

## 争议解决法律

### 证券虚假陈述中介机构责任新格局 — 评上海高院中安科“比例连带责任”第一案

作者：刘冬 | 邓晓明

2021年5月21日上午，中安科股份有限公司（“中安科”）发布《关于诉讼结果的公告》，确认收到上海市高级人民法院（“上海高院”）证券虚假陈述系列纠纷二审判决。其中，上海高院就中安科重大资产重组中虚假陈述行为造成的损失，判决要求其担任财务顾问的某证券公司与提供审计服务的会计师事务所分别在25%和15%范围内承担连带责任。

作为长期从事证券虚假陈述研究与纠纷处理实践的法律专业人士，笔者认为，有关生效判决对比例连带责任的正当性进行了论述，突破性的实现“过错与责任承担相适应”原则在此类纠纷中的适用，可以极大程度缓解《证券法》刚性连带责任的副作用，而该判决由上海高院做出，其意义与影响绝不仅于个案或者责任形式问题。未来，证券虚假陈述的法律认定规则、裁判思路、乃至行政监管等，都可能受到本案影响。有关中介机构<sup>1</sup>虚假陈述责任的新格局将由此展开。

#### 一、判决有关中介机构责任的重要内容与意义

从笔者接触的内容来看，上海高院有关判决对中介机构承担比例连带责任问题进行了认真思考与精妙论述。

首先，判决最重要的意义是其结论本身，即相关中介机构在适用《证券法》第173条的情况下，仅就上市公司造成的损失在25%及15%范围内承担连带责任。这是截止目前我国证券虚假陈述纠纷适用比例连带责任的第一份生效判决。众所周知，连带责任通说为多个当事人对外承担同等法律责任，例如担保制度中的连带责任保证与侵权法中的共同侵权。上海高院有关判决，实质更新了“连带责任”在法学教材中几乎公认的理解。

<sup>1</sup> 为论述方便，本文所指“中介机构”，包括担任承销商、保荐人，重大资产重组财务顾问等核心角色的金融机构，也包括会计师事务所、律师事务所等证券服务机构。

其次，结合证券法渊源，判决论述了证券服务机构承担比例连带责任法理上的正当性。判决认为，1998年《证券法》及2003年最高人民法院《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》仅规定“证券服务机构”对虚假陈述行为造成的损失，“就其负有责任的部分承担赔偿责任”。“尽管在2005年修改后的《证券法》中不再区分中介机构故意与过失等情况，但从上述法律规定来看，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。”

有关论述的精妙之处在于，虽然1998年《证券法》第161条有关证券服务机构及其人员“就其负有责任的部分承担连带责任”的规定，被2005年《证券法》第173条明确改变为证券服务机构“应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任”并沿用至今，但是旧法第161条意味着“部分连带赔偿责任仍是法律所认可的一种责任形式”！有关论述从旧证券法中找到比例连带责任的历史渊源，即使是法官带着目的甚至结论的理解，也是极有水平的裁判。其对证券法领域责任形态的法律解释，具有突破意义。

最后，判决结合案件事实，较为详细的论述了独立财务顾问与外部审计机构在重大资产重组业务中的注意义务标准，再次强调了上市公司、发行人是第一信息披露义务人，明确了相关中介机构的职责范围与主观过错性质（过失而非故意）。由此，判决“整体考量中介机构的行为性质和内容、过错程度、与投资者损失之间的原因力等因素”，认定了相应的连带责任比例。

## 二、对中介机构适用比例连带责任的合理性与必要性

虽然最终由上海高院拔得“头筹”，但是司法机关在证券虚假陈述纠纷中对中介机构适用比例连带责任的做法早有尝试<sup>2</sup>。究其原因，还是《证券法》有关连带责任的规定过于刚性，不仅不符合“过错与责任相适应”原则，客观上也在不公平的场景下对中介机构造成过大冲击，导致实践难以落实，反倒阻碍了投资者保护这一《证券法》根本目的的实现。

