

# 论债券虚假陈述案件中专业机构投资者权益保护的合理边界

张保生\* 李瑞轩\*\* 杨苏豫\*\*\*

**摘要:**区别于股票虚假陈述案件,债券虚假陈述案件的原告多为专业机构投资者。各地法院在认定专业机构投资者的权益保护范围时,态度普遍较为审慎。以虚假陈述、损失范围、因果关系为核心要件,相关判例基本构筑了关于合理确定专业机构投资者权益保护边界的裁判思路。但在具体问题的认定上,司法实践中的意见仍有分歧。如果回归债券虚假陈述责任的侵权责任本质、司法解释的立法目的,重视并切实发挥专业机构投资者在资本市场的资源配置中的重要功能,则应进一步精细化审查有关交易因果关系等构成要件,将并非将基于价值发现而作出投资决策的专业机构投资者排除在赔偿范围以外,充分发挥司法裁判引导职能,培育资本市场买方专业力量的规范运营与发展壮大。

**关键词:**专业机构投资者 债券虚假陈述 交易因果关系 优化资源配置

## 一、问题的提出

近年来,我国债券市场违约规模迅速增长,债券发行人破产重整、清算愈发常见。截至 2023 年末,我国债券市场累计有 256 家发行人发生违约,共涉及到期违约债券 773 期,到期违约金额合计约 6958.24 亿元。<sup>①</sup> 为挽回损失,大量债券投资者的索赔诉求集中涌向债券虚假陈述诉讼这一救济路径。特别是自 2020 年以来,我国债券虚假

\* 北京市中伦律师事务所合伙人。

\*\* 北京市中伦律师事务所非权益合伙人。

\*\*\* 北京市中伦律师事务所律师。

① 联合资信:《2023 年中国债券市场违约回顾与展望》,载微信公众号“联合资信”,2024 年 2 月 27 日。

陈述纠纷案件数量迎来爆发式增长，“五洋债”案、“康得债”案、“大连机床债”案等一批债券虚假陈述标杆性案件作出判决。

不同于我国股票市场以散户为主的投资者构成，债券市场发行规模大、标准化程度高，专业机构投资者<sup>①</sup>是最大的债券持有人主体。在银行间债券市场，专业机构投资者占比约为 98.55%<sup>②</sup>，而在交易所市场，机构投资者占比约为 81%，一般机构投资者占比约为 17.37%<sup>③</sup>。我国债券市场的自然人投资者直接投资的比例相对较低（大多通过金融产品、由金融机构受托管理来间接投资债券）。司法实践中，绝大多数债券虚假陈述的原告也是专业机构投资者，而非普通散户。<sup>④</sup> 如何精准认定专业机构投资者权益的保护范围，是摆在各地法院面前的难题。笔者通过梳理近 30 份裁判文书，可以观察到，法院在审理专业机构投资者提起的债券虚假陈述案件时，整体上采取了较为审慎的态度。法院对虚假陈述行为、损失认定、因果关系等要件的审查，更为精细化。相较于股票类虚假陈述诉讼，在债券虚假陈述诉讼中，原告举证责任要更高。但在具体构成要件的理解上，司法实践中的看法仍有分歧。

值得讨论的是，在债券虚假陈述诉讼中，是否有必要将专业机构投资者与普通散户投资者相区分，专门讨论其权益保护的合理边界问题？如有必要，又应从哪些要件合理确定其权益保护的边界，以及应采取何种标准适用这些构成要件？就此，本文在全面研究现有可搜集到的债券虚假陈述诉讼案例的基础上，总结法院审查认定不同构成要件的共识与分歧，进而从责任本质、立法目的、金融功能、司法目标等角度论证合理限定专业机构投资者权益保护边界的合理性与正当性，最后再将目光转回到司法实践中遇到的问题中去，提出解决相关问题的初步建议。

---

<sup>①</sup> 本文所称“专业机构投资者”，系《证券期货投资者适当性管理办法(2022修正)》(证监会令第 202 号)第 8 条第 1 款前三项规定的经金融监管部门批准设立的金融机构、上述金融机构面向投资者发行的理财产品以及社保保障基金等社会公益基金、合格境外机构投资者等，不包括普通的法人机构或组织。具体如下：(1) 经有关金融监管部门批准设立的金融机构，包括证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等；经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人。(2) 上述机构面向投资者发行的理财产品，包括但不限于证券公司资产管理产品、基金管理公司及其子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品、经行业协会备案的私募基金。(3) 社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金，合格境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII)。

<sup>②</sup> 《2024 年 11 月债务融资工具持有人统计》，载交易商协会官网，<https://www.nafmii.org.cn/sjtj/cyrjg/>，2024 年 12 月 19 日访问。

