

证券发行中介机构虚假陈述的责任分析

——以因果关系和过错为视角

丁宇翔

内容提要:从因果关系看,中介机构在对外的虚假陈述赔偿责任方面可能基于原因力的不同,或承担全部的连带责任,或承担部分连带责任。从主观过错看,有故意时,保荐人承担全部连带责任,其他中介机构承担全部或部分连带责任;有过失时,保荐人就其专家过失承担部分连带责任,且适用过错推定;对其非专家过失则承担按份责任。其他中介机构就其专家过失,承担比保荐人更小的部分连带责任,同样适用过错推定;对其非专家过失,则承担按份责任。中介机构对外承担的虚假陈述赔偿责任,需要在综合考虑因果关系、故意、专家过失、过失程度等基础上予以确定。承担全部或部分连带责任后,中介机构可以根据原因力和过错程度,向发行人的控股股东、实际控制人追偿。

关键词:虚假陈述 看门人 因果关系 专家过失 连带责任

丁宇翔,北京金融法院审判一庭三级高级法官。

一 问题的提出:证券中介机构看门人责任的厘定难题

2020年12月31日,浙江省杭州市中级人民法院就487名投资者诉五洋建设集团股份有限公司、德邦证券股份有限公司等六被告证券虚假陈述责任纠纷案(下称“五洋债案”)作出一审判决,判决券商、会计师事务所、律师事务所、评级机构等债券发行中介机构就投资者的损失与发行人承担全部连带或部分连带责任。一石激起千层浪,其后,理论与实务界对该判决展开了热烈的讨论。不论赞成者还是反对者,其讨论的核心问题都在于证券发行市场的中介机构在虚假陈述致害中应当如何承担赔偿责任。

不论是传统的股票、公司债券的发行,还是新《证券法》明确将之归为证券的资产支持证券、资产管理产品、存托凭证的发行,必有券商、银行、会计师事务所、资信评级机构、律师事务所等某一或某几个中介机构的参与。毋宁说,资本市场上发行证券的融资方和

购入证券的投资方所建立的经济联系,是通过中介机构实实在在的工作才达成的。其间,中介机构的主要职责就是通过提供证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、法律意见以及信息技术系统服务,为证券发行进行核查验证、专业把关。在此过程中,中介机构具有甚至比监管机构都更明显的信息优势,^[1]它可以平衡证券发行人和投资人之间的信息不对称,降低市场交易成本,被形象地称为“看门人”(Gatekeeper)。^[2]既然是“看门人”,那就要发挥好看门把关的作用。一旦因为中介机构在证券发行过程中没有尽到勤勉尽责义务而使得投资者受到损失,其作为“看门人”就可能承担相应的赔偿责任。但是,这并非问题的关键。在围绕五洋债案判决的讨论中,几乎没有人从一般意义上否认中介机构的看门人责任。只是,从个案探讨的角度,不同观点基于各自的立场,或认为中介机构罚当其责,^[3]或认为法院对中介机构判罚过重。^[4]分歧背后的实质是中介机构承担赔偿责任的逻辑,这才是问题的关键。

基于此,本文的核心关切是:裁判者在审理证券发行虚假陈述责任案件时,应遵循什么样的责任分配进路。也即,中介机构是基于何种理由而承担赔偿责任;这一赔偿责任与发行人的赔偿责任是否同质;中介机构应在多大程度上、多少范围内承担这一赔偿责任;如果这一赔偿责任明显超出人们的预期范围,是否可以调控以及如何调控。

二 从因果关系看虚假陈述中介机构的赔偿责任

尽管就证券发行虚假陈述责任的性质到底是侵权责任还是违约责任曾经有过争论,^[5]但一般认为,证券发行或交易中的虚假陈述责任属于侵权责任。^[6]在此共识之下需要考虑的问题是,中介机构对于证券的最终上市扮演着怎样的角色,这种角色在投资者损失的因果关系链条中起到了什么作用。基于这种作用,中介机构就证券虚假陈述所导致的投资者的损失,在性质上是就自己独立的侵权行为承担单一侵权责任,还是与发行人和其他中介机构一起构成多数人侵权从而承担多数人侵权责任。

(一) 中介机构参与证券发行的行为类型

在直接融资领域,中介机构是为筹资者和投资者牵线搭桥,提供策划、咨询、承销、经

[1] See Jeffrey Manns, *Insuring Against A Derivative Disaster: the Case for Decentralized Risk Management*, 98 *Iowa Law Review* 1575, 1585 (2013).

[2] See Reimier H. Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, 2 *Journal of Law, Economics, and Organization* 53, 53-54 (1986).

[3] 参见陆利:《从“五洋债案”连带赔偿看承销商尽责义务》,《中国城乡金融报》2021年10月15日第4版。

[4] 参见徐文鸣:《注册制背景下债市虚假陈述司法裁判的金融逻辑——以五洋债代表人诉讼为例》,《证券市场导报》2021年第5期,第71页。

[5] 参见于莹著:《证券法中的民事责任》,中国法制出版社2004年版,第36页;周友苏主编:《新证券法论》,法律出版社2007年版,第626-633页。

[6] 参见范健、王建文著:《证券法》(第三版),法律出版社2020年版,第291页;郭锋等著:《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注》,中国法制出版社2020年版,第441-449页。

纪服务及其他服务的机构。^[7] 我国证券发行实践中的中介机构都是为了一个共同目的而协作开展工作的,这一共同目的就是证券的发行。在此过程中,它们各自的职业行为对于证券发行的意义是不同的,总体上呈现为两种类型的服务行为。

1. 深度参与并对证券发行有重要作用的服务行为

证券的发行过程中,各个中介机构的工作都是非常重要的一环,但各自的工作内容对于证券发行的意义并非完全均等。从资本市场的实践看,不论是股票的发行还是债券的发行,都需要有专门的承销机构负责将发行的股票或债券销售出去。发行人所经营的事业各有不同,大部分均与证券业务无关。在此情况下,对不特定人募集资金发行股票或债券,或寻找适当投资者进行私募,并非发行人所擅长的领域。仅凭发行人自己的设备、人力和渠道势难将证券推销给投资人。^[8] 因此,承销机构是证券发行成功的桥梁,承销行为也就成为证券发行中最为重要的服务行为之一。同时,根据 2020 年 6 月发布的《证券发行上市保荐业务管理办法》(下称“《保荐办法》”)第 2 条,首次公开发行股票、上市公司发行新股或可转换公司债券、公开发行存托凭证等,应当聘请保荐机构履行保荐职责。这里的保荐职责包括对拟公开发行证券的公司进行全面的尽职调查,并在此基础上出具保荐意见,向证监会和交易所推荐。在证券上市后,保荐机构还要对发行人及其控股股东和实控人合法合规经营和信息披露进行持续督导。在此过程中,保荐人在各个中介机构中具有统揽全局、组织协调的关键作用。^[9] 可见,保荐职责的履行行为对于证券的发行实质上起到了推荐和担保的作用,^[10] 意义重大。

