

国枫周刊

GRANDWAY WEEKLY

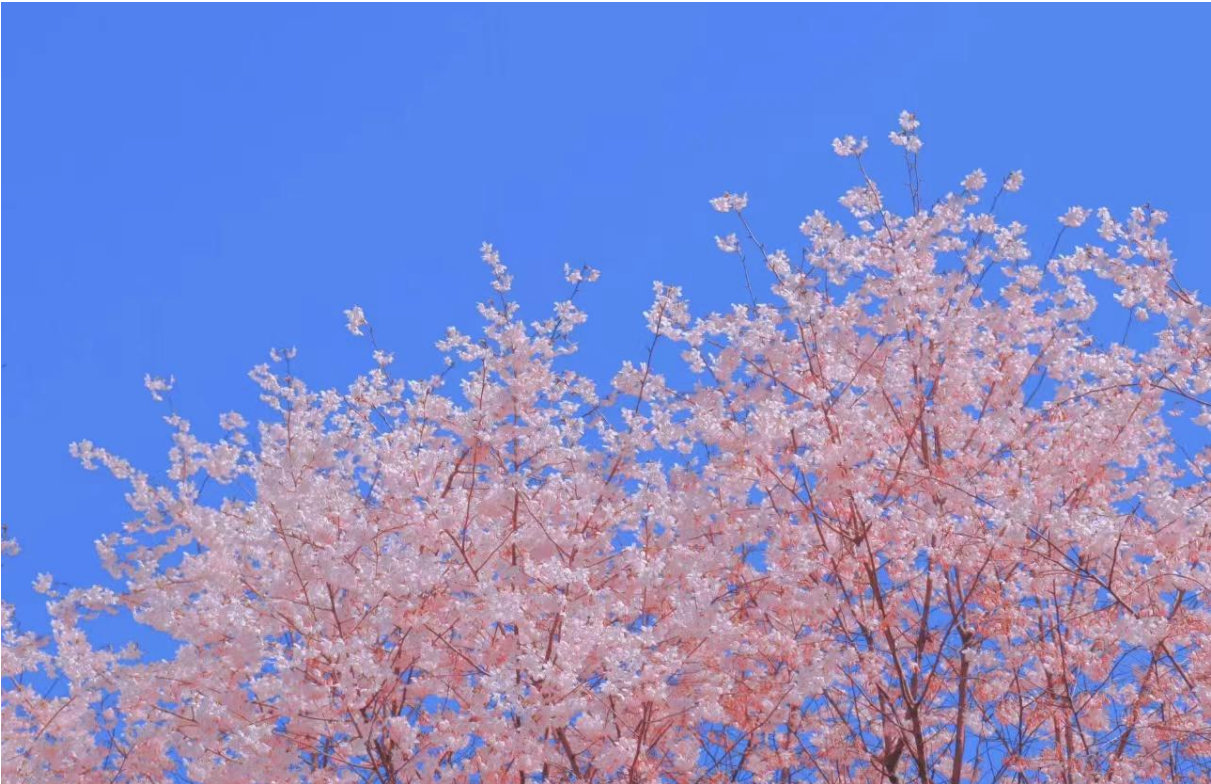


GRANDWAY

2023 年第 08 期

总第 718 期

2023/03/17



北京国枫律师事务所（北京-上海-深圳-成都-西安-香港）

Grandway Law Offices (Beijing-Shanghai-Shenzhen - Chengdu-Xi'an-Hong Kong)

地址:北京市东城区建国门内大街 26 号新闻大厦 7 层 Address: 7/F,Beijing News Plaza,No.26

Jianguomenneidajie 邮编: 100005

Dongcheng District,

Beijing, China, 100005

电话:010-66090088/010-88004488

Tel:86-10-6609-0088/8800-4488

传真:010-66090016

Fax:86-10-6609-0016

网址:www.grandwaylaw.com

Website:www.grandwaylaw.com

（本周刊仅供本所内部交流及本所客户参阅之用）

目录 CONTENTS

目录	CONTENTS	1
国枫动态	GRANDWAY NEWS	3
▲ 国枫成都办公室获“2019-2022年度成都市涉外法律服务先进单位”表彰	Grandway Law Chengdu Office was awarded "2019-2022 Chengdu Foreign Legal Service Advanced Unit"	3
法制动态	SECURITIES INDUSTRY NEWS	4
▲ 最高人民法院、司法部、中华全国律师协会《关于依法保障律师执业权利的十条意见》	Ten Opinions on Protecting Lawyers' Right to Practice According to Law promulgated by the Supreme People's Procuratorate, the Ministry of Justice and the All China Lawyers Association	4
▲ 协会养老金业务委员会 2023 年第一次工作会议在北京举行	The first working meeting of the association's pension Business Committee in 2023 was held in Beijing	6
专题研究	RESEARCH ON CURRENT ISSUES	7
▲ 共益债投资的法律实务要点解析	An analysis of the legal practice of B bond investment	7
▲ 证券虚假陈述纠纷中系统性风险的定义与扣除规则	The definition and deduction rules of systemic risk in securities misrepresentation dispute	14
律所人文	GRANDWAY COMMUNITY	19
▲ 《流浪地球》影评	Film Review	19

▲国枫成都办公室获“2019-2022年度成都市涉外法律服务先进单位”表彰

Grandway Law Chengdu Office was awarded "2019-2022 Chengdu Foreign
Legal Service Advanced Unit"

为鼓励成都市涉外法律服务（律师）机构发展，进一步促进成都市涉外法律服务水平的提升，弘扬律师行业先进典型，近日，成都市律师协会、成都市涉外商事与法律服务中心对成都市涉外法律服务建设和发展作出积极贡献的律师事务所进行了评选及表彰，授予“2019-2022年度成都市涉外法律服务先进单位”称号，国枫成都办公室名列其中。



长期以来，国枫成都办公室积极参与成都市涉外商事与法律服务中心工作，合伙人张宇律师担任“一带一路”国际商事调解中心调解员、外国法查明员，亦是中华人民共和国司法部涉外律师专家人才、四川省涉外律师人才、成都市涉外律师人才及高新区涉外律师人才，其为以色列、法国、澳洲来华投资的企业提供涉外法律服务，也为中国企业走出去到东南亚“一带一路”沿线国投资提供法律服务；同时，国枫成都办公室多名律师系成都市律协涉外法律服务领军人才和后备人才。



国枫成都办公室在涉外法律服务领域具有丰富经验与出色业绩，客户包括大型国企、外国驻华使领馆、知名外企、海外教育机构等，凭借专业高效的服务，国枫成都办公室赢得了各行业客户的高度赞誉。

