

# 重整中“债转股”对证券虚假陈述责任的影响

范志勇 唐晓庆

**摘要：**债券投资者在发行人重整程序中自愿选择“债转股”的，无论是否在重整中实现全部的债权清偿，“债转股”实施完毕后，投资者面对发行人已不存在法律意义上的损失，投资者无权追究重整后发行人的证券虚假陈述赔偿责任。因重整与证券监管的价值目标相异，重整文书认定的情况不宜直接作为认定发行人虚假陈述的证据。发行人虚假陈述的认定，须经过“重大性”标准的审视。债券投资者根据公允的转股价格核定未在重整中实现全部债权清偿的，有权向第三人担保人请求清偿，或者主张“看门人”承担相对独立的虚假陈述责任。发行人重整程序启动后计算的利息，以及违约债券引发的逾期利息、违约金、实现债权的合理费用等在“看门人”的赔偿责任范围内。

**关键词：**重整计划；债转股；证券虚假陈述；损失；看门人

[中图分类号]D922.291.92; D922.287 [文献标识码]A [文章编号]2096-6180(2024)01-0123-15

## 一、问题的提出

为进一步保护投资者权益，规范证券市场秩序，我国不断完善证券虚假陈述责任法律制度，我国证券市场虚假陈述侵权民事赔偿诉讼也进入了新的发展阶段。据统计，2022年全年及2023年上半年，全国法院系统共受理虚假陈述责任纠纷案件3.5万件，请求赔偿350余亿元。<sup>(1)</sup> 证券发行人涉及虚假陈述责任，有可能与破产程序相关联。譬如，公司在发行证券的过程中因涉嫌虚假陈述而被提起特别代表人诉讼，公司面临的巨额索赔可能会使其陷入债务困境而进入破产程序，康美药业股份有限公司证券虚假陈述案（下称“康美药业案”）即此类由于证券虚假陈述而导致破产的典型案。康美药业因丧失债务清偿能力而启动了破产重整程序，根据2021年11月26日广东省揭阳市中级人民法院批准的康美药业的重整计划，其无担保的普通破产债权在50万元以下的部分予以现金清偿，对于50万元以上的部分采取债转股、信托计划等多样化的清偿

【作者简介】范志勇，法学博士，北京交通大学法学院副教授；唐晓庆，北京市尚公律师事务所合伙人。

【基金项目】中央高校基本科研业务费专项资金项目（项目批准号：2021RCW120）。

(1) 《完善法规建设对内幕交易和操纵市场行为进行民事追责》，载搜狐网2023年9月18日，[https://www.sohu.com/a/721391154\\_114986](https://www.sohu.com/a/721391154_114986)。

方式，但在“康美药业案”中受到损失的大量投资者的债权诉求是否在重整计划中得到全额清偿不无疑问。虽然“康美药业案”中的投资者并未在重整中“债转股”后，对债务人的证券虚假陈述责任再次提出索赔，但同样存在相关的模糊地带。除此情形之外，我国司法实践中尚有重整中进行的“债转股”实施完毕，投资者复又诉请追究债务人证券虚假陈述责任的情况，尤其是债务人在发行债券过程中的虚假陈述责任。譬如中信信托有限公司起诉“亿阳债”发行人亿阳集团股份有限公司以及相应承销商证券虚假陈述案，黑龙江省高级人民法院在二审判决书中认为，即使转股价格是否公允存在争议，但依据《中华人民共和国企业破产法》（下称《企业破产法》）第92条的规定，原告所主张的发行人虚假陈述责任赔偿的债权，已在发行人破产重整中“债转股”操作下全部清偿完毕，发行人与承销商均不再承担清偿义务。<sup>(2)</sup>又如金元顺安基金管理有限公司诉“16金茂01债券”的发行人山东金茂纺织化工集团有限公司（被追加为共同被告）以及债券承销商等中介机构案，同样是在债券发行人破产重整计划成功执行，乃至重整中经由“债转股”成立的东营融创控股有限公司开始盈利后，投资者向法院起诉主张发行人与中介机构承担证券虚假陈述责任。<sup>(3)</sup>

本文集中就重整债务人作为债券发行人的情形展开，当债务人涉嫌证券虚假陈述行为的实施日甚或揭露日、基准日均发生在其破产重整程序启动之前，在债务人重整计划实施完毕，破产重整程序终结之时，重整中已然落实的“债转股”具有何种效力？重整中“债转股”对于回溯认定债务人早期发行债券时涉嫌的虚假陈述责任的认定以及投资者的损失赔偿有何影响？此外，债券承销商、会计师事务所、律师事务所等中介机构，即所谓的“看门人”以及第三人担保人在债券发行人破产程序之后，是否仍须对投资者承担虚假陈述责任，换言之，债券发行人破产重整程序中的“债转股”对于“看门人”以及第三人担保人的虚假陈述责任有何影响？这是本文所要研究的重点问题。

## 二、重整中“债转股”的效力

“债转股”往往作为困境企业克服债务危机的重要法律工具，在债务人庭外重组以及破产重整等较为广泛的领域获得适用。<sup>(4)</sup>要探究在债券发行人破产重整程序中进行的“债转股”，对于债券发行人、第三人担保人、证券服务中介机构等主体所承担的证券虚假陈述责任造成了何种根本性影响，须首先明晰重整中“债转股”的法律效力，而这一问题在我国当前的破产立法中并不明确，学理上仍然存在一定的争议。

---

(2) 黑龙江省高级人民法院民事判决书，(2021)黑民终2062号。

(3) 北京金融法院民事裁定书，(2021)京74民初389号、(2021)京74民初390号、(2021)京74民初391号；北京市高级人民法院民事裁定书，(2022)京民辖终30号。

(4) Karl Clowry, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, 7 *European Company Law* 51, 51–58 (2010).