因此,在证券发行过程中,证券的保荐和承销行为是由中介机构深度参与且对证券发行具有重要意义的服务行为。在股票和可转换公司债券的发行中,这两项服务行为通常都是由同一家证券公司担纲。甚至可以说,证券发行的保荐和承销业务构成了证券公司投资银行业务的核心内容。^[11] 本文中的保荐人,如无特殊说明,均是指证券发行中身兼保荐人和主承销商职责的券商。

2. 一般性参与并对证券发行有辅助作用的服务行为

证券发行在保荐和承销之外,还需要会计师事务所出具审计报告、律师事务所出具法律意见书、资产评估机构出具资产评估报告等。在债券的发行中,还需要资信评级机构出具资信评级报告。这些中介机构的服务行为均具有极强的专业性,在证券发行中不可或缺。试想,正是因为披露的审计报告来自于具有一定声誉的会计师事务所,市场才更倾向于相信其准确性。^[12] 不过,比之证券发行中的保荐、承销机构而言,这些中介机构对证券发行的参与并非全面深入的参与,而是一般性的参与。尤其是相对于保荐机构这一总协调人而言,这些中介机构的地位与功能显得相对边缘化。不同中介机构对证券发行的作

[7] 参见黄达、张杰著:《金融学》(第五版),中国人民大学出版社 2020 年版,第 115 页。

[8] 参见曾宛如著:《证券交易法原理》(修订第六版),我国台湾地区元照出版有限公司 2012 年版,第 323 页。

[9] 参见湘财证券课题组:《IPO 注册制下发行人与中介机构虚假陈述民事责任研究》,《证券市场导报》2021 年第 4 期,第 64 页。

[10] 参见范健、王建文著:《证券法》(第三版),法律出版社 2020 年版,第 110 页。

[11] 参见任淮秀主编:《投资银行业务与经营》(第五版),中国人民大学出版社 2019 年版,第 29 页。

[12] See Pac. Inv. Mgmt. Co. LLC v. Mayer Brown LLP, 603 F.3d 144, 156 (2d Cir. 2010).

用差异,会通过因果关系链条反映到责任承担上。当中介机构作为看门人集体失职时,^[13]深度参与发行的中介机构较之一般参与发行的中介机构对失职后果的原因力是不同的,其责任承担也随之不同。

(二)定性分析:因果关系视角下中介机构的责任性质和责任形态

证券的发行是发行人与保荐机构(主承销商)及其他中介机构共同推动的结果。多个不同的中介机构为发行人客户服务,相互协作,形成一个环环相扣、相互作用的保护网络,防止发行人公司的不法行为。^[14]其中,发行人是证券发行的主角,保荐机构(主承销商)和其他中介机构则是配角。如果发生虚假陈述造成投资者损失,作为主角的发行人是当然的虚假陈述行为人;即使是发行人的控股股东或实际控制人通过施加控制或影响等方式,真正导致了虚假陈述的发生,^[15]但在对外关系上,发行人仍然是应就自己的虚假陈述行为承担责任。在此前提之下,各个中介机构需要承担何种性质的侵权责任则需要进一步分析。

一方面,中介机构与发行人构成多数人侵权,需要承担多数人侵权责任。证券发行中,所有中介机构均处于审查欺诈或其他不正当行为的有利位置,它们能够拒绝提供必要的服务,以防止此类欺诈或不正当行为的发生或继续。^[16]证券发行中的虚假陈述大都表现为在招股说明书、财务会计报告、法律意见书等发行文件中存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏或不正当披露等行为,这或多或少都是因为中介机构在其审查欺诈或其他不正当行为的有利位置上未能有效发挥作用。从因果关系的链条看,也就是多人对同一个损害结果具有原因力的情况。此时,各个参与人之间并不互相排斥,而是一并负责,^[17]从而承担多数人侵权责任。

另一方面,中介机构承担的多数人侵权责任形态对外表现为连带责任,对内则为按份责任。在侵权责任法的视域中,虽然理论与实务中一直存在所谓“混合连带责任与按份责任”及法律特别规定之下的“补充责任”形态,^[18]但连带责任和按份责任一直是多数人侵权责任的基本责任形态。考察证券发行中介机构责任时,最绕不开的就是其在多数人侵权责任的构成中到底应当承担连带责任还是按份责任的问题。对此,答案似乎很明确,因为《证券法》不论是对于保荐人和承销商(第85条),还是对于会计师事务所等其他中介机构(第163条),都明确规定了连带责任。既然如此,法院是否可以依据《证券法》第85条和第163条,直接判决所有中介机构就投资者的全部损失承担连带责任呢?但是

[13] See Merritt B. Fox, Gatekeeper Failures: Why Important, What to Do, 106 *Michigan Law Review* 1089, 1089 – 1090 (2008); also see John C. Coffee, Jr., Understanding Enron: “It’s About the Gatekeepers, Stupid”, 57 *Business Law* 1403, 1403 – 1406 (2002).

[14] See Andrew F. Tuch, Multiple Gatekeepers, 96 *Virginia Law Review* 1583, 1602 (2010); Andrew F. Tuch, The Limits of Gatekeeper Liability, 73 *Washington and Lee Law Review Online* 619, 621 (2017).

[15] 参见湘财证券课题组:《IPO注册制下发行人与中介机构虚假陈述民事责任研究》,《证券市场导报》2021年第4期,第62页。

[16] See Marc I. Steinberg, James Ames, From the Regulatory Abyss: the Weakened Gatekeeping incentives under the Uniform Securities Act, 35 *Yale Law and Policy Review* 1, 2 (2016).

[17] Vgl. Deutsch/Ahrens, Deliktsrecht: Unerlaubte Handlungen, Schadensersatz, Schmerzensgeld, 5. Aufl. 2009, Rn. 182.