<sup>③</sup> 《主要券种投资者持有结构 2024 年 11 月》，载深交所官网，<https://bond.szse.cn/marketdata/statistics/report/struc/index.html>，2024 年 12 月 19 日访问。

<sup>④</sup> 据笔者统计，在笔者搜集的 24 个债券虚假陈述案件中，仅有三个案件涉及自然人投资者，其他均为专业机构投资者。

## 二、整体的一致与局部的分歧： 对近 30 个判例的分析

笔者搜集了自 2017 年江苏高院审理的“超日债”虚假陈述案件<sup>①</sup>以来的近 30 个债券虚假陈述案件的判例。可以观察到，整体上，各地法院均倾向于合理限定专业机构投资者的权益保护范围，尤其在要件审查的精细化程度、举证责任分配、证明标准等方面，明显区别于股票类虚假陈述案件。但在局部，对于具体构成要件的认定，不同法院在不同个案中的裁判思路仍存在一定的分歧。因债券虚假陈述案件通常事实复杂、涉案因素多元、责任后果重大，这些分歧，哪怕是不大的分歧，仍会对最终的裁判结果产生直接且关键的影响。

### (一) 债券虚假陈述行为的认定

《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(法释[2022]2 号，下称《虚假陈述司法解释》)取消了行政处罚或刑事判决作为起诉依据的“前置程序”，为专业机构投资者自行举证证明发行人的虚假陈述行为提供了机会。相较于个人投资者，专业机构投资者资金实力雄厚、专业性强，能够持续关注发行人舆情、发行人及其关联方信息披露违法的监管文件，也能够委托更专业的律师深入挖掘“虚假陈述”的相关证据。类似的证据包括自媒体文章<sup>②</sup>、自行委托会计师事务所作出的审计鉴证报告<sup>③</sup>、发行人关联方的行政处罚决定<sup>④</sup>、交易所纪律处分、行政监管措施等。此外，由于发行人债券违约后往往会进入破产清算或重整程序，且企业集团合并重整非常常见，很多破产程序中管理人、审计机构、破产法院出具的司法审计报告、破产裁定等相关文件事后认定的事项可能与债券发行、交易文件披露的信息存在“出入”，也被作为“虚假陈述”的证据。<sup>⑤</sup>

各地法院普遍采取了较为审慎的态度审查专业机构投资者提交的“初步证据”，对原告的举证责任提出了一定的要求。例如，在“洪业债”案中，原告某基金管理公司

<sup>①</sup> 下文如无特别说明，“××债”案均指“××债”虚假陈述纠纷案件。如存在同一债券涉及多个不同案件的情况，具体案件以裁判文书编号区分。

<sup>②</sup> 重庆市第五中级人民法院民事裁定书，(2022)渝 05 民初 110 号。

<sup>③</sup> 北京金融法院民事判决书，(2021)京 74 民初 1 号。

<sup>④</sup> 北京金融法院民事判决书，(2021)京 74 民初 1 号；河南省高级人民法院民事判决书，(2024)豫民终 142 号。

<sup>⑤</sup> 北京金融法院民事判决书，(2021)京 74 民初 1 号；江苏省南京市中级人民法院民事判决书，(2020)苏 01 民初 305 号。

向法院提交了发行人的破产裁定,用以证明债券发行文件中有关“发行人独立性”的内容构成虚假陈述。但二审法院认为实质合并破产审计报告所涉公司主体范围、财务信息的时间区间,均与《募集说明书》不同,进而认定原告主张的虚假陈述不成立。<sup>①</sup> 又如,在“华业债”案中,法院甄别了有关行政处罚决定书认定的投资业务不审慎与信息披露违法之间的区别,同时未采信原告自行主张的虚假陈述。<sup>②</sup>

## (二) 损失的认定

专业机构投资者投资债券,既有债券发行时的首发投资,也有在债券存续交易期间的买入。由于市场上的债券价格存在一定的波动性,甚至出现严重折价的情况,就导致投资者真正买入债券的价格可能与面值存在较大出入。一旦进入虚假陈述诉讼,如何认定专业机构投资者的实际损失,司法实践存在较大分歧。

在早期江苏高院审理的“超日债”案<sup>③</sup>、广州中院审理的“海印转债”案<sup>④</sup>中,审理法院均采用实际投资差额的方法计算投资者损失。但在最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(下称《债券座谈会纪要》)发布后,损失认定问题的裁判观点出现了一定的变化。在后续“致富债”案<sup>⑤</sup>、“鸿润债”案<sup>⑥</sup>、“大连机床”案等一系列案件中,法院均直接按照债券票面本息金额来认定专业机构投资者的损失,而没有考察其实际买入的价格是否低于债券票面金额。但实务界对此争议颇多,理论界亦呼吁应以实际投资差额来认定债券投资者因虚假陈述导致的损失。<sup>⑦</sup>