此次获得表彰，是业界对国枫的肯定与鼓励，我们将再接再厉，一如既往为涉外法律服务建设和发展贡献一份力量。

（来源：国枫公众号）

▲最高人民法院、司法部、中华全国律师协会《关于依法保障律师执业权利的十条意见》

Ten Opinions on Protecting Lawyers' Right to Practice According to Law promulgated by the Supreme People's Procuratorate, the Ministry of Justice and the All China Lawyers Association

为深入学习贯彻党的二十大精神，全面贯彻习近平法治思想，认真落实《中共中央关于加强新时代检察机关法律监督工作的意见》，依法保障律师执业权利，进一步为律师会见、阅卷、听取意见等提供便利，根据《中华人民共和国刑事诉讼法》《中华人民共和国律师法》《人民检察院刑事诉讼规则》等规定，结合工作实际，制定如下工作意见。

一、加强接待律师平台建设

人民检察院 12309 检察服务中心统一接收律师提交的案件材料，集中受理律师提出的阅卷、约见案件承办人、调取证据、查询等事项，为律师执业提供便利。律师可以直接拨打 12309 检察服务热线、登陆 12309 中国检察网或者到 12309 检察服务中心现场提出上述事项。人民检察院应当及时办理，并将办理情况或结果告知律师，做到“件件有回复”。

二、充分保障律师对案件办理重要程序性事项的知情权

人民检察院受理公安机关提请批准逮捕，作出退回补充侦查、改变管辖、提起公诉等重要程序性决定的，应当通过电话、短信、手机 App 信息推送等方式及时告知辩护律师。办案人员的姓名及联系方式也应向辩护律师提供。

三、充分保障律师查阅案卷的权利

人民检察院在律师提出阅卷申请后，一般应当提供电子卷宗，便于律师查阅、复制。律师提出调阅案件纸质卷宗的，人民检察院了解具体原因后，认为应予支持的，应当及时安排。各级人民检察院应当进一步规范电子卷宗制作标准，提高制作效率，确保电子卷宗完整、清晰、准确，便于查阅。对于符合互联网阅卷要求的，应当在三日内完成律师互联网阅卷申请的办理和答复。

四、充分保障律师反映意见的权利

人民检察院听取律师意见，应当坚持“能见尽见、应听尽听”原则，充分保障律师向办案部门反映意见的权利。人民检察院拟决定或者批准逮捕犯罪嫌疑人的，应当在作出决定前征询辩护律师意见。拟当面听取律师意见的，应当由检察官或者检察官助理在专门的律师会见室进行，并配备记录人员，完整记录律师意见和工作过程。当面听取律师意见有困难的，可以通过书面、电话、视频等方式进行并记录在案。

五、及时向律师反馈意见采纳情况

人民检察院应当全面审查律师就办案工作提出的意见，有事实和法律依据的意见应当吸收。在案件办结前，应当通过约见、书面、电话、视频等方式向律师反馈意见采纳情

况及不予采纳的理由，并记录在案。制作法律文书时，应当写明律师相关信息，并载明律师意见、检察机关采纳情况及不予采纳的理由。

六、认真听取律师对认罪认罚案件的意见

人民检察院办理认罪认罚案件，应当认真听取辩护律师或者值班律师的意见。已委托辩护律师的，应当提前通知辩护律师，确保犯罪嫌疑人签署认罪认罚具结书时在场并有明确的意见，不得绕开辩护律师安排值班律师代为见证具结。辩护律师确因客观原因无法到场的，可以通过远程视频方式见证具结；确有不便的，经辩护律师同意，可以安排值班律师在场履职。

七、加强对律师会见权的监督保障

人民检察院应当在看守所、监狱等律师会见场所公布派驻监管场所检察人员姓名及办公电话。律师提出会见在押的犯罪嫌疑人、被告人、罪犯，认为受到相关部门工作人员阻碍的，可以向检察机关提出控告申诉。对相关部门工作人员阻碍律师会见，派驻监管场所检察人员能够当场处理的，应当及时监督相关部门依法保障律师行使会见权；不能当场处理的，应当在五个工作日内审查办理完毕。经审查，认为不符合会见条件的，要及时向律师说明情况，取得理解。派驻监管场所检察室应当与看守所、监狱建立及时畅通的沟通交流机制，促进律师会见问题解决。

八、畅通权利救济渠道

律师认为人民检察院及其工作人员未严格执行本意见的，可以向该检察院或者上一级人民检察院提出控告申诉，也可以向所属律师协会反映，律师协会要及时将问题线索转交检察机关。人民检察院收到相关控告申诉或问题线索后，应当作为阻碍律师执业权利监督案件在第一时间受理，并于十日内办结并书面答复律师。对于律师提出的情况紧急、需要尽快办理的控告申诉，人民检察院一般应当在三个工作日内办理并答复律师。中华全国律师协会维护律师执业权利中心公布各地维权联系电话、联系人姓名，方便律师查询联系。

九、严肃责任落实

人民检察院应当将依法保障律师执业权利工作情况纳入检察人员业绩考评体系，引导检察人员全面履行依法保障律师执业权利的司法责任。人民检察院调查核实后认为律师控告申诉情况属实的，应当及时通知本院有关部门、下级人民检察院予以纠正。本院有关部门、下级人民检察院未予纠正或者纠正不到位的，应当及时了解情况予以通报或移送相关线索。对于检察人员违反职责阻碍律师依法执业需要追究司法责任的，应当按照《人民检察院司法责任追究条例》的规定，严格依法处理。

十、强化沟通协调

人民检察院、司法行政机关和律师协会应当加强沟通协调，切实发挥维护律师执业权利快速联动处置机制作用，及时发现和解决不能保证律师依法行使执业权利问题，做好相关组织、协调和落实工作。地方各级人民检察院、司法行政机关、律师协会每半年召开一次联席会议，相互通报保障律师依法执业工作情况。建立健全检律同堂培训机制，常态化组织开展检律同堂培训。围绕律师执业权利保障、检律互动亲清有度，联合开展专项调研工作，不断提高保障律师依法执业的法治化水平。

（来源：司法部官网）

▲协会养老金业务委员会 2023 年第一次工作会议在北京举行

The first working meeting of the association's pension Business Committee in 2023 was held in Beijing