[18] 参见谢鸿飞:《违反安保义务侵权补充责任的理论冲突与立法选择》,《法学》2019年第2期,第47 – 48页。

又需要考虑到,如果让不同程度参与证券发行的中介机构同等程度地就全部损失承担连带责任,则可能会违背人们对法律的善良理解。因此,进一步的理性分析仍有必要。

(三) 定量分析:因果关系视角下不同参与度的中介机构赔偿责任之差异化

由发行人、保荐人及其他中介机构虚假陈述导致的虚假陈述赔偿责任,在性质上是一种多数人侵权责任,并且要对投资者承担连带赔偿责任。到此为止,投资者所关心的赔偿问题似乎已经解决了。但作为赔偿义务人的中介机构所关心的最终责任问题,同时也是裁判者需要考虑的最终责任分配问题,却并未有效解决。对于中介机构而言,最终责任意味着其承担连带责任后是否可以追偿以及在多大范围内追偿的问题。对于裁判者而言,最终责任还意味着案件处理是否穿透到了真正的“作恶者”,从而是否达到案结事了的问题。解决最终责任问题,在法理上有两层路径:一是从发行人及中介机构对投资者赔偿的外部关系看,中介机构承担的连带赔偿责任还有无进一步细分的可能;二是从中介机构与发行人之间的内部关系看,各自负担的赔偿额有无追偿的可能。这两层分析路径都需要借助因果关系予以推进,并且都着眼于各中介机构恪尽“看门人”职守的差异,是一种量化的分析进路。

1. 中介机构外部担责中的全部连带与部分连带责任

《证券法》第 85 条和第 163 条虽然凿实了中介机构与发行人及控股股东和实际控制人的连带责任,但这一连带责任在落实过程中还需要考虑因果关系的干预。我国证券法理论与实务界一般认为,证券虚假陈述责任要件中的因果关系包括交易因果关系和损失因果关系。前者是指虚假陈述是否诱发了投资者的买入或卖出行为,后者则是指投资者的买入卖出交易是否导致了其全部或部分损失。^[19]前者对应于侵权法中责任成立的因果关系,旨在确定侵害行为(虚假陈述)和法益侵害(投资决定权被侵害)之间存在的因果关系,^[20]是对赔偿责任定性的要求;后者对应于侵权法中责任范围的因果关系,旨在确定权益侵害(投资决定权被侵害)与损失(交易损失)之间的因果关系,是对赔偿责任定量的要求,其实质是对损失赔偿范围的限制。^[21]从交易因果关系看,保荐人对证券发行的推荐和持续督导,使其在所有中介机构中居于组织者地位。在其主导之下制作的各类发行文件如果存在虚假陈述,大概率会对投资者产生交易误导。从损失因果关系看,美国联邦第七巡回区法院曾在一份判决中指出,如果市场得知被告的欺诈行为,市场就会对欺诈行为作出反应,而原告恰因市场反应蒙受损失,那么损失因果关系就成立。^[22]可见,市场反应的价格影响,是确定损失因果关系的关键。^[23]保荐人参与证券发行的程度最深,其虚假陈述引发的交易误导往往较为显著,一般情况下也足以导致市场的明显反应,从而使投

[19] 参见樊健:《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》,《中外法学》2016 年第 6 期,第 1496 页。

[20] 参见丁宇翔:《跨越责任鸿沟——共享经营模式下平台侵权责任的体系化展开》,《清华法学》2019 年第 4 期,第 122 页。

[21] Vgl. Schellhammer, Schuldrecht nach Anspruchsgrundlagen samt BGB Allgemeiner Teil, 4. Aufl. 2002, S. 450.

[22] See *In re Oracle Corp. Sec. Litig.*, 627 F.3d 376, 392 (9th Cir. 2010).

[23] See Robert N. Rapp, *Plausible Cause: Exploring the Limits of Loss Causation in Pleading and Proving Market Fraud Claims under Securities Exchange Act § 10 (B) and SEC Rule 10B-5*, 41 *Ohio Northern University Law Review* 389, 399 (2015).

投资者产生全部或大部分价格损失,除非有系统风险或其他非系统风险因素介入。因此,在证券发行虚假陈述赔偿中,作为保荐人和主承销商的证券公司与发行人承担的连带责任是就全部或主要损失部分的连带责任。

与之形成鲜明对照的是,会计师事务所等其他中介机构,主要围绕作为保荐人和主承销商的证券公司开展工作,并受券商的统筹协调,工作业务在一定程度上依赖于证券公司,职能发挥具有辅助性。^[24] 基于此,即使这些中介机构存在虚假陈述,投资者的交易决策也未必是被单一的审计报告、资信评级报告或法律意见书所误导,而更多地是因由保荐人全程负责的发行文件有虚假陈述才被误导(交易因果关系)。同时,即使审计报告、资信评级报告、法律意见书对投资者的交易决策有所影响,但最终的投资损失,也不主要是甚至主要不是因它们引起的(损失因果关系)。职是之故,不论从交易因果关系还是损失因果关系看,保荐人之外的其他中介机构即使承担连带责任,一般也不应就全部或主要损失承担连带责任,而只能就部分损失承担连带责任,这就是所谓的“部分连带责任”。^[25] 在《民法典》中,尽管没有“部分连带责任”的法律概念,但在侵权司法解释中,早已有规范支持,^[26] 亦有权威司法案例的实践探索;^[27] 在证券虚假陈述责任司法实践中,更不乏先例。^[28] 因此,基于各中介机构客观上参与证券发行的程度及所发挥作用的不同,它们承担的连带责任存在量的差别,保荐人一般可能承担比其他中介机构更大部分的连带责任。

2. 中介机构内部追偿中的按份责任

从证券发行各中介机构的行为来看,除了保荐人对于证券发行的全程总体负责外,会计师事务所、资产评估机构、资信评级机构、律师事务所都是在各自的职责范围内以专业为中心,独立发表专业意见,并以此为基础承担最终的法律责任。^[29] 也就是说,除了保荐人之外,其他中介机构虽然在证券发行过程中相互协作,但各自的职业行为均具有相对独立性,且独立地对证券发行施加作用。除非各中介机构和发行人对于虚假陈述有意思联络(下文专述),否则其如有虚假陈述,其实都是基于各自独立的行为分别对投资者产生影响,而不是基于一个统一或同一的行为整体对投资者发生影响。就此而言,各中介机构对外的责任甚至有些类似于不真正连带责任。^[30] 不过,由于各中介机构实质上经常不足以单独导致投资者的全部损失,不宜对投资者的损失各负全部赔偿责任,因此又不是典型的不真正连带责任。^[31] 从根本上看,《证券法》虽明定各中介机构与发行人就虚假陈述承担连带责任,但在内部关系上,各中介机构得依《民法典》第 178 条第 2 款,根据各自责任大

[24] 参见吴国舫:《构建我国股票发行注册制的法理逻辑》,武汉大学 2015 年博士学位论文,第 79 页。

[25] 参见傅远泓:《论“部分连带”责任效果的类型化及其适用》,载梁慧星主编《民商法论丛》(第 71 卷),社会科学文献出版社 2020 年版,第 75 - 100 页。

[26] 参见《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 3 条第 3 款。

[27] 参见浙江省高级人民法院(2015)浙知终字第 186 号民事判决书(最高人民法院第 83 号指导性案例)。

[28] 参见四川省成都市中级人民法院(2019)川 01 民初 545 号民事判决书,上海市高级人民法院(2020)沪民终 666 号民事判决书,浙江省高级人民法院(2021)浙民终 389 号民事判决书。

[29] 参见郭雳、李逸斯:《IPO 中各中介机构的职责分配探析——从欣泰电气案议起》,载吴清等主编《证券法苑》(第 23 卷),法律出版社 2017 年版,第 9 页。

