负债在评估基准日的市场价值进行了追溯评估。
HYTY	<b>反馈问题：</b> 请发行人说明：……（3）XXX 股东用以出资的债权具体形成过程，是否真实合法，是否符合法律法规相关规定，是否存在法律瑕疵……
	<b>反馈回复：</b> XXXX 资产评估有限公司出具《XXX 股东以债权转股权向 HYTY 增资涉及的 XXX 股东持有的债权价值追溯评估项目资产评估报告》，确认 XXX 股东持有的 HYTY 的债权评估值为 XXX 元。
RBKJ	<b>反馈问题：</b> 关于历史出资瑕疵。发行人历史沿革中存在实物出资未经评估、非真实债权出资等瑕疵。请发行人说明并披露：（1）前述瑕疵出资发生的原因及整改情况……
	<b>反馈回复：</b> XXX 与 RBKJ 签署《债转股投资协议书》，就前述债权转为股权的相关事宜进行了约定。XXX 评估有限公司对 XXX 的前述债权价值出具评估报告，确认前述债权的评估价值合计为 XXX 万元。

### （二）符合条件亦可不评估

尽管有上述案例，我们也注意到若是符合一定的条件，也存在未履行评估手续即实施“债转股”且成功完成上市的案例，具体情况如下：

案例简称	反馈问题及回复
ZJKJ	<p><b>反馈问题：</b></p> <p>关于出资瑕疵。XXX 股东 XX 万元债权出资未履行评估程序，存在程序瑕疵，请发行人、中介机构根据《首发业务若干问题解答（一）》之问题 7 的要求履行披露和核查义务。</p>
	<p><b>反馈回复：</b></p> <p>XXX 股东该项 XX 万元借款形成的债权出资当时未经评估、验资程序，不符合当时适用的《公司法》（2005 年 10 月 27 日修订）第二十七条规定的“对作为出资的非货币财产应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价”及第二十九条规定的“股东缴纳出资后，必须经依法设立的验资机构验资并出具证明”。但由于借款系货币资金，根据该笔借款的银行转账凭证、记账凭证、财务报表等文件可以确认该笔借款及其形成的债权的真实性以及现金价值，且经 XX 会计师出具《验资复核报告》验证。根据 XX 市市场监督管理局出具的有关证明和发行人、XXX 股东出具的说明函，发行人及 XXX 股东未因上述出资瑕疵受到过行政处罚，不存在纠纷或潜在纠纷。</p>
CHQC	<p><b>反馈问题：</b></p> <p>发行人历史出资过程中，存在较多债转股的情况，是否符合当时法律法规的规定，相关出资是否真实，是否存在出资不实的情况。</p>
	<p><b>反馈回复：</b></p> <p>发行人债转股发生时间段是 1997 年 12 月至 2007 年 12 月期间，在此期间历次《公司法》均将股东的出资方式分为货币出资与非货币出资，并指出股东以非货币出资需要履行评估手续，但未明确提出股东以对被投资公司的债权向被投资公司出资（以下简称“债转股”）的性质。2003 年 2 月 1 日起实施的《最高人民法院关于审理与企业改制相关的民事纠纷案件若干问题的规定》，明确了不违反法律和行政法规强制性规定的债转股协议有效性。</p> <p>债转股是否属于非货币出资长期以来存在争议，2012 年 1 月 1 日，国家工商总局颁布的《公司债权转股权登记管理办法》生效，根据《公司债权转股权登记管理办法》，明确要求债转股的债权需要经过评估机构评估，即根据该规定，倾向于认为债转股属于非货币出资。在《公司债权转股权登记管理办法》出台前，债转股是否属于非货币出资并不明确，而发行人历史上的债转股行为均发生在《公司债权转股权登记管理办法》生效前，且发行人历史上在向主管工商部门办理变更备案手续时，未被要求就债转股出资的方式进行评估。2014 年 2 月 20 日，国家工商行政管理总局发布《公司注册资本登记管理规定》，废止了《公司债权转股权登记管理办法》，并删除了债权出资需要履行评估手续的内容，所以发行人也不需要就历史上债转股的行为补充履行评估手续。</p> <p>对比货币出资与债转股行为本质，两者均属于股东将货币资产投入被投资企业并由被投资企业使用的情况，发行人历史上的债转股，股东用以出资的债权价值不存在重大不确定性，未侵害公司及其他股东权益。</p>

案例简称	反馈问题及回复
GDYL	<p><b>反馈问题：</b></p> <p>公司设立时及后续历次增资、减资、改制等过程中，是否履行相关验资程序，出资资产是否涉及实物出资，是否已履行评估程序，如未履行验资评估程序，则是否符合当时的法律法规规定，是否存在被相关行政机关处罚的风险，是否构成重大违法违规，是否与相关公司债权人因此存在相关纠纷或者潜在纠纷。</p>
	<p><b>反馈回复：</b></p> <p>2000年9月之前，公司注册资金增至595万元。根据对实际控制人的访谈，公司2000年9月前进行过增资，均是以其个人对公司的债权或货币出资。1985年9月至2000年9月期间，发行人先后登记为集体企业、股份合作制企业，分别适用《工商企业登记管理条例》（施行有效期间：1982年8月9日至1988年7月1日）、《中华人民共和国企业法人登记管理条例（1988）》（施行有效期间：1988年7月1日至2011年1月8日）、《中华人民共和国企业法人登记管理条例施行细则》（1988年12月1日起实施，1996年12月25日第一次修订）、《乡村集体所有制企业条例》（1990年7月1日起实施，2011年1月8日被修订）、《农民股份合作企业暂行规定》（1990年2月12日起实施，1997年12月25日被修订），以上规定均未限制股东以债权出资，且未要求债权出资履行评估程序。该期间公司股东存在债权出资未履行评估程序的情形，符合当时的法律法规规定。</p> <p>2000年9月，公司注册资金由595万元增至1,180万元系以股东对发行人的债权出资，未履行评估程序，委托XXX会计师事务所进行了验资。公司该次增资适用《中华人民共和国企业法人登记管理条例（1988）》（施行有效期间：1988年7月1日至2011年1月8日）、《中华人民共和国企业法人登记管理条例施行细则》（1988年12月1日起实施，1996年12月25日被修订）、《农民股份合作企业暂行规定》（1990年2月12日起实施，1997年12月25日被修订），以上规定均未限制股东以债权出资，且未要求债权出资履行评估程序。该期间公司股东存在债权出资未履行评估程序的情形，符合当时的法律法规规定。</p>

## 结语及提示

根据前文对相关案例的梳理，我们就监管机构关于“债转股”的关注要点及发行人未做评估时可参考的解释思路初步总结如下：

<p><b>监管问询关注要点</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 债权是否真实；</li> <li>• “债转股”行为是否符合当时法律法规的规定；</li> <li>• 是否存在被相关行政机关处罚的风险，是否构成重大违法违规；</li> <li>• 发行人与相关债权人是否因此存在纠纷或者潜在纠纷。</li> </ul>
<p><b>不评估的解释思路</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 已取得主管市场监督管理部门出具的合规证明，认定不存在重大违法违规，不会受到行政处罚；</li> <li>• 借款系货币资金，根据该笔借款的银行转账凭证、记账凭证、财务报表等文件可以确认该笔借款及其形成的债权的真实性以及现金价值；</li> <li>• 会计师出具《验资复核报告》验证；</li> <li>• 股东用以出资的债权价值不存在重大不确定性，未侵害公司及其他股东权益。</li> </ul>



综上，结合相关法律法规及实操案例，在拟上市企业存在“债转股”的情况时，为了降低被监管机构关注的可能，发行人一般以履行评估手续为原则，以不评估为例外。就例外情况而言，不履行评估手续即实施“债转股”需要满足相应的条件，条件包括但不限于需证明该等债权系真实且具有准确的价值，不存在重大不确定性；发行人与“债转股”涉及的债权人不存在纠纷或潜在纠纷，未侵害公司及其他股东的权益；该“债转股”行为不属于重大违法违规，不存在受到行政处罚的风险等。但是，鉴于每个项目上“债转股”的具体事实情况不尽相同，且与此相关的审核政策及监管要求也可能不时变化。因此，上述分析在具体个案适用时，我们仍建议发行人及相关中介机构结合事实情况做审慎判断和具体分析。

附表：《公司法》对以非货币方式出资的规定

1993/1999/2004年《公司法》	第二十四条 股东可以用货币出资，也可以用实物、工业产权、非专利技术、土地使用权作价出资。对作为出资的实物、工业产权、非专利技术或者土地使用权，必须进行评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价。土地使用权的评估作价，按照法律、行政法规的规定办理。
2005/2013/2018年《公司法》	第二十七条 股东可以用货币出资，也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资；但是，法律、行政法规规定不得作为出资的财产除外。 对作为出资的非货币财产应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的，从其规定。

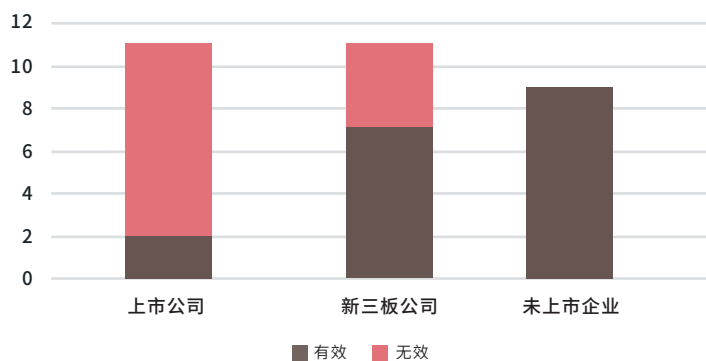
感谢实习生徐贝凝对本文的贡献！

# 企业上市状态 与股权代持的效力

叶国俊 陈轶

在股权投资领域，由于各种特殊原因和现实需求，股权代持的现象颇为常见。股权代持是指实际出资人（隐名股东）以他人（显名股东）名义向公司出资，公司章程和商事登记中股权为名义股东所有，但隐名股东实际享有投资收益等部分或全部股东利益的一种股权（股份）处置方式。<sup>1</sup>《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（三）》第二十四条规定“有限责任公司的实际出资人与名义出资人订立合同，约定由实际出资人出资并享有投资权益，以名义出资人为名义股东，实际出资人与名义股东对该合同效力发生争议的，如无合同法第五十二条规定的情形，人民法院应当认定该合同有效。前款规定的实际出资人与名义股东因投资权益的归属发生争议，实际出资人以其实际履行了出资义务为由向名义股东主张权利的，人民法院应予支持。”因此，在投资实务中，投资人往往较为普遍地认为股权代持是有效的，从而忽视了潜在的投资风险。本文从近年的司法判例切入，尝试分析股权代持在企业不同上市状态下的法律效力。

近年案例检索结果



<sup>1</sup> 刘迎霜. 股权代持协议的性质与法律效力 [J]. 法学家, 2021, 03: 130-141+195.

## 一、涉及上市公司的股票代持

在近两年的案例中，检索到的 11 个涉及上市公司股票代持的案例（含 1 家港股上市公司），其中在 9 个案例中股票代持协议被判无效，2 个案例中股票代持协议被判有效。

由于上市公司的股权代持涉及公众投资者利益保护、证券市场的监管秩序、金融稳定等公共利益，对该类股权代持合同的效力审核更为严格。由于上市公司代持行为多从未上市阶段延续至上市后，因此司法实践多认为代持行为效力应分为公司上市前和上市后两个时间段来看，如 (2020) 苏 05 民终 8738 号和 (2020) 鲁 01 民终 11781 号。在上市前，代持协议的约定并未违反法律和行政法规的规定，为双方真实意思表示，应为有效。但在公司上市过程中，代持协议所涉有限责任公司股权代持转化为上市公司股权代持，故对其效力的认定则应当根据上市公司监管相关法律法规综合判定。《中华人民共和国证券法》第七十八条“发行人及法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他信息披露义务人，应当及时依法履行信息披露义务。信息披露义务人披露的信息，应当真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”中国证券监督管理委员会颁布的《首次公开发行股票并上市管理办法》第十三条“发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。”根据上述规定，公司上市发行人必须股权清晰，且股份不存在重大权属纠纷，公司上市需遵守如实披露的义务，披露的信息必须真实、准确、完整，这是证券行业监管的基本要求，也是公司上市的准入条件。如上市公司真实股东不清晰，对于上市公司其他信息披露要求、关联交易审查、高管人员任职回避等等监管举措必然落空，必然损害到广大非特定投资者的合法权益，从而损害资本市场基本交易秩序与交易安全。签署股权代持协议违反公司上市监管规定。《首次公开发行股票并上市管理办法》虽属于部门规章性质，一般情况下不影响合同效力，但因中国证券监督管理委员会根据《中华人民共和国证券法》授权对证券行业进行监督管理，且该等管理办法与相关法律、行政法规并不冲突，属于证券行业监管基本要求和业内共识，对广大非特定投资人利益、金融安全和资本市场秩序构成重要保障，因此，针对上市公司的股票代持

以无效为主流观点。

然而在司法实务中，也存在少量上市公司股票代持被判决有效的例外情形，主要影响判决的因素包括：1、该委托持股比例过小（均小于 5%），不足以对上市公司产生任何影响；2、显名股东和隐名股东均非上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事或高级管理人员，未违反上市公司信息披露义务；3、委托代持的股票在境外证券交易市场上市，未构成对大陆资本市场和金融安全的损害。而这些例外的因素都是围绕着该等股权代持情节非常轻微，不足以对上市公司造成重大影响，不会对广大投资者公共利益造成损害，那么在这个前提下，股权代持可以尊重当事人意思自治。

因此判断上市公司股票代持的效力核心是该代持行为是否会对上市公司的信息披露产生影响，是否影响金融安全和资本市场秩序。如涉及控股股东、实际控制人、董事、监事或高级管理人员，或涉及股份比例超过 5% 的，则相关代持协议有非常大概率被判定无效。

## 二、涉及新三板挂牌公司的股权代持

相较于上市公司，涉及新三板挂牌公司的股权代持效力在司法实践中存在一定的争议。在近两年的案例中，检索到的 11 个涉及新三板公司股权代持的案例，其中在 7 个案例中股权代持协议被判有效，4 个案例中被判无效。

涉及新三板公司股权代持，主流观点认为，虽然《非上市公众公司监督管理办法》第三条规定“公众公司应当按照法律、行政法规、本办法和公司章程的规定，做到股权明晰，合法规范经营，公司治理机制健全，履行信息披露义务”，第二十一条规定，“公司及其他信息披露义务人应当按照法律、行政法规和中国证监会的规定履行信息披露义务，所披露的信息应当真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。公司及其他信息披露义务人应当及时、公平地向所有投资者披露信息”，但因《非上市公众公司监督管理办法》是证监会部门规章，并不属于法律或行政法规范围，因此主流观点认为新三板股权的代持行为不构成对金融安全、市场秩序、国家宏观政策等的损害或破坏，亦不违背社会所公认的公序良俗，系属有效。



而在持无效观点的案例中，如北京市第一中级人民法院(2021)京01民终4889号和北京市海淀区人民法院(2019)京0108民初52026号判决书中均认为，“《非上市公众公司监督管理办法》虽属于部门规章及中央规范性文件的性质，但中国证券监督管理委员会根据《中华人民共和国证券法》授权对证券行业进行监督管理，且与法律并不冲突，并且属于行业监管基本要求与业内共识，并对广大非特定投资人利益及社会公共利益构成必要保障。”因此，涉及新三板公司股权代持与上市公司的股票代持类似，应属无效。

从表面看，上述两种观点是对于《非上市公众公司监督管理办法》是否能作为代持协议无效的依据存在争议，但究其本质还是对涉及新三板挂牌公司的股权代持是否损害社会公共利益存在争议。从案例中可以发现，判决无效的案例多涉及到挂牌企业的实际控制权变更，挂牌企业的实际控制人、控股股东、董事、监事和高级管理人员的重大信息披露违规。但从整体判决结果来看，涉及新三板挂牌公司的代持审核上相对宽松，许多涉及挂牌企业的实际控制人、控股股东、董事、监事和高级管理人员的少量股权的代持均被认定为有效。这也体现了对于社会公共利益损害程度的判断。新三板挂牌公司虽在全国中小企业股份转让系统挂牌交易，但从性质上仍属于非上市公司，且数量多达近万家，彼此之间差异巨大。大多数新三板挂牌公司规模较小，再加上新三板交易账户开户有较高的门槛，成交并不活跃，故而代持新三板挂牌公司股权对于金融安全、资本市场秩序、国家宏观政策等的损害较上市公司小，因此司法实践中多比照未上市企业，认定代持协议有效。但对于少数涉及挂牌企业控制权变更、董监高的重大信息披露违规，仍比照上市公司的要求，认定为无效，这里法官有一定的自由裁量权。

### 三、涉及未上市或挂牌公司的股权代持

在检索到的9个涉及未上市或挂牌公司的股权代持案例中，未上市或挂牌公司的股权代持均为有效。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（三）》第二十四条规定“有限责任公司的实际出资人与名义出资人订立合同，约定由实际出资人出资并享有投资权益，以名义出

资人为名义股东，实际出资人与名义股东对该合同效力发生争议的，如无合同法第五十二条规定的情形，人民法院应当认定该合同有效。”

因此，涉及有限责任公司的股权代持协议的有效性已有明确定论，但是对于上述规定是否适用于股份有限公司中的类似安排，则没有明确规定。从法理的角度分析，有限责任公司比股份有限公司更体现人合的特点，对于有限责任公司的股权对外转让，其他股东有优先受让权；而在股份有限公司中，股东可以自由转让股份，除上市或挂牌公司登记于中国证券登记结算中心外，其他股份有限公司在市场监督管理局仅备案发起股东，并不备案股东的时时变化，因此未上市或挂牌的股份有限公司在股份的流转上较有限责任公司更为简便。有限责任公司的股权代持有效性已得到确认，那么关于股份有限公司的股权代持问题可以参考适用上述关于有限责任公司的司法解释，例如(2020)吉01民初689号一案中，涉案商业银行股份有限公司采取定向募集方式设立，涉及的即为未上市股份有限公司的股票。

综上所述，代持协议的有效性会因所涉公司的不同阶段而有所区别，因此如无法避免股权代持这种交易结构，则需要综合考量企业未来挂牌或上市的可能性、代持所涉及的人员身份，以及代持的股份比例等诸多因素，避免潜在的法律风险。

# 科创板生物医药企业 上市案例的 实证分析研究

黄任重 张世源

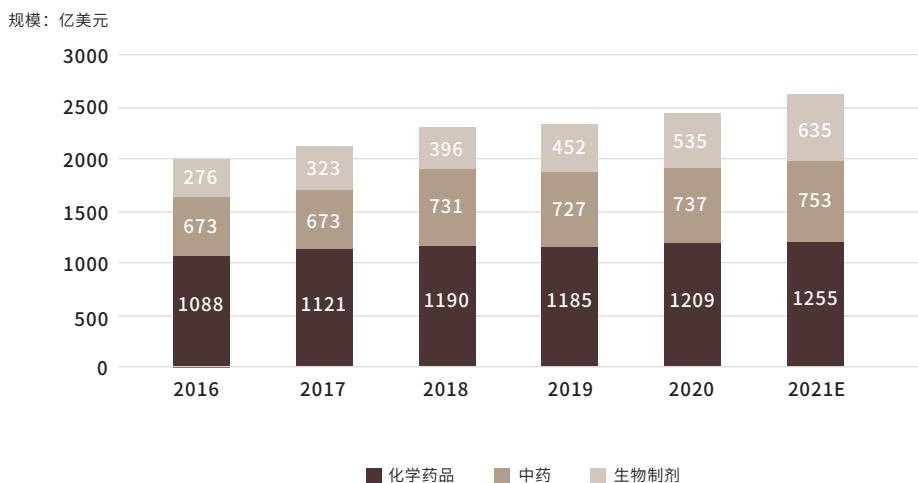
## 导言

科创板作为我国境内资本市场改革的“试验田”，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。生物医药行业被誉为“永远的朝阳行业”，在科创板中亦占据着重要的地位。截至 2021 年 12 月 11 日，科创板已受理申请的 668 家公司（其中 12 家终止后二次申报的公司不重复计算）中，生物医药企业就占据了其中的 138 席，占比 20.66%。

近年来，我国医药市场保持着超过全球医药市场的增速增长。根据 Frost & Sullivan 的统计，2016-2020 年我国医药行业市场规模从 13294 亿元增长至 17919 亿元。中商产业研究院预测，2021 年我国医药市场将会继续保持增长趋势，2021 年我国医药行业市场规模将达 18858 亿元。从细分市场规模上来看，根据中商产业研究院预测，2021 年我国化学药品、中药、生物制剂市场规模将分别达到 1255 亿美元、753 亿美元、635 亿美元。

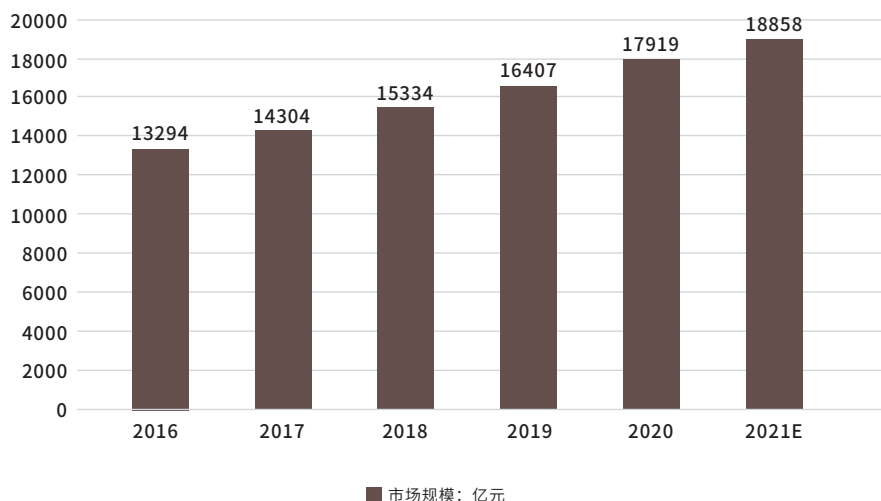
2016-2021 年中国医药市场细分市场规模统计

制图：中商情报网（www.askci.com）



## 2016-2021 年中国医药行业市场规模统计

制图：中商情报网 (www.askci.com)



数据来源：Frost & Sullivan、中商产业研究院整理

生物医药企业的研发创新需要高密度、长周期的资金流支持，但新药获批生产前几乎无收入，科创板已为生物医药企业提供了契合其成长路径的规则机制。生物医药企业顺势而为搭乘科创板“快车道”对接资本市场，成为当下许多生物医药企业面临的重大战略机遇。

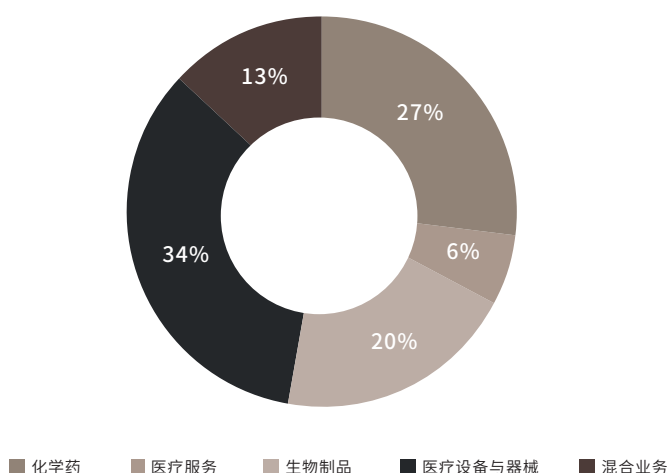
### 一、科创板已受理生物医药企业的大数据分析

根据上交所官网披露的信息，截至 2021 年 12 月 11 日，科创板共计已受理 668 家企业（其中 12 家终止后二次申报的公司不重复计算）的申请。其中 138 家为生物医药企业，占比为 20.66%，成为科创板第二大行业。就上述 138 家生物医药企业，我们从业务类型、审核状态、上市标准等维度进行大数据分析如下：

#### （一）业务类型

根据《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定（2021 年 4 月修订）》第四条的规定，生物医药领域主要可以细分为四大块：生物制品、高端化学药、高端医疗设备与器械及相关技术服务。参考此种分类，已申报科创板的 138 家生物医药企业的业务分布如下图所示：

科创板生物医药企业之业务分布

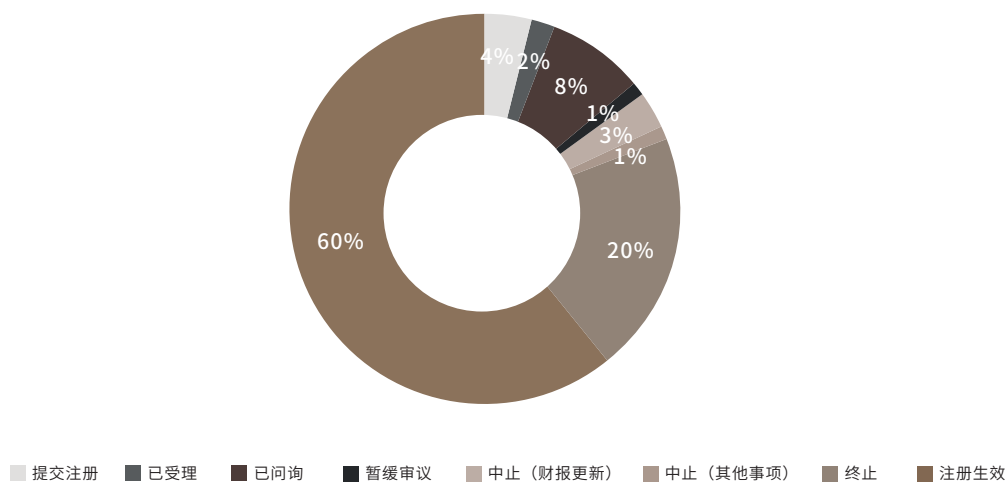




## （二）审核状态

目前已申报科创板的 138 家生物医药企业中，共 83 家已通过证监会注册，占已申报企业数量的 60%；28 家终止了上市审核，占已申报企业数量的 20%。该等生物医药企业的具体审核状态如下图所示：

科创板生物医药企业之审核状态

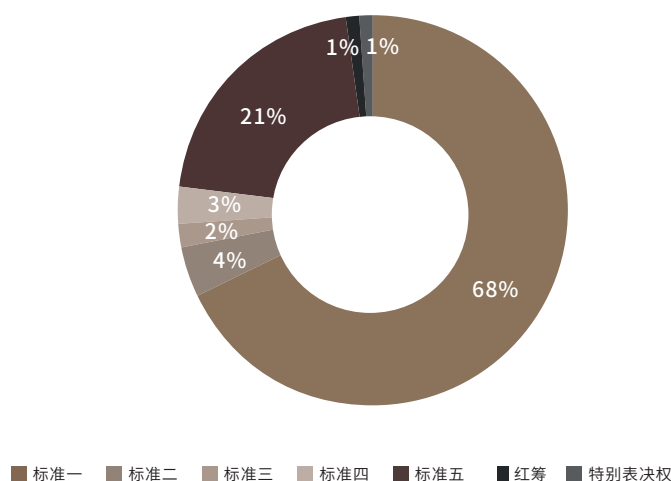


## （三）选择适用的上市标准

目前已申报科创板的 138 家生物医药企业中，共 94 家选用上交所规定的第一套上市标准，29 家选用第五套上市标准。值得特别指出的是，截至目前科创板选用第五套上市标准的企业均属于生物医药行业。

《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则（2020 年修订）》规定的第五套上市标准为：“预计市值不低于人民币 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。”第五套市值标准被市场认为是科创板较 A 股主板一项触及灵魂的变革，该标准与生物医药企业研发周期长、新药获批生产前几乎无营收的特征相契合，可谓为生物医药企业量身定做。

科创板生物医药企业之上市标准



## 二、科创板生物医药企业之问询要点

通过梳理上交所披露的问询函回复，可以发现监管层对生物医药企业的主要关注问题包括：（一）核心技术与知识产权；（二）业务资质及业务开展模式；（三）商业贿赂；（四）行业政策与医疗改革；（五）研发投入的财务处理；（六）产品质量与安全；（七）环保；（八）同业竞争。该等问询的具体情况如下：

### （一）核心技术与知识产权

与拟登陆科创板的其他企业相同，生物医药企业首先被关注其科创属性，与此相关的具体问询包括：

1、发行人核心产品的先进程度，是否为公司独有技术、相关技术是否成熟、是否为行业内普遍通用技术或者基础技术，核心技术在中国境内及境外所处的位置；2、核心技术的来源与权属是否清晰，知识产权是否存在瑕疵和纠纷；3、发行人研发的前瞻性，研发机制是否具备持续创新能力，是否存在快速仿效、快速迭代的风险、防止技术迭代落后方面所采取的措施和安排；4、发行人是否存在合作研发、研发外包、引进授权等与第三方合作的商业模式，如存在，发行人持续经营能力是否依赖上述模式；5、发行人核心技术人员是否曾任职于竞争对手，是否存在竞业禁止、保密协议或其他可能导致侵犯知识产权的情形；核心技术人员的认定标准，核心技术人员近两年变动的主要原因。

另外，生物医药企业在核心技术上亦有其特殊性，医学药品从研制到最终转化为产品要经过许多环节：试验室研究阶段、中试生产阶段、临床试验阶段（I、II、III期）、规模化生产阶段和市场商品化阶段。在对生物医药企业的问询函中，上交所多次关注其产品管线的创新性和多样化，要求从病种类型、病种阶段、研究进展、研发人员配备等多方面细化披露研发管线图。

### （二）业务资质及业务开展模式

业务资质：1、发行人是否已取得与生产经营所必需的相关许可、资质、认证（包括但不限于药品生产许可证、药品 GMP 认证、医疗器械经营许可证、医疗器械注册证书等），产品是否取得批文；2、发行人的境外经营是否满足相应的资质、认证、标准规范等要求；3、发行人经销商是否具有医疗器械的销售资质。

业务开展模式：医药行业的进入门槛较高，为实现商品向各地各级医院的顺利流通，有必要依托于当地具备渠道优势和资源优势的经销商。因此，生物医药行业的销售多采用经销模式。监管层对此关注的重点包括：1、经销商具体业务模式及采取经销商模式的必要性；2、经销商选取标准、日常管理、定价机制（包括营销、运输费用承担和补贴等）、物流（是否直接发货给终端客户）、退换货机制、销售存货信息系统等方面的内控是否健全并有效执行；3、经销商模式下收入的真实性等。

### （三）商业贿赂

学术推广是生物医药企业常采用的营销模式，而学术推广亦是商业贿赂的高发区。各类名目的学术会议中充斥着向处方医生提供现金、统方费、回扣等贿赂的现象。上交所在商业贿赂的问题上主要关注以下问题：1、学术推广营销模式的合法合规性，学术推广费用的具体构成，学术推广费用与营业收入的匹配情况；2、销售费用增长的原因及具体内容；3、发行人关于商业贿赂的内部控制制度的制定及执行情况，能否有效防范商业贿赂风险；4、发行人历史上是否存在因商业贿赂受到处罚或被立案的情况。

#### （四）行业政策与医疗改革

生物医药行业对政策的依赖程度很高，目前对行业影响较大的主要是两票制、一致性评价制度、辅助用药制度和带量采购制度。在问询函中，上交所主要关注该等政策制度对发行人商业模式和生产经营持续能力的影响。具体而言，上述制度是指：

**1. 两票制：**指药品生产企业到流通企业开一次购销发票，流通企业到医疗机构开一次购销发票，由此药品从生产企业到终端医疗机构全部只开两次发票。旨在规范、压缩药品流通环节，降低药品价格，引导行业健康有序发展。

**2. 一致性评价制度：**是指对已经批准上市的仿制药，按与原研药品质量和疗效一致的原则，分期分批进行质量一致性评价，目的是使仿制药需在质量与药效上达到与原研药一致的水平。

**3. 辅助用药制度：**辅助用药指有助于增加主要治疗药物的作用或通过影响主要治疗药物的吸收、作用机制、代谢以增加其疗效的药物；或在疾病常规治疗基础上，有助于疾病或功能紊乱的预防和治疗的药物。“辅助用药制度”的主要精神为加强医疗机构辅助用药临床应用管理，规范辅助用药临床应用行为，提高合理用药水平。2019年7月1日，国家卫健委发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》，给出了第一批国家辅助药物名单，涉及20个化药及生物制品。2021年9月3日，国家卫健委发布《国家重点监控合理用药药品目录调整工作规程》，规定目录更新调整的时间原则上不短于3年，纳入目录管理的药品品种一般为30个。

**4. 带量采购制度：**根据《国家组织药品集中采购和使用试点方案》（国办发[2019]2号）以及以上海为代表的11个试点地区委派代表组成的联合采购办公室颁布的《4+7城市药品集中采购文件》，带量采购将从通过一致性评价（含按化学药品新注册分类批准上市）的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点，实现药价明显降低，减轻患者药费负担。此后，国家医保局印发《关于做好当前药品价格管理工作的意见》，明确深化药品集中带量采购制度改革，坚持“带量采购、量价挂钩、招采合一”的方向，促使药品价格回归合理水平。

#### （五）研发投入的财务处理

生物医药企业的研发投入大、周期长，且存在研发失败的风险，相关研发投入的会计处理也是上交所问询的重点，相关问题包括：1、研发费用资本化是否满足企业会计准则的规定；2、是否按照谨慎性原则确定研发费用资本化开始的时点；3、研发费用的归集及核算口径；4、与研发费用相关的内控制度是否健全有效。

#### （六）产品质量与安全

上交所主要关注发行人的质量控制制度是否健全并有效实施，产品质量是否符合国家法律法规、行业监管政策、标准等的规定，是否存在质量事故或纠纷，是否发生公司产品召回事件，是否存在医疗纠纷等。

#### （七）环保

上交所关注的生物医药企业环保问题包括：

1、发行人是否属于重污染行业，是否符合国家和地方环保要求、是否发生环保事故、发行人有关污染治理设施的运转是否正常有效；2、有关环保投入、环保设施及日常治污费用是否与处理公司生产经营所产生的污染相匹配等问题；3、发行人产品中使用的原材料是否存在相关的环保回收政策；4、发行人及其子公司报告期内是否存在环保违法违规行为。

#### （八）同业竞争

上交所关注的生物医药企业同业竞争问题包括：1、控股股东/实际控制人控制的其他企业与发行人之间是否存在同业竞争事项，是否构成对发行人的重大不利影响；2、发行人是否为控股股东/实际控制人XX业务的唯一实施主体；3、控股股东/实际控制人维护发行人的权益有何具体措施，能否有效解决或避免已存在或可能存在的同业竞争。

### 三、三家审核终止状态的生物医药企业的问询要点

上交所强调，科创板发行上市审核，重点围绕与投资者价值判断和投资决策密切相关的信息，通过一轮或多轮问询，督促发行人及其中介机构真实、准确、完整地披露信息，努力问出一家“真公司”。

截至 2021 年 12 月 11 日，已有 141 家申请科创板的企业或主动或被动地终止了 IPO，这 141 家企业中属于生物医药行业共 28 家。通过分析上交所就上述企业出具的审核问询函以及终止科创板上 市审核的决定（如有），我们或许可以窥见这些企业终止 IPO 的原因。这些原因既涵盖了生物医药企业需关注的共性风险，也有因企业自身原因引起的个性问题。本文挑选了近期有代表性的三家案例具体分析如下：

### （一）终止企业 1——核心产品被质疑存在对合作方的技术依赖

终止企业 1 是一家专注于抗肿瘤创新药物发现、开发、生产及商业化的中国领先的自主创新生物技术公司，以靶向药、表观遗传调节、肿瘤免疫治疗及联合疗法为核心，布局了靶向蛋白降解技术，建立了以“生物标志物”为指导的精准医疗平台，构建了技术先进、运行规范并与国际接轨的新药研发体系；同时正在推进生产基地建设，并构建自有营销网络，致力于成为集创新药物研发、产业化和商业化为一体的全球性知名药企。

科创板上市委基于该企业已开展二期以上临床试验的核心产品均源自授权引进或合作研发，以及报告期内存在持续委托合作方参与核心产品的外包研发服务的情况，认为该企业未能准确披露其对授权引进或合作开发的核心产品是否独立自主进行过实质性改进，对合作方是否构成技术依赖，不符合科创板相关规则对信息披露的要求，故上交所决定对该企业的科创板 IPO 申请予以终止审核。

### （二）终止企业 2——营业收入出现异常波动，且公司历史上存在出资瑕疵

终止企业 2 是一家国内体外诊断产品的供应商，专注于 POCT 检测仪器、POCT 诊断试剂的研发、生产和销售，是一家研发驱动型高新技术企业。基于公司自主知识产权的产品，被广泛应用于炎症感染检测、传染病检测、心脑血管检测、糖代谢检测、肾脏疾病检测、优生优育检测等临床医学领域。

根据该企业披露，由于受到新冠疫情的影响，公司 2020 年营业收入较 2019 年下降 26.96%。而同行业可比公司 2020 年第二季度、第三季度营收同比增长率均高于该企业。同时，该企业设立时存

在股东以未履行评估程序的专有技术作价出资，历史上也存在股东实缴增资款项不及时的情况。

### （三）终止企业 3——核心技术先进性遭质疑

终止企业 3 是一家为生物制品企业、医疗机构、科研院所提供细胞建库与保藏、细胞检定、生产工艺病毒去除 / 灭活验证及相应生物安全评估第三方服务的高新技术企业，服务范围涵盖生物制品临床前研究、新药临床试验申请（IND）、新药上市申请（NDA），细胞治疗、基因治疗技术的临床前研究、临床试验备案等。

科创板上市委重点关注了该企业核心技术的来源，认为该企业未能充分披露核心技术的先进性，不符合科创板相关规则对信息披露的要求，故上交所决定对该企业的科创板 IPO 申请予以终止审核。

## 结语

基于前文，相较于传统 A 股板块，科创板宽松包容的政策利好有助于发挥市场对生物医药企业的价值发现功能。但科创板并非看见“医药”两字就认为是“香饽饽”，生物医药企业上市依然任重道远。同时，我国医疗行业的改革目前仍处于逐渐深化阶段，随着近年来《药品管理法》的施行，药品集中带量采购的常态化以及高值医用耗材集中带量采购的改革破冰，基本药物目录、医保目录、一致性评价制度、药品上市许可持有人制度以及医药价格和招采信用评价制度等重大行业政策的陆续细化落地，药品及医疗器械的审批、注册、制造、包装、许可及销售等各个环节都会受到影响；结合当前科创板强调“硬科技”的背景对生物医药企业“License-in”模式带来的考验，生物医药企业在上市过程中被关注的要点也会相应有所变化。

拟登陆科创板的生物医药企业应对行业政策和监管动向保持足够关注，未雨绸缪，进一步规范运作，以期尽快成功登陆科创板，抓住生物医药行业的黄金发展期，助推我们国家从制药大国向制药强国的快速转变。



---

# 境内企业 于香港发行 REITs 及 上市之路

孙昊天 陈桦 王乐陶 周历宇 邹小岳 杨晓荃 丘亮 李楠 温骄琳 江楚填

---

2021年5月17日，顺丰房地产投资信托基金（以下简称“顺丰 REIT”或“顺丰房托”）于香港\* 联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）成功上市，成为中国香港首支物流地产上市房地产投资信托基金（以下简称“REITs”或“房托”），为中国境内企业境外融资打开了新思路。自2005年越秀房托成为第一支于中国香港上市的中国境内物业 REITs，到近年来招商房托与顺丰房托相继登录中国香港，中国香港成为除新加坡之外又一个中国境内企业 REITs 公开发行的主要市场。本文将从中国境内企业境外发行 REITs 背景、香港 REITs 交易结构及上市流程、REITs 上市红筹重组及合规要点等方面，对中国境内企业香港发行 REITs 进行全方位的介绍。

## 一、中国企业境外发行 REITs 的基本情况

中国房地产市场在经历爆发式增长后，逐步进入存量时代，有效盘活存量资产、实现重资产退出尤为迫切。REITs 于 1960 年起源于美国，随后在澳大利亚、中国香港、新加坡等发达地区及新兴市场得到迅速发展。REITs 通过公募方式公开发行，具有流动性强、投资者认可度高、可实现会计出表等特点。为盘活存量资产、解决资金压力，越来越多的中国境内企业选择赴规则成熟且熟悉中国境内资产的中国香港或新加坡发行 REITs。

## (一) 香港联交所 REITs 上市案例情况<sup>1</sup>

截至目前，以中国物业资产在中国香港联交所发行 REITs 并上市的案例情况如下：

基金名称	上市时间	物业类型	物业组合
越秀房地产投资信托基金 (00405.HK)	2005 年 12 月 21 日	综合体、写字楼、购物中心	城建大厦、财富广场、维多利亚广场、白马大厦
汇贤产业信托 (087001.HK)	2011 年 4 月 29 日	综合体、酒店	东方广场
春泉产业信托 (01426.HK)	2013 年 12 月 5 日	写字楼	华贸中心写字楼 1 座及 2 座
招商局商业房地产投资信托基金 (1503.HK)	2019 年 12 月 10 日	综合体、写字楼	新时代广场、数码大厦、科技大厦二期、花园城
顺丰房地产投资信托基金 (2191.HK)	2021 年 5 月 17 日	工业物流	亚洲物流中心顺丰大厦、佛山桂城丰泰产业园、芜湖丰泰产业园

## (二) 新加坡交易所 REITs 上市案例情况<sup>2</sup>

截至目前，以中国物业资产在新加坡交易所发行 REITs 并上市的案例情况如下：

基金名称	上市时间	物业类型	物业组合
丰树物流信托 (M44U.SG)	2005 年 7 月 28 日	工业物流	丰树上海西北物流园（一期）、丰树上海西北物流园（二期）、丰树外高桥保税物流园、丰树洋山保税物流园、丰树欧罗物流园、丰树美国工业村、丰树杭州物流园、丰树嘉兴物流园、丰树镇江物流园、丰树无锡物流园、丰树无锡新区物流园、丰树常熟物流园、丰树南昌物流园、丰树天津物流园、丰树武汉物流园、丰树西安沣东物流园、丰树西安配送中心、丰树长沙物流园（一期）、丰树郑州国际物流园

<sup>1</sup> 根据 CNABS 网站披露的数据，截至 2021 年 5 月 17 日，已有 15 支 REITs 在香港上市。由于睿富中国商业房地产投资信托基金、开元产业投资信托基金已退市，目前尚有 13 支 REITs 可供交易。

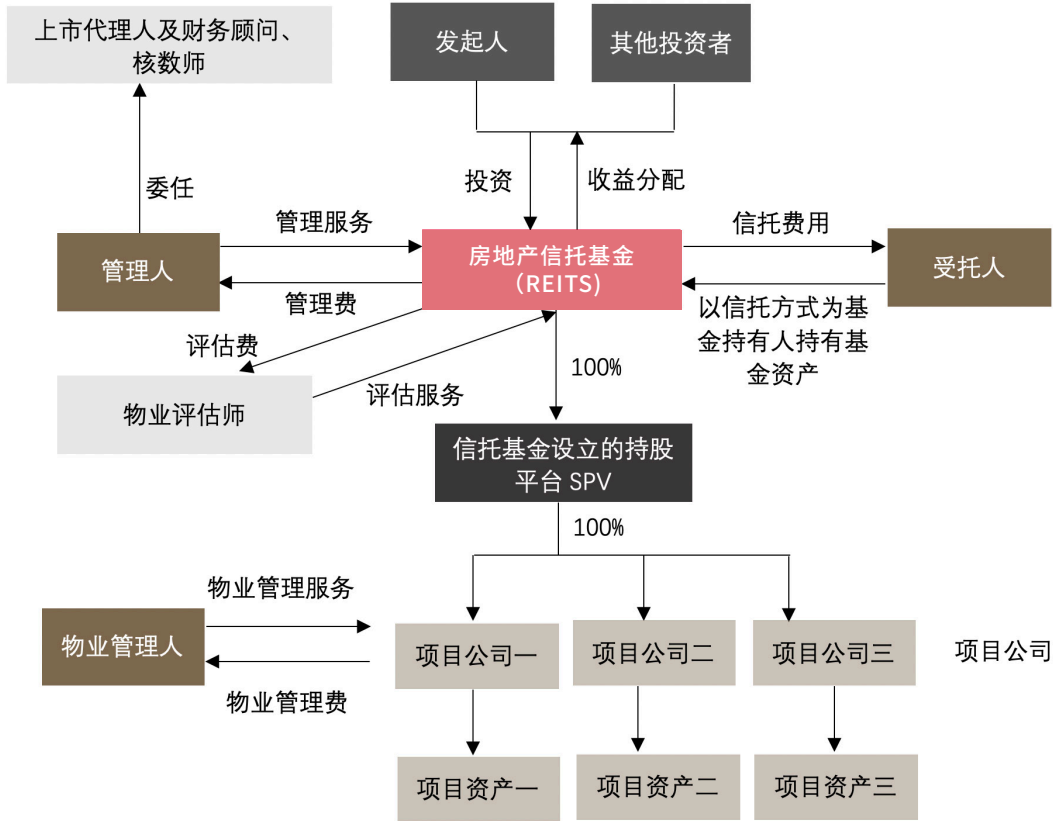
<sup>2</sup> 根据新加坡证券交易所的数据，截至 2021 年 5 月 14 日，共有 47 支 REITs 在新加坡证券交易所可供交易。

基金名称	上市时间	物业类型	物业组合
升禧环球房地产投资信托 (P40U.SG)	2005年9月20日	购物中心	仁和春天棕北店
雅诗阁信托 (HMN.SG)	2006年3月31日	服务公寓	上海徐汇盛捷服务公寓、广州雅诗阁服务公寓、苏州馨乐庭星海服务公寓、武汉馨乐庭沌口服务公寓、大连盛捷天城服务公寓、沈阳盛捷和平服务公寓、天津盛捷奥林匹克大厦服务公寓
凯德中国信托 (AU8U.SG)	2006年12月8日	购物中心	凯德 Mall 西直门、凯德 Mall 望京、凯德 Mall 大峡谷、凯德 Mall 双井、凯德七宝购物广场、凯德乐峰广场、凯德广场新南、凯德 Mall 赛罕、凯德广场二七、凯德新民众乐园、凯德广场芜湖上海徐汇盛捷服务公寓、广州雅诗阁服务公寓、苏州馨乐庭星海服务公寓、武汉馨乐庭沌口服务公寓、大连盛捷天城服务公寓、沈阳盛捷和平服务公寓、天津盛捷奥林匹克大厦服务公寓
丰树大中华商业信托 (RW0U.SG)	2013年3月7日	写字楼	佳程广场、展想广场
华联商业信托 (TS0U.SG)	2014年1月27日	综合体	上海力宝广场
北京华联商业信托 (BMGU.SG)	2015年12月11日	购物中心	北京华联万柳购物中心、华联成都空港购物中心、华联大连金三角店、华联合肥蒙城路购物中心、华联西宁花园店
运通网城 (BWCU.SG)	2016年7月28日	工业物流	崇贤港投资、崇贤港物流、富恒仓储、富卓实业、恒德物流、北港物流一期、武汉美洛特
大信商用信托 (CEDU.SG)	2017年1月20日	购物中心	大信新都汇石岐店、大信新都汇小榄店、大信新都汇远洋店、大信溢彩荟、大信新都汇斗门店、大信新都汇顺德店、大信新都汇坦背店
砂之船房地产投资信托 (CRPU.SG)	2018年3月28日	购物中心	砂之船奥特莱斯(重庆)、砂之船奥特莱斯(璧山)、砂之船奥特莱斯(合肥)、砂之船奥特莱斯(昆明)

## 二、中国香港 REITs 的交易结构及主要流程

### (一) 交易结构

中国香港 REITs 的主要交易结构如下：



### (二) 主要流程

#### 1. 发行规则要点

2020年12月4日，香港证券及期货事务监察委员会（以下简称“香港证监会”）公告修订后的《房地产投资信托基金守则》，相较于2014年版《房地产投资信托基金守则》，本次修订的主要亮点在于允许房地产投资信托基金在符合相关条件下投资少数权益物业、投资物业发展项目可超过资产总值10%上限、房地产投资信托基金的借款限额由资产总值的45%提高至50%。最新《房地产投资信托基金守则》的主要规定如下：

主要规则	主要内容
特点	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 专注投资于可产生定期租金收入的房地产项目</li> <li>2. 积极地买卖房地产项目是受到限制的</li> <li>3. 收入的较大部分必须源自房地产项目的租金收入</li> <li>4. 收入的绝大部分必须会定期以股息方式分派给持有人</li> <li>5. 订明其最高借款额</li> <li>6. 关联人士交易必须获得持有人的批准</li> </ol>

主要规则	主要内容
公开市场要求	已发行单位数目总额至少 25% 必须由公众人士持有
机构要求	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 必须是信托形式</li> <li>2. 必须具有香港证监会接受的受托人，受托人与管理人必须相互独立</li> <li>3. 必须具有香港证监会接受的管理人，管理人必须委托上市代理人及财务顾问、核数师</li> <li>4. 必须委托一个独立的物业评估师，由其每年对 REITs 进行评估</li> </ol>
投资限制	<p>该计划主要投资于房地产项目</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 有关的房地产项目一般必须可产生收入（资产总值至少 75% 均必须被投资于产生定期租金收入的房地产项目）</li> <li>2. 该计划可以购入空置及没有收入或正在进行大规模发展、重建或修缮的建筑物的未完成单位（该等房地产项目的累计合约价值与其物业发展费用，无论在任何时候均不得超过该计划的资产总值的 25%）</li> <li>3. 销售文件须清楚披露该计划是否有意在上市后的首 12 个月内购入其他物业</li> </ol>
	<p>可投资以下金融工具：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 在香港联交所或其他国际认可证券交易所上市的证券</li> <li>2. 非上市债务证券</li> <li>3. 政府证券及其他公共证券</li> <li>4. 本地或海外地产基金</li> </ol> <p>投资于上述金融工具不能超过该计划资产总值 10%</p>
	<p>对该等少数权益物业的投资总额不得超过房地产投资信托基金总资产价值的 10%（10% 上限）</p>
	<p>房地产投资信托基金对于非资格少数权益物业、物业发展、相关投资及其他附属投资的总额不得超过房地产投资信托基金资产总值的 25%</p> <p>对合格少数权益物业的投资不计入以上 25% 的上限</p>
	<p>持有期限限制</p> <p>该计划必须持有该计划之内的每项房地产项目（非资格少数权益物业除外）最少 2 年</p>
	<p>借入款项的限制</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 借款总额都不得超过该计划的资产总值的 50%</li> <li>2. 计划可以将资产抵押作为借入款项的抵押品</li> </ol>
	<p>如 REITs 以某种地产命名，该 REITs 对所持有地产的投资必须占非现金资产的 70% 以上</p>



主要规则	主要内容
关注要点	<p>管理公司有责任就任何物业投资的所有相关规范进行适当和透彻的尽职调查。该等相关范畴包括如下事宜：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 物业的拥有权和业权</li> <li>2. 必需的政府批准及城市规划要求</li> <li>3. 对物业用途及外资拥有权的限制</li> <li>4. 安全规定</li> <li>5. 土地补价规定</li> <li>6. 物业是否具有产权负担</li> <li>7. 是否符合分区规划及建筑物规定</li> <li>8. 现有及预期出现的租约及重大协议</li> <li>9. 维修及营运物业所需的开支</li> <li>10. 已投购的保险的承保范围及金额</li> </ol>
持有期	<p>除非该计划已将最低限度的持有期终止之前出售有关房地产项目的理据，清楚地传达给持有人，同时其持有人亦已通过持有全体大会上通过特别决议，同意有关出售</p>
股息政策	<p>每年须将不少于其经审计年度除税后净收入 90% 的金额分派予单位持有人作为股息</p>

## 2. 上市申请流程

香港证监会是香港 REITs 的主要监管机构，所有拟于香港证券市场上市的 REITs 必须先得到香港证监会认可，再按照香港联交所要求申请上市。此外，于香港申请上市的 REITs 需要遵守香港证监会《房地产投资信托基金守则》及香港联交所《上市规则》的相关规定。

香港 REITs 上市申请分为两个阶段，第一阶段为向香港证监会递交上市申请（A1），递交申请后香港证监会将下发数轮问询，并由发行人进行回复。无进一步问询后，香港证监会将向发行人下发原则性批准函（Approval in principle, "AIP"）。第二阶段为在发行人取得香港证监会 AIP 后，向香港联交所递交上市申请（A2），并在香港联交所网站上传聆讯后资料集。香港联交所向发行人确认无其他意见后，将下发 AIP。在完成公开发售及定价后，REITs 获得香港证监会及香港联交所的正式上市批准，并最终于香港联交所挂牌上市。

与 IPO 上市申请不同，REITs 上市申请中还需完成房托管理人及负责人牌照的申请。在设立房托管理人公司后，在至少一名房托管理人的负责人需通过牌照考试的情况下，可向香港证监会递交房托管理人第 9 类牌照及负责人牌照的申请。在 REITs 上市获得香港证监会 AIP 时可获得香港证监会对房托管理人及负责人牌照的有条件批准，在 REITs 上市获得香港联交所 AIP 后，香港证监会将发出正式许可及房托管理人、负责人牌照。

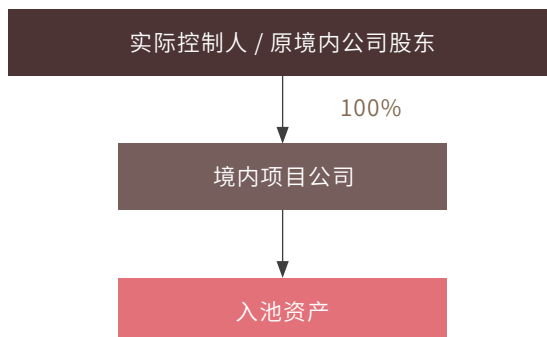
## 三、REITs 境外上市重组

REITs 境外上市重组与中国企业通过红筹结构于境外证券交易所发行股票并挂牌上市所需的重组（以下简称“境外 IPO 重组”）本质相同，需要于境外新设发行主体并搭建持股结构，最终将境内资产注入

境外架构，实现境外发行人层面的财务合并报表，因此，REITs 境外上市重组亦属于红筹重组。

### (一) REITs 红筹重组的总体架构

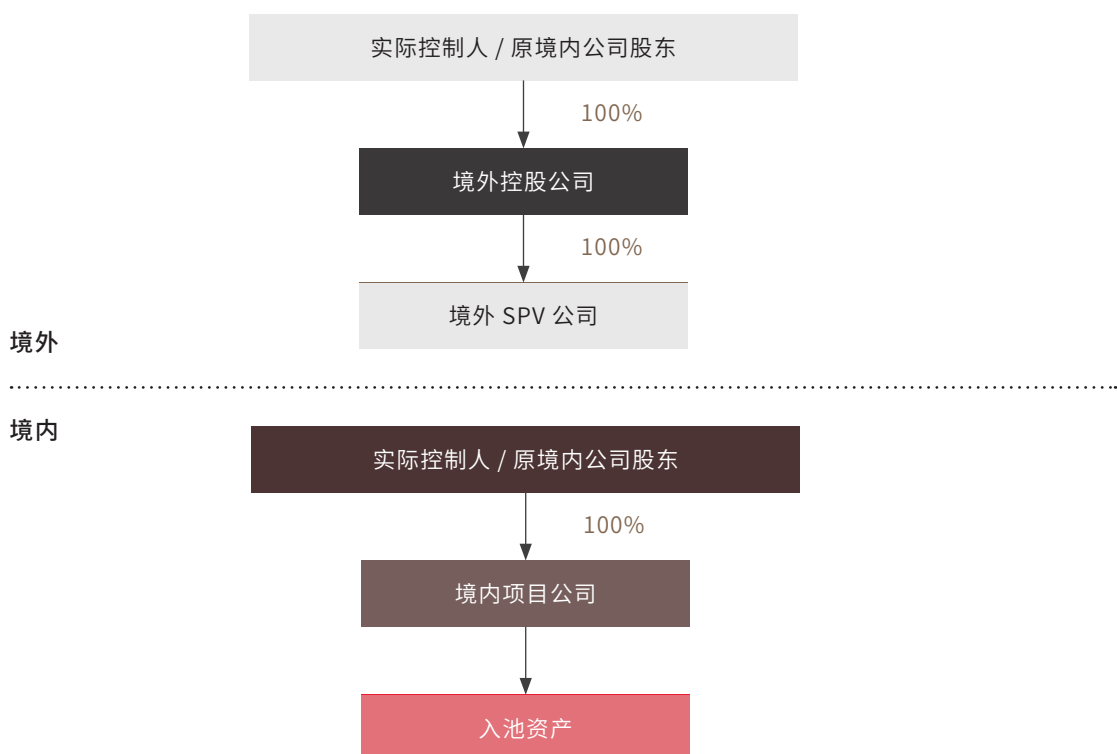
红筹重组前，项目公司的股权结构大致如下：



根据红筹重组惯例，红筹重组完成后总体将形成“实际控制人 / 原境内公司股东 - 境外控股公司 - 境外 SPV 公司 - 境内公司”的持股结构，主要步骤如下：

#### 1. 搭建境外红筹持股架构

在重组启动后，先由实际控制人 / 原境内公司股东于境外设立红筹持股架构。作为境外持股平台的空壳公司，设立地和层次的设置主要从避税、保密性以及未来境外股权操作便利性的角度考量，一般可根据需求选择在开曼群岛（Cayman）、英属维尔京群岛（BVI）或中国香港设立。境外红筹架构搭建完成后大致架构如下：



### 37号文 or ODI 手续?

中国籍实际控制人 / 原境内公司股东搭建境外架构并最终在境外控股公司持股的过程中，将涉及相关境外投资手续办理事宜。

目前境内自然人仅可通过境外 SPV 公司返程投资其原持有股权的境内公司的方式进行境外投资，并需根据《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（以下简称“37号文”）的规定办理境外投资外汇登记手续。而对于境内企业或机构，其进行境外投资需办理 ODI 手续，一般包括商务部门、发改部门、外汇部门的审批或备案手续。因此，如实际控制人或原境内公司股东以境内自然人名义持有境外第一层公司股权，则需办理 37 号文登记；如以境内企业或机构的名义持有境外第一层公司的股权，则需办理 ODI 手续。由于红筹重组中境外架构一般存在不止一层的境外公司，对于境内企业或机构间接投资的境外第二层或更多层级公司，需根据相关法规或资金出入境需求办理 ODI 境外再投资手续。

由于 ODI 手续较为复杂、耗时较长且需遵循真实性审查原则，对于非专业财务投资机构且股权穿透后可以追溯到自然人控制股东的情况，建议通过办理 37 号文外汇登记的方式完成 REITs 重组下的境外投资，而如以 A 股上市公司、国资委控股公司等主体进行境外投资，由于其难以穿透到自然人，则一般通过办理 ODI 手续的方式完成 REITs 重组下的境外投资。需要注意的是，37 号文下境内自然人股东不能实际对境外公司现金出资。因此在不采取借款融资的情况下，37 号文通道下股东在境外控股公司层面持股的现金对价均较低，对于以估值或其他较高对价入股境内公司的股东（如财务投资者等）可能存在丧失税基的风险，需要综合考虑。

## 2. 境内资产出境

搭建境外红筹持股架构的同时，境内一般还会进行非上市资产的剥离、上市资产的纳入等境内重

组动作。完成后，通过由境外架构中最下层公司收购境内项目公司股权的方式<sup>3</sup>，实现境内外权益的连接（以下简称“境内资产出境”）。境内资产出境为红筹重组中一个关键节点，应尽量避免境内资产出境后境外持股公司的股权变动，避免因间接转让境内资产适用《关于非居民企业间接转让财产企业所得税若干问题的公告》（以下简称“7号文”）而产生额外税负。

### 两步走 or 先卖出再买入?

境内资产出境步骤中将涉及红筹重组过程中的另一部重头戏法规——《关于外国投资者并购境内企业的规定》（以下简称“10号文”）。

为避免 10 号文下关联并购审批<sup>4</sup>的适用，红筹重组中常以“在境内公司层面引入无关联境外投资者，将境内公司变更为外商投资企业，不再满足 10 号文下被并购标的应为内资企业”作为主要解决 10 号文关联并购规定适用的重组方法。<sup>5</sup>由于中国香港及新加坡 REITs 上市不要求实际控制人在一定期限内保持不变，REITs 的红筹重组相对于境外 IPO 重组存在多一个选择。REITs 重组中引入无关联境外投资者，存在两种方式：（1）于境内公司层面引入小比例无关联投资者（如 5%），将境内公司变更为中外合资企业（“JV”），后再由实际控制人下属公司收购该 JV，简称“两步走”；（2）由无关联境外投资者收购境内公司 100% 股权，将境内公司变更为外商独资企业（“WFOE”），后再由实际控制人下属公司收购该 WFOE，简称“先卖出再买入”<sup>6</sup>。

据 10 号文，境外投资者并购内资公司股权应按评估价值。两步走方案中，由于无关联境外投资者仅收购境内公司很小比例的股权，无需占用过多的资金，且境内公司仍受到实际控制人控制，未来实际控制人下属公司收购时属于同一控制下收购，可能存在更大的税务筹划空间。而先卖出再买入方案中，无关联境外投资者需一次性收购境内公司 100% 的股权，需要更多的流动资金来完成收购，且由于按估值作价，收购对价较高，原股权溢价增

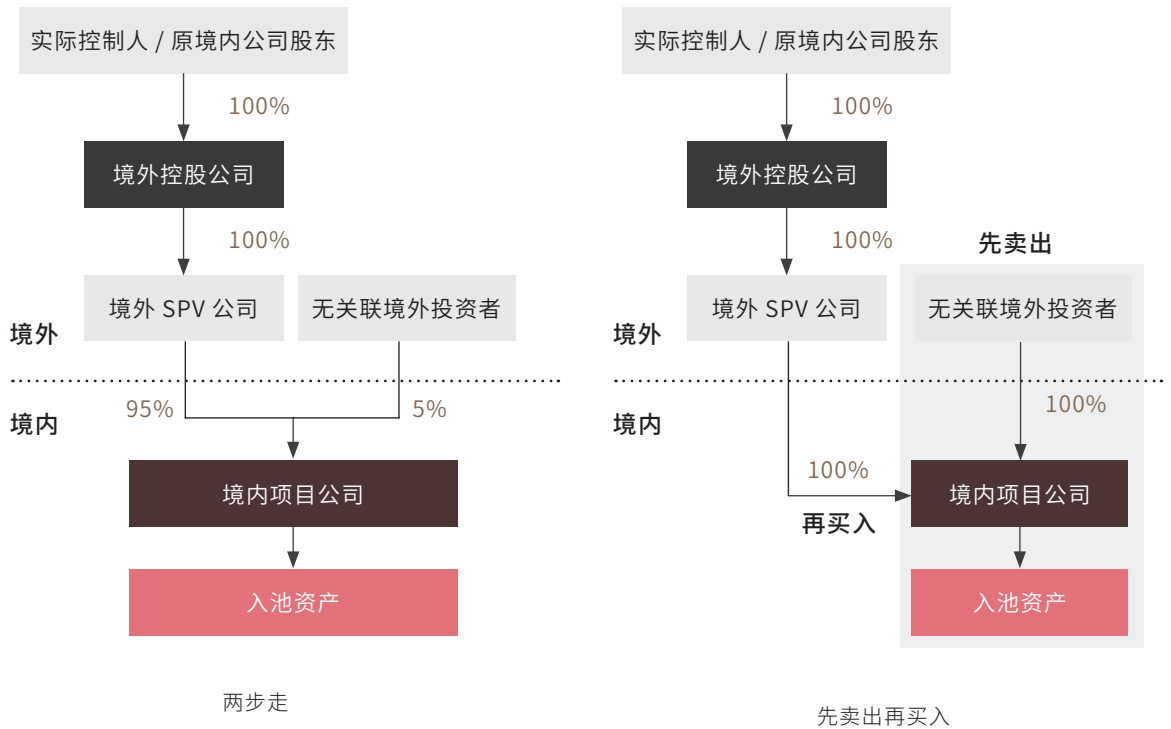
<sup>3</sup> 受限于适合发行 REITs 的行业特性，一般不涉及外资限制类行业，亦不适用通过 VIE 协议来实现境内资产出境的情况。

<sup>4</sup> 根据《关于外国投资者并购境内企业的规定》（下称“10号文”）第 11 条，境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司（下称“关联并购”），应报商务部审批。关联并购商务部的审批在实践中基本无法取得。

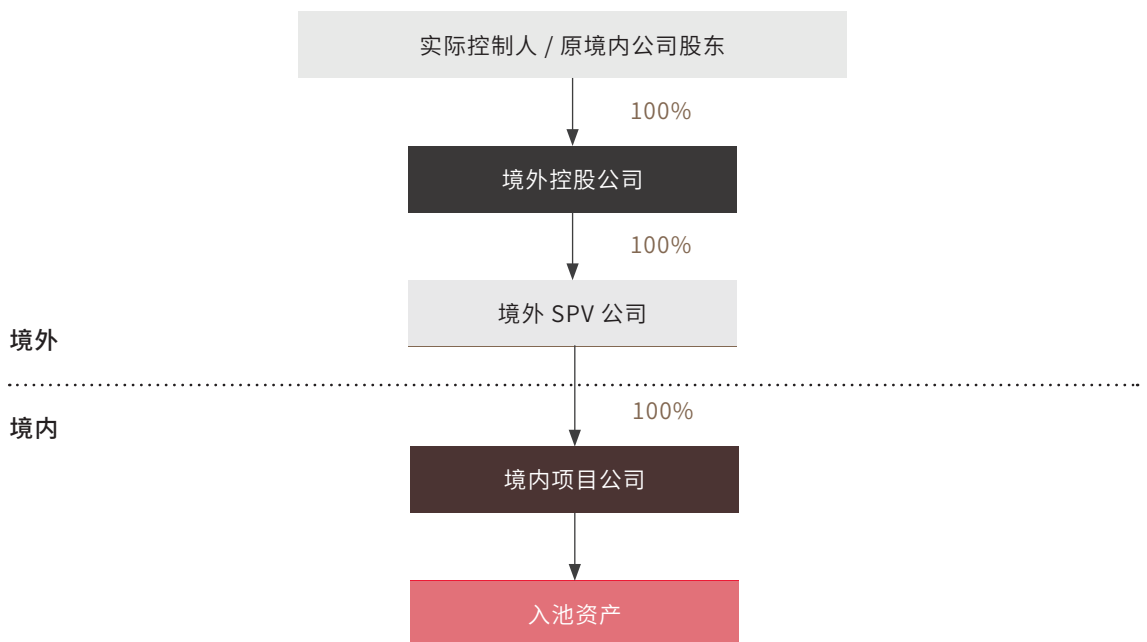
<sup>5</sup> 仅针对实际控制人为中国籍人士的情形，对于实际控制人为外籍且不在中国习惯性居住，通常无须采取两步走或先卖出再买入的方式，无须办理 37 号文外汇登记。

<sup>6</sup> 由于红筹上市一般要求拟上市公司实际控制人一年不变，而先卖出再买入的方案将导致拟上市公司实际控制人变更，因此，红筹上市一般不会采取此重组方案。

高，亦可能带来更大的税负成本。同时，由于本次外资并购属于转移控制权的第三方转出，税务筹划空间相对于同一控制下转让较小。但是，从 REITs 上市重组案例来看，先卖出再买入是境外发行 REITs，特别是新加坡发行 REITs 的主流选择。因此，如选择新加坡发行 REITs，从符合监管机构惯性把握的角度，选择先卖出再买入方案更为稳妥；而从经济效率方面考量，选择两步走方案更为合适。

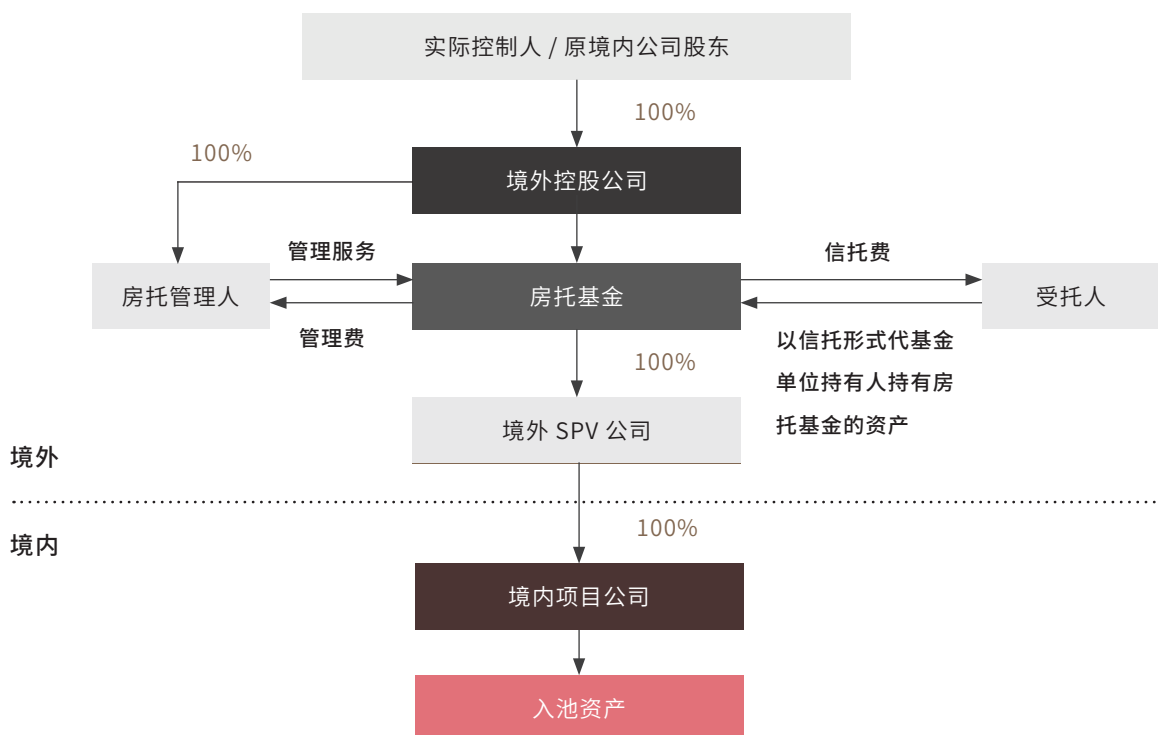


采取两步走方式，在无关联境外投资者入股境内项目公司后，可通过境外 SPV 公司直接收购其持有的境内项目公司股权、无关联境外投资者退出上市架构；或者境外换股、无关联境外投资者上翻境外控股公司两种方式实现境外控股公司对境内项目公司 100% 的控股。最终，两步走或先卖出再买入重组后将形成以下架构：



### 3. 搭建信托结构

REITs 境外上市重组区别于境外 IPO 重组的重要因素为基于 REITs 这一金融产品特性，需要在境外控股公司与持有物业的项目公司之间搭建信托结构，设置房托管理人，并将项目公司注入 REITs。搭建信托架构后，境外控股公司成为 REITs 的基金单位持有人。常见的搭建信托结构的主要方式有在境内资产出境前、通过新设方式设立信托以及在境内资产出境后、通过转让方式夹设信托两种。其中，前一种方式可避免 7 号文的适用而进行间接转让境内资产的企业所得税申报；后一种方式可以实现在上市及定价确定性较大的情况下再将资产注入 REITs，有利于保证入池资产的安全性。信托架构搭建后，将形成以下架构：



## (二) 其他中国法律重点问题

### 1. 大红筹审批？

结合《国务院关于进一步加强对在境外发行股票和上市管理的通知（国发[1997]21号）》（以下简称“97红筹指引”），实操中普遍认为，大红筹结构一般是指拟境外上市主体实际控制人或控股股东为中国境内机构的情况。但如果该等中国企业股权穿透后可以穿透到自然人，则重组惯例中都会由该等自然人在境外搭建架构，以避免大红筹审批。因此，通常不得不适用大红筹架构的，主要是实际控制人或控股股东无法穿透到自然人的中国企业，一般是国资、上市公司等中国企业。

根据 97 红筹指引及上市惯例，大红筹结构下境外上市需要经过中国证监会审批及 / 或省级人民政府或者国务院有关主管部门同意（以下简称为“大红筹审批”），实践中，除大型国企外，前述大红筹审批难以取得。

但是，97 红筹指引为存在大红筹结构的 REITs 发行留下一线空间：根据 97 红筹指引字义，其仅适用于“股票”发行而不适用于“信托基金单位”发行。目前存在大红筹结构的新加坡及中国香港上市 REITs 的发行文件中均未披露大红筹审批的问题。因此，在境外律师根据当地上市规则确认 REITs 发行的信托基金单位不属于“股票”的情况下，存在大红筹架构的 REITs 发行一般认为不需要经过大红筹审批。



## 2. 境内资产出境股权转让对价如何支付？

REITs 上市中的境内项目公司都是持有物业的重资产企业，净资产价值高，在境内资产出境与资产注入 REITs 时均需要高额的股权转让对价。在不具备通过换股方式支付对价的情况下，以现金方式支付收购境内项目公司的股权转让对价将对公司的现金流带来巨大挑战。而不同于一般境外 IPO 重组中要求重组相关股权转让对价在递交上市申请前或上市前支付完毕的惯例，REITs 可以以上市募集资金用于支付境内资产出境的股权转让对价，这为缓解公司重组现金流压力提供便利。发行人需在递交 REITs 上市申请前，完成境外控股公司下设公司与境内项目公司股东股权转让协议的签订，并完成工商变更，实现股权及股东权利转移至境外控股公司下设公司，但可不实际支付股权转让对价。在 REITs 完成上市后，可以部分募集资金用于境内项目公司股权收购对价，有关资金用途将于申请文件及发售通函中亦会披露。

本次顺丰 REIT 上市前需要分拆顺丰控股的资产和子公司（“分拆资产”）并将分拆资产注入顺丰 REIT。分拆资产的买卖协议（SPA）中约定，买方先以提供期票（Promissory Note）予卖方的方式完成交割，并约定在上市后的五天内买方必须兑现该期票。本次顺丰 REIT 上市前也邀请了银行组成银团向顺丰 REIT 的子公司提供贷款，用以收购分拆资产。顺丰 REIT 在上市后，利用上市募集的资金加上银团提供的贷款兑现期票。

但需要注意的是，如果境内资产出境中涉及外资并购的情况，则需要符合 10 号文第 16 条对于股权转让对价支付时间的限制，即一般于自外商投资企业营业执照颁发之日起 3 个月内支付股权转让对价。

### （三）税务筹划

由于 REITs 上市中的项目公司均持有物业，属于重资产企业，重组中纳入上市资产、剥离非上市资产以及境内资产出境所涉及的股权转让及资产转让均可能产生较重的税负成本，因此，相对于一般的境外 IPO 重组，税务筹划在 REITs 红筹重组中显得更为重要。

REITs 红筹重组中常见的税务筹划方式简介如下：

处理方式		主要内容	筹划目的
预提分红		提高公司可分配利润并预提对股东的分红。	降低境内公司净资产，进而降低境内资产出境时股权转让的对价以及股权转让溢价，降低所得税成本。
减资		对境内项目公司进行减资，但需经过 45 天的公示期，耗时长。	
正向剥离 (即将入池资产转至新主体)	分立：由分立后的新设主体持有入池资产	在境内项目公司既持有经营性物业（入池资产），又持有非经营性物业（非入池资产）的情况下，则需要与 REITs 入池资产不相关的资产、业务、债务、人员等进行剥离。	存在使用特殊税务重组的空间，但需满足持有入池资产的新设分立公司 / 新设项目公司 12 个月股东不变更。 如为了满足特殊税务重组的股东不变的要求，可能无法在 REITs 上市前注入资产，则需要发起人承诺于锁定期满 12 个月后立即装入资产，并承诺对物业未装入期间的现金流进行补足。
	资产出资：以持有的入池资产出资设立一新项目公司		
反向剥离 (即将入池资产保留在原主体)	分立：由分立后的新设主体持有非入池资产	在剥离非入池资产时，存在正向剥离、反向剥离两种方式，除一般的资产转让外，分立与资产出资存在一定的税务筹划空间，且能减少对公司现金流的占用。	
	资产出资：以持有的非入池资产出资设立一新公司		

处理方式	主要内容	筹划目的
换股	<p>在境外控股公司下设 SPV 公司收购境内项目公司时，除现金收购外，可考虑换股方式。</p> <p>由境外控股公司下设 SPV 公司进一步设立下一层境内 SPV 公司（以下简称“现金公司”），并由该等现金公司持有与境内项目公司估值相当的现金资产。之后，由境外控股公司下设 SPV 公司收购境内项目公司，其收购对价为境外控股公司下设 SPV 公司持有现金公司 100% 股权，即将境外控股公司下设 SPV 公司持有的现金公司股权与原股东持有的境内项目公司股权互换。</p>	降低境内资产出境中股权转让的企业所得税成本。
夹设合伙企业	由境外控股公司间接在境内设立一合伙企业，由该等合伙企业作为收购境内项目公司的主体。	合伙企业层面可免征企业所得税，可以选择设立在税务环境友好的城市，如海南、广州南沙等地。
构建外债	<p>在境内项目公司层面构建外债，可由其境外股东向其提供借款。</p> <p>一方面企业从其关联方接受的债权性投资与权益性投资的比例在不超过标准情况下而发生的利息支出可在税前扣除；另一方面，境内项目公司除分红可向境外实现资金流动外，增加通过偿还债务和支付利息的方式实现资金流动，并减少因分红带来的税负。</p>	在境内项目公司层面形成一定的股债比例，加大债务资本（债权性筹资）而减少股份资本（权益性筹资）比例的方式增加税前扣除，并可扩大除分红外向境外分配资金的方式，以降低企业税负。

以上主要为税务筹划相关考虑，相关分析与结论请以 REITs 上市项目中会计师或专业税务师意见为准。

#### 四、REITs 境外上市合规要点

如 IPO 一样，中国香港 REITs 上市同样需要接受证券监管部门对合规性的考验。合规性问题的尽职调查及解决情况，将决定相关资产是否可以挂牌上市并对估值产生影响。

### (一) REITs 资产法律尽调的一般关注要点

物流地产与商业地产（包括：购物中心、写字楼与酒店等）为目前境外上市 REITs 中的主要地产业态，对于该等底层资产及其项目公司的法律尽调相应的特殊关注要点如下：

序号	核查项目	特殊要点	法律尽职调查方法	解决措施
1	项目规划用途与实际用途	<ul style="list-style-type: none"><li>可能存在土地规划用途与实际用途不符的情况</li><li>根据《中华人民共和国土地管理法》第八十一条，不按照批准的用途使用国有土地的，由县级以上人民政府自然资源主管部门责令交还土地，处以罚款</li></ul>	审核国有土地使用证、国有建设用地使用权出让合同、建设用地许可证与建设工程规划许可证等文件上载明的土地或建筑物用途	<ul style="list-style-type: none"><li>由公司提供承诺，如因项目规划用途与实际用途不符问题导致 REITs 遭受任何损失，公司应对 REITs/ 项目公司进行全额补偿</li><li>对于未按项目规划用途使用土地的合规性确认，应取得主管部门的合规证明或与主管部门进行访谈</li></ul>
2	投资强度、用地和规划标情况	公司与当地政府签署的项目投资合同等协议通常会约定投资强度、税收贡献等内容，需要审查项目投资额、税收情况是否符合投资合同的约定，否则存在违约的风险	审查项目公司与当地政府签署的项目投资合同等协议并参考项目报建文件	若公司出现未符合项目投资合同的约定而面临承担违约责任的情形时，可以与政府签订补充豁免协议，更改原协议的内容或由政府豁免公司应承担的违约责任
3	项目运营模式的合规性	<ul style="list-style-type: none"><li>商业地产项目的运营模式主要有开发商完全自持、开发商部分自持、租售并举及开发商售后回租三种运营模式</li><li>区分不同运营模式，对合规性进行调查</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>针对产权自持模式：审查开发商与租户签订的租赁合同等协议的合规性</li><li>针对租售并举与售后回租模式：审查项目建设的情况、审查租赁期限届满后续约的问题等</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>对于产权自持模式下，租赁合同不合规或影响未来 REITs 利益安排的情形，应当通过重新签订补充协议或者变更合同消除该不利影响</li><li>对于租售并举与售后回租模式下可能存在的项目建设中的不合规情形，应当根据相关法律进行整改，并取得主管部门的合规证明或与主管部门进行合规性访谈</li></ul>

序号	核查项目	特殊要点	法律尽职调查方法	解决措施
4	在建工程或者已建成房产的合规性	<ul style="list-style-type: none"> <li>存在在建工程或者已建成房产的，应关注该等建筑是否取得了环评审批、规划审批、竣工验收审批，已建成房产是否取得房产证</li> <li>存在未经审批建设的建筑物，项目公司可能面临拆除违章建筑、罚款等行政处罚措施</li> </ul>	通过实地考察，比对建筑物与环评备案或登记表、建设规划许可证、竣工验收文件与不动产权证书等载明面积等是否一致	<ul style="list-style-type: none"> <li>保留该等违建部分，不进行拆除，但需要关闭该等违建面积运营并终止相关租约；由工程顾问评估并确认，保留该等违建部分不会对建筑物整体的安全性构成负面影响</li> <li>与当地主管政府部门访谈确认，保留该等违建部分不会对未来办理项目的房产证及未来运营构成负面影响，不会对其进行处罚</li> <li>与香港证监会进行预沟通，确认保留该等违建部分不会对实质性影响 REITs 上市</li> </ul>
5	物业抵押及其他限制性协议安排对物业的限制性	根据香港证监会《房地产投资信托基金守则》，REITs 需要对入池资产享有“good marketable legal and beneficial title”，需考虑物业上是否存在影响前述意见发表的限制	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过不动产登记信息查询调档或者不动产权证他项权进行核查；核查项目公司履行的担保合同等</li> <li>审查铺位租赁、广告位租赁合同，关注是否存在约定优先购买权与提前解约等权利安排条款与未来的交易安排冲突</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>《民法典》生效后于物业上设立的抵押，除抵押合同约定不得转让或相关物业的不动产登记簿登记禁限抵押物转让外，抵押物业原则上可以转让。《民法典》生效前已经办理抵押登记的不动产，未经抵押权人同意，仍然不得转让。因此，多数《民法典》生效前已抵押的资产在上市前会解除或替换入池物业上的抵押或其他担保</li> <li>针对现有底层资产存在与未来交易安排存在冲突的条款，应当通过补充协议等方式在未来资产交易前进行变更或解除</li> </ul>
6	转让限制	项目的投资协议、土地出让合同等文件或者地方法规可能存在针对项目土地使用权（特别是工业类土地）的转让限制（包括资产转让、项目公司股权变更、项目公司控制人变更）	检索地方法规、询问项目公司、查验与政府部门之间的投资协议及土地出让合同等文件	若投资协议、土地出让文件或地方法规存在限制转让的情形，需取得限制方同意转让事宜的书面文件

序号	核查项目	特殊要点	法律尽职调查方法	解决措施
7	房屋租赁登记备案	根据法律规定，房屋租赁合同订立后，房屋租赁当事人应当到租赁房屋所在地房地产主管部门办理房屋租赁登记备案	查验项目的租赁合同登记备案证明文件；进一步向当地房屋管理部门进行咨询，以确认项目所属的物业类型是否需要强制办理租赁登记备案	<ul style="list-style-type: none"> <li>建议由项目公司尽快补充办理该等租赁登记备案手续</li> <li>由公司提供承诺，如因历史上存在的该等租赁登记备案问题导致 REITs 遭受任何损失，公司应对 REITs/ 项目公司进行全额补偿</li> </ul>
8	剥离项目公司人员	REITs 上市中项目公司主要作为持有入池物业的权属人，应尽量保持其干净、法律关系简单，对物业资产的管理可通过房托管理人进行	梳理项目公司已有的劳动合同和在职人员，区分需继续在项目公司任职的关键人员与其他辅助人员	尽量解除除关键人员外的其他项目公司已签署的劳动合同，将该等劳动合同转移至集团体系内其他轻资产公司
9	特殊行业资质审查	根据《国务院对确需保留的行政审批项目设定行政许可的决定》（2016 年）第 36 项规定，旅馆业需要县级以上地方人民政府公安机关核发旅馆业特种行业许可证。因此，酒店等商业地产还需取得特种行业许可证	审查公司提供的资质证书	<ul style="list-style-type: none"> <li>针对未取得相应资质证书即开展业务的，应当补办相应资质证书</li> <li>就未取得资质证书期间从事业务的情形，应当取得主管部门的合规性访谈与合规证明</li> </ul>

REITs 上市项目中对于物业资产及项目公司的尽调相对于一般的地产企业境外 IPO 尽调更加注重物业权属干净、建筑物用途合规及租赁关系稳定，更加细致严格。同时，除上述尽调内容外，对物业资产及项目公司的尽调还需关注一般房地产开发企业的常见法律问题，包括闲置土地、逾期开竣工、未批先建、人防消防验收、社保公积金未足额缴纳等。

## （二）A 股上市公司的特殊关注要点

若 A 股上市公司拟在境外发行 REITs，基于 REITs 产品特性，当资产从 A 股公司下属公司注入 REITs 后，将构成该等资产从 A 股公司合并财务报表中出表，因此，此类交易涉及 A 股上市公司资产出售事项相关的内部审批及信息披露。

根据证监会《上市公司信息披露管理办法》（2021 年修订）及相关交易所股票上市规则的规定，当资产出售涉及的金额达到需要经董事会或股东大会审议的标准时，A 股上市公司应当及时履行审批手续并进行相应的信息披露。若资产出售事项构成重大资产重组的，还应当按照《上市公司重大资产重组管理办法》等法规履行相应的审批与披露手续。

感谢实习生肖斌对本文的贡献。



---

# 从 SPAC 上市案例说起

孙昊天 钟鑫 杨晓荃 李楠 郑兆江

---

2021年1月28日，新能源汽车制造商法拉第未来（以下简称“法拉第”，英文名 Faraday Future，简称“FF”）与空白支票公司（SPAC）Property Solutions Acquisition Corp.（以下简称“Property Solutions”）宣布，双方已就业务合并达成最终协议，合并后的新公司估值为34亿美元。火爆的SPAC上市市场再迎热点企业。

SPAC本身只是一个“纯现金”的空壳公司，成立的唯一目的是用筹集的资金收购一家具有发展前景的非上市公司，实现该非上市公司的融资与上市。本文主要结合案例从SPAC上市行情、上市流程、上市结构角度进行分析。

## 一、SPAC上市热潮

### （一）SPAC上市的时间分布

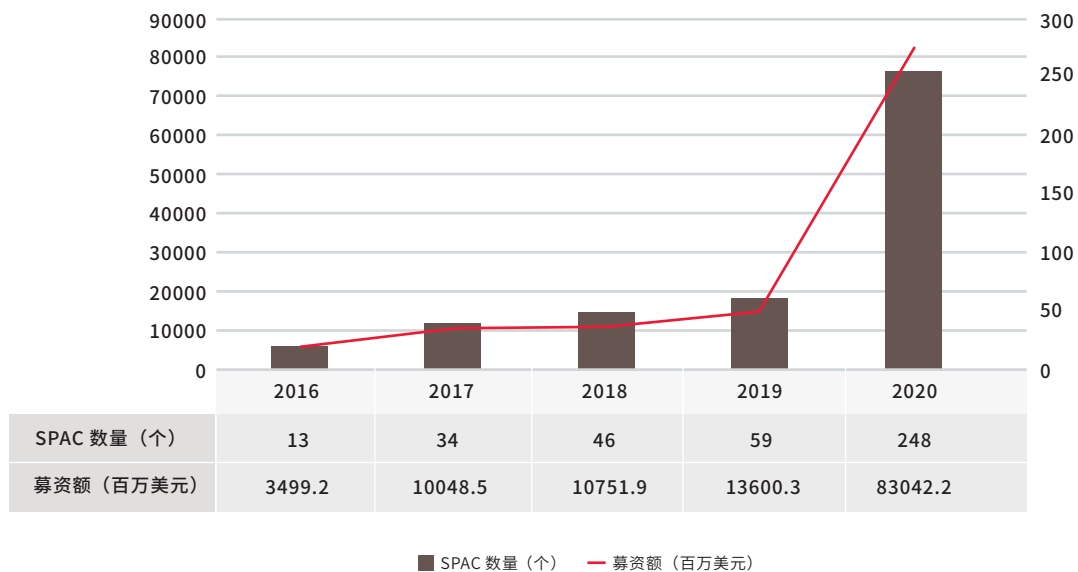
根据SPAC Insider<sup>1</sup>数据显示，自2016年始至2020年，SPAC的数量与募资额逐年攀升。2020年更是呈现井喷状态，仅一年便有248家SPAC在美国主板成功上市，募资额高达830.422亿美元，无论是SPAC项目数量还是募资总额，都超过2009年至2019年共11年的总和<sup>2</sup>。而2021年伊始，已有96家公司完成SPAC上市。SPAC正以一种势不可挡的姿态成为美股融资的主流。另据报道，新加坡和香港交易所正考虑允许企业以SPAC方式上市。

---

<sup>1</sup> 数据来源：<https://spacinsider.com/stats/>。

<sup>2</sup> 2009年至2019年SPAC数量合计为226家，募资总额为471.88亿美元。

2016-2020 年 SPAC 数量及募资额统计

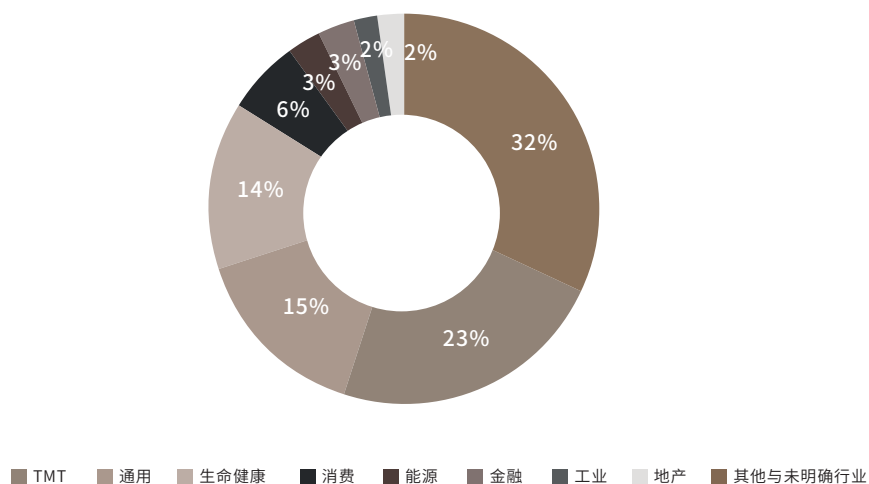


(数据来源: <https://spacinsider.com/stats>, 上述数据均截至 2021 年 2 月 2 日)

## (二) SPAC 上市的行业分布

从 SPAC 井喷的 2020 年看, SPAC 并购目标行业呈现多元样态, 具体见下图。从占比看, TMT 产业是最受 SPAC 发起人欢迎的收购目标, 生命健康与消费行业也在市场上占据较大份额, 此外还包括传统的能源、金融、地产、工业等行业。

2020 年 SPAC 收购目标行业类型



(数据来源: <https://www.credit-suisse.com/es/en/investment-banking/ibcm/corporate-insights/making-waves.html>, 该数据截至日期为 2020 年 11 月 12 日)

