

争议解决法律

证券实务参取：债券虚假陈述中评级机构责任承担的几个疑难问题

作者：尤杨 | 赵之涵 | 宋泽政 | 邱玉霞

随着债券违约的常态化，债券虚假陈述责任纠纷案件相继涌现。肩负着提示信用风险等重要中介职能的评级机构也逐渐开始被卷入“暴风眼”之中。2020年底，杭州市中级人民法院作出某个一审判决，其中评级机构被酌定承担10%的连带赔偿责任。2020年5月，北京金融法院开庭审理了银行间债券市场首例证券虚假陈述责任纠纷案件，同样涉及评级机构。

与此同时，在监管层面，证监会与交易商协会相继于2021年初取消了公司债券、企业债券在发行环节的评级要求，以及非金融企业债务融资工具在申报环节原则上的债项评级要求，将信用评级选择权交由市场决定。中国人民银行会同发改委、财政部、银保监会和证监会同步发布了《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》，明确提出要加大监管力度，强化市场纪律，压实评级机构作为独立第三方的中介责任，引导评级机构将声誉机制作为生存之本，充分发挥风险揭示功能。

司法实践的新动向与行业监管的新举措将在一定程度上重塑评级机构的市场格局，对评级机构提出新的挑战。对此，我们总结了新形势下评级机构在债券虚假陈述责任纠纷案件中可能会面临的几个疑难问题，并提出了参考性的见解与风险防控建议，以期有所裨益。

一、在评级机构没有参与债券发行的情况下，此前出具的与发行人相关的评级报告是否可能导致评级机构承担虚假陈述责任？

（一）问题的提出

基于取消债券强制评级的监管政策，相关债券可能会在没有评级机构参与的情况下完成发行。不过，出于信用评级对减小发行人与投资者之间信息不对称的重要作用，评估机构此前出具的与发行人相关的评级报告仍可能会“被动”地成为投资者（尤其是机构投资者）购买债券的参考。由此，可能会发生下列情形：

1. 发行人、承销机构将此前发行人主体评级报告、其他债项评级报告作为债券发行文件内容进行披露，或者直接提供给投资者作为购买债券的参考。

2. 投资者自行将已公开的发行人主体评级报告、其他债项评级报告作为购买债券的参考。

上述情形可能引发的实践难题之一是，在评级机构没有参与债券发行的情况下，此前出具的与发行人相关的评级报告是否可能导致评级机构承担虚假陈述责任？

（二）问题的解析

《证券法》第一百六十三条¹是认定评级机构债券虚假陈述责任的主要法律依据。仅从文义理解的角度解构该项规定，可以发现评级机构承担债券虚假陈述责任的行为模式有如下特征：

一是，评级机构的赔偿责任指向的是“为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具”的资信评级报告存在虚假陈述的情形，似乎并不包含“非为证券业务活动”制作、出具的资信评级报告存在虚假陈述的情形。

二是，评级机构只是与“委托人”承担连带赔偿责任，似乎并不兼容脱离了评级委托关系的情形。

问题所涉情形可能与上述特征有所不符：一方面，发行人此前的主体评级报告与其他债项评级报告可能并不是“为证券业务”制作、出具，或者至少不是为案涉债券而制作、出具；另一方面，发行人此前的主体评级报告与其他债项评级报告并不涉及案涉债券项下的委托评级关系。由此，在上述问题情形中，基于对《证券法》第一百六十三条的文义理解，评级机构可能在法律适用上有一定形式上的抗辩空间。

值得注意的是，债券虚假陈述责任作为一种特殊的侵权责任，其认定还是应当回归侵权责任基本要件框架。在此基础上，我们理解，该等抗辩可能难以使得评级机构在上述问题情形中当然地免责，具体还需要对侵权要件认定的实质影响进行论证。而从侵权要件的角度来看，该等抗辩的本质意图可能主要是在于切断“交易因果关系”，即投资者不应当或不可能基于对发行人此前的主体评级报告或其他债项评级报告产生信赖而购买案涉债券。

就信用评级的技术操作而言，基于信用评级的一致性原则，实际上无论是否用于债券（或案涉债券）的发行业务，同一时期对同一受评主体适用的主体评级模型、评级规则以及评级结果原则上都不应存在显著差异。因此，发行人此前的主体评级报告及评级结果（含债项评级中的主体评级结果）客观上仍有可能在一定程度上起到有效反映发行人偿付能力、违约可能性的作用，不排除投资者对此可能产生合理的信赖。