[30] 参见崔建远著:《债法总论》,法律出版社 2013 年版,第 34 - 35 页。

[31] 参见杨立新:《论不真正连带责任类型体系及规则》,《当代法学》2012 年第 3 期,第 58 页。

小确定最终的责任份额。而这里的责任大小的重要判断标准之一还是基于因果关系的原因力大小,当然还有下文讨论的过错程度。实践中,最终责任份额最大的人,很可能是上文所提到的发行人的控股股东或实际控制人。中介机构在对外承担连带责任时,如果其实际承担的责任超过自己的责任份额,则可以根据原因力大小,向责任份额更大的主体追偿。^[32]

(四) 因果关系影响赔偿责任的运用分析:从全部连带到部分连带

在中安科股份有限公司(下称“中安科”)证券虚假陈述纠纷案中,招商证券股份有限公司(下称“招商证券”)为中安科重大资产重组提供财务顾问服务,瑞华会计师事务所(下称“瑞华所”)提供审计服务。后中安科及相关人员被监管机构认定存在虚假陈述,从而课以行政处罚,并因此引发投资者索赔诉讼。一审法院认为,招商证券和瑞华所未能尽到相关的审核或审查义务,故判决招商证券和瑞华所与中安科公司就全部损失承担连带责任。^[33] 二审法院经过审理后则从因果关系和过错程度等方面分析认为,招商证券和瑞华所仅应在一定范围内承担连带责任,最终改判招商证券在 25% 的范围内承担连带责任,瑞华所则在 15% 的范围内承担连带责任。^[34]

该案的两级审理中,招商证券和瑞华所的连带责任范围由全部改为部分,其重要因素之一就在于二审对中介机构虚假陈述行为与损害结果之间因果关系的精细考察。本案中的招商证券作为财务顾问,并不对资产重组过程中的全部业务进行监督和协调。在重大资产重组中,标的公司会提供经营和会计资料,审计机构对标的公司进行盈利预测,评估机构依据盈利预测进行估值,财务顾问机构则对估值作价进行审核。以上各项工作环环相扣,彼此依存但又相对独立。其中的任何一项工作都不能主导全部,因而是相互辅助的。在此情况下,让仅仅参与部分工作的财务顾问(招商证券)和审计机构(瑞华所)就全部损失承担连带责任,有违因果关系认定中的要求。也就是说,中介机构工作对虚假陈述信息之产生的原因力和作用度,需纳入比例性衡量。固然如二审判决所指出的,“盈利预测、交易定价等均是投资者判断公司价值的重要因素”,^[35]但其却并非全部因素;因此,要求相关中介机构承担全部连带责任,也就没有客观基础。需要指出的是,即使如同本案一审判决那样,要求招商证券和瑞华所就全部损失承担连带责任,但在此后,招商证券和瑞华所也可以根据原因力向中安科追偿相应的赔偿数额。

三 从故意与过失看虚假陈述中介机构的赔偿责任

上文从因果关系角度对中介机构的责任差异进行了量化分析,这实际上是一种客观取向的分析。然而,现实中的证券虚假陈述很有可能在发行阶段是有合谋的,^[36]或者即

[32] 参见陈甦主编:《民法总则评注》(下册),法律出版社 2017 年版,第 1271 页。

[33] 参见上海金融法院(2019)沪 74 民初 1049 号民事判决书。

[34] 参见上海市高级人民法院(2021)沪民终 666 号民事判决书。

[35] 参见上海市高级人民法院(2021)沪民终 666 号民事判决书。

[36] 参见蒋大兴、沈晖:《从私人选择走向公共选择——摧毁“保荐合谋”的利益墙》,载张育军、徐明主编《证券法苑》(第 5 卷),法律出版社 2011 年版,第 223-225 页。

使没有合谋,也有过错的轻重之分。而这些主观状态对中介机构最后的赔偿范围必定会产生影响。因此,就中介机构主观方面对其赔偿责任的影响进行分析,就是全面确定中介机构证券发行虚假陈述赔偿责任的必要环节。当然,这更多是一种主观取向的分析。

(一) 证券发行虚假陈述之下中介机构的故意和过失

在侵权法的视野中,一般侵权责任构成要件中的主观要件包括故意和过失两个层次。故意是指行为人明知其行为可能发生侵害他人民事权益的结果,但仍然追求或放任损害发生的主观心理状态。过失是指行为人对于其行为可能造成侵害他人民事权益的结果应予注意或者能够注意,但因为疏忽大意或自信能够避免而未予注意的主观心理状态。^[37]故意的过错程度更重,而过失的过错程度相对较轻。

证券发行是直接融资的重要形式,如果发行顺利,发行人可以在较短时间内筹集到巨额资金。正因如此,发行人作为融资方往往有很强的积极性,有时甚至为了达到融资目的而不惜造假,以尽可能满足发行条件。而看门人机制的作用在于激励看门人利用其权力进行监督和控制,或至少影响其公司客户(发行人)的行为,从而阻止他们的不当行为。^[38]但在现实中,由于中介机构基本由发行人委托并由发行人支付报酬,于是中介机构往往可能与发行人形成一定程度的利益捆绑,从而弱化看门人机制的效用。同时,发行人作为委托人很可能与中介机构形成长期关系,这也会产生一种强大力量,可能抵消看门人机制的预期效果。^[39]所以,看待看门人机制不能理想化。实践中,中介机构确实存在与发行人合谋造假的动力;只要发生了这种情况,中介机构对于虚假陈述就可能存在明显的故意。有时,即使中介机构并未参与合谋,但如果明知发行人存在虚假陈述而不予以尽职审查,也构成故意。比如,会计师事务所明知发行人存在提前确认收入、虚增销售收入、虚增利润等造假行为,但未执行必要有效的审计程序而未予揭示,也应认定为故意。^[40]

相较而言,过失的情况并没有那么明显。在证券发行中,保荐人、会计师事务所、资信评级机构等机构的履职行为都会力求形式上的完全合规。因此,在认定这些主体是否存在过失时,就应深入内里。而深入内里就会发现,中介机构是否存在过失与其专业职责范围密切相关,并基于此而产生专家过失与非专家过失的区分。这一点将在下文详述,此处不赘。

(二) 故意和过失之下中介机构赔偿责任的再差异化

暂不考虑因果关系而仅考虑中介机构主观状态,中介机构的赔偿责任会有两个层面的不同的变化。一方面是因故意和过失的不同,中介机构的赔偿责任会有所不同;另一方面是因专家过失和非专家过失的不同,中介机构的赔偿责任也会有所不同。这里首先讨论故意与过失所导致的不同责任。

一方面是故意的情况。中介机构明知发行人存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏或

[37] 参见程啸著:《侵权责任法》(第二版),法律出版社2015年版,第264-268页。

[38] See Reimier H. Kraakman, Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls, 93 *Yale Law Journal* 857, 890 (1984); Reimier H. Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy, 2 *Journal of Law, Economics, and Organization* 53, 62-66 (1986).

