

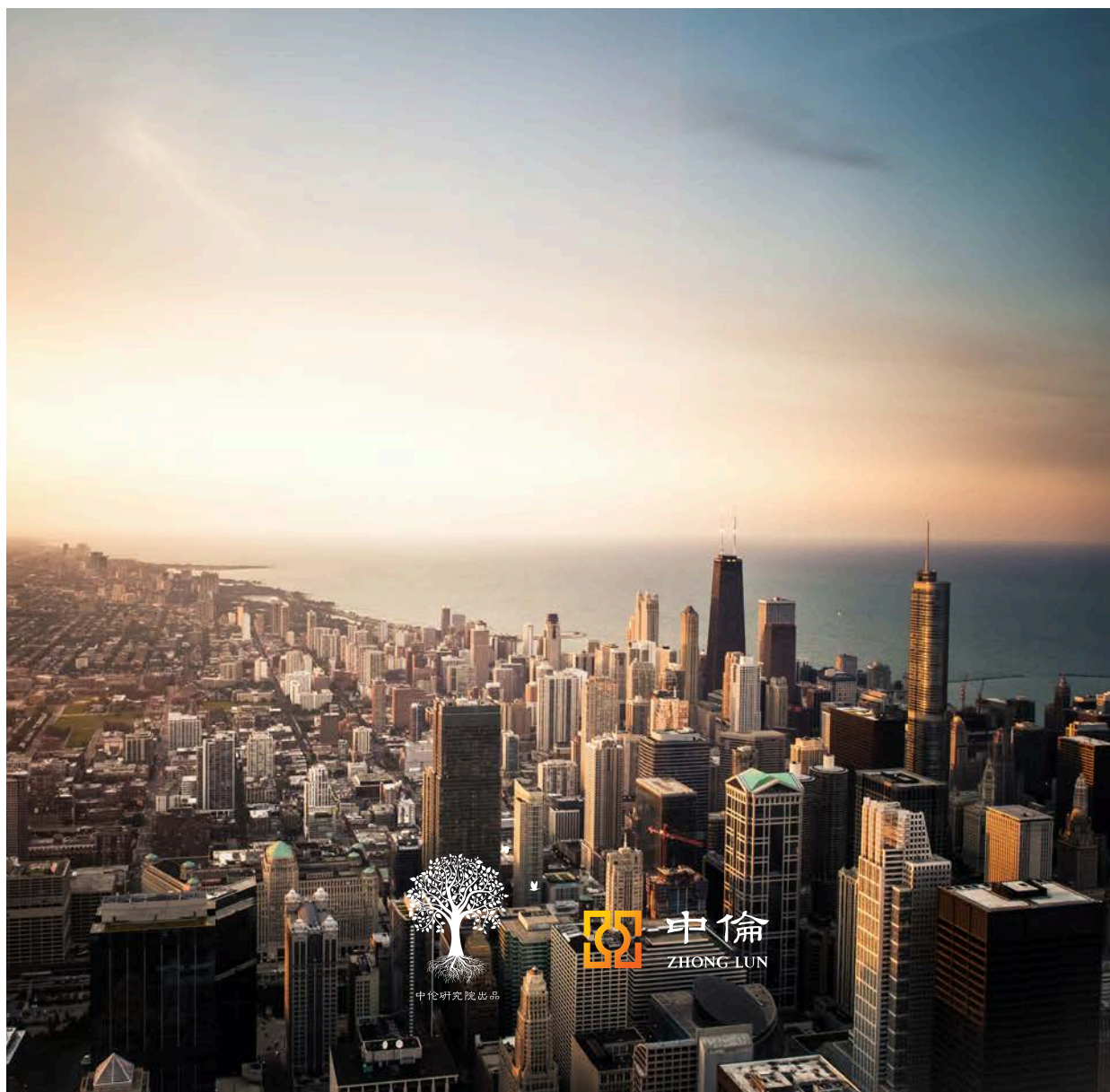
[见证与展望]

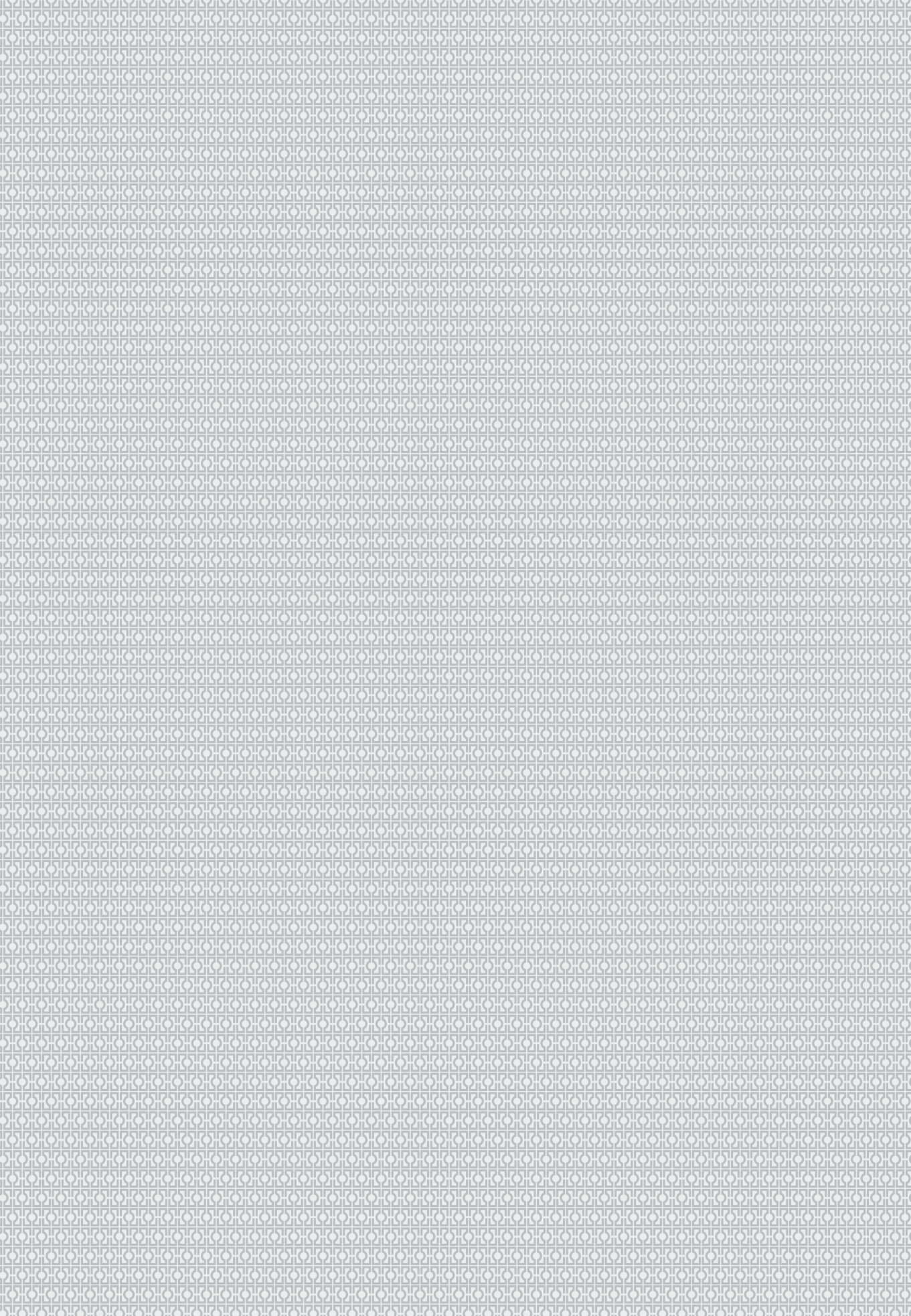
中国证券诉讼二十年

中伦证券诉讼专题文集特刊

**Witness & Outlook:
20 Years of Securities Litigation in China**

证券虚假陈述诉讼：◆ 新司法解释系列解读 ◆ 诉讼年度观察与前瞻 ◆ 诉讼热点问题探讨

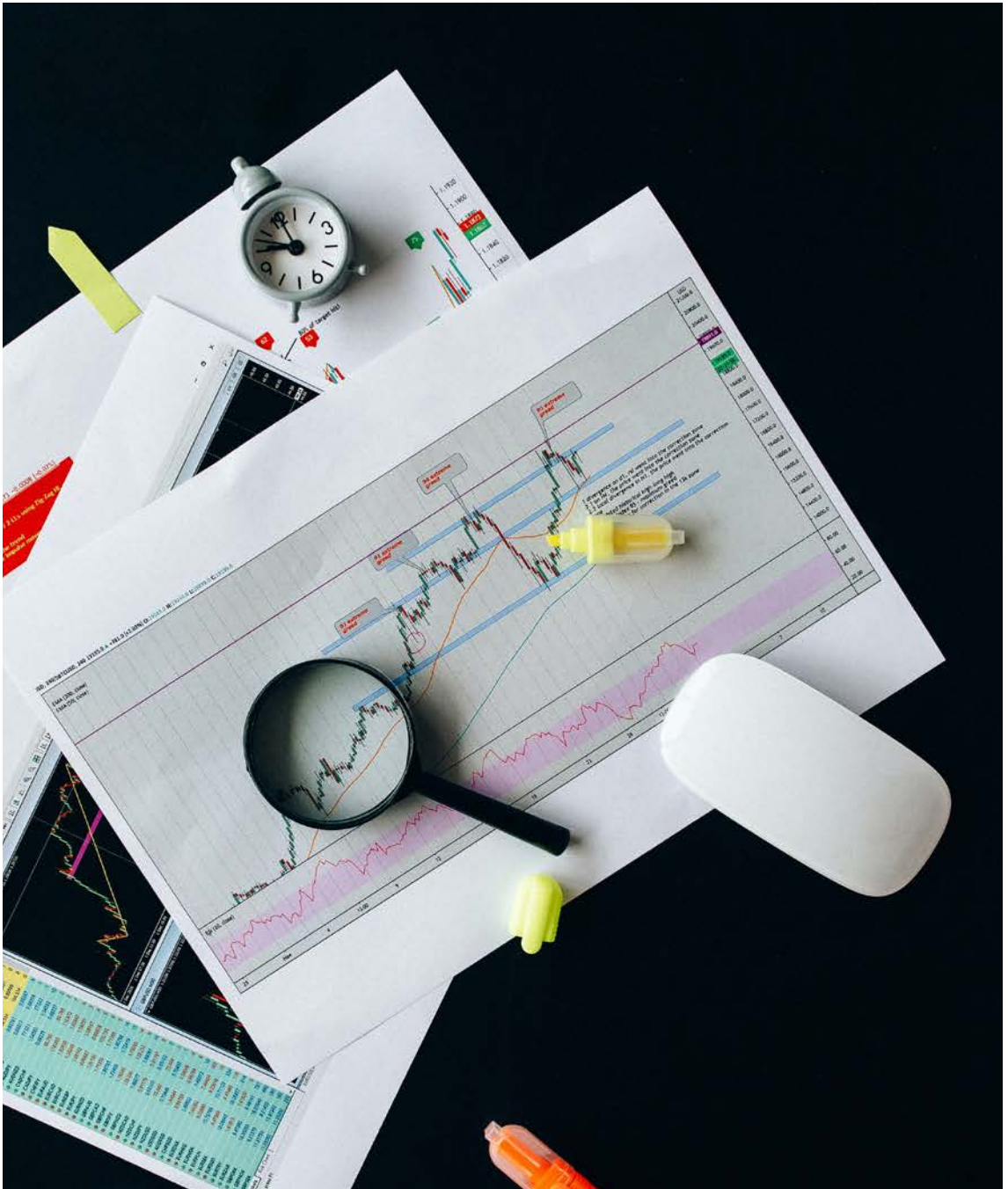






中伦研究院出品

CONTENTS



目

录

前言

006

< 第壹章 >

新证券虚假陈述司法解释系列解读

012

- 01/ 二十年铸一剑：新证券虚假陈述司法解释要点解读 014
- 02/ 新《虚假陈述若干规定》系列解读之一：适用范围 029
- 03/ 新《虚假陈述若干规定》系列解读之二：前置程序的取消及其影响 039
- 04/ 新《虚假陈述若干规定》系列解读之三：预测性信息安全港规则 048
- 05/ 新《虚假陈述若干规定》系列解读之四：诱空型虚假陈述 058
- 06/ 新《虚假陈述若干规定》系列解读之五：虚假陈述的三日一价 066
- 07/ 新《虚假陈述若干规定》系列解读之六：重大性与交易因果关系 076
- 08/ 新《虚假陈述若干规定》系列解读之七：损失认定与损失因果关系 088
- 09/ 新《虚假陈述若干规定》系列解读之八：发行人董监高的责任 097
- 10/ 新《虚假陈述若干规定》系列解读之九：保荐承销机构与证券服务机构的责任 108
- 11/ 新《虚假陈述若干规定》系列解读之十：特殊主体的责任 120
- 12/ 亲历与见证：经典判例助力虚假陈述司法解释修改 131

C O N T E N T S



目 录

< 第 贰 章 >

证券虚假陈述诉讼年度观察与前瞻 141

13/ 证券虚假陈述诉讼2021年度观察与前瞻 143

14/ 债券虚假陈述诉讼2021年度观察与前瞻 158

15/ 证券虚假陈述诉讼2020年度观察与前瞻 172

16/ 证券虚假陈述诉讼2019年度观察与前瞻 185

17/ 证券虚假陈述诉讼2018年度观察与前瞻 197

< 第 叁 章 >

证券虚假陈述诉讼热点问题探讨 208

18/ 证券律师注意义务的界定及实操 210

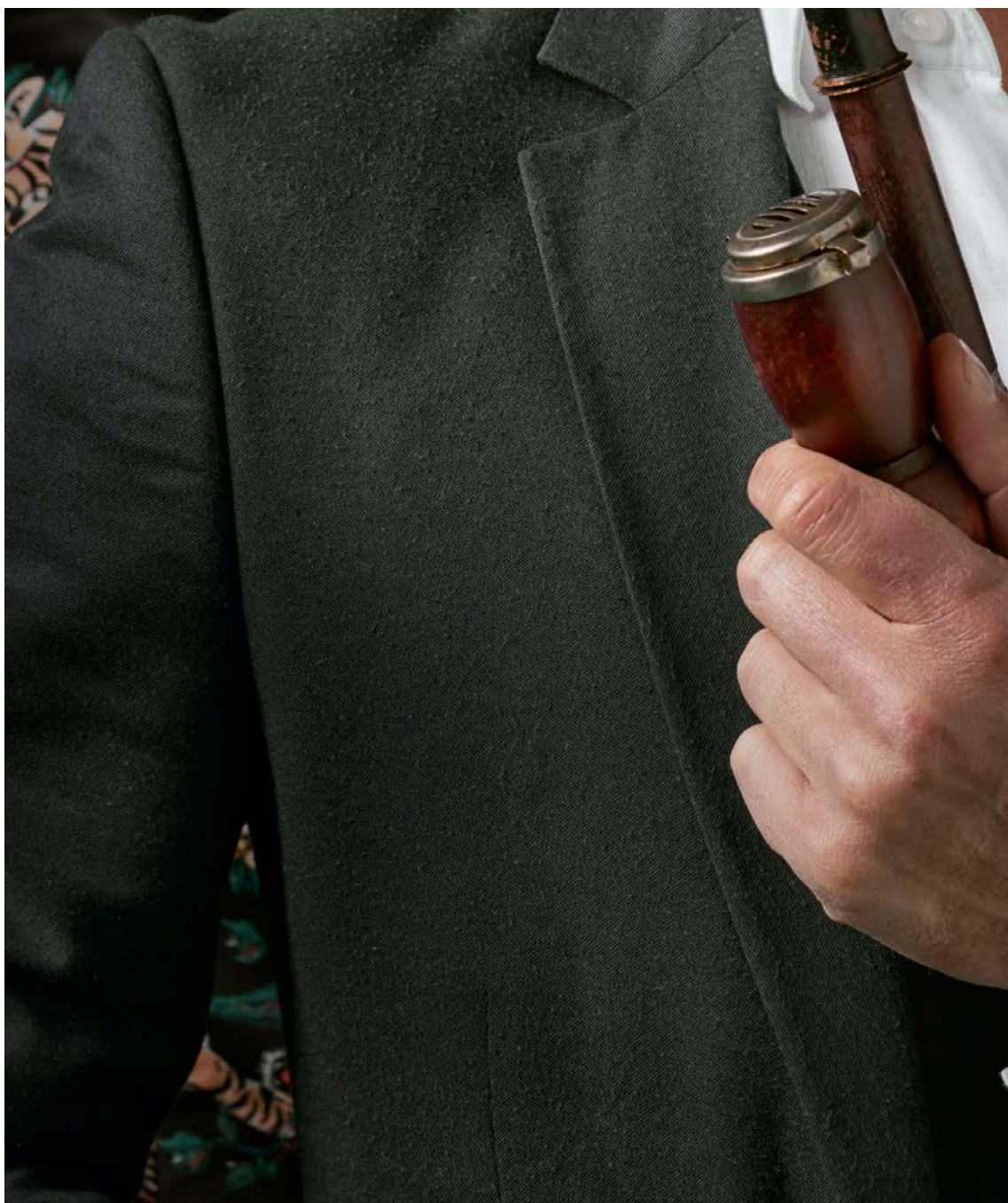
19/ 证券虚假陈述下减免责抗辩
——基于系统性及非系统性风险因果关系归责的视角 223

20/ 证券虚假陈述——中介机构责任浅析 233

21/ 惩首恶、追帮凶的实务探讨——基于中美比较法的视角 244

22/ 证券虚假陈述纠纷的仲裁解决
——美国证券仲裁制度对我国证券纠纷的启示 255

P R E F A C E



前 言

自1990年上海、深圳证券交易所分别成立至今,中国资本市场历经三十余年,已经成为我国现代经济体系的重要组成部分和经济社会高质量发展的关键领域,在发挥市场化资源配置、激发创造性、促进科技、资本和产业高水平循环的过程中起到至关重要的作用。中共中央、国务院《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》指出,要加快建立规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场,加强资本市场基础制度建设。证券虚假陈述作为资本市场最典型、常见的违法行为,严重影响资本市场的健康发展,完善证券虚假陈述民事赔偿规则显然是维护资本市场秩序、有效发挥资本市场枢纽功能的重要保障。

我国证券虚假陈述民事赔偿制度的初探与发展

在我国证券市场尚处于发展初期,由于理论研究和审判经验的有限,证券虚假陈述责任案件一度缺乏具体的审判规则。2001年9月,最高人民法院发布《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》,称受

立法、司法条件局限,暂不受理证券民事赔偿案件。

2002年1月,最高人民法院发布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(下称“《受理通知》”),就此类案件诉讼方式、管辖法院等问题作出规定,标志着此类纠纷正式被纳入人民法院审理范围。

2003年1月9日,最高人民法院颁布《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》(下称“**2003年《规定》**”),首次对证券虚假陈述民事案件的审理作出系统化规定,及时填补了我国证券虚假陈述民事侵权领域的规则空白,为证券侵权民事责任制度的建立和完善奠定了坚实的基础。

自2002年《受理通知》正式受理此类案件至今二十年,我国资本市场发展状况、证券虚假陈述诉讼形势经历了翻天覆地的变化,2003年《若干规定》越来越难以解决司法实践中日益复杂、疑难的法律问题,逐渐呈现出诸多缺失与不足:前置程序限制了投资者的诉讼权利,对预测性信息披露

2003年《规定》已经难以应对新形势下的新挑战， 新虚假陈述司法解释总结二十年审判经验，应时而生。

违法、“诱空型”虚假陈述缺少规制，未明确虚假陈述的重大性问题，未对交易因果关系与损失因果关系进行区分，系统风险等其他因素的规定较为模糊，上市公司董监高、中介机构等主体责任的规定过于原则等等。2003年《规定》已经难以应对新形势下的新挑战，在人民法院已经积累足够审判经验的当下，最高人民法院对司法解释进行修改势在必行。

2020年7月，《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》和《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》相继颁布，逐步放宽前置程序的要求。2021年7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，特别强调应健全民事赔偿制度，修改因虚假陈述引发民事赔偿有关司法解释，取消民事赔偿诉讼前置程序，完善证券案件审判体制机制。

2022年新虚假陈述司法解释的颁布与突破

最高人民法院于2022年1月21日正式

颁布《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》(下称“《规定》”或“**新虚假陈述司法解释**”)，标志着实施近二十年的2003年《若干规定》退出历史舞台，中国证券虚假陈述诉讼进入了全新时代。

《规定》立足当前的资本市场发展形势，总结近二十年的司法审判经验，对适用范围、管辖法院、虚假陈述的认定、重大性、交易因果关系、过错认定、责任主体、损失认定、诉讼时效等问题作出了明确规定，并在以下多方面进行了实质修改：

第一，《规定》扩大了司法解释的适用范围，实现打击证券发行、证券交易中虚假陈述行为的市场全覆盖、证券产品全覆盖。

第二，《规定》正式废除了前置程序，人民法院受理虚假陈述民事赔偿案件不再以行政处罚决定或刑事裁判文书为前提条件。

第三，《规定》确定了此类案件由发行人所在地有权中级人民法院管辖的基本原则，有效解决了实践中频发的管辖争议。

第四，《规定》更加精准界定了虚假陈述行为类型和认定标准，同时针对预测性

**新虚假陈述司法解释切实回应了司法实践中的热点问题，
夯实了市场主体归位尽责的规则基础。**

信息建立“安全港”规则，鼓励并规范发行人自愿披露前瞻性信息。

第五，《规定》对虚假陈述实施日、揭露日或更正日、基准日的认定标准作出了更加合理、更具操作性的规定。

第六，《规定》厘清了重大性和交易因果关系的区别，并明确规定了二者的司法认定标准和推翻情形。

第七，《规定》明确系统风险和非系统风险等因素导致的损失不应赔偿，进一步扩大和细化虚假陈述之外的其他影响因素。

第八，《规定》将诱空型虚假陈述正式纳入调整范围，完善了证券虚假陈述的认定和赔付规则。

第九，《规定》明确了发行人的董监高、承销保荐机构和其他证券服务机构的过错认定标准和免责抗辩事由，体现出各负其责的法律精神。

第十，《规定》扩大了证券虚假陈述的责任主体，明确强调发行人的控股股东、实际控制人、重大资产重组交易对方和供应商、客户、金融机构等帮助造假者的责任，体现出“追首恶”与“打帮凶”并举的理念。



《规定》回应了此前司法实践对争议问题的关切，强化了资本市场制度供给，夯实了市场各方参与主体归位尽责的规则基础，为资本市场的规范发展提供了更有力的司法保障。

新虚假陈述司法解释带来的机会与挑战

在当前证券诉讼规模剧增、代表人诉

**新虚假陈述司法解释为资本市场相关主体带来了挑战，
也提供了更多抗辩空间。**

讼兴起的新形势下，《规定》的出台无疑对资本市场各方参与主体都带来了深远、巨大的影响，为资本市场相关主体带来挑战：

◆前置程序的正式取消将导致证券诉讼数量增加、诉讼启动时间大幅提前。特别对于中介机构而言，将极易因发行人信息披露违法面临诉讼风险。

◆诱空型虚假陈述正式纳入调整范围，投资者针对信息披露义务人实施的诱空型虚假陈述主张承担虚假陈述赔偿责任将不存实质障碍。

◆非公开发行、协议转让、资产支持证券等发行交易场景和投资品种或将适用《规定》，针对这些新型证券产品和发行交易市场，未来虚假陈述诉讼的司法实践必将面临诸多新挑战。

◆控股股东、实际控制人、重大资产重组交易对方及供应商、客户、金融机构等帮助造假者承担责任的风险显著增加。

在上述挑战之外，《规定》也在一定程度上弥补了此前司法审判中的诸多不足，体现出更加精细化的审理裁判思路，为相关责任主体应对诉讼提供了更多抗辩空

间，助力科学合理厘清各方责任：

◆《规定》明确重大性要件及交易因果关系的独立地位及其认定标准，为被告的免责、减责抗辩提供了规则依据。

◆《规定》强调以投资者实际损失为限的损失认定规则，明确系统风险和非系统风险等因素导致的损失不应赔偿，进一步细化了虚假陈述之外的其他影响因素的构成。

◆《规定》构建“预测性信息安全港”规则，为信息披露义务人准确把握预测性信息的披露标准提供了参考尺度和安全指南，保障信息披露义务人在安全港范围内得以披露更多预测性信息。

◆《规定》明确虚假陈述民事赔偿诉讼中的“过错”仅包括故意和重大过失，排除了轻微过失，更加符合体系解释，避免责任人动辄得咎。

◆《规定》细化发行人董监高的过错认定规则，尤其针对独立董事的免责抗辩事由作出特别规定，有助于规范董监高履职行为、减轻其履职压力。

◆《规定》区分了中介机构的特殊注意

《文集》旨在帮助相关主体迅速、全面、准确把握新虚假 陈述司法解释的修订内容与具体影响。

义务和一般注意义务,明确了过错认定标准和免责情形,在压实中介机构责任的同时为其抗辩提供明确依据。

《文集》的编写初衷与主要内容

新虚假陈述司法解释对我国资本市场及各方参与主体带来了巨大影响与诸多挑战,各方主体需要不断强化风险防范意识,合规经营、依法履职,积极防范和妥善应对证券虚假陈述民事赔偿风险。有鉴于此,我们制作中伦证券诉讼专题文集《见证与展望:中国证券诉讼二十年》(下称“《文集》”),以期通过我们在证券虚假陈述诉讼深耕多年的专业积累和丰富经验,帮助相关主体迅速、全面、准确地把握新虚假陈述司法解释的修订内容与具体影响,提升诉讼风险应对能力。

《文集》主要由三部分构成,第一章针对新虚假陈述司法解释的主要修订内容进行系列解读,全面、深入展现新规带来的变化与影响;第二章回顾我国近年证券诉讼司法实践的发展演变,以年度观察盘点的形式体现证券诉讼司法实践历年的整体情

况和重要的裁判观点;第三章总结了近年来对证券虚假陈述诉讼中实务问题进行的专门探讨,以体现此类案件核心争点与热点问题的重要变迁。

伴随新虚假陈述司法解释的出台,中国证券虚假陈述诉讼迎来了一个崭新时代,资本市场各方参与主体都须面对、经历证券诉讼的新变化、新挑战。我们期待新虚假陈述司法解释为司法实践提供更多的指引,作为深耕证券诉讼领域多年的专业律师,我们也期望与各方主体共同努力,为促进中国资本市场健康有序发展贡献绵薄力量。

|

CHAPTER
01

新證券虛假陳述
司法解釋系列解讀

二十年铸一剑： 新证券虚假陈述司法解释 要点解读

张保生、周伟、肖强、尹航

核心观点

《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》因市场变化而出现的缺失和不足,切实回应了证券虚假陈述司法实践的需求与市场关切,具有里程碑意义。

2022年1月21日,最高人民法院重磅发布《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》(下称“《规定》”),正式宣告实施近二十年的《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》(下称“2003年《若干规定》”)退出历史舞台,标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代!

《规定》正式废除前置程序,将诱空型虚假陈述纳入调整范围,全面重构虚假陈述行为的司法认定规范,切实保障投资者权益;明确交易因果关系、损失因果关系的认定规则,完善损失认定和处理规则,科学合理认定责任范围;明确董监高、独立董事、保荐承销机构、证券服务机构的过错认定标准及免责抗辩事由,明晰各方责任边界;强化控股股东、实际控制人“首恶”责任,明确重大资产重组的交易对方以及帮助造假的供应商、客户、金融机构等相关主体的赔偿责任,全面压实各方责任。2022年2

月26日,最高人民法院在《人民司法》上发布《〈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〉的理解与适用》(下称“《新规理解与适用》”)一文¹,就《规定》的修订背景和主要内容进行了介绍。

二十年铸一剑,《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足,切实回应了证券虚假陈述司法实践的需求与市场关切,对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展无疑具有里程碑的意义!为此,我们撰写了系列解读文章,从制度沿革、修订要旨、实践争点和规则适用等角度对《规定》中的重点条文进行深度解读。本文将对《规定》主要修改亮点进行整体解读,以飨读者。

1. 林文学、付金联、周伦军:《〈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〉的理解与适用》,载《人民司法》2022年第7期。

《规定》彻底废除前置程序,全面重构虚假陈述诉讼司法裁判逻辑,强化法院与监管部门的协同配合机制。

SECTION 001

彻底废除前置程序,全面重构虚假陈述诉讼的司法裁判逻辑,切实保护投资者利益

1. 彻底废除前置程序,原告提交“信息披露义务人实施虚假陈述的相关证据”即可提起诉讼

在我国证券市场发展初期,因投资者取证困难,法院审判经验不足,根据当时的立法和司法实践情况,2003年《若干规定》确定以行政处罚决定或刑事裁判文书为前置程序,具有现实必要性,其在多年的司法实践中对减轻原告举证责任、防范滥诉也发挥了重要作用。但是,前置程序的设置实际上是对当事人诉讼权利的一种限制,随着证券诉讼审判经验的不断积累和民事诉讼制度的不断完善,废除前置程序势在必行。

《规定》彻底废除前置程序,全面放宽对原告起诉提交的初步证据要求,甚至彻底取消了《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》等规定中对于原告应至少提交行政处罚决定、刑事裁判文书、被告自认材料、交易所纪律处分或自律监管措施等

作为初步证据的起诉限制。《规定》仅原则性规定在符合《民事诉讼法》第一百二十二条的情况下,原告提交“信息披露义务人实施虚假陈述的相关证据”即可提起诉讼,在实质取消前置程序的问题上迈出了一大步,可能引发我国证券虚假陈述诉讼的一波新浪潮。

2. 全面重构虚假陈述责任的司法裁判逻辑体系

在全面取消前置程序的背景下,证券虚假陈述诉讼正式进入司法独立审查认定虚假陈述责任的新时代。为此,《规定》在废除前置程序的基础上,全面修改和完善了虚假陈述行为的认定规则、重大性的认定标准、交易因果和损失因果关系认定与抗辩标准、诉讼时效起算时点等一系列配套规范,全面重构了虚假陈述责任认定的司法裁判逻辑体系。

3. 法院与证券监管部门协同配合,切实解决投资者举证难题

为解决投资者举证困难以及人民法院与证券监管部门统一裁量标准等问题,

《规定》重新界定虚假陈述行为类型和认定标准，就“未按规定披露信息”针对不同情况作出区分。

最高人民法院和中国证监会同步发布配套规定《关于适用〈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〉有关问题的通知》(下称“《通知》”),明确规定人民法院与证券监管部门的协同处理机制。《通知》对民事诉讼和证券监管调查程序的衔接明确规定,法院应当在受理案件后向证监会通报,但行政调查程序并不必然影响民事案件的审理。《通知》也明确规定法院可以依法向证监会调查收集有关证据,可以就诉争虚假陈述行为的违规情况、对证券交易价格的影响以及损失计算等专业问题征求证监会、证券交易场所、投资者保护机构等单位的意见,以解决投资者举证难题,切实保障投资者利益。

SECTION 002

重新界定虚假陈述行为的类型和认定标准

《规定》明确规定了“虚假记载”“误导性陈述”和“重大遗漏”三种典型的虚假陈述行为,并对误导性陈述、重大遗漏的概

念进行重新界定。同时,将未按规定披露信息进一步区分为虚假陈述、内幕交易和损害股东利益三种情形。

1. 关于“虚假记载”:《规定》将其定义修改为“对相关财务数据进行重大不实记载,或者对其他重要信息作出与真实情况不符的描述”,新的定义不仅更加契合虚假记载的“虚假”这一特征,而且着重强调了实践中最为常见的财务数据虚假记载行为。

2. 关于“误导性陈述”:2003年《若干规定》规定的误导性陈述,是指“作出使投资者对其投资行为发生错误判断并产生重大影响的陈述”的“作为”型虚假陈述行为。《规定》将其定义修改为“隐瞒了部分重要事实,或者未及时披露相关更正、确认信息,致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性”,更偏重于“不作为”型的虚假陈述行为。

3. 关于“重大遗漏”:《规定》将其界定为对重大事件或者重要事项等应当披露的信息未予披露,这区别于2003年《若

**《规定》新增“预测性信息安全港”规则，
并填补了诱空型虚假陈述的制度空白。**

干规定》规定的未将应当记载的事项完全或者部分予以记载的界定。

4. 关于“未按照规定披露信息”：

《规定》明确“未按照规定披露信息”构成虚假陈述的，根据《规定》承担民事责任，构成内幕交易或者损害股东利益行为的，分别依照《证券法》和《公司法》的相关规定承担民事责任。

SECTION 003

新增“预测性信息安全港”规则，预测性信息与实际情况存在重大差异不当然承担虚假陈述赔偿责任

关于预测性信息的虚假陈述民事责任问题，因预测性信息与事实性信息的披露标准明显不同，美国等多国通常制定“安全港规则”对预测性信息的虚假陈述民事责任予以限缩，以鼓励发行人、上市公司主动披露预测性信息。2003年《若干规定》并未对预测性信息作出特别规定，我国就此类案件的司法实践探索也长期处于空白，直到2021年，深圳中院在“中航三鑫”案、成都中院在“某科技公司案”、南

京中院在“某光伏公司案”裁判中对预测性信息虚假陈述责任做出认定。

《规定》新增“预测性信息安全港”规则，明确规定预测性信息与实际经营情况存在重大差异的，原则上不构成虚假陈述，对鼓励信息披露义务人自愿、主动披露预测性信息具有积极意义，也避免信息披露义务人单纯因预测不准确而不当承担责任。同时，《规定》也规定了预测性信息构成虚假陈述行为应当承担虚假陈述民事责任的几种情形：相关信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示；预测性信息的编制基础明显不合理；预测性信息所依据的前提发生重大变化时未及时履行更正义务。

SECTION 004

诱空型虚假陈述被正式纳入调整范围，投资者受诱空型虚假陈述影响卖出相关证券所受损失可以获赔

2003年《若干规定》仅将诱多型虚假陈述作为规制对象，未将诱空型虚假陈述纳入调整范围。随着近年来诱空型虚假陈

**《规定》将“重大事件+价格敏感性”作为重大性认定标准，
并将后者作为核心衡量因素。**

述频发以及立法技术的逐步成熟和司法审判经验的不断积累，《规定》正式将诱空型虚假陈述纳入调整范围，并制定了具体赔偿认定规则。

1. 诱空型虚假陈述的交易因果关系的认定：投资者在实施日至揭露日期间卖出股票的，推定其投资决策与诱空型虚假陈述行为具备交易因果关系。

2. 诱空型虚假陈述的损失计算方法：诱空型虚假陈述的损失计算以投资者在基准日前是否买回股票为区分标准：对于揭露日至基准日期间买回的证券，其投资损失=(买回平均价格-卖出平均价格)*买回股数；对于揭露日至基准日期间未买回的证券，其投资损失=(基准价格-卖出平均价格)*未买回股数。

SECTION 005

明确规定“重大事件”+“价格敏感性”的重大性认定标准，并将“价格敏感性”作为重大性的核心衡量因素

在前置程序被正式取消后，虚假陈述



行为的重大性及其与投资者投资决策的交易因果关系问题，应成为法院审理的重点。此前《全国法院民商事审判工作会议纪要》(下称“《九民会议纪要》”)第八十五条规定的“被行政处罚的虚假陈述具有重大性”的单一标准已与资本市场的实际发展情况不符且无法满足审判实践的需要。

《规定》对“重大性”问题作出明确规定，并重新提出“重大事件”+“价格敏感性”的重大性判定标准。虚假陈述的内容属于证券法、监管部门制定的规章和规范性文件要求披露的“重大事件”，或者虚假

**《规定》明确了交易因果关系的独立地位，
进一步完善了推翻交易因果关系的具体情形。**

陈述的实施、揭露或者更正对于证券交易价格或交易量有明显影响的，都可认定其具有重大性。但是，《规定》也进一步强调，“价格敏感性”是“重大性”更为实质的判断因素，即使虚假陈述内容属于“重大事件”，但如果有证据证明该信息不具备价格敏感性的，也应当认定其不具有重大性。可以预见，重大性认定问题将成为虚假陈述诉讼核心争议焦点问题。

SECTION 006

**明确规定交易因果关系的独立地位，
进一步完善推翻交易因果关系
的具体情形**

2003年《若干规定》并未明确区分交易因果关系和损失因果关系，而是概括地规定虚假陈述与投资损失之间的因果关系要件，使得司法实践中对于法院是否应当审查虚假陈述行为与投资者投资决策的交易因果关系产生争议。

《规定》不仅认可了交易因果关系的独立法律地位，还就交易因果关系的否定情形作出了明确规定：(1) 增加原告投资

行为是受到实施日后上市公司收购、重大资产重组等其他重大事件影响的抗辩情形；(2) 在原告“明知”虚假陈述存在的抗辩情形基础上，增加了“应当知道”或者虚假陈述已被证券市场广泛知悉的情形；(3) 将2003年《若干规定》中的“恶意投资、操纵证券价格”行为进一步拓宽为“证券违法行为”。

SECTION 007

**细化实施日和揭露日的认定情形，
重构基准日的认定规则**

1. 《规定》采用列举方式明确了实施日认定标准，厘清实践中的争议问题

根据《规定》第七条之规定，虚假陈述实施日的认定标准如下：(1) 在指定媒体上公告发布具有虚假陈述内容的信息披露文件，以披露日为实施日；(2) 通过召开业绩说明会、接受新闻媒体采访等方式实施虚假陈述的，以该虚假陈述的内容在具有全国性影响的媒体上首次公布之日为实施日；(3) 信息披露文件或者相关报导

《规定》明确了虚假陈述实施日认定方式， 完善了揭露日认定标准，重构了基准日认定规则。

内容在交易日收市后发布的，以其后的第一个交易日为实施日；(4) 因未及时披露相关更正、确认信息构成误导性陈述，或者未及时披露重大事件或者重要事项等构成重大遗漏的，以应当披露相关信息期限届满后的第一个交易日为实施日。

2. 《规定》扩充虚假陈述的揭露途径，完善了揭露日的认定标准

(1) 《规定》对于揭露日的界定，除了“在权威媒体被首次公开”的要求之外，还新增了“为市场知悉”的要求，并将公开交易市场对相关信息的反应作为认定投资者是否知悉虚假陈述的标准。

(2) 扩充虚假陈述的揭露途径。除全国影响性的报刊、电台、电视台外，揭露途径增加监管部门网站、交易场所网站、主要门户网站和行业知名的自媒体，丰富了“媒体”的外延。

(3) 除非当事人有相反证据足以反驳，否则应当将监管机构对信息披露违法的立案调查和交易所采取自律监管措施的信息公开之日推定为揭露日。

(4) 明确了持续虚假陈述与多项虚假

陈述的揭露日认定标准。虚假陈述呈连续状态的，以首次被公开揭露并为市场知悉之日为揭露日，实施多个相互独立的虚假陈述的，应当分别认定其揭露日。

3. 重构基准日的认定规则，将基准日限定在揭露日后10个交易日至30个交易日之间，大大缩短揭露日至基准日的期间

与2003年《若干规定》分别列举四种情况下的基准日认定标准不同，《规定》统一将采用集中竞价的交易市场中“揭露日后换手率达到100%之日”认定为基准日，并将10个交易日内换手率达到100%情形下的基准日确定为揭露日后第10个交易日，将30个交易日内换手率未达到100%情形下的基准日确定为第30个交易日，以确保基准日处于揭露日后10个交易日至30个交易日期间，避免因揭露日至基准日的期间过短或过长而造成基准价的“失真”。对于无法通过上述方法确定基准价格的，法院可以根据有专门知识的人的专业意见，参考对相关行业进行投资时的通常估值方法，确定基准价格。

《规定》明确了以实际损失为限的投资差额损失计算规则，明确剔除系统风险、非系统风险的影响。

SECTION 008

明确以投资者实际损失为限的损失认定规则，对债券市场欺诈发行和虚假陈述未吸纳“债券本息损失计算投资者损失的计算规则”，似应统一适用《规定》确定的投资差额损失计算规则

《规定》的征求意见稿曾对“损失认定”一节进行了大幅修改，不仅增加诱空型虚假陈述的股票损失计算方法、重构了基准日和基准价认定规则，还细化了股票欺诈发行的损失计算方法、新增了债券欺诈发行和虚假陈述的损失计算方法以及诱空型虚假陈述中可转债的损失计算方法。然而，《规定》最终未对股票欺诈发行、债券欺诈发行和虚假陈述等情形下的损失计算方法作出特别规定。特别是针对债券欺诈发行和虚假陈述的损失认定问题，《规定》也没有吸纳《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称“《**债券纠纷座谈会纪要**》”）第二十二条规定的按照债券本息损失计算投资者损失的计算规则。我们理解，在司法解释未对债券欺诈发行和

虚假陈述的损失计算方法作出特别规定的情况下，对于债券市场的损失认定似应统一适用《规定》中的损失差额计算方法计算。

SECTION 009

明确规定系统风险和非系统风险等因素导致的损失不应赔偿，进一步扩大和细化虚假陈述之外的其他影响因素，对虚假陈述责任范围认定更加符合侵权责任基本法理，更加公平合理

2003年《若干规定》虽然规定因证券市场系统风险等其他因素给投资者造成的损失与虚假陈述行为没有因果关系，但因其没有明确非系统风险影响因素，更未细化认定标准，司法实践中，不同法院对于被告提出的非系统风险因素抗辩主张的处理态度差异极大。