### （一）重整中“债转股”的生效要件

2016年10月出台的《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见（附：关于市场化银行债权转股权的指导意见）》（国发〔2016〕54号）开启了我国市场化债转股的道路，其不同于我国在20世纪90年代开展的政策性债转股。重整程序中的“债转股”为市场化债转股的重要类型，是按照一定的比例将债权人所享有的债权折算为针对重整债务人的股权，通过调整债务人企业的出资人权益进而以股抵债的一种市场化的债权清偿方式。<sup>〔5〕</sup>这也是域外重整中“债转股”通常的操作方式。譬如在法国，通过债权人认购股权，并将由此产生的出资义务与其持有的公司金钱债权相互抵销的方式，来完成重整中“债转股”的操作。<sup>〔6〕</sup>在困境企业进入重整程序后，偿债财产极其有限，通过挖掘债务人企业的股权价值，可以有效扩充可用于偿债的债务人财产。但与其他偿债财产不同的是，转股之股权价值具有不确定性，能否在实质意义上实现“债转股”预期的偿债目的，取决于困境企业能否成功地重整再生。而通过“债转股”使债权人的身份改变为债务人企业的股东，权利人法律地位的变化也促使权利人对于参与债务人企业的重整拯救工作、监督重整计划的实施具有了积极性，推动债权人与债务人形成利益共同体，有利于困境企业的重生。<sup>〔7〕</sup>在“ST舜船”以及东北特钢等大型企业重整案例中，均有着“债转股”的操作，其配合现金清偿等方式发挥了较好的重整作用。

结合重整中“债转股”的界定，可以总结出其具有的双重法律属性，既作为重整程序中债权的清偿方式，须遵循破产立法中关于债权公平清偿的特殊规范；又是以债权向债务人企业出资的行为，须符合公司、证券立法关于股东出资的相关规定，“债转股”执行完毕也以完成公司资本与股东变更登记手续为标志。<sup>〔8〕</sup>由于“债转股”将权利人的破产债权转为权利顺位劣后的股权，且使权利人增加承受了重整企业拯救失败的商业风险，因此，权利的降等与股权的变更性创设，在无明显破产法律依据的情况下，超越了破产程序本身能够调整的合法性范围，属于权利人对自我权利的处分行为，不应受到破产程序中债权人会议多数决的效力约束，应当在“债转股”过程中充分贯彻债权人自愿决定的原则，并向债权人提供其他的合理的债权清偿方案以供选择。<sup>〔9〕</sup>不同意“债转股”方案的债权人仍可以通过接受其他债权清偿方案而认可重整计划草案，从而不会对重整工作的进展以及重整计划表决的利益格局造成实质性影响。法院在审核债权人会议表决通过的重整计划草案时，发现有债权人拒绝接受其中的“债转股”方案的，则不应裁定批准重整计划，

---

〔5〕 在我国实践中按照出资人权益调整方式的不同，重整中“债转股”主要可以分为两种类型：以企业的资本公积金转增股本分配给债权人的债转股；以企业出资人直接“让渡”股份抵偿债权的债转股。参见邹海林：《透视重整程序中的债转股》，载《法律适用》2018年第19期，第81页。

〔6〕 [法] Francois-Xavier Lucas：《法国破产重整方案中的债转股问题研究》，种林、张文韵译，载《政法论丛》2019年第1期，第153页。

〔7〕 杨松：《“僵尸企业”破产重整中银行债权实现的法律保障》，载《政法论丛》2017年第1期，第51页。

〔8〕 王欣新：《企业重整中的商业银行债转股》，载《中国人民大学学报》2017年第2期，第3-5页。

〔9〕 王欣新：《再论破产重整程序中的债转股问题——兼对韩长印教授文章的回应》，载《法学》2018年第12期，第127页。

法院在重整程序中享有的法定强制裁定批准重整计划的权力也应受到同样的限制。因此，重整中“债转股”产生效力的前提要件为债权人自愿决定，以及有其他合理的债权清偿方案可供选择，这也是市场化债转股的题中应有之义。

## （二）“债转股”与重整债权清偿率的关系

重整中“债转股”并非必然意味着百分之百的债权清偿率，否则也就不会有债权人依据《企业破产法》第92条的规定，在重整计划执行完毕后，就未全额受偿的债权向第三人担保人索赔的适用空间。但对于如何计算“债转股”后的债权清偿率，因缺乏立法规范依据，司法实践中存在争议。在日林建设集团有限公司与中国进出口银行保证合同纠纷案中，法院认为，重整计划中明确载明“债转股”并不当然视为全额清偿，要依据清偿率的公式计算，即“清偿率=（抵偿获得的股权数量×每股价值）÷股权抵偿对应的债权金额”，每股价值以评估机构出具的股权价值评估报告为准，法院最终支持债权人就未全额受偿的债权部分向保证人主张清偿责任。<sup>〔10〕</sup>而在上海子好实业有限公司、上海阿赞贸易有限公司票据追索权纠纷案中，法院持相反的观点，认为债权人的债权在成功转换为股权之后消灭，债权人不得再向连带债务人索赔。<sup>〔11〕</sup>综合而言，重整计划宣称的债权清偿率并不足据，根据公允的股权价值衡量债权清偿情况更为合理。然而，债务人企业的股权价值在重整程序启动后受到极大的影响，因债务人丧失债务清偿能力的事实，在一定意义上，其股权价值接近于零，但倘若重整成功后，债务人的股权价值却是可以期待的。<sup>〔12〕</sup>因此，转股价格大多考虑到重整成功率的预期，甚至为实现既定的重整债权清偿率的目标而刻意设定某一转股价格。加之在重整程序中债务人的股权难以公开流通、交易，缺乏公开、透明的股权市场价值以比较、衡量转股价格的公允性，加剧了判断以股抵债之合理性以及计算债权清偿率的难度。

目前，实践中的债转股通常以评估、审计报告来参考定价，但其评估中充斥着企业重整的发展前景、未来盈利能力的预估以及重整利害关系人之间的博弈等不确定性、非量化的因素，难以发掘更为精准的股权定价方法。对此，可以尽量对照目标股权在临近时点的市场化价格来辅助判断转股定价是否合理，譬如，对于上市公司债务人在破产管理人或者自行管理的债务人推出重整计划之际，其股票的市场交易尚未中止，当转股的每股定价显著高于该股票的市场价格时，除非有足够充分且正当的理由予以解释，否则该转股定价难谓合理。又如，破产管理人所引入的外部重整投资者，其入股的每股价格明显低于转股的每股价格的，在投资者无其他特别对价付出的情况下，可基本得出转股定价有失公允的结论。当然，转股价格不可避免地会受到相关主体对重整企业未来发展前景预期性因素的影响，此类主观性因素难以量化，有赖于通过市场化法治化的程序，在充分保障债权人知情权的前提下，经过双方的协商，由债权人自愿选择确定转股价格，这