[39] See Andrew F. Tuch, The Limits of Gatekeeper Liability, 73 *Washington and Lee Law Review Online* 619, 621 (2017).

[40] 参见上海金融法院(2018)沪74民初406号民事判决书,上海市高级人民法院(2018)沪民终181号民事判决书。

不当披露等情形,而没有从专业角度把关,提出保留意见;或者中介机构直接与发行人及其控股股东或实际控制人合谋实施上述虚假陈述行为,则构成故意实施虚假陈述行为。此时,中介机构的故意行为与发行人的故意行为实际上已经整合为共同意志,统一为共同行为,^[41]构成典型的共同侵权行为。即使没有《证券法》第 85 条和第 163 条,直接依据《民法典》第 1168 条,二者也应承担连带责任。当然,根据《证券法》第 85 条规定,发行人作为信息披露义务人在此承担的是无过错责任。但这只是对发行人承担责任的要求,中介机构仍然需要承担过错责任。同时,《证券法》第 85 条和第 163 条虽然规定了中介机构的过错推定,但从逻辑上讲,故意必须以行为人主观上知晓、追求或者至少放任损害结果的发生为前提,并且故意侵权多体现为直接侵权,因此,针对故意无法进行推定,这里的过错推定只能是对过失的推定。^[42]

另一方面是过失的情况。中介机构在证券发行中就发行人或其自身的虚假陈述存在过失的(暂不区分何种过失,下文专述),依《证券法》第 85 条、第 163 条,同样应承担连带责任。然而,这里的连带责任与中介机构故意情况下的连带责任是有差异的。在中介机构故意的情况下,其对虚假陈述所导致的投资者损失持追求或放任的态度;而在过失的情况下,其对虚假陈述导致的投资者损失持反对态度,只是疏忽大意或轻信可以避免投资者的损失,二者的主观恶意程度截然有别。在此情况下,连带责任的承担应体现过错的轻重,^[43]与其主观恶意程度相适应,这也是《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第六部分的精神实质所在。

基于此,在中介机构存在故意的情况下,原则上应与发行人就全部损失承担连带责任。但在中介机构虚假陈述行为与损失仅有部分因果关系的情况下,尽管其存在故意,也可以考虑让其承担部分连带责任。不过,在最高人民法院修改《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“《虚假陈述若干规定》”)过程中,一种意见认为,只要是中介机构存在故意,则不论是否仅有部分因果关系,均应使中介机构与发行人承担全部连带责任(故意—全部责任)。而在中介机构仅存在过失的情况下,原则上中介机构不应就全部损失承担连带责任,可视情况要求中介机构仅就部分损失承担连带责任。^[44]

(三)故意和过失之下中介机构的内部追偿

在因故意或过失而承担全部或部分连带责任之后,同样存在各责任人内部追偿的问题。追偿时确定责任大小的依据既有因果关系比较,也有过错程度比较。^[45]在原因为力没有明显差别的情况下,有故意或重大过失的发行人及其控股股东或实控人应当承担全部

[41] 参见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 年版,第 51 页。

[42] 参见王利明著:《侵权责任法研究》(上册),中国人民大学出版社 2010 年版,第 224 页。

[43] 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》,《财经法学》2021 年第 2 期,第 110 页。

[44] 在“保千里案”中,法院认为,中介机构银信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。最终判决银信公司承担部分赔偿责任。参见广东省深圳市中级人民法院(2020)粤 03 民初 4125 号民事判决书。

[45] 参见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总则编理解与适用》(下),人民法院出版社 2020 年版,第 890 页。

或更大的责任份额,因而可能成为追偿的对象。责任大小难以确定的,则依据《民法典》第178条第2款,平均承担责任。需要讨论的问题是,各中介机构之间是否存在相互追偿的权利。从本源上看,在证券发行中,所有的虚假陈述行为都是在发行人及其控股股东、实控人的主导下,分别或共同与保荐人及证券服务机构实施的;发行人及其控股股东、实控人(有时仅仅是发行人的控股股东、实控人)才是真正的“问题制造者”。为确保证券发行中各主体归位尽责的同时,不至于导致法律关系过于混乱,本文认为,中介机构在内部追偿时,原则上只应向发行人及其控股股东、实控人主张。有证据证明发行人的控股股东、实控人组织、指使发行人实施虚假陈述的,则应直接向发行人的控股股东和实控人追偿。例外情况下,保荐人存在故意的,也可以向保荐人和发行人的控股股东、实控人追偿。中介机构均仅存在过失的,即使过失程度有所不同,也不宜再相互追偿。

(四)故意影响赔偿责任的运用分析:从部分连带到全部连带

在成都华泽钴镍材料股份有限公司(下称“华泽钴镍”)证券虚假陈述责任纠纷案中,国信证券股份有限公司(下称“国信证券”)和瑞华所在恢复上市保荐和重大资产重组等服务过程中存在虚假陈述行为,而被诉与华泽钴镍承担连带责任。一审判决国信证券在40%范围内、瑞华所在60%范围内承担连带责任。^[46]二审法院则认为,国信证券和瑞华所存在重大过错,应就其共同侵权行为造成的全部损失承担连带责任,遂改判二者承担全部连带责任。^[47]

本文不对本案一、二审判决对于中介机构的责任认定进行价值判断,而只从思路和方法层面拆解中介机构过错程度对赔偿责任的影响过程。本案二审法院没有明确指出国信证券和瑞华所的过错类型,但却指出,国信证券和瑞华所的过错并非一般疏失,而是重大过错。从二审判决的说理进路看,其正是认定国信证券和瑞华所具有较为严重的过错程度,进而才认定构成共同侵权,从而判决承担全部连带责任。也即,二审法院认为国信证券和瑞华所的过错程度更重,而一审法院则认为过错程度更轻。这是二审改判的重要原因之一。如果二审判决中的“重大过错”是指故意,则按照上文的论述,作为保荐人的国信证券当然应当承担全部的连带责任。作为审计机构的瑞华所则可能承担全部连带责任,也可能承担部分连带责任。如果最高人民法院关于《虚假陈述若干规定》的修改最终采纳“故意—全部责任”的意见,则在本案中,作为审计机构的瑞华所将确定地就全部损失承担连带责任。