近日，中国证券投资基金业协会（以下简称协会）养老金业务委员会（以下简称委员会）第一次工作会议在北京召开。委员会委员及授权代表共 25 人参加会议，另有 6 家销售机构代表受邀出席。证监会机构部、中国结算及协会相关负责同志出席会议。会议交流了个人养老金业务落地实施情况，研究讨论了如何推进个人养老金高质量发展，并对委员会下一步工作提出了意见和建议。会议认为，个人养老金制度的建立对构建多层次、多支柱养老保险体系具有标志性意义，也是积极响应共同富裕、增进民生福祉的重要举措。公募基金作为普惠金融的践行者、第三支柱个人养老金体系的建设者，应当坚守金融为民的初心，充分发挥专业价值，从投资长期性、运作稳健性、产品供给多样性、服务便利性等方面保障个人养老金业务规范、可持续发展，满足人民多样化的养老投资需求。会议指出，在个人养老金制度落地实施的关键时期，公募基金行业应主动担当作为，把握机遇，迎接挑战。一是着力提升投研能力建设，深入研究产品设计与投资策略，丰富产品供给，为投资者提供丰富的配置选择和投资工具；二是积极发挥专业服务能力，帮助投资者选择适配个人养老投资需求和风险承受能力的养老金产品，为投资者提供全流程、全生命周期的服务和陪伴；三是持续、多样化开展宣传投教工作，积极传递养老投资理念，激发民众养老保障意识，引导社会形成养老共识；四是全面加强与商业银行、证券公司及独立基金销售机构等沟通对接，凝聚共识、深化务实合作，共同推动个人养老金业务发展壮大。证监会机构部相关负责同志从个人养老金产品纳入范围、投顾服务、信息共享等维度对行业提出的相关问题给予了回应，并表示行业机构应切实提高站位，给予充分重视，加大资源投入，笃行不怠、踔厉奋发，努力打造差异化的竞争优势；监管机构将及时总结业务落地经验，进一步完善配套制度，扎实推进个人养老金投资公募基金业务发展。下一步，协会将在证监会指导下，以“服务、自律、桥梁、创新”为宗旨，聚焦业务发展诉求，持续推动个人养老金业务展业与优化，营造可持续、有活力的养老金业务生态。同时，协会也将发挥好桥梁纽带作用，搭建沟通交流机制，凝聚行业和专家智慧，持续跟踪研究境内外养老金发展新情况、新动态，为公募基金行业服务个人养老金高质量发展积极贡献力量。

（来源：中国证券投资基金业协会）

▲共益债投资的法律实务要点解析

An analysis of the legal practice of B bond investment

破产重整程序中的共益债投资已日趋成熟，受到众多投资者的青睐。投资者需要根据尽职调查情况筛选合适的投资项目，事先明确可能适用的清偿顺位及其他潜在的影响因素，谨慎设置超级优先权等特殊权利，做好投资方案的整体风险控制。

作者：刘倩、顾忻媛、陈雪颖

近年来，受到全球经济形势变化及疫情叠加影响，大量房地产企业未能及时调整经营策略，困于流动性危机、陷入破产重整困境。一方面，在国内房地产市场低迷的大环境下，黑石、橡树资本、KKR、阿波罗等国际知名另类投资巨头更加关注资产的组合配置及长期投资属性，参与困境企业及不良资产等投资标的，为中国及亚洲房地产企业注入了一定信心。另一方面，光大金瓯资管、陕西金资、广州资产等地方AMC也积极参与到企业破产重整纾困，以共益债投资的方式参与到破产重整项目，探索“共益债+代建代销”、“金融破产重整+地产策划开发”等商业模式，成功盘活存量资产。随着市场经验愈发成熟，破产重整程序中的共益债投资也成为更多投资者关注的投资机会。但是，实务中仍然有不少法律问题处于模糊地带，值得投资者关注。

本文将对共益债投资的概念、介入破产重整程序的时点、破产重整程序中的清偿顺位、设置超级优先权的可行性等核心问题进行梳理、阐述和讨论，并向投资者提供切实可行的实务建议，帮助投资者更好地参与共益债投资项目。

一、概念梳理

实务中，破产重整程序中的共益债投资主要是指投资者向已申请破产的企业发放借款用于企业继续开展商业经营活动或者继续完成地产开发建设项目的投资模式。由于该笔借款能够更好地保障全体债权人的利益，具有共益属性，在经债权人会议或管辖法院许可等法定程序认定后，能够得到优先的清偿顺位。

在共益债投资的早期发展阶段，对于破产企业的新增借款能否根据《中华人民共和国企业破产法》（以下简称“《企业破产法》”）第四十二条第四款规定认定为共益债务存在争议。对此，最高人民法院已于2019年发布司法解释予以明确。根据现行有效的《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（三）》（以下简称“《破产法司法解释三》”），“为债务人继续营业而借款”可以参照适用《企业破产法》第四十二条第四项对共益债务的相关规定，即享有优先于普通破产债权的清偿顺位。虽然立法条文中使用了“参照适用”的表述，使得共益债投资在理论分析上仍然存在一定争议，但是实务中投资者对破产重整企业的共益债投资通常都能得到较为清晰的法律认定。投资者需要重点关注共益债投资是否符合《企业破产法》及《破产法司法解释三》等相关法律法规的认定标准，包括是否能够履行法定程序、是否能够明确借款的资金使用目的等。

二、共益债投资的介入时点、可行性及司法案例分析

对于共益债投资在破产重整程序中的介入时点，虽然原则上共益债投资应当在重整期间发生，但在投资实践中存在预重整期间、重整期间、重整计划执行期间三种情形。下文将通过案例分析的方式分析三种不同介入时点的可行性。

（一）在重整期间进行共益债投资

《企业破产法》第四十二条明确，共益债务应当是在管辖法院受理破产申请后形成的债务。因此，破产重整程序中的共益债投资原则上应发生于重整期间，即自管辖法院裁定债务人重整之日起至重整程序终止。经各方债权人协商一致后，应当将共益债的投资方案及清偿顺位纳入重整计划草案，并经各表决组通过重整计划草案，经管辖法院裁定批准后落实执行。

（二）在预重整期间进行共益债投资

目前，为了有效提高破产重整的成功率，避免企业陷入破产重整困境，多地法院已出台试点“预重整”程序，且对于预重整期间发生的共益借款参照适用共益债务的优先清偿顺位。例如，深圳市中级人民法院出台的《审理企业重整案件的工作指引（试行）》明确，预重整阶段的借款可以按照共益债进行清偿。江苏省太仓市人民法院在（2020）苏0585破申27号民事裁定书中认为，“预重整期间，管理人多次招募重整投资人，有两家意向投资人向临时管理人出具投资意向函，另有一家与康来特公司签订《共益债务投资框架协议》，重整方式均为借入共益债务续建开发式……上述开发方式具有可行性，能够推进后期项目建设，提高债权人的清偿率，处理现有债务问题。”在浙江省温州地区首例房地产领域共益债务——“华臣一品苑”续建竣工预重整案例中，苍南法院参照破产法精神，向管理人复函确认续建投资款及代建代销费用为“华臣一品苑”复工续建的必要条件，具有共益性质，可以在后续破产程序中优先受偿。