在“胜通债”案中,一审法院认为根据《虚假陈述司法解释》第 25 条规定,被告的赔偿范围应以原告因虚假陈述而实际发生的损失为限;依据侵权法理论,损失填平原则是侵权损害赔偿的基本原则;若以债券票面金额进行损失赔偿有违侵权法的损失填平原则,故应以投资者实际支付的价格为基础计算差额损失。<sup>⑧</sup> 但该判决后被二审法院以“需要考虑案涉债券所具有的还本付息属性”为由,发回重审。而在东北地区审理的“大连机床”案的情况却恰与“胜通债”案相反。在该案中,一审判决按照债券

<sup>①</sup> 陕西省高级人民法院民事判决书,(2021)陕民终 935 号。

<sup>②</sup> 北京金融法院民事判决书,(2023)京 74 民初 1986 号。

<sup>③</sup> 江苏省高级人民法院民事判决书,(2017)苏民终 1172 号。

<sup>④</sup> 广东省广州市中级人民法院民事判决书,(2020)粤 01 民初 14 号。

<sup>⑤</sup> 北京市高级人民法院民事判决书,(2021)京民终 244 号。

<sup>⑥</sup> 山东省高级人民法院民事判决书,(2020)鲁民终 2712 号。

<sup>⑦</sup> 参见叶林、王艺璇:《债券虚假陈述赔偿中的因果关系认定》,载《债券》2022 年第 6 期;李姝晨、樊健:《债券虚假陈述民事责任皇冠上的明珠:投资损失计算》,载《投资者》2024 年第 1 期;史淑梅、夏东霞、杨婷、刘颖、高红:《债券虚假陈述案件中的投资差额损失认定》,载《债券》2024 年第 3 期。

<sup>⑧</sup> 山东省青岛市中级人民法院民事判决书,(2022)鲁 02 民初 1063 号;山东省高级人民法院民事裁定书,(2023)鲁民终 1249 号。

票面本息损失计算投资者损失；但是辽宁省高院二审裁定认为，专业机构投资者系从二级市场买入案涉债券，必须考虑案涉债券第一手购买人主张权利的可能性，避免案涉债券第一手购买人主张权利时导致相关赔偿主体最终高于发行人收取的本金数额承担债券本金赔偿责任，据此撤销一审判决而发回重审。<sup>①</sup> 目前，上述两个案件尚未作出最终判决，司法实践对于债券投资损失的认定有待进一步观察。

### (三) 交易因果关系的认定

交易因果关系是专业机构投资者所涉债券虚假陈述案件中审查的重点。一方面，理论界与实务界对专业机构投资者是否当然适用“推定信赖”原则，尚未形成一致意见，而这直接影响举证责任的分配。另一方面，专业机构投资者的投资决策过程是否审慎、合规，是否真的是基于对其诉称的虚假陈述的合理信赖而作出买入决策，是绝大多数法院特别关注的实体问题。

#### 1. “推定信赖”原则的适用：举证责任的分配与转置

司法实践中，法院普遍认为，在债券虚假陈述案件中，专业机构投资者也应当根据《虚假陈述司法解释》的规定适用推定信赖原则，仅有个别法院认为不应当直接适用推定信赖原则。是否适用推定信赖原则，直接影响举证责任的分配。

在“康美债”案中，广州中院认为，对于通过证券交易所报价系统进行的“非面对面”证券交易，不论是机构投资者还是普通投资者，均是信赖上市公司披露的信息进行交易，机构投资者并不负有更高的注意义务。<sup>②</sup> 又如，在“国安债”案<sup>③</sup>和“华业债”案<sup>④</sup>中，北京金融法院均认为，《虚假陈述司法解释》在适用范围上并未区分普通投资者还是专业投资者，且虚假陈述行为通常具有一定的隐蔽性，无论是机构投资者还是普通投资者在进行投资决策时都难以发现虚假陈述行为，不能苛责机构投资者对发行人的调查和决策达到精准预判虚假陈述实施可能性的程度，也即二者都应受到推定信赖的保护。但在“辅仁债”案中，法院认为对专业机构投资者不应适用“推定信赖”原则，且原告应就侵权行为、主观过错、因果关系、侵权结果等全部侵权责任构成要件承担举证责任。<sup>⑤</sup>

<sup>①</sup> 辽宁省大连市中级人民法院民事判决书，(2022)辽 02 民初 998 号；辽宁省高级人民法院民事裁定书，(2023)辽民终 1680 号。