〔10〕 北京市高级人民法院民事判决书，（2021）京民终3号。

〔11〕 河北省高级人民法院民事判决书，（2020）冀民终819号。

〔12〕 在出售式重整模式下，重整后债务人的股权价值实则为重整中设立的新公司的股权价值，但其往往延续了债务人的核心营业与主要资产。

一转股价格相对是合理的。同时，法院在债权人会议表决通过重整计划草案后，仍然要对重整计划中的“债转股”方案进行实质审查，可进一步剔除不合理的转股价格。而重整中“债转股”所实现的债权清偿率，应当依据调整后的公允转股价格来衡量。

### （三）重整中“债转股”的效力分析

首先，重整中“债转股”之效力的发挥，并不取决于重整债权清偿率。不论重整中“债转股”是否实现了对破产债权的完全清偿，债权人自愿选择了重整中“债转股”的方案，并无其他重整后的留债安排，且载有“债转股”安排的重整计划被法院裁定批准并执行完毕，债务人对于债权人均不再承担重整程序启动前的债务。当然，依照公允的股权定价而由债权人自愿选择的债转股，必然也将具有消灭债务人重整前相应债务之效力。即使债务人自身为债权人设定了担保物权，当债权人自愿选择了重整中的“债转股”后，其基于担保物权而得以在债务人破产程序中享有的别除权也将与所担保的债权一并在转股后消灭。<sup>〔13〕</sup>重整中“债转股”这一效力，是由其作为重整债权清偿方式的法律属性所决定的，得以获偿消灭的债权类型多样化，既包括普通无担保债权，也可能涵盖了有财产担保的债权、法定优先债权等债权形态，而重整债权清偿率与重整债权获得合法化清偿往往无直接关系。

其次，重整中“债转股”对于第三人担保人与其他连带债务人的效力，则受制于重整程序中是否进行了公平、自愿的债转股操作。债权人对于重整计划中免除第三人担保人或其他连带债务人之责任的条款须谨慎表决。债权人对第三人担保人或其他连带债务人的请求权属于法定权利范畴，重整计划不得侵害债权人的这一合法权利，仅在依照公允的股权价值计算得出债转股结论的情况下，债权人自愿作出的此项豁免债务的承诺方才可能有效。否则，即使债权人会议各利害关系人组表决通过载有此类免责条款的重整计划草案，法院在审核重整计划草案的内容时亦不应予以裁定批准。由此，在重整计划自我宣称百分百的债权清偿率，而实质上存在不合理的股权定价的事实之时，无论对于判断重整中“债转股”的价格公允性与实际清偿率，还是分析债权人处分面向第三人担保人或其他连带债务人的请求权的效力而言，均无实质意义。

最后，在“债转股”实施完毕之后，原债权人享有的债权经过转股已然受偿完毕，因重整计划执行失败等原因而使破产重整程序转入破产清算程序的，依据《企业破产法》第93条的规定，债权人在重整计划执行失败后，其因执行重整计划所受清偿有效。<sup>〔14〕</sup>前文已述及，重整中“债转股”具有债权清偿与公司出资的双重性质，在基于公允转股价格计算的“债转股”实施完毕，重整公司登记机关已完成由债权人身份转换而来的新股东登记后，“债转股”属于《企业破产法》

---

〔13〕 虽然物权担保债权人在遭遇债务人破产后，仍得以依据破产立法的相关规定就担保物享有特别优先受偿权，却不排除物权担保债权人自愿选择将物权担保债权转换为股权的可能，譬如在不足额担保的情况下，担保物的价值不能覆盖全部的债权额，又如担保物的处置与变现较为困难，抑或担保物的市场价值不佳，在处分的过程中担保物的价值会受到极大的贬损，基于诸多因素的考虑，在预期重整企业未来的盈利空间后，物权担保债权人可作出理性的“债转股”的抉择。

〔14〕 董新义：《强制批准规则在债转股重整中的控制性适用》，载《中国政法大学学报》2020年第5期，第106页。

第93条规定中所指涉的继续有效的“因执行重整计划所受的清偿”，而非“未受清偿”的破产债权。由于依法、合理实施的债转股已然消灭了原有债权，缘于纯粹商业风险的重整失败，属于由债权人变更而来的股东应承担的市场风险，所转股权不得再恢复转股前的债权状态。<sup>〔15〕</sup>同时，作为债权出资行为的债转股，在所转股权完成工商登记变更后，便产生公司法意义上的公司出资效力，权利人在债务人重整失败后对于恢复债权的主张，实则为抽逃债权出资，将破坏公司资本充实原则与重整企业的资本信用。<sup>〔16〕</sup>因此，转股价格公允、债权人自愿接受的重整中“债转股”应当具有一定的不可逆性，否则会纵容转股债权人的道德风险，不仅有碍于债务人企业的再生，也会造成全体债权人之间债权受偿利益的失衡，有悖于破产债权公平清偿的价值目标。

### 三、重整中“债转股”对追究发行人虚假陈述责任的影响

在实践中，倘若在证券监管部门对债券发行人的虚假陈述行为予以处罚，抑或法院已通过司法判决明确发行人的虚假陈述责任之后，破产重整程序方才启动，则往往不会存在重整后再追究发行人虚假陈述责任的证据问题。本部分研讨的情形是发行人重整程序启动之前并未被实质性地认定或追究证券虚假陈述责任，而在重整中“债转股”后，投资者又向发行人追究证券虚假陈述责任，此时的证据认定问题。法院批准重整计划的民事裁定书以及载有“债转股”等安排内容的被法院批准的重整计划，甚或法院作出的关联企业实质合并重整的民事裁定书等广义上的重整相关文书中，可能会涉及一些关于重整企业资产与负债状况、利润情况或者公司人格混同等信息，其能否直接作为债券投资者在重整程序后主张重整发行人承担证券虚假陈述赔偿责任的证据，并产生相应的证明力，须根据破产重整与证券监管不同的价值目标来具体研讨，不可一概而论。即使结合重整文书中的相关信息与其他证据，可以认定发行人在发行案涉债券的过程中具有违规披露行为，但能否因之认定发行人构成证券虚假陈述责任，还须经过“重大性”标准的审视。当投资者在债务人重整程序中自愿选择定价公允的“债转股”方案后，其面向债券发行人将不存在法律意义上的损失，债券发行人的虚假陈述责任将伴随重整程序终结而消灭。