(三) 在重整计划执行期间进行共益债投资

实务中存在部分观点认为，破产重整程序中的共益债投资并不局限于破产重整期间，重整计划执行阶段举借的债务亦可参照适用共益债务的优先清偿顺位。对此，浙江省江山市人民法院（2020）浙 0881 民初 956 号、山东省费县人民法院（2021）鲁 1325 民再 30 号、浙江省台州市中级人民法院（2020）浙 10 民终 1604 号均持否定态度。虽然法律法规并未明确重整计划执行阶段产生的借款是否参照使用共益债务，但是通过分析共益债务的核心要件，即：是否为了全体债权人利益的目的以及是否经过法院许可或者债权人会议决定的法定程序，法院通常认定在重整计划执行阶段产生的借款不属于破产重整期间、不具有共益性质、债务人无报告义务等，不符合共益债务的认定标准，不属于共益债务。因此，实务中不建议投资者在重整计划执行阶段进行共益债投资。

三、共益债务在破产重整程序中的 清偿顺位及法律风险

破产重整程序中的清偿顺序如下：法定优先权利（例如，商品房消费者权利>建设工程款债权等）>担保债权（含设立担保的共益债权）>破产费用≥共益债务>职工债权>税款债权（不包含滞纳金）>其他普通债权。

(一) 法定优先权利

根据《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定（2020 修正）》第二十九条及《中华人民共和国民法典》（以下简称“《民法典》”）第八百零七条，商品房消费者权利、建设工程款债权等法定优先权利，可以获得优先于担保物权和共益债务的清偿顺位。

(二) 担保债权及设立担保的共益债权

管理人或者自行管理的债务人可以为用于继续营业的新增借款设定抵押担保。抵押物在破产申请受理前已为其他债权人设定抵押的，按照《民法典》第四百一十四条规定的登记先后顺序清偿。但是，根据《民法典》第四百零九条的规定，抵押人可以放弃抵押权或者抵押权的顺位。抵押权人与抵押人可以协议变更抵押权顺位以及被

担保的债权数额等内容。抵押权的变更未经其他抵押权人书面同意的，不得对其他抵押权人产生不利影响。根据《民法典》第四百三十五条规定，质权人可以放弃质权。因此，实务中，债权人之间可以协商调整担保债权的顺位及优先清偿范围，经其他担保债权人书面同意后产生法律效力。在此背景下，关于共益债能否通过协商调整担保债权的顺位及优先清偿范围，进一步设置超级优先权，下文将进行详细阐述。

此外，在为共益债投资设立担保时，投资者还需要留意履行各地法院的审批要求。例如，根据《上海市破产管理人协会破产案件管理人工作指引（试行）》第八十条规定，在重整期间，管理人为债务人继续营业而以债务人名义借款的，可以债务人财产为该借款设定担保，但事先应报人民法院审批。自行管理财产和营业事务的债务人借款的，管理人应当提出审核意见，报人民法院审批。根据《北京破产法庭破产案件管理人工作指引（试行）》第五十二条、五十三条规定，管理人为债务人继续营业而借款的，或者为该借款设定抵押担保的，需要履行重大行为报告制度。应当事先制作财产管理或者变价方案，在实施处分行为前，提前十日书面报告债权人委员会。未设立债权人委员会的，应当提前十日书面报告人民法院。

（三）破产费用和共益债务

根据《企业破产法》第四十三条规定，破产费用和共益债务由债务人财产随时清偿。债务人财产不足以清偿所有破产费用和共益债务的，先行清偿破产费用。债务人财产不足以清偿所有破产费用或者共益债务的，按照比例清偿。

共益债投资的利息是否属于共益债务范围，当前司法解释并未予以明确。《企业破产法》第四十六条第二款仅规定，“附利息的债权自破产申请受理时起停止计息”，这一规定针对既存债权的利息计算，不适用于共益债务。司法实践中的做法也不一致，广东省高级人民法院（2014）粤高法民二破终字第2号对共益债投资的利息主张不予支持；而浙江省绍兴市中级人民法院（2017）浙06民终2014号及四川省广安市广安区人民法院（2019）川1602破1号之一的判决书中均确认共益债投资的本息为共益债务。实务中，建议投资者将共益债务的投资利息明确纳入共益债务范围，就此事项提前获得破产管理人的明确答复或者管辖法院的司法确认，并将共益债投资的利息及计算方式纳入重整计划草案中，在破产重整计划执行阶段得到落实。

(四) 职工债权

对于新增借款是否能够参照适用共益债务的清偿顺序，优先于税款债权和职工债权清偿。对此，中国人民大学王欣新教授认为，普通债权是相对于有财产担保债权而言的概念，职工债权、税款债权亦属于普通债权的一种，新增借款优先于普通债权清偿，则当然优先于普通债权中的职工债权、税款债权清偿，此乃新增借款债权人的法定权利，亦不需与职工债权、税款债权的债权人协商确定。此观点已在实务中获得普遍认可。

(五) 税款债权

根据《最高人民法院关于税务机关就破产企业欠缴税款产生的滞纳金提起的债权确认之诉应否受理问题的批复》，破产企业在破产案件受理前因欠缴税款产生的滞纳金属于普通破产债权。对于破产案件受理后因欠缴税款产生的滞纳金，人民法院应当依照《最高人民法院关于审理企业破产案件若干问题的规定》第六十一条规定处理。

综上，目前法律法规已对常见的债权清偿顺位作出了相关规定。但是，在司法实践中，上述清偿顺序可能会根据破产企业债权人的实际情况发生一定变化。例如，欠缴的国有土地出让金，小业主债权、维稳、政府的债权等，最终可能会优先于共益债务受偿。建议投资者根据破产企业的实际情况进行判断后提前获得破产管理人的明确答复或者管辖法院的司法确认，并将可能影响共益债投资清偿顺位的情形及解决方案纳入重整计划草案中，在破产重整计划执行阶段得到落实。

四、共益债投资设置超级优先权的可行性

实务中，部分共益债投资者主张共益债务的“超优先性”，即共益债务的清偿顺位处于第一清偿顺位，优先于商品房消费者权利、建设工程款债权、担保债权、破产费用等。根据笔者分析，主要涉及两个方面：一是在涉及“共益债续建”的情形下，争取在重整计划中赋予共益债投资的续建资金“超级优先”的地位；二是通过协商约定，使得既存担保债权人自愿放弃优先清偿顺位。

对于第一种情形，2021年1月1日起实施的《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第五十一条规定明确，抵押权的效力不及于建设项目新增部分，这也为投资者通过共益债投资为企业增值赋能后获得投资回报提供了更清晰的法律依据。在上海首例共益债式破产重整项目——悦合置业广场案例中，管理人团队提议在破产程序受理之日就确定破产财产的现状价值，原来的抵押权在现状价值范围内优先受偿；对于项目通过续建最终实现销售收入后的增值部分，共益债务优先受偿。虽然该案件发生在上述司法解释出台前，但是其对于原来的抵押权在现状价值范围内优先受偿的方案设计与上述司法解释的立法思路一致。