《规定》此次修改回应了实践需求。根据《规定》第三十一条之规定，如果原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过

《规定》细化发行人董监高的过错认定规则， 特别规定独立董事免责抗辩事由，更加合理、精细。

度反应以及上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的，则该等损失应予扣除。

需要关注的是，《规定》采用“证券市场的风险”而非2003年《若干规定》中“证券市场系统风险”的表述，根据《新规理解与适用》，是为了澄清此前将系统风险理解为金融体系危机的不当理解。因此，《规定》认为对于宏观层面应予考虑并剔除的市场风险因素无需达到“金融体系危机”的程度，即使是一般性的市场风险，如果确实造成投资者损失，相应损失也应剔除。



SECTION 010

细化发行人董监高的过错认定规则，特别规定独立董事的免责抗辩事由，对责任人员的过错认定更加科学、合理和精细

1. 根据发行人董监高的具体任职及履职情况审查认定其是否具有过错，摒弃“一刀切”的责任认定倾向

针对司法实践中出现的董监高“签字即担责”“处罚即担责”而不区分董监高实际履职情况的“一刀切”的责任认定倾向，《规定》明确规定，法院应当根据董监高的工作岗位和职责、在信息披露资料的形成和发布等活动中所起的作用、取得和了解相关信息的渠道、为核验相关信息所采取的措施等实际情况审查认定发行人董监高等人员是否具有过错，体现了在董监高过错认定上更加科学化、合理化、精细化的裁判理念。

同时，《规定》强调董监高仅提出不从事日常经营管理、无相关职业背景和专业知识、相信发行人或者管理层提供的资料、相信证券服务机构出具的专业意见等

《规定》明确了保荐、承销机构的过错认定标准，一定程度上肯定其对专业意见的合理信赖。

理由，不能证明其没有过错，强化发行人董监高的勤勉尽职要求。

2. 明确规定董监高依法行使异议权可作为免责事由

如果发行人董监高根据《证券法》第八十二条第四款的规定，在审核证券发行文件和定期报告过程中，以书面方式发表附具体理由的意见并依法披露，且没有在审议、审核信息披露文件时投赞成票的，人民法院可以认定其主观上没有过错。

3. 专门规定独立董事的特殊免责抗辩事由，并规定外部监事和职工监事可参照适用

有别于发行人的内部董事，《规定》对独立董事的特殊免责抗辩事由作出专门规定，回应了“康美药业”案引发的各界关切，让独立董事回归“独立性”和“外部性”，鼓励独立董事发挥其应有的监督作用。

独立董事的特殊免责抗辩事由主要包括：(1) 在签署相关信息披露文件之前，对不属于自身专业领域的相关具体问题，借助会计、法律等专门职业的帮助仍然未

能发现问题；(2) 在揭露日或更正日之前，发现虚假陈述后及时向发行人提出异议并监督整改或者向证券交易场所、监管部门书面报告；(3) 在独立意见中对虚假陈述事项发表保留意见、反对意见或者无法表示意见并说明具体理由，且没有在审议、审核相关文件时投赞成票；(4) 因发行人拒绝、阻碍其履行职责，导致无法对相关信息披露文件是否存在虚假陈述作出判断，并及时向证券交易场所、监管部门书面报告等。

SECTION 011

明确规定保荐机构、承销机构的过错认定标准，一定程度上肯定保荐机构、承销机构对证券服务机构专业意见的合理信赖

针对保荐、承销机构的过错认定标准，2003年《若干规定》没有明确规定。《规定》吸收了《债券纠纷座谈会纪要》第三十条关于债券承销机构免责抗辩的相关规定，对保荐机构、承销机构的过错认定标准作出明确规定，并针对信息披露文件是

《规定》明确了证券服务机构的过错认定标准， 《审计侵权司法解释》仍可适用。

否有证券服务机构专业意见支持的不同情形，对保荐机构的过错认定标准加以区分，一定程度上肯定保荐机构、承销机构对于其他证券服务机构专业意见的合理信赖，切实回应市场呼声和司法实践需求。

根据《规定》第十七条，保荐、承销机构能够举证证明下列情形的，人民法院应当认定其没有过错：(1) 已经按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求，对信息披露文件中的相关内容进行了审慎尽职调查；(2) 对信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容，经过审慎尽职调查和独立判断，有合理理由相信该部分内容与真实情况相符；(3) 对信息披露文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容，经过审慎核查和必要的调查、复核，有合理理由排除了职业怀疑并形成合理信赖。

需要注意的是，《规定》并未保留《债券纠纷座谈会纪要》第三十条第(四)项关于“尽职调查工作虽然存在瑕疵，但即使完整履行了相关程序也难以发现信息披露文件存在虚假陈述”这一免责抗辩事由。

SECTION 012

明确证券服务机构的过错认定标准，承继和完善了《审计侵权司法解释》规定的会计师事务所免责抗辩事由，明确规定《审计侵权司法解释》仍可适用

1. 明确证券服务机构的勤勉尽责标准，将证券服务机构的责任限定于其工作范围和专业领域

证券服务机构勤勉尽责的“责”之依据，是判定证券服务机构是否勤勉尽责的前提，在既往的司法实践中产生诸多争议。《规定》正式明确规定证券服务机构的勤勉尽责的判定标准是“根据法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件”并“参考行业执业规范”，摒弃了《债券纠纷座谈会纪要》将“职业道德”也作为判定标准的要求。

《规定》也明确指出证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域，证券服务机构依赖保荐机构或者其他证券服务机构的基础工作或者专业意见致使其出具的专业意见存在虚假陈述，能够证明其

**《规定》强调控股股东和实控人的终局责任，
明确重组交易对方和帮助造假者的民事责任。**

对所依赖的基础工作或者专业意见经过审慎核查和必要的调查、复核，排除了职业怀疑并形成合理信赖的，人民法院应当认定其没有过错。这意味着对于证券服务机构的过错认定应区分特别注意义务和一般注意义务，区分“专家责任”和“非专家责任”，为一般注意义务情况下，证券服务机构的归责原则等问题留下诸多探讨空间。

2. 承继和完善了《审计侵权司法解释》规定的会计师事务所的免责抗辩事由，明确规定《审计侵权司法解释》仍可适用

关于会计师事务所的免责抗辩事由，《规定》基本沿用了最高人民法院于2007年发布的《关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》（下称“《**审计侵权司法解释**》”）第七条的规定。值得注意的是，《规定》并未废止《审计侵权司法解释》，而是规定《审计侵权司法解释》与《规定》规定不一致的，以《规定》为准。这意味着，《审计侵权司法解释》关于故意和过失的认定标准以

及会计师事务所在过失侵权时“以不实审计金额为限”“承担补充赔偿责任”的相关规定仍然可以适用。

SECTION 013

强调控股股东和实际控制人的终局责任，并明确规定了重组交易对方和帮助造假者的民事赔偿责任

1. 原告可以起诉请求直接判令发行人控股股东、实际控制人就其组织指使的虚假陈述行为承担责任

根据《规定》第二十条的规定，发行人的控股股东、实际控制人组织、指使发行人实施虚假陈述，致使原告在证券交易中遭受损失的，原告起诉请求直接判令该控股股东、实际控制人依照本规定赔偿损失的，人民法院应当予以支持；同时，发行人在承担赔偿责任后，可诉请组织、指使其实施虚假陈述行为的控股股东、实际控制人赔偿实际支付的赔偿款、合理的律师费、诉讼费用等损失。

《规定》按照“新老划断”标准,对诉讼时效的起算时点和计算方式作出合理规定。

2. 原告可以起诉请求判令重组交易对方承担虚假陈述民事赔偿责任

根据《规定》第二十一条的规定,公司重大资产重组的交易对方所提供的信息不符合真实、准确、完整的要求,导致公司披露的相关信息存在虚假陈述,原告起诉请求判令该交易对方与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失的,人民法院应当予以支持。

3. 配合造假的客户、供应商、金融机构等主体,与发行人承担赔偿责任

根据《规定》第二十二条的规定,有证据证明发行人的供应商、客户,以及为发行人提供服务的金融机构等明知发行人实施财务造假活动,仍然为其提供相关交易合同、发票、存款证明等予以配合,或者故意隐瞒重要事实致使发行人的信息披露文件存在虚假陈述,原告起诉请求判令其与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失的,人民法院应当予以支持。

SECTION 014

诉讼时效的起算时点提前至揭露日或更正日,近期可能引发投资者为避免超过诉讼时效而掀起一轮诉讼高潮,对该规定的溯及力问题,也有可能在实践中产生争议

根据2003年《若干规定》,证券虚假陈述诉讼案件的诉讼时效起算时点为行政处罚公布之日或刑事判决生效之日。在前置程序被正式取消后,2003年《若干规定》关于诉讼时效起算时点的规定显然已无法适应此类案件审理的需要。为此,《规定》将诉讼时效的起算时点提前至揭露日或更正日。

由于新旧司法解释在诉讼时效方面的规定发生了明显变化,为充分保护投资者的诉讼权利和合法民事权利,最高人民法院下发了《关于证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件诉讼时效衔接适用相关问题的通知》(法〔2022〕36号),按照“新老划断”的标准,明确在《规定》施行前已经作出行政处罚决定的案件,诉讼时效仍按照2003年《若干规定》计算;在《规定》施行前

已经对虚假陈述立案但尚未作出处罚决定的案件,自立案调查日至《规定》施行之日已经超过3年,或者按照揭露日或更正日起算至《规定》施行之日诉讼时效期间已经届满或者不足6个月的,从《规定》施行之日起诉讼时效继续计算6个月。

结语

2003年《若干规定》颁布至今近二十年,中国证券市场法治建设所取得的长足发展和显著成就有目共睹。《规定》在全面推行注册制的背景下推出,是完善资本市场基础制度建设的重要成果,充分彰显了全面保障投资者权利与科学、合理、精细认定投资者损失相协调,“追首恶”、打击资本市场“痼疾”与厘清各类主体责任边界相统一,司法裁判与证券监管执法相配合等司法理念,极具立法智慧,对中国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有重大意义。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

新《虚假陈述若干规定》 系列解读之一:适用范围

张保生、周伟、朱媛媛、牛馨雨

核心观点

《规定》打通了证券发行、交易的各个市场和各类证券产品的适用，但针对流动性显著不足的市场、非集合竞价交易的证券如何适用，有待进一步探索。

2022年1月21日，最高人民法院重磅发布《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》（下称“《规定》”），正式宣告实施近二十年的《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》（下称“2003年《若干规定》”）退出历史舞台，标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代！

《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足，切实回应了司法实践需求与市场关切，对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有里程碑意义！为此，我们撰写了系列解读文章，从制度沿革、修订要旨、实践争点和规则适用等角度对《规定》中的重点条文进行深度解读。本文为系列解读文章的第一篇。

随着立法对“证券”定义的丰富及各类投资品种交易的活跃，我国证券种类、市场层次、交易方式也在不断发生变

化，由此产生虚假陈述司法解释乃至《证券法》的适用范围问题。该问题不仅关系到某些证券虚假陈述纠纷的管辖法院，更涉及能否适用过错推定、因果关系推定等举证责任分配问题，对各方当事人权益影响重大。相比2003年《若干规定》，《规定》在扩大适用范围的同时也留下了诸多有待解决的问题。本文将在总结2003年《若干规定》适用范围的基础上，对《规定》的适用范围以及可能引发的争议作一讨论。

2003年《若干规定》及既往司法实践排除了协议转让、非公开发行等“面对面”交易的适用。

SECTION 001

2003年《若干规定》及既有司法实践确立了公开交易的适用原则，排除了协议转让、非公开发行等“面对面”交易的适用

就规定层面而言，2003年《若干规定》第3条明确“协议转让”不适用该司法解释，由此排除了大宗交易的适用空间。此后，因市场流动性、交易方式、证券种类等引发的适用争议，司法实践经过不断探索，也逐步形成统一共识。

1. 新三板市场发生的虚假陈述纠纷适用2003年《若干规定》

新三板市场由于流动性受限且定价机制不同于主板市场，能否适用2003年《若干规定》曾经存在一定争议。上海金融法院在“新绿食品案”¹、辽宁高院在“时空客案”²、山东高院在“亨达股份案”³中判决认定，新三板市场属于“国家批准设立的其他证券市场”，其发生的虚假陈述纠纷应当适用或参照适用2003年《若干规定》。

2. 非公开发行股票认购者提起的虚假陈述诉讼不适用2003年《若干规定》

对于非公开发行股票认购者提起的虚假陈述诉讼能否适用2003年《若干规定》的问题，广东高院在“保千里”案中作出认定，明确指出该司法解释为减轻不特定投资者举证难度确立了因果关系推定原则，因此仅适用于“非面对面”交易，非公开发行属于传统“面对面”交易，与普通侵权纠纷并无本质差异，因此不适用2003年《若干规定》。⁴桐城法院在“白兔湖案”中进一步明确，新三板市场非公开发行股票属于“协议转让”，不应适用2003年《若干规定》。⁵

1. 上海金融法院(2018)沪74民初125号民事判决书。

2. 大连市中级人民法院(2019)辽02民初1794号民事判决书，二审辽宁高院维持原判。另见“大连中院成功审理东北地区首批涉新三板市场虚假陈述责任纠纷案”，中新网：<https://www.chinanews.com.cn/sh/2021/07-12/9518144.shtml>。

3. 见“新三板定向增发虚假陈述索赔胜诉第一案”，法治周末报：http://www.legalweekly.cn/rdcj/2021-12/16/content_8644485.html。

4. 广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。

5. 安徽省桐城市人民法院(2021)皖0881民初964号民事判决书。

《规定》适用范围以行为发生在证券交易场所为判断标准，区域性股权市场可参照适用。

3. 公开发行的公司债券所涉虚假陈述纠纷适用2003年《若干规定》，私募债券则排除适用

2003年《若干规定》是以具有高度流动性的股票为模型设计的，债券虚假陈述纠纷能否直接适用，一度存在争议。江苏高院在“超日债案”中直接适用2003年《若干规定》审理公开发行的公司债券所涉虚假陈述纠纷，⁶广州中院审理的“海印可转债案”进一步将公开发行的可转换公司债券纳入调整范围。⁷对于非公开发行的私募债，长春中院在“吉粮债案”中判决认为，此类债券投资人系通过协议方式与发行人进行交易，双方身份具有特定性，所涉虚假陈述纠纷不适用2003年《若干规定》。⁸

综上所述，2003年《若干规定》的适用逻辑基本清晰，即调整公开市场上不特定投资者在“非面对面”交易中与侵权行为人之间的虚假陈述纠纷。尽管部分市场或证券种类的流动性不同于交易所股票市场，也并不会由此直接排除司法解释的适用。

SECTION 002

《规定》适用范围以行为发生在证券交易场所为判断标准，区域性股权市场参照适用，《新规理解与适用》进一步明确《证券法》规定各类“证券”均可适用

《规定》第1条第一款明确其适用于“信息披露义务人在证券交易场所发行、交易证券过程中实施虚假陈述引发的侵权民事赔偿案件”，第二款指出“按照国务院规定设立的区域性股权市场中发生的虚假陈述侵权民事赔偿案件，可以参照适用本规定”。第34条第一款规定，“本规定所称证券交易场所，是指证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所。”

上述规定基本沿袭了2019年《证券法》第37条关于公开和非公开发行证券交易场所的规定，从文义解释的角度，《规定》

6. 南京市中级人民法院(2016)苏01民初1174号民事判决书，江苏省高级人民法院(2017)苏民终1172号民事判决书。

7. 广州市中级人民法院(2020)粤01民初14号民事判决书。

8. 长春市中级人民法院(2017)吉01民初251号民事判决书。

《新规理解与适用》进一步明确各类“证券”均可适用《规定》， 给未来司法实践带来挑战。

能否适用主要取决于虚假陈述行为是否发生在“证券交易场所”。《规定》未对适用范围作出任何除外规定，不仅没有如2003年《若干规定》一样明确排除“协议转让”的适用，反而将私募性质的区域性股权市场纳入参照适用的范围。正如最高人民法院民二庭负责人在就《规定》答记者问中指出的，《规定》扩大了司法解释的适用范围，实现打击证券发行、交易中虚假陈述行为的市场全覆盖。⁹

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〉的理解与适用》(下称“《新规理解与适用》”)一文进一步明确，信息披露义务人在证券发行市场、证券交易市场、全国性交易市场、区域性股权市场发生的，以及针对《证券法》规定的各类“证券”产品的虚假陈述行为都适用《规定》。因此，无论是公开发行还是私募发行，无论是集中竞价交易还是协议转让交易，无论是股票、债券还是存托凭证等《证券法》规定的证券产品类型，都应当适用《规定》。

《规定》将各类证券产品以及各类证券交易市场的虚假陈述纠纷均纳入适用范

围，给未来虚假陈述司法实践带来诸多挑战。无论是对于债券、存托凭证、资产支持证券等新型证券产品，还是在以“面对面”交易为特征的非公开发行市场，以及尚不构成“有效市场”的债券市场、区域性股权市场等市场，如何解决其不能简单套用股票市场责任认定规则的问题，仍需在司法实践中探索和完善。比如，《新规理解与适用》指出，《规定》关于“推定”成立交易因果关系的规定是建立在基于有效市场假说的欺诈市场理论之上的。因此，流动性显著不足的弱式市场不具备适用交易因果关系举证责任倒置的条件。



9. 最高人民法院民二庭负责人就《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》答记者问，见最高人民法院：https://mp.weixin.qq.com/s/3FTsN-paBgfvs_P-BPLzDXg。

**银行间债券市场的基本法为《中国人民银行法》，
不属于《规定》的上位法，不宜适用《规定》。**

SECTION 003

银行间债券市场的上位法依据、市场性质决定其所涉虚假陈述纠纷不宜适用《规定》

对于广受关注的银行间债券市场虚假陈述纠纷，《规定》并未明确纳入调整范围，也未明确规定排除适用。《新规理解与适用》基于证券交易场所和《证券法》项下的“证券”产品两个维度展开探讨，没有将银行间债券市场明确纳入《规定》适用范围。我们理解，从银行间债券市场的上位法依据和市场性质来看，银行间债券市场虚假陈述纠纷不宜适用《规定》。

1. 银行间债券并非《证券法》调整范围，其基本法《中国人民银行法》亦非《规定》的上位法，不应适用《规定》

1997年6月5日，为打击银行资金通过证券交易所债券市场违规进入股市的行为，中国人民银行发布《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》和《银行间债券回购业务暂行

规定》，要求各商业银行停止在证券交易所的证券回购和现券交易，并对全国统一同业拆借市场成员的债券回购业务作出规定。业内通常将这一历史时期作为银行间债券市场的成立时点。

1998年《证券法》仅将公司债券纳入调整范围，2005年《证券法》第一次大修将适用范围扩大到“政府债券、证券投资基金份额”，2019年《证券法》第二次大修增加了“存托凭证”。《证券法》从未将银行间债券纳入调整范围，可以体现出顶层制度的规制思路。因此，银行间债券的上位法是《中国人民银行法》，不属于《证券法》规定的“证券”，同时《规定》开篇并未将《中国人民银行法》明确为制定依据，一定程度上体现出《规定》在适用范围上的审慎性。

2. 银行间债券市场不属于“国务院批准的其他全国性证券交易场所”，不应适用《规定》

通常而言，银行间债券市场被认为是交易所市场之外的“场外市场”，也不属于《规定》第34条第一款所称“国务院批准的其他全国性证券交易场所”。银行间债券市

银行间债券市场不属于“国务院批准的其他全国性 证券交易场所”，难以纳入《规定》适用范围。

场主要由中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心承担交易功能。中国外汇交易中心由中国人民银行决定设立，¹⁰银行间市场的自律组织中国银行间市场交易商协会由民政部批准设立。可见，银行间债券市场并非“国务院”批准设立的全国性证券交易场所。并且，根据《证券法》释义解读，目前“国务院批准的其他全国性证券交易场所”仅有新三板。¹¹最高人民法院在(2020)最高法民辖终23号民事裁定书中亦认定，银行间债券市场不属于国家批准设立的证券市场，不应适用2003年《若干规定》。

我们注意到，近年来银行间债券市场与交易所债券市场似乎呈现出接轨趋势。2018年《关于进一步加强债券市场执法工作的意见》规定证监会对银行间债券市场、交易所债券市场违法行为开展统一执法工作，证监会已在“康得新案”¹²、“永煤控股案”¹³中适用《证券法》对银行间债券市场违法行为作出行政处罚；2022年1月20日，沪深交易所、全国银行间同业拆借中心、中国证券登记结算有限责任公司、银行间市场清算所股份有限公司联合发

布《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》，推进交易所债券市场的机构类专业投资者和银行间债券市场成员互联互通。

我们认为，尽管银行间债券市场和交易所债券市场在监管执法层面、基础设施连接层面体现出一定程度的接轨趋势，但是，就银行间债券市场的起源、沿革及性质而言，尚不足以此将其认定为“国务院批准设立的全国性证券交易场所”并纳入《规定》调整范围。

10. 1994年2月15日，中国人民银行发布《关于设立中国外汇交易中心的决定》(银发[1994]44号)：“根据国务院关于进一步改革外汇管理体制的通知规定，实行银行结、售汇制以后，要建立全国统一的银行间外汇市场，为此，总行决定设立中国外汇交易中心，为各金融机构外汇交易与清算提供服务。中国外汇交易中心为人民银行总行领导下的独立核算的事业法人，不以盈利为目的。”

11. 郭锋等著：《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注(下册)》，中国法制出版社2020年版第562页。

12. 参见中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》((2021)57号)。

13. 参见中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》((2021)44号)。

已有判例对银行间债券市场虚假陈述纠纷的程序问题适用新旧司法解释，能否全面纳入《规定》调整范围仍有待未来司法实践的明确。



3. 目前已有判例对银行间债券市场虚假陈述纠纷的程序问题适用2003年《若干规定》和《规定》，《规定》能否适用于实体问题还有待进一步明确

北京三中院审理的某银行间债券市场虚假陈述纠纷、北京金融法院审理的“大连机床案”¹⁴和北京金融法院、北京高院审理的某银行间债券市场虚假陈述纠纷均将案由确定为“证券虚假陈述责任纠

纷”，后两案还分别依据2003年《若干规定》和《规定》审理了案件管辖的相关问题。这导致银行间债券市场能否适用《规定》引发巨大争议。

因此，尽管我们倾向认为，银行间债券市场的上位法依据、市场性质等基本属性决定其所涉虚假陈述纠纷不属于《规定》的调整范围，但在“大证券”语境以及现有司法实践下，此类案件的法律适用问题，未来还有待最高人民法院的权威解读和司法实践的进一步探索。

SECTION 004

《规定》仅针对“集中竞价”交易明确了损失认定规则，非采用集中竞价交易方式的证券市场损失认定规则面临制度空白

《规定》第26条在确定基准日、基准价，第27、28条在确定损失计算规则时均采用了“集中竞价”的交易模型，即不特定

14.北京金融法院(2021)京74民初1号民事裁定书。

《规定》仅针对集中竞价交易明确了损失认定规则， 非集中竞价交易如何认定损失有待探索。

投资者在证券交易场所公开竞价，由证券交易场所撮合交易，在这一过程中因虚假陈述导致的损失，才能适用《规定》所确定的基准日、基准价和损失计算规则。当然，针对基准价的确定，尽管《规定》特别指出“无法依前款规定确定基准价格的，人民法院可以根据有专门知识的人的专业意见，参考对相关行业进行投资时的通常估值方法，确定基准价格”，但具体如何操作仍有待在司法实践中落地。

据此，针对《规定》以“集中竞价”为模型设计的基准日、基准价和损失计算规则，非采用集中竞价交易方式的证券在具体适用《规定》时面临制度空白。例如，非公开发行股票和公司债券在发行完成后才向交易所办理上市手续或挂牌转让；¹⁵协议转让由股份转让双方达成转让协议并向证券交易所确认合规性后，直接向中国证券登记结算有限责任公司申请办理股份转让过户登记；公司债券大量采用点击成交、询价成交和协商成交的交易方式；¹⁶区域性股权市场仅能采用非公开发行的发行方式，且不得采用集中竞价、连续竞价、做市商等集中交易方式。¹⁷在上述

过程中，证券交易所并未发挥撮合交易的功能，很难适用《规定》以“集中竞价”为前提确定的基准日、基准价和损失计算模型，有待未来司法实践发挥拾遗补缺的功能，避免“参照适用”由于缺少制度供给而仅能体现宣示效力。

结语

相较于2003年《若干规定》，《规定》打通了证券发行、交易的各个市场，回应了近二十年的立法、实践发展的关切，为多种情形下的虚假陈述纠纷的适用预留了制度空间，值得肯定。不过，对于欺诈市场理论难以成立的弱式市场，在适用《规定》时应当适当考虑交易因果关系举证责任

15. 中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司证券发行人业务指南(中国结算深业字(2021)5号)第2.2、2.3条，《深圳证券交易所股票上市规则》(2022年修订)第3.2.6条；证监会《公司债券发行与交易管理办法(2021)》第36条，《上海证券交易所非公开发行公司债券挂牌转让规则》第2.2.1条。

16. 《关于发布施行〈上海证券交易所债券交易规则〉及有关事项的通知》(上证发(2022)24号)第3条。

17. 《区域性股权市场监督管理试行办法》(中国证券监督管理委员会令(2021)第13号)第13条、第15条及第17条。

的合理分配。当然,也正因《规定》仅以证券发行交易发生在“证券交易场所”作为适用的判断标准,以“集中竞价”模型作为基准日、基准价和损失计算规则的适用前提,导致银行间债券能否适用《规定》、非采用集合竞价方式的证券如何适用《规定》等问题,仍有待司法实践的探索。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

新《虚假陈述若干规定》 系列解读之二:前置程序 的取消及其影响

张保生、周伟、朱媛媛、李瑞轩

核|心|观|点

《规定》全面取消了证券虚假陈述诉讼前置程序,并在原告举证责任、重大性认定、诉讼时效等问题上作出了相应规定,回应了实践关切。

2022年1月21日,最高人民法院重磅发布《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》(下称“《规定》”),正式宣告实施近二十年的《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》(下称“2003年《若干规定》”)退出历史舞台,标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代!

《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足,切实回应了司法实践需求与市场关切,对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有里程碑意义!为此,我们撰写了系列解读文章,从制度沿革、修订要旨、实践争点和规则适用等角度对《规定》中的重点条文进行深度解读。本文为系列解读文章的第二篇——前置程序的取消及其影响。

2003年《若干规定》设置的前置程序是为解决原告举证困难、 审判经验不足等问题的“权宜之计”。

SECTION 001

2003年《若干规定》设置的前置程序，作为应对不成熟证券市场及司法审判经验不足的“权宜之计”，历行十余年，已圆满完成其历史使命

根据2003年《若干规定》，投资者提起证券虚假陈述民事赔偿诉讼，应提交行政处罚决定或者刑事裁判文书。此后，最高人民法院在《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》中明确，对内幕交易和操纵市场侵权行为提起的民事诉讼，“应当参照虚假陈述司法解释前置程序的规定来确定案件的受理”。由此确立了证券诉讼的前置程序制度。

2003年《若干规定》颁布时，我国证券市场尚处于发展初期，为解决原告举证困难、司法审判经验不足等现实问题，同时防范滥诉，前置程序确有其存在的必要性。自2003年以来，由于前置程序的存在，法院可集中精力审查虚假陈述的“三日一价”、因果关系、过错、损失认定等实体问

题，逐步积累了宝贵的审判经验，切实加深了对虚假陈述实体要件的理解和各争议焦点的把握。有学者总结到，前置程序作为我国司法实践应资本市场发展的权宜制度安排，历行十余年，在避免滥诉、解决投资者举证难等方面发挥了有目共睹的功效。¹

SECTION 002

在《规定》颁布前，随着法院专业性水平的提高和审判经验的积累，前置程序标准已逐步放宽，司法实践多个案例亦作出实质突破

随着我国资本市场的发展，虚假陈述诉讼案件数量在2013年后呈几何式增长趋势，²人民法院对证券诉讼的审判经验日益丰富。前置程序限制了投资者的诉讼权

1. 陈洁：《证券民事赔偿诉讼取消前置程序的司法应对——以虚假陈述民事赔偿为视角》，载《证券市场导报》，2021年5月号，第63~64页。

2. 徐文鸣：《证券民事诉讼与投资者赔偿——基于虚假陈述案件的实证分析》，载《山东大学学报》（哲学社会科学版）2017年第3期，第69页。

**《规定》颁布前,前置程序已逐步呈现放宽趋势,
司法实践中亦有多案例作出实质突破。**

利,不利于充分发挥证券诉讼对证券市场的净化功能,要求取消前置程序的呼声也愈发强烈。近年来,前置程序已逐步呈现出放宽趋势:

◆2015年12月,为配合立案登记制实施,最高人民法院在《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中指出,因虚假陈述等证券违法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。

◆2020年7月15日,最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第9条规定,债券虚假陈述案件被告以没有行政处罚或者生效刑事裁判文书认定为由请求不予受理或者驳回起诉,法院不予支持。³

◆2020年7月30日,最高人民法院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第5条规定,将普通代表人诉讼前置程序的范围放宽到“被告自认材料、证券交易场所纪律处分或者自律管理措施等初步证据”。⁴

◆司法实践中,在浙江高院审理的“五洋债案”⁵、上海高院审理的“中安科案”⁶

中,部分未被行政处罚的中介机构均被判决承担虚假陈述连带赔偿责任,从实质上突破了2003年《若干规定》关于前置程序的规定。

但在《规定》颁布前,司法实践对于取消前置程序的认识尚未完全统一。最高人民法院在多起再审案件中仍坚持前置程

3. 最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》:

9. 欺诈发行、虚假陈述案件的受理。债券持有人、债券投资者以自己受到欺诈发行、虚假陈述侵害为由,对欺诈发行、虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼,符合民事诉讼法第一百一十九条规定的,人民法院应当予以受理。欺诈发行、虚假陈述行为人以债券持有人、债券投资者主张的欺诈发行、虚假陈述行为未经有关机关行政处罚或者生效刑事裁判文书认定为由请求不予受理或者驳回起诉的,人民法院不予支持。

4. 最高人民法院《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第五条:符合以下条件的,人民法院应当适用普通代表人诉讼程序进行审理:(一)原告一方人数十人以上,起诉符合民事诉讼法第一百一十九条规定和共同诉讼条件;(二)起诉书中确定二至五名拟任代表人且符合本规定第十二条规定的代表人条件;(三)原告提交有关行政处罚决定、刑事裁判文书、被告自认材料、证券交易所和国务院批准的其他全国性证券交易场所等给予的纪律处分或者采取的自律管理措施等证明证券侵权事实的初步证据。不符合前款规定的,人民法院应当适用非代表人诉讼程序进行审理。

5. 参见杭州市中级人民法院(2020)浙01民初1691号民事判决书、浙江省高级人民法院(2021)浙民终389号民事判决书。

6. 参见上海市高级人民法院(2020)沪民终666号民事判决书。

《规定》正式取消前置程序, 投资者提起虚假陈述诉讼仅需满足规定的形式性要件。

序标准,⁷太原中院在近期审理的“跨境通宝案”中亦严守2003年《若干规定》关于前置程序的规定,以投资者提交的行政监管措施决定不同于行政处罚决定为由,裁定驳回原告起诉。⁸

SECTION 003

《规定》正式取消前置程序, 投资者提起虚假陈述诉讼已无实质性门槛, 仅需满足必要的形式性要件

《规定》第2条第二款规定, 人民法院不得仅以虚假陈述未经监管部门行政处罚或者人民法院生效刑事判决的认定为由裁定不予受理, 宣告前置程序正式取消。《规定》仅原则性要求原告起诉时应提交“信息披露义务人实施虚假陈述的相关证据”, 甚至没有对证据类型进行列举, 全面放宽对原告起诉证据的要求, 标志着我国虚假陈述司法审判进入专业化新时代。

我们注意到, 近年来由于上市公司实际赔付能力下降, 投资者在提起虚假陈述诉讼时将相关中介机构列为共同被告已

呈常态化趋势, 但往往又不提交中介机构出具的专项文件作为证据。“信息披露义务人”和保荐机构、承销机构或会计师事务所等证券服务机构属于不同范畴,⁹由于《规定》仅要求提交“信息披露义务人”实施虚假陈述的证据, 可能会被理解为, 投资者即使将中介机构列为共同被告, 也不

7. 参见最高人民法院(2020)最高法民申3551号、(2018)最高法民申3437号、(2018)最高法民申1402号民事裁定书。

8. 山西省太原市中级人民法院(2021)晋01民初1306号《民事裁定书》:“《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》第六条第一款规定,……即当事人以自己受到证券市场虚假陈述侵害为由提起民事赔偿诉讼时应当提交有关机关的行政处罚决定或人民法院的刑事裁判文书, 证明证券虚假陈述事实的存在, 以此作为人民法院受理此类案件的前提条件。目前该司法解释尚未被废止或修订, 仍然有效。”见上市公司*ST跨境(002640)编号:2022-010《跨境通宝电子商务股份有限公司关于涉及诉讼进展的公告》。

9. 《上市公司信息披露管理办法(2021)》第六十二条: 本办法下列用语的含义: (一) 为信息披露义务人履行信息披露义务出具专项文件的证券公司、证券服务机构, 是指为证券发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具保荐书、审计报告、资产评估报告、估值报告、法律意见书、财务顾问报告、资信评级报告等文件的证券公司、会计师事务所、资产评估机构、律师事务所、财务顾问机构、资信评级机构等。(二) 信息披露义务人, 是指上市公司及其董事、监事、高级管理人员、股东、实际控制人, 收购人, 重大资产重组、再融资、重大交易有关各方等自然人、单位及其相关人员, 破产管理人及其成员, 以及法律、行政法规和中国证监会规定的其他承担信息披露义务的主体。

**《规定》将诉讼时效起算点相应提前至揭露日或更正日，
虚假陈述诉讼启动时间大幅提前。**

需要提交证明中介机构实施虚假陈述的初步证据。我们认为，对于《规定》第2条不能片面、僵化理解，虚假陈述诉讼本质是侵权诉讼，原告对中介机构提起虚假陈述诉讼无疑应符合《民事诉讼法》第122条“有具体的诉讼请求和事实、理由”的规定。原告在对中介机构提起诉讼时，仍应就被诉中介机构的虚假陈述侵权事实、理由作初步陈述及举证，以避免滥诉频发，给中介机构和审理法院造成无端讼累。

此外，相较于2003年《若干规定》要求提交“进行交易的凭证等投资损失证据材料”，《规定》第2条第一款第三项调整为提交“因虚假陈述进行交易的凭证及投资损失等相关证据”，似乎可理解为应由投资者提交初步证据证明其交易决策受到了虚假陈述的影响。但是，由于《规定》第11条对交易因果关系规定的仍是推定信赖原则，因此，该起诉条件并非改变了交易因果关系的举证责任，原告只需证明其交易行为落入相应索赔区间即可。预计未来法院在对投资者的起诉立案时也不会对该要件作过多实质审查，而留待实体审理阶段统一认定。

SECTION 004

由于前置程序取消，虚假陈述诉讼的启动时间将大幅前提，《规定》相应调整了诉讼时效起算规则，但新规则溯及力问题可能在实践中产生极大争议

在前置程序取消后，2003年《若干规定》关于诉讼时效自行政处罚决定作出或刑事裁判文书生效之日起算的规定已无法适用。为此，《规定》第32条第一款将诉讼时效的起算时点提前至揭露日或更正日，这将大幅提前虚假陈述诉讼的启动时间。不过，这一诉讼时效起算规则将使大量虚假陈述案件在《规定》施行后面临诉讼时效已经届满或即将届满的局面，引发市场高度关注，其溯及力问题可能产生极大争议。对此，最高人民法院下发《关于证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件诉讼时效衔接适用相关问题的通知》，明确对诉讼时效问题采用“新老划断”标准，以充分保障投资者诉讼权利。

在前置程序取消背景下，虚假陈述“重大性”问题将成为核心争议焦点，需由法院独立进行审查、认定。

SECTION 005

在前置程序取消背景下，人民法院需对证券侵权行为要件进行独立审查。《规定》全面重构了虚假陈述“重大性”的认定标准，切实回应司法审判需求

前置程序取消后，法院一方面不能以不符合前置程序为由裁定驳回起诉，另一方面也不能以被诉虚假陈述行为未被行政处罚、不具有重大性为由，在实体上判决驳回诉讼请求，这就需要法院独立地审查被诉虚假陈述行为是否具有重大性。¹⁰此前，《全国法院民商事审判工作会议纪要》第85条确立了“被行政处罚的虚假陈述具有重大性”的单一标准，虽然在一段时期基本解决了“重大性”的问题，但在前置程序取消的背景下，该标准已不再具有适用空间。

《规定》第十条对“重大性”问题作出明确规定，提出“重大事件”+“价格敏感性”的认定标准。《规定》进一步指出，“价格敏感性”是“重大性”更为实质的判断因素，即使虚假陈述内容属于“重大事件”，但如果有证据证明该信息不具备价格敏感性的，

也应当认定其不具有重大性。可以预见，重大性认定问题将成为此后虚假陈述诉讼的核心争议焦点问题。

SECTION 006

为解决原告举证困难、强化审判专业性、统一人民法院与监管部门裁量标准，与《规定》配套的《通知》新增民事诉讼与行政执法协同处理机制，我国虚假陈述诉讼从“先行/刑后民”进入“民行并用”的新时代

在前置程序取消后，投资者必须自行举证证明虚假陈述行为及其重大性，但是，鉴于证券违法行为的隐蔽性、复杂性等特点，完全由投资者对违法行为及其重大性承担举证责任并不现实。¹¹为解决投资者举证困难，最高人民法院和中国证监会联

10. 丁宇翔：《证券虚假陈述前置程序取消的辐射效应及其处理》，载《财经法学》，2021年第5期，第33页。

11. 陈洁：《证券民事赔偿诉讼取消前置程序的司法应对——以虚假陈述民事赔偿为视角》，载《证券市场导报》，2021年5月号，第68页。

最高人民法院和中国证监会联合发布配套《通知》， 明确人民法院与监管部门的协调配合机制。

合发布《通知》¹²，明确人民法院与监管部门的协调配合机制，有助于统一人民法院与证券监管部门的裁量标准、强化审判专业性。具体而言：

◆第1条、第3条对民事诉讼和证券监管调查程序的衔接作出规定，法院应当在受理案件后向公司所在辖区的证监会派出机构通报，但行政调查程序并不必然影响民事案件的审理。也即，未来有可能出现虚假陈述诉讼的民事审判活动与信息披露违法的行政调查活动并行的情况，我国虚假陈述诉讼从“先行/刑后民”进入“民行并用”的新时代。



◆第2条对调查取证问题作出规定，原则上“当事人对自己的主张，应当提供证据加以证明”；但个案中“为了查明事实，人民法院可以依法向中国证监会有关部门或者派出机构调查收集有关证据”。

◆第4条、第5条对强化审判专业性作出规定，法院可就“虚假陈述是否违反信息披露义务规定”“虚假陈述对证券交易价格的影响”及“损失计算”等专业问题向监管部门、证券交易场所、证券业自律组织等征求意见；法院还应积极开展专家咨询和专业人士担任人民陪审员的探索，监管部门要做好相关专家、专业人民陪审员的推荐等配合工作。

此外，由于前置程序的取消，在有些案件中投资者提起虚假陈述诉讼的时间有可能早于监管部门对信息披露义务人立案调查，甚至早于监管部门掌握违法违规线索、展开初查的时间。鉴于《通知》第1条已明确

12.《最高人民法院 中国证券监督管理委员会关于适用〈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〉有关问题的通知》(法〔2022〕23号)。

虚假陈述民事立案的同步通报规则，投资者提起虚假陈述诉讼时主张的事实和所提交的证据，有可能成为监管部门进一步展开行政调查的重要线索。有关发行人、中介机构应当审慎应对因民事诉讼可能引发的监管合规风险。

结语

2003年《若干规定》创设的前置程序兼具“对投资者和证券市场的保护”与“对投资者诉讼权利的限制”的双面性。应当认识到，前置程序历行十余年间，其“对投资者和证券市场的保护”色彩占主要地位，客观上确实起到了避免滥诉、解决投资者举证难的作用，使法院逐步积累了丰富的审判经验，实质上提高了通过司法活动精准保护投资者合法权益的效率。这种“以时间换空间”的中国立法智慧，值得总结和记录。

但历史的车轮滚滚而过，自2003年《若干规定》实施以来我国资本市场蓬勃发展，证券虚假陈述诉讼案件的数量和专业化程度已远超从前。在此情况下，前置程序“对投资者诉讼权利的限制”色彩在近年来愈发显现，颇受争议。《规定》顺应历史潮

流，全面取消前置程序，切实回应了实践呼声。而且，从以上关于《规定》及其配套《通知》的规则解读来看，我国司法机关、监管部门已经做好了应对取消前置程序后诸如诉讼时效、重大性认定、原告举证及法院审查困难等一系列问题的充分准备，值得称道。我们也期待在未来实践中，继续参与并见证我国虚假陈述诉讼在“民行并用”时代的新发展和新征程。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