就评级机构的设立宗旨与原生职能而言，揭示发行人的信用风险、减小发行人与投资人之间的信息不对称是评级机构的本职所在。信用评级机构负有信赖义务，公众投资者享有信赖利益。并且，评级机构本就是专职的中介机构，经政府部门授予资质设立，按规定开展信用评级业务，实际上享有一定程度上的公共权利，这在惯常的“发行人付费模式”中会更为突出。同时，向投资者积极传递信用评级报告也是评级机构践行其机构职责的重要举措。相关监管机关也通过一系列规定，倡导甚至于要求评级机构公开其评级报告，实务中评级机构也大都公开发布了其制作、出具评级报告。投资者通过公开信息等方式获取评级报告信息有着相当的合理性。因此，如主体评级报告及评级结果客观上可以反映发行人同时期的偿付能力、违约可能性，以主体评级报告用途、委托关系等来主张投资者不应对此产生信赖，可能

¹ 《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。”

与评级机构中介职能的设立宗旨与原生职能有所不符。

目前，司法实践尚未有相关案例对上述问题情形中评级机构是否需承担虚假陈述责任作出认定，不排除相关法院在个案中，基于上述信用评级的技术操作、评级机构的设立宗旨与原生职能等因素，出于对保护投资者利益的考量，认定投资者对评级报告存在合理信赖，进而判决评级机构承担虚假陈述责任。对此，评级机构可以结合评级服务合同、评级报告载明的评级用途，以及此前主体信用评级报告、债项评级报告与案涉债券在时效等方面的错配、差异等情况，提出具体的抗辩意见，尽可能地降低投资者的信赖，争取减轻或免除自身可能的过错。

（三）风险防控建议

1. 在评级服务合同中明确约定评级报告及评级结果的特定用途以及公开范围，并同时约定超出约定范围使用、超出约定范围公开评级报告及评级结果应当事先取得评级机构的书面同意。
2. 在评级报告中醒目载明评级报告及评级结果的特定用途及特定受众范围，并特别提示，评级报告及评级结果不可作特定用途之外其他任何用途，也不可作为特定受众范围之外其他主体的参考，评级机构对评级报告及评级结果特定用途之外其他任何用途、特定受众外其他任何主体可能产生的任何损失均不承担赔偿责任。

二、评级报告内容存在虚假陈述，但是不影响评级结果，是否可能导致评级机构承担虚假陈述责任？

（一）问题的提出

在进行债券评级时，评级机构需要对发行主体的运营环境、业务运营与竞争力、风险管理与公司治理、财务实力等板块进行综合分析评定，并基于外部风险等其他调整因素进行调整，最终呈现的评级报告除载明评级结果外，还包括发行主体概况、宏观经济和政策环境、行业、业务运营等板块。而实践中，投资者往往系仅基于对评级结果的信赖而购买债券，对评级报告的其他内容可能并未过多关注。由此可能引发的问题是，如评级报告内容存在虚假陈述，但是不影响评级结果，是否可能导致评级机构承担虚假陈述责任？

（二）问题解析

《证券法》第一百六十三条等规定并未将评级机构的债券虚假陈述责任限定于评级报告中的评级结果。并且，基于《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称“《债券纪要》”）第22条²明确的“推定因果关系”原则，认定评级机构的债券虚假陈述责任也无需具体审查投资者买入债券具体是出于对信用评级报告内容的信赖还是对评级结果的信赖。因此，我们理解，投资者对评级报告的内容及评级结果均享有信赖利益，评级报告内容存在虚假陈述但不影响评级结果的情形仍有可能导致评级机构的虚假陈述责任。

就上述问题情形，需要予以重点关注的是评级报告中存在虚假陈述的内容是否具备“重大性”。认定虚假陈述内容“重大性”的内在逻辑实际上同样是“交易因果关系”，即虚假陈述内容是否足以影

² 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第22条：“债券欺诈发行和虚假陈述的损失计算。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，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……”

响投资者买入债券的决策。对此，相关规定已经提供了相对明确的指引。

《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》第十七条第一款、第二款确立了只有对“重大事件”的虚假陈述才可导致虚假陈述责任。《全国法院民商事审判工作会议纪要》第85条进一步释明：“重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息，虚假陈述已经被监管部门行政处罚的，应当认为是具有重大性的违法行为。”《债券纪要》第27、29、31、33条相应明确，足以影响投资人对发行人偿债能力判断的，才可能承担债券虚假陈述责任。

根据上述规定，如评级报告中存在的虚假陈述内容已被监管部门给予行政处罚或虽未被监管部门给予行政处罚但被认定为是与发行人偿债能力相关的内容的，则应认定具备“重大性”，足以引发债券虚假陈述责任。反之，如评级报告中存在的虚假陈述内容未受到监管部门行政处罚，则需投资者对于“重大性”承担相应的举证责任。评级机构可以相应提出“重大性”抗辩，争取确证评级报告中的虚假陈述内容不属于“与发行人偿债能力相关的内容”，不会对投资者买入债券产生实质影响，切断“交易因果关系”，进而避免承担债券虚假陈述责任。