第一，2005年以后《证券法》对中介机构连带责任的表述都是“应当与XXX（发行人、委托人等第一责任人）承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”由此导致如果按照“连带责任”概念的通常理解，中介机构责任大小很可能与其过错失衡。其中法律责任由发行人、上市公司等第一责任人的行为确定，他们有可能故意欺诈，其罪当诛；但是中介机构连带承担同等责任的门槛仅仅是“不能证明自己没有过错”。因此特别是在债券发行场景中，中介机构一个普通过失就可能导致几亿甚至十几亿元的赔偿责任，确实过重。

第二，《证券法》中介机构连带责任属侵权法之极端特例，在类似行为人关系场景中都没有如此严格的规定。抽象来看，大多数虚假陈述侵权都是发行人等信息披露义务人欺诈、误导投资者，中介机构因履职不当，未能阻止他人的直接侵权行为而引发的赔偿责任。

我国侵权法中与之类似的场景包括《民法典》第1195条第2款，网络服务提供者对网络用户利用网络服务实施侵权行为，“未及时采取必要措施的，对损害的扩大部分与该网络用户承担连带责任。”《民法典》第1198条第2款，安全保障义务人对第三人的行为造成他人损害的，承担相应的补充责任。以及该法第1254条第2款，物业服务企业等建筑物管理人对高空抛物导致损害，“未采取必要的安全保障措施的，应当依法承担未履行安全保障义务的侵权责任。”

<sup>2</sup> 2020年1月，成都中院在“华泽钴镍”案中一审判决担任保荐人的证券公司40%、担任审计机构的会计师事务所60%的连带赔偿责任。但有关判决在二审中被撤销，四川高院改判相关中介机构承担完全的连带责任。2020年12月，杭州中院在“五洋债”中一审判决律师事务所承担5%、评级机构承担10%的连带赔偿责任，有关案件仍在二审程序中。

以上场景中，只有证券虚假陈述的中介机构与第一侵权人承担同等连带责任，其他情况下，间接侵权人要么是对与其有关的损害扩大部分承担连带责任，要么是补充责任。而且，即使是相关法律制度最发达的美国，也在 1995 年《证券私人诉讼改革法案》(PSLRA) 中，对连带责任予以限制，明确除非被告是故意违反证券法律，否则应根据错误程度承担相当比例的按份赔偿责任。

因此，《证券法》涉及不特定投资者的利益保护，法律责任适当严格固然合理。但是如此特殊的安排，有必要基于实践检验其合目的性。

**第三，《证券法》连带责任捆绑发行人、上市公司与中介机构，反而束缚司法机关手脚，不利于“首恶”的责任追究与投资者利益保护。**如前所述，按照连带责任的通常理解，中介机构只要无法证明自己没有过错，就要与发行人承担同等大小的赔偿责任。但是，一方面发行人等第一责任人的主观过错通常很严重，但是中介机构基本为过失；另一方面虚假陈述，特别是发行人故意欺诈导致的侵权责任往往巨大。如果让中介机构承担同等责任，会产生“一只债券消灭一个中介机构”后果。在此情况下，除非中介机构故意造假，否则无论是从公平正义还是裁判的社会效果角度出发，司法机关都不应机械适用《证券法》让中介机构“陪葬”。

此前无法绕开“连带责任”规定的情况下，司法机关只得出于保护中介机构、维护金融稳定的考虑，在虚假陈述行为的认定（例如股票虚假陈述“揭露日”的选择）和因果关系等其他侵权构成要件上做文章，以控制最终法律责任的大小。但是，这样会使发行人及其实际控制人等虚假陈述第一责任人一并“受惠”，反而不利于虚假陈述各当事主体法律责任的充分追究和投资者利益保护。

因此，在不改变《证券法》明确规定的情况下，通过法律解释，赋予法官以比例连带责任权限，实际达到区分认定发行人与中介机构法律责任的效果，是合理且非常必要的选择。

### 三、本案对中介机构虚假陈述责任裁判与监管可能产生的影响

比例连带责任允许法院综合各种因素，灵活框定每一虚假陈述责任主体实际的赔偿数额。未来，法院将不再投鼠忌器，可以根据有关中介机构扮演的角色、主客观过错程度、对投资者投资决策与实际损失发生的影响等因素精准认定其责任大小。由此，中介机构虚假陈述纠纷的处理可能面临诸多变化。