对于第二种情形，目前法律法规并未明确禁止。但是，根据《破产法司法解释三》第二条规定，……提供借款的债权人主张参照企业破产法第四十二条第四项的规定优先于普通破产债权清偿的，人民法院应予支持，但其主张优先于此前已就债务人特定财产享有担保的债权清偿的，人民法院不予支持。

实务中，基于《加快完善市场主体退出制度改革方案》第七条第（二）款的规定，“促进金融债权人积极推动市场主体退出。鼓励银行、证券、保险、信托等领域的金融债权人积极参与破产程序，支持金融债权人加强对企业等市场主体债务风险的监测，推动金融债权人积极化解市场主体债务风险，促进市场主体及时出清”，在涉及金融机构债权分配的情形下，经金融债权人委员会决策通过，出于防范金融风险考虑，共益债权有可能获取与担保债权同等的优先清偿顺位。在不涉及金融机构债权分配的情形下，投资者可以尝试与抵押权人的协商，基于《民法典》第四百零九条及第四百三十五条的规定，说服既存担保债权人降低自身清偿顺位至劣后于共益债融资债权，并要求既存担保债权人共同签署《同意劣后于共益债务融资受偿承诺书》，明确调整共益债权清偿顺位，并最终在重整计划草案中予以确认。

五、共益债投资的实务建议

目前，共益债投资模式已经在越来越多的市场打磨中趋于成熟，可能会成为大多数企业破产重整程序中的重要一环。在投资实践中，我们向投资者提供以下实务建议：

第一，投资者在筛选共益债投资项目时，需要对破产企业的既有债权及资产情况进行充分且有针对性的尽职调查，排除共益债投资特有的风险点。

第二，鉴于破产重整程序中的共益债投资往往涉及大量不同层面的债权人，各方之间需要充分协商、谈判，就破产企业如何重新开展正常经营活动，如何通过持续、

稳定的商业经营所得合理清偿各方债务，达成一致意见。因此，投资人应当在前述谈判协商中对于共益债投资的具体方案、介入时点、清偿顺位及退出策略做出妥善安排。

第三，虽然共益债务的超级优先性具有商业和法理上的合理性，但是由于《破产法司法解释三》明确对于新增借款优先于此前已就债务人特定财产享有担保的债权清偿的主张不予支持，因此上述实务做法仍然存在一定的法律风险，投资者在采用该等方案时应当持谨慎态度，充分关注相关安排的司法效力及诉讼风险。建议投资者在设置超级优先性的共益债务前，先与破产管理人及其他债权人就破产企业的资产及债务情况进行沟通，判断方案的可行性和各方关注点，并经管理人向法院征求指导意见，由法院以复函或其他适当方式予以答复，进行司法确认，最终将债权清偿顺位调整安排纳入重整计划草案等文件。



刘倩 北京国枫(上海)律师事务所 合伙人

业务专长

涉外收购与兼并业务、基金业务、金融业务



顾忻媛 北京国枫(上海)律师事务所 律师

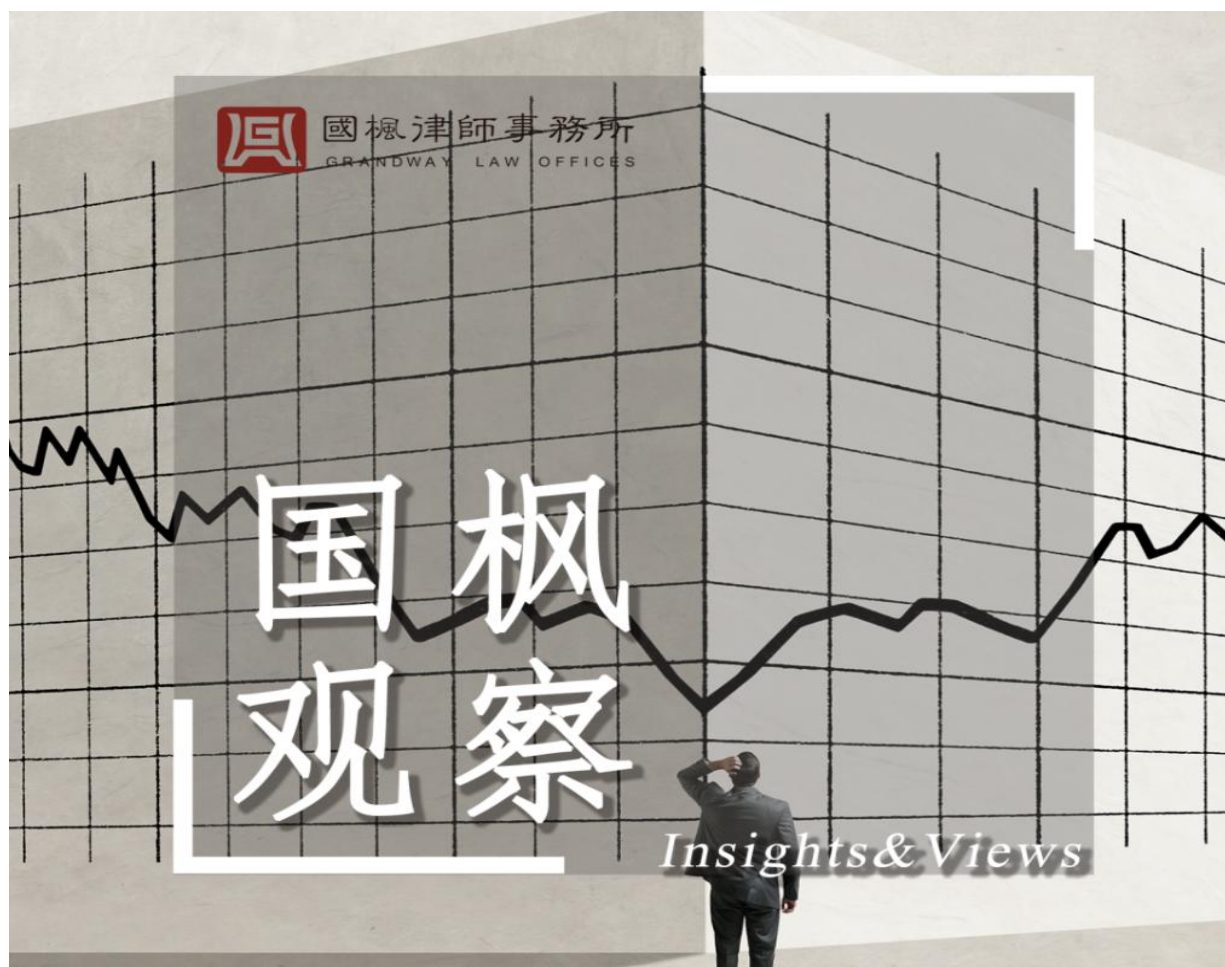
业务专长

私募基金、涉外法律、公司并购

（来源：国枫公众号）

▲证券虚假陈述纠纷中系统性风险的定义与扣除规则

The definition and deduction rules of systemic risk in securities misrepresentation Dispute