新《虚假陈述若干规定》 系列解读之三:预测性信息 安全港规则

张保生、周伟、朱媛媛、孙显

核|心|观|点

《规定》构建了“预测性信息安全港”规则，填补了预测性信息虚假陈述民事责任认定的制度空白，为裁判者提供了明确依据，意义重大。

2022年1月21日，最高人民法院重磅发布《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》（下称“《规定》”），正式宣告实施近二十年的《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》（下称“2003年《若干规定》”）退出历史舞台，标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代！

《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足，切实回应了司法实践需求与市场关切，对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有里程碑意义！为此，我们撰写了系列解读文章，从制度沿革、修订要旨、实践争点和规则适用等角度对《规定》中的重点条文进行深度解读。本文为系列解读文章的第三篇。

监管规则已区分预测性信息与事实性陈述的信息披露标准，前置程序废除后也亟需引入“安全港”规则。

SECTION 001

“预测性信息安全港”规则的制度构建背景

预测性信息是一把双刃剑，其符合投资者面向未来的投资逻辑，能够促进证券市场的有效性，消除信息不对称性，降低交易成本，但也存在容易被披露人操纵以及被投资者不合理依赖的风险，这就要求相关规则在鼓励善意披露和惩罚不实或误导性披露之间寻求合适的平衡点。

1. 我国监管规则已经确立了预测性信息不同于事实性陈述的信息披露标准，并逐步优化预测性信息的披露规则，以鼓励上市公司主动披露预测性信息

我国现有信息披露规则已明确区分了预测性信息与事实性陈述的披露要求。一方面，预测性信息的披露以“合理、谨慎、客观、准确”为原则，并不适用通常意义上“真实、准确、完整”的标准；另一方面，信息披露规则允许预测业绩与实际业绩存在一定差异，即便存在较大差异也不必然构成信

息披露违法。

目前，我国证券监管规则正逐步优化预测性信息的披露规则。例如，2022年1月深交所发布的《股票上市规则》取消三季度业绩预告的强制披露要求，沪深交易所将业绩快报更正公告的披露标准由“10%更正+20%致歉”统一调整为“20%或净利润、净资产发生方向性变化的更正”，取消了强制公开致歉和说明内部责任人认定的要求，鼓励进行预测性信息披露。

2. 《规定》废除前置程序后，亟需引入“安全港”规则，以区分预测性信息与事实性陈述的虚假陈述民事责任的认定标准

2003年《若干规定》颁布时已经注意到预测性信息与事实性陈述在民事责任认定条件上的不同，之所以没有区分认定标准，是由于存在前置程序的情况下，遭受行政处罚或刑事惩处的虚假陈述，无论是事实性的或是预测性的，都具备了产生民事责任的重大性特征。最高人民法院在关于2003年《若干规定》的理解与适用中指出，此类案件中仍应对预测性信息的不同有所

《规定》出台前,已有司法判例对预测性信息的虚假陈述 责任认定标准问题进行了有益探讨。

了解,以更准确地认定被告过错程度及其所应承担的责任。¹

可见,以前置程序作为减少投资者对预测性信息善意披露行为提起不当诉讼的“护城河”,仅是一种临时性举措,对预测性信息与事实性陈述的虚假陈述民事责任的认定标准作出明确区分,端本正源,才是应有之义。在《规定》正式废除前置程序后,通过引入“安全港”规则,明确预测性信息的虚假陈述民事责任认定标准或豁免情形,在防范不实或者误导性披露的同时保护预测性信息披露的积极性,具有现实必要性。

3. 《规定》出台前,已有司法判例对预测性信息的虚假陈述责任认定标准问题进行了有益探讨,积累了宝贵的审判经验

随着我国证券市场的日趋成熟与完善,法院审理虚假陈述案件的专业性不断提高,在既往多起涉及预测性信息的虚假陈述民事案件中,裁判者开始对预测性信息与事实性陈述的区分进行深入的分析 and 探讨。

例如,在“海润光伏案”中,南京中院认

为,预测性信息特点决定了预测内容可能与事实不符,以是否误导投资者的角度认定是否构成虚假陈述。²深圳中院在“中航三鑫”案中判决认为,应从上市公司是否有意通过虚假预测信息误导投资者和在披露预测性信息时是否作出不确定性的警示性提示两方面进行综合判断。³成都中院审理的某科技公司案判决进一步明确,预测性信息是否构成虚假陈述应从是否进行充分警示、预测依据是否明确、充分且合理、与实际业绩出现较大差异时是否及时修正三方面进行判断。⁴

1. 参见李国光主编,最高人民法院民事审判第二庭编著:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社,2015年9月第2版,第201页。

2. 参见江苏省高级人民法院(2017)苏民终613号民事判决书。另见“全省证券虚假陈述责任纠纷一审管辖法院,这样保护中小投资者权益(附典型案例)”,南京市中级人民法院官方微信公众号:https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA5OTIwMDMyg==&mid=2656231552&idx=1&sn=N=5dff6c089b966d0083f0c7f2b2cd21ec&chksm=8b23bca9bc5435bfac5f8e80673a2195d8c18cd4a0a46a57061a666a520b3dcd9fe5025e6e4b&scene=27。

3. 参见深圳市中级人民法院(2019)粤03民初2031号民事判决书。

4. 参见成都市中级人民法院(2021)川01民初5152号民事判决书。

“安全港”规则原则上豁免预测性信息引发的虚假陈述责任，但符合特定情形的除外。

SECTION 002

《规定》关于“预测性信息安全港”的基本适用规则

1. “安全港”适用原则：原则上豁免+特殊情况除外

《规定》第6条新增的“预测性信息安全港”规则规定，预测性信息与实际经营情况存在重大差异的，原则上不构成虚假陈述。同时，《规定》也明确了预测性信息构成虚假陈述的三种情形：相关信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示；预测性信息的编制基础明显不合理；预测性信息所依据的前提发生重大变化时未及时履行更正义务。上述规定给予市场明确预期，为信息披露义务人准确把握预测性信息的披露标准提供了参考尺度和安全指南。

上述“安全港”规则强调，预测性信息是否构成虚假陈述不应简单以结果为导向，这也符合预测性信息的基本属性，避免信息披露义务人单纯因预测不准确而承担不当责任。同时，相较于美国SEC“最大诚信+合理基础”的“安全港”规则，中国版“安

全港”规则实质是要求**同时不触发三种除外情形**才能免除虚假陈述民事责任，在鼓励信息披露义务人主动披露预测性信息的同时，也督促其更加规范、审慎地进行披露。

2. “安全港”适用对象：具有前瞻性质的盈利性预测、发展规划等预测性信息

《规定》第6条明确，“安全港”规则针对的是“盈利性预测、发展规划等预测性信息”的披露。我国《证券法》及相关监管规定未对预测性信息的外延作出明确界定，目前证券市场常见的预测性信息主要为盈利预测、业绩预告与业绩快报以及公司发展规划等其他预测信息。

最高人民法院在关于2003年《若干规定》的理解与适用中指出，预测性信息一般包括以下五个方面的内容：⁵

5. 参见李国光主编，最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社，2015年9月第2版，第202页。

“安全港”规则适用的预测性信息需具有前瞻性，并以预测情况与实际情况存在重大差异为前提。

◆对利润、收入(或亏损)、每股盈利(或亏损)、资本成本、股利、资金结构或者其他财务事项预测的陈述;

◆公司管理层对未来经营计划与目标的陈述,包括有关发行人产品或服务的计划与目标;

◆对未来经济表现的陈述,包括管理者对财务状况分析与讨论中的任何陈述;

◆任何对上述事项所依据的假设前提及相关事项的陈述;

◆任何证券管理机构可能要求对上述事项预测与估计的陈述。

从上述五个方面的表述来看,“安全港”规则所针对的预测性信息应仅指对于“未来情况”的预测和评价,即“具有前瞻性”是预测性信息的首要特征,而对于其他没有数据支撑的信息、基于主观看法的信息、有关动机意图的陈述、对于程度的评价等“软信息”,⁶则不属于预测性信息的范畴。

3. “安全港”适用前提:预测性信息与实际经营情况存在重大差异

《规定》第6条规定,“安全港”适用前提是预测性信息与实际经营情况存在重大差

异。实际经营情况通常是指经审计的财务数据,如果经审计的财务数据也存在虚假,则应在监管部门认定违法事实的基础上,参照经会计追溯调整后的财务数据。

《规定》第6条第二款明确,“重大差异”的认定“可以参照监管部门和证券交易所的有关规定认定”。根据中国证监会和证券交易所的有关规定,不同类型预测性信息的重大差异标准并不统一,同一类型预测性信息在不同板块上的重大差异标准也不尽相同。未来司法实践需结合监管细则进行认定。

6.软信息是与硬信息相对应的概念,软信息泛指意见、预测、分析和其他主观评价,至少包括以下几个方面:(1)预测性信息;(2)陈述者缺乏证明其准确的必要数据的信息,比如当一个公司没有掌握其竞争者的准确数据时,有关公司占据市场历史份额的陈述也是软信息;(3)主要基于主观评价的信息,比如有关公司管理层的能力、正直性等陈述,生产设备运行的效率等;(4)有关动机、目的和其他意图的陈述,比如公司解聘审计机构的动机;(5)包含资格限制性词语的信息,比如“极好的”、“高效的”、“富有创新性的”词语等,这些词语不具有统一认可的客观标准。软信息并不是单单基于时间维度作出的陈述,而是没有客观存在的硬性数据支撑的信息,既可以是面向未来的信息,也可以是针对过去或现在发表的一些主观评论。凡是不属于经审计的历史性成本财务信息都属于软信息。预测性信息只是软信息中的一个种类,仅指对于未来情况的预计和评价。参见张丽娜:《预测性信息披露立法机制研究》,上海师范大学2015年硕士学位论文。

未对影响预测实现的重要因素进行充分风险提示， 不得适用“安全港”规则免责。

例如，对于业绩快报，深主板、创业板、沪主板相关规则要求，业绩快报预测数据与定期报告实际数据偏离幅度达到20%以上的应发布更正公告；而科创板相关规则要求，业绩快报偏离幅度达到10%以上，就应当发布更正公告。⁷对于重大重组标的资产的利润预测，实现利润未达到预测金额80%的，上市公司董事长、总经理及相关证券服务机构应当解释并致歉；未达到预测金额50%的，可能会受到行政监管措施。⁸

此外，按照举重以明轻的原则，对于与实际经营情况不存在重大差异的预测性信息，无论是否存在三种除外情形，均不应就此承担虚假陈述民事赔偿责任。

SECTION 003

预测性信息构成虚假陈述的三种 除外情形

《规定》第6条规定，对于“预测性信息安全港”存在三种除外情形，在预测性信息与实际经营情况存在重大差异时，如果符合三种除外情形之一，即应认定发行人实施了虚假陈述行为。

除外情形之一：未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示

目前我国预测性信息披露规则已有对警示性语言的相关规定。例如，在首次公开发行中，发行人需要声明盈利预测报告依据各种假设具有不确定性，投资者应谨慎使用；⁹在年度报告和半年度报告中，披露信息涉及前瞻性陈述时，应同时附有相应警示性陈述，声明不构成实质承诺，投资者应保持足够风险认识；¹⁰在业绩预告中，存在可能影响准确性的不确定因素时，应披露不确定因素的具体情况及其影响程度。¹¹

7. 参见《深圳证券交易所股票上市规则（2022年修订）》第5.1.7条，《深圳证券交易所创业板上市公司自律监管指南第1号——业务办理》第1章第二节，《上海证券交易所股票上市规则（2022年1月修订）》第5.1.8条，《上海证券交易所科创板股票上市规则（2020年12月修订）》第6.2.6条。

8. 参见《上市公司重大资产重组管理办法（2020修正）》第59条。

9. 参见《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书（2015修订）》第86条。

10. 参见《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式（2021年修订）》第14条，《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告的内容与格式（2021修订）》第14条。

11. 参见《上海证券交易所股票上市规则（2022年1月修订）》第5.1.4条第二款，《深圳证券交易所股票上市规则（2022年修订）》第5.1.3条第二款。

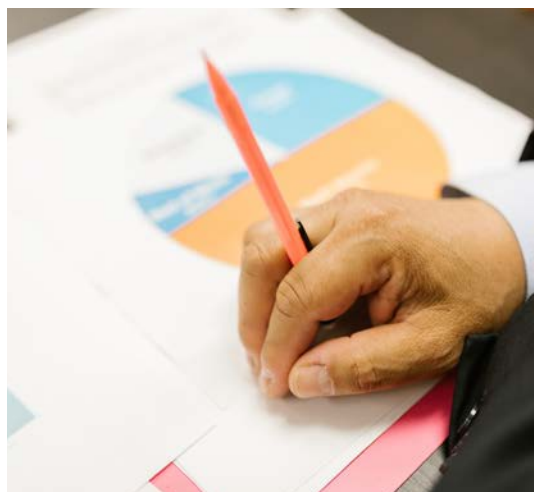
预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理的,不得适用“安全港”规则免责。

既往司法实践中,法院通常通过考察相关公告是否按照规则附加警示性语言,判断上市公司是否进行了风险提示。例如,在“中航三鑫案”中,深圳中院基于上市公司提示“预测数据具有不确定性”,判决认定其进行了明确警示性提示;在成都中院审理的某科技公司案中,基于上市公司披露“预测财务数据仅为初步核算数据,未经审计”,判决认定其一定程度弱化了投资者对预测性陈述的合理信赖,满足预先警示要件。

除外情形之二:所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理

“编制基础明显不合理”作为“安全港”适用除外情形,要求信息披露义务人披露的预测性信息应当具备合理依据,能够“自圆其说”。例如,对不同时期发生的相同或相似的交易、事项,在没有合理原因的情况下采用前后不一致的会计政策,则可能被认定为编制基础明显不合理。

实践中,预测性信息编制基础合理性的证明难度较大。一方面,所依据基本假



设、选用的会计政策等编制基础极易受到经济环境以及监管政策的影响,相应标准也在动态调整,不确定性较强。另一方面,编制基础是否合理应以“事中”角度看,而历史环境的不可复原性也增加了合理性的证明难度。因此,《规定》第6条明确上述情形的适用应以“明显不合理”为标准,在合理性存在一定争议的情况下,应当结合信息披露义务人的抗辩进行审慎评判,不宜轻易认定预测性信息构成虚假陈述。

除外情形之三:所依据的前提发生重大变化时未履行及时更正义务

预测性信息的前提可能为某种客观事

**预测性信息所依据的前提发生重大变化而未及时更正的，
不得适用“安全港”规则免责。**

实，也可能为某种经验假设。上市公司应当在预测性信息发布后，密切关注其所依据的前提是否持续成立。当前提发生重大变化时，上市公司应及时履行更正义务，做好风险提示，以使投资者同步了解预测性信息的变动情况，及时调整投资决策。

根据中国证监会信息披露规则，“及时”是指自起算日起或者触及披露时点的两个交易日内，¹²因此，预测性所依据的前提发生重大变化之日起两个交易日内就应当履行更正义务。但是，在实践中，部分预测性信息所依据前提的变化是一个不断发展的过程，在过程中很难直接做出准确判断，需要经过一段时间的观察、确认以及测试，才能判断是否影响预测性信息以及影响程度。在此情况下，应当将所依据前提的重大变化具有较高确定性之时作为起算时点，由此提高信息披露义务人更正信息的审慎性，避免其在前提变化尚不确定时基于“及时调整”的压力贸然更正预测性信息，反而导致投资者产生误判。

SECTION 004

**“预测性信息安全港”除外情形的
举证责任分配规则**

对于“预测性信息安全港”的三种除外情形，《规定》中并未明确举证责任的分配规则。

《规定》遵循《证券法》的规定，并延续了2003年《若干规定》的举证责任分配原则，要求原告就虚假陈述行为及其所致损失承担举证责任，就因果关系、内部责任人及外部中介机构的过错等则适用举证责任倒置规则，由被告承担推翻的举证责任。根据《规定》的章节安排，“预测性信息安全港”规定在“虚假陈述的认定”一节，因此，作为“虚假陈述行为”这一实体要件的范畴，原告应就“预测性信息构成虚假陈述”的除外情形承担举证责任。

不过，投资者仅能接触上市公司对外公开披露信息，对于预测性信息的形成和

12. 参见《上市公司信息披露管理办法》(2021年修订)第62条。

原告应初步举证证明被告存在“安全港”规则的除外情形，
被告也有必要积极举证抗辩。

披露过程了解有限，完全由投资者就除外情形承担举证责任也存在客观困难。我们理解，在投资者能够初步证明信息披露义务人存在除外情形之一的情况下，信息披露义务人也有必要积极举证，抗辩其风险提示的充分性、编制基础的合理性以及所依据前提发生重大变化的准确时点，以维护自身合法权益。

结语

《规定》构建了“预测性信息安全港”制度，填补了预测性信息虚假陈述民事责任认定的制度空白，为裁判者提供了明确法律依据，有利于统一司法审判尺度，是我国证券市场平衡预测性信息两面性进程中的关键一步。法律的生命力在于实施，新规的内涵需要在实践中越辩越明。我们也期待，未来司法实践做出更多深入、有益的探讨，助力“预测性信息安全港”制度更好落地，发挥其应有的作用。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

新《虚假陈述若干规定》 系列解读之四： 诱空型虚假陈述

张保生、周伟、朱媛媛、肖强

核|心|观|点

《规定》将诱空型虚假陈述纳入调整范围,填补了此前的制度空白,也给司法实践带来了更多挑战,将会进一步推动我国证券虚假陈述民事赔偿制度的发展。

2022年1月21日,最高人民法院重磅发布《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》(下称“《规定》”),正式宣告实施近二十年的《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》(下称“2003年《若干规定》”)退出历史舞台,标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代!

《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足,切实回应了司法实践需求与市场关切,对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有里程碑意义!为此,我们撰写了系列解读文章,从制度沿革、修订要旨、实践争点和规则适用等角度对《规定》中的重点条文进行深度解读。本文为系列解读文章的第四篇——诱空型虚假陈述。

**2003年《若干规定》仅调整诱多型虚假陈述，
人民法院通常不支持以诱多逻辑提起的诱空型虚假陈述诉讼。**

SECTION 001

**2003年《若干规定》仅将诱多型
虚假陈述作为规制对象，既往司
法实践中鲜有投资者以诱空的逻辑
对上市公司提起虚假陈述诉讼**

以虚假陈述对投资者的影响情况为标准，可以将虚假陈述划分为诱多型虚假陈述与诱空型虚假陈述。所谓诱多型虚假陈述，通常是指信息披露义务人对披露的事实采用虚夸、利好的方式进行公布，从而引诱投资者作出积极投资的决定；而所谓诱空型虚假陈述，则是与诱多型虚假陈述相对而言，通常是指信息披露义务人披露虚构的利空消息、隐瞒或延迟披露利好消息，诱导投资者卖出证券。¹

在2003年《若干规定》制订之时，考虑到证券市场上做空操纵行为较多，但诱空虚假陈述极为罕见，而且在同一规定中规范两种影响方向完全相反的行为立法技术难度较大，因此2003年《若干规定》仅将诱多型虚假陈述作为规制对象，未将诱空型虚假陈述纳入调整范围。

由于司法解释层面欠缺诱空型虚假陈述的因果关系认定标准，并且维权律师一般会按照诱多型虚假陈述的起诉条件征集索赔，因此，司法实践中鲜有投资者以诱空的逻辑对上市公司提起虚假陈述诉讼。

SECTION 002

**对于以诱多逻辑起诉的诱空型虚
假陈述之诉，法院通常以此类虚
假陈述与投资者的买入决策或投
资损失之间不具有因果关系为由
驳回诉讼请求**

在以诱多的逻辑起诉的诱空型虚假陈述案件中，审理法院一般认为，诱空型虚假陈述不会诱导投资者作出买入的投资决策，或者不会导致投资者因买入而产生投资损失，因而投资者的买入决策或投资损失与虚假陈述之间不存在因果关系。例如，

1. 参见李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社2015年版，第236-237页；贾纬：《证券市场侵权民事责任之完善》，载《法律适用》2014年第7期，第30页。

人民法院通常驳回针对中性虚假陈述提起的诉讼， 已有判例对诱空型虚假陈述赔付逻辑进行分析。

济南中院审理的“京博控股案”、²新疆高院生产建设兵团分院审理的“中基健康案”、³广东高院审理的“勤上光电案”⁴、重庆高院审理的“北大医药案”⁵。

SECTION 003

对于既非诱多又非诱空的中性虚假陈述，法院通常也以此类虚假陈述与投资者的买入决策或投资损失之间不具有因果关系为由驳回诉讼请求

值得注意的是，诱多型虚假陈述和诱空型虚假陈述并不是非此即彼的关系，司法实践中，对于某类不具有明显利好或利空性的信息，法院可能会认定其属于“中性”的信息，由于此类信息不会影响理性投资人对股票价值的判断，因此，无论原告因买入还是卖出股票所遭受的损失，都与案涉虚假陈述之间没有因果关系。例如，辽宁高院审理的“银基烯碳案”⁶、辽源中院审理的“利源精制案”⁷。

SECTION 004

《规定》出台前，已有司法判例对诱空型虚假陈述的赔付逻辑进行深入分析和有益探讨

虽然2003年《若干规定》第18条和第19条没有对诱空型虚假陈述的因果关系认定问题作出规定，但多地法院在审理此类案件的过程中进行了分析和探讨。

山东高院在“京博控股案”二审判决中明确指出，“诱空型虚假陈述揭露后，如果投资者在揭露日之前因低价卖出股票产生投资损失，则虚假陈述行为人应予赔偿。”⁸深圳中院在“彩虹精化案”一审判决中分六种情形对诱空型虚假陈述的因果关系认定

2. 参见济南市中级人民法院(2014)济商初字第131号民事判决书。

3. 参见新疆维吾尔自治区高级人民法院生产建设兵团分院(2017)兵民终29号民事判决书。

4. 参见广东省高级人民法院(2019)粤民终1038号民事判决书。

5. 参见重庆市高级人民法院(2019)渝民终343号民事判决书。

6. 参见辽宁省高级人民法院(2019)辽民终455号民事判决书。

7. 参见辽源市中级人民法院(2021)吉04民初26、31号民事判决书。

8. 参见山东省高级人民法院(2015)鲁商终字第327号民事判决书。

**《规定》正式将诱空型虚假陈述纳入调整范围，
包括积极诱空和消极诱空两种类型。**

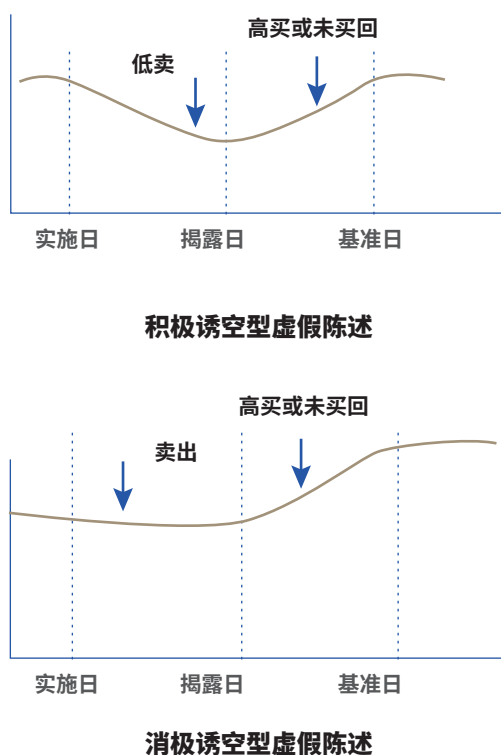
问题进行了讨论，并指出在诱空逻辑下，实施日前持有并在实施日至揭露日期间卖出、实施日至揭露日期间先买入后卖出两种情形项下遭受的损失，可以主张由虚假陈述行为人赔偿。⁹

SECTION 005

**《规定》在“推定信赖”条款下增列
诱空型虚假陈述情形，正式将诱
空型虚假陈述纳入调整范围**

随着近年来诱空型虚假陈述频发、立法技术的逐步成熟和司法审判经验的不断积累，《规定》在推定交易因果关系成立条款下增列了诱空型虚假陈述情形，正式将诱空型虚假陈述纳入调整范围。

诱空型虚假陈述的具体表现主要可分为：行为人主动编造并散布虚假的利空消息打压股价，导致股价“不应下跌而下跌”的积极诱空型虚假陈述，以及违反法定披露义务、以消极不作为或不积极作为等方式隐瞒真实的利好消息，导致股价“应涨却不涨”的消极诱空型虚假陈述两种类型。具体表现形式如下图所示：



对于诱空型虚假陈述来讲，虚假陈述行为实施后，通常会引起市场低迷情绪并看空，导致原本稳定的股价开始偏离真实价值向下运行或者本应上涨而稳定不变，但当利空消息被揭穿或者所隐瞒的利好消息被释放，股价会大幅上涨，直至基准

9. 参见广东省高级人民法院(2015)粤高法民二终字第1057号民事判决书。

**《规定》以投资者是否买回股票作为区分标准，
对诱空型虚假陈述的损失计算规则作出具体规定。**

日时恢复到真实价值附近。¹⁰

基于上述逻辑，投资者交易行为与虚假陈述之间的交易因果关系表现为：实施日之前进行投资的投资者，其投资行为是在正常的市场上进行的，买入股票的价格是未受到欺诈的市场上所正常支付的对价，当虚假陈述发生后，投资者信赖该信息而作出错误判断，在股价下跌时以低价卖出证券，进而遭受投资损失。

据此，《规定》第11条第三项规定，投资者在实施日至揭露日或更正日期间卖出相关证券的，推定其投资决策与诱空型虚假陈述行为之间具有交易因果关系。

SECTION 006

《规定》对诱空型虚假陈述的损失计算规则作出具体规定，以投资者在揭露日至基准日期间是否买回股票为区分标准，分别根据买回价格或基准价格与平均卖出价的差价计算

《规定》第28条规定：“在采用集中竞价的交易市场中，原告因虚假陈述卖出相

关股票所造成的投资差额损失，按照下列方法计算：（一）原告在实施日之后、揭露日或更正日之前卖出，在揭露日或更正日之后、基准日之前买回的股票，按买回股票的平均价格与卖出股票的平均价格之间的差额，乘以买回的股票数量；（二）原告在实施日之后、揭露日或更正日之前卖出，基准日之前未买回的股票，按基准价格与卖出股票的平均价格之间的差额，乘以未买回的股票数量。”

根据上述规定，在诱空型虚假陈述中，投资损失以投资者在揭露日至基准日期间是否买回股票为区分标准，分别根据买回价格或基准价格与平均卖出价的差价计算，用公式表示：投资损失=（买回平均价格-卖出平均价格）×买回股数+（基准价格-卖出平均价格）×未买回股数。

10. 参见冯果：《诱空型证券虚假陈述损害赔偿民事责任之认定》，载《法律适用》2016年第13期，第107页。

投资者在揭露日前已经买回的股票与诱空型虚假陈述 不具有因果关系, 不应纳入可索赔范围。

SECTION 007

诱空型虚假陈述的可索赔范围, 应当结合虚假陈述对股价的影响 逻辑合理认定

2003年《若干规定》针对诱多型虚假陈述, 在因果关系抗辩事由中规定了“揭露日或者更正日之前已经卖出证券”的否定性情形, 但《规定》删除了上述条文。由此带来的问题是, 对于诱多型虚假陈述、在揭露日前已经卖出股票的, 或者对于诱空型虚假陈述、在揭露日前已经买回股票



的, 被告是否可以抗辩不具有因果关系? 有观点认为, 在《规定》没有明确排除的情况下, 此抗辩并非当然成立, 但应由原告承担该等情形下因果关系的证明责任。

我们认为上述观点有待商榷。诱多型虚假陈述的投资差额损失, 是由股价在实施日后先上涨、在揭露日后又下跌所导致的, 即既要有“泡沫”形成的过程, 也要有“泡沫”被刺破的过程, 虚假陈述未被揭露情况下的买卖行为发生于同一信息环境和股价水平下, 由此导致的损失与虚假陈述之间不具有因果关系。因此, 无论《规定》是否明确排除了“揭露日或者更正日之前已经卖出证券”的情形, 均应认定因卖出该部分股票所产生的损失与诱多型虚假陈述之间没有因果关系。

同样, 对于诱空型虚假陈述而言, 无论是否明确规定“揭露日或者更正日之前已经买回证券”的否定性情形, 也均应认定该部分股票不属于可索赔范围。如果投资者在实施日至揭露日期间先买入、后又卖出股票, 则应当以其实施日至揭露日期间净卖出量作为可索赔范围。《规定》第28条严格按照“投资差额损失”的产生逻辑

确定了赔偿认定规则,亦体现出《规定》的严谨性与准确性。

结语

《规定》将诱空型虚假陈述纳入调整范围,不仅填补此前司法解释规定的空白,也为既非诱多、也非诱空的中性虚假陈述的责任认定留下诸多探讨空间。在诱空型虚假陈述中,很可能会出现此前在诱多型虚假陈述案件中不会遇到的新问题。例如,立案调查公告日是最常见的揭露日,但在诱空型虚假陈述案件中,监管机构立案调查通常会引发的股价暴跌与诱空型虚假陈述被揭露后应当呈现的股价“补涨”走势截然相反,这种情况下,揭露日的认定必将存在极大争议。这些诱空型虚假陈述案件中可能出现的新问题,在考验审理法院裁判智慧的同时,也将进一步推动我国证券虚假陈述民事赔偿制度的发展与完善。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

新《虚假陈述若干规定》 系列解读之五： 虚假陈述的三日一价

张保生、周伟、朱媛媛、郭晓英

核|心|观|点

虚假陈述实施日、揭露日、基准日和基准价对确定投资者索赔范围、索赔金额意义重大。《规定》优化了具体认定标准,回应了司法实践需求。

2022年1月21日,最高人民法院重磅发布《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》(下称“《规定》”),正式宣告实施近二十年的《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》(下称“2003年《若干规定》”)退出历史舞台,标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代!

《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足,切实回应了司法实践需求与市场关切,对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有里程碑意义!为此,我们撰写了系列解读文章,从制度沿革、修订要旨、实践争点和规则适用等角度对《规定》中的重点条文进行深度解读。本文为系列解读文章的第五篇。

作为证券虚假陈述民事赔偿案件的特有概念,实施日、揭露日、基准日和基准价对确定投资者的索赔范围与索赔金额具有重要的法律意义。《规定》优化了2003年《若干规定》的认定标准,回应了司法实践的需求。现结合我们的实务经验,对虚假陈述的三日一价作一深度解读。

**《规定》针对不同类型的虚假陈述确立了实施日的认定标准，
并明确消极虚假陈述的实施日为法定披露期限届满后的第一个交易日。**

SECTION 001

对虚假陈述实施日，《规定》对其定义未作实质调整，主要区分不同类型的虚假陈述规定了具体的认定标准

2003年《若干规定》仅规定虚假陈述实施日的定义为“作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日”，并未规定具体认定标准，导致司法实践中对消极虚假陈述行为、盘后虚假陈述行为等的实施日认定标准不统一。

《规定》与2003年《若干规定》相比，对虚假陈述实施日的定义未作实质调整，仅新增作出或发生虚假陈述的主体为“信息披露义务人”，概念上更加周延。此外，《规定》区分不同类型的虚假陈述，规定了具体的认定标准：

◆信息披露义务人在证券交易场所的网站或者符合监管部门规定条件的媒体上公告发布具有虚假陈述内容的信息披露文件，以披露日为实施日。

◆通过召开业绩说明会、接受新闻媒体采访等方式实施虚假陈述的，以该虚假陈述的内容在具有全国性影响的媒体上首

次公布之日为实施日。

◆信息披露文件或者相关报导内容在交易日收市后发布的，以其后的第一个交易日为实施日。

◆因未及时披露相关更正、确认信息构成误导性陈述，或者未及时披露重大事件或者重要事项等构成重大遗漏的，以应当披露相关信息期限届满后的第一个交易日为实施日。

SECTION 002

对消极虚假陈述行为的实施日，2003年《若干规定》未明确规定，导致司法实践中存在争议，而《规定》将其明确为法定披露期限届满后的第一个交易日

2003年《若干规定》并未明确规定消极虚假陈述行为的实施日，仅笼统规定实施日为“作出虚假陈述或发生虚假陈述之日”。虽然在最高人民法院编写的《关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》中将其解读为法定披露期限的最

对多项虚假陈述行为的实施日，司法实践认定不一， 《规定》对此仍未明确，但总体而言无实质影响。

后一日，¹但在司法实践中对此仍存争议。有判例认定行为发生当日为实施日，例如宁波中院审理的“宁波富邦案”²；也有判例认定法定披露期限的最后一日为实施日，例如，北京高院审理的“北汽蓝谷案”³、广东高院审理的“勤上光电案”⁴、上海金融法院审理的“游久游戏案”⁵。

《规定》明确规定，消极虚假陈述行为的实施日为法定披露期限届满后的第一个交易日。我们理解，由于法定披露期限内的披露行为都属合法合规，只有超过了法定披露期限后未披露的行为才构成信息披露违法，因此，该规定比较合理。

SECTION 003

对多项虚假陈述行为的实施日，司法实践中认定不统一，《规定》对此仍然未作明确规定，但总体而言，对确定投资者的索赔范围与索赔金额无实质影响

2003年《若干规定》并未明确规定多项虚假陈述行为的实施日。在司法实践中，主要有两种认定方式，一种以违法行为首

次实施之日为实施日，例如，深圳中院审理的“联建光电案”⁶；另一种是对各项虚假陈述行为分别认定单独的实施日，例如，北京高院审理的“北汽蓝谷案”⁷。

近年来，随着法院审理日益精细化，有判例不再就系列案件认定统一的实施日，而是结合个案中投资者的交易情况，认定单独的实施日，例如，广东中院审理的“康美药业案”⁸和深圳中院审理的“保千里案”⁹。

《规定》虽然对此没有明确规定，但我们理解，鉴于司法实践中投资者通常主张受全部虚假陈述行为的诱导买入股票，因

1. 参见李国光主编，最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社2015年版，第255页。

2. 参见宁波市中级人民法院(2014)浙甬商初字第33号民事判决书。

3. 参见北京市高级人民法院(2020)京民终156号民事判决书。

4. 参见广东省高级人民法院(2019)粤民终1038号民事判决书。

5. 参见上海金融法院(2018)沪74民初1185号民事判决书。

6. 参见深圳市中级人民法院(2019)粤03民初2196号民事判决书。

7. 参见北京市高级人民法院(2020)京民终156号民事判决书。

8. 参见广州市中级人民法院(2021)粤01民初726号民事判决书。

9. 参见深圳市中级人民法院(2020)粤03民初7018号民事判决书。

《规定》完善了揭露日的“警示性”认定标准， 价格变化不是判断市场反应的唯一标准。

此，上述司法实践中两种不同的认定方式实际上对确定投资者的索赔范围与索赔金额并无实质影响。

SECTION 004

《规定》完善了揭露日的“警示性”要件认定标准，规定应结合市场反应综合考量“市场是否知悉”，价格变化不再作为唯一判断标准

揭露日系虚假陈述行为首次被公开揭露并被证券市场知悉之日。司法实践中，认定揭露日通常考察是否具备首次性、相关性、全国性和警示性。其中，关于警示性要件，2003年《若干规定》并未明确规定，《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民会议纪要》”）则将“市场对揭露信息存在明显的反应”作为警示性要件的判断标准。司法实践中，多数判例以虚假陈述行为被揭露后股价是否下跌来判断市场是否存在反应，比如四川高院审理的“华泽钴镍案”¹⁰。也有个别判例以其他媒体转载情况作为市场反应的判断标准，比如南京中院审理的“科融环境案”¹¹。

《规定》在《九民会议纪要》的基础上，明确将市场对相关信息的反应作为认定投资者是否知悉虚假陈述的标准。我们理解，此处的“市场反应”不应以证券价格变动情况作为单一评价标准，主要原因如下：其一，上市公司被立案调查本身属于重大利空消息，立案调查公告后股价下跌不能当然证明市场知悉虚假陈述事项并产生明显反应，特别是，在诱空型虚假陈述案件中，诱空型虚假陈述被揭露后应当呈现的股价“补涨”走势与监管机构立案调查通常会引发的股价暴跌截然相反；其二，在证券停牌特别是债券爆雷后长期停牌的情况下，价格判断标准将失去适用空间；其三，在同时存在行业整体变动、其他利好利空公告发布或机构增减持等情形时，证券价格因受到多种因素的复合影响，难以准确体现市场对揭露行为的反应。

因此，《规定》所称“市场反应”不应简

10. 参见四川省高级人民法院（2020）川民终245号民事判决书。

11. 参见南京市中级人民法院（2019）苏01民初291号民事判决书。

《规定》放宽了揭露日的“全国性”认定标准, 将揭露媒体扩展至知名自媒体, 更加强调传播的广泛性。

单理解为价格波动, 应综合考量知名媒体转载情况、股民公开讨论情况、网络搜索数据变动情况等多维度因素, 在此基础上对市场反应作出准确认定。

SECTION 005

《规定》放宽了揭露日的“全国性”认定标准, 丰富了揭露媒体的内涵, 更加适应新媒体时代的信息传播特点

2003年《若干规定》规定的揭露日“全国性”要件中的揭露媒体为“全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等”, 主要强调揭露媒体的全国性、权威性。随着网络技术的发展、移动互联网的蓬勃兴起, 门户网站、知名网络大V等在传播信息、影响舆论导向方面发挥着日益重要的作用。司法实践中, 有些判例的认定也逐渐弱化揭露媒体的权威性, 更加强调传播广泛性, 例如, 在“康美药业案”中, 广州中院以首发在自媒体的揭露文章被多家媒体转载并直接导致康美药业搜索指数暴增为由, 认定自媒体报道之日为揭露日。¹²

《规定》吸收了司法实践的有益探索, 将“全国性”标准中的“在全国范围内发行或者播放”修改为“具有全国性影响”, 弱化了媒体的权威性, 并将揭露媒体由报刊、电台、电视台扩展到监管部门网站、交易场所网站、主要门户网站和行业知名的自媒体, 丰富了揭露媒体的内涵, 强调了传播的广泛性。

SECTION 006

继《九民会议纪要》确立的“非镜像原则”使得立案调查公告日更易被认定为揭露日后, 《规定》明确将对信息披露违法的立案调查公告日作为推定揭露日之一的法律地位

2003年《若干规定》仅规定揭露日是虚假陈述行为在“全国范围发行或播放的报刊、电台、电视台等媒体上首次被公开揭露之日”, 但需揭露到何种程度并无具体认

12. 参见广州市中级人民法院(2020)粤01民初2171号民事判决书。

《规定》明确监管机构以“涉嫌信息披露违法”进行立案调查的公告日属于推定揭露日之一。



定标准。既往司法实践中，多数案件揭露日的争议主要集中于立案调查公告日和事先告知书公告日之间，即更加重视首次揭露还是充分揭露。

在《九民会议纪要》确立揭露日的“非镜像规则”后，在司法实践中立案调查公告日被认定为揭露日的情况越来越常见，仅有少量案件因媒体报道日在先而被认定为揭露日，例如，广州中院审理的“康美药业案”¹³和杭州中院审理的“上峰水泥案”¹⁴。

《规定》在《九民会议纪要》的基础上，进一步明确将对信息披露违法的立案调查

公告日作为推定揭露日之一的法律地位，即除非当事人有相反证据足以反驳，否则应当将监管机构对信息披露违法的立案调查和交易所采取自律监管措施的信息公开之日推定为揭露日。但需要注意的是，根据《规定》，推定立案调查公告日为揭露日的前提应当是监管机构以“涉嫌信息披露违法”进行立案调查，如果立案调查公告仅笼统披露“涉嫌违反证券法律法规”，我们理解，不符合《规定》的推定标准。

SECTION 007

《规定》区分多项虚假陈述行为的性质，确定不同的揭露日认定标准，但在多项虚假陈述行为的实施日和揭露日存在重叠的情况下，可能面临适用困境

针对多项相互独立的虚假陈述行为，已有判例针对不同的虚假陈述行为认定单

13. 参见广州市中级人民法院(2020)粤01民初2171号民事判决书。

14. 参见杭州市中级人民法院(2019)浙01民初1801号民事判决书。

《规定》明确独立的多个虚假陈述应分别认定揭露日，但在实施日和揭露日重叠的情况下面临适用困境。

独的揭露日，例如北京高院审理的“北汽蓝谷案”¹⁵。《规定》对司法实践中的做法予以总结，明确规定，多个虚假陈述相互独立的，应当分别认定其揭露日。

对于虚假陈述呈连续状态的，实践中可能存在的争议是，如果虚假陈述在被揭露后仍处于连续状态的，是否影响在先揭露日的认定。昆明中院在“云投生态案”中判决认为，虚假陈述行为具有承接性和关联性，揭露日意义在于向投资者警示可能存在虚假陈述，并不要求揭露全部违法事实，因此揭露日后虚假陈述的连续状态不影响在先揭露日的认定。¹⁶这也与揭露行为不需要达到“全面、完整、准确”程度的要求相吻合。

最高人民法院在《〈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〉的理解与适用》一文中指出，虚假陈述揭露过程往往呈现出不断接近真相的状态，实践中对于这种情况下虚假陈述揭露日的判断标准存在不同认识。在《九民会议纪要》确立的“非镜像规则”的基础上，《规定》明确，虚假陈述呈连续状态的，以首次被公开揭露并为证券市场知悉之日为揭露日。