<sup>②</sup> 广东省广州市中级人民法院民事判决书，(2022)粤 01 民初 24 号。

<sup>③</sup> 北京金融法院民事判决书，(2023)京 74 民初 1606 号。

<sup>④</sup> 北京金融法院民事判决书，(2023)京 74 民初 1986 号。

<sup>⑤</sup> 河南省高级人民法院民事判决书，(2024)豫民终 142 号。

在适用“推定信赖”原则的前提下,各地法院普遍认为,在有初步反证证明专业机构投资者的交易因果关系要件存疑时,因专业机构投资负有的法定与约定审慎投研注意义务,应发生举证责任的转置——即转而应由专业机构投资者提交投资决策依据证明对诉称的虚假陈述存在合理信赖。否则,其应承担举证不力的不利后果。例如,在“华晨债”案中,审理法院认为,原告专业机构投资者未能提供证据证明作出投资决策时受到虚假陈述的影响,且系在债券出现诸多重大风险信号后买入债券,系抱着发行人能够摆脱经营困境或者低价投资本金能够获得清偿的侥幸心理,不存在交易因果关系。<sup>①</sup>又如,在“洪业债”案中,审理法院认为,原告在发行人偿债能力显著下降、案涉债券长期停牌且违约风险很高的情况下买入债券,不能径行适用推定信赖原则,而应由其举证证明投资行为的决策依据,但原告未提交任何如可行性研究报告等当时据以作出投资决策的文件材料,应承担举证不利的法律后果。<sup>②</sup>

可以观察到,如果专业机构投资者在债券已经暴露明显风险信号的情况下买入,该买入时机已相当异常,这种异常性足以阻却交易因果关系的推定。此时,应由原告就其投资决策的过程进行举证,否则,应承担举证不能的不利后果。但是,不同法院对于何种程度的债券风险信号足以阻却交易因果关系要件的推定,存在相当的分歧。在认定“交易异常性”的标准宽严方面,法院有着较大的自由裁量权,或需更多的判例样本来进一步观察与总结。

## 2. 阻却交易因果关系的事由

作为硬币的另一面,如果专业机构投资者存在明显违法违规的投资行为,或者有证据证明其因信赖虚假陈述之外的其他因素而做出投资决策,则可彻底推翻交易因果关系要件。

例如,在“洪业债”案中,审理法院经审理查明,部分专业机构投资者系基于其或其股东与发行人之间的合作协议等因素而购入案涉债券,并非基于对公开募集文件中虚假信息的信赖,不存在交易因果关系;<sup>③</sup>部分专业机构投资者违反了私募基金合同“应投资良好流动性的金融工具”的约定义务,买入之前案涉债券评级下调、停牌不能公开竞价交易,不具有因对公开募集文件信赖而作出投资决策的合理性。<sup>④</sup>又如,

<sup>①</sup> 辽宁省沈阳市中级人民法院民事判决书,(2024)辽01民初521号。

<sup>②</sup> 江苏省南京市中级人民法院民事判决书,(2020)苏01民初305号。

<sup>③</sup> 江苏省南京市中级人民法院民事判决书,(2020)苏01民初2364号。

<sup>④</sup> 江苏省南京市中级人民法院民事判决书,(2020)苏01民初305号。

在“胜通债”案中,青岛中院认为机构投资者购入案涉债券系为履行《投资顾问协议》约定、收取发行人返费,且为避免未完成认购而承担违约责任,与案涉虚假陈述行为无关,不存在交易因果关系。<sup>①</sup>但是,对于债券投资领域常见的“结构化发行”“收取返费”“投资涉嫌违法违规”等典型的阻却事由,部分法院在认定其能直接推翻交易因果关系方面仍略显保守,不同法院之间的认定标准存在较大的分歧。

#### (四) 损失因果关系的认定

专业机构投资者因买卖债券产生的损失,未必由虚假陈述造成。特别是专业机构投资者具有较强的风险识别、风险防范能力。对于投资损失的发生与扩大,已有部分法院勇于突破,积极审查了损失因果关系要件,并关注到了专业机构投资者避免损失扩大的义务(duty to mitigate)。例如,在“华汽债”案中,审理法院认定,原告诉称的虚假陈述与嗣后债券违约、投资者损失之间不存在因果关系。<sup>②</sup>又如,在“大连机床”案中,虽然北京金融法院认定专业机构投资者的决策与案涉虚假陈述行为之间存在交易因果关系,但是认为专业机构投资者在发行人违约风险极高的情况下买入案涉债券,未尽审慎决策义务,因此,应当减轻各侵权方的赔偿责任。<sup>③</sup>再如,在“华汽债”案中,审理法院认为发行人在 2020 年经营已经陷入困难、机构投资者已经处置部分债券的情况下,仍持有剩余债券,系其基于专业投资者注意义务和防范能力自行作出新的决策行为,故即便存在损失,其亦存在过错,应承担相应后果及责任。<sup>④</sup>