证券虚假陈述纠纷诉讼中，系统性风险的扣除已经成为双方当事人的“必争之点”。然而系统性风险在《新虚假陈述司法解释》的用语调整后应如何定义，诸多第三方专业机构的精密损失核算下法院是否仍有权酌定系统性风险扣除比例，本文将逐一进行探讨。

作者：海澜

一、《新虚假陈述司法解释》前后 系统性风险规则变化概述

2022年1月21日颁布的《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》（“《新虚假陈述司法解释》”）中，最高人民法院明确吸纳了曾广泛存在于学理讨论及司法裁判中“交易因果关系”“损失因果关系”的区分。对于《新虚假陈述司法解释》颁布后“重大性”判断标准及交易因果关系的变化，本团队已著文进行过简要探讨。^[1]本文拟对《新虚假陈述司法解释》颁布后，损失因果关系中应扣除的“系统性风险”的定义及扣除方法进行研究，兼以考察司法实践最新裁判观点。

二、系统性风险的定义及种类

目前系统性风险未有法律规范层面的统一定义，但司法实践中对于系统性风险及扣除规则已经形成了较为统一的认识。《最高人民法院副院长在全国民商事审判工作会议上的讲话——充分发挥民商事审判职能作用为构建社会主义和谐社会提供司法保障》中指出，“由于汇率、利率等金融政策、国内和国际的突发事件、经济和政治制度的变动等所引发的系统风险，是**整个市场或者市场某个领域**所有参与者所共同面临的，投资者发生的该部分损失不应由虚假陈述行为人承担。但认定此种风险一定要慎重，不仅要有客观真实的风险诱因，而且要看相关指数是否出现了大幅度的波动，必要时可以监管部门出具的结论为参考依据。”最高人民法院在(2017)最高法民申 4532 号案中认为：“证券市场系统性风险是指由于某种全局性的共同因素引起的投资收益的可能变动，这种因素以同样的方式对所有证券的收益产生影响。司法实践中，通常以**大盘、行业板块等指数**的波动情况作为判断系统风险因素是否存在以及影响大小的参考依据。”^[2]

根据以上表述，我们可以总结出：系统性风险是一种全局性的、独立于虚假陈述行为的造成投资者损失的原因。此种全局性**不仅限于整个证券市场共同面临的风险，也包括市场某个特定领域（行业）共同面临的风险。**（以下简称“定义一”）在司法实践中，大多数法院均采纳了此种标准认定系统性风险，如(2021)最高法民申 7870 号案、(2018)粤民终 1340 号案等等。

但我们注意到，对于系统性风险还存在一种具有细微差异但同样被广泛使用的定义。该定义最早出现于《最高人民法院公报》2005 年第 11 期公报案例：陈丽华等 23 名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案中。黑龙江省高级人民法院认为：“系统风险是指对证券市场产生普遍影响的风险因素，其特征**在于系统风险因共同因素所引发，对证券市场所有的股票价格均产生影响，这种影响为个别企业或行业所不能控制，投资人亦无法通过分散投资加以消除。**”^[3]（以下简称“定义二”）后续“定义二”被直接沿用于许多各地高院判决中，如(2017)京民终 661 号案、(2019)粤民终 2948 号案、(2021)浙民终 205 号案等。^[4]

两相对比可见，定义一比定义二的范围更广，后者只包括对证券市场所有的股票价格均产生影响的因素，具体而言体现为大盘指数，而前者则包含了整个证券市场及证券市场某个领域（行业）的复合风险。对此，我们认为定义一更为适当，理由如下：

(1) 无论是整个证券市场的风险还是证券市场某个领域（行业）的风险均为独立于虚假陈述行为的因素，其造成的损失部分均应当被扣除。在主流的系统性风险与非系统性风险二分视角下势必要将其择一归类，而将证券市场某个领域（行业）的风险归类于系统性风险显然更为适当。因为汇率、利率等金融政策、国内和国际的突发事件、经济和政治制度此类系统性变动对不同行业的影响程度会截然不同，甚至影响方向会背道而驰，只有将行业这一条件与其叠加才能得出上述系统性变动对于其更精确的影响方向。

(2) “证券市场系统风险”的用语存在于《2003 司法解释》第 19 条第（四）款，但《新虚假陈述司法解释》其实并没有采用“系统性风险”与“非系统性风险”的二分方式，而是去掉了“系统”一词，采用“证券市场的风险”这一表述，或有将系统性风险的外延适当扩张之意。考察《新虚假陈述司法解释》此处修改，将系统性风险的外延理解为整个证券市场及证券市场某个领域（行业）的复合风险也更能与此适应。否则所谓“系统性风险”一语将无法于《新虚假陈述司法解释》中找到确切依据，而仅能存在于学理解释和司法裁判中，解释为《新虚假陈述司法解释》

第 31 条第 2 款“证券市场的风险”中的一部分。在该款本就精细地列出他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场对特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等如此细分的风险时，作为虚假陈述案件几乎必争之点的系统性风险还需进一步从“证券市场的风险”中解释，显然有失妥当。

接下来的问题是，如果将证券市场某个领域（行业）的风险纳入系统性风险的范围，那么如地域性的风险、某上市公司所处题材的风险是否也将被纳入其中，从而使得对于系统性风险的解释无限扩张？我们认为，司法实践中对于系统性风险的扣除已经常态化，并且已经提出了多种科学的计算方式，如“同步指数对比法”等。并且如上所述，整个证券市场及证券市场某个领域（行业）的风险密不可分，因此二者必须复合考虑。而绝大部分案件并不涉及地域性的风险、某上市公司所处题材的风险。因为将该部分风险因素纳入考量范围不仅要有客观真实的风险诱因，而且要看相关指数是否出现了大幅度的波动。而该部分风险真实出现时，对于地域，如曾经出现过的“海南概念”“雄安概念”，对于某上市公司所处题材，如近期的“Chat GPT 概念”等在《新虚假陈述司法解释》的语境下，完全可以纳入到第 31 条第 2 款“证券市场对于特定事件的过度反应”中，与《新虚假陈述司法解释》的体系更协调。