但是，如果各项虚假陈述行为之间存在重叠，对于某些期间的交易行为，例如在如上图示中，在实施日B到揭露日A期间买入股票、并在揭露日A到揭露日B期间卖出股票的投资者，如果主张受虚假陈述行为A的影响买入，则具有索赔资格，但如果主张受虚假陈述行为B影响的买入，则失去索赔资格。因此，主张受到何种虚假陈述行为影响买入股票，直接影响投资者是否具有索赔资格。在此情况下，关于投资者交易决策依据的举证责任如何分配，将留待司法实践探索。

15. 参见北京市高级人民法院(2020)京民终156号民事判决书。
16. 参见云南省高级人民法院(2015)云高民二终字第144号民事判决书。

**《规定》重构基准日的认定规则,将基准日限定在
揭露日后10-30个交易日之间,具有合理性。**

SECTION 008

**《规定》重构基准日的认定规则,
将基准日限定在揭露日后10个交
易日至30个交易日之间,该规定
具有合理性,但仍存在一定争议**

基准日系法律拟制的虚假陈述信息被市场消化的期间,其意义在于将投资人所受损失限定在合理的范围之内,以便将并非虚假陈述所造成的损失排除在外。2003年《若干规定》列举四种情况下的基准日认定标准,以成交量达到可流通部分100%为主,以揭露日后第30个交易日等其他情形为辅。该规定可能会导致交易量不活跃的证券所涉基准日因与揭露日时隔太久而失去合理性。

《规定》对上述认定标准进行了优化,在沿用成交量达到可流通部分100%基础上,新增期间限制标准,认定虚假陈述被市场消化的期间为10至30个交易日之间,即换手率在10个交易日内达到100%,以第10个交易日为基准日,在30个交易日内未达到100%,以第30个交易日为基准日,避免因揭露日至基准日的期间过短或过长而

造成基准价的“失真”。此外,针对证券长期停牌等可能导致上述方法失灵的情形,《规定》还允许法院根据有专门知识的人的专业意见,参考对相关行业进行投资时的通常估值方法,确定基准价格。

司法实践中,如果在揭露日至基准日期间因限售股解禁或流通股限售导致流通股发生变化,可能导致基准日的认定存在一定争议。¹⁷《规定》并未对“可流通部分”的定义作出进一步明确,后续仍有待审理法院发挥裁判智慧。此外,针对《规定》关于最长消化期为30个交易日的规定,有观点认为,我国大股东持股比例最高可达75%、甚至90%,¹⁸该期限未考虑到我国大股东持股比例较高、且流通意愿相对较低这一客观情况,以30个交易日作为虚假陈述被市场消化的最长期限,仍嫌过长。

17. 参见最高人民法院(2020)最高法民申893-900号民事裁定书、长春市中级人民法院(2015)长民四初字第74号民事判决书、辽宁省中级人民法院(2020)辽01民初2008号。

18. 参见沪深证券交易所《股票上市规则》第3.1.1条。

结语

《规定》优化了实施日、揭露日、基准日及基准价的认定标准,有利于合理界定投资者的索赔范围及索赔金额。但《规定》对既往司法实践中对“三日一价”的部分争议和部分制度真空地带仍未予以回应,留待后续最高人民法院进行解读与司法实践进一步完善。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

新《虚假陈述若干规定》 系列解读之六： 重大性与交易因果关系

张保生、周伟、朱媛媛、肖强

核|心|观|点

《规定》明确了重大性和交易因果关系的独立地位及认定标准。前置程序取消后，重大性和交易因果关系将成为证券虚假陈述诉讼的重要争点。

2022年1月21日，最高人民法院重磅发布《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》（下称“《规定》”），正式宣告实施近二十年的《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》（下称“2003年《若干规定》”）退出历史舞台，标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代！

《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足，切实回应了司法实践需求与市场关切，对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有里程碑意义！为此，我们撰写了系列解读文章，从制度沿革、修订要旨、实践争点和规则适用等角度对《规定》中的重点条文进行深度解读。本文为系列解读文章的第六篇——重大性与交易因果关系。

2003年《若干规定》未明确重大性要件及认定标准，部分案例以虚假陈述不具有重大性为由驳回诉请。

SECTION 001

2003年《若干规定》没有对重大性要件及其认定标准作出明确规定，是否审查以及如何审查重大性要件，在既往司法实践中成为极具争议的问题

1. 由于前置程序的存在，2003年《若干规定》没有对重大性要件及其认定标准作出明确规定，此后相当长一段时间内，大多数审理法院往往不考察重大性要件，也不会以虚假陈述不具有重大性为由而免除被告责任

由于前置程序的存在，最高人民法院在制定2003年《若干规定》时认为虚假陈述所涉信息的重大性问题可暂不讨论，因为民事赔偿诉讼案件的受理以对虚假陈述行为的行政处罚或者刑事裁判为前提，即虚假陈述所涉信息的重大性问题在前置程序中已经得到了解决，在民事案件的审理中可不予涉及而当然认定。¹

因此，2003年《若干规定》只是在界定虚假陈述行为时引入了“重大事件”概念，并规定应承担民事责任的虚假陈述必须是

对有关“重大事件”的虚假陈述，但2003年《若干规定》并未单独就虚假陈述的重大性要件作出明确规定，也未抽象出重大性要件认定的一般标准。这使得在相当长一段时间内大多数审理法院不支持、甚至不考察被告提出的关于虚假陈述不具有重大性的抗辩。

2. 随着虚假陈述诉讼实践的发展和成熟，重大性要件开始进入审理法院裁判视野，逐步出现以虚假陈述不具有重大性为由判决驳回原告诉请的典型案列

2013年前后，随着审判实践的发展和成熟，部分审理法院开始关注和审查被告提出的案涉虚假陈述行为不具有重大性的抗辩意见，并在多起案件中以财务会计违规问题所涉及的金额占比较小、不能对股票市场产生实质性影响等角度，认定案涉行为不属于对“重大事件”作出的虚假陈述，进而判决驳回原告诉请。

1. 参见李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社2015年版，第215页。

《九民会议纪要》以作出行政处罚决定作为重大性认定标准， 但仍有案例在行政处罚前提下否定重大性。

值得关注的是，上述案件大多是依据财政部及其派出机构的处罚决定而非证监会的行政处罚决定提起的证券虚假陈述诉讼，例如，广州中院审理的“香江控股案”²以及长沙中院审理的“湖南投资案”³等等。

3. 在2019年《九民会议纪要》出台之后，“重大性”的争论大幅减少，但仍有案例在存在行政处罚决定的前提下对案涉虚假陈述的重大性做出否定性认定

《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民会议纪要》”）第85条指出，“在案件审理过程中，对于一方提出的监管部门作出处罚决定的行为不具有重大性的抗辩，人民法院不予支持，同时应当向其释明，该抗辩并非民商事案件的审理范围，应当通过行政复议、行政诉讼加以解决。”《九民会议纪要》的规定使得个案中就信息披露违法行为是否具有“重大性”的争论大幅减少。

《九民会议纪要》在尚未全面取消前置程序的背景下，将重大性判定标准推给行政处罚决定，更多是暂时地统一裁判尺度，

还不能说是实质厘定标准。我们理解，被行政处罚的信息披露违法行为并非必然构成证券民事侵权行为，行政责任与民事责任在构成要件、法益保护和认定标准等方面均有差异，被处罚的信息披露违法行为并不当然影响投资者的投资决策和证券交易价格，将重大性要件的认定直接推给行政处罚决定本质上不符合民事侵权责任认定的基本逻辑。

在《九民会议纪要》出台之后，仍有案例认定被行政处罚的信息披露违法行为不具有重大性。例如，在“尔康制药案”中，最高人民法院从尔康制药2015年年报中虚增营业收入和净利润占比较小，没有对公司业绩和重要财务指标产生实质影响，以及2015年年报披露后的股价涨跌是市场交易的正常反应等角度，认定尔康制药2015年年报的虚假记载（已被行政处罚决定认定构成信息披露违法）不具有重大性。⁴

2. 参见广州市中级人民法院（2013）穗中法金民初字第101号民事判决书。

3. 参见长沙市中级人民法院（2013）长中民四初字第00283号民事判决书。

4. 参见最高人民法院（2020）最高法民申5877号民事裁定书。

《规定》明确重大性要件及“重大事件+价格敏感性”的认定标准，并将后者作为核心衡量因素。

SECTION 002

《规定》在“重大性与交易因果关系”一节设专条规定重大性要件及其认定标准，明确规定，虚假陈述不具有重大性的，被告无需承担民事赔偿责任

在前置程序被正式取消后，此前《九民会议纪要》第85条规定的“被行政处罚的虚假陈述具有重大性”的单一标准已与资本市场的实际发展情况不符且无法满足审判实践的需要，为此，《规定》设专条规定重大性要件及其认定标准。在民事程序中审理法院应综合各方意见独立审查认定虚假陈述行为是否具有重大性，对于虚假陈述不具有重大性的，被告无需承担民事赔偿责任。

对于重大性要件是对虚假陈述行为是否构成侵权行为的判定，还是因果关系层面的问题，我们理解，重大性要件的规范意义不在于界定“侵权行为”，而在于解决信赖要件的证明问题。在美国判例法上，重大性概念的引入，也是为了解决投资者无法证明对虚假陈述存在合理信赖的难题。《规定》第4条已经通过“重大不实记载”“重要

信息”“重要事实”“重大事件”“重要事项”等表述来界定虚假陈述侵权行为及其违法性，而认定一项信息披露违法违规行为构成虚假陈述侵权行为，并不应以该行为造成相关证券交易价量发生明显变化为必要条件。因此，《规定》第10条“重大性要件”的规定，更应理解为对信赖要件问题的规定而非对虚假陈述行为的界定。

SECTION 003

《规定》明确“重大事件+价格敏感性”的重大性认定标准，并将“价格敏感性”作为重大性的核心衡量因素

早在2015年，最高人民法院民二庭曾在《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中明确了“重大性”的司法判断原则，即以虚假陈述对投资者决策的影响程度为基本原则，对于证券市场的影响为客观标准。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〉的理解与适用》（下称“《新规理解与适用》”）一文，《规定》是在结

“价格敏感性”标准应综合考量虚假陈述实施和揭露前后的 证券交易价格和交易量的变化情况。

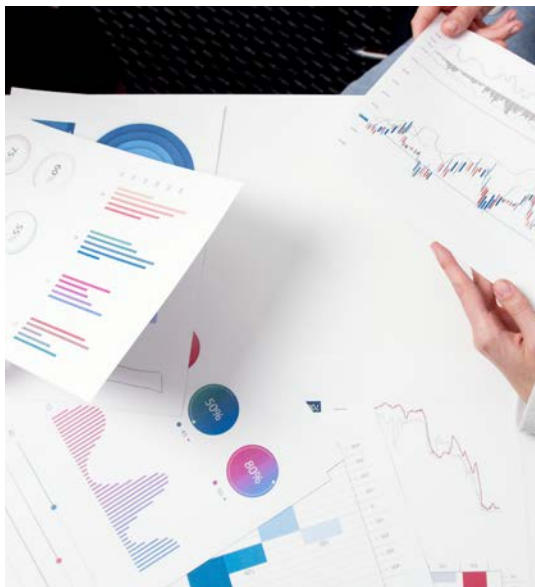
合境内外司法审判及行政处罚实践的基础上,确定了“主客观相结合”的重大性认定标准。

《规定》明确重大性判定标准为“重大事件+价格敏感性”。虚假陈述的内容属于证券法、监管部门制定的规章和规范性文件要求披露的“重大事件”,或者虚假陈述的实施、揭露或者更正导致证券交易价格或交易量产生明显变化的,都可认定虚假陈述的内容具有重大性。但是,《规定》进一步强调,“价格敏感性”是重大性要件更为实质的判断因素,即使虚假陈述内容属于“重大事件”,但如果被告有证据证明虚

假陈述并未导致相关证券交易价格和交易量明显变化的,也应当认定其不具有重大性。

需要注意的是,在证明“虚假陈述并未导致相关证券交易价格和交易量明显变化”时,不能仅凭虚假陈述行为实施前后的证券交易价格和交易量未发生明显变化,便简单地认定虚假陈述不具有重大性。这是因为大多数虚假陈述的内容属于“安抚型”的不实信息,并不会直接导致股价猛烈拉升或者成交量快速放大,而是使股价维持在一定水平。因此,在适用“价格敏感性”标准时,应注意考察虚假陈述行为被揭露或更正后的证券交易价格和交易量变化情况。

不过,影响证券交易价格和交易量的因素是多样的,市场对虚假陈述揭露行为的反应也有其局限性。一方面,在虚假陈述行为被逐步揭露等情形下,可能出现市场对虚假陈述揭露行为反应不足的问题;另一方面,证券市场也有可能反应过度,例如,在我国证券市场上,上市公司被立案调查本身就构成重大利空,无论该调查最终是以正式处罚结束还是以撤案处理告终,证券价格都会受“被立案调查”这一信息的影响而大幅下跌。



2003年《若干规定》未明确区分交易因果关系和损失因果关系， 但司法实践对此已有初步探索。

因此，在适用“价格敏感性”标准时，可能会面临“价格失灵”的局面，在此情况下，应综合虚假陈述的性质、影响力等因素作出判断，而非僵化地适用“价格敏感性”标准认定重大性。

SECTION 004

2003年《若干规定》没有明确区分交易因果关系和损失因果关系，但在近年来的司法实践中，交易因果关系是否成立已逐渐成为虚假陈述诉讼案件的主要争议焦点

2003年《若干规定》并未明确区分交易因果关系和损失因果关系，而是概括地规定虚假陈述与投资损失之间的因果关系要件，这导致司法实践中对于是否应当审查虚假陈述行为与投资者投资决策的交易因果关系产生争议。实际上，虽然2003年《若干规定》省略了交易因果关系与损失因果关系的区分，但并不意味着最高人民法院忽略或取消了两者的区别，第18条和第19条规定的法定情形其实正是

针对双重因果关系所表述，或者说是仍对因果关系作了区分的痕迹。⁵

2016年，最高人民法院在《当前商事审判工作中的若干具体问题》中提出，“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。”⁶此后，越来越多的审理法院在个案中将交易因果关系纳入审判视野，即对于在实施日至揭露日期间买入股票的投资者，不再“一刀切”地认为其交易决策都是受到了虚假陈述行为的诱导，而是通过对投资者交易行为的分析，审慎地对其投资决策与虚假陈述之间是否具有交易因果关系作出认定。最高人民法院在《新规理解与适用》中，亦就经典判例对推动司法解释关于交易因果关系部分的修改与完善给予充分肯定，其中引述的五个案

5. 参见樊健：《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》，载《中外法学》2016年第6期，第1497页；盛焕炜，朱川：《证券虚假陈述民事赔偿因果关系论》，载《法学》2003年第6期，第102页。

6. 杨临萍：《当前商事审判工作中的若干具体问题》，载《人民司法》2016年第4期，第27页。

既往判例根据投资者决策依据、虚假陈述性质、投资者交易模式、投资者类型等认定交易因果关系不成立。

例中有三个案例均为中伦代理。

既往司法实践中，法院认定交易因果关系不成立的常见情形包括：

◆ 虚假陈述之外的市场或个股因素影响

例如，在“北大医药案”等案件中，法院根据原告买入股票主要是受到证券市场或相关行业的整体利好或上市公司自身公告的个股利好等虚假陈述之外的其他因素影响，认定交易因果关系不成立。⁷

◆ 诱多型虚假陈述与中性虚假陈述

例如，在过往一些案件中，法院根据案涉虚假陈述行为的性质属于不会诱导投资者作出买入决策的诱多型虚假陈述，⁸或者相关不实信息属于不会影响投资者投资决定的中性信息，⁹认定交易因果关系不成立。

◆ 投资者的交易行为特点

例如，在“宝安鸿基案”等案件中，法院根据投资者在揭露日后仍然买入证券的交易模式特点，认定投资者的交易决策并未受虚假陈述行为的影响，故不产生交易因果关系。¹⁰

◆ 机构投资者的更高注意义务

例如，在“祥源文化案”等案件中，法院认为机构投资者相较于普通证券市场投资人负有更高的注意义务，在机构投资者的投资行为明显不具有合理性或者未能举证证明其已尽到审慎、善意对待虚假陈述的注意义务的情况下，交易因果关系不成立。¹¹

SECTION 005

《规定》明确交易因果关系的独立地位，并规定了推定交易因果关系成立的具体标准

《规定》第11条规定了推定交易因果关系成立的具体标准，即如果原告能够证明信息披露义务人实施了虚假陈述，且原

7. 参见重庆市高级人民法院(2019)渝民终344号民事判决书。

8. 参见新疆维吾尔自治区高级人民法院生产建设兵团分院(2017)兵民终29号民事判决书。

9. 参见辽宁省高级人民法院(2019)辽民终550号民事判决书。

10. 参见最高人民法院(2016)最高法民申502号民事裁定书。

11. 参见浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414号民事判决书。

《规定》明确了交易因果关系的独立地位，并规定了推定其成立的具体标准。

告在实施日之后、揭露日之前交易了与虚假陈述直接相关的证券，则原告的投资决定与虚假陈述之间的交易因果关系成立。在诱多型虚假陈述中，原告应在实施日之后、揭露日之前买入相关证券；在诱空型虚假陈述中，原告应在实施日之后、揭露日之前卖出相关证券。

《规定》仍然是参照“欺诈市场理论”的基本思路，采用“推定信赖”原则，认定原告投资决策与虚假陈述行为之间是否成立交易因果关系，即推定在虚假陈述对市场产生影响的时段内（实施日到揭露日）进行相关证券交易的投资者，是基于对虚假陈述的信赖而进行交易。

需要注意的是，适用“推定信赖”原则的前提是相关虚假陈述行为具有重大性，根据《规定》第10条第三款的规定，如果案涉虚假陈述不具有重大性，则被告无需承担民事赔偿责任。

SECTION 006

《规定》采用“列举+兜底”的方式对交易因果关系的否定情形作出规定，为被告依法抗辩减免赔偿责任提供了规则依据

《规定》第12条采取了“可抗辩的推定信赖”的立场，规定被告可以就原告对基础事实的证明提出反证，以证明交易因果关系不成立。

1. 《规定》明确列举的可以证明交易因果关系不成立的四种情形

◆原告的交易行为发生在虚假陈述实施前，或者是在揭露或更正之后

区别于2003年《若干规定》第19条第一项的规定，《规定》第12条第一项并未规定在诱多型虚假陈述揭露日前已经卖出证券这一否定因果关系的情形。这主要是因为上述情形尽管不符合索赔条件，但并不意味着原告符合《规定》第11条的买入行为与虚假陈述不存在交易因果关系。2003年《若干规定》并未区分交易因果关系和损失因果关系，所以将该情形纳入因

《规定》从投资者交易时间、主观状态、决策依据、行为性质等方面列举了交易因果关系不成立的情形。

果关系否定情形,而《规定》第12条系单独规定交易因果关系的否定情形,因此未将该情形纳入,而是在损失认定的部分予以体现。

◆原告在交易时知道或者应当知道存在虚假陈述,或者虚假陈述已经被证券市场广泛知悉

相较于2003年虚假陈述《若干规定》第19条第三项规定的“明知虚假陈述存在”这一情形,《规定》增加了“应当知道存在虚假陈述”和“虚假陈述已经被证券市场广泛知悉”的情形。“应当知道存在虚假陈述”的情形进一步拓宽了被告的抗辩空间,“虚假陈述已经被证券市场广泛知悉”的情形则为虚假陈述已经在一定程度上公开但尚未构成揭露的情况下的交易因果关系认定留下了更多的抗辩空间。

◆原告的交易行为是受到虚假陈述实施后发生的上市公司的收购、重大资产重组等其他重大事件的影响

投资者的投资决策往往受到多种因素的影响,如果虚假陈述不是投资者作出投资决策过程中起主导性或支配性作用的原因,即投资者主要是因为受到虚假陈



述以外的其他因素影响而作出投资决策,则投资决策与虚假陈述之间不具有交易因果关系。我们认为,除了《规定》列举的情形,诸如上市公司中标重大合同、大额回购股份、遭受重大灾害、全面停产停工等重大事件均可能构成影响投资者交易决策的主要因素。

◆原告的交易行为构成内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为的

相较于2003年《若干规定》第19条第五项的规定,《规定》将“恶意投资、操纵证券价格”行为进一步拓宽至“证券违法行为”。如果原告的交易行为构成内幕交易

市场与行业因素影响、原告交易行为特点、市场有效性显著不足、原告为机构投资者等均可作为有效抗辩点。

或操纵市场等证券违法行为，则表明虚假陈述并非诱导其作出投资决策的原因，交易因果关系不成立。事实上，如果允许该等原告索赔，也有违任何人不得因为自己的违法行为而获利的基本法理。

2. 原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形

根据《规定》第12条第五项的兜底条款，被告可以通过举证证明原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形实现抗辩免责。本文将就司法实践中较为常见的几种抗辩情形进行讨论。由于重大性问题和诱多、诱空问题是推定交易因果关系成立时需要考虑的“前提”要素，在此不做赘述。

◆市场与行业因素影响之抗辩

证券市场或者市场某个特定行业领域的重大事件具有公开性、重大性，往往会对相关证券价格走势以及投资者的投资决策产生重大影响。《规定》第19条第三项规定个股自身重大事件可以作为推翻交易因果关系的抗辩事由，但未对证券市场及行业重大事件是否可以作为推翻交

易因果关系的抗辩事由作出明确规定。我们认为，如果被告能够举证证明原告的投资决策主要是受到证券市场或者特定行业的重大事件影响，则原告的交易决策与虚假陈述不具有因果关系。

◆原告交易行为特点之抗辩

投资者的客观交易行为往往能够反映投资者的主观投资心态，如果投资者的交易行为表明虚假陈述行为没有对投资者的投资决策产生影响，则交易因果关系也就不能成立。例如，根据最高人民法院在“宝安鸿基案”再审裁定中所持观点，如果在虚假陈述实施日后，投资者既买入股票，又卖出股票，尤其是在揭露日后仍然买入股票，则应认为投资者的投资决策并未受虚假陈述行为的影响，投资者的投资决策与虚假陈述行为之间没有交易因果关系。

◆市场有效性不足之抗辩

在证券民事诉讼中建立交易因果关系举证责任倒置的理论依据是“欺诈市场理论”，这一理论的金融学支撑是“有效资本市场假说”，根据该假说，弱式市场不具备适用交易因果关系举证责任倒置的条

件。不同于沪深股票市场，债券市场、区域性股权转让市场的活跃度较低，无法达到“半强式有效市场”的市场有效性，难以直接适用交易因果关系举证责任倒置原则。因此，我们认为，在流动性显著不足的弱式市场中，应当适当考虑交易因果关系举证责任的合理分配，由原告提交证明其投资决策具有合理性的初步证据。

◆原告为机构投资者之抗辩

相比于一般的中小投资者，专业机构投资者享有资金、信息、技术和投资经验等优势，可以对相关证券进行长期、系统的跟踪研究并进行实地考察。因此，机构投资者应比中小投资者负有更高的注意义务，而不能享受适用于中小投资者的交易因果关系“推定信赖”原则的优待。

结语

2003年《若干规定》未明确规定重大性要件及其认定标准，未明确区分交易因果关系与损失因果关系，导致在司法实践中审理法院对重大性要件和交易因果关系未予以应有重视，并使得在认定重大性要件和交易因果关系的裁判标准存在极

大差异。《规定》及时总结、检讨规则漏洞，明确了重大性和交易因果关系的独立地位和认定标准，对于指导审判实践具有重要意义。随着前置程序的取消，重大性和交易因果关系的认定问题，必将成为证券虚假陈述侵权案件中最为重要的争议焦点之一。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

新《虚假陈述若干规定》 系列解读之七:损失 认定与损失因果关系

张保生、周伟、朱媛媛、孙显

核 心 观 点

《规定》统一了证券发行和交易市场的损失认定规则，新增诱空型虚假陈述损失认定规则，明确系统风险、非系统风险造成的损失不应赔偿。

2022年1月21日，最高人民法院重磅发布《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》（下称“《规定》”），正式宣告实施近二十年的《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》（下称“2003年《若干规定》”）退出历史舞台，标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代！

《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足，切实回应了司法实践需求与市场关切，对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有里程碑意义！为此，我们撰写了系列解读文章，从制度沿革、修订要旨、实践争点和规则适用等角度对《规定》中的重点条文进行深度解读。本文为系列解读文章的第七篇——损失认定与损失因果关系。

**《规定》统一了证券发行与交易市场的虚假陈述民事赔偿范围，
发行市场认购人的回购权适用新证券法。**

SECTION 001

《规定》统一了证券发行市场与交易市场的虚假陈述民事赔偿范围。对于发行市场认购人要求发行人及其他责任人回购的权利，适用新《证券法》的相关规定

《规定》第24条规定了证券发行市场虚假陈述的民事赔偿范围。相比2003年《若干规定》第29条，《规定》在内容上作了“减法”，删除了“导致证券被停止发行的，投资人有权要求返还和赔偿所缴股款及利息”的规定，从而完全统一了证券发行市场与证券交易市场虚假陈述的民事赔偿范围，即均以因虚假陈述而实际发生的损失为限，落实了侵权责任“填平原则”的基本要求。

但上述调整并未减损投资者的权利。对于证券发行市场的虚假陈述导致证券被停止发行的，发行市场的认购人有权依据2019年修订的《证券法》第24条第一款要求发行人按照发行价并加算利息返还所缴股款，发行人的控股股东、实际控制人以及保荐人应当承担连带责任，除非能够证明自己没有过错；欺诈发行的证券已经发行

并上市的，如果中国证监会根据新《证券法》第24条第二款作出责令回购决定，则根据《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）（征求意见稿）》的相关规定，本次发行至揭露日/更正日期间买入股票的投资者，有权按照市场交易价格和买入价格孰高者行使回购权。¹

我们理解，新《证券法》的回购制度是在《规定》设计的虚假陈述损失认定规则之外的特殊安排，第24条第一款体现了一般侵权纠纷中“恢复原状”的责任承担方式，第二款则是为投资者提供了一种民事诉讼程序之外的简便、快捷的救济途径。²而《规定》则在侵权责任“损害填平”基本原则的指导下，统一了两级证券市场的损失认定规则。

1. 证监会《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）（征求意见稿）》第3、4条。

2. 参见证监会《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）（征求意见稿）起草说明》之“起草背景”。

《规定》明确以投资者实际损失为限的损失认定规则， 债券市场统一适用投资差额损失计算规则。

SECTION 002

《规定》明确了以投资者实际损失为限的损失认定规则，删除了关于利息的计算规则和收益不得冲抵损失的规定

《规定》第25条规定，虚假陈述民事赔偿责任的范围以原告因虚假陈述而实际发生的损失为限，实际损失包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税。相较于2003年《若干规定》，《规定》删除了关于实际损失“所涉资金利息”的规定，可能是考虑到利息并非必然损失，进一步落实“损害填平”的赔偿原则。

《规定》删除了2003年《若干规定》中基于股东身份取得送转股、配股、红利等收益不得冲抵赔偿金额的规定。最高人民法院曾在解读原条款时指出原因，基于股东身份取得的物权收益与因虚假陈述发生的债权权益性质不同，也没有法律上的关联性。³基于前述解读体现条文背后的法律原则，我们理解，删除原有条文并不影响股东收益不得冲抵损失的基本规则。

SECTION 003

对于债券虚假陈述民事赔偿责任，《规定》未吸纳债券纠纷座谈会纪要中无差别的“还本付息”规则，应统一适用《规定》确定的投资差额损失计算规则

《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第22条规定了按照债券本息损失计算投资者因虚假陈述所致损失的计算规则。司法实践中，部分法院一概判决被告对投资者的债券本息损失承担连带责任，甚至对于在二级市场低价买入的投资者，也没有具体考虑原告实际买入债券的成本低于债券票面金额的情况，存在赔偿范围超出投资者实际损失的问题。由于发行人负有兑付债券本息的合同责任，法院判令债券发行人在虚假陈述案件中承担全额债券本息的赔偿责任，不会造成对发行人的实质不公。但是，对于仅需承担虚假

3. 参见李国光主编，最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社2015年版，第312页。

**《规定》将基准日限定在揭露日后10-30个交易日之间，
并新增诱空型虚假陈述损失计算规则。**

陈述侵权责任的中介机构等其他被告而言，简单地认定中介机构对投资者的债券本息损失承担责任，或有违侵权法的“损害填平”原则。

《规定》没有吸纳前述“还本付息”的损失计算规则，也未对债券欺诈发行和虚假陈述的损失计算方法作出特别规定。我们理解，对于《规定》能够适用的公司债券，应当统一适用《规定》中关于投资差额损失的计算规则。

SECTION 004

**《规定》重构基准日的认定规则，
将基准日限定在揭露日后10个
交易日至30个交易日之间，同时
为特殊情形留出自由裁量空间**

基准日系法律拟制的虚假陈述信息被市场消化的日期，其意义在于将投资人所受损失限定在一个合理的范围之内，以便将并非虚假陈述所造成的损失排除在外。2003年《若干规定》列举四种情况下的基准日认定标准，以成交量达到可流通部分100%为主，以揭露日后第30个交易日

等其他标准为辅。但该规定导致交易量不活跃的证券所涉基准日因与揭露日时隔太久而失去合理性。

《规定》对上述认定标准进行了优化，在沿用成交量达到可流通部分100%基础上，新增期间限制标准，认定虚假陈述被市场消化的期间为10至30个交易日之间，即换手率在10个交易日内达到100%，以第10个交易日为基准日，在30个交易日内未达到100%，以第30个交易日为基准日，避免因揭露日至基准日的期间过短或过长而造成基准价的“失真”。此外，针对证券长期停牌等可能导致上述方法失灵的情形，《规定》还允许法院根据专业人士的专业意见，参考对相关行业进行投资时的通常估值方法，确定基准价格。

SECTION 005

**《规定》新增诱空型虚假陈述的损失
计算规则，但在立案调查公告
日为诱空型虚假陈述揭露日的情况
下，有可能会造成损失认定“失准”**

诱空型虚假陈述导致损失的基本逻辑

**《规定》明确不同证券投资产品应独立计算损失，
同一投资者或投资产品的多个账户应合并计算损失。**

辑是，虚假陈述实施后，股价“不应跌而下跌”或者“应上涨却不涨”，而在虚假陈述被揭露或者更正后，股价大幅上涨。投资者在实施日至揭露日/更正日期间以不合理低价卖出股票，在虚假陈述被揭露或更正后产生投资损失。《规定》第28条以投资者在揭露日至基准日期间是否买回股票为区分标准，分别根据买回价格或基准价格与平均卖出价的差价计算投资损失，用公式表示：投资损失=（买回平均价格-卖出平均价格）×买回股数+（基准价格-卖出平均价格）×未买回股数。

但是，在《规定》将立案调查公告日作为主要揭露日的情况下，上述损失计算方法有可能出现“失准”的情形。立案调查公告的内容通常较为笼统，投资者基本无法据此判断虚假陈述行为的性质，而立案调查公告通常会引发的股价暴跌与诱空型虚假陈述被揭露后应当呈现的股价“补涨”走势截然相反，此时投资者的投资损失可能无法通过上述计算方式得以客观体现。在此情况下，需要审理法院综合全案情况合理认定揭露日和投资损失，公平维护原被告双方的合法权益。

SECTION 006

《规定》明确，对不同证券投资产品独立计算，对同一投资者或者投资产品的多个账户合并计算，符合客观交易情况与实际损失情况

《规定》第30条第一款新增不同证券投资产品单独计算的要求。对于证券公司、基金管理公司、保险公司、信托公司、商业银行等市场参与主体依法设立的证券投资产品，即使设立主体一致，不同产品的投资策略与盈亏情况均是独立的，独立计算符合客观情况，也能够准确体现实际损失。

《规定》第30条第二款新增投资者或投资产品的多个账户合并计算的要求。实践中，一个投资者可能会开立多个普通账户、多个信用账户，不同账户之间还会存在证券划转的情况，往往难以分开计算损失。而且，如果多个账户盈亏不一，而投资者仅以部分发生损失的账户索赔，获赔金额可能还会超过实际损失。因此，将各证券账户交易按照成交时间排序合并计算，能够体现出投资者受虚假陈述影响的客

《规定》明确系统风险、非系统风险等其他因素所致损失不应赔偿，细化了“其他因素”的范围。

观交易情况和实际损失，更为公平、合理。

SECTION 007

《规定》明确系统风险和非系统风险等因素导致的损失不应赔偿，进一步扩大和细化虚假陈述之外的其他影响因素，对虚假陈述责任范围的认定更加符合侵权责任基本法理

2003年《若干规定》未明确区分交易因果关系与损失因果关系，仅在推翻因果关系情形中规定，因证券市场系统风险等其他因素给投资者造成的损失，与虚假陈述行为没有因果关系。《规定》在给予交易因果关系独立地位的基础上，第31条第一款进一步明确，虚假陈述与原告损失之间的因果关系以及导致原告损失的其他原因，属于法院应当查明的“案件基本事实”。这就要求法院在确定赔偿责任范围时应更为主动地行使审查权，不能简单以“被告举证不充分”为由回避对损失因果关系的审查和认定。

关于系统风险所致损失的扣除问题，



由于2003年《若干规定》采用了“证券市场系统风险”的表述，导致在司法实践中有部分判例将其理解为金融体系危机，从而不认可系统风险因素导致损失的剔除。对此，最高人民法院法官在《人民司法》上发表《〈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〉的理解与适用》一文指出，为防止前述“望文生义引发的歧义”，“本次修订将‘系统风险’的表述改为‘证券市场的风险’，人民法院应当扣除由证券市场的风险导致的损失。”

《规定》出台前，虽然扣除非系统风险所致损失逐步得到司法实践的认可，但由于2003年《若干规定》没有明确非系统风险影响因素，更未细化认定标准，因此不同法院对于被告关于非系统风险抗辩主

《规定》适用于尚未终审的案件,可能导致系列案件中不同投资者的损失认定标准出现较大差异。

张的处理态度差异极大。《规定》此次修改回应了实践需求,第31条第二款明确,如果原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应以及上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的,则该等损失不应由被告承担赔偿责任。

在《规定》明确非系统风险所致损失应予扣除的情况下,审理法院在委托第三方机构进行损失核定时,应当更加重视该机构的损失核定方法能否合理剔除非系统风险所致损失。当前,市场上主要的损失核定机构包括中证资本市场法律服务中心有限公司、中国证券投资者保护基金有限责任公司、上海高金金融研究院和深圳价值在线信息科技股份有限公司。从实践看,后两者可以核定系统风险及非系统风险因素所致损失,前两者仅能核定系统风险因素所致损失。最高人民法院在“圣莱达案”以及《〈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〉的理解与适用》一文中均明确认可上海金融法院与上海高金金融研究院合作开发的系统,认为系统风险与非系统风险因素均应依

法扣除。

SECTION 008

《规定》关于适用于尚未终审案件的规定可能导致同一虚假陈述引发的系列案件中,不同投资者的损失认定标准出现较大差异,亟需最高人民法院就溯及力问题出台明确指导意见

关于在审案件的适用问题,《规定》第35条明确,《规定》施行后尚未终审案件应予适用,施行前已经终审的再审案件不予适用。

虚假陈述案件属于系列案件,对于“尚未终审案件”是针对同一虚假陈述行为引发的系列案件,还是针对单一、独立的诉讼案件,《规定》未有进一步明确。如果按照后者理解,则对于同一虚假陈述行为引发的系列案件,可能存在部分案件已经作出生效判决而部分案件尚在审理中的情形。对此,如果已经生效的案件不适用《规定》,尚未生效的案件适用《规定》,基于前述新规与旧规之间损失认定规则

的不同,不同投资者因同一虚假陈述行为所致损失的认定标准和获赔范围将会存在较大差异,从而出现“同案不同判”的局面。因此,如何正确理解“尚未终审的案件”,如何妥善处理新旧规定衔接适用问题,亟需最高人民法院出台明确、具体的指导意见。

结语

《规定》统一了证券发行市场与交易市场的损失认定规则,明确规定系统风险和非系统风险等因素导致的损失不应赔偿,重构了基准日认定规则,进一步夯实侵权责任“损害填平”的基本要求,更加公平合理。《规定》新增诱空型虚假陈述损失认定方式、证券投资产品和同一投资者多账户的损失计算规则,切实回应了实践需求。当然,对于《规定》并未涉及的买卖均价的计算方法、债券虚假陈述案件的适用问题等,未来可能仍存在一定争议,亦有赖于司法实践的不断探索。整体而言,《规定》对于损失认定规则的修订充分吸收了司法实践积累的宝贵经验,更加符合侵权责任的本质,兼顾各方合法权益,为

证券虚假陈述纠纷的公平解决提供较为明确的裁判依据和有益的指导。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

新《虚假陈述若干规定》 系列解读之八： 发行人董监高的责任

张保生、周伟、朱媛媛、牛馨雨

核 心 观 点

《规定》细化了发行人董监高的过错认定规则,专门规定了独立董事的特殊免责抗辩事由,体现出长足的进步。

2022年1月21日,最高人民法院重磅发布《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》(下称“《规定》”),正式宣告实施近二十年的《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》(下称“2003年《若干规定》”)退出历史舞台,标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代!