在扣除虚假陈述之外其他因素影响投资损失的问题上,或因缺乏专业的测算方法与机构,法院普遍采取了较为保守的态度。但已有个别案件开始尝试将系统风险、非系统风险因素纳入损失因果关系的考察范围。例如,在“富贵鸟”债案中,法院综合考虑债券投资自身风险、宏观经济风险、行业风险及富贵鸟公司实际经营状况等因素,结合会计师过错程度,酌定会计师承担 2%—3% 的连带赔偿责任。<sup>⑤</sup>又如,“胜通债”案中,青岛中院一审酌定扣除“行业下行、区域性担保圈爆雷和自身经营不善”等因素造成投资者 40% 的损失。<sup>⑥</sup>

① 山东省青岛市中级人民法院民事判决书,(2022)鲁 02 民初 1721 号。

② 辽宁省沈阳市中级人民法院民事判决书,(2023)辽 01 民初 1811 号。

③ 北京金融法院民事判决书,(2021)京 74 民初 1 号。

④ 辽宁省沈阳市中级人民法院民事判决书,(2023)辽 01 民初 1811 号。

⑤ 北京市高级人民法院民事判决书,(2021)京民终 697 号。

⑥ 山东省青岛市中级人民法院民事判决书,(2022)鲁 02 民初 1063 号。

### 三、合理限定专业机构投资者的权益保护范围的正当性

透过上文总结的司法裁判趋势可以看出,各地法院均尝试通过不同构成要件的精细化审查、举证责任的分配与转置来合理限定专业机构投资的权益保护范围。但将专业机构投资者区别于普通散户投资者,并限定对前者权益的保护范围,是否具有法理与司法政策上的正当性,值得进一步探讨。而且,即便在整体上的一致之下,各地法院在不同构成要件的认定标准、证明标准方面仍存在局部分歧,或可通过进一步的理论与司法政策研究,找到分歧解决的方案。

#### (一) 回归侵权责任本源

债券虚假陈述纠纷作为一种特殊的侵权责任纠纷,应当回归侵权责任的本源。侵权责任应承担的赔偿责任范围,旨在填平投资者的实际利益损失,与债券本息预期利益并不直接相关,应以虚假陈述行为给原告造成实际损失为限。<sup>①</sup> 但仍有大量判例在认定损失时,直接以债券票面本息作为投资者损失,实质上是将虚假陈述责任范围与债券违约责任范围画上了等号,这会导致产生以下两个问题。

第一,在二级市场低价买入债券的投资者可能获得超出实际损失的赔偿。对于在二级市场上以低于债券票面金额买入的投资者,其因虚假陈述遭受的实际利益损失显然低于债券全额本息数额。如果不考虑投资者实际买入债券的成本低于债券票面金额的情况,仍然按照债券本息损失赔偿投资者,则可能导致投资者获得的赔偿超过投资者实际损失,有违侵权损害赔偿的“禁止得利原则”。

第二,可能让中介机构不当成为债券兑付的担保主体。要求发行人在虚假陈述案件中对一审判决作出前仍持有债券的投资者承担债券本息的赔偿责任,对于发行人而言并无实质不公,且能够解决投资者的核心诉求。但是,在债券发行人因违约基本陷入破产境地、丧失偿付能力的情况下,原告要求债券中介机构对其债券本息损失承担赔偿责任的情况越来越突出,在很多案件中,中介机构成为了投资者的首选目标甚至唯一目标。《债券座谈会纪要》将发行人虚假陈述责任等同于债券违约责任本无实质不公平,但在连带责任的情形下,这将导致中介机构虚假陈述责任范围的起点也

<sup>①</sup> 参见李姝晨、樊健:《债券虚假陈述民事责任皇冠上的明珠:投资损失计算》,载《投资者》2024年第1期。

被不当提高至“投资者债券本息预期利益”，有违侵权损害赔偿的损害填平原则，使中介机构成为了债券兑付的担保主体。这会给中介机构带来过重的负担，损害债券市场的健康发展。<sup>①</sup>

证券虚假陈述责任作为一类特殊侵权责任，旨在填平投资者的实际利益损失，与债券本息预期利益并不直接相关。因此，相关责任主体虚假陈述责任范围的起点，也应当是债券投资者的实际利益损失（主要体现为投资差额损失）。《债券座谈会纪要》认为在一审判决作出前仍然持有债券的投资者损失按照本息计算，有违侵权损害赔偿的损害填平原则。

