

债券违约潮下的应对之策（之一）

一、券商面临的法律责任及风险防范

编者案：债券违约潮下，债券承销商及受托管理人如何妥善履行职责、有效防范风险？如何通过破产重整积极应对违约、促进债权实现？如何有效应对诉讼、降低民事赔偿风险？君合证券团队、诉讼团队、破产团队近期联合推出系列法评，从多个角度提出应对之策，为债券违约中的风险处置提供全流程的法律服务。

近期国内债券市场频频发生的债券违约事件引发整个市场高度关注。业内分析其原因主要在于：一方面在金融市场去杠杆的大背景下，企业再融资难度加大；另一方面，部分企业由于产业结构调整、企业快速扩张、成本上升无法向下传导等原因导致出现经营困难。债券违约前几年也有发生，比较有市场影响力的包括 2014 年的“11 超日债”违约（首单公募债违约事件），以及 2015 年的“12 湘鄂债”违约（首单债券本金违约）。这两起违约事件的主体都是上市公司，最终都通过引入外部投资方得以和解并全额兑付，其原因主要还是因为上市公司本身具有壳价值。但对于非上市公司特别是中小民营企业的债务违约，将存在较大的兑付风险。

虽然债券违约的导火索通常是企业自身经营出现了问题，但券商作为债券的承销商和受托管理

人，在特定情况下亦有可能面临相应的法律责任。本文就债券违约下券商可能涉及的相关法律责任类型以及应对之策进行梳理、分析。

一、民事责任

一旦发生债券违约，投资人在向债务人追偿无望的情况下，往往把希望寄托在有较强资金实力的承销商、受托管理人身上，券商可能因此成为民事赔偿诉讼的被告。券商承担民事赔偿责任，既可能是基于违反承销协议或者债券受托管理协议的违约行为，也可能是基于证券虚假陈述中的单独或共同侵权行为，下文将重点针对证券虚假陈述民事责任展开分析。

（一）券商承担证券虚假陈述民事责任的法律依据

《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）第六十九条规定：“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料，有虚假记载、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，发行人、上市公司应当承担赔偿责任；发行人、上市公司的董事、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，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；发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。”

上述规定明确了对于因发行人、上市公司信息披露违法行为导致投资者遭受损失的，承销商应与发行人承担连带赔偿责任，举证原则适用“过错推定原则”，即由承销商承担证明其无过错的举证责任，而无需提起诉讼的投资者举证承销商存在过错。这有别于一般民事诉讼中“谁主张，谁举证”的原则，对于券商来说增大了自证清白的举证难度。

(二) 民事诉讼的立案前置程序

最高人民法院（以下简称“**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》第5条规定：“投资人对虚假陈述行为人提起民事赔偿的诉讼时效期间，适用民法通则第135条的规定，根据下列不同情况分别起算：（1）中国证券监督管理委员会或其派出机构公布对虚假陈述行为人作出处罚决定之日；（2）中华人民共和国财政部、其他行政机关以及有权作出行政处罚的机构公布对虚假陈述行为人作出处罚决定之日；（3）虚假陈述行为人未受行政处罚，但已被人民法院认定有罪的，作出刑事判决生效之日。”

上述规定对虚假陈述民事赔偿设定了前置程序，近些年关于是否适用前置程序的问题在实务中也存在一些争议。2015年12月24日，最高院《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》指出，“依法受理和审理虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件，维护证券交易市场上投资者的合法权益。根据立案登记司法解释规定，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。”但据了解，目前法院在受理此类案件时，通常仍需相关行政处罚决定书或者刑事裁判文书作为立案的前置条件。最高院在今年3月份审理系列证券虚假陈述责任纠纷再审案件时，就明确指出立案时需要提交行政处罚决定书/刑事裁判文书。

(三) 因果关系的认定

如果券商因为尽职调查或受托管理不尽责等原因被监管部门采取了行政处罚或行政监管措施，那么是否意味着不论其过错大小、性质情节严重程度，券商都要对虚假陈述纠纷中投资者债券交易损失承担连带赔偿责任呢？