《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足,切实回应了司法实践需求与市场关切,对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有里程碑意义!为此,我们撰写了系列解读文章,从制度沿革、修订要旨、实践争点和规则适用等角度对《规定》中的重点条文进行深度解读。本文为系列解读文章的第八篇——发行人董监高的责任。

在“抓关键少数”“惩首恶”的政策影响下,上市公司董监高在越来越多的证券虚假陈述案件中被列为共同被告。我国首例特别代表人诉讼“康美药业案”判决独立董事承担巨额连带赔偿责任,此后更有多家上市公司公告独立董事辞任信息,引发市场对上市公司董监高责任边界的高度关注和广泛讨论。《规定》明确发行人董监高的过错认定标准,并专门规定独立董事的特殊免责抗辩事由,在董监高责任精细化认定的道路上迈出了重要一步。本文拟回顾既往司法实践对上市公司董监高责任的认定情况,并对《规定》的相应内容进行总结、探讨。

2003年《若干规定》仅设立董监高过错推定原则， 早期案例通常判决董监高承担全额连带责任。

SECTION 001

2003年《若干规定》仅规定了上市公司董监高的“过错推定原则”，早期案例多判决董监高就上市公司的全部赔偿责任承担连带责任

关于证券虚假陈述发行人、上市公司董监高的民事赔偿责任，2003年《若干规定》第21条与《证券法》的规定基本一致，仅笼统规定了“过错推定”的归责原则，即发行人、上市公司负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员对发行人、上市公司给投资者造成的损失承担连带赔偿责任，但有证据证明无过错的，可予免责。

由于该规定未明确发行人、上市公司董监高“无过错”的具体情形，在既往司法实践中，被行政处罚的董监高关于民事责任免责抗辩的主张极难得到法院支持。在早期司法实践中，人民法院通常很少对上市公司董监高的主观状态和履职行为进行审查，也很少对董监高是否具有民事上的过错进行详细论证，往往根据证券监管部门对董监高作出的行政处罚决定，逕行

判决董监高对上市公司的全部赔偿责任承担连带责任。

SECTION 002

近年来，已有案例区分交易对方造假与上市公司自身信息虚假的不同情况，判决作为被骗方的上市公司的董事不对外部信息造假引致的虚假陈述承担赔偿责任

近年来，因重组交易对方、收购人等外部第三方提供虚假信息导致上市公司信息披露文件存在虚假记载的案件屡见不鲜。不同于上市公司自身信息不实披露导致的虚假陈述，在此类案件中，上市公司实际是被骗方，上市公司董监高无法基于自身任职而对外部信息的真伪和准确性进行有效的识别，往往在已经勤勉尽责的情况下仍无法发现交易对方精心设计的骗局。如按照传统审理思路“一刀切”地判决被行政处罚的董监高向投资者承担民事赔偿责任，不免有失公平。

针对此类交易对方提供虚假信息导致上市公司虚假陈述的情况，在我们代理

已有案例区分交易对方造假与上市公司造假的不同情况， 判决被骗方董事不对外部虚假信息承担责任。

的“鞍重股份案”和“保千里案”中，基于我们提出的抗辩意见，审理法院对上市公司董事的责任认定进行了有益探索。¹在该两案中，审理法院在明确民事责任不同于行政责任的基础上，结合案涉虚假信息的来源、性质，根据董事在重大资产重组中的履职要求，详细考察了被诉董事的履职情况，最终判决认定被处罚的董事不具有民事侵权上的过错，不承担民事赔偿责任。上述两案体现出人民法院对于证券虚假陈述案件中关于董事责任认定的思考与进步，是我国司法实践合理确定董事责任边界重要的一步。

SECTION 003

在上市公司自身信息存在虚假陈述的情况下，已有案例根据上市公司董监高具体履职情况，判决免除或减轻被处罚上市公司董监高的民事赔偿责任，具有一定典型性

对于上市公司自身信息存在虚假陈述的情况，部分审理法院通过详细考察被

诉上市公司董监高的职责范围和履职情况，作出不承担赔偿责任或仅承担部分赔偿责任的判决。

深圳中院在“保千里”第二次虚假陈述纠纷案中，结合上市公司董监高知情程度、具体职责、分管范围、履职情况、专业背景等方面，判决认定，对于不知悉违法行为、不分管案涉领域、不参与经营决策的部分被行政处罚的董监高，不对上市公司定期报告虚假陈述承担民事赔偿责任。²昆明中院在“罗平锌电案”中，根据被诉董事、高管职责分工、专业技能、客观行为、主观心理状况等综合因素，认定被行政处罚的副董事长、总经理以及董事会秘书仅是公司部门分管领导，判决其不承担赔偿责任。³该两案系针对上市公司自身虚假陈述判决免除被罚董监高民事责任的典型案例，具有突破意义。

1. 沈阳市中级人民法院(2017)辽01民初418号民事判决书、广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书。
2. 深圳市中级人民法院(2020)粤03民初3225号民事判决书。
3. 昆明市中级人民法院(2018)云01民初2550号民事判决书。

对于上市公司自身信息的虚假陈述,亦有案例根据履职情况判决免除或减轻被罚董监高的民事责任。

针对职责范围和角色定位均不同于内部董事的独立董事,南京中院在“协鑫集成案”“海润光伏案”中,综合考量独立董事的身份角色、主观状态、职责相关性、专业知识背景、获益金额等因素,判决认定独立董事在上市公司赔偿金额10%范围内承担补充赔偿责任。⁴福州中院在“众和股份案”中判决认定,独立董事和监事对公司经营信息获取存在先天性不足,并综合其职能定位、主观过错等,认定独立董事在5%范围内承担补充赔偿责任,监事在3%范围内承担补充赔偿责任。⁵上海金融法院在“中安科案”中基于独立董事与内部董事职责不同,判决独立董事不承担赔偿责任,判决担任董事长、财务总监和总经理的三名内部董事在2%范围内承担连带责任。⁶

在备受瞩目的我国首例特别代表人诉讼“康美药业案”中,广州中院结合相关主体是否参与造假、报告签署情况、被诉主体身份等方面对各董监高进行责任划分,判决实际参与造假的董监高在100%范围内承担连带责任,未参与造假但签署虚假陈述报告的内部董事及监事、高管在

20%范围内承担连带责任,签署多份报告的独立董事在10%范围内承担连带责任,签署一份报告的独立董事在5%范围内承担连带责任,亦体现出精细化认定董监高责任的审理思路。⁷

SECTION 004

《规定》细化发行人董监高的过错认定规则,明确根据董监高的具体任职和履职情况审查认定其是否具有过错,切实回应司法实践诉求,也与监管实践精准问责的执法思路相接轨

在“精准执法”的证券监管背景下,证券行政监管实践已经体现出“精准打击、精准问责”的执法思路。例如,上海证券交易所制定的《纪律处分实施标准》规定,上市公司董监高对控股股东、实际控制人主

4.南京市中级人民法院(2016)苏01民初2066号民事判决书、(2016)苏01民初539号民事判决书。

5.福州市中级人民法院(2019)闽01民初1972号民事判决书。

6.上海金融法院(2019)沪74民初2509号民事判决书。

7.广州市中级人民法院(2020)粤01民初2171号民事判决书。

《规定》细化发行人董监高的过错认定规则，回应司法实践诉求，也与监管实践的精准执法思路接轨。

导的违规行为已经勤勉尽责、确不知情且事后积极履职尽责的，可以从轻、减轻或免除责任，并细化对董事长、总经理、一般董监高及独立董事的责任认定。⁸浙江证监局在“亚太药业案”中，结合部分独立董事积极参加董事会、发表独立意见、保持与公司沟通、参与项目调研等履职情况，最终对相关独立董事不予处罚。⁹

在《规定》出台前，最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》规定了债券纠纷中发行人内部人的过错认定标准。《规定》进一步明确，应当根据发行人董监高的工作岗位和职责、在信息披露资料的形成和发布等活动中所起的作用、取得和了解相关信息的渠道、为核验相关信息所采取的措施等实际情况，审查认定发行人董监高等人员是否具有过错。该规定彻底摒弃了不区分董监高实际履职情况而“一刀切”的责任认定倾向，为董监高的免责抗辩指明了方向，体现出在董监高过错认定上更加科学化、合理化、精细化的裁判理念。

SECTION 005

《规定》合理排除了不从事日常经营管理、无相关职业背景和专业知识、相信证券服务机构出具的专业意见等不具有勤勉尽责实质的单一抗辩理由

《规定》并未放松对发行人董监高勤勉履职的要求。第十四条第二款规定，发行人董监高仅以其不从事日常经营管理、无相关职业背景和专业背景知识、相信发行人或者管理层提供的资料、相信证券服务机构出具的专业意见等理由主张其没有过错的，人民法院不予支持。证监会《信息披露违法行为行政责任认定规则》以及证券交易所的监管规则等亦多次强调，董监高

8.《上海证券交易所上市公司自律监管指引第10号——纪律处分实施标准》第12、13条。《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第12号——纪律处分实施标准》第10条亦区分上市公司董监高与控股股东、实际控制人的违法行为。

9.浙江证监局行政处罚决定书（[2021]4号）。

不从事日常经营管理、无相关职业背景和专业知识、 相信中介机构专业意见等不得作为单一抗辩理由。

不得仅以上述情形作为免责抗辩事由。¹⁰

我们注意到，既往司法实践中，审理法院在认定上市公司董监高是否存在过错时，通常将具体职责、分管范围、专业背景等作为考量因素。因此，我们理解，上述情形只是无法作为“单一”事由进行抗辩免责，如果董监高能够提供在职责范围内已勤勉履职的其他证据，则上述主张亦应作为责任认定的综合考虑因素。例如，董监高作为非专业人士，应当考虑允许其“合理信赖”证券服务机构出具的专业意见，对专业意见的审查亦应有边界。对于上市公司董监高勤勉履职的标准，沪深交易所在股票上市规则、自律监管指引等文件中就不同审议事项进行了明确和细化，可以为董监高勤勉履职抗辩提供更有针对性的规则依据。¹¹



SECTION 006

根据相关监管规则，发行人董监高必须“依法”行使异议权才能免除其行政责任，《规定》明确发行人董监高依法行使异议权构成民事责任的免责事由

根据证监会《上市公司信息披露管理办法》和上海证券交易所《纪律处分实施标准》等规定，上市公司董监高发表异议应遵循审慎原则，保证定期报告内容真实、准确、完整的责任不因行使异议权而

10. 证监会《信息披露违法行为行政责任认定规则》第二十二条规定：“任何下列情形，不得单独作为不予处罚情形认定：（一）不直接从事经营管理；（二）能力不足、无相关职业背景；（三）任职时间短、不了解情况；（四）相信专业机构或者专业人员出具的意见和报告；（五）受到股东、实际控制人控制或者其他外部干预。”另见《上海证券交易所上市公司自律监管指引第1号——规范运作》第3.3.12条、《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第1号——主板上市公司规范运作》第3.3.33条规定。

11. 《深圳证券交易所股票上市规则（2022年修订）》第4.3.5条、《上海证券交易所股票上市规则（2022年1月修订）》第4.3.5条、《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第1号——主板上市公司规范运作》第3.3.1-3.3.32条、《上海证券交易所上市公司自律监管指引第1号——规范运作》第3.3.1-3.3.11条规定。

《规定》明确发行人董监高依法行使异议权 构成虚假陈述民事责任的免责事由。

当然免除，董监高在审议、审核报告时投赞成票的、未能陈述具体、明确理由并证明已履职尽责的，仍有被行政处罚或纪律处分的风险。¹²亦即，只有遵循审慎原则、充分陈述理由、能够证明已履职尽责且投票结果与异议情况相一致的，才构成“依法”行使异议权。在监管实践中，上市公司董监高如仅以会计师事务所的审计意见或无法审阅定期报告等作为无法保证定期报告真实、准确、完整的理由，也难以得到证券监管部门或证券交易所的认可。¹³

《规定》第十五条吸收了监管规则的相关规定，明确如果发行人董监高依照《证券法》第八十二条第四款规定，以书面方式发表附具体理由的意见并依法披露的，人民法院可以认定其主观上没有过错，但在审议、审核信息披露文件时投赞成票的除外。

2019年修订的新《证券法》第八十二条第四款新增发行人董监高对发行文件和定期报告提出异议并予以公开的权利。根据《规定》第十五条，发行人董监高在行使异议权时，不仅应根据《证券法》规定在书面确认意见中发表意见并陈述理由，还

应在审议、审核信息披露文件时投反对票或者弃权票，才能够以此主张免责。如果发行人董监高一方面声明不保证信息披露文件真实、准确、完整，另一方面却在审议、审核环节投赞成票，则依法不能以此主张免责。

SECTION 007

《规定》专门规定了独立董事的特殊免责抗辩事由和过错认定时可予考虑的因素，为独立董事的合规履职和免责抗辩提供了明确依据

《规定》第十六条第一款以列举方式明确独立董事的特殊免责抗辩事由：(1) 在签署相关信息披露文件之前，对不属于

12.《上市公司信息披露管理办法(2021年修订)》第十六条规定、《上海证券交易所上市公司自律监管指引第10号——纪律处分实施标准》第二十条规定。

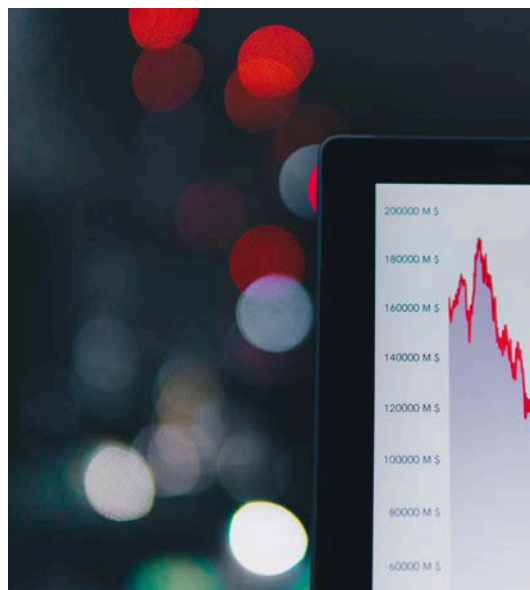
13. 参见《深圳证监局关于对深圳市兆新能源股份有限公司采取责令改正措施的决定》([2020]64号)、《上海证券交易所关于对哈尔滨秋林集团股份有限公司及有关责任人予以纪律处分的决定》([2020]10号)。

《规定》明确独立董事的特殊免责抗辩事由和过错认定时可考虑的因素,为独立董事提供明确指引。

自身专业领域的相关具体问题,借助会计、法律等专门职业的帮助仍然未能发现问题;(2)在揭露日或更正日之前,发现虚假陈述后及时向发行人提出异议并监督整改或者向证券交易场所、监管部门书面报告;(3)在独立意见中对虚假陈述事项发表保留意见、反对意见或者无法表示意见并说明具体理由,且没有在审议、审核相关文件时投赞成票;(4)因发行人拒绝、阻碍其履行职责,导致无法对相关信息披露文件是否存在虚假陈述作出判断,并及时向证券交易场所、监管部门书面报告等。

除上述情形以外,《规定》第十六条第二款规定人民法院在认定独立董事是否存在过错时可以结合案件事实综合考虑的因素,包括:(1)独立董事提交证据证明其在履职期间能够按照法律、监管部门制定的规章和规范性文件以及公司章程的要求履行职责;(2)独立董事在虚假陈述被揭露后及时督促发行人整改且效果较为明显。

上述特殊免责抗辩事由和过错认定时的考虑因素为独立董事的合规履职和免责抗辩提供了明确指引,对于合理认定



独立董事责任具有重大意义。

此外,考虑到部分董事薪资有限,域外法往往通过法定或章程约定、股东会决议等方式限制董事等人员的责任范围。¹⁴我国独立董事领取的津贴亦十分有限,而投资者对其提起的虚假陈述诉讼索赔额远远超出其所获报酬,独立董事实际获取

14. 王艳梅、祝雅柠:《论董事违反信义义务赔偿责任范围的界定——以世界银行〈营商环境报告〉“董事责任程度”为切入点》,载《北方法学》2019年第2期;徐澜波、胡钧:《日本董事、监事制度的修改及启示》,载《法学》2003年第2期。

《规定》明确外部监事和职工监事可参照适用独立董事免责事由，但未明确非执行董事能否参照适用。

的收益与可能承担的责任之间存在明显失衡。因此，虽然《规定》未明确规定独立董事的责任限制制度，但司法实践可以吸收域外法有益经验，将独立董事薪资情况作为其民事责任承担比例和金额的考量因素之一。

SECTION 008

《规定》强调外部监事和职工监事可参照适用独立董事免责事由，虽未明确外部董事中的非执行董事能否参照适用，但仍可依据普通董事的过错认定标准进行抗辩

外部监事与职工监事在监督性定位、对公司内部事务了解有限等方面与独立董事具有一定相似性，因此，《规定》第十六条第三款规定外部监事和职工监事可参照适用独立董事的免责事由。

以是否兼任公司高管职务为标准，公司董事分为内部董事和外部董事，而外部董事不仅包含独立董事，也包含不属于独立董事的“非执行董事”。这些非执行董事不参与公司具体执行事务，往往凭借其特

殊的专业背景对公司某一类领域提供发展建议，其获取公司内部信息的能力和对专业以外事项的了解能力与独立董事无异。《规定》第十六条或许是考虑到外部董事委派主体、专业背景等方面的复杂性，未将非执行董事纳入参照适用的范围，留待审理法院在个案中结合案件事实进行具体分析和认定。不过，非执行董事如确实具有相当“外部性”，例如其岗位职责确与案涉虚假陈述无关、取得和了解信息的渠道确实受限，则其仍可依据《规定》第十四条关于普通董事过错的认定规则，抗辩其对虚假陈述没有过错。

结语

《规定》细化了发行人董监高的过错认定规则，特别规定独立董事的免责抗辩事由，较此前粗放式规定和“一刀切”的司法实践而言，体现出明显突破和长足进步。《规定》关于发行人董监高民事责任的规定，与目前的监管规则、执法实践相结合，共同展现出合理化、精细化认定董监高责任的趋势，在当前董监高频繁被诉、强调“追首恶”的背景下具有重大意义。我

们期待审理法院在《规定》的指引下为发行人、上市公司董监高的义务和责任确立合理边界,在惩戒资本市场违法行为的同时,避免过高的履职风险引发寒蝉效应,挫伤其经营管理的积极性,降低上市公司运作效率,在压实责任的同时,亦注意保障董监高合法利益,解除其精神负担,激发董监高的创造力与活力。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

新《虚假陈述若干规定》 系列解读之九： 保荐承销机构 与证券服务机构的责任

张保生、周伟、朱媛媛、李瑞轩

核 心 观 点

中介机构责任认定是证券虚假陈述诉讼的重要争点,《规定》明确了中介机构过错判断标准,区分了特别注意义务与一般注意义务,切实回应实践呼声。

2022年1月21日,最高人民法院重磅发布《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》(下称“《规定》”),正式宣告实施近二十年的《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》(下称“2003年《若干规定》”)退出历史舞台,标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代!

《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足,切实回应了司法实践需求与市场关切,对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有里程碑意义!为此,我们撰写了系列解读文章,从制度沿革、修订要旨、实践争点和规则适用等角度对《规定》中的重点条文进行深度解读。本文为系列解读文章的第九篇——保荐承销机构与证券服务机构(下文合称“中介机构”)的责任。

2003年《若干规定》依赖前置程序认定中介机构责任， 前置程序取消后诸多问题亟需明确。

SECTION 001

2003年《若干规定》对于中介机构责任的认定主要依赖于前置程序，对中介机构过错认定、责任形式和责任范围等问题的规定较为原则。随着审判实践从中介机构角度率先开启取消前置程序的试点，中介机构责任认定问题引发业内高度关注，诸多争点问题亟需明确

基于2003年《若干规定》规定的前置程序要求，在相当长一段时间里，中介机构面临证券虚假陈述民事索赔的案件数量和索赔规模均不大，审理法院对中介机构责任的认定也主要依赖于行政处罚决定或刑事裁判文书的认定。2021年，伴随着“五洋债”“中安科”等一批取消前置程序的标杆性案例，起诉中介机构虚假陈述诉讼责任的案件数量明显激增。与此同时，债券虚假陈述案件爆发性增长，普通代表人诉讼广泛推行，特别代表人诉讼正式落地，大幅提高了虚假陈述案件的索赔规模，中介机构面临的索赔金额动辄十几亿，甚至几十亿，

与以往不可同日而语。中介机构虚假陈述责任认定问题引发业内高度关注和广泛讨论，司法实践对中介机构责任认定亦进行了诸多有益探索，案件反映出的诸多争议问题亟需明确。

◆取消前置程序的实践探索已从中介机构责任认定角度率先开启，勤勉尽责的司法认定标准成为此类案件的核心争点。“五洋债”¹等普通代表人诉讼将未被处罚的中介机构纳入实体审理范围，法院对未被行政处罚的中介机构进行实体审理已成为常态，“中安科”“五洋债”“保千里”等多起案件，法院判令未被行政处罚的中介机构承担虚假陈述赔偿责任。²在前置程序实质取消的情况下，中介机构是否构成虚假陈述、是否勤勉尽责、有无过错，成为此类案件的核心法律争点。

◆区分中介机构的一般/特别注意

1. 参见浙江省高级人民法院(2021)浙民终515号《民事判决书》。

2. 参见上海市高级人民法院(2020)沪民终666号《民事判决书》、浙江省高级人民法院(2021)浙民终515号《民事判决书》、深圳市中级人民法院(2020)粤03民初4119号《民事判决书》。

《规定》正式取消对中介机构起诉的前置程序要求， 但原告应就中介机构虚假陈述事实初步举证。

务开始被司法判例关注并认可。例如，北京三中院在某债券虚假陈述案件中认为，财务信息属于承销机构的一般注意义务，进而认定应由原告就承销机构存在过错承担举证责任。

◆按照中介机构的过错程度、原因力大小等因素合理认定中介机构责任逐步被司法判例接受。在既往存在前置程序、中介机构被处罚的情况下，法院通常不再考察中介机构的过错情况，而是一概判令中介机构承担全部连带责任。前置程序取消对法院精细化审理、准确厘定责任提出更高要求。“中安科”等案件，法院判令相关中介机构承担一定比例的连带责任，³“保千里”案，法院判令有关中介机构承担一定比例的补充赔偿责任。⁴从近期多个判例来看，法院已逐步认可，通过综合考量中介机构的过错程度、原因力大小等因素，来认定中介机构的责任范围。⁵

SECTION 002

《规定》正式取消对中介机构起诉的前置程序要求。虽然没有明确规定原告需提交“中介机构存在虚假陈述行为的证据”，但是原告起诉至少应符合《民事诉讼法》规定的起诉条件

《规定》正式取消前置程序的规定，降低了投资者的起诉门槛。值得关注的是，《规定》第2条规定，原告起诉时仅需提交“信息披露义务人实施虚假陈述的相关证据”，而未规定原告是否应提交“中介机构存在虚假陈述行为的相关证据”。这可能会被理解为，原告对中介机构提起诉讼时，不需要提交证明中介机构存在虚假陈述行为的初步证据。就此，我们认为，对于《规定》第2条不能片面、僵化理解，虚假陈述诉讼

3. 参见上海市高级人民法院(2020)沪民终666号、参见江苏省高级人民法院(2021)苏民终563号《民事判决书》。

4. 深圳市中级人民法院(2020)粤03民初4119号《民事判决书》。

5. 参见江苏省高级人民法院(2021)苏民终563号《民事判决书》、哈尔滨市中级人民法院(2021)黑01民初2420号《民事判决书》。

**《规定》明确以发行人为中心的管辖原则，
仅起诉中介机构的案件亦由发行人所在地法院管辖。**

本质是侵权诉讼，原告对中介机构提起虚假陈述诉讼无疑应符合《民事诉讼法》第122条“有具体的诉讼请求和事实、理由”的规定。原告在对中介机构提起诉讼时，仍应就被诉中介机构的虚假陈述侵权事实、理由作初步陈述及举证，以避免滥诉频发，给中介机构和审理法院造成无端讼累。

SECTION 003

《规定》确定了以发行人为中心的管辖原则，投资者仅起诉中介机构的案件亦应由发行人所在地有管辖权的法院集中管辖，中介机构需做好“客场”应诉的准备

2003年《若干规定》虽然规定了虚假陈述案件原则上应由发行人所在地有管辖权的法院管辖，但在原告仅起诉中介机构或其他主体，且不同意追加发行人的情况下，法院不得移送案件管辖。这使得原告可通过选择仅起诉中介机构的方式选择管辖法院，也导致司法实践中因管辖权问题产生诸多争议。

《规定》第3条定纷止争，统一规定证券

虚假陈述侵权案件应由发行人所在地有管辖权的法院管辖，有助于减少程序性争议，提高虚假陈述诉讼效率。《规定》实施后，已经有法院根据新规作出裁定，将仅起诉中介机构的案件移送发行人所在地法院管辖。由于中介机构服务的客户遍及全国各地，集中管辖规定可能在一定程度上增加中介机构的应诉成本，中介机构也需要做好“客场”应诉的准备。

SECTION 004

《规定》明确中介机构承担虚假陈述责任的过错包括“故意”和“重大过失”，“一般过失”不构成过错

2003年《若干规定》没有明确界定中介机构的“过错”类型，仅规定，中介机构“知道或者应当知道发行人或者上市公司虚假陈述，而不予纠正或者不出具保留意见的”，应承担连带责任。根据最高人民法院在《关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》的解读，该条规定“知道或应当知道”包括“合谋造假”“放任而装作不知”和“因怠于职责而未知”三种

《规定》明确中介机构承担虚假陈述责任的过错仅包括故意和重大过失，一般过失不构成“过错”。

情形。⁶其中“因怠于职责而未知”的情形属于过失，但对其是重大过失还是一般过失，解读并未给出答案。

在此前的司法实践中，法院也倾向于通过认定是否构成“知道或应当知道”情形，进而判断中介机构应否承担责任。⁷从美国立法例看，中介机构仅应在明知 (scienter) 或极其重大过失 (recklessness) 的情况下，才承担虚假陈述赔偿责任。⁸相较而言，如果中介机构因一般过失而动辄得咎，该责任认定标准可能过于严苛。对此，我国理论界和实务界也有颇多探讨。

《规定》第13条切实回应了实践中的争议，将《证券法》第85条和第163条中规定的“过错”明确限定为故意和重大过失，排除了一般过失：

◆ 行为人**故意**制作、出具存在虚假陈述的信息披露文件，或者**明知**信息披露文件存在虚假陈述而不予指明、予以发布；

◆ 行为人**严重违反注意义务**，对信息披露文件中虚假陈述的形成或者发布存在过失。

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〉的

理解与适用》一文进一步明确，将“过错”限定为故意和重大过失，主要是基于法律体系解释、比较法解释和司法实践中的传统做法。上述规定体现出“各负其责的法律精神”，避免中介机构“动辄得咎”，稳定了市场预期。⁹

所谓重大过失，理论界认为，是指行为人连最普通人的注意义务都没有尽到，或者说，行为人是以一种“异乎寻常的方式”违背了必要的注意。¹⁰实务界有法官总结为，“特别重大而且在主观上不可宽恕的违

6. 参见李国光主编：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社2015年9月第二版，第292页。

7. 参见四川省高级人民法院(2020)川民终1383号《民事判决书》、上海市高级人民法院上海市高级人民法院(2018)沪民终144号《民事判决书》、最高人民法院(2020)最高法民申6801号《民事判决书》。

8. 参见周淳：《证券发行虚假陈述：中介机构过错责任认定与反思》，载《证券市场导报》2021年第7期；张保生、牛馨雨《美国证券法下中介机构的责任认定与借鉴》，载“中伦视界”微信公众号，<http://www.zhonglun.com/Content/2021/08-06/1447049972.html>。

9. 参见“最高人民法院民二庭就《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》答记者问”，载最高人民法院微信公众号，2022年1月21日。

10. 参见程啸：《侵权责任法》(第二版)，法律出版社，2015年9月第2版，第269页。

《规定》明确了保荐、承销机构尽职调查工作的过错认定标准，区分了特别注意义务和一般注意义务。

法义务的行为，已经显著地超出了通常的“过失程度”。¹¹可以预见，随着未来中介机构涉诉案件以及责任主体内部分责的追偿权诉讼案件的增加，司法实践将对如何区分重大过失与一般过失进行新的探索和回应。

SECTION 005

关于保荐机构、承销机构，《规定》明确规定了保荐机构、承销机构尽职调查工作的过错认定标准。但是，针对保荐机构、承销机构履行非尽职调查义务时的过错认定标准，仍有待司法实践探索

1. 《规定》第17条回应实践争议，规定了保荐、承销机构的过错认定依据，明确区分特别注意义务和一般注意义务

《规定》第17条通过免责抗辩事由的规定，对保荐、承销机构尽职调查工作的过错认定标准予以明确，明确了保荐、承销机构勤勉尽责的基本认定依据，并细化区分保荐、承销机构在特别注意义务和一般注

意义义务项下不同的履职要求。

◆ **明确勤勉尽责的规则依据**：第17条明确规定保荐、承销机构勤勉尽责的规则依据是“法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求”。据此，“职业道德”“行业惯例”等不能作为判定保荐、承销机构是否勤勉尽责的依据。

◆ **特别注意义务，应审慎尽职调查和独立判断**：对信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容，保荐、承销机构经过审慎尽职调查和独立判断，有合理理由相信该部分内容与真实情况相符，没有过错。

◆ **一般注意义务，应审慎核查和必要的调查、复核**：对信息披露文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容，经过审慎核查和必要的调查、复核，有合理理由排除了职业怀疑并形成合理信赖，没有过错。

11. 参见韩晓冬、甄红：“侵权损害赔偿责任的按各自过错分担”，载北京市高级人民法院：《审判前沿：新类型案件审判实务》（总第19集），法律出版社2008年版，第118~121页。转引自程啸：《侵权责任法》（第二版），法律出版社，2015年9月第2版，第269页。

针对保荐、承销机构在履行非尽职调查义务情形下的过错认定标准, 仍有待探索。

2. 第17条规定的过错认定标准应仅适用于保荐、承销机构履行尽职调查义务的情形, 针对保荐、承销机构在履行非尽职调查义务情形下的过错认定标准, 仍有待司法实践探索和解决

《规定》第17条第一款规定免责事由适用的情形, 是以保荐、承销机构提交“尽职调查工作底稿、尽职调查报告、内部审核意见”等尽职调查证据材料为基础。免责事由的第(一)项明确表明, 该规定是针对保荐、承销机构对案涉信息披露文件负有尽职调查义务的情形。免责事由的第(二)项和第(三)项的规定与《证券发行上市保荐业务管理办法》第23条¹²、第22条¹³的规定基本一致, 说明该规定适用于证券发行、上市环节中保荐、承销机构的履职认定。因此, 《规定》第17条的适用情形应仅限于保荐、承销机构在发行、上市环节中负有尽职调查义务的情形。

保荐、承销机构在证券发行、交易市场中的法定义务类型并不全是尽职调查义务, 比如, 保荐机构在持续督导期间对于上市公司的信息披露文件通常是督导和及时

审阅义务, 而非尽职调查义务。在“尔康制药”案中, 法院认为, 保荐人的持续督导职责与“与公司上市过程中保荐机构的财务核查与保证职责不同”, 保荐人“并不需要在上市公司年度报告、审计报告披露过程中核查报告中的财务数据”。¹⁴显然, 《规定》第17条的过错认定标准不应适用于保荐、承销机构履行非尽职调查义务的情形。

对于保荐人并非负有尽职调查义务的情形, 应当结合具体法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范要求, 精准认定保荐人的法定职

12.《证券发行上市保荐业务管理办法》第23条:对发行人申请文件、证券发行募集文件中无证券服务机构及其签字人员专业意见支持的内容,保荐机构应当获得充分的尽职调查证据,在对各种证据进行综合分析的基础上对发行人提供的资料和披露的内容进行独立判断,并有充分理由确信所作的判断与发行人申请文件、证券发行募集文件的内容不存在实质性差异。

13.《证券发行上市保荐业务管理办法》第22条:对发行人申请文件、证券发行募集文件中有证券服务机构及其签字人员出具专业意见的内容,保荐机构可以合理信赖,对相关内容应当保持职业怀疑、运用职业判断进行分析,存在重大异常、前后重大矛盾,或者与保荐机构获得的信息存在重大差异的,保荐机构应当对有关事项进行调查、复核,并可聘请其他证券服务机构提供专业服务。

14.参见湖南省高级人民法院(2020)湘民终262-264号《民事判决书》。

**《规定》明确证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域，
区分一般注意义务与特别注意义务。**

责边界，不宜对该条规定作扩张解释，要求保荐人的免责抗辩必须符合该条规定的标准。¹⁵北京金融法院法官也指出，“深入中介机构专业职责范围的层面剖析其义务属性和特点，进而精细化地确定中介机构的过失形态，对于责任确定颇有必要”。¹⁶

SECTION 006

关于证券服务机构，《规定》重新界定了证券服务机构的过错认定依据，并将证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域，明确区分特别注意义务和一般注意义务

《规定》重新界定了证券服务机构责任边界和履职标准，对于证券服务机构的过错认定依据与保荐、承销机构有所不同，也有别于《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第31条的规定¹⁷。根据《规定》第18条，法院在审查证券服务机构是否存在过错时，应当依据“法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件”认定，并参考适用“行业执业规范规定的工作范围和程序

要求”，“职业道德”“行业惯例”等既往认定标准已被明确排除在依据之外。

《规定》第18条第二款明确指出证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域。我们理解，对于证券服务机构自身工作范围和专业领域的部分，应当根据18条第一款规定的勤勉责任依据判定证券服务机构是否存在过错。对于证券服务机构依赖保荐机构或其他证券服务机构的基础工作或者专业意见的部分，证券服务机构的一般注意义务同样以“审慎核查和必要的调查、复核，排除了职业怀疑并形成合理信

15. 参见张保生、李瑞轩：《虚假陈述经典案例评析：持续督导期间上市公司虚假陈述，证券公司成功抗辩免责》，载“中伦视界”微信公众号2022年1月30日，<http://www.zhonglun.com/Content/2022/01-30/1103423200.html>。

16. 参见丁宇翔：《证券发行中介机构虚假陈述的责任分析——以因果关系和过错为视角》，载《环球法律评论》2021年第6期，第166页。

17. 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第31条规定：债券服务机构的过错认定。信息披露文件中关于发行人偿付能力的相关内容存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，足以影响投资人对发行人偿付能力的判断的，会计师事务所、律师事务所、信用评级机构、资产评估机构等债券服务机构不能证明其已经按照法律、行政法规、部门规章、行业执业规范和职业道德等规定的勤勉义务谨慎执业的，人民法院应当认定其存在过错。

**《规定》吸收了《审计侵权司法解释》的部分规定，
后者关于补充责任和责任限额的规定仍存适用空间。**

赖”为认定标准。

《规定》将证券服务机构的责任限定于其工作范围和专业领域的规定，与《证券法》(1998年修订)第161条¹⁸和2003年《若干规定》第24条¹⁹证券服务机构“就其负有责任的部分承担损害赔偿责任”的责任认定规则统一，为中介机构根据过错大小、所涉事项的原因力比例抗辩承担“相应部分的连带责任”提供有效法律依据。

SECTION 007

关于会计师事务所的责任认定，《规定》明确规定《审计侵权司法解释》仍可适用，但《审计侵权司法解释》第10条有关“过失承担补充赔偿责任以及责任限额的规定”能否适用，可能成为此类案件的核心争点

2007年6月最高人民法院出台《最高人民法院关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》(下称“《审计侵权司法解释》”),专门规定了会计师事务所审计侵权责任认定规则。

《规定》第19条吸纳了《审计侵权司法解释》第7条的前三项规定，作为会计师事务所在证券虚假陈述诉讼中的免责事由：(1)按照执业准则、规则确定的工作程序和核查手段并保持必要的职业谨慎，仍未发现被审计的会计资料存在错误的；(2)审计业务必须依赖的金融机构、发行人的供应商、客户等相关单位提供不实证明文件，会计师事务所保持了必要的职业谨慎仍未发现的；(3)已对发行人的舞弊迹象提出警告并在审计业务报告中发表了审慎审计意见的。同时，《规定》还增设了“能够证明没有过错的其他情形”的兜底情形，为会计师事务所的免责抗辩进一步留出空间。

《规定》第35条规定，2007年《审计侵权司法解释》与《规定》不一致的，以《规定》

18.《证券法》(1998年修订)第161条：为证券的发行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的专业机构和人员，必须按照执业规则规定的工作程序出具报告，对其所出具报告内容的真实性、准确性和完整性进行核查和验证，**并就其负有责任的部分承担连带责任。**
19.2003年《若干规定》第24条：专业中介服务机构及其直接责任人违反证券法第一百六十一条和第二百零二条的规定虚假陈述，给投资人造成损失的，**就其负有责任的部分承担赔偿责任。**但有证据证明无过错的，应予免责。

《规定》将交易相对方、供应商、客户及金融机构纳入责任主体，有利于厘定中介机构责任边界。

为准。也即，《规定》未涉及的事项，《审计侵权司法解释》仍可适用。由此，《审计侵权司法解释》第10条有关会计师事务所存在过失情况下仅承担补充赔偿责任，及其赔偿责任应以不实审计金额为限的规定，是否应予适用，可能成为这类案件的核心争点。

我们认为，《规定》并未规定会计师事务所的责任类型及其责任范围。最高人民法院在《关于审计侵权司法解释的理解与

适用》中也明确指出《审计侵权司法解释》第10条的规定是对《证券法》（2005年修订）第173条的限缩解释，而非立法矛盾。²⁰因此，不宜认定《审计侵权司法解释》第10条有关过失承担补充责任以及责任限额的规定与《规定》不一致，该规定未来仍有适用空间。

SECTION 008

《规定》将发行人的交易相对方、供应商、客户及有关金融机构纳入“虚假陈述责任主体”范围，有利于厘定中介机构责任边界

相较2003年《若干规定》，《规定》一大突破是，将发行人交易相对方（第21条）、供应商、客户以及为发行人提供服务的金融机构（第22条）等，纳入“虚假陈述责任主体”范围，明确了该等主体虚假陈述责任的认定规则。

中介机构在核查发行人信息披露文件内容时，很重要的判断依据即来源于发行人外部的第三方证据，诸如交易相对方、供应商、客户及有关金融机构所反馈的信息。



20. 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《关于会计师事务所审计侵权赔偿责任司法解释理解与适用》，人民法院出版社，2015年9月第2版，第224页。

一旦该等主体对中介机构作出不实陈述，或者配合发行人出具不实文件，将严重影响中介机构的正常履职。此前由于该等主体未被纳入虚假陈述责任主体的范畴，导致中介机构与客户、供应商、金融机构的责任边界不清晰，中介机构免责抗辩难度极大。

《规定》第21条、第22条对该问题作出切实回应，并在23条明确了责任主体之间责任分担与追偿的制度安排，预示着我国证券虚假陈述责任认定的精细化、合理化程度将再上新台阶。

结语

中介机构的虚假陈述责任认定问题，无疑自2021年以来证券法理论界、实务界高度热议的话题。从“过错即连带责任”到“部分连带责任”“补充赔偿责任”的司法实践探索，经过各界关于审判精细化的不断呼吁，我国已经迎来了愈发全面的立法规则和愈发丰富的司法实践景象。我们相信，对于那些尚没有明确答案的复杂法律问题，也将会在未来的实践中越辩越明。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

新《虚假陈述若干规定》 系列解读之十： 特殊主体的责任

张保生、周伟、朱媛媛、郭晓英

核 心 观 点

《规定》“惩首恶”与“打帮凶”并举,明确了控股股东及实际控制人、重大资产重组交易对方和帮助造假者等特殊主体的民事赔偿责任。

2022年1月21日,最高人民法院重磅发布《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》(下称“《规定》”),正式宣告实施近二十年的《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》(下称“**2003年《若干规定》**”)退出历史舞台,标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代!