四 从专家过失与非专家过失看 虚假陈述中介机构的赔偿责任

(一)一般性因果分析和过错分析之于证券虚假陈述责任确定的局限

正常情况下,按照前述因果关系分析及故意—过失分析的方法考察行为人的侵权责

[46] 参见四川省成都市中级人民法院(2019)川01民初545号民事判决书。

[47] 参见四川省高级人民法院(2020)川民终293号民事判决书。

任,基本上可以较为妥当地确定行为人的责任范围。因为因果关系和过错分析实际上是上基于侵权责任构成要件所作的分析,而按照要件审判的思路和步骤,^[48]上文的分析进路通常已经可以保证侵权损害赔偿责任的—般正确性。但是,证券虚假陈述责任具有很强的市场性、技术性,^[49]不同的证券有着迥乎不同的技术要求。作为股权凭证的股票和作为债权凭证的债券,在发行过程中就有不少差异。更不必说,还有可转换公司债、可交换公司债这样进一步细分的债券品类。仅以承销商为例,首次公开募股(IPO)中作为主承销商的证券公司和非金融企业债务融资工具发行中作为主承销商的商业银行,其承销业务就有很多专业差别,^[50]这使得在案件处理中必须具体地判断中介机构的专业职责范围。还有,证券市场往往同时共存着股权集中和股权分散的倾向,^[51]甚至同一家上市公司在发展的不同阶段也呈现上述不同倾向,有时还存在两种倾向势均力敌的情况。这些不同的状态对于中介机构的主观过错认定都可能产生影响。比如,在股权高度集中的公司发行新股时,中介机构需要侧重对涉及控股股东或实际控制人的相关信息进行查验与把关;而在股权相对分散的公司发行新股时,中介机构则需要侧重对涉及董监高的相关信息进行查验与把关。因为在分散的股权结构下,往往可能是管理层欺诈小股东;而在集中的股权结构下,往往可能是控股股东欺诈小股东。^[52]可见,作为证券发行“看门人”的中介机构,其注意义务往往因证券产品、发行人结构以及中介机构自身的不同领域而有所不同。在此情况下,仅仅依据一般性的因果关系和故意—过失分析思路为中介机构确定责任,难免存在局限性。在此,深入中介机构专业职责范围的层面剖析其义务属性和特点,进而精细化地确定中介机构的过失形态,对于责任确定颇有必要。

(二) 中介机构的专家过失与非专家过失

证券发行虚假陈述中的过失,需要以注意义务为基础进一步予以分层。一般认为,证券发行中中介机构的注意义务分为特别注意义务和普通注意义务。^[53]特别注意义务是本于勤勉尽责义务而承担的、依赖自身专业知识和专业技能审慎履职的义务,普通注意义务则是非基于自身专业知识和技能而承担的一般谨慎义务。在证券发行领域,中介机构在自身专业范围内应尽的特别注意义务对于其他中介机构而言就是普通注意义务;非自身专业职责范围的普通注意义务对其他中介机构而言则可能是特别注意义务。比如,律师事务所出具的披露文件中也可能涉及财务问题,但律师事务所对该问题的披露是非财

[48] 参见邹碧华著:《要件审判九步法》,法律出版社 2010 年版,第 26 页以下。

[49] 参见陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社 2006 年版,第 277 页。

[50] 参见《证券发行与承销办法》(2018 修订)第 22-27 条,以及《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则》(2020)第 5-10 条。

[51] See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, *Corporate Ownership Around the World*, 54 *The Journal of Finance* 471, 471-472 (1999).

[52] 参见[美]约翰·C.科菲著:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社 2011 年版,第 111 页。

[53] 参见郭雳、李逸斯:《IPO 中各中介机构的职责分配探析——从欣泰电气案议起》,载吴清等主编《证券法苑》(第 23 卷),法律出版社 2017 年版,第 9 页;湘财证券课题组:《IPO 注册制下发行人与中介机构虚假陈述民事责任研究》,《证券市场导报》2021 年第 4 期,第 64 页;赵磊:《信用评级机构注意义务的法理构造》,《人民法院报》2021 年 4 月 29 日第 5 版。

务披露(non-financial disclosures),^[54]不对财务问题直接负责。因此,特别注意义务是对专业中介机构的特别要求,某一特定中介机构所具备的专业技能也是其能够参加证券发行的根本原因。如果某中介机构违反其特别注意义务,则法律要求其参加证券发行的制度目的就将彻底落空,即使其履行了普通注意义务,也无济于事。反之,如果中介机构履行了特别注意义务,则即使其履行普通注意义务有瑕疵,也没有对相应的制度目的造成根本破坏。因此,就证券发行各中介机构之间的职责配合而言,违反特别注意义务构成专家过失,违反普通注意义务则构成非专家过失。实践中,是否构成专家过失会考虑中介机构在提供专业服务的职责范围内是否还有进一步作为的空间。如果仍有空间,则可能推定为专家过失。^[55]并且,在推定存在专家过失的基础上,还存在过失程度的问题,法院可以根据中介机构违反特别注意义务的具体情形,确定过失程度。

唯需注意的是,在所有中介机构中,保荐人的特别注意义务又有所不同。其他中介机构的特别注意义务一般只及于某一专业领域,但保荐人的特别注意义务则较为复杂。《证券法》第10条第2款规定的保荐人的特别注意义务是对发行人的申请文件和信息披露资料进行审慎核查,督导发行人规范运作,这一规定稍显原则化。更为具体的《保荐办法》第22、23条则明确要求,保荐人一方面要对证券服务机构出具专业意见中存在重大异常、前后重大矛盾,或者与保荐机构获得的信息存在重大差异的内容,履行调查和复核义务,另一方面要对没有证券服务机构专业意见支持的重要内容,履行审慎的尽职调查和独立判断义务。^[56]这就意味着,保荐人不但要对无专业服务机构参与的事项负责,还要对已经有专业服务机构出具意见的事项负责,可谓责任重大。对此虽有不同意见,^[57]但这是由目前法律框架下保荐人作为证券发行上市的总负责人和策划人的角色定位所决定的。所以就保荐人而言,依据《证券法》第85条对其专家过失进行推定后,在过失程度上,还可能被作出较之其他中介机构过失更重的认定。

(三) 专家过失与非专家过失之下赔偿责任的进一步差异化

对于原告而言,如果无法证明中介机构的过失,则可以援用《证券法》第85条和第163条的过错推定,免除就过失的举证责任。上文已经述及,中介机构在证券发行中的过失可以分为专家过失和非专家过失。《证券法》第163条对中介机构过失的推定,是建立在中介机构违反特别注意义务的基础上的。因为第163条的文义表明,其规范的行为都是中介机构在专业职责范围内提供服务的诸行为,需要根据其执业规范和专业特性进行专业判断。^[58]超出专业职责范围的行为,则不在第163条的调整范围。因此,《证券

[54] See John C. Coffee, Jr., Gatekeeper Failure and Reform: the Challenge of Fashioning Relevant Reforms, 84 *Boston University Law Review* 301, 307 (2004).