## （二）重申因果关系要件精细化审查的必要性与重要性

因果关系是侵权责任成立及确定责任范围的前提，是法院审理侵权责任纠纷应予充分查明的构成要件。因果关系被称为“石器时代的玄学”，复杂抽象，大陆法系侵权法理论将其分为责任成立和责任范围两类因果关系。前者指可归责的行为与权利受侵害之间具有因果关系，后者指权利受侵害与损害后果之间的因果关系。<sup>②</sup> 具体到证券虚假陈述案件中，前者即交易因果关系，后者即损失因果关系。原则上，因果关系应由原告举证，被告可以提出反证，并最终由法院查明认定。但普通散户投资者并无留存投资决策证据的习惯，举证难度很大。最高人民法院在 2003 年制定《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）时即引入推定信赖原则，以解决中小投资者举证难的困境，并在实践中取得良好效果。

然而，在专业机构投资者提起的债券虚假陈述案件中，因果关系的认定相较普通散户提起的股票虚假陈述案件具有明显的特殊性，没有必要以推定信赖原则为专业机构投资者提供举证上的便利，同时应特别重申因果关系要件精细化审查的必要性。

一方面，专业机构投资者具有雄厚的资金与专业优势，负有法定或约定的审慎投研、保留投研决策依据的义务，不存在客观上无法举证的问题，且应证明其主观上的投资决定是基于对诉称虚假陈述的合理信赖。由专业机构投资者承担因果关系的举证责任，并不会额外增加专业机构投资者的负担，反而有利于督促其履行审慎投研义务，有利于投资者和资本市场的健康发展。

从法律规定看，根据《证券投资基金法》《信托法》《证券公司客户资产管理业务

<sup>①</sup> 李姝晨、樊健：《债券虚假陈述民事责任皇冠上的明珠：投资损失计算》，载《投资者》2024年第1期。

<sup>②</sup> 陈广辉、张琳琳：《“歧路”并轨：银行机构违反适当性义务民事责任路径优化》，载《经贸法律评论》2023年第1期。关于因果关系二分为责任成立的因果关系与责任范围的因果关系观点，亦见王洪亮：《债法总论》，北京大学出版社 2016 年版，第 396 页。

管理办法》等规则,基金管理人等专业机构投资者本身即负有谨慎勤勉的特殊义务。例如,《证券投资基金法(2015年修正)》第9条规定:“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产,基金服务机构从事基金服务活动,应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。基金管理人运用基金财产进行证券投资,应当遵守审慎经营规则,制定科学合理的投资策略和风险管理制度,有效防范和控制风险。”

此外,部分专业机构投资者依据投资合同负有约定的审慎投资义务。例如,在“洪业债”案中,法院认为私募基金合同载明应投资良好流动性的金融工具,在案涉债券评级下调、停牌不能公开竞价交易的情况下,完全不具有良好的流动性,不符合基金合同约定的投资策略,不具有因对公开募集文件信赖而作出投资决策的合理性。<sup>①</sup>有观点指出,对于资管型专业机构投资者而言,“他们本身负有收集和分析信息、审慎决策的义务,以自身收集、分析信息的工作能力和时间精力投入作为收取费用、分享收益的依据,显然不应满足于依赖或主要依赖证券发行人的信息披露文件的表面文义或结论,而具有自行调查分析的应然性。”“倒逼其重视投资的研究和决策过程、尽到法律要求的勤勉尽责义务,这最终会使其投资者受益。”<sup>②</sup>

就专业机构投资者对因果关系的举证责任问题,最高人民法院相关意见曾明确指出:“投资基金设有专门的市场投资者研究机构,在投资之前会实地考察和提出可行性研究报告,所以一般难以受到虚假陈述侵害”;<sup>③</sup>“法人或者其他组织等机构投资主体还须提交其投资可行性调研或分析报告、投资决策报告,以证明其投资行为是理性和善意的”,“如果等同于对自然人投资主体信赖推定的证明标准而适用因果关系认定,支持投资机构的诉讼请求,不仅不利于保护中小投资人,而且无辜加重了虚假陈述行为人的民事责任,更重要的是危害了民事赔偿诉讼制度”。<sup>④</sup>

另一方面,无论因果关系的举证责任如何分配,审理法院均应充分地、精细化地查明专业机构投资者的交易决定与诉称虚假陈述之间是否存在交易因果关系,也即原告是否对其诉称的虚假陈述形成了合理信赖。这已基本成为各地法院审理涉专业机构投资者的债券虚假陈述案件的共识。特别是在我国债券投资市场较早的阶段,存在大量的结构化发行、收取返费、违反审慎投研决策规范、违反投资集中度限制等