笔者认为，在此情形下，应分析券商的过错是否导致发生证券市场虚假陈述行为（即在证券发行或者交易过程中，信息披露义务人对重大事件作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述，或者在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为），以及前述证券市场虚假陈述行为与投资者损害后果之间是否存在因果关系。最高院《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》指出：“要在传统民事侵权责任的侵权行为、过错、损失、因果关系四个构成要件中**研究证券侵权行为重大性、交易因果关系特殊的质的规定性**。重大性，是指违法行为对投资者决定的可能影响，其主要衡量指标可以通过违法行为对证券交易价格和交易量的影响来判断。交易因果关系是指违法行为影响了投资者的交易决定。重大性、交易因果关系是为了限制或减轻行为人责任的制度安排。**侵权行为不具有重大性或者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。**”

二、行政责任

券商承担行政责任的表现形式包括受到中国证券监督管理委员会（以下简称“**中国证监会**”）

及其派出机构行政处罚、被采取行政监管措施或市场禁入措施。主要的违法行为种类及依据列举如下：

（一） 未勤勉尽职及违反业务规则

《证券法》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。”

《公司债券发行与交易管理办法》第三十四条规定：“承销机构承销公司债券，应当依据本办法以及中国证监会、中国证券业协会有关尽职调查、风险控制和内部控制等相关规定，制定严格的风险管理制度和内部控制制度，加强定价和配售过程管理”，以及第五十八条规定：“对违反法律法规及本办法规定的机构和人员，中国证监会可采取责令改正、监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令参加培训、责令定期报告、认定为不适当人选、暂不受理与行政许可有关的文件等相关监管措施；依法应予行政处罚的，依照《证券法》、《行政处罚法》等法律法规和中国证监会的有关规定进行处罚；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关，追究其刑事责任。”

（二） 信息披露违法

《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。”

（三） 违反投资者适当性管理规定

《公司债券发行与交易管理办法》第五十九条规定：“发行人、承销机构向不符合规定条件的投资者发行公司债券的，中国证监会可以对发行人、承销机构及其直接负责的主管人员和其他直接责任人员采取本办法第五十八条规定的相关监管措施；情节严重的，处以警告、罚款。”

（四） 违反受托管理人责任

《公司债券发行与交易管理办法》第六十六条规定：“发行人、债券受托管理人等违反本办法规定，损害债券持有人权益的，中国证监会可以对发行人、受托管理人及其直接负责的主管人员和其他直接责任人员采取本办法第五十八条规定的相关监管措施；情节严重的，处以警告、罚款。”

笔者认为，如果监管部门对券商追究行政责任，应由监管部门证明券商存在过错，这一举证责任有别于券商在应对投资者民事赔偿诉讼中举证责任倒置的制度安排。

三、刑事责任

（一） 相关法规

《中华人民共和国刑法》第一百六十条关于“欺诈发行股票、债券罪”的规定如下：“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。”

《中华人民共和国刑法》第一百六十一条关于“违规披露、不披露重要信息罪”的规定如下：“依法负有信息披露义务的公司、企业向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告，或者对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露，严重损害股东或者其他利益，或者有其他严重情节的，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处三年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处二万元以上二十万元以下罚金。”

如果券商从业人员在债券欺诈发行或违规披露、不披露重要信息犯罪过程中有协助发行人造假的行为，不排除该个人以共同犯罪论处；而从券商单位承担刑事责任的角度，则需要判断是否符合单位犯罪的认定条件，包括是否以单位名义实施犯罪、违法所得是否归单位所有、犯罪行为是否体现单位意志等。

（二） 相关案例

江苏中显集团、厦门圣达威、中恒通公司等案例中发行人都涉嫌欺诈发行债券罪，其中中恒通公司案更是追究了中介机构人员的刑事责任。

2018年1月31日，上海市第一中级人民法院对发行人作出一审判决，以欺诈发行债券罪判处中恒通公司罚金人民币300万元；对两名被告人分别判处有期徒刑和有期徒刑及缓刑。上海市第一中级人民法院还对涉案会计师事务所相关人员做出一审判决，因犯出具证明文件重大失实罪，分别被判处有期徒刑不等的有期徒刑，并处罚金。上海市徐汇区人民法院对涉案证券从业人员边某某作出一审判决，边某某犯非国家工作人员受贿罪，判处有期徒刑及没收违法所得。

中恒通公司的案例中出现券商工作人员被判刑责，但该名券商工作人员并非以欺诈发行罪判刑，而是以非国家工作人员受贿罪被判刑，属个人行为。

四、关于对券商责任防范措施的建议

一旦发生债券违约事件，券商不仅可能面临上述行政、民事、刑事方面的责任，对后续业务的开展也会带来负面影响。因此，有必要从前端加以防范，并加强过程管理，尽可能降低发生违约事件的风险；同时也应建立风险应对机制，以应对突发事件。以下就券商作为承销商或受托管理人各阶段风险防范提出若干建议：