#### （一）重整文书的证明力

首先，法院裁定批准的重整计划中可能包含有重整企业经审计的账目资产总额，当其显著低于发行人前期发行债券的募集说明书或者后续陆续披露的年度财务报告中记载的自身资产总额时，债券投资者若以此发行人进入重整程序后的资产审计结论作为证据，来证明发行人在债券发

---

〔15〕 有观点认为“债转股”的性质为债务人违约后的代物清偿，依据代物清偿的瑕疵担保法理，原债权基于债权消灭的原因消失而得以“复活”，不至于沦为劣后的股权顺位。参见崔军：《代物清偿的基本规则及实务应用》，载《法律适用》2006年第7期，第56页；韩长印：《破产法视角下的商业银行债转股问题——兼与王欣新教授商榷》，载《法学》2017年第11期，第64页；姚启建：《商业银行不良资产债转股的法律问题及其对策》，载《法学杂志》2019年第8期，第120页。本文认为重整中“债转股”的属性应以破产立法为主、公司立法为辅来认定，不宜遵循纯粹的民事法理，尤其在破产法等商事规则与民事法理相冲突的情况下，按照特别法优于一般法的法律冲突处理规则，在商事程序中应当适用商法规范。

〔16〕 王欣新：《再论破产重整程序中的债转股问题——兼对韩长印教授文章的回应》，载《法学》2018年第12期，第119页。

行过程中对资产的陈述与事实不符，则存在明显的逻辑错误。具体原因包括：第一，从时间节点来看，发行人在相关债券募集说明书中只能对债券发行当年及此前的资产状况进行陈述，无法将发行后相当长时间的经营变化导致的结果对应发行节点应披露的财务状况，而破产审计报告的基准日很可能在债券发行若干年后，两份报告的审计基准日不一致，不能直接作对比分析。第二，发行人在债券发行的募集说明书等文件中对自身资产审计采取的方法，与法院认定重整企业的资产总额采取的审计方法、审计基准日与客观环境可能不同，而不同的资产审计方法与审计计量基础得出的资产额不具有可比性。第三，发行人破产重整程序中审计报告的审计范围往往受到破产目标的限制，集中涉及重整企业的资产与负债情况，而不会对发行人的利润情况进行审计，因此，投资者不应依据重整文书中的信息，主张发行人在发行案涉债券时对利润存在虚假陈述。

其次，法院作出的关联企业实质合并重整的裁定书，一般会对实质合并重整企业之间存在的法人人格要素方面的高度混同、发行人未在债券发行中披露的股权代持等情况予以认定。譬如，重整法院在裁定书中提出关联企业之间因实际控制人同一等原因，导致各自财产及债权债务无法明确区分或区分成本过高等，债券投资者不能直接将该重整司法认定用以对应认定发行人构成发行公司主体不独立的虚假陈述行为。

具体原因在于：第一，法院在发行人重整程序中作出的裁定书，是从关联企业实质合并重整的角度描述的发行人与相关公司存在人格混同的情形，系在特殊司法程序中，为避免每家关联企业单独重整而损害债权人公平受偿合法权益和整体提升重整效率等特殊目的而进行的认定，与公司立法中基于公司常态化运营状况下的个案认定人格是否混同所采用的标准和功能目标均存在差异，后者的目标在于保护特定债权人利益。破产法视角中的实质合并重整乃从整体上否认集团内个体企业的人格独立性，进而全面保护相关企业债权人的利益，其着眼于全体破产债权人的公平受偿。此两种立法目标与证券立法上通过对虚假陈述行为之规制以保障投资者投资安全之功能完全不同，所保护利益性质与主体受众均有所区别。基于不同目的而作出发行人与其他公司人格混同的结论不具有证据的通用性。在破产法的实质合并重整中，特别关注关联企业之间是否存在因人格混同而难以进行财产区分的结果，并不强调对于股东滥用公司人格行为的分析，也即破产法并不关注滥用之主体，此与公司法上的法人格否认特别关注主体要件是完全不同的。<sup>〔17〕</sup>第二，发行人在发布债券募集说明书后至停止交易期间，依据《中华人民共和国证券法》（下称《证券法》）第 79 条、第 80 条等规定，发行人对于保持其人格独立是持续性的要求，持续信息披露制度可分为定期披露制度或结构性披露制度与不定期披露或临时披露制度<sup>〔18〕</sup>，发行人须在定期的信息披露文件中披露相关信息，对于发生重大的相关情况后也应进行不定期披露，其与法院面向实质合并重整的要求所作出的发行人人格混同的重整裁定的评判视角与依据范围不同，法院在重整

〔17〕 蒋大兴：“法人格否认裁判”之效力射程——“法人格否认裁判”是否具有跨域效力？》，载《交大法学》2023 年第 5 期，第 26 页。

〔18〕 周友苏主编：《证券法新论》，法律出版社 2020 年版，第 343-344 页。

程序中裁定确认的关联企业人格混同,其针对全体破产债权公平清偿的认定时点不同于发行人在重整前的信息披露义务时点,无法直接据此得出发行人违反了债券发行的持续性人格独立要求的结论。第三,倘若重整裁定中认定发行人存在股权代持的情况,对此仍须进一步通过其他证据明确股权代持的发生时点,以及代持股权的金额,由此来判断股权代持是否影响债券交易时发行人的实际控制人的变化。有时重整裁定书仅认定了重整程序启动后,重整债务人为了重整工作的开展才签订的股权代持协议,如此情况与发行人的证券虚假陈述不具有交易因果关系,不应成为认定发行人虚假陈述责任的证据。