如评级报告存在的虚假陈述内容具备“重大性”，则需进一步重点关注评级机构对评级报告存在的虚假陈述是否存在过错。基于《证券法》第一百六十三条确定的“过错推定”原则，评级机构需要就其对评级报告中虚假陈述内容不存在过错情况承担举证责任。对此，根据《债券纪要》明确的“责任承担与过错程度相结合”的意见³，评级机构需要举证证明其已经履行了相应的注意义务，对评级报告中的虚假陈述内容不存在过错，不应承担债券虚假陈述责任，具体而言：

如评级报告中的虚假陈述内容系有其他债券服务机构专业意见支持的引述内容，评级机构需要举证证明已履行了普通注意义务，已关注到了相关疑点情况，并已充分进行了审慎复核，排除了合理怀疑，或者证明该等虚假陈述内容具有极强的隐蔽性，即便履行了相关程序，也难以发现。如评级报告中的虚假陈述内容系没有其他债券服务机构专业意见支持的评级机构专业职责范围内的内容，评级机构需要举证证明已履行了特别注意义务，已按照相关信用评级法律、法规、部门规章、监管规则、执业规范、自律指引等的规定，执行各项评级流程，以善良管理人的标准进行了独立核查，符合行业领域的通常专业水准。

（三）风险防范建议

1. 评级过程事事留痕，妥善编制、保存评级过程性资料，尤其是尽职调查工作的底稿资料。
2. 对没有其他债券服务机构专业意见支持的重要内容，落实独立判断，形成确认与事实情况相符的工作记录文件。
3. 对有债券服务机构专业意见支持的重要内容，审慎核查并进行必要的调查，针对相关疑点情况，落实并留存邮件往来、会议纪要等相关核实调查工作记录，形成排除合理怀疑的过程报告。
4. 对于穷尽各项合理手段，仍无法了解的重要情况，及时发表保留意见与披露意见，并形成相应的专项工作记录。

³ 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》：“六、‘关于其他责任主体的责任’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。”

三、评级结果与发行人实际偿付能力之间存在偏差，是否可能导致评级机构承担虚假陈述责任？

（一）问题的提出

实践中，评级结果通常是以受评主体的财务情况、经营情况、公司治理结构等为基础，通过适配的评级模型综合分析得出，可能会与发行人的实际偿付能力有所偏差。由此可能引发的问题是，该偏差情况是否可能导致评级机构承担虚假陈述责任？

（二）问题解析

包括评级机构在内的债券服务机构以及债券承销机构的主要职责在于减小发行人与投资者之间的信息不对称，而无法彻底消除，客观上也不可能彻底消除发行人与投资者之间的信息不对称。相较于受评主体庞杂基础数据信息、评级方法本就客观存在一定的局限性。并且，评级结果本就是通过评级模式综合分析得出，是对受评主体偿债能力的合理预判，具有一定的主观因素，不宜苛求评级结果绝对准确。因此，我们理解，并非评级报告与客观事实不符的所有行为均属信用评级不实侵权责任制度意义上的评级不实行为，评级结果与发行人实际偿付能力之间存在偏差，并不会必然导致评级机构承担虚假陈述责任。

评级结果是对受评主体偿债能力、违约风险的直观反映，具有当然意义上的“重大性”。在此基础上，就问题情形下债券虚假陈述责任认定，需要具体审查评级结果形成过程的合规性与合理性。对此，评级机构需要相应举证证明其已经充分履行了“特殊注意义务”，对于评级结果与发行人实际偿债能力之间的偏差不存在过错，不应承担债券虚假陈述责任。

评级机构履行“特殊注意义务”的责任边界主要由信用评级相关的法律、法规、部门规章、监管规则、执业规范、自律指引等的规定划定。如评级机构可以通过详实的评级过程性资料确证评级结果系严格按照规定作出，即可为“特殊注意义务的履行”提供强有力的佐证。

在证明评级结果合规性的过程中，评级机构可能需要特别关注信用评级的“一致性原则”。如通过横向比较同期同类的评级结果可以清晰追溯出一致的评级标准与评级模型，则可有利佐证评级结果的合理性。反之，法院则极有可能会对存在偏差评级结果的合理性产生质疑，进而认定评级机构存在过错，应当承担相应的债券虚假陈述责任。

（三）风险防范建议

1. 严格对照各项信用评级法律、法规、部门规章、监管规则、执业规范、自律指引等规定，制定并贯彻精细化的信用评级工作规程。
2. 严格贯彻信用评级的“一致性原则”，建立评级结果常态化的横向校验机制，对于个别项目中的偏差情况，视情况及时调整相应的信用评级模型，并就调整操作形成详实的合规性、合理性的论证记录。

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：

尤杨

电话： +86 10 8524 9496

Email: yang.you@hankunlaw.com