三、系统性风险的扣除规则 [5]

（一）酌定法

酌定法指，法院根据个股涨跌幅与大盘/行业指数的涨跌幅的对应关系，不通过精密的计算而酌情认定扣除系统性风险因素的比例。

如在 (2021) 苏民终 434 号案中，法院认为“本案揭露日至基准日期间，深证综指和雅百特股票所属的建筑材料板块均有不同程度的下跌，综合考虑大盘和相关板块指数反映的市场影响因素，以及投资者购买雅百特股票后市场变化情况，酌情认定系统风险对投资者损失的影响比例为 20%。” [6]

在《新虚假陈述司法解释》施行后的审结的案例，如 2022 年 11 月 15 日刚刚审结的 (2021) 京民终 955 号案中，北京高院认为一审法院结合本案的实际情况，酌情认定系统性风险为投资差额损失的 30% 并无不当。可见酌定法仍然符合《新虚假陈述司法解释》的要求，其作为最为简便的系统性风险扣除方式，可以期待未来其仍会在司法实践中广泛应用。 [7]

（二）相对比例法

相对比例法指，以大盘指数或行业指数的涨跌幅比例，与上市公司股价涨跌幅比例相除，以相对比例作为扣减比例。

在 (2021) 川民终 176 号案中，四川省高级人民法院“将考察期间确定为虚假陈述揭露日至基准日之间。金亚科技股价于 2015 年 6 月 4 日收于 47.36 元，2016 年 4 月 8 日收于 23.9 元，股价累计下跌 49.54%。创业板指数于 2015 年 6 月 4 日收于 3943.47 点，2016 年 4 月 8 日收于 2229.93 点，指数累计下跌 43.45%。根据相对比例法，应当扣除系统风险为 87.71% (43.45% ÷ 49.54% × 100%)”。 [8]

较之稍加精确的一种相对比例法是通过个体投资者买入至卖出时的指数变化，替代揭

露日至基准日的指数变化，有利于更加精确地扣除系统性风险对于个体投资者损失的影响。如（2015）粤高法民二终字第13号案中，一审法院广州市中级人民法院选择深成指数作为系统风险的计算参数，以买入均价 \times 损失计算数 \times （1-卖出时的深成指数/买入时的平均深成指数）计算投资者每笔交易的系统风险损失，广东省高级人民法院对此予以认可。^[9]

（三）同步指数对比法

同步指数对比法是一种精确的系统性风险计算方法，往往需要委托第三方专业机构出具《证券投资者损失核定意见书》，如（2019）沪民终263号案中委托中证中小投资者服务中心，（2021）沪民终384号案中委托中证资本市场法律服务中心，（2021）京民终955号案中中国高科自行委托深圳价值在线信息科技等。

同步指数对比法首先确立“3+X”组合参考指标体系。“3”代表综合指数、一级行业指数和三级行业指数（统称“行业指数”），这三类指数是必选指数。综合指数包括上证综指、深证综指（根据深交所决定，自2021年4月起，中小板并入深交所主板，因此原中小板上市股票采用深证综合指数作为参考指数）、创业板综指，系争股票根据其上市板块选择一个相关的综合指数作为参考指标；行业指数采用市场上相对权威、应用较广的申万指数。“X”代表热点比较突出的反映系争股票特点的概念指数，由同花顺iFinD提供，属于可选指数。由于概念指数带有明显的阶段性特征，如果考察期间系争股票不涉及热点概念，也可不选择“X”指数。其次，证券市场系统风险的考察区间为第一笔有效买入日到基准日前最后一笔卖出日或基准日。再次，不同情况下组合指数参与系统风险扣除计算的判定方法为：（1）综合指数下跌，说明存在全局性系统风险，三种参考指数均参与计算；（2）综合指数上涨，且一级行业指数下跌，说明存在行业性的系统风险，故仅一级行业指数、三级行业指数参与计算；（3）综合指数和一级行业指数均上涨，且三级行业指数下跌，说明存在局部性的系统风险，故仅三级行业指数参与计算。最后，采用同步指数对比法进行具体计算。从投资者第一笔有效买入开始，将每个投资者持股期间的综合指数、行业指数的平均跌幅与个股跌幅进行对比，用相对比例法扣除证券市场系统风险的影响。证券市场系统风险扣除比例=组合指数平均跌幅/个股跌幅。其中，组合指数平均跌幅是将案件选取的参考指数分别计算出涨跌幅后，按照前文组合指数的判定规则判定纳入证券市场系统风险比例计算的指数涨跌幅数值，计算出参考指数的平均跌幅。即组合指数平均跌幅=（参考指数1跌幅+参考指数2跌幅+……+参考指数N跌幅）/N，N代表参与计算的指数的数量。^[10]

四、其他问题

（一）一方当事人自行委托专业机构时，法院有权不予采纳并酌定损失

在（2021）京民终955号案中，北京市高级人民法院认为，《新虚假陈述司法解释》第31条，以及最高人民法院、证监会的联名通知，均没有规定将委托第三方专业机构对证券市场的风险扣除比例进行核定作为强制性制度设计，法院有权综合判断后自行酌定。测算报告系中国高科自行委托深圳价值在线公司作出，且曾光平等12个自然人投资者对该测算报告及附件不予认可，故本院对中国高科提交的深圳价值在线公司测算报告及附件不予采信。^[11]

（二）双方当事人委托不同的专业机构时可随机抽取决定

在（2021）沪民终 384 号案中，投资者申请委托中证资本市场法律服务中心有限公司进行损失核定，飞乐音响公司则申请委托上海交通大学中国金融研究院进行损失核定。根据《代表人诉讼若干规定》第 24 条的规定，一审法院组织当事人当庭随机抽取，最终确定中证法律服务中心为损失核定机构。[12]

[1] 见海澜：《〈新虚假陈述司法解释〉后“重大性”的判断标准变化》，ASIAN LEGAL BUSINESS CHINA · 亚洲法律杂志-中国版 2023 年 2 月刊，第 7 页。

[2] 参见刘锦诉海南亚太实业发展股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，最高人民法院（2017）最高法民申 4532 号民事判决书。

[3] 参见陈丽华等 23 名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案，载《最高人民法院公报》2005 年第 11 期。

[4] 参见北京无线天利移动信息技术股份有限公司与段玉芳证券虚假陈述责任纠纷案，北京市高级人民法院（2017）京民终 661 号民事判决书；广东超华科技股份有限公司与宋小明证券虚假陈述责任纠纷案，广东省高级人民法院（2019）粤民终 2948 号民事判决书；浙江祥源文化股份有限公司、赵薇证券虚假陈述责任纠纷案，浙江省高级人民法院（2021）浙民终 205 号民事判决书。