## (二) 证券虚假陈述责任构成的“重大性”要件判断

“重大性”是信息披露的核心要件,当一项虚假披露信息或不真实、不全面的披露信息,同时满足“重大性”要件内容时,才能构成相关主体的证券虚假陈述责任。我国证券法律规范对于“重大性”的强调,目标在于实现对交易因果关系证明的功能替代。<sup>(19)</sup>“只有具备重大性的虚假陈述信息披露才具有可责性,不具有重大性的‘虚假陈述’,并非证券虚假陈述纠纷意义上的侵权行为。”<sup>(20)</sup>根据《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》)的规定,应当结合《证券法》第81条、第85条的规定来判断是否属于“重大事件”。同时,《虚假陈述司法解释》第10条明确了证券虚假陈述内容具有重大性的标准为:一是虚假陈述的内容属于《证券法》第80条第2款和第81条第2款规定的重大事件;二是虚假陈述的内容属于监管部门制定的规章和规范性文件中要求披露的重大事件或重要事项;三是虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或交易量产生明显的变化。据此,我国证券法律规范对信息披露的“重大性”基本采取了客观性标准,但其中也蕴含着主观性评价因素。一项重要信息直接致使证券价格发生剧烈波动,往往正是由于该信息对于一般投资者的投资预期造成了相当的影响,进而影响到一般投资者的投资决策与投资行为。<sup>(21)</sup>

在判断“重大性”的诸标准中,第三项的“交易价格或交易量”之衡量标准相对而言具有一定的不确定性,有赖于在个案中具体认定。倘若在虚假陈述赔偿纠纷诉讼中,发行人向法院提交的证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化,且无符合其他“重大性”标准的情况,人民法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性,进而得出发行人不构成虚假陈述责任的结论。取消行政前置程序后,根据《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(法〔2020〕185号,下称《债券座谈会纪要》)第22条及《虚假陈述司法解释》第10条,在未规定举证责任

(19) 许德风:《欺诈的民法规制》,载《政法论坛》2020年第2期,第11页。

(20) 孟强、张静静:《证券虚假陈述侵权案件中中介机构民事责任的认定与承担——基于类案裁判的实证分析》,载《经贸法律评论》2023年第2期,第94页。

(21) 缪因知:《信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性》,载《中外法学》2023年第5期,第1325页。

倒置的情况下，应由作为原告的债券投资者负担虚假陈述行为符合重大性要求的举证责任。<sup>〔22〕</sup>因此，债券投资者可以结合虚假陈述的“实施日”“揭露日”“基准日”的交易价格与交易量的变化来证明发行人虚假陈述行为的“重大性”，其中，可以将证券监管机关出具的警示函或行政处罚决定与重整程序中向债权人公告相关发行人重整事项的时点中较早者作为“揭露日”。倘若发行人能够举证证明在揭露日之前，案涉债券已经停牌交易，则发行人未按照规定披露的事项难以构成“重大性”。

### （三）“债转股”后债券投资者的损失认定

《债券座谈会纪要》第 21 条明确规定了债券发行人违约偿付后，债券持有人享有的请求权得以主张的损失范围包括当期利息或者到期本息、逾期利息、违约金、实现债权的合理费用。按照《债券座谈会纪要》第 22 条的规定，就债券发行虚假陈述的损失而言，如投资者已卖出债券，以买入债券加权平均价与卖出债券的加权平均价的差额计算损失；如投资者尚持有债券，可按“债券票面本息”确定损失。其中，以“债券票面本息”计算投资者的损失遵循了违约责任法理，与作为特殊侵权责任的证券虚假陈述责任的基本侵权法理相悖。《虚假陈述司法解释》第 25 条和第 26 条则回归侵权责任法理就损失范围作出了新的规定，明确虚假陈述侵权责任案件的损失为原告因虚假陈述而实际发生的损失为限，包括投资差额损失及其佣金和印花税，并结合证券虚假陈述的揭露日或更正日与基准日等时点来计算投资差额损失，从而避免了投资者因主张证券虚假陈述而获得超越实际损失的赔偿金额的可能，有利于增强投资者风险意识，推动债券市场的良性发展。

此外，针对发行债券而言，作为上市公司的债券发行人在证券交易所集中竞价系统公开挂牌交易，与发行人仅采取网下面向合格机构投资者询价配售债券的情形，在对于投资者注意义务的要求方面应有所区别。合格机构投资者较前者的公众投资者应负有更高的特别注意义务，对于债券募集说明书等债券发行信息披露的相关文件中所声明的财务风险、对外担保风险、流动性负债风险以及因代持股等导致的人格混同风险等诸种经营风险，应当有合理的预见。我国《证券法》第 89 条明确将投资者划分为普通投资者和专业投资者，二者的投资知识和经验、专业能力等因素存在区别。《证券期货投资者适当性管理办法》（2022 年修正）第 7 条第 2 款规定，普通投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面享有特别保护；第 8 条第 1 款第 1 项规定，经有关金融监管部门批准设立的金融机构等机构投资者为专业投资者。进而，普通投资者与专业投资者的注意义务也应有所区分。倘若由于合格机构投资者未尽审慎注意义务导致损失，譬如，机构投资者在购入案涉债券前未履行尽职调查和投资决策程序，投资者自身也存在一定的过错，在投资者向

---

〔22〕除投资者向证券发行人、证券服务机构等主体提起追究其证券虚假陈述责任的民事诉讼外，证券监管机构也可能在证券市场监管活动中，对于相关主体是否实施了证券虚假陈述行为，进而承担相应法律责任予以认定，但行政机关与司法机关对于“重大性”等虚假陈述认定标准存在些许区别。行政机关主要从行政管理的公法视角，着重审查相关主体的信息披露行为是否存在违法违规行为，更为关注证券价格变动的客观情况；而司法机关遵循侵权责任认定逻辑，从私法角度关注对投资者的救济，兼顾证券价格的变动与投资者的决策情况。参见徐宇翔：《全面注册制视域下证券虚假陈述“重大性”要件司法认定研究——以 462 份裁判文书和 45 份处罚决定为分析样本》，载《法律适用》2023 年第 8 期，第 149—150 页。