《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足,切实回应了司法实践需求与市场关切,对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有里程碑意义!为此,我们撰写了系列解读文章,从制度沿革、修订要旨、实践争点和规则适用等角度对《规定》进行深度解读。本文为系列解读文章的第十篇——特殊主体的责任。

**控股股东、实际控制人的责任从无到有、由宽至严，
2003年《若干规定》已明确其虚假陈述民事责任。**

SECTION 001

《规定》明确控股股东、实际控制人的直接责任，强调其终局责任，切实回应“追首恶”的市场呼声

1. 随着《证券法》规定的多次修改，控股股东、实际控制人的虚假陈述民事责任经历了从无到有、由宽至严的变迁

1998年《证券法》未对控股股东、实际控制人的虚假陈述民事责任作出规定；2005年《证券法》修订时，鉴于控股股东、实际控制人对上市公司的支配、控制能力，¹在第69条新增了控股股东、实际控制人在上市公司虚假陈述时的过错责任；²2019年《证券法》修订时，考虑到实践中上市公司信息披露违法违规往往是在控股股东、实际控制人组织、指使下发生的，³在第85条将控股股东、实际控制人虚假陈述民事责任的归责原则由“过错原则”修改为“过错推定原则”。⁴可见，随着《证券法》的多次修改，在《证券法》规制范围内，控股股东、实际控制人的虚假陈述民事责任经历了从无到有、由宽至严的变迁。

2. 2003年《若干规定》在时行《证券法》未明确规定的情况下，根据侵权法的自己责任原则，规定了控股股东、实际控制人应承担的虚假陈述民事责任

尽管1998年《证券法》未明确规定控股股东、实际控制人应承担虚假陈述民事责任，2003年《若干规定》根据侵权法的

1. 参见李飞主编：《中华人民共和国证券法（修订）释义》，法律出版社2005年版，第102页。

2. 《证券法》（2005年修订）第六十九条 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。

3. 参见王瑞贺主编：《中华人民共和国证券法释义》，法律出版社2020年版，第165页。

4. 《证券法》（2019年修订）第八十五条 信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、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，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

司法实践通常区分控股股东、实际控制人自行实施还是指使上市公司实施虚假陈述,并判决其承担相应责任。

“自己责任原则”,在第7条⁵将发起人、控股股东等实际控制人纳入虚假陈述民事案件的被告范围,并在第22条⁶明确规定前述实际控制人应承担民事责任的两种情形:一是操纵发行人、上市公司,以发行人、上市公司名义虚假陈述时,由于此时实际控制人是真正的行为人,发行人、上市公司在承担赔偿责任后,可向实际控制人追偿;二是违反《证券法》(1998年)第4条、第5条和第188条规定虚假陈述时,自行承担赔偿责任。⁷

3. 司法实践中,法院通常区分虚假陈述行为系控股股东、实际控制人自行实施还是指使上市公司实施,判决控股股东、实际控制人承担相应民事责任

虽然2003年《若干规定》和《证券法》(2005年修订)规定了控股股东、实际控制人的虚假陈述民事责任,但公开渠道未检索到在2014年之前判决控股股东、实际控制人承担虚假陈述民事责任的案例。2014年之后,司法实践中法院判决实际控制人承担虚假陈述民事责任主要有以下几种

情形:

其一,在实际控制人自身作为信息披露义务人因信息披露违法被行政处罚的情况下,审理法院根据《证券法》第4条关于诚实信用原则的规定和2003年《若干规定》第22条第二款,判决实际控制人直接向投资者承担虚假陈述民事赔偿责任。例如,上海一中院审理的“鲜言案”⁸等。

5.2003年《若干规定》第七条 虚假陈述证券民事赔偿案件的被告,应当是虚假陈述行为人,包括:(一)发起人、控股股东等实际控制人;(二)发行人或者上市公司;(三)证券承销商;(四)证券上市推荐人;(五)会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等中介服务机构;(六)上述(二)、(三)、(四)项所涉单位中负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员以及(五)项中直接责任人;(七)其他作出虚假陈述的机构或者自然人。

6.2003年《若干规定》第二十二条 实际控制人操纵发行人或者上市公司违反证券法律规定,以发行人或者上市公司名义虚假陈述并给投资人造成损失的,可以由发行人或者上市公司承担赔偿责任。发行人或者上市公司承担赔偿责任后,可以向实际控制人追偿。

实际控制人违反证券法第四条、第五条以及第一百八十八条规定虚假陈述,给投资人造成损失的,由实际控制人承担赔偿责任。

7.参见李国光主编,最高人民法院民事审判第二庭编著:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社2015年版,第279页。

8.参见上海市第一中级人民法院(2014)沪一中民六(商)初字第43号民事判决书。

投服中心倾向将实际控制人列为第一被告以“惩首恶”， 但多数案例仍判决其与上市公司承担连带赔偿责任。

其二，如果实际控制人构成《证券法》（2005年修订）第193条第三款“指使”上市公司从事信息披露违法行为，并因此受到行政处罚，审理法院根据《证券法》（2005年修订）第69条的规定，判决实际控制人与上市公司承担连带赔偿责任。

其三，如果控股股东、实际控制人在上市公司任职，同时作为实际控制人和直接负责的主管人员被行政处罚，或者作为信息披露违法行为的策划者和主要推动者被追究刑事责任，审理法院根据2003年《若干规定》关于董监高民事责任的规定，基于其任职身份判决与上市公司承担连带赔偿责任。例如，昆明中院审理的“云南云投案”⁹。

4. 在“惩首恶”政策影响下，投服中心在支持诉讼中倾向将作为主要责任人的实际控制人列为第一被告，但判例多在认定上市公司民事责任的基础上，判决其与上市公司承担连带赔偿责任

在“抓关键少数”“惩首恶”的政策影响下，为了加大对实际控制人的追责力度，也

为了避免对广大现有中小股东造成二次伤害，中证中小投资者服务中心在其提起的证券虚假陈述支持诉讼中，倾向于将作为主要责任人或者被认定策划、组织实施违法行为的实际控制人列为第一被告，要求其直接向投资者承担民事赔偿责任。但是，多数案例仍根据《证券法》（2014年修正）第69条规定，在认定上市公司承担赔偿责任的基础上，判决控股股东、实际控制人与上市公司承担连带责任。例如，上海一中院审理的“康达新材案”¹⁰、南京中院审理的某案¹¹、青海高院审理的某案¹²。

9. 参见昆明市中级人民法院（2014）昆民五初字第89号民事判决书。

10. 参见上海市第一中级人民法院（2016）沪01民初580号民事判决书。

11. 参见南京市中级人民法院（2018）苏01民初2084号民事判决书。

12. 参见青海省高级人民法院（2021）青民终189号民事判决书。

**《规定》明确控股股东、实际控制人的直接责任和终局责任，
体现出“追首恶”和“震慑关键少数”的理念。**

5. 《规定》明确控股股东、实际控制人作为“首恶”的直接责任，并强调其终局责任，进一步贯彻震慑“关键少数”的司法理念

针对控股股东、实际控制人操纵上市公司实施虚假陈述侵权行为频发的现象，为了惩戒实质违法者的责任，真正净化市场环境，《规定》明确了作为“首恶”的控股股东和实际控制人的直接责任和终局责任。根据《规定》第20条，发行人的控股股东、实际控制人组织、指使发行人实施虚假陈述，致使原告在证券交易中遭受损失的，可以直接判令控股股东、实际控制人对原告的损失承担赔偿责任，免却了发行人嗣后追偿的诉累。同时，如果发行人承担了赔偿责任，可诉请组织、指使其实施虚假陈述行为的控股股东、实际控制人赔偿实际支付的赔偿款、合理的律师费和诉讼费用等损失。

《规定》施行后，深圳中院于2022年1月29日对“东方金钰案”作出一审判决，判令东方金钰实际控制人作为第一责任主体赔偿投资者的损失，成为《规定》施行后全国首例判令实际控制人作为第一责任主体

的案件，对贯彻“追首恶”的价值追求进行了有益的探索，为维护证券市场秩序作出了典范。¹³

此外，我们注意到，根据《证券法》（2019年修订）第197条规定，¹⁴发行人的控股股东、实际控制人除了积极地“组织、

13. 参见《追首恶，零容忍：深圳中院依照新司法解释判决全国首宗证券虚假陈述案件》，深圳市中级人民法院微信公众号，https://mp.weixin.qq.com/s?src=11&time-stamp=1644914552&ver=3621&signature=T*xgbOPCELDUFDBdeFwHPinNZse7lhEFnQIOPbR018VpGBXgq9StAaG7gA0dh8ZVx4jxcBTftSsYlakqFDvNXyXdMPZSK4Do2OBVxqM8EdEQVqJfPvCa4FK0kme2AfT&new=1。

14. 《证券法》（2019年修订）第一百九十七条 信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，责令改正，给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

信息披露义务人报送的报告或者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，并处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

**《规定》吸收司法实践经验，
明确重组交易对方提供虚假信息应承担民事责任。**

指使”上市公司从事信息披露违法行为将承担行政责任外，其消极地“隐瞒”相关事项导致上市公司信息披露违法时，也将面临与积极违法行为同样的行政处罚。虽然《规定》第20条仅列明控股股东“组织、指使”发行人实施虚假陈述时的虚假陈述民事责任，但是，如果控股股东、实际控制人消极隐瞒相关事项导致上市公司信息披露违法，鉴于两种情形的行政责任相同，审理法院有可能会综合其主观状态、违法情节等因素，适用《规定》第20条直接判令其对投资者的损失承担赔偿责任。

SECTION 002

《规定》明确重大资产重组的交易对方提供虚假信息应承担民事责任，但此时应审慎认定发行人的虚假陈述民事责任

1. 《规定》吸收了司法实践的有益经验，明确了重组交易对方提供虚假信息的民事责任

近年来，证券监管机构重拳打击利用虚假信息进行“忽悠式”并购重组、意图抬

高股价“割韭菜”的乱象。证券监管机构通常认定交易对方属于《上市公司重大资产重组管理办法》第4条规定的“有关各方”，应当保证所披露或者提供信息的真实、准确、完整，在其提供虚假信息的情况下，依据其“其他信息披露义务人”的身份作出行政处罚。

对于因外部第三方提供虚假信息引发的证券虚假陈述诉讼，在《规定》出台前，司法实践已有判决第三方与上市公司承担连带赔偿责任的案例。例如，深圳中院在“保千里案”中认定收购人与上市公司构成共同侵权，据此判决收购人与上市公司承担连带赔偿责任；¹⁵沈阳中院在“鞍重股份案”中，认定交易对方属于2003年《若干规定》第25条规定的其他作出虚假陈述的机构，因存在欺诈行为，判决交易对方与上市公司共同赔偿原告投资损失。¹⁶

15. 参见深圳市中级人民法院(2017)粤03民初2033号民事判决书。

16. 参见沈阳市中级人民法院(2018)辽01民初543号民事判决书。

**在第三方提供不实信息时, 尽管《规定》未明确排除发行人责任,
但应审慎合理认定发行人责任。**

《规定》吸收了司法实践的有益经验, 第21条明确规定, 公司重大资产重组的交易对方所提供的信息不符合真实、准确、完整的要求, 导致公司披露的相关信息存在虚假陈述, 应当与发行人等责任主体承担赔偿责任。不过, 交易对方与发行人究竟承担何种形式的责任, 是连带责任、按份责任还是各自担责, 《规定》未予明确, 还有待司法实践的进一步探索。

2. 根据侵权法自己责任的基本原则和“精准问责”的审判倾向, 在外部第三方提供不实信息时, 对发行人的虚假陈述民事责任应审慎、合理认定

虽然《规定》第25条规定的是“判令该交易对方与发行人等责任主体赔偿损失”, 但是, 因外部第三方恶意提供不实信息导致的虚假陈述与上市公司自身虚假陈述截然不同, 上市公司本身也是外部第三方提供不实信息的受害者, 此时上市公司是否应当承担虚假陈述民事责任以及在何种范围内承担责任, 需在全面考察案件情况的基础上审慎认定。我们理解, 上市公司购买



标的的瑕疵属于上市公司和全体股东需共同承担的商业风险, 如果上市公司主观上没有侵害股东权利的主观意图, 客观上尽到了对外部信息的审查义务, 则此时要求上市公司为他人的行为承担虚假陈述民事责任, 不免有违侵权法的自己责任原则和基本的公平原则。

根据最新的监管处罚实践, 证券监管部门已经开始区分责任主体认定各方责任。例如, 在“宁波东力案”“宜通世纪案”等行政处罚案中,¹⁷对于重组交易对方或收

17. 参见中国证监会(2021)2号《行政处罚决定书》、广东证监局(2021)7号《行政处罚决定书》、四川证监局(2020)2号《行政处罚决定书》。

《规定》明确发行人的供应商、客户、相关金融机构等 虚假陈述“帮助者”的民事赔偿责任。

购人提供不实信息导致的信息披露违法，监管部门仅处罚了交易对方或收购人，而未处罚上市公司。特别值得关注的是，在此后引发的宁波东力虚假陈述民事赔偿诉讼中，宁波中院判决认为，针对重大资产重组阶段的信息披露违法行为，宁波东力未被认定为信息披露义务人，也未被行政处罚，据此判决宁波东力不应对重组阶段的虚假陈述承担赔偿责任民事赔偿，¹⁸体现出“精准问责”的审判智慧，值得借鉴、参考。

SECTION 003

《规定》新增为发行人财务造假提供帮助的“帮凶”的赔偿责任，帮助者在明知造假仍配合或故意隐瞒的情况下，应与发行人承担赔偿责任

实践中，很多上市公司舞弊难以被外部中介机构及时发现，往往是因为存在内外配合的情形，即上市公司的上下游企业、金融机构配合上市公司出具虚假合同，提供虚假回函，导致中介机构无法通过审计程序、尽职调查程序有效识别。由于《证券

法》、2003年《若干规定》并未明确规定上述配合造假者的虚假陈述民事责任，故目前我国尚不存在判决由证券违法行为“帮助者”承担证券虚假陈述民事赔偿责任的案例。

在美国证券法下，此前关于“帮助者”能否构成投资者起诉普遍依据的《证券交易法》第10(b)条的责任主体存在诸多争议。1994年，美国联邦最高法院通过“丹佛中央银行案”¹⁹的判决结束了争议，确定“帮助者”及“教唆者”不构成《证券交易法》第10(b)条责任主体，不应承担虚假陈述民事责任。

事实上，无论是根据我国《侵权责任法》，还是根据《民法典》，帮助侵权者与行为人承担连带责任已有明确的法律依据。证券虚假陈述民事责任作为一种特殊的侵权责任，《规定》第22条明确，有证据证明

18. 参见宁波市中级人民法院(2021)浙02民初664号民事判决书。

19. Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A., 511 U.S. 164 (1994).

《规定》删除此前虚假陈述案件被告范围的规定， 采用新证券法以“信息披露义务人”为核心的责任制度。

发行人的供应商、客户以及为发行人提供服务的金融机构等明知发行人实施财务造假活动，仍然为其提供相关交易合同、发票、存款证明等予以配合，或者故意隐瞒重要事实致使发行人的信息披露文件存在虚假陈述，应当与发行人等责任主体承担赔偿责任。

SECTION 004

《规定》删除了2003年《若干规定》中关于虚假陈述案件被告范围的规定，与新《证券法》相衔接，确立了以“信息披露义务人”为核心的民事责任制度

2003年《若干规定》第7条规定了虚假陈述案件的被告范围，除实际控制人、发行人或者上市公司、承销商、保荐人、中介服务机构及前述机构的相关责任人员外，还包括兜底条款的“其他作出虚假陈述的机构或者自然人”。不过，根据2003年《若干规定》第25条规定，前述“其他作出虚假陈述的机构或者自然人”只有在违反《证券法》（1998年）第五条、第七十二条、第一百

八十八条和第一百八十九规定导致投资者损失的情况下，才应当承担赔偿责任。

但是，上述关于被告范围的规定无法完整涵盖全部的信息披露义务人，因此，司法实践中，对于某些被处罚的主体（如控股股东以外持股5%以上的大股东、收购人的控股股东）是否属于虚假陈述案件的适格被告，往往存在一定争议。例如，上海金融法院审理的“游久游戏案”²⁰、重庆一中院审理的“北大医药案”²¹、杭州中院审理的某案²²。

2019年修订的新《证券法》第85条修改了2005年《证券法》以发行人和上市公司为中心的民事责任主体制度，将未依法履行披露信息义务应当承担证券虚假陈述民事赔偿责任的主体统一规范为“信息披露义务人”。《规定》延续了新《证券法》的思路，删除了2003年《若干规定》中关于虚假

20. 参见上海金融法院（2018）沪74民初1185号民事判决书。

21. 参见重庆市第一中级人民法院（2018）渝01民初407号民事判决书。

22. 参见杭州市中级人民法院（2018）浙01民初4004号民事判决书。

陈述案件被告范围的规定,将实施虚假陈述行为的主体统一调整为信息披露义务人。这意味着,无论是根据法律法规、部门规章,还是根据交易所规则,只要是负有信息披露义务的主体,一旦出现信息披露违法行为,都可能承担证券虚假陈述民事赔偿责任。

结语

针对近年来社会各界对追究财务造假中“首恶”责任的呼声,《规定》强化了“追首恶”的裁判取向;对于个别金融机构、供应商或客户与上市公司串通造假的情形,《规定》明确了帮助造假者的法律责任。为有效震慑财务造假行为,织牢法律责任之网,《规定》“追首恶”与“惩帮凶”并举,明确了控股股东及实际控制人、重大资产重组交易对方和帮助造假者等特殊主体的民事赔偿责任。期待《规定》成为打击资本市场财务造假这一痼疾的利剑,为营造风清气正的市场环境发挥其应有的作用。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

亲历与见证： 经典判例助力虚假陈述 司法解释修改

张保生、朱媛媛、郭晓英、金曼特

核心观点

证券虚假陈述诉讼司法解释的修订吸收了大量经典案例的裁判观点,实现了立法和司法的良性互动,推动了法治进程的不断深化。

在我国证券侵权民事诉讼领域,2003年开始实施的《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》(下称“旧规”)是人民法院审理证券虚假陈述责任纠纷案件的主要依据。旧规出台至今近二十年,我国资本市场的发展水平、证券虚假陈述诉讼的形势发生了巨大变化,旧规已经难以解决司法实践中诸多疑难、复杂的法律问题。

当法律法规对某项问题只做出原则性规定时,司法机关往往会在个案中发展出具体的认定标准,发挥拾遗补缺的作用,形成有借鉴意义的指导案例,进而为新规则的制订积累经验。新规则又将进一步成为培育新的经典判例的土壤,从而实现立法和司法的良性互动,推动法治进程的不断深化。

2022年1月,最高人民法院重磅发布《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》(下称“新规”)。

最高人民法院在《人民司法》上发布《〈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〉的理解与适用》(下称“《新规理解与适用》”)¹一文,就经典案例对推动新规的修改与完善给予充分肯定,其中在交易因果关系部分引述的五起案例中,笔者团队有幸参与了三案。

笔者团队曾经代理数十家上市公司、证券公司及其他资本市场主体,参与了大批证券虚假陈述诉讼。其中,很多案件成为经典判例。原被告双方在个案中的交锋与碰撞,被具有开创精神的法官吸收、研判并转化为裁判观点,形成经典判例,从而推动司法解释修订。本文将对新规出台提供有益助力的经典案例做一梳理和评述,以飨读者。

1. 参见林文学、付金联、周伦军:《〈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〉的理解与适用》,载《人民司法》2022年第7期。

旧规未明确区分交易因果关系和损失因果关系， 导致是否需要审查交易因果关系曾产生一定争议。

SECTION 001

对于交易因果关系问题，在旧规未明确区分交易因果关系和损失因果关系的情况下，司法实践中多个案例对交易因果关系的认定进行了极富有前瞻性的探索，为新规确立交易因果关系的独立地位与认定标准提供了宝贵经验

旧规未对交易因果关系和损失因果关系进行明确区分，而是仅概括地规定虚假陈述与投资损失之间的因果关系要件。最高人民法院在关于旧规的理解与适用中曾指出，虚假陈述所涉信息的重大性问题已经在前置程序中得到解决，在民事案件审理中可当然认定。²这导致有观点认为，在证券虚假陈述案件中不需要考察交易因果关系是否成立，被行政处罚的信息披露违法行为必然会影响投资者的投资决策。这种观点显然是对虚假陈述的重大性要件和交易因果关系的混淆，导致在早年间司法实践中，对于是否应当审查虚假陈述行为与投资者投资决策之间的交易因果关系这一问题，产生一定争议。

2015年，最高人民法院在《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中强调，要在传统民事侵权责任的构成要件中研究证券侵权行为重大性和交易因果关系的问题；³2016年，最高人民法院在“宝安鸿基案”再审裁定中认为，虚假陈述行为与投资者的投资决定之间存在因果关系，是证券投资欺诈的成立要件之一。⁴此后，交易因果关系是否成立逐渐成为证券虚假陈述诉讼案件的主要争议焦点之一。

2019年，最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民会议纪要》”）明确区分了重大性要件和信赖要件，指出虚假陈述已经被行政处罚的，应当认为是具有重大性的违法行为。但我们理解，此处关于“重大性”的规定与旧规一脉相承，更多是将“重大性”问题归于行政违法层面并交给前置程序解决，而对

2. 参见李国光主编，最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社，2015年9月第2版，第215页。

3. 参见杨临萍：《当前商事审判工作中的若干具体问题》，载《人民司法》2016年第4期。

4. 参见最高人民法院（2016）最高法民申502号民事裁定书。

司法实践中,已有多个案例对交易因果关系的认定作出前瞻性探索,为新规明确其独立地位和认定标准提供了宝贵经验。

于何为“交易因果关系”、如何认定“信赖要件”并未作出更具操作性的规定。

在司法实践中,已经有法院结合原被告双方的主张和举证,就交易因果关系问题作出极富前瞻性的经典判决。

例如,在笔者代理的重庆某上市公司证券虚假陈述案中,基于我们的抗辩和举证,审理法院在综合分析虚假陈述的性质和投资者买入股票诱因的基础上,认定案涉虚假陈述不属于隐瞒利空消息的“诱多型”虚假陈述,不会诱导投资者做出积极买入股票的投资决定,且原告在虚假陈述实施日后并未立即买入股票,其买入股票主要是受“牛市”行情及上市公司自身利好公告等因素影响,据此认定交易因果关系不成立。

又如,在笔者代理的上海某上市公司证券虚假陈述案中,基于我们的抗辩和举证,审理法院在《九民会议纪要》明确区分重大性要件和信赖要件的背景下,一方面,根据案涉虚假陈述的性质,认定案涉虚假陈述行为并未导致上市公司的控股股东或实际控制人发生变化,对上市公司的治理结构和经营管理没有实质影响,不会影响

投资者判断;另一方面,从案涉虚假陈述实施和揭露后股价的变化,认定案涉事项并未对证券价格产生影响,不会诱导投资者买入股票,认定交易因果关系不成立。

新规在总结既往案例的基础上,明确了交易因果关系作为证券虚假陈述侵权责任要件的独立地位,并列举了可以证明交易因果关系不成立的四种情形,其中第三项明确规定,如果原告的交易行为受到虚假陈述实施后发生的上市公司的收购、重大资产重组等其他重大事件的影响,则应当认定交易因果关系不成立。正如《新规理解与适用》所称,新规“强调未受欺诈的投资者不享有索赔的权利,避免民事责任制度异化为保险制度”。

旧规仅笼统规定系统风险等因素所致损失不应赔偿， 司法实践对此问题由粗放式向精细化演进。

SECTION 002

对于系统风险和非系统风险等其他因素所致损失的认定与剔除问题，旧规仅笼统规定系统风险等因素导致的损失不应赔偿，而对于如何认定系统风险以及如何剔除，是否应当考量并剔除非系统风险因素，旧规没有规定。司法实践中就此问题的认定逐步从粗放向精细化演进，并诞生多个经典判例，推动新规扩大和细化了损失因果关系的否定情形，更加符合侵权责任基本法理

旧规未明确区分交易因果关系与损失因果关系，仅在推翻因果关系情形中规定，因证券市场系统风险等其他因素给投资者造成的损失，与虚假陈述之间没有因果关系，但并未明确规定系统风险的具体内涵及量化标准，亦未明确除系统风险以外的“等其他因素”所指为何。

在早期司法实践中，对于系统风险如何认定、是否应当剔除系统风险以及如何剔除系统风险，各地法院的裁判观点差异

很大。部分认同系统风险所致损失应予剔除的法院也往往采用“相对比例法”或者“酌定比例法”统一确定系列案件的系统风险影响比例，而未考虑个案差异。而对于非系统风险而言，虽然扣除非系统风险所致损失逐步得到司法实践的认可，但部分案例仍以旧规未明确规定、被告未能充分举证证明为由不予支持被告关于非系统风险的抗辩。

近年来，审理法院逐渐开始精细化考量系统风险和非系统风险的致损比例。在笔者代理的全国首例证券虚假陈述示范判决案中，上海金融法院同意了我们针对系统风险扣除比例的鉴定申请，首次委托第三方专业机构对系统风险扣除比例进行核定。并且，经过庭审中有效的质询，法院开创性地采用“同步指数对比法”个案核定系统风险的致损比例，较为精准地核定出了每个投资者受系统风险影响的比例。此后，在笔者代理的浙江某上市公司证券虚假陈述案中，审理法院同意委托上海高金金融研究院进行损失核定，该机构的核定方法被最高人民法院再审裁定认为是“科学精确、覆盖面广、现实可行”。最高人民法院

**经典判例推动新规扩大和细化了损失因果关系的否定情形，
更加符合侵权责任的基本法理。**

《新规理解与适用》也再次对能够同时考量系统风险和非系统风险的损失核定方法予以认可。

在非系统风险方面，在早期我们代理的新疆某上市公司证券虚假陈述案中，审理法院即认可了我们关于非系统风险对投资者损失产生影响的主张，最终以投资者的损失是由系统风险和非系统风险叠加造成为由，判定投资损失与虚假陈述行为没有因果关系。其后，在笔者代理的某上市公司证券虚假陈述案中，湖南高院将上市公司发布利空公告以及投资者在高位买入股票等因素对原告投资者投资损失的影响比例酌定为5%，该案成为全国首例量化非系统风险对投资者损失影响的判决。此外，在笔者代理的深圳某上市公司证券虚假陈述案、重庆某上市公司证券虚假陈述案中，审理法院除委托第三方专业机构进行损失核定、剔除系统风险影响因素外，还分别酌定扣除50%、20%的其他因素造成的投资损失，该等裁判思路对于损失核定机构无法核定非系统风险影响比例的案件，具有借鉴意义。

《新规理解与适用》指出，为了澄清司

法实践部分观点将“系统风险”限缩解释为金融体系危机的不当理解，新规将旧规中的“证券市场系统风险”修改为“证券市场的风险”。并且，新规回应司法实践需求，新增证券市场特定事件的过度反应以及上市公司内外部经营环境等其他因素，扩大和细化了损失因果关系的否定情形。

SECTION 003

就预测性信息的虚假陈述责任认定问题，在旧规制度空白阶段，司法实践在个案中已开启探索，为新规新增“预测性信息安全港”规则积累了宝贵的审判经验

旧规颁布时已经注意到预测性信息与事实性陈述在民事责任认定条件上的不同，但基于前置程序的存在，旧规未对预测性信息作出特别规定。但是，以前置程序作为减少投资者对预测性信息善意披露行为提起不当诉讼的“护城河”，仅是一种临时性举措，最高人民法院在关于旧规的理解与适用中也明确指出，此类案件中仍应对预测性信息不同有所了解，以更准确地

旧规未对预测性信息作出特别规定,但司法实践已在个案中开启探索, 为新规的安全港规则积累经验。

认定被告过错程度及其所应承担的责任。⁵

近年来,上市公司业绩“变脸”频发,越来越多的投资者以业绩快报、预告存在虚假陈述为由起诉索赔,司法实践开始对预测性信息的责任认定标准进行探索。在我们代理的四川某上市公司证券虚假陈述案中,根据我们的抗辩和举证,审理法院判决明确,预测性信息应遵循“合理、谨慎、客观、准确”的原则,是否构成虚假陈述应从是否进行充分警示、预测依据是否明确、充分且合理以及与实际业绩出现较大差异时是否及时修正三方面进行判断,并据此认定案涉预测性信息披露不构成虚假陈述。该案例为构建“预测性信息安全港”制度积累了宝贵的经验。

新规在总结既往司法实践案例的基础上,为鼓励发行人自愿披露信息,防止过重民事责任引发的寒蝉效应,新增“预测性信息安全港”规则,明确预测性信息与实际经营情况存在重大差异的,原则上不构成虚假陈述。

同时,新规也明确了“预测性信息安全港”存在三种除外情形,即预测性信息与实际经营情况存在重大差异时,如果符合三

种除外情形之一,即应认定发行人实施了虚假陈述行为:(1) 相关信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示;(2) 预测性信息的编制基础明显不合理;(3) 预测性信息所依据的前提发生重大变化时未及时履行更正义务。上述规定给予市场明确预期,为信息披露义务人准确把握预测性信息的披露标准提供了参考尺度。

SECTION 004

对于发行人董监高的过错认定问题,司法实践进行积极探索并产生多个经典判例,为新规细化董监高过错认定规则提供了参考方向

关于证券虚假陈述发行人董监高的民事赔偿责任,旧规与《证券法》的规定基本一致,仅笼统规定了“过错推定”的归责原则,即发行人负有责任的董监高人员对发

5. 参见李国光主编,最高人民法院民事审判第二庭编著:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社,2015年9月第2版,第201页。

**司法实践对发行人董监高的过错认定问题展开积极探索，
为新细化董监高过错认定规则提供了参考方向。**



行人给投资者造成的损失承担连带赔偿责任,但有证据证明无过错的,可予免责。

由于该规定未明确董监高“无过错”的具体情形,在早期司法实践中,被行政处罚的董监高关于民事责任免责抗辩的主张极难得到法院支持,法院通常很少对上市公司董监高的主观过错和履职行为进行审查,也很少对董监高是否具有民事上的过错进行详细论证,往往简单根据证券监管部门对董监高作出的行政处罚决定,逕行判决董监高对上市公司的赔偿责任承担连带责任。

近年来,部分法院在个案中开始基于被告关于案涉虚假信息的来源、性质、董监高的知情程度、具体职责、分管范围等因素,判决董监高不承担民事赔偿责任,其中包括笔者团队代理的多起案件。

例如,在我们代理的辽宁某上市公司证券虚假陈述案和江苏某上市公司证券虚假陈述案中,我们针对“重组交易对方提供虚假信息导致上市公司信息披露文件存在虚假记载”这一特点,组织了有针对性的抗辩和举证。沈阳中院和深圳中院在明确民事责任不同于行政责任的基础上,结合案涉虚假信息的来源、性质,根据董事在重大资产重组中的履职要求,详细考察了被诉董事的履职情况,最终均判决认定被处罚的董事不具有民事侵权上的过错,不承担民事赔偿责任。

又如,在我们代理的江苏某上市公司第二次虚假陈述案中,在上市公司自身信息存在虚假陈述的情况下,基于我们的抗辩和举证,深圳中院结合上市公司董监高知情程度、具体职责、分管范围、履职情况、专业背景等方面,判决认定对于不知悉违法行为、不分管案涉领域、不参与经营决策

新规在汲取经典判例经验基础上， 明确了保荐、承销机构尽调工作的过错认定标准。

的部分被行政处罚的董监高，不对上市公司定期报告中的虚假陈述承担民事赔偿责任。

新规在总结既往司法判例的基础上，细化发行人董监高的过错认定规则，明确规定应当根据发行人董监高的工作岗位和职责、在信息披露资料的形成和发布等活动中所起的作用、取得和了解相关信息的渠道、为核验相关信息所采取的措施等实际情况，审查认定发行人董监高等人员是否具有过错，为董监高的免责抗辩指明了方向，体现出在董监高过错认定上更加科学化、合理化、精细化的裁判理念。

SECTION 005

对于保荐、承销机构的过错认定标准，旧规并未明确予以规定。司法实践就此已经展开积极探索。新规在汲取既往判例的经验基础上，明确规定了保荐、承销机构尽职调查工作的过错认定标准，有助于精准厘定保荐、承销机构责任

对于保荐、承销机构的过错认定标准，

旧规并未明确予以规定，仅笼统规定“过错推定”的归责原则，即证券承销商、证券上市推荐人对虚假陈述给投资人造成的损失承担赔偿责任，但有证据证明无过错的，应予免责。

在早期案件中，由于前置程序的存在，在保荐、承销机构被处罚的情况下，法院通常不再考察保荐、承销机构的过错情况，而是一概判令保荐、承销机构承担连带责任。而在前置程序实质性取消后，从近两年的司法实践看，在很多证券虚假陈述案件中，原告都将未被行政处罚的保荐、承销机构列为共同被告。前置程序的取消无疑对法院精细化审理、准确厘定责任提出更高要求。

在笔者代理的某头部券商所涉证券虚假陈述案中，案件的争议焦点是保荐机构对于其持续督导期间上市公司的临时信息披露违法行为是否具有过错。审理法院在查明证券公司在持续督导期间的法定职责后，未认定该证券公司应对发行人临时报告负有尽职调查和审慎核查义务，而是认定该证券公司的职责在于督导和审阅。据此，法院审查了该证券公司举出的持续督导期间勤勉尽责的证据，最终认定该证券

**新规对保荐、承销机构的过错认定标准仅适用于尽调工作，
不应排除其根据具体业务规则抗辩免责。**

公司勤勉尽责、没有过错，彰显出“对看门人坚持过错与责任相一致”的专业化审判理念。

新规切实回应市场呼声和司法实践需求，在第17条通过免责抗辩事由的规定，明确了保荐、承销机构勤勉尽责的基本认定依据，并细化区分保荐、承销机构在特别注意义务和一般注意义务项下不同的履职要求，体现“避免中介机构动辄得咎，稳定市场预期”的“各负其责的法律精神”。

我们注意到，新规第17条第一款规定免责事由适用的情形，是以保荐、承销机构提交“尽职调查工作底稿、尽职调查报告、内部审核意见”等尽职调查证据材料为基础，该规定的适用情形应仅限于保荐、承销机构在发行、上市环节中负有尽职调查义务的情形。但是，该规定并不意味着在任何场合下保荐、承销机构抗辩没有过错都必须满足上述规定，该规定没有也不应排除证券公司可根据个案事项所涉具体业务规则的要求，举证证明自身已勤勉尽责、没有过错。

结语

新规吸纳司法实践经典案例的有益探索，全面重构证券虚假陈述民事赔偿案件的司法认定规范，为资本市场的规范发展提供有利的法律保障。笔者有幸与证券诉讼领域各方主体一道，通过个案共同推动司法解释修订与完善，助力资本市场法治化。我们期待继续参与并见证资本市场的规范、健康发展。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com

|

CHAPTER

02

证券虚假陈述诉讼
年度观察与前瞻

证券虚假陈述诉讼 2021年度观察与前瞻

张保生、周伟、朱媛媛、牛馨雨

核心观点

2021年度我国证券虚假陈述诉讼迎来代表人诉讼落地、司法解释即将修改等诸多重大发展,进入诉讼机制迭代更新、裁判观点不断进步的新阶段。

2021年,我国证券虚假陈述诉讼迎来诸多变化和重大发展,中国首例特别代表人诉讼“康美药业”案正式落地,中国首例人数不确定的普通代表人诉讼“飞乐音响”案判决作出,中国首例实质取消中介机构前置程序的“中安科”案尘埃落定,实施近十九年的虚假陈述司法解释修改稿即将出台,我国证券虚假陈述诉讼进入诉讼机制迭代更新、裁判观点不断进步的新阶段。

笔者作为深耕证券诉讼与证券合规领域多年的从业律师,自2018年起每年推出证券虚假陈述诉讼年度回顾文章。¹基于代理几十家上市公司和中介机构应对证券虚假陈述诉讼的经验和体会,本文总结回顾2021年证券虚假陈述诉讼的整体情况和最新裁判观点,并对今后的发展趋势进行展望,以期帮助相关主体快速、准确、全面地了解证券虚假陈述诉讼的司法现状与最新动向。²

1. 参见“中伦视界”公众号于2019年1月17日发布的微信文章“证券虚假陈述民事诉讼案件2018年度观察与前瞻”,于2020年3月7日发布的微信文章“证券虚假陈述民事诉讼案件2019年度观察与前瞻”,于2021年1月5日发布的微信文章“证券虚假陈述诉讼2020年度观察与前瞻”。

2. 本文仅涉及股票市场的虚假陈述诉讼情况。关于债券市场的虚假陈述诉讼情况,我们将以专文盘点,本文暂不涉及。

2021年度证券虚假陈述诉讼案件数量、索赔规模再创新高， 特别代表人与普通代表人诉讼开启实践。

SECTION 001

2021年度证券虚假陈述诉讼整体情况盘点

(一) 证券虚假陈述诉讼案件数量和索赔规模再创新高

随着前置程序的实质取消和代表人诉讼机制的适用，我国证券虚假陈述诉讼案件数量和索赔规模再创新高。根据公开信息，2021年至少有四十家上市公司被提起证券虚假陈述诉讼，案件数量显著增长。“康美药业”案原告的索赔规模达到48.66亿元，虚假陈述案件索赔规模再创新高。

(二) 首例特别代表人诉讼作出判决，中国式集体诉讼制度正式落地

2021年11月12日，广州中院就“康美药业”案作出一审判决³，标志着我国首例特别代表人诉讼案件正式落地。该案判赔金额24.59亿元，获赔股民5.2万名，创下证券虚假陈述诉讼赔偿金额和获赔人数的历史新高，充分彰显出特别代表人诉讼的威力，大幅提高了证券违法成本，给资本市场参与主体带来巨大震撼。

(三) 人数不确定的普通代表人诉讼在全国多地法院开启全面实践，首例判决已经作出，市场震慑力不容小觑，但案件选定标准、被告范围确定等方面存在法院自由裁量权过大的问题

自新《证券法》确立证券纠纷代表人诉讼制度以来，我国多地法院已采用人数不确定的代表人诉讼制度审理证券纠纷，例如，南京中院审理的“澄星股份”等四案，厦门中院审理的“中创环保”案等，其中上海金融法院审理的“飞乐音响”案已作出一审判决。相比传统的单独诉讼模式，代表人诉讼的索赔人数与索赔金额明显提高，震慑力不容小觑，但也出现案件选定标准不明、选择性列明被告、原告不当申报索赔金额等问题，引发极大争议。

3. 广州市中级人民法院(2020)粤01民初2171号民事判决书。

“示范案件+平行案件”审理方式渐趋普遍,前置程序实质取消,委托专业机构核定损失成为主流做法。

(四)“示范案件+平行案件”的审理方式渐趋普遍,纠纷解决效率明显提高

对于未适用代表人诉讼制度的证券纠纷,越来越多的法院倾向于采用或参照“示范案件+平行案件”机制审理。在该机制下,法院首先选取具有代表性的示范案件先行判决,而后根据示范案件确定的事实和裁判标准对平行案件进行判决或调解,纠纷解决效率显著提高。当然,还有很多法院仍然采用分别立案、集中开庭的传统审理模式,有些法院在参照示范判决机制审理时,仍存在平行案件还需走程序开庭和重复举证的问题。

(五)立案的前置程序已实质取消,未被行政处罚的上市公司、中介机构被提起诉讼的案件数量激增

证券虚假陈述诉讼前置程序已实质取消,被列为被告的上市公司和中介机构仅以原告未提交行政处罚决定或刑事裁判文书为由请求法院不予受理或驳回起诉,难以获得法院支持。例如,在“中航三鑫”等案中,深圳中院、北京金融法院、成都中院均

已突破前置程序立案受理,在“中安科”“保千里”等案中,上海金融法院、深圳中院已判决未被行政处罚的证券服务机构承担赔偿责任。

(六)人民法院委托专业机构对系统风险和非系统风险等因素所致损失进行核定已成为主流做法,投资者损失核定向精细化方向进一步迈进

在被告充分举证的情况下,剔除系统风险等其他因素对投资者造成的损失已经成为各地法院共识。不同于既往司法实践中确定统一剔除比例的做法,委托专业机构进行个案损失核定已成为主流趋势。目前主要的损失核定机构包括中证资本市场法律服务中心有限公司(“**中证法律服务中心**”)、中国证券投资者保护基金有限责任公司(“**投保基金**”)、上海高金金融研究院(“**上高金**”)和深圳价值在线信息科技股份有限公司(“**价值在线**”)。

从实践看,目前中证法律服务中心和投保基金仅能核定系统风险因素所致损失,如何考量和剔除非系统风险所致损失是急需解决的问题。上高金和价值在线可

**发行人实控人、董监高被列为被告的案件增多；
中介机构被诉呈常态化趋势，但责任认定尚不统一。**

以核定系统风险及非系统风险因素所致损失，但两家机构所采用的方法和原理稍有不同。从司法判例看，就投资者损失核定方法问题，各地法院尚未形成统一意见。

(七) 上市公司的实际控制人、董监高被列为共同被告乃至第一被告的案件明显增多，独立董事被判决承担高额的连带赔偿责任，引发市场高度关注

在“抓关键少数”“惩首恶”的政策影响下，上市公司的实际控制人、董监高在越来越多的案件中被列为共同被告甚至第一被告，这在投资者保护机构提起的支持诉讼中体现得尤为明显。中证中小投资者服务中心已启动全国首单投保机构股东代位诉讼，代表上市公司向实际控制人等相关责任人追偿虚假陈述民事赔偿款，“追首恶”目标或将通过股东代位诉讼机制督促实现。

在既往司法实践中，独立董事被判决承担虚假陈述民事赔偿责任尚不多见。“康美药业”案判决相关独立董事承担巨额连带赔偿责任，此后更有多家上市公司公告独立董事辞任信息，引发市场对独立董事

责任边界的高度关注和广泛讨论。

(八) 证券公司、会计师事务所等中介机构被列为共同被告，甚至被单独起诉，已呈现常态化趋势，但中介机构的责任承担形式与责任范围尚不统一

在上市公司业绩低迷、重整退市多发的背景下，基于提高被告整体赔付能力的考虑，证券公司、会计师事务所等中介机构被列为证券虚假陈述诉讼的共同被告，甚至单独被提起诉讼，已呈常态化趋势。在“中安科”案判决未被行政处罚的中介机构承担责任后，⁴越来越多的案件中原告将未受到行政处罚、监管措施或纪律处分的中介机构列为共同被告。从司法判例看，中介机构承担责任的形式与范围并不统一，存在“全额连带”“按比例连带”“按比例补充”多种认定方式。

4.上海市高级人民法院(2020)沪民终666号民事判决书。

涉诉标的类型扩大至资产证券化等多种产品；机构投资者起诉数量增多，多地法院支持其索赔请求。

(九) 证券虚假陈述诉讼涉诉标的类型进一步扩大，已出现对资产证券化产品提起的证券虚假陈述诉讼

在既往司法实践中，提起证券虚假陈述诉讼的原告主要为股票市场和债券市场的投资者。但随着立法对“证券”定义的丰富以及实践中各类投资品种交易的活跃，证券纠纷涵盖的“证券”类型日益丰富。例如，某资产支持证券认购者以基础资产虚假导致其投资损失为由，对原始权益人、专项计划管理人及其他中介机构提起证券虚假陈述诉讼。在该案中，资产支持证券是否属于《证券法（2014）》调整范围、相关中介机构能否越过管理人直接向投资者承担责任及责任边界等问题均存在较大争议，有待司法进一步明确。

(十) 机构投资者起诉数量增多，多地法院支持机构投资者的索赔请求

近年来，基金公司、信托公司、资产管理公司等专业机构投资者越来越多地出现在投资者索赔大军中。在“银广夏”“东方电子”案等早期司法判例中，法院倾向于认定机构投资者因其专业能力负有更高的审慎

注意义务，如其无法证明在投资前严格履行投资决策程序并进行审慎分析，则被驳回诉讼请求。⁵但从近期司法判例看，广州中院、上海金融法院、长沙中院、贵州高院、济南中院等多地法院在个案中支持了机构投资者的索赔请求。

SECTION 002

2021年度证券虚假陈述诉讼争点聚焦

(一) 在前置程序被实质取消的背景下，法院更加重视对虚假陈述行为是否具有“重大性”、与投资者的投资决策是否具有因果关系的审查

在缺乏行政处罚和刑事裁判的情况下，虚假陈述行为往往成为案件首要争议焦点，审理法院会对虚假陈述行为是否具有“重大性”、与投资者的投资决策是否具有因果关系进行审查。例如，深圳中院在

5. 宁夏回族自治区高级人民法院（2007）宁民商终字第74号判决书、青岛市中级人民法院（2004）青民三初字第227号民事判决书。

前置程序取消后,重大性、交易因果关系成为审查重点, 立案调查公告日更易被认定为揭露日。

“中航三鑫”案中判决认为,中航三鑫被采取行政监管措施的递延所得税资产确认等问题所涉金额占总体资产比例较小,不属于对“重大事件”的虚假陈述;⁶上海高院在“界龙实业”案中判决认为,界龙实业未披露第一大股东借用两自然人证券账户持股的行为未对投资者投资决策产生实质影响;⁷上海金融法院在“绿庭投资”案中判决认为,绿庭投资未披露借款和投资进展不构成隐瞒“重大利空消息”,且绿庭投资股价未受影响,进而驳回原告诉讼请求。⁸

(二)《九民会议纪要》确立的“非镜像原则”使得立案调查公告日更易被认定为揭露日,但立案调查公告日并非必然构成虚假陈述揭露日,在个案中审理法院仍根据“首次性”“相关性”“广泛性”等要素进行考察并认定揭露日

《全国法院民商事审判工作会议纪要》确立的“非镜像原则”使得立案调查公告日更易被认定为揭露日,但揭露日之争并非就此盖棺定论。一方面,立案调查公告日并非必然是最早揭露虚假陈述的日期,且往

往披露内容模糊,揭露不充分;另一方面,由于上市公司被立案调查本身即属于重大利空消息,立案调查公告后的股价下跌不能当然证明市场对虚假陈述事项产生明显反应。因此,就揭露日的认定,还需回归虚假陈述揭露日的本质,结合“首次性”“相关性”“广泛性”等要素在个案中进行具体认定。广州中院在“康美药业”案、河北高院在“科融环境”案中即通过考察揭露内容的相关性、揭露行为的广泛性及市场反应等因素,认定立案调查公告日之前的媒体报道日为虚假陈述揭露日。⁹