### (三) 中国企业 SPAC 上市情况

就中国境内企业而言，已有包括医疗、教育、金融、汽车、租赁等行业的公司搭上 SPAC 上市的快车，部分中国境内企业 SPAC 上市情况如下：

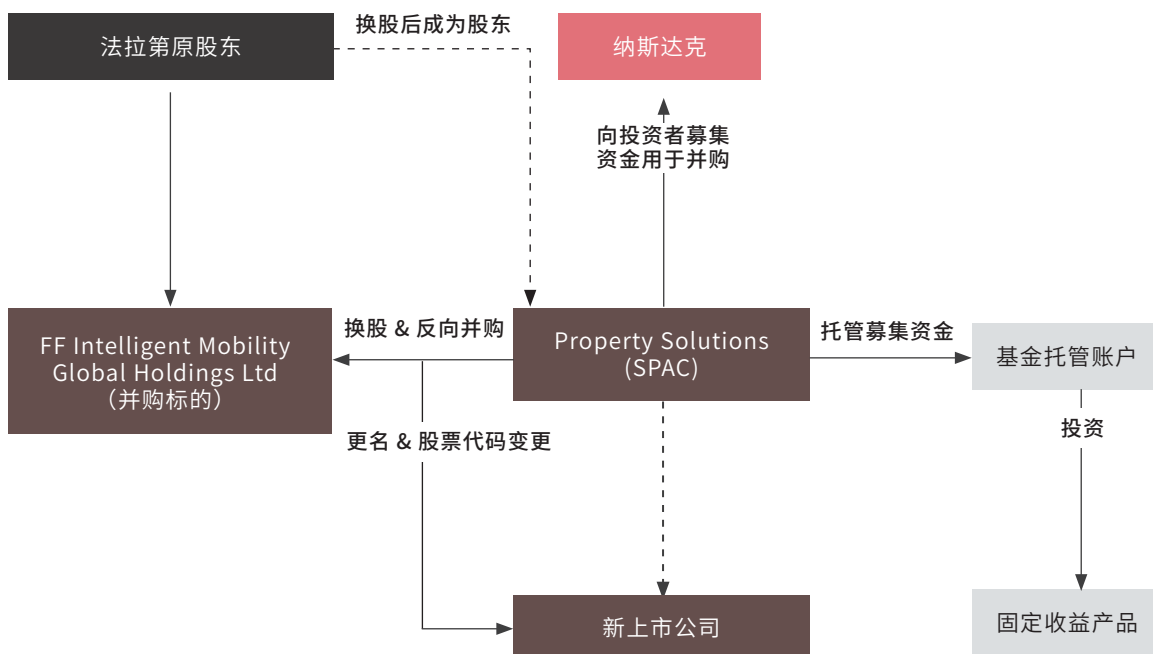
序号	公司	上市时间、地点	行业类别
1	奥瑞金种业	2005 年 11 月，纳斯达克	医药业
2	宇信易诚 <sup>3</sup>	2007 年 3 月 14 日，纳斯达克	金融服务业
3	中国脐带血库企业集团	2009 年 7 月，纽交所	医药业
4	播思国际	2015 年 10 月 15 日，纳斯达克	金融服务业
5	稳盛金融	2015 年 10 月 28 日，纳斯达克	金融服务业
6	中国贷款公司 <sup>4</sup>	2016 年 7 月 7 日，纳斯达克	金融服务业
7	开心汽车（通过中民七星并购，更名为新风集团）	2019 年 5 月 14 日，纳斯达克	制造业
8	和睦家医疗（通过新风天域并购，更名为新风集团）	2019 年 7 月，纽交所	医药业
9	美联英语	2020 年 4 月 1 日，纳斯达克	教育业
10	思享无限	2020 年 5 月 7 日，纳斯达克	娱乐业
11	优客工场	2020 年 11 月 24 日，纳斯达克	租赁和商务服务业

<sup>3</sup> 2012 年 12 月 28 日退市。

<sup>4</sup> 2020 年 1 月 13 日退市。

## 二、从上市案例看 SPAC 上市流程

### (一) 法拉第 SPAC 上市的交易结构



SPAC 的发起人承诺用 IPO 筹集的资金收购一家有着高成长发展前景的非上市公司，与其合并，使其获得融资并上市。发起人将这个“空壳公司”在纳斯达克或纽交所上市，并募集资金，所募集的资金将存放于托管账户并进行固定收益的投资（为避免被归于美国 Investment Company Act 中规定的投资公司范畴，通常会投资美国国债）。如果 24 个月内没有完成并购，那么这个 SPAC 就将面临清盘，将所有托管账户内的资金附带利息归还给投资者。

### (二) 法拉第上市的基本步骤

上市四阶段		法拉第
建立 SPAC	SPAC 系由赞助商提供发起资金以支付上市前的注册及股票发行费用，之后会聘请专业团队发起 SPAC。	在法拉第的融资过程中，赞助商 Property Solutions Sponsor LLC 提供发起资金，投资银行 EarlyBird Capital, Inc. 作为股份配售安排者，组织以信托形式发行普通股、优先股与期权给市场。 2020 年 2 月 11 日，SPAC 公司 Property Solutions 在特拉华州成立。
SPAC 上市	SPAC 向 SEC 提交表格 S-1 (美国国内发行人) 或 F-1 (外国注册发行人) 的注册说明书进行 IPO 申报，并通常在纽交所或纳斯达克上市。	Property Solutions 于 2020 年 7 月 16 日递交 S-1 文件并在 2020 年 7 月 22 日完成上市。

上市四阶段		法拉第
寻找并购标的	<p>SPAC 在一定期限（通常为 18-24 个月）内寻找到合适的并购标的并完成并购，特殊情况下也可以向 SEC 申请该期限的延展。</p> <p>SPAC 的首次公开招股书中，通常不会披露任何潜在的目标公司。否则，将按 SEC 的要求，提供相关的数据。</p>	<p>Property Solutions 的招股说明书披露，其必须在 21 个月内完成企业兼并。</p> <p>Property Solutions 的招股说明书中并未披露任何潜在的目标公司。但一般 SPAC 3-6 个月的完成时间，收购目标与空白支票公司的合并意向应当相对明显与稳定。据报道，早在 2019 年 7 月，法拉第便准备与 SPAC 公司 Property Solutions 合并寻求上市。</p>
SPAC 与并购标的合并上市 <sup>5</sup>	<p>确定合并意向并交割完成，SPAC 公司将向 SEC 递交双方签署的并购交易文件及关于并购的声明等文件。</p> <p>最终，目标公司与 SPAC 将合并更名实现上市，SPAC 的投资者也将获得合并后上市公司的一部分股权作为回报。</p>	<p>2021 年 1 月 27 日，Property Solutions、PSAC Merger Sub, Ltd.（一家根据开曼群岛法律成立的公司，为 Property Solutions 的全资子公司）和 FF Intelligent Mobility Global Holdings Ltd.（一家根据开曼群岛法律成立的公司，法拉第的控股公司）签订一份合并协议，确定合并的意向。</p> <p>据当时报道，法拉第与 SPAC 将在 2021 年第二季度完成交割，并更名实现上市。</p>

### 三、从上市案例看 SPAC 上市架构

法拉第由是一家专注于智能电动汽车发展的美国初创科技公司，属于纯境外结构，并非中国境内企业，因此，其通过 SPAC 上市并购模式相对简单，无须经过红筹重组。

中国境内企业如想通过与 SPAC 壳公司完成并购而实现上市，一般需先搭建红筹架构，经境内运营实体及资产注入到红筹架构下设立的境外控股公司体内，实现境外控股公司层面的财务合并报表，并以境外的控股公司作为并购交易的主体，与 SPAC 上市公司以换股等方式完成并购，最终间接实现上市。

根据红筹重组惯例，红筹重组完成后总体将形成“实际控制人 / 原境内公司股东 -SPV- 境外控股公司 -BVI 公司 -HK 公司 - 境内公司”的持股结构。实际控制人 / 原境内公司股东与境内公司之间的境外公司设置，是作为境外持股平台的空壳公司，设立地和层次的设置主要是从避税、保密性以及未来境外股权操作便利性的角度考量，可以选择设立完整中间层架构，也可设立部分公司。

在重组启动后，境内外重组通常同步进行：由实际控制人 / 原境内公司股东于境外搭建境外持股架构；同时，公司在境内进行非纳入 SPAC 上市体系公司的剥离、需向上合并至境外控股公司报表的公司的纳入等重组动作。境外持股结构搭建与境内公司剥离、纳入完成后，通过股权收购或签署 VIE 协议的方式，实

<sup>5</sup> 《SPAC 的结构简介及现状 | 文银国际》：[https://www.sohu.com/a/396871908\\_120084785](https://www.sohu.com/a/396871908_120084785)。

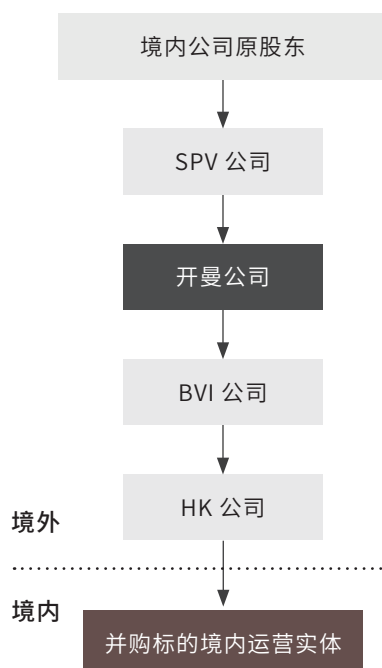


现境内外权益的连接（下称“境内资产出境”）。境内资产出境为红筹重组中一个关键节点，应尽量避免境内资产出境后境外持股公司的股权变动，以免因间接转让境内资产适用《关于非居民企业间接转让财产企业所得税若干问题的公告》而产生额外税负。

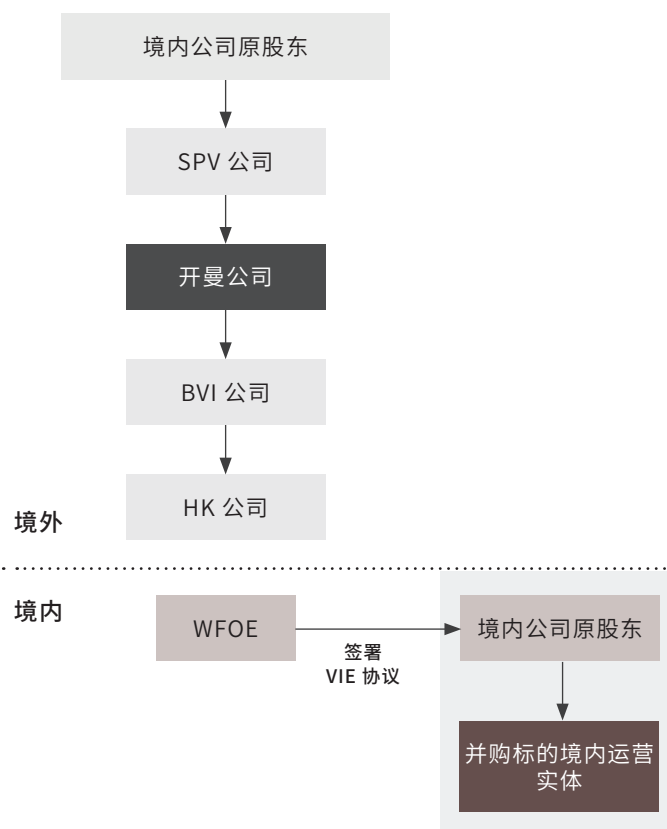
在不存在外资限制的行业中，均应搭建上述直接持股的红筹架构。如为互联网企业或者其他涉及外资限制的行业，则其红筹架构的搭建将通过签署 VIE 协议以实现境外控股公司与境内运营实体的连接。

红筹重组完成后，典型红筹架构如下：

#### 直接持股结构：



#### VIE 协议控制架构：



搭建红筹架构后，由开曼公司与 SPAC 公司进行交易，通过换股或者反向并购，将境外控股公司纳入 SPAC 公司旗下，境内运营实体则成为 SPAC 公司间接持股的下属子公司。

以下两则案例是对境内企业通过 VIE 结构与 SPAC 公司完成并购上市的介绍：

#### （一）Orisun Acquisition Corp. 并购优客工场

SPAC 公司情况	Orisun Acquisition Corp., 2018 年 10 月 22 日在特拉华州注册成立
目标公司名称	优客工场 (北京) 创业投资有限公司、北京优鲜集科技有限公司、北京微学天下教育科技有限公司
目标公司主要业务	建立联合办公社区，主要为企业提供办公租赁服务

目标公司红筹及 VIE 结构情况	目标公司原股东在开曼设立优客控股有限公司 (Ucommune Group Holdings Limited) , 境外夹层公司优客香港控股有限公司 (英文名 Ucommune Group Holdings(Hong Kong) Limited) , WFOE 北京优客科技发展有限公司、北京梅罗科技有限公司和境内运营公司优客工场 (北京) 创业投资有限公司、北京优鲜集科技有限公司、北京微学天下教育科技有限公司签署 VIE 协议
并购交易情况	2020 年 11 月 17 日, 优客控股有限公司与 Orisun Acquisition Corp. 及相关方签订收购协议, 完成业务合并。合并后, 优客控股有限公司成为 Orisun Acquisition Corp. 子公司优客国际有限公司 (英文名: Ucommune International Ltd.) 的全资子公司
SPAC 与目标企业合并上市情况	2020 年 11 月 24 日, SPAC 与目标企业合并更名为优客国际有限公司并在纳斯达克上市

## (二) Wealthbridge Acquisition Limited 并购思享无限

SPAC 公司情况	Wealthbridge Acquisition Limited, 2018 年 5 月 2 日在英属维尔京群岛注册成立
目标公司名称	智汇启源 (北京) 科技有限公司、思享智汇 (北京) 科技有限公司
目标公司主要业务	系中国一家移动娱乐社区, 拥有多家移动视频直播平台, 为用户提供娱乐服务
目标公司红筹及 VIE 结构情况	目标公司原股东在开曼设立思享无限股份有限公司 (英文名 Scienjoy Inc.) , 境外夹层公司思享无限国际有限公司 (英文名 Scienjoy International limited) , WFOE 思享无限 (北京) 科技有限公司和境内运营公司智汇启源 (北京) 科技有限公司、思享智汇 (北京) 科技有限公司签署 VIE 协议
并购交易情况	2019 年 10 月 28 日, 思享无限 (指思享无限股份有限公司及其子公司以及 VIE 结构控制下的公司) 与 Lavacano Holdings Limited 和 WBY Entertainment Holdings Ltd. 签订《股权置换协议》。 2020 年 5 月 7 日, Wealthbridge Acquisition Limited 完成《股权置换协议》所设想的公司合并。Wealthbridge Acquisition Limited 收购了思享无限股份有限公司已发行股本 100%。
SPAC 与目标企业合并上市情况	2020 年 5 月 7 日, SPAC 与目标企业合并更名为思享无限控股公司 (英文名: Scienjoy Holding Corporation) 并登陆纳斯达克主板上市。

## 结语

因 SPAC 上市简洁、快捷、高效的模式, 逐渐成为市场追捧的对象。SPAC 发起人也出现来自中国的身影, 例如首家具有国企背景的中信资本, 试水 SPAC 的老牌私募股权基金春华资本, 成功实现并购和睦家医疗并上市的新风天域等。由于发起设立 SPAC 并实现造壳上市的简易性与便捷性, 以及在美国当下的低利率环境下的火热市场, 想必在 SPAC 市场上来自中国的管理团队或投资人们会越来越活跃, 其选择并购标的公司时也会十分关注中国企业。中国企业与 SPAC 模式的结合将愈发频繁。

感谢实习生肖斌、李林燕对本文的贡献。

---

# SPAC 交易全流程概览

钟鑫 孙昊天 杨晓荃

---

## 一、SPAC 初探

Special Purpose Acquisition Companies (简称“SPAC”)是一种发起人设立,通过 IPO 上市募集资金,以收购不特定资产的特殊目的公司。不过,SPAC 上市时,投资者即使知道它要进军哪个行业,也不确定最终会把哪家公司收入囊中。具体要并购哪个标的,要等到 SPAC 正式上市后,经发起人调研谈判才能确定。投资人股东通过并购方案后,SPAC 并购标的公司,以标的公司的名义存续(上市代码通常一并变更),SPAC 至此完成使命。这一并购的过程,业界称为“De-SPAC 交易”。

2020 年是 SPAC 的爆发之年:全年有 248 家 SPAC 上市,募资超过 830 亿美元,远超 2019 年的 59 家 /136 亿美元,和 2018 年的 46 家 /100 亿美元。2021 年,SPAC 热度不减,截至 1 月 29 日,已有 90 家 SPAC 上市,融资额已超 191 亿美元。

近期, Faraday Future 宣布,将与一个名为 Property Solutions Acquisition Corp. 的 SPAC 合并,在美国纳斯达克上市。2020 年,新风天域、蓝色光标、优客工场、美联英语均通过 SPAC 登陆美股市场。

## 二、SPAC 的特点

相较于一般公司 IPO, SPAC 的 IPO 之路有几大优势,总结起来是:简单、快捷、实惠。

- **简单。** SPAC 历史短,无资产,可披露信息少,需要揭示的风险少;用于上市的注册资料,在模板基础上增加高管简历即可。
- **快捷。** 同理, SPAC 上市的申请材料准备起来也十分快捷:财务报表几周内即可做好; SEC 反馈文件简明扼要,不需要花太长时间来答复。SPAC 从设立到上市,最短只需 8 周。
- **实惠。** 相较于一般 IPO 项目 5%-7% 的承销费率, SPAC 上市的承销费率最高仅有发行规模的 5.5%,其中 2% 在上市时支付,剩下 3.5% 和募集资金一并存入信托账户,待 De-SPAC 交易成功后方支付给承销商;若没找到合适的标的公司,3.5% 的部分同样用于赎回公众股。

### 三、SPAC 的设立和发行

#### (一) 发起人

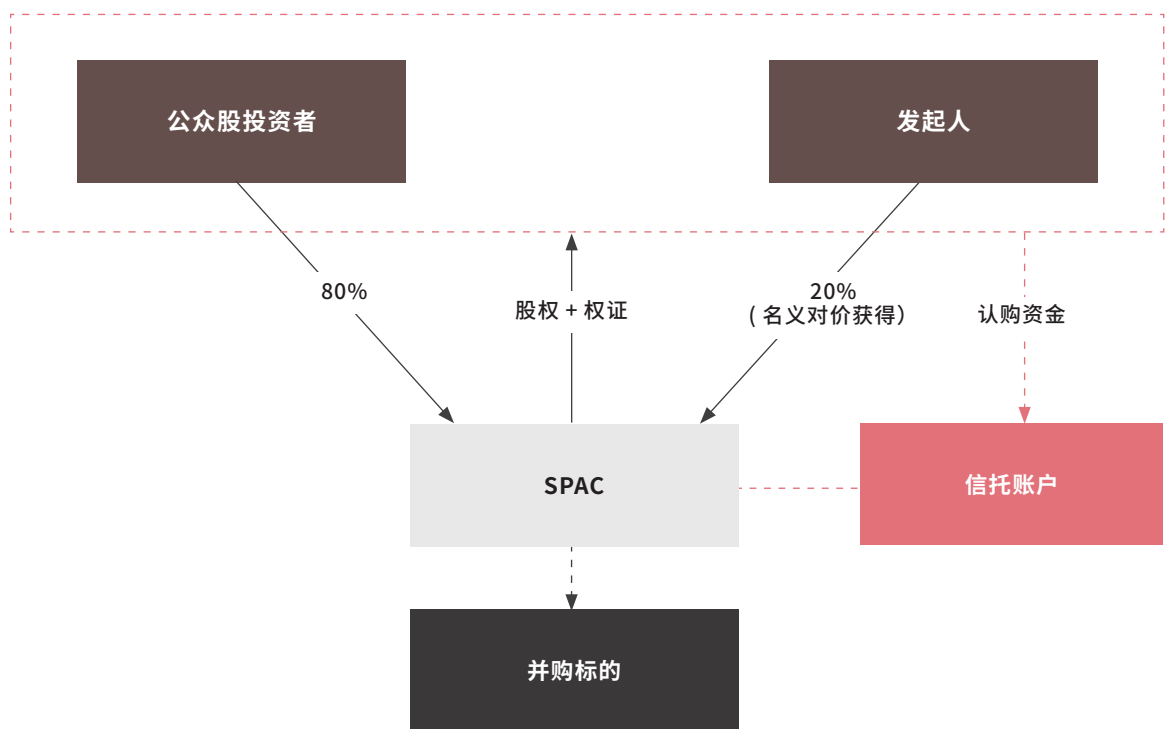
SPAC 的发起人通常是投行、基金公司等专业机构，他们在 PE 和并购领域有丰富的经验。

#### (二) 股份 + 权证

SPAC 向公众投资者发行的是“股份单元”（Public Units），单价 10 美元，内含一股普通股，以及 1/2 或 1/3 份认股权证（简称“公众股”和“公众权证”）（1 份权证将来可以按 11.5 美元 / 份的价格认购一股普通股）。普通股和认股权证可分别上市交易。

SPAC 也向发起人发行股份和权证（简称“创始人股”和“创始人权证”）。公众投资者和发起人持有的股份和权证，有以下异同：

类型	持有人	特点	共性
股份	公众投资者 (Public Share)	<ul style="list-style-type: none"><li>随股份单元一并出售</li></ul>	同等投票权
	发起人 (Founder Share)	<ul style="list-style-type: none"><li>名义价格发行，通常总价 2.5 万美元</li><li>数量维持在公众股数量的 25%（超额配售的绿鞋机制下，需动态调整以维持 1:4 的比例）</li><li>发行结束后，发起人持有创始人股，占 SPAC 公开发行股份的 20%，这部分股份被称为“提振激励”（promote）</li></ul>	
权证	公众投资者 (Public Warrant)	<ul style="list-style-type: none"><li>一个股份单元中一般只有 1/2 或 1/3 份公众权证</li><li>行权时点是以下两者的孰后者 (1) De-SPAC 后 30 天 (2) IPO 满一年</li><li>行权需支付现金</li><li>SPAC 股价超过特定金额（一般 18 美元）达一定时间，可由 SPAC 强制赎回</li></ul>	整份权证方可行权 行权价格为 11.5 美元 / 份
	发起人 (Founder Warrant)	<ul style="list-style-type: none"><li>SPAC 向发起人发行权证募集所得（发行规模 2%+200 万美元），计入风险资本（at-risk capital）</li><li>行权无须支付现金</li><li>不得由 SPAC 强制赎回</li></ul>	

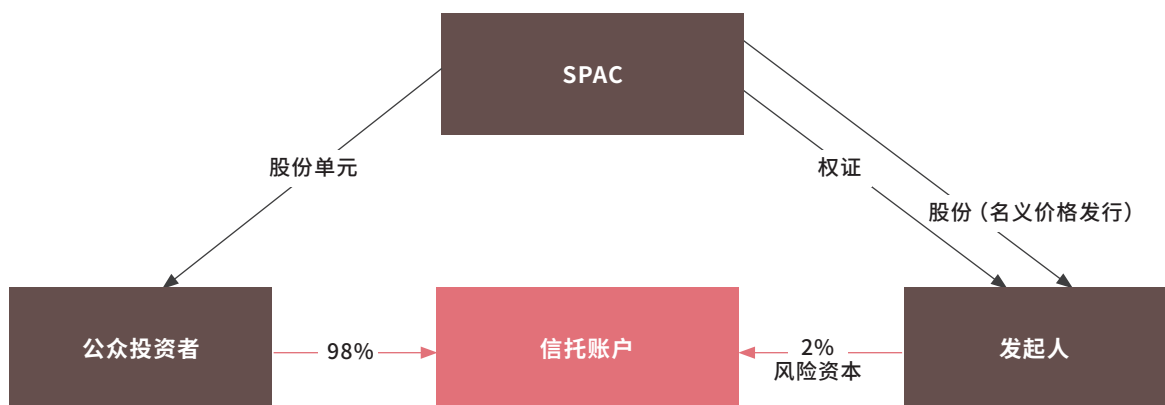


### (三) 信托账户

SPAC 的另一大特点，在于募集所得资金先由信托账户托管。IPO 后，信托账户内的资金中，一般 98% 是公众投资者认购款，2% 是创始人权证的认购款（相当于发起人以自有资金，补回发行规模 2% 的承销费用）。

信托账户内资金用途包括：

- 短期低风险投资（非必须，SEC 并未限制这部分资金的用途）。De-SPAC 交易前，一般用于购买短期美国国债；
- 支付并购对价；
- 支付 3.5% 的承销奖励费；
- 赎回公众普通股。



#### (四) 发行文件

SPAC 交易和其 IPO 发行有着一套比较标准的协议和文件。其中的一些协议条款与普通的 IPO 发行是相似的，而有一些是 SPAC 交易独有的。以下为 SPAC 交易中比较常见的协议和文件：

序号	文件 / 协议名称	主要内容
1	SPAC 章程 (Charter)	<p>SPAC 的章程将重点约定公众股和创始人股的设置，包括创始人股的转换比例的反稀释调整。</p> <p>SPAC 的章程一般还会限制 SPAC 使用信托账户资金的能力（某些特定用途除外），要求 SPAC 主动提出赎回公众股，并设定了 De-SPAC 交易中的目标业务的最小规模。</p>
2	股权购买协议 (SPA)	<p>SPAC 与发起人签署一份股权购买协议，约定向发起人发行价值 25,000 美元的创始人股。一般而言，创始人股的数量为登记说明书中所载 IPO 的公众股数量的 25%，但也将根据实际情况对创始人股数量进行调整，通过拆股、派息或回购等方式进行增加或减少，以保持创始人股的数量为最终售出的公众股数量的 25%。</p>
3	认股权证协议 (Warrant Agreement)	<p>SPAC 将与过户代理机构签署一份认股权证协议，约定相关的认股权证条款。认股权证协议同样会约定 SPAC 对权证行权时，公众股的发行进行登记的义务。认股权证协议同时也会约定，经占公开认股权证数量 50% 以上的持有人同意，可以变更公开认股权证的条款。</p>
4	期票 (Promissory Note)	<p>SPAC 的组建费用和 IPO 发行的费用，将由 SPAC 从 IPO 所募集资金，以及出售创始人股和创始人权证的所得收益中支付。</p> <p>该等费用包括但不限于法律服务费用、会计服务费用、交易所收取费用、差旅和路演费用、董事和首席执行官的保险费及其他杂项费用。</p> <p>在 IPO 交割前，鉴于 SPAC 没有足够的现金支付该等费用，因此发起人为 SPAC 出具一份期票，向 SPAC 借款直至 SPAC 完成 IPO。期票应涵盖在 IPO 交割前的任何组建或发行费用，直至 SPAC 能够在 IPO 交割时使用 IPO 的收益和出售创始人权证的款项偿还该笔贷款。</p>
5	发起人组成文件 (Sponsor Constituent Documents)	<p>发起人往往是专门为发行 SPAC 而新设立的有限责任公司。发起人的所有人（如私募基金、SPAC 的独立管理团队等）可在组成文件中说明其与 SPAC 的关联关系和相对参与程度，以及约定每份创始人权证认购价格的数量，创始人权证和创始人股的经济权属关系等。</p>



序号	文件 / 协议名称	主要内容
6	聘书 (Letter Agreement)	<p>SPAC 将与其高管、董事和发起人签署聘书，该等聘书可能包括但不限于以下几份协议内容：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>一份投票协议。授权高管、董事和发起人就其可能持有的创始人股和公众股份所代表表决权投票决定是否进行 De-SPAC 交易和其他某些事项；</li> <li>一份股份限售协议；</li> <li>一份索赔协议，约定发起人就可能针对信托账户提出的某些索赔向 SPAC 作出赔偿的协议，给予 SPAC 在超额配售选择权未被完全行使的范围内回购创始人股的义务；</li> <li>一份排他协议，约定在 SPAC 就 De-SPAC 交易签署一份最终协议前，发起人不得发起设立其他的 SPAC；</li> <li>还可以包括一份高管、董事和发起人就放弃其持有的创始人股和公众股份（如有）可能享有的任何赎回权的协议，这些赎回权可能产生于 De-SPAC 交易、或对 SPAC 章程的修订以延长 De-SPAC 交易的期限、或 SPAC 未在规定的期限内完成 De-SPAC 交易。</li> </ul>
7	登记权协议 (Registration Rights Agreement)	<p>SPAC 将与发起人和任何其他创始人股和创始人权证的持有人签署一份登记权协议，就发起人及该等其他持有人拥有的 SPAC 的创始人股、创始人权证及其他股权给予发起人及该等其他持有人广泛的登记权。</p>

## （五）并购标的

SPAC 在完成 IPO 后，一般要在 2 年内完成目标业务的并购，或进入清算程序。

一般而言，SPAC 在 IPO 交割前不会确定其将并购目标的，因为如果在 IPO 时 SPAC 已确定其将并购的具体目标，SEC 会要求 SPAC 进一步披露并购目标的相关情况，包括但不限于并购目标的财务状况，而拖慢 IPO 进程。为此，SAPC 的董事或高管通常会在招股书中表示，SPAC 还未确定其将并购的目标资产。

根据 SEC 的规定，De-SPAC 交易应包含与一项或多项标的业务 / 资产进行交易，且该标的业务 / 资产的公允价值合计不低于信托账户中资产的 80%。具体操作中，SAPC 公司一般会挑选至少 2 至 3 倍于自身体量的标的，以减轻创始人股稀释的影响。

一般而言并购标的的规模没有被设置上限，但是也需控制在一定的范围内，以免 SPAC 被认为构成了《投资公司法（1940）》（Investment Company Act of 1940）所述的投资性公司。为此，很多 SAPC 公司在 IPO 时会声明“只有在 De-SPAC 交易后所设立的新公司 (post-transaction company) 拥有或收购目标公司 50% 或以上已发行的具有表决权的证券，或通过其他方式获得目标公司的权益，从而无须根据《投资公司法（1940）》注册为投资公司时，才能完成合并。”

---

## 四、De-SPAC 交易

发起人确定并购标的后，就进入 SPAC 使命的最后一步：De-SPAC 交易。

### （一）股东投票

De-SPAC 交易过程和上市公司合并的过程类似，只是根据 SPAC 章程或 SEC 规定，SPAC 作为收购方通常需要就 De-SPAC 交易取得其股东的批准，该批准必须根据 SEC 关于代理投票规则作出，而标的公司则不需要符合 SEC 要求的代理程序。

包括向 SEC 提交授权委托书、由 SEC 审阅并发表意见、向 SPAC 股东寄送授权委托书以及召开股东大会等。从签署 De-SPAC 交易的最终协议之日起，De-SPAC 的具体流程可能需要三到五个月或更长时间完成。

### （二）创始人投票表决的要求

发起人和创始人股的任何其他持有人通常将在 IPO 时承诺，基于其持有的任何创始人股以及在 IPO 期间或之后购买的任何公开发行股份，其将投票赞成 De-SPAC 交易。

### （三）赎回要约

就 De-SPAC 交易而言，SPAC 被要求给予公众股持有人按比例赎回信托账户中持有的公众股的权利，赎回金额通常相当于每股公众股 10 美元。根据 SEC 的上市规则，如果征集股东投票，应仅需向投票反对 De-SPAC 交易的股东发出赎回其持有的公众股的要约，然而 SPAC 的章程文件却通常要求向所有持有人发出赎回要约。

此外，如果 SPAC 未能在 De-SPAC 交易所要求的期限内完成交易，或需要修改其章程文件以允许延长完成 De-SPAC 交易的期限，则 SPAC 需要按照信托账户中持有金额的相应比例赎回公众股（或在章程修订的情况下要约赎回）。即，在 De-SPAC 交易未完成的情况下，公众股的持有人将收回所得款项。

最后，发起人和 SPAC 的高管、董事将放弃其所持有的创始人股（以及其可能购买的任何公开股份）的赎回权，并且同意在 SPAC 完成 De-SPAC 交易前（或 SPAC 进行清算前）持续投资 SPAC。

### （四）Super 8-K

SEC 规定，SPAC 应当在 De-SPAC 交易完成后的 4 个工作日内提交特殊的 8-K 表格。该 8-K 表格被称为“Super 8-K”，必须包含 Form 10 注册声明（非通过注册 IPO 成为上市公司的公司的注册声明）中要求的所有信息。SPAC 在 De-SPAC 交易的委托书或要约收购材料中已经披露了很多信息，但 Super 8-K 可能要求 SPAC 就其所并购的目标业务提供额外的财务报表信息。

*感谢周昭种和刘道鹏对本文所作贡献。*

---

# SPAC 的保护及激励机制

钟鑫 杨晓荃 孙昊天

---

本文将探讨 SPAC 安排下投资人与发起人之间的利益平衡及激励机制。

## 一、一个简单的回顾

SPAC 是由发起人发起设立的，在设立之初发起人仅投入了少量的资本金。在其后进行 IPO 的过程中，发起人将向公众投资人发行 SPAC 的股份，并且发起人和公众投资人持有的 SPAC 的股份比例一般将会保持在 2:8。

在完成 IPO 后，SPAC 将在规定的时限内（一般为 2 年）寻找合适的并购目标以完成并购。如果到期 SPAC 未能找到合适的并购目标或者因股东不能提供充足的支持以完成并购的，SPAC 必须被清算解散，而此前 IPO 所募集的资金需要按比例退还给公众投资人。当然，如果并购得以完成，那么 SPAC 将作为一家普通的上市公司继续存续。

## 二、为什么选择 SPAC

投资人之所以选择 SPAC，一方面看中 SPAC 管理团队的水平，相信他们有独到的眼光，能选中有潜力的投资标的，从而实现股票增值，因而管理团队过往在 SPAC 中的成功经验是很重要的；另一方面关注 SPAC 提供给他们的低风险退出机制，如赎回权；还有的可能偏好 SPAC 股份的流动性、SPAC 作为上市公司的披露制度等。

发起人之所以愿意成立并管理 SPAC，是可以以自己的能力以名义价格获得的 SPAC 20% 股份，De-SPAC 交易后一年即可变现，实现其收益。

### 三、潜在利益冲突

投资人与发起人双方一拍即合？共赢之余，也面临利益冲突。以几个关键要点上发起人和投资人的“紧张”关系来说明：

#### （一）资金使用

SPAC 募集的资金，既要保证不被发起人挪用，也要最大程度与标的公司的价值匹配，从投资人利益最大化的角度出发，当然也要避免在 SPAC 沉淀太久而造成的机会成本损失。不过，在当前超低利率的环境下，很多投资人能以非常低的成本融到钱来参与 SPAC 投资。但无论自有资金还是借取的资金，都不是白来的，如何防止发起人随意支配资金呢？

#### （二）并购标的的选择

选择哪家并购标的，完全依赖于发起人团队的经验，在宣布 De-SPAC 交易前，SPAC 能给投资人披露的可供交易参考的信息不多，直到 De-SPAC 标的公司浮现之时。

若到期没找到标的公司完成 De-SPAC 交易，发起人认购的创始人权证即过期失效，发起人投入的风险资本也就打了水漂。这就存在一种可能性，发起人更有动力在期限内找到标的公司而不是最好的标的公司。

#### （三）管理积极性

发起人的收益主要来源于占 SPAC 总股本 20% 的创始人股，De-SPAC 交易后转为对标的公司的股份，一年后即可交易。对照来看，基金管理人需要在至少 5 年的时间内持续管理资产组合，根据管理资产的表现，确定最终是否可以获取收益（carry interests）。因此，从理论上说，一旦 SPAC 下发起人在约定的收购期限届满之前完成目标公司的寻找和收购，则收益即可锁定，但其对标的公司的管理积极性，可能逊于基金管理人。

为平衡双方利益，实践中 SPAC 的操盘会采用一些有意思的机制。

### 四、SPAC 投资者保护机制的基石：信托账户、回售权、并购事宜控制权

根据前述情况，在 SPAC 完成并购之前，SPAC 一般由发起人及其任命的高管经营，在并购完成前，公众投资人对 IPO 所募集资金缺少实际的控制权，而信托账户附加回售权提供了 SPAC 交易最重要的保护机制。

#### （一）信托账户

SPAC 会设立一个信托账户，用以存放绝大部分的 IPO 所募集的资金（一般会占 IPO 募集资金总额的 90% 至 100%），并且约定信托账户中的该等资金仅可用于并购事宜。在并购完成前，SPAC 的日常运营所需资金一般由未存放于信托账户中的，发起人所持有的部分 IPO 募集资金或发起人另行提供资金支持，或者由信托账户中的募集资金所生利息予以补足。

#### （二）回售权

信托账户解决了公众投资人对 IPO 募集资金缺少实际控制权的问题，如果不出所料，IPO 募集资金将被安全地用于 SPAC 的并购中，完成它的使命。但是，天常有不测风云，SPAC 也会遇到找不到合适的并购目标的情形，而在这种情况下，SPAC 将面临清算解散，信托账户中的资金将按约定退还给公众投资人。

那么 SPAC 成功地找到了一个并购目标后，就万事大吉了吗？当然不，公众投资人对 IPO 募集资金的控制在这个环节上才真正浮出水面——他们需要自行判断并购目标是否“合适”，是否符合他们最初投资 SPAC 时的价值判断。公众投资人如不赞成该等并购的，可以选择行使其回售权，将其持有的 SPAC 的股份回售，并按相应比例赎回信托账户中存放的 IPO 募集资金作为对价（持有的股份数量 ÷ 公众股数量 × 信托账户金额），借此完成从 SPAC 的退出。相反，创始人股持有者，是没有回售权的。

### （三）公众投资人对并购事宜的控制权

公众投资人通常可以就其是否并购标的公司行使一定的权利，具体而言，一般有两种表现形式：

1. 公众投资人需要通过投票的方式对并购事宜进行表决。仅在绝对多数的 SPAC 投资人投票同意并购时，并购才可推进。投票反对并购的公众投资人可以选择行使其回售权，按相应比例赎回信托账户中存放的 IPO 募集资金；

2. 无须进行投票表决，SPAC 通过向全体公众投资人发出回购要约。在这种情况下，SPAC 会在并购前通知全部的公众投资人并购的具体事宜，并向公众投资人发出回购要约。而公众投资人无须进行投票表决，即可根据回购要求选择回售其所持有的 SPAC 的股份，以退出 SPAC。

以上两种形式各有利弊：

	优点	缺点
投票表决	投票表决可能更好的体现公众投资人对并购事宜的控制能力，较回购要约在程序上更加严格。	因并购的完成需要绝对多数的公众投资人的同意，所以可能出现“绿票讹诈（Greenmail）”的情形，实践中一些投资者尤其是对冲基金可能会以持有的大量公众股份“要挟”发起人溢价收购其股份，以保证有足够多的同意票。
回购要约	因无须投票，并购事宜是否能得到支持更多取决于 IPO 募集资金与并购目标是否匹配，较投票表决形式更加灵活。	在这种情况下，可能出现大部分公众投资人退出而导致资金不足以完成并购的情况发生，此时 SPAC 需要在时限内进一步募集资金，或选择其他并购目标进行并购。

为了更加灵活的操作，并且避免投票表决可能会产生的“绿票讹诈”，市场上更多的 SPAC 会采用回购要约的形式。这导致公众投资人对并购事宜的控制力不足——因不存在投票机制，实际上公众投资人并不能实际左右 SPAC 的并购事宜，仅可选择回售，而只要 SPAC 信托账户中的资金在退还相关赎回款项时仍可支撑并购目标的收购，那么无论该并购是否符合 SPAC 的利益，并购就将继续推进。

信托账户管住了注入的资金，回售权给了投资人到期取回资金的权利，投资人也可以就其是否并购标的公司行使一定的权利。因此投资到 SPAC 是非常安全的，因而借钱投资 SPAC 的融资成本也非常低廉。

好的 SPAC 安排会考虑交易的方方面面，尽可能让投资人和发起人可以一起走下去，而不是变成两极分化：要么是一大堆投资人借钱来薅羊毛，要么是找到了好的标的公司投资人就被踢出局。这实际上体现的是发起人团队安排交易的能力。

### 五、激励及利益协调措施

实践中，为了进一步协调发起人及公众投资人的利益，确保大家一起继续走下去，且发起人及其任命的高管可以保质保量的完全并购，于是出现了如下的激励及利益协调措施：

---

## （一）公众投资人的认股权证

SPAC 可在 IPO 时同时向公众投资人派发认股权证（简称“公众权证”）。公众权证包含在股份单元中，随普通股一并发售给公众投资人。权证赋予投资人将来可以按固定价格兑换一股普通股的权利。公众权证能与公众股分开交易——比如不认可投资标的而要求 SPAC 赎回了公众股，手里的公众权证还能继续交易。

除此之外，一些 SPAC 还设置了“新月条款”（Crescent Term），动态调整权证的行权价格。如果 SPAC 后续以低于特定价格定向增发股份，则权证的行权价格，调整为以下两个价格中价高者的 1.15 倍：(i) 股票市值，或者 (ii) 定增的价格。

## （二）创始人股和创始人权证

公众投资人的认股权证使得其利益一定程度上与发起人的利益进行了绑定。SPAC 派发给发起人包括创始人股和创始人权证（发起人支付 2.5 万美元即可获得 20% 的创始人股，发起人还按认购规模的 2%-4% 为对价，获得创始人权证），和公众投资人的认股权证一样，都需要完成一个漂亮的收购，双方的利益才能最大化。如果发起人找不到合适的、得到公众投资人同意的并购标的，则创始人股和创始人权证则一文不值，而公众投资人虽有稳定的退出途径（信托账户），但因为获发了权证，在回售的价格上也做了一定程度的妥协，因此也面临没吃饱的窘境，因而形成了一种大家好才是真的好的利益一致的局面。

上述只是 SPAC 交易中发起人和投资人之间利益平衡的一些机制 / 使用的工具的简单介绍，实际操作中，会有很多变形也会更加复杂。此外考虑到每次交易的不同特点，新的交易安排和机制也不断也被发明出来以满足更为定制化的需求。

*感谢刘道鹏和周昭翀对本文的贡献。*



# SPAC 的近期趋势及再思考

钟鑫 孙昊天 杨晓荃 周昭翀

当前 SPAC 有多火热，各种解读就会有多流行。不过不少解读包含对于 SPAC 不太准确的理解，需要我们进一步探究 SPAC 的运作机制。

## 一、SPAC 的风险投资风险高？

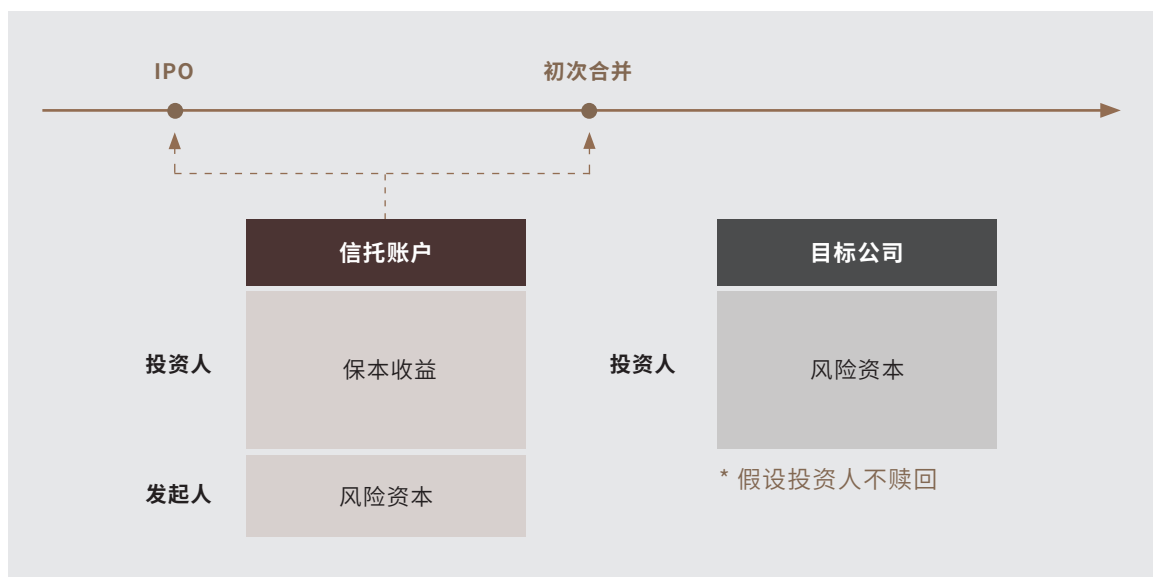
不一定。

这实际上取决于你投资 SPAC 的哪个阶段。在合并之前，投资人在 IPO 时投入的资金，享有信托账户的保护而本金无忧，回报部分则由发起人的资金提供担保（相当于咱们的劣后资金）。所以只投资这个阶段的投资人其实可以获得无风险回报。这也是为什么大量的对冲基金通过借债的方式（底层资产是无风险的，因此融资成本很低，不过普通投资者难以获得）投资于这个阶段，并在合并前要求 SPAC 赎回股份 (redemption)，同时保留认股权证，择机卖出套现。这完全就是无风险地薅创始人的羊毛，市场将这些对冲基金称为 SPAC 黑帮 (SPAC Mafia)。

一旦完成合并，投资者还继续持有 SPAC 的股票，那么股票的表现就完全取决于目标公司的发展和表现了，任何没有选择赎回的资金都将脱离信托账户的保护，而称为承受风险的资本 (at risk capital)。

很多情况下，SPAC 在 IPO 时候的投资人和合并时候的投资人很有可能是完全不同的。

可参考下图：



## 二、SPAC 为投资人提供了作为私募基金 LP 参与投资企业成长轮 (growth round) 的机会？

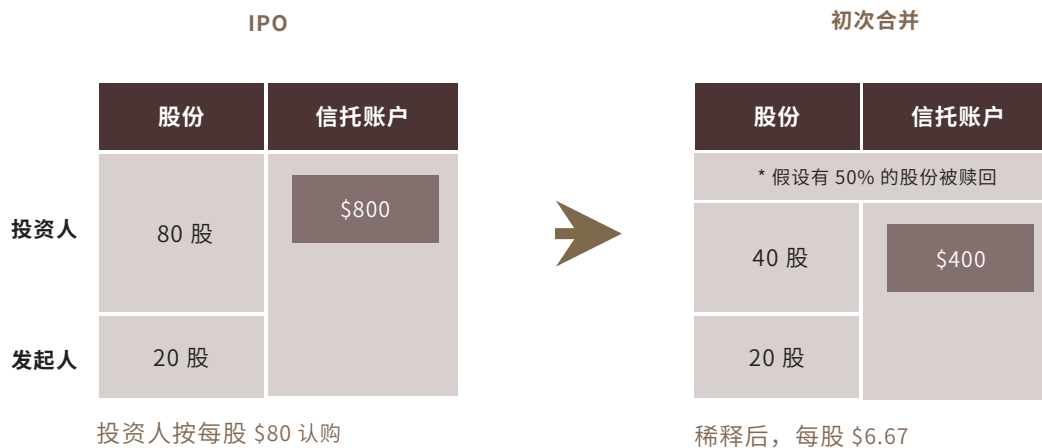
确实，SPAC 让投资人可以参与一些可能是高成长公司的投资，但并不一定享受私募基金 LP 的待遇。

一般而言，私募基金投资人和管理人之间是有最低资本回报率 (hurdle rate) 约定的，对于满足 hurdle rate 之上的回报，投资人才和管理人按 80:20 分配。

而 SPAC 设立的时候发起人就会以名义价格认购 SPAC 的单独类别股份 (一般称为 " 创始人股份 " )，发起人有在完成并购 (de-SPAC( 业内说法 ) 或 Initial Combination(SEC 说法 )) 的时候，将其转化为占 SPAC 的 20% 的所有权的股份 ( 不考虑为并购标的公司而新发行的股份 )。给予发起人的这种激励被称为 "promote"，《财新》将其翻译为 "提振激励"。有些理解认为 promote 就等于私募股权基金中管理人可以获得的 carry( 业绩报酬 )，这是有失偏颇的。promote 奖励的是发起人找到一个可以与 SPAC 合并的公司，而这个公司并不一定是个好公司。

Promote 对于并购完成后依然持股的 SPAC 的 IPO 股东，有很大的稀释作用。假设 IPO 时 SPAC 通过向公众投资人发行股份 ( 例如，10 美元一股 )，融资总金额就是 800 美元。在与目标公司合并之前，因为公众投资人可以要求 SPAC 按 IPO 时的股票发行价格加上一定的回报回购持有股份，不存在稀释问题。但是一旦公众投资人决定看好发起人张罗的交易，继续持有 SPAC 的股份，那么信托账户里未被赎回的钱的价值就要按发起人持股数量和剩余公众投资人的持股数量比例进行分配。假设 50% 的赎回率，公众投资人持股的每股价值实际上就会稀释到 6.67 美元。

具体可参考下图：



## 三、SPAC 是借壳上市？

不一定，有些情况下类似于造壳上市，而有些情况下更类似于传统的 IPO。

如果在进行合并时，SPAC 在 IPO 时发行的股份的赎回比例特别高，在极端地无限接近 100% 的情况下，则意味着 SPAC 此时几乎只剩下发起人持有的股份了。在这种情况下完成的并购，发起人的 promote 稀释的对象就是目标公司的价值，相当于目标公司的股东通过稀释股份，给予了发起人一部分公司所有权作为激励。这就很像对造壳工作或服务的奖励。

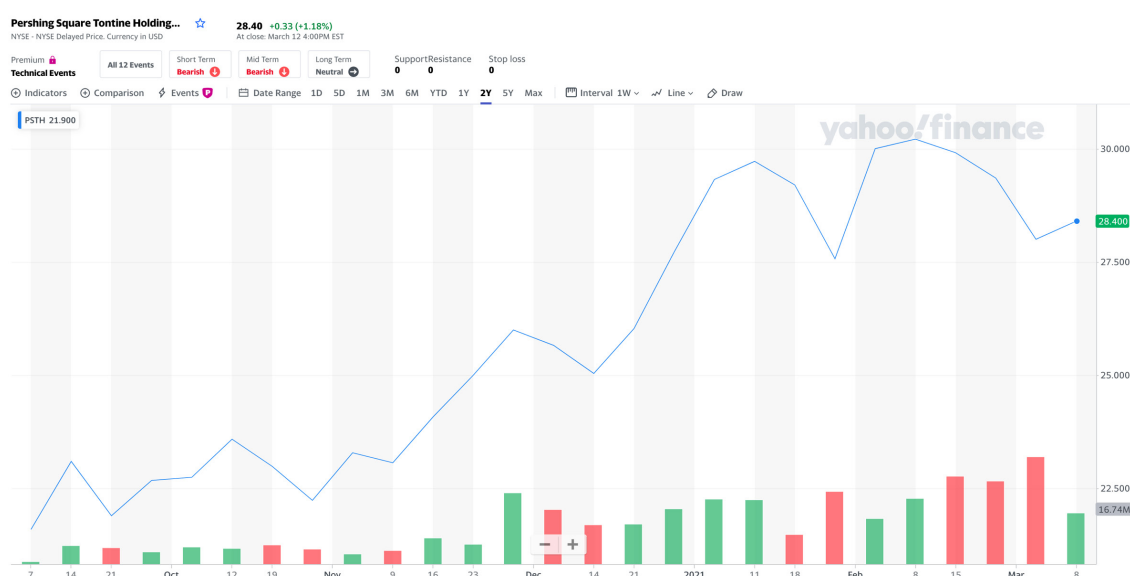
不过，越来越多的目标公司（尤其是那种自信有未来的）都不接受支付壳费的做法。在与 SPAC 谈判合并交易的过程中，目标公司会提出最少现金要求 (minimum cash) 或最高回赎比例 (maximum redemption levels) 的要求，这样可以确保在完成并购之后，目标公司可以获得部分现金以支持其业务发展或其并购活动。为满足目标公司的现金需求，很多发起人会选择在 IPO 时安排 SPAC 与机构投资者或关联方签订远期股份购买协议 (forward purchase agreement, “FPA”)。机构投资者和关联方承诺在未来发生合并的时候购买要求回赎的股份，且不要求回赎。此外，配合合并交易，发起人可能安排机构投资者通过私募定向发行的方式参与完成合并后的公司的投资 (private investment in public equity, “PIPE”)，以确保目标公司对于现金的需求。PIPE 交易一般会 and 拟进行的并购交易一同披露。此类融资安排，对于发起人的融资能力和安排能力要求很高，传统上就做股权投资的私募基金管理人具有很大的优势。甚至可以这样理解，私募基金将本来直接投向目标公司的私募投资变成了一个融合 IPO 和投资并购的对上市公司的投资，两步并作一步走。

#### 四、SPAC 的融资模式千篇一律？

市场上不乏诟病 SPAC 的观点，认为 SPAC 的融资结构（尤其是发起人的 promote）就是抢钱。

事实上，需要更加客观地看待 SPAC 的发展。SPAC 最早于 90 年代出现，其间经历过无序发展和大力整治（保护公众投资者的信托账户和回赎安排就是体现），但从 2018 年以后才开始进入大跃进时期，在 2019 年和 2020 年爆发并产生了一些高质量的有影响力的交易。从 SEC 的监管思路来看，也是在守住底线的情况下，由市场自己的运动为 SPAC 的模式自发地寻找更契合市场需求的发展方向。

而市场也以不断演化的交易模式测试着投资者的态度，引领未来的发展方向。去年 40 亿美金的 Pershing Square Tontine Holdings (“PSTH”) 的 IPO 就是一例。在完成 SPAC 历史上最大单笔融资额的同时，SPAC 签署的 FPA 锁定了 10 亿~30 亿美元的额外融资。PSTH 引入了聚金养老会 (Tontine) 的概念，针对那些在合并时选择回赎退出的 IPO 股东，其持有的认股权证 (warrants)，将被没收然后在继续持有的股东层面上进行分配。而针对一直被吐槽的发起人的 promote，发起人放弃了传统模式，选择只持有限制性认股权证。这些限制性认股权证必须在 (i) 合并完成之后；且 (ii) 股价已经超过 IPO 价格 20% 以上方能行权，可以获得完成并购后的公司 6% 的股权份额。



PSTH 的股价走势，来源：Yahoo Finance

---

PSTH 的交易架构非常受市场的欢迎，其股票价格已经提前实现了发起人认股权证行权的前提条件。究其原因，我们认为其更类似于传统私募股权管理人无功不受禄的 carry 模式，而不是传统 SPAC 的发起人找到目标公司即成功的 promote 模式。本质上，这体现出长期的投资人、发起人和潜在目标公司的利益协调安排机制获得了市场的青睐。

这应该反映了目前市场上 SPAC 的发展趋势：利益共享，而不是你多我少。

## 展望

最后，我们简单做一些趋势的展望：

- SPAC 和直接上市很有可能不再是一种现象，而是和传统 IPO 长期共存的交易选择；
- 越来越多的高大上 (high-profile) 的交易将出现，更牛的发起人涌现，以及更重要的，更牛的目标公司登场；
- 更为复杂的 SPAC 交易安排可能出现，不仅仅是为了 de-SPAC 的目的，还有可能是为了税务筹划的目的，例如市场上正在探讨利用与美国 REITs 上市类似的 Up-C 交易结构，这样也迎合未来 SPAC 的主力军私募基金的税务需求；
- SEC 的监管的加强：预计更多地体现在信息披露的层面，未来有可能对并购的 S-4 的要求逐渐提升到传统 IPO 的 S-1 的披露要求，且对于目标公司前瞻性的一些描述 (forward-looking statements) 进行限制；此外也有可能给交易过程中投行和券商加角色，要求其做更为充分的尽职调查工作，并承担披露责任；
- 更多地区允许 SPAC 上市安排：例如欧盟第一支类似美版 SPAC 的已经落地 (Lakestar SPAC 1 SE)，英国和中国香港特别行政区也都在考虑通过改变规则，允许 SPAC 的上市模式和融资安排；
- 中国玩家的深度参与：中信资本、春华资本、上达资本等国内知名 PE 先后打造自己的 SPAC 基金后，阿里的资深元老谢世煌也在近期成立 SPAC；此外一些美国的 SPAC 的发起人也将目光投向了国内规模巨大的超高净值人士，希望从超高净值人士手里募集发起人需要承担的成本 (约占 SPAC 的 IPO 金额的 2% ~ 5%)。

---

# SPAC 特殊目的收购公司： 下一最佳上市地登场？

陈璿丹 陈博志 王宇 张可畏 黄俊杰 吴嘉骏

---

## 导言

过去几年，由于市场环境的变化和投资者偏好的变化，特殊目的收购公司（SPAC）已成为传统首次公开招股在美国可行的替代上市选择。新加坡证券交易所（新交所）也于 2021 年 9 月宣布了令 SPAC 能够在其主板上市的新规则。在 2021 年 12 月 17 日，香港联合交易所有限公司（联交所）发布了就 SPAC 上市制度的征询总结，设立及落实全新 SPAC 上市机制，并已于 2022 年 1 月 1 日起生效，并就 SPAC 上市机制实施确立相关的规定。

本文概述了美国和新加坡的 SPAC 规则及其主要特点、SPAC 上市的利与弊和香港 SPAC 咨询总结及《上市规则》修订以及其对香港资本市场的意义。

## 一、什么是 SPAC？

SPAC 是一种空壳公司，没有现有的商业运营，其“专门为汇集资金而创设，以便在规定时间内为并购机会提供资金”<sup>1</sup>。目标业务在首次公开招股（IPO）时尚未确定。在完成业务合并或“De-SPAC（SPAC 并购）”交易之前，IPO 募集资金存入计息信托账户。募集资金的使用仅限于若干目的，主要用于收购和经营目标业务，以及与业务合并或清算相关的股东赎回。SPAC 通常需要在其 IPO 后的特定时间内通过合并、股份交换、资产收购、股份购买、重组或类似的业务合并完成业务合并，但该时间表可经股东批准延长。如果 SPAC 未能在规定时间内收购目标业务，其必须进行清算并向公众股东退还募集的 IPO 资金。

---

<sup>1</sup> <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/blank-check-company>

## 二、SPAC 的特点

以下重点介绍在美国和新加坡的 SPAC 上市需要注意的主要特点，包括：

### 业务合并

出于 De-SPAC 交易的目的，目标业务的规模应具有不低于签署 De-SPAC 协议时信托账户中持有金额的 80% 的公允市场价值总额。一旦保荐人确定了目标业务，SPAC 需要获得股东批准才能完成拟议的业务合并。股东可基于其对潜在收购的盈利能力和潜在回报的评估，选择继续投资或赎回其股份。根据美国制度，拟在纽约证券交易所（纽交所）或纳斯达克上市的 SPAC 的最低市值为 5,000 万美元至 1 亿美元；根据新加坡制度，SPAC 的最低市值为 1.5 亿新加坡元。

业务合并通常被构建为“套现”或“反向 IPO”交易，或两者的结合。在“套现”交易中，目标业务的现有拥有人通过获得大量现金对价交换其持有的股权。在“反向 IPO”交易中，目标业务通过与 SPAC 合并有效获得公开上市地位，并且目标业务的现有拥有人将其在目标业务中的股份交换为在 SPAC 的股份。

### 独特的结构

SPAC 向公众股东发行股份单元，包括一股普通股和一份全部或部分认股权证。认股权证持有人有权在将来以行权价格收购公开股份。在 IPO 后，单元、股份和认股权证在证券交易所单独上市，并可以单独交易。公众股份和激励股份拥有类似的表决权，但认股权证持有人不享有表决权。公众股东有权投票赞成或反对业务合并提议。如果公众股东有意在业务合并前退出，其有权在市场上处置其单元或按比例赎回其股份。如果投资者对发起人提出的目标业务没有足够的信心，这种灵活性让投资者能够降低投资风险。

发起人的股份不可赎回，且在业务合并完成后受限于若干禁售安排。根据美国制度，禁售期为 De-SPAC 交易完成后的 12 个月，且如果在 De-SPAC 交易交割后的连续数个交易日内，股份的交易价格超过预定价格，则可以提前终止。根据新加坡制度，禁售期为 De-SPAC 交易完成后的最少 6

个月至最多 12 个月。禁售安排的目的是确保发起人与公众股东之间的利益一致。在大多数情况下，在 De-SPAC 交易交割后的若干时间内，发起人的股份自动转换为普通公众股份。

### 私人投资公开股票

由于股东在 De-SPAC 过程中的赎回可能会耗尽信托账户中的资金，SPAC 可能需要通过各种方式筹集额外资金以完成业务合并或支付运营费用。私人投资公开股票（PIPE）是最受欢迎的融资方式之一。PIPE 融资允许 SPAC 为 De-SPAC 交易筹集额外资金，并为合并后的公司筹集营运资金。同时，这也向潜在的未来公众投资者表明，PIPE 投资者对合并后公司的潜在回报充满信心。

## 三、SPAC 上市的利与弊

### （一）SPAC 上市的优势

#### 1. 时间和成本效率

SPAC 上市比传统 IPO 更省时、更具成本效益，因为 SPAC 上市时没有商业运营。因此，鉴于没有历史财务业绩或实质性资产需要披露，SPAC 的财务报表较短且不太复杂。与传统 IPO 12 至 24 个月的上市时间相比，SPAC 上市流程更加简化，可以在 6 个月内上市。此外，SPAC 通常会收到政府部门关于上市更少的质疑意见。然而，需要注意的一点是，De-SPAC 交易需要就并购协议进行谈判，这需要股东的批准，并且过程可能很耗时。

#### 2. 为投资者提供更大的灵活性

SPAC 独特的结构让投资者享有更大的灵活性。在 De-SPAC 过程中，投资者可以选择在业务合并前赎回其投资，或在评估目标业务的潜在回报后继续投资。由于单元、股份和认股权证在市场上单独交易，即使股东选择赎回股份，他们也可以保留认股权证。

#### 3. 价格确定性和灵活的交易条款

通过与 SPAC 合并，目标业务的业务拥有人可以受益于价格确定性和灵活的交易条款。由于 De-SPAC 交易的谈判是在发起人和目标业务的业务拥



有人之间进行的，因此估值基于业务合并前的直接沟通，而传统 IPO 则由承销商设定价格范围，且估值来自于潜在投资者和投资银行的路演会议。De-SPAC 交易允许发起人和目标业务的业务拥有人在早期阶段协商并确定目标业务的价值。因此，预先确定定价可以保护 SPAC 免受最后一刻价格波动的影响，从而将市场波动风险降至最低。此外，目标业务的业务拥有人可以讨价还价以获得更灵活的交易条款，以保留业务的股权，同时获得更多的公共资本。

## （二）SPAC 上市的弊端

### 1. 目标公司质量的不确定性

由于 SPAC 在 IPO 阶段的监管要求不太严格，因此可能会导致错误信息甚至欺诈的可能性更高。在传统 IPO 中，上市申请人需要提供上市申请人的财务报表、潜在风险和历史经营业绩等深入信息。然而，由于 SPAC 在上市时并无商业运营，因此不存在该等信息披露。此外，SPAC 更快、更简单的上市方式可能会激励未达到市场标准和质量的公司规避传统 IPO 通常需要的严格审批程序，利用这一快捷获得公共资金的优势。这一问题与发起人在规定时间内完成收购所面临的时间压力相结合。无论目标业务的质量如何，发起人都可能出于经济动机继续进行业务合并，因为他们有权在 De-SPAC 交易后以最少的投资获得 SPAC 的股份。发起人和股东之间潜在的利益冲突，以及目标业务质量的不确定性，引发了对与 SPAC 合并的管理不善或经营不善的公司涌入的担忧。

### 2. 与披露相关的问题

由于 SPAC 是一家无经营历史和财务记录的空壳公司，与传统 IPO 中公司所有重大方面的完整准确披露相比，IPO 阶段的披露相对简单、通用。与传统 IPO 相比，SPAC 投资策略的披露更为笼统，因为 SPAC 仅披露其拟经营的行业、部门和地理区域。由于 SPAC 在上市时尚未确定具体的目标业务，投资者因受限于有限的信息和宽泛的收购策略和标准，无法对其投资进行全面评估。在 SPAC 确定目标业务后，需要对目标业务的业务运营、市场增长和财务报表进行实质性披露。发起人需要通过采用与传统 IPO 一样严格的标准进行尽职调查，这一过程可能既费时又花钱。

## 3. 与赎回功能相关的固有风险

SPAC 的赎回功能使得 SPAC 完成收购的可用资金数额以及发起人是否能够从 PIPE 或其他投资者处获得额外资金以完成收购的确定性降低。该等额外资金的可用性和成本在很大程度上取决于市场和经济状况，并且可能对 SPAC 的股权结构产生摊薄效应。由于发起人可能需要在赎回后就并购协议的交易条款进行重新谈判，目标业务的业务拥有人可能会对 PIPE 投资者失去一定程度的控制权，因为 PIPE 投资者通常会要求在 SPAC 拥有相当的代表权。重新谈判过程可能需要相当长的时间，因此会阻碍 De-SPAC 交易的进程。此外，与传统 IPO 相比，由于缺乏投资银行的承销，合并后公司在 De-SPAC 交易后的流动性令人担忧。

## 四、香港 SPAC 咨询总结及《上市规则》修订

目前，香港采用以披露为基础的稳健上市制度，据此，联交所要求上市申请人在上市前就所有重大方面作出准确和完整的披露。在 2021 年 12 月 17 日，联交所发布了就 SPAC 上市制度的征询总结，设立及落实全新 SPAC 上市机制，相关上市规则第 18B 章及 SPAC 的指引函 (GL113-22) 已于 2022 年 1 月 1 日实施。以下是相关 SPAC 上市机制实施的要点：

### （一）SPAC 首次上市公开市场规定

SPAC 股份的认购和买卖主体将仅限于专业投资者。对于 SPAC 初次申请上市的证券类别，于上市时，有关证券须由足够数目的人士所持有，即均须至少 75 名专业投资者，当中须有至少 20 名机构专业投资者（如银行、保险公司和其他大型金融企业），而此等机构专业投资者必须持有至少 75% 的 SPAC 股份。

### （二）SPAC 发起人

与美国的 SPAC 交易中的发起人的职责类似，SPAC 发起人是一名设立和管理 SPAC 的专业管理人，且通常拥有私募、公司融资和 / 或行业经验。SPAC 发起人应当符合适合性及资格规定。根据《上市规则》规定，上市时及其后持续地均有至少一名 SPAC 发起人是持有证监会所发出的第 6 类（就机构融资提供意见）及 / 或第 9 类（提供资产管理）牌照的公司，并持有至少 10% 的发起人股份。若

SPAC 发起人持有由相关监管机构发出的海外认证，而联交所认为有关认证相等于由证监会发出的第 6 类及／或第 9 类牌照，根据指引，联交所会考虑豁免证监会牌照规定。

### (三) 发起人股份摊薄上限

SPAC 向 SPAC 发起人配发、发行或授予的发起人股份，不得多于 SPAC 在上市之日已发行股份总数的 20%。在满足《上市规则》规定的条件前提下，联交所将愿意按照个别情况考虑请求，向 SPAC 发起人发行赋予其在 De-SPAC 交易完成后获得额外继承公司股份的权益：根据 (i) 上述提成权而将发行的继承公司普通股及 (ii) 发起人股份而将发行的继承公司普通股总数合计占 SPAC 在上市之日已发行股份总数的不多于 30%；及提成权须仅能在已符合客观绩效目标时转换成提成股份。

### (四) 权证摊薄上限

于 SPAC 发行或授予而未行使的全部权证获行使时，若所有该等权利即时予以行使（不论有关行使是否获允许），则其发行的 SPAC 股份数目不得超过该等权证发行时已发行股份数目的 50%。《上市规则》规定已发行股份数目包括 SPAC 发行的发起人股份。

联交所规定继承公司的新投资者须于投资前完全知悉此摊薄，包括须于就 SPAC 并购交易编备的上市文件中明确披露由 SPAC 发行的所有权证的摊薄影响；及继承公司上市后须立即为新投资者另行公布有关权证的摊薄影响。同时为确保 SPAC 发起人与 SPAC 其他股东的利益一致，SPAC 配发、发行或授予的每份权证必须行使价 SPAC 股份在首次上市时的发售价高出至少 15% 及行使期于 De-SPAC 交易完成后才开始。

### (五) 资金筹集规模

在上市时，SPAC 从首次发售筹集的资金总额必须至少为 10 亿港元，而 SPAC 并购目标的公平市值须达 SPAC 首次发售所筹得资金的至少 80%。与之相比，新交所设置了最低 1.5 亿新元的市值规定；而纳斯达克和纽交所要求最低市值需介乎于 5000 万美元至 1 亿美元之间，具体视证券交易所及其交易市场而定。

### (六) 新上市规定的适用

继承公司必须符合《上市规则》下的所有新上市规定，例如，最低市值规定和财务资格测试。另外，至少应当针对 De-SPAC 交易委任一名独立的保荐人，符合委聘首次公开发售保荐人的规定、尽职审查规定及文件规定。

### (七) 独立第三方投资

SPAC 并购交易的条款必须包括来自独立 PIPE 的投资。联交所会因应不同规模的 SPAC 并购目标而设置不同门槛。联交所规定向独立 PIPE 投资者筹集的金额须至少达到所载议定的 SPAC 并购目标估值的百分比：

议定的 SPAC 并购目标的估值	独立 PIPE 投资占 SPAC 并购目标估值的最低百分比
20 亿港元以下	25%
20 亿港元或以上，但少于 50 亿港元	15%
50 亿港元或以上，但少于 70 亿港元	10%
70 亿港元或以上	7.5%

若议定的 SPAC 并购目标的估值超过 100 亿港元，则联交所或可接纳低于 7.5% 的百分比。

以上所述的独立 PIPE 投资者必须包括来自资深投资者的重大投资，至少要有 50% 来自至少三名资深投资者。根据联交所的指引，有关资深投资者必须为资产管理总值至少达 80 亿港元的资产管理公司，或基金规模至少达 80 亿港元的基金。就此目的而言，由基金管理公司管理而资产管理总值达 80 亿港元的基金将符合资深投资者的资格。

#### **(八) 股东对 De-SPAC 交易的批准**

De-SPAC 交易必须于股东大会上经 SPAC 股东批准，但 SPAC 发起人及其紧密联系人需放弃投票。

#### **(九) 赎回选择权**

在召开股东大会以通过 (i) SPAC 发起人重大变动后 SPAC 的存续 (ii) De-SPAC 交易或 (iii) 延长刊发 De-SPAC 公告或完成 De-SPAC 交易的期限之前，SPAC 须为股东提供可选择赎回其所有或部分 SPAC 股份持股的机会。赎回价格为每股不低于 SPAC 股份在 SPAC 首次发售时的发行价。

联交所在最初的咨询函中规定只有反对 SPAC 并购交易的股东才有股份赎回权，而投票同意的股东则无该赎回权。联交所在听取市场反馈之后，并没有在最终的咨询总结中坚持这项要求，使得香港 SPAC 交易中的股东赎回行权规则与美国和新加坡的 SPAC 制度类似。然而，联交所对独立 PIPE 投资者的要求增加，目的是确保 SPAC 并购交易条款和估值的公允性。

#### **(十) 公众持股要求**

SPAC 在完成 De-SPAC 交易后，该继承公司在上市时须至少有 100 名专业投资者及无论何时，已发行股份数目总额必须有至少 25% 由公众人士持有。

#### **(十一) 向股东返还资金及除牌**

如果 SPAC 不能在其上市后的 24 个月内刊发 De-SPAC 交易公告，或在其上市后的 36 个月内完成该等交易，联交所可将 SPAC 停牌。在 SPAC 被勒令停牌后，SPAC 必须在停牌后一个月内退回其

在首次发售中筹集的资金，以每股 SPAC 股份不低于 SPAC 股份在 SPAC 首次发售时的发行价的金额，按比例将《上市规则》所述托管账户中的款项分派或支付予所有 SPAC 股份的持有人。联交所随后将把 SPAC 除牌。

### **五、SPAC 建议对于香港资本市场的意义**

与美国和新加坡的制度相比，SPAC 建议下的 SPAC 上市标准被视为相当重视保障公众投资者的利益，当中包括：

- 在成功完成并购交易之前，SPAC 股份不可向香港公众人士营销或容许他们买卖；
- 每一 SPAC 必须设有至少一名 SPAC 发起人为持有证监会牌照的公司；
- 强制的独立 PIPE 资深投资者，而且投资持股的比例较高；及
- 为 De-SPAC 交易委任保荐人及香港 IPO 保荐人制度下的相关程序性和实体性规定，包括就保荐人进行的尽职审查，特殊目的收购公司保荐人应在适用的范围内遵守《操守准则》第 17 段及《上市规则》第 21 项应用指引。

尽管香港过去 12 年中曾有 7 次是全球最大的 IPO 市场，在香港资本市场增加 SPAC 仍有价值和意义，因为 SPAC 上市具备自身的优势，不仅为发行人提供了一种替代上市方式，也可以改变传统 IPO 过程中的簿记建档方式。但是，市场预计香港 SPAC 的 IPO 不会取代传统的上市制度。

---

# 论 A 股 IPO 发行人 股东特殊权利 的终止时点

姜志会 白子瑜 郝天月

---

随着 A 股注册制改革的不断推行，企业发行上市的审核周期大大缩短，换言之，企业从完成股改到申报的时间以及从申报到完成上市的时间，均大幅度缩减。据不完全统计，注册制下的平均审核周期约为 200 多天，而核准制下的平均审核周期则达 500 多天。在提高发行审核效率、促进 A 股资本市场繁荣的同时，上市速度的加快也使另外一个问题变得更为突出，即上市前投资人的特殊权利应何时终止为宜。由于终止的时间和终止的方式关系到多方利益，因此该问题越来越受到各方的关注。

关于这个问题的分析，可谓前人之述备矣，本文仅从资本市场实践的角度出发，通过分析不同板块上市企业对相关特殊权利的处理方式以及监管部门的关注要点，对该问题进行简要分析，以供业内人士参考。

## 一、何谓股东特殊权利

### （一）股东特殊权利的产生

股东特殊权利缘起于英美法系，是风险投资实务中逐步发展创设的产物，在私募投资的实践中被广泛使用，其主要作用为在信息不对称、企业所有权与经营管理权相分离的环境中保护股东尤其是中小股东的权利。国内私募股权投资行业学习借鉴了海外风险投资行业的相关经验，虽然部分股东特殊权利尚未被吸纳到我国现行的法律规则当中，但是经过多年的实践以及不断发展，股东特殊权利条款已被我国的主流投资机构、创业企业所广泛接受，并且成为市场惯例和“游戏规则”的一部分。

### （二）股东特殊权利的类型

PE/VC 项目中，股东的特殊权利安排主要包括对赌 / 估值调整条款、回购权、优先清算权、领售权（拖售权）、随售权（共售权）、反稀释权、优先分红权、优先认购权、优先购买权、董事 / 监事提名权、一票否决权（保护性条款）、知情权 / 信息权、最优惠待遇、股权转让限制 / 限售权等。

股东特殊权利在一定程度上约束了公司及控股股东、实际控制人的行为，对于保护中小股东有很大的积极意义。

## 二、既是权利，缘何终止

股东特殊权利需要提前终止系基于多方面考虑因素。首先，“发行人的股权清晰，控制权稳定”是中国证监会规定的拟上市企业的发行条件之一，而对赌条款等特殊权利安排可能对发行人的股权清晰、控制权稳定带来一定不利影响，进而影响发行人的持续经营能力，甚至可能成为影响企业发行上市的实质性障碍；此外，清理上市前股东的特殊权利安排亦是保护广大中小公众投资者的需要。在A股IPO过程中，特殊权利安排的终止情况是上市发行审核机构的重点关注问题之一。

### （一）与股东特殊权利有关的主要规定

#### 1. 基本规则

《公司法》第126条规定，股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。该条规定确定了股份有限公司“同股同权”的基本原则。

《首次公开发行股票并上市管理办法（2020修正）》《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）（2020修正）》等文件规定，发行条件之一为发行人的股权清晰，控制权稳定，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷。

#### 2. 关于对赌协议

目前，A股IPO各个板块关于对赌协议的监管及核查要求基本一致。例如，《首发业务若干问题解答》《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》及《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》均规定，PE、VC等机构在投资时约定估值调整机制（一般称为对赌协议）情形的，原则上要求发行人在申报前清理对赌协议，但同时满足以下要求的可以不清理：一是发行人不作为对赌协议当事人；二是对对赌协议不存在可能导致公司控制权变化的约定；三是对对赌协议不与市值挂钩；四是对对赌协议不存在严重影响发行人持续经营能力或者其他严重影响投资者权益的情形。

## 3. 红筹企业的特殊规定

科创板、创业板关于红筹企业优先权利的处理均存在特殊规定。《上海证券交易所关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》及《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》均规定，红筹企业向PE、VC等投资人发行带有约定赎回权等优先权利的股份或可转换债券，发行人和投资人应当约定并承诺在申报和发行过程中不行使优先权利，并于上市前终止优先权利、转换为普通股。发行人获准发行上市后，应当与投资人按照约定和承诺及时终止优先权利、转换为普通股。因此，相比于一般企业，红筹企业及投资人在申报时无须终止优先权利，但需承诺在申报和发行过程中不行使该等权利，并于上市前终止该等权利。

### （二）监管机构的审核关注要点

从相关案例来看，关于对赌条款等特殊权利安排的审核关注要点主要如下：

#### 1. 协议或条款的具体内容

要求发行人披露对赌条款等特殊权利安排的具体情况，包括但不限于合同签署方、享有特殊权利的相关股东（“相关股东”）的入股时间、入股背景、特殊权利条款内容等，是否存在可能导致公司控制权变化的约定。

#### 2. 履行及执行情况

要求发行人披露对赌协议存续期间是否存在触发对赌条款等特殊权利安排的情形；相关股东是否要求发行人及其控股股东、实控人履行回购及其他义务，特殊权利条款项下的权利义务是否已经履行完毕，是否会导致发行人承担相应的法律责任或者或有义务；是否存在争议或潜在纠纷。

#### 3. 清理情况

要求发行人披露终止/解除特殊权利约定的主要内容；相关股东同意解除/终止特殊权利约定的原因，是否存在未披露的承诺、补偿等其他利益安排；对赌条款等特殊权利安排是否已真实、有效解除，解除是否存在潜在纠纷，是否存在应当披露的其他利益安排，是否影响发行人股权结构稳定性。



#### 4. 附恢复条件情况

要求发行人披露特殊权利约定是否为附条件解除/终止，是否存在效力恢复条款；对赌条款等特殊权利安排未完全清理的原因及合理性；恢复条款是否会导致发行人承担相应的法律责任或者或有义务，是否属于依照相关规则要求可以不予清理的情形。

### 三、A股市场近期案例分析

实践中，关于对赌条款等特殊权利安排的主要处理方式如下：

#### (一) 彻底终止特殊权利

公司简称	终止时点	特殊权利终止条款	备注
倍轻松（688793， 上市时间 2021 年 7 月 15 日）	于申报前 （2020 年 3 月 2 日）终止	2020 年，丹麓创投与发行人、实际控制人马学军签订了相关终止协议，各方同意投资补充协议已于 2020 年 3 月 2 日终止。	倍轻松于 2020 年 6 月 申报并获受 理。
	自申报之日起 终止	2020 年 4 月，福田红土与发行人、实际控制人马学军签订了终止协议，各方同意终止股权转让补充协议；终止协议于发行人递交首次公开发行股票并上市的申请材料之日起生效。	
康拓医疗（688314， 上市时间 2021 年 5 月 18 日）	于申报前 （2020 年 6 月 3 日）终止	2020 年 6 月 3 日，上海弘翕与发行人、胡立人、朱海龙、胡立功、吴栋、赵若愚、李琰签订了补充协议，约定：自协议签署之日起，投资文件项下任何可能构成康拓医疗合格首次公开发行并上市的法律障碍或对康拓医疗合格首次公开发行并上市造成不利影响的条款予以终止。	康拓医疗于 2020 年 6 月 申报并获受 理。
睿昂基因（688217， 上市时间 2021 年 5 月 17 日）	于申报前（自 取得辅导备案 通知之日）终 止	2018 年 12 月 13 日，相关各方签署股东协议，约定：公司股东签署的相关交易文件中涉及的对赌条款等股东特别权利条款一律终止，同时，投资方的回购权、优先认股权、优先购买权、跟随出售权、优先清算权、反稀释权、拖卖权等特殊权利以及其他可能构成睿昂生物（发行人前身）上市的法律障碍或对睿昂生物的上市进程造成任何不利影响的条款于睿昂生物取得其所在省级证监局或其他有权辅导备案机关的辅导备案通知之日起全部自动终止法律效力。	睿昂基因于 2020 年 6 月 申报并获受 理。



公司简称	终止时点	特殊权利终止条款	备注
中望软件（688083，上市时间 2021 年 3 月 11 日）	自递交首次公开发行并上市申请材料之日终止	2020 年 2 月 29 日，发行人全体股东签署相关终止协议，确认各方签订的增资协议、相关补充协议以及其他法律文件中涉及的如董事 / 监事提名权、一票否决权、回购权、反稀释权、清算优先 / 补偿权、股东知情权、最优惠待遇等《公司法》、公司章程规定的股东权利之外的全部股东特殊权利条款及相关公司承担连带责任的条款，自中望软件向上交所递交首次公开发行并上市申请材料之日起自动终止，各方不再主张该等条款项下所约定的相关特殊权利。	中望软件于 2020 年 3 月底申报并于 2020 年 4 月获受理。

## （二）申报前终止但附恢复条款，在问询后彻底终止

公司简称	终止但附恢复条款	终止时点	彻底终止条款	恢复条款终止时点	备注
恒玄科技（688608，上市时间 2020 年 12 月 16 日）	2019 年 10 月 9 日，发行人与全体股东约定终止原合资合同及原公司章程，投资方的特殊权利在特定情形发生时可以自动恢复执行。	申报前	2020 年 6 月 9 日，发行人与全体股东约定，终止特殊权利恢复条款，且恢复条款视作自原协议签署之日起即未生效。	上会前	恒玄科技于 2020 年 4 月 22 日获受理，于 2020 年 5 月 14 日被问询，后于 2020 年 8 月 28 日通过上市委会议审议。
派能科技（688063，上市时间 2020 年 12 月 30 日）	2020 年 4 月 30 日，景和道出具确认函，自派能科技申请 IPO 之日起，该企业不会向其主张特殊保护权利。如派能科技 IPO 申请未能获得批准或注册同意的，或者派能科技撤回 IPO 申请的，景和道将不再行使上述特殊保护权利。	申请 IPO 之日	2020 年 10 月 29 日，景和道与发行人等主体签署补充协议，同意对赌条款和特殊权利条款自派能科技申请 IPO 之日起终止效力，并且不存在任何恢复效力的条件。	注册前	派能科技于 2020 年 5 月 27 日获受理，后于 2020 年 9 月 3 日通过上市委会议审议，并于 2020 年 12 月 1 日注册。

### (三) 终止特殊权利但附恢复条款，并成功过审

公司简称	终止时点	恢复条款	备注
艾力斯（688578，上市时间 2020 年 12 月 2 日）	自递交上市辅导验收申请之前一日自动终止	2019 年 10 月，发行人、上海乔可等相关方签署合同，约定：终止效力的条款应自合资公司上市申请被中国证监会或证券交易所否决或撤回上市申请材料之日起自动恢复效力。确认反摊薄保护权、清算优先权相关合同条款自始无效，对相关各方自始不发生法律约束力。已终止但仍附有恢复条款的特殊权利条款有优先认购权、股权转让限制和优先购买权、跟随出售权、赎回权（赎回主体不涉及发行人）、领售权。	部分特殊权利（反摊薄保护权、清算优先权）相关合同条款自始无效； 部分特殊权利（优先认购权、股权转让限制和优先购买权、跟随出售权、赎回权（赎回主体不涉及发行人）、领售权）仍附有恢复条款。
科美诊断（688468，上市时间 2021 年 4 月 9 日）	自递交首次公开发行并上市申请之日自动终止	随着科美生物改制为股份有限公司，全体股东达成补充协议，约定：若发生发行人向上交所撤回首次公开发行并上市申请或该等申请被监管机构终止审查或否决的情形，则在该等情形出现之次日，《合资经营合同》及各股东基于该合同及该补充协议所享有的权利自动恢复。	特殊权利（优先认购权、反稀释权、优先购买权、随售权、拖售权等特殊权利）均附有恢复条款。
英科再生（688087，上市时间 2021 年 7 月 9 日）	自申报获受理时解除	2020 年 6 月，新余麦子、雅智投资、英科环保、刘方毅签署协议，约定：公司 IPO 申请被要求撤回、撤回、被终止或被中国证监会 / 交易所否决，自上述任意情形发生之日，有关股份回购、反稀释、优先清算等相关条款自动恢复效力，如发行人成功上市，相关条款将彻底终止。	特殊权利（股份回购、反稀释、优先清算等相关权利）均附有恢复条款。

(四) 特殊权利先中止后终止，且附恢复条款

公司简称	中止时点	终止时点	恢复条款	备注
创尔生物(科创板,已于2021年2月20日提交注册)	自递交申请材料之日起中止	自核准首次公开发行股票申请或同意首次公开发行股票注册之日起终止	2020年3月26日,佟刚与广发证券签署协议,约定:若创尔生物未能实现股票公开发行并上市流通(包括但不限于其首次公开发行并上市申请未被上交所受理或创尔生物从上交所撤回上市申请,或证监会其他有权部门未核准或不同意创尔生物发行上市申请的),《股份回购协议》及广发证券基于《股份回购协议》所享有的权利自动恢复效力。	相关方于创尔生物申报前签署补充协议。
法本信息(300925,上市时间2020年12月30日)	自正式申报首次公开发行并上市材料之日中止	自中国证监会作出予以注册决定之日终止	2020年6月,海通旭初、海通创新与严华签署协议,约定:如公司的首次公开发行并上市申请未取得深交所审议通过或未取得中国证监会同意注册决定,或公司主动撤销首次公开发行并上市申请材料,则该等权利恢复生效,且该等权利应该视为自始存在。	相关方于法本信息申报前签署补充协议。
	自正式申报首次公开发行并上市材料之日中止	自公司成功在深交所创业板上市之日终止	2020年6月,哈思鼎、黄汉湘、蒋兵、李秀敏、卢宏飞、唐凯、王奉君、徐纯印与严华签署补充协议,约定:如公司的首次公开发行并上市申请未取得深交所审议通过及/或未取得中国证监会同意注册决定,或公司主动撤销首次公开发行并上市申请材料,则备忘录恢复生效。	

## （五）未完全清理特殊权利

公司简称	特殊权利相关条款	未完全清理的原因	其他特殊权利终止时点
四会富仕 (300852, 上市时间 2020年7月 13日)	2019年9月,发行人与人才基金等相关方签署了补充协议,约定:(1)如公司未能在2021年12月31日前实现上市,或以人才基金同意的估值被上市公司收购、被其他公司整体现金收购,则人才基金有权要求四会明诚、一鸣投资、天诚同创和/或刘天明、温一峰、黄志成按照相关约定连带受让人才基金届时持有公司全部或部分股份。(2)其他特别权利约定(公司治理、相关股东权利、效力等条款)自协议生效之日起即行终止。	符合《首发业务若干问题解答(一)》关于对赌协议的规定。  人才基金为控制风险,实现国有资产保值增值,故补充协议未终止回购条款。	除股权回购条款(上市对赌条款)外的其他特殊权利于被问询后终止(四会富仕于2019年5月申报)。

注:本文相关案例等信息均来源于公开披露信息。

综合上述案例来看,不同企业关于对赌条款等特殊权利安排的清理方式以及特殊权利终止时点各不相同。

一般而言,较为常见的做法是彻底终止该等特殊权利,终止时点通常是自企业递交首发申请材料之日或获得受理之日。基于中小投资人保护自身利益的需要,在符合审核要求且协商一致时,拟上市企业与投资人等相关方亦会采取附恢复条款申报的处理方式;如监管机构就此进一步问询,部分企业为推进上市进程,在问询后会采取在上会前或者注册前彻底终止特殊权利的做法;但仍有少数企业未做进一步调整,坚持采取附恢复条款的处理方式,并最终通过审核。

与该处理方式有所不同的另一种做法是,部分企业选择自递交申请材料之日起中止该等特殊权利,即不予终止相关权利但也同意在此期间内不继续行使相关权利,并自注册生效之日起终止相关特殊权利;如企业未能成功上市则该等特殊权利自动恢复效力。此外,在符合监管规则的情况下,还可选择保留部分特殊权利上市,但目前该等案例相对较少。

此外,我们也注意到,不同类型的特殊权利、不同类型的发行人(如红筹架构企业等),在实践中对于特殊权利条款可能存在不同的处理方式,对应的终止时点及是否可以附条件恢复等亦有可能存在差异。

#### 四、发行人及其股东应注意事项

综上所述，对于拟上市企业而言，企业需要提前梳理其投资人所享有的特殊权利，并提前与投资人沟通确定特殊权利安排的处理方式。发行人需要特别关注与此相关的信息披露义务，具体而言，如发行人拟保留的，则应当在招股说明书中披露对赌协议等特殊权利安排的具体内容、对发行人可能产生的影响等，并进行风险提示，保荐人及发行人律师应当就此发表专项核查意见；如发行人拟全部终止特殊权利条款的，则应与股东签署终止协议并如实披露终止的过程。我们注意到，存在因在申请上市过程中未按监管要求清理并披露相关对赌协议而被采取监管措施的市场先例，拟上市公司及中介机构应引以为戒。

从投资人的角度出发，结合近期监管审核趋严的形势，为保护投资人的利益，在满足相关监管审核规则要求的情况下，可以综合各方面因素和发行人实际情况，考虑在签署终止协议时附部分特殊权利的恢复条款。但即便在符合不予清理的条件下设置恢复条款，亦不排除后续监管审核过程中要求彻底清除的可能。如发生该等情形，仍需按照监管要求完全清理特别权利安排。投资人应结合被投项目情况、发行人的上市预期、后续被调整风险等多方面因素，与拟上市企业就相关条款的处理达成一致。

---

# 香港上市 VIE 实务

胡静

---

近期，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，提出“加强中概股监管，切实采取措施做好中概股公司风险及突发情况应对，推进相关监管制度体系建设”，由此引发了市场对境外上市的不同反应和预期，尤其是对 VIE 架构是否将被采取重点监管，各方都在密切观察，VIE 再一次被推上热点话题。

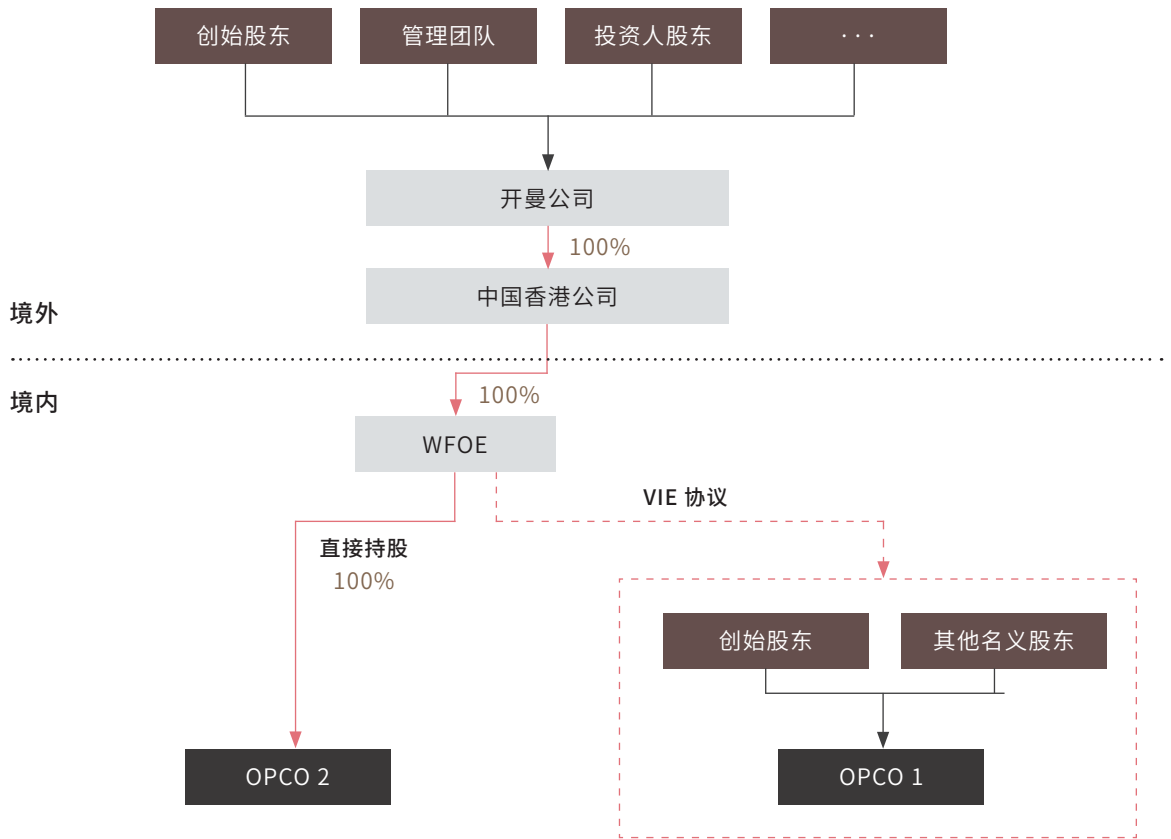
此外，近期市场及政策环境的变化进一步驱动了越来越多已登陆美股或拟美股上市的中概股企业，转而寻求在中国香港上市。香港证券交易所作为内地企业赴境外上市最主要的资本市场之一，凭借其国际化地位、与内地的紧密联系以及港交所新政的陆续推出，近年来吸引了更多的内地企业在中国香港市场登陆。从美股到港股，中概股企业需根据港股和美股证券监管要求不同，相应对股权结构、公司治理等差异进行调整，VIE 架构则是其中最重要的调整内容之一。

本文将从香港红筹上市出发，聚焦 VIE 架构在香港上市的监管要求及实践情况，为各位呈现香港上市中 VIE 结构应关注的要点以及调整内容，以期帮助改道港股的内地企业做好香港监管侧的合规准备。