首先，本案是由上海高院做出的二审生效判决，具有较强的示范作用。即使有关当事人可就判决申请再审，最高法院启动再审的标准之一也是“法律适用确有错误”。但是，一方面判决已就适用比例连带责任的合理性进行了论述。虽然有关解释一定存在争议，但是根据笔者经验，在有 1998 年《证券法》相关条文支持下，有关理解难说“确有错误”。

更重要的是，根据笔者参与有关研究项目过程中了解的情况，最高法院对《证券法》第 85 及 163 条刚性连带责任带来的问题有充分认识，一直期待能在司法实践层面有所突破。目前看来，比例连带责任是缓解有关问题最直接、有效的路径。而最高法院以法律适用错误再审改判，是对某一法律问题最明确、严厉的意见表达方式。很难想象其会在本案中通过这种方式堵死一条自己也认为很有价值的裁判路径。

其次，法院及承办法官判决中介机构承担适当责任的裁量权将更大，裁判压力会更小，有关纠纷将逐渐常态化。如前所述，比例连带责任允许法院不再绑定发行人，在 0 到 100% 的范围内任意且个性化的认定中介机构的赔偿责任。就这一“酌定”过程，考虑到目前我国司法实践对判决说理详尽程度的要求，以及相关可参考案例的稀缺，实际将赋予司法机关非常大的自由裁量权<sup>3</sup>。可以想象不同法官对同一案件事实，在

<sup>3</sup> 根据笔者经验，由于虚假陈述案件集中管辖，且多由法院精干专业力量处理，因此自由裁量权的行使实际有章可循。而且，  
www.hankunlaw.com

结论上有上下 10%的浮动都是非常合理的，二审法院不会轻易仅就比例进行改判。同时，适当的比例也将有效避免中介机构因承担过重赔偿责任而影响经营稳定与金融安全。

因此，在确有过错时适当“敲打”中介机构，将成为法院履行审判职能的常态和本职工作，而不会像现在这样，每一案件都牵涉巨大、请示汇报无数，给法院和法官造成专业判断之外的困扰。

最后，监管部门对有关行政处罚或监管措施可能引发巨额民事赔偿责任并危及金融机构稳定运营的顾虑将会减小，监管权的行使将会更积极与充分。此前，出于“责罚相当”与金融稳定的考虑，监管部门会慎重评估有关监管措施可能带来的民事责任风险。笔者也曾以此为理由，多次有效沟通、改善金融机构可能面临的监管责任。但是，如果未来比例连带责任的裁判理念充分形成，法院不再只能于 0 或 1 之间做出选择，那么上述理由的价值必将大打折扣。由此，监管部门的包袱将更小，得以更加充分和自主的行使监管权。

#### 四、结语

中立、客观的看待本案对我国证券虚假陈述法治的影响，笔者认为可谓重大且积极。归根结底，比例连带责任使得法院可以综合考虑各种具有法律价值的因素，公平合理认定中介机构责任。实践证明，这种务实且专业的价值取向，比一刀切的严厉规则更有利于监管与司法权的自主、充分行使，实现有错必纠、有罪必罚，真正实现投资者权益保护的目标，是我国资本市场与相关社会基础设施发展的大势所趋。

未来，针对证券虚假陈述的监管与民事责任认定将会越来越精细、专业与严格，逐步建立优胜劣汰、奖惩分明的评价体系。这对有关中介机构而言既是挑战，更是机遇。

---

实践中此类案件，法官会在判决背后进行大量内部讨论与专业论证。因此即使表现在判决中的酌定说理仅有寥寥数语，实际支持有关比例认定的理由可能是很充分的。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 刘冬

电话： +86 10 8525 5519

Email: [eric.liu@hankunlaw.com](mailto:eric.liu@hankunlaw.com)