发行人主张证券虚假陈述责任索赔时应予以一定的考虑；不能当然依据本应适用于不具有专业证券分析能力的中小投资者的“推定信赖”原则，认定投资者的损失与虚假陈述之间存在因果关系。<sup>(23)</sup>

以上是发行人尚维持有债务清偿能力的常态情形下的损失计算方式与损失范围，但发行人破产重整程序的启动与“债转股”的实施，在根本上改变了债券投资者面向发行人的损失范围的核定标准。倘若债券投资者在发行人重整程序中自愿选择“债转股”，并且转股的过程与转股后的工商登记手续的办理均符合相关立法的规定，转股价格亦无明显的合理性缺陷，则债券投资者未兑付的相关债券在发行人重整程序中已通过“债转股”程序得到清偿，即使所转股权价值未能全部覆盖转股前的破产债权额，但投资者选择接受无留债方案的重整计划的，投资者已通过以资抵债的方式实现债权受偿，不影响认定投资者已无法律意义上的损失的结论，依据《债券座谈会纪要》以及《虚假陈述司法解释》的相关规定也就不再具有主张证券虚假陈述责任的基础。在发行人重整之后，投资者所转股权的价值变动，属于转换为股东身份的投资者作为市场主体所应当承受的正常商业风险，投资者不得在经历发行人重整程序中有效的“债转股”后以另行提起与申报破产债权等额的虚假陈述侵权赔偿诉讼的方式来要求恢复被消灭的债权，进而享有转股后确定的未来收益，其实质上是一种法律意义上的双重债权受偿主张，发行人在重整程序终结后不再承担投资者所主张的证券虚假陈述相关损失的清偿责任。总而言之，重整中公平、自愿的“债转股”，在相应的偿债范围内消灭了投资者的损失，不应再依据证券法律规范进行损失的计算，也就不再涉及证券虚假陈述损失计算的问题。

#### 四、重整中“债转股”对发行人之外的其他主体责任的影响

即使相关证据足以认定债券发行人构成证券虚假陈述责任，但伴随着具备生效要件的重整中的“债转股”实施完毕，债券投资者面对重整发行人不应再具有法律意义上的损失，这是重整中“债转股”的法律效力使然。但债券投资者对于发行人的第三人担保人以及债券承销商等中介机构的损失却须遵循不同的核定标准，债券发行人重整中“债转股”的实施对自身与中介机构的虚假陈述责任，以及第三人担保人的责任之效力有别，应当基于不同责任类型的性质而区别讨论。第三人担保人的责任虽并不是证券虚假陈述责任，但它与债券发行人的虚假陈述责任及其损失的认定密切关联，二者极易混淆，有必要专门研讨予以辨析。

##### （一）第三人担保人承担的担保债务范围

投资者无权向第三人担保人主张重整程序启动后计算的债权利息。根据《企业破产法》第92条的规定，经过人民法院裁定批准的重整计划，对全体债权人均有约束力，但债权人对第三人担保人享有的权利不受重整计划的影响。对于《企业破产法》第46条涉及的附利息的债权自破产申请受理时起停止计息的规定，是否可以适用于第三人担保人的担保责任，在《中华人民共和国民

(23) 浙江省高级人民法院民事判决书，(2019)浙民终1414号。

法典》(下称《民法典》)出台前,学理上与司法实践中一直存在争议。<sup>(24)</sup>破产程序启动后停止债权计息之规定,核心理念在于公平地清偿所有的破产债权,这契合破产作为一种概括性的集体偿债程序的特点与主旨目标。<sup>(25)</sup>总结下来,一种观点认为,担保责任相较于主债权具有从属性,当主债权因债务人破产而被依法削减后,担保责任的范围不应大于主债权;另一种观点认为,停止计息是破产立法针对破产债权作出的特别规定,并不具有消灭利息债权这一实体权利的效力,停止计息规则不适用于第三人担保人的担保责任范围,依据担保合同确定的担保责任应当涵盖破产程序启动后继续计算的利息。《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉有关担保制度的解释》(法释〔2020〕28号,下称《担保制度解释》)第22条最终吸收了第一种意见,担保责任所承担的利息债权的责任范围也仅限于破产程序启动前计算的主债务利息。该条文的立法理念在于:第一,贯彻担保债务的从属性原则,这是担保制度法理的根基。我国民事立法的演进体现出对独立担保制度的限制,以及对担保从属性的强化。债权人在破产程序中因担保债务停止计息而承受的利息损失,较主债权诉求而言微乎其微,基于比例原则的考量,不至于因此利息债权而破坏担保之从属性原则。而且,这一立法选择也能够督促债权人及时向担保人主张担保责任,以避免在破产程序中停止计息而导致利息损失。第二,破产法公平清偿所有债权的核心目标使然。债务人破产风险应当由债权人、担保人等多方主体分担,方为公允,否则,将导致担保人承担的债务人破产风险比例过大,甚至极有可能被债务人破产所拖累,致使担保人也滑入破产的深渊。第三,目前我国担保人所担保的债权范围较为广泛,依据我国《民法典》第389条,其涵盖了主债权及其利息、违约金、损害赔偿金、保管担保财产和实现担保物权的费用,担保人已然负担沉重。在债务人破产实践中,不少债权人向担保人主张的债权系通过金融机构不良资产处置以较低代价受让的债权,如果不允许担保人主张停止计息,将会进一步加重不公平的结果。<sup>(26)</sup>

第三人担保人的担保责任范围应以发行人破产重整程序中对债权人的债权实际清偿率为依据。在发行人重整中由债权人自愿选择的“债转股”,具有消灭发行人对外债务的效力,但这一实体债权消灭的效力仅面向发行人展开,而对于对债务人的对外负债提供担保的第三人的担保责任而言,只在重整中“债转股”实际清偿的范围内消灭。结合《担保制度解释》第23条第3款的规定,对于债权人在债务人破产重整程序中未获得清偿的债权,债权人可向第三人担保人主张,但