（一） 项目承揽阶段

在项目承担阶段应审慎选择发债主体，制定发行人筛选标准。券商对宏观经济、行业发展具有较强的研究优势，在业务承接环节要深入分析企业的核心竞争力及未来发展趋势，考虑发债主体是否存在潜在的违约风险，必要时可请行业研究人员参与项目前期论证。

就债券业务的特点而言，券商内部承揽、承做激励机制不宜与项目挂钩比例过高，否则不利于业务风险控制；同时，可考虑奖金预留或分期发放机制，以减少员工的短期行为。

（二） 尽职调查和债券发行阶段

尽职调查是券商在债券发行中的主要职责，尽职调查存在重大缺失将增大券商后续承担民事赔偿连带责任以及行政责任的风险。从现有案例可以看出，券商在债券发行承销阶段是否勤勉尽责地履行尽职调查和信息披露义务，最容易受到监管部门和投资者的质疑。这一阶段主要依赖券商的专业能力及认真负责的态度，应严格按照相关规定进行尽职调查并保留完整的工作底稿。

需要重点关注的事项包括：审慎判断发行人是否满足债券发行条件、财务数据是否真实可靠、是否充分披露关联方资金往来、资金占用、对外担保及诉讼仲裁、资产权属及抵押质押等情况、资产负债率是否过高、对外扩张是否激进等。

(三) 债券销售环节

充分履行信息披露义务，对于非公开发行的债券，券商应切实做好合格投资者管理工作，不进行违规承诺，留存好相关资料备查。同时，承销团内部的责任也应清晰约定，避免日后产生纠纷。由于分销商仅负责销售，而未参与尽职调查、信息披露及受托管理的相关工作，因此分销商应对自身责任予以合理限定。

(四) 债券存续期的管理

1、券商应严格按法规和债券募集说明书要求，切实履行受托管理责任，勤勉尽责，督促发行人履行信息披露义务、提高公司治理水平和财务管理水平，督促发行人履行到期还款义务。

2、及时了解发行人财务状况，尤其需关注发行人资产负债率及融资成本的变动、是否存在异常的对外担保（如被担保方是否出现债务危机）、资金拆借、关联方资金占用等可能损害公司偿债能力的事项。

3、妥善签署受托管理合同，明确各方权利义务，加强对债券发行人作为信息披露第一责任人的约束机制。对于因发行人的原因导致券商承担责任的，应有相应的补偿或救济手段。

4、要求发行人聘请可信任的审计机构，保持与审计机构的密切沟通，以及时发现公司的潜在风险。例如富贵鸟债券违约事件中，相关会计师事务所在审阅公司中期财务数据时发现了前期未披露的担保事项，受托管理人券商也及时公告了富贵鸟及其子公司存在大额违规对外担保事项及资金拆借事项，券商积极履行受托管理人责任的行为有助于证明其勤勉尽责。

5、加强对募集资金使用的监管，及时了解投资进度。

(五) 风险事件处理阶段

1、如果一旦发现违约可能，券商内部应立即由业务、合规、风控等部门组成专门小组，必要时可聘请外部律师、危机公关公司协助。因涉及多方利益协调，工作小组人员需有较强的专业水平和沟通协调协调能力，切实履行信息披露义务、召集债券人会议，甚至代表债权人提起诉讼、申请破产重整等。工作小组除了做好受托管理人的各项工作以外，还需加强市场舆情管理，为引进外部资金方提供必要的协助，争取主导与资金方的谈判。

2、如果券商被投资者起诉要求赔偿损失，券商需要举证证明自己已勤勉尽责，即已切实履行前述各环节的法定和约定责任。如果券商被监管部门采取了行政处罚或行政监管措施，可进一步论证自身的过错是否导致发生证券市场虚假陈述行为、与投资者交易受损之间是否存在因果关系，以及如何合理确定赔偿范围等。在此阶段，应聘请专业的诉讼律师介入。

聂明 顾问 电话：86 20 28059039 邮箱地址：niem@junhe.com
吴曼 顾问 电话：86 755 2587 0866 邮箱地址：wum@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