(三)投资者在揭露日前投资风险已不断揭示的情况下仍然买入,可能被认定构成“自甘风险”的行为,进而被认定投资决策及投资损失与虚假陈述之间不存在因果关系

在既往司法实践中,投资者在揭露日

6.深圳中级人民法院(2019)粤03民初2031号民事判决书。

7.上海金融法院(2018)沪74民初766号民事判决书、上海市高级人民法院(2020)沪民终192号民事判决书。

8.上海金融法院(2019)沪74民初3490号民事判决书。

9.广州市中级人民法院(2020)粤01民初2171号民事判决书、

河北省高级人民法院(2021)冀民终364号民事判决书。

**投资者在风险揭示后的买入可能会被认定不具有因果关系；
扣除非系统风险所致损失逐步得到司法实践认可。**

后仍然买入诉争股票可能被认定其投资决策未受虚假陈述影响。¹⁰而根据近期的司法判例，即使投资者系于揭露日前买入股票，如果此前相关投资风险已经陆续揭示，法院亦可能认定投资者属于“自甘冒险”行为，从而切断或部分切断因果关系。例如，上海金融法院在“上海岩石”案中判决认为，在揭露日前市场已对上海岩石“三无式转型”提出质疑，原告对此视而不见，属于非理性投资行为，最终判决其自行承担投资损失的50%。¹¹在“康美药业”案中，有投资者就2018年年报虚假陈述单独提起诉讼，广州中院判决认为，在该原告买入康美药业股票前，已有大量媒体质疑康美药业财务真实性，康美药业已被立案调查、监管问询，且被出具保留意见审计报告，原告在此情况下仍买入康美药业股票属于“自甘风险”的投资行为，其投资损失与虚假陈述之间不具有因果关系。¹²

(四) 扣除“非系统风险”所致损失逐步得到司法实践的认可，已有多个司法判例在系统风险核定结果基础上酌定扣除“非系统风险”影响比例

随着各地法院对证券虚假陈述纠纷认识的深入，越来越多的法院认可并剔除上市公司经营不善等非系统风险因素所致损失。例如，金华中院在某案中判决认定公司营业收入、净利润大幅降低、重组失败等重大利空消息对投资者损失的影响比例为5%。¹³颇值得关注的是，在深圳中院审理的“联建光电”案中，深圳中院在委托中证法律服务中心进行损失核定、剔除系统风险影响因素的结果基础上，进一步酌定扣除50%的其他因素造成的投资损失。¹⁴对于损失核定机构无法核定非系统风险影响比例的案件，该判例无疑具有借鉴意义。

10. 参见最高人民法院(2016)最高法民申502号再审裁定书即“宝安鸿基”案、广东省高级人民法院(2018)粤民终1414号民事判决书即“珠海中富”案、北京市第二中级人民法院(2018)京02民初264号民事判决书即“中水渔业”案、北京市第一中级人民法院(2009)一中民初字第5795号民事判决书即“大唐电信”案、贵州省高级人民法院(2012)黔高民商终字第3号民事判决书即“国创能源”案。

11. 上海金融法院(2018)沪74民初721号民事判决书。

12. 广州市中级人民法院(2021)粤01民初726号民事判决书。

13. 金华市中级人民法院(2020)浙07民初112号民事判决书。

14. 深圳市中级人民法院(2019)粤03民初2196号民事判决书。

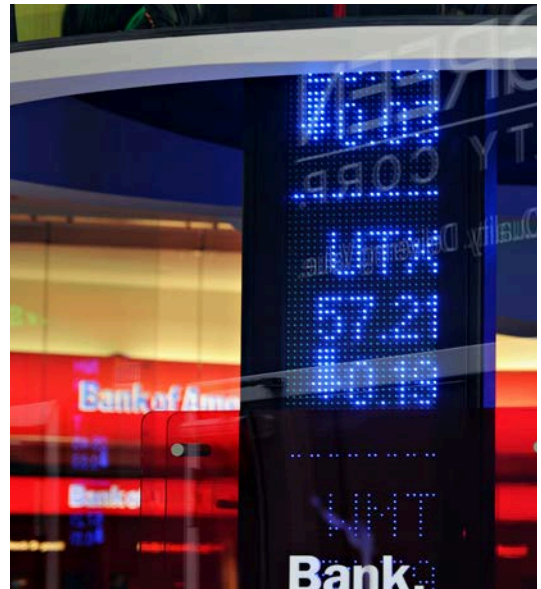
**已有案例区分上市公司董监高的行政责任与民事责任，
根据履职情况判决免除被罚董监高的民事责任。**

(五) 上市公司董监高被行政处罚并不必然承担民事赔偿责任，已有案例根据董监高具体履职情况判决免除被行政处罚的董监高的民事赔偿责任

在早期司法实践中，法院往往判决被处罚的董监高就上市公司的全部赔偿责任承担连带责任。南京中院在“协鑫集成”案、“海润光伏”案中曾综合考量独立董事的身份角色、主观状态、职责相关性、专业知识背景、获益金额等因素，认定独立董事在上市公司赔偿金额10%范围内承担补充赔偿责任。¹⁵

近年来，越来越多法院关注到董监高的信息披露违法行政责任和虚假陈述民事赔偿责任认定标准不同，在民事诉讼程序中对董监高的民事责任进行独立审查认定。沈阳中院在“鞍重股份”案¹⁶、深圳中院在“保千里”案¹⁷中均认定在并购重组交易对方造假的情况下，作为被骗方上市公司的董监高已经勤勉尽职，不承担民事赔偿责任。

2021年深圳中院在“保千里”第二次虚假陈述纠纷案的判决中，结合董监高知



情程度、具体职责、分管范围、履职情况、专业背景等方面，认定不知悉违法行为、不分管案涉领域、不参与经营决策的部分被行政处罚的董监高不对上市公司定期报告虚假陈述承担民事赔偿责任。¹⁸这是我国首例针对上市公司自身信息的虚假陈述判决免除被罚董监高民事责任的案

15. 南京市中级人民法院 (2016) 苏01民初2066号民事判决书、(2016) 苏01民初539号民事判决书。

16. 沈阳市中级人民法院 (2017) 辽01民初418号民事判决书。

17. 深圳市中级人民法院 (2018) 粤03民初2493号民事判决书。

18. 深圳市中级人民法院 (2020) 粤03民初3225号民事判决书。

**根据中介机构过错程度判令承担比例责任成为司法裁判主流做法，
券商持续督导义务边界引发争议。**

例，具有突破意义。

(六) 对于中介机构的责任范围认定问题，根据中介机构的过错程度判令承担相应比例的连带责任，逐步成为当前司法裁判主流做法

厘清责任边界是促进中介机构归位尽责的应有之义。从司法实践看，审理法院已开始根据不同中介机构注意义务的标准判断其过错程度和责任范围，而非一概认定对上市公司的赔偿责任承担全额连带责任。例如，上海高院在“中安科”案中即基于各证券服务机构“各负其责、各尽其责”的原则，综合各中介机构过错程度以及与投资者损失之间的原因力等因素，判决认定独立财务顾问和审计机构分别在25%和15%的范围内承担连带赔偿责任。在另一案中，江苏高院认为证券服务机构责任应限于各自专业领域、区分故意、过失等不同过错程度，结合案中中介机构工作职责、过错程度与所涉报告对投资者的影响力，酌定审计机构、独立财务顾问分别在30%、20%范围内承担连带责任。¹⁹

(七) 保荐人、独立财务顾问的持续督导义务成为新的争议焦点问题，已有判决明确认定持续督导义务有别于上市或重组期间的尽职调查义务

近年来，投资者往往会基于上市公司的虚假陈述发生于持续督导期间，而将券商列为共同被告，由此引发理论界和实务界对持续督导义务和责任的关注。持续督导义务与推荐上市阶段、并购重组期间的尽职调查义务存在本质不同。湖南高院在“尔康制药”案中判决认为，保荐人在持续督导期间对于上市公司上市以后的定期报告不负有核查或保证义务，最高院再审裁定进一步认为，持续督导报告不包括任何股票投资价值信息，正常的投资者没有理由依据持续督导报告而进行投资，从而判决驳回投资者对案涉证券公司的诉讼请求。²⁰

19. 江苏省高级人民法院(2021)苏民终563号民事判决书。

20. 湖南省高级人民法院(2020)湘民终262-264号民事判决书、最高人民法院(2020)最高法民申6803号民事裁定书。

预测性信息的虚假陈述责任认定已开启实践探索。
代表人诉讼将日益常态化。

(八) 预测性信息的虚假陈述责任认定标准问题, 已开启实践探索

关于预测性信息导致的虚假陈述民事赔偿责任问题, 虚假陈述司法解释并未作出特别规定, 司法实践由于缺少相关案例亦未能发挥拾遗补缺的功能。2021年, 深圳中院审理的“中航三鑫”案²¹和成都中院审理的某案²²首次通过司法判决确立了预测性信息构成虚假陈述的认定标准, 具有里程碑意义。

深圳中院在“中航三鑫”案中判决认为, 应从上市公司是否有意通过虚假预测信息误导投资者和在披露预测性信息时是否作出不确定性的警示性提示两方面进行综合判断。成都中院审理的某案判决进一步明确, 预测性信息不适用“真实、准确、完整”的判断标准, 而应遵循“合理、谨慎、客观、准确”的原则, 是否构成虚假陈述应从是否进行充分警示、预测依据是否明确、充分且合理、与实际业绩出现较大差异时是否及时修正三方面进行判断, 最终认定被纪律处分的业绩预告问题不构成虚假陈述, 进而驳回原告诉讼请求。

SECTION 003

证券虚假陈述诉讼发展趋势前瞻

(一) 代表人诉讼将日益常态化, 但特别代表人诉讼的发起仍较为慎重, “明示加入”的普通代表人诉讼选定标准尚付阙如、亟需明确

中国证监会多次提出将“积极推进代表人诉讼常态化”,²³中证中小投资者服务中心亦明确表示“推进代表人诉讼常态化工作”,²⁴可以预见, 代表人诉讼机制的适

21. 深圳市中级人民法院(2019)粤03民初2031号民事判决书。

22. 成都市中级人民法院(2021)川01民初5152号民事判决书。

23. 中国证监会官网:“守初心 担使命 办实事 推动资本市场投资者保护工作再上新台阶——阎庆民副主席在2021年‘5.15全国投资者保护宣传日’活动上的讲话”:

网址: <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c8bc66c904aa14e8c81b8207b56365189/content.shtml>; 中国证监会官网:“加强投资者保护, 筑牢注册制改革之基——王建军副主席在国际金融论坛第十八届全球年会上的演讲”:

网址: <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1605825/content.shtml>。

24. 中证中小投资者服务中心官网:“投服中心首单特别代表人诉讼一审判决答投资者问”, 网址: <http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20211117/4223.html>。

中介机构涉诉风险极大增加;重组交易对方、帮助造假者的涉诉案件增多,责任边界仍有待厘清。

用将日益常态化,但特别代表人诉讼的发起仍将较为慎重。

当前,人数不确定的代表人诉讼案件的选定标准欠缺明确规则,可能导致案件选定的随意和不公平,未来应尽快制定相关选定机制和标准,可以考虑引入专家评估机制、坚持前置程序、以典型重大、具有示范意义为标准。而且,此类案件共同被告的确定程序和标准仍需完善,法院应对共同被告范围进行审查,不宜仅根据首批提起诉讼的原告的选择来确定人数不确定代表人诉讼的被告范围。

(二)对中介机构的起诉已成燎原之势,中介机构的责任范围和承担方式有待于进一步精细化、合理化认定

现阶段法院判决中介机构承担责任的形式与范围尚不统一,例如“中安科”案一审判决独立财务顾问与审计机构承担全额连带责任、二审改判承担部分连带责任,²⁵“华泽钴镍”案一审判决证券公司与审计机构承担部分连带责任、二审改判承担全额连带责任,²⁶“保千里”案判决中介机构在一定范围内承担补充赔偿责任。²⁷司法实



践应根据不同中介机构的服务范围、注意义务、履职情况、过错程度及原因力大小,对中介机构的责任进行更加精细化、合理化的认定,从而对整个资本市场的健康运转和中介机构行业生态产生积极、正向的影响。

25. 上海金融法院、上海市高级人民法院(2019)沪74民初1049号民事判决书、(2020)沪民终666号民事判决书。

26. 成都市中级人民法院(2019)川01民初1626号民事判决书、四川省高级人民法院(2020)川民终293号民事判决书。

27. 深圳市中级人民法院(2020)粤03民初4119号等民事判决书。

**实际控制人、董监高在虚假陈述案件中被追责概率提高，
但责任认定比例将更加精细化。**

(三) 并购重组交易对方等实际造假方、帮助造假方涉诉案件增多，实际造假方、帮助造假方与上市公司的责任边界有待厘清

近年来，因重组交易对方、收购人等外部第三方提供虚假信息导致上市公司信息披露文件存在虚假记载的案件屡见不鲜。如果不论上市公司主观状态、第三方违法手段，一味要求作为受害者的上市公司承担对投资者的民事赔偿责任，不免有违公平原则。目前监管部门已经开始注意区分责任主体认定行政责任，²⁸但在虚假陈述民事赔偿案件中，还有待司法审判的科学认定及合理划分。

尽管现行司法解释对虚假陈述纠纷被告的兜底性规定为“作出虚假陈述的行为人”，但在“康得新”案中，已有投资者将并未对外作出虚假陈述、仅在部分环节涉嫌向发行人提供帮助的主体列为共同被告。美国联邦最高法院曾通过“丹佛中央银行案”明确1934年《证券交易法》10(b)及规则10b-5仅适用于主要责任人，不适用于“帮助者”和“教唆者”，²⁹我们也期待修订后的司法解释能够对帮助造假方的责任予

以明确。

(四) 实际控制人、董监高在上市公司虚假陈述案件中被追责概率将进一步提高，但责任比例认定将更加精细化

随着“追首恶”理念的深入以及上市公司退市、破产情形的增加，实际控制人、董监高在虚假陈述诉讼中被追责甚至被列为第一被告的案件将进一步增多。在提升实际控制人、董监高违法成本的同时，也应注意责任认定的公平性。“康美药业”案尽管已根据董监高职责分工、参与程度等进行责任区分，仅判决独立董事承担5%或10%的连带责任，但由于赔付总额过亿仍引发市场震动和热议。董监高的责任范围应当根据其职责范围、收益情况等方面进行更精细化、合理化的认定。

28. 中国证监会[2021]2号行政处罚决定书、中国证监会广东监管局[2021]7号行政处罚决定书、中国证监会四川监管局[2020]2号行政处罚决定书。

29. Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A., 511 U.S. 164 (1994).

**剔除非系统风险所致损失亟需明确规则依据；
新证券法长臂管辖条款使境外虚假陈述可能引发境内诉讼。**

(五)“非系统风险因素”亟需明确规则依据,司法实践也有待进一步探索精准量化新思路

根据侵权责任因果关系规则和虚假陈述司法解释的规定,因非系统风险因素给投资者造成的损失,显然并非虚假陈述所致,不应由虚假陈述行为人承担赔偿责任,这在法律规则和逻辑上应无争议,也已被越来越多的司法裁判所认可。但仍有部分法院对此持较为保守的裁判思路,例如“康美药业”案一审判决简单地以没有法律依据和事实依据为由不予支持被告关于非系统风险的主张,实属遗憾。在司法解释修订时应当进一步明确扣除非系统风险因素所致损失,为司法审判提供更加清晰的规则指引,司法实践可结合金融工程学等专业知识,积极探索精准量化非系统风险所致损失的最优解。

(六)新《证券法》新增长臂管辖条款,境外虚假陈述或将引发境内诉讼

新《证券法》增设了“长臂管辖权”条款,明确规定在我国境外的证券发行和交易活动,扰乱境内市场秩序,损害境内投资

者合法权益的,依照该法规定处理并追究法律责任。最高院进一步发布规定明确境内投资者以发生在境外的证券发行和交易活动损害其合法权益为由,有权向上海金融法院或北京金融法院提起诉讼。目前已有因在美国纳斯达克市场的虚假陈述,投资者向厦门中院、北京金融法院、上海金融法院提起虚假陈述诉讼的案例。因境外虚假陈述引发的境内诉讼,关于起诉条件、管辖标准、准据法适用、主体适格性、与境外程序的协调以及实体问题的认定,有待于具体的细化规定。

(七)证券虚假陈述司法解释修订稿正式发布在即,将回应既往司法实践中产生的各类问题,为我国证券诉讼审理打开新局面

自2003年开始施行至今的现行虚假陈述司法解释已无法回应目前司法实践中存在的各类新的争议问题,目前最高院已开始着手修订,并向各地法院征求意见,将在近期完成修订、发布正式规定。预计修订后的虚假陈述司法解释会对前置程序、交易因果关系、非系统风险等问题进行明确,

**证券虚假陈述司法解释修订稿正式发布在即，
将对司法实践中各类争议问题作出回应。**

并就第三方责任、中介机构及上市公司内部人责任认定与免责抗辩等问题填补空白，必将对我国证券虚假陈述纠纷的审理产生极为重要而深远的影响。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

债券虚假陈述诉讼 2021年度观察与前瞻

张保生、周伟、李瑞轩、牛馨雨

核心观点

我国债券虚假陈述诉讼在2021年迎来爆发式增长,涉及多种债券类型的案件数量和索赔金额大幅上升,引发市场高度关注。

随着2020年《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(下称“《**债券座谈会纪要**》”)取消前置程序、明确债券纠纷审理规则,我国债券虚假陈述诉讼在2021年迎来爆发式增长,不仅诉讼案件数量和索赔金额大幅上升,而且诉讼涉及的债券类型包括公司债券、企业债券和银行间市场债券,被告范围也从发行人扩大到相关中介机构¹及其他责任主体。2021年9月,中国首例债券虚假陈述代表人诉讼“五洋债”案终审判决作出,引发市场高度关注。可以说,我国债券虚假陈述诉讼在2021年达到了一个前所未有的热度。

笔者作为在证券诉讼与证券合规领域深耕多年的从业律师,自2018年起每年推出证券虚假陈述诉讼年度回顾及前瞻文章。²针对债券虚假陈述诉讼激增、热点问题频现的新变化,结合代理此类案件的经验和体会,我们对2021年债券虚假陈述诉讼的整体情况和最新裁判观点进行梳理,并对今后的发展趋势进行展望,以期帮助相关主体快速、准确、全面地了解债券虚假陈述诉讼的司法现状与最新动向。

1.本文“中介机构”是指保荐人、承销机构、并购重组业务的财务顾问机构等证券经营机构,以及会计师事务所、律师事务所、资信评级机构、资产评估机构、财务顾问等证券服务机构。

2.参见“中伦视界”公众号于2019年1月17日发布的微信文章“证券虚假陈述民事诉讼案件2018年度观察与前瞻”,于2020年3月7日发布的微信文章“证券虚假陈述民事诉讼案件2019年度观察与前瞻”,于2021年1月5日发布的微信文章“证券虚假陈述诉讼2020年度观察与前瞻”,于2021年12月30日发布的微信文章“证券虚假陈述诉讼2021年度观察与前瞻”。

**债券虚假陈述诉讼迎来爆发式增长，
首例代表人诉讼“五洋债”案作出终审判决，引发市场热议。**

SECTION 001

2021年度债券虚假陈述诉讼整体情况盘点

(一) 债券虚假陈述诉讼迎来爆发式增长，债券虚假陈述诉讼的司法实践进入全新时代

2003年开始实施的证券虚假陈述司法解释³系以股票市场诱多型虚假陈述为蓝本制定。多年来，我国的证券虚假陈述诉讼主要集中于股票市场，债券市场虚假陈述诉讼的实践基本处于空白状态。直到2017年，江苏高院就“超日债”案作出终审判决⁴，开启了债券虚假陈述诉讼的司法实践。但因“超日债”案是根据证券虚假陈述司法解释规定的赔偿原则进行裁判，也未涉及中介服务机构，未引起过多关注。2020年以来，我国债券虚假陈述纠纷迎来爆发式增长，首例债券虚假陈述代表人诉讼“五洋债”案作出终审判决⁵，山东高院审理的“鸿润债”案⁶、吉林高院审理的“吉粮债”案⁷、广州中院审理的“海印转债”案⁸、北京三中院审理的某银行间债务融资工具案、北京二中院审理的某公司债券案陆续

作出判决。2021年，还有其他大批债券虚假陈述诉讼案件在各地法院提起诉讼，债券虚假陈述诉讼进入全新发展时代。

(二) 首例债券虚假陈述代表人诉讼作出终审判决，案涉诸多法律争点问题引发市场热议，并将对今后此类案件产生深远影响

2021年9月，全国首例债券虚假陈述代表人诉讼“五洋债”案件二审落槌。该案实质取消前置程序，在认定发行人应对投资者债券本息损失承担赔偿责任的基础上，判令案涉中介机构承担全部或部分连带责任。该案无疑对债券虚假陈述行为人起到强烈震慑作用，彰显保护中小投资者权益、压实中介机构责任的司法政策导

3.《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》。

4.江苏省高级人民法院(2017)苏民终1172号民事判决书。

5.杭州市中级人民法院(2020)浙01民初1691号民事判决书、浙江省高级人民法院(2021)浙民终389号民事判决书。

6.山东省高级人民法院(2020)鲁民终2712号民事判决书。

7.吉林省高级人民法院(2019)吉民终458号民事判决书。

8.广州市中级人民法院(2020)粤01民初14号民事判决书。

债券虚假陈述诉讼已涵盖多种债券类型，法律适用是重要争点； 前置程序取消后大量中介机构被诉。

向，大大激发投资者的维权热情。但是，该判决也反映出债券虚假陈述民事责任与债券违约责任边界模糊，似有让中介机构为发行人承担“担保”责任之嫌的问题，引发市场高度关注和深度讨论，无疑将对今后债券虚假陈述诉讼产生极其深远的影响。

（三）债券虚假陈述诉讼已涵盖公司债券、企业债券、银行间债券市场债务融资工具等多个债券类型，法律适用问题成为很多案件的争点和难点之一

《债券座谈会纪要》适用于公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具等多类债券引发的纠纷，⁹司法实践中已涌现出针对各类债券产品的虚假陈述诉讼。例如，“超日债”“五洋债”“海印转债”案涉及公开发行的公司债券，“鸿润债”“吉粮债”案涉及中小企业私募债券，“大连机床”¹⁰案涉及银行间债券市场非金融企业债务融资工具。因不同类型债券的发行主体、发行条件、认购对象、交易规则、主管部门等均不相同，法律适用问题成为审理难点。特别是银行间债券市场因其主管单

位、上位法、交易机制等均不同于公司债，是否应当属于《证券法》规制范围，成为这类案件的争议焦点之一。

（四）债券虚假陈述诉讼前置程序实质取消，大量未被行政处罚的发行人、中介机构被提起债券虚假陈述诉讼

《债券座谈会纪要》明确规定取消前置程序，“五洋债”案判决未被行政处罚的中介机构承担责任，标志着债券虚假陈述诉讼的前置程序要求已实质取消。由此，部分投资者以行政监管措施、纪律处分决定、新闻媒体质疑文章等初步证据提起债券虚假陈述诉讼。其中，也不乏有投资者在没有初步证据证明虚假陈述事实的情况下，仅凭质疑、猜测即提起债券虚假陈

9.《债券座谈会纪要》开篇规定：“为正确审理因公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具的发行和交易所引发的合同、侵权和破产民事案件，统一法律适用……就案件审理中的主要问题取得了一致意见”；第2条规定：“人民法院在审理此类案件中，要根据法律和行政法规规定的基本原理，对具有还本付息这一共同属性的公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具适用相同的法律标准。”

10.北京金融法院（2021）京74民初1号民事裁定书。

**中介机构成为首要被追责主体,北京金融法院成为热门管辖法院;
尚无案例独立认定虚假陈述行为。**

述诉讼,如何避免债券虚假陈述诉讼的滥诉之殇亟需考量。

(五) 中介机构往往被列为债券虚假陈述纠纷的共同被告,甚至被单独提起诉讼,中介机构成为投资者首选的实际承担赔偿责任的目标主体

不同于股票市场虚假陈述诉讼,债券虚假陈述诉讼绝大多数因债券违约引发,发行人往往丧失偿付能力,投资者将债券承销商、会计师事务所、评级机构、律师事务所等中介机构列为共同被告成为惯常做法。在有些案件中,原告甚至仅起诉中介机构,中介机构成为了债券虚假陈述诉讼中投资者首选的实际承担赔偿责任的目标主体。

(六) 北京金融法院成为很多债券投资者首选的管辖法院

2021年3月18日北京金融法院正式揭牌成立,受理首案即“大连机床”债券虚假陈述诉讼案。债券虚假陈述诉讼的发行人通常已无偿付能力,投资者主要的诉讼对象是中介机构。北京是众多中介机构的

注册地和总部所在地,¹¹北京金融法院已成为投资者提起债券虚假陈述诉讼的首选管辖法院。如果裁判规则对被告范围不作限制或不对追加发行人为共同被告作强制规定,则北京金融法院将可能成为债券虚假陈述诉讼案件的主要审理法院。

SECTION 002

2021年度债券虚假陈述诉讼争点聚焦

(一) 对于发行人是否存在债券虚假陈述行为,法院目前均是以证券监管机关认定意见或生效刑事裁判文书作为主要认定依据,尚没有法院独立认定发行人构成虚假陈述的案例

虽然前置程序已不是此类案件的立案受理条件,但在判决认定发行人存在虚

11. 据报道,北京作为国家金融管理中心,是国家金融管理部门、大型金融机构和重要金融基础设施所在地,总部级法人金融机构突破900家,金融资产总量占全国一半。见“北京总部级法人金融机构突破900家 金融资产总量占全国一半”,载北青网<http://t.yinet.cn/baijia/30335544.html>。

当前判例未对债券虚假陈述行为的“重大性”给予应有重视，“揭露日”的认定也未成为核心争点。

假陈述行为时，法院均以证券监管机关认定意见或者生效刑事裁判文书作为主要认定依据。目前，尚没有在缺乏证券监管机关决定或生效刑事裁判文书情况下，法院在司法程序中独立审查认定发行人构成虚假陈述的案例，体现出法院在实体审理层面对于虚假陈述行为的认定仍持较为审慎的态度。例如，在“五洋债”“超日债”“海印转债”等案件中，发行人均因虚假陈述受到了证券监管机构的行政处罚；在北京三中院审理的某银行间债务融资工具案中，发行人被银行间市场交易商协会自律处分；在“吉粮债”“鸿润债”等案件中，有生效刑事裁判文书认定发行人存在虚假陈述。

(二) 当前的判例对于债券虚假陈述的“重大性”问题没有给予应有的重视，且当发行人涉及多个虚假陈述行为时，判例往往没有单独区分考量每个虚假陈述行为的“重大性”

根据《债券座谈会纪要》的规定，债券虚假陈述行为的重大性是指发行人财务业务信息等与其偿付能力相关的重要内

容存在虚假陈述。从司法判例来看，法院在案件裁判时对债券虚假陈述的“重大性”问题关注不足。在绝大多数案例中，法院并没有将“重大性”问题作为争议焦点，也没有对虚假陈述的“重大性”进行分析和评述。仅在个别案件中，对重大性问题有所考量，比如“五洋债”案中，法院对五洲房地产项目问题的重大性进行了评判，认为该项目金额占比较高，属于可能影响发债条件、偿债能力的重大事项，值得肯定。此外，在发行人存在多个虚假陈述行为，而中介机构仅与个别虚假陈述事项有关的情况下，判例往往从发行人所涉虚假陈述行为的整体对“重大性”问题进行认定，而对中介机构具体涉及的虚假陈述行为是否具备重大性的单独考量不够。

(三) “揭露日”的认定往往未成为债券虚假陈述纠纷的最核心争议焦点，有些判例甚至未明确认定揭露日。但是，在这类案件中，揭露日的审查认定仍为必要和重要

在股票虚假陈述诉讼中，虚假陈述揭露日通常都是案件的核心争议焦点之一。

部分判例判决中介机构赔偿债券本息损失而非实际的投资差额损失，或有违“损害填平”原则。

但在债券虚假陈述纠纷中，揭露日的认定往往未被作为核心争议焦点。在“鸿润债”“吉粮债”以及北京法院审理的部分案件中，均未明确认定揭露日。但是，对于曾在二级市场交易债券的投资者以及以非公开方式交易债券的投资者是否具有索赔资格问题，揭露日的认定仍具有重要意义。一方面，如果投资者买入债券的时间晚于揭露日，则不具有索赔资格；另一方面，如果投资者卖出债券的时间早于揭露日，也不具有索赔资格。揭露日的认定在债券虚假陈述诉讼案件中仍具有重要意义。

(四) 部分判例判决中介机构赔偿投资者的债券本息损失，而非投资差额损失或实际损失，或有违侵权法的“损害填平”原则

债券虚假陈述纠纷本质是一种特殊的侵权责任纠纷，被告对原告损失的赔偿范围应遵循侵权法的“损害填平”原则，应以虚假陈述行为给原告造成的实际损失为限。在“超日债”和“海印转债”案件中，法院均是判决被告赔偿原告投资差额损失¹²，比较科学合理。但是，在“五洋债”“鸿



润债”“吉粮债”等判决中，法院一概判决中介机构对投资者的债券本息损失承担连带责任，甚至对于在二级市场低价买入的投资者，也没有具体考虑原告实际买入债券的成本低于债券票面金额的情况，存在赔偿范围超出投资者实际损失的问题。由于发行人负有兑付债券本息的合同责任，法院判令债券发行人在虚假陈述案件中承担全额债券本息赔偿责任，不会造成对发行人的实质不公。但是，对于仅需承

12. 江苏省高级人民法院(2017)苏民终1172号民事判决书、广州市中级人民法院(2020)粤01民初14号民事判决书。

判例普遍推定适用交易因果关系,但债券市场,尤其是机构投资者,能否适用“推定信赖”有待商榷。

担虚假陈述侵权责任的中介机构等其他被告而言,简单粗暴地认定中介机构对投资者的债券本息损失承担责任,笔者认为,或有违侵权法的“损害填平”原则,精准量化投资者因虚假陈述侵权行为导致的实际损失,确有必要。

(五) 目前的判例在债券虚假陈述诉讼中普遍采用“推定信赖”原则认定交易因果关系。但是,债券市场能否适用“欺诈市场理论”有待商榷,尤其对于专业机构投资者更不宜简单适用“推定信赖”原则

2003年虚假陈述司法解释以股票市场为模型,基于“欺诈市场理论”确定了因果关系的“推定信赖”原则。目前的司法实践中,法院在债券虚假陈述诉讼中也采用了“推定信赖”原则认定交易因果关系,甚至在原告是专业机构投资者时,也未认定原告应对交易因果关系承担举证责任,值得商榷。

“欺诈市场理论”下的“推定信赖”原则系以“有效市场假设”为前提,旨在解决“非面对面”交易模式下普通投资者难以

就因果关系进行举证等问题。但是笔者认为,我国的债券市场并不具备适用“欺诈市场理论”的条件。一方面,我国公开发行的公司债市场交易尚不活跃,难以达到“有效市场”标准,银行间债券市场采用询价和交易员撮合的交易模式,非公开发行的公司债市场仅限特定投资者,交易更不活跃,明显不满足“推定信赖”原则的适用前提。另一方面,非公开发行市场的投资者认购债券时,不是“非面对面”交易,而是与发行人进行的“面对面”交易,亦不具备适用“推定信赖原则”的前提。

应该考虑到,债券市场的专业机构投资者不仅具有较强的专业分析研究能力、风险识别和承担能力,而且负有审慎决策的法定或约定义务。在股票市场虚假陈述诉讼中,“银广夏”“东方电子”“祥源文化”“恒基股份”等大量判例均认定机构投资者不能适用推定信赖原则。债券市场对于专业机构投资者的尽职调查、审慎决策提出更高要求,更不应简单适用“推定信赖原则”认定交易因果关系。

债券虚假陈述诉讼中扣除系统风险、非系统风险所致损失 尚未得到普遍认可,也未形成损失核定方法。

(六) 在债券虚假陈述诉讼中,扣除系统风险和非系统风险因素导致的损失,尚未得到司法判例的普遍认可,目前也没有形成适用于债券市场的损失核定方法

在股票虚假陈述纠纷中,扣除系统风险导致的损失已被司法实践普遍接受,剔除非系统风险因素导致的损失也逐步形成有效实践探索。虽然《债券座谈会纪要》明确规定因虚假陈述以外的其他因素造成的投资者损失不应赔偿,但在债券虚假陈述纠纷中,扣除系统风险和非系统风险因素导致的损失,尚未得到司法判例的普遍认可。目前也没有形成能够对债券市场系统风险和非系统风险进行损失核定的具体方法。但我们也欣喜地看到,在北京二中院审理的某案中,法院综合考量了“债券投资自身风险、宏观经济风险、行业风险及发行人实际经营状况等因素”,酌定上述因素造成的投资者的损失,并予以剔除。

债券持有人的本息损失主要是由于发行人丧失偿付能力导致,发行人的偿付能力受宏观经济水平、金融调控政策、行

业发展状况等系统风险因素以及发行人经营不善、收入下滑等非系统风险因素的影响更为突出。在债券虚假陈述纠纷中,依法认定并扣除系统风险和非系统风险导致的损失,十分合理和必要。

(七) 对于中介机构的责任认定,法院已开始摒弃一刀切的全部连带责任认定方式,但是对于中介机构是否一概适用“过错推定”归责原则,以及对投资者损失原因力的细化考量,总体而言仍显不足,或不当加重中介机构责任

关于中介机构的责任形式,法院已开始摒弃一刀切的全部连带责任认定方式。在“五洋债”等案件中,法院根据中介机构过错程度,确定中介机构承担一定比例的连带赔偿责任,而非全额连带责任。但从既有判例看,中介机构被判承担全额连带责任仍是主流。例如,在“五洋债”“吉粮

法院对中介机构过错与原因力的考量仍显不足； 发行文件中的仲裁条款对中介机构的约束力存在争议。

债”¹³“鸿润债”等案件中，有关主要中介机构均被判令承担全额连带责任。

对于中介机构是否应一概适用“过错推定”归责原则，在有些案件中已被关注，但仍未形成一致意见。例如，在北京三中院审理的某银行间债券虚假陈述案件中，法院基于承销商特别注意义务、一般注意义务的区分，在认定承销商仅负有一般注意义务的情况下，未简单适用《证券法》规定的“过错推定”归责原则，而是将承销商存在过错的举证责任分配给原告，值得关注。我们认为，对于银行间市场债券、非公开发行公司债并非当然适用《证券法》的规定，对中介机构的责任认定是否应当适用过错推定原则，也值得商榷。此外，对于中介机构仅负有一般注意义务的事项，是否应适用“过错推定”归责原则，更值得深入探讨。

对于中介机构的责任范围，在发行人有多个虚假陈述行为的情况下，应先行考量中介机构所涉具体虚假陈述行为造成投资者损失的原因力大小问题，再进而精准认定中介机构责任范围。但是，遗憾的是，在目前的案件中，法院对于原因力问

题没有给予关注和考量。

(八) 在债券发行文件约定仲裁条款的情况下，对相关中介机构提起的虚假陈述诉讼是否受到仲裁条款约束，尚未形成统一认识

在债券发行文件约定仲裁管辖条款的情况下，投资者对相关中介机构提起债券虚假陈述诉讼是否也适用仲裁条款，实践中存在不同认识。北京高院在其审理的某债券虚假陈述纠纷案中¹⁴认为，《募集说明书》明确约定了仲裁条款，相关中介机构在《募集说明书》中出具责任声明，属于《募集说明书》的一部分，针对中介机构的虚假陈述诉讼也应受到《募集说明书》约定的仲裁条款的约束。北京高院在“长城债”案¹⁵中认为，《募集说明书》没有明确约定仲裁条款，仅《债券受托管理协议》约定

13. 需要注意的是，在“吉粮债”案件中，一审法院判令有关中介机构承担全额连带责任，请见长春市中级人民法院（2017）吉01民初250号民事判决书。但在二审中，投资者与中介机构达成了和解。

14. 北京市高级人民法院（2020）京民终481号民事裁定书。

15. 北京市高级人民法院（2021）京民辖终210号民事裁定书。

**债券持有人向发行人申报破产债权后，
又对中介机构提起虚假陈述侵权诉讼，各地法院处理方式有所不同。**

仲裁条款，债券持有人提起的债券虚假陈述纠纷不当然适用《债券受托管理协议》仲裁条款约束。而北京金融法院在其审理的某债券虚假陈述案¹⁶中认为，《募集说明书》虽然没有直接约定仲裁条款，但《募集说明书》已约定债券持有人认购债券视为同意《债券受托管理协议》的约定，中介机构出具的责任声明也是《募集说明书》的一部分，中介机构应受《债券受托管理协议》约定的仲裁条款约束。

(九) 债券持有人既在发行人破产程序中申报债权，又对中介机构以及发行人董监高提起债券虚假陈述侵权诉讼，其损失是否确定、请求权是否竞合等问题，引发争议，各地法院处理方式不尽相同

在部分案件中，债券持有人既在发行人的破产程序中申报债权，又对债券发行人及/或相关中介机构提起债券虚假陈述侵权诉讼，可能导致两个方面的问题：

一方面，如果投资者提起虚假陈述诉讼时，发行人能够偿付的本息金额尚不确定，投资者的损失尚不确定，法院能否对

中介机构以及发行人董监高等其他主体的虚假陈述诉讼进行判决，存较大争议，各地法院对此处理方式不尽相同。在“五洋债”案中，法院对于已在发行人破产程序中申报债权的投资者，裁定驳回对发行人的起诉，但判决中介机构以及发行人董监高等其他被告对本息损失承担连带赔偿责任，引发较大争论。近期在北京三中院审理的某公司债券案中，在发行人是否给原告造成损失及损失的数额尚未最终确定的情况，法院虽然认定某中介机构存在过错，仍以损失不确定为由判决驳回原告的全部诉讼请求。

另一方面，由于中介机构仅可能对发行人的虚假陈述行为所致投资者的债券投资损失承担连带责任，因此，在投资者已因选择违约之诉而丧失对发行人提起侵权诉讼诉权的情况下，其是否有权向中介机构等连带责任人提起侵权诉讼，也值得探讨。“五洋债”案中，对于原告已通过仲裁或破产重整程序确认债权的，法院判

16.北京金融法院(2021)京74民初522号民事裁定书。

债券代表人诉讼审理机制将愈加常态化;法院应更加重视对重大性、系统风险等其他因素的审查与认定。

决驳回了这部分投资者对发行人的起诉,但却同时判决中介机构对投资者的债券本息损失承担连带赔偿责任,引发争论。

SECTION 003

债券虚假陈述诉讼发展趋势前瞻

(一) 债券代表人诉讼审理机制将愈加常态化,投资者的实际损失、交易因果关系仍需在个案中精细审查认定

全国首例债券代表人诉讼案件“五洋债”二审落槌,昭示出债券虚假陈述领域“代表人诉讼常态化”的趋势。相较于涉及主体较少、且约定仲裁比例更高的非公开发行债券或银行间市场债券,类似于“五洋债”的公开发行债券因涉及主体较多,通过代表人诉讼方式审理的可能性更高。如何在“债券代表人诉讼”中依法识别不同投资者的买入成本、时间、实际损失、交易因果关系等差异化问题,避免过度强调代表性、统一性要素而忽视至关重要的个案差异化问题,需要更多审判经验的积累和智慧的处理方案。

(二) 在取消前置程序的背景下,审理法院对被告存在虚假陈述行为初步证据的审查应更加严格和审慎,加强对虚假陈述行为“重大性”的审查,避免“滥诉”现象

在取消前置程序背景下,越来越多的投资者在没有监管机关处理意见的情况下,直接对发行人及中介机构提起诉讼,中介机构应诉压力迅速升高,应诉成本明显过分加重。根据《民事诉讼法》等规定,原告提起虚假陈述诉讼,应当提交证明虚假陈述行为存在的初步证据。为避免滥诉,合理引导债券投资者的索赔预期和诉讼行为,法院应对相关初步证据的审查更为严格和审慎,加强对虚假陈述“重大性”的审查,使司法资源的运用和分配更为高效。

(三) 在债券虚假陈述诉讼中,依法剔除系统风险、非系统风险因素对投资者造成的损失,仍有待司法实践认可,科学精细的损失核定方法亟待推出

在股票虚假陈述司法实践中,法院委托专业第三方损失核定机构测算虚假陈

中介机构仍将成为索赔“深口袋”，责任认定有待细化； 应审慎适用信赖推定原则，落实“买者自负”。

述以外其他因素影响比例，已形成较为成熟的做法。就债券虚假陈述纠纷而言，《债券座谈会纪要》第24条明确规定应当扣除“与欺诈发行、虚假陈述行为无关的其他因素造成的”损失。但具体应当考虑哪些因素，以及如何确定扣除比例，仍有待司法判例进一步明确。同时，也需要专业损失核定机构尽快形成科学、有效的测算模型，辅助司法机关合理认定并扣除虚假陈述以外其他因素对投资者造成的损失。

（四）中介机构仍将成为债券投资者索赔的“深口袋”，但如何避免“深口袋”成为“担保口袋”，亟需进一步细化中介机构责任认定标准

在债券发行人违约、破产高发和取消前置程序的背景下，中介机构仍将是债券投资者索赔的“深口袋”（有些中介机构也并非“深口袋”）。但“深口袋”绝不能等同于“担保口袋”。诚然，压实资本市场的中介机构“看门人”责任，并无不当，但不科学、合理考量中介机构虚假陈述行为与投资者损失影响的原因力大小，不区分中介机构的过错程度、归责原则，不仅有违侵