---

(24) 广东省肇庆市中级人民法院执行裁定书,(2017)粤12执异25号;广东省高级人民法院执行裁定书,(2017)粤执复344号。

(25) 首先,倘若附利息债权在破产程序中持续处于计息状况,则其债权合计数额在破产程序期间将处于变动状态,非但不利于破产管理人清理债权债务关系工作的开展,而且它们同其他的不计息债权相比,实际上享受了不公允的优待。破产程序持续时间越长,持续计息的附利息债权获得的相对分配就越多,而不计息债权则相反。如此一来,不同的利益预期将分化债权人在债权人会议上的决策与对破产管理人行为的评价,增加破产程序成本与管理成本。参见王卫国:《破产法精义》(第2版),法律出版社2020年版,第170-171页。

(26) 郁琳、吴光荣:《与破产法有关的几个担保问题》,载《法律适用》2021年第9期,第14页。

担保人为此承担担保责任后，丧失向重整计划执行完毕后的债务人追偿的权利，这属于第三人担保人所应承担的担保风险。能够得到司法机关支持的诉请范围应包括未在破产程序中全额受偿的债权本金与计算至破产申请受理时的利息。<sup>(27)</sup>然而，倘若破产重整计划进行了债权人自愿的、转股价格合理的全额债转股操作，转股债权人对于违约债券所享有的债权本金以及计算至破产程序启动时的利息即得到了全部清偿，转股债权人因不再具有法律意义上的损失，其不仅不得向第三人担保人主张已在债券发行人重整程序中获得全额清偿的债权，也无权向第三人担保人主张法院受理破产重整申请后计算的债权利息。但若重整债权人仅选择了部分债权进行转股，而其余债权通过现金等方式比例清偿，就后者未获得全额受偿的债权，将落入第三人担保人的担保责任范围。至于因债券违约偿付使债权人享有的逾期利息、违约金、实现债权的合理费用等债权类型，依据举轻以明重的当然解释规则，其应当准用基于第三人担保人的担保债权在破产程序启动后停止计息规则的法理，即受到担保权相较主债权的从属性的限制，第三人担保人与债务人同样在债务人重整后不再承担违约债券所引发的逾期利息、违约金、实现债权的合理费用等赔偿责任。

## （二）“看门人”承担的连带虚假陈述责任范围

在债券发行等须依法依规进行充分信息披露的场合中，债券承销商、会计师事务所、律师事务所与资产评估、资信评级等证券服务中介机构充当着“看门人”的角色。<sup>(28)</sup>基于“看门人”得以取利的声誉基础与其对于自身“羽毛”的爱惜，通过立法科以其较为严格的法律责任负担，能够有效威慑潜在的恶意“看门人”。因此，“看门人”在证券虚假陈述中承担着独立于发行人责任的更沉重的过错侵权责任<sup>(29)</sup>，依据《证券法》第85条的规定，其归责原则具体设定为过错推定责任。同时，“看门人”责任与发行人责任也有一定的关联，譬如，“看门人”可以通过主张发行人提供的相关材料虚假且难以识别等来实现免责或者减轻责任的目标。而当发行人重整中“债转股”依法实施完毕后，债权人面对发行人不再具有法律意义上的损失，此时债权人是否可向“看门人”主张未在发行人重整程序中全额受偿的债权抑或破产重整程序启动后计算的利息部分呢？这值得进一步研讨。“看门人”的虚假陈述责任是一种侵权损害赔偿，其与第三人担保人所承担的担保责任的

---

【27】最高人民法院民事裁定书，（2022）最高法民申60号。由此看来，在保障债权受偿的安全性及全面性，尤其是最大程度地削弱债务人破产对债权人的影响的有效措施是由第三人为债务人的债务提供担保物权，其较债权人接受保证人担保抑或债务人自我设置的担保物权更具优势。

【28】“看门人”主要指那些为了保护投资者，而以自我职业声誉金融产品供给者的产品品质提供担保的市场中介机构，其均为市场中的重复交易者（repeat players），这也是“看门人”拥有可用于担保的声誉资本的奥秘所在。参见[美]约翰·C.科菲：《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3页。

【29】证券服务机构实施的虚假陈述行为的表现形式，可以相应体现为“作为”或“不作为”。在证券虚假陈述场合，既有“积极虚构事实、误导性陈述”式的作为行为，也有消极的“未按照规定披露信息”或“未能发现发行人积极虚假陈述行为”的不作为行为，不妨碍其虚假陈述责任的构成。参见孟强、张静静：《证券虚假陈述侵权案件中中介机构民事责任的认定与承担——基于类案裁判的实证分析》，载《经贸法律评论》2023年第2期，第94页。

法律性质不同，针对发行人重整中“债转股”对二者的效力影响不可类比。<sup>〔30〕</sup>“看门人”所承担之连带虚假陈述责任的法律性质为适用过错归责原则的一般侵权责任，但第三人担保责任为不考虑担保人过错的合同责任。学界对“看门人”责任存在追责过重或过轻的两种倾向，应以“看门人”的过错为中心，构建公平的“看门人”连带责任认定体系，则不会出现畸轻畸重的不公允问题。

重整程序中相关司法文书所涉及的债务人在发行债券的信息披露过程中的违规情况，对于认定“看门人”的证券虚假陈述责任的证明力不足，二者的关联性不强，仍须结合“看门人”自身在出具审核文件中的过错来综合判断其是否构成虚假陈述。倘若现有证据足够认定“看门人”的虚假陈述责任，发行人的责任已经由重整中“债转股”的实施而消解，但“看门人”不得据此主张债权人对己方无损失，其理由主要在于以下三个方面。

第一，被法院裁定批准的重整计划仅对债务人能够产生债务消灭的法律效力，在重整中的“债转股”实质上未实现债权全部清偿的情况下，构成虚假陈述责任的“看门人”作为发行人的连带债务人，与第三人担保人一样应承担债权人未足额受偿的债权的清偿责任，即剔除发行人破产重整的因素之后按照《虚假陈述司法解释》的相关规范计算得出的债券投资者的损失范围与金额，减去债券投资者在发行人重整程序中经由“债转股”等实际获得的债权清偿金额。