<sup>①</sup> 江苏省南京市中级人民法院民事判决书,(2020)苏01民初305号。

<sup>②</sup> 参见杨婷、王琦:《“参照”规则视角下的证券虚假陈述侵权适用范围之辨》,载《财经法学》2022年第4期。

<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109页。

<sup>④</sup> 参见贾纬:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期。

情况。不少专业机构投资者脱离了价值发现与价值投资的正途,参与了债券发行与交易的违法违规活动,显然应排除在债券虚假陈述责任制度的保护范围之外。

笔者认为,对于专业机构投资者,不应直接适用“推定信赖”原则,而是首先应当要求其提交可行性研究报告等投资决策依据,证明其已经尽到了审慎决策义务,并合理信赖其主张的发行人及其他责任人的虚假陈述行为。在专业机构投资者本身就有法定的或约定的审慎投研义务的情况下,要求其提交可行性研究报告等投资决策依据并不会成为专业机构投资者的“不能承受之重”,而是其履行审慎投研义务的应有之义。这也是债券虚假陈述责任回归侵权责任本源的必然要求。

### (三) 充分落实“买者自负”原则

在现代资本市场中,风险与收益共存,“买者自负”是资本市场运行中的基本原则之一。民法上的“自己责任”,是指行为人应该对自己的行为负责,系过错责任,“买者自负”则是传统民法中的“自己责任”原则在证券法领域的具体体现。有学者认为,司法实践中,适用“买者自负”原则应重点考查投资者的个人能力和相关经验、相关人的信息披露情况等因素,在与传统侵权要件之间的关系,“买者自负”条件的具备情况可以协助认定其他主体的主观过错状况以及相应的因果关系认定。<sup>①</sup>

对专业机构投资者而言,由于其在专业知识、投资经验等方面高于普通投资者,其在债券投资中应具有特殊的注意义务。专业机构投资者的特殊注意义务来源于资本市场中的“买者自负”原则、符合侵权法“自己责任”的原理<sup>②</sup>,有利于提高专业机构投资者的审慎投研能力。如果其未尽到审慎投研义务,则不存在交易因果关系,并自行承担损失,符合“买者自负”原则。

特别是在发行人违约风险已经较高的情况下,如专业机构投资者仍然自甘风险选择买入或继续持有案涉债券,与有过失,应回归虚假陈述侵权责任的本质,判决减轻或免除侵权方的赔偿责任。例如前文分析的“华汽债”案,法院即认为在发行人已经陷入经营困难、机构投资者已经处置了部分案涉债券的情况下,仍然选择持有剩余债券,系其基于专业投资者注意义务和防范能力自行作出新的决策行为,自身存在过错,应承担相应后果及责任。这有利于督促和引导专业机构投资者更好地履行审慎投资义务,在发行人违约风险较高的情况下及时卖出止损,避免造成更大的损失,并

<sup>①</sup> 参见徐明、卢文道:《证券交易“买者自负”原则的司法适用及法制化初探》,载《证券法苑》2011年第1期。

<sup>②</sup> 参见姜帅:《机构投资者适用交易因果关系推定的注意义务要件研究——以中车金证案为中心》,载《投资者》2023年第3期。

充分发挥资产定价的作用,促进市场资源的优化配置。

#### (四) 促进专业机构投资者履行其合理优化资源配置的金融职能

“市场经济是最有效的资源配置方式,只有充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,才能让一切劳动、资本、技术、管理的活力竞相迸发,才能让一切创造社会财富的源泉竞相涌流。”<sup>①</sup>在资本市场中,专业机构投资者以其雄厚的资金实力、专业的投资策略和风险管理能力,在资产定价、维护证券市场稳定、促进资源优化配置、改善上市公司治理结构等方面发挥着极为重要的作用。对于健康良性的资本市场,专业机构投资者承担着“压舱石”的作用,它是资本市场的稳定器。<sup>②</sup> 正如有学者所指出的,“专业投资者是证券市场信息的接收者、分析者,他们基于证券信息而非证券价格开展交易,是价格的制造者、调整者而非被动接受者,可谓有效市场假说的真正的基石。所以专业投资者并不理所当然地完全适用欺诈市场理论的保护。”<sup>③</sup>

证监会吴清主席在 2024 年 8 月 25 日召开的“学习贯彻党的二十届三中全会精神 进一步全面深化资本市场改革机构投资者座谈会”上也指出,“近年来资本市场机构投资者队伍不断发展壮大,交易占比明显提高,已逐步成为理性投资、价值投资、长期投资的标杆性力量,对促进资本市场健康稳定发展发挥了重要作用。希望机构投资者继续坚定信心,保持定力,坚持长期主义、专业主义,不断提升专业投研能力,更好发挥示范引领作用,持续壮大买方力量”。<sup>④</sup>

但如前述,实践中,专业机构投资者存在债券违约风险大幅提高的情况下仍然购买“垃圾债”、试图博取超额收益的投机行为,这些投机行为并非基于对其诉称虚假陈述的合理信赖作出,显然应当与价值投资行为相区分,而不应受到债券虚假陈述责任制度的保护。此外,部分专业机构投资者还存在帮助发行人减轻回售压力、掩盖流动性风险的涉嫌违法违规行为,这些行为不利于证券真实价格的发现,长期来看也不利于资本市场的健康发展。