[5] “收益率曲线同步对比法”并非单纯计算系统性风险的方法，暂不纳入本文讨论范围。

[6] 参见山东雅博科技股份有限公司、陆永与杨静证券虚假陈述责任纠纷案，江苏省高级人民法院（2021）苏民终 434 号民事判决书。

[7] 参见中国高某集团股份有限公司与胡泽玉等证券虚假陈述责任纠纷案，北京市高级人民法院（2021）京民终 955 号民事判决书。

[8] 参见立信会计师事务所、金亚科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书，四川省高级人民法院（2021）川民终 176 号民事判决书。

[9] 参见王勇等与谭鸿杰等证券虚假陈述责任纠纷上诉案，广东省高级人民法院（2015）粤高法民二终字第 13 号民事判决书。

[10] 参见潘扬、山东东方海洋科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，山东省青岛市中级人民法院（2021）鲁 02 民初 2332 号民事判决书。

[11] 参见中国高某集团股份有限公司与胡泽玉等证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书，北京市高级人民法院（2021）京民终 955 号民事判决书。

[12] 参见丁某等 315 名投资者诉上海飞乐音响股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，上海市高级人民法院（2021）沪民终 384 号民事判决书。



海澜 北京国枫律师事务所 合伙人

业务专长

公司法律事务、争议解决、投资并购

（来源：国枫公众号）

▲ 《流浪地球》影评

The Wandering Earth



这是一次集体记忆的书写，是只有中国人才能写出的科幻故事。现实中的每一个中国人也都深切的生活在“百年计划”之中。虽是画面是好莱坞式的视觉奇观，内核是典型的中国宏观叙事。如果换做西方故事的思路，大概率会探讨自我、自由、生命等哲学命题，而中国人的传统，讲的是轮回传承、血浓于水，万众拾柴、牺牲小我。至于这两种方向哪一个更好，只涉及选择，无分对错。

灾难面前，唯有责任。全人类团结的力量，重于万钧，而人类的勇气，就是灾难面前的希望。当末日来临，渺小的我们是准备引颈待戮还是舍命一搏？

人类的文明因人类的选择而产生，而中华文明能够历经百代千年而长盛不衰的重要原因之一或许就是因为华夏文明的祖先以及华夏子孙都在用自己的选择来延续文明，有人戏称美国末日科幻片由美国英雄拯救世界，而中国末日科幻片却是由中国为首联合世界共同拯救世界，这就是文化差异，美国强调个人英雄主义的无上光辉，而中国则以大同之道走殉道者之路。不仅仅出于身为中国人的立场为认同团结拯救之道，作为一个有着正常思维的人，似乎都应当明白，拯救世界这样的重任从现实的角度讲必然离不开每一个国家的精诚团结共抗灾难，新型冠状病毒的传染就是一个残忍而现实的例子，在自然灾害的绝对力量面前，个人的力量实在杯水车薪，而电影中的那一幕，我印象极为深刻，各个国家的航天人在面对无法解决的核弹密码问题，选择以个人生命作为拉响核弹的引线，那句“五十岁以上的出列”让人汗毛竖立，总有人舍小家为大家，军人慷慨赴死，为世界留下人类文明的火种，这种精神即便多次强调也不该被嘲笑卖弄爱国情怀，爱国应该成为一种刻进骨子里的无需刻意提起的习惯。

看完《流浪地球2》我不得不遗憾，作为一个挑剔的观影人，我不能说电影值得观看，只能说《流浪地球2》作为中国科幻电影确实会是里程碑的跨越。必须承认，与《流浪地球》相比，《流浪地球2》的画面感与情节紧凑感更胜一筹。影片一开始的“太空电梯被袭击”，堪称视觉盛宴，包括太空电梯，我没看过原著，但我想太空电梯的细节没人会不惊叹，从故事看，《流浪地球2》是《流浪地球》的前篇。《流浪地球》的矛盾设置相对简单：正奔出太阳系的地球遭遇技术困境，很可能与木星相撞，导致人类毁灭。末日之下，人类展现出自我牺牲精神，最终完成了不可能完成的任务。《流浪地球2》则既保留了这一矛盾，还隐含了另一个核心矛盾：不同技术路径之间的冲突（其实更深层次的是意识形态的冲突）。此外，《流浪地球2》的感情戏更深入，着墨不多，但叙事完整，感人至深，人物塑造上也更深入，作为一个中国人，听到“50岁以上的，出列”的时候还是会痛哭流涕（感谢陪我观影的小伙伴提供纸巾让我好歹体面的走出影院），中国向来不乏有为了集体荣辱而奉献小我之十，奉献是刻在我们集体无意识里的本能，我们民族立身之脊柱。

《流浪地球2》准确地把握了情感悖论——人类渴望公平，但危机面前，没有公平只有责任。

《流浪地球2》仍然存在着致命的弱点，电影首先映入眼帘的是三个小时的时长，但很明显掌控能力差火候，又或者导演想表达的太多导致节奏失衡，电影分为明显的三幕，节奏入场即紧凑，过度太过平缓，结束时候又松弛失调。可能是时常的原因，明显的在周喆直让控制地球点火的负责人倒计时结束按计划点火时候闪过的几个镜头应该是另一条暗线。

庄子说：“小知不如大知，小年不如大年。”思考的尺度增加，力度也会增加。我想电影《流浪地球2》它值得那些对于原著小说看不下去的人来说去了解——因为它不仅属于未来，亦与当下紧密相连。

毕竟，我们所处的时代，是个空虚的时代。

这个时代，没有了宏大探索，摒弃了英雄主义，推崇实用态度与极致享乐。最智慧的头脑，致力于卖线上广告：他们开发奶头乐算法，推送充满低俗笑点的小视频，以此去换来高薪，购买大城市里的小房子。疲惫而无聊的生活中，人们早已放弃了对“最勇敢的心灵”的尊重，仿佛它是一个笑话，宁愿在堆积如山的商品中，刷着短视频，消磨意志，度过毫无意义感的人生。但《流浪地球2》，则支持坚定的抗争。不止是与自然的抗争，还要与人性的懦弱抗争。它用全体角色的表演，去呈现人类视死如归的大无畏勇气，试图唤醒人类潜藏在心底的那份，向远方开拓的愿望。它不放弃继续逆流去说：要保留人类自由的心智，而非把它交付给某种可以牵引人的“人工智能”，不要奶头乐，不要麻痹，不要盲目，不要放弃抗争，要不断突破命运与极限。这样的主题，在这样一个时代，有着非凡的积极意义。

这是《流浪地球2》对中国电影最大的贡献——不止是技术，甚至不止是媲美好莱坞的工业体系。

没有人的文明不是文明，让人站在文明的中心。

没有人的文明，毫无意义。