权责任的“公平原则”“损害填平”原则，还可能对中介机构整体行业乃至整个资本市场发展产生不良影响。因此，在中介机构责任认定的归责原则、勤勉尽责标准、一般注意义务和特殊注意义务、过错认定、责任形式、因果关系等各方面，都需在立法和司法层面进一步细化和明确。

（五）强调“卖者尽责”的同时也要强调“买者自负”，“信赖推定”原则在债券虚假陈述诉讼领域应审慎适用，落实专业机构投资者的法定审慎决策义务亦有必要

在严格落实发行人兑付债券本息的责任、压实有关中介机构“看门人”责任，实现“卖者尽责”的同时，资本市场也需要培育一批专业、审慎的机构投资者，落实“买者自负”，才能真正达成市场对各类债券“优胜劣汰”的筛选作用，实现资本的优化配置。“信赖推定”原则在债券虚假陈述诉讼中不应当然适用，专业机构投资者审慎决策的法定注意义务亦应对其形成应有的约束。在债券市场虚假陈述诉讼中，如何合理厘定投资者利益保护和发行人、

中介机构、董监高等各方责任边界，仍需冷静思考。

结语

债券虚假陈述责任纠纷无疑是2021年最活跃的新型证券纠纷之一，也将在可预见的未来继续保持活跃，牵涉诸多中介机构的实体责任风险。对该类纠纷，历史审判经验积累之少，短时间内爆发案件数量之大，都全面考验着法律共同体的智慧和耐心。尽管业界已有近二十年的股票虚假陈述纠纷处理经验，但完全比照股票虚假陈述纠纷处理规则来尝试解决债券虚假陈述纠纷问题，客观看来，难谓成功；同时也导致债券相较股票所特有的交易不活跃、投资者多为专业机构投资者、本息兑付合同之债与虚假陈述侵权之债竞合等问题在一定程度上被忽视。虽然“五洋债”案件骤然拉开了债券虚假陈述诉讼的序幕，但在笔者看来，其宣示意义大于裁判指引意义，更多关于债券虚假陈述纠纷的争议法律问题，仍有待司法实践更为耐心的审查和更为精细化的认定。前路漫漫，任重而道远。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

证券虚假陈述诉讼 2020年度观察与前瞻

张保生、周伟、朱媛媛、牛馨雨

近年来，证券监管趋势持续从严，信息披露违法成本不断提升。2020年我国立法、执法、司法领域多措并举，全面重构信息披露制度，有效维护资本市场秩序，开启投资者保护新时代。

2020年3月，新《证券法》出台，正式确立“中国式证券集团诉讼”；2020年7月，最高人民法院发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》和《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》；2020年11月，中央深改委通过《关于依法从严打击证券违法活动的若干意见》；2020年12月26日，《刑法修正案（十一）》审议通过，显著提升欺诈发行股票债券罪和违规披露不披露重要信息罪的刑事责任。从年初至岁末，我国证券市场正向一个崭新的历史阶段稳步前进。

笔者作为证券诉讼与证券合规领域的从业律师，自2018年起，每年推出证券虚假陈述诉讼的年度回顾文章。¹基于我们代理几十家上市公司和证券公司应对证券虚假陈述诉讼的经验和体会，本文总结回顾2020年证券虚假陈述诉讼的整体情况和最新裁判观点，并对今后的发展趋势进行展望，以期帮助相关主体快速、准确、全面地了解虚假陈述诉讼的司法现状与最新动向。

1. 参见《中伦视界》于2019年1月17日发布的微信文章“证券虚假陈述民事诉讼案件2018年度观察与前瞻”；于2020年3月7日发布的微信文章“证券虚假陈述民事诉讼案件2019年度观察与前瞻”。

SECTION 001

2020年度证券虚假陈述诉讼的整体盘点

(一) 证券虚假陈述诉讼案件数量和索赔金额居高不下

2020年,证券虚假陈述诉讼案件数量、索赔金额依然居高不下,公开渠道可检索到的新增虚假陈述民事裁判文书已近7000件,²由于部分裁判文书尚未公开,人民法院实际审理的证券虚假陈述诉讼案件应远超上述规模。在案件数量保持高位的同时,索赔金额更是不断刷新纪录,成都中院审理的某案中仅涉及券商的索赔规模已经高达10.15亿元。

(二) 证券纠纷代表人诉讼制度闸门开启,杭州中院、南京中院、上海金融法院、深圳中院等多地法院推出第一批证券纠纷代表人诉讼,但特别代表人诉讼的实例在2020年千呼万唤未出来

自新《证券法》专门规定证券纠纷代表人诉讼机制,上海金融法院、深圳中院和南

京中院相继发布证券纠纷代表人诉讼规定。2020年7月31日,最高人民法院正式发布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(下称《**代表人诉讼司法解释**》)。杭州中院在五洋债债券虚假陈述诉讼中,率先适用代表人诉讼机制。随后,南京中院在怡球资源等四案中,上海金融法院在飞乐音响案中陆续发出适用代表人诉讼制度的权利登记公告。但是,“默示加入、明示退出”的特别代表人诉讼,在2020年未能出来实例。不过,根据证监会最新消息,特别代表人诉讼的首例案件可能在2021年初较快进入司法流程。³

2.截至2020年12月30日,在威科先行法律信息库“证券虚假陈述责任纠纷”案由项下,裁判日期在2020年之后的新增案件数量为6836件。

3.参见“证监会首席律师详谈资本市场法治建设30年,全面回应法治化改革八大热点问题”,载上海证券报,
<http://news.cnstock.com/news,bwqx-202012-4637844.htm>。

(三) 最高人民法院发布《债券纠纷座谈会纪要》，杭州中院在2020年年末一审判决五洋债纠纷各中介机构承担民事责任，引发市场巨大反响

随着债券违约事件频发，因发行人欺诈发行、信息披露违规导致的各类债券虚假陈述纠纷也层出不穷。2020年7月15日，最高人民法院正式出台《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称《**债券纠纷座谈会纪要**》），对债券特性，对债券纠纷案件审理的基本原则、诉讼主体资格、诉讼方式、发行人和其他主体的责任认定、损失计算方法等争议问题予以明确。2020年12月31日，备受市场关注的五洋债债券欺诈发行民事索赔案作出一审判决，判令各中介机构承担民事责任，引发资本市场巨大反响。

(四) 证券市场系统风险因素致损比例的扣除由“一刀切”逐步转向更为精准的个案审查，彰显了人民法院审理此类案件向精细化不断迈进

近年来，在被告充分举证的情况下，认可并合理剔除系统风险因素对投资者损失的影响已经成为各地法院的共识。并且，很

多法院一改此前在系列案件中适用统一的系统风险剔除比例的做法，转而根据不同投资者的买入卖出情况适用更加科学化、精细化、个性化的扣除证券市场系统风险的计算方法，人民法院审理此类案件不断向精细化迈进。

(五) 非系统风险因素作为致损原因逐渐被人民法院认可，多地法院委托专业机构对非系统风险的影响比例进行量化核定，判决结果更加公平合理

在既往司法实践中，由于缺乏有效的量化方法，很多法院对上市公司经营不良等非系统风险因素给投资者造成的损失不予考虑或浅谈辄止。近年来，随着非系统风险因素对个股股价的影响日益突出和上市公司的举证抗辩更加充分，非系统风险因素作为致损原因逐渐得到人民法院认可，上海金融法院等多地法院更是委托上海交通大学中国金融研究院、上海高金金融研究院对非系统风险影响比例进行量化核定并予以剔除，使得判决结果更加公平合理。

(六) 上市公司董监高被列为共同被告的案件数量增多,但在执行中上市公司董监高实际承担赔付责任的尚不常见,这与通过证券虚假陈述诉讼实现“惩首恶”的目标仍有很大距离

在越来越多的案件中,投资者选择将被行政处罚的董监高一并列为被告,进一步提高了责任人员的违法成本,也与证监会提出的“抓关键少数”“惩首恶”的指导思想相契合。⁴不过,只要上市公司被行政处罚,投资者通常都不会放弃这一“首要选择”。基于对董监高个人赔付能力和执行能力的顾虑,即使上市公司退市或丧失赔付能力,投资者也更倾向于向有责任的券商、会计师事务所等中介机构索赔。而从实际情况看,上市公司董监高最终承担实际赔付责任的案例也并不多见。从当前情况判断,试图通过证券虚假陈述诉讼实现“惩首恶”的目标,还有很长的路要走。

(七) 分别立案、集中审理仍是主流审理模式,多地法院尝试以示范判决机制缩短诉讼周期、降低维权成本

由于代表人诉讼制度推出时间不长,目前尚处于探索阶段,大多数法院仍采取分别立案、集中开庭的传统审理模式。不过,自2019年上海金融法院率先作出全国首例证券群体性纠纷的示范判决后,越来越多的法院均选择尝试通过示范判决或类示范判决的方式审理案件,以此集中司法力量、明确争议焦点、提高裁判质效、加快审理节奏。

4. 参见“易会满主席在2020年‘5.15全国投资者保护宣传日’活动上的讲话”,载证监会官网, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202005/t20200515_376453.html; “阎庆民副主席在中国上市公司协会2020年年会上的讲话”,载证监会官网, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202006/t20200611_378045.html; “证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则”,载证监会官网, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202006/t20200612_378199.html。

(八) 证券维权律师队伍快速扩张, 大量新面孔涌入证券维权大军, 这也导致证券虚假陈述诉讼的案件数量出现激增

由于证券虚假陈述诉讼案件专业性强、索赔周期长、前期成本高等原因, 此前仅有少数十几位知名证券维权律师专门代理投资者提起证券虚假陈述诉讼。近年来, 随着被行政处罚的上市公司数量激增, 大量提起诉讼的投资者获得赔偿, 同时, 征集方式的“自媒体化”进一步提高了征集效率, 证券维权律师队伍快速扩张, 大量新面孔加入到证券维权律师的大军中, 且数量仍在不断增长, 这也导致证券虚假陈述诉讼的案件数量出现激增。

(九) 投资者保护机构等组织积极参与诉前或诉中调解, 但从实际效果看, 调解工作的有效推动仍有赖于示范判决确立的赔付原则

目前, 中证资本市场法律服务中心、中国证券投资者保护基金有限责任公司、各地证券业协会等机构在很多案件的立案前后都在积极参与案件调解。虽然有部分调

解成功的案例, 但从实际效果看, 通常只有在示范案件或首批案件作出生效判决、明确赔付原则后, 调解工作才能够得到实质、有效的推动。

SECTION 002

2020年度证券虚假陈述诉讼的裁判观点聚焦

(一) 随着《九民会议纪要》的出台, 在多数案件中“重大性”问题不再是争议焦点问题。但由于前置程序的取消, 在有些案件中“重大性”问题仍属于争议问题

《全国法院民商事审判工作会议纪要》(下称《九民会议纪要》)第85条指出, “对于一方提出的监管部门作出处罚决定的行为不具有重大性的抗辩, 人民法院不予支持”。在《九民会议纪要》出台后, 在个案中就信息披露违法行为是否具有“重大性”的争论大幅减少。不过, 该意见适用的前提是证券虚假陈述诉讼仍以前置程序为起诉条件, 即投资者提交行政处罚决定或刑事裁判文书。但是, 今年出台的《债券纠纷座谈

会纪要》和《代表人诉讼司法解释》均不同程度地放宽了对证券虚假陈述诉讼前置程序的要求。从实践看,对未被行政处罚或刑事处罚的上市公司或中介机构,在多家法院的证券虚假陈述诉讼中已经被列为共同被告,因此,在这些案件中“重大性”问题仍然属于案件的核心争议焦点。

(二) 证券虚假陈述“交易因果关系”是否成立,成为很多案件的争议焦点,被裁判者着力更多笔墨

尽管《九民会议纪要》出台后司法实践减少了对“重大性”问题的关注,但被诉信息披露违法行为是否影响投资者的投资判断,在很多案件中,依然是案件的争议焦点。

例如,在我们代理的游久游戏案中,上海金融法院一审和上海高院二审均认为,公司未披露第二、第三大股东因登记结婚构成一致行动关系的信息不会对投资者的投资决策产生实质影响,二者之间不存在交易因果关系。⁵又如,在尔康制药再审案中,最高人民法院裁定认为,尔康制药2015年年报虚增的收入和利润占比极小,

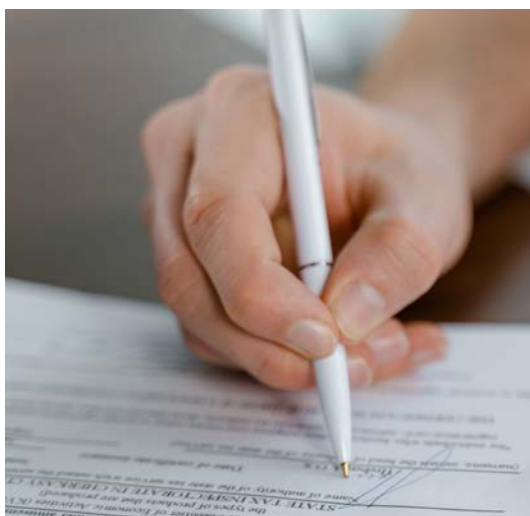
在信息发布后股价未出现大幅上涨,且卖出金额大于买入金额,进而认定2015年年报中的虚假记载与投资者的投资决策不存在因果关系。⁶

(三) 《九民会议纪要》确立的“非镜像原则”使得立案调查公告日更易被认定为揭露日,但揭露日之争并非就此盖棺定论

既往司法实践中,揭露日的争议主要集中于立案调查公告日和事先告知书公告日之间。《九民会议纪要》第84条指出,只要交易市场对监管部门立案调查、权威媒体刊载的揭露文章等信息存在着明显的反应,对一方主张市场已经知悉虚假陈述的抗辩,人民法院依法予以支持。由于立案调查公告后往往会出现股价大跌,故该纪要出台后,虚假陈述揭露日的认定似乎得到了极大简化,立案调查公告日被认定为揭露日的情况越来越常见。

5. 参见上海市高级人民法院(2020)沪民终479号《民事判决书》。

6. 参见最高人民法院(2020)最高法民申5877号《民事裁定书》。



不过,该规定是否符合《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》(下称《**虚假陈述司法解释**》)对揭露日规定的原意以及是否公平合理,仍值得商榷和深思,揭露日的认定也远未到就此盖棺定论的程度。例如,在我们代理的新力金融案中,最高人民法院再审查定认为,案涉立案调查公告内容笼统,且因其本身属于重大利空信息,不能以发布后股价下跌为由认定其为揭露日,进而维持原审以行政处罚事先告知书公告日为揭露日的判决。⁷成都中院在审理的某案中同样是将行政处罚事先告知书公告日认定为揭露日。⁸

(四)关于基准日的认定,总体争议不大,但在个案中也出现对现有司法解释的突破

根据《虚假陈述司法解释》第33条规定,揭露日或更正日起至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到可流通部分100%日为基准日(剔除大宗交易成交量),按前述方法在开庭前尚不能确定的,以揭露日或更正日后第30个交易日为基准日。由于基准日的认定有前述明确规定,故以往此问题通常不存争议。

但是,当系列案件开庭时间不一,首次开庭时证券累计成交量尚未达到100%、但后续开庭案件已符合该条件时,应当以何种标准认定基准日,存在一定争议。在新力金融案中,我们作为被告代理律师从基准日设立的本质和意义入手对这一问题进行了阐释,最终审理法院认为,因同一虚假陈述所引发的多件纠纷案件中,基准日的

7. 参见最高人民法院(2019)最高法民申6424号《民事裁定书》。

8. 参见成都市中级人民法院(2019)川01民初156号《民事判决书》。

认定应当一致并且唯一，即应当统一以首批开庭案件日为标准确认基准日。⁹

此外，我们也注意到，在三圣股份案中，可流通股票换手率在开庭前已达到100%，但是重庆一中院认为，三圣股份成交量有大额浮动，“无法排除”大宗交易协议转让的可能，据此直接认定揭露日后第30个交易日为基准日，似乎对《虚假陈述司法解释》的现有规定有所突破。¹⁰

(五) 人民法院在专业机构协助下量化系统风险和非系统风险的致损比例，精细化审理迈入新阶段

在既往司法实践中，由于缺乏科学量化的计算方法，法院往往只能通过“相对比例法”或者“酌定比例法”统一确定系统风险因素和非系统风险因素给投资者造成的损失，不免受到“简单粗暴”的指责。

2019年，上海金融法院在方正科技案中委托中证中小投资者服务中心采用“同步对比法”个案核定系统风险因素的致损比例，极大推动了精细化审理进程。近期，上海金融法院在上海普天、中安科等案件中相继委托上海交通大学中国金融研究院

采用“收益率曲线同步对比法”对投资者损失进行核定，通过将每位投资者的具体买卖行为同步投射到收益率曲线中，对比得出具体投资损失中应当扣除其他影响因素的比例，有效解决多个影响因素并存时的损失计算难题，是目前更为科学和精细的计算方法，正在被越来越多的法院所吸收和采纳。¹¹

(六) 在保千里案件中，人民法院判决非公开发行的股票认购者不应适用《虚假陈述司法解释》规定的“推定信赖原则”

对于通过非公开发行方式购买股票的投资者，能否依据《虚假陈述司法解释》提起证券虚假陈述诉讼，是一个颇为复杂和极具争议的问题。有观点认为，由于公开市场的不特定投资者难以证明其投资决策受

9. 参见安徽省高级人民法院(2020)皖民终79号《民事判决书》。

10. 参见重庆市第一中级人民法院(2020)渝01民初167号《民事判决书》。

11. 参见上海金融法院(2018)沪74民初330号《民事判决书》、(2018)沪74民初1399号《民事判决书》、(2019)沪74民初1049号《民事判决书》。

到虚假陈述的诱导,故《虚假陈述司法解释》根据欺诈市场理论确定了推定信赖原则,以减轻投资者举证责任,但是非公开发行具有发行对象特定、投资依据明确、股权长期锁定的特征,这决定了认购人不可能仅受到某一时点的单一信息的刺激而被诱导买入股票,不应同样适用《虚假陈述司法解释》。在某非公开发行股票认购者诉保千里案中,近期广东高院作出二审判决,认定非公开发行市场特定投资者不能直接适用《虚假陈述司法解释》的规定。¹²

SECTION 003

证券虚假陈述诉讼的发展趋势 前瞻

(一) 前置程序正式取消,重大性问题和交易因果关系将成为最重要的焦点问题

如前所述,《九民会议纪要》的出台导致“重大性”问题被暂时搁置,但是前置程序作为应对不成熟证券市场及司法审判经验不足的“权宜之计”终将成为历史。在前置程序实质性取消后,投资者起诉的“信息

披露违法行为”是否构成影响投资者投资决策的“重大虚假陈述行为”,将成为最为重要的争议焦点,也必将成为人民法院的审查重心。

(二) 人民法院委托专业机构辅助核定系统风险和非系统风险等其他因素致损比例,可能成为审判主流,但并不因此免除被告的举证责任

根据《虚假陈述司法解释》第19条规定,被告应当就“系统风险等其他因素”导致的损失承担举证责任。在人民法院对委托专业机构核定损失持开放态度的背景下,第三方对系统风险和非系统风险导致的损失出具专业意见并不意味着免除被告的举证责任,被告仍需要就系统风险的诱因、非系统风险的事件承担举证责任。事实上,引入第三方机构是将涉及金融模型、计算机编程等专业的计算问题交给专业机构,反而有助于将案件争议焦点集中于法律问题和事实问题。

12. 参见广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号《民事判决书》。

(三) 代表人诉讼制度如何真正落地尚需探索, 短期内难以大范围推进, 而示范判决机制可能成为主流

虽然《代表人诉讼司法解释》构建了代表人诉讼制度的初步框架, 部分法院也开始尝试采用代表人诉讼方式进行审理, 但是此种诉讼机制能否成为真正的主流审理方式仍有待观望。特别是, “权利登记制度”和“默示加入制度”将极大削弱大量维权律师在此类案件中作用, 导致证券维权律师的诉讼发起动力不足。在代表人诉讼制度真正落地前, “示范判决+多元调解”模式在一段时间内可能会成为主流审理模式。

(四) “特别代表人诉讼”将会出现几个实例, 但中国特色的“证券集团诉讼制度”仍将任重道远

“默示加入、明示退出”的特别代表人诉讼, 在2021年将会出现几个实例。证券集体诉讼将使得上市公司可能面临巨额赔付责任, 可能给相关市场主体带来致命打击。在选择适用案件时, 应充分考虑违法行为人的主观恶意、客观后果等因素, 以社会影响恶劣、严重损害中小投资者权益的典

型案件为适用对象; 在案件审理过程中, 应更加注重精细化审理, 审慎、依法认定实施日、揭露日、基准日等关键时点, 充分考察交易因果关系, 剔除系统风险和非系统风险因素对投资者损失的影响, 注意平衡投资者与上市公司之间的利益, 真正实现个案正义, 以避免矫枉过正, 有违真正的公平合理原则。

(五) 债券违约事件频发, 未来可能出现更多债券虚假陈述责任纠纷

在当前我国债券市场迅速发展的同时, 也应当注意债券市场风险的有序释放, 《债券纠纷座谈会纪要》明确了我国三大债券的法律适用标准, 在归责体系和损失计



算规则的安排上更加契合债券属性，提出了诸多颇具亮点的安排，对我国债券领域虚假陈述纠纷的平稳化解起到了积极的作用。在债券违约事件频发、债券市场信息披露违法行为增多的背景下，在专门、统一的债券虚假陈述司法解释出台前，更多债券虚假陈述责任纠纷将依赖《债券纠纷座谈会纪要》的指导思想得到有效解决。

(六) 证券服务中介机构将更多地被列为共同被告，在上市公司构成证券虚假陈述的情况下，各中介机构未被行政处罚也可能面临巨额的民事索赔

在既往司法实践中，对于未被行政处罚的包括中介机构在内的被告，由于前置程序的存在，各地法院通常裁定不予受理或者驳回起诉，例如，在雅百特案中，在中介机构尚未被作出行政处罚决定前投资者起诉中介机构的，南京中院即裁定驳回了原告对中介机构的起诉。¹³但是，近期司法实践出现了根据在案证据直接认定未被行政处罚的中介机构承担连带赔偿责任的案例。例如，在中安科案中，在会计师事务所

和证券公司均未被立案调查、采取监管措施或行政处罚的情况下，上海金融法院判决前述主体对投资者的损失承担连带赔偿责任；¹⁴又如，在五洋债案中，在资信评级机构和律师事务所均未被行政处罚的情况下，杭州中院判决资信评级机构和律师事务所分别在10%和5%范围内承担连带责任。¹⁵

因此，可以预见，在2021年，证券服务中介机构将更多地被列为共同被告，在上市公司构成证券虚假陈述的情况下，各中介机构未被行政处罚也可能面临巨额的民事索赔。

13. 参见南京市中级人民法院(2018)苏01民初1713号《民事判决书》。

14. 参见上海金融法院(2019)沪74民初1049号《民事判决书》。

15. 参见杭州市中级人民法院(2020)浙01民初1691号《民事判决书》。

后记

针对证券合规、证券犯罪和证券诉讼案件多发的现状和当事人对该类纠纷专业化法律服务的需求,中伦律师事务所组织了由多位合伙人和律师组成的证券合规和证券诉讼服务项目组,专门为上市公司、证券公司、资产管理公司、基金公司及其董监高等各类资本市场主体提供专业的证券合规和证券诉讼法律服务。近年来,中伦律师事务所的证券合规和证券诉讼服务项目组先后协助数十家上市公司、证券公司、资产管理公司、基金公司、中介机构等处理了大量的证券合规和证券诉讼业务,积累了丰富的经验,取得了非常好的效果,也得到了客户的信任和高度认可。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

证券虚假陈述诉讼 2019年度观察与前瞻

张保生、周伟、朱媛媛、肖强

近年来,随着证券监管趋势从严,越来越多的上市公司及其他市场主体因信息披露违法违规被行政处罚,从而引发大批投资者提起证券虚假陈述民事诉讼。至2019年年底,最高人民法院出台《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》(下称“《**虚假陈述司法解释**》”)已经十七年,随着证券虚假陈述民事诉讼案件数量的增加和信息披露违法情形的复杂化,司法实践中各种争议问题层出不穷。

2019年,我们代理二十多家上市公司、证券公司及其董监高应对投资者提起的证券虚假陈述民事诉讼,案件数量多达数千起。其中,我们代理的全国首例证券纠纷示范判决案入选了最高人民法院发布的“2019年度人民法院十大民事行政及国家赔偿案件”,我们代理的六起证券虚假陈述民事诉讼案入选了“证券法谭”发布的“2019年度证券虚假陈述民事诉讼十大典型案例”。在

代理这些案件的过程中,我们深刻体会到证券虚假陈述民事诉讼在2019年度的发展与变化。

2019年1月,我们推出的《证券虚假陈述民事诉讼案件2018年度观察与前瞻》¹一文受到读者的广泛关注,本文将总结回顾2019年证券虚假陈述民事诉讼整体情况和最新裁判观点,并在此基础上对《证券法》修订与《全国法院民商事审判工作会议纪要》(下称“《**九民会议纪要**》”)出台后证券虚假陈述民事诉讼可能的发展趋势进行展望,以期帮助资本市场的相关参与主体快速、准确、全面地了解证券虚假陈述民事诉讼案件的司法现状与最新动向。

1. 参见《中伦视界》于2019年1月17日发布的微信文章《证券虚假陈述民事诉讼案件2018年度观察与前瞻》。

SECTION 001

朝花夕拾——2019年度证券虚假陈述民事诉讼整体情况盘点

(一) 股民索赔案件数量与涉诉上市公司数量再创历史新高

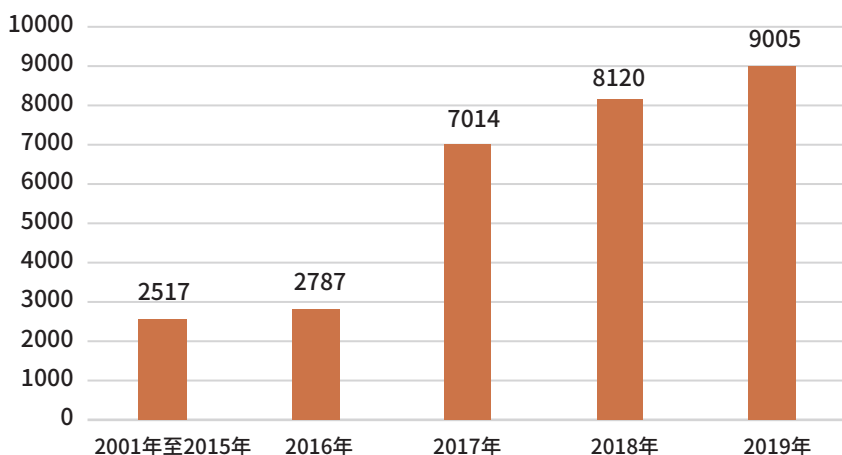
在威科先行法律信息库²“证券虚假陈述责任纠纷”案由项下，我们共检索到29795起案件（含判决书、裁定书、调解书等），其中，2019年新增案件数量为9005件，占已公开的全部证券虚假陈述责任纠纷案件数量的30.22%，共涉及88家上市公司。需要说明的是，由于2019年审理的部分案件尚未审结或相关文书尚未公开，

故人民法院在2019年审理的证券虚假陈述民事诉讼案件的实际数量应远远超过上述数字。

(二) 单起案件索赔金额与系列案件累计索赔金额记录不断被刷新

在涉诉上市公司数量、股民索赔案件数量再创历史新高的同时，证券虚假陈述民事诉讼案件的各项索赔金额记录也在不断被刷新。公开信息显示，在2019年审理的单起证券虚假陈述民事诉讼案件中，以自然人投资者为原告的案件最高索赔金额高达6600万元；截至2019年10月底和11月底，大智慧和尔康制药所涉证券虚假陈

历年证券虚假陈述民事诉讼案件数量统计图



2. 本文相关统计数据来源于“威科先行法律信息库”，网址：<http://www.wkinfo.com.cn/>，最后访问日期：2020年2月23日。

述民事诉讼案件的累计索赔金额已经分别高达6.38亿元和5.35亿元。

(三) 中介机构与上市公司董监高涉诉的案件数量激增

受经济下行压力加大的影响,上市公司业绩低迷、赔付能力下降,因而,在很多案件中投资者已不再将上市公司作为起诉索赔的“保底”选择,而是同时将中介机构以及上市公司董监高等其他责任主体列为共同被告。以2019年度涉及88家上市公司的系列案件为例,据不完全统计,在至少15起系列案件中会计师事务所被列为共

同被告,在至少13起系列案件中证券公司被列为共同被告,在至少40起系列案件中上市公司董监高被列为共同被告。个别中介机构还因为不止一次被证监会行政处罚,而成为多起系列案件的共同被告。

(四) 证券虚假陈述民事诉讼案件的地域分布呈现出高度集中化特征

从2019年度审结的证券虚假陈述民事诉讼案件的地域分布情况来看,四川以1665起案件居首,上海以1564起案件紧随其后,浙江、广东、江苏、湖南分列三至六位,前十大省份审结的案件数量占全国各

地方法院2019年度审结的证券虚假陈述民事诉讼案件总量的92.74%。受不同地域上市公司数量以及上市公司被行政处罚情况存在差异等因素的影响,证券虚假陈述民事诉讼案件整体呈现出高度的地域分布集中化特征。

2019年度证券虚假陈述民事诉讼案件地域占比情况

地域	案件数量	占比
四川	1665	18.49%
上海	1564	17.37%
浙江	916	10.17%
广东	906	10.06%
江苏	829	9.21%
湖南	727	8.07%
辽宁	587	6.52%
山东	519	5.76%
云南	378	4.20%
福建	260	2.89%

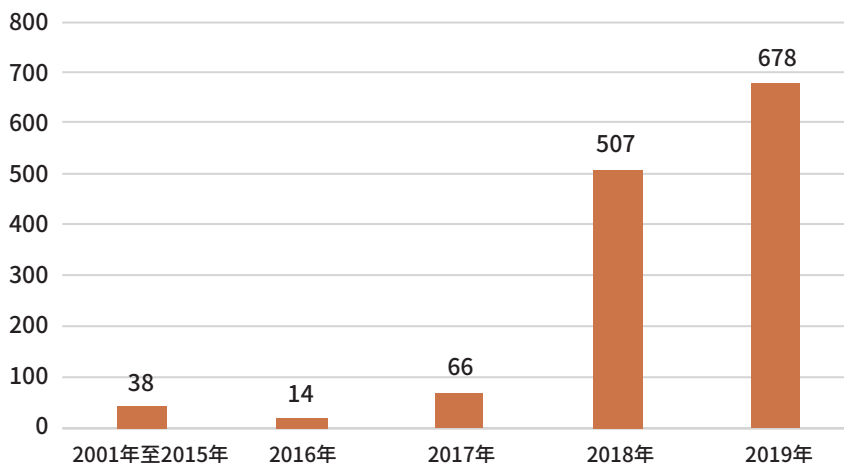
(五) 分别立案、集中审理、批量裁判已成司法实践主流趋势

证券虚假陈述民事诉讼案件在2019年进入“井喷期”，导致人民法院的审判压力大大增加，以往“一案一立”“一案一审”“一案一结”的立案、审理和结案方式已然落后于此类案件的司法实践需求。2019年，绝大多数法院在分别立案的基础上采用集中排期开庭、统一批量裁判的审理模式，上海金融法院更是率先作出全国首例证券群体性纠纷的示范判决，为证券虚假陈述民事诉讼系列案件的集约化审理积累了宝贵的经验。

(六) 调解结案的案件数量和案件占比均有所提升

在威科先行法律信息库“证券虚假陈述责任纠纷”案由项下，我们共检索到调解结案案件1337起。其中，2019年调解结案的证券虚假陈述民事诉讼案件数量为678起，同比增长33.73%，占历年已公开的调解结案的证券虚假陈述民事诉讼案件总量的50.71%。可见，随着人民法院深入推进多元化纠纷解决机制，越来越多的当事人在人民法院就部分案件先行作出生效判决的情况下，选择通过调解、和解等方式解决纠纷。

历年证券虚假陈述民事诉讼调解结案案件数量统计图



SECTION 002

与时偕行——2019年度证券虚假 陈述民事诉讼裁判观点聚焦

(一) 被行政处罚的信息披露违法行为并非必然构成证券民事侵权行为

在信息披露违法行为已受到行政处罚的情况下, 人民法院在证券虚假陈述民事诉讼中, 是否仍然要审查被处罚的行政违法行为是否构成证券民事侵权行为? 在司法实践中, 各地法院的做法不甚一致。

上海金融法院在全国首例证券群体性纠纷案的示范判决中认为, 人民法院在审查案涉行为是否构成证券侵权行为时, 审查的核心是未披露的信息是否属于“重大事件”, 判断的标准应当是“信息披露是否足以影响投资者的投资决策或市场交易价格”。³显然, 上海金融法院认为, 行政违法行为构成证券民事侵权行为并非因行政处罚的存在而当然成立。二审判决生效后, 该案一审法官再次撰文强调, “在行政处罚前置程序下, 虽然信息披露违法违规行为已受到行政处罚, 但行政责任与民事责任构成要件不同, 审查标准也存在差异, 因此,

被行政处罚的行为并非必然构成民事侵权。”

(二) 虚假陈述揭露日的认定仍然是该类案件的核心争议焦点和司法审判难点

虚假陈述揭露日在判断投资损失与虚假陈述之间是否存在因果关系等方面具有重要意义, 直接决定了投资者是否具备索赔资格以及可索赔范围, 因此, 虚假陈述揭露日的认定一直以来都是该类案件各方当事人的“必争之地”。在2019年的审判中, 各地法院对揭露日的认定的裁判观点并不统一。总体而言, 各地法院在认定揭露日时, 主要是根据各方当事人的主张并结合个案情况进行认定。

例如, 在北京市第二中级人民法院审理的某证券虚假陈述责任纠纷案中, 原告主张将立案调查公告日作为揭露日, 法院从“首次被公开揭露”和“足以起到警示作

3. 参见上海市高级人民法院(2019)沪民终263号《民事判决书》、上海金融法院(2018)沪74民初330号《民事判决书》。

用”等角度进行分析后，最终支持被告主张，将立案调查前的《整改公告》发布日期作为揭露日。⁴又如，在上海岩石案中，原告主张将行政处罚事先告知书公告日作为揭露日，被告主张将权威媒体关于公司更名“匹凸匹”存在误导的揭露报道发布之日作为揭露日，上海金融法院以媒体的质疑并不能表示上海岩石的虚假陈述行为已被更正或者揭露为由，最终将行政处罚事先告知书公告日认定为揭露日。⁵

(三) 证券虚假陈述“交易因果关系”是否成立得到裁判更多关注

虽然《虚假陈述司法解释》并未对证券虚假陈述的交易因果关系和损失因果关系进行明确区分，但随着司法审判逐渐精细化，更多法院开始将“交易因果关系”纳入审判视野，即对于在实施日至揭露日期间买入股票的投资者，不再“一刀切”地认为其交易决策都是受到了虚假陈述行为的诱导，而是通过对案涉虚假陈述行为的具体情况和投资者的交易行为进行分析，审慎地对投资者的投资决策与虚假陈述之间是否具有交易因果关系作出认定。

例如，在游久游戏案中，上海金融法院认为，如果所涉信息不会对投资者的投资决策、股票价格产生实质影响致投资人损失，那么该行政违法行为与投资者的损失之间即缺乏因果关系。⁶又如，在重庆市高级人民法院审理的某证券虚假陈述责任纠纷案中，法院认为，原告买入股票的时间主要在2014年下半年上市公司发布一系列重大利好消息和股票市场牛市开始后，表明投资者的投资行为并非受代持股份事项的影响，投资者的投资损失与案涉行为之间没有因果关系。⁷再如，在顺灏股份再审案中，最高人民法院再审裁定认定，原审判决未全面考量顺灏股份实施的两项虚假陈述行为与投资者交易决定之间的因果关系，属于认定基本事实不清，裁定撤销原判，发回重审。⁸

4. 参见北京市第二中级人民法院(2018)京02民初262号《民事判决书》。

5. 参见上海金融法院(2018)沪74民初721号《民事判决书》。

6. 参见上海金融法院(2018)沪74民初1185号《民事判决书》。

7. 参见重庆市高级人民法院(2019)渝民终343号《民事判决书》。

8. 参见最高人民法院(2018)最高法民再339号《民事裁定书》。

(四) 对证券市场系统风险因素致损比例的扣除更加注重个案审查

近年来,随着人民法院对“证券市场系统风险”认定思路的不断进步与完善,“在证据充分的情况下考虑系统风险对投资者损失造成的影响并予以剔除”,在审判实践中已经基本形成共识。并且,很多法院一改此前在系列案件中适用统一的系统风险剔除比例的做法,转而根据个案交易情况适用更加科学化、精细化、个性化的扣除证券市场系统风险的计算方法。

例如,在上海金融法院审理的某证券虚假陈述责任纠纷案中,法院引入专业的定量数据分析,采用“同步指数对比法”将个股跌幅与指数跌幅进行同步对比,明确了证券市场系统风险扣除的考察区间及扣除比例的计算方法,较为精准地核定出了每个投资者受市场风险影响的比例程度。尤其值得注意的是,在前述顺灏股份再审案中,最高人民法院裁定撤销原判、发回重审的主要理由之一,就是认为原审判决未区分不同投资者的交易情况而将市场风险因素的影响比例全部酌定为20%,属于认定案件基本事实不清,适用法律错误。

(五) 非系统风险因素致损比例得以量化且完全可能被认定为股价下跌主因

长期以来,很多法院以非系统风险无法量化为由,对上市公司业绩不佳、突遭利空等非系统风险因素导致股价下跌进而造成投资者损失的情况不予考虑。有些案件的判决即使认可非系统风险因素致损的抗辩,也往往只是在论述系统风险时一笔带过。然而,随着非系统风险因素对个股股价的影响日益突出以及上市公司运用大数据分析等方法举证证明非系统风险的存在及其影响程度成为可能,非系统风险因素的致损比例得以量化,并且在有的案件中还被明确认定为造成股价下跌的主要原因。

例如,在湖南省高级人民法院审理的某证券虚假陈述责任纠纷案中,法院作出了全国首例量化非系统风险对投资者损失影响的判决,判决认为,上市公司发布的一系列利空公告以及投资者在高位买入股票所应承担的投资风险等其他因素对原告投资者投资损失的影响比例为5%,依法应予

扣除。⁹又如,在另一案中,广东省高级人民法院认定,公司股票价格的下跌,主要归结于相关人员失联引起的公司自身的非系统风险因素,并最终判决投资者的损失与案涉虚假陈述行为之间不存在因果关系。¹⁰

(六) 投资者应自行承担因其非理性投资行为而造成的投资损失

我们理解,如果投资者无视证券市场风险与上市公司真实价值,而仅基于虚无缥缈的概念炒作或短期内获取超额回报的盲目期待而买入股票,本身就是一种非理性的投机行为,没有理由让上市公司为这种投机行为的失利买单。我们注意到,上述由投资者自行承担因其非理性投资行为所致损失的观点已经得到越来越多的法院的认可。

例如,在上海岩石案中,上海金融法院认为,原告的投资损失是在上海岩石虚假陈述行为与原告自身非理性投资行为的共同作用之下发生的,应根据因果关系比例予以分摊,并据此酌情认定原告投资损失的50%由原告自行承担。又如,在湖南省高级人民法院审理的某证券虚假陈述责任纠

纷案中,法院认为,有部分投资者系在股市异常波动期间买入股票,无论是基于投资还是短线炒作的目的买入涉案股票,在股市异常波动期间进行股票交易,其面临的市场风险较高,应承担相应的投资风险。

(七) 上市公司董监高被行政处罚并不必然导致其在民事诉讼中承担赔偿责任

不同于上市公司的无过错责任,上市公司董监高在证券虚假陈述民事案件中承担的是过错推定责任,但由于《证券法》与《虚假陈述司法解释》未对董监高的“过错”提供明确的认定标准,导致被处罚的董监高很难在民事诉讼案件中抗辩免除民事赔偿责任,给上市公司董监高履职造成了极为沉重的负担。不过,部分法院在这一问题上已经有所突破。

9. 参见湖南省高级人民法院(2019)湘民终519-522号《民事判决书》。

10. 参见广东省高级人民法院(2019)粤民终1786号《民事判决书》。

例如,在保千里案中,深圳市中级人民法院认为,上市公司及其董监高受到行政机关的行政处罚,并不必然导致或者推定其在民事纠纷中存在过错并承担相应的民事赔偿责任,并最终认定部分董监高无需承担连带赔偿责任。¹¹又如,在鞍重股份案中,沈阳市中级人民法院认为,对于重组对方的故意造假行为,各中介机构经调查后也未能发现,鞍重股份董事长作为非专业人士,经过严格、规范的审查流程,仍未能识别和发现,不应认定具有过失,无需承担连带赔偿责任。¹²

(八) 中介机构对投资者损失承担连带赔偿责任逐渐常态化

由于中介机构的行政处罚决定往往在上市公司的行政处罚决定之后作出,并且绝大多数法院仍严格适用《虚假陈述司法