因此,具体到债券虚假陈述案件中,可充分发挥司法的指挥棒作用,通过对因果

<sup>①</sup> 中国经济体制改革研究会:《见证重大改革决策——改革亲历者口述历史》,社会科学文献出版社,2018 年第一版,第 8 页。

<sup>②</sup> 参见贾春新、马梦璇:《机构投资者的“机构化”——基于公募基金持有者结构的实证分析》,载《农村金融研究》2024 年底 3 期;吴晓晖、杨静、郭晓冬:《中国大型机构投资者的“颗粒性”与公司价值》,载《经济管理》2024 年底 4 期;王春、袁晓婷:《机构投资者长期持股与金融稳定》,载《南京审计大学学报》2024 年第 6 期。

<sup>③</sup> 参见缪因知:《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否定的司法路径》,载《证券法苑》2020 年第 3 期。

<sup>④</sup> 证监会官网:《证监会召开学习贯彻党的二十届三中全会精神 进一步全面深化资本市场改革机构投资者座谈会》,http://www.csac.gov.cn/csrc/c100028/c7502540/content.shtml,2024 年 12 月 19 日访问。

关系等核心要件的充分审查与裁判,引导专业机构投资者的行为:投前,专业机构投资者要履行审慎投研义务;投后,对于已经出现违约风险的债券投资,应考虑及时卖出止损,充分运用专业能力、发挥债券定价的功能。同时,专业机构投资者要严格遵守相关法律法规,避免出现操纵市场、内幕交易、协助发行人掩盖风险等违法违规行为。专业机构投资者作为资本市场的基本力量,承担着价格发现、促进资源合理配置的重要功能,其承担较高的审慎注意义务有助于其提高投研能力、壮大买方力量。

#### 四、结论与建议

债券虚假陈述责任纠纷是一类较为复杂、多元的专业金融纠纷,特别是涉及虚假陈述行为认定、损失范围认定、交易因果关系、损失因果关系等多重法律问题。对于专业机构投资者的保护而言,既不能简单地完全类推适用股票虚假陈述案件中对自然人投资者保护的规则,忽视专业机构投资者身份的特殊性,也不能过于苛责专业机构投资者、堵塞其通过诉讼挽回合理损失的路径,导致走向另一个极端。应当充分考虑专业机构投资者的特殊性,探索在个案中保护专业机构投资者权益的合理边界。具体建议如下:

第一,在是否构成虚假陈述行为的审查上,主要依靠证券监管机构的专业认定,并在证券监管机构专业认定的基础上“做减法”,进一步排除不具有重大性的行为等。对专业机构投资者自行提交的发行人存在虚假陈述的“初步证据”,法院应当严格审查、审慎认定是否存在虚假陈述行为。

第二,在损失范围认定上,应回归侵权责任的本源,坚持以“实际损失”为原则。特别是对于专业机构投资者从二级市场低价买入债券的损失,应充分考虑投资者的实际损失,避免投资者获得超过其损失的额外收益,违反侵权法的“禁止得利”原则。同时,也避免债券虚假陈述责任不当成为中介机构对发行债券的“担保责任”。

第三,在交易因果关系的认定上,对专业机构投资者不应直接适用“推定信赖”原则。应当首先要求专业机构投资者提交可行性研究报告等投研决策文件,以证明其履行了审慎投研义务,并合理信赖其主张的虚假陈述行为而作出交易决策。同时,法院应重点审查交易因果关系要件,不应在证据不充分时即径行推定满足“合理信赖”要求;而应充分查清专业机构投资者购入案涉债券是否存在其他原因、是否有违法违规行为等,对于专业机构投资者系由于其他原因买入案涉债券、存在违法违规行为

的,应认定不存在交易因果关系。

第四,在损失因果关系的认定上,法院应审慎考察虚假陈述行为对案涉债券损失的原因力大小,并应当扣除系统性风险和非系统性风险的影响,避免在发行人破产的情况下,将损失转嫁由中介机构承担。对于专业机构投资者自甘风险买入、未能及时止损的,可依法减轻或免除相关主体的责任。

综上所述,针对债券虚假陈述中专业机构投资者权益保护的合理边界,司法实践已经进行了很多有益探索。本文在梳理相关司法实践案例的基础上,回归债券虚假陈述责任纠纷系侵权责任的本源,探究虚假陈述司法解释的立法本意,考量专业机构投资者身份的特殊性,对专业机构投资者保护的合理边界进行了分析并提出建议。希冀能为该类司法案件的裁判提供参考,并通过司法判决的引导作用,发挥专业机构投资者在资本市场的“买方筛选”与“买方定价”作用,真正实现债券市场的优胜劣汰,积极促进我国资本市场健康有序发展。