## 一、港股常见 VIE 结构

直接持股结构和 VIE 结构并不互斥，尤其是在港股红筹上市架构中，由于港交所对于 VIE 架构的使用采取 Narrowly Tailored（“严限要求”）的审核原则（具体要求见下文第二部分），为满足香港联交所对大中华发行人的这一要求，拟进行香港 IPO 的内地企业通常需要将其业务/资产根据外资产业政策（包括规则及实操双重角度）是否受限为界线进行划分，重组为直接持股和 VIE 结合的双重结构，并提交一份重组备忘录对重组方案进行说明。截至目前为止，双重结构具体如下图所示：





其中，WFOE（或子公司）从事并持有不存在外资产业政策限制的业务及资产，VIE 实体（或子公司）从事并持有外资限制类业务及资产，以符合严限要求。

从我们以往在境内架构出海、中国香港红筹上市、境外私募融资项目中操作的多数重组案例来看，架构分拆和资产流转需务必注意股权转让定价、资金成本及现金流安排、税务成本及风险，尤其要注意非外资限制类资产“去 VIE 化”过程可能涉及的关联并购<sup>1</sup>以及牌照变更问题。

因此，在改道港股上市中，需对美股上市时未按照严限要求搭建双重结构的 VIE 架构进行拆分，使其符合港交所的严限要求。另外，企业在开始资本运作（例如融资）时，首先应尽量对未来拟登陆的资本市场板块有一定预期，在红筹架构选择和搭建过程中做好倾向性和灵活性设计，在红筹架构设计中为后续登陆不同资本市场以及符合潜在的新政要求保有相应的操作空间。

## 二、Narrowly Tailored 原则

### （一）Narrowly Tailored 是什么

香港联交所在上市决策文件 HKEx-LD43-3（2018 年 4 月修订，以下简称“VIE 指引”）中，对拟于中国香港上市的大中华发行人使用 VIE 架构应符合严限要求做出了明确规定，核心要点包括：

（1）上市申请人只可于必要的情况下以合约安排解决任何外资拥有权的限制，否则上市申请人必须直接持有 OPCO 公司的最大许可权益（即外资产业政策下允许直接持股的相应股权比例不得以 VIE 方式持有）。

<sup>1</sup> 在当前负面清单的外资监管体制下，十号文项下关联并购的规定是否依然适用有待明确的监管口径。

(2) 例外情形：若因涉及外资拥有权而需取得批准及符合额外的资格标准，但因 (i) 没有批准的审批程序或指引，或 (ii) 政策原因，而不会或不能发出批准。

就已登陆美股或其他资本市场的 VIE 公司来说，可向中国香港交易所申请豁免，按其既有的 VIE 架构进行上市，但这一豁免仅仅面向在联交所刊发该豁免规则之前已经在其他交易所上市的上市申请人，以防止监管套利。此外，香港交易所于 2021 年 4 月刊发咨询文件，其中，就允许符合条件的发行人在保留既有不同投票权架构及可变利益实体架构下可作双重主要上市正在进行意见征询。从该等咨询文件来看，港交所此前对于 VIE 架构可能持进一步放开态度，但考虑到近期内地监管政策的变化趋势，不排除港交所对于 VIE 架构可能相应调整有关监管态度，或加强对 VIE 架构审理口径<sup>2</sup>。

## (二) 市场实践情况

从当前市场实践来看，采用 VIE 架构的业务 / 资产一般从法规、监管态度、可行性角度给出符合必要性解释口径，根据以往案例，常见的受限业务及口径包括<sup>3</sup>：

业务		合理性口径	近期动态 / 备注
互联网行业	互联网信息服务-ICP许可	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 外资限制类</li> <li>• 经营增值电信业务的外商投资电信企业的外方主要投资者应当具有经营增值电信业务的良好业绩和运营经验（以下简称“外方资格要求”），但法律法规对具体要求尚未出台明确规定</li> </ul>	通常需结合行业主管部门确认
	网络出版服务、网络视听节目服务、互联网文化经营	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 外资禁止类</li> </ul>	网络视听节目服务商应符合国资控股等要求。因此，实践中大部分公司未能取得视听节目许可，部分公司改为申办广播电视节目制作经营许可
	与该等业务不可分割的业务，或以互联网为基础的其他业态	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 与受限互联网牌照业务紧密相关、不可分割</li> <li>• 例如：在线广告、在线教育、互联网保险、互联网医院、互联网药房等</li> </ul>	此类业务需存在充分理由向港交所证实其保留在 VIE 公司的必要性

<sup>2</sup> 不代表我们的任何判断或意见。

<sup>3</sup> 不包括 CEPA 外资产业政策。

业务		合理性口径	近期动态 / 备注
教育行业	幼儿园、高中、高等教育、义务教育	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 学前、普通高中和高等教育机构限于中外合作办学；义务教育为外资禁止类</li> </ul>	考虑到国家对教育行业的政策要求和当前监管态度，应避免继续使用 VIE 架构规避该等禁止 / 限制性政策，各中概股企业陆续进行整改
医疗生物行业	医疗机构	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 医疗机构限于中外合资</li> <li>• 线上医疗：线上部分医疗资质审批先例有限等原因</li> </ul>	通常需结合行业主管部门确认
	基因诊断及治疗	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 外资禁止：人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用</li> </ul>	应结合是否涉及基因信息的触达、干细胞提取等要素进行判断；对于政策敏感类基因业务应考虑政策要求和风险

近期，教育行业陆续出台各类规范性文件，从《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》《民办教育促进法实施条例》到《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，对学前教育、义务教育、学科类培训等教育领域明确提出禁止“协议控制”方式规避产业政策等要求。因此，除对 VIE 架构可能提出重点监管措施之外，不排除针对不同行业、不同阶段的 VIE 架构提出限制性要求。

### 三、港股 VIE 协议的个性化条款

#### (一) VIE 系列协议全貌

协议控制架构中，由境内运营主体、名义股东（及其配偶）与 WFOE 之间分别签署一系列协议，境外开曼公司以 WFOE 为连接点，从表决权、收益权、经营权等方面，通过该等协议间接实现对境内运营主体的控制。通常来讲，红筹架构中 VIE 系列协议包括：

协议类型	主要内容	主要作用
独家技术支持和咨询服务协议	WFOE 为境内运营主体提供独家技术支持和咨询服务，境内运营主体向 WFOE 支付相应的费用。	实现将境内运营主体的收入向 WFOE 转移。
独家购买权协议	WFOE 有权要求境内运营主体股东向 WFOE 或其指定主体转让全部或部分资产或股权。	保证在未来放开外资产业政策时 WFOE 可以要求直接持有境内运营主体的资产或股权。
委托授权书	境内运营主体股东排他授权 WFOE 行使其股东权利。	保证 WFOE 有权行使境内运营主体股东权利。
股权质押协议	境内运营主体股东将其持有境内运营主体的全部股权质押给 WFOE。	担保境内运营主体及其股东在独家技术支持和咨询服务协议、独家购买权协议、委托授权书项下的全部义务。
配偶同意函（如适用）	境内运营主体股东配偶承诺对协议控制安排知晓，不对境内运营主体的股权享有任何权益或提出主张。	确保协议控制安排不因境内运营主体股东离婚而存在执行障碍。

## （二）港交所眼中的 VIE 协议

VIE 指引就采用 VIE 结构的上市申请人明确了其各项审核要求，为满足该等审核要求并结合市场实践，VIE 协议应具备相关协议条款或要素，例如：

审核要求	VIE 协议 / 条款	监管规则 / 条文	
Narrowly Tailored (限缩原则)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 合约安排的设计应仅限于达到上市申请人的业务目标，以及把与相关中国法规出现冲突的可能性减至最低。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 明确约定 VIE 协议已取得所有必要的内外部（包括但不限于第三方金额政府部门）的授权和批准；签署和履行 VIE 协议不会违反约束各方或其资产的任何法律法规及重大合同或协议；VIE 协议构成对各方合法、有约束力的义务，并可根据 VIE 协议条款强制执行。</li> </ul>	<p>具体可见 HKEX-LD43-3 第 13 (b) 条：合约安排的涉及应仅限于达致上市申请人的业务目标，以及把与相关中国法规出现冲突的可能性减至最低。上市申请人须尽可能证明已确实尽力遵守相关法规。如证据显示相反情况，则合约安排被视作违反相关法规的风险当会较高。</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 只可于必要情况下以合约安排解决外资拥有权的限制。</li> <li>• 当法律允许上市申请人无须采用合约安排方式经营业务时，终止合约安排。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 《独家购买权协议》明确约定在中国法律约束 WFOE 或其指定的第三方持有 OPCO 公司全部或部分股权时，或在中国法律法规允许的前提下 WFOE 认为适宜或必要的其他情形，OPCO 公司股东应根据 WFOE 要求向 WFOE 或其指定的第三方转让其持有的 OPCO 公司股权。</li> </ul>	<p>HKEX-LD43-3 第 16A 条：上市申请人只可于必要的情况下以合约安排解决任何外资拥有权的限制，否则上市申请人必须直接持有 OPCO 公司的最大许可权益。为免生疑问，即使上市申请人可透过直接持有 OPCO 公司的股权而控制该公司（譬如直接持有逾 50% 股权），该公司其余不能由上市申请人直接持有的股权，仍可通过合约安排持有。</p>
争议解决 必备约定	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 确保合约安排载有解决争议的条款。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 明确约定仲裁条款，且仲裁员有权对 OPCO 公司的股权或资产实施限制和 / 或作出处置、发出禁止令、颁布临时措施、责令清算等；在等待组成仲裁庭期间或在适当情况下，具有管辖权的法院（包括香港、WFOE 关联的拟 / 已上市公司注册成立地、OPCO 公司注册成立地以及拟 / 已上市公司或 OPCO 公司主要资产所在地的法院）有权颁布临时措施以支持仲裁的进行，例如就违约方的财产或者 OPCO 公司的股权或资产判决或者裁定进行扣留或者冻结。</li> </ul>	<p>HKEX-LD43-3 第 18 (c) (ii) 条：订定仲裁条款，以及给予仲裁员权力作出以 OPCO 公司的股份或土地资产作为补偿的颁令、禁制令（如为进行业务或为强制转让资产需要）或 OPCO 公司的清盘令；在等待组成仲裁庭期间或在适当情况下，给予所属司法权区的法院权力，使其有权颁布临时措施以支持仲裁的进行，并应为此列明香港法院、上市申请人注册成立地、OPCO 公司注册成立地以及上市申请人或 OPCO 公司主要资产所在地为具司法管辖权。</p>

审核要求		VIE 协议 / 条款	监管规则 / 条文
确保资产处置权力	<ul style="list-style-type: none"> <li>确保合约安排涵盖处理 OPCO 公司资产的权力。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>《独家购买权协议》除授予 WFOE 不可撤销的独家购股权外，明确约定 OPCO 公司及其股东授予 WFOE 不可撤销的购买 OPCO 公司全部或部分资产的独家购买权（包括但不限于 WFOE 目前及未来可能取得的有形或无形资产）。</li> <li>《独家购买权协议》明确约定 OPCO 公司及其股东不得转让或以其他方式处置 OPCO 公司资产或设立担保物权、权利负担或其他第三方权利。</li> </ul>	HKEX-LD43-3 第 18 (c) (iii) 条：不单单涵盖管理其业务的权利及取用收入的权利，确保清盘人在按合约安排行事时能为上市申请人的股东或债权人取得 OPCO 公司的资产。

对 VIE 架构的要求将逐渐明确，市场及境外监管机构也将对此作出适应性调整，但港交所的上述基本监管要求将继续贯穿始终。随着监管要求的后续落地，内地企业应根据具体政策要求，进一步调整公司股权架构，在不违反国家产业政策等规定的前提下，有限度地合理使用 VIE 架构，以同时满足境内、境外双重监管要求。



# 洞悉中概股回归要点

孙昊天 李楠 黄凯 蔡昌盛 郑兆江

在港股和 A 股相继修改、完善上市规则后，越来越多的中概股企业通过第二上市回归港股或通过科创板回归 A 股。

随着 A 股、港股资本市场的不断完善，注册地为境外、主要经营地在境内、于美国交易所上市的中概股企业（下称“中概股”）回归方式日益多样化。本文就中概股不退市前提下回 A 股及港股上市的实操问题及案例情况展开论述。



图 1 中概股回归方式

## 一、回归 A 股

中概股保留在美上市地位回 A 上市有直接发行 A 股股票、发行 CDR、分拆上市三种方式。实践中已有通过直接发行 A 股股票和分拆上市完成上市审核的案例（见表 1）。

中概股	所属行业	回归方式	上市申请阶段	上市地点
百济神州	医疗保健	IPO	2021 年 1 月申请	上交所科创板
盛美半导体	计算机、通信和其他电子设备制造业	分拆上市	2020 年 9 月 30 日审核通过	上交所科创板
大全新能源	多晶硅研发、生产与销售	分拆上市	2021 年 2 月 2 日审核通过	上交所科创板

表 1 2018 年以来中概股保留在美上市地位回 A 上市案例概览

注：百济神州于 2016 年在美国纳斯达克（NASDAQ）上市，2018 年在香港联交所上市，2021 年 1 月上海证券交易所（简称“上交所”）受理其科创板 IPO 申请，目前处于审核阶段。

### （一）直接发行 A 股股票上市

由于发行人注册地在境外且其本身已于境外上市，因境内外法律、证券市场规则等差异，将产生一系列红筹企业回 A 股上市的特殊问题。已披露的中概股直接申请回 A 股市场发行股票的案例仅有百济神州，目前处于审核阶段（此前中芯国际已于 2020 年作为首家试点红筹企业在 A 股成功上市，但其回 A 前在港股而非美股上市）。下面将对中概股企业回 A 股上市的特殊问题进行梳理，并通过百济神州和中芯国际等案例剖析提供适用的解决方案。

一是投资者权益保护的安排总体上应不低于境内法律要求。境内外公司法、证券法及上市规则有较大的差异，总体境外更灵活。试点红筹企业股权结构、公司治理、运行规范等事项可适用境外注册地的法律，但关于投资者权益保护的安排（包括资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等权益）总体上应不低于境内法律要求。上述问题贯穿于百济神州、中芯国际等案例的申报文件多个方面和各审核问询阶段，足见其重要性。

二是股票面值及股本与境内 A 股公司存在较大差异。考虑到红筹企业的股票面值及股本要求与境内市场存在较大差异，科创板、创业板规则均进行了针对性的调整。如在科创板，传统 A 股发行人发行后的股本总额应不低于 3,000 万元；而对于红筹企业，前述要求调整为发行后的股份总数不低于 3,000 万股。创业板的规则也进行了类似调整。

三是股份类别的特殊性。试点红筹企业系依据境外法律成立，其发行的每股名义面值（比如：0.0001

美元)的普通股在境外上市,发行人在A股拟发行同样名义面值的人民币普通股(即A股),境外普通股和A股是否视为一类股票,进而是否需要在公司治理体系内建立类别股东表决制度,将受到两地监管机构的关注。根据中芯国际案例,开曼和香港法律对于投资者权益保护的规定不低于境内法律的要求,在未设立类别股份的情况下,A股股东和境外股东享有同样权益,因此A股股东权益不会受到不利影响。百济神州拟发行的A股每股面值为0.0001美元,以人民币为股票交易币种,在招股书中亦将此进行了重点披露。

四是境外上市地的审批或相关信息披露手续。由于发行人本身已在境外上市,其申请在A股发行股票往往需要履行境外上市地的证监会、证券交易所的审批或其他相关程序。百济神州案例中,香港联合证券交易所(下称“香港联交所”)已出具对于A股上市的豁免;律师确认,根据《美国证券法》,发行人拟就本次发行同步于美国证监会网站公开上传英文版招股说明书及其他流程性公告,内容与发行人现有《招股说明书》无实质性差异;除上述程序外,发行人无须取得美国证监会及纳斯达克证券交易所的任何同意、批准程序。类似地,中芯国际也就其发行A股取得了香港联交所出具的豁免函。

五是境内外公司章程的差异及修订。A股上市公司的公司章程通常是根据中国证监会发布的《上市公司章程指引》制定的,而境外公司的章程大纲和章程细则在体例和表述上与《上市公司章程指引》存在较大差异。在此前案例中,有的红筹企业参照了A股的《上市公司章程指引》对境外章程细则进行了实质性的修订;也有企业(如中芯国际)没有对章程大纲和细则进行实质修改,但还是根据项目实施的需要增加或修订了相关条款。不论采取何种形式,根据《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(下称《若干意见》)的要求,应确保公司投资者权益保护水平总体上不得低于境内法律法规规定。

六是在股本溢价是否可用于股息分派方面的境内外法律规定差异。根据中国《公司法》,发行时的股本溢价款应列入资本公积金,未规定可以将其进行股息分派;而境外公司,以开曼为例,根据《开曼群岛公司法》开曼公司可以使用股本溢价进行股利分配。对此,百济神州、中芯国际等项目的做法是设置两个机制解决此问题。其一,在章程中约定利润分配及弥补亏损方案需由发行人股东大会审议通过;其二,明确规定募集资金的用途,未经法定程序,不得随意改变募集资金投向。因此公司本次发行募集资金实际无法用于向股东分红。此外,公司、控股股东亦可以专门就发行A股取得的股本溢价不会用于股息分派出具专门的承诺,以解决因境内外法律规则的差异而影响投资者利益的情况。

七是关于发行上市后的公司治理的特殊规定。对于试点红筹企业发行A股上市后的治理,我国法律法规就相关特殊事项也进行了明确要求,在后续公司治理环节应予以关注。例如,中国证监会要求境内上市公司董事会、独立董事就相关事项发表意见或者履行特定职责的,试点红筹企业的董事会、独立董事应当遵照执行。

## (二) 发行CDR上市

中国存托凭证(Chinese Depositary Receipt, CDR),是指由存托人签发、以境外证券为基础在中国境内发行、代表境外基础证券权益的证券。存托凭证和股票均为权益性证券,但存托凭证的交易结构更为复杂,增加存托人与托管人两个角色。中概股企业发行CDR的基本流程为(见图2):(1)境外发行人与中国存托人(中国商业银行或证券公司)签署存托协议,中国存托人持有发行人基础资产;(2)中国存托人与境外托管人(境外金融机构)签署托管协议,境外托管人托管境外发行人的基础资产;(3)中国存托人作为托管股票的名义股东在中国证券交易市场发行、管理存托凭证;(4)存托凭证持有人认购存托凭证并在中国证券交易市场交易该等存托凭证。

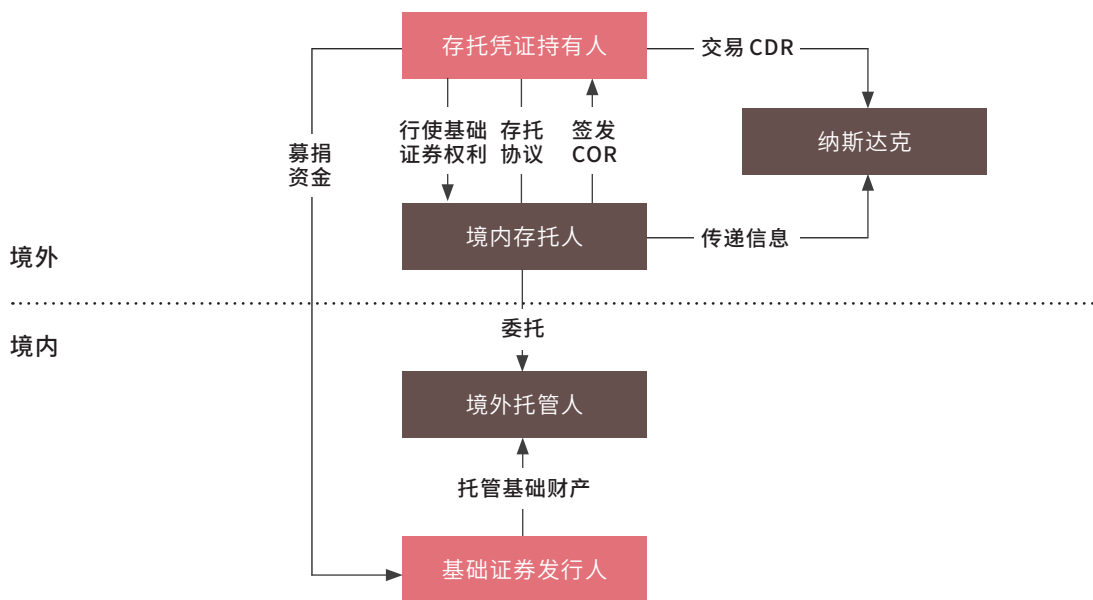


图 2 中概股企业发行 CDR 的基本流程

从上述交易结构中可以看出，存托凭证持有人系通过境内存托人这个类似“代理人”的主体间接持有境外基础证券的。存托人应按照存托协议约定，根据存托凭证持有人的意愿行使境外基础证券相应权利，办理代为行使表决权、存托凭证分红、派息等业务。

相对于股票发行，虽然 CDR 在法律关系上更为复杂，但是在流通、减持、公司治理及募集资金使用方面上不存在显著差异。尽管红筹企业申请发行 CDR 需要遵循的格式准则与需要申报的文件数量更多，但存在 VIE 架构的红筹企业发行 CDR 相对于发行股票更为便利：发行股票的，中国证监会受理相关申请后，需要征求红筹企业境内实体实际从事业务的国务院行业主管部门和国家发展改革委与商务部意见；而发行 CDR，仅需在招股说明书等公开发行文件显著位置充分、详细披露相关情况，特别是风险、公司治理等信息，以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。

根据《若干意见》，有无境外上市的红筹企业均可发行 CDR。目前尚无保留中概股美股上市地位并在 A 股发行 CDR 的成功案例，红筹企业以发行 CDR 回 A 股上市成功的公司仅有一家，即已成功在科创板上市的备受业内关注的突破性案例九号智能（九号机器人，689009.SH）。九号智能是一家注册地在开曼而实际运营地址在国内的红筹企业，其专注智能短交通和服务类机器人领域，主营业务为各类智能短程移动设备的设计、研发、生产、销售及及服务，此项目“连续 3 年亏损 + 净资产为负 + VIE 架构 + CDR + 同股不同权 + 认股期权”的交易特点，开创科创板申报案例的先河。

在九号智能的案例中，由于同属红筹企业 A 股上市，监管部门对于红筹架构的合规性、VIE 架构的必要性及合理性保持重点关注。同时，关于 CDR 发行，监管部门则对 CDR 持有人的权益保护十分看重，要求招股书披露风险与保护机制并进行问询；而对于 CDR 发行情况，包括发行数量、面值及转换等，由于是新规初探，监管的态度较为灵活。

### （三）分拆上市

公司分拆上市，是指上市公司将部分业务或资产，以其控制的子公司的形式，在境内证券市场首次公开发行股票上市或重组上市。相较于一般境内 IPO，在美中概股分拆回归 A 股 IPO 有其特殊性，IPO 审核中被重点关注的问题亦有不同。如美国审批程序、信息披露差异、关联交易、特别表决权的安排、

知识产权的归属、对美国 ACMR 中小股东的影响、外汇管理等问题，将会成为 IPO 审核的重点关注问题。

盛美半导体设备(上海)股份有限公司(下称“盛美半导体”)以半导体清洗设备的研发、生产和销售为主营业务，2020年9月30日获得科创板上市委员会通过，成为美股分拆回A股IPO第一单。根据公开资料，阿特斯太阳能(CSIQ)、晶科能源(JKS)等亦有分拆回A上市的计划。下文以在美中概股美国ACM RESEARCH, INC. (纳斯达克股票代码：ACMR)分拆其境内子公司盛美半导体回归A股上市为例进行分析。在盛美半导体IPO审核中，以下内容被重点关注：

一是美国审批程序。在本案例中，上交所在第一轮问询函问到“ACMR分拆发行人在科创板上市是否履行了法定审批程序”。发行人和发行人律师根据境外律师出具的法律意见书，认为本次发行上市申请已获得美国ACMR董事会批准及授权，已履行了必要的批准和备案程序。实践中，是否已履行美国的审批程序需要美国律师出具法律意见书。

二是信息披露差异。上交所在问询阶段要求发行人披露本次信息披露与美国ACMR上市申请文件及上市后的信息披露是否存在差异，差异原因及合理性。盛美半导体从财务和非财务两方面分别进行了补充说明，得出“本次信息披露与美国ACMR上市申请文件及上市后披露的信息不存在重大差异”的结论。财务方面，盛美半导体主要从披露主体及合并范围不同、会计准则、会计政策及编制基础不同等角度进行补充说明，非财务方面主要从文件翻译、数据取整、信息理解差异等原因进行补充说明。

三是关联交易。在本案例中，上交所在问询阶段要求发行人说明报告期内发行人通过美国ACMR采购原材料、销售产品的合理性、公允性问题。发行人从多方面论证了上述采购、销售行为的合理性且无显失公允问题。问询函还要求发行人说明“发行人员工接受控股股东授予的股票期权是否属于关联交易，是否需要履行关联交易决策程序”。发行人根据《上海证券交易所科创板股票上市规则》进行了论证，认为美国ACMR授予发行人员工股票期权，属于控股股东与发行人员工之间的行为，发行人并非该等股票期权授予行为的主体之一，因此不属于

关联交易，无须履行关联交易决策程序。

四是关于特别表决权的安排及对发行人实际控制人认定的影响。对于在美上市的中概股，往往会采用特殊表决权制度，赋予创始人或控股股东的股票数倍于其他股东的表决权，以保持创始人对公司的控制力；而传统A股项目中，通常不设置特殊表决权，且近年来A股放宽特殊表决权的限制后，仍保留了一些前置条件。有鉴于此，在中概股分拆回A股案例中，如存在特别表决权的，需要详细说明合理性、对实际控制人认定的影响等事项。

在本案例中，公司控股股东美国ACMR存在特殊表决权，股票分为A类股和B类股，每单位B类股享有20单位A类股的投票权。B类普通股的持有人随时选择转换为A类普通股。另外，若美国ACMR达到一定的市值标准，则B类股将会按照约定以1:1的方式自动转换为A类股，盛美半导体将面临实际控制人发生变化的风险。对此，发行人实际控制人HUI WANG出具承诺函，承诺不会自愿、主动将其持有美国ACMR的B类普通股转换为A类普通股。

五是知识产权授权。发行人的技术独立性、完备性也是重点关注事项之一。在本案例中，发行人的核心技术和专利最初来源于境外上市公司的授权，后来发行人发展出独立的核心技术体系，摆脱对境外母公司授权专利的依赖。如果发行人在申报前的核心技术专利、商标等知识产权仍主要来源于境外上市公司的授权，则建议以合理方式由境外上市公司转让给境内拟上市主体。

六是对美国ACMR中小股东的影响。上交所在问询阶段要求披露本次发行上市对ACMR中小投资者的具体影响，相关股东之间是否存在纠纷或者潜在纠纷。发行人从内部批准及授权、募集资金用途、对公司治理和股东权利的影响等方面进行了补充披露。对此，类似情形的拟上市中概股企业在前期准备工作中需要注意与中小股东沟通、以合理的定价和安排提前处理好分拆剥离事宜。

七是关于境外投资的外汇管理问题。涉及境内、境外架构的A股IPO项目中，监管将重点问询履行外汇审批或备案手续的情况、是否符合外汇管理法规、是否曾被外汇主管部门处罚等内容。在本案例

中，发行人部分高管及核心业务人员等设立的盛芯（上海）管理咨询合伙企业（有限合伙），与发行人、美国 ACMR 间签订了《债转股协议》《股份认购协议》《行权协议》等多项协议，执行过程中存在部分境外投资未履行外汇管理相关备案或审批手续的情形。发行人从境外投资相关法律规定、中国（上海）自由贸易试验区管理委员会保税区管理局书面确认、网络检索和咨询外汇局等方面论证不存在被相关主管部门处罚的风险，不属于重大违法违规。

八是股东穿透核查。2021年2月以来，A股IPO审核提高了对于股东穿透核查的要求：穿透至国有持股平台、国家主权基金和上市公司后不用继续往上穿透。但因分拆上市的控股股东为在美上市公司，对于股东中存在境外上市公司、境外PE基金的情况，是否需要穿透以及穿透到何种程度缺乏明确的指引，且由于涉及众多外部投资人或境外中小股东，逐一穿透至自然人在操作性上存在一定的困难。在本案例中，证监会出具的问询函要求保荐机构和发行人律师按照《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》对新增股东进行核查，并发表明确意见。

## 二、回归港股

中概股保留在美上市地位回港上市有双重主要上市、第二上市、分拆上市三种方式（相关案例概览见表2）。

公司名称	所属行业	港股代码	回归方式	香港上市时间
百济神州	医疗保健	6160.HK	双重主要上市	2018年8月8日
阿里巴巴	可选消费	9988.HK	第二上市	2019年11月26日
网易	信息技术	9999.HK	第二上市	2020年6月11日
京东	可选消费	9618.HK	第二上市	2020年6月18日
百胜中国	可选消费	9987.HK	第二上市	2020年9月10日
华住	可选消费	1179.HK	第二上市	2020年9月22日
再鼎医药	医疗保健	9688.HK	第二上市	2020年9月28日
中通快递	工业	2057.HK	第二上市	2020年9月29日
宝尊电商	信息技术	9991.HK	第二上市	2020年9月29日
万国数据	信息技术	9698.HK	第二上市	2020年11月2日
新东方	可选消费	9901.HK	第二上市	2020年11月9日



公司名称	所属行业	港股代码	回归方式	香港上市时间
京东健康	医疗保健	6618.HK	美股分拆后港股直接上市	2020年12月8日
汽车之家	通讯服务	2518.HK	第二上市	2021年3月15日
百度	信息技术	9888.HK	第二上市	2021年3月23日
哔哩哔哩	信息技术	9626.HK	第二上市	2021年3月29日
携程	可选消费	9961.HK	第二上市	2021年4月19日

表 2 2018 年以来中概股保留在美上市地位回港上市案例概览

### （一）双重主要上市（Dual Primary Listing）

中概股企业以双重主要上市的方式回归港股，即在原有上市地继续保持上市交易地位，并在香港联交所申请主要上市，同时满足两地对上市公司的各项监管要求。目前最典型且常见的双重主要上市案例主要是在 A 股、港股同时挂牌的众多“A+H”公司。早年间以双重主要上市方式回归港股的中概股多以国有企业为主，距今已较为久远，如中国移动、中国联通、中国电信、中石化等。直至 2018 年 8 月百济神州（NASDAQ: BGNE; 06160.HK）在港股发行新股并挂牌上市，成为首家在美股和港股同时上市的中国生物医药公司，是目前最新的成功案例。同年香港联交所修改《上市规则》，提供了第二上市的选择，此后便没有双重主要上市的新案例。

双重主要上市主要有以下特点：一是标准及流程与香港首次公开发行基本相同。发行人在香港作双重主要上市的，需要遵守的规则与一般企业在中国香港上市所采取的方式即主要上市（Primary Listing）并无明显区别。二是相比第二上市有较重的合规成本。双重主要上市的标准与流程与香港首次公开发行基本相同，也就导致在这些方面均需要满足较多特定要求，从而加大了合规成本。三是市场认可度较高。因双重主要上市无论是在上市要求还是信息披露等方面，均需要达到主要上市的要求，由此市场对双重主要上市的接受度及认可度均比较高。另外，美国并无针对美股在香港作双重主要上市作特别的规定。美国上市公司申请在港双重主要上市只需要董事会批准即可，并且挂牌后进行披露。若同时发行新股融资，则需要向美国证交会报备招股书。

### （二）第二上市（Secondary Listing）

2018 年 4 月 24 日，香港联交所修订了《上市规则》第 19C 章有关于第二上市的规则，容许已在境外上市的大中华区创新企业到香港作第二上市。自此，第二上市成为中概股回归港股的主流选择。对于香港联交所而言，发行人将主要在美国的交易所交易并受其监管，故对寻求以第二上市的中概股，香港联交所会豁免其遵守香港上市规则的若干规定。

下面以在美中概股京东集团股份有限公司 JD.com, Inc. (证券代码: JD) 以第二上市回归港股为例, 说明实际操作中, 在美中概股以第二上市回归港股的要点。

在京东的上市申请中, 其适用了许多的豁免, 这些豁免也是第二上市相比于一般上市与双重主要上市的特别之处:

一是会计师报告披露要求。上市申报时可以直接采用美国会计准则编制的财务报表, 无须依据香港会计准则或国际会计准则重新编制年度财务报表。京东集团编制的财务报表沿用了其在美国上市并披露年报所使用的美国会计准则。

二是香港对等股东保障规定。获豁免的大中华发行人需证明其成立所在地的法例、规则及法规以及组织章程总体如何可达到相当于香港提供的主要股东保障规定即可。

三是保持不同投票权架构。获豁免的大中华发行人可按其既有的不同投票权架构在香港第二上市, 而无须按照香港的不同投票权保障措施变更其不同投票权架构, 只需遵守披露规定即可。

四是保留 VIE 架构。获豁免的大中华发行人可按其既有的 VIE 架构在香港第二上市, 而无须按照香港联交所发布的关于 VIE 协议安排的上市决策相关规定调整其 VIE 架构。发行人只需向联交所提供中国法律意见, 说明其 VIE 架构符合中国法律、规则及法规, 及遵守香港联交所上市决策中的披露规定即可。

五是以保密方式提交上市申请。香港联交所允许符合资格的申请人在保密情况下递交第二上市申请, 而无须公开发布其申请版本的招股书。该申请人只需在聆讯后公开发布其最新版本的招股书草稿。

六是不视为香港公众公司。符合《香港上市规则》第 19C.01 条规定的中概股公司若在香港联交所作二次上市, 则不会被视作《收购守则》第 4.2 项下的香港公众公司。这将大大减少交易所需的审批时间和成本, 同时降低交易的不确定性。

七是简化股权披露的义务。第二上市发行人可以申请豁免披露部分信息, 如: 股东和董事权益的信息、公司资产负债表、董事及高管的薪酬、前五大个人薪酬、董事住址、往绩记录后的投资和收购所涉及对象的财务资料等。京东的招股书中说明了其遵守《美国证券交易法》相关规定, 接受美国证交会的监管, 且需满足其股份交易不属于大部分转移到香港的情形。

八是上市后三年内允许分拆并上市。不允许上市公司上市 3 年内分拆子公司的限制不适用于第二上市的发行人, 这有助于中概股回归后根据市场状况与自身需求继续分拆上市。

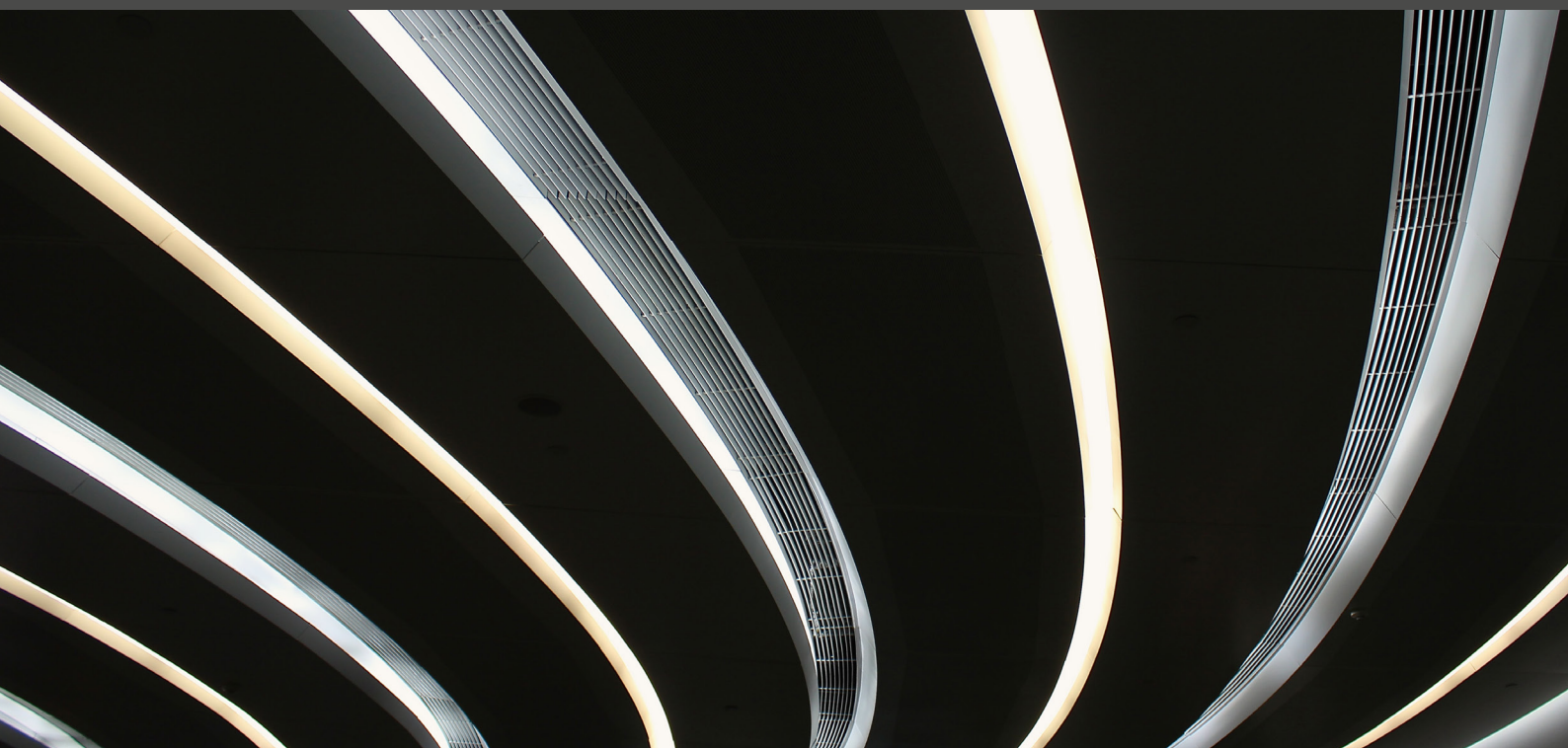
此外, 根据近年的案例经验, 香港联交所对于第二上市申请的审核着重关注股东的特别股东大会召开请求权的保障。《香港上市规则》要求少数股东必须有权发起特别股东大会及在会议议程中加入议案。在一股一票的基准下, 为召开会议所必须取得的最低股东支持比例不得高于 10%。开香港第二上市先河的阿里巴巴 (9988.HK) 取得了该项规定的豁免, 需要合计持有不低于其已发行股份的三分之一表决权的股东才可以请求召开会议; 但是近来的许多第二上市发行人都无法取得该项豁免, 例如京东、哔哩哔哩、百度等, 都需要修订公司章程, 使得召开特别股东大会所必须取得的股东表决权的要求不得高于 10%。

### （三）分拆上市

美国并未针对分拆制定专门的上市规则，一般只需要按照公司章程的规定，履行相应审批程序及公告披露义务。分拆后再于香港申请上市的，与一般的红筹架构公司的上市申请并无本质区别，但是若其母公司已于香港作二次上市（包括双重主要上市、第二上市）的，其子公司的分拆并于港股上市仍需遵守香港联交所《上市规则》第 15 项应用指引（下称“PN15”）项下关于分拆的规定。

以 2020 年 12 月 8 日在香港联交所挂牌上市的京东健康（6618.HK）为例。京东健康分拆自京东集团，后者于 2020 年 6 月 18 日在香港完成第二上市，并向香港联交所申请豁免严格遵守 PN15 第 3(b) 段关于母公司最初上市后的三年内不得作分拆上市的规定，使得京东健康可以在京东在港股完成第二上市的短短 6 个月后分拆上市。京东健康需要就分拆遵守 PN15 项下的规定及上市规则的适用规定。

# 中介机构责任



---

# 中介机构证券虚假陈述民事责任 ——尽快适应“后前置程序”时代

夏东霞 杨婷 王琦

---

随着我国证券虚假陈述民事赔偿机制运作的不断成熟、证券监管机构的执法力度不断加大、对中介机构责任的不断压实，证券中介机构被提起证券虚假陈述索赔诉讼、甚至被判决承担巨额赔偿责任的风险也在逐步加大。作为证券合规、证券诉讼领域的专业律师团队，近年来我们成功代理了数起中介机构涉及的证券虚假陈述责任纠纷案件，从中也积累了对相关问题的感悟与见解。对此，我们整理形成了本系列文章，以供各界同仁交流探讨。

本文将围绕看似老生常谈的“前置程序”规则，从“前置程序”的存废这一角度切入中介机构虚假陈述民事责任的认定问题，探讨证券中介机构在“后前置程序”时代应当如何做好风险防范和诉讼应对工作。

## 一、“前置程序”规则的变革

我国《证券法》规定，发行人、上市公司虚假陈述的，应就投资者的损失承担相关民事赔偿责任；出具不实文件或有过错的保荐人、承销商、中介机构应对此承担连带责任。在此民事责任的实现过程中，最高人民法院（下称“最高院”）2003年出台的《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《虚假陈述司法解释》）规定了“前置程序”。按照《虚假陈述司法解释》的规定原旨，投资者提起诉讼的对象需被出具相应的行政处罚决定书或刑事裁判文书，否则人民法院将不予受理。

《虚假陈述司法解释》施行后，虽然理论界和实务界对“前置程序”规则多有不同声音，但该规则仍在相当长一段时间之内被我国法院严格遵守。然而，随着我国证券法律的不断革新以及证券虚假陈述民事赔偿机制运作的不断成熟，“前置程序”规则不断被动摇；在近十余年期间，大致有两大方面的原因可能加速了这种动摇过程。

第一大方面原因来自民事诉讼程序的革新，主要是2015年发生的立案登记制改革。由于在改革后，形式上符合立案条件的案件我国法院均应受理，故因欠缺“前置程序”而“不予受理”的规则便丧失了适用空间。对此，我国部分法院采取了“立案后驳回起诉”这一“变通性”的方式，化解“前置程序”



与立案登记制的潜在矛盾。例如，在我们代理的投资者诉Y公司和J证券公司案中（下称“Y公司案”），投资者起诉时我们代理的J证券公司并未被下发《行政处罚决定书》。经过我们的申请，一审法院裁定驳回了投资者对J证券公司的起诉。按照该种做法，如后续J证券公司被下发《行政处罚决定书》，则投资者仍可继续对J证券公司提起诉讼。如此，既未实质性违反“前置程序”规则，又保障了投资者维权的权利。

第二大方面原因来自对“前置程序”本身合理性的质疑。简言之，部分观点认为“前置程序”本身即不完全合理。在权利保障方面，即使证券虚假陈述责任纠纷是一类“特殊案件”，但归根到底这也是一种“侵权纠纷”；无论投资者的主张在实体上是否易于证明、查明，乃至是否成立，至少提起诉讼应是证券投资者的一项权利，该等权利不应因案件“情况特殊”而被实质性剥夺。在投资者权益的保障方面，从世界范围来看，证券投资者的民事索赔均是“投资者保护”精神落实的重要方式；而在证券投资者维权诉讼中设置“前置程序”障碍、一定要求行政或刑事处罚“先行”的做法不仅缺少具有参考意义的范例，也不利于“投资者保护”精神的实现。

在目前阶段，沿用多年的“前置程序”规则似已开始出现根本性的变化。在立法层面，最高院在2020年7月出台的两部文件均指明了取消“前置程序”的方向。其中，最高院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称《债券纪要》）第9条后半句规定：“欺诈发行、虚假陈述行为人以债券持有人、债券投资者主张的欺诈发行、虚假陈述行为未经有关机关行政处罚或者生效刑事裁判文书认定为由请求不予受理或者驳回起诉的，人民法院不予支持。”最高院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第五条将投资者应提供的“初步证据”范围扩展到了“行政处罚决定、刑事裁判文书、被告自认材料、证券交易所和国务院批准的其他全国性证券交易场所等给予的纪律处分或者采取的自律管理措施等证明证券侵权事实的初步证据。”在司法实践层面，早在投资者诉J公司案中，一审法院在证券监管机构的《行政处罚决定书》尚未作出之前便开始推进了实体审理程序。在近年市场关注度较高的投资者诉W公司债券虚假陈述案（下称“W公司案”）、投资者诉Z公司虚假陈述案（下称“Z公司案”）等案件中，我国法院也在相关中介机构并未受到行政或刑事处罚的情况下判决其承担连带责任。

由此可见，在目前阶段，在证券虚假陈述民事责任的司法认定领域，我国已迈入了“后前置程序”时代。未来，我国法院在此类案件中对行政或刑事处罚的依赖程度也会进一步降低。这种转变不仅对我国法院的审判技术提出了更高的要求，也对相关主体，尤其是中介机构的风险防范和诉讼应对提出了更高的要求。

## 二、“前置程序”取消带来的挑战

尽管“前置程序”规则从诞生开始就遇到了批评的声音，但从实际参与此类案件的律师角度，我们认为该规则在一定历史时期内具有合理性，在此类诉讼中为所有的诉讼参与方都提供了一定的“保护”。在“前置程序”取消后，各诉讼参与方均将面临不同程度的挑战。

其一，从原告的角度：“前置程序”规则虽然看似在一定程度上限制了证券投资者的权利，但在真正进入诉讼后，该规则实际上对原告的证明提供了最大的便利。因为在具备行政处罚或刑事判决的前提下，原告实际上无须对案件中是否存在虚假陈述侵权行为这一最为重要的要件承担繁重的证明工作；甚至连“三日一价”等关乎因果关系的问题也会因行政处罚或刑事判决中对违法事实的记载而变得易于证明。所以，在此类案件的司法实践中，原告除了提交行政处罚决定书或刑事判决书之外，往往仅需提交其主体身份证明材料以及交易证明材料即可基本完成其举证工作。诉讼中，承担最繁重工作的角色不是原告而是被告——法庭上，往往是被告承担最重的陈述任务，主张自身为何不应当承担赔偿责任、或应当减少赔偿金额，而后原告再根据被告的主张进行答辩。所以，对于真正进入诉讼程序的原告而言，“前置程序”规则实际上为其提供了最重要的“保护”。



我们理解，“前置程序”规则为原告提供的保护是合理的。因为无论是普通投资者还是证券维权律师，在缺乏足够的强制力保障的情况下，想要通过自身的调查取证在实体上证明发行人、上市公司存在虚假陈述行为，甚至想要证明相关中介机构未勤勉尽责，难度都相当大。而在“前置程序”取消后，如果完全没有行政处罚、刑事判决甚至监管机构相关文件的支持，原告在此类诉讼中享有的最大“保护”也将随之消失。故在这一阶段，证券投资者如何通过自身的调查、取证达成其对虚假陈述侵权行为的证明目标，对此类诉讼的原告而言将是最大的挑战。

此外，对于证券集体索赔诉讼应当借鉴美国经验的声音，我们理解美国证券维权律师的实践情况对我国取消“前置程序”后原告证明问题解决的参考价值可能较为有限。第一，“证明难”的问题不仅仅发生在我国，美国的证券维权律师同样难以证明虚假陈述的成立。第二，美国的“集团诉讼”可以由代表人直接向法院申请发起，很多案件最终通过和解解决的原因是诉讼规模本身带来的压力以及被告的商业考虑，并不意味着维权律师对虚假陈述的证明一定达到了司法认定的标准；不少案件的赔偿和解结果更交织着各种微妙因素。第三，美国证券投资者的获赔有时也离不开监管机构、甚至做空机构等主体的“助力”。

**其二，从被告的角度：**“前置程序”规则看似使得被告在虚假陈述行为是否成立的问题上答辩空间受限，但也同时使得被告对于民事赔偿诉讼本身以及民事赔偿诉讼可能涉及的事项有充分的预期，这对被告而言同样是一种“保护”；并且，这种“保护”对于中介机构而言更显得重要。因为对于证券中介机构而言，其虚假陈述连带责任的判断某种意义上是对其案涉工作是否勤勉尽责的判断，而中介机构的核查作业工作范围庞杂，专业意见的形成过程较为复杂，且专业意见作出的背后往往也有中介机构人员职业经验的作用，而不能完全做量化说明。在具备行政处罚或刑事判决的前提之下，相关法律文书已将中介机构作业过程中的违规之处予以指出，此时中介机构可以有针对性地就其相应部分的工作向法院进行说明。但如果“前置程序”被完全取消，则中介机构在答辩时很可能陷入漫无目的的“全面答辩”，在其海量的工作内容中对案件可能涉及的关键问题“失焦”。

例如，在近期广受社会关注的W公司案中，证券监管机构的行政处罚决定书已认定W公司构成债券欺诈发行、但未对其中两家中介机构作出行政处罚。基于上述背景，在该案一审答辩过程中，两家中介机构当然会自觉或不自觉地将重点放在其对欺诈发行相关事项的抗辩上。但是，一审法院最终系以案涉欺诈发行之外的工作内容为事实依据认定该两家中介机构需承担连带责任。尽管在民事诉讼案件中可能影响裁判结果的因素多种多样，我们也无法评估答辩中的“失焦”对案涉两家中介机构的影响究竟有多大。但如果中介机构在该等场景下的答辩能够有机会再“聚焦”一些，可能也会在一定程度上消除可能的争议。

**其三，从裁判者的角度：**最高院在“前置程序”规则设立之初即指出，设立该规则的初衷之一，系在当时的条件下人民法院判断证券虚假陈述相关问题的专业程度和调查强制力不及专门的行政监管机构；故对此类诉讼加以“前置程序”限制，一来可以借助监管机构的专业性和广泛的调查权力辅助法院作出更精准的判断，二来也可以防止“滥诉”，减轻人民法院的压力。对此，一些批评的声音认为这是法院的“懒政”行为，不能以法院的经验“不成熟”为由剥夺投资者起诉的权利。

但我们认为，“前置程序”制度的上述设置初衷到今天仍不能说“完全过时”。不可否认的是，经历了近20年的司法实践，我国法院审理虚假陈述类案件的经验越来越成熟、完备；理论上，在此类案件中对虚假陈述行为等要素进行识别的技术已不构成取消“前置程序”的实质性障碍。其中的主要矛盾在于，一方面，民事法庭与行政监管机构的职能和调查权限不同。行政监管机构可以依职权、依靠法律赋予的强制力对于涉嫌违法违规的事实做全面的调查和行政审理，而民事法庭审理的是平等主体之间的纠纷，对案件事实的查明主要依靠当事人的举证。换言之，民事法庭不宜轻易、频繁地主动依靠自身职权代替当事人行使调查、举证的权力，否则将对另一方当事人造成实质不公。但另一方面，法院也难做“无

米之炊”。如前所述，在原告客观上难以对虚假陈述行为进行充分调查、举证，被告显然又不可能提供于己不利的证据的情况下，法院在客观上也很难通过当事人自身的举证查清案件事实。

上述困难在单纯涉及发行人、上市公司等信息披露义务人的案件中可能尚显难度较低（因为认定虚假陈述行为的存在与否主要来源于客观事件与信息披露记载之间的“比对”），但在涉及中介机构的案件中，就可能对法院的查明工作造成较大障碍。因为中介机构承担连带责任的前提主要是对虚假陈述行为负有过错，这种过错主要表现为其在案涉业务中是否勤勉尽责。也即，中介机构责任的认定并不是通过简单的“唯结果”论证就能得出答案的，而势必要对其工作过程的合规性和勤勉尽责程度作出审查。因此，如果要对中介机构作业过程方面的事实进行有效举证和全面查明，除了原告需要较为深入地了解案涉中介机构的工作过程并取得有效证据之外，还需要法院完全熟悉和了解相关中介机构的执业现状、实操习惯甚至对有关事项的执业经验，根据双方的证据情况作出谨慎的、“权责相适应”的判断。在此意义上，完全脱离“前置程序”的中介机构责任判断将是未来我国法院可能面临的一个重大课题。

### 三、中介机构应尽快适应“后前置程序”时代

如前所述，取消“前置程序”已是大势所趋；作为市场参与主体，我们不能仅看到“前置程序”取消的合理性一面，而更应当看到其挑战性的一面。尤其是对于证券中介机构而言，今后的证券虚假陈述索赔诉讼不会都具备“行政处罚先行”的“预警”信号，随之而来的可能是一个个“猝不及防”的案件。在这种背景下，我们认为，中介机构应当尽快适应已经来临的“后前置程序”时代，充分做好风险防控工作。根据我们近年处理此类案件的经验，中介机构可能需要考虑的问题主要包括如下方面：

#### （一）前后兼顾，重视“存量”项目中可能存在的风险

在坚持“前置程序”的时期内，因为只有被证券监管机构调查、处罚的事项才可能引发风险，故过去“存量”的项目，尤其是未被调查、处罚的项目“安全系数”相对较高。但在取消“前置程序”后，无论是“存量”项目、进展中项目、未被监管机构调查的项目还是已被监管机构调查的项目，理论上均存在可能被提起索赔诉讼的风险。例如，在前述W公司案、Z公司案等案件中，对部分被判决承担连带责任的中介机构而言，案件所涉项目即均是其“存量”且未被处罚的项目。因此，证券中介机构在目前的背景下还需前后兼顾，充分重视“存量”项目，尤其是过去认为“安全系数”较高的项目中可能隐含的风险。

#### （二）延续“前置程序抗辩”的精神，坚持提出相关抗辩

如前所述，长期以来，“前置程序抗辩”系被告一项重要的抗辩思路。如在我们代理的Y公司案中，一审法院正是在J证券公司未被作出《行政处罚决定书》的情况下，裁定驳回投资者对J证券公司的起诉。在目前“前置程序”（债券领域除外）尚未被法律法规明确废止的时期内，上述“前置程序抗辩”的思路仍可以得到沿用。尽管该抗辩可能无法直接起到“驳回起诉”的效果，但尤其是对于曾经被监管机构调查、但最终未被行政处罚的中介机构而言，未被监管机构处罚本身也是证明自身不具有过错的重要事实。

#### （三）即使未被行政 / 刑事处罚，亦要充分重视实体答辩，不能仅依靠程序性答辩

根据我们的经验，在目前“前置程序”规则的存废处于“转型期”的大背景下，有相当一部分中介机构在此类案件的应诉过程中仍未完全重视风险，在诉讼前期只提出“未受行政处罚”的程序性答辩而忽视了实体答辩，而到诉讼后期发现实体风险较大时才开始匆忙准备实体答辩，最终导致诉讼应对不利。

我们认为，这种处理思路是未能适应“后前置程序”时代的表现、也是风险最大的表现。有鉴于证券虚假陈述赔偿诉讼集体化、专业化、“同案同判”、赔付规模极高等特点，即使是在仅有少数投资者

起诉的情况下，任何一个被告的应对稍有不利，便可能使赔付风险急剧增大。因此，我们建议中介机构在应诉之初、甚至是从出现诉讼风险苗头开始，便积极做好应对预案，充分适应“后前置程序”时代的特点，充分重视此类诉讼的高风险性，以全面保障自身的合法权益。

## 结语

“前置程序”是我国证券虚假陈述民事责任制度中一项富有特色的规则；未来我们回头检视这段历史时，“前置程序”也必然是需要讨论的关键话题之一。在目前阶段，相关主体尤其是中介机构都需尽快适应“后前置程序”时代的特点。一方面，我们应当充分理解“前置程序”取消对于加强投资者保护、“倒逼”中介机构勤勉尽责执业的积极意义。另一方面，也需尽快调整自身对于证券虚假陈述民事责任的防控思路和涉诉后的应诉思路，尽最大努力协助法院查明事实、给投资者有说服力的交代并充分维护自身的合法权益。

文章中的观点及论证，以文章发表时现行有效的法律法规及司法解释为准。

---

# 中介机构证券虚假陈述民事责任 ——如何理解“连带责任”

夏东霞 杨婷 王琦

---

## 一、问题的提出

在我们近期承办的一些中介机构所涉证券虚假陈述责任纠纷案件中，部分法院在判决中确认了中介机构承担连带责任的比例（例如在判项中指出，判令某中介机构对发行人债务在XX%范围内承担连带赔偿责任）。

我们注意到，此类判决作出后引发了理论界与实务界的关注和讨论，对法院的上述判决方式也出现了不同的理解和见解；相关讨论问题主要集中于以下几方面：

- 1.上述判决方式是否符合“连带责任”的法律特征；
- 2.上述判决方式是否意味着法院可以直接确认案涉各被告的最终责任份额；
- 3.上述判决方式是否符合《证券法》等相关法律、司法解释关于中介机构责任的规定；
- 4.我国法律规定中介机构对证券虚假陈述侵权责任承担连带责任是否公平合理。

我们认为，上述讨论本质上涉及的是对“连带责任”这一基础法律概念的理解问题。同时不能忽略的是，在现代金融证券法发展过程中，由于这类法律“公私法交合”的特点以及保护弱势群体、达致实质公平、与市场监管政策相协作等现实需要，一些纯粹的民法概念在特定场合下难免会发生一些

“形变”。故上述讨论也涉及一些基础法律概念在发生“形变”之后的解释或理解问题。

因此，我们将结合我们的实务经验，从连带责任的基础概念理解和中介机构连带责任在《证券法》下的理解角度出发表达我们的观点，争取对上述问题提出我们所理解的答案。

## 二、从连带责任的基本概念角度

### （一）对判决含义的理解

按照我国主要继受的德、日民法中的主流观点，在连带之债中，数个债权人中的任何一个债权人对其享有的同一债权都有权请求各债务人履行全部债务，每个债务人都负有全部履行的义务；债务因一次全部履行而消灭。在这种连带责任概念的基本表达中，体现了连带责任的如下基本特征：

第一，连带之债的给付具有同一性：也即连带债务人可能给付的债务是同一的，因为只有给付是同一的，履行债务的客观目的才能同一，连带责任也才可能因为任一债务人的全部清偿而消灭。

第二，债务人之间具有平等性：也即各个债务人之间的地位是平等的，债权人可以在他们之间任意选择、请求履行。

第三，各个债务人所负债务的全部性：也即在连带之债范围内，债权人可以任意请求某个或某几个债务人履行全部债务。

第四，连带之债的消灭具有整体性：也即无论连带债务人中的哪一个清偿全部债务，都会发生全体债务人共同就这部分债务免责的效果。

第五，连带债务的最终责任具有可分性：也即在债务人之间的对内关系上，每个连带债务人都有自己的责任份额，可以在对外承担连带债务后进行内部责任划分和追偿。

我们认为，上述表达是“连带责任”这一法律概念之最基础、最根本、最主流的特征。根据这些特征，我们可以大致理解前述判决方式所表达的含义。举例而言，假设判决指出：发行人应向原告赔偿证券虚假陈述侵权损失 10000 元，中介机构 A 应在上述债务的 50% 范围内承担连带责任。那么，对该判决的理解应是：

第一，上述判决中的“50%”确定的是连带之债的范围。也就是，法院认为在上述 10000 元债务中，有 5000 元属于发行人和中介机构 A 的连带债务，但另 5000 元系属发行人的单独债务。

第二，在上述 5000 元的连带债务范围之内，原告有权向发行人、中介机构 A 中的任一或全部主体主张部分或全部债务；但就另外 5000 元，原告仅有权向发行人求偿。

第三，上述 50% 比例，并不意味着中介机构 A 与发行人之间的最终责任比例是 1:1 (5000:5000) 或 1:2 (5000:10000)。上述判决并不解决连带债务人之间的内部责任划分问题。

第四，如果要解决中介机构 A 与发行人之间的最终责任问题，那么内部责任的划分应当以连带之债（即 5000 元债务）为基础进行划分。例如，如果认定中介机构 A 与发行人之间的责任比例应当是各 50%，那么就 5000 元连带债务，中介机构 A 与发行人最终应承担的分别应是 2500 元。如果在连带债务的清偿过程中，任一主体的对外清偿金额超过了 2500 元，那么其可就超出的部分向另一方追偿。

当然，在逻辑体系上，不真正连带责任、补充连带责任未尝不能纳入广义上的“连带责任”范围。

但是，该等责任形式均是在“连带责任”这一基础概念之上改变或增加了部分基本特征，如“不真正连带责任”系同时处理对外责任承担、对内责任追偿问题；“补充连带责任”本质系改变了“连带责任”的平等性特征，受害人的权利存在求偿范围和顺序限制。以下，本文主要围绕上述狭义连带责任形式予以展开。

## （二）对“部分连带责任”一说的理解

上述对判决含义的理解套用了连带责任的基本特征，这种理解在我们的办案过程中也在一定程度上得到了部分审理法院的确认。但我们认为，得出上述理解的最关键因素，是认为法院从发行人的整体侵权损害结果中划出了一部分作为发行人与中介机构的连带债务。然而，法院是否可以进行这种切分，本身也是一件值得讨论的问题。

从《民法典》的规定来看，《侵权责任编》的总则部分对多数人侵权的规范方式大体是：（1）共同侵权造成他人损害的，承担连带责任（第一千一百六十八条）；（2）教唆、帮助他人侵权的，与行为人承担连带责任（第一千一百六十九条）；（3）二人以上实施侵权行为，其中一人或数人的行为造成他人损害，能够确定侵权人的，由侵权人承担责任；不能确定具体侵权人的，行为人承担连带责任（第一千一百七十条）；（4）二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，每个人的侵权行为都足以造成全部损害的，行为人承担连带责任（第一千一百七十一条）；（5）二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，能够确定责任大小的，各自承担相应的责任，难以确定责任大小的，平均承担责任。

依据上述规定，无论是对于共同侵权还是无意思联络侵权的情况，如果侵权行为均足以造成同一损害，那么应当以对全部侵权结果承担连带责任为原则；该等规定在文义表述上并未明确法院可以在“同一损害”的范围内进行“部分连带责任”的划分。如果系属“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害、但并非每个人的侵权行为均足以造成全部损害”的情况，那么“能够确定责任大小的，各自承担相应的责任，难以确定责任大小的，平均承担责任”。也就是在此情况下，有观点认为各个侵权人之间系应承担按份责任而非连带责任。因此，从《侵权责任编》总则的规定角度来看，似乎并未明确肯定前



述划分“部分连带责任”的合理性。

但我们认为，“部分连带责任”一说所遇到的困难并非不能解决。从理论角度，部分学说即认可“部分连带责任”这一责任形式在一般侵权法原理中有所体现。“部分连带责任”这一责任形式一般适用于无意思联络的数人侵权之下；而在数人分别侵权领域，因为这种场合下并不存在关联共同性，故各自行为人侵权责任的成立也需满足民法中规定的侵权行为要件。所以在确定责任范围时，也应当以每个侵权人的行为为起点，只让侵权人在其与其他侵权人重叠的范围内承担连带责任。因此，在这种“部分累积因果关系”的情况下，各个侵权人承担责任的方案就是：由对全部损害均具有因果关系的侵权人承担全部责任，由对部分损害具有因果关系的侵权人对其责任范围内的损害负责；但同时为避免受害人对重叠范围内的责任重复受偿，应由各个侵权人在重叠的责任范围内承担连带责任。至于是否同步考虑当事人过错大小对责任范围的影响，则存在不同理解。

上述观点在我国立法中也有一定的体现。例如最高人民法院《关于审理环境侵权责任纠纷案件适用法律若干问题的解释》第三条第三款即规定：“两个以上侵权人分别实施污染环境、破坏生态行为造成同一损害，部分侵权人的污染环境、破坏生态行为足以造成全部损害，部分侵权人的污染环境、破坏生态行为只造成部分损害，被侵权人根据民法典第一千一百七十一条规定请求足以造成全部损害的侵权人与其他侵权人就共同造成的损害部分承担连带责任，并对全部损害承担责任的，人民法院应予支持。”

结合本文以下将展开论述的《证券法》和最高人民法院《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》（下称《虚假陈述司法解释》）的规定方式，上述“部分连带责任”的规范方式在我国法律框架下仍系可行。

### （三）小结

基于上述对连带责任基本概念的分析，对前述第1和第2个问题，我们认为，前述判决方式可以在连带责任的概念项下作出基本解读；如果“部分连带责任”一说能够得到我国立法和审判观点的确

认，则上述判决方式的合理性可能会更加顺畅。但无论如何，前述判决方式应当不意味着法院已经确认了各个被告的最终责任份额。

## 三、从《证券法》下中介机构虚假陈述民事责任的角度

### （一）理解的前提

上述理解系对连带责任基本概念和特征的理解。但针对《证券法》下中介机构虚假陈述的连带责任问题，还需要将该问题放置在具体法律部门、具体环境下加以理解。我们认为，在中介机构虚假陈述连带责任问题项下，前述关于连带责任的几大基本特征仍然适用，但我们也需关注到两方面的背景差异。

第一大差异是商事侵权与民事侵权的差异。对此问题，我国理论界与实务界已讨论很多。目前的整体结论是：相较于民事侵权，连带责任在商事侵权领域中的适用范围更加普遍，且责任构成标准也相对更低，以发挥“化解信息不对称”“替代管制”“分散风险”等商事制度目的。从比较法来看，在多数人侵权制度中，民法制度对连带责任多采取法定原则（即在法律明确作出规定时才能适用连带责任），但在商法中则广泛以连带责任为基本原则。例如在法国、比利时等国，除非有明确的证据证明商事侵权中的多数人分别实施了侵权，否则，多数人侵权原则上承担连带责任。

第二大差异是法律继受来源的差异。如前所述，我国的民法制度多继受德国、日本思想，但世界范围内的证券法则多受美国证券法影响；而美国的证券侵权制度当然也会受到其本土侵权法发展的影响。在美国侵权法中，其对待连带责任的态度经历了几次变迁。在较近的一次变化中，按照原《美国侵权法重述（第二次）》的理念，只要“数人的侵权行为导致受害人单一且不可分之损害”即可产生连带责任；而《美国侵权法重述（第三次）》则强调“只有故意造成的不可分损害才能产生连带责任”。并且，《美国侵权法重述（第二次）》认为“同时发生或连续发生的两个或两个以上相互独立的行为引发同一不可分损害”的，各行为人承担连带责任，但《美国侵权法重述（第三次）》并不当然承认这种情况下的连带责任。整体而言，目前美国侵



权法对多数人侵权所适用的主流责任形式是按份责任。与上述脉络基本一致的是，在1995年美国《证券私人诉讼改革法案》之中，也用“有条件的‘公允份额’比例责任”代替了以往的连带责任；即除非被告故意进行虚假陈述行为，否则应按照“与其过错比例相宜”的原则确定责任范围。

## （二）对《证券法》和《虚假陈述司法解释》的理解

在我国规制证券虚假陈述民事责任的法律体系中，针对中介机构之连带责任问题可以主要关注两个法条。其一是《证券法》第一百六十三条，该条规定：“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”其二是《虚假陈述司法解释》第二十四条，该条规定：“专业中介服务机构及其直接责任人违反证券法第一百六十一条和第二百零二条的规定虚假陈述，给投资人造成损失的，就其负有责任的部分承担赔偿责任。但有证据证明无过错的，应予免责。”

从该规定来看，前述“部分连带责任”的处理方式在我国《证券法》中存在适用空间。具体而言，上述《证券法》第一百六十三条明确了中介机构的责任类型，即中介机构承担的虚假陈述民事责任系与发行人等主体的连带责任；而《虚假陈述司法解释》同时规定了中介机构的责任范围，即“就其负有责任的部分承担赔偿责任”。两相结合，则人民法院可以依据《虚假陈述司法解释》的规定在判决中认定中介机构“负有责任的部分”，并可以依照《证券法》的规定判决中介机构在这一比例之内与发行人等主体承担连带责任。

## （三）对《审计侵权规定》和《债券纪要》的理解

在对中介机构虚假陈述民事责任问题探讨中，最高人民法院《关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》（下称《审计侵权规定》）和《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称《债券纪要》）中的相关规

定也常被作为讨论对象。具体内容主要是：

第一，在《审计侵权规定》第五条和第六条中，《审计侵权规定》的意旨是在会计师事务所故意侵权时，与被审计单位承担连带责任；但在会计师事务所过失侵权时，“人民法院根据其过失大小确定其赔偿责任”。

第二，在《债券纪要》第31条中，《债券纪要》并未明确规定债券服务机构所承担的责任就是连带责任，而是规定人民法院“应当按照证券法及相关司法解释的规定，考量其是否尽到勤勉尽责义务，区分故意、过失等不同情况，分别确定其应当承担的法律责任。”

据此，有观点认为，中介机构不一定在任何情况下都要承担证券虚假陈述的“连带责任”，而是应在故意侵权、与发行人构成共同侵权的情况下承担连带责任，但在过失或者过错较小的情况下承担补充赔偿责任。对此，最高人民法院确实也在对《审计侵权规定》的理解与适用中指出，应当将《证券法》关于中介机构虚假陈述连带责任的规定进行限缩解释，将该等连带责任的规定仅适用于中介机构故意侵权的场合之下。

## （四）我们的观点

基于我们多年来代理证券虚假陈述责任纠纷案件的亲身体会，我们比较支持前述将《证券法》第一百六十三条和《虚假陈述司法解释》第二十四条相结合、认为法院可以对中介机构适用“部分连带责任”的理解方式。主要考虑是：

第一，中介机构的证券虚假陈述民事责任已由位阶最高的《证券法》规定为连带责任，没有区分故意或过失；且如前所述，在多数人侵权情况下以承担连带责任为原则也是商事侵权立法中常见的规制方式。因此，中介机构的证券虚假陈述民事责任应当保持连带责任的基本形式。

第二，应该谨慎考虑“补充性连带责任”这一责任形式。如前所述，在民法理论中，债务人之间的平等性是连带责任的根本特征。所谓“补充连带责任”，虽有连带责任之名义，但其主要强调“先由A履行，不足部分由B履行”的顺序限制，与上文所述的“连带责任”形式截然不同。换句话说，

狭义连带责任与补充责任之间应当是一对天然排斥的概念，且补充责任形式一般应予法定。因此，在《证券法》已经将中介机构的证券虚假陈述民事责任规定为连带责任的情况下，即使中介机构的过失或者过错较小，应当也不存在能够解释出适用“补充赔偿责任”的空间。

第三，应该正确理解“连带责任”与“100%或0责任”之间的关系。有些观点认为，要求中介机构承担证券虚假陈述的连带责任的含义是，要么让中介机构对发行人虚假陈述责任的100%均承担连带责任，要么是完全不承担连带责任。我们认为，这种观点值得探讨。根据前述讨论的“部分连带责任”观点，以发行人应承担的虚假陈述赔偿责任作为基础而言，中介机构承担的责任并不一定是“100%或0”。所以，要求中介机构承担连带责任，并不一定意味着对其施加的责任一定过重。

第四，通过目前《证券法》和《虚假陈述司法解释》的规定，的确可以实现法院在个案中灵活认定中介机构虚假陈述民事责任的目标。如前所述，连带责任的性质之一确实包括各个债务人所负债务的全部性。但是，连带责任的基础是连带之债，而连带之债的范围是可以依据“责任范围因果关系”这一要件予以明确划定的；也即，如果确定上市公司或发行人与中介机构仅就50%损失具有累积因果关系，则前述主体当然仅就50%损失承担连带责任，在外观上表现为“部分连带责任”这一责任形式。因此，根据前述《证券法》第一百六十三条和《虚假陈述司法解释》第二十四条相结合的理解方式，可以在个案中明确划定连带之债的范围（即中介机构与发行人共同承担责任的范围）的目的，进而实现对于中介机构责任大小的调节。同时，根据现有司法裁判趋势，过错程度也是划定责任范围的重要调节因素，但过错这一归责事由何以成为与因果关系同等重要、甚至更为关键的责任范围认定因素，或许是值得进一步讨论的问题。

第五，尚待进一步明确的是，如按因果关系划定中介机构责任范围，则需面临因果关系如何认定的问题。所以，在证券虚假陈述责任纠纷中，除了要审查发行人的行为与投资者损失之间的因果关系问题之外，还应当开发必要的方式，认定中介机构行为对投资者损失的原因力大小。如此，才能更加精准地认定中介机构责任，实现“部分连带责任说”在中介机构证券虚假陈述民事责任认定中的妥善运用。

基于上述，对前述第3和第4个问题，我们认为，前述判决方式符合对《证券法》第一百六十三条和《虚假陈述司法解释》第二十四条的一种理解方式。倘若前述两条可以以“部分连带责任”说为理论基础进行理解，那么如果立法能够就中介机构行为对投资者损失的原因力大小认定问题作出回应，则将使中介机构连带责任范围的认定问题变得更加完满。至于依过错程度构建的部分连带责任，该等责任分担方式是否亦可依托于前述规定予以解释尚需进一步探讨。

## 结语

与对我国影响深远的德、日民法不同，肇始于美国的证券法很难说是一栋建立在形式理性基础上的概念大厦。并且，证券法也不是完全意义上的私法，而是以证券市场监管和证券投资者保护等作为基本目标的，需要解决现实问题、达致实质公平的法律。所以，在调整证券民事法律关系的过程中，证券法虽然也要使用民法概念，但一些概念难免会发生一定的“形变”，要按照适合证券法情景的解释方式进行调整。因此，调整证券民事法律关系的规范更需要内部逻辑的调和。我们的国家法律、司法解释（包括司法解释之间）以及证券监管部门的立法之间，也需要考虑对同一问题建立统一的理论基础和认识逻辑，为证券类案件审判提供更完善的制度供给，为证券市场参与者权利的保护提供更具稳定性的制度保障。

文章中的观点及论证，以文章发表时现行有效的法律法规及司法解释为准。

---

# 中介机构证券虚假陈述民事责任 ——“共同侵权”理论基础之解析

夏东霞 杨婷 王琦

---

本文在充分理解“连带责任”“部分连带责任”该等基础概念的基础之上，深入解析中介机构与上市公司或发行人承担连带责任或部分连带责任的理论基础。

## 一、问题的提出

在制度发展初期，理论界与实务界对证券虚假陈述民事赔偿责任的法律性质众说纷纭，侵权责任说、契约责任说、法定责任说等观点均不乏支持者。至今，应当认为将虚假陈述民事责任界定为侵权责任更切合其本质特征。也即，虚假陈述民事赔偿责任系行为人（上市公司或发行人、中介机构等责任主体）未能履行法定义务致使投资者产生了股票、债券投资损失；在该等损失构成纯粹经济损失、系属《侵权责任编》保护法益的情况下，按照无过错、过错等归责事由要求相关法律主体承担侵权损害赔偿赔偿责任。

当然，相较于一般侵权责任，该类纠纷之审理主要依赖于《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》《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称《虚假陈述司法解释》、《债券纪要》）所特别设置的“侵权四要件”。同时，《证券法》等法律法规已先行在信息披露方面设定了极为细致、明确的行为规范，以作为人民法院判断相关主体是否存在过错的主要依据。因此，人民法院在审理此类纠纷过程中，一般无需依赖于《侵权责任法》或《民法典》的相关规定。

但即便如此，本文认为，仍有必要依托于一般侵权法原理，深入探讨上市公司或发行人与中介机构之间承担连带责任的侵权法理基础为何。我们想要阐明的是，虽然《虚假陈述司法解释》明确中介机构虚假陈述民事责任系基于“共同侵权”这一理论基础，但该等解释已难以适应司法裁判的最新动向。故有必要重新审视这一理论基础，为软化中介机构虚假陈述民事责任提供更为恰当的理论解释。

## 二、《虚假陈述司法解释》项下的共同侵权责任形式

《虚假陈述司法解释》出台已近二十年，至今仍是我国证券虚假陈述责任纠纷案件最重要的审判指导依据。在《虚假陈述司法解释》制定时，我国的《侵权责任法》尚未出台，共同侵权等多数人侵权概念仅散落于各司法文件之中。在此基础上，《虚假陈述司法解释》第二十七条明确规定，中介机构与发行人、上市公司等主体构成共同侵权。最高人民法院（下称“最高院”）也就该“共同侵权”之内涵进行明确界定。

根据最高院对《虚假陈述司法解释》的理解与适用，共同侵权系指数行为人在主观上具有共同过错，包括共同故意、共同过失、既有故意又有过失三种情形，客观上具有共同行为。<sup>1</sup> 该等理解之下，中介机构的“共同侵权”责任主要发生在如下三种情形：

第一，中介机构与上市公司或发行人合谋作假，各侵权行为人就实施虚假陈述行为存在意思联络。该等情形构成共同侵权自不待言。

第二，中介机构在履职过程中疏忽大意，未能发现上市公司故意隐瞒的财务造假等信息披露违法事项。该情形在实践中最为普遍。此时，中介机构与上市公司或发行人过错之“共同性”体现在——虽然上市公司等责任主体才是法定的信息披露义务主体，但中介机构通常扮演着核查信息披露内容的角色，构成信息披露的必要环节。在此前提下，就同一信息披露事项，各方主体均对损害后果具有可预见性，均认识到某种损害后果可能会发生，但有的希望损害结果的发生，有的则对损害结果处以懈怠或疏忽的心理状态，这些故意与过失相互结合为一个整体，成为造成不可分损害的共同主观原因。

第三，上市公司及中介机构均有过失，致使上市公司或发行人向证券市场传递了虚假信息。这一情形下，可以认为中介机构与上市公司在信息披露方面制造了统一风险，又均未能阻止风险发生，从而构成共同过错之下的连带责任。

上述关于“共同侵权”之理解始终被主流司法意见所认可。在2003年末颁布的《关于审理人身损害赔偿案件适用法律若干问题的解释》（下称《人身损害赔偿司法解释》）之中，第三条即规定：“二人以上共同故意或者共同过失致人损害，或者虽无共同故意、共同过失，但其侵权行为直接结合发生同一损害后果的，构成共同侵权，应当依照民法通则第一百三十条规定承担连带责任。”由此，共同侵权被明文规定为“共同故意”“共同过失”以及“客观行为直接结合造成同一损害”三种情形。而后，《侵权责任法》第八条、《民法典》第一千一百六十八条所构建的共同侵权制度均延续前述宽泛理解。

综合上述，在《虚假陈述司法解释》项下，中介机构连带责任的基础系与上市公司或发行人具有共同过错，从而构成共同侵权行为。随着《侵权责任法》《民法典》进一步将共同侵权类型扩张至“客观行为相互关联”情形，亦可认为中介机构连带责任基础系其侵权行为与上市公司或发行人的造假行为等直接结合，无须考虑中介机构与上市公司或发行人是否存在主观意思上的“共同性”。

但在司法实践中，由于《虚假陈述司法解释》明文规定了中介机构承担连带责任的外在表现系“知道或应当知道发行人或者上市公司虚假陈述，而不予纠正或者不出具保留意见的”，故在此情况下，人民法院在个案中更为关注中介机构是否存在前述外在表现；如存在，则中介机构理所当然地构成共同侵权并承担连带责任。据此，“共同侵权”这一概念仅仅用于在理论上界定中介机构虚假陈述行为的违法行为类型，对中介机构责任成立与否、责任范围大小均无实质影响。然而，在最新司法裁判倾向有所转变的情况下，前述关于“共同侵权”的理解可能会引发法律适用上的疑惑。

### 三、当下对中介机构虚假陈述民事责任的全新解读

2020年7月颁布的《债券纪要》之中，对中介机构虚假陈述民事责任的规定并未沿用《虚假陈述司法解释》第二十七条，而是表明“中介机构应当承担与其过错程度相适应的责任”，且未具体指出该等责任是否属于与发行人构成的“共同侵权责任”。

在此背景下，在责任成立层面，新近案例认定可依据与发行人虚假陈述行为完全无关的事实、理由判决中介机构承担虚假陈述连带责任；在责任范围层面，亦有案例依据原因力、过错程度等因素确定中介机构承担“部分连带责任”。由此可见，对中介机构虚假陈述民事责任之认定出现了与“共同侵权”模式不相适应的情形，具体分析如下。

<sup>1</sup> 最高法院主编：《关于审理证券虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社2015年版，第286页。



## （一）责任成立层面：共同侵权制度与“中介机构可单独构成虚假陈述行为”之认定不相适应

近期，杭州市中级人民法院、浙江省高级人民法院在一则债券虚假陈述责任纠纷案件之中裁判认定：债券发行人W公司的虚假陈述行为系其财务造假导致的欺诈发行事项，D和J作为证券服务机构对此不负有过错。但是，D和J两家中介机构在（与上述财务造假无关的）的“WZ资产出售事项”的核查作业过程中存在过错。因此，D应当在发行人应负的民事责任之10%范围内承担连带责任，J应当在5%范围内承担连带责任。

根据上述裁判认定，在D、J两家中介机构就财务造假事项不负有过错的情况下，数行为人不可能就该虚假陈述行为存在共同过错；在案涉发行人的虚假陈述行为根本不涉及“WZ资产出售事项”的情况下，前述主体亦不会就这一虚假陈述负有共同过错。由此，各方主体不构成“共同过错”之侵权。另外，鉴于“客观行为相互关联”这一共同侵权类型的边界往往被界定为“数个侵害行为直接结合”之情形，故在上述两项虚假陈述行为关联性较弱（至多被概括为同属于债券发行的一部分）的情况下，将其视为“客观行为相互关联”的共同侵权类型未免牵强。

由此可见，上述思路实质上系认为，案涉发行人、D和J均存在单独的加害行为，三个加害行为与相应损害之间都存在因果关系。在此情况下，由于该等加害行为的致损范围一致，故三方主体可在该等共同损害赔偿范围（未能兑付的债券本息）之内成为连带债务人。该等理解之下，应当更类似于《民法典》第一千一百七十一条、第一千一百七十二条规定的“无意思联络多数人侵权”情形。<sup>2</sup>

## （二）责任范围层面：共同侵权制度与“依据原因力大小切分连带责任”之模式不相适应

近期，上海市高级人民法院在一则证券虚假陈述责任纠纷案件之中裁判认为：“从虚假陈述的内容来看，案涉证监会行政处罚涉及A项目、B项目和C项目等。就A项目，Z证券公司未能依据独立财务顾问的执业准则尽到勤勉尽责义务。关于B项目和C项目，主要涉及收入确认等财务会计、审计问题，并非Z证券公司作为独立财务顾问的专业范围，Z证券公司对上述事项仅承担一般注意义务，审核过程中不存在明显过错。……A项目占X公司2014年度预测营业收入的26%，构成相关评估和交易定价的重要基础，从而对上市公司股票价格和投资者交易决策造成一定影响。综上，整体考虑Z证券公司的行为性质和内容、过错程度、与投资者损失之间的原因力等因素，本院酌定Z证券公司在25%的范围内对上市公司的证券虚假陈述民事责任承担连带赔偿责任。”

结合上述裁判思路，在上市公司存在连续或多个虚假陈述行为的情况下，人民法院认定中介机构仅对其中部分虚假陈述行为负责，据此缩减其责任范围。就该等裁判逻辑，可存在如下两种理解方式：

理解方式一：基于“共同侵权”的法理基础，如存在连续或多个虚假陈述行为，则在考量中介机构的责任时，应当区分其与上市公司就哪些虚假陈述行为构成共同侵权，哪些行为不构成共同侵权。对于未构成共同侵权的部分，不应判令由中介机构承担连带责任。由此可见，认定中介机构仅对部分虚假陈述行为负责恰恰说明，中介机构承担虚假陈述连带责任的基础系“共同侵权”制度。

理解方式二：中介机构抗辩主张“与部分虚假陈述行为无关”，实则在探讨中介机构行为与投资者损失之间的因果关系比例。也即，如果中介机构确实仅与部分虚假陈述行为有关，但中介机构未能证明其行为与投资者损失之间的因果关系比例，则人民法院依旧不会认可其关于减轻责任的抗辩主张。例如，在另一则证券虚假陈述责任纠纷之中，南京市中级人民法院即审理认定，虽然J证券公司仅仅与四项虚假陈述

<sup>2</sup> 《民法典》第一千一百七十一条规定：“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，每个人的侵权行为都足以造成全部损害的，行为人承担连带责任。”第一千一百七十二条规定：“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，能够确定责任大小的，各自承担相应的责任；难以确定责任大小的，平均承担责任。”

行为中的其中两项有关（即中介机构仅就该两项虚假陈述行为与上市公司构成共同侵权），但“J证券公司仅简单以其虚假陈述行为涉及的虚增营业收入金额比例进行抗辩，该比例既不能否定J证券公司违法行为与投资者损失具有交易上的因果关系，亦不能科学反映其违法行为与投资者损失数额的原因力比例关系。”

应当认为，上述第二种理解方式更能触及问题本质。在依据原因力大小构建“部分连带责任”模式的背景之下，将中介机构与上市公司或发行人之间的虚假陈述连带责任视为“共同侵权”实际上无助于责任范围之认定，反而容易掩盖问题的关键——即中介机构行为对投资者发生损失的原因力大小。进而，在依据原因力大小划分责任范围的情况下，该等理解实则与《民法典》第一千一百七十一条、第一千一百七十二条所构建的“无意思联络多数人侵权”更为契合。

### （三）责任范围层面：共同侵权制度与“责任范围与过错程度相结合”之原则不相适应

在适用“责任范围与过错程度相结合”原则的过程之中，人民法院主要关注如下两个方面：第一，明确不同中介机构的专业判断范围，各中介机构仅就其专业范畴事项负有特别注意义务；第二，基于不同注意义务标准，判断中介机构系属故意、重大过失、一般过失等不同过错程度。应当认为，这一责任划分标准已超出了“共同侵权”的制度理念。

如将中介机构虚假陈述连带责任理解为“主观上存在共同过错”的侵权形式，则不应当依据过错程度划分对外责任。在“共同故意”侵权的一般理解之下，当共同意愿被确定，共同行为人即对全部损害承担责任，此时，各侵权行为人是否亲自导致了具体损害以及其贡献度是多少，并不重要。

如将中介机构虚假陈述连带责任理解为“客观行为相互关联”的侵权形式，则确定对外责任的核心依据在于因果关系的共同性、整体性，而非考虑过错与否。例如，在《民法典》第一千一百七十一条项下，在各侵权行为与损害后果之间具有100%因果关系之时，行为人系故意或过失并不构成责任范围的判断标准。

### （四）小结：重新审视“共同侵权”理论基础

在《虚假陈述司法解释》项下，通过宽泛理解共同侵权制度，中介机构连带责任可建立在严密的逻辑推演之上——依据《民法典》的规定，共同侵权人承担连带责任应无疑义。这一大前提之下，如中介机构存在“知道或应当知道发行人或者上市公司虚假陈述，而不予纠正或者不出具保留意见的”该类共同侵权行为，则中介机构作为共同侵权行为人，应当承担全部连带责任。

但是，能否宽泛理解“共同侵权”这一基础制度本身即纷争不断。在理论上，认为共同侵权制度仅限于“共同故意”之情形的观点不绝于耳。<sup>3</sup>该等观点之下，共同侵权本质系指各侵权行为人存在意思联络，意思联络使得数个加害人的行为被整体化评价为一个侵权行为；由此解决的实践难题是，数个加害人即使仅仅实施了侵权行为的一部分，甚至未参与实施侵权行为，也应对全部损害负有责任。相较而言，所谓“共同过失”情形之下，其实每个加害人均存在单独的加害行为，如每个加害人的行为与受害人损害之间存在清晰的因果关系，则直接依据《民法典》第一千一百七十一条或第一千一百七十二条规定进行责任认定即可；如每个加害人的行为与受害人损害之间不存在清晰的因果关系，则依据《民法典》第一千一百七十条“共同危险行为”处理即可。因此，将“共同过失”等情形视为“共同侵权”反而容易导致连带责任这一严苛责任形式被滥用。更不必说，所谓“客观行为相互关联”的共同侵权情形，其本质就是在考察因果关系的共同性、整体性，与《民法典》第一千一百七十一条或第一千一百七十二条的规范意旨别无二致。因此，部分理论观点认为，过于宽泛地理解“共同侵权”制度，未免有为施加连带责任而强行认定共同侵权之嫌。

<sup>3</sup> 程啸：《论〈侵权责任法〉第八条中‘共同实施’的涵义》，载《清华法学》2010年第2期。

结合上述理解，聚焦至证券虚假陈述责任纠纷项下，在中介机构与上市公司或发行人不存在意思联络的情况下，要求中介机构承担连带责任更多是政策考量的结果。上市公司或发行人系对投资者实施了直接侵害，中介机构系实施了间接侵害；且上市公司或发行人在信息披露事项上的注意义务系居于主导地位，中介机构的积极防范义务系居于补充地位。在此情况下，《证券法》要求仅实施了间接侵害、居于次要地位的中介机构承担与上市公司或发行人同等责任，就是为了加重中介机构责任，以充分保护投资者利益，督促中介机构履职。该等情况下，将中介机构连带责任勉强视为要件严苛的“共同侵权”责任未必妥当。

进一步地，在司法裁判最新动向之下，将中介机构虚假陈述责任继续理解为“共同侵权”更加不合时宜。在责任成立方面，人民法院以与发行人虚假陈述行为完全无关的事实、理由判决中介机构承担虚假陈述连带责任，该等情形难以被评价为任一共同侵权类型。在责任范围层面，如前所述，共同侵权行为人需要对全部损害负有连带责任，这是共同侵权制度的设计初衷。然而，“部分连带责任”形式显然已经突破了前述立法意旨。

#### 四、重新解读中介机构虚假陈述民事责任之法律属性

##### （一）中介机构与上市公司或发行人合谋作假或明知而放任相关违法行为之情形

如中介机构与上市公司或发行人“存在意思联络”而实施虚假陈述行为，数个加害人当然构成共同侵权。该等情形之下，即使《证券法》第八十五条、第一百六十三条未规定中介机构虚假陈述民事责任，也不影响投资者依据《民法典》关于共同侵权的一般性规定要求中介机构承担连带责任。

当然，将中介机构明知发行人虚假陈述而放任该等违法行为发生之情形一并置入“共同侵权”的理论模型，也并无实质不妥之处。

##### （二）中介机构与上市公司或发行人无意思联络而承担部分连带责任情形

如前所述，根据司法裁判的最新动向，如中介机构就投资损失之发生过错程度较轻、或原因力较小，则人民法院有可能会判决中介机构仅承担部分连带责任。该等情形下，其与《民法典》第一千一百七十二条款规定的“无意思联络多数人侵权”所彰显的制度理念较为契合。

根据部分理论观点，《民法典》第一千一百七十二条款规定的“无意思联络多数人侵权”项下，划分责任的依据包括两个方面，一是原因力，二是过错。该等理解也明确体现在最高院对前述条款的理解与适用之中。最高院就该条文阐明认为：“损害赔偿债务份额的确定，有两个基本的考虑因素：首要的考虑因素是过错，因为过错乃是确定损害赔偿责任的法理基础。对造成同一损害，应当斟酌数行为人的过错大小，按照比例过错原则确定各行为人的损害赔偿债务份额。其次需考虑的是原因力的大小。损害的发生，须加害行为对于被害的客体（人身、财产等）发生原因力，通过斟酌原因力的比例，并结合各侵权行为人的主观过错比例，确定各应承担的损害赔偿债务份额。”<sup>4</sup>

至于《民法典》第一千一百七十二条款所确立的责任形式系“按份责任”、而非“部分连带责任”的理论观点，存在如下解释方式。第一，前述规定系采用“各自承担相应的责任”之表述、而非“按份责任”之表述。由此，将前述规定理解为涵盖“按份责任”“部分连带责任”等责任形式的兜底性条款未尝不可。第二，也有理论观

<sup>4</sup> 最高院主编：《中华人民共和国民法典侵权责任编理解与适用》，人民法院出版社2020年版，第86页。



点指出，在各方主体对叠加的损害部分承担连带责任、对单独致害承担单独赔偿责任的情况下，两者整体上理解为按份责任形式亦无可。<sup>5</sup>因此，上述一般性规定为“部分连带责任”这一新兴责任形式提供了侵权法理论基础。

就原因力大小、过错程度两项因素，有必要进一步说明如下：

在“依据原因力大小减责”方面，截至目前，较为妥善的裁判方式包括如下两种情形：第一，如前所述，在中介机构仅与部分虚假陈述行为有关的情况下，如能够合理计算相关虚假陈述行为对最终损失发生的原因力比例，则应当判决中介机构承担部分连带责任。第二，区分投资者对不同中介机构出具文件的合理信赖程度；由此，可以有效界分不同中介机构在信息披露方面的角色和地位。

在“依据过错程度减责”方面，值得进一步讨论的是，在传统侵权理论项下，过错与否主要系归责事由，而非责任范围判断标准。当下，过错程度何以成为比原因力更为关键的责任范围划定事由？对此，最高院也提供了相应的解释：“第一，侵权法的目的和功能是多重的。侵权法既有填补受害人损害的功能，又具抑制侵权行为发生的作用。损害的预防胜于损害赔偿，而侵权法的预防抑制功能又是主要借助过错责任原则实现的。作为决定责任的最终条件，过错在很大程度上决定了责任范围以及责任的分担。第二，过错的类型化和客观化使得法官对过错的判断和比较更具可操作性。法律总是通过外在的行为来判断行为人的主观过错，并通过将过错划分为故意、重大过失、一般过失和轻微过失来明确行为人的责任范围。过错客观化的趋势，诸如合理人的标准、事实本身证明规则、违法视为过失等，使得这种判断不再停留在纯粹主观的层面上，从而更便于操作。第三，在一些情况下，原因力的判断、比较极为模糊，过错程度比较明显，这时运用过错比较来确定责任范围非常必要。”<sup>6</sup>

我们也理解认为，在证券虚假陈述责任纠纷之中，过错程度确有可能成为比原因力更为关键的责任范围划定事由。在适用“部分连带责任”形式之下，损失填补功能主要体现在中介机构对外责任大于其最终承担的责任份额；而损失预防功能则主要通过

区分不同中介机构责任比例方式实现——中介机构可责难性越高，其对外责任比例越高。同时，结合《债券纪要》第29条、第30条的规定，最高院已归纳了一系列过错认定要素；然而在因果关系方面，还尚需实践进一步寻求科学、合理的鉴别标准。因此，在后续司法实践中，在中介机构责任范围的界定上，过错程度有可能可以发挥比原因力更为关键的作用。

## 结语

综合上述，虽然《虚假陈述司法解释》将中介机构虚假陈述连带责任定性为“共同侵权”，但该等理解仅在数行为人合谋作假或中介机构明知而放任相应违法行为的情况下相对精确。然而，实践中的通常情形系，中介机构系上市公司或发行人故意隐瞒的对象，该等情形下认定中介机构与上市公司或发行人构成共同侵权，未免有为适用连带责任而强行解释之嫌。更关键的是，最新司法裁判已经开始突破对传统共同侵权模式的认知。该等情况下，不必再囿于《虚假陈述司法解释》对共同侵权这一责任属性之界定。

至于中介机构虚假陈述民事责任的理论基础实质为何，我们也尝试提供相关思考和理解，将中介机构虚假陈述责任拆分为多种情形予以解读。其中，应当注意的是，《证券法》第八十五条、第一百六十三条规定中介机构应当承担连带责任系基于慎重的立法考量，这一责任规范不可随意更改。虽然在中介机构责任过重的现实背景下，人民法院选择司法先行，突破前述法律明文规定而试验“部分连带责任”这一新兴责任形式；我们也可以依托于《民法典》第一千一百七十二的规定，为软化中介机构虚假陈述民事责任提供相应的理论基础和制度依据。但是，最为妥善、合理的方式仍是在《证券法》《虚假陈述司法解释》项下明确中介机构在不同情形下的责任承担方式。因此，如若前述责任形式被试验可行，则《证券法》《虚假陈述司法解释》后续有必要回应这一制度需求，防止制度供给不足带来的法律适用障碍。

文章中的观点及论证，以文章发表时现行有效的法律法规及司法解释为准。

<sup>5</sup> 谢鸿飞：《违反安保义务侵权补充责任的理论冲突与立法选择》，载《法学》2019年第2期。

<sup>6</sup> 最高院主编：《中华人民共和国民法典侵权责任编理解与适用》，人民法院出版社2020年版，第87-88页。

---

# 中介机构证券虚假陈述民事责任 ——因果关系认定之疑难问题

夏东霞 杨婷 刘颖

---

如前文《中介机构证券虚假陈述民事责任——“共同侵权”理论基础之解析》所述，虚假陈述民事赔偿责任系属侵权责任。在侵权责任属性项下，因果关系要件系责任成立的关键一环。通过检视这一要件，可以确认虚假陈述行为是否在事实上引发投资者投资损失、且在法律上应对此负责。

为此，《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》《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称《虚假陈述司法解释》《债券纪要》）均就此类纠纷的因果关系判断提供了可操作的裁判性规范。然而，在司法实践中，前述规范面临着诸多适用障碍，长期困扰着人民法院和各方当事人。该等背景下，本文将聚焦于证券虚假陈述责任纠纷中的因果关系认定问题，就此类纠纷的因果关系认定问题提出相应理解与思考。

## 一、重新审视“推定因果关系”原则

在证券虚假陈述责任纠纷项下，《虚假陈述司法解释》第十八条确立了“推定因果关系原则”。也即，只要投资者在实施日后买入、揭露日后卖出或继续持有案涉债券，且存在相应证券虚假陈述行为的，则应当认定投资者系因案涉虚假陈述行为作出投资决策（交易因果关系），投资者因卖出或持续持有股票遭受的损失与虚假陈述行为具有因果关系（损失因果关系）。其中，交易因果关系又可划分为两个层面：一是虚假陈述行为具有重大性；二是投资者合理信赖虚假陈述信息。《债券纪要》项下亦坚持该等推定原则。

根据最高人民法院（下称“最高院”）对《虚假陈述司法解释》的理解与适用，上述“推定因果关系原则”系借鉴了美国法语境之中的“欺诈市场”理论——该理

论以“效率市场假说”为依托，强调在公开和成熟的效率市场之中，证券市场价格吸收了包括虚假陈述在内的所有公司公开或可得之信息，故虚假陈述会扭曲公司股价；在此基础上，鉴于投资者系信赖股票市场价格之公正性而进行交易，故即便投资者对虚假陈述“未有所闻”，也可推定认为虚假陈述行为与投资者交易决策之间存在因果关系。该等理论解读已是老生常谈，但实践中引发的新问题在于，在我国债券市场并非有效市场的情况下，何以在债券虚假陈述责任纠纷中推定交易因果关系存在？

为此，应当有必要回溯“欺诈市场理论”的实质内涵及其历史发展脉络，厘清这一理论与“推定因果关系原则”之间的实质关联。

就“欺诈市场理论”本身而言，其所依托的“有效市场假说”仅是一种理论假说，而非对证券市场客观情况的如实描述。在此背景下，直截了当的质疑在于，个股价格并不一定能够及时反映所有市场公开信息。因此，在“有效市场假说”这一理论前提可能不成立的情况下，依靠这一理论基础建立“推定因果关系原则”的正当性就被削弱了。

就“欺诈市场理论”发展脉络而言，美国法院挑选这一理论基础建立“推定因果关系原则”具有较为明确的制度目的。在美国法语境之下，集团诉讼开展的前提性要件系个案之间存在“共同之事实和法律问题”；在证券虚假陈述责任纠纷项下，因果关系的共同性显然系构建“共同之事实和法律问题”的关键一环。<sup>1</sup>在此前提下，美国通过判例法确认了“欺诈市场理论”以推定交易因果关系存在，从而使得各个投资者的索赔请求能够顺利聚合以开展集团诉讼。故在美国证券法项下，确立“欺诈市场理论”并非着重于在个案项下减轻投资者的举证责任，而是更为注重建立投资者索赔请求之间的共通性，从而推动集团诉讼得以顺利开展。然而，事实上，证券集团诉讼并未如预期一般发挥赔偿、威慑的双重制度目的，反而带来了滥诉等问题。因此，部分法官和学者开始重新审视“欺诈市场理论”和证券集团诉讼制度的合理性；在希望缩小证券集团诉讼适用范围的背景下，部分法院为案涉被告提供了更多的因果关系抗辩空间，以切断虚假陈述与损失之间的因果关系认定。由此可见，“欺诈市场理论”及相应的“推定因果关系原则”本质系服务于司法政策导向。

根据上述，有必要重新审视《虚假陈述司法解释》确立“推定因果关系原则”的实质基础，其中至少应关注到如下特征：

第一，“有效市场假说”在我国证券市场中是否适用本身即存在争议。“有效市场假说”适用前提系“半强式有效市场”，然而在《虚假陈述司法解释》出台多年之后，仍有实务研究认为中国证券市场仅实现弱式有效。因此，我国证券法语境之下，依托于“欺诈市场理论”构建“推定因果关系原则”本身就是一种理论设想，而非依托于客观情况的逻辑推演。

第二，《虚假陈述司法解释》出台之际，我国显然并非基于便利集团诉讼之制度需求而推定因果关系存在。

第三，在美国证券法项下，“欺诈市场理论”主要是推定交易因果关系，而非损失因果关系存在。然而，《虚假陈述司法解释》第十八条系推定双重因果关系存在；在此基础上，案涉被告可以举证证明哪些因素与虚假陈述无关。

根据上述，与其认为《虚假陈述司法解释》系完全依托于“欺诈市场理论”推定因果关系存在，不如认为上述规定主要是为了最大保护投资者的便宜行事。在此前提下，即使我国债券市场难以构成有效市场，也不能彻底推翻“推定因果关系原则”的合理性。

<sup>1</sup> 耿利航：《欺诈市场理论反思》，载《法学研究》2020年第6期。

因此，在债券虚假陈述责任纠纷项下，基于保护投资者利益的价值导向，“推定因果关系原则”的理论基础或可解释如下。根据部分理论观点，在投资者进行交易决策之时，投资者有权信赖债券价格（或者说发行人的偿债能力）不被虚假陈述所扭曲，而非实际上对市场价格（或者说发行人的偿债能力）有所信赖。在此情况下，无论相关证券市场是否高效、成熟，投资者的交易信赖都是应然存在的。<sup>2</sup>在此基础上，进一步推定损失因果关系存在亦是价值考量决定。

当然，上述理解之下，随之引发的问题在于，人民法院应当保护投资者利益到何种程度？毕竟，证券虚假陈述责任纠纷动辄涉及数亿元、数十亿元的赔付金额，且上市公司或发行人多陷入经营困境，故证券虚假陈述责任纠纷的实际赔付主体中介机构等其他责任主体。与此同时，现有赔付方式被质疑事实上构成对投资者“投资保险”或“刚性兑付”，从而容易诱发轻率的投资交易。该等情况下，即便在保护投资者利益、威慑中介机构勤勉履职的多种政策导向之下，也应当注意过度向投资者倾斜所引发的诸多负面影响。因此，即使认定推定因果关系存在确有必要，人民法院也应当极为慎重地在个案中进行因果关系判断。

## 二、“交易因果关系”抗辩事由之解读

交易因果关系抗辩的本质在于“切断信赖”，即相关责任主体可以抗辩主张个案投资者并非系合理信赖虚假陈述行为而作出交易决策。对此，以下将就实践中出现的交易因果关系抗辩事由逐一分析。

### （一）关于虚假陈述行为不具有“重大性”的抗辩

如前所述，交易因果关系可划分为两个层次，一是虚假陈述行为具有重大性；二是投资者具有合理信赖。就第二层次而言，系采用“推定因果关系原则”解决；就第一层次而言，最高院在《虚假陈述司法解释》项下将虚假陈述行为的重大性作为独立要件予以规定。在此背景下，相关责任主体原则上应可抗辩主张，相关虚假陈述事项不具有重大性，不足以对投资者交易决策产生影响。

对此，最高院《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称《九民纪要》）第85条明文规定：“虚假陈述行为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。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，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。”据此，在已有行政处罚的情况下，相关责任主体主张虚假陈述行为不具有重大性的抗辩空间似乎被彻底抹去。

然而，人民法院在近期审结的一则案例中似乎并未遵循上述规定。人民法院在该案中裁判认为：“虽然上市公司年度报告中的财务数据是法律规定应当真实、准确披露的重大事件，但对该信息的虚假陈述在程度上是否实质性影响股票交易价格，是否足以误导投资者对股票价值的判断，作出错误的交易决策，仍应当从所涉金额、事件性质、影响力等方面进行综合判断。本案中，对于上市公司2015年年报的财务数据的虚假记载行为是否足以对上诉人购买股票产生实质性影响，应当从所涉金额、对股票价格的影响及上诉人具体交易情况三个方面综合分析。”<sup>3</sup>

根据上述，即使相关虚假陈述信息在应然层面“可能”对投资者交易决策产生重要影响，部分投资者也有可能事实上未将相关虚假陈述视为重大事件。在上述案件之中，人民法院即结合虚假陈述行为的严重性程度、个股走势以及投资者的具体交易方式，合理推断前述虚假陈述信息并未实际成为该部分投资者的交易基础。因此，综合而言，即使《九民纪要》已就虚假陈述行为重大性的认定方式予以明确

<sup>2</sup> 耿利航：《欺诈市场理论反思》，载《法学研究》2020年第6期。

<sup>3</sup> 湖南省高级人民法院（2020）湘民终123号、124号、204号、319-343号《民事判决书》。



规定，相关责任主体也可尝试在个案项下抗辩主张，部分投资者在事实上并未将相关虚假陈述行为视为重大事件并产生合理信赖。

但是，在依据个股走势、投资者交易习惯等因素否定交易因果关系存在之时，人民法院也应当极为慎重。例如，一种实践情形系，投资者在虚假陈述被揭示后仍存在买进卖出行为之时，人民法院有可能在个案中认定交易因果关系不成立，如“宝安鸿基案”即作此认定。然而，本文分析认为，在虚假陈述行为被揭示之后，股票价格回归真实价值。在此背景下，投资者当然可以基于当时各种市场信息作出相应交易决策；该等交易决策与投资者此前是否被欺诈并无实质关联。类似地，在一方当事人欺诈相对方签署合同的语境之下，被欺诈的当事人当然有权在获知真实信息后维持合同效力；但是，即便当事人选择维持合同效力，也不影响其被欺诈的客观事实，该方当事人仍有权依据《民法典》要求相对方承担缔约过失责任。因此，即使投资者在揭露日之后存在买进卖出行为，也难以仅仅依据这一事项倒推认为投资者不存在合理信赖。

## （二）投资者系基于其他无关因素购买案涉证券

事实上，面临浩如烟海的市场信息，投资者有可能系基于各种原因买入案涉证券；在此情况下，如能查明投资者确系基于其他无关因素购买相关证券，则不应认定交易因果关系存在。结合司法实践，就人民法院认可的相关情形简要分析如下：

- 明知虚假陈述行为存在而进行投资：该等情形主要指向投资者于揭露日之后继续买入案涉证券的情形。
- 交易决策系基于其他无关因素而作出：该等情形有可能体现在基于双方合作协议作出交易决策、基于其他无关利好消息购买案涉证券等情形。
- 交易行为存在恶意投资或操作市场嫌疑。如在一则证券虚假陈述责任纠纷案之中，人民法院审理认为个别投资者交易行为异常，部分行为具有操纵股价的特征而与案涉虚假陈述行为不存在交易因果关系。<sup>4</sup>

根据上述，值得进一步关注的问题系，在投资者依据其他因素作出交易决策的情况下，能否有效阻却虚假陈述行为对损失结果的原因力。举例而言，即便投资者系基于合作协议而购买案涉证券，投资者也可能主张其签署、履行合作协议的前提系合理信赖虚假陈述行为，虚假陈述行为系其交易行为的基础性原因。本文认为，此种论述看似合理，实则建立在对因果关系认定规则的错误理解之上。在传统因果关系认定规则之下，应当避免使加害人由于因果关系链条的无限延伸而承担过重的责任，否则就会出现“少了一颗铁钉亡了一个国家”的极端后果。因此，在查明其他因素系属证券交易的直接诱因之时，不应再将因果关系链条过长的虚假陈述行为视为损失发生的实质原因。

## （三）投资者系机构投资者抑或合格投资者

根据《虚假陈述司法解释》的理解与适用，如果信息接收人具备特别技能、知识或经验，他就必须加以运用；若此，他信赖一个不具备这些条件的普通人可能合理信赖的虚假陈述，就是不合理信赖。<sup>5</sup>然而，该等理解在具体适用中并未达成共识。

在司法实践之中，关于机构投资者对虚假陈述行为的合理信赖标准，存在不同裁判观点。一种观点认

<sup>4</sup> 最高院（2019）最高法民申5497号、5539号《民事裁定书》。

<sup>5</sup> 最高院编著：《关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社2015年版，第245页。

<sup>6</sup> 浙江省高级人民法院〔2019〕浙民终1414号《民事判决书》。

为，机构投资者应具备高于普通证券市场投资人的投资技能和专业研究分析能力，在证券投资中应严格遵循投资决策程序，故该类投资者在投资个股股票时应当尽到审慎对待虚假陈述信息的注意义务，例如浙江省高级人民法院即在一则证券虚假陈述案件中作此认定；否则，即应当认定交易因果关系不存在。<sup>6</sup> 另一种观点则认为，机构投资者并不具有比其他普通投资者更高的注意义务标准，如广东省高级人民法院在一则虚假陈述案件中即采此种观点。<sup>7</sup> 至于合格投资者的注意义务标准，尚无可供参考的司法实践。

综上所述，交易因果关系抗辩在合理界定相关责任主体的责任之时不可或缺，但司法实践中尚未建立起完善的抗辩事由体系。我们认为，在“推定因果关系原则”侧重于保护投资者的情况下，应当在个案项下给予案涉被告以充分的抗辩空间；人民法院也应当在精细认定交易因果关系方面作出应有的努力。

### 三、损害因果关系认定之知易行难

在法律规定中原则性写入剔除无关因素致损部分并非难事，但如何使得该等制度切实、有效运作却颇为困难。在此背景下，本文以下试图全面梳理损失因果关系认定的疑难问题，并提出相应的理解与思考。

#### （一）“系统风险及非系统风险”的侵权法基础

在损失因果关系认定层面，相关责任主体的抗辩主张在实践中演化为系统风险及非系统风险因素的计算问题。但不应当忽视的是，系统风险、非系统风险计算仅仅是服务于因果关系证明的工具。无论考虑何等因素，人民法院均应紧紧围绕着因果关系证明这一要件予以认定。

在明确上述侵权法逻辑之下，我们可以合理界定“系统风险”之指向。一种早期司法意见认为，系统风险存在的前提系相关指数存在大幅浮动，且存在客观真实的风险诱因；该等风险诱因大多指向股灾、金融危机等特殊风险事件。该等理解本质是忽略了系统风险之考量就是对因果关系之考察，无论是否存在特殊风险事件，“市场波动”本身即对投资者损失范围产生影响。

同样地，人民法院应充分考虑“非系统风险”等其他因素对个股股价的影响。在司法实践中，由于《虚假陈述司法解释》仅明确列举了“系统风险”，故部分法院裁判认为“非系统风险因素”并非法律法规所规定的可以剔除的因素。该等理解之错误在于，即使非系统风险等其他因素的形态未被法律明文规定，但基于因果关系认定的一般逻辑，相关责任主体当然无需对无关因素所导致的损失负责，否则即违背“自己责任”的侵权法基本原则。

#### （二）系统风险如何精确定义？

目前，在证券虚假陈述责任纠纷之中剔除系统风险致损部分已逐渐成为司法共识。进而，实践中的疑难问题演变为：如何科学计算系统风险致损比例？

对此，人民法院一般通过证券市场的综合指数、行业板块指数与个股走势的对比情况来综合判断系统风险是否存在；在认定系统风险存在的情况下，人民法院会选取一个或多个市场指数判断系统风险扣除比例。这一过程中，不同人民法院选取市场指数不同（大盘指数、行业板块指数等）、选取的涨跌幅计算区间不同（揭露日 - 基准日、实施日 - 基准日等）、具体计算方式亦有不同。由此，系统风险扣除方式在实践中千变万化。

概括而言，实践中出现的计算方式可概括为如下三类：一是人民法院酌定系统风险扣除比例；二是采用“直接比例法”“相对比例法”等简明的数学计算方式确定系统风险扣除比例；三是委托第三方专

<sup>7</sup> 广东高院(2019)粤民终2080号《民事判决书》。



业机构进行损失核定。当下，人民法院委托的专业机构主要是中证中小投资者服务中心（下称“中小投服”）和上海交通大学中国金融研究院（下称“上海交大金融研究院”）。在系统风险扣除方式之上，前者采用“同步指数对比法”，后者采用“多因子模型法”。

事实上，根本不会有足够科学的方法能够准确复原虚假陈述到底如何影响了市场，最为精细的计算方式也仅能“逼近”客观真实。但是，为了实现侵权因果关系的准确认定，精细化计算系统风险确有必要。并且，由于系统风险及非系统风险计算往往需要针对市场因素进行深入专业分析，综合考虑各类市场风险，从而给出相对科学、客观的原因力数值，故此作业非法官所能胜任，将其委托给专业机构确属合理。但与此同时，委托第三方进行损失核定之时，应当注意如下事项。

第一，《损失核定意见书》本质系鉴定意见，该等证据属性已在相关规范中有所体现。<sup>8</sup>由此，在该等鉴定意见被认可为定案根据之前，应当经历严格的质证过程，以确保鉴定意见的合理性。这一过程应当是法官、当事人共同努力的结果。

例如，对于上海交大金融研究院出具《损失核定意见书》所采用的计算方式，确实较难被当事人、律师、法官所理解。在此情况下，当事人聘请专家辅助人可能是最为有效的质证方式。可以想见的是，即便鉴定人依法出庭作证，但若异议方没有专家辅助人来帮助其就此意见展开“切中要害的”质疑，那么，缺乏相应专业能力的法官依然难以定夺鉴定意见是否可靠。与此同时，人民法院有必要全面、严格把握损失核定过程的专业性，包括损失核定人员的资质、损失核定之时是否充分考虑了个股涨跌过程中的复杂情形等。例如，在上海高级人民法院审结的一则案例之中，上海交大金融研究院在常规考虑因子的基础上，还基于个股情况考虑了“充电桩和 ST 概念”的具体影响。<sup>9</sup>

第二，在委托专业机构进行损失核定的情况下，人民法院能否在此基础上进一步酌定最终责任比例是值得进一步研究的。依据侵权责任认定的一般逻辑，无论在法律或道德上，侵权行为与损害之间的因果牵连系当事人应为损害负责最明显、最不具争议的理由。因此，如通过损失核定的方式精确界定了因果关系比例，则相关主体的责任范围即可被明确。然而，也有部分理论观点认为，即使第三方专业机构已将系统风险致损比例精确至小数位，人民法院也可以一并考量虚假陈述性质是否严重、对投资者的倾向性保护等因素，对最终责任比例予以酌定。<sup>10</sup> 本文认为，在没有任何一种计算方式能够真正还原客观真实的情况下，结合虚假陈述民事赔偿这一责任类型本身所对应的诸多价值考量，人民法院考虑其他因素以酌定最终责任比例并非必然不妥。

### （三）非系统风险如何精确认定？

在《虚假陈述司法解释》未能明确列举“非系统风险”等其他因素具体指向的情况下，实践认定更是障碍重重。实践中，人民法院否定该类抗辩的主要理由在于，案涉被告未能举证证明相关因素对股价产生了何种影响以及影响程度如何，应自行承担举证不能的不利后果。该等理由彰显了人民法院从严把握对“其他因素”之认定、保护投资者利益的司法政策导向。

但目前，在司法裁判态度转向精细化认定因果关系的情况下，人民法院认可非系统风险存在的案例愈来愈多。

<sup>8</sup> 《上海金融法院关于证券纠纷示范判决机制的规定（试行）》第二十八条规定：“损失核定意见作为申请方当事人提交的证据或者本院依职权调查的证据，当事人有权对该意见进行质证。”

<sup>9</sup> 《北京市高级人民法院关于依法公正高效处理群体性证券纠纷的意见（试行）》第 34 条规定：“损失核定意见作为申请方当事人提交的证据或者人民法院依职权调查的证据，当事人有权对该意见进行质证。”

<sup>10</sup> 上海市高级人民法院（2020）沪民终 294 号《民事判决书》。

<sup>11</sup> 甘培忠、彭运朋：《论证券虚假陈述民事赔偿中系统风险所致损失数额的认定》，《甘肃社会科学》2014 年第 1 期。

在非系统风险等其他因素的计算方式上，实践中仅存在两种方式：一是人民法院直接酌定相应比例；二是上海交大金融研究院适用的事件研究法。这一方法项下，专业人员会先行筛选出案涉期间内可能会对个股股价产生显著影响的重大事件，包括利好、利空消息；在此基础上，鉴于该等重大事件仅仅会在一段时期（称为“窗口期”）内对股票收益率产生影响，故使用事件分析法计算重大事件在“窗口期”内个股股价的具体影响。事件研究法确系发展成熟的数学模型，相较于人民法院酌定的方式更为科学、合理。

此时，值得进一步说明的是，目前仅有上海交大金融研究院关于非系统风险的计算方式投入实践使用。由此，与一般司法鉴定不同的是，如果拟在个案中计算非系统风险，则人民法院难以采取“随机摇珠”的方式确定鉴定机构，而是只能直接委托前述机构。因此，如果该等状态在短期内持续，人民法院只能在两家机构之间择其一，则委托哪家专业机构有可能直接决定裁判结果倾向于投资者还是案涉被告。例如，在人民法院近期审结的一则案例之中，人民法院先行委托中小投服进行损失核定，使投资者可获几乎 100% 的偿付；然而，人民法院后续又委托了上海交大金融研究院，在上海交大金融研究院同时计算系统风险与非系统风险的情况下，投资者赔付比例直接下降约 50%。

应当认为，无论法院倾向于保护投资者抑或避免案涉被告过度担责，其均不应规避计算非系统风险这一因果关系认定要素；人民法院可以在精准认定因果关系的基础上，充分考虑其他酌定因素，在说理充分的情况下确定最终责任比例。

#### （四）债券虚假陈述因果关系认定之特殊性

《债券纪要》明确规定债券虚假陈述损失在一定情形下体现为“债券本息”；而在实践之中，债券发行规模动辄数亿元、甚至数十亿元。由此，在此类纠纷的基础损失范围如此宽泛的情况下，合理界定损失因果关系比例的重要性就更为突出。与此同时，此类纠纷项下的因果关系认定方式也极为特殊，具体分析如下：

- “虚假陈述”只是债券发行人的一个“动作”，是一项客观事实。至于一支债券为什么会发生违约、其发行人为什么会没有能力兑付到期债券，则根本上取决于发行人在债券到期当时的偿付能力。也就是说，一支债券的发行人，有可能做出了虚假陈述行为，但是他的偿付能力非常充足，不会导致债券违约的情况；也极有可能发生发行人虽然没有虚假陈述行为，但债券到期时资产状况极差、不能兑付债券本息的情况。因此，不能当然地将虚假陈述行为与投资者的债券本息损失予以挂钩。
- 该等情形在非欺诈发行类案件中较为突出。例如，若发行人于债券存续期间因经营不善因素陷入经营困境。在此背景下，即使发行人后续实施了财务造假行为致使债券投资者买入相关债券，也应当认为这一虚假陈述行为对债券违约结果可能只有参与、促进或加重等作用。由此，要求发行人及相关责任主体对“债券本息”负责实属不当。
- 即使在欺诈发行类案件之中，“债券本息损失”也并非必然系虚假陈述行为导致。一种可能的误解系，由于发行人构成欺诈发行，故某一债券根本不当发行，相应投资者的损失必然全部是由欺诈发行所致。对此，应当认为，欺诈发行行为确系债券上市并最终发生违约的初始条件之一，但如果发行人欺诈发行所涉金额较低，则该等欺诈发行行为很有可能不足以直接导致发行人最终丧失偿付能力并发生债券违约结果。在债券存续期间，完全有可能发生直接导致债券违约的“异常介入因素”。例如，发行人对某一业务决策失误致使产生了 10 亿元损失，且无其他利好影响，则该笔损失对发行人偿债能力的巨大负面影响是显而易见的。

- 
- 更何况，不排除虚假陈述行为有可能与发行人债务偿付能力、债券违约结果毫不相关的可能性。例如，在股票市场之中，常见虚假陈述行为系上市公司未能及时披露关联担保事项。无论上市公司最终是否实际承担了担保责任，在投资者确实因上市公司未披露这一事项而受骗的情况下，人民法院均会要求上市公司就此担责。然而，在债券虚假陈述责任纠纷之中，如果发行人提供的关联担保因主债务人清偿而消灭，则该等事项显然最终未作用于发行人的债务偿付能力，也与最终的债券违约结果无关。由此，要求发行人及相关责任主体对此承担责任的基础便不存在。

至于如何精准计算债券损失因果关系，目前并无可供参考的司法实践。但如前所述，在债券市场之中，发行人自身经营事项、意外事项是否对其偿债能力产生重要影响有可能是较为清晰、明确的。当然，在相关事项对发行人偿债能力的影响并非如此明确的情况下，人民法院或许亦可委托第三方专业机构进行损失核定，并从严把握这一鉴定意见的制作、质证过程。

## 结语

新《证券法》已实施一年有余，行政监管机构始终贯彻“零容忍”的行政监管态度，人民法院也强调了让中介机构“不敢装睡”的司法审判态度。这一价值导向之下，中介机构彻底免责的难度越来越大。因此，关于因果关系这一共性法律问题的抗辩是至关重要、不容忽视的。

至于因果关系的具体鉴别方式，诚如学者所言，要在被告应负责的损害与不应负责的损害之间划定一条界线，就有点像“在白天与黑夜之间划定一条界线”一样困难。但是在个案项下，人民法院可借助于第三方专业机构、综合判断个案因素，较为准确地认定交易因果关系是否存在、损失因果关系比例，防止对相关主体的责任认定失之过严或失之过宽。

文章中的观点及论证，以文章发表时现行有效的法律法规及司法解释为准。

# 债券纠纷中介机构民事责任应对：债券虚假陈述应该适用“推定因果关系”制度吗？

雷继平 王巍

随着证券市场进一步压实“看门人”责任的要求，债券虚假陈述案件数量逐渐增多。最高人民法院于2020年颁布了《债券纪要》，<sup>1</sup>明确了债券虚假陈述类案件的主要制度。但《债券纪要》的底层逻辑设计主要是仿照《虚假陈述若干规定》，而必须指出，《虚假陈述若干规定》<sup>2</sup>制定于2003年，而直到2007年9月24日第一只公司债券才公开发行，所以《虚假陈述若干规定》是以股票作为制度设计的基础。在此情况下，《债券纪要》与债券市场可能仍存在一定“水土不服”，本文拟以《债券纪要》第22条规定的推定因果关系为切入点，做一探讨。

## 一、《债券纪要》第22条可能被理解为，债券虚假陈述可以仿照股票，适用“推定因果关系”

《证券法》（2019年修订）第85条规定的证券虚假陈述民事赔偿责任，本质上仍是侵权责任。侵权责任的成立，必须具备违法行为、损害事实、因果关系和主观过错四个要件，四者缺一不能构成侵权责任。<sup>3</sup>

具体到证券虚假陈述侵权责任中的因果关系，学界普遍认为，包括交易上因果关系（又称“事实上因果关系”，即虚假陈述行为是否引起了投资者的交易行为）和损失上因果关系（又称“法律上因果关系”，即虚假陈述行为是否导致了投资者的全部或者部分损失）。<sup>4</sup>这种两分法，也为司法研究所采纳，<sup>5</sup>并在上海高院（2020）沪民终479号、最高法院（2018）民再339号等案例所采用。

那么，债券投资者具体要如何证明与虚假陈述间存在因果关系？

《债券纪要》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：……”该规定虽然没有直接出现因果关系的字样，但对比《虚假陈述若干规定》第18条“投资人具有以下情形的，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系：……（二）投资人在虚假陈述实施日及以后，至揭露日或者更正日之前买入该证券；（三）投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后，因卖出该证券发生亏损，或者因持续持有该证券而产生亏损”，不难发现，纪要第22条在语义结构上模仿、延续了《虚假陈述若干规定》第18条。

<sup>1</sup> 最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（法〔2020〕185号，2020年7月15日发布）。

<sup>2</sup> 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》（法释〔2003〕2号，2003年2月1日起生效）。

<sup>3</sup> 最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组主编《中华人民共和国民法典侵权责任编理解与适用》，人民法院出版社2020年7月第1版，第25页。

<sup>4</sup> 刘新民著：《中国证券法精要：原理与案例》，北京大学出版社2013年版，第282-286页。

<sup>5</sup> 谢欣欣、谢春晖著：《上市公司虚假陈述之民事责任》，载《人民司法·案例》，2016年第2期，第73页。

而学理和此前的司法观点都认可,《虚假陈述若干规定》第18条规定的是一种“推定因果关系”,即只要相关规范性文件设定的有关基础事实(即投资者买入证券、卖出或持有证券的时间点)得到证明,就可以认定因果关系的存在。<sup>6</sup>换言之,只要投资者是在规定的特定时间段内买入债券,人民法院即可以推定因果关系存在,无须投资者另行举证交易因果关系。

## 二、认为纪要22条延续了“推定因果关系”的观点,可能是出于实现其他法外目的的法律拟制

如果前述理解成立,《债券纪要》第22条在债券类虚假陈述中延续了“推定因果关系”,则需要澄清一前提:推定因果关系是基于特定需要而设的法律拟制,而非绝对的客观真实。这种特定需要包括两方面:

### (一) 对个人投资者进行倾斜保护的需要

在非面对面交易(impersonal market)的证券市场上,投资者与虚假陈述行为人并无面对面的交流,如果按照一般侵权责任法的规定,要求投资者举证存在交易因果关系,举证是基于信赖行为人的虚假陈述而进行的交易,是不必要和不现实的。

原因是,个人投资者的投资决策具有多样性,可能是出于自己的判断(在这种情况下,个人投资者往往不会想到要留下作出投资的依据),也可能来自朋友或证券分析师的推荐(在这种情况下,投资者事实上并非直接基于行为人的虚假陈述)。<sup>7</sup>如果苛求个人投资者举证因果关系的存在,不利于保护举证能力弱勢的投资者,也会极大地降低投资者参与证券交易的信心。

在某案中,法院承认了这种法律拟制有特殊原因:“证券虚假陈述侵权行为与传统意义上的一般侵权行为有着重大的区别,即侵权行为人与受害人并无‘面对面’的接触,而这种‘面对面’事实的缺失,给认定侵权责任的构成要件之一‘因果关系’带来了无法回避的难题。由于证券交易主要采取集中竞价、交易所主机撮合成交的方式进行,不可能将虚假陈述行为人与受害人之间的联系特定化,使得遭受损失的投资人难以就其损失与侵权人行为之间的因果关系举证证明。故《虚假陈述若干规定》适用欺诈市场理论……推定虚假陈述与投资者的投资决策之间存在交易因果关系。”

### (二) 减少司法审查成本、便利集体诉讼的需要

除了个人投资者本身处于劣势之外,不同投资者收集信息、确认信息、分析信息以及对信息定价情况的不同也是“妥协”的原因之一。原因是,个人投资者与机构投资者对信息的关注范围和关注重点不同。即便同样是机构投资者,某些机构投资者可能会审查行为人披露的所有信息,但也可能只关注其所关心的或认为重要的信息。

随机选取,如选择稳健投资策略的基金管理人可能关注债券发行人盈利能力的指标,如发行人的营业收入、营业净利润。选择久期策略、收益率曲线策略的投资者可能更关注债券组合和组合中债券的票面利率、存续期限,而不着重单一债券发行人的经营情况。甚至有专门的“秃鹫基金”就是以高风险、高收益的“违约债”“垃圾债”为投资方向。同一个机构投资者,基于投资策略的调整,在不同阶段所关注的信息都有可能不同。

其带来的后果是,如果不设置“推定因果关系”,法院就必须在个案中审查每一个投资者的个别信赖情况,以判断交易因果关系是否存在。一方面,这极大增加了法院的司法成本,另一方面,这也使原

<sup>6</sup> 李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社2015年版,第250页。

<sup>7</sup> Ann M. Lipton, “Halliburton and the Dog That Didn’t Bark”, 转引自樊建《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》,法律出版社2021年3月版,第5页。



告之间难以形成共同的信赖事实，难以被认定为具有共同的法律关系，为维护投资者利益而设置的代表诉讼或特别代表人诉讼制度也就缺少基础。<sup>8</sup>

### 三、但是，“推定因果关系”这种法律拟制手段有效的前提，是相关证券市场至少处于“半强势有效市场”状态

#### （一）“推定因果关系”源于美国证券法实践中的“欺诈市场理论”

为克服原告举证和形成代表人诉讼或集团诉讼的困难问题，美国联邦最高法院在 Basic 案中采用了著名的“欺诈市场理论”。在该案中，美国联邦最高法院认为，只要原告能证明虚假陈述中的信息具有重大性、已经公开、证券在一个有效率的市场上交易以及原告在虚假陈述实施之后至信息被揭示之间从事交易，就推定原告的投资行为与虚假陈述之间存在共同的交易上因果关系。

Basic 案的前述裁判思路逐渐发展为后续的“欺诈市场理论”。该理论具体是指，在一个公开有效的证券市场中，公司股票价格是由该公司有关的所有可获知的重大信息决定的，所以虚假陈述信息作为一种公开信息必然会在相关的股票价格中得到反映。因此，只要投资者基于对市场价格的信赖进行投资，因为被信赖的市场价格里已经反映了虚假陈述的信息，所以法院可以直接推定投资者是基于对虚假陈述信息的信赖而进行投资行为，建立因果关系。<sup>9</sup>

《虚假陈述若干规定》第 18 条正是以“欺诈市场理论”为基础。最高人民法院在对该条进行阐述时指出：“《规定》参照了欺诈市场理论的思路，以‘推定信赖’的原则，确定投资损失与虚假陈述之间的因果关系存在与否。”<sup>10</sup> 这也在后续一些案件中予以确认。

#### （二）“欺诈市场理论”又源于经济学的“有效市场”假设，即证券至少处于一个半强势有效市场

不难发现，“欺诈市场理论”成立的前提假设是，证券的市场价格能够充分反映所有有关、可用信息，虚假陈述行为会充分影响该证券的价格。

这一前提性假设是现代金融理论中的“有效市场假设”。该假设将有效市场分为三种形式：1、**弱势有效市场（weak form efficiency market）**，即证券价格反映了行为人披露的所有历史信息（也就意味着无法根据证券历史价格信息对未来价格作出预测）。2、**半强势有效市场（semi-strong efficiency market）**，即所有公开发表的信息都已经反映在证券的价格中。3、**强势有效市场（strong form market）**，即证券价格反映了所有与行为有关的信息，包括公开或未公开的信息（即内幕信息）。<sup>11</sup>

而“欺诈市场理论”成立的前提，是证券市场至少处于“半强势有效市场”状态。因为如果在弱势有效市场中，证券价格只能反映过去的信息，并不准确反映当下的公开信息，所以投资者不得以价格变动为借口，证明自己是因为信赖上市公司披露的信息而进行的交易。<sup>12</sup>

### 四、一个质疑：我国的债券市场真的能达到“半强势有效市场”的程度吗？

“欺诈市场理论”滥觞于美国证券法。在美国证券法的实践中，法院可以通过引入专家证人的方式解决“有效市场”判定这一经济学问题，并通过 Cammer v. Bloom 案、Krogman v. Sterritt 案等案例提

<sup>8</sup> 樊建著：《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》，法律出版社 2021 年 3 月版，第 6-7 页。

<sup>9</sup> 李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社 2015 年版，第 249 页。

<sup>10</sup> 李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社 2015 年版，第 250 页。

<sup>11</sup> 刘凤根著：《有效市场理论及其在中国证券市场的应用研究》，第 6-7 页。

<sup>12</sup> 樊建著：《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》，法律出版社 2021 年 3 月版，第 9-10 页。



炼出一系列参考判断因素，其中包括：证券的换手率或交易量、是否存在做市商或交易商、是否存在分析师、持有证券的机构投资者数量、证券价格能否快速对新消息作出反应，等等，这些因素又被统称为 Cammer factors。<sup>13</sup>

而从“欺诈市场理论”起源的 Basic 案的判词就可以看出，该理论是以股票市场为原型的，债券市场是否能达到一个半强势有效市场的要求？本文倾向于认为，结论是否定的。

### （一）债券的收益具有可确定性，这一根本区别使其对新信息的反应敏感性较低

债券市场不同于股票市场的最大不同之处是，股票的收益与公司的经营情况紧密相关，无法确定。但债券的收益是可确定的，债券持有人仅能获得固定本息，并不分享企业盈利增长带来的额外收益，所以债券价格与公司经营情况的联系并不如股票一般紧密。

所以，债券的信用分析与股票不同，债券投资着重关注的是企业现金流的充沛程度和稳定性。<sup>14</sup> 一般只有确定的、会严重影响到发行人履约能力的事件，才会影响到债券的价格。这也是《债券纪要》22 条限定了“重大性”信息范围的原因（详见后述）。某些不利信息或许会引起发行人股价波动，但债券价格却可能仍然保持平稳。

例如，在“11 超日债”，2012 年 10 月 17 日，上海证监会对超日债作出监管措施，认为发行人对外提供担保时未说明被担保公司不受发行人控制的重大事项，导致股东表决时的决策信息不完整，但 2012 年 10 月 17 日前后，超日债的价格基本保持平稳，没有波动。

又例如，在“18 远高 01”债券中，2020 年 11 月 13 日，评级机构将该债券的发行人纳入信用观察名单，指出发行人的持续获现能力持续下降，且存在重大事项未答复评级机构，但在 2020 年 11 月 13 日后 7 日内，该债券的收盘价格一直保持平稳，直至该债券发行人宣布该债券违约，该债券价格才有明显下跌。这均能说明单一不利信息对债券价格的影响具有滞后性，并不直接相关。

### （二）债券市场换手率和流通性远低于股票市场

换手率或者交易量较高时，说明投资者对该债券感兴趣，这意味着当有新消息出现时，投资者会将信息快速的反应在债券的价格上。有研究认为，股票市场中，单只股票达到周 2% 的换手率是判断该股票证券市场有效率的必要条件之一。<sup>15</sup>

而与股票可能存在的短线投资不同，债券投资的主要收益来源于债券兑付利息，因此，债券市场的换手率和流动性要远低于股票市场。根据中央登记结算公司的统计数据，2021 年 3 月，由中央登记结算公司结算的企业债券的平均换手率为 5.46%，上年同期平均换手率为 4.84%。<sup>16</sup> 据调查，某只引发证券虚假陈述民事赔偿纠纷的债券，在发行后 333 个开市交易日内，超过 67.27% 的交易日中交易量是 0，直到发行约 1 年后才达到 100% 换手率，可见一斑。

换手率低产生的后果就是，债券流通性远低于股票，债券价格并不能完全反应所有相关信息。

<sup>13</sup> 樊建著：《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》，法律出版社 2021 年 3 月版，第 35 页。

<sup>14</sup> 杨芳：《“超日债”违约事件对企业债风险评价的启示》，载《新经济》，2012 年第 23 期。

<sup>15</sup> 樊建著：《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》，法律出版社 2021 年 3 月版，第 35 页。

<sup>16</sup> 参见 <https://finance.sina.com.cn/money/bond/2021-04-21/doc-ikmxzfmk8165601.shtml>，最后访问日期 2021 年 5 月 7 日。

### （三）债券的信用评级制度压制了其他信息对债券价格的影响

如前所述，股票的收益是不确定的，而债券的收益在发行时是可确定的，所以，债券的发行需要聘请专业的评级机构评级，并在债券发行期间保持跟踪评级，评级高低直接影响到债券利率的高低和投资者的决策。其后果是，评级机构的评级结果对投资者的决策有重要判断作用，在评级机构的评级结果未进行大幅调整时，其他单一不利信息对债券价格的扰动会被压制。

### （四）债券市场中的做市商 / 交易商以及证券分析师的规模均小于股票市场

一般认为，做市商或者交易商有助于证券市场的竞争，数量越多就越有可能把公司的新信息反映到证券价格上。另外，一只证券受到越多的分析师分析、评论以及推荐的话，则投资者能够做出投资决定的信息也越多，这都有助于使证券的市场价格能够充分地反映信息的影响。但债券市场（尤其是公司信用债券市场）毋庸置疑，无论是加强市场流动性的做市商，还是专门从事证券分析、推荐的分析师，规模都远小于股票市场。

### （五）债券一般还没有担保机制，也使债券价格对单一信息不敏感

债券与股票在是否存在增信或担保机制等方面也存在不小的区别。债券上一般会另行设置发行人或其实际控制人提供的保证或其他物保，这进一步剥离了债券兑付风险与公司资产价值、经营状态之间的联系，这也会降低单一不利信息对投资者信心和债券价格的影响。

### （六）经济学数学模型检视结果的印证

根据《债券纪要》第 24 条第 4 款，判断“有效市场”是否存在，法院可以引入专业机构协助。而“有效市场”假设本质上是个经济学问题，经济学的分析对此无疑有重大参考价值。

而从相关的经济学研究来看，研究表明，以 2018 年的公司信用债券市场为范本，采用描述统计、游程检验、方差比和序列相关性检验等方法进行数学建模，“公司信用债券市场未达到弱有效性标准”；退一步而言，即便仅采用“事件分析法”观测，通过相关债券范本采样，公司债券市场对市场利率风险变化等重大事件会滞后一段时间才做出反应，价格与信息之间不敏感，未达到半强势有效性标准。<sup>17</sup>

针对 2008-2013 年债券市场进行的数学建模显示的情况也是如此，不论是 AAA 级别、AA+ 级、AA 级哪一级别的公司信用债券市场，均未达到弱势有效市场标准。<sup>18</sup>

综合前述，我们认为，债券虚假陈述类案件缺少直接适用“欺诈市场理论”和推定因果关系的土壤。这亦是美国证券欺诈领域代表学者之一 John C. Coffee 教授的观点。

## 五、另一个质疑：《债券纪要》有必要设置“推定因果关系”制度给予债券投资者特别保护吗？

### （一）债券投资者多为机构投资者，与发行人等责任主体在举证能力上并无高低

如前所述，“欺诈市场理论”出现的直接原因，是虚假陈述类案件中原告举证存在因果关系极为困难。

<sup>17</sup> 刘梦堂：《我国公司信用债的有效性研究》，第 35-36 页。

<sup>18</sup> 卞琪等：《基于随机游走模型的公司债券市场有效性研究》，载《桂林电子科技大学学报》，2016 年第 2 期。

在股票市场中，有为数众多的个人投资者，因此通过举证责任倒置的方式给予特别保护，是非常正当的。但债券市场与此不同，三类公司信用债券中，唯有上交、深交两大交易所债券市场存在面向个人投资者的“大公募”债券。但根据统计，交易所债券市场托管的债券占债券市场总额仅约 12.5%，且即便是交易所债券市场，个人投资者持债比例也不超过 0.3%。换言之，占比超过 99.96% 的机构投资者是债券市场的绝对主力。<sup>19</sup>

债券投资者或为商业银行，或为基金公司、券商，无论是基于金融机构自己的审慎经营义务，还是受托管理时的受托人责任，债券投资者进行投资决策时都必须有完整的决策流程，并按照相关监管规定要求做好存档。换言之，债券市场交易双方的举证能力是对等的，如交易因果关系存在，债券投资人完全有能力举证，并不需要给投资者以特别保护。

## （二）需要特别说明，虽然最新的裁判观点认为机构投资者与个人投资者“审慎义务无高低”，但不代表“举证能力无高低”

在早期的虚假陈述案例如宁夏高院（2007）宁民商终字第 74 号中，法院认为，机构投资者与个人投资者的注意义务不同，机构投资者不同于普通证券市场投资者，因此机构投资者应当负有更高的注意义务和审慎义务，不能简单依据交易时间推定交易因果关系。

但该观点在最高人民法院民二庭评选的 2020 年度全国法院十大商事案例中被改变，该案中，广东高院作出的（2019）粤民终 2080 号《民事判决书》认为，针对公开募集股份的发行市场和通过证券交易所报价系统进行的“非面对面”证券交易，机构投资者和普通投资者负有的注意义务一致，并无高低。

这一裁判观点的转变可能带来某种混淆，需要理析。我们认为，“欺诈市场”理论要解决的问题，并非个人投资者要尽到的注意义务比机构投资者低，而是个人投资者可能无法举证证明已经尽到了注意义务，其解决的是举证能力不对等的问题。即便根据最新的裁判观点，机构投资者与个人投资者负有相同的审查义务，也不影响机构投资者有更强的举证能力，不需要通过举证责任倒置予以特别保护。

## 六、应然与实然：如何平衡《债券纪要》22 条的适用？

如前述，我们认为债券虚假陈述类里不应该简单地套用基于股票市场设计的推定因果关系。但如果按照字面理解《债券纪要》第 22 条，“推定因果关系”就是一项仍具有拘束力的司法裁判规则。一方面，这可能需要通过最高人民法院进一步阐述《债券纪要》的意旨；另一方面，在《债券纪要》未修改或澄清的背景下，法院是否有可能通过引入其他理论或者灵活处理其他抗辩事由的方法，来平衡“推定因果关系”的不足？本文试做一分析：

### （一）引入“价格影响理论”平衡“欺诈市场理论”和推定因果关系

“欺诈市场理论”在数十年发展也面临诸多挑战，因为“欺诈市场理论”所依据的“有效市场”这一经济学假设本身就面临学术争议，域外证券法同样也在进一步发展该理论。

在美国联邦最高法院 2014 年审结的 Halliburton II 案中，法院仍然认可欺诈市场理论，但同意被告可以通过证明虚假陈述并没有影响股票交易价格的方式推翻推定的因果关系。这就是所谓的“价格影响理论”。<sup>20</sup>

该理论具体是指，即便是在半强势有效市场中，公开信息也不必然会反映在股票价格上（原因可能是多方面）。如果能证明虚假陈述被实施或揭露后股价并未受到影响，就意味着交易方并非基于价格波

<sup>19</sup> 参见《中国经营报》报道，<http://www.cb.com.cn/index/show/zj/cv/cv13469771267>，最后访问时间 2021 年 5 月 7 日。

<sup>20</sup> 樊建著：《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》，法律出版社 2021 年 3 月版。

动进行的交易，也就不能推定为其是基于虚假信息进行的交易。<sup>21</sup>

事实上，我国法院在股票虚假陈述案件中已有近似的司法裁判。例如，在广东高院作出的（2019）粤民终1464-1466号《民事判决书》中认为，在虚假陈述揭露日2014年6月19日之后至2014年8月期间，该股票不仅未出现下跌，反而出现持续稳定上涨，并未因其虚假陈述行为被揭露而引发股票大跌或大幅度异常波动……综合以上分析，原告损失是由证券市场系统风险等因素导致。当然，前述判决最终落脚于“损失因果关系”，与价格影响理论仍有一定区别。

债券虚假陈述类案件中亦可参照价格影响理论，如某一虚假陈述行为揭露后债券价格并无明显波动，则可以认为投资者投资行为与该虚假陈述行为之间不存在交易因果关系。

## （二）在现有制度内通过“重大性”要件予以平衡

根据《虚假陈述若干规定》第17条以及最高人民法院对该条的阐述，“必须是就重大性信息(materiality)进行了虚假陈述，方可能导致民事赔偿责任的承担。”<sup>22</sup>在立案登记制改革和《九民纪要》之前，由于行政处罚是启动证券虚假陈述民事诉讼的前置条件，而一旦行政机关作出行政处罚即意味着虚假陈述行为具备重大性，故法院在民事案件中一般无须审查“重大性”要件。但在证券虚假陈述案件取消行政处罚前置程序之后，“重大性”要件就成为民事案件审查的焦点之一。

而债券虚假陈述中的“重大性”要件有其特殊性：“重大性”信息仅限于与发行人偿付能力相关的内容。原因正如前述，债券兑付主要取决于发行人的履约能力，与发行人的日常经营状况的关联并不如股票一般紧密。该理解在《债券纪要》第22条中有明确体现：“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……”。

这就意味着，在债券虚假陈述中，“重大性”要件与交易因果关系在多数情况下可以等同：如果一项信息对发行人偿付能力没有影响（重大性），那这一信息大概率也不会影响到投资者的投资决策（因果关系）。只有影响到投资者决策的信息（因果关系），才能成为《九民纪要》第85条所述的具有“重大性”的信息（重大性）。

也就是说，虽然债券投资者可以根据《债券纪要》第22条的规定，主张推定因果关系成立，进而免除自己对因果关系的举证责任，但法院仍然可以要求债券投资者进一步举证证明虚假信息对该投资者而言具有“重大性”，债券投资者仍有义务提交相应的内部投资报告、评审决议。换言之，债券投资者事实上仍要主动证明交易因果关系的存在。

通过前述“重大性”要件和因果关系要件之间的转换，可以实现在不修改现有裁判规则的前提下，平衡推定因果关系在债券虚假陈述中的不足的效果。这也是学理探讨时提出的思路之一。<sup>23</sup>

综上所述，本文认为，推定因果关系是否适用于债券虚假陈述，《债券纪要》第22条的部分规定如何理解以及是否合理，仍有探讨空间。当然，在《债券纪要》第22条未修改的情况下，法院可以通过在个案中的变通处理，解决其合理性。我们也将继续观察未来的司法实践对这一问题的回应。

感谢高丹阳对本文所作贡献。

<sup>21</sup> 见樊建著：《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》，法律出版社2021年3月版，第17页。

<sup>22</sup> 李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社2015年版，第235页。

<sup>23</sup> 彭真明著：《论会计师不实财务报告的民事责任——兼评上海大智慧公司与曹建荣等证券虚假陈述责任纠纷案》，载《法学评论》，2020年第1期。

---

# 债券纠纷中介机构民事责任应对： 交易因果关系抗辩

雷继平 王巍

---

针对债券虚假陈述民事赔偿责任，目前的《债券会议纪要》<sup>1</sup>《虚假陈述若干规定》<sup>2</sup>规定的是推定因果关系，被告能否推翻、怎么推翻这种因果关系，我们拟对此做一探讨。

## 一、交易因果关系抗辩的含义

在虚假陈述民事纠纷中，虚假陈述行为的存在并非必然导致行为人承担责任，二者间必须存在因果关系。在湖南高院(2020)湘民终123号等案例中，法院明确指出，“虚假陈述行为与投资者的交易决策及损失之间必须存在因果关系是民事责任成立的前提”。

前述因果关系又可以再区分为两重：“交易因果关系”(Transaction Causation)和“损失因果关系”(Loss Causation)。<sup>3</sup>交易因果关系是指投资者的投资决策是否因为信赖虚假陈述而做出。损失因果关系是指投资者的损失是否是因虚假陈述行为导致。

而就其中的“交易因果关系”，一般认为，《虚假陈述若干规定》第18条通过限定交易时点的方式，推定“在虚假陈述实施日到揭露日期间进行证券交易”的投资者，是出于信赖虚假陈述信息而交易证券，从而推定存在交易因果关系。这种推定因果关系又称“信赖推定”原则，借鉴了基于美国证券法中的“欺诈市场”理论。

而“交易因果关系抗辩”，就是指被告举证证明投资者买入债券行为与虚假陈述信息无关，推翻前述推定的因果关系，以此达到免除或减轻民事赔偿责任的效果。

---

<sup>1</sup> 最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(法〔2020〕185号，2020年7月15日发布)。

<sup>2</sup> 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》(法释〔2003〕2号，2003年2月1日起施行)。

<sup>3</sup> 李国光、贾纬著：《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》，法律出版社2003年版，第287-320页。



## 二、债券虚假陈述纠纷中可以适用交易因果关系抗辩吗？

### （一）《债券会议纪要》第 22 条、第 24 条的体例设置可能被理解为，被告不能对交易因果关系提出抗辩

《债券会议纪要》第 22 条仿照了《虚假陈述若干规定》第 18 条的体例与设计，规定在虚假陈述行为实施日之后、揭露日之前买入债券的投资者，有权主张虚假陈述民事赔偿责任。多数探讨都据此认为，债券虚假陈述同样应适用信赖推定原则来确定交易因果关系。尚在二审的（2020）浙 01 民初 1691 号案中，法院就明确表达了该意见。

在此基础上，《债券会议纪要》第 24 条第 3 款进一步规定，如果虚假陈述行为人能证明投资者的损失是由于市场无风险利率水平变化、政策风险等与虚假陈述行为无关的其他因素造成的，行为人可以相应减轻或者免除责任。亦即，“投资者的损失并非虚假陈述行为造成”，从这一规定的文义上来看，该条仅规定了“损失因果关系抗辩”，没有规定被告可以对交易因果关系提出抗辩。

限于《债券会议纪要》使用的这种“穷尽式列举”的设计，司法实践可能会认为，纪要仅规定了“损失因果关系抗辩”并没有规定“交易因果关系抗辩”，当事人不能就“交易因果关系”再提出抗辩。<sup>4</sup>

### （二）在此前的股票虚假陈述类纠纷的裁判中已有前述理解

《债券会议纪要》在因果关系的认定上仿照了《虚假陈述若干规定》第 18 条、第 19 条。此前，在一些股票虚假陈述纠纷的司法裁判中，就有法院因为前述司法解释的体例设计，认为当事人不能再就交易因果关系提出抗辩。

例如，大连中院（2019）辽 02 民初 1795 号《民事判决书》中就认为：“证券市场中影响股票价格和投资者投资决策的因素众多，但只要投资者证券买入时间符合《虚假陈述若干规定》的法定要求，即可推定交易因果关系的成立，无须证实虚假陈述是投资者买入证券的唯一原因。”持类似意见的还有上海高院（2019）沪民终 263 号《民事判决书》。

又例如，在广东高院（2015）粤高法民二终字第 1091 号《民事判决书》中，一审法院也认为：“《虚假陈述若干规定》第十八条、第十九条对因果关系的构成要件及不适用的情形已有详尽的规定，应当依照以上规定对 FSZM 行为与黄某之间是否存在因果关系进行认定，FSZM 提出所谓交易关系超出现行法律规定的框架。”

### （三）应澄清前述理解，交易因果关系抗辩是信赖推定原则与“欺诈市场”理论内含的抗辩事由，不应以《债券会议纪要》是否做明确规定为前提

最高人民法院在阐述《虚假陈述若干规定》第 18 条、19 条时清楚地指出，该规定参照了美国证券法中的“欺诈市场”理论，确定了“推定信赖”的原则。

但在“欺诈市场”理论中，推定的因果关系本身就是基于存在一个证券的“有效市场”这样一个经济学假设，被告可以通过其他反证予以推翻。最高人民法院也在理解与适用中指出，《虚假陈述若干规定》采取的是“可抗辩的推定信赖”立场，被告可以就原告对基础事实的证明提出反证，以证明投资人的损失与虚假陈述之间不存在因果关系。<sup>5</sup>

<sup>4</sup> 张心瑜：《公司债券虚假陈述纠纷交易因果关系研究》，第 25 页。

<sup>5</sup> 李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社 2015 年版，第 252 页。



事实上，《虚假陈述若干规定》第19条第3款规定，如果投资者“明知虚假陈述存在而进行的投资”，则视为不存在交易因果关系。有学者就指出，该款就是一项具体化的因果关系抗辩，不能认为《虚假陈述若干规定》没有规定交易因果关系抗辩。<sup>6</sup>

#### （四）“交易因果关系抗辩”也已经逐渐在其他司法文件和司法裁判中得以规定和使用

虽然《虚假陈述若干规定》和《债券会议纪要》都没有明文规定交易因果关系，但在2015年12月最高人民法院发布的《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中，文件指出：“交易因果关系是指违法行为影响了投资者的交易决定，是为了限制或减轻行为人责任的制度安排，侵权行为与投资者的交易决定没有因果关系时，行为人不负赔偿责任。”该规定承认了“交易因果关系”的法律概念。

除此之外，在上海金融法院新发布的《关于服务保障设立科创板并试点注册制改革的实施意见》中也强调：“11. 强化违反信息披露义务的民事赔偿责任。……准确把握信息披露行政处罚与民事赔偿的关系，依法审查交易因果关系、损失因果关系等民事赔偿责任构成要件。”该规定将交易因果关系作为一项独立的要件进行审查。

具体到司法裁判，亦已经有多起案件开始超越《虚假陈述若干规定》的限定，结合交易时间点以外的其他因素综合判断虚假陈述行为是否影响到投资者的决策。

例如，在广东高院（2019）粤民终1905号《民事判决书》中，法院结合虚假陈述行为实施日之后1个月的股票价格发生大幅上涨认定存在交易因果关系；在上海高院（2019）沪民终275号案，法院认为上市公司股价在虚假陈述揭露日后的走势与上证指数走势基本一致，证明虚假陈述行为对交易决策没有产生实质影响。其对“交易因果关系”的认定，都并非仅仅是基于《虚假陈述若干规定》规定的交易时间点。

### 三、有哪些事实可能成为“交易因果关系抗辩”的理由？

#### （一）应然层面：信息不具有重大性，不应该成为投资者买入证券时的参考依据

##### 1. “重大性”要件与交易因果关系抗辩是问题的一体两面

事实上，在美国证券法的“欺诈市场理论”中，信息是否具有“重大性”，就是审查交易因果关系的内容之一。在1972年的Affiliated案中，美国联邦最高法院认为，只要投资者能够证明行为人的虚假陈述或遗漏，是“重大的（material）”，则投资者无须证明其对相关信息产生信赖。在后续正式确立“欺诈市场理论”的Basic案中，法院进一步确立了以下裁判观点：被告（1）公开作出（2）关于股票在客观的且极发达的（即有效的）市场中进行交易的（3）重大虚假陈述，则可推定投资者对此等虚假陈述的信赖。<sup>7</sup>

在我国证券法中，信息的“重大性”问题没有被纳入因果关系审查的范畴，而是作为一个独立的要件。最高人民法院曾提及原因：“根据欺诈市场理论，被告可抗辩的一个重要理由是信息不具备重大性，对此《虚假陈述若干规定》未予涉及，因为目前前置程序的存在，人民法院在审理民事赔偿案件时，直接采信有关行政程序或刑事程序对于信息重大性的认定，因此，在民事程序中，被告不能就重大性问题提出抗辩。”<sup>8</sup>

<sup>6</sup> 樊建著：《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》，法律出版社2021年3月版，第6-7页。

<sup>7</sup> 张心瑜：《公司债券虚假陈述纠纷交易因果关系研究》，第31页。

<sup>8</sup> 李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社2015年版，第252页。

但在证券虚假陈述纠纷取消行政处罚前置程序后，“重大性”是一项当事人可以提出的抗辩。根据《九民纪要》<sup>9</sup>第85条对“重大性”的最新定义，“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”，如果行为人能证明虚假陈述信息并不具有重大性，等同于证明该信息不可能对投资者决策产生影响，既然如此，虚假陈述行为与投资者买入证券就不应当具有交易因果关系。

换言之，“重大性”抗辩和“交易因果关系”抗辩是同一个事实在不同问题下的呈现。目前，学理研究中已经有学者提出，“用重大性作为交易因果关系的筛选指标”<sup>10</sup>。也有诸多司法裁判将信息的重要性作为是否存在交易因果关系的审查内容之一。

例如，在上海高院（2018）沪民终569号判决中，法院认为，上市公司实际控制人占用公司资金是典型的侵犯公司及小股东利益的行为，对市场公平性和透明度有极高危害程度，行为人以资金占用数额不大以及事后已经归还否认交易因果关系，不能成立。

在重庆一中院（2018）渝01民初431号判决中，法院也认为：“股权代持事项不具有重大性，不会对股票价格涨跌产生实质影响，对投资者决策亦无明显的利好或利空意义……原告杨某的投资行为与被告的虚假陈述之间不存在因果关系。”

## 2. 在债券虚假陈述案件中，被告可以进一步提出，基于债券的特殊性，能建立交易因果关系的信息应是特定的

《债券会议纪要》第22条将虚假陈述行为限定为“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”，即只有“发行人财务业务信息等与其偿付能力相关的重要内容”才具有“重大性”，亦即才有可能影响到投资者的决策。

2020年12月25日，央行、发改委、证监会共同发布了《公司信用类债券信息披露管理办法》，该办法第十八条规定：“债券存续期内，企业发生可能影响偿债能力或投资者权益的重大事项时，应当及时披露，并说明事项的起因、目前的状态和可能产生的影响。前款所称重大事项包括但不限于：……”同时，第十八条具体列举了共计22项的重大事项，包括“企业发生超过上年末净资产百分之十的重大损失”“企业一次承担他人债务超过上年末净资产百分之十”“新增借款、对外提供担保超过上年末净资产的百分之二十”，等等。

我们认为，应当参照最新《公司信用类债券信息披露管理办法》第十八条判断某一信息是否具有“重大性”的信息，进而判断该信息应对投资者决策产生影响。例如，债券发行人的财务数据存在错误，但经过定性和定量分析后能确认，该财务数据纠正后对净资产的影响并不会达到10%，则此时应认为该信息不具有“重大性”，相应的也不应影响到原告买入证券。

事实上，在此前的股票虚假陈述案件中，最高人民法院（2013）民申字第1798号至1860号案，就认为相关数据经过会计调整后，金额、性质、影响力各方面不足以达到重大事件的程度，可以印证前述观点。

## （二）实然层面：有证据证明投资者投资决策实际并未受到虚假陈述信息的影响

我们认为，被告可从以下几方面进行尝试。

<sup>9</sup> 最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254号），2019年11月8日发布。

<sup>10</sup> 石一峰：《违反信息披露义务责任中的交易因果关系认定》，载《政治与法律》，2015年第9期，第94页。

## 1. 申请法院调取并审查投资者投资决策的原始记录文件

债券虚假陈述类案件的一大特点是，投资者基本都是专业投资者（《证券法》2019年修订前称为合格投资者）。

根据证监会2020年10月最新发布的《证券期货投资者适当性管理办法》第8条，专业投资者基本都是金融机构或者净资产超过2000万、金融资产超过1000万元的法人、其他组织。专业投资者具有较高的证券市场经验并多受金融监管，其作出债券投资，一般均会根据相关监管规定负有审慎决策的义务，需要严格遵循投资决策流程并将原始决策文件存档。

因此，被告可以申请法院调取投资者的投资决策原始流程记录，以争取抗辩投资者实际上是基于与争议的虚假陈述行为无关的原因决定买入证券。

事实上，债券金融投资有积极的投资策略（利率预测、收益率曲线策略、利差策略、高收益债策略）与消极的债券投资策略（指数化投资、负债管理）之分，投资者关注的财务信息可能完全不同。完全可能出现一部分投资者与虚假陈述行为之间具有交易因果关系，一部分不具有的情况。

需要特别说明，投资者有可能依据《债券会议纪要》第22条辩称，基于推定因果关系，原告不负有举证证明交易因果关系存在的义务，并因此拒绝提供前述证据。此时，被告可以“曲线救国”，请求法院对“重大性”要件进行审查，通过“重大性”抗辩争取法院调取前述信息。（对该问题的分析，可参见《债券纠纷中介机构民事责任应对：债券虚假陈述应该适用“推定因果关系”制度吗？》）

## 2. 关注虚假陈述实施日与揭露日前后的债券价格波动

如果（1）债券在虚假陈述实施日之后的买入量和成交价格没有明显上涨；（2）或债券在虚假陈述揭露日之后的卖出量和成交价格没有明显下跌，则被告可以主张，该虚假陈述信息并未对投资者买入债券产生影响，因此不具备交易因果关系。这是所谓的“价格影响”理论。在此前的股票类虚假陈述纠纷中，就有部分法院接受以“价格波动变化”作为判断交易因果关系的依据之一。

例如，在贵州高院（2012）黔高民商终字第3号案中，法院认为：“G公司虚假陈述行为的实施与朱某的投资决定之间不存在因果关系。……虽然G公司存在未及时披露信息的违法行为，但其行为并非采取浮夸、利好的方式公布信息，从而引诱投资人作出积极投资的决定，而是延迟披露重大信息。在其延迟公告未及时披露所涉事件后，其股价小幅上涨，没有发生巨幅震荡。”持类似意见的还有上海高院（2019）沪民终275号案。

前述抗辩思路其实也源于美国证券法对欺诈市场理论的发展。在Cammer案中，法院就是将债券价格在信息揭露日之后的走势，以及债券价格与同一发行人的股票价格在信息揭露日之后的走势，进行对比，以此确定是否应该适用欺诈市场理论。<sup>11</sup>

## 3. 关注投资者在虚假陈述揭露日后是否还有交易债券行为

实践中有法院认为，如果投资者在揭露日后还在交易股票，不仅新的股票交易行为本身不符合《虚假陈述若干规定》第18条规定的推定因果关系，而且还可以据此认定投资者在揭露日之前买入股票的行为也与虚假陈述行为无关。在债券虚假陈述中，被告也可以参照这一抗辩思路。

<sup>11</sup> 张心瑜：《公司债券虚假陈述纠纷交易因果关系研究》，第40页。

持前述意见的司法裁判，有最高人民法院（2016）最高法民申502号裁定书，其中就认为：“即虚假陈述实施日甚至揭露日之后其（投资者）仍在进行买入卖出行为，应当认定其交易决定并未受本案诉争的虚假陈述行为的影响，故不产生交易因果关系。”有江苏高院（2018）苏民申400号《民事裁定书》，其中认为：“HG公司披露行政处罚决定后并未影响熊某的投资买入，熊某买入股票的行为与HG公司是否披露关联交易信息之间缺乏关联性。”

#### 4. 区分虚假陈述信息究竟是“诱多”还是“诱空”

在此前的股票类虚假陈述纠纷中，法院认为，诱空型虚假陈述不适用《虚假陈述若干规定》，不会导致投资者买入股票，一般不会产生虚假陈述赔偿责任（如广东高院（2019）粤民终1786号、山东高院（2015）鲁商终字第327号案）。诱空型虚假陈述行为能产生赔偿责任的特殊情况，一般应仅限于投资者在揭露日之前因为低价卖出股票产生的买入卖出差额投资损失（山东高院（2015）鲁商终字第327号案）。

但债券与股票存在的一重大区别是，债券投资者以获得债券本息为目的，多为长期投资，较少短期交易，债券持续期内价格波动不大。而且从目前的债券虚假陈述类纠纷来看，投资者主张的赔偿，都是发行人到期无法兑付的债券本息损失，尚未发现有投资者主张债券本身价格波动带来的投资损失。

而如果投资者主张的虚假陈述赔偿是债券到期本息损失，就意味着投资者的投资决策是买入并持有。此时，只有诱多型虚假陈述才会产生影响，如果虚假信息属于诱空型，则不应该认为满足交易因果关系要件。

### 四、对法院审查交易因果关系抗辩的两点建议

我们曾在《债券纠纷中介机构民事责任应对：债券虚假陈述应该适用“推定因果关系”制度吗？》中提到，我国债券市场并未达到经济学假设的“有效市场”程度，且没有必要给投资者特别保护，故在债券虚假陈述纠纷中，不应该直接适用欺诈市场理论和推定因果关系。

在此基础上，我们认为，如果限于《债券会议纪要》第22条的规定，法院必须适用推定因果关系的，法院也应该采取一定灵活处理的方式，平衡现有规定可能存在的不足。这种灵活处理的方式，包括应该更加关注被告提出的“交易因果关系抗辩”是否能够成立，以及在一定程度上放宽该抗辩成立的门槛。对此，我们有如下建议：

#### （一）被告必须证明虚假陈述行为和买入证券没有“任何”关系，才能推翻交易因果关系吗？

在实践中，有部分法院认为，不需要虚假陈述行为是投资者投资决策的“唯一原因”才能认定交易因果关系成立。换言之，即便原告买入证券可能因其他原因，但只要虚假陈述行为是原因之一，就可以认定交易因果关系成立。

例如，上海高院在（2019）沪民终263号案中认为：“只要投资者证券买入的时间符合《虚假陈述司法解释》的法定要求，即可推定交易因果关系的成立，无需证实虚假陈述是投资者买入证券的唯一原因。”大连中院在（2019）辽02民初1795号案中认为：“关于第三个焦点问题……只要投资者证券买入的时间符合《虚假陈述若干规定》的法定要求，即可推定交易因果关系的成立，无需证实虚假陈述是投资者买入证券的唯一原因。”



---

但我们理解，前述观点在实践运用中可能面临困难。因为买入证券的原因，除了投资者自己之外没有任何主体能够百分百确认。而显然诉讼中，投资者不可能自认买入证券的行为与虚假陈述行为完全无关。如果按照前述裁判观点，事实上否定了交易因果关系抗辩适用的可能。

我们认为，前述裁判观点要解决的问题，其实是投资者买入证券可能存在多种原因时应如何处理？该问题实质是侵权责任法中存在“多因一果”复合因果关系时的侵权责任承担。对此，需要回溯侵权责任法的一般规则。对于复合因果形态下侵权责任的确定和分担，我国学界基本上不再主张单一的过错程度决定说或法律原因力决定说，改采综合说，即综合法律原因力的大小和过错程度确定责任。<sup>12</sup>

如果具体到债券虚假陈述中，我们认为，要求被告证明虚假陈述行为与投资者买入证券之间没有一丝一毫的影响是不切实际的，此时应当区分虚假陈述行为与被告提出的其他因素的原因力大小。如果根据原告的特殊主体身份、已经披露的投资策略、原告在既往书证中的陈述乃至自认，如果能证明“投资者买入证券的主要原因是基于虚假陈述行为以外的因素”达到高度盖然性的标准，就可以认定被告提出的“交易因果关系抗辩”成立，被告不承担虚假陈述赔偿责任。或至少应当根据原因力的大小，限缩被告的责任。

## （二）受到行政处罚决定就一定存在交易因果关系吗？

司法实践中还有一种误解，如果被告因为虚假陈述行为受到行政处罚决定，则被告就不能再提出交易因果关系抗辩（甚至在更极端的情况下，被告可能仅是收到监管决定或者自律处分决定，尚未受到行政处罚，法院也不再审查交易因果关系的问题）。

我们认为，相关法律和司法解释并未规定只要虚假陈述行为人受到行政处罚就要承担民事赔偿责任。根据《九民纪要》第85条，行政处罚决定至多仅是使原告无需再证明虚假陈述信息具有“重大性”。一般情况下，具有“重大性”的信息应当对投资者的投资决策产生影响，但这是应然层面的推定，但仍然存在实然情况与应然情况不同的可能性，具体、个别的投资者仍有可能并非受到虚假陈述行为的实质性影响而买入证券。

对此，在湖南高院最新作出的（2020）湘民终123号、124号、204号、319-343号案中，法院有非常精彩论证：“相关法律及司法解释并未规定，只要虚假陈述行为人受到行政处罚就应承担民事赔偿责任。本院亦注意到，司法实践中人民法院对于虚假陈述行为人是否承担民事赔偿责任，是依据侵权责任法、证券法及虚假陈述若干规定进行评判，并非仅依据行政处罚决定就一律判决行为人承担民事赔偿责任。虚假陈述行为与投资者的交易决策及损失之间存在因果关系是证券虚假陈述民事责任成立的要件之一。投资者的交易决策必须是受到了虚假陈述行为的实质性影响作出了错误交易，并使得股价受到虚假陈述行为的影响造成投资者损失，才构成交易及损失上的因果关系。”

综上，交易因果关系抗辩是基于欺诈市场理论和信赖推定原则内生的抗辩事由，《债券会议纪要》虽未明确规定，但应不影响被告提出此抗辩，相关案件中亦可将此抗辩纳入争议焦点范围。债券市场与股票市场存在诸多重大区别，理应在交易因果关系抗辩方面做出与股票虚假陈述纠纷不同的归责原则，我们期待未来司法实践能对此给予关注。

---

<sup>12</sup> 最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组：《中华人民共和国民法典侵权责任编理解与适用》，人民法院出版社2020年7月第1版，第25页。

---

# 债券纠纷中介机构 民事责任应对： 损失因果关系抗辩

雷继平 王巍

---

债券与股票同为证券，但在性质、投资者投资预期、投资者收益来源等多方面存在巨大差异，债券投资者的损失与股权投资者的损失发生原因也有明显的差异。因此，在债券虚假陈述纠纷中，对损失因果关系的审查也应有自己的特殊性。本文拟对此做一探讨。

## 一、什么是损失因果关系抗辩

虚假陈述行为的存在并非必然导致虚假陈述行为人承担责任，二者间必须存在因果关系，这是侵权责任的一般原理，也是司法实践在此前的诸多证券虚假陈述纠纷中明确认可的观点。

而因果关系又可以再区分为“交易因果关系”（Transaction Causation）与“损失因果关系”（Loss Causation）。损失因果关系在王泽鉴教授等学者的论述中，又被称为法律上的因果关系或责任范围的因果关系。证券虚假陈述所要求的损失因果关系，具体是指，虚假陈述行为人的行为是导致股民等投资者损失的直接原因。<sup>1</sup>

但是，如《虚假陈述司法解释理解与适用》所阐述的，证券市场兼具投资与投机的双重性，所以投资者在受到虚假陈述侵权的同时，很可能还受到来自包括证券市场本身系统风险在内的其他风险的损失。<sup>2</sup>换言之，不论虚假陈述行为是否存在，这种损失都会发生，与虚假陈述侵权并不存在直接关联。这种损失如果由证券虚假陈述行为人承担，不仅违背了因果关系的基本原则，也“有悖于证券市场的公平理念”（参见福建高院（2007）闽民终字第348号案）。

损失因果关系抗辩，即是指被告提出，“投资者损失是因为虚假陈述行为以外的因素造成”，应根据原因力大小，免除或减轻相应责任。

---

<sup>1</sup> 谢欣欣、谢春晖：《上市公司虚假陈述之民事责任》，载《人民司法》（案例）2016年第2期。

<sup>2</sup> 贾伟：《证券市场侵权民事责任之完善》，载《法律适用》2014年第7期。



## 二、《债券会议纪要》肯定了“损失因果关系抗辩”，但其列举的两种抗辩情形，实践意义可能有限

《债券会议纪要》第24条第3款规定，如果被告能够证明投资者的损失是由与虚假陈述行为无关的因素造成，则可以相应减轻或免除其赔偿责任。该条明确确认了损失因果关系这一抗辩事由。同时，该规定列举了两种可抗辩的情形，即损失是因为“市场无风险利率水平变化（以同期限国债利率为参考）”或“政策风险”造成。

### （一）《债券会议纪要》前述规定实际是参考《虚假陈述若干规定》中的“系统风险”这一制度模型

《虚假陈述若干规定》第19条第4款规定，被告举证证明原告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，法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系。

从最高法院的解释性观点来看，系统风险应指由于利率、汇率等金融政策，或国际、国内的突发事件，或经济、政治制度的变动，引发的整个市场或者市场某个领域所有参与者所共同面临的风险。<sup>3</sup>系统风险的特点包括：（1）投资者不能通过分散投资予以消除（参见“陈丽华等人与申银证券公司虚假陈述案”）；（2）所有同类证券价格向相同方向变化；（3）不由个别企业或行业所能控制（参见长春中院（2015）长民四初字第74号民事判决）。

从此前股票虚假陈述的实践看，法院判断“系统风险”时最经常选取的参考因素，是股票的综合指数及/或行业指数（如武汉中院（2014）鄂武汉中民商初字第00061号、长春中院（2015）长民四初字第74号、兰州中院（2011）兰法民二初字第00095号，等等）。

《债券会议纪要》第24条第3款的体系，参考了此前股票虚假陈述基于《虚假陈述若干规定》第19条第4款形成的成熟经验，并试图在此基础上进一步发展。

一方面，《债券会议纪要》事实上认可了债券市场的共同性风险，可作为损失因果关系抗辩的具体事由。另一方面，《债券会议纪要》用“市场无风险利率水平变化”和“政策风险”具体化“系统风险”的内涵，这可能是在尝试解决此前股票虚假陈述中对“系统风险”含义的争议。<sup>4</sup>其中“无风险利率”体现得尤为明显，因为债券市场本质上是个信用市场。在债券价格本身的波动幅度、债券市场的活跃性都远不如股票市场的情况下，无风险利率比交易所编制的公司债指数、企债指数等综合指数，更能反映债券市场所有投资者所需要共同面临的信用风险，更能体现“系统风险”的含义。

### （二）但“系统风险”作为抗辩事由，更多是以股票市场为蓝本，《债券会议纪要》列举的两种情况在实践中可适用的空间有限

《虚假陈述若干规定》制定于2003年，当时中国的公司信用债券市场尚未建立。因此，《虚假陈述若干规定》的制度设计完全是以股票市场为模型。但股票市场与债券市场存在非常巨大的不同，导致《债券会议纪要》列举的两种抗辩事由，在实践中可能没有“出场”的机会。其核心原因是，股票虚假陈述与债券虚假陈述中，投资者主张损失的基本模型不同。

<sup>3</sup> 李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社2015年版，第106页。

<sup>4</sup> 樊建著：《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》，法律出版社2021年3月版，第188页。

### 1. 股票虚假陈述制度，预设的投资者损失模型是“证券交易价格差价”

从《虚假陈述若干规定》第30条、31条、32条的规定上看，虽然根据卖出股票时间或是否继续持有股票，在计算方法上有所不同，但确定投资者损失的基本逻辑，是投资者买入股票的价格与股票实际应有价值的差异。

### 2. 债券虚假陈述制度虽然也将“证券交易价格差价”作为预设模型之一，但实践中尚无投资者主张过这种损失

从《债券会议纪要》第22条来看，其预设债券投资者会在两种情况下发生损失：一种是投资者已经卖出债券，此时，债券投资者的损失计算逻辑与股票基本相同，是买入债券与卖出债券的价差，即“交易价格差价”。另一种是投资者一直未卖出债券，此时，债券投资者的损失，即为“债券无法兑付的本息金额”（当然，票面利率可能还需调整）。

但是，债券投资者和股票投资者不同，基本都是机构投资者，且债券投资的主要收益是发行人到期后的还本付息，因此，债券投资者的投资行为极少以获得“债券价格波动收益”为目的，而多为长期持有。实践中，也并无投资者在卖出债券后还向发行人主张持有债券期间的价格波动损失的情况。2020年以来，债券虚假陈述纠纷多发，而所有纠纷中，债券投资者主张的损失都是“债券无法兑付的本息金额”。

### 3. 系统风险抗辩事由事实上只对“证券交易价格差价”类损失适用

该抗辩事由解决的问题，是判断证券价格的波动中有多少是因为虚假陈述行为以外的因素扰动，这也是《虚假陈述司法解释理解与适用》认为“系统风险存在与否可以通过指数得到反映”的原因。但是，如果投资者主张的损失是“债券无法兑付的本息金额”，则该损失的直接原因，是因为债券发行人偿债能力下降，到期无法兑付债券，与债券交易期间的价格波动无关，自然也不存在系统风险抗辩的适用前提。

从相关案例来看，2020年以来的债券虚假陈述纠纷中，很少有被告将存在“市场无风险利率水平变化”和“政策变化”作为抗辩理由之一，法院也从未将此作为案件的审理重点进行处理，《债券会议纪要》第24条第3款目前仍处于“睡眠”状态。

## 三、应将债券虚假陈述中“损失因果关系抗辩”的范围，拓展到《债券会议纪要》未列举的因素

### （一）可确立一项基本原则，所有会影响到发行人偿付能力的因素，都可能成为阻却损失因果关系的事由

在股票虚假陈述此前的司法实践中，有部分法院认为，被告可以抗辩的损失因果关系事由，应当仅限于《虚假陈述若干规定》第19条明确列举的情形。

例如，在“（2016）京01民初25号案”中，法院认为，行业风险、经营风险导致的股价下跌风险并非《虚假陈述若干规定》第19条所明确规定的可以阻却虚假陈述与损害结果之间的因果关系的法定事由（类似的意见还可见济南中院（2014）济商初字第336号案）。此外，在“广州中院2015金民初1035号案”中，法院也认为，行业风险并非对证券市场产生普遍影响的风险因素，投资者本可以通过改变市场决策加以避免，因为虚假陈述行为对原告的投资决策存在影响，故不能将行业风险作为抗辩事由。

但如前所述，债券投资者的损失与股票存在基本性质的区别。股票中，投资者主张的主要是股票价格波

动的损失，股票的价格虽然应与上市公司本身的经营情况存在正相关性，但在股票市场的实践中，上市公司的经营情况仅是影响股票价格的复杂因素之一。而在债券中，投资者主张的主要是债券到期无法兑付的损失，发行人的经营情况、偿付能力是决定债券能否到期兑付的唯一因素。

正是因为这种区别，我们认为，债券中，虚假陈述行为是否具有损失因果关系，可以直接转化为“虚假陈述行为是否实际影响到发行人的经营状况和偿债能力”，或“发行人偿债能力下降的主要原因是否是因为虚假陈述行为”。也正是因此，《债券会议纪要》第22条才明确将债券虚假陈述中具有“重大性”的信息，限定为“就发行人财务业务信息等与其偿付能力相关的重要内容”。

因此，本文认为，债券虚假陈述案件的审查应当与股票虚假陈述有所区别，可能影响到发行人偿付能力的因素，都应当可以进入损失因果关系抗辩和审查的范围。

## （二）抗辩参考因素之一：发行人所处行业的其他公司经营情况

在此前的股票虚假陈述中，被告提出“行业风险”抗辩的情况并不鲜见，但被告多难以证明前述行业风险与股票价格存在直接负相关，也难以将负相关进行量化，法院是否支持存在较大不确定性。

如前述“（2016）京01民初25号案”中，被告提出，2012年发改委发布了新的《风电场接入电力系统技术规定》，大幅度提高技术要求，该政策变化对华锐风电股价下跌影响约为40%。法院未予支持的原因，除了行业风险并非《虚假陈述若干规定》列举的抗辩因素外，就是被告无法明确行业风险与经营风险通过何种方式、在多大范围内产生影响。但这一问题在债券虚假陈述纠纷中可以被化解。

首先，行业风险作为债券虚假陈述纠纷中的因果关系抗辩事由，有足够的法理依据。债券虚假陈述的优势在于，虚假陈述行为与投资者损失之间的因果关系，是通过虚假陈述行为对发行人经营状况和偿债能力的影响建立的，因果关系更加直接和明确。

而发行人经营状况与同行业可比公司经营状况的比较，是发行人需在债券《募集说明书》中披露的内容。2021年，上交所、深交所分别印发了《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》，均将债券发行人的经营收入、净利润、流动资产等财务数据与同行业可比上市公司的比较，作为公司债券核查的重点之一。换言之，前述行业风险，是债券投资者投资时默认为了解并接受的风险因素之一。

其次，债券虚假陈述的优势还在于，前述行业风险对发行人偿债能力的影响可以量化。因为发行人的偿债能力会具体反映在营业收入、流动比率、速动比例等财务指标中。换言之，法院完全可以通过发行人与行业内可比公司在相同财务指标上的变化幅度、变化方向，量化判断行业风险对发行人的影响。

以某债券虚假陈述纠纷为例，发行人在《募集说明书》中披露，同处的行业有7家可比上市公司。选取发行人与该7家行业内其他公司的资产（流动资产）、营业收入、净利润、经营活动净现金流量、流动比率、速动比率等10个与经营情况相关的指标，进行量化对比可以发现，同一时间内，同行业所有公司的经营情况都发生了严重的下跌。但在全部下跌的情况下，发行人经营情况的恶化情况仅为行业平均下跌幅度的56.5%左右，好于同行业其他公司。在此情况下，应当认为虚假陈述行为并非发行人偿债能力下降的主要原因。

## （三）抗辩参考因素之二：虚假陈述行为与发行人披露的“偿债资金来源”之间是否具有直接影响关系

公司信用债券的《募集说明书》中还要披露发行债券的偿债资金来源。从我们的实践经验来看，一般情况下，债券发行人披露的偿债资金来源会有两种：一般情况是，偿债资金来源于发行人在未来经营中的收入。

此时，发行人的偿债能力就与其“营业收入”“净利润”“经营活动净现金流量”等指标密切相关。特殊情况是，发行人还会补充陈述，偿债资金还将纳入发行人的整体资金安排计划，发行人在紧急情况下将通过变现资产补充。此时，偿债资金来源还会反映在“流动资产”“净资产”“流动比率”“速动比率”等财务指标中。

而发行人在《募集说明书》披露的偿债资金来源，构成发行人对投资者的承诺，也是确定投资者合理预期的范围。因此，如果虚假陈述行为并不会对发行人披露的偿债资金来源造成影响，也不应当认定存在损失因果关系。

试举一例，投资者主张发行人未完整披露对外担保，构成虚假陈述，但如果发行人在《募集说明书》中披露，偿债资金主要来源于未来的营业收入，从财务处理上看，对外担保因未实际清偿，不会影响到发行人“营业收入”“净利润”等指标。如是，虚假陈述行为与发行人偿债能力下降之间的损失因果关系就应被阻却。

又例如，在某公司涉嫌虚假陈述纠纷中，该公司发行的私募债券的投资者主张，2017年，发行人进入破产程序后，投资者发现发行人与20多家子公司在人员、财产等方面存在严格的人格混同，并据此追究承销商等主体的赔偿责任。但是，法人人格混同的主要法律后果，是发行人可对其子公司的债务承担连带责任。假设发行人已经与前述子公司并表，则在财务会计处理上，人格混同不影响发行人的财务数据。此时也不应认为虚假陈述行为存在损失因果关系。

#### **（四）抗辩参考因素之三：与虚假陈述行为无关的发行人自身的风险经营行为**

现有债券虚假陈述纠纷中，发行人无法兑付到期债券乃至最终破产，直接原因多为发行人自身的风险经营甚至违法经营行为。例如，发行人在债券发行后为同行业其他公司提供大额担保，被该对外担保牵连导致资金链断裂；或发行人实际控制人巨额转移资产，有恶意逃废债的情况。此时，相比于发行人自身的风险经营行为，虚假陈述行为对发行人偿债能力下降之间的原因力，就应当被相应限缩。

例如，在某债券虚假陈述纠纷中，发行人的实际控制人可能事后涉嫌挪用发行人40多亿的资产，而发行人在破产程序中无法清偿的全部债务仅38亿元左右，而该债券全部发行金额为8亿元。如是，即便债券发行文件中存在部分错误陈述，虚假陈述行为与投资者损失之间的因果关系，也应因此被阻却。

#### **（五）抗辩参考因素之四：虚假陈述行为是否已经被纠正**

就股票虚假陈述纠纷，最高人民法院于2020年最新作出的（2020）最高法民申2787号案《民事裁定书》中认为，该上市公司存在“未及时披露对外担保”以及“未完整披露关联交易”的虚假陈述行为，但是，“在虚假陈述被披露前，两次担保事项因银行承兑汇票均按期兑付，海口制药厂的担保责任到期解除，已确定不会发生；而关联交易部分，资金已经返还”，因此，虚假陈述行为被揭露后并未对证券价格产生实际影响，不能认定与投资者损失存在因果关系。

前述裁判规则在债券虚假陈述中同样可以适用。如果被告能够举证证明，相关虚假陈述行为在被揭露前已经被纠正，例如前述最高人民法院裁判中认定的“未披露担保已经被终止”，又例如发行人与其关联方不真实的交易后续已经被终止，则应当认为虚假陈述行为事实上并没有对发行人的偿债能力产生负面影响，此时应当认定虚假陈述行为与投资者损失之间并无因果关系。

#### **（六）抗辩参考因素之五：请求法院委托金融、数学第三方专家进行论证**

《债券会议纪要》第24条规定，法院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。在金融学中，可以借助金融市场数据，分析某一特定事件对公司

---

价值的影响，亦即所谓的“事件分析法”。

上海金融法院已经在股票虚假陈述纠纷中对此进行了探索。在上海金融法院2020年十大典型案例的“普天公司虚假陈述纠纷案”中，上海金融法院委托上海交通大学金融研究院对虚假陈述行为与投资者损失之间的因果关系进行核定，第三方专业机构的金融、会计、数学、计算机编程专家，采用“多因子模型法”，综合虚假陈述行为涉及的规模、beta、充电桩、ST等十一项因素，对虚假陈述行为所造成的损失进行了核定，并得到了法院认可。

诚如上海金融法院在前述案件中的认定：“科学的力量是有限的，对事物的认知取决于社会生活对科学的需求和科技的发展水平。通过不断深入研究，对事物会不断有新的认识。但《损失核定意见书》已是目前所能采用的最科学、经济、高效的方式，其已经达到民事诉讼程序所要求的高度盖然性标准。”

如前所述，债券虚假陈述中的损失因果关系，由于债券还本付息的特殊性，可以将其转化为虚假陈述行为与发行人偿债能力下降之间的因果关系，其干扰因素、不确定因素较少，比股票虚假陈述更容易确定虚假陈述行为与投资者损失之间的相关性。而且，债券投资者基本都是专业机构，原、被告间不存在专业投资能力失衡的情况，原告也有能力对专业机构的意见提出质疑。在债券虚假陈述中引入第三方专家意见，具有合理性和可行性。

综上，与股票虚假陈述相比，债券虚假陈述的损失因果关系判断具有一定的特殊性。但《债券会议纪要》参考《虚假陈述若干规定》设计的损失因果关系抗辩并未完全考虑到债券的特殊性。未来应当通过司法实践，进一步扩充债券虚假陈述纠纷中损失因果关系的抗辩事项。



---

# 债券纠纷中介机构 民事责任应对：应区分故意与 过失分别确定相应的法律责任

雷继平 李时凯

---

2003年2月施行的《虚假陈述司法解释》，根据《证券法（1998年）》第161条，规定了中介机构仅“就其负有责任的部分承担赔偿责任”，但2006年1月施行的《证券法（2005年修订）》第173条删除了原第161条的相关内容，且该173条规定，中介机构应“与发行人、上市公司承担连带责任”，似乎无论故意或过失，中介机构都应承担连带责任，而2007年7月施行的《审计侵权司法解释》却明确区分故意与过失，建立了“故意连带、过失补充”的规则。2020年7月发布的《债券会议纪要》第31条又认为，中介机构“应负责范围，限于各自的工作范围和专业领域”，应“区分故意、过失等不同情况”确定其法律责任。

证券虚假陈述纠纷中，中介机构的责任，到底是部分还是全部，到底要不要区分故意与过失。十多年来争论不止，我们尝试从司法解释与证券法的关系为切入点，就此作有益的探讨。

## 一、为补充法律漏洞，司法解释区分故意与过失，将证券法中中介机构“连带责任”限定于故意的场合

### （一）最高法院认为，相同的民事行为在不同的法律中规定为不同的法律责任，属于法律漏洞

《审计侵权司法解释》是2001年立项的，最高法院民二庭八易其稿，直到2007年6月才审议通过和发布实施。在此之前，2005年10月27日，第十届全国人大常委会第十八次会议同时通过了对证券法、公司法的修订，公布了《证券法（2005年修订）》和《公司法（2005年修订）》，值得注意的是，两部法律对会计师事务所的审计侵权责任的规定，存在明显差异。

《证券法（2005年修订）》第173条规定，中介机构“制作、出具的文件有虚假记载、误导性



陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”这是2005年修订后的条款。据此，中介机构承担的是连带赔偿责任。

《公司法（2005年修订）》第208条第3款规定，“……承担资产评估、验资或者验证的机构因其出具的评估结果、验资或者验证证明不实，给公司债权人造成损失的，除能够证明自己没有过错的外，在其评估或者证明不实的金额范围内承担赔偿责任。”这是2005年新增的条款。据此，中介机构（评估机构和审计机构）承担的是补充赔偿责任。

在注意到上述差异后，《审计侵权司法解释》的起草者征询了全国人大法工委和国务院法制办的意见。前者认为应当按照《证券法（2005年修订）》第173条的规定，统一适用连带责任；后者认为应当按照《公司法（2005年修订）》第208条的规定，统一适用补充赔偿责任。这或许是因为，证券法是全国人大财经委、法律委、法工委联合起草的，而公司法是国务院原国家经委（现商务部）、国家发改委（现发改委）起草的。

最高法院民二庭在《审计侵权司法解释理解与适用》（第208页）中指出，在会计师事务所的制度价值、业务规范体系等方面，公司法与证券法并无二致，“不能因审计对象是上市公司或非上市公司这一点不同，就使得他们在责任承担方面存在着连带责任与补充责任的巨大差异”。因此，这种差异构成了“法律漏洞”，“需要借助通行法理和司法解释进行补充”。

## （二）《审计侵权司法解释》将证券法下中介机构的连带责任，限定于故意共同侵权的场合

最高法院“填补法律漏洞”的结果是：中介机构故意出具不实报告的，应当与委托人承担共同侵权的连带赔偿责任；中介机构过失出具不实报告的，应当承担与其过失相适应的补充赔偿责任。这体现在《审计侵权司法解释》第5条、第6条和第10条中。司法解释采取上述立场，主要考虑了如下因素：

1. “不同情形，不同处理”的基本法理。从主观上讲，中介机构出具不实报告，可能是与发行人

共同故意，也可能是发行人故意、中介机构仅有过失或者无过失。如果对中介机构故意或过失的主观状态不加区分，则可能违反过错与责任相适应的基本原则。

2. 投资者因不实报告遭受的损失是“纯经济损失”。纯经济损失与受害人的的人身权或财产权无关的，是一种无形的经济利益的减少。无论是国内法，还是域外法，对“纯经济损失”都采取了原则上仅限于侵权人故意的场合。

3. 基于商业侵权与人身侵权的不同特点，采取平衡各方利益的政策。商业和贸易领域中，受害人在遭受经济损失时，要求法律向其提供与人身遭受侵权时同样的保护，往往是站不住脚的，因此，应妥当平衡受害人充分保护与公平课予加害人责任这两个价值追求。

## 二、后续《债券会议纪要》等系列司法文件进一步确认了中介机构“故意连带、过失补充”的裁判立场

在《审计侵权司法解释》出台前，最高法院征询了全国人大法工委和国务院法制办等部门的意见。该司法解释里“中介机构故意承担连带责任，过失承担补充责任”的规定，应该说，至少是得到了相关部门的默许。不仅如此，后续相关司法文件也反复确认了这一裁判立场。

2019年11月8日发布的《九民纪要》，要求证券虚假陈述的“责任承担应与侵权行为及其主观过错程度相匹配”。虽然没有写明“区分故意与过失”，但责任承担与“主观过错程度相匹配”的题中之义就是区分故意与过失，区分就意味着不能“一刀切”，不能无差别地适用证券法中的连带赔偿责任，而应参照《审计侵权司法解释》的规定。

2020年7月15日发布的《债券会议纪要》也有同样规定，债券虚假陈述案件审理中，应“将责任承担与过错程度相结合”。第31条第2款更是明确指出：中介机构出具文件有虚假陈述的，“应当按照证券法及相关司法解释的规定，考量其是否尽到勤勉尽责义务，区分故意、过失等不同情况，分别确定其应当承担的法律责任。”这实际上就是要求审判人员按照“故意连带、过失补充”的要求来认定中介机构的责任。

需要特别指出的是，该纪要出台的背景是：在2020年4月7日、4月15日、5月4日和7月11日，国务院金融委先后多次召开会议，反复强调必须坚决维护投资者利益、严肃市场纪律，对资本市场造假行为“零容忍”。正是在这种舆论上“一边倒”要严厉重拳出击证券虚假陈述行为的情况下，《债券会议纪要》还是坚持了“区分故意与过失”的司法立场，虽然表述上稍微有些原则，但不影响司法立场的表达。

2020年9月9日，最高法院在答复十三届全国人大三次会议第5834号建议时指出，“关于您所提出的在《虚假陈述司法解释》第24条中明确证券服务机构承担与其过错相适应的补充赔偿责任的建议。最高法院在《关于会计师事务所审计侵权赔偿责任司法解释理解与适用》中区分了会计师事务所的过错情形，规定了故意出具不实报告的连带赔偿责任和过失出具不实报告的补充责任。2020年7月发布的《债券会议纪要》提出，对于债券欺诈发行、虚假陈述案件的审理，要按照证券法的规定，严格落实债券承销机构和债券服务机构保护投资者利益的核查把关责任，将责任承担与过错程度相结合，对相关机构的相关行为区分故意、过失等不同情况，分别确定其应当承担的法律责任。……努力构建责任承担与过错程度相适应的民事赔偿规范。”最高法院再一次明确了“故意连带、过失补充”的立场。并且，上述答复立场，是最高法院“经商证监会”后形成的，这也表明，证监会也持“故意连带、过失补充”的观点。

《民法典》通过后，最高法院对新中国成立以来的591件司法解释及相关规范性文件，进行了全面清理。2020年12月30日，最高法院全面清理的结果是，一是废止，二是修改，三是未做修改、继续适用。而《审计侵权司法解释》属于第三种情形，一字未动，继续适用。此外，自2007年《审计侵权司法解释》实施以来，公司法在2013年、2018年，证券法在2013年、2014年、2019年，都进行了多次修正或修订，但最高法院都没有启动《审计侵权司法解释》的修改工作，有关部门也没有就此提出修改建议。这表明，最高法院关于“中介机构故意连带、过失补充”的补充法律漏洞行为是经得住考验的。

### 三、即便是共同侵权，中介机构也仅对自己负有责任的部分承担责任，并非对整个不实报告“全部”承担责任

**（一）中介机构只对其负有责任部分承担责任，既是司法解释和《债券会议纪要》等文件的明确规定，也是对证券法进行体系解释和历史解释得到的应有之义**

1.《虚假陈述司法解释》关于中介机构只对自己出具文件承担责任的规定，不仅没被后续修订的证券法所推翻，反而得到了进一步的确认

《虚假陈述司法解释》第24条规定，中介机构虚假陈述，“给投资人造成损失的，就其负有责任的部分承担赔偿责任。但有证据证明无过错的，应予免责。”这表明，中介机构虚假陈述的责任范围，是“其负有责任的部分”。换言之，在故意情形下，即中介机构以其制作、出具不实文件给投资者造成的损失为限，承担连带责任；如果在该中介机构出具不实文件之外，发行人、承销商或其他中介机构还有其他虚假陈述行为，则都与该中介机构无关，其无须承担责任。

有观点认为，上述规定只是对《证券法（1998年）》的解释，随着《证券法（2005年修订）》颁布实施后，上述司法解释与新法不一致，不应再适用。事实恐非如此。众所周知，《虚假陈述司法解释》自2003年1月发布实施以来已有18余年，《证券法（2005年修订）》公布施行以来也有16年了，但最高法院从未调整第24条，这很难说是“最高法院没来得及修改”，只能说是在《证券法（2005年修订）》公布施行后，第24条仍然适用。

《债券会议纪要》第31条第2款规定，中介机构的“注意义务和应负责任范围，限于各自的工作范围和专业领域”。这表明，在2020年对资本市场欺诈“零容忍”的政治环境下，最高法院仍坚持认为，中介机构的责任范围应当限于其各自的工作范围和专业领域，即，中介机构只对其出具文件负责，只对其出具文件中不实内容给投资者造成的损失负责。

## 2. 中介机构只对自己出具的文件承担责任，符合证券法体系解释的要求

证券虚假陈述的责任主体，主要有三类机构（董监高及其他责任人员，不影响解释的结论，暂不讨论），一是发行人、上市公司（信息披露义务人），二是承销商、保荐人，三是中介机构（证券服务机构）。

### (1) 关于发行人、上市公司

根据《证券法（2019年修订）》第85条前半句，只要存在不实报告“致使投资者在证券交易中遭受损失的”，发行人、上市公司就应承担赔偿责任，这属于无过错责任。全国人大常委会法工委经济法学室主任王瑞贺主编的《证券法释义》就指出，“无论信息披露义务人主观上有无过错，对投资者因此遭受的损失，都应当予以赔偿。”

### (2) 关于承销商、保荐人

根据《证券法（2019年修订）》第85条后半句，如果存在不实报告，承销商、保荐人“应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”这表明，法律对承销商、保荐人规定的是过错推定责任，而且，其与发行人、上市公司连带赔偿的范围，是“投资者因不实报告而遭受的全部损失”。这主要是因为，承销商负有核查“全部发行募集文件”真实性、准确性和完整性的职责（《证券法（2019年修订）》第29条，以及《证券发行上市保荐业务管理办法（2009修订）》第33条。

### (3) 关于中介机构

根据《证券法（2019年修订）》第19条第2款和第163条的前半句，与承销商、保荐人不同，中介机构负有核查和验证义务、并承诺保证真实（准确讲是“相对真实”）的，是各自制作、出具的法律文件，而非“整个发行募集文件”。根据该条后半句，中介机构“制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

关于中介机构虚假陈述的责任，与承销商、保荐人相同的是，中介机构也是过错推定责任。与承销商、保荐人不同的是，中介机构承担连带责任有

一个必要条件，那就是“中介机构制作、出具的文件有不实内容，给他人造成损失的”，细分来说，这一差别有两个层面：

一是“因果关系”中的“因”，并非被披露的、完整的“不实报告”，而仅仅限于报告中涉及的“中介机构制作、出具的文件”，这直接决定了中介机构仅就其自己负责的部分承担责任。当然，可能会有人说，第163条的意思是“如果中介机构制作、出具的文件有不实内容，就应当与委托人（发行人）承担连带责任”。但是，这一观点很难解释第163条没有像第85条那样，直接采用“中介机构应与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外”的表述，也很难解释第163条为什么要加上“给他人造成损失的”几个字，这几个字的字面意思很明确，那就是，造成“损失”的就是前面所讲的，某个不实陈述的中介机构所制作、出具的文件，将其扩大到该中介机构之外其他主体（发行人或其他中介机构）所出具的文件，超出了这几个字的文义。

二是被侵权人是“他人”，而非第85条所规定的“投资者”；与中介机构承担连带责任的是“委托人”，而非“发行人、上市公司”。“他人”的外延要更广，当然包括第85条中的“投资者”，除此之外，还可能包括“委托人（上市公司）”的合同相对人。与“发行人、上市公司”相比，“委托人”的范围要更大，除了发行人、上市公司外，还可能包括重大资产重组、再融资、重大交易的有关各方。这表明，中介机构承担虚假陈述责任的场合，并非限于面向不特定投资者的证券交易，还可能是面向特定相对人的合同交易。

因此，通过对比第85条与第163条的措辞表述，可以发现，发行人、上市公司和承销商、保荐人所保证的全部发行募集文件的真实性，其责任范围是整个不实报告给投资者造成的损失；中介机构所保证的各自制作、出具文件的真实性，其责任范围是各自制作、出具文件给投资者造成的损失。

## 3. 从法律的修改沿革看，中介机构只对自己出具的文件承担责任，也符合立法者的本意

关于中介机构责任的标准，《证券法（1998年）》和《证券法（2004年修正）》第161条规定的是，中介机构“必须按照执业规则规定的工作程序出具

报告，对其所出具报告内容的真实性、准确性和完整性进行核查和验证，并就其负有责任的部分承担连带责任。”《证券法（2005年修订）》第173条的规定是，中介机构“应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”证券法之后的修正或者修订，都没有大的变化。

全国人大证券法修改起草工作小组出版的《证券法释义》载明，就《证券法（2005年修订）》第173条，“相对比旧法，本条在证券服务机构出具的法律文件的范围上有所扩大，增加了‘财务顾问报告’‘资信评级报告’等法律文件。同时，对这些机构提供和出具的上述法律文件，新法提出了更加严格的要求，甚至对于从业人员职业精神也作了规定，即：勤勉尽责。”

可见，在立法者看来，从《证券法（1998年）》第161条到《证券法（2005年修订）》第173条，主要变化有二，一是增加了受规制的“法律文件”的范围，二是对中介机构提出了更加严格的要求。这或许也表明，立法者并没有改变或扩大《证券法（1998年）》第161条所规定的中介机构的责任范围，即，中介机构仍然是就其负有责任的部分承担连带责任。

## （二）中介机构就其负有责任部分承担连带赔偿责任，符合侵权责任法的一般规定

为方便讨论，我们举一个例子：A公司拟上市，在准备上市文件中，私下要求B律所隐瞒合同金额1000万的某政府采购项目未经招投标的情况，私下要求C会所隐瞒2400万元存单被质押的情况，私下要求D评估公司将某资产评估值由400万调高为1000万元，在B、C、D分别按照A公司要求出具法律意见书、审计报告、评估报告后，A公司成功上市。随后，监管部门对上述4000万元的“诱多型虚假陈述”进行了调查和处罚。

假设E投资者因此遭受损失10万元，E能否要求ABCD连带赔偿10万元，关键是要看ABCD是否构成共同侵权。

最高法院主编的《民法典侵权责任编理解与适用》认为，在理解《民法典》第1168条所规定的“共同侵权行为”时，可以借鉴原《人身损害赔偿司法解释》第3条第1款的规定，并引入我国台湾地区“民法”中“共同关联性”的概念，认为共同侵权的构成要件有四，一是侵权主体的复数性，二是共同实施侵权行为，三是侵权行为与损害后果之间具有因果关系，四是受害人具有损害，且损害具有不可分割性。

其中，第二个构成要件又包括三种情形，一是共同故意实施的行为，二是共同过失实施的行为，三是数个行为相结合而实施的行为造成他人的损害。第三层含义就是原《人身损害赔偿司法解释》第3条第1款所规定的“虽无共同故意、共同过失，但其侵害行为直接结合发生同一损害后果的”情形，也就是台湾地区“民法”所规定的“客观的共同关联性”。

在上面的事例中，A与B存在隐瞒合同未进行招投标的共同故意，A与C存在隐瞒存单被质押的共同故意，A与D存在虚增资产评估价值的共同故意，但是，BCD之间没有意思联络，不存在共同故意。那么，ABCD是否构成共同侵权，就看这四个主体的行为是否存在“客观的共同关联性”，即是否存在“直接结合”。

关于如何认定数个侵权行为的“直接结合”。最高法院民一庭编著的《人身损害赔偿司法解释的理解与适用》指出，“直接结合”是指行为的竞合，也就是数个行为紧密结合，“其紧密程度使数个行为凝结为一个共同的加害行为，共同对受害人产生了损害。”可见，数个侵权行为只有在“竞合为同一个加害行为”的情形下，才属于“直接结合”，才构成共同侵权。

就上面所述事例，如果BCD分别出具了法律意见、审计报告和评估报告，彼此之间是独立的，虽然A公司招股说明书中体现了上述三份文件的内容，但这不影响BCD彼此之间各自侵权行为的独立性，侵权行为本身并未“合而为一”，没有发生“竞合”。因此，不能认定ABCD构成共同侵权。

此外，在充分信息披露的有效市场假设中，证券价格对市场信息是敏感的，能够及时充分反映不



同的市场信息。在前述事例中，如果 BC 存在不实陈述，D 没有不实陈述，也就是某资产价值确实为 1000 万元，那么，A 公司股票价格所反映的虚假信息（不实金额）从 4000 万元降至 3400 万元，异常波动的幅度因此减小 15%，E 的损失也就降低为 8.5 万元（10 万 - 10 万 \* 15%）；类似地，如果只有 B 存在不实陈述，CD 没有不实陈述，那么，A 公司股票价格所反映的虚假信息（不实金额）从 4000 万元降至 1000 万元，异常波动的幅度因此减小 75%，E 的损失也相应地降低为 2.5 万元（10 万 - 10 万 \* 75%）。这表明，E 所遭受的损害是可分的，这不符合共同侵权的第四个要件。

综上，虚假陈述纠纷中，虽然每个中介机构都可能就其制作出不实文件，与发行人、上市公司构成共同侵权，但是，中介机构彼此之间，中介机构与发行人、上市公司之间就其他方面的虚假陈述行为，都不构成共同侵权。故《证券法（2019 年）》第 163 条关于中介机构就其负有责任部分承担连带责任的规定，符合共同侵权的一般规则。

#### 四、近期司法实践出现积极变化，逐渐强调区分故意与过失，按照其过错程度、行为与投资者损失之间的原因力等因素认定中介机构责任范围

##### （一）“部分连带责任”是平衡各方利益的新尝试，一定程度减轻了中介机构责任

在对资本市场欺诈“零容忍”的高压下，部分证券虚假陈述案件采取了“一刀切”的做法，对“中介机构负有责任的部分”没有进行查明，直接让中介机构与发行人对全部的不实报告，共同承担连带责任；在说理上，或者直接适用《证券法（2014 年修正）》的第 173 条，或者以《审计侵权司法解释》第 5 条为基础，依据《虚假陈述司法解释》第 27 条认定中介机构承担连带赔偿责任。

上述处理产生的后果是，部分中介机构因不堪重负而“关门撤店、人去楼空”，其中不乏行业中曾经的佼佼者。这种做法，引起了社会关注，在 2020 年两会期间，最高人民法院还专门就此作出“中介机构责任追究应过罚相当”的回应。

近期，部分证券虚假陈述案件采取了“部分连

带责任”的处理思路。如在“中安科案”中，上海高院首先认定中介机构（独立财务顾问和会计师事务所）存在一定的过错，然后指出，“连带赔偿责任并非仅限于全额连带赔偿，部分连带赔偿责任仍是法律所认可的一种责任形式”，最后参考中介机构所出具文件涉及的不实金额占总金额的比例，认定独立财务顾问在 25% 的范围内承担连带责任，会计师事务所在 15% 的范围内承担连带责任。相比较“一刀切”的连带责任，“中安科案”处理，确实减轻了中介机构的责任范围，平衡了各方利益。

##### （二）〔2019〕粤 03 民初 1834 号案关于中介机构就其负责部分承担补充赔偿责任的认定，值得借鉴

在该案中，深圳中院认为：（1）《虚假陈述司法解释》第 24 条与《证券法（2005 年修订）》第 173 条之间的关系，存在争议。（2）《审计侵权司法解释》的第 5 条和第 6 条，不仅对会计师事务所审计业务中故意和过失侵权造成利害关系人损失的赔偿责任作出了不同规定，而且比《若干规定》更为明确地列举规定了认定故意和过失的不同情形。

（3）《审计侵权司法解释》对审理评估机构的证券虚假陈述纠纷，具有重要参考价值。（4）《审计侵权司法解释》立法意旨与《虚假陈述司法解释》一脉相承，尤其是其中“故意连带、过失补充”的规定。

（5）“故意连带、过失补充”符合《侵权责任法》的相关规定。（6）“考察相关法律规定的沿革背景，本院认为，判断中介机构的责任类型时应考量其过错性质，才符合立法意旨。”（7）在认定评估公司存在过失的情况下，法院综合考虑其造假情形，判令其对 30% 的部分承担补充赔偿责任。

深圳中院的裁判处理，是进行“故意连带、过失补充”“以其负有责任的部分为限”的有益实践，可资借鉴。

综上，在审理中介机构虚假陈述责任纠纷案件时，应区分故意与过失，故意出具不实文件的承担连带责任，过失出具不实文件的承担补充责任；并且，其责任范围应限于各自的工作范围和专业领域，不能要求中介机构对整个不实报告“全部”承担责任。

---

# 债券纠纷中介机构民事责任应对： 中介机构行为符合勤勉尽责要求 之抗辩

雷继平 王巍

---

在债券虚假陈述责任纠纷案件中，中介机构<sup>1</sup>的过错认定与“勤勉尽责”认定的层次性逻辑具有一致性。<sup>2</sup>而抗辩过程中中介机构如何证明“勤勉尽责”？司法实践中审判机关如何认定“勤勉尽责”？不同机构间责任边界又该如何划分？最终实现击碎“过错”这一侵权责任要件，以去除或减轻中介机构民事责任的目的。本文拟对此做一探讨。

## 一、勤勉尽责认定标准：主观标准或有不同，客观标准应为职业规范

在证明中介机构符合勤勉尽责之前，厘清勤勉尽责的认定标准为先行之举。《证券法》第163条规定：“证券服务机构……制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”《债券会议纪要》第31条规定：“债券服务机构的过错认定。……会计师事务所、律师事务所、信用评级机构、资产评估机构等债券服务机构不能证明其已经按照法律、行政法规、部门规章、行业执业规范和职业道德等规定的勤勉义务谨慎执业的，人民法院应当认定其存在过错。”

从文义规定来看，勤勉尽责的判断标准即应为法律、行政法规、部门规章、行业执业规范和职业道德等文件的规定。司法实践中对勤勉尽责进行认定时，也会依此类规定进行审查；同时，进一步考量其是否尽到了职业谨慎义务，是否存在进一步作为的空间，但对于“职业谨慎”这一主观标准，尚无明确依据。因此，勤勉尽责义务的主观标准或各有不同，但唯一的客观标准应是职业规范。

---

<sup>1</sup> 为便于论述，本文所指中介机构既包括会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、资信评级机构等证券服务机构，也包括承销商等金融机构。

<sup>2</sup> 缪因知：《证券虚假陈述赔偿中审计人责任构成要件与责任限缩》，载《财经法学》2020年第2期，第98页。



## 二、勤勉尽责认定前提：明确区分不同机构特别注意义务的“彼”与“此”

在证券监管机构的监管逻辑中，承销商及证券服务机构往往以一种整体形象出现。但在各机构的群体内部，不同专业领域的中介机构分工各异，又时而交叉，需要参照或依据彼此的工作成果。例如，律师事务所出具的法律意见书参照会计师事务所的审计结果，而当该审计结果存在虚假陈述情况，导致律师事务所未尽到相应的注意义务时，此种情况下，责任如何区分，我国司法实践尚未形成定论。

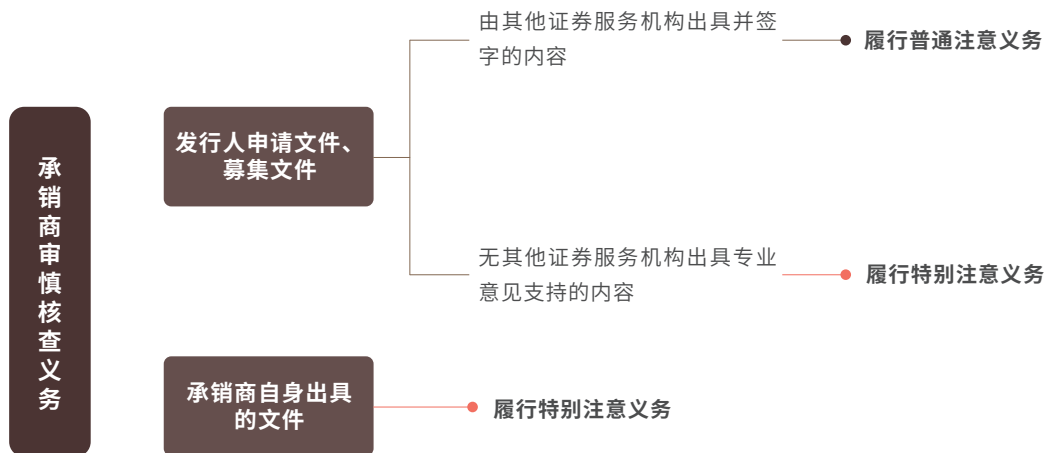
### （一）区分具体工作范围和工作领域，是裁判规则的大势所趋

对不同机构的义务区分范围，《债券会议纪要》事实上已经给出了指引。根据纪要第 31 条，证券服务机构的责任限定在“就其负有责任部分”，该条第 2 款规定：“会计师事务所、律师事务所、信用评级机构、资产评估机构等债券服务机构的注意义务和应负责任范围，限于各自的工作范围和专业领域……”因此，涉案中介机构勤勉尽责抗辩的前提，便是厘清自身与其他各中介机构的职责边界。

司法实践也已经在往该方向转变。如（2020）沪民终 666 号案二审判决便认为，某律师事务所作为专业中介服务机构，为案涉重大资产重组出具《法律意见书》，对涉案重大资产重组作出了定价公允的结论，但该结论是基于评估机构对相关资产定价的评估确定，某律师事务所并非专业的审计或评估机构，其仅是从合法性、合规性角度对该定价予以评价，故要求律师对基于专业机构评定的资产价值的准确性、真实性、完整性负责，于理无据。法院认为，对于投资者主张由该律师事务所承担连带责任，难以支持。

至于具体如何划分义务范围？《债券会议纪要》已经规定，应限于各自的工作范围和专业领域，就专业范围之内事项，负特别注意义务；在此之外，仅负普通注意义务。

以承销商的责任划分为例，相关规范与指引对注意义务的区分已有较为明确的规定。《公司债券承销业务规范》第 12 条及《公司债券承销业务尽职调查指引》（2020 修订）对公司债券发行中承销机构的审慎核查义务作出了规定。即承销商对于自身出具的文件，以及发行人申请文件、债券发行募集文件中无其他证券服务机构及其签字人员专业意见支持的内容，负特别注意义务；对于发行人申请文件、债券发行募集文件中有证券服务机构及其签字人员出具专业意见的内容，负普通注意义务。



图表 1 承销商特别注意义务 VS 普通注意义务

## （二）类比合理信赖与合理调查标准，聚焦专家意见的“是”与“非”

在明确承销商的责任划分上，美国《证券法》第 11 节 (b) 对承销商的免责情形做出了相似区分。SEC 将注册声明分为专家意见和非专家意见。对于专家意见部分，承销商可以说明“经过合理调查，没有合理理由确信，且实际不相信 (Had no reasonable ground to believe and did not believe) 注册声明生效时，相关部分存在重大事实的虚假陈述或者遗漏。”对于非专家意见，作为被告的承销商可以说明“经过合理调查，有合理理由确信，且实际确信 (He had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe) 注册声明生效时，相关声明中的重大事实没有误导或者遗漏。”<sup>3</sup>

即美国《证券法》对承销商使用不同材料时的责任采取了不同的标准，如果虚假陈述和遗漏出现在“声称是在专家意见做出的声明部分” (Any part of the registration statement purporting to be made on the authority of an expert)，可以适用较低的合理信赖 (Reasonable Reliance) 标准，不需进行调查；如果虚假陈述和遗漏出现在“没有声称是在专家意见做出的声明部分” (Any part of the registration statement not purporting to be made on the authority of an expert)，则适用较为严格的合理调查 (Reasonable Investigation) 标准。有学者将其概括为：对专家意见适用的标准是合理信赖标准，对非专家意见适用的标准是合理调查标准<sup>4</sup>。

## 三、勤勉尽责认定的具体行业准则：勤勉尽责条款及其适用

### （一）我国债券市场不同监管主体下，行业准则依据存在一定区分

受历史及监管竞争因素影响，我国目前存在分割的债券发行监管主体及相应的交易市场。在债券发行阶段，不同监管主体基于其部门性质、层级、监管等差异，针对不同类型债券制定了不同类型的法规、部门规章、规范性文件或行业自律规则。

在债券交易阶段，我国债券交易体系主要由交易所市场、银行间债券市场以及商业银行柜台市场构成。交易所市场属场内市场，由上交所、深交所共同构成，整体接受证监会监管，投资参与者包括机构和个人；银行间债券市场与商业银行柜台市场属场外市场，前者的市场参与者为机构投资者，后者为个人投资者服务。<sup>5</sup>

图表 2 我国债券发行监管机构及相关债券类型一览

监管机构	主要债券类型
财政部	国债、地方政府债券、熊猫债
国家发展和改革委员会	企业债券、绿色企业债券、铁道债、熊猫债
中国证券监督管理委员会	证券公司短期融资债券、公司债、可转债、企业资产支持证券、熊猫债、绿色公司债券
人民银行	中央银行票据、金融债券、非金融企业债务融资工具、信贷资产支持证券、熊猫债
国家外汇管理局	熊猫债
中国银行保险监督管理委员会	银行业机构发行的金融债、信贷资产支持证券、保险机构发行的金融债

<sup>3</sup> 赵英杰、杨卓：《美国证券发行承销商法律责任研究——以承销商职责界定和判断其是否尽职为视角》，载《证券法苑》（2015）第十六卷，第 354 页。

<sup>4</sup> See William K. Sjostrom, The Due Diligence Defense Under Section 11 of the Securities Act of 1933, Brandeis Law Journal Vol. 44, P.24, 2006.

<sup>5</sup> 参见郭克军等：《证券服务机构虚假陈述责任及风险防范》，法律出版社，第 125-126 页。

综上，现阶段我国债券的发行与交易仍处于多重主体的监管之中。尽管2020年7月15日发布的《债券会议纪要》打通了我国目前并存的企业债、公司债、债务融资工具三大债券体系，统一了三大债券体系相关的合同、侵权和破产民事案件的法律适用问题。但现阶段，细化到行业准则层面，各中介机构具体适用的行业准则性文件仍因债券的种类不同、监管主体各异，而有所出入；但总体的监管逻辑、对勤勉尽责的要求与标准具有内在的一致性。因此，本文暂主要围绕证监会监管下的债券发行、交易所市场下的债券交易相关的行业准则展开论述，借以管中窥豹。

## （二）债券承销机构

证券发行活动中，发行人与投资者之间存在天然的信息不对称。一方面投资者不了解发行人的经营情况和潜在风险；另一方面发行人也不了解市场需求，缺乏广泛的销售网络。因此，大多数国家均确立了证券承销制度，由具有专业资质的证券经营机构作为承销商对发行人的信息披露文件进行核查把关，以消除信息不对称导致的道德风险和逆向选择。<sup>6</sup>

目前，我国证监会监管下的主要债券包括公司债券、可转换公司债券、可交换公司债券、绿色公司债券等。对于上述债券的监管规则，主要包括《上市公司证券发行管理办法》《公司债券发行与交易管理办法》等部门规章；在此基础上，证券业协会制定了《公司债券承销业务规范》《公司债券承销业务尽职调查指引》（2020修订）等行业规范性文件（见下表）。

图表 3 债券承销商执业要求依据一览

发布主体	文件名称	生效日期
中国证券监督管理委员会	《上市公司证券发行管理办法》	2020.02.14
	《公司债券发行与交易管理办法》	2021.02.26
	《公司信用类债券信息披露管理办法》	2021.05.01
	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件》（2015修订）	2015.03.02
	《证券市场资信评级业务管理办法》	2021.02.26
	《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》	2017.07.04
	《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》	2008.10.17
	《中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见》	2017.03.02

<sup>6</sup> 叶茂：《私募债券虚假陈述，主承销商如何担责？》，<https://law.wkinfo.com.cn/professional-articles/detail/NjAwMDAwOTA1NjI%3D?searchId=12a16b80a20a4e0f824011cb67721f6e&index=2&q=债券%20尽职调查&module=>，最后一次访问2021年5月22日。

图表 3 债券承销商执业要求依据一览

发布主体	文件名称	生效日期
中国证券业协会	《公司债券承销业务规范》	2015.10.16
	《公司债券承销业务尽职调查指引》（2020 修订）	2020.01.22
	《公司债券业务工作底稿内容与目录指引》	2020.01.22
	《非公开发行公司债券备案管理办法》	2015.04.23
	《公司债券受托管理人执业行为准则》	2015.06.05
	《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》	2017.03.17

具体行业准则方面也有所规定。中国证券业协会所制定的《公司债券承销业务规范》《公司债券承销业务尽职调查指引》（2020 修订）《公司债券业务工作底稿内容与目录指引》等详细规定了证券公司在债券承销业务中的执业规范与要求，或可将其归纳总结为三个主要方面：审慎核查义务、尽职调查义务及信息披露督导义务。

### 1. 审慎核查义务

《公司债券承销业务规范》第 12 条及《公司债券承销业务尽职调查指引》（2020 修订）对公司债券发行中承销机构的审慎核查义务作出了一系列规定，总体上与《债券会议纪要》第 31 条对于评级机构、会计师事务所、律所等债券服务机构的责任范围认定相一致。具体而言，根据核查对象内容的来源，对核查程度要求进一步作出如下区分：

第一，承销商对于自身出具文件的真实性、准确性、完整性负责，并承担相应的法律责任，此为特别注意义务。

第二，对于发行人申请文件、债券发行募集文件中有证券服务机构及其签字人员出具专业意见的内容，承销机构应当结合尽职调查过程中获得的信息对其进行审慎核查，对发行人提供的资料和披露的内容进行独立判断。承销机构所作的判断与其他证券服务机构的专业意见存在重大差异的，应当对有关事项进行调查、复核，并可聘请其他证券服务机构提供专业服务。《公司债券承销业务尽职调查指引》（2020 修订）第 5 条明确，对此承销商履行普通注意义务。

第三，对发行人申请文件、债券发行募集文件中无证券服务机构及其签字人员专业意见支持的内容，承销机构应当获得合理的尽职调查证据，在对各种证据进行综合分析的基础上对发行人提供的资料和披露的内容进行独立判断，并有合理理由确信所作的判断与发行人申请文件、债券发行募集文件的内容不存在实质性差异。《公司债券承销业务尽职调查指引》（2020 修订）第 5 条明确，对此承销商履行特别注意义务。

上述规定已于相关监管措施中有所体现。目前，尚未检索到法院引用此条准则认定承销商未勤勉尽责的案例，但是该条在有关监管部门的监管措施中已有所引用。如津证监措施〔2019〕31号中，对开源证券在“18浩通01”等三期公司债券的尽职调查、承销及受托管理期间存在的问题的认定：“HTWC（发行人）每月末将部分资产科目与部分负债科目进行对冲，并于下月初进行还原，以此调低资产负债率……募集说明书存在虚假记载，KY证券未勤勉尽责，未对获取的发行人财务数据保持合理的执业谨慎，未能发现上述虚假记载情况，不符合《公司债券承销业务尽职调查指引》第五条、第十一条、第十二条，《公司债券承销业务规范》第十二条、第二十九条的要求，违反了《公司债券发行与交易管理办法》第七条的规定。”

## 2. 尽职调查义务

《公司债券承销业务尽职调查指引》（2020修订）及《公司债券业务工作底稿内容与目录指引》为承销机构的尽职调查工作提供了较为完善的指引和遵循，不仅涵盖了综合性规则中承销机构的职责要求，也对尽职调查范围、尽职调查方法以及底稿的制作与保存进行了详尽的规定。此外，《公司债券业务工作底稿目录》特将底稿详细地划分成了四部分、共24章，债券承销业务中应具备的全部底稿文件可参照此目录进行核查。

## 3. 信息披露督导义务

根据《公司债券承销业务规范》第五章对于信息披露的相关规定，承销机构在公司债券承销期间应当督促发行人按照相关规定及时、公平地履行信息披露义务，并对披露信息的真实性、准确性、完整性进行核查。承销机构自身对信息披露的内容应当进行核查，确保信息披露的文件处于有效期内，在不同媒体上所披露的信息保持一致。

公开发行公司债券的，承销机构应当督促发行人按照规定披露募集说明书；非公开发行公司债券的，发行申请核准后，发行结束前，承销机构应当督促发行人按照约定履行信息披露义务。

### （三）债券受托管理人

依据《公司债券发行与交易管理办法》，证券业协会制定了《公司债券受托管理人执业行为准则》，二者均强调了受托管理人的勤勉尽责义务。分析相关规则，或可总结债券受托管理人的主要法定义务包括：

#### 1. 定期报告与临时报告义务

《公司债券受托管理人执业行为准则》第16条规定了受托管理人的报告义务，受托管理人应当建立对发行人的定期跟踪机制，监督发行人对公司债券募集说明书所约定义务的执行情况，并在每年六月三十日前向市场公告上一年度的受托管理事务报告。第17条规定了临时报告义务，受托管理人在履行受托管理职责时发生利益冲突、发行人募集资金使用情况和公司债券募集说明书不一致、内外部增信机制、偿债保障措施发生重大变化或其他法定事由，则受托管理人在知道或应当知道该等情形之日起五个工作日内向市场公告临时受托管理事务报告。

根据公开检索，目前尚无依据此准则进行司法裁判的证券纠纷类案件。但在行政监管层面，甘肃省证监局曾在甘证监行政监管措施决定书〔2018〕006号中，依据《公司债券受托管理人执业行为准则》

对 GTJA 作为某公司非公开发行公司债券的受托管理人期间，未按照规定有效监督发行人募集资金使用及信息披露，且出具的 2017 年度受托管理事务报告中发行人募集资金使用信息与实际情况不符的行为，出具了警示函。

## 2. 信息披露督导义务

根据《公司债券受托管理人执业行为准则》第 18 条，债券存续期间，受托管理人应当通过指定专人辅导、督促、检查等方式，持续督促发行人履行信息披露义务。

## 3. 债权人保护义务

根据《公司债券受托管理人执业行为准则》第 20 条、第 21 条，受托管理人预计发行人不能偿还债务时，应当要求发行人追加担保，督促发行人等履行受托协议约定的其他偿债保障措施，或者可以依法申请法定机关采取财产保全措施，并应当在受托协议中约定相关费用的承担方式及财产保全担保的提供方式，同时告知债券交易场所和债券登记托管机构。受托管理人还应当督促发行人、增信机构和其他具有偿付义务的机构等落实相应的偿债措施，并可以接受全部或部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起民事诉讼、参与重组或者破产的法律程序。

### （四）会计师事务所

会计信息向来是投资者和监管部门关注的重点。债券虚假陈述类案件几乎都与会计信息造假有关，会计师事务所是企业财务信息的“把关者”，也是“背书人”。

2020 年 12 月 31 日，杭州中院一审判决某债券诉讼案，要求会计师事务所等与发行人就债券本息 7.41 亿元承担连带民事赔偿责任。会计师事务所的行业准则相较于其他证券服务机构，较为全面的同时，也更加繁多复杂。

#### 1. 会计师事务所从业要求

法律法规层面，会计师事务所从事证券业务的一般性义务，在《公司法》第 207 条第 3 款、《证券法》第 163 条等中有所规定。《会计法》明确了监管及审计报告的要求，《注册会计师法》对审计业务的范围、注册会计师权利义务及职业资格进行了规定。

部门规章及行业准则层面，会计师事务所从事证券业务同时受到证监会及财政部门监管，注册会计师行业内部对审计业务也有具体的规定。具体规范性文件包括财政部门制定的行政规章、审计准则及应用指南、审计准则问题解答、专项业务技术指引、职业道德规范等。审计准则等文件数量庞大，针对不同案件中财务信息虚假陈述具体情况的不同，需要具体分析援引哪一部分准则。我们对前述审计业务的各项行业规定做一梳理，如下：



图表 4 会计师事务所执业要求依据一览

序号	发文时间	文件名称
<b>财政部：审计业务一般性要求</b>		
1	2019.3.14	《会计基础工作规范》
2	2019.01.02	《会计师事务所执业许可和监督管理办法》
3	2018.12.06	《会计人员管理办法》
4	2019.03.15	《注册会计师注册办法》
<b>财政部：注册会计师审计准则</b>		
1	2020.11.19	《中国注册会计师审计准则第 1121 号——对财务报表审计实施的质量管理》
2	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1101 号——注册会计师的总体目标和审计工作的基本要求》（2019 修订）
3	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1141 号——财务报表审计中与舞弊相关的责任》（2019 修订）
4	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1142 号——财务报表审计中对法律法规的考虑》（2019 修订）
5	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1151 号——与治理层的沟通》（2019 修订）
6	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1211 号——通过了解被审计单位及其环境识别和评估重大错报风险》（2019 修订）
7	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1221 号——计划和执行审计工作时的重要性》（2019 修订）

序号	发文时间	文件名称
<b>财政部：注册会计师审计准则</b>		
8	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1231 号——针对评估的重大错报风险采取的应对措施》（2019 修订）
9	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1251 号——评价审计过程中识别出的错报》（2019 修订）
10	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1311 号——对存货、诉讼和索赔、分部信息等特定项目获取审计证据的具体考虑》（2019 修订）
11	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1331 号——首次审计业务涉及的期初余额》（2019 修订）
12	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1401 号——对集团财务报表审计的特殊考虑》（2019 修订）
13	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1501 号——对财务报表形成审计意见和出具审计报告》（2019 修订）
14	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1502 号——在审计报告中发表非无保留意见》（2019 修订）
15	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1503 号——在审计报告中增加强调事项段和其他事项段》（2019 修订）
16	2019.02.20	《中国注册会计师审计准则第 1511 号——比较信息：对应数据和比较财务报表》（2019 修订）
17	2016.12.23	《中国注册会计师审计准则第 1504 号——在审计报告中沟通关键审计事项》
18	2016.12.23	《中国注册会计师审计准则第 1324 号——持续经营》

序号	发文时间	文件名称
<b>财政部：注册会计师审计准则</b>		
19	2016.12.23	《中国注册会计师审计准则第 1521 号——注册会计师对其他信息责任》
20	2016.12.23	《中国注册会计师审计准则第 1111 号——就审计业务约定条款达成一致意见》
21	2016.12.23	《中国注册会计师审计准则第 1131 号——审计工作底稿》（2016 修订）
22	2016.12.23	《中国注册会计师审计准则第 1301 号——审计证据》
23	2016.12.23	《中国注册会计师审计准则第 1332 号——期后事项》
24	2016.12.23	《中国注册会计师审计准则第 1341 号——书面声明》
25	2020.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1152 号——向治理层和管理层通报内部控制缺陷》
26	2010.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1153 号——前任注册会计师和后任注册会计师的沟通》
27	2010.11.01	《注册会计师审计准则第 1201 号——计划审计工作》
28	2010.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1241 号——对被审计单位使用服务机构的考虑》
29	2010.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1312 号——函证》
30	2010.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1313 号——分析程序》
31	2010.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1314 号——审计抽样》

序号	发文时间	文件名称
<b>财政部：注册会计师审计准则</b>		
32	2010.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1323 号——关联方》
33	2010.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1321 号——审计会计估计（包括公允价值会计估计）和相关披露》
34	2010.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1421 号——利用专家的工作》（2010 修订）
35	2010.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1601 号——对按照特殊目的编制基础编制的财务报表审计的特殊考虑》
36	2010.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1603 号——对单一财务报表和财务报表特定要素审计的特殊考虑》
37	2010.11.01	《中国注册会计师审计准则第 1604 号——对简要财务报表出具报告的业务》
38	2006.03.09	《中国注册会计师审计准则第 1612 号 -- 银行间函证程序》
39	2006.02.24	《中国注册会计师审计准则第 1131 号——审计工作底稿准则的制定》（2010 修订）
40	2006.02.15	《中国注册会计师审计准则第 1602 号——验资》
41	2006.02.15	《中国注册会计师审计准则第 1611 号——商业银行财务报表审计》
42	2006.02.15	《中国注册会计师审计准则第 1613 号——与银行监管机构的关系》
43	2006.02.15	《中国注册会计师审计准则第 1631 号——财务报表审计中对环境事项的考虑》
44	2006.02.15	《中国注册会计师审计准则第 1632 号——衍生金融工具的审计》

序号	发文时间	文件名称
<b>财政部：注册会计师审计准则</b>		
45	2006.02.15	《中国注册会计师审计准则第 1633 号——电子商务对财务报表审计的影响》
46	2006.02.15	《中国注册会计师鉴证业务基本准则》
47	2006.02.15	《中国注册会计师其他鉴证业务基本第 3101 号——历史财务信息审计或审阅外的鉴证业务》
48	2010.04.15	《企业内部控制审计指引》
<b>证监会：会计监管风险提示 8 项</b>		
1	2019.12.24	《会计监管风险提示第 9 号——上市公司控股股东资金占用及其审计》
2	2018.11.16	《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》
3	2017.06.05	《会计监管风险提示第 7 号——轻资产类公司收益法评估》
4	2017.06.05	《会计监管风险提示第 6 号——新三板挂牌公司审计》
5	2013.02.06	《会计监管风险提示第 5 号——上市公司股权交易资产评估》
6	2012.03.13	《会计监管风险提示第 3 号——审计项目复核》
7	2012.03.13	《会计监管风险提示第 2 号——通过未披露关联方实施的舞弊风险》
8	2012.03.13	《会计监管风险提示第 1 号——政府补助》

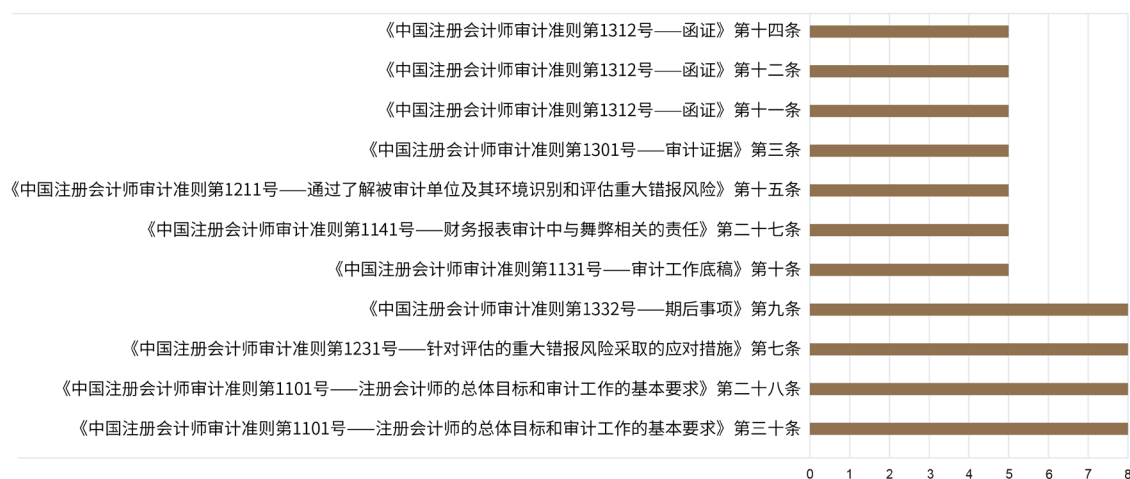
序号	发文时间	文件名称
<b>中注协：专项业务技术指引</b>		
1	2011.01.14	《医院财务报表审计指引》
2	2012.11.30	《基金会财务报表审计指引》
3	2014.12.09	《高等学校财务报表审计指引》
4	2014.12.31	《商业银行审计指引》
5	2008.11.12	《高新技术企业认定专项审计指引》
<b>中注协：职业道德规范</b>		
1	2002.06.25	《中国注册会计师职业道德规范指导意见》
2	2009.10.14	《中国注册会计师职业道德守则》
3	2014.11.01	《中国注册会计师职业道德守则问题解答》

## 2. 审计准则的实践适用

会计师审计准则纷繁复杂，或可基于对过往案例的总结有所聚焦。我们对截至 2021 年 5 月 30 日的公开裁判文书进行检索，试图对证券虚假陈述责任纠纷案件中相关审计准则引用情况进行统计（5 个案件中涉及的审计准则及具体条款号，见下图），主要涉及审计准则中对函证、财务舞弊、工作底稿、审计证据、期后事项的相关规定，以及其他审计工作的基本要求和总体目标。或可为会计师事务所在论证符合行业准则而勤勉尽责的抗辩中，对繁杂的审计准则有所聚焦。



## 证券虚假陈述责任纠纷案件《审计准则》引用情况统计



数据来源：威科先行 2021.05.30

司法实践已有所适用。如在湖南高院（2020）湘民终 123 号、124 号、204 号、319-343 号案中，法院在论证 TJ 所已经尽到勤勉尽责义务时，从审计程序、审计准则的遵守等方面论证，认为：“TJ 所作为某制药公司年度报告的审计机构，在对该制药公司虚假陈述所涉的各笔交易的审计过程中，进行了必要的查验、函证等程序，并无违反审计准则的行为，在其已保持必要的职业谨慎的情况下，未发现该制药公司的上述违法事实，应认定其不存在故意或重大过失。”

对于会计师事务所在债券虚假陈述责任纠纷中民事责任抗辩的进一步分析，及其与发行人会计责任的区分等，具体可参看本系列专题文章《债券纠纷中介机构民事责任应对：应区分发行人会计责任与中介机构的审计责任》。

### （五）律师事务所

律师事务所的行业准则尚待细化。证券律师的职业判断与注册会计师的职业判断不同，注册会计师职业判断是在法律法规和职业标准的框架下作出的，如前文所述，其职业标准多由财政部发布。相对而言，证券律师则缺少如此详尽程度的由官方信用背书的职业标准。<sup>7</sup>

《证券法》第 163 条、《律师事务所从事证券法律业务管理办法》（下称“《管理办法》”）第 3 条，原则性地规定了律师的勤勉尽责义务，要求律师遵循诚实、守信、独立、勤勉、尽责的原则，恪守律师职业道德和执业纪律，严格履行法定职责，保证其所出具文件的真实性、准确性、完整性。除此之外，律师事务所在开展业务中所应依据的行业规则还包括《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》（下称“《执业规则》”）等。

<sup>7</sup> 参见吴凌畅：《从欣泰电气案看证券律师的勤勉尽责义务》，载《证券法苑》2019 年第二卷，第 219 页。

图表 5 律师事务所证券业务执业要求文件一览

序号	文件名称	发文日期
1	《证券法》	2019.12.28
2	《中华人民共和国律师法》	2012.10.26
3	《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》	2010.10.20
4	《律师事务所从事证券法律业务管理办法》	2007.03.09
5	《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 12 号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》	2001.03.01
6	《律师从事证券法律业务尽职调查操作指引》	2015.10.01

概言之，律师事务所在证券业务中应尽勤勉尽责义务，履行法律特别注意义务，具体表现在对所依据文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行查验，发表明确、审慎的法律意见，并制作和保留底稿。<sup>8</sup>

### 1. 律师事务所特别注意义务之界定

《债券会议纪要》<sup>9</sup>《公司债券发行与交易管理办法》（2021 年修订）第 49 条第 3 款，区别了证券服务机构的特别注意义务和普通注意义务。《管理办法》第 14 条也规定，律师出具法律意见，对与法律业务相关业务事项负特别注意义务。根据《执业规则》第 6 条的规定，律师应当对相关业务事项进行分析判断，判断其是否与法律相关、是否应当履行法律专业人士特别注意义务。

而实践中，律师特别注意义务与普通注意义务的具象边界为何？

《执业规则》第 6 条规定：“律师从事证券法律业务，应当就业务事项是否与法律相关、是否应当履行法律专业人士特别注意义务作出分析、判断。需要履行法律专业人士特别注意义务的，应当拟订履行特别注意义务的具体方式、手段、措施，并予以落实。”

基于文义解释，“是否相关”的判断交由了律师自身进行判断。上述规定说明，律师特别注意义务与普通注意义务的划分依据在于相关业务事项是否与法律相关，而对于“是否相关”的判断实际上交由了律师自身进行判断。而实践中，证券律师对此的自身职业判断，是否能获监管部门的认同，仍存疑问。

除此之外，相关规定并未进一步细化律师需履行特别注意义务的业务事项范围。仅在《管理办法》

<sup>8</sup> 参见郭克军等：《证券服务机构虚假陈述责任及风险防范》，法律出版社 2020 年版，第 38 页。

<sup>9</sup> 债券承销机构和债券服务机构对各自专业相关的业务事项未履行特别注意义务，对其他业务事项未履行普通注意义务的，应当判令其承担相应法律责任。

第 15 条规定了律师对于从公共机构、其他证券服务机构等直接取得的文书，经核查和验证后方可作为出具法律意见的依据；对于非从前述机构获得的文件，需核查和验证。

此条关于“可出于合理信赖直接援引其他证券服务专业机构的工作成果”的表述，在实践中也得到了部分法院裁判观点的认同。如在（2020）沪民终 666 号判决中，上海高院在认定涉案律所已勤勉尽责的论述中，便有十分明晰的阐述：“证监会等监管机构根据不同业务分类，对证券服务机构的具体履职要求和注意义务作出了具体规定。同时，为了实现证券服务机构有效履职，应当考量其工作特点和审核成本，将其注意义务和责任范围界定在合理范围之内，明确其责任边界，实现各证券服务机构‘各负其责、各尽其责’，对各自专业相关的业务事项履行特别注意义务，对其他业务事项履行普通注意义务。”

对此，我们认为，对于特别注意义务的判断应把执业领域内众多相似个人的判断能力加以抽象并附加广泛意义的社会附加性，最终形成一类普遍适用的注意义务职业判断标准。<sup>10</sup> 概言之，对于某一事项是否属于与法律相关的业务事项而是否应履行法律专业人士的特别注意义务的判断，应当以整体证券律师行业对该类行为的要求作为依据，使这类行为符合一个合格证券律师在相同或相似条件下所应采取的谨慎行为，同时在证券律师行业中处于中游水平。<sup>11</sup>

## 2. 查验计划的编制与执行

查验计划的编制与执行属特别注意义务。《管理办法》第 13 条、《执业规则》第 9 条，对律师的核查验证工作作出要求：“核查和验证前，应当编制核查和验证计划（下称‘查验计划’）。”由此可推定，查验计划的编制与执行应属特别注意义务的重要内容。

律师是否完整核查需要核查和验证的事项，并根据业务进展情况适当调整，是监管部门及法院判断证券律师是否尽到勤勉尽责义务的重要依据。如在 2021 年 4 月作出生效判决的（2018）京行终 4657 号案中，北京高院对于某律所是否尽到“勤勉尽责”义务，是否应当为其出具的法律意见书中的虚假记载承担相应的法律责任，从两个层面予以了审查：第一，相关虚假记载涉及的内容是否属于律师事务所在尽职调查过程中应予查验的事项；第二，律师事务所能否提供证据证明其针对相关事项进行了审慎查验。具体而言：

第一，完整编制的查验计划及过程证明，可作为律所勤勉尽责的抗辩事由之一。如在（2020）鲁民终 2712 号案二审判决中，山东高院论证山东 SX 律师事务所是否应当承担责任时，便依据其核查与验证的完整程序和证据，判定该律所无责。山东高院于判决书中态度鲜明地对此进行了分析：“本院认为，作为发行人的法律服务机构，山东 SX 律师事务所负有勤勉尽责并保证其所出具文件的真实性、准确性和完整性的义务。该法律服务机构的义务不同于承销商的义务，而是应参照相关法律法规、行业（执业）规范和职业道德等对法律服务机构的规定和要求予以确定。《管理办法》第 12 条规定，律师进行核查和验证，可以采用面谈、书面审查、实地调查、查询和函证、计算复核等方法，但未明确该类核查和验证必须采用面签形式。山东 SX 律师事务所一审提交的证据能够证明其通过现场核查和函证的方式对相关文件进行了核查和验证，应认为其已经尽到勤勉尽责义务，对本案中 ZTGF 证券公司的损失不存在过错。对于 ZTGF 证券公司要求其承担连带责任的主张，本院不予支持。”

第二，查验过程需律师全程亲身参与。依据《执业规则》第 4 条，还需注意的是律师需要切身参与查验全过程，即对于收集证据材料等事项，应当亲自办理，不得交由委托人代为办理。在（2015）高行终字第 2470 号案中，北京高院认定 BA 律所未能勤勉尽责的论述中，则适用了此项规定：“BA 律所对于工作底稿中大量合同的印章与工商登记名称不符，以及《问卷调查表》和《律师函》回执中部分客户的

<sup>10</sup> 参见戴谋富：《专家注意义务的本质及判断标准》，载《求索》2010 年第 7 期，第 156 页。

<sup>11</sup> 参见吴凌翰：《从欣泰电气案看证券律师的勤勉尽责义务》，载《证券法苑》2019 年第二卷，第 218 页。

签名或盖章名称与实际名称不一致等情况未能发现，明显没有尽到前述法定的注意义务；其将部分《问卷调查表》和《律师函》交由 WFSK 办理或送达，以及未向部分客户核实了解相关情况等行为，亦不符合前述执业规则（即《执业规则》第 4 条）的要求，应属未勤勉尽责的情况。”

### 3. 避免工作成果的形式瑕疵与实质瑕疵

证券法律业务的实际成果需进行严格的质量控制。依据《执业规则》第 39 条第 2 款，工作底稿是判断律师是否勤勉尽责、相关事项是否合法的重要依据。《管理办法》第 18 条规定，律师应当归类整理核查和验证中形成的工作记录和获取的材料，并对法律意见书等文件中各具体意见所依据的事实、国家相关规定以及律师的分析判断作出说明，形成记录清晰的工作底稿。因此，律所需对包括法律意见书、律师工作报告以及工作底稿三份文件在内的证券法律业务的实际成果进行质量控制，避免出现形式或实质上的瑕疵。

### 4. 对《法律意见书》进行讨论复核

律师事务所对出具的《法律意见书》，需依规定进行讨论与复核。据《管理办法》第 23 条、《执业规则》第 37 条的规定，证券法律服务中律师所出具的法律意见书应当经所在律师事务所讨论复核，参与讨论复核的律师应当签名确认，讨论复核应制作相关记录作为工作底稿留存。(2018)京行终 4657 号案中，引用的证监会对 DY 所的处罚理由以及法院认定其未勤勉尽责的理由即包括“未对《法律意见书》进行讨论、复核”。

## (六) 资信评级机构

债券的价格在无风险利率基础上根据风险高低给予发行人一定的议价补偿，不同的评级对应不同的价格变化。<sup>12</sup>因此，资信评级机构的评级结果及变化在债券发行与存续期间对债券价格具有重要影响。

资信评级机构负有审查验证和跟踪评级的义务。资信评级机构对所收集的评级对象的相关资料，要进行核查验证和客观分析，在此基础上得出初评结果。在首次评级报告中，明确规定跟踪评级事项；在评级对象有效存续期间，持续跟踪评级对象的政策环境、行业风险、经营策略、财务状况等因素的重大变化，及时分析该变化对评级对象信用等级的影响，出具定期或者不定期跟踪评级报告。

图表 6 资信评级机构执业要求依据一览

序号	文件名称	发文时间
1	《证券市场资信评级业务管理办法》	2021.02.26
2	《证券市场资信评级机构评级业务实施细则（试行）》	2015.01.06
3	《证券资信评级机构执业行为准则》	2012.03.12

<sup>12</sup> 李有星、潘政、刘佳玮：《债券纠纷案件法律适用问题研究》，载《法律适用》第 19 期，第 167 页。

司法实践中，对影响发债条件、偿债能力等重大事项的提示义务予以关注。在（2020）浙 01 民初 1691 号案的一审判决中，DG 资信评估有限公司便因未对可能影响发债条件、偿债能力的重大事项变化给予关注并跟踪评级，被杭州中院判决在发行人应负的民事责任 10% 范围内承担连带责任。一审中杭州中院认为，资信评估机构虽对财务数据相关事项仅负有一般注意义务，但其应当对可能涉及债券发行条件、偿债能力的重大债权债务、重大资产变化等事项给予关注和提示。根据《证券市场资信评级业务管理暂行办法》第 15 条第 2 款、《证券市场资信评级机构评级业务实施细则（试行）》第 11 条，杭州中院认为证监会对 DB 证券的行政处罚决定书认定的事项属于可能影响发债条件、偿债能力的重大事项，但 DG 国际对项目核查中提出的“关于某出售事项公司的会计处理”之修改意见，未进一步核实关注并合理评定信用等级，存在过错。

## （七）资产评估机构

法律规范层面，资产评估机构的执业规范主要由《证券法》《资产评估法》规定；部门规章及自律规则方面，财政部及中评协提出了进一步要求（相关文件见下表）。

图表 7 资产评估机构执业规范一览

序号	文件名称	发文时间
1	《资产评估法》	2016.07.02
2	《证券法》	2019.12.28
3	《资产评估基本准则》	2017.08.23
4	《资产评估行业财政监督管理办法》（2019 修订）	2019.01.02
5	《资产评估机构业务质量控制指南》	2017.09.08

在执业规范方面，资产评估机构同样需履行勤勉尽责义务、审慎查验义务、遵守职业道德并落实资产评估档案制度。在（2020）粤 03 民初 4238-4249 号案中，法院认为资产评估公司 YX 公司出具《股权价值评估报告》时未对作为未来销售预测的意向性协议适当关注并实施有效的评估程序，导致评估值高估，对市场和投资者产生严重误导；而且评估底稿中缺失部分合同评估资料及评估记录，违反《资产评估基本准则》的相关规定，构成《证券法》第 223 条规定的未能勤勉尽责的情形。YX 公司作为专业机构，在凭借专业知识、经验和已经或可以发现疑问的情况下，却没有进一步进行基本的现场走访、查证和核验程序，而仅仅向相关对象发询证函，要求其出具“承诺书”来确认或保证真实。这无异于要求造假者保证真实，进而让市场本来寄予厚望的郑重职责沦为一种例行公事式的游戏。原本因成本考量和职业保障需要，法律和市场对专业中介机构应有的宽容，已经逐步演变成底线一退再退的放任，以至于市场出现了不少让舆论哗然的严重造假行为，也能在先前专业人士的层层“把关”下发生并通过。法院认为，YX 公司作为专业机构的违规行为虽然尚不能认定为故意，但构成较大过失，存在较大的过错，应就其负有责任的部分承担赔偿责任。

综上，结合证券市场的运行规律，上述行业准则中承销商及证券服务机构的勤勉尽责义务并不应等同于对绝对真实的依据和结果的保证。在明确区分各机构特别注意义务边界的前提下，在勤勉尽责规定的整体框架下，对勤勉尽责条款的引用、对勤勉尽责的判定，还应结合个案情况具体分析，根据行业实际灵活判断。对此，本文第四部分具体阐述。



## 四、勤勉尽责认定应有的抽象性原则：符合行业实际

### （一）不能以上帝视角及事后视角，过高期待各机构对行业准则的实际执行

各机构对自身出具的文件，只能提供合理保证，不能提供绝对保证。民法意义上的“合理注意义务”是针对行为人的主观方面而言的，评判有无过错的标准应当是公允的、客观的和普遍适用的。按照公平原则，一般应以普通公众的认识水平和条件为准绳。谨慎执业者的判断是知识、经验和直觉作用于大脑思维的结果，而不是主观的盲断、武断。在运用其判断时，执业者能合理预见到可能给他人带来的危害，也同样存在判断失误的可能，不应以上帝视角或事后基于事态全局的视角，对各机构当时的行为提出不切实际的高要求。

错误陈述者对第三者承担法律责任的条件必须是事先知道特定的对象<sup>13</sup>，在认定第三者责任中确立了厄特马斯主义的著名法官卡多佐（Carz）曾提出此观点。在缺乏这一条件的前提下，追究中介机构对第三者的过失责任，就会使中介机构在不确定的时间，对不确定的人员承担不确定的责任，这样就会使中介机构承担过高的风险与不确定性。中介机构的勤勉尽责认定标准如果过高、承担的责任过大，以至于职业界提供中介服务的期望收益为负数时，便可能导致大量的优质中介机构采取不提供服务行动，退出市场。

### （二）不能要求各机构机械地执行行业准则

行业准则固有其局限性，应被允许一定程度内的偏离。严格遵循行业准则实际上是要求中介机构“有法必依”，中介机构在债券发行与交易中的职业行为，如果偏离行业准则的规定，则在法律上构成“违法”。但限于行业准则的局限性，中介机构在执业时，根据准则的有关规定无法取得充分的审计证据、评估依据等时，在保持了“应有的职业关注”，符合行业准则精神、职业谨慎义务的前提下，应被允许根据实际情况在一定程度上偏离行业准则。

### （三）不能笼统地套用股票发行中的勤勉条款

认定债券纠纷中各机构的法律责任，必须尊重债券市场的特殊性，不宜直接套用股票规则。受“重股轻债”的影响，我国债券市场相关法律法规多年来滞后于实践发展需要，基础性规则层面难以全面满足债券违约处置的制度需求。在债券发行与交易中，一方面要关注债券市场中特殊的中介机构，尤其需要重视债券评级机构的特殊作用。另一方面，也要出台适合债券项目特点的、以发行人偿债能力为核心构建的债券服务机构开展项目尽职调查的规则体系，不能将股票市场尽职调查规则生搬硬套到债券市场。

## 结语

总之，在依据行业准则认定中介机构是否勤勉尽责时，既应区分责任范围，也应视此类勤勉尽责条款为一把“软尺”，勤勉尽责条款应当具有相对性、动态性和程序性的特征。在司法实践层面，对各机构的执业准则尺度、勤勉尽责认定，仍亟待相关规定和指导性案例的进一步明确，妥善合理弥补部门规章、行政规范性文件 and 自律监管规则之间的模糊地带，确保发行人、投资者、各中介机构等各方利益的公正平衡，确保债券虚假陈述责任纠纷类案件审判的法律效果和社会效果的统一。

感谢实习生高丹阳对本文的贡献。

<sup>13</sup> 参见郑朝晖：《会计师虚假陈述与勤勉尽责的认定》，载《审计与经济研究》，2001年第4期。



---

# 债券纠纷中介机构 民事责任应对：对发行人的虚 假陈述行为不能简单判令中介 机构承担连带责任

雷继平 李晓燕

---

《证券法》第163条中介机构对发行人虚假陈述承担连带责任，以致实践中部分案件不区分中介机构的主观过错程度、原因力大小，径直判令中介机构对投资者全部损失承担连带责任。这种简单的处理方式，导致过错程度较轻的中介机构需承担与其过错程度明显不相当的赔偿责任，不符合过错与责任相适应的公平原则，引起了中介机构的担忧。

## 一、中介机构连带责任的立法渊源

1998年《证券法》第161条规定：“为证券的发行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的专业机构和人员，必须按照执业规则规定的工作程序出具报告，对其所出具报告内容的真实性、准确性和完整性进行核查和验证，并就其负有责任的部分承担连带责任。”

该条释义中认为：“……其应承担的法律责任为：就其负有责任的部分承担连带责任。即当其出具的审计报告，资产评估报告或者法律意见书等事件核实，准确完整地反映委托单位的情况给投资者

造成损失时，出具报告的审计机构、验资机构和提供法律意见书的机构（律师事务所）和人员应当就其负有责任的部分承担赔偿责任。作为损失一方可以直接向出具报告的审计机构、验资机构和提供法律意见书的机构（律师事务所）和人员中的任何一方请求赔偿。被请求的任何一方，对于请求赔偿均不得拒绝。”

2003年2月1日实施的《关于审理证券市场因虚假陈述引发民事赔偿案件的若干规定》（下称“《虚假陈述司法解释》”）第24条、第27条规定的责任范围、责任承担方式与1998年《证券法》一致。《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》（下称“《虚假陈述司法解释理解与适用》”）对第27条的释义中进一步认为：“……就上述责任主体之间各自承担的赔偿责任份额的确定问题，应当按照各共同行为主观过错程度和行为的原因力综合判断，加以决定。”

《最高人民法院关于审理虚假陈述侵权纠纷案件有关问题的复函》中亦明确：“《规定》第二十四条内容，是从归责角度对中介服务机构及其

直接责任人作出过错推定责任承担总的规定，无论故意或过失，只要行为人主观具有过错，客观给他人造成了损失，该类虚假陈述行为人就其负有责任的部分承担民事责任。《规定》第二十七条内容，是从共同侵权角度对承担过错推定责任的各类虚假陈述行为人，如何判断其与发行人、上市公司构成共同侵权并承担连带责任作出的规定。当发行人或者上市公司存在虚假陈述行为时，上述负有特定义务的各类行为人如没有对虚假陈述内容予以纠正或保留意见，又没有证据证明其无过错（包括故意和过失），则其与发行人或者上市公司构成共同侵权，对投资人因此造成的损失承担连带责任。但专业中介服务机构及其直接责任人的民事责任限于其负有责任的部分。”

但自 2005 年修订《证券法》以来，中介机构的责任范围就从“就其负有责任的部分承担连带责任”修订为“承担连带赔偿责任”，扩大了中介机构承担责任的范围。2005 年《证券法》第 173 条规定：“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”（现《证券法》第 163 条）

对该条的释义认为：“证券服务机构制作和出具的证券服务性文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给买卖接受服务的证券的人造成损失，应当与证券发行人、上市公司共同承担连带赔偿责任。”

基于上述规定，已发生的大量涉及中介机构赔偿责任的虚假陈述纠纷案件中，均判令中介机构对投资者的全部损失承担连带赔偿责任，如“大智慧案”“金亚科技案”“昆明机床案”等。

## 二、《公司法》与《证券法》就会计师事务所民事责任存在立法上的冲突

2005 年《公司法》第 208 条第 3 款规定：“承担资产评估、验资或者验证的机构因其出具的评估

结果、验资或者验证证明不实，给公司债权人造成损失的，除能够证明自己没有过错的外，在其评估或者证明不实的金额范围内承担赔偿责任。”（现《公司法》第 207 条第 3 款）

该条释义中认为：“由于承担资产评估、验资或者验证的机构所出具的评估结果、验资或者验证证明不光是提供给有关部门，往往还要为广大社会公众、股民提供信息，因此，如果给他人造成损失，其损失往往是承担资产评估、验资或者验证的机构所不能预见的，如果让承担资产评估、验资或者验证的机构承担所有的损失而不加以限制的话，对承担资产评估、验资或者验证的机构也是不公平的。因此，本条规定，承担资产评估、验资或者验证的机构在其评估或者证明不实的金额范围内承担赔偿责任，即承担的是一种补充赔偿责任。”

根据上述规定，在出具不实资产评估、验资证明的情形下，会计师事务所应当在不实的金额范围内承担补充赔偿责任，与《证券法》关于中介机构承担连带赔偿责任的规定并不一致。

就 2005 年《公司法》第 208 条第 3 款（现《公司法》第 207 条第 3 款）与 2005 年《证券法》第 173 条（现《证券法》第 163 条）存在的冲突，最高法院综合考察其立法目的、制度价值、审计业务性质后，认为“公司法和证券法中分别就事务所法定审计这一相同事项规定了不同的法律责任类型，构成体系违反，应当认定为法律漏洞。对这一法律漏洞，需要借助于通行法理和司法解释进行补充。”<sup>1</sup>

## 三、最高法院通过目的性限缩的解释方法——会计师事务所连带责任仅限于故意行为，以填补立法漏洞

最高法院在制定《关于审理涉及会计师事务所所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》（下称“《审计侵权司法解释》”）时，以填补法律漏洞为出发点，在厘清规范背后的法理、考量法律体系之协调、公平原则的实现等的基础上，最终采取的法律解释方法及处理方式是，对《公司法》第 207 条第 3 款进行目的性限缩解释，仅适用于注册会计师过失提供不实报告的场合<sup>2</sup>，承担与过失

<sup>1</sup> 最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于会计师事务所审计侵权赔偿责任司法解释理解与适用》，人民法院出版社 2007 年版，第 168 页。

<sup>2</sup> 同上注，第 178 页。

相适应的补充赔偿责任，同时对《证券法》第 163 条也进行目的性限缩解释，将其适用范围限定于注册会计师故意的场合<sup>3</sup>，会计师事务所与被审计单位构成共同侵权，承担连带赔偿责任。

2007 年 6 月 15 日生效的《审计侵权司法解释》最终于第 5 条、第 6 条<sup>4</sup>区分会计师事务所的故意、过失，分别规定了会计师事务所的连带赔偿责任及补充赔偿责任。第 5 条规定了会计师事务所故意与推定故意的判断标准及连带赔偿责任，第 6 条则规定了会计师事务所过失的认定标准及补充赔偿责任。

#### 四、《公司法》和《证券法》几经修改，但最高法院对中介机构限缩解释的适用基础仍然存在

《审计侵权司法解释》以目的性限缩解释方法对 2005 年《证券法》第 173 条中介机构的责任作出限缩规定后，《证券法》历经 2013 年、2014 年、2019 年三次修订，未对 2005 年《证券法》第 173 条的规定作出实质修改（仅做了个别用词的调整）。《公司法》也历经 2013 年、2018 年两次修订，亦未对验资机构承担补充赔偿责任的规定作出实质修改。

对照表如下：

法律 修订年度	《公司法》	《证券法》
2005	第 208 条第 3 款 承担资产评估、验资或者验证的机构因其出具的评估结果、验资或者验证证明不实，给公司债权人造成损失的，除能够证明自己没有过错的外，在其评估或者证明不实的金额范围内承担赔偿责任。	第 173 条 证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。
2013	第 207 条第 3 款 承担资产评估、验资或者验证的机构因其出具的评估结果、验资或者验证证明不实，给公司债权人造成损失的，除能够证明自己没有过错的外，在其评估或者证明不实的金额范围内承担赔偿责任。	第 173 条 证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

<sup>3</sup> 同上注，第 181 页。

<sup>4</sup> 《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》第五条：注册会计师在审计业务活动中存在下列情形之一，出具不实报告并给利害关系人造成损失的，应当认定会计师事务所与被审计单位承担连带赔偿责任：（一）与被审计单位恶意串通；（二）明知被审计单位对重要事项的财务会计处理与国家有关规定相抵触，而不予指明；（三）明知被审计单位的财务会计处理会直接损害利害关系人的利益，而予以隐瞒或者作不实报告；（四）明知被审计单位的财务会计处理会误导利害关系人产生重大误解，而不予指明；（五）明知被审计单位的会计报表的重要事项有不实的内容，而不予指明；（六）被审计单位示意其作不实报告，而不予拒绝。对被审计单位有前款第（二）至（五）项所列行为，注册会计师按照执业准则、规则应当知道的，人民法院应认定其明知。

第六条：会计师事务所在审计业务活动中因过失出具不实报告，并给利害关系人造成损失的，人民法院应当根据其过失大小确定其赔偿责任。注册会计师在审计过程中未保持必要的职业谨慎，存在下列情形之一，并导致报告不实的，人民法院应当认定会计师事务所存在过失：（一）违反注册会计师法第二十条第（二）、（三）项的规定；（二）负责审计的注册会计师以低于行业一般成员应具备的专业水准执业；（三）制定的审计计划存在明显疏漏；（四）未依据执业准则、规则执行必要的审计程序；（五）在发现可能存在错误和舞弊的迹象时，未能追加必要的审计程序予以证实或者排除；（六）未能合理地运用执业准则和规则所要求的重要性原则；（七）未根据审计的要求采用必要的调查方法获取充分的审计证据；（八）明知对总体结论有重大影响的特定审计对象缺少判断能力，未能寻求专家意见而直接形成审计结论；（九）错误判断和评价审计证据；（十）其他违反执业准则、规则确定的工作程序的行为。

法律 修订年度	《公司法》	《证券法》
2014		第 173 条 证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。
2018	第 207 条第 3 款 承担资产评估、验资或者验证的机构因其出具的评估结果、验资或者验证证明不实，给公司债权人造成损失的，除能够证明自己没有过错的外，在其评估或者证明不实的金额范围内承担赔偿责任。	
2019		第 163 条 证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

也就是说，《审计侵权司法解释》第 5、6 条作出限缩解释的对象并没有发生实质变化，因此第 5、6 条仍然具有适用的基础和条件。同时，最高法院未对《审计侵权司法解释》作出修订，也可以印证最高法院仍然坚持认为《证券法》规定的中介机构（至少会计师事务所）连带赔偿责任应做目的性限缩解释，区分主观故意和过失分别承担连带赔偿责任和补充赔偿责任。

但现实情况是，在虚假陈述纠纷案件中，法院可能依据《审计侵权司法解释》第 5 条认定会计师事务所存在主观故意、应当承担连带责任。如在“金亚科技”案中，法院认定：“判断专业服务机构是否应对上市公司虚假陈述行为给投资者造成的全部损失承担连带责任，关键是该机构对上市公司虚假陈述行为是否‘知道或者应当知道’……结合上诉人引用的《审计侵权司法解释》第五条的内容分析，审计机构在按照执业准则、规则，依法履行审计职责后，应当知道被审计单位存在会计报表的重要事项有不实内容等情形，不予指明仍出具不实报告的，即应当认定审计机构对被审计单位的侵权行为‘知道或应当知道’”，最终判令会计师事务所对投资者的全部损失承担连带责任。

而依据《审计侵权司法解释》第 6 条认定会计师事务所存在过失、应承担补充赔偿责任的案例则凤

毛麟角，目前仅检索到一例。在〔2019〕粤03民初1834号案中，法院认定：“综合考量银信公司行为的过错程度、虚增估值占比、对市场的影响及其与原告所遭受损失的因果关系等因素，本院酌定银信公司对保千里公司因虚假陈述应赔偿原告损失30%的部分承担补充赔偿责任”。

## 五、《债券会议纪要》再度明确——区分中介机构的故意与过失承担相应责任

2020年7月15日发布生效的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称“《债券会议纪要》”）中强调：“对于债券欺诈发行、虚假陈述案件的审理，要按照证券法的规定，严格落实债券承销机构和债券服务机构保护投资者利益的核查把关责任，将责任承担与过错程度相结合。债券承销机构和债券服务机构对各自专业相关的业务事项未履行特别注意义务，对其他业务事项未履行普通注意义务的，应当判令其承担相应法律责任。”

同时于纪要第31条规定：“债券服务机构的过错认定。信息披露文件中关于发行人偿付能力的相关内容存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，足以影响投资人对发行人偿付能力的判断的，会计师事务所、律师事务所、信用评级机构、资产评估机构等债券服务机构不能证明其已经按照法律、行政法规、部门规章、行业执业规范和职业道德等规定的勤勉义务谨慎执业的，人民法院应当认定其存在过错。会计师事务所、律师事务所、信用评级机构、资产评估机构等债券服务机构的注意义务和应负责任范围，限于各自的工作范围和专业领域，其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，应当按照证券法及相关司法解释的规定，考量其是否尽到勤勉尽责义务，区分故意、过失等不同情况，分别确定其应当承担的法律责任。”

根据上述规定，在债券虚假陈述纠纷中介机构责任范围的问题上，回归到1998年《证券法》规定的“就其负有责任的部分”，表述为“限于各自的工作范围和专业领域”；在主观过错方面，未延续不区分主观过错程度的做法，而是明确应当区分故意和过失等情况分别确定应承担的法律责任；在责任承担方式上，未采用《证券法》《虚假陈述司法解释》中明确规定的“连带责任”，而是表述为“应当承担的法律责任”，具体责任承担方式未予明确。

《债券会议纪要》对中介机构责任认定做了更细致的规定，没有采取一刀切的简单处理方式，至少在债券虚假陈述纠纷中，为法院认定中介机构责任提供了更符合公平原则及实践需要的裁判指引。但由于会议纪要并非法律、司法解释，其效力可能受到挑战。

## 六、司法实践迫切需要更为明确的指导

2003年《证券法》规定中介机构“就其负有责任的部分承担连带责任”，最高法院以此为基础制定了《虚假陈述司法解释》。2005年《证券法》修订中介机构责任为“与发行人、上市公司承担连带赔偿责任”，但最高法院未对《虚假陈述司法解释》进行修订，二者已不相协调。《证券法》与《公司法》关于会计师事务所出具不实报告应承担的责任在立法上存在冲突，进一步造成法律适用的困扰。

为解决法律适用的难题，最高法院经过充分的论证，在2007年《审计侵权司法解释》提出了较为公平合理且具有可行性的解决方案，但却受制于《证券法》的明确规定，而未受到司法实践的重视，甚至于被弃之不顾。

到2020年《债券会议纪要》，又体现出了回归2003年《证券法》的倾向，但在责任承担方式上还需进一步明确。



司法实践中，法院也在《证券法》《虚假陈述司法解释》规定的“连带责任”之下，探索更符合过错与责任相适应的公平原则的处理方式。典型的处理方式是，综合考虑中介机构的职责范围及主观过错，确定其责任范围，并在此范围内判令中介机构承担连带责任，这也符合前述《虚假陈述司法解释理解与适用》中所阐明的规定原意。

近年发生的个别影响力较大的虚假陈述纠纷案中，法院即采取了上述处理方式。在某公司债券虚假陈述纠纷案件中，一审法院判令案涉债券发行的资信评级机构对发行人应负的民事责任在 10% 范围内承担连带赔偿责任、律师事务所对发行人应负的民事责任在 5% 范围内承担连带赔偿责任；在某上市公司证券虚假陈述纠纷案中，一审法院判令保荐人某证券公司对发行人赔偿义务在 40% 范围内承担连带赔偿责任、会计师事务所对发行人赔偿义务在 60% 范围内承担连带赔偿责任（该案二审已改判保荐人、会计师事务所均对全部损失承担连带责任）。

法律、司法解释规定的不完全一致，司法态度的反复，可能导致误读，既有损法律的权威，也不利于保护投资者和中介机构的利益，亟需更加明确的指导。

简单判令中介机构对全部损失承担连带责任无法公平合理地处理中介机构在虚假陈述纠纷中应承担的责任，这几乎已经成为了理论界和实务界的共识。在最高法院 3 月 9 日举办的 2021 年全国两会《最高人民法院工作报告》系列解读全媒体直播访谈第二场活动中，最高法院审判委员会专委刘贵祥也强调，“在有些财务造假案件中，中介机构对企业的财务造假活动，因为核查手段等限制没有发现，在这种情况下，人民法院也强调责任追究的过罚相当，责任与过错相一致，而不是采取一刀切，不问过错程度一律让中介机构承担全部连带责任”。

实践中，法院对于中介机构的责任范围认定也做了有益的尝试，而针对债券虚假陈述纠纷中介机构的责任，《债券会议纪要》已作特别规定，仅责任承担方式为连带责任或按份责任或补充赔偿责任未在规定中予以明确，我们将另文探讨。基于前述，债券虚假陈述纠纷案件中不应再简单判令中介机构对全部损失承担连带赔偿责任。



---

# 债券纠纷中介机构 民事责任应对： 应区分发行人会计责任与中介 机构的审计责任

雷继平 李时凯

---

债券纠纷中，因财务信息虚假陈述的案件十分常见。有观点认为，如果发行人财务信息存在虚假陈述的情形，会计师事务所应与发行人一起承担连带责任。这一观点将会计师事务所的审计行为等同于发行人的会计行为，混淆了发行人的会计责任与中介机构的审计责任。本文拟从区分会计与审计的角度，梳理债券纠纷中会计师事务所的民事责任的认定问题。

## 一、虽然会计师事务所的审计责任与发行人的会计责任有关联，但二者的责任性质却不相同

从源头上讲，审计是从会计中发展和分离出来的，二者具有较强的关联性。债券业务中，二者的处理对象都是发行人的会计资料；二者的目标都是按照国家的有关法律规定和执业准则，向利害关系人提供真实可靠的财务会计信息；二者所反映和监督的都是发行人的经济活动。但是，二者在行为主体、法律依据、责任的性质、责任的认定标准和承担方式等方面，存在着实质性差异。

会计行为主要受《会计法》规制。根据《会计法》第3、4和21条的规定，发行人（被审计单位）必须依法设置会计账簿，并保证其真实、完整，发行人的负责人及经营管理人员负有健全企业内部控制制度，提供真实的、公允的会计信息等方面的职责，并对发行人的会计工作和会计资料、财务会计报告的真实性和完整性负责。若发行人负责人及经营管理人未能保证会计资料的真实、完整而提供虚假会计资料，如编制虚假会计报表、人为调节利润、高估资产和利润等，发行人承担的是会计责任。

商业活动中的审计行为，主要受《注册会计师法》规制。根据《注册会计师法》第6、14、16、20和21条的规定，审计，即出具包含审计意见的审计报告，是会计师事务所可以开展的业务之一。虽然是接受发行人的委托，但注册会计师和会计师事务所应当依法独立、公正地执行审计业务，其法定职责是，在审计过程中依据审计准则和职业判断，对发行人的财务信息做出评价和鉴证，发现并披露其中存在的错误、舞弊

等。因此，会计师事务所本身并不参与发行人的经济活动以及发行人会计资料的形成过程，其所作的审计判断是基于发行人自身会计判断之上的再判断，注册会计师也因此被誉为“不拿政府工资的经济警察”。如果未能履行上述法定职责，没有发现和披露发行人会计资料中存在的错误、舞弊行为及发行人经营风险的，会计师事务所应对其作出的审计判断，即其出具的审计报告负责，其承担的是审计责任。

可见，发行人的会计行为是对自身经济活动的反映和评价，其有条件、更有义务确保自身财务信息的真实、完整、准确，是财务信息披露真实性、完整性、准确性的第一位责任主体；一旦出现财务信息披露不实的情形，发行人必然要承担责任。但是，会计师事务所的职责是运用一定的方法和程序，去“发现和披露发行人财务信息的错弊”，至于会计师事务所客观上能否真的“发现错弊”，却应另当别论。对于客观上“没有发现错弊”而产生的“报告不实”情形下，会计师事务所是否必然承担责任，也应区分报告不实的原因，分别评价。

## 二、会计师事务所提供的是合理保证，而非绝对保证，所保证的是相对真实，而非绝对真实

众所周知，警察无法保证，客观上也不可能侦破所有案件，否则就不会有积案、悬案的发生；但是，我们不仅容许，而且同意“警察不能侦破所有的案件”。作为“经济警察”，会计师事务所也是如此，如果能够发现大多数的、重要的错误或舞弊并予以披露，便可认为其完成了“经济警察”法定职责。这就是会计师事务所的“合理的保证责任”，即审计自身的固有局限。

会计师事务所之所以只提供合理保证，而非绝对保证，主要有三个方面的理论基础。一是“容许性危险与违法阻却”，因为审计是以谋求公众利益为自身目的，即维护发行人的公众投资者的利益，故审计失败具有正当性，属于“容许性危险”的一种，不构成违法行为。二是审计成本效益理论，任何经济活动都有成本，基于利益最大化的考虑，发行人的公共投资者也不会要求会计师事务所查出所有的错弊。三是审计技术原理自身具有局限性，被审计的财务资料存在固有风险，且现代审计所通常采用的抽样审计方式，必然不能保证将被审计财务资料中的所有错误都揭露出来，这一审计风险无法绝对避免。因此，注册会计师即使实施了恰当的审计程序，也难以保证所获取信息的完整性，会计师事务所出具审计报告所保证的是“相对真实”，而非“绝对真实”。

《1101号审计准则》第20条规定：“注册会计师应当按照审计准则的规定，对财务报表整体是否不存在由于舞弊或错误导致的重大错报获取合理保证，以作为发表审计意见的基础。合理保证是一种高水平（但非绝对的）保证。当注册会计师获取充分、适当的审计证据将审计风险降至可接受的低水平时，就获取了合理保证。由于审计存在固有限制，注册会计师据以得出结论和形成审计意见的大多数审计证据是说服力而非结论性的，因此，审计只能提供合理保证，不能提供绝对保证。”

## 三、审计报告真实与否，应由法定的审计程序来加以比较衡量，而不能以审计报告与实际结果是否有出入来加以衡量

由于审计报告所反映的财务信息是相对真实，而非绝对真实，因此，在认定会计师事务所是否出具不实报告时，其认定标准自然也是相对的，而不是绝对的，不能以审计报告客观上是否存在错误为标准，而应以会计师事务所是否遵守工作程序、是否尽到职业谨慎义务为标准。因此，《审计侵权司法解释》第7条也规定，“会计师事务所能够证明存在以下情形之一的，不承担民事赔偿责任：（一）已经遵守执业准则、规则确定的工作程序并保持必要的职业谨慎，但仍未能发现被审计的会计资料错误。”

在（2015）梅民初字第1486号案中，法院明确指出，“如果会计师事务所保持必要的职业谨慎，严格遵守执业准则和规则即‘执业准则’，但仍未能揭示被审计事项中的个别错弊，即属于审计活动的固

有风险。因此，审计报告真实与否，应由法定的审计程序来加以比较衡量，而不能以审计报告与实际结果是否有出入来加以衡量。……被审计单位故意隐瞒的行为，主要涉及被审计单位的会计责任，并无法作为 ZT 所承担审计责任的直接证据，且 ZJZM 公司亦无举证证明 ZT 所存在司法解释第五条规定的被审计单位与会计师事务所共同故意出具不实报告的情形，因此，ZT 所并不因 JS 公司故意隐瞒行为对 ZJZM 公司承担审计责任。”

#### **四、会计师事务所承担的是过错责任，只有审计行为存在过错时，才承担赔偿责任，无须就审计风险担责**

会计师事务所出具不实报告，既可能是因为审计合谋，也可能是由于审计失败，还可能是审计固有局限的结果。根据《证券法》第 163 条（原第 173 条）的规定，会计师事务所出具审计报告，如果已经勤勉尽责，且有证据证明自己没有过错的，则无须承担会计责任。《审计侵权司法解释》第 4 条也规定，“会计师事务所因在审计业务活动中对外出具不实报告给利害关系人造成损失的，应当承担侵权赔偿责任，但其能够证明自己没有过错的除外。”同时，前述《审计侵权司法解释》第 7 条第（一）项，也将审计自身固有局限作为会计师事务所的免责事由。

此外，《债券纪要》第 31 条规定，“债券服务机构的过错认定。……会计师事务所……不能证明其已经按照法律、行政法规、部门规章、行业执业规范和职业道德等规定的勤勉义务谨慎执业的，人民法院应当认定其存在过错。”这进一步表明，如果会计师事务所能够证明其审计程序已经遵守有关法律、法规及业务准则，已经勤勉尽责，不存在过错，则会计师事务所依法不承担侵权赔偿责任。

#### **五、即便会计师事务所要承担责任，也应区分故意与过失，以及过失的程度，并据此相应地确定其审计责任**

根据《证券法》和《审计侵权司法解释》，会计师事务所的会计责任，采过错推定原则，该原则仍然是过错原则，即“有过错担责，无过错不担责”，只不过是推定会计师事务所所有过错，由会计师事务所举证证明自身无过错。

##### **（一）如果会计师事务所故意参与、放任不实报告的出具，或者应当知道报告不实却仍出具的，则其与发行人承担连带赔偿责任**

审计合谋是指在审计过程中，注册会计师不顾及审计准则的基本要求，故意参与、迎合发行人的财务报告舞弊的行为，应认定为会计师事务所与发行人共同侵权，由二者承担连带责任，自无疑问。“故意”既有“作为”的故意，即追求并促成不实报告的出具，如《审计侵权司法解释》第 5 条第一款第（一）和（六）项规定的情形；也有“不作为”的故意，即明知而放任不实报告的出具，如《审计侵权司法解释》第 5 条第一款第（二）至（五）项规定的情形。

需特别指出的是，第一，《审计侵权司法解释》关于“故意”的认定，突破了侵权法的一般理论，把“应当知道”从“过失”中剥离，将其纳入“故意”的范畴。传统的侵权法理论认为，主观方面的“应当知道”是被作为疏忽大意的过失来对待的，但《审计侵权司法解释》第 5 条第二款将会计师事务所“应当知道”的几种特定情形，推定为“明知”，认定为“不作为”的故意，该条规定，“对被审计单位有前款第（二）至（五）项所列行为，注册会计师按照执业准则、规则应当知道的，人民法院应认定其明知。”第二，《审计侵权司法解释》仅对故意行为做了列举，并未设置兜底条款，因此，不能扩大化认定会计师事务所的“故意”。

## （二）如果会计师事务所因过失出具不实报告，则应区分过失的程度，由其承担补充赔偿责任

审计失败是指会计师事务所在审计过程中未能按照审计准则的要求执业，因而未能将发行人会计资料中的舞弊事项审查出来。根据《审计侵权司法解释》第6条，对于过失出具不实报告的情形，会计师事务所应当承担与其过失相适应的补充赔偿责任，该条规定列举了九种过失的情形，并做了兜底性的规定。<sup>1</sup>

需特别指出的是，第一，关于会计师事务所审计侵权应承担连带责任还是补充责任，《证券法》不区分故意过失，统一规定为连带责任，《公司法》将其统一规定为补充责任，最高法院认为这属于法律漏洞，需要通过法律解释进行漏洞补充，并在《审计侵权司法解释》中区分故意与过失，认为前者应承担连带责任（审计合谋），后者应承担补充责任（审计失败）。虽然《审计侵权司法解释》的效力级别低于《证券法》，但是其作为正式施行的司法解释，在出台前，最高法院应征询过全国人大法工委和国务院法制办的意见，且该规定更合乎“不同情形，不同处理”的公平法理，故司法实践中仍应按照《审计侵权司法解释》执行。第二，关于过失的程度，理论上，过失分为重大过失、普通过失与轻微过失，但实际案例中很难给出三者之间的区分界限，尤其是在目前还未就哪些注意事项属于重大事项，哪些注意事项是一般事项形成规定和指引的情形下，这有赖于法官的自由裁量权。

## 六、部分司法案例体现出应区分过错程度确定会计师事务所责任的原则，不适用会计师举证责任倒置的情形，以及行政处罚对审计侵权责任认定的重要影响

### （一）应按照过错程度，由会计师事务所与其他中介机构区分份额地承担责任

在（2019）川01民初2177号案中，一审法院在依据行政处罚决定书认定RH会计师事务所存在未勤勉尽责的过错后认为，“有必要评价不同主体的侵权行为所造成的后果，以区分各自应当的责任份额，实现责任与侵权行为、主观过错程度相匹配”，并认为RH会计师事务所的勤勉尽责义务高于证券公司，故判令RH会计师事务所对被审计单位赔偿义务在60%范围内承担连带赔偿责任，证券公司在40%范围内承担连带赔偿责任。

### （二）虽然《审计侵权司法解释》规定了举证责任倒置，但会计师事务所可主张，关于是否存在不实报告的待证事实，不适用举证责任倒置规则

在（2015）梅民初字第1486号案中，法院认为，“虽然司法解释对会计师事务所过错及因果关系采举证责任倒置的归责原则，但举证责任的倒置并不改变举证责任分配的一般原则，对权利成立规范要件事实即出具不实审计报告并不受到影响，仍应由ZJZM公司承担，ZJZM公司仍应提供认定不实报告的初步证据。”

### （三）如未被证监会作出处罚，会计师事务所可据此抗辩无须承担审计侵权责任

在（2010）粤高法民二终字第48号案中，虽然证监会对发行人KL公司的董事作出行政处罚，但并未对D会计师事务所作出行政处罚，该案法院认为，“无证据反映D会计师事务所知道或者应当知道KL公司当时正在实施相关的虚假陈述行为”，驳回投资人对D会计师事务所的诉讼请求。

在（2019）辽民终303号案中，虽然证监会对发行人S集团及其高级管理人员作出行政处罚，但并未对ZT会计师事务所作出行政处罚，该案仍处于发回重审的二审中，根据网络媒体报道，发回重审一审判决仍然驳回了投资人对ZT会计师事务所的诉讼请求。

<sup>3</sup> 《审计侵权司法解释》第6条第二款规定：“注册会计师在审计过程中未保持必要的职业谨慎，存在下列情形之一，并导致报告不实的，人民法院应当认定会计师事务所存在过失：（一）违反注册会计师法第二十条第（二）、（三）项的规定；（二）负责审计的注册会计师以低于行业一般成员应具备的专业水准执业；（三）制定的审计计划存在明显疏漏；（四）未依据执业准则、规则执行必要的审计程序；（五）在发现可能存在错误和舞弊的迹象时，未能追加必要的审计程序予以证实或者排除；（六）未能合理地运用执业准则和规则所要求的重要性原则；（七）未根据审计的要求采用必要的调查方法获取充分的审计证据；（八）明知对总体结论有重大影响的特定审计对象缺少判断能力，未能寻求专家意见而直接形成审计结论；（九）错误判断和评价审计证据；（十）其他违反执业准则、规则确定的工作程序的行为。”

---

# 债券纠纷中介机构 民事责任应对：对发行人虚假 陈述行为之发生是否存在过错 之抗辩

雷继平 李时凯

---

## 引言

债券虚假陈述案件作为一种特殊侵权案件，其在确定中介机构的责任承担时，仍需满足侵权行为中的过错要件，但此类案件中的过错要件认定又具有特殊性——过错推定，本文即尝试分析债券虚假陈述案件中，中介机构针对过错要件可以提出哪些抗辩。

### 一、针对中介机构的特殊归责原则：过错推定

主观过错是一般侵权责任的必备构成要件，结合《证券法》第85条<sup>1</sup>、第163条<sup>2</sup>，可以发现，我国在采纳“市场欺诈理论”的前提下，对于不同的责任主体采取了不同的归责原则，<sup>3</sup>具体如下：

(1) 针对发行人等信息披露义务人，立法采用无过错归责原则，即若因信息披露义务人的虚假陈述行为，导致投资者遭受了损失，“信息披露义务人应当承担赔偿责任”；

(2) 针对证券承销商、保荐人、专业服务机构等，立法采用的过错推定归责原则，在信息披露义务人因虚假陈述致投资者产生损失时，上述人员应当与发行人/委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

---

<sup>1</sup> 《证券法》第85条规定：“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

<sup>2</sup> 《证券法》第163条规定：“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

<sup>3</sup> 参见赵明悦：《论证券虚假陈述在民事诉讼中的举证责任》，载《齐鲁金融法律评论》（2020年卷），第92页。



在最高人民法院《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》（法释〔2003〕2号，下称“《虚假陈述司法解释》”）第21条<sup>4</sup>、第23条<sup>5</sup>以及第24条<sup>6</sup>中，也采用了此种归责原则。因本文所探讨的对象为债券发行中的中介机构，故应着重探讨在推定过错归责原则下，中介机构就此应作何应对。

一般认为，过错推定原则并不属于侵权法上单独的归责原则，而是隶属于过错原则。过错推定原则较之于一般过错原则，最主要的区别在于对过错的证明责任分配不同：在一般过错原则中，前提性假设是被告没有过错，依据“谁主张，谁举证”的原则，由原告承担证明被告有过错的举证责任；而在过错推定责任之下，前提性假设是被告有过错，此时举证责任倒置，由被告证明自己没有过错，若被告不能证明自己没有过错，则认定其存在过错。

因此，在债券纠纷案件中，中介机构针对过错要件的抗辩，其实质应理解为中介机构应如何证明自己没有过错。

## 二、中介机构没有过错的抽象标准：勤勉尽责

对于如何认定中介机构的过错，最高人民法院在《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称“《债券会议纪要》”）作出了一定的解答，第31条规定：“信息披露文件中关于发行人偿付能力的相关内容存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，足以影响投资人对发行人偿付能力的判断的，会计师事务所、律师事务所、信用评级机构、资产评估机构等债券服务机构不能证明其已经按照法律、行政法规、部门规章、行业执业规范和职业道德等规定的勤勉义务谨慎执业的，人民法院应当认定其存在过错。”因此，中介机构是否尽到“勤勉义务谨慎执业”成为认定其是否存在过错的关键。

而《证券法》采取的认定标准则为勤勉尽责，《证券法》第163条规定，中介机构在出具报告时，“应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证”。

《债券会议纪要》所要求的尽到“勤勉义务谨慎执业”可以等同于《证券法》第163条所说的“勤勉尽责”，在现行立法体系下，中介机构证明自己没有过错与证明自己“勤勉尽责”具有逻辑一致性<sup>7</sup>，因此，抽象来说，中介机构在债券虚假陈述纠纷中的证明责任是：证明自己勤勉尽责。

## 三、中介机构没有过错的具象认定：行为合规 + 职业谨慎

“勤勉尽责”虽耳熟能详，但该标准仍较为抽象，有必要对概念作出进一步的细化，以增强其在实践中的可操作性。

### （一）中介机构需证明自己的行为符合行业执业规范

《证券法》自施行以来，经历了六次修订，纵向比较该六次修订中关于中介机构过错的认定部分，可以发现，现行“勤勉尽责”的标准是在遵守“执业规则”的基础上演变而来。具体体现在《证券法》（2004年修正）第161条的规定修改为《证券法》（2019年修正）第163条的规定。

<sup>4</sup> 《虚假陈述司法解释》第21条：“发起人、发行人或者上市公司对其虚假陈述给投资人造成的损失承担民事赔偿责任。发行人、上市公司负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员对前款的损失承担连带赔偿责任。但有证据证明无过错的，应予免责。”

<sup>5</sup> 《虚假陈述司法解释》第23条：“证券承销商、证券上市推荐人对虚假陈述给投资人造成的损失承担连带赔偿责任。但有证据证明无过错的，应予免责。负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员对证券承销商、证券上市推荐人承担的赔偿责任负连带责任。其免责事由同前款规定。”

<sup>6</sup> 《虚假陈述司法解释》第24条：“专业中介服务机构及其直接责任人违反证券法第一百六十一条和第二百零二条的规定虚假陈述，给投资人造成损失的，就其负有责任的部分承担赔偿责任。但有证据证明无过错的，应予免责。”

<sup>7</sup> 参见缪因知：《证券虚假陈述赔偿中审计人责任构成要件与责任限缩》，载《财经法学》2021年第2期，第105页。



《证券法》（2004年修正）第161条	《证券法》（2019年修正）第163条
<p>为证券的发行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的专业机构和人员，必须按照执业规则规定的工作程序出具报告，对其所出具报告内容的真实性、准确性和完整性进行核查和验证，并就其负有责任的部分承担连带责任。</p>	<p>证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。</p>

可以看出，“勤勉尽责”是对“按照执业规则规定的工作程序出具报告”吸收而来，因此，中介机构欲证明自己尽到勤勉尽责义务，第一步即应证明自己的行为符合行业的执业规范。

《公司债券发行与交易管理办法》（中国证券监督管理委员会令第180号）第6条对此也明确规定，中介机构应当勤勉尽责，“严格遵守执业规范和监管规则，按规定和约定履行义务”。

## （二）中介机构还需证明尽到职业谨慎义务

在中介机构的行为符合行业执业规范的前提下，对于是否需要进一步考察中介机构有无尽到执业谨慎义务存在分歧。以审计业务为例，一直以来，会计界与法律界对于如何认定财务报告的真实性存在较大的分歧，会计界认为，从程序正当性的角度出发，只要审计行为遵循了正当的审计程序，严格按照独立审理准则完成财务报告，即使报告结果与实际情况存在偏差，该份报告也应属于“真实的财务报告”<sup>8</sup>，而法学界则更加关注实体真实，即使按照正当程序出具的报告，仍有可能存在错误，因此要求中介机构尽到职业谨慎义务。<sup>9</sup>

事实上，现行实践中，监管机构与司法机关已倾向于认为中介机构在执业过程中，不仅要满足行业执业规范，还要尽到职业谨慎义务。

以证监会对会计师事务所作出的处罚案例为例，如中国证监会〔2019〕135号《中国证监会行政处罚决定书》所载：“审计机构的勤勉尽责义务为过程性要求而非以结果论，北京XX所作为专业审计机构，调查手段固然有限，但依法应对审计证据中明显的异常保持应有的关注和职业怀疑；对审计过程中的异常性和风险点，应勤勉尽责，依法履行审计职责，不应以手段有限而塞责。”此种观点代表了证监会对会计师事务所的主流观点，中国证监会〔2019〕110号《中国证监会行政处罚决定书》也表达了这样的立场。

证监会对于律师事务所也持同样态度，如中国证监会〔2017〕70号《中国证监会行政处罚决定书》载明：“判断律师在IPO项目中是否勤勉尽责，可以从两方面考虑：一是是否严格按照《管理办法》《执业规则》及《编报规则》第12号进行执业，二是在发表法律意见时是否履行了必要的核查验证程序，获取足以支撑发表意见的证据材料。该所在该IPO项目执业过程中，存在违反《管理办法》《执业规则》及《编报规则》第12号的情形；同时对于从其他中介机构取得的工作底稿资料未履行必要的核查验证程序，未尽到一般注意义务。”

<sup>8</sup> 参见彭真明：《论会计师事务所不实财务报告的民事责任——兼评上海大智慧公司与曹建荣等证券虚假陈述责任纠纷案》，载《法学评论》2020年第1期，第185页。

<sup>9</sup> 参见姜磊、段威：《新〈证券法〉下会计师事务所虚假陈述民事责任的界定》，载《法律与税务》2021年第4期，第102页。

同时，法院裁判亦采用类似观点，例如在（2020）京行终 618 号《行政判决书》中，北京高院认为：“在认定注册会计师是否勤勉尽责的问题上，应对其过程性特征而非单纯的审计结论给予充分关注，应当考虑注册会计师是否遵循审计准则，是否获取合理保证，是否在整个审计过程中始终运用职业判断和保持职业怀疑，在识别评估重大错报风险，设计实施应对措施，获取评价审计证据，形成审计意见等重要审计环节体现出注册会计师的高度专业性和应有的职业水准，从而减少发表不恰当审计意见的可能性，降低审计风险。客观上，评价注册会计师是否勤勉尽责不妨以同样的专业人士在办理类似专业工作中所应秉持的勤勉和注意程度作为参照标准，考察被评价对象是否有进一步作为的空间和余地，而非被评价对象主观的认知与能力。作为判断勤勉尽责的外化标准则是，有充分证据证明注册会计师已经按照审计准则的要求，保持职业怀疑，运用职业判断，获取合理保证。”

由此，中介机构在债券虚假陈述纠纷中，除证明自己行为符合行业执业规范以外，还需证明在行为过程中，已尽到职业谨慎义务。

#### 四、对职业谨慎义务的进一步分析

职业谨慎义务的标准虽已在实践中得以适用，但该概念仍然相对抽象，有必要对该概念进行进一步分析。

##### （一）职业谨慎义务本质上应认定为注意义务

职业谨慎义务的实质应理解为注意义务，是注意义务的一种形态。有学者将违反注意义务的情形总结归纳为以下四种情形：1. 违反“合理人”标准；2. 违反成文法规；3. 违反专业标准；4. 事实及证据法则（主要是指在被告较容易接触到构成过失之事实的情况，有时被用来把原告的举证责任转移到被告）。<sup>10</sup> 对于未尽到职业谨慎义务的情形，其实质应理解为违反专业标准的情形，由此可知，职业谨慎义务属于注意义务的一种，特指具有特殊专业技能的专业人员，如医生、会计师、律师等在执业过程中，是否有达到通常专业人员所具备的专业能力。

##### （二）职业谨慎义务的进一步区分：特殊注意义务与普通注意义务

我国将职业谨慎义务进一步区分为特殊注意义务与普通注意义务。《公司债券发行与交易管理办法（2021）》第 45 条第 3 款以正面规定的方式，明确了“证券服务机构及其相关执业人员应当对与本专业的业务事项履行特别注意义务，对其他业务事项履行普通注意义务”，《债券会议纪要》从反面明确：“债券承销机构和债券服务机构对各自专业相关的业务事项未履行特别注意义务，对其他业务事项未履行普通注意义务的，应当判令其承担相应法律责任。”

上述规定的实质内容为：法律提高了中介机构对其专业事项的注意义务，而对于非其专业领域内的事项，则只需尽到普通的注意义务，如律师事务所通常可以直接引用会计师事务所出具的相关意见（一般仅要求履行普通的核查验证），而无须对该意见进行专业复核查验证，除非其明知该意见存在问题，或该意见存在显而易见的问题。

中介机构的普通注意义务与民法理论上的一般注意义务不完全相同，债券市场中，中介机构的普通注意义务是以其他机构的特别注意义务为前提的，各个专业机构需要对自己职责范围内专业事项负有特别注意义务，而这些特别注意义务又属于其他机构的普通注意义务。

<sup>10</sup> 见张淑宁：《浅析英美法上的过失侵权》，载人民法院网：<https://www.chinacourt.org/article/detail/2007/01/id/231516.shtml>，最后访问时间 2021 年 5 月 19 日。

如此规定，背后的理由在于，“对证券服务机构各自职责范围内的事项课以特别注意义务，是基于专业分工、职责范围的划分，目的是督促其勤勉尽责；对非其职责范围内的事项要求证券服务机构仅负有普通注意义务，目的是不强人所难、不苛责。”<sup>11</sup>

### （三）职业谨慎义务的认定应结合行业特质以及个案情况进行具体分析

对于中介机构应如何行为才能被认定为满足职业谨慎义务，法律并未作出相关规定。可以考虑参考最高院民二庭对会计师事务所的职业谨慎义务的详细解读，最高院民二庭在《最高人民法院关于会计师事务所审计侵权赔偿责任司法解释理解与适用》一书中认为，所谓审计活动中必要的职业谨慎，又被称为审计应有的关注，即在审计工作中保持应有的谨慎、认真、仔细、适当的怀疑。<sup>12</sup>

对此审计活动的职业谨慎，最高院民二庭做了进一步细化，判断会计师事务所是否保持了必要的职业谨慎，通常从以下四方面入手：1. 是否制定了切实可行的审计计划，合理、妥善安排审计工作；2. 是否有合理的怀疑精神和敏锐的观察能力，若在审计过程中发现疑点，必须进一步查明；3. 是否实施了比较完善的审计程序，审计结论应有充分的审计证据；4. 是否遵守了职业道德规范。<sup>13</sup>

此认识可以作为认定会计师事务所是否尽到职业谨慎的参考。而对于律师事务所等中介机构，则需要实践中进一步作出总结。

## 五、监管机关采取了行政处罚或行政监管措施并不直接等同于中介机构应承担民事责任

在债券虚假陈述纠纷的实践中，原告多倾向于将监管机关对中介机构作出的行政处罚或行政监管措施作为证据提交法院，并就此主张中介机构具有过错，但事实上，不能够将存在行政处罚或行政监管措施直接等同于中介机构应承担民事责任，中介机构应根据文书类型以及具体内容等进行应对。

### （一）依据现有司法实践观点，监管机构采取警示函、监管谈话、通报批评等措施并不能直接作为中介机构承担赔偿责任的依据

监管机构采取的警示函在性质上不属于行政处罚决定书，不能直接作为中介机构承担赔偿责任的依据，中介机构甚至可以据此抗辩，在监管机关采取监管谈话等措施后，并未进一步做出行政处罚，足以证明相关主体行为符合规范，尽到职业谨慎的义务，监管机关认为不应被处罚等。

如大连中院在（2019）辽02民初1794号《民事判决书》中认为：“中国证监会大连监管局虽对某会计所作出《关于XX会计师事务所（特殊普通合伙）采取出具警示函措施的决定》，全国中小企业股份转让系统有限责任公司对某证券公司作出《关于对XX证券股份有限公司采取自律监管措施的决定》，但上述警示函或决定并非行政处罚决定，根据《虚假陈述司法解释》第六条规定，不足以依据上述警示函或决定，直接认定XX会计所或XX证券承担民事责任。”

再如湖南高院在（2020）湘民终121、122号《民事判决书》中认为，“湖南证监局对该所的XX等三名会计师采取监管谈话措施，经本院向湖南证监局核实，监管谈话是为了对相关审计人员进行提醒和诫勉，只是一种监督措施，并不是行政处罚，不能以监管措施作为处罚或赔偿的依据。至于XX所的两名会计师被深交所给予通报批评处分，系交易场所根据自身的管理规定对其作出的自律性处理，并非行政处罚。”

<sup>11</sup> 参见赵磊：《债券虚假陈述中信用评级机构的注意义务》，载《人民法院报》2021年4月29日。

<sup>12</sup> 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于会计师事务所审计侵权赔偿责任司法解释理解与适用》，人民法院出版社2015年版，第168页。

<sup>13</sup> 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于会计师事务所审计侵权赔偿责任司法解释理解与适用》，人民法院出版社2015年版，第169页。

## （二）依据行政处罚或行政监管措施的具体内容进行应对，对于于己有利的事实甚至可以为我所用

中介机构在应对原告提交的行政处罚或行政监管措施等证据时，应仔细研读相关内容，在必要时，中介机构甚至可以将相关行政处罚或行政监管措施等相关材料作为己方证据提交法院。

如在（2019）辽 02 民初 1794 号案中，原告向法院提交大连证监局对被告公司及其法定代表人作出的《行政处罚决定书》，但法院对于该《行政处罚书》的内容作出了对中介机构有利的事实认定，法院认为，“《行政处罚决定书》（〔2016〕1 号）认定了 XX 集团在 2014 年 10 月至 2016 年 5 月 11 日间存在关联资金交易，未及时披露关联交易信息的行为，从行政处罚决定书认定的关联资金交易的方式看，XX 集团与王某之间的关联资金交易具有隐蔽性，从 JTYT、BCYT、PS 装饰、CR 广告公示的工商信息资料等无法判断其由王某实际控制，在有限的核查手段下，关联方信息的披露主要依赖于 XX 集团及王某的主动披露。”并结合其他内容，法院驳回了原告对中介机构的诉讼请求。

当然，监管机关未作出行政处罚或者未采取行政监管措施，也不意味着中介机构就无须承担相应民事责任。一方面，《债券会议纪要》第 9 条已经规定，“欺诈发行、虚假陈述行为人以债券持有人、债券投资者主张的欺诈发行、虚假陈述行为未经有关机关行政处罚或者生效刑事裁判文书认定为由请求不予受理或者驳回起诉的，人民法院不予支持”，即民事诉讼案件的立案受理不再以行政处罚前置程序为前提。另一方面，最近也出现了在没有行政处罚和行政监管措施的情况下，判令中介机构承担民事责任的案例。

## 结语

中介机构在债券虚假陈述案件中，需要已尽到勤勉尽责义务，对此，中介机构不仅要证明其行为符合行业执业规范，还需要证明已尽到职业谨慎义务，从而达到免责或者减责的效果。

*感谢实习生高丹阳对本文的贡献。*



# 证券争议解决



---

# 关于实际控制人“指使” 上市公司信息披露违法 的几点辨析意见

刘凌云 沈迪 李明乐 张心瑜

---

近期，我们在中国证监会连续代理了几起上市公司的实际控制人被指控“指使”上市公司从事信息披露违法行为的行政处罚听证案。本文梳理了我们关于如何认定实际控制人“指使”行为的几点辨析意见，供评议指正。

2005年修订的《证券法》第一百九十三条<sup>1</sup>第三款和2019年修订的《证券法》第一百九十七条<sup>2</sup>均规定，上市公司的控股股东、实际控制人指使上市公司从事信息披露违法行为的，应当依照上市公司信息披露违法的罚则进行处罚。

然而，既往的行政处罚案例并没有对“指使”行为做出明确的界分，要么将实际控制人参与上市公司相关交易的行为认定为“指使”上市公司实施信息披露违法行为，要么将实际控制人隐瞒或者未向上市公司告知相关交易事项认定为“指使”，而对于同时担任上市公司董事长职务的实际控制人，则将其在董事长任职期间实施的与上市公司信息披露违法相关的行为认定为实际控制人的“指使”行为。

我们认为，这三类现象分别混淆了实际控制人“指使”行为应具备的客体、行为和职权三个要素，具体辨析如下：

---

<sup>1</sup> 2005年《证券法》第一百九十三条规定：“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。”

发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告，或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人指使从事前两款违法行为的，依照前两款的规定处罚。”

<sup>2</sup> 2019年《证券法》第一百九十七条规定：“信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，责令改正，给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。”

信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。”



## 问题一：实际控制人参与上市公司相关交易的行为是否当然构成“指使”上市公司实施信息披露违法行为？

我们认为，答案是否定的，因为：

实际控制人“指使”的客体应当是信息披露行为，不是交易行为，不能因为实际控制人参与了上市公司的交易行为，就认定实际控制人“指使”了上市公司实施信息披露违法行为。

上市公司对其交易（例如买卖、担保等）的信息披露涉及两个法律行为：交易行为和信息披露行为。前者属于《民法典》规定的一般民事法律行为，后者是《证券法》规定的特殊法律行为。交易行为与信息披露行为在主体、客体和法律效果方面各不相同。信息披露行为以交易行为（事项）为客体，以对交易行为负有信息披露义务的人为主体。

2005年《证券法》第一百九十三条和2019年《证券法》第一百九十七条规定的上市公司信息披露违法是指上市公司实施的信息披露行为（包括作为和不作为）违法，而非交易行为违法。相应地，该条规定的控股股东、实际控制人指使的“违法行为”是指上市公司实施的信息披露行为，而非交易行为。

因此，在认定实际控制人“指使”上市公司信息披露违法时，应区分实际控制人指示、参与的是“信息披露行为”还是“交易行为”。

特别是没有担任上市公司董事、监事和高级管理人员（下称“董监高”）的实际控制人，他们通常不参与上市公司的具体经营管理，不会对交易行为如何落实、是否应当审议、披露以及如何披露等提出具体要求。除非有明显的优势证据证明实际控制人就信息披露行为对上市公司董监高作出过明确指示，否则不能仅仅由于实际控制人指示或参与了相关交易行为就认定实际控制人“指使”上市公司实施了信息披露违法行为。

## 问题二：实际控制人隐瞒或者未向上市公司告知相关交易事项是否当然构成“指使”上市公司信息披露违法？

我们认为，答案也是否定的，因为：

从文义来看，“指使”是指“出主意叫别人去做”的积极行为，要求行为人客观上作出了指示、授意的意思表示，不包括行为人“知悉而不告知”的消极隐瞒行为。

从《证券法》的立法沿革来看，2005年《证券法》第一百九十三条第三款只提到了“指使”，2019年《证券法》第一百九十七条对2005年《证券法》第一百九十三条第三款进行了修订，规定“发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为（笔者注：信息披露违法行为），或者隐瞒相关事项（笔者注：应披露的信息）导致发生上述情形（笔者注：信息披露违法行为）的”，应当作出相应处罚。这是在2005年《证券法》第一百九十三条第三款规定的“指使”行为的基础上，并列规定了实际控制人的“隐瞒”行为也应受到处罚。这佐证了2005年《证券法》第一百九十三条第三款规定的“指使”是不包括“隐瞒”的。

我们注意到，在2005年《证券法》施行期间，中国证监会于2011年制定的规范性文件《信息披露违法行为行政责任认定规则》第十八条第二款规定：“控股股东、实际控制人隐瞒应当披露信息、不告知应当披露信息的，应当认定控股股东、实际控制人指使从事信息披露违法行为。”该款规定实际上是

<sup>3</sup> 《行政处罚法》第十二条第一款规定：“国务院部、委员会制定的规章可以在法律、行政法规规定的给予行政处罚的行为、种类和幅度的范围内作出具体规定。”

扩张了2005年《证券法》第一百九十三条第三款规定的“指使”的语义射程，不当扩大了应受行政处罚的行为种类，有违《行政处罚法》第十二条第一款<sup>3</sup>规定之嫌。

因此，在认定实际控制人“指使”上市公司信息披露违法时，应区分实际控制人是对上市公司的信息披露行为作出过“积极指示”，还是只向上市公司“消极隐瞒”了上市公司应披露的信息。如果是后者，则不构成“指使”上市公司信息披露违法。

需要特别说明的是，2019年《证券法》第一百九十七条“指使从事上述违法行为（笔者注：信息披露违法行为），或者隐瞒相关事项（笔者注：交易行为）导致发生上述情形（笔者注：信息披露违法行为）”的规定，与“指使”行为并列的“隐瞒”行为的构成要件至少包括：（1）实际控制人对相关事项负有告知义务，这是构成不作为违法行为的前提；（2）“隐瞒相关事项”，即实际控制人没有履行告知义务；（3）上市公司“发生上述情形（笔者注：信息披露违法行为）”，即上市公司构成信息披露违法；（4）“导致”，即实际控制人没有履行告知义务与上市公司构成信息披露违法之间存在直接因果关系。

### **问题三：担任上市公司董事长职务的实际控制人在上市公司信息披露违法过程中实施的相关行为是否当然构成“指使”上市公司信息披露违法？**

我们认为，答案仍是否定的，因为：

2005年《证券法》第一百九十三条第三款规制的是实际控制人滥用控制权的行为，故在实际控制人同时担任上市公司董监高职务的情况下，认定实际控制人的行为是否构成“指使”，应当区分其对相关交易行为和信息披露行为的指示是滥用何种权力作出的。

如果实际控制人在上市公司信息披露违法行为中只是利用其作为董监高的经营管理权行事，那么其应当被认定为上市公司信息披露违法行为中的直接负责的主管人员，不应当仅基于其同时具有实际控制人的身份便认定其指使上市公司信息披露违法，从而实际控制人与上市公司不构成共同违法。如果实际控制人在上市公司信息披露违法行为中是利用其对上市公司的控制权行事，则应当认定其行为构成“指使”，从而实际控制人与上市公司构成共同违法。

诚然，区分实际控制人到底是基于何种权力作出的指示在事实层面上存在一定难度，但不能因此就不作区分，更不应据此作出“双重处罚”。

我们建议，在行为人具有双重或多重身份的情况下，判断行为人所利用的是何种权力，可以通过行为人的职位权限、行为程序、行为性质和损益归属等因素作出综合判断。

例如，在上市公司年度报告信息披露违法行为中，担任上市公司董事长职务的实际控制人召集董事会，并基于董事会决议安排签署含有虚假记载的上市公司年度报告的行为，利用的是董事长的职位权限，执行的是董事会的召集和执行程序，行为的性质属于董事会层面的年报审议和披露行为，损益后果也直接归于上市公司，因此，通常不应当认定为实际控制人指使上市公司信息披露违法。但是，如果实际控制人利用其对股东会选举和更换董事权力的影响力，采用明示或暗示的方式利诱或胁迫董事表决通过含有虚假记载的上市公司年度报告，以影响上市公司的股价，那就应当认定实际控制人指使上市公司信息披露违法。

若实际控制人分别滥用控制权和经营管理权就两个信息披露违法行为分别作出了指示，则应认定实际控制人就其中一个信息披露违法行为构成“指使”，就另一个信息披露违法行为构成“直接负责的主

---

管责任人员”。若实际控制人同时滥用控制权和经营管理权就一个信息披露违法行为作出了指示，则可以认定实际控制人就同一信息披露违法行为同时构成“指使”和“直接负责的主管人员”，但应参照“想象竞合犯”择一重处罚。

若无法区分实际控制人是利用何种权力作出指示的，则监管机关应本着“谦抑”精神和“疑点利益归于行政相对人”的原则，认定实际控制人的相关指示行为是基于经营管理职权作出的，以“直接负责的主管人员”论处，而不宜直接推定实际控制人是滥用控制权，进而认为其构成“指使”上市公司信息披露违法。

综上所述，我们认为，在认定实际控制人“指使”上市公司信息披露违法时有必要区分交易行为与信息披露行为、指使行为与隐瞒行为、实际控制人的控制权与董监高的经营管理权，不宜将实际控制人参与交易行为、隐瞒交易事项或者在上市公司信息披露违法过程中利用董事长的经营管理权实施的行为认定为实际控制人的“指使”行为，确保精准打击，维护市场秩序。

需要重申的是，以上观点只是我们的观点，并没有体现在既往的行政处罚案例中，仅可作为实际控制人在面临行政处罚时的参考申辩意见，不应作为其信息披露的行为指引。

---

# 关于证券中介机构 证券虚假陈述民事责任规则 的几点辨析意见

刘凌云 沈迪 李明乐 张心瑜

---

近期，法院开始在证券虚假陈述民事侵权纠纷中判决承销商、证券服务机构与发行人或上市公司等信息披露义务人承担连带赔偿责任，成为市场关注的热点。在代理几家承销商及证券服务机构参加相关诉讼的过程中，我们感觉法律职业共同体在相关法律规范的理解上似乎尚未达成基本共识。为此，就证券中介机构的虚假陈述民事责任，本文概略阐述我们的几点辨析意见。

## 一、保荐人、承销商与证券服务机构的证券虚假陈述民事责任规则的差别

依据 2019 年修订的《证券法》（下称“《证券法》”）的第八十五条以及第一百六十三条的规定，保荐人、承销商和证券服务机构等证券中介机构的民事赔偿责任规则与信息披露义务人的民事赔偿责任规则不同，证券中介机构之间的民事赔偿责任规则也存在差异。

### （一）信息披露义务人

《证券法》第八十五条前半句规定：“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任。”有观点认为，信息披露义务人就其虚假陈述行为承担的是无过错责任。我们认为，未按规定披露信息、虚假记载、误导性陈述、重大遗漏等虚假陈

述行为，只能由主观过错（故意或过失）导致，法律条文列示该等虚假陈述行为，实质是同时体现了客观上的违法行为和主观上的过错。

例如，在我们办理过的实际控制人、控股股东向上市公司隐瞒信息，导致上市公司未及时披露或未披露信息的案例中，有观点认为，在这种情况下，上市公司仍然应当受到行政处罚，并承担民事赔偿责任，也就是应当承担无过错责任。我们认为，上市公司不构成虚假陈述，既不应承担行政责任，也不应承担民事责任，应当承担责任的是实际控制人或控股股东。

我们想要强调的是，无论将信息披露义务人承担的民事责任理解为无过错责任，还是认为虚假陈述中已经包含了过错要素，信息披露义务人承担的民事责任都不是“过错推定责任”，其在本文所列主体中的法定民事责任是“最重”的。

## （二）保荐人、承销商

依据《证券法》第八十五条后半句“发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带责任，但是能够证明自己没有过错的除外”的规定，在发行人、上市公司因虚假陈述而构成侵权的情况下，保荐人或承销商不论自己是否存在虚假陈述行为，都要承担“过错推定”的连带责任。过错推定责任属于过错责任的一种情形，意味着举证责任倒置，在发行人、上市公司构成侵权的情况下，保荐人、承销商仍然具有不构成侵权从而免责的可能性。

我们想要强调的是，保荐人、承销商的法定民事责任“轻”于信息披露义务人，而“重”于证券服务机构。

另外，还需要指出的是，按照侵权法上的规则，数个侵权行为人承担连带责任的情形主要限于有意思联络的共同侵权（例如：《民法典》第 1168-1169 条）和虽无意思联络，但各自侵权行为均足以导致同一损害的情形（例如：《民法典》第 1171 条），而《证券法》中规定的保荐人、承销商的连带责任规则并未完全因循侵权法的一般规则。

## （三）证券服务机构

依据《证券法》第一百六十三条“其（证券服务机构）制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外”的规定，证券服务机构承担的也是过错推定责任，但与保荐人、承销商不同的是，证券服务机构并非仅仅基于委托人（如发行人、上市公司等）构成虚假陈述侵权而承担连带责任，而是在委托人构成虚假陈述侵权的基础上，以其自己制作、出具的文件中存在虚假陈述为要件。

我们想要强调的是，证券服务机构在本文所列主体中的法定民事责任是最“轻”的。

## 二、证券服务机构承担连带责任的法定要件和举证责任

### （一）法定要件

《证券法》第一百六十三条第二句对证券服务机构与信息披露义务人就虚假陈述行为承担连带责任的规定仍然遵循的是《侵权责任法》确立的侵权责任“四要件”模式。

“其（注：证券服务机构）制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”体现的是“侵权行为”要件，属于客观要件。这里需要强调的是，该要件是指证券服务机构自己制作、出具的文件中存在虚假记载，而不是指信息披露义务人存在虚假记载行为。

“给他人造成损失”体现的是“损害结果”要件和“因果关系”要件。该损失与信息披露义务人虚假陈述行为造成的“损失”应当属于同一损害，投资者的损失应与证券服务机构的虚假陈述行为存在相当因果关系。

“但是能够证明自己没有过错的除外”体现的是“主观过错”（包括故意和过失）要件，同时体现的是过错推定规则。证券服务机构的过错，主要体现为不勤勉尽责。

只有上述四个要件同时成立，才能构成侵权责任。如果证券服务机构制作、出具的文件中没有虚假记载，那就不应承担连带赔偿责任。即便证券服务机构制作、出具的文件客观上存在虚假记载，但是如果证券服务机构能够证明自己勤勉尽责，主观上没有过错，那么其仍然应当免责。

## （二）举证责任

依据《民事诉讼法》第六十四条<sup>1</sup>确立的“谁主张、谁举证”原则以及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的解释》第九十一条<sup>2</sup>规定的举证责任分配规则，作为原告的投资者应当对前述四个要件中的虚假陈述行为、损害后果和因果关系这三个要件事实承担举证责任，并达到高度盖然性的证明标准。否则，其应承担败诉后果。如果投资者完成了前述举证证明责任，那么证券服务机构可以举证证明自己主观上没有过错。如果能够完成举证，那么其仍无需承担连带责任；反之，则应承担连带责任。

《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“《若干规定》”）第十八条基于推定信赖理论规定了因果关系拟制规则，降低了投资者对“因果关系”的举证责任。《若干规定》第六条规定“投资人以自己受到虚假陈述侵害为由，依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书，对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼，符合民事诉讼法第一百零八条规定的，人民法院应当受理”，使投资者可以借助行政或刑事“前置程序”举证。当然，在司法实践中也发生过行政责任和民事责任的边界问题。对此，正如上海金融法院在某案示范判决中的论述，“在行政处罚前置程序下，虽然信息披露违法违规行为已受到行政处罚，但行政责任与民事责任构成要件不同，审查标准也存在差异”，不应直接基于行政处罚认定证券服务机构具有民事侵权意义上的“主观过错”。

随着“立案登记制”和新《证券法》的施行，法院在没有针对全部或部分被告的行政处罚决定或刑事裁判文书的情况下，受理投资者以发行人或上市公司、证券中介机构为共同被告的民事诉讼日益增多。由于法律规定的侵权构成要件、举证责任和证明标准并没有发生实质变化，投资者囿于自身能力的限制，对证券服务机构存在虚假陈述行为的举证难度实际上应当是极大增加的；证券服务机构由以往在证券行政调查程序中被调查，转变为在民事诉讼中举证自己已经勤勉尽责、没有过错；法院应当担负原本主要由证券监管机关完成的证券服务机构是否虚假陈述和是否勤勉尽责的审查认定。

<sup>1</sup> 《民事诉讼法》第六十四条第一款规定：“当事人对自己提出的主张，有责任提供证据。当事人及其诉讼代理人因客观原因不能自行收集的证据，或者人民法院认为审理案件需要的证据，人民法院应当调查收集。人民法院应当按照法定程序，全面地、客观地审查核实证据。”

<sup>2</sup> 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的解释》第九十一条规定：“人民法院应当依照下列原则确定举证证明责任的承担，但法律另有规定的除外：（一）主张法律关系存在的当事人，应当对产生该法律关系的基本事实承担举证证明责任；（二）主张法律关系变更、消灭或者权利受到妨害的当事人，应当对该法律关系变更、消灭或者权利受到妨害的基本事实承担举证证明责任。”



在司法实践中，已经出现了与上述观点不同的倾向。有观点认为，投资者属于弱势群体，应当免除投资者对证券服务机构虚假陈述行为的举证责任。我们认为，这不符合民事行为和民事诉讼的平等原则。有观点认为，应当推定证券服务机构存在虚假陈述行为，要求证券服务机构反证自己没有虚假陈述行为。我们认为，这不符合法律规定的归责原则和举证责任分配规则，将会过度保护投资者，加重证券服务机构的举证负担，过度消耗司法资源。有观点认为，可以基于证监会对发行人、上市公司或者某个证券服务机构的行政处罚决定，推定其他证券服务机构在同一事项或相关事项上也存在虚假陈述。我们认为，这不符合证券服务机构“各司其职、各负其责”的专业分工理念，也不符合“自己行为、自己责任”的法治理念。

### 三、证券中介机构证券虚假陈述民事责任与行政责任的对应和制约关系

从司法实践来看，证券中介机构民事责任的认定有脱离行政处罚的趋势。事实上，细究《证券法》对证券信息披露违法行政责任构成要件和证券虚假陈述民事责任构成要件的规定，就会发现证券中介机构证券虚假陈述民事责任与行政责任具有明显的对应和制约关系：

#### （一）信息披露义务人：虚假陈述（重大）= 行政处罚≈ 民事赔偿

在行政责任方面，《证券法》第一百九十七条<sup>3</sup>和2021年修订的《上市公司信息披露管理办法》第五十四条<sup>4</sup>规定信息披露义务人未按照规定报送有关报告或者履行信息披露义务，报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，应受到行政处罚。

在民事责任方面，《证券法》第八十五条规定信息披露义务人对其虚假陈述给投资者造成的损失承担民事赔偿责任，《若干规定》第十九条规定了拟制因果关系。

可见，信息披露义务人因信息披露违法行为受到行政处罚的，基本上意味着其要对行政处罚决定书认定的虚假陈述行为给投资者造成的损失承担民事赔偿责任。

#### （二）保荐人、承销商：在信息披露义务人虚假陈述的基础上，未勤勉尽责 = 行政处罚≈ 民事连带责任

如前所述，保荐人、承销商的民事责任仅以发行人、上市公司虚假陈述为基础，而无须自己存在虚假陈述，且应当承担过错推定责任。关键问题是，通过保荐人、承销商是否受到行政处罚能否推论出是否勤勉尽责的事实？

针对保荐人，《证券法》第一百八十二条规定，“保荐人出具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的保荐书，或者不履行其他法定职责的”，都应受到行政处罚。因此，严格来说，保荐人受到行政处罚有三种情形：第一，保荐书有虚假陈述，但保荐人并没有不履行法定职责，也就是已经勤勉尽责；第二，

<sup>3</sup> 《证券法》第一百九十七条规定：“信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，责令改正，给予警告，并处五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处二十万元以上二百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处五十万元以上五百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。”

<sup>4</sup> 《上市公司信息披露管理办法》第五十四条规定：“信息披露义务人未按照《证券法》规定在规定期限内报送有关报告、履行信息披露义务，或者报送的报告、披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，由中国证监会按照《证券法》第一百九十七条处罚。上市公司通过隐瞒关联关系或者采取其他手段，规避信息披露、报告义务的，由中国证监会按照《证券法》第一百九十七条处罚。”

<sup>5</sup> 《证券法》（2014）第一百九十一条规定：“证券公司承销证券，有下列行为之一的，责令改正，给予警告，没收违法所得，可以并处三十万元以上六十万元以下的罚款；情节严重的，暂停或者撤销相关业务许可。给其他证券承销机构或者投资者造成损失的，依法承担赔偿责任。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，可以并处三万元以上三十万元以下的罚款；情节严重的，撤销任职资格或者证券从业资格：（一）进行虚假的或者误导投资者的广告或者其他宣传推介活动；（二）以不正当竞争手段招揽承销业务；（三）其他违反证券承销业务规定的行为。”

保荐书没有虚假陈述,但保荐人没有勤勉尽责;第三,不仅保荐书有虚假陈述,而且保荐人也没有勤勉尽责。行政处罚可能因保荐人未勤勉尽责而作出,此时处罚通常就意味着保荐人要承担连带赔偿责任;但处罚也可能仅仅因为保荐书有虚假陈述而作出,此时保荐人仍可能在民事程序中证明自己已勤勉尽责而免于赔偿。

针对承销商,2014年修订的《证券法》第一百九十一条<sup>5</sup>仅规定证监会可以就第二十九条第二款规定的虚假宣传、采取不正当竞争手段招揽业务以及实质等同的故意违法行为对承销商进行处罚,没有规定证监会可以对承销商违反第二十九条第一款规定核查义务的行为(未勤勉尽责)进行处罚。我们曾经在一起行政处罚案中,代理某承销商以此为由提出申辩。新《证券法》第一百八十四条对前述规定做了修补,将违反第二十九条第一款的未勤勉尽责行为纳入行政处罚范围,但与第一百八十二条保荐人责任的规定不同,对于承销商并没有“出具文件有虚假陈述”的处罚情形。因此,依据第一百八十四条规定,若承销商因未尽核查义务而受到行政处罚,则该行政处罚通常意味着承销商未勤勉尽责、存在过错,很可能要对发行人或上市公司的虚假陈述行为承担连带赔偿责任。

### **(三) 证券服务机构:在信息披露义务人虚假陈述的基础上,文件中有虚假陈述 + 未勤勉尽责 = 行政处罚 ≈ 民事连带责任**

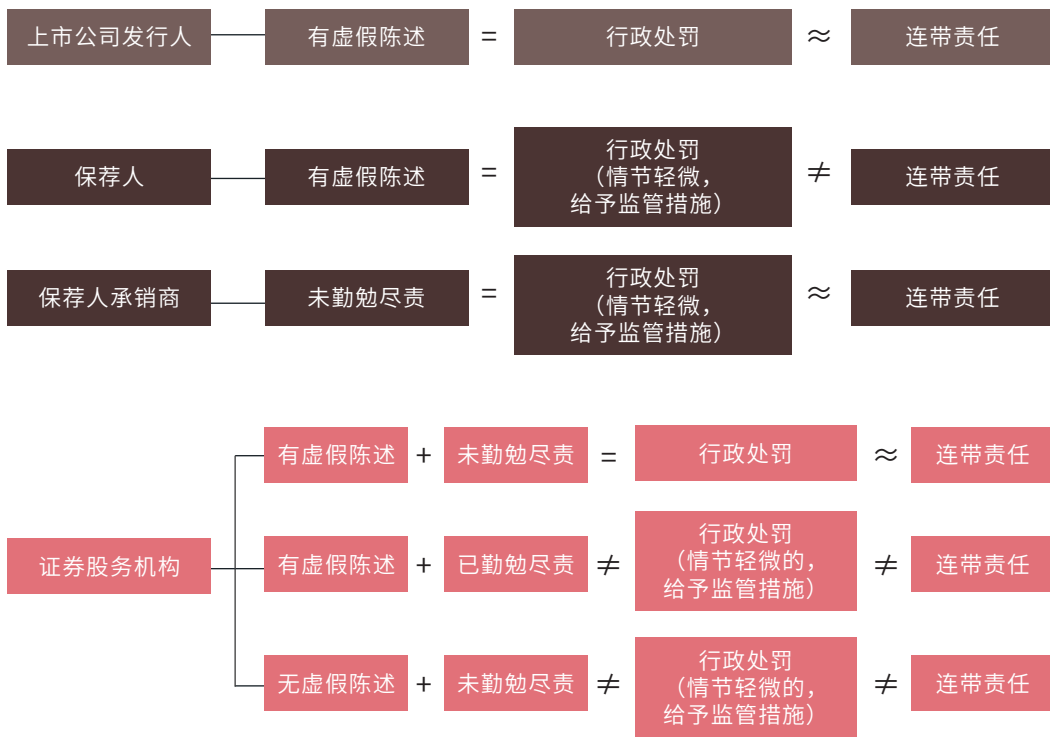
《证券法》第二百一十三条第三款规定:“证券服务机构违反本法第一百六十三条的规定,未勤勉尽责,所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,责令改正,没收业务收入,并处以业务收入一倍以上十倍以下的罚款,没有业务收入或者业务收入不足五十万元的,处以五十万元以上五百万元以下的罚款;情节严重的,并处暂停或者禁止从事证券服务业务……”

《上市公司信息披露管理办法》第五十五条规定:“为信息披露义务人履行信息披露义务出具专项文件的证券公司、证券服务机构及其人员,违反法律、行政法规和中国证监会规定的,中国证监会为防范市场风险,维护市场秩序,可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令定期报告等监管措施……”

可见,证券服务机构只有在未勤勉尽责,并且制作、出具的文件存在虚假陈述的情况下才应被行政处罚。如果证券服务机构只是未勤勉尽责,或者制作、出具的文件不存在虚假陈述,那么其通常只应采取行政监管措施。

结合前述对证券服务机构连带责任构成要件的分析,我们基本上可以得出以下结论:在信息披露义务人虚假陈述的基础上,1)如果证券服务机构只是不勤勉尽责,那么其只应被采取行政监管措施,无需承担民事连带责任;2)如果证券服务机构既不勤勉尽责,出具的文件又存在虚假陈述,那么其应受到行政处罚,而且基本上要承担连带责任;3)如果证券服务机构已勤勉尽责,但制作、出具的文件仍存在虚假陈述,那么其不应受到行政处罚,也不应承担连带责任。

综上,证券中介机构证券虚假陈述民事责任与行政责任对应关系如下图所示:



**(四) 有些情况下，无论信息披露义务人是否有虚假陈述行为，保荐人、承销商和证券服务机构都有可能受到独立处罚，这类处罚不会单独导致民事责任**

《证券法》第二百一十四条规定：“发行人、证券登记结算机构、证券公司、证券服务机构未按照规定保存有关文件和资料的，责令改正，给予警告，并处以十万元以上一百万元以下的罚款；泄露、隐匿、伪造、篡改或者毁损有关文件和资料的，给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款……”

该条没有区分主体，无论是保荐人、承销的证券公司，还是证券服务机构，在工作底稿记录或保存不完善的情况下，常有基于该条受到行政处罚的案例。然而，值得注意的是，此时中介机构虽有底稿留存方面的过错，但这一过错与虚假陈述行为之间并不具有一致性，也不会导致投资者的投资损失，故不能作为《证券法》第八十五条中的“过错”。实际上，即使在信息披露义务人不存在虚假陈述的情况下，监管机构也可以根据第二百一十四条作出处罚，可见这类处罚与虚假陈述连带赔偿责任的认定无关。

基于证券虚假陈述的行政责任规则和民事责任规则的上述对应和制约关系，我们有理由认为，监管机关的行政执法和人民法院的民事司法，完全可以通过行政先决和司法最终裁量，实现优势互补，相互制约，协调统一，实现公平与效率。

我们认为，在当前加强对证券投资者的保护，加大对信息披露义务人和中介机构追责力度的背景下，人民法院在证券虚假陈述引发的民事赔偿纠纷案件中，应当坚持依据实体法规定的民事责任构成要件和程序法确立的举证责任分配规则，保持司法裁判的稳定性，保持司法与行政的协调统一，体现司法的保守美德和底线思维。

---

# 关于债券虚假陈述 责任纠纷中投资者损失 认定规则的思考

刘凌云 王文君 艾德雨 温宇璇

---

目前，在几起已知的投资者起诉发行人及中介机构债券虚假陈述责任纠纷中，法院基本上都是认定投资者的损失额为其持有的债券本息金额，而很少认定为其交易差额，甚至没有扣除债券市场系统风险等其他因素。这与股票虚假陈述民事责任纠纷审理中普遍适用的损失认定规则（法释[2003]2号），即投资者在特定期间的交易差额扣除证券市场系统风险等其他因素（甚至包括非系统风险），形成了明显的反差。

究其原因，我们认为，主要在于《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下称“《债券纪要》”）第22条第（2）项的规定，而该规定存在合理性问题。

## 一、《债券纪要》规定的投资者损失认定规则

《债券纪要》在前言部分区分了“合同、侵权和破产民商事案件”，在第五部分的总括段区分了“债券违约案件”和“债券欺诈发行和虚假陈述侵权民事案件”，随后通过第21条和第22条规定了违约和侵权两种责任的具体认定规则。

(一)《债券纪要》规定的违约责任类别(第21条)

责任性质	情形	构成要件	法律后果
违约责任	1	未如约偿付当期利息(第一款)	支付当期利息及逾期利息、违约金、实现债权的合理费用
	2	未如约偿付到期本息(第一款)	支付到期本息及逾期利息、违约金、实现债权的合理费用
	3	出现债券募集文件约定的违约情形,并根据具体约定和具体情形构成预期违约、交叉违约(第二款)	提前还本付息
	4	其他证券存在欺诈发行、虚假陈述,足以导致合同目的不能实现(第三款)	提前解除合同,并承担还本付息等责任

(二)《债券纪要》规定的侵权责任类别(第22条)

责任性质	一审判决前是否卖出	一审判决前已卖出	一审判决前仍持有
	构成要件		
侵权责任	1. 债券信批文件中与发行人偿付能力相关的重要内容存在虚假陈述 2. 投资者符合买入时点要求	损失计算: 本金部分 = 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) - 卖出该债券的加权平均价格 + 实际损失确定之日至实际清偿之日止的利息; 利息部分 = 2019.8.19 前按同期同类贷款基准利率计算, 2019.8.19 后按 LPR 计算。	损失计算: 1. 按照纪要第 21 条第一款的规定计算损失赔偿数额; 2. 债券持有人请求赔偿虚假陈述行为所导致的利息损失的, 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。
	1. 欺诈发行 2. 投资者为欺诈发行的债券认购人或者符合买入时点要求		

## 二、《债券纪要》侵权损失认定逻辑中的问题

《债券纪要》第 22 条第（2）项规定：“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……”而第 21 条第一款规定：“债券发行人未能如约偿付债券当期利息或者到期本息的，债券持有人请求发行人支付当期利息或者到期本息，并支付逾期利息、违约金、实现债权的合理费用的，人民法院应当予以支持。”

据此，投资者在一审判决作出前仍然持有该债券的情形下，有权在侵权纠纷中获得请求兑付债券本息的违约救济。我们认为：

### （一）第 22 条的规定不能自治

根据该规定，投资者如果在一审判决前卖出债券，那就只能根据第 22 条第（1）项计算买入卖出债券的投资差额损失，但如果坚持不卖，那就有权根据第 22 条第（2）项获得债券到期本息的全额兑付。

同一侵权行为，由于受害人的选择不同，而导致赔偿金额的计算方式明显差异，显然是不合理的。在《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“《若干规定》”）中，对于基准日前卖出证券的投资者，以卖出价核定投资差额损失；对于基准日后继续持有证券的投资者，以基准价核定投资差额损失，也就是说，无论投资者是否卖出证券，其损失均为差额损失，这才是合理的。

### （二）第 22 条第（2）项混淆了违约责任和侵权责任

首先，该规定在侵权纠纷中适用违约责任规则。其次，即使在《债券纪要》第 21 条规定的违约责任规则中也规定，若要根据到期本息判处违约损害赔偿，则必须以构成法定或约定的加速到期情形为前提。例如，《上海市高级人民法院关于涉新冠肺炎疫情案件法律适用问题的系列问答（四）》即规定：“关于持券人能否以发行人未按期支付利息主张预期违约或合同目的不能实现解除合同，因债券发行人未按期支付部分利息，并不意味着发行人完全失去偿债能力，故通常情况下不能仅以发行人未按时支付一、二期利息为由，认定发生根本违约并支持持券人提前偿付本金的主张。”《债券纪要》第 22 条第（2）项在认定侵权责任时，既然适用违约责任规则，那就需要审查虚假陈述或欺诈发行的侵权行为是否导致债券加速到期，只有在审查结论为肯定时，才有可能判决以债券到期本息为投资者的实际损失。然而，第 22 条第（2）项绕开了违约责任中预期违约和加速到期条件的审查。

我们注意到，对于第 22 条第（2）项规定，《债券纪要》专家组成员的理解是债券持有人享有选择权，可以选择“不管虚假陈述的影响，继续按原来债券约定的还本付息内容等（即第 21 条）要求发行人执行”<sup>1</sup>。这似乎是在表达违约和侵权竞合时原告可以择其一而诉的合同法规则，但可惜与该规定的文义并不一致，而且虚假陈述案件中侵权和违约竞合的适用空间非常狭小。

根据《民法典》第 186 条的基本规定，违约与侵权的竞合产生于“因当事人一方的违约行为，损害对方人身权益、财产权益”的情形，但虚假陈述不同于因发行人未能按时履行付息或还本的主合同义务而产生的违约行为，严格来说，在债券虚假陈述中，这种“侵权责任”与“违约责任”的竞合并不存在。

即使扩大到“侵权责任”与“合同责任”竞合的视角，也仅在因欺诈发行产生一级市场投资者的撤销权、虚假陈述同时构成预期违约以及构成违反债券募集文件中的陈述与保证时，可能产生极为有限的竞合。

<sup>1</sup> 洪艳蓉：《债券市场化改革下半场 投资者权益保护新篇章——〈全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要〉解读》，人民法院报 2020 年 7 月 23 日第 005 版。



出于利益衡量，投资者通常不会行使撤销权；若构成预期违约，自然可以通过第 21 条获得解决，无需第 22 条的特别规定；而其他情形下的损害赔偿，赔偿范围都应是“使投资者恢复至不存在虚假陈述的状态”，对于债券这类具有高流通性的有价证券，逻辑上应是存在和不存在虚假陈述两种状态下的差价损失，既不同于在债券违约下以票面本息兑付的计算方式，也不会自动产生加速到期的效果。

### （三）第 22 条规定不符合侵权损失填补原则，可能造成责任失衡

投资差额损失和债券到期本息这两种损失认定方式，虽然对发行人的实际债务负担影响不大，但是，在侵权纠纷中，不能证明自身无过错的中介机构需与发行人承担连带赔偿责任。因此，可以预见，投资者的理性选择是，无论发行人财务状况如何，一般都不会选择卖出债券，而是选择继续持有，等待本息赔付。这将导致中介机构承担过重的责任，只顾“（依法）提高债券市场违法违规成本”，没有“根据债券持有人和债券投资者的实际损失确定发行人的赔偿责任”，也与加快推进债券市场出清及建立市场化违约处置机制的政策目标明显相悖。<sup>2</sup>

## 三、债券定价基本逻辑与虚假陈述损失计算

公司债券中凝结的发行人与投资者间的法律关系，“前世”是投融资双方之间具有相对性的传统借贷关系，经历了公司制度中的资本化和证券化锤炼，于“今生”获得了有价证券的高度流通性与公共属性。具有类似属性的流通工具，例如股票和票据，都在法律构造上发展出了抽离于基础法律关系的特殊规则，并在一定程度上脱离基础法律关系的束缚。

当然，与股票不同的是，债券在高流通的同时，还因其按期付息、到期还本具有浓厚的合约色彩，并因此造成人们理解和规则制定上的犹疑。对于债券虚假陈述的损失计算，特别是对于投资者在一审判决前仍持有债券的情形，《债券纪要》并没有像股票虚假陈述那样设置基准日。究其原因，除了在法律上前述侵权与违约的关系未能厘清外，可能还源于对债券定价基本逻辑的陌生。

了解债券定价的基本逻辑，首先要明确以下几点基础知识<sup>3</sup>：

1. 资金具有期限价值。今天的 100 块钱可能等于 1 年后的 110 块钱（假设利率  $r$  是 10%，下同），反过来，1 年后的 110 块钱折现到今天的价值只有 100 元。

因此，如果 5 年期的债券加速到期，在第 2 年即得到全部票面本息，实际上导致了投资者绝对权益的增加。如果不存在加速到期，而是按照投资者在当下的实际权益赔偿，需要将未到期的现金流折现到当下，相应产生一定的折价（比如 4 年后的 100 元折现到当下是  $100 / (1+10\%)^4$ ）。

2. 一只债券的真实利率  $r$ （也可以理解为市场价格）由无风险利率加上该债券的风险溢价决定，风险溢价通常取决于发行人违约或破产的概率，进一步取决于发行人的现金流量和财务状况等信息。

3. 给定票面价值（即票面本金） $FV$ （Face Value）和票面利率  $CR$ （Coupon Rate），债券价格  $P$  和实际利率  $r$  是相互决定的关系：债券价格体现了一只债券在当下的市场价值，将未来的票面利息和票面本金根据相应的支付期限和真实利率  $r$  折现到当下，就是债券价格。

<sup>2</sup> 8 月 17 日，中国人民银行、发改委和证监会等六部委联合出台《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》，重申完善市场化、法治化的债券违约处置机制。

<sup>3</sup> 参见 [美] 滋维·博迪等：《投资学》，汪昌云、张永骞译，机械工业出版社 2017 年版（原书第十版），第 334-365 页。

<sup>4</sup> 《债券纪要》第 22 条第二项后半句的规定其实考虑到了这种利率上升的情况：“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”。但是因为采取的是传统侵权的计算思路，没有意识到虚假陈述被揭露后的债券市场价格与真实利率之间的相互决定关系，而是把“确定合理利率标准”完全交由法官主观裁量。

4. 真实利率  $r$  反应了市场对发行人履约风险的主观评价，不能直接获得，但对于在交易所交易的债券来说，具有每一时点市场价格  $P$  的数据，可以反推出每一时点的真实利率  $r$ 。如果一个债券价格下跌，意味着投资者要求的真实利率更高——因为可以用更少的投入在未来获得票面本息，市场认为发行人违约和破产风险上升，反之亦然。

根据以上基本逻辑，在虚假陈述损失计算的语境下，可以得出以下两个重要结论：

1. 对于债券尚未履行的部分（包括到期未付的利息和未到期的本息），虚假陈述被揭露后，债券价格下跌，真实利率  $r$  上升，但价格的跌幅本身包含了对真实利率  $r$  上升的计算。因此，对跌价损失的赔偿已经覆盖了对真实利率上升的赔偿。<sup>4</sup> 当然，在发行人破产或被预期破产的情况下，市场期望到期获得的本息还需乘以受偿概率，但这种变化同样会被反映在债券市场价格上。

2. 对于债券已经按约履行的部分（比如已经支付的利息），无论发行人的真实信用状况如何，因为发行人已经如约履行，即违约风险并未兑现，投资者也已经实际获得了债券约定的期限价值，所以虚假陈述对发行人信用状况和违约风险的影响并不会溯及过去对投资者的该部分收益产生影响。不存在损失，也就不存在损害赔偿。

据此，我们的观点是，在债券虚假陈述责任纠纷中，因为损害赔偿的范围是“使投资者恢复至不存在虚假陈述的状态”，对于债券这类具有高流通性的有价证券，应该是存在和不存在虚假陈述两种状态下的差价损失，那么就应统一采取虚假陈述被揭露前后差价损失（剔除市场风险等其他因素影响）的方式计算赔偿数额。

即使是对于第 22 条第二项所述投资者在一审判决前仍持有债券的情况，因为债券跌价后的差价损失已经包含对未履行部分更高的风险溢价，应像股票虚假陈述那样确定基准日，借助基准价来计算损失。

何况，由于债券市场不存在股票那样的涨跌幅设置，再加上债券价格影响因素相较股票更为简单，缺少其他因素扰动，虚假陈述揭露后的市场价格往往更快会调整到重新评估后的真实价值水平，因此基准日的设置并不会受到所谓债券交易量远不如股票的实质影响，反而可以参考市场上价值调整的速度做出更精准的拟制。这么做还避免了按照第 22 条第二项计算损失所带来的利率估值主观性、难以精准计算因果关系范围或剔除市场风险的弊端。避免产生投融资双方的行为激励扭曲，更有利于促进债券违约处置的市场化解决。

## 结语

综上，我们认为，《债券纪要》第 22 条第（2）项的规定并不合理，既不符合法律原理，也有悖于债券定价逻辑。对于债券虚假陈述侵权的损失认定，应当统一遵循最高人民法院《若干规定》中关于证券侵权的损失认定规则，即设定符合债券交易特点的基准日，核算投资者在虚假陈述实施日、揭露日（或更正日）以及基准日期间的交易差额损失，扣除市场系统风险等原因力所造成的差额损失。希望未来的规则能够给出更符合证券市场基本规律和法律原理的规定。

<sup>4</sup> 《债券纪要》第 22 条第二项后半句的规定其实考虑到了这种利率上升的情况：“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”。但是因为采取的是传统侵权的计算思路，没有意识到虚假陈述被揭露后的债券市场价格与真实利率之间的相互决定关系，而是把“确定合理利率标准”完全交由法官主观裁量。

---

# 资产支持证券和资产管理产品 不应适用证券虚假陈述 民事赔偿责任规则

刘凌云 王团团 成功

---

伴随着资本市场加强投资者保护、打击证券违法违规行为的热潮，以及新《证券法》（即2019年修订的《中华人民共和国证券法》，下同）将“资产支持证券、资产管理产品”纳入规制范围，有投资者依据证券虚假陈述民事赔偿责任规则，对资产支持证券的管理人和中介机构提起民事侵权诉讼，日前已有法院对类案作出初审判决<sup>1</sup>。随之而来的问题是，资产支持证券、资产管理产品能否适用证券虚假陈述民事赔偿责任规则？

我们所谓证券虚假陈述民事赔偿责任规则，是指旧《证券法》（即2005年修订的《中华人民共和国证券法》，下同）第六十九条和第一百七十三条、新《证券法》第八十五条、第一百六十三条<sup>2</sup>的规定以及相关司法解释。

与传统的民事侵权责任相比，证券虚假陈述民事侵权责任的主要特点在于：1. 客体，主要不是人身权或物权等绝对权利的损失，而是证券发行或交易造成的纯粹经济利益损失；2. 行为，通常不是针

对特定主体的行为，而是信息披露义务人面向不特定主体的信息披露行为；3. 因果关系和损失，现行司法解释不采用“相当因果关系”规则，而是基于“推定信赖的有效市场”理论，采用“拟制（推定）”的方法确定因果关系和损失金额；4. 归责原则，根据主体类型不同可分为四类：信息披露义务人承担无过错责任（有争议）；控股股东和实际控制人承担过错推定责任；董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员承担过错推定责任；保荐人、承销商、证券服务机构承担过错推定责任；5. 责任形式，不同于《侵权法》的职务侵权和《公司法》的“内外有别”，而是规定了信息披露义务人与其控股股东或实际控制人、内部人员和外部中介机构等承担“多重”连带责任。

我们认为，投资者因投资资产支持证券和资产管理产品而受损，有权对管理人和其他相关主体提起违约或侵权诉讼，但目前不应当适用证券虚假陈述民事赔偿责任规则。现简要说明理由，供读者争论。

---

<sup>1</sup> 参见(2020)京0102民初6362号一审民事判决。

<sup>2</sup> 《证券法》（2019年修订）第八十五条：“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

第一百六十三条：“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

## 一、在法律规定的层面，虽然资产支持证券和资产管理产品逐步纳入《证券法》规制的范围，但目前仅限于行政监管和法律原则的规制，而不适用证券虚假陈述民事赔偿责任规则

我国《证券法》在总则中以列举的方式对其规制的证券种类和规制的程度作出了规定。

2005年，国务院正式批准在境内开展信贷资产证券化试点。同年，人民银行、银监会公布施行《信贷资产证券化试点管理办法》。此后，于2006年1月1日施行的旧《证券法》第二条规定的适用范围并未明确包括资产支持证券及资产管理产品。

2008年，人民银行公布施行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》。2013年，证监会公布施行《证券公司资产证券化业务管理规定》。在此期间，《证券法》分别于2013年和2014年作过两次修正，也并未将资产支持证券明确纳入《证券法》规制的范围。

直至2019年修订的《证券法》第二条<sup>3</sup>才将资产支持证券明确纳入《证券法》的规制范围，但与股票、公司债券等证券的规定明显不同。对股票、公司债券、存托凭证和国务院依法认定的其他证券，新《证券法》的规定是其“发行和交易”“适用本法”；对政府债券、证券投资基金份额，新《证券法》的规定是其“上市交易”适用本法，也就是说，其募集不适用本法；对资产支持证券、资产管理产品，新《证券法》的规定是其“发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定”，这就意味着：

首先，资产支持证券和资产管理产品的发行和交易，仅适用新《证券法》总则规定的法律原则，而不适用新《证券法》“分则”（即总则之后的各章规定）规定的法律规则；从分则的体系逻辑和规定文义来看，更是不应适用虚假陈述民事赔偿责任规则：

从新《证券法》“分则”的体系逻辑来看，证券发行（第二章）、证券交易（第三章）和上市公司的收购（第四章）是信息披露（第五章）以及因信息披露违法而发生虚假陈述民事赔偿责任的基础。规制虚假陈述民事赔偿责任的新《证券法》第八十五条和第一百六十三条对应的也正是此前各章中规定的证券发行和交易活动。既然资产支持证券和资产管理产品的发行和交易没有包含在《证券法》所规制的证券发行和交易章节范围内，那就不应当适用《证券法》规定的虚假陈述民事赔偿责任规则。

从新《证券法》“分则”的规定原文来看，第八十五条明确规定，信息披露义务人及相关主体根据该条承担民事赔偿责任的要件是信息披露义务人“公告的”信息披露资料存在虚假陈述（旧《证券法》第六十九条同样有“公告的”这一限定词）。这一规定与《证券法》第二章“证券发行”中以公开发行作为规制对象一脉相承，也与《证券法》第三条“证券的发行、交易活动，必须遵循公开、公平、公正的原则”相适应。然而，资产支持证券和资产管理产品的信息披露并不采取“公告”的形式，向特定主体非公开发行与交易的特征也不符合《证券法》中“公开”的文义，不存在适用第八十五条认定民事责任的空间。此外，《证券法》第一百六十三条本身虽不含“公告”的限定，但其规定证券服务机构“与委托人承担连带赔偿责任”，自然应受第八十五条委托人民事责任适用范围的限制。

其次，资产支持证券和资产管理产品的发行和交易，遵循国务院另行制定的规范，而国务院作为行政机关，只能制定行政管理规范，其制定的行政管理规范的最高位阶是行政法规。根据《立法法》关于立法权限的规定，民事基本制度只能由法律进行规定，因此，国务院根据新《证券法》的法律原则制定的行政管理规范不当涉及民事赔偿责任。

<sup>3</sup> 《证券法》第二条 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；本法未规定的，适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。

政府债券、证券投资基金份额的上市交易，适用本法；其他法律、行政法规另有规定的，适用其规定。

资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定。

在中华人民共和国境外的证券发行和交易活动，扰乱中华人民共和国境内市场秩序，损害境内投资者合法权益的，依照本法有关规定处理并追究法律责任。



总之，新《证券法》第二条关于资产支持证券和资产管理产品的规定属于行政授权性、原则性的法律规范，不应据此认为资产支持证券和资产管理产品适用新《证券法》的法律规则，特别是虚假陈述民事赔偿责任规则。

有观点认为，中国人民银行和证监会颁布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（下称“《管理规定》”，对应“企业资产支持证券”产品）是根据“《证券法》、《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》和其他相关法律法规”制定的，即以旧《证券法》作为上位法，因此，虽然旧《证券法》没有明确规定资产支持证券，但实际上被纳入了旧《证券法》的规制，应当适用旧《证券法》关于虚假陈述民事赔偿责任的规定。

我们认为，该观点是片面的。《管理规定》是国务院部门和委员会在法律和行政法规没有明确、具体规定的情况下制定的部门规章，只是规章位阶的行政管理规范，其以《证券法》为上位法，显然只是基于《证券法》的原则、宗旨以及监管授权，既不能且没有变更《证券法》的规定、扩张《证券法》所规制的证券范围，更不能且没有超越部门规章的权限和效力范围而规定民事赔偿责任。

其实，我国实行“分业监管”的制度，除证监会外，其他机关制定的资产支持证券行政管理规范也都是基于各自获得监管授权对应不同的《上位法》<sup>4</sup>。例如，1) 信贷资产证券化相关规定的上位法包括《中华人民共和国中国人民银行法》、《中华人民共和国银行业监督管理法》、《中华人民共和国信托法》；2) 保监会（现为银保监会）的资产支持计划<sup>5</sup>对应《中华人民共和国保险法》、《中华人民共和国信托法》、《保险资金运用管理暂行办法》；3) 资产支持票据<sup>6</sup>对应《中华人民共和国中国人民银行法》。显然，这些资产证券化产品的监管规则均不以《证券法》为“上位法”，难道我们能因此而否认其证券化属性，或者认为相关规则违法吗？显然不能。

因此，行政监管规则和行业规范的上位法是否为《证券法》，并不足以证明资产支持证券以及资产管理产品应当适用《证券法》的民事赔偿责任规则。

## 二、在发行和交易的特征层面，资产支持证券和资产管理产品的证券化程度较低，投资者对信息披露的信赖利益较小，不必适用证券虚假陈述民事赔偿责任规则

### （一）证券虚假陈述民事赔偿责任是依托于证券的流通性和公开性特点

《证券法》规制的股票和公司债券的发行和交易，是在传统的民商事法律关系基础上，具备了“证券化”特征。简单而言，证券的发行以“公开发行”为原则<sup>7</sup>，即以“向不特定对象发行”或“向特定对象发行证券累计超过二百人”的公开发行为主；证券的交易以“公开的集中交易方式”为主<sup>8</sup>，主要通过证券交易所集中竞价方式，采用撮合交易。

正是由于股票、公司债券等证券具有流通性、公开性的特点，不同于一般的民商事交易，突破了合同的“相对性原则”，使得投资者主要依赖发行人或上市公司披露的信息和主观判断作出交易决策。当发生虚假陈述行为时，投资者难以以合同违约或合同欺诈为由通过解除或撤销合同而获得救济，同时，

<sup>4</sup> 《信贷资产证券化试点管理办法》第一条：“为了规范信贷资产证券化试点工作，保护投资人及相关当事人的合法权益，提高信贷资产流动性，丰富证券品种，根据《中华人民共和国中国人民银行法》、《中华人民共和国银行业监督管理法》、《中华人民共和国信托法》等法律及相关法规，制定本办法。”

<sup>5</sup> 《资产支持计划业务管理暂行办法》第一条规定：“为加强资产支持计划业务管理，支持资产证券化业务发展，维护保险资金运用安全，根据《中华人民共和国保险法》、《中华人民共和国信托法》、《保险资金运用管理暂行办法》和其他相关法律法规，制定本办法。”

<sup>6</sup> 《非金融企业资产支持票据指引》第一条规定：“为规范资产支持票据注册发行行为，拓宽非金融企业融资渠道，推动多层次债券市场发展，保护投资者合法权益，根据中国人民银行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（中国人民银行令〔2008〕第1号）及中国银行间市场交易商协会（以下简称交易商协会）相关自律规则，制定本指引。”

<sup>7</sup> 新《证券法》第三条：“证券的发行、交易活动，必须遵循公开、公平、公正的原则。”

<sup>8</sup> 新《证券法》第三十八条：“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。”

由于交易对手难以确定，投资者也难以向交易对手主张侵权救济，加之由于证券虚假陈述对应的侵权客体属于纯粹经济利益损失，一般认为，只有法律有明确规定或者加害人为故意的情况下，才能获得对纯粹经济利益损失的索赔。因此，《证券法》规定了信息披露义务人及相关主体的侵权赔偿责任。

为了能够具体实施《证券法》的民事赔偿责任规则，最高人民法院规定了《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“《若干规定》”），构建了“推定信赖的有效市场理论”，解决了证券虚假陈述的“因果关系”难以证明及“损失”难以确定的问题。

基于这一原理，不仅如前文所述，新《证券法》第八十五条规定的虚假陈述行为是指信息披露义务人“公告”的行为，不适用于私募发行的证券；《若干规定》也明确排除了两种适用情形，即“（一）在国家批准设立的证券市场以外进行的交易；（二）在国家批准设立的证券市场上通过协议转让方式进行的交易”，因为这两类交易的交易主体较易确定，交易主体不依赖证券市场的公开信息。资产支持证券和资产管理产品本就属于“在国家批准设立的证券市场以外”的场外发行，即使进入场内“挂牌转让”，也实质以协议转让方式进行，属于《若干规定》明确排除的范围。

## （二）资产支持证券和资产管理产品可基于《合同法》或《侵权责任法》为请求权基础进行救济

资产支持证券虽然具有了部分证券化的特征，包括权益份额化和可以证券市场挂牌转让等，但其本质与《证券法》所规制的股票、公司债券等证券仍有显著差异：

- 发行阶段，资产支持证券向特定对象发行、数量不超过二百人、认购的投资者应当是具有风险识别能力的合格投资者。管理人要对投资者进行适当性审查，与投资者签署《认购书》，双方建立“一对一”的合同关系，设立后向基金业协会备案。
- 交易阶段，资产支持证券如需进行交易，可以到交易所挂牌登记。资产支持证券由交易商报价交易、询价交易或采取协议转让的方式，以特定主体之间“一对一”协议转让为主。

可见，区别于《证券法》规制的股票和债券，资产支持证券和资产管理产品的投资人既不基于对“公告”信息的信赖而进行交易，也可以向特定的交易对手追究违约或侵权责任，因此没有必要适用证券虚假陈述民事赔偿责任规则；若适用，反而导致其他面对面交易处于“相同情形不同对待”的境遇，或将扭曲市场主体的交易选择。

## 三、在基础法律关系的性质层面，资产支持证券和资产管理产品的基础法律关系实质是信托合同关系，管理人的民事责任不同于《证券法》上发行人的民事赔偿责任，进而导致其他相关主体的责任差异

### （一）资产支持证券和资产管理产品具备信托属性，“管理人”为“名义发行人”，仅承担一般过错责任

资产支持证券和资产管理产品是管理人基于其受托管理的资产，以自己的名义发行，为持有人（委托人/受益人）的利益而管理或处分资产的产品。管理人设立专项计划（例如资产支持计划、资产管理计划等），将管理、运用、处分或者其他情形而取得的财产，归入专项计划；因处理专项计划事务所支出的费用、对第三人所负债务，以专项计划资产承担；专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产。因此，资产支持证券和资产管理产品的基础法律关系是信托合同关系，管理人是证券化产品的名义发行人，对持有人主要负有信义义务。



---

资产支持证券和资产管理产品的投资风险主要在于专项计划本身。以资产支持证券为例，持有人能否获得预期收益，主要取决于基础资产状况和增信措施。

根据《信托法》第二十二条第一款“受托人违反信托目的处分信托财产或者因违背管理职责、处理信托事务不当致使信托财产受到损失的……受托人恢复信托财产的原状或者予以赔偿”的规定，管理人就其违反信义义务的行为承担违约责任或一般过错侵权责任。相关中介机构并非合同主体，通常不承担民事责任。私募的资产支持证券和资产管理产品的管理人和相关中介机构的法律责任，应当适用《信托法》的规定。

即使对于证券化程度高于一般信托产品的公募基金，根据《证券投资基金法》第二十二条第二款的规定，即“公开募集基金的基金管理人因违法违规、违反基金合同等原因给基金财产或者基金份额持有人合法权益造成损失，应当承担赔偿责任的……”管理人也要承担违约责任或基于过错的一般过错侵权责任。

## （二）《证券法》上的发行人、上市公司等系“实质发行人”，承担无过错侵权责任

《证券法》主要规制的股票和债券的基础法律关系分别是股权关系和借款合同关系。投资者的投资风险主要在于发行人自身的运营能力和资信状况。《证券法》在发行条件和信息披露事项等方面的规定均主要关注发行人和上市公司自身的情况。

如前所述，根据新《证券法》第八十五条规定，发行人作为实质发行人，对其虚假陈述行为承担无过错侵权责任。

总之，资产支持证券和资产管理产品与《证券法》所规制的股票、债券等证券的基础法律关系的性质不同，资产支持证券和资产管理产品的管理人与《证券法》所规制的股票、债券等证券的发行人的地位、义务和责任存在显著差异。管理人作为“名义发行人”，基于信义义务而可能产生的违约责任或一般过错侵权责任，明显不同于股票、债券的发行人作为“实质发行人”，基于直接信息披露义务而产生的无过错侵权责任，前者不应套用《证券法》上的虚假陈述民事赔偿责任规则。

## 结语

我们认为，虽然新《证券法》总则以行政授权性规范将资产支持证券和资产管理产品纳入法律原则规制的范围，但基于上述理由，资产支持证券和资产管理产品不应适用证券虚假陈述民事赔偿责任规则。

当然，随着资产支持证券和资产管理产品证券化程度的提高，我们不排除在《信托法》、《证券法》作出相应修改或有关司法解释作出相应规定后，资产支持证券和资产管理产品进一步纳入《证券法》规制的可能性。

# 深度解析证券特别代表人诉讼 第一案——康美药业证券 虚假陈述责任纠纷案评析

夏东霞 杨婷 王琦

2021年11月12日，广州市中级人民法院（下称“广州中院”或“一审法院”）对投资者诉康美药业股份有限公司（下称“康美药业”）等证券虚假陈述责任纠纷案作出一审判决。该案是我国首例证券特别代表人诉讼案件，一审法院对各被告共判赔约24.59亿元；该判决结果公布后，立即引发了社会广泛关注和“震动”效应。作为长期深耕证券合规及证券诉讼领域的专业律师团队，我们对新《证券法》项下证券代表人诉讼制度的落地实施以及该案的进展情况均保持了密切关注。根据本案一审判决所载情况，从专业角度来看，我们总体上认为：

- 在诉讼程序上，该案特别代表人诉讼程序的实施标准、规范，具有示范性作用。
- 就上市公司责任的认定，在约5.5万投资者被纳入原告范围、中证中小投资者服务中心有限责任公司（下称“中小投服”）作为代表人，且舆情汹涌、社会关注度极高的情况下，一审法院对上市公司虚假陈述民事责任的认定相对较为适当，且具备一定的创新性和前瞻性。
- 在中介机构、涉案董监高等相关主体责任的认定上，我们更期盼我国法院在此类问题中

的民事过错审查、各方利益衡平的妥善程度以及如何通过司法判决达致实质公平等问题上再进一步。当然，该问题本身也是我国证券虚假陈述民事责任领域存在的一个疑难问题，较难通过某一起案例就可以直接达到“令所有人满意”的效果；这需要理论界和实务界的长期共同努力、甚至还必然需要时间的积淀，才能共同探索出一道相对允当的边界。

- 在保障投资者权利实现和司法机关与监管部门投资者保护联动工作等方面，该案也有颇多亮色。

以下，我们将依据目前的公开信息，详述我们对该案的具体解读分析，供业界同仁分析讨论。

## 一、该案特别代表人诉讼程序始末

2019年12月28日发布的我国现行《证券法》（下称“新《证券法》”）第九十五条规定了证券代表人诉讼制度。由于其中的特别代表人诉讼具有“默示加入、明示退出”的特点，理论上可以将提起诉讼的投资者扩大到全部适格投资者范围，故其又有“中国版集团诉讼”之名。因之足以彰显制度“威力”，故我们亦比较认同该等称呼。此后，最高人民法院（下

称“最高院”)于2020年7月30日发布了《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(下称《代表人诉讼规定》),对一般代表人诉讼和特别代表人诉讼的实施程序等问题作出了具体规定。

2020年5月15日,康美药业公告称收到中国证券监督管理委员会(下称“证监会”)[2020]24号《行政处罚决定书》(下称《康美处罚决定》)。其中认定,康美药业存在虚增收入及利润,虚增货币资金,虚增固定资产、在建工程及投资性房地产,未披露控股股东及关联方非经营性资金占用的关联交易等行为,其2016-2018年年报和2018年半年报的有关信息构成信息披露违法,故决定对康美药业、其实际控制人及有关责任人员作出行政处罚。

同年底,11名投资者对康美药业及《康美处罚决定》认定的有关责任人员提起本案诉讼,并请求其他申请加入本案诉讼的投资者一并提起普通代表人诉讼。2021年2月10日,一审法院作出裁定,准许本案转为普通代表人诉讼,并于裁定中确定了权利人范围。在上述裁定生效后,一审法院于2021年3月26日发布《普通代表人诉讼权利登记公告》,明确本案的权利人范围并公告权利人可以于30日内登记加入诉讼。

由于证监会于2021年2月18日对广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)(下称“正中珠江所”)及有关责任人员作出[2021]11号《行政处罚决定书》(下称《正中珠江处罚决定》),故投资者向一审法院申请追加《正中珠江处罚决定》中的被处罚主体为本案被告、承担连带赔偿责任;一审法院对此予以准许。

2021年4月8日,中小投服接受56名投资者的特别授权,向一审法院申请作为代表人参加诉讼。最终,经最高院指定管辖,本案转为特别代表人诉讼程序。2021年4月16日,一审法院发布《特别代表人诉讼权利登记公告》,明确本案的权利人范围,并指出在公告届满后15日内未书面声明退出此特别代表人诉讼的,则视为同意参加诉讼。在公告期间,有9名投资者向一审法院提交了书面文件,声明退出特别代表人诉讼程序。

根据一审判决所载情况,本案各方未达成和解或调解。就判决结果,一审判决指出,如果中小投服决定提起上诉,则应在上诉期限届满前通知全体原告,原告决定放弃上诉的,应在收到通知后告知一审法院。如果中小投服决定放弃上诉,则亦应在上诉期限之内通知全体原告,原告不服一审判决的可自行提起上诉。

经上述过程可见,本案经历了原告申请采取代表人诉讼方式、法院裁定准许普通代表人诉讼并发布登记公告、50名以上投资者委托中小投服作为代表人、中小投服向法院申请参加诉讼、由普通代表人诉讼转为特别代表人诉讼、投资者声明退出特别代表人诉讼,直至特别代表人诉讼权利人最终确定的完整过程。并且,本案按照特别代表人诉讼方式审理,在上诉等诉讼权利的处理上一审判决也于一审判决书中依法予以详细告知。总之,除各方达成和解或调解之外,该案的进展过程几乎涵盖了《代表人诉讼规定》中特别代表人诉讼流程的全部重大节点,一审法院的处理也符合新《证券法》和《代表人诉讼规定》中有关特别代表人诉讼程序的规定。因此,我们理解该案特别代表人诉讼程序的实施标准、规范,具有示范性作用。

## 二、上市公司的责任认定

本案一审判决对上市公司责任的认定总体可概括为:(1)确认《康美处罚决定》所述有关事项为案涉虚假陈述侵权行为;(2)以《康美处罚决定书》中认定的最早实施虚假陈述行为的日期作为实施日;(3)以法院查明的自媒体质疑康美药业财务造假的日期作为揭露日;(4)以该揭露日为基础确定基准日和基准价;(5)确认原告交易行为与虚假陈述之间存在交易因果关系;(6)明确支持系统风险抗辩并采取“个体相对比例法”确定系统风险剔除范围;(7)经审查本案有关情况后不支持非系统风险抗辩;(8)采取“移动加权平均法”作为损失计算方法。

上述判决精神中，有一部分问题在此类案件中可能争议不大，但另有一部分问题值得深入分析：

### （一）揭露日的选取

揭露日是虚假陈述案件中“可索赔区间”的终点，亦是此类案件的核心问题之一。其制度意义在于，揭露日意味着案涉虚假陈述行为在此日及之后在法律上视为已向全市场揭示，向市场发出“该发行人此前的信息披露存在虚假陈述”的警示信号，给予市场重新判断证券价值和此前投资决策的机会。如果投资者在揭露日之后仍然坚持（在利好型虚假陈述情况下）买入，则由此造成的投资损失与虚假陈述之间不存在因果关系、不应予以支持。

根据现行最高院《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》（下称《虚假陈述司法解释》）的制度精神以及我国法院过往的裁判情况，虚假陈述的揭示多采信“监管揭示”或“发行人自行揭示”。即，多数案件中系将立案调查公告日、事先告知书公告日或处罚决定书公告日确定为揭露日，或者在发行人自行更正虚假陈述信息的情况下将该日确定为更正日；而适用“新闻媒体揭示日”作为揭露日的案件则相对较少。

一般而言，如果揭露日确定得更加“靠前”，则“可索赔区间”会相应缩短，其整体结果往往对被告较为有利。在实践中，被告主张“新闻媒体揭示”的原因往往也是该等揭露日最靠前，对自身主张最为有利，本案事实情况亦是如此。康美药业的立案调查公告日是2018年12月29日，而法院采信的自媒体揭示日则是网络开始出现质疑康美药业财务造假信息的2018年10月16日，法院确定的揭露日要提前2个月有余。

尽管本案中一审法院在代表人登记公告中已经载明了权利人范围，从一审判决记载的情况来看，诉辩各方对揭露日问题也没有发生观点争议，但一审法院根据案件客观事实情况和市场反应承认自媒体揭示的法律地位，仍树立了采信“新闻媒体揭示”的典型案列，对于后续类案处理提供了新思路。

### （二）交易因果关系的明确

一审法院在判决中用较大篇幅专门论述了本案的“交易因果关系”问题，这深值注意，也颇应肯定。

在证券虚假陈述侵权通行理论中，其因果关系判断分为两重。其一是责任成立因果关系（或称事实因果关系），即定性层面的因果关系，用于解决原告的损失究竟是否系因侵权行为所发生的问题。在此类案件中，具象为原告是否系基于对虚假陈述的信赖而作出证券交易决策，也即“交易因果关系”。另一重因果关系则是责任范围因果关系（或称法律因果关系），即定量层面的因果关系，旨在案件已经通过定性层面因果关系的判断后，用于判断原告究竟有多少损失系因侵权行为所造成。在此类案件中，具象为原告的投资差额损失是否均由虚假陈述造成的股价下跌所导致，是否有系统风险、非系统风险及其他因素同样造成股价下跌对原告致损，也即“损失因果关系”。

在《虚假陈述司法解释》中，我国建立了此类案件中因果关系的法律拟制推定规则，即如果虚假陈述信息具有重大性，原告是在实施日和揭露日之间交易证券且在揭露日后卖出或继续持有而发生损失的，则法律拟制推定上述两重因果关系成立。但这种推定是可以抗辩的推定，如果被告反证证明因果关系全部或部分不成立，则应推翻法律拟制、否定因果关系。

然而，基于2003年立法时的研究和实践经验，现行《虚假陈述司法解释》中并没有明确写明“交易因果关系”和“损失因果关系”这样的语词，也没有在条文内容上明确对两种因果关系的区分，再加上法律

拟制规则的存在，我们在办案过程中经常感受到一些诉讼参与方对虚假陈述侵权因果关系的理解存在误区：或是对“交易因果关系”并不关注，或是将“交易因果关系”和“损失因果关系”混为一谈。更有人指出，除了《虚假陈述司法解释》明确列举的否定因果关系情形之外，其他任何情形都不能否定法律拟制的推定因果关系。

上述情况显然背离了虚假陈述侵权的基本原理。此处的法律拟制本就是证券法为了保护弱势群体而建立的倾斜性保护规则，是为了只能依靠发行人信息披露作出投资判断的普通中小投资者而量身打造的法律拟制模型。但是，法律拟制本身并不一定是客观事实，故其当然可以被反证推翻。尤其是在具有商业安排背景的股票投资以及以合格投资者为主的债券投资中，交易因果关系更应当被重视，应当仔细考量反证事实并进行实质判断。并且，也应当区分“交易因果关系”和“损失因果关系”各自的功能和含义，突出“交易因果关系”之定性因果关系的制度价值和法律地位。否则，此类案件中的因果关系判断将被空置，这也不符合侵权案件审判的根本性要求。

基于此，本案作为普通中小投资者起诉的股票虚假陈述案件，交易因果关系可能原本争议不大，但一审判决仍然专门提出并论述“交易因果关系”判断问题，其重要意义更显昭彰。该判决明确指出：“本争议焦点涉及的因果关系包括原告的交易行为与案涉虚假陈述行为之间是否存在因果关系及原告的投资损失与案涉虚假陈述行为之间是否存在因果关系，即交易因果关系和损失因果关系”。我们期待该案判决的示范性作用能够影响到各方对于因果关系的认识，甚至对相关立法起到推动作用，使得因果关系判断，尤其是交易因果关系的判断引起重视、回归本源、落到实处。

### （三）系统风险剔除的确定

系统风险的判断在本案中纳入委托核损机构进行损失计算的部分一并处理。就核损机构的确定，诉辩双方存在一定的博弈。康美药业等部分被告申请法院委托上海交通大学中国金融研究院进行测算，而中小投服主张由深圳价值在线信息科技股份有限公司进行测算。因各方未形成一致意见，法院委托投保基金进行损失测算。从我们的实践经验来看，上述核损机构均是此类案件中法院经常委托进行损失测算的机构，各家机构的核损模型、计算方法等均存在一定差异，各方形成不同意见也属正常。但毕竟相对于传统方式而言，核损机构能够更加准确、量化地进行损失测算和系统风险、非系统风险因素的分析，对诉讼各方及法院而言均属便利之举。

一审法院在定性上支持系统风险抗辩的基础上，选择采取“个人相对比例法”、并参考康美药业股票所属的医药生物（申万）指数进行系统风险扣除。根据该等方法，本案定量计算出了每一名投资者因系统风险致损的比例，且筛选出了损失金额扣除系统风险后为0或者为负数的投资者3289人。尽管中小投服和被告分别主张该等系统风险扣除比例过高及过低，但一审法院仍坚持适用了该方法。

上述系统风险扣除方法有两点值得注意。一是一审法院采取了“个人相对比例法”。在过往大多数案件中，我国法院多采用“一揽子”的相对比例法，即不对投资者个人的情况进行区分，而是针对案件整体确定一个系统风险扣除比例。这种做法相对较为简单易行，往往也能够代表系列案件中存在的总体系统风险情况，具备一定的合理性，同时也被很多观点所认可。近年来，在我们于浙江、海南等多个地区代理的多起案件中，法院也和本案类似采取了“个人相对比例法”或与之类似的方法扣除系统风险。我们理解，这并不代表过去的“一揽子相对比例法”就是错误的。只是针对本案情况而言，可能一审法院认为在已经委托核损机构进行计算、且案件具备典型意义的情况下，采取“个人相对比例法”更加适合。

二是一审法院采信了行业指数（申万指数）作为扣除系统风险的参考指数。在传统意义上，我国法院过往通常采取大盘指数（如上证指数、深证综指、深证成指等）作为参考指数；在考虑行业或板块指数的情形下，有时也承认板块指数或证监会指数的参考性，而直接完全参照券商指数（如申万指数、中信指数等）



计算系统风险扣除比例的情况较少。但近年来，这种传统思路在不断被打破，尤其是上海金融法院有多起案例采信券商的行业指数，这说明我国此类案件的审理对于系统风险因素的认知愈加深刻、其考量也愈加细化。

更为重要的是，我国股市一定将在未来逐步走向发行注册制更加成熟化、淘汰机制更加强化、价值发现机制更加有效的成熟市场。在这一市场中，股票发行人的个体价值和个体成长预期的价值将更加凸显，故个股走势与传统考虑的大盘指数挂钩程度可能也将不断弱化，而与行业、地区，乃至利益关联行业的相关度则会相应提升。在此情况下，我们的司法审判精神也应当紧随市场脚步，作出符合市场现状以及发展预期的选择。

#### （四）关于非系统风险因素的考量

除了系统风险之外，关于损失因果关系的另一重要考量是非系统风险因素。非系统风险因素是指因发行人（除虚假陈述之外）自身的经营财务状况等原因引发证券价格下跌的因素，该等因素同样能对投资者产生致损效果。由于非系统风险因素造成的证券价格下跌不属于虚假陈述行为造成的损失，故按照虚假陈述侵权的损失因果关系判断原理，该部分致损同样应当从投资者的损失中剔除。在过往的很多案件中，我国法院也支持了此类案件被告提出的非系统风险抗辩。

我们注意到，本案一审判决除了认为被告未能具体举证证明本案中存在的非系统风险因素之外，还认为非系统风险因素的扣除在现行《虚假陈述司法解释》中缺乏法律依据。此处对于《虚假陈述司法解释》的该等解读可能值得进一步探讨。首先，《虚假陈述司法解释》第十九条规定的损失因果关系考量因素包括“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”情形，也即并未排除对非系统风险因素的考虑。并且，根据最高院民事审判第二庭编著的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，最高院在起草《虚假陈述司法解释》第十九条时，实际上是要求我国法院充分考虑此类案件中的损失因果关系判断问题，该条明确列举的情况只是审判参考而非穷尽列举。因此，在案件中存在的非系统风险因素明显是与虚假陈述无关的情况下，该等致损因素当然应予考虑。

此外，我国法院在过往支持非系统风险抗辩的案件中，多是根据案件具体情况酌情予以扣除。但在近期如上海金融法院等法院审判的案件中，包括上海交通大学中国金融研究院等机构已经能够通过模型建构具体量化非系统风险因素对投资者损失的影响。该等非系统风险因素扣除的思路值得借鉴，关于非系统风险扣除的问题也更应当引起重视。

#### （五）小结

如文首，我们认为一审法院在上市公司的责任认定上相对较为适当，在部分问题的观点采信和裁判论述上亦具创新性和适当性；同时，一审判决对于非系统风险部分的观点论述可能还有待进一步探讨。当然，此份判决是一审判决，该案的最终结果还有待一审或二审判决生效后方能完全落定。

### 三、涉案中介机构及中介机构有关人员的责任认定

#### （一）一审判决对会计师事务所及签字注册会计师责任的认定

康美药业案一审判决发布后，“会计师事务所和签字会计师承担 100% 连带责任”的结果成为舆论热点。对此，一审判决阐述了较为详尽的裁判理由。

首先，就广东正中珠江会计师事务所（下称“正中珠江所”）执行康美药业相关年度年报审计的具体



行为，以及正中珠江所在执行审计过程中是否负有过错、进而是否应当承担连带赔偿责任的问题，我们较难作出事实层面的评价。客观而言，证监会作出的《正中珠江处罚决定》是一份事实认定以及对当事人申辩理由的回应均较为详尽的行政处罚决定书。其分年度论述了正中珠江所对康美药业相关年度年报审计期间存在的缺陷以及未实施相应审计程序、未获取充分适当审计证据等问题。通常而言，如无其他特殊情况，人民法院在此类案件中一般会参考行政处罚决定书的认定对中介机构的责任作出评价。

就签字注册会计师的个人责任，《正中珠江处罚决定》共处罚4名责任人员，分别是：（1）Y，康美药业2016-2018年年报审计报告签字注册会计师，该所合伙人；（2）Z和L，康美药业2018年年报审计报告签字注册会计师；（3）S，康美药业2016、2017年年报审计报告项目经理。上述4名责任人员均被列为本案被告，一审判决仅认定Y需承担100%连带责任，剩余3名人员均无须承担连带赔偿责任。其认定理由主要为：

- Z与S无须承担赔偿责任：因案涉时行的《证券法》第一百七十三条中并未规定中介机构的直接责任人员应当承担虚假陈述赔偿责任，故一审判决认定该二人“不应因其职务行为直接对投资者承担赔偿责任”。
- L无须承担赔偿责任：一审判决对此处处理的原文是：L“并非康美药业2016年、2017年审计项目的签字注册会计师，不是案涉虚假陈述行为人，故不对投资者损失承担赔偿责任。”如上所述，L是康美药业2018年年报审计报告的签字注册会计师，而康美药业《2018年年度报告》发布时已经超过揭露日，故法院因此认为L不应当认定为本案项下的连带责任人。
- Y应承担100%连带赔偿责任：如上所述，Y是正中珠江所出具康美药业2016年、2017年年报无保留意见审计报告的签字注册会计师，但时行《证券法》并未规定中介机构的直接责任人员应当承担虚假陈述赔偿责任。在此情况下，结合Y系正中珠江所合伙人的身份特征，一审判决根据《合伙企业法》第五十七条关于“一个合伙人或者数个合伙人在执业活动中因故意或者重大过失造成合伙企业债务的，应当承担无限责任或者无限连带责任，其他合伙人以其在合伙企业中的财产份额为限承担责任”的规定，判决Y应在正中珠江所承责范围内承担连带赔偿责任。

可见，在上述四人均被证监会行政处罚的情况下，一审法院在审理中根据不同的个人情形，对其各自的责任分别进行了审查和认定。

## （二）会计师事务所及签字注册会计师个人责任认定中的值得关注之处

### 1. 能否适用《合伙企业法》的规定直接对Y在本案中判决承担连带责任

根据连带责任的一般原理以及我国法院的司法判例情况，证券虚假陈述责任纠纷案件中涉及连带责任认定时，在具体案件中仅认定连带责任人的对外责任，而不解决责任人之间的内部责任划分问题。对此，一审判决也明确指出：“本案诉讼裁判的范围为各被告应当向原告承担的责任问题，至于各承担连带责任的被告之间的责任分担与追偿，不在本案裁判范围之内，各方如承担实际责任赔付责任后可另行解决。”

基于此，本案中一个值得关注的问题是，在一审判决已经认定Y根据时行《证券法》不属于本案虚假陈述民事责任人的情况下，其能否适用《合伙企业法》的规定在本案中直接认定Y的连带责任。也即，一审判决所认定的Y个人责任是否属于其作为连带责任人的对外责任。

对此，一审判决认为Y的个人责任属于对外责任，且阐述了较为具体的理由。一审判决指出，Y“应当在正中珠江承责范围内承担连带赔偿责任”（而非直接认定Y应当对案涉虚假陈述行为承担连带赔偿责任）。

因为根据《合伙企业法》第五十七条的规定，合伙人在执业活动中因故意或重大过失造成合伙企业债务的情况下，应承担“无限责任或无限连带责任”。这说明具有故意或重大过失的合伙人与会计师事务所之间可以就会计师事务所的对外债务形成连带之债的关系，故其责任仍属对外责任，可以在本案中解决。因此，尽管题述问题项下可能存在不同理解、不同观点，但一审判决阐述的上述理由亦具备合理性。

## 2. 会计师出具保留意见审计报告的行为能否当然成为免责情形

如上所述，康美药业发布《2018年年度报告》时已经超过揭露日，故一审判决并未明确指出正中珠江所对康美药业2018年年报出具保留意见的行为能否使其对相应的损失免责。但该情节可能引发思考的问题是，会计师出具保留意见的行为能否当然成为免责的情形之一。

有观点认为，会计师出具保留意见是会计师已尽到勤勉尽责义务并且警示风险的体现，应当作免责处理。但这一问题还是需要根据个案情况进行具体把握，且最终仍要回归到对会计师勤勉尽责义务的审查中判断。

如果仅针对出具保留意见审计报告这一情节，一方面，我们赞同出具保留意见确实代表会计师已经认为财务报表存在重大错报，或者在无法对相关事项获取充分、适当审计证据的情况下认为财务报表可能存在重大错报，代表会计师已经做到了有关工作、且已经发现了被审计对象财务会计报告中的问题。但另一方面，出具保留意见也同时意味着会计师认为有关事项虽然具备重大性，但尚不具备广泛性。在此情况下，会计师发现的被审计对象财务报表错报问题基于其广泛程度是应当出具保留意见、否定意见还是无法表示意见，也仍然需要具体衡量。对此，中国注册会计师协会发布的《中国注册会计师审计准则问题解答第16号——审计报告中的非无保留意见》形象阐明了个中区别：

导致发表非无保留意见的事项的性质	相关事项的错报或未发现的错报（如存在）对财务报表产生或可能产生的影响是否具有广泛性	
	重大但不具有广泛性	重大且具有广泛性
财务报表存在重大错报 （已对相关事项获取充分、适当的审计证据）	保留意见	否定意见
无法对相关事项获取充分、适当的审计证据 （不能得出财务报表整体不存在重大错报的结论）	保留意见	无法表示意见

基于此，会计师出具保留意见的行为能否足以使之免责，必须要结合虚假陈述行为的严重程度以及会计师出具的具体意见进行综合判断。例如，证券发行人的虚假陈述行为仅集中于年报中的某一重大事项，但财务报表整体上没有广泛性的重大错报，则如果会计师对此事项出具了保留意见，那么应可认为其具备免责的条件。但如果证券发行人的虚假陈述行为导致财务报表整体上难具真实性和可信度，而会计师仍然仅对部分事项出具了保留意见，则仍要具体分析会计师的勤勉尽责程度再进一步判断。

更为重要的是，会计师所发表的审计意见类型只是其审计工作的成果体现之一，并不能完全反映其工作方法和程序、审计工作中的注意程度、是否尽到勤勉尽责义务。在虚假陈述责任纠纷案件中，会计师承担连带赔偿责任的前提仍需实质审查其是否具有过错、是否尽到勤勉尽责义务，故人民法院应当审查的最核心内容仍是会计师在个案中的具体工作，而非仅仅根据审计意见的类型进行判断。应予重视的是，包括

会计师在内的各相关中介机构责任具有“专家责任”的性质，更宜从各自的专业角度出发、还原到当时的工作背景和工作场景进行判断，而不宜从结果“倒推”衡量。在这一问题上，我们目前可能尚缺乏具体、明确的衡量标准，值得各界共同进一步研究探讨。

#### 四、涉案实控人与董监高的责任界定

本案一审判决对于涉案董监高责任的认定情况为：（1）公司董事长、总经理和实控人组织安排虚假陈述行为，副董事长、副总经理、会计工作负责人（同时也是实控人之一）知悉虚假陈述行为且共同组织安排，故应承担100%连带责任。（2）公司4名董监高人员参与实施虚假陈述行为，且明知相关定期报告系属虚假陈述仍然签字确认其真实、准确、完整，故应承担100%连带责任。（3）8名董监高人员对相关定期报告签字确认其真实、准确、完整，但其非财务负责人，过失相对较小，故应在投资者损失的20%范围内承担连带责任。（4）3名独立董事对相关定期报告签字确认其真实、准确、完整，但其为兼职独立董事，不参与康美药业日常经营管理，过失相对较小，故应在投资者损失的10%范围内承担连带责任。（5）2名独立董事亦属兼职，且仅在《2018年半年报》签字，故应在投资者损失的5%范围内承担连带责任。（6）另2名被告未以董监高身份在《2016年年度报告》《2017年年度报告》和《2018年半年报》中签字，故不应承担赔偿责任。

在上述认定中，其对于普通董监高以及兼职外部独立董事的责任认定问题引发了相对更高的关注。根据我们的经验，在相当长的一段时间里，我国法院很少真正判决上市公司普通董监高、外部独立董事承担证券虚假陈述连带赔偿责任。但近年来，包括我们自己代理的案件以及其他几起引发市场热议的案件中，均出现了判决普通董监高、外部独立董事承担连带责任的情况。我们在办案过程中切实体会到，对上市公司普通董监高尤其是外部董事虚假陈述责任的认定是一个极难把握、处理的问题，也是值得监管机构和司法机关妥善考虑的问题。

诚然，法律有对公众公司信息披露的要求，也对公众公司董监高履职的勤勉尽责义务、对公众公司的内在制衡机制设置了相应规定。但是，上市公司相当一部分董监高实际上就是普通的“打工人”，其对财务、法律方面的认识、理解、甚至敏感程度很难做到“全知全能”。且若论身份，相当一部分上市公司的普通董监高和独立董事都是一个“普通人”，他们或是职业经理人，或是企业的老员工，抑或是教师、技术人员、行业专家以类似“顾问”的身份担任独立董事。法院的判决或许看起来是10%、5%甚至更低的连带责任范围比例，但真正转化到赔偿金额上，那便是绝大多数普通家庭难以承受之重。

根据目前的司法实践情况，普通董监高和独立董事的免责抗辩极其依赖当事人自身的举证，但似乎除了投反对票或弃权票以外，能够真正打动裁判者的免责情形极其有限，而“勤勉义务”的标准又过于宽泛。这导致的结果就是，在现在的思维导向之下，普通董监高和独立董事抗辩的成功与否很大程度上取决于当事人有没有存证的习惯；而大部分当事人的情况是只能“讲事实”，却无法举示令裁判者信服的证据。

而在普通董监高责任和外部独立董事责任的问题中，独立董事的问题可能又更显突出。早在几年之前发表的论文中，我们即引用过有关专家的如下观点：“世界上其他法域，几乎没有像我国这样因信息披露违法大面积、高频次处罚上市公司董事、高管的，尤其是处罚外部董事与独立董事。个中缘由，值得研究。”在康美药业一审判决公布后，亦有观点指出：“当前的独董制度面临着几对典型的矛盾：较低的综合收益和较高的职责之间的矛盾；较低的话语权和较高的社会期望之间的矛盾；较低的参与性与较高的专业素养要求之间的矛盾。”“如果不从整体上解决制度设计，单纯去苛责独董或者处罚独董，最终只会导致‘劣币驱逐良币’。”

基于此，或许我们应当回头审视一下 20 年前我国引入上市公司独立董事制度的初衷，也有必要审视一下我国上市公司独立董事制度目前的运行现状。一言以蔽之，在目前情况下，我国法律对外部独立董事的功能、作用的认知投射到实践中，的确很难用一句“外部董事与内部董事负有相同的忠实、勤勉义务”来形成对其归责的判断。故对于上市公司普通董监高，尤其是外部董事的责任追究应当谨慎，不宜作泛化处理；因为我们在这一问题上的思考和制度建构，应该还有比较长的一段路要走。

## 结语

康美药业案的一审判决公开后，证监会在新闻发布会上对本案予以高度评价：此次法院依法作出一审判决，示范意义重大，是落实新《证券法》和中办、国办《关于依法从严打击证券违法活动的意见》的有力举措，也是资本市场史上具有开创意义的标志性案件，对促进我国资本市场深化改革和健康发展，切实维护投资者合法权益具有里程碑意义。证监会对此表示支持，并将依法监督投资者保护机构，配合人民法院做好后续相关工作。”证监会也同时指出：“在广东省及各方的协调努力下，10月30日，康美药业公告披露，经揭阳中院对公司控股股东关联方资产进行强制执行，所得款项共计 16.41 亿元已支付至公司管理人账户，用于冲抵关联方占用公司资金。通过追收原大股东、实际控制人占用资金，有利于更好地保护广大中小投资者的合法权益，也让上市公司重新轻装上阵。”

我们认为，本案不仅是因其“首单”证券特别代表人诉讼的地位而具有里程碑意义，在专业上也有很多值得思索之处。例如在揭露日的认定、系统风险的扣除、交易因果关系的明确等方面，该案均有较强的示范作用。当然，如前文所述，我们同样认为此案也并非尽善尽美，仍有部分问题值得我们进一步思考、论证。如一些学者所言，证券侵权领域的理论和制度很多时候都是知易行难。我们希望证券市场中的这些里程碑事件不仅仅成为一时之间的舆论“爆点”或市场风潮，而是期待它们真正长存于我国证券市场的发展史中，为今后的制度发展起到镜鉴作用。

文章中的观点及论证，以文章发表时现行有效的法律法规及司法解释为准。

---

# 证券犯罪刑事风险防控 的新思路——以内幕交易为例 探寻“行政处罚”移送“刑事 追诉”的证据标准

杨帆 尹俊骞 林婉祯

---

2021年3月1日起施行的《中华人民共和国刑法修正案（十一）》（2020年12月26日第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十四次会议通过）

（下称“《刑法》修正案（十一）”），表明国家对证券市场各类违法违规行为将采取零容忍的高压态势。2021年2月27日，全国政法队伍教育整顿动员部署会上着重强调了十二项专项罪名，其中就包括了《刑法》第四百零二条，徇私舞弊不移交刑事案件罪。从立法和司法风向两个角度看，未来会有更多的证券市场违法行为将经过行政处罚程序后进入刑事司法程序。

2021年年初，在我们参与办理的一宗内幕交易行政处罚案件中，我们根据案件事实和相关法律规定向监管机构提出本案不存在内幕交易行为的申辩意见，取得了监管机构的认同，最终监管机构认定涉案违法事实不成立，决定结案，对当事人免予行政处罚。但是，行政处罚案件移送司法机关追究刑事责任的标准引起了我们的关注和思考，本文将主要从证据标准的角度，探寻两法衔接的界限。

## 一、《刑法》修正案（十一）对证券犯罪零容忍之态势

《刑法》修正案（十一）关于证券期货犯罪的条文修改主要涉及欺诈发行行为、信息披露违规行为、操纵市场行为及中介组织人员出具证明文件不实行为。从新旧法对比来看，《刑法》修正案（十一）对于证券期货犯罪的规定，有以下几个特征：一是大幅提高对欺诈发行、信息披露造假等犯罪的刑罚力度，提升了法定刑上限，设置无限额罚金制，增加了违法犯罪成本；二是强化对控股股东、实际控制人等“关键少数”的刑事责任追究；三是明晰保荐人等中介机构的“看门人”职责；四是与证券法修订保持有效衔接，扩大对证券种类的认定范围，明确对新型操纵市场行为的责任追究。<sup>1</sup>在当前防范金融风险、强化金融监管的政策之下，司法机关已经开始逐步加强对于证券违法犯罪的追查打击，不难看出，行政处罚与刑事追责的衔接与配合将会日趋紧密。

---

<sup>1</sup> 中国证券监督管理委员会：[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202012/t20201226\\_389489.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202012/t20201226_389489.html)。



## 二、行政处罚与刑事追责的衔接

根据《行政执法机关移送涉嫌犯罪案件的规定》（下称“《移送规定》”）的有关规定<sup>2</sup>，行政执法机关在依法查处违法行为过程中，发现违法事实涉及的金额、违法事实的情节、违法事实造成的后果等涉嫌构成犯罪，依法需要追究刑事责任的，必须依法向公安机关移送。结合《关于在打击证券期货违法犯罪中加强执法协作的通知》的有关规定<sup>3</sup>及现有的证券行政执法体制，证券违法犯罪案件的行刑衔接大致如下：

1. 中国证券监督管理委员会（下称“证监会”）对涉嫌犯罪的证券期货案件，应依法向公安部证券犯罪侦查局移送，由公安部受理并及时审查后，书面通知移送机关是否予以立案。为方便工作的衔接，证监会移送重大、复杂、疑难的涉嫌犯罪案件前，应与公安部就案件的认定和处理意见提前会商。

2. 公安机关应当自接受行政执法机关移送案件之日起3日内依法进行审查。认为有犯罪事实，需要追究刑事责任，依法决定立案的，应当书面通知移送案件的行政执法机关；认为没有犯罪事实，或者犯罪事实显著轻微，不需要追究刑事责任，依法不予立案的，应当说明理由，并书面通知移送案件的行政执法机关，相应退回案卷材料。

另据《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》（下称“《两高解释》”）第六条，“在内幕信息敏感期内从事或者明示、暗示他人从事或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易，具有下列情形之一的，应当认定为刑法第一百八十条第一款规定的‘情节严重’”：（一）证券交易成交额在五十万元以上的；（二）期货交易占用保证金数额在三十万元以上的；（三）获利或者避免损失数额在十五万元以上的；（四）三次以上的；（五）具有其他严重情节的。”

综上，在行刑衔接的实体与程序均有法可循的情况下，一旦相关责任主体被认定为行政违法且达到刑事犯罪标准，证券监管部门应当将案件移送公安机关，由公安机关决定是否追究刑事责任。证券犯罪案件通常具有较高的专业性，在监管机构、公安机关“协同办案”的背景下，由证监会行政处罚后移交公安机关的案件极有可能被刑事立案。笔者认为，行政违法行为和犯罪行为除了获利金额、交易量、行为次数等“量”的区别，还存在证据证明标准上“质”的差异。如果行政处罚中核心事实主要依靠“推定”的方式来认定，那么即便证监会行政处罚后移送公安机关，公安机关应当严格依照刑事诉讼证据标准，而作出不予立案的决定。

## 三、以内幕交易为例——探寻“行政处罚”移送“刑事追诉”的证据标准

### （一）认定内幕信息及内幕信息敏感期的证据标准

内幕交易行为本质上是一种利用应披露而暂时未披露、对证券市场有重大影响的信息进行证券交易牟取不当利益的行为。根据《证券法》第五十二条等规定<sup>4</sup>，“内幕信息”是指证券交易活动中，涉及发行人的经营、财务或者对该发行人证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息。因此，内幕信息应当具有非公开性、重大性、确定性。

<sup>2</sup> 《行政执法机关移送涉嫌犯罪案件的规定》（2020）第三条，“行政执法机关在依法查处违法行为过程中，发现违法事实涉及的金额、违法事实的情节、违法事实造成的后果等，根据刑法关于破坏社会主义市场经济秩序罪、妨害社会管理秩序罪等罪的规定和最高人民法院、最高人民检察院关于破坏社会主义市场经济秩序罪、妨害社会管理秩序罪等罪的司法解释以及最高人民法院、公安部关于经济犯罪案件的追诉标准等规定，涉嫌构成犯罪，依法需要追究刑事责任的，必须依照本规定向公安机关移送。”

<sup>3</sup> 《关于在打击证券期货违法犯罪中加强执法协作的通知》，“七、中国证监会对涉嫌犯罪的证券期货案件，应按《移送规定》的有关规定，及时向公安部移送。为方便工作的衔接，中国证监会移送重大、复杂、疑难的涉嫌犯罪案件前，应与公安部就案件的认定和处理意见提前会商。”

《行政执法机关移送涉嫌犯罪案件的规定》第八条，“公安机关应当自接受行政执法机关移送的涉嫌犯罪案件之日起3日内，依照刑法、刑事诉讼法以及最高人民法院、最高人民检察院关于立案标准和公安部关于公安机关办理刑事案件程序的规定，对所移送的案件进行审查。认为有犯罪事实，需要追究刑事责任，依法决定立案的，应当书面通知移送案件的行政执法机关；认为没有犯罪事实，或者犯罪事实显著轻微，不需要追究刑事责任，依法不予立案的，应当说明理由，并书面通知移送案件的行政执法机关，相应退回案卷材料。”

<sup>4</sup> 《中华人民共和国证券法》（2019）第五十二条，“证券交易活动中，涉及发行人的经营、财务或者对该发行人证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息，为内幕信息。本法第八十条第二款、第八十一条第二款所列重大事件属于内幕信息。”

其一是非公开性。顾名思义，涉案信息必须是尚未公开、不被社会公众知悉的信息。其二，在判断重大性时，笔者认为应综合运用主客观标准来认定。客观标准是指该信息一经披露，将会对相关证券的交易价格有重大影响，主观标准是指该信息对理性投资者的投资决策有重大影响。另外，信息来源的可靠性、根据特定公司的治理结构信息指向事项的可行性、涉案当事人对相关信息的感知和使用等都应当作为判定内幕信息重大性的考虑因素。比如，某些单方面的交易意向通常难以对股价造成重大影响，故其不符合内幕信息的重大性标准，进而不构成内幕信息。其三，根据证券法的基本理论以及我国证券监管的实践，认定内幕信息除了要看该信息对于证券价格的影响，还需判断该信息实现的可能性，即信息是否具有确定性。一项内幕信息的最终形成往往需要在上市公司层面经历多个环节，包括：产生想法、寻求咨询、实地调研考察、形成初步方案、双方高层磋商会谈、达成初步合作意向、董事会决议、政府部门批准、签订合同协议等等。若当事人知悉该信息时，该信息尚处于很大的不确定性状态，那么该信息不能构成内幕信息。有观点认为，当且仅当存在确定的重组资产并引发实质性动议或筹划时，方可能形成具有“确定性”的信息，进而具有可能影响股票价格的“重大性”。

在认定内幕信息的基础上，根据《两高解释》第五条等规定，“内幕信息敏感期”是指内幕信息自形成至公开的期间。“内幕信息形成之日”是指影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行人员，其动议、筹划、决策或者执行初始时间。以重大资产重组事项为例，内幕信息形成的起算点通常根据上市公司《重大资产重组交易进程备忘录》作为参照。

这其中有一种情况值得特别讨论，实践中，最终引发停牌的交易信息并不是最先“出现”的。那么这些边缘性、没有实际引发重大资产重组交易进程，却率先出现的交易信息能否构成内幕信息，进而应否计入内幕信息敏感期呢？笔者对此持否定意见。理由是：在上市公司谋求资产重组的过程中，单方面的意向性信息无法形成实质性动议或筹划，不具备“确定性”，亦无法成为影响股票价格的“重大”信息。因此，证监会在认定内幕信息敏感期时，应该根据上市公司的参与程度，以具体的资产重组项目确定内幕信息并起算内幕信息敏感期。若将边缘的“意向性”项目与实际引发动议、筹划、决策的项目合并计算内幕信息敏感期，会造成内幕信息敏感期的扩大，明显不当。

此外，除了前述的上市公司《重大资产重组交易进程备忘录》，笔者认为以下两个标准也可以作为判断内幕信息确定性的标准：其一是上市公司决策层的参与。根据上市公司的公司治理结构，重大资产重组事项通常应由董事会提案、由股东大会审议，并以股东大会特别决议方式通过。若某个交易信息自始至终没有上市公司决策层参与，就难以引发任何实质性的动议或筹划，进而不具有“确定性”，不构成内幕信息。其二是交易双方的意愿。交易行为是以买卖双方的共同意愿为基础的，单方面的意思表示不能支撑某个交易信息的“确定性”。因此，监管机构在调查过程中，除了收集上市公司方面的有关证据，还应当了解交易对手方的意愿。若监管机构未针对交易对手方决策层参与交易的意愿进行取证，在交易对手方态度并不明朗的情况下，应当认定交易信息的“确定性”因证据不足而无法成立。

## （二）认定内幕交易行为的证明标准

从行政处罚案件来看，在证明内幕交易行为方面，目前证券监管机构通常以推定的方式来认定证券违法行为，只要有证据证明当事人与内幕信息知情人产生了接触，并在接触后集中大额交易了相关证券，即可以认定其行为构成内幕交易。2011年，最高院在《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》（下称“《纪要》”）第5条中指出：“监管机构提供的证据能够证明以下情形之一，且被处罚人不能作出合理说明或者提供证据排除其存在利用内幕信息从事相关证券活动的，人民法院可以确认被处罚决定认定的内幕交易行为成立……（5）内幕信息公开前与内幕信息知情人或知晓该内幕信息的人联络、接触，其证券交易活动与内幕信息高度吻合。”诚然，内幕交易行为隐蔽性强，本身具有一定的复杂性，适用推定的方式可以降低监管机构的举证难度，达到有效遏制内幕交易行为的作用，但广泛适用推定容易在实践中背离“明显优势证明标准”，导致出现错案错罚的风险较高。

而在刑事诉讼中，司法机关对于犯罪事实的证明须达到“事实清楚，证据确实、充分”的证明标准。尽管在2012年3月29日公布的《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》（下称“《内幕交易罪解释》”）中规定，“在内幕信息敏感期内，与内幕信息知情人员联络、接触，从事或者明示、暗示他人从事，或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易，相关交易行为明显异常，且无正当理由或者正当信息来源的”，应当认定为“非法获取证券、期货交易内幕信息的人员”，该条文表述似乎将行政处罚中常见的“推定”方式上升到了司法解释的高度。但从近期的司法实践来看，在2017年检察机关五件不起诉案件中，有三起均是在证监会已经出具认定函或作出行政处罚的情况下，检察院决定不起诉。笔者认为，在刑事司法程序中，司法机关对“推定证据”仍倾向于独立的评价和认识，严格适用刑事案件的证明标准。因此，当个案中的证据无法形成完整的证据链，仅根据证据之间的关联性单纯以推定的方式不能得出行为人实施证券犯罪行为的结论。

首先，内幕信息领受人接触知情人，不等于知悉内幕信息。根据《纪要》的有关规定，只要证监会能够证明内幕信息领受人与知情人发生接触后交易了相关证券，即完成了内幕信息领受人利用内幕信息交易的证明责任，当事人只能通过作出合理说明或者提供证据等方式以自证清白。因此，公安机关在接受移送后，应当着重审查行为人在申辩过程中提出的说明或者证据是否能够给涉案行为的定性造成“合理怀疑”。其次，内幕信息领受人交易相关证券，不等于利用内幕信息交易。从行为构成的角度来看，“内幕交易行为”的客观方面须同时满足以下条件：（1）内幕信息敏感期内，与内幕信息知情人员联络、接触；（2）从事与该内幕信息有关的证券交易；（3）相关交易行为明显异常，且无正当理由或者正当信息来源。笔者认为，关于“相关交易行为明显异常”的认定，应当综合从时间吻合程度、交易背离程度和利益关联程度等方面予以认定。行为人与内幕信息知情人联络的时间、行为人证券账户资金账户变化时间、交易时间、与内幕信息的形成、变化和公开时间，应达到“高度吻合”或“基本一致”的标准。因此，以下申辩/辩护角度可以考虑：交易行为与内幕信息形成、变化、公开时间无法对应；纵观整体交易期间，对应时间内交易股票数量极小；相较于行为人之前的交易习惯无明显异常；与公开信息反映的基本面无明显背离等角度。

## 结语

从目前的司法实践看，在有关法律法规及司法解释对于证券违法犯罪的规定更为严苛、行政违法与刑事犯罪在法律上与程序上的衔接均有法可循且更为顺畅的当下，证券监管机构认定行政违法事实的证明标准应当更加接近于刑事证明标准，方能维持“控辩审”三方角色的平衡，在严厉打击证券违法犯罪行为的同时，更好地保护行为人的合法权益不受侵害。另一方面，并非所有的行政违法案件均应当移送公安机关刑事立案，除了要满足刑法规定的特定构成要件以外，笔者认为，在证据层面应当达到“排除合理怀疑”的标准，以此作为行政不法事实涉嫌刑事犯罪并移送公安机关的前提条件。

证券市场天然成为不法分子觊觎和谋取非法利益之地，近年来证券期货类的刑事案件数量大幅增长，恰好反映了证券市场上的是与非。同时，由于证券案件本身具有的专业性、不法分子作案手法新颖、手段隐蔽以及法律的滞后性，监管机构、侦查机关在查办案件的过程中往往十分棘手。因此，为适应现代金融发展的需要，保护证券投资者的合法权益，营造健康有序的投资交易环境，防范金融风险、加强引导、严厉打击和惩处不法行为是证券行业发展的必然趋势。与此同时，在更为严苛的法律与制度之下，我们也应更注重相关法律的配套措施是否完善，更关注对合法权益的保护。

感谢实习生刘昱辰对文章作出的贡献。

---

# 债券发行人的 权责边界

王团团 李盛

---

## 引言

就金融资管产品投资于**债券与股票**，我们从争议解决视角切入，准备实务问答系列，着重探讨债券核心角色的**权责边界**、债券的结构化发行、欺诈发行、债券违约处置、信息披露与虚假陈述、上市公司股份代持、股票司法处置、投资标的涉及操纵市场或内幕交易等主题，力求以简洁的文字、生动的图解和一线的案例，与您共同探讨债券和股票相关的争议解决实务问题。

2020年，《证券法》和《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称“《**债券纠纷纪要**》”）等对债券市场有重要影响的法律和规定纷纷修订和出台，统一了不同类型债券的法律适用标准<sup>1</sup>，回应了实践中的诸多争议和分歧，更是多角度完善了债券持有人合法权益的保护。本期问答我们从债券核心角色出发，探讨**债券发行人的权责边界**。鉴于我国债券种类很多<sup>2</sup>，本文所涉债券限定在公司债券、企业债券与非金融企业债务融资工具<sup>3</sup>的范围。

## 一、发行人的主要义务有哪些？

现行法律法规在债券发行、交易、管理、兑付等不同阶段规定了发行人的义务：

---

<sup>1</sup> 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第2条：目前，债券发行和交易市场的规则体系，主要由法律、行政法规、部门规章、行政规范性文件构成。人民法院在审理此类案件中，要根据法律和行政法规规定的基本原理，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。

<sup>2</sup> 比如按发行主体划分，则包括政府债券（如国债、地方政府债券）、中央银行票据、政府支持机构债券（如铁道债券、中央汇金债券）、金融债券（如商业银行债券、非银行金融债券）、企业信用债券（如企业债券、非金融企业债务融资工具、公司债券）、资产支持证券等。

<sup>3</sup> 《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第二条：本办法所称非金融企业债务融资工具（以下简称“**债务融资工具**”），是指具有法人资格的非金融企业（以下简称**企业**）在银行间债券市场发行的，约定在一定期限内还本付息的有价证券。实践中，其一般包括短期融资券（短融，CP）、中期票据（中票，MTN）、中小企业集合票据（SMECN）、超级短期融资券（超短融，SCP）、非公开定向发行债务融资工具（PPN）、资产支持票据（ABN）等类型。

## 01

### 发行 & 交易环节

1. 真实准确完整地披露信息
2. 不得虚假陈述、虚假宣传
3. 遴选合格 / 专业投资者
4. 不得操纵发行定价
5. 不得内幕交易、输送利益
6. 不得认购发行的债券等

## 02

### 管理环节

1. 按约使用资金
2. 控制债券风险
3. 设立持有人会议
4. 及时信息披露
5. 不得违反公平竞争进行利益输送等破坏市场秩序等

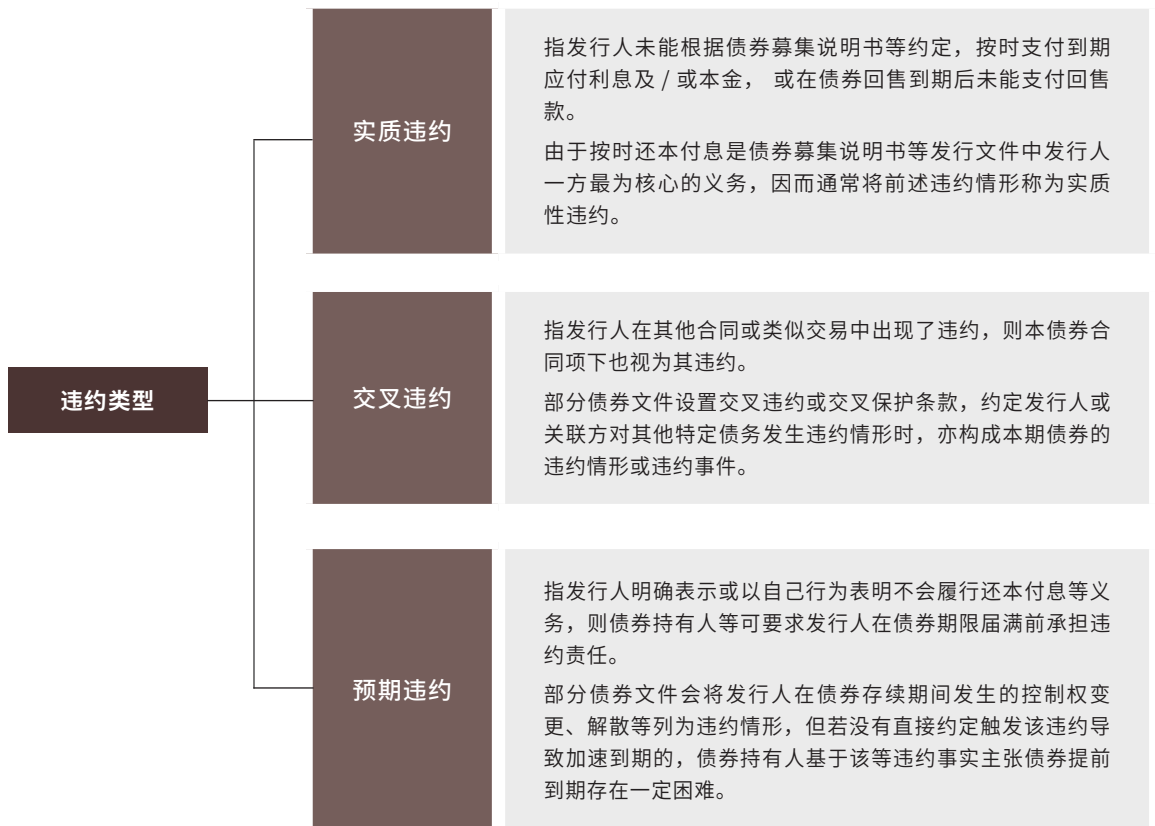
## 03

### 兑付环节

1. 披露兑付本息计划
2. 不得怠于履行偿债义务
3. 按约支付逾期利息违约金
4. 不得以财产转移、关联交易等方式逃废债务等

上述规定系保障债券信息真实准确，发行人“卖者尽责”。若发行人违反上述义务，民事上可能承担违约、侵权等责任，行政上可能遭受责令改正、市场禁入等行政监管措施或警告、罚款等行政处罚，刑事上可能涉嫌欺诈发行证券罪、违规披露、不披露重要信息罪等。其中，在实践中容易引起争议和纠纷的主要围绕发行人信息披露的积极义务与不得虚假陈述、欺诈等消极义务的界定及发行人承担的违约责任 / 侵权责任范围等。

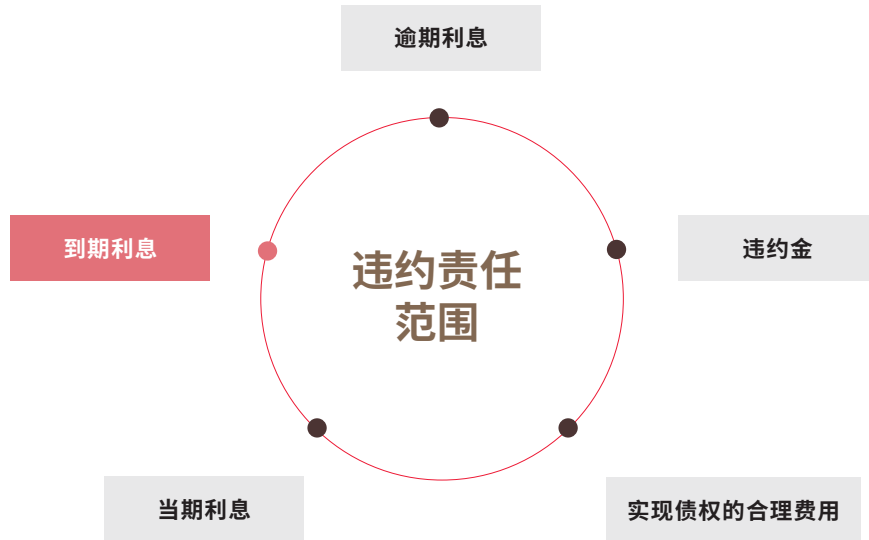
## 二、发行人债券兑付违约主要包括哪些类型？





### 三、发行人违约责任主要包含哪些范围？

《债券纠纷纪要》第 21 条规定了发行人违约责任的范围包括：



#### (一) 就逾期利息和违约金

募集说明书等文件通常会就逾期利率进行约定，若募集说明书等文件对违约金和逾期利息等均进行了约定，可同时主张。但是，法院可以依据《民法典》第五百八十五条<sup>4</sup>并参考《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第二十九条<sup>5</sup>等规定，根据权利人实际损失调整总金额。如在北京市第二中级人民法院（2019）京 02 民初 505 号案件中，法院即综合考虑行业资金占用成本、商业习惯与平衡双方当事人利益的需要，对某证券公司主张的利息和违约金总和超过 24% 的部分（注：审判当时的司法解释规定上限）予以调减，据此将违约金酌定为年利率 16%。

#### (二) 就律师费、财产保全担保费等实现债权的具体费用

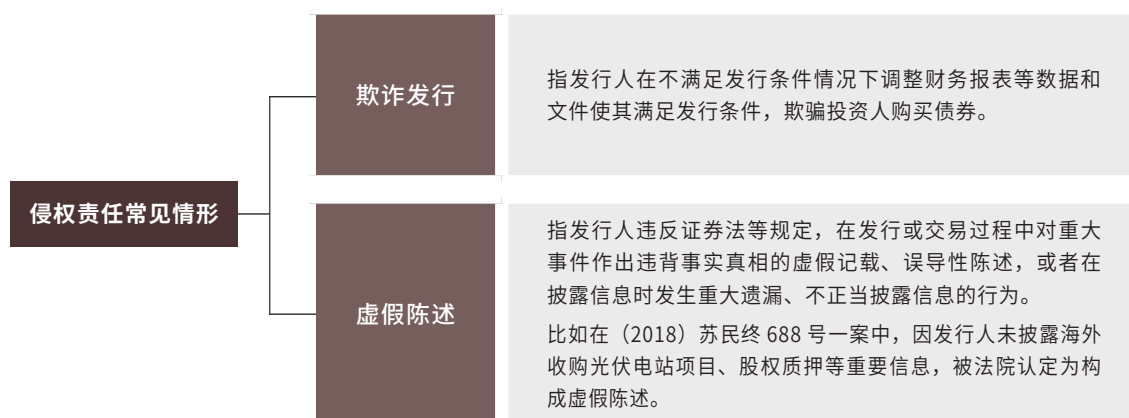
部分裁判观点认为若无明确具体的合同约定，则不予支持，如上海市高级人民法院（2020）沪民终 518 号案判决；也有观点认为若合同约定“实现债权的费用”，则无需特别约定，即可以支持律师费、财产保全担保费等费用的主张，如广东省高级人民法院（2020）粤民终 2334 号案判决。

<sup>4</sup> 《民法典》第五百八十五条：当事人可以约定一方违约时应当根据违约情况向对方支付一定数额的违约金，也可以约定因违约产生的损失赔偿额的计算方法。约定的违约金低于造成的损失的，人民法院或者仲裁机构可以根据当事人的请求予以增加；约定的违约金过分高于造成的损失的，人民法院或者仲裁机构可以根据当事人的请求予以适当减少。

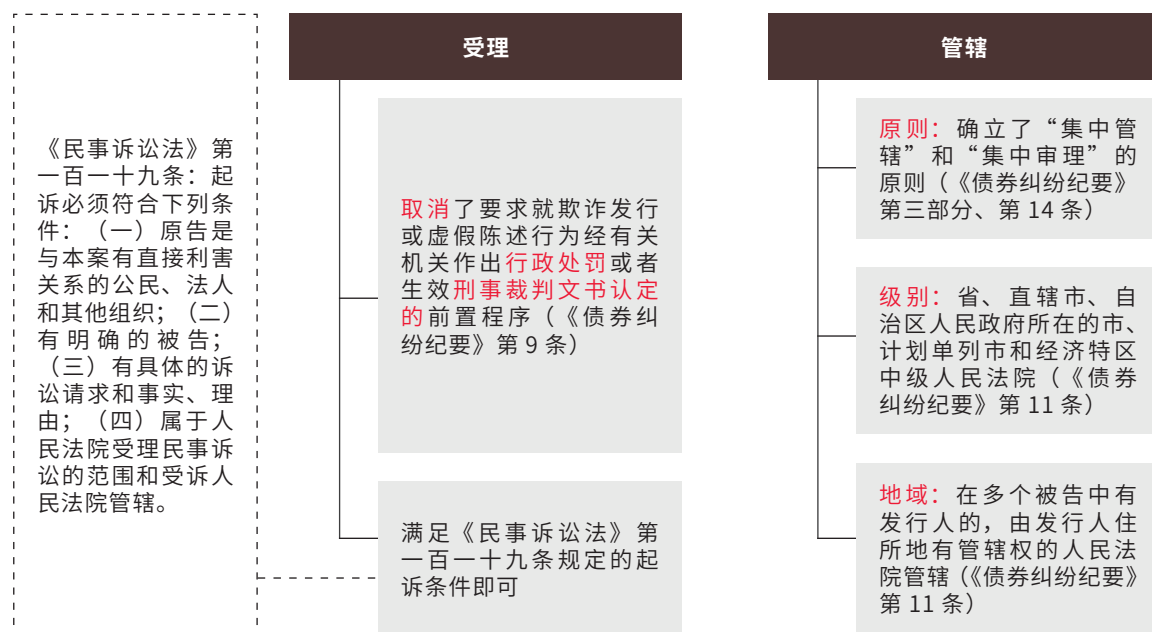
当事人就迟延履行约定违约金的，违约方支付违约金后，还应当履行债务。

<sup>5</sup> 《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第二十九条：出借人与借款人既约定了逾期利率，又约定了违约金或者其他费用，出借人可以选择主张逾期利息、违约金或者其他费用，也可以一并主张，但是总计超过合同成立时一年期贷款市场报价利率四倍的部分，人民法院不予支持。

#### 四、发行人承担侵权责任的情形一般有哪些？



#### 五、债券欺诈发行和虚假陈述案件的受案和管辖分别如何确定？



#### 六、侵权纠纷中发行人就因果关系的常见抗辩有哪些？



一般而言，债券侵权纠纷中的因果关系需要从以下两个层次来证明：首先，需证明投资人的投资决策行为系依据该侵权行为作出，即存在交易因果关系；其次，需证明该侵权行为和投资者的损失之间有因果关系，即存在损失因果关系。<sup>6</sup> 发行人对因果关系的抗辩通常包括：

### （一）对于“交易因果关系”

发行人可主张投资人是在欺诈发行、虚假陈述行为揭露日之后买入债券的，不具有因果关系。因为此时投资人已可从公开途径知晓欺诈发行或虚假陈述的事实，由此法律推定其不再具有受骗的基础，不予以保护，如（2016）最高法民申 502 号案。但若在揭露日后买入债券，之后又因发行人的其他信息披露文件中存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏导致其信用风险进一步恶化所造成的损失，发行人仍需要赔偿损失，难以不具备因果关系进行抗辩（注：《债券纠纷纪要》第 24 条第 2 款）。

根据我国司法实践，法院对于揭露日的认定主要集中在六个时间点，即：立案调查公告日、行政处罚事先告知书公告日、行政处罚决定公告日、媒体揭露报道发布日、上市公司自行揭露日、行政监管措施决定公告日。而在康美药业（证券代码：600518）证券虚假陈述责任纠纷案（下称“康美药业案”）中，广州中院突破性地采取自媒体最开始公开质疑的时间为揭露日，并提出了“一致性、警示性、广泛性”三个标准，认为只要交易市场对揭露文章存在明显的反应，即可认定市场知悉虚假陈述行为，达到了揭露效果。康美药业案对揭露日的认定具有一定创新性，可能对后案产生一定示范效果。

### （二）对于“损失因果关系”

（1）发行人可收集证据证明投资者系自身通过内幕交易、操纵市场等方式卖出债券，导致交易价格明显低于卖出时的债券市场公允价值。此时，法院需要以参考欺诈发行、虚假陈述行为揭露日之后的十个交易日的加权平均交易价格或前三十个交易日的市场估值确定该债券的市场公允价格，并以此计算债券投资者的交易损失（注：《债券纠纷纪要》第 24 条第 3 款）。

（2）证明债券持有人、债券投资者的损失部分或全部是由于市场无风险利率水平变化（以同期限国债利率为参考）、政策风险等与欺诈发行、虚假陈述行为无关的其他因素造成。此时，法院在确定损失赔偿范围时，会根据原因力的大小相应减轻或免除赔偿责任（注：《债券纠纷纪要》第 24 条第 4 款）。

但若发行人单纯抗辩持券人的投资损失系由证券市场系统风险等其他因素所致，而未对此予以充分证明的，法院不一定会采纳。如江苏省高级人民法院曾在（2017）苏民终 509 号案中指出：“证券市场指数升降的原因多种多样，包含各类因素的影响，作为受这些因素综合影响的结果，单纯的指数变动并不能直接介入中断虚假陈述行为与投资人损失之间法律上的因果关系，不能因此得出减轻或免除虚假陈述行为人赔偿责任的结论。”

## 七、发行人承担侵权责任时损失如何计算？

《债券纠纷纪要》第 22 条规定损失范围包括本金损失、利息损失等，又考虑到债券持有人可能在起诉日/一审判决作出前出售债券及时止损等情况，基于此，《债券纠纷纪要》对于损失范围进行了不同规定：

<sup>6</sup> 彭冰著：《中国证券法学》（第二版），高等教育出版社，2007 年 10 月第二版，第 354-355 页。

### （一） 起诉日 / 一审判决前已出售债券：



### （二） 一审判决前仍持有债券：

债券持有人以发行人存在欺诈发行、虚假陈述为由请求提前解除合同并要求发行人承担还本付息等责任的，法院应综合考虑是否符合债券到期，或满足提前解除合同的条件。如果符合，则可支持债券持有人根据募集说明书等文件约定主张的本金、当期 / 到期利息、逾期利息、违约金、实现债权的合理费用等。

但对于债券持有人请求赔偿虚假陈述行为所导致的利息损失，法院会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债券估值，确定合理的利率赔偿标准。

## 八、 发行人内部人员是否也要承担侵权赔偿责任？

外部责任	内部责任
虚假陈述给投资人带来的损失承担连带赔偿责任： <ul style="list-style-type: none"><li>责任类型：连带赔偿责任</li><li>归责原则：过错推定原则</li></ul>	相关内部人员存在多名的，就各连带责任人之间比例的划分： <ul style="list-style-type: none"><li>是否承担刑事或行政责任</li><li>过错程度、作用大小</li></ul>

### （一） 需承担责任的内部人员范围

《证券法》第八十五条<sup>7</sup>规定，可能承担责任的内部人员包括发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人。对于发行人的董事，《证券法》并未区分外部董事与内部董事。因此，独立董事作为具有（或应当具有）财务或法律知识和经验的专业人士，可能需要和内部董事一样，对发行人对外披露的信息是否存在虚假陈述进行审查。例如在康美药业案中，法院认为：虽案涉五名独立董事并未直接参与财务造假，却未勤勉尽责，存在较大过失，且在案涉定期财务报告中签字，保证财务报告真实、准确、完整，故独立董事也需承担侵权赔偿责任，酌情判令其在投资者损失 5% 或 10% 的范围内承担比例连带责任。

<sup>7</sup> 《证券法》第八十五条：信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

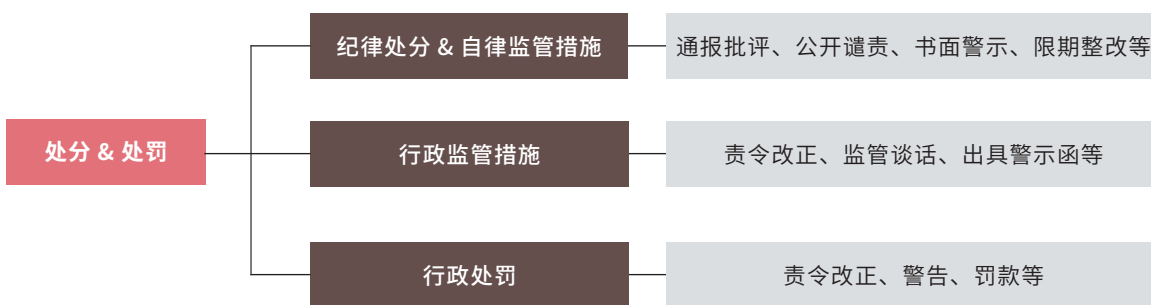
## （二）外部责任

在发行人因欺诈发行和虚假陈述需要承担赔偿责任时，发行人内部人员若不能证明自己没有过错的，需要与发行人一同向债券投资人承担连带赔偿责任。在外部责任的承担上，法院可能考虑原因力和过错情况进行责任划分。如在康美药业案中，法院即认为，原因力直接影响对外责任的比例，并判决发行人各内部人员按照过错承担比例连带责任。从近年司法实践的发展来看，在发行人内部人员未直接作出虚假陈述行为，而仅在履职过程中存在主观过错时，司法机关可能会较多地适用“比例连带”方式来认定内部人员的外部责任。

## （三）内部责任

若法院在认定外部责任时采取比例连带责任，则实际上各个主体承担的责任本身就是各自侵权行为或者过错对应的责任范畴，内部的责任分担比例已经确定。如责任主体之间承担的责任范围有重合部分，发行人内部人员在承担赔偿责任后，仍可向发行人及其他相关责任主体追偿（注：《债券纠纷纪要》第32条）。对于发行人内部人员承担比例连带责任后如何内部追偿的问题，实践中缺乏可资参考的案例，还需观察司法实践的进一步发展。

## 九、发行人因欺诈发行或虚假陈述可能承担的纪律处分、监管措施及行政处罚有哪些？



若发行人因欺诈发行或虚假陈述而违反信息披露规则，轻则会被监管机构给予纪律处分、自律监管措施或行政监管措施，如通报批评、公开谴责、责令改正、监管谈话、出具警示函、将其违法违规 / 不履行公开承诺等情况记入诚信档案并公布等。<sup>8</sup>重则会遭受行政处罚，包括责令改正、警告、罚款等<sup>9</sup>，如〔2018〕54号《中国证监会行政处罚决定书》中，某公司因虚假申报文件骗取公开发行公司债券核准、非公开发行公司债券披露的文件存在虚假记载等，被责令改正，给予警告，并处以4140万元罚款。

感谢李欣怡律师、徐丹妮律师对本文所作的贡献。

<sup>8</sup> 如《上市公司信息披露管理办法》第五十九条、《深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分实施办法》（2020年修订）第十四条与第四十六条等。

<sup>9</sup> 如《证券法》第一百九十七条：信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，责令改正，给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。



---

# 债券持有人 和持有人会议 的职能分工

王团团 李盛

---

## 引言

在债券持有人阵营，还有持有人会议这一议事平台。那么，债券持有人和持有人会议的权利边界在哪，持有人、受托管理人及发行人是否受到持有人会议决议约束，持有人个体及持有人会议如何起诉及参与债务人破产等程序，如何行使登记在受托管理人名下担保物权，就成为业界关切。本文将近距离探讨持有人和持有人会议的“权、名、责”，厘清二者职能分工。

## 一、债券持有人会议与债券持有人的权利边界？

债券持有人会议是由全体债券持有人组成，按照一定的规则和程序召开并为全体持有人的整体利益而集体行使权利的决议机构。<sup>1</sup> 债券持有人会议是债券持有人的非常设机构和议事平台。<sup>2</sup> 债券持有人会议制度最早源于大陆法系，该制度能够集合全部债券持有人之力，增强维权效果，具有重要价值。<sup>3</sup> 《证券法》第九十二条在法律层面确立了债券持有人会议制度，即公开发行公司债券的，应当设立债券持有人会议。

由于债券持有人会议是由各个债券持有人结合形成的新的组织，相较于单个债券持有人，持有人会议作为团体性组织享有一些额外职能和权利，比如变更受托管理人、授权受托管理人或推选代表人代为起诉等。就债券持有人与债券持有人会议的主要职能和权利，我们以图示的方式概括如下：

---

<sup>1</sup> 参见郭锋等著：《证券法律制度精义与条文评注》，中国法制出版社2020年8月版，第509页。

<sup>2</sup> 参见李有星、潘政、刘佳玮：《债券纠纷案件法律适用问题研究》，载《法律适用》2020年第19期。

<sup>3</sup> 参见张媛：《论债券持有人弱势地位与持有人会议制度的完善》，载《证券法苑》2018年第1期。

职能和权利	细项
债券持有人所享有的权利	偿还本金请求权
	利息支付请求权
	当发行人无法偿还时，对增信机构以及其他具有偿付义务的机构享有履行请求权
	召集债券持有人会议的权利（10% 以上持券人可以要求召开）
	就债券持有人会议决议的事项享有提出议案的权利
	对持有人会议的审议事项享有表决权
	单独对发行人起诉或申请发行人破产重整或者破产清算的权利
	当发行人和保证人的资信状况等情况出现可能影响债券持有人重大权益的事项时根据债券募集文件的约定享有知情权
其他法定权利以及债券募集文件中约定的权利	
债券持有人会议的职能和权利	对拟变更募集说明书约定、受托管理人协议的事项进行审议
	变更受托管理人
	修改债券持有人会议规则
	授权受托管理人或推选代表人代为起诉的权利
	审议发行人提出的债务重组方案
	发行人减资、合并等可能导致偿债能力发生重大不利变化，需要决定或者授权采取相应措施（包括但不限于与发行人等相关方进行协商谈判，提起、参与仲裁或诉讼程序，处置担保物或者其他有利于投资者权益保护的措施等）
	其他法定的和债券募集文件中约定的职权和权利

实际上，在部分事项上持有人和持有人会议的权利可能存在一定程度重合，比如对发行人提起诉讼、处置担保物、对发行人申请破产等。如此，针对这些重合性事项，我们将在下文进一步探讨二者之间的权利边界。

## 二、债券持有人会议决议对哪些主体有约束力？

债券持有人会议作为债券持有人的议事平台，其决议效力根据主体的不同可以分为对内约束力和对外约束力。

债权持有人会议：债券持有人的议事平台	
决议的对内效力	决议的对外效力
<p><b>原则：</b></p> <p>对全体债券持有人都有约束力，包括参加会议但弃权或投反对票的债券持有人。</p> <p><b>例外：</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 可自行主张不与决议相违背的权利</li><li>• 重大事项决定保留权</li></ul>	<p><b>约束受托管理人：</b></p> <p>受托管理人需要履行债券持有人会议赋予的职责。</p> <p><b>原则上不能约束发行人：</b></p> <p>发行人与债券持有人之间实质上属于债权债务关系</p>

**（一）对内而言，决议原则上对全体债券持有人都有约束力，包括参加会议但弃权或投反对票的债券持有人。与此同时《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称“《债券纠纷纪要》”）还设定了两个例外情形：**

- **可自行主张不与决议相违背的权利：**债券持有人会议决议仅授权受托管理人或推选代表人代表部分（而非全部）债券持有人主张权利的，其他债券持有人仍然可以单独主张权利。（注：《债券纠纷纪要》第 6 条）
- **重大事项决定保留权：**受托管理人或推选的代表人在未能获得债券持有人会议特别授权的情况下，需事先征求各债券持有人的意见或由各债券持有人自行决定，才能作出可能减损、让渡债券持有人利益的行为以及在案件审理中与对方当事人达成调解协议，或者在破产程序中就发行人重整计划草案、和解协议进行表决。（注：《债券纠纷纪要》第 16 条）

**（二）对外而言，债券持有人会议决议一般应对受托管理人具有约束力，但能否约束发行人则存在一定争议。**

- **对于债券受托管理人而言：**其在某种程度上得解释为债券持有人会议的执行机关，涉及债券持有人重大利益的事项由债券持有人会议决定，债券受托管理人的权利义务受到债券持有人会议决议的约束。<sup>4</sup>《债券纠纷纪要》明确受托管理人需要履行债券持有人会议赋予的职责。在商业实践中，募集文件通常会约定受托管理人应执行债券持有人会议决议，并代表持有人及时就有关决议内容与发行人及其他有关主体进行沟通，以落实会议决议。相关司法实践对该约定效力通常予以认可，如最高人民法院（2020）最高法民终 708 号一案。

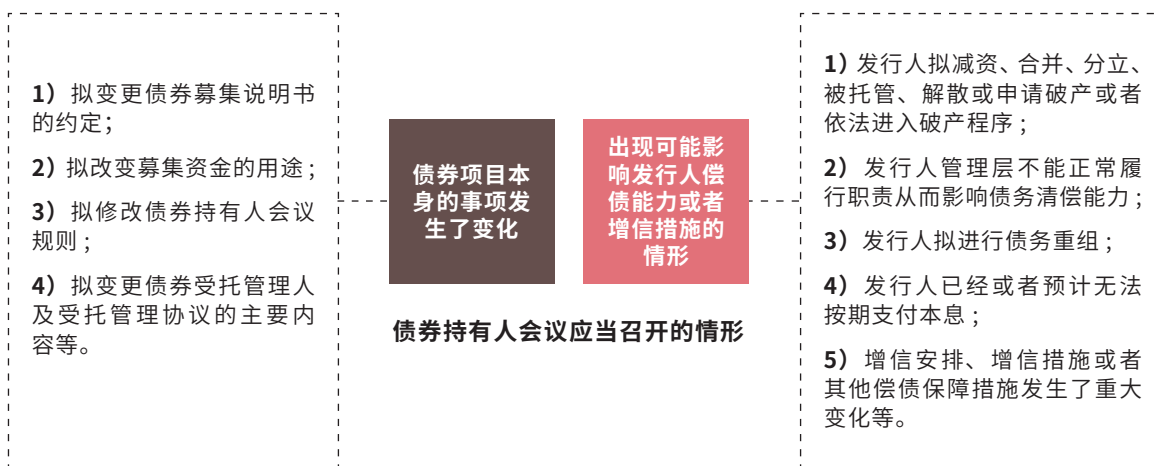
<sup>4</sup> 参见冯果：《债券市场风险防范的法治逻辑》，法律出版社 2016 年版，第 114 页。

- 对于发行人而言：债券持有人会议决议能否直接约束发行人则存在争议，主流观点认为因发行人与债券持有人之间实质上属于债权债务关系，如其未通过签署合同性文件明确自身受限于持有人会议决议，则发行人原则上不会受到会议决议的直接约束。

### 三、召集债券持有人会议的常见情形有哪些？

#### (一) 应当召开的情形

根据相关规定<sup>5</sup>，债券持有人会议应当召开的情形通常可分为两类：



#### (二) 募集文件约定需要召开的情形

实践中，当事人可在募集文件中另行约定其他应当召开持有人会议的情形，或者结合其他规定解释特定情形是否属于应当召集债券持有人会议的情形，从而对法定召集情形进行增补，如发行人控制权变更可能影响债务清偿、发行人可能丧失对重要子公司控制权等情况。

实践中募集说明书等发行文件中一般还会约定兜底条款即“其他重大影响持有人利益”也属于召集情形，至于何种情况构成“重大影响”，主要是参照相关法律法规就信息披露的“重大事件”规定进行判定。比如在（2018）京民初202号一案中，北京市高级人民法院认为，若发行人涉嫌信息披露违规被证监会立案调查、评估公司下调发行人的信用等级以及第三方机构亦出具发现发行人违规挪用非公开发行募集资金的《核查意见》属于“其他重大影响债券持有人权益”的情形，则应召集债券持有人会议。

<sup>5</sup> 《证券法》第十五条第二款；《公司债券发行与交易管理办法》第六十三条；《深圳证券交易所公司债券上市规则》第4.3.2条；《上海证券交易所公司债券上市规则》第4.3.2条。

## 四、债券持有人会议的一般流程是什么，缩短日程的决议是否有瑕疵？

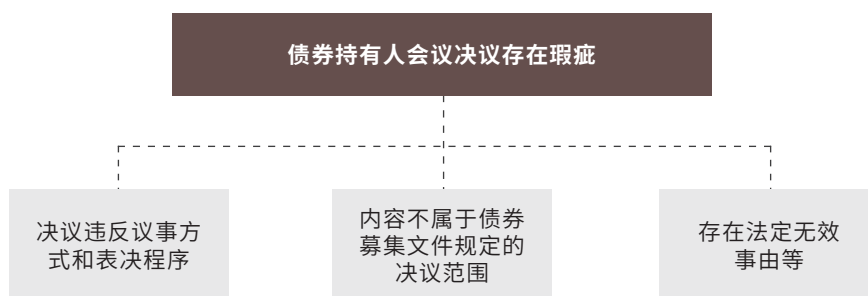
### （一）一般流程



### （二）是否可以简化或缩短债券持有人会议的召集程序？

- 对债券持有人权益不会产生不利影响：受托管理人可以按照相关规定或债券持有人会议规则的约定简化债券持有人会议召集程序或决议方式，但应当及时披露相关决议公告。<sup>6</sup>如发行人拟变更债券募集资金用途，且变更后不会影响发行人偿债能力的，就可能符合即使采取简化方式也不一定会对债券持有人权益造成不利影响的条件。前述简化的方式包括持有人会议规则有明确约定的，按约定，若无明确约定的，通常需要受托管理人就修改持有人会议规则准备特别议案。
- 一定突发情形：持有人会议召集程序也可以合理被缩短。

## 五、债券持有人会议决议存在瑕疵时如何救济？



<sup>6</sup> 《上海证券交易所公司债券上市规则》第 4.3.2 条第 2 款；《上海证券交易所公司债券存续期业务指南第 1 号——公司债券持有人会议规则（参考文本）》、《深圳证券交易所公司债券持有人会议规则编制指南（参考文本）》第 6.2.1 条。



现行法律法规并未明确列举债券持有人会议决议无效或可撤销的情形，根据《债券纠纷纪要》第15条规定，若出现“决议违反议事方式和表决程序”、“决议内容不属于债券募集文件规定的决议范围”或“存在法定无效事由”等情形时，该决议的效力可能存在瑕疵。

然而《债券纠纷纪要》并未进一步规定若出现效力瑕疵时如何救济，是否可参照股东有权请求撤销股东会或董事会决议或请求确认决议无效等方式予以救济，仍有待后续法律法规或司法实践予以明确。司法实践中，如（2020）京01民终6514号案，北京市第一中级人民法院认定如当事人对债券持有人会议的召集、召开、表决程序及决议的合法有效性发生争议的，应当按照《募集说明书》的约定向仲裁机构申请仲裁，不得直接认定该决议合法有效。

## 六、债券持有人会议决议提起诉讼时以谁的名义起诉？持券人是否仍可以单独起诉？

### 债券持有人会议集中起诉

- **受托管理人：**以自己的名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼 / 代表债券持有人申请发行人破产重整、破产清算等；
- **推选的代表人：**债券持有人会议还可以决议推选代表人代表债券持有人提起诉讼。



### 债券持有人单独起诉

- **债券持有人会议决议授权受托管理人或者推选代表人**代表部分债券持有人主张权利的情况下，其他债券持有人可另行单独（或共同）起诉；
- 债券持有人会议以**受托管理人怠于行使职责为由作出自行主张权利的有效决议**后，债券持有人根据决议单独起诉。

#### （一）持有人会议集中起诉

根据《债券纠纷纪要》第二部分明确了集中起诉的基本原则<sup>7</sup>。债券持有人会议决议起诉后，诉讼主体包括两类：

**1. 受托管理人：**债券持有人会议可以决议授权受托管理人提起诉讼，此时受托管理人将以自己的名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼（以及以自己的名义代表债券持有人申请发行人破产重整、破产清算等）。如在最高人民法院（2020）最高法民终708号一案中，某证券公司即作为受托管理人，在经债券持有人会议决议授权后以自己名义提起诉讼，法院认定其为本案适格原告。

由于债权人会议决议通常对全体持有人有效，由此除了《债券纠纷纪要》规定的债券持有人可单独起诉情形（请见下文）外，通常情况下受托管理人可代表全部债券持有人提起诉讼。<sup>8</sup>

**2. 推选的代表人：**债券持有人会议还可以决议推选代表人代表债券持有人提起诉讼。法院将按照共同诉讼中的代表人诉讼加以处理，具体可见《民事诉讼法》第五十二条、五十三条和五十四条等相关规定。

<sup>7</sup> 《债券纠纷纪要》第二部分：会议认为，同期发行债券的持有人利益诉求高度同质化且往往人数众多，采用共同诉讼的方式能够切实降低债券持有人的维权成本，最大限度地保障债券持有人的利益，也有利于提高案件审理效率，节约司法资源，实现诉讼经济。案件审理中，人民法院应当根据当事人的协议约定或者债券持有人会议的决议，承认债券受托管理人或者债券持有人会议推选的代表人的法律地位，充分保障受托管理人、诉讼代表人履行统一行使诉权的职能。对于债券违约合同纠纷案件，应当以债券受托管理人或者债券持有人会议推选的代表人集中起诉为原则，以债券持有人个别起诉为补充。

<sup>8</sup> 参见郭锋等著：《证券法律制度精义与条文评注》，中国法制出版社2020年8月版，第510页。

## （二）债券持有人单独起诉

虽然《债券纠纷纪要》以债券受托管理人或者债券持有人会议推选的代表人集中起诉为原则，但在如下情况下，债券持有人仍可单独起诉：

1. 在债券持有人会议决议授权受托管理人或者推选代表人代表部分债券持有人主张权利的情况下，其他债券持有人可另行单独（或共同）起诉。
2. 债券持有人会议以受托管理人怠于行使职责为由作出自行主张权利的有效决议后，债券持有人根据决议单独起诉。

此外，如债券受托管理人和债券持有人，以及不同债券持有人就债券违约事宜均提起诉讼的，如不实质构成中止诉讼等事由的，通常而言诉讼进程不受另案诉讼的影响。如（2019）沪74民终298号案中，上海金融法院认定，不同债券持有人就同一起债券违约提起的另案诉讼，其诉请差异、诉讼进程等均不影响本案的审理，故不构成暂缓审理的法定事由。当然，前提是两个案件不构成重复诉讼，在受托管理人和持有人分别起诉的情况下，即债券受托管理人系得持有人会议决议授权提起诉讼，而同时债券持有人满足在决议之外单独起诉的条件。

## 七、债券持有人如何行使登记在受托管理人名下的担保物权？



设立担保物权是债券持有人获得外部增信的重要方式之一。通常情况下，债权人与担保物权人（如抵押权人 or 质权人）是一致的，但就债券法律关系而言，由于债券持有人具有分散性、流动性等特征，故难以将所有持有人登记为担保权人。据此，实践中多出现将受托管理人登记为担保物权人的情形，基于代理制度的基本法理，《债券纠纷纪要》第18条明确了受托管理人代理全体债券持有人持有担保物权的效力。

但《债券纠纷纪要》并未明确债券持有人是否有权直接向法院主张登记在受托管理人名下的担保物权。对此，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第四条第（一）项在前述基础上明确肯定了债券持有人得以自身名义实现担保物权的权利，有效避免了因受托管理人怠于行使权利等可能阻碍其实现担保物权的不利影响。

感谢李欣怡律师、徐丹妮律师对本文所作的贡献。

---

# 新《证券法》下的欺诈发行及其关键词

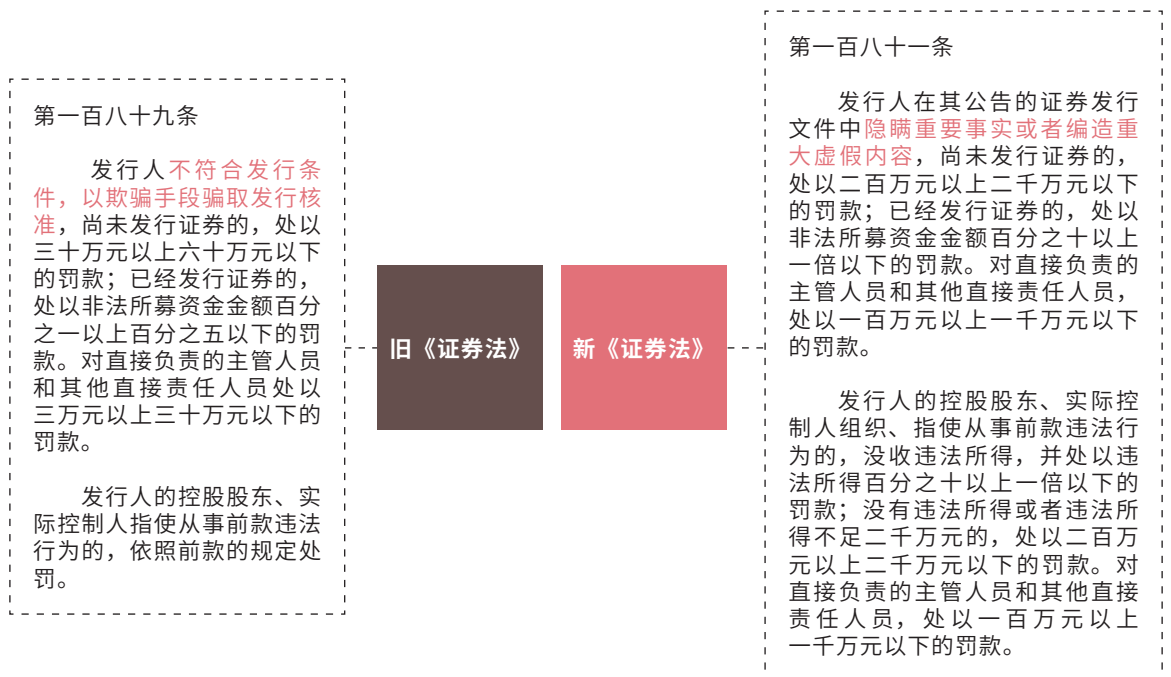
王团团 李盛

---

## 引言

近年办案中多见债券和股票发行环节的信息披露问题，不仅涉及常见的重大财务信息，也有股权结构、实控人更迭、股权代持、募集资金用途等诸多方面的情形，使得我们有机会从发行人、投资人、券商等多角度探究欺诈发行和虚假陈述制度。旧《证券法》在行政责任语境下将债券和股票等证券的欺诈发行界定为“不符合发行条件而以欺骗手段骗取发行核准”，而新《证券法》将欺诈发行全面界定为证券发行文件中的虚假陈述，包括积极编造重大虚假内容及消极隐瞒重要事实，两者差别对责任认定有实质性影响，加之新法对欺诈发行的处罚力度全面提高，欺诈发行成为新《证券法》实施后的重要话题。本文将探讨新《证券法》下的欺诈发行，并陆续推出与此相关的一组关键词：“决策有用性”“理性投资人”“与过错相适应的连带责任”“默示加入、明示退出”“特别代表人诉讼”“先行赔付”“责令回购”。

## 一、怎样的发行可以严重到欺诈发行的地步？



### （一）旧《证券法》有关欺诈发行的关键问题

2014年《证券法》（下称“旧《证券法》”）在行政责任的语境下认定欺诈发行的核心要件在于“不符合发行条件”却“以欺骗手段骗取发行核准”，存在以下争议：<sup>1</sup>

1. 究竟骗了谁？就欺骗对象而言，证券发行是发行人向投资者交付证券并获得资金的过程，受到误导而真正遭受损害的其实是投资者，由此欺诈的对象应是投资者。旧《证券法》要求“不符合发行条件却以欺骗手段骗取发行核准”，有其论理依据，既然是欺诈发行似乎理当然是骗取发行核准，但却容易因此将欺骗对象引向监管机关而非投资者。这样，可能出现的问题是，发行人确实满足发行条件但发行过程中采取了欺骗的行为（如存在严重的虚假陈述，虽不至于导致发行人不满足发行条件但却严重误导投资者）时却不构成欺诈发行的情形；<sup>2</sup>

2. 何谓不符合发行条件？就“不符合发行条件”而言，发行条件是仅包括旧《证券法》第十三条<sup>3</sup>规定的原则性发行条件，还是包括证监会发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》等部门规章规定的相对具体的发行条件，或是其他法律法规等规定的发行条件，亦存在争议；且“发行条件”（包含发行人主体资格、业务与技术、财务状况、治理结构等）本身的综合性特征，使得欺诈发行因标准无法量化而不易认定；

3. 行政认定标准高于刑事认定？就与刑事责任衔接而言，旧《证券法》有关欺诈发行的认定与《刑法》规定<sup>4</sup>不一致，《刑法》认定构成欺诈发行之核心要件是隐瞒重要事实或编造重大虚假内容，这与旧《证券法》要求的“不符合发行条件却以欺骗手段骗取发行核准”不甚一致，出现欺诈发行行政认定标准高于刑事入罪标准的不合理情形。

<sup>1</sup> 参见李培华：《股票欺诈发行之辨析——以〈证券法〉第189条为中心》，载《法律适用》2013年第12期。

<sup>2</sup> 比如发行人3年真实净利润为正且累计为3500万元（即满足主板发行条件），但发行人虚构其3年累计净利润为6000万元，此时发行人存在虚构事实等欺骗情况，却可能不被认定构成欺诈发行。

<sup>3</sup> 旧《证券法》第十三条：“公司公开发行新股，应当符合下列条件：（一）具备健全且运行良好的组织机构；（二）具有持续盈利能力，财务状况良好；（三）最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为；（四）经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。上市公司非公开发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，并报国务院证券监督管理机构核准。”

<sup>4</sup> 《刑法》（1997年修订）第一百六十条：“【欺诈发行股票、债券罪】在招股说明书、认股书、公司、企业债券募集办法中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，发行股票或者公司、企业债券，数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处非法募集资金金额百分之一以上百分之五以下罚金。

单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役。”

## （二）新《证券法》有关欺诈发行的核心变化

新《证券法》将欺诈发行界定为“发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假记载”，理顺了发行人、监管部门、投资者等主体之间的法律关系，简化了欺诈发行的认定条件，统一了欺诈发行民事、行政和刑事责任的表述和认定标准。对新《证券法》有关欺诈发行的界定，可从以下几方面把握<sup>5</sup>：

### 01

#### “公告的证券发行文件”的界定

参考《刑法》第一百六十条第一款表述，主要是指公告的招股说明书、认股书、（公司、企业）债券募集办法等文件。

### 02

#### 欺诈发行的行为类型

构成欺诈发行的不仅包括积极的“编造重大虚假记载”，也包括消极的“隐瞒重要事实”，但并不要求已经获得上市。新《证券法》对“欺诈”突出强调“公告”，而不再是“核准”，只要对外公布的信息含有虚假记载，就可以认定欺诈发行，至于是否骗取核准，是否已发行或尚未发行，则不是判断标准。

### 03

#### 欺诈发行的重大性要求

新《证券法》第一百八十一条中“重要”、“重大”的限定词体现了构成欺诈发行的重大性要求。关于重大性的判断，新《证券法》第十九条指出，发行人报送的发行申请文件应充分披露“投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息”，即强调该等信息的“决策有用性”；另一方面，还需考虑“理性投资人”标准，即“具有一般知识技能和判断能力的一般意义上的投资者”“在同样情况下”是否通常会认为陈述内容对于其投资决策具有显著影响。

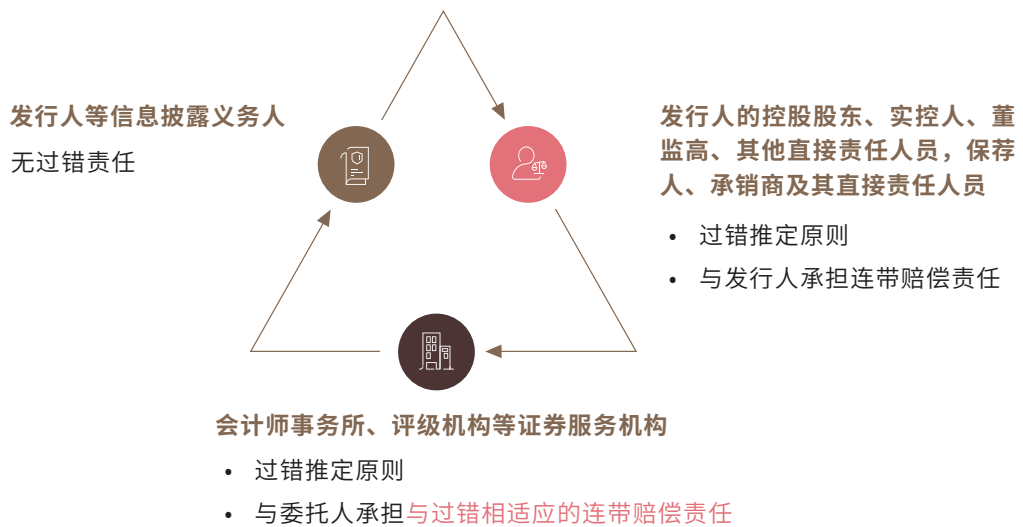
就处罚标准而言，新《证券法》大幅提高了对发行人及其他责任主体的处罚力度。如对发行人而言，若尚未发行证券的，处罚上限从原有的60万元直接提升到2000万元；如已发行证券的，处罚上限从非法所募资金金额的百分之五提升至一倍。

## 二、哪些主体可能为欺诈发行承担民事责任以及责任方式？

欺诈发行的核心在于披露信息的不真实，即积极的编造和消极的隐瞒。因此，欺诈发行本质上是证券发行阶段的虚假陈述。《证券法》及相关规定中有关虚假陈述各类行为主体民事责任的规定一般也适用于欺诈发行。

<sup>5</sup> 参见毛玲玲：《注册制背景下欺诈发行的罪与罚》，载《上海政法学院学报（法治论坛）》，2020年第5期；王通平、钱松军：《论证券市场信息披露误导性陈述的界定》，载《证券市场导报》，2016年9月号。





### （一）发行人等信息披露义务人：无过错责任

新《证券法》第八十五条规定：“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任。”由此，对于在证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容的欺诈发行行为，发行人承担的是无过错责任。

### （二）发行人的控股股东、实控人、董监高、其他直接责任人员，保荐人、承销商及其直接责任人员：过错推定原则及连带赔偿责任

从新《证券法》第八十五条<sup>6</sup>可知，发行人的控股股东、实控人、董监高、其他直接责任人员，保荐人、承销商及其直接责任人员承担的是过错推定责任，可通过证明自己没有过错以免责，否则应与发行人承担连带赔偿责任。其中，就保荐人的无过错证明而言，最高人民法院在《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》（法发〔2019〕17号）（下称“《司法保障若干意见》”）<sup>7</sup>中特别强调保荐人对上市申请文件等全面核查验证的注意义务标准，即保荐人应证明其对发行人的经营情况和风险等已进行客观中立的实质验证。

### （三）会计师事务所、评级机构等证券服务机构：过错推定原则及与过错相适应的连带赔偿责任

根据新《证券法》第一百六十条第一款<sup>8</sup>可知，证券服务机构主要包括会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的机构。而根据新《证券法》第一百六十三条<sup>9</sup>规定，证券服务机构承担的亦是过错推定责任，若无法证明自己没有过错的，则与委托人承担连带赔偿责任。同时，结合最高人民法院《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》（法释〔2003〕2号）（下称“《虚假陈述若干规定》”）第二十四条规定<sup>10</sup>，证券服务机构承担的责任应与其过错相适应。

<sup>6</sup> 《证券法》第八十五条：“……发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

<sup>7</sup> 《司法保障若干意见》：“5、确保以信息披露为中心的股票发行民事责任制度安排落到实处……准确把握保荐人对发行人上市申请文件等信息披露资料进行全面核查验证的注意义务标准，在证券服务机构履行特别注意义务的基础上，保荐人仍应对发行人的经营情况和风险进行客观中立的实质验证，否则不能满足免责的举证标准……”

<sup>8</sup> 新《证券法》第一百六十条第一款：“会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构，应当勤勉尽责、恪守职责，按照相关业务规则为证券的交易及相关活动提供服务。”

<sup>9</sup> 新《证券法》第一百六十三条：“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

<sup>10</sup> 《虚假陈述若干规定》第二十四条：“专业中介服务机构及其直接责任人违反证券法第一百六十一条和第二百零二条的规定虚假陈述，给投资人造成损失的，就其负有责任的部分承担赔偿责任。但有证据证明无过错的，应予免责。”

### 三、欺诈发行中投资人的诉讼方式

#### 欺诈发行中投资人如何参加代表人诉讼？

##### 新《证券法》第九十五条

投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时，诉讼标的是同一种类，且当事人一方人数众多的，可以依法推选代表人进行诉讼。

对按照前款规定提起的诉讼，可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的，人民法院可以发出公告，说明该诉讼请求的案件情况，通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定，对参加登记的投资者发生法律效力。

投资者保护机构受五十名以上投资者委托，可以作为代表人参加诉讼，并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记，但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。

投资人可以单独起诉，也可以集体诉讼。集体诉讼多以代表人诉讼方式呈现。新《证券法》及《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》（下称“《证券纠纷代表人诉讼规定》”）在传统代表人诉讼基础上推陈出新，其新颖之处体现在：

#### （一）特别代表人诉讼

引入了由五十名以上权利人特别授权的投资者保护机构作为诉讼代表人启动的特别代表人诉讼，赋予投资者保护机构代表相关权利人范围内权利人的诉讼代表人资格。根据《关于做好投资者保护机构参加证券纠纷特别代表人诉讼相关工作的通知》（证监发〔2020〕67号）第二条，投资者保护机构主要有中证中小投资者服务中心有限责任公司、中国证券投资者保护基金有限责任公司。目前，据报道，国内首例特别代表人诉讼康美药业案一审已判决。<sup>11</sup> 具体而言，证券纠纷特别代表人诉讼有以下特色和亮点：

##### 1. 默示加入、明示退出

特别代表人诉讼采取“默示加入、明示退出”的方式确定参加诉讼当事人的范围，即一旦启动特别代表人诉讼，法院确定的权利人范围内的全体权利人即默认参加诉讼，权利人如需退出诉讼，应及时向法院提交退出声明。<sup>12</sup>

##### 2. 中国特色的集体诉讼制度

整合了“代表人诉讼+退出制+机构公益诉讼”等诸多制度的特点，形成具有中国特色的集体诉讼制度。<sup>13</sup> 简言之，该集体诉讼结果对法院确定的权利人范围内对相关权利人有效（如其未明示退出），具有代表人诉讼的核心特征；明确只有权利人明示退出才不受法院判决约束，具有退出制的根本特征；同时作为诉讼代表人的是专门设立的组织，并非仅为某部分投资人利益参加诉讼，具有一定公益性质。

#### （二）代表人诉讼的优先性

根据《证券纠纷代表人诉讼规定》第二十三条、第二十九条规定，就同一证券违法事实，法院同时

<sup>11</sup> 参见“证监会有关部门负责人就康美药业特别代表人诉讼案作出判决答记者问”，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1556048/content.shtml>。

<sup>12</sup> 《证券纠纷代表人诉讼规定》第三十四条：“投资者明确表示不愿意参加诉讼的，应当在公告期间届满后十五日内向人民法院声明退出。未声明退出的，视为同意参加该代表人诉讼。”

对于声明退出的投资者，人民法院不再将其登记为特别代表人诉讼的原告，该投资者可以另行起诉。”

<sup>13</sup> 参见郭锋等著：《证券法制度精义与条文评注》，中国法制出版社2020年8月版，第483页。

受理代表人诉讼和非代表人诉讼的，原则上代表人诉讼案件先行审理，非代表人诉讼中止审理，除非非代表人诉讼案件具有典型性且先行审理有利于及时解决纠纷；对于符合权利人范围但未参加登记的投资人提起的诉讼，如事实和理由相同，法院可裁定适用已经生效的代表人诉讼判决、裁定。可见，代表人诉讼相比于非代表人诉讼，除在专业上有一定优势外，在程序上也有一定优先性。

#### 四、欺诈发行民事诉讼的受理与管辖如何确定？

##### （一）受理：是否仍要满足前置条件？

在欺诈发行等证券虚假陈述纠纷的受理上，《虚假陈述若干规定》曾要求以有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书为前置条件。然而，随着 2015 年立案登记制度的改革，最高人民法院《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》（下称“《商事审判若干问题》”）明确“因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件，立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事判决认定为前置条件”。2020 年 7 月最高人民法院发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称“《债券纠纷纪要》”）也进一步明确债券欺诈发行等案件的受理不再以有关机关行政处罚或者生效刑事裁判文书认定为前提条件。

由此，司法实践多数法院在案件受理时已不再要求行政处罚或刑事裁判的前置条件。但由于《虚假陈述若干规定》就此问题尚未修改，《商事审判若干问题》在效力等级上并非司法解释，《债券纠纷纪要》的适用范围又限于债券纠纷，因此，在欺诈发行等证券虚假陈述案件受理后，仍有部分法院因缺乏行政处罚或刑事判决裁定驳回起诉，如（2018）最高法民申 337 号案等。

##### （二）管辖

就欺诈发行民事诉讼的管辖问题，结合《虚假陈述若干规定》、《证券纠纷代表人诉讼规定》等规定，可以参见下图：

	级别管辖	地域管辖
非代表人诉讼	省、直辖市、自治区人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院	1. 对单个被告提起： 被告所在地 2. 对多个被告提起： <ul style="list-style-type: none"> <li>被告含发行人：发行人所在地</li> <li>被告不含发行人：被告所在地，但如当事人同意或申请追加发行人为共同被告，法院追加后应移交发行人所在地管辖</li> </ul>
代表人诉讼	省、自治区、直辖市人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院或者专门人民法院	<b>【普通代表人诉讼】</b> 1. 对单个被告提起： 被告所在地 2. 对多个被告提起： <ul style="list-style-type: none"> <li>被告含发行人：发行人住所地</li> <li>被告不含发行人：被告住所地</li> </ul> <b>【特别代表人诉讼】</b> 涉诉证券集中交易的证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所所在地

## 五、欺诈发行民事责任中的因果关系如何认定？

就欺诈发行行为与损害结果之间因果关系的认定，根据《虚假陈述若干规定》第十八条，若投资人存在以下情形，则认定存在因果关系：



1. 投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券；
2. 投资人在虚假陈述实施日及以后，至揭露日或者更正日之前买入该证券；
3. 投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后，因卖出该证券发生亏损，或者因持续持有该证券而产生亏损。

根据《虚假陈述若干规定》第十九条，若投资人存在以下情形，则认定不存在因果关系：



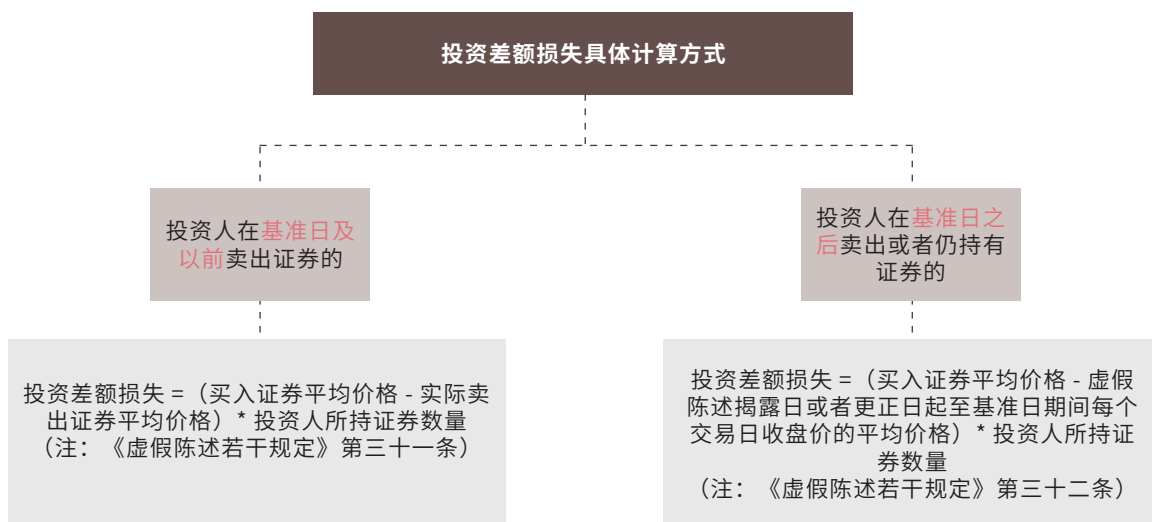
1. 在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券；
2. 在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资；
3. 明知虚假陈述存在而进行的投资；
4. 损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致；
5. 属于恶意投资、操纵证券价格的。

对于“证券市场系统风险”，《虚假陈述若干规定》并未进一步规定。司法实践中，法院通常会将证券市场的综合指数、流通股总市值、股票所在行业板块指数及市值等数据的变动情况等四个要件作为综合衡量系统风险存在与否的判断依据。如上市公司股票在虚假陈述揭露日或更正日后并未出现明显的波动，其股票价格涨跌幅与大盘、所在产业板块、以及与其他同类企业股票价格的整体走势基本一致，则法院通常会认为上市公司虚假陈述行为没有对其股价形成实质性影响，投资者的损失与上市公司虚假陈述行为不存在因果关系，如最高人民法院（2016）最高法民申502号一案。

有关债券欺诈发行与损失因果关系判断的详细论述，请见《债券发行人的权责边界》一文。

## 六、欺诈发行民事责任赔偿范围包括哪些？

根据《虚假陈述若干规定》第三十条的规定，欺诈发行证券民事损害赔偿的范围以投资人因虚假陈述而实际发生的损失为限，实际损失包括投资差额损失及投资差额损失部分的佣金和印花税，但不包括投资人的其他投资成本费用，如投资人开户费用、买卖股票的过户费等。其中，投资差额损失具体计算方式如下：



### 基准日分别按下列情况确定

1. 揭露日或者更正日起，至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到其可流通部分 100% 之日。但通过大宗交易协议转让的证券成交量不予计算；
  2. 按前项规定在开庭审理前尚不能确定的，则以揭露日或者更正日后第 30 个交易日为基准日；
  3. 已经退出证券交易市场的，以摘牌日前一交易日为基准日；
  4. 已经停止证券交易的，可以停牌日前一交易日为基准日；恢复交易的，可以第（一）项规定确定基准日。
- (注：《虚假陈述若干规定》第三十三条)

对于债券欺诈发行，《债券纠纷纪要》第 22 条进一步规定债权欺诈发行损失范围包括本金损失、利息损失等，详细分析请见《债券发行人的权责边界》一文。

## 七、如何理解责令回购制度与先行赔付制度等民事救济途径的关系？

责令回购制度与先行赔付制度、中国特色证券集体诉讼成为新《证券法》有关欺诈发行等虚假陈述救济的三项重要制度。

### (一) 先行赔付

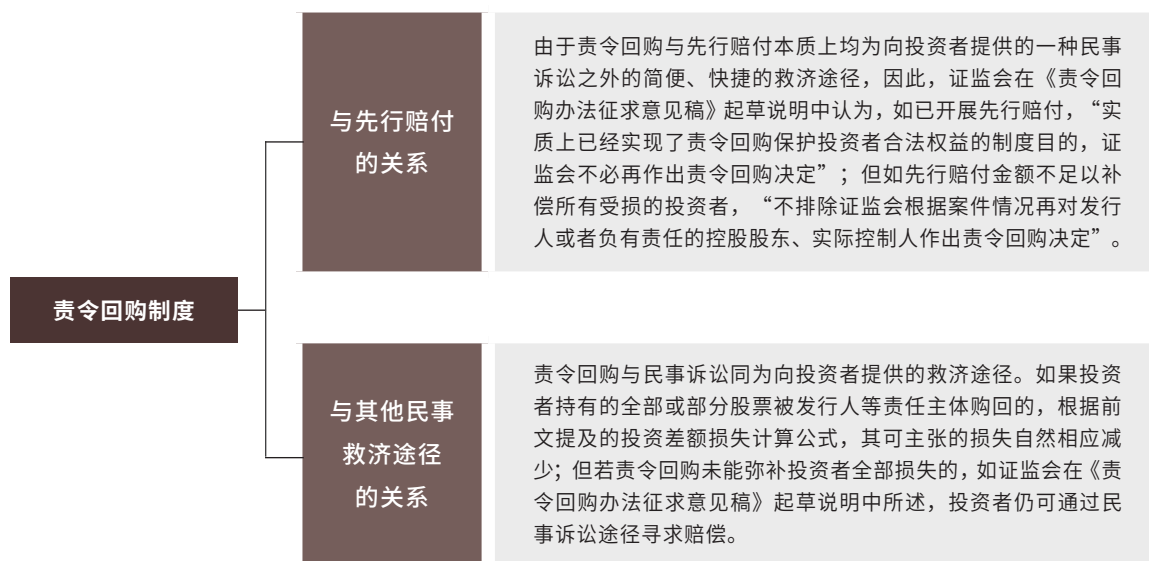
新《证券法》第九十三条<sup>14</sup>确立了先行赔付制度，在证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书》要求保荐人作出“先行赔付”承诺的基础上，新增发行人控股股东、实际控制人作为先行赔付的主体。在新《证券法》颁布之前，我国已有投资者专项补偿基金先行赔付的案例。

<sup>14</sup> 新《证券法》第九十三条：“发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的，发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构，就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议，予以先行赔付。先行赔付后，可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿。”

## （二）责令回购

新《证券法》以民事赔偿责任为基础创立了“欺诈发行上市责令回购制度”<sup>15</sup>，即在欺诈发行的语境下，已经发行并上市的，国务院证券监督管理机构可以责令发行人回购证券，或责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。回购不仅一定程度上解决了挽回投资人损失的目的，在回购使得发行人不再满足发行条件的情况下也实现了发行人因此退市的监管目的，可谓意义重大。2020年8月，证监会起草了《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）（征求意见稿）》（下称“《责令回购办法征求意见稿》”），就责令回购具体安排作出规定。

责令回购制度与先行赔付制度等其他民事救济途径之间关系概要如下：

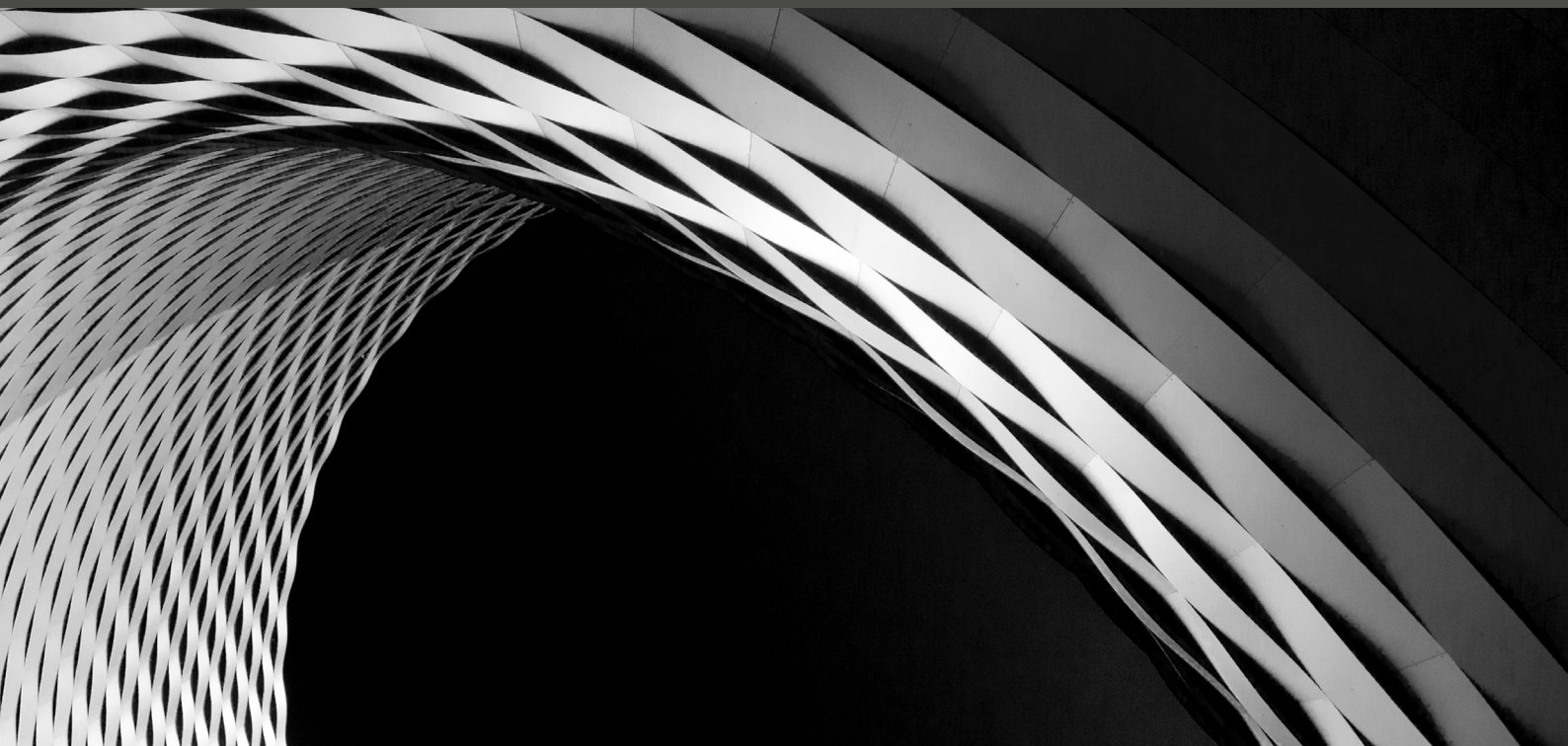


感谢徐丹妮律师对本文所作的贡献。

<sup>15</sup> 参见郭锋等著：《证券法制度精义与条文评注》，中国法制出版社2020年8月版，第138页。



# 监管趋势



---

# 结合《关于依法从严打击 证券违法活动的意见》 看资本市场监管趋势

韩旸 王倩 王嘉铭 常康爽

---

## 引言

2021年7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅公布了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》（以下简称《意见》），要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。对此，证监会负责人表示，《意见》作为资本市场历史上第一次以中办、国办名义联合印发打击证券违法活动的专门文件，是当前和今后一个时期全方位加强和改进证券监管执法工作的行动纲领，意义重大、影响深远。

实际上，从《意见》于2020年11月经中央深改委审议通过，到2021年7月两办公开发布，数月以来，国家对证券领域违法犯罪活动查处打击的一些新动向已经显现，金杜团队在承办相关案件过程中也颇有感触。本文将结合《意见》的有关内容对证券执法趋势进行简要梳理，并从风险防范角度提出相应合规建议，谨供法律同仁、市场主体交流探讨。

## 一、证券监管执法新动向

《意见》紧扣“建制度、不干预、零容忍”九字方针，明确提出了资本市场未来五年依法从严打击证券违法活动的主要目标，并围绕完善法律责任制度体系、建立健全执法司法体制机制、强化重大案件惩治和重点领域执法等七大主题，从二十七个方面提出了许多具体举措。结合相关办案经验，我们认为，在新一轮的监管执法中，以下新特点将逐步甚至已经凸显：

### （一）执法依据更加完善和严格

科学立法是严格执法的前提，为了缓和法律规定的相对滞后性与惩治违法犯罪的现实需求之间的矛盾，《意见》特地提出要“提高立法效率，增强法律供给及时性”。可以预见，证券领域的相关法律、法规、规章、解释等规范文件的出台频率将进一步提高。

同时，治乱当用重典。《意见》在刑事惩戒、行政处罚、民事赔偿等制度层面均提出完善意见，以全面夯实违法主体的法律责任。随着新证券法、刑法修正案（十一）的贯彻实施（参见往期文章：《刑法修正案（十一）》解读：资本市场领域犯罪治理“出重拳”），执法司法机关将通过对重点类型、重要领域典型案例的严厉惩处，切实提高违法犯罪成本。

## （二）执法力量全面加强

一方面，执法队伍将扩充力量、加强协作。《意见》提出要建立打击资本市场违法活动的协调工作机制，并完善侦查、检察、审判体制机制，“发挥公安部证券犯罪侦查局派驻中国证监会的体制优势”，“探索在中国证监会建立派驻检察的工作机制”，在此趋势下，行政机关与司法机关的会商、协作将更加紧密，形成高效打击证券违法活动的合力。此外，《意见》还指出“优化公安部证券犯罪侦查编制资源配置，加强一线侦查力量建设”，这也反映出证券犯罪已成为刑事司法的重点领域。

另一方面，新兴科技将为监管执法提供强大支持。随着大数据、人工智能、区块链等技术的深入应用，“以科技为支撑的现代化监管执法新模式”将使得监测预警体系更加完善，执法网络更加严密，并不断提高违法线索发现和排查的广度、速度、精准度。

## （三）执法专业化水平不断提升

基于证券期货犯罪案件办理难度高、专业性强的现实情况，《意见》提出了加强队伍建设、统筹管辖审理等举措，由此将进一步提升证券执法的专业化和规范化水平。例如，“在证券交易场所、期货交易所所在地等部分地市的公安机关、检察机关、审判机关设立证券犯罪办案、审判基地……通过犯罪地管辖或者指定管辖等方式，依法对证券犯罪案件适当集中管辖”“落实由中级法院和同级检察院办理证券犯罪第一审案件的级别管辖”“探索统筹证券期货领域刑事、行政、民事案件的管辖和审理”等举措，可能促使证券犯罪案件管辖向在交易所所在地的市级办案机关集中，这将有利于执法经验的积累，有利于执法实践中疑难问题的统一处理和解决。

## （四）执法范围进一步扩大

《意见》第五点专门强调加强跨境监管执法司法协作，针对跨境监管合作、中概股监管、法律域外适用制度提出一系列指导意见。可以看出，国家对境外上市公司相关风险日益重视，监管态度日益积极，未来很有可能在证券违法行为的跨境监管、跨境执法方面作出一定探索和创新。

## 二、市场主体合规建议

在国家旗帜鲜明地对证券违法犯罪实施“零容忍”打击的高压态势下，企业和个人均应当充分重视和防范相关法律风险，严格遵守规章制度，避免因触碰红线而给自身招致难以承受的危机和罚责。在此，我们建议市场参与主体：

### （一）尊重市场规则，树立底线思维

在资本市场放宽前端准入的背景下，严格加强后端执法是监管的必然要求，因此市场参与主体必须了解规则、遵守规则。如果把企业价值比作一串数字，那么合法合规便是首位的“1”，资本、技术、人才、市场等要素则是后面的若干个“0”；只有守住第一位，后面的其他要素才能发挥更大的意义。

---

## （二）关注监管动向，保持知识更新

法律的生命在于实施，而法律条文及其理解适用也并非一成不变。在监管理念不断更新优化、立法形式更加灵活高效的环境下，更加需要市场参与主体积极学习和关注监管政策，时刻更新法律知识，把握合法经营、有益创新与违法犯罪活动的边界，确保相关行为在法律允许的框架下开展。

## （三）强化证据意识，注重风险隔离

以科技为支撑的现代化监管执法新模式的到来，也提示我们需要强化证据意识，尤其是注重电子邮件、社交聊天记录等电子数据的保存。这是因为，严密的监测体系使得“漏网之鱼”减少的同时，从另一角度也意味着未来一段时期内涉嫌证券违法犯罪线索的排查、调查将相应增多。

而法律程序中，执法司法机关是根据现有证据作出认定或推定，如果被调查主体希望还原事实真相、洗脱自身嫌疑，通常需要提出有力证据。尤其是许多风险往往潜伏在不易察觉之处，只有将证据意识落实在平时，才能在风险来临时从容应对，化险为夷。

# 《证券公司股权管理规定》 及配套规定的新旧条文对比和 解读

赵晓红 陈青东 徐辉 王安荣 洪晓芸

2020年3月1日起施行的新《证券法》对证券公司股权管理要求有所调整，中国证监会于2021年3月19日发布了《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》以及《关于修改〈关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定〉的决定》，在新《证券法》框架下，结合境内外金融机构监管实践，相应调整和完善证券公司股东准入和监管的相关要求。新规于2021年4月18日起施行，为便于大家了解熟悉新规与旧规的差异，我们制作了对比表并进行了相应解读，供参考交流。

## 一、规则主要变化

根据中国证监会的起草说明，《证券公司股权管理规定》及配套规定较之于原有规则的主要变化如下：

序号	内容	主要变化
1	修改证券公司主要股东定义	<ul style="list-style-type: none"><li>参考国内外金融监管经验，结合证券公司股权日渐分散的趋势，将证券公司主要股东从“持有证券公司25%以上股权的股东或者持有5%以上股权的第一大股东”调整为“持有证券公司5%以上股权的股东”。</li></ul>
2	适当降低证券公司主要股东资质要求	<ul style="list-style-type: none"><li>取消主要股东具有持续盈利能力的要求；将主要股东净资产从不低于2亿元调整为不低于5000万元人民币；不再要求主要股东具备相匹配的金融业务经验；不再要求主要股东为行业龙头等。</li></ul>

序号	内容	主要变化
3	落实新《证券法》，调整证券公司变更注册资本、变更5%以上股权的实际控制人相关审批事项	<ul style="list-style-type: none"> <li>对《证券公司股权管理规定》援引《证券法》的条款和内容，对照新《证券法》进行了更新。</li> </ul>
4	对新问题予以规制，为新情况留出空间	<ul style="list-style-type: none"> <li>包括禁止证券公司股权相关的“对赌协议”；完善控股股东变更为唯一股东的备案程序；明确单个非金融企业实际控制证券公司股权比例不得超过50%的例外情形；进一步明确对上市证券公司、股份转让系统挂牌证券公司持有5%以下股权的股东可以免除适用的条款等。</li> </ul>
5	修改新《证券法》取消的审批事项在《实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》中的相应表述	<ul style="list-style-type: none"> <li>按照新《证券法》调整证券公司变更股东审批相关表述，公司章程变更重要条款由审批改为备案，出具审计报告的会计师事务所由具有证券业务资格改为符合证券法规定等。</li> </ul>
6	落实简政放权，进一步精简申报材料	<ul style="list-style-type: none"> <li>减少股东营业执照要求和财务审计报告年份数要求，简化股东及所控制机构诚信合规记录证明文件要求。</li> </ul>
7	删除《实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》中现在已不适用的程序性过渡条款	<ul style="list-style-type: none"> <li>删除“按照行政许可便民原则，中国证监会派出机构已经受理的非上市证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调整、减少注册资本，变更持有5%以上股权的股东、实际控制人行政许可申请事项，申请人应当按照本规定的要求补充材料，并由中国证监会派出机构继续完成审核”的规定。</li> </ul>



## 二、新旧条文对比及解读

### (一) 《证券公司股权管理规定》

序号	新规条文	旧规条文	解读
1	<p>第五条 根据持股比例和对证券公司经营管理的影响，证券公司股东包括以下三类：</p> <p>(一) 控股股东，指持有证券公司50%以上股权的股东或者虽然持股比例不足50%，但其所享有的表决权足以对证券公司股东（大）会的决议产生重大影响的股东；</p> <p>(二) 主要股东，指持有证券公司5%以上股权的股东；</p> <p>(三) 持有证券公司5%以下股权的股东。</p>	<p>第五条 根据持股比例和对证券公司经营管理的影响，证券公司股东包括以下四类：</p> <p>(一) 控股股东，指持有证券公司50%以上股权的股东或者虽然持股比例不足50%，但其所享有的表决权足以对证券公司股东会的决议产生重大影响的股东；</p> <p>(二) 主要股东，指持有证券公司25%以上股权的股东或者持有5%以上股权的第一大股东；</p> <p><del>(三) 持有证券公司5%以上股权的股东；</del></p> <p>(四) 持有证券公司5%以下股权的股东。</p>	<p>参考国内外金融监管经验，结合证券公司股权日渐分散的趋势，将证券公司主要股东从“持有证券公司25%以上股权的股东或者持有5%以上股权的第一大股东”调整为“持有证券公司5%以上股权的股东”。</p>
2	<p>第六条 证券公司设立时，中国证监会依照规定核准其注册资本及股权结构。</p> <p>证券公司变更主要股东或者公司的实际控制人，应当依法报中国证监会核准。</p> <p>证券公司的控股股东、实际控制人实际控制证券公司的股权比例增至100%的，证券公司应当在公司登记机关办理变更登记之日起（依法不需办理公司变更登记的，自相关确权登记之日起）5个工作日内，向中国证监会备案。</p> <p>证券公司变更注册资本、股权或者5%以上股权的实际控制人，不涉及本条第二、三款所列情形的，应当在公司登记机关办理变更登记之日起（依法不需办理公司变更登记的，自相关确权登记之日起）5个工作日内，向公司住所地中国证监会派出机构备案。</p> <p>证券公司公开发行股份或者在证券交易所、全国中小企业股份转让系统（以下简称股份转让系统）发生的股权变更，不适用本款规定。</p>	<p>第六条 证券公司设立时，中国证监会依照规定核准其注册资本及股权结构。</p> <p>证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调整、减少注册资本、变更持有5%以上股权的股东、实际控制人，应当依法报中国证监会批准。</p> <p>证券公司变更注册资本或者股权，不涉及前款所列情形的，应当在公司登记机关办理变更登记后5个工作日内，向公司住所地中国证监会派出机构备案。证券公司在证券交易所、全国中小企业股份转让系统（以下简称股份转让系统）发生的股权变更不适用本款规定。</p>	<p>落实新《证券法》，调整证券公司变更注册资本、变更5%以上股权的实际控制人相关审批事项：</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. 证券公司变更注册资本，原则上无需报中国证监会批准；</li><li>2. 完善控股股东变更为唯一股东的备案程序；</li><li>3. 明确证券公司公开发行股份不适用本条第4款规定。</li></ol>

序号	新规条文	旧规条文	解读
3	<p>第七条 持有证券公司 5% 以下股权的股东，应当符合下列要求：</p> <p>（一）自身及所控制的机构信誉良好，最近 3 年无重大违法违规记录或重大不良诚信记录；不存在因故意犯罪被判处刑罚、刑罚执行完毕未逾 3 年的情形；没有因涉嫌重大违法违规正在被调查或处于整改期间；</p> <p>（二）不存在长期未实际开展业务、停业、破产清算、治理结构缺失、内部控制失效等影响履行股东权利和义务的情形；不存在可能严重影响持续经营的担保、诉讼、仲裁或者其他重大事项；</p> <p>（三）不存在股权结构不清晰，无法逐层穿透至最终权益持有人的情形；股权结构中原则不允许存在理财产品，中国证监会认可的情形除外；</p> <p>（四）自身及所控制的机构不存在因不诚信或者不合规行为引发社会重大质疑或产生严重社会负面影响且影响尚未消除的情形；不存在对所投资企业经营失败负有重大责任且经营失败未逾 3 年的情形；</p> <p>（五）中国证监会基于审慎监管原则规定的其他要求。</p> <p>通过证券交易所、股份转让系统交易或者认购证券公司公开发行的股份取得证券公司 5% 以下股份的股东，不适用本条规定。</p>	<p>第七条 持有证券公司 5% 以下股权的股东，应当符合下列条件：</p> <p>（一）自身及所控制的机构信誉良好，最近 3 年无重大违法违规记录或重大不良诚信记录；不存在因故意犯罪被判处刑罚、刑罚执行完毕未逾 3 年的情形；没有因涉嫌重大违法违规正在被调查或处于整改期间；</p> <p>（二）不存在长期未实际开展业务、停业、破产清算、治理结构缺失、内部控制失效等影响履行股东权利和义务的情形；不存在可能严重影响持续经营的担保、诉讼、仲裁或者其他重大事项；</p> <p>（三）股权结构清晰，逐层穿透至最终权益持有人；股权结构中原则不允许存在理财产品，中国证监会认可的情形除外；</p> <p>（四）自身及所控制的机构不存在因不诚信或者不合规行为引发社会重大质疑或产生严重社会负面影响且影响尚未消除的情形；不存在对所投资企业经营失败负有重大责任未逾 3 年的情形；</p> <p>（五）中国证监会基于审慎监管原则规定的其他条件。</p> <p>通过证券交易所、股份转让系统交易取得证券公司 5% 以下股份的股东，不适用本条规定。</p>	<p>明确认购证券公司公开发行股份取得证券公司 5% 以下股份的股东不适用本条。</p>
4		<p><del>第八条 持有证券公司 5% 以上股权的股东，应当符合下列条件：</del></p> <p><del>（一）本规定第七条规定的条件；</del></p> <p><del>（二）不存在净资产低于实收资本 50% 的情形；</del></p> <p><del>（三）不存在或有负债达到净资产 50% 的情形；</del></p> <p><del>（四）不存在不能清偿到期债务的情形；</del></p> <p><del>（五）净资产不低于 5000 万元人民币。</del></p>	<p>依据第五条将证券公司主要股东从“持有证券公司 25% 以上股权的股东或者持有 5% 以上股权的第一大股东”调整为“持有证券公司 5% 以上股权的股东”的修改，删去本条。</p>

序号	新规条文	旧规条文	解读
5	<p>第八条 证券公司的主要股东，应当符合下列条件：</p> <p>（一）本规定第七条规定的要求；</p> <p>（二）财务状况良好，资产负债和杠杆水平适度，净资产不低于5000万元人民币，具备与证券公司经营业务相匹配的持续资本补充能力；</p> <p>（三）公司治理规范，管理能力达标，风险管控良好；</p> <p>（四）不存在净资产低于实收资本50%、或有负债达到净资产50%或者不能清偿到期债务的情形；</p> <p>（五）能够为提升证券公司的综合竞争力提供支持。</p>	<p>第九条 证券公司的主要股东，应当符合下列条件：</p> <p>（一）本规定第八条规定的条件；</p> <p>（二）净资产不低于2亿元人民币，财务状况良好，具有持续盈利能力，资产负债和杠杆水平适度，具备与证券公司经营业务相匹配的持续资本补充能力；</p> <p>（三）公司治理规范，管理能力达标，风险管控良好；</p> <p><del>（四）开展金融相关业务经验与证券公司业务范围相匹配，能够为提升证券公司的综合竞争力提供支持；</del></p> <p><del>（五）对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况，制定合理有效的风险处置预案。</del></p>	<p>降低证券公司主要股东的资质要求，取消主要股东具有持续盈利能力的要求；将主要股东净资产从“不低于2亿元”调整为“不低于5000万元人民币”，不再要求主要股东具备相匹配的金融业务经验，也不再要求主要股东制定风险处置预案。</p>
6	<p>第九条 证券公司的第一大股东、控股股东，应当符合下列条件：</p> <p>（一）本规定第八条规定的条件；</p> <p>（二）开展金融相关业务经验与证券公司业务范围相匹配；</p> <p>（三）入股证券公司与其长期战略协调一致，有利于服务其主营业务发展；</p> <p>（四）对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展有切实可行的计划安排；</p> <p>（五）对保持证券公司经营管理的独立性和防范风险传递、不当利益输送，有明确的自我约束机制；</p> <p>（六）对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况，制定合理有效的风险处置预案。</p>	<p>第十条 证券公司的控股股东，应当符合下列条件：</p> <p>（一）本规定第九条规定的条件；</p> <p>（二）入股证券公司与其长期战略协调一致，有利于服务其主营业务发展；</p> <p>（三）对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展有切实可行的计划安排；</p> <p>（四）对保持证券公司经营管理的独立性和防范风险传递、不当利益输送，有明确的自我约束机制。</p>	<p>对第一大股东和控股股东同等要求，第一大股东和控股股东需具备相匹配的金融业务经验，且需制定风险处置预案。</p>

序号	新规条文	旧规条文	解读
7	<p>第十条 证券公司从事的业务具有显著杠杆性质，且多项业务之间存在交叉风险的，其<b>第一大</b>股东、控股股东还应当符合下列条件：</p> <p>（一）最近3年持续盈利，不存在未弥补亏损；</p> <p>（二）最近3年长期信用均保持在高水平，最近3年规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列。</p> <p>控股股东还应当符合下列条件：</p> <p>（一）总资产不低于500亿元人民币，净资产不低于200亿元人民币；</p> <p>（二）核心主业突出，主营业务最近5年持续盈利。</p> <p>证券公司合并或者因重大风险被接管托管等中国证监会认可的特殊情形不适用本条规定。</p>	<p>第十一条 证券公司从事的业务具有显著杠杆性质，且多项业务之间存在交叉风险的，其<b>主要</b>股东、控股股东还应当符合下列条件：</p> <p>（一）最近3年持续盈利，不存在未弥补亏损；</p> <p>（二）最近3年长期信用均保持在高水平，最近3年规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列。</p> <p>控股股东还应当符合下列条件：</p> <p>（一）总资产不低于500亿元人民币，净资产不低于200亿元人民币；</p> <p>（二）核心主业突出，主营业务最近5年持续盈利。</p> <p>证券公司合并或者因重大风险被接管托管等中国证监会认可的特殊情形不适用本条规定。</p>	<p>降低对主要股东的要求，对<b>第一大</b>股东和控股股东同等要求。</p>
8	<p>第十二条 证券公司5%以上股权的实际控制人，应当符合本规定<b>第七条</b>、第八条第（四）项规定的要求。证券公司的实际控制人及<b>第一大股东的控股股东、实际控制人</b>，还应当符合本规定第九条第（四）至（六）项规定的要求。</p>	<p>第十三条 证券公司5%以上股权的实际控制人，应当符合本规定第八条<b>第一项</b>至四项的规定。证券公司的实际控制人，还应当符合本规定第九条<b>第五项</b>和<b>第十条第三项、第四项</b>的规定。</p>	<p>新增对第一大股东的控股股东、实际控制人的要求。</p>

序号	新规条文	旧规条文	解读
9	<p>第十三条 有限合伙企业入股证券公司的，还应当符合下列要求：</p> <p>（一）单个有限合伙企业控制证券公司的股权比例不得达到5%，中国证监会认可的情形除外。两个以上有限合伙企业的执行事务合伙人或者第一大有限合伙人相同或者存在其他关联关系、一致行动人关系的，持股比例合并计算。</p> <p>（二）负责执行有限合伙企业事务的普通合伙人<b>以及第一大有限合伙人</b>应当符合本规定第七条的要求，<b>有限合伙企业通过证券交易所、股份转让系统交易或者认购证券公司公开发行股份入股证券公司的情形除外。</b></p>	<p>第十四条 有限合伙企业入股证券公司的，还应当符合下列要求：</p> <p>（一）单个有限合伙企业控制证券公司的股权比例不得达到5%，中国证监会认可的情形除外。两个以上有限合伙企业的执行事务合伙人或者第一大有限合伙人相同或者存在其他关联关系、一致行动人关系的，持股比例合并计算。</p> <p>（二）负责执行有限合伙企业事务的普通合伙人应当符合本规定第七条规定的<b>条件</b>。</p>	<p>1. 新增有限合伙企业股东的第一大有限合伙人须符合本条规定；</p> <p>2. 明确规定通过证券交易所、股份转让系统交易或者认购证券公司公开发行股份入股证券公司的情形不适用本条。</p>
10	<p>第十五条 非金融企业入股证券公司的，还应当符合下列要求：</p> <p>（一）符合国家关于加强非金融企业投资金融机构监管的有关指导意见；</p> <p>（二）单个非金融企业实际控制证券公司股权的比例原则上不得超过50%，<b>为处置证券公司风险等中国证监会认可的情形除外。</b></p>	<p>第十六条 非金融企业入股证券公司的，还应当符合下列要求：</p> <p>（一）符合国家关于加强非金融企业投资金融机构监管的有关指导意见。</p> <p>（二）单个非金融企业实际控制证券公司股权的比例原则上不得超过50%。</p>	<p>明确单个非金融企业实际控制证券公司股权比例不得超过50%的例外情形。</p>
11	<p>第十七条 证券公司变更注册资本或者股权，应当制定工作方案和股东筛选标准等。证券公司、股权转让方应当事先向意向参与方告知证券公司股东条件、须履行的程序<b>并向符合股东筛选标准的意向参与方告知</b>证券公司的经营情况和潜在风险等信息。</p> <p>证券公司、股权转让方应当对意向参与方做好尽职调查，约定意向参与方不符合条件的后续处理措施。发现不符合条件的，不得与其签订协议。相关事项须经中国证监会<b>核准</b>的，应当约定<b>核准</b>后协议方可生效。</p>	<p>第十八条 证券公司变更注册资本或者股权，应当制定工作方案和股东筛选标准等。证券公司、股权转让方应当事先向意向参与方告知证券公司股东条件、须履行的程序<b>以及</b>证券公司的经营情况和潜在风险等信息。</p> <p>证券公司、股权转让方应当对意向参与方做好尽职调查，约定意向参与方不符合条件的后续处理措施。发现不符合条件的，不得与其签订协议。相关事项须经中国证监会<b>批准</b>的，应当约定<b>批准</b>后协议方可生效。</p>	

序号	新规条文	旧规条文	解读
12	<p>第十九条 证券公司应当对变更注册资本或者股权期间的风险防范作出安排，保证公司正常经营以及客户利益不受损害。</p> <p>依法须经中国证监会核准的，在核准前，证券公司股东应当按照所持股权比例继续独立行使表决权，股权转让方不得推荐股权受让方相关人员担任证券公司董事、监事、高级管理人员，不得以任何形式变相让渡表决权。</p>	<p>第二十条 证券公司应当对变更注册资本或者股权期间的风险防范作出安排，保证公司正常经营以及客户利益不受损害。</p> <p>依法须经中国证监会批准的，在批准前，证券公司股东应当按照所持股权比例继续独立行使表决权，股权转让方不得推荐股权受让方相关人员担任证券公司董事、监事、高级管理人员，不得以任何形式变相让渡表决权。</p>	
13	<p>第二十条 证券公司股东应当充分了解证券公司股东条件以及股东权利和义务，充分知悉证券公司经营管理状况和潜在风险等信息，投资预期合理，出资意愿真实，并且履行必要的内部决策程序。</p> <p>不得签订在未来证券公司不符合特定条件时，由证券公司或者其他指定主体向特定股东赎回、受让股权等具有“对赌”性质的协议或者形成相关安排。</p>	<p>第二十一条 证券公司股东应当充分了解股东权利和义务，充分知悉证券公司经营管理状况和潜在风险等信息，投资预期合理，出资意愿真实，并且履行必要的内部决策程序。</p>	禁止证券公司股权相关的“对赌协议”。
14	<p>第二十一条 证券公司股东应当严格按照法律法规和中国证监会规定履行出资义务。</p> <p>证券公司股东应当使用自有资金入股证券公司，资金来源合法，不得以委托资金等非自有资金入股，法律法规和中国证监会认可的情形除外。</p>	<p>第二十二条 证券公司股东应当严格按照法律法规和中国证监会规定履行出资义务。</p> <p>证券公司股东应当使用自有资金入股证券公司，资金来源合法，不得以委托资金等非自有资金入股，法律法规另有规定的除外。</p>	



序号	新规条文	旧规条文	解读
15	<p>第二十四条 证券公司应当保持股权结构稳定。证券公司股东的持股期限应当符合法律、行政法规和中国证监会的有关规定，<b>证券公司股东通过换股等方式取得其他证券公司股权的，持股时间可连续计算。</b></p> <p>证券公司股东的主要资产为证券公司股权的，<b>该股东的控股股东、实际控制人</b>对所控制的证券公司股权应当遵守与证券公司股东相同的锁定期，中国证监会依法认可的情形除外。</p>	<p>第二十五条 证券公司应当保持股权结构稳定。证券公司股东的持股期限应当符合法律、行政法规和中国证监会的有关规定。</p> <p>证券公司股东的实际控制人对所控制的证券公司股权应当遵守与证券公司股东相同的锁定期，中国证监会依法认可的情形除外。</p>	<p>将证券公司股东的控股股东、实际控制人遵守与证券公司股东相同的锁定期的适用情形，限缩为该证券公司股东主要资产为证券公司股权的情形。</p>
16	<p>第二十五条 证券公司股东在股权锁定期内不得质押所持证券公司股权。股权锁定期满后，证券公司股东质押所持证券公司的股权比例不得超过所持该证券公司股权比例的50%。</p> <p>股东质押所持证券公司股权的，不得损害其他股东和证券公司的利益，不得约定由质权人或其他第三方行使表决权等股东权利，也不得变相转移证券公司股权的控制权。</p> <p><b>上市证券公司以及在股份转让系统挂牌的证券公司持有5%以下股权的股东不适用本条第一款规定。</b></p>	<p>第二十六条 证券公司股东在股权锁定期内不得质押所持证券公司股权。股权锁定期满后，证券公司股东质押所持证券公司的股权比例不得超过所持该证券公司股权比例的50%。</p> <p>股东质押所持证券公司股权的，不得损害其他股东和证券公司的利益，<b>不得恶意规避股权锁定期要求</b>，不得约定由质权人或其他第三方行使表决权等股东权利，也不得变相转移证券公司股权的控制权。</p>	<p>明确对上市证券公司、股份转让系统挂牌证券公司持有5%以下股权的股东可以免除适用本条第一款规定。</p>
17	<p>第二十六条 证券公司应当加强对股东资质的审查，对股东及其控股股东、实际控制人、关联方、一致行动人、最终受益人信息进行核实并掌握其变动情况，就股东对证券公司经营管理的影响进行判断，依法及时、准确、完整地报告或披露相关信息，必要时履行报批<b>或者备案</b>程序。</p>	<p>第二十七条 证券公司应当加强对股东资质的审查，对股东及其控股股东、实际控制人、关联方、一致行动人、最终受益人信息进行核实并掌握其变动情况，就股东对证券公司经营管理的影响进行判断，依法及时、准确、完整地报告或披露相关信息，必要时履行报批程序。</p>	

序号	新规条文	旧规条文	解读
18	<p>第二十七条 证券公司应当将股东的权利义务、股权锁定期、股权管理事务责任人等关于股权管理的监管要求写入公司章程，并在公司章程中载明下列内容：</p> <p>（一）主要股东、控股股东应当在必要时向证券公司补充资本；</p> <p>（二）应经但未经监管部门<b>核准</b>或未向监管部门备案的股东，或者尚未完成整改的股东，不得行使股东<b>（大）</b>会召开请求权、表决权、提名权、提案权、处分权等权利；</p> <p>（三）存在虚假陈述、滥用股东权利或其他损害证券公司利益行为的股东，不得行使股东<b>（大）</b>会召开请求权、表决权、提名权、提案权、处分权等权利；</p> <p>（四）发生违反法律、行政法规和监管要求等与股权管理事务相关的不法或不当行为，对股东、证券公司、股权管理事务责任人及相关人员的处理措施。</p>	<p>第二十八条 证券公司应当将股东的权利义务、股权锁定期、股权管理事务责任人等关于股权管理的监管要求写入公司章程，并在公司章程中载明下列内容：</p> <p>（一）主要股东、控股股东应当在必要时向证券公司补充资本；</p> <p>（二）应经但未经监管部门<b>批</b>准或未向监管部门备案的股东，或者尚未完成整改的股东，不得行使股东会召开请求权、表决权、提名权、提案权、处分权等权利；</p> <p>（三）存在虚假陈述、滥用股东权利或其他损害证券公司利益行为的股东，不得行使股东会召开请求权、表决权、提名权、提案权、处分权等权利；</p> <p>（四）发生违反法律、行政法规和监管要求等与股权管理事务相关的不法或不当行为，对股东、证券公司、股权管理事务责任人及相关人员的处理措施。</p>	
19	<p>第二十八条 证券公司应当加强关联交易管理，准确识别关联方，严格落实关联交易审批制度和信息披露制度，避免损害证券公司及其客户的合法权益，并及时向中国证监会及其派出机构报告关联交易情况。</p> <p>证券公司应当按照穿透原则将股东及其控股股东、实际控制人、关联方、一致行动人、最终权益持有人作为自身的关联方进行管理。</p> <p><b>本条第二款规定的股东不含上市证券公司以及在股份转让系统挂牌的证券公司持有5%以下股权的股东。</b></p>	<p>第二十九条 证券公司应当加强关联交易管理，准确识别关联方，严格落实关联交易审批制度和信息披露制度，避免损害证券公司及其客户的合法权益，并及时向中国证监会及其派出机构报告关联交易情况。</p> <p>证券公司应当按照穿透原则将股东及其控股股东、实际控制人、关联方、一致行动人、最终权益持有人作为自身的关联方进行管理。</p>	<p>明确对上市证券公司、股份转让系统挂牌证券公司持有5%以下股权的股东可以免除适用本条第一款规定。</p>

序号	新规条文	旧规条文	解读
20	<p>第二十九条 证券公司股东及其<b>控股股东</b>、实际控制人不得有下列行为：</p> <p>（一）<b>对证券公司</b>虚假出资、出资不实、抽逃出资或者变相抽逃出资；</p> <p>（二）违反法律、行政法规和公司章程的规定干预证券公司的经营管理活动；</p> <p>（三）滥用权利或影响力，占用证券公司或者客户的资产，进行利益输送，损害证券公司、其他股东或者客户的合法权益；</p> <p>（四）违规要求证券公司为其或其关联方提供融资或者担保，或者强令、指使、协助、接受证券公司以其证券经纪客户或者证券资产管理客户的资产提供融资或者担保；</p> <p>（五）与证券公司进行不当关联交易，利用对证券公司经营管理的影响力获取不正当利益；</p> <p>（六）未经批准，委托他人或接受他人委托持有或管理证券公司股权，变相接受或让渡证券公司股权的控制权；</p> <p>（七）中国证监会禁止的其他行为。</p> <p>证券公司及其董事、监事、高级管理人员等相关主体不得配合证券公司的股东及其<b>控股股东</b>、实际控制人发生上述情形。</p> <p>证券公司发现股东及其<b>控股股东</b>、实际控制人存在上述情形，应当及时采取措施防止违规情形加剧，并在2个工作日内向住所地中国证监会派出机构报告。</p>	<p>第三十条 证券公司股东及其实际控制人不得有下列行为：</p> <p>（一）虚假出资、出资不实、抽逃出资或者变相抽逃出资；</p> <p>（二）违反法律、行政法规和公司章程的规定干预证券公司的经营管理活动；</p> <p>（三）滥用权利或影响力，占用证券公司或者客户的资产，进行利益输送，损害证券公司、其他股东或者客户的合法权益；</p> <p>（四）违规要求证券公司为其或其关联方提供融资或者担保，或者强令、指使、协助、接受证券公司以其证券经纪客户或者证券资产管理客户的资产提供融资或者担保；</p> <p>（五）与证券公司进行不当关联交易，利用对证券公司经营管理的影响力获取不正当利益；</p> <p>（六）未经批准，委托他人或接受他人委托持有或管理证券公司股权，变相接受或让渡证券公司股权的控制权；</p> <p>（七）中国证监会禁止的其他行为。</p> <p>证券公司及其董事、监事、高级管理人员等相关主体不得配合证券公司的股东及其实际控制人发生上述情形。</p> <p>证券公司发现股东及其实际控制人存在上述情形，应当及时采取措施防止违规情形加剧，并在2个工作日内向住所地中国证监会派出机构报告。</p>	
21	<p>第三十条 未履行法定<b>核准</b>程序，证券公司擅自变更股权相关事项的，中国证监会或其派出机构依照《证券法》第二百零四条的规定处理。</p>	<p>第三十一条 未履行法定程序，证券公司擅自变更股权相关事项的，中国证监会或其派出机构依照《证券法》第二百一十八的规定处理。</p>	

序号	新规条文	旧规条文	解读
22	<p>第三十一条 任何单位或者个人持有或者实际控制证券公司相关股权不符合本规定的，中国证监会或其派出机构依照《证券公司监督管理条例》第七十一条的规定处理。</p> <p>任何单位或者个人未经批准，委托他人或者接受他人委托持有或者管理证券公司的股权，或者认购、受让或者实际控制证券公司的股权的，中国证监会或其派出机构依照《证券公司监督管理条例》第七十一条的规定处理。</p>	<p>第三十二条 任何单位或者个人未经批准，持有或者实际控制证券公司5%以上股权的，中国证监会或其派出机构依照《证券公司监督管理条例》第七十一条的规定处理。</p> <p>任何单位或者个人未经批准，委托他人或者接受他人委托持有或者管理证券公司的股权，或者认购、受让或者实际控制证券公司的股权的，中国证监会或其派出机构依照《证券公司监督管理条例》第八十六条的规定处理。</p>	
23	<p>第三十四条 证券公司或其主要股东、实际控制人违反规定，未按规定报告有关事项，或者报送的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，中国证监会或其派出机构依照《证券法》第二百一十一条的规定处理。</p>	<p>第三十五条 证券公司或其股东、实际控制人违反规定，未按规定报告有关事项，或者报送的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，中国证监会或其派出机构依照《证券法》第二百三十三条的规定处理。</p>	
24	<p>第三十五条 证券公司违规为其股东或者股东的关联人提供融资或者担保的，中国证监会或其派出机构依照《证券法》第二百零五条的规定处理。</p> <p>证券公司的股东、实际控制人强令、指使、协助、接受证券公司以证券经纪客户或者证券资产管理客户的资产提供融资或者担保的，中国证监会或其派出机构依照《证券公司监督管理条例》第八十六条的规定处理。</p>	<p>第三十六条 证券公司违规为其股东或者股东的关联人提供融资或者担保的，中国证监会或其派出机构依照《证券法》第二百三十三条的规定处理。</p> <p>证券公司的股东及其实际控制人强令、指使、协助、接受证券公司以证券经纪客户或者证券资产管理客户的资产提供融资或者担保的，中国证监会或其派出机构依照《证券公司监督管理条例》第八十六条的规定处理。</p>	

序号	新规条文	旧规条文	解读
25	<p>第三十六条 证券公司及其股东、股东的实际控制人或其他相关主体违反本规定，致使证券公司治理结构不健全、内部控制不完善、经营管理混乱、违法违规的，中国证监会或其派出机构依照《证券公司监督管理条例》第七十条的规定处理；致使证券公司的治理结构、合规管理、风险控制指标不符合规定，严重危及证券公司稳健运行、损害客户合法权益的，依照《证券法》第一百四十条的规定处理；致使证券公司违法经营或者出现重大风险，严重危害证券市场秩序、损害投资者利益的，依照《证券法》第一百四十三条的规定处理。</p> <p>证券公司的董事、监事、高级管理人员违反本规定，致使证券公司存在重大违法违规行为或重大风险的，中国证监会或其派出机构依照《证券法》第一百四十二条的规定处理。</p>	<p>第三十七条 证券公司及其股东、股东的实际控制人或其他相关主体违反本规定，致使证券公司治理结构不健全、内部控制不完善、经营管理混乱、违法违规的，中国证监会或其派出机构依照《证券公司监督管理条例》第七十条的规定处理；致使证券公司风险控制指标不符合规定，严重危及证券公司稳健运行、损害客户合法权益的，依照《证券法》第一百五十条的规定处理；致使证券公司违法经营或者出现重大风险的，依照《证券法》第一百五十三条的规定处理。</p> <p>证券公司的董事、监事、高级管理人员违反本规定，致使证券公司存在重大违法违规行为或重大风险的，中国证监会或其派出机构依照《证券法》第一百五十二条的规定处理。</p>	
26	<p>第三十七条 证券公司及其股东、股东的实际控制人或其他相关主体违反本规定，《证券法》《证券公司监督管理条例》等法律、行政法规没有规定相应处理措施或罚则的，中国证监会或其派出机构可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令定期报告等监管措施；对直接负责的董事、监事、高级管理人员和其他责任人员，可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函、认定为不适当人选等监管措施；并可以视情节对相关主体处以警告、3万元以下罚款；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关。</p>	<p>第三十八条 证券公司及其股东、股东的实际控制人或其他相关主体违反本规定，《证券法》《证券公司监督管理条例》等法律、行政法规没有规定相应处理措施或罚则的，中国证监会或其派出机构可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令定期报告等监管措施；对直接负责的董事、监事、高级管理人员和其他责任人员，可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函、责令参加培训、认定为不适当人选等监管措施；并可以视情节对相关主体处以警告、3万元以下罚款；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关。</p>	

序号	新规条文	旧规条文	解读
27	第三十八条 中国证监会及其派出机构应当将证券公司及其董事、监事、高级管理人员，股东及其 <b>控股股东</b> 、实际控制人、相关中介机构等相关机构和人员的失信行为按照中国证监会诚信监督管理相关规定记入资本市场诚信档案数据库，通过全国信用信息共享平台与其他政府机构共享信息。	第三十九条 中国证监会及其派出机构应当将证券公司及其董事、监事、高级管理人员，股东及其实际控制人、相关中介机构等相关机构 <b>或</b> 人员的失信行为按照中国证监会诚信监督管理相关规定记入资本市场诚信档案数据库，通过全国信用信息共享平台与其他政府机构共享信息。	新增规定，证券公司股东的控股股东，适用本条规定。
28	第四十一条 证券公司变更 <b>主要</b> 股东，指证券公司新增主要股东，或者证券公司第一大股东、控股股东发生变化。 证券公司变更5%以上股权的实际控制人，指证券公司新增持有5%以上股权的实际控制人，或者证券公司的实际控制人发生变化。	第四十二条 <del>证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调整，指证券公司增加注册资本且新增持有5%以上股权的股东或主要股东，或者证券公司第一大股东、控股股东、实际控制人发生变化。</del> 证券公司变更 <b>持有5%以上股权的</b> 股东，指证券公司新增持有5%以上股权的股东或主要股东，或者证券公司第一大股东、控股股东发生变化。 证券公司变更 <b>持有5%以上股权的</b> 实际控制人，指证券公司新增持有5%以上股权的实际控制人，或者证券公司的实际控制人发生变化。	根据第五条对股东类型的修改，删去并调整部分内容。
29	第四十二条 本规定所称 <b>证券公司第一大股东</b> ，指持有 <b>证券公司5%以上股权的第一大股东</b> 。		新增第一大股东的定义。
30	第四十四条 投资者通过证券交易所购买 <b>证券公司股份使其累计持有的证券公司股份</b> 达到5%的，应当依法举牌并报中国证监会核准。获得核准前，投资者不得继续增持该公司股份。中国证监会不予核准的，投资者应当在自不予核准之日起50个交易日（不含停牌时间，持股不足6个月的，应当自持股满6个月后）内依法改正。 投资者通过股份转让系统购买 <b>证券公司股份使其累计持有的证券公司股份</b> 达到5%以上的，参照适用第一款规定。 投资者 <b>认购证券公司公开发行股份或者</b> 通过证券交易所、股份转让系统转让 <b>证券公司股份</b> ，且所涉 <b>认购或</b> 股权变更事项不需审批或备案的，豁免本规定 <b>第十七条、第十八条</b> 规定的要求。	第四十四条 投资者通过证券交易所购买 <b>证券公司股份</b> 达到5%的，应当依法举牌并报中国证监会批准。获批前，投资者不得继续增持该公司股份。中国证监会不予批准的，投资者应当在自不予批准之日起50个交易日（不含停牌时间，持股不足6个月的，应当自持股满6个月后）内依法改正。 投资者通过股份转让系统购买 <b>证券公司股份</b> 达到5%以上的，参照适用第一款规定。 投资者通过证券交易所、股份转让系统 <b>公开交易</b> 转让 <b>证券公司股份</b> ，且所涉 <b>股权变更</b> 事项不需审批或备案的，豁免本规定 <b>第十八条、第十九条</b> 规定的要求。	明确对上市证券公司、股份转让系统挂牌证券公司持有5%以下股权的股东可以免除适用第十七条、第十八条规定的要求。



## （二）《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》

序号	新规条文	旧规条文	解读
1	<p>一、申报文件</p> <p>（一）发起设立证券公司或者证券公司变更注册资本、股权、5%以上股权的实际控制人，应当按照中国证监会的要求提交申请文件或者备案文件（以下统称申报文件）。申报文件应当真实、准确、完整。文件报送前，证券公司及相关主体应当对文件的真实性、准确性、完整性及申报事项符合条件情况进行审查，并承诺承担相应责任。文件报送后，在审批或备案期间，相关事项发生变化的，应当及时报送变化情况。发起设立证券公司的主要股东发生变化，应当重新报送申请。申报文件包括基本类、主体类、专项类以及中国证监会要求提交的其他相关文件。</p>	<p>一、申报文件</p> <p>（一）发起设立证券公司或者证券公司变更注册资本、股权、<del>持有证券公司</del>5%以上股权的实际控制人，应当按照中国证监会的要求提交申请文件或者备案文件（以下统称申报文件）。申报文件应当真实、准确、完整。文件报送前，证券公司及相关主体应当对文件的真实性、准确性、完整性及申请事项符合条件情况进行审查，并承诺承担相应责任。文件报送后，在审批或备案<del>审查</del>期间，相关事项发生变化的，应当及时报送变化情况。发起设立证券公司的主要股东发生变化，应当重新报送申请。申报文件包括基本类、主体<del>资格</del>类、专项类以及中国证监会要求提交的其他相关文件。</p>	<p>依据新《证券法》取消审批事项等修改，修改相应表述。</p>
2	<p>一、申报文件</p> <p>（二）基本类文件是指发起设立证券公司或者证券公司变更注册资本、股权、5%以上股权的实际控制人均适用的申报文件，具体如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 申请报告或备案报告。</li> <li>2. 相关主体就申报事项已经履行完备法定程序的证明文件，相关主体签署的相关合同或协议。</li> <li>3. 证券公司股权结构图以及股东间关联关系、一致行动人关系说明。</li> <li>4. 相关主体对可能出现的违反规定或承诺行为事先约定处理措施的文件</li> </ol>	<p>一、申报文件</p> <p>（二）基本类文件是指发起设立证券公司或者证券公司变更注册资本、股权、<del>持有证券公司</del>5%以上股权的实际控制人均适用的申报文件，具体如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 申请报告或备案报告。</li> <li>2. 相关主体就申报事项已经履行完备法定程序的证明文件，相关主体签署的相关合同或协议。</li> <li>3. 证券公司股权结构图以及股东间关联关系、一致行动人关系说明。</li> <li>4. <del>证券公司及股权管理事务负责人承诺书</del>，相关主体对可能出现的违反规定或承诺行为事先约定处理措施的文件。</li> </ol>	<p>申报文件中删除证券公司及股权管理事务负责人承诺书。</p>

序号	新规条文	旧规条文	解读
3	<p>一、申报文件</p> <p>(三) 主体类文件是指证明证券公司股东、5%以上股权的实际控制人符合相应条件或要求的文件, 具体如下:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 背景资料, 包括注册证书, 证券或金融业务资格证明文件(如适用), 经工商登记的股东名册, 入股证券公司的说明与承诺, 实际控制人情况说明, 实际控制证券公司5%以上股权的自然人(如有)申报表等。</li> <li>2. 自身及所控制的机构最近3年诚信合规情况说明(含人民银行征信报告, 工商、税务诚信合规查询文件等适当支撑文件)。</li> <li>3. 证券公司持股5%以下的股东、5%以上股权的实际控制人最近1年经审计的财务报告, 主要股东最近2年经审计的财务报告; 业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的证券公司的第一大股东最近3年经审计的财务报告, 控股股东最近5年经审计的财务报告; 境内主体的财务报告, 应当经符合证券法规定的会计师事务所审计, 境外主体经审计的财务报告, 应当附有与原文内容一致的中文译本。非货币财产出资的, 还应当提供资产评估报告。</li> <li>4. (非金融企业股东适用) 符合国家关于加强非金融企业投资金融机构监管指导意见的说明。</li> <li>5. (有限合伙企业股东适用) 所有合伙人背景情况说明; 负责执行有限合伙企业事务的普通合伙人以及第一有限合伙人符合规定条件的说明和有关承诺。</li> <li>6. (第一大股东及其控股股东或实际控制人、控股股东、实际控制人适用) 对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况制定的风险处置预案; 对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展的计划安排; 对保持证券公司经营管理独立性和防范风险传递、不当利益输送的自我约束机制说明。</li> <li>7. (业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的证券公司的第一大股东、控股股东适用) 最近3年长期信用均保持在高水平, 规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列的说明。</li> </ol>	<p>一、申报文件</p> <p>(三) 主体资格类文件是指证明证券公司股东、持有证券公司5%以上股权的实际控制人符合相应资格条件的证明文件, 具体如下:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 背景资料, 包括营业执照或者注册证书, 证券或金融业务资格证明文件(如适用), 经工商登记的股东名册, 实际控制人情况说明等。</li> <li>2. 入股证券公司的说明与承诺。</li> <li>3. 自身及所控制的机构最近3年诚信证明文件。</li> <li>4. 持股5%以下的股东最近1年经审计的财务报告, 持股5%以上的股东最近3年经审计的财务报告, 持有证券公司5%以上股权的实际控制人最近1年经审计的财务报告, 业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的证券公司的控股股东最近5年经审计的财务报告; 境内主体的财务报告, 应当经具有证券相关业务资格的会计师事务所审计, 境外主体经审计的财务报告, 还应当附有与原文内容一致的中文译本。</li> <li>5. 相关资金来源说明及出资能力证明文件、非货币财产出资的资产评估报告。</li> <li>6. 实际控制证券公司5%以上股权的主体符合条件的证明文件; 实际控制证券公司5%以上股权的自然人(如有)相关材料, 包括: 申报表、背景资料、本人及所控制或担任主要负责人的企业诚信证明文件等。</li> <li>7. (非金融企业股东适用) 符合国家关于加强非金融企业投资金融机构监管指导意见的说明及证明文件。</li> <li>8. (有限合伙企业股东适用) 所有合伙人背景情况说明; 负责执行有限合伙企业事务的普通合伙人符合股东条件的证明文件和有关承诺。</li> <li>9. (主要股东、控股股东、证券公司的实际控制人适用) 对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况制定的风险处置预案。</li> <li>10. (控股股东、证券公司的实际控制人适用) 对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展的计划安排; 对保持证券公司经营管理独立性和防范风险传递、不当利益输送的相关自我约束机制说明。</li> <li>11. (业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的证券公司的主要股东、控股股东适用) 最近3年长期信用均保持在高水平, 规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列的证明文件。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 申报文件中减少股东营业执照要求, 删除相关资金来源说明及出资能力证明文件、实际控制证券公司5%以上股权的主体符合条件的证明文件, 精简实际控制证券公司5%以上股权的自然人(如有)相关材料要求;</li> <li>2. 申报文件简化股东及所控制机构最近3年诚信合规证明文件要求;</li> <li>3. 减少财务审计报告年份数要求, 主要股东经审计的财务报告由最近3年变为2年; 增加业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的证券公司的第一大股东最近3年的经审计财务报告;</li> <li>4. 第6项、第7项文件的适用主体变更, “主要股东”改为“第一大股东”等。</li> </ol>

序号	新规条文	旧规条文	解读
4	<p>一、申报文件</p> <p>(四) 发起设立证券公司除应当提交基本类、主体类文件外, 还应当提交以下专项类文件:</p> <p>1. 公司章程草案, <b>企业名称设立登记</b>通知书, 内部<b>基本</b>管理制度, 内部机构设置及职能、营业场所和技术系统等情况说明。</p> <p>2. 拟任董事长、总经理、合规负责人简历及符合<b>规定的说明</b>。</p> <p>3. 中国境内律师事务所出具的法律意见书。</p> <p>设立外商投资证券公司, 还应当按照中国证监会关于外商投资证券公司管理办法相关要求提交申请文件。境外股东提交所在国家或地区监管机构对其符合境外股东相关条件的说明函确有困难的, 可以由中国证监会认可的从事证券业务的境外优质律师事务所等机构出具相关说明函。</p>	<p>一、申报文件</p> <p>(四) 发起设立证券公司除应当提交基本类、主体<b>资格</b>类文件外, 还应当提交以下专项类文件:</p> <p>1. 公司章程草案, 名称<b>预核准</b>通知书, 内部管理制度, 内部机构设置及职能、营业场所和技术系统等情况说明。</p> <p>2. 拟任董事长、总经理、合规负责人简历及符合<b>任职资格条件的证明文件</b>。</p> <p>3. 中国境内律师事务所出具的法律意见书。</p> <p>设立外商投资证券公司, 还应当按照中国证监会关于外商投资证券公司管理办法相关要求提交申请文件。境外股东提交所在国家或地区监管机构对其符合境外股东相关条件的说明函确有困难的, 可以由中国证监会认可的从事证券业务的境外优质律师事务所等机构出具相关说明函。</p>	<p>1. 根据 2021 年 3 月 1 日起施行的《企业名称登记管理规定》, 企业名称从预先核准改为自主申报, 办结文书也调整为《企业名称登记通知书》;</p> <p>2. 明确设立审批阶段需要提交的文件限于证券公司内部“基本”管理制度;</p> <p>3. 依据新《证券法》取消证券公司董事、监事、高级管理人员的任职资格核准, 改为备案事项, 对相应文件进行调整。</p>
5	<p>一、申报文件</p> <p>(五) 证券公司变更注册资本、股权或者 5% 以上股权的实际控制人, 按照《规定》应当报批或备案的, 应当提交基本类、主体类文件, 但是证券公司以未分配利润或公积金转增资本, 免除主体类文件要求。证券公司变更注册资本或股权的, 还应当提交以下专项类文件:</p> <p>1. (证券公司变更股权适用) 股权出让方<b>登记成为</b>证券公司<b>股东</b>的文件。</p> <p>2. (证券公司减少注册资本适用) 证券公司资产负债表、财产清单、减资后模拟风险控制指标监管报表。</p> <p>3. (证券公司变更注册资本且<b>不涉及变更主要股东或公司实际控制人</b>适用) 经符合<b>证券法规定的</b>会计师事务所出具的证券公司验资报告, 证券公司变更后的公司登记文件复印件。</p> <p><b>4. 证券公司及股权管理事务负责人承诺书。</b></p>	<p>一、申报文件</p> <p>(五) 证券公司变更注册资本、股权或者<b>持有证券公司 5% 以上</b>股权的实际控制人, 按照《规定》应当报批或备案的, 应当提交基本类文件; <b>涉及主体资格审核或备案的, 还应当提交主体资格类文件</b>, 但是证券公司以未分配利润或公积金转增资本, <b>以及通过证券交易所公开发行的方式增资且股权结构未发生重大调整, 且未新增可以提名董事、监事的股东的</b>, 免除主体<b>资格</b>类文件要求。证券公司变更注册资本或股权的, 还应当提交以下专项类文件:</p> <p>1. (证券公司变更股权适用) 股权出让方<b>入股</b>证券公司的<b>批准或备案文件复印件(如适用)</b>及<b>公司登记文件</b>。</p> <p><b>2. (证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调整适用) 证券公司背景资料。</b></p> <p>3. (证券公司减少注册资本适用) 证券公司<b>背景资料</b>、资产负债表、财产清单、减资后模拟风险控制指标监管报表。</p> <p>4. (证券公司<b>增加</b>注册资本且<b>股权结构未发生重大调整</b>适用) 经具有<b>证券相关业务资格</b>的会计师事务所出具的证券公司验资报告, 证券公司变更后的公司登记文件复印件。</p>	<p>依据新《证券法》取消审批事项等修改, 修改相应表述。</p>

序号	新规条文	旧规条文	解读
6	<p>二、过渡期安排</p> <p>(一) 《规定》施行前,非金融企业实际控制证券公司股权比例超过50%的,《规定》施行后,原则上不得继续增持证券公司股权比例,为化解证券公司风险等中国证监会认可的情形除外。</p>	<p>二、过渡期安排</p> <p>(一) 《规定》施行前,非金融企业实际控制证券公司股权比例超过50%的,《规定》施行后,原则上不得继续增持证券公司股权比例。</p>	
7	<p>(三) 存量股东按照入股时的承诺,《规定》施行后仍处于股权锁定期的,存量股东及其控股股东、实际控制人应当遵守《规定》关于股权锁定期及股权质押限制的规定;股权已经质押的,质押协议到期后,不得新增不符合《规定》的质押行为。</p>	<p>(三) 存量股东按照入股时的承诺,《规定》施行后仍处于股权锁定期的,存量股东及其实际控制人应当遵守《规定》关于股权锁定期及股权质押限制的规定;股权已经质押的,质押协议到期后,不得新增不符合《规定》的质押行为。</p>	新增控股股东适用本条的规定。
8	<p>(四) 存量股东应当配合证券公司对照《规定》进行自查。证券公司应当将存在上述情况的存量股东有关情况及规范方案,以及存在不符合《规定》第二十条第二款规定情形的有关情况,自《规定》施行之日起2个月内向公司住所地中国证监会派出机构报告。</p> <p>(五) 证券公司章程不符合《规定》第二十七条规定的,原则上应当自《规定》施行之日起1年内,修改公司章程,并报住所地中国证监会派出机构备案。</p>	<p>(四) 存量股东应当配合证券公司对照《规定》进行自查。证券公司应当将存在上述情况的存量股东有关情况及规范方案,自《规定》施行之日起2个月内向公司住所地中国证监会派出机构报告。</p> <p>(五) 证券公司章程不符合《规定》第二十八条规定的,原则上应当自《规定》施行之日起1年内,修改公司章程,并报住所地中国证监会派出机构审核。</p>	依据新《证券法》取消审批事项等修改,修改相应表述。

序号	新规条文	旧规条文	解读
9		三、按照行政许可便民原则，中国证监会派出机构已经受理的非上市证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调整、减少注册资本，变更持有5%以上股权的股东、实际控制人行政许可申请事项，申请人应当按照本规定的要求补充材料，并由中国证监会派出机构继续完成审核。	删除已不适用的程序性过渡条款。
10	三、中国证监会派出机构负责监督证券公司落实股权管理规范工作，可以根据《规定》相关要求对证券公司报送的信息进行核查，对存在违法违规行为或限期未整改的证券公司、股东及其 <b>控股股东</b> 、实际控制人或相关责任人依法采取监管措施或行政处罚。	四、中国证监会派出机构负责监督证券公司落实股权管理规范工作，可以根据《规定》相关要求对证券公司报送的信息进行核查，对存在违法违规行为或限期未整改的证券公司、股东及其实际控制人或相关责任人依法采取监管措施或行政处罚。	新增控股股东适用本条的规定。

## 结语

新规发布后，中国证监会相应更新了证券公司设立审批等行政许可服务指南，对相关行政许可事项的申请材料进行了调整，新的服务指南于2021年4月16日发布，与新规同日施行。符合条件的投资者可依照《证券公司股权管理规定》《实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》和服务指南的要求，依法报送证券公司设立、股权变更等申请。总体来看，《证券公司股权管理规定》及《实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》是在新《证券法》实施后的相应修改调整。可以明显看出，新修改的规定对证券公司股东门槛进行了适度降低，同时适当放松监管要求，有助于证券公司创新发展。

随着我国金融业对外开放程度的提高，尤其是中国证监会2020年4月1日起取消证券公司外资股比限制之后，越来越多的外资金融机构拟进入中国证券市场。金杜律师事务所近期协助多家国际金融机构开展证券公司的设立筹备工作，在面对新规带来的变化与挑战的同时，我们也期待能助力该等项目早日落地，引入该等国际金融机构在证券业务经营管理、合规、内部控制和风险管理等方面的先进经验，丰富相关产品和服务，更好地服务中国实体经济发展并满足中国市场客户的金融服务需求。

感谢陈泽宇、龚智彦、杨涛对本文作出的贡献。

---

# 关于 试点境内券商跨境业务 新机遇的展望

刘志刚 杜睿 黄泽霖

---

近期国家外汇管理局的相关业务领域负责人透露了券商跨境业务下一步变化的方向，内容包括继续推进证券公司结售汇业务试点工作，选择部分实力较强的证券公司开展跨境业务试点（“试点”），制定试点规则，合理确定跨境额度、业务种类、资金管理等，支持证券公司做大做强，发挥证券公司对外汇市场的积极作用。这一信息引发了资本市场的想象以及中概券商股大幅上涨。

近年来，我国持续推动金融市场对外开放，众多境外投资制度逐渐被推出。而上述试点与现有境外投资制度（包括 QDII、QDLP、港股通、两地基金互认和大湾区跨境理财通等）相比，我们理解其优势在于，试点似乎允许境内投资者通过试点券商直接投资境外产品且未限制投资产品所在地，也未限制投资人所在地。因此，虽然前述信息指出试点仍会对投资额度和投资产品等作出限制，但试点制度无疑会将境内投资者境外投资范围大幅拓宽，赋予了市场较大的想象空间。

有鉴于此，本文希望结合相关现有制度，对试点有关的外汇额度、业务种类、资金管理等问题进行初步的探讨和展望。

## 一、跨境额度

基于港股通、两地基金互认的成功经验，以及大湾区跨境理财通的结构设计，我们推测试点将采用类似的额度管理模式，即：在宏观总额管理的基础上，可能进一步辅以单一投资者额度限制。根据有关信息，个人额度应继续保持在便利化额度年度 5 万美元的水平上（似乎并未考虑就试点业务授予单独的额度），但尚不清楚监管层面是否考虑允许累积使用这一年度额度，另外机构投资者的额度也有待外汇局的进一步信息。

## 二、业务种类

基于外汇局此次释放的信息中同样包括对个人投资境外证券、保险等产品的考虑，我们认为试点规则会慎重考虑初期开放的业务种类，控制投资风险，保护个人投资者利益，以使投资者逐渐适应境外投资环境。因此，我们推测试点初期开放的投资种类应是经有关机构筛选过的低风险产品，具体而言应符合的特征包括：风险评级较低、结构简单无嵌套、产品投向清晰明确或挂钩资产为标准化产品。



如上所述，我们认为这一试点相较于港股通、两地基金互认和大湾区跨境理财通的一个优势是，投资产品所在地不局限于某一特定国家或区域。但随之而来的问题是，与产品所在地监管的协作以及基础设施的互联互通涉及多法域有关部门协调并进，实现难度非常大。在此情况下，我们理解境内投资者境外开户等行为将存在很大障碍。因此，我们推测试点券商将以自身名义代表客户进行境外投资，这一过程完全根据投资产品所在地监管要求进行，券商将向投资者公布经有关部门筛选后的可投资产品清单，供境内投资者选择投资。

### 三、资金管理

基于外汇管理层面的考虑，除了QDII和QDLP，港股通、两地基金互认和大湾区跨境理财通均采用封闭式运营模式。但我们看到，在港股通、两地基金互认和大湾区跨境理财通机制中，两地监管部门均承担了监督资金封闭运营的职责，而基于以上第二点中的理由，我们认为这一境外监管机制可能会在试点中缺失。因此，结合监管机构近年来的监管思路，我们推测试点可能会依托境内券商及其控股的境外券商，由境内券商统筹协调，监管资金的封闭运行。

具体而言，试点券商在托管行开立境外投资账户，并在该账户下开立客户二级账户。境内券商以自身名义在其控股的境外券商处开户，并根据客户的交易指令，将境外投资账户内的相应资金划转至该账户。每一境外交易日结束后的一定时间内，境外券商将投资本金及收益汇回境内券商账户，以实现资金封闭运营。就这一机制而言，我们认为监管机构会要求券商在合理可行的最短时间内完成相关资金划转，以避免资金在境外长时间留存。

在这一安排下，考虑到境内投资者难以向境外券商提起诉讼或仲裁，且境内监管机构也无法直接处罚境外券商，我们推测监管机构可能会制定境内投资者、境内券商和境外券商三方协议的必备条款，明确境内券商和境外券商的相应义务和责任，并夯实境内券商的管理义务。同时，相关安排还需要符合投资产品所在地有关代客投资等的法律法规和行业规范。

### 四、合格投资者

“合格投资者”的认定标准决定了哪些境内主体有资格通过券商参与试点投资。如果此次试点许可的业务种类并不仅限于特定地区的个别品类，考虑到不同产品的准入标准差异，以及各地市场的准入标准差异，我们推测合理的标准应该是设定不同的产品池，并基于产品池设定不同梯度的“合格投资者”认定标准。

具体而言，对于某一具体的产品池，首先“合格投资者”认定标准需要符合投资产品所在地标准，其次应同时参照国内类似产品的“合格投资者”认定标准，并取前述两者中的较高标准的集合体作为该产品池的“合格投资者”认定标准。

综上所述，试点似乎意图更彻底的开放境内投资者境外投资渠道，具有较大的想象空间。而基于对有关机制的讨论，我们认为控股境外券商的优秀境内券商可能会获得试点资格和广阔的业务前景。

---

# 律师证券业务 工作底稿的电子化

彭晋 王涵盈

---

2021年1月1日开始实施的新修订的《中华人民共和国档案法》（以下简称新《档案法》），为“档案信息化建设”单设了一个章节，首次明确规定电子档案与传统载体档案具有同等效力，可以以电子形式作为凭证使用，并鼓励和支持档案馆和机关、团体等推进传统载体档案数字化。

在电子数据、电子文件日益成为主流信息载体的今天，律师证券业务工作底稿是否也可以以电子形式留存及归档或者仅以电子形式留存及归档？在新《档案法》积极推进电子档案管理信息系统建设的背景下，本文通过考察现行政策法规对电子文件及电子档案证据效力的认可，并结合证券公司投行类业务工作底稿电子化建设的政策实践，旨在思考新《档案法》对律师证券业务工作底稿电子化建设的影响。

## 一、现行法规对律师证券业务工作底稿的要求

《中华人民共和国证券法》（2019修订）第一百六十二条规定，“证券服务机构应当妥善保存客户委托文件、核查和验证资料、工作底稿以及质量控制、内部管理、业务经营有关的信息和资料，任何人不得泄露、隐匿、伪造、篡改或者毁损。上述信息和资料的保存期限不得少于十年，自业务委托结束之日起算。”

《律师事务所从事证券法律业务管理办法》（中国证券监督管理委员会、司法部令第41号，自2007年5月1日起施行，以下简称《管理办法》）第十八条规定，“律师应当归类整理核查和验证中形成的工作记录和获取的材料，并对法律意见书等文件中各具体意见所依据的事实、国家相关规定以

及律师的分析判断作出说明，形成记录清晰的工作底稿。”

《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》（证监会司法部公告[2010]33号，自2011年1月1日起施行，以下简称《执业规则》）第三十九条规定，“律师事务所应当完整保存在出具法律意见书过程中形成的工作记录，以及在工作中获取的所有文件、资料，及时制作工作底稿。工作底稿是判断律师是否勤勉尽责的重要证据。中国证监会及其派出机构可根据监管工作需要调阅、检查工作底稿。”第四十一条规定，“工作底稿内容应当真实、完整，记录清晰，标明目录索引和页码，由律师事务所指派的律师签名，并加盖律师事务所公章。”

《公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》（证监发[2001]37号，以下简称《编报规则第12号》）第十三条规定，“律师在制作法律意见书和律师工作报告的同时，应制作工作底稿。前款所称工作底稿是指律师在为证券发行人制作法律意见书和律师工作报告过程中形成的工作记录及在工作中获取的所有文件、会议纪要、谈话记录等资料。”第十五条规定，“工作底稿的正式文本应由两名以上律师签名，其所在的律师事务所加盖公章，其内容应真实、完整、记录清晰，并标明索引编号及顺序号码。”

现行法规对律师证券业务工作底稿的形式要求主要体现在《管理办法》《执业规则》《编报规则第12号》中，而该等规定自制定至今已有十至二十年的时间。从上述具体规定看出，对律师证券业务工作底稿的形式要求均是针对纸质工作底稿，如要求全套工作底稿需要由律师签名、律师事务所盖章，并未考虑适用于电子工作底稿的形式规则。而在近年来证监会及其派出机构、交易所对律师事务所进行证券业务检查的过程中也并未明确放松对律师提供纸质工作底稿的形式要求。

## 二、律师证券业务工作底稿电子化的内涵

国家档案局发布的《电子文件归档与电子档案管理规范》（GB/T 18894—2016）将“电子文件”定义为：“国家机构、社会组织或个人在履行其法定职责或处理事务过程中，通过计算机等电子设备形成、办理、传输和存储的数字格式的各种信息记录。”，将“电子档案”定义为：“具有凭证、查考和保存价值并归档保存的电子文件。”

结合律师在证券业务过程中获取的材料和形成的工作记录等工作底稿的具体形式，律师证券业务工作底稿电子化至少需要包括两个方面的内容：第一，纸质工作底稿电子化存储，即针对业务过程中获取的原始形式为纸质载体的工作底稿（如客户提供的客户拥有的主要财产权属证书、客户与交易对方签署的业务合同、相关主管机关颁发的批准文件、营业执照、业务经营许可证及其他证照的原件等）通过拍照、扫描等方式形成图像、电子文件等数字格式进行存储并在工作底稿电子化管理系统中归档；第二，通过工作底稿电子化管理系统将在业务过程中通过计算机等电子设备传输获得或进行核查形成的文档、图片、音频、视频等电子文件载体的工作底稿（如律师针对相关事项向相关人员进行访谈而形成的录音、录像资料、律师进行网络核查保存的截屏等）直接存储并归档。

在“无纸化办公”、电子商务、电子政务的积极推进，电子合同、电子票据、电子印章、电子签名等电子交易记录的广泛应用的背景下，对于律师证券业务工作底稿电子化的内涵我们更关注的是上述第二方面的内容，电子文件相较纸质文件具有完全不同的内容、结构和背景<sup>1</sup>。工作底稿的电子化不应仅仅局限在将纸质工作底稿转化为电子文件形式进行归档，而是应当确立工作底稿可以以独立于纸质形式的电子文件形式留存。

<sup>1</sup> 《电子档案管理基本术语》（DA/T 58—2014）规定，电子文件由内容、结构和背景组成。内容是以字符、图形、图像、音频、视频等形式表示的电子档案的主题信息。结构是电子档案的内容组织和存储方式。包括逻辑结构和物理结构。逻辑结构是电子档案内容各信息单元之间关系的描述。（示例：电子档案的字体字号、文字的排列、章节的构成、各页的先后顺序、插图的标号位置等）；物理结构是电子档案在存储设备或载体中的存储位置和文件格式。背景是电子档案形成、传输、使用和维护的框架。（注：背景包括行政背景、来源背景、业务流程背景以及技术背景等。）

### 三、电子文件及电子档案证据的效力

2020年5月1日起施行的《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》(以下简称《民事证据规定》)对电子数据证据的范围进行了细化规定,从电子介质中的信息扩展到了信息、电子文件(第四项“文档、图片、音频、视频、数字证书、计算机程序等电子文件”)<sup>2</sup>。同时,针对电子数据真实性审查内容和标准,《民事证据规定》第94条第1款规定了五种可以推定电子证据为真实的情形:“电子数据存在下列情形的,人民法院可以确认其真实性,但有足以反驳的相反证据的除外:……(四)以档案管理方式保管的;……。”

国务院于2019年4月发布的第716号令《关于在线政务服务的若干规定》中就明确要求,“政务服务机构应当对履行职责过程中形成的电子文件进行规范管理,按照档案管理要求及时以电子形式归档并向档案部门移交。除法律、行政法规另有规定外,电子文件不再以纸质形式归档和移交。符合档案管理要求的电子档案与纸质档案具有同等法律效力。”该文件首次以行政法规的形式认可了电子档案的法律效力,同时提出允许电子档案单套管理需“符合档案管理要求”的限定条件。

新《档案法》第三十七条规定,“电子档案应当来源可靠、程序规范、要素合规。电子档案与传统载体档案具有同等效力,可以以电子形式作为凭证使用。电子档案管理办法由国家档案主管部门会同有关部门制定。”首次以法律形式认可了电子档案的法律效力,同时明确了电子档案的合法构成要件,即“来源可靠、程序规范、要素合规”。

在司法领域,《民事证据规定》进一步细化明确了电子文件作为诉讼证据的具体形式,国务院近年来颁布的政策要求及新《档案法》均明确了电子档案与传统载体档案具有同等效力。

### 四、证券公司投行类业务工作底稿电子化管理的政策实践

相比较对律师证券业务工作底稿的形式要求,证监会对证券公司投行类工作底稿早已明确规定可以纸质文档、电子文档或者其它介质形式的文档留存。《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》(中国证券监督管理委员会公告(2009)5号)第八条规定,“工作底稿可以纸质文档、电子文档或者其它介质形式的文档留存,其中重要的工作底稿应当采用纸质文档的形式。以纸质以外的其它介质形式存在的工作底稿,应当以可独立保存的形式留存。”《证券公司投资银行类业务内部控制指引》(证监会公告(2018)6号)第八十六条规定,“工作底稿可以纸质文档、电子文档或者其它介质形式的文档留存。重要的工作底稿应当采用纸质文档的形式。以纸质以外的其它介质形式存在的工作底稿,应当以可独立保存的形式留存。有条件的证券公司应当建立工作底稿电子化存管制度,实现工作底稿的实时上传查证和工作留痕的完整记录。”

2020年2月,中国证券业协会发布并实施《证券公司投资银行类业务工作底稿电子化管理系统建设指引》(以下简称《投行底稿系统建设指引》),对证券公司投行类业务工作底稿电子化管理系统的建设制定了具体执行、系统运行、自律管理的要求。其第十四条规定,“证券公司原则上应确保电子底稿

<sup>2</sup> 《电子档案管理基本术语》(DA/T 58—2014)规定,电子文件由内容、结构和背景组成。内容是以字符、图形、图像、音频、视频等形式表示的电子档案的主题信息。结构是电子档案的内容组织和存储方式。包括逻辑结构和物理结构。逻辑结构是电子档案内容各信息单元之间关系的描述。(示例:电子档案的字体字号、文字的排列、章节的构成、各页的先后顺序、插图的标号位置等);物理结构是电子档案在存储设备或载体中的存储位置和文件格式。背景是电子档案形成、传输、使用和维护的框架。(注:背景包括行政背景、来源背景、业务流程背景以及技术背景等。)

内容与纸质底稿内容保持一致。”第十八条规定，“证券公司各类业务的纸质及电子工作底稿保存期限应保持一致，且不低于相关法律法规规定的年限。”

2019年12月，国家档案局发布《证券业务档案管理规范》（DA/T79—2019，于2020年5月1日实施）<sup>3</sup>，第4.4条规定，“证券公司在做好纸质载体业务档案管理的同时，应将业务电子文件归档和电子档案管理纳入本单位信息化建设和档案工作规划、计划配备必要的人员、资金和设施设备，为证券业务电子文件归档和电子档案管理提供保障。”第4.5条规定，“证券业务档案同时具有纸质与电子两种载体时，应在内容、相关说明及描述上保持纸质档案与电子档案之间的有机联系。”

科创板注册制出台后，首次推行电子化审核<sup>4</sup>，首次明确要求保荐人应当以电子文档形式报送保荐工作底稿<sup>5</sup>，同时根据上述规定，对证券公司投行类工作底稿的留存及归档形式也并未要求对纸质工作底稿及电子工作底稿进行完全的双套管理。

2020年11月23日，国家档案局发布《电子档案单套管理一般要求（征求意见稿）》<sup>6</sup>，其引言中提出，“随着信息技术的迅猛发展，电子档案日益成为信息记录、传输、交换、利用与共享的主流方式，也成为国家档案资源的重要组成部分。由于电子文件具有可复制、易篡改和依赖设备系统读取等特性，实践中一般要求具有永久保存价值或其它重要价值的电子文件转换为纸质文件或者缩微胶卷同时归档，实行双套管理。双套管理是电子档案管理初期技术不成熟、制度不完善情况下的权宜之举，不仅降低工作效率，还增加工作成本、浪费社会资源，因而推动电子档案仅以电子形式进行归档和管理，即单套管理已成为信息化条件下需要迫切解决的社会课题。随着办公自动化系统、业务系统普遍应用，电子档案管理研究和实践不断深入，电子档案单套管理的条件已经成熟。”

结合我们前述论及的律师证券业务工作底稿电子化的两个主要方面的内涵，在已按照律师执业规则的相关要求完整地整理一套工作底稿的前提下，成套纸质工作底稿可以通过扫描等方式转换为一套对应的电子工作底稿，而成套电子工作底稿也可以通过打印等方式转化为一套对应的纸质工作底稿，从这个角度看，纸质工作底稿与电子工作底稿是可以互相替代的。随着信息载体电子化，律师从事证券业务获取的底稿资料，大部分是由客户通过邮件、微信、网盘、云存储系统等载体传输的电子文件，但由于现行法规对律师证券业务工作底稿尚未明确允许可以仅以电子形式留存，因此，目前律师对证券业务工作底稿还是进行了电子工作底稿与纸质工作底稿双套留存及归档。然而将成套电子工作底稿向纸质工作底稿转化的过程，就如《电子档案单套管理一般要求（征求意见稿）》引言中所述，势必会增加工作成本，浪费社会资源。

<sup>3</sup> 《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》第十四条规定，“电子数据包括下列信息、电子文件：

- （一）网页、博客、微博客等网络平台发布的信息；
- （二）手机短信、电子邮件、即时通信、通讯群组等网络应用服务的通信信息；
- （三）用户注册信息、身份认证信息、电子交易记录、通信记录、登录日志等信息；
- （四）文档、图片、音频、视频、数字证书、计算机程序等电子文件；
- （五）其他以数字化形式存储、处理、传输的能够证明案件事实的信息。”

<sup>4</sup> 《保荐人通过上海证券交易所科创板股票发行上市审核系统办理业务指南》（上证函〔2019〕436号）第二条规定，“科创板发行上市审核实行电子化审核。发行人及其保荐人、证券服务机构应当按照科创板相关规则的要求准备发行上市申请文件（以下简称申请文件）、办理相关事项，并遵守本指南的规定，由保荐人通过科创板股票发行上市审核系统进行相关发行上市申请业务操作。具体包括提交申请文件、查阅问询函、提交问询回复及补充或修改后的申请文件、申请信息披露豁免、预先披露申请文件、咨询与预约沟通、申请中止或恢复审核、报送会后事项以及撤回发行上市申请等事项。”

<sup>5</sup> 《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则（2020年修订）》第十七条规定，“本所受理发行上市申请文件后十个工作日内，保荐人应当以电子文档形式报送保荐工作底稿和验证版招股说明书，供监管备查。”

<sup>6</sup> 《电子档案单套管理一般要求（征求意见稿）》第3.3条规定，“电子档案单套管理是指仅以电子形式归档和管理电子档案的方式，是相对于同时使用传统载体和电子形式进行双套归档、管理的方式。”



---

## 结语

正如国家档案局局长陆国强指出本次档案法修订的重要意义，“随着经济社会发展和信息时代的到来，档案工作的内外环境发生了深刻变化。新的组织和治理形态不断催生新的档案记录形式和管理方式，档案工作面临从传统载体管理向数字管理转型升级的巨大挑战。”<sup>7</sup>从纸质到数字，变化的不仅是档案载体，还有新的记录形式和档案管理方式，“数字化”是基于互联网、物联网、大数据、云计算、区块链等新技术的新记录方式，相较传统载体具有独特性质和内容，这是新《档案法》积极推进档案信息化建设的时代背景，也是我们提出律师证券业务工作底稿电子化管理的重要契机。

现行政策法规层面，新《档案法》和《民事证据规定》从不同角度确立了电子文件及电子档案的凭证法律效力，为律师证券业务电子工作底稿建设提供了法律支撑，证券公司投行类业务工作底稿电子化管理的政策实践亦为我们提供了值得借鉴的思路和方法，回应我们文首的问题“在电子数据、电子文件日益成为主流信息载体的今天，律师证券业务工作底稿是否也可以以电子形式留存及归档或者仅以电子形式留存及归档？”我们希望答案是肯定的，我们同时也希望监管机构顺应当下信息技术迅速发展、电子文件大量产生的时代背景、电子文件归档及电子档案管理从“双套制”走向“单套制”的政策转型及当前证券业务电子化审核趋势，通过修订《管理办法》《执业规则》等相关规定中如全套工作底稿需要签章等仅适用于纸质工作底稿的形式要求并制定律师工作底稿电子化建设的相关规则，从法规层面确认符合相关规则要求的电子工作底稿与纸质工作底稿具有同等法律效力，并进一步明确满足相关条件的电子工作底稿可以不再以纸质形式留存及归档。当然我们也需要意识到，律师证券业务工作底稿电子化建设必然需要满足严格的标准化和规范化要求，也一定将会面临更高的工作底稿电子化合规监管的考验。

---

<sup>7</sup> 国家档案局局长陆国强《为新时代档案事业高质量发展提供坚强法治保障》，网址：<https://www.saac.gov.cn/daj/yaow/202006/6b2f2da9926c4e2b82729d6bf5d53ee7.shtml>。



---

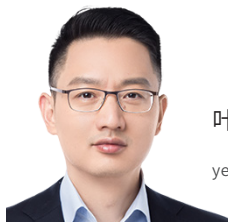
## 主要作者

---



杨振华

yangzhenhua@cn.kwm.com



叶国俊

yeguojun@cn.kwm.com



黄任重

huangrenzhong@cn.kwm.com



孙昊天

sunhaotian@cn.kwm.com



陈桦

chenhua@cn.kwm.com



王乐陶

wangletao@cn.kwm.com



周历宇

jessica.zhou@hk.kwm.com



邹小岳

siungor.chow@hk.kwm.com



杨晓荃

yangxiaquan@cn.kwm.com



丘亮

qiuliang@cn.kwm.com



钟鑫

zhongxin@cn.kwm.com



陈璿丹

candy.chan@hk.kwm.com

---

## 主要作者

---



陈博志

johnbaptist.chan@hk.kwm.com



王宇

Yu.Wang@hk.kwm.com



张可畏

corey.zhang@hk.kwm.com



姜志会

jiangzhihui@cn.kwm.com



胡静

hujing@cn.kwm.com



夏东霞

xiadongxia@cn.kwm.com



杨婷

yangting@cn.kwm.com



雷继平

leijiping@cn.kwm.com



刘凌云

liulingyun@cn.kwm.com



杨帆

yangfan8@cn.kwm.com



王团团

wangjianjian1@cn.kwm.com



李盛

jonathan.li@cn.kwm.com



韩 旸

[hanyang@cn.kwm.com](mailto:hanyang@cn.kwm.com)



赵晓红

[zhaoxiaohong@cn.kwm.com](mailto:zhaoxiaohong@cn.kwm.com)



陈青东

[donald.chen@cn.kwm.com](mailto:donald.chen@cn.kwm.com)



徐 辉

[xuhui@cn.kwm.com](mailto:xuhui@cn.kwm.com)



刘志刚

[liuzhigang@cn.kwm.com](mailto:liuzhigang@cn.kwm.com)



彭 晋

[pengjin@cn.kwm.com](mailto:pengjin@cn.kwm.com)



## 证券与资本市场

---

金杜自 1993 年成立之初就经中国司法部和中国证监会批准具有从事证券法律业务资格，是中国最早取得从事证券业务资格的律师事务所之一。多年来，金杜曾代表发行人及承销商参与过上百件各类境内外股票首次公开发行及增发业务，成为在证券领域居领先地位的中国律师事务所之一。

通过我们领先的证券律师全球网络，我们为您提供通向“新世界”资本市场的机会。凭借根植亚洲地区无可比拟的优势，并且作为一家具有中国法执业资格的国际律师事务所，我们正在帮助我们各区域的客户获取全球资本，其中也包括帮助我们的全球客户获取亚洲资本。

### 团队优势

- 金杜是中国证券与资本市场业务的领军者，在开拓和承办创新型业务方面均处于领先地位。

在过去的二十年里，我们就数以千计的国内和跨境证券交易为发行人或上市公司和承销商或独立财务顾问提供法律意见，并在股权和债券市场上持续走在中国资本市场创新的最前沿。

- 我们紧密的团队合作和良好的业务管理能力，分所遍布国内和海外，有利于为客户全方位整合全所专业资源提供服务。

我们经常代表中国发行人和承销商，参与他们在上海证券交易所、深圳证券交易所、香港联合交易所有限公司、纽约证券交易所、纳斯达克、伦敦证券交易所、新加坡证券交易所、澳大利亚证券交易所、法兰克福证券交易所等证券市场的首次公开发行（IPOs）和上市公司收购、重大资产重组，包括其中最大最复杂的交易。

- 金杜证券与资本市场团队还积极参与和协助各政府监管机构（例如中国证监会、外汇管理局、商务部等）进行法律问题研究，参与相关监管机构立法并且与相关监管部门具有良好的沟通关系。





## 争议解决

---

金杜是国内提供争议解决法律服务的顶级律师事务所之一。凭借从国内及跨境诉讼争议解决到中国境内替代性争议解决领域超过 20 年的经验，我们可以为国际及国内的客户在争议解决领域提供最有力的支持。

凭借深厚的理论基础和丰富的执业经验，我们采用客户为导向的工作方式，最大程度维护客户的利益，协助解决纠纷，为客户提供量身定制的法律解决方案。争议解决团队的首要任务都始终是为客户取得最佳结果。

### 专业团队经验

我们的争议解决业务团队实力雄厚，现拥有近 100 名合伙人、400 多名律师。对国内案件诉讼仲裁策略的把握和行业监管趋势都有丰富的经验。

### 特色法律服务

我们专注于大标的额、高风险的复杂诉讼，尤其擅长解决跨司法辖区争议，为客户提供富有建设性和实用性的解决商业争议的法律建议或解决方案。合伙人之间可以有效地进行团队合作并可以充分利用所内其他业务团队的丰富专业经验来共同协助中外客户。





---

## 金杜律师事务所

金杜律师事务所被广泛认为是全球最具创新力的律所之一，能够提供与众不同的商业化思维和客户体验。金杜拥有近 3000 多名律师，分布于全球 30 个城市，借助统一的全球平台，协助客户了解当地的挑战，应对地域性复杂形势，提供具有竞争优势的商业解决方案。

作为总部位于亚洲的国际领先律师事务所，我们为客户发掘和开启机遇，协助客户在亚洲市场释放全部潜能。凭借卓越的专业知识和在核心市场的广泛网络，我们致力于让亚洲走向世界，让世界联通亚洲。

我们始终以伙伴的合作模式为客户提供服务，不止步于满足客户所需，更关注实现客户目标的方式。我们不断突破已取得的成就，在重塑法律市场的同时，打造超越客户预期的律师事务所。

金杜法律研究院是由金杜律师事务所和金杜公益基金会联合发起成立的非营利性研究机构。自设立以来，一直致力于打造具有国际影响力的中国特色新型智库，依托于金杜律师事务所过往二十多年来服务国家经济建设和法治建设过程中所积累的丰富执业经验和专业洞见，对企业“走出去”战略中面临的重要问题进行分析研究，以提供具有建设性和实操性的政策建议和咨询意见。



金杜研究院  
KWM\_CHINA

© 2022 金杜律师事务所  
如需了解更多信息，请访问 [kwm.com](http://kwm.com)。

---