[55] 在欣泰电气案中,东易律师事务所认为,IPO申请中应收账款不属于律师事务所的专业职责范围。北京市高级人民法院指出,判断律师事务所履行勤勉尽职义务的标准是依据法律规定考察律师事务所在其提供法律服务的职责范围内是否还有进一步作为的空间。东易律师事务所对于应收账款从法律角度审查,仍有作为空间,故证监会的惩罚是正确的。参见北京市高级人民法院(2018)京行终4657号行政判决书。

[56] 参见王雪:《虚假陈述案件中证券中介机构民事责任的分摊》,南京大学2020年硕士学位论文,第15页。

[57] 参见周淳:《证券发行虚假陈述:中介机构过错责任认定与反思》,《证券市场导报》2021年第7期,第75页。

[58] 参见唐晓雪:《对债券欺诈发行中介机构连带赔偿责任的初步探讨——以“五洋债”欺诈发行案为例》,《清华金融评论》2021年第4期,第77页。

法》第 163 条所推定的过失,是违反特别注意义务的专家过失,而不包括违反普通注意义务的非专家过失。对于非专家过失,则因不涉及专家责任而不宜纳入推定的范围。^[59] 否则,一方面不能有效区分专家在其专业职责范围内的较高注意义务和非专业职责范围内的普通注意义务,从而激励专家更好地履行好专业职责;另一方面也会诱发推定机制的滥用,导致专家在其非专业领域也将动辄得咎,根本上有悖于自己责任的一般法理。同理,对于《证券法》第 85 条关于保荐人的过失推定,也应作如上解释。

因此,对于中介机构基于其专业职责范围内事项而产生的过失,应认定为专家过失,可以适用《证券法》第 85 条和第 163 条予以过错推定,产生连带责任。并且根据上文关于过错轻重的论述,这里的连带责任更应该是部分连带责任。对于中介机构非基于其专业职责范围事项而产生的过失,应认定为非专家过失,该过失超出了《证券法》第 85 条和第 163 条的适用范围,不应适用过错推定和连带责任。此时,应由原告投资者证明中介机构的过失。如果证明其存在过失,则直接依据《民法典》第 1172 条关于无意思联络数人侵权的规则,承担按份责任。^[60] 如果不能证明其存在过失,则中介机构不承担责任。

(四) 差异统合之下赔偿责任范围的合理化

在实际的证券虚假陈述案件处理中,投资者往往同时起诉发行人和券商及其他中介机构等两个及以上被告,^[61] 此种情况下确定中介机构的责任就需要整体考虑,既要考虑发行人的无过错责任,也要考虑中介机构的过错责任和连带或部分连带责任。在考虑中介机构的过错责任和连带或部分连带责任时,既要考虑基于因果关系而产生的责任差异,也需要同时考虑基于过错而产生的责任差异。前文的分析表明,基于因果关系的不同,保荐人可能对投资者负担全部连带责任或较多部分的连带责任,其他中介机构可能只负担较少部分的连带责任。同时,各中介机构基于过错的不同,也可能承担不同的责任。在故意的情形下,保荐人必定对全部损失承担连带责任,其他中介机构也大概率会对全部损失承担连带责任;在过失的情形下,如果是专家过失,保荐人可能承担部分连带责任,其他中介机构可能承担更少部分的连带责任。并且,这里的专家过失经推定即可成立。其后,法院在个案中还会对具体的过失程度进行裁量。如果是非专家过失,则不论保荐人还是其他中介机构,均可能承担按份责任,当然也要考虑过失程度。所以,最终的赔偿结果,将是统合考虑因果关系、故意或过失、专家过失或非专家过失,以及专家过失的程度等因素后的结果,这将使得具体案件中确定的中介机构赔偿范围是因果关系(客观因素)和过错程度(主观因素)主客观相统一的结果,这一结果相对而言更为周全和公允,从而使得中介机构赔偿结果更趋合理。

还需要讨论的一点是,中介机构的声誉损失是否会对其赔偿产生影响。在非常发达的美国证券法理论与实践,中介机构参与虚假陈述所导致的声誉损害会倒逼其谨慎行

[59] 参见赵磊:《信用评级机构注意义务的法理构造》,《人民法院报》2021 年 4 月 29 日第 5 版。

[60] 参见陈甦主编:《民法典评注·侵权责任编》,中国法制出版社 2020 年版,第 88-93 页。

[61] 参见云南省高级人民法院(2020)云民终 1049 号民事判决书;上海市高级人民法院(2018)沪民终 181 号民事判决书。

事,所以声誉约束机制在看门人责任中扮演重要角色,^[62]以至于早期有人认为,仅凭声誉相关的激励措施,即使在没有赔偿责任的情况下,也会使看门人以最佳方式甄别欺诈性交易和不当披露,从而起到防范虚假陈述的作用。^[63]然而,声誉约束机制有其特定的土壤,在我国中介机构声誉市场还不够发达的情况下,赔偿责任无疑仍然是最为有效的遏制虚假陈述的手段。即使是在美国,主流意见也仍然是,声誉本身不一定是对中介机构的有效约束,在某些情况下甚至强调对中介机构的严格责任。^[64]基于此,声誉约束机制可以作为我国证券服务市场的市场化调节手段,但针对中介机构在证券发行中的虚假陈述行为,仍然需要在因果关系和过错基础上课以赔偿责任。并且,在赔偿责任范围的合理化过程中,一般不应扣减中介机构的声誉损失。

(五)专家过失影响赔偿责任的运用分析:“五洋债案”简析

在债券或资产支持证券的发行中,发行产品和发行人的信用价值是十分重要的投资决策因素。通过信用评级制度可以将评级对象的信誉和偿债可靠程度向投资者公布,使其避免因信息不对称而发生损失,保护其利益。^[65]在“五洋债案”中,五洋建设在不具备公司债券公开发行条件的情况下,违反会计准则,少计提坏账准备,以虚假申报材料骗取监管机构债券公开发行的审核许可。在此过程中,大公评估公司为涉案发行人和发行债券出具主体信用评级报告和债券信用评级报告。在出具报告之前的尽职调查中,大公评估公司项目组已经就五洋建设部分房地产买卖合同价款低于公允价值的问题,作出提请关注的处理,但大公评估公司仍然对涉案债券信用给予“AA”评级。后众多投资者将五洋建设及其实控人、大公评估公司及其他中介机构诉至法院请求赔偿。^[66]

本案中,大公评估公司对于虚假陈述导致的投资者损失存在因果关系,但比之发行人、实控人、承销商,大公评估公司虚假陈述对于损失发生的原因力显然更小,因而初步判断应承担较小部分的连带责任。大公评估公司如果能够证明,评级报告中的错漏是其经过周密调查,并经过三级审核程序最后提交信用评级委员会投票表决后仍无法发现的,则不应认定其存在过失。但从生效判决书文本内容看,大公评估公司未能就此举证,故依据《证券法》(2014修正)第173条推定其过失是成立的。在此基础上,还应考察大公评估公司的过失程度。本案中,大公评估公司履行了相应的核查、验证义务,但对项目核查中提出的“关于沈阳五洲出售事项公司的会计处理”之修改意见,未进一步核实关注。可以认为,其过失程度尚属适中,比之承销商和会计师事务所的过失程度显然要轻,但又比律师事务所过失程度略重。也正是这样,生效判决确定其在10%的范围内承担连带责任。^[67]

[62] See Daniel R. Tibbets, *Tamished Reputation: Gatekeeper Liability after Janus*, 20 *Fordham Journal of Corporate and Financial Law* 745, 747-782 (2015).