第二，即使重整中的“债转股”实现了债权实质上百分之百的清偿，但并无立法规范明确规定除第三人担保人之外的其他连带债务人得以享有破产程序启动后停止计息的债务承担待遇，而且其他非担保的连带债务也不牵涉担保权的从属性问题，亦无参照适用第三人担保权规则的法理依据。因此，作为发行人的连带债务人的“看门人”应对重整程序启动后计算的利息，以及违约债券所引发的逾期利息、违约金、实现债权的合理费用等承担清偿责任。

第三，因债券发行虚假陈述引发的责任纠纷，存在合同请求权和侵权请求权的竞合情形，重整中“债转股”对证券虚假陈述责任的影响，应当遵循以下逻辑：债券投资者在发行人重整程序中自愿选择“债转股”的，已经根据与发行人之间的“合同”实现了违约救济，因此，其对发行人已不存在法律意义上的损失。但“看门人”承担的是连带的侵权责任，其赔偿责任的基础在于发行人给投资者造成了侵权损害。如此两项请求权的竞合，在二者责任重合之处，投资者不应重复主张，即投资者已在破产重整程序中实现的受偿利益，换言之，经由重整中的“债转股”而消灭的法律意义上的损失部分，其无权再向“看门人”主张侵权损害赔偿，基于该赔偿部分的侵权损害赔偿请求权基础已然丧失，否则存在对投资者过度保护以及投资者不当得利的问题。但投资者针对其在破产重整中无法获偿的部分，仍有权向承担虚假陈述责任的“看门人”主张，不构成

---

〔30〕 有学者认为，伴随着资本市场全面引入“看门人”理论，“看门人”制度已扩展至整个证券市场虚假陈述领域，由此，中介机构所承担的较为沉重的这一法定连带责任，虽然对于确保投资者获得充分的损害填补具有一定的积极作用，但其造成的“深口袋”效应也有使其实质上异化为担保责任的风险，不利于中介机构正常经营活动的开展。参见王琦：《审验机构虚假陈述民事责任的制度机理——以威慑功能的实现为逻辑轴线》，载《法学家》2023年第1期，第100页。其所述“看门人”责任的严格化与扩张化趋势，尤其是“看门人”责任展现出的连带债务的形态，与第三人担保人所承担的担保责任的连带债务性具有形式上的相似性，但其与狭义的担保仍存在本质的区别。

请求权竞合而须择一行使的情况，即投资者的该部分赔偿诉求针对“看门人”而言，保有法律意义上的损失的性质。因此，作为发行人的连带债务人的“看门人”应对重整程序启动后计算的利息，以及违约债券所引发的逾期利息、违约金、实现债权的合理费用等承担清偿责任。在债权人对于重整后的发行人无权追责的情况下，积极在诉讼时效内对第三人担保人与“看门人”提出诉请是更为理性的选择。因此，虽然投资者面向的责任承担主体不同，但对“看门人”所承担的连带虚假陈述责任范围的认定，同样受到重整中“债转股”之偿债效力的实质性影响。

## 五、结语

重整中“债转股”的生效要件是债权人自愿决定，以及有其他合理的债权清偿方案可供选择。在此前提下，如无其他重整留债安排，重整计划执行完毕后，发行人将实际免除重整前对于债权人的债务，而不论债权人是否通过“债转股”实现了百分之百的债权清偿率。而“债转股”后重整债权清偿率的计算应当依据公允的转股价格据实衡量，这在重整后债权人向第三人担保人主张其承担担保责任时具有重要意义。重整中“债转股”对认定发行人构成证券虚假陈述的影响有限，法院在发行人重整程序中就重整企业资产与负债状况或人格混同等信息在司法文书中作出的认定，其与证券虚假陈述所面向的金融监管与投资者权益保障的价值目标存在本质的不同，重整司法文书中认定的情况不宜直接作为认定发行人虚假陈述的证据。当虚假陈述的实施、揭露或者更正不会导致案涉债券的交易价格或交易量产生明显变化的，则发行人未按照规定披露的事项不构成证券虚假陈述的“重大性”。即使债券发行人构成虚假陈述责任已得到充足的证据支撑，但在发行人重整中有效的“债转股”实施后，债券投资者对于发行人不再具有法律意义上的损失，但投资者可就在发行人重整程序中未获完全清偿的债权向第三人担保人主张，第三人担保人的担保责任不应超过假设投资者在重整中自愿债转股情形下所能够获得的债权清偿利益。而当“看门人”因过错构成证券虚假陈述责任时，须与发行人的虚假陈述责任与第三人担保人的担保责任相区分，在发行人重整中“债转股”之后，仍应对重整程序启动后计算的利息，以及违约债券所引发的逾期利息、违约金、实现债权的合理费用等承担清偿责任。

## The Influence of “Debt-to-Equity Swap” in Reorganization on the Liability of Misrepresentation on Securities Market

FAN Zhiyong TANG Xiaoqing

**Abstract:** If a bond investor voluntarily chooses “debt-to-equity swap” in the issuer’s reorganization procedure, regardless of whether all creditor’s rights are satisfied in the

reorganization, after the implementation of “debt-to-equity swap”, the investor has no legal loss from the issuer, and the investor has no right to pursue the liability of misrepresentation on securities market after the reorganization. Because the value objectives of reorganization and securities supervision are different, the circumstances identified in reorganization documents should not be directly used as evidence to identify the issuer’s misrepresentation. The determination of the issuer’s misrepresentation is subject to the examination of the “material” standard. When the bond investor, according to the fair share transfer price, has not realized the 100% debt repayment in the reorganization, he has the right to request the third guarantor for repayment, or claims that the “gatekeeper” bears the relatively independent responsibility for misrepresentation. The interest calculated after the issuer’s reorganization procedure is started, as well as the overdue interest caused by the defaulted bond, liquidated damages, and reasonable expenses for realizing the creditor’s rights are within the scope of the gatekeeper’s liability.

**Keywords:** Reorganization Plan; Debt-to-Equity Swap; Misrepresentation on Securities Market; Loss; Gatekeeper

(责任编辑: 王乐兵 汪友年)