[63] See Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Virginia Law Review* 549, 618-621 (1984).

[64] See Frank Partnoy, *Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee*, 84 *Boston University Law Review* 365, 367 (2004); Frank Partnoy, *Barbarians at the Gatekeepers: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime*, 79 *Washington University Law Quarterly* 491, 540 (2001).

[65] 参见范健、王建文著:《证券法》(第三版),法律出版社2020年版,第89页。

[66] 参见浙江省高级人民法院(2021)浙民终389号民事判决书。

[67] 参见浙江省高级人民法院(2021)浙民终389号民事判决书。

需要指出的是,中国的证券市场正处于不断改革发展进程中,股票发行与债券发行在审核注册机构、信息披露及中介机构要求方面存有不同;企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具发行中介机构的特别注意义务也有不同,甚至在非金融企业债务融资工具内部,超短期融资券(SCP)、短期融资券(CP)、中期票据(MTN)、资产支持票据(ABN)等融资工具品类下资信评级机构的特别注意义务亦可能不同。^[68] 在此情况下,不同中介机构,甚至同一中介机构在不同的证券发行中,其特别注意义务都会存在一些差异,这就就会对其过失程度的认定产生些许影响。因此,在确定赔偿范围时,应在充分考虑上述差异的基础上考察过失程度,并结合因果关系确定更为妥当比例的连带赔偿责任。

五 结论:证券发行虚假陈述致损之下 中介机构归责的裁判逻辑

1998年,美国联邦法院系统在一起涉及中介机构赔偿责任的判决中指出,中介机构只有在实质意义上实施虚假陈述或有重大遗漏行为,才可能产生相应的归责基础,进而基于1934年《证券交易法》产生赔偿责任。^[69] 要求中介机构的虚假陈述具有实质性方须承担责任,显然是一种针对中介机构虚假陈述责任的审慎态度。在我国,证券诉讼历来是《证券法》发挥作用的重要领域和重要渠道,^[70] 在发行人破产或没有赔偿能力的情况下,以中介机构为被告提起虚假陈述赔偿证券诉讼正成为广大投资者维权的重要选择。但是,中介机构与发行人毕竟有重要区别,对中介机构虚假陈述的归责,同样应当要求中介机构对虚假陈述的实质参与,而绝不可简单比附发行人之归责。上文的全部目的,就是在论证一套针对中介机构责任承担的裁判逻辑,现将论证的基本结论臚陈如下。

首先,在宏观的裁判思路,以侵权责任构成要件中的因果关系和主观过错作为两条主线,分别依据中介机构在导致投资者损失中的原因力大小和过错程度确定赔偿责任,在此基础上辅之以过失程度,合理框定中介机构在证券发行虚假陈述中的赔偿责任。

其次,在因果关系要件方面,各中介机构在对外的虚假陈述赔偿责任方面可能基于原因力的不同,承担全部或部分连带责任。而在内部追偿中,各中介机构同样可能基于原因力的不同,形成按责任大小追偿的格局。在因果关系的作用下,保荐人与其他中介机构就虚假陈述赔偿责任存在量化差异,这在证券发行虚假陈述归责中应予充分关注。

第三,在主观过错要件方面,对于虚假陈述有故意的保荐人承担全部连带责任,对于

[68] 在《中国银行间市场交易商协会关于实施债务融资工具取消强制评级有关安排的通知》(中市协发[2021]42号)之前,依据《非金融企业债务融资工具信用评级业务自律指引》及《非金融企业债务融资工具注册文件表格体系》(2020版)的要求,短期融资券(CP)、超短期融资券(SCP)和中期票据(MTN)、资产支持票据(ABN)的信用评级材料要求有所差异。即使在《中国银行间市场交易商协会关于实施债务融资工具取消强制评级有关安排的通知》之后,不再强制要求企业提供债务融资工具信用评级报告及跟踪评级安排作为申报材料,但在资产支持票据(ABN)中,这一要求并不适用。因此,在SCP、CP与ABN的信用评级要求方面仍然会有不同。

[69] See Wright v. Ernst & Young, L. L. P., 152 F.3d 169, 175 (2d Cir. 1998).

[70] 参见丁宇翔:《新证券法实施一周年对证券诉讼的影响》,《中国审判》2021年第5期,第94页。

虚假陈述有故意的其他中介机构承担全部或部分连带责任。对于虚假陈述有过失的保荐人就其专家过失承担部分连带责任,且适用过失推定,对其非专家过失承担按份责任。对于虚假陈述有过失的其他中介机构就其专家过失,承担比保荐人更小比例的部分连带责任,亦适用过失推定;对其非专家过失承担按份责任。在此过程中,过失程度也会对责任产生影响。

第四,最终的案件裁判,需要在综合考虑因果关系、故意或过失、专家过失或非专家过失,以及专家过失的程度等因素后进行综合判定。

第五,在承担全部或部分连带责任后,中介机构可以根据原因力和过错程度,向发行人的控股股东或实际控制人追偿。中介机构仅有过失的,不再相互追偿。

必须指出,本文的梳理主要是方法论意义上的分析,所有的归纳都更多关注了中介机构责任承担背后的一般逻辑。这就如同通过 K 线、异同移动平均线(MACD)等技术方法分析股市涨跌,永远不能代替关注公司运营、效益和成长性等涨跌背后逻辑的基本分析一样。在具体案件中,我们必须在基本上遵循上述中介机构责任承担的裁判逻辑,在此基础上结合具体的信息披露要求确定中介机构的特别注意义务,进而对中介机构的责任比例和数额进行个案裁断,这样得出的裁判结论才是更为妥当的。

[**Abstract**] From the perspective of causality, an intermediary agency may bear the whole or a part of joint and several liability based on different causal forces in the compensation liability for false statements. From the perspective of subjective fault, when there is an intention, the sponsor (lead underwriter) shall bear the whole joint and several liability, and other intermediaries shall bear the whole or a part of the joint liability. In the case of negligence, the sponsor (lead underwriter) shall bear a part of the joint and several liability for its professional negligence, and the presumption of fault shall apply; and it shall bear the share liability for its non-professional negligence. Other intermediaries shall bear a smaller part of the joint and several liability than the sponsor (lead underwriter) for their expert fault, and the presumption of fault is also applicable. They shall bear the share liability for their non-professional negligence. The final liability for compensation shall be determined on the basis of the comprehensive consideration of causality, intent, professional negligence and fault degree. After assuming the whole or a part of the joint and several liability, an intermediary institution may claim compensation from the controlling shareholder or actual controller of the issuer on the basis of the force of the cause and the degree of fault.

(责任编辑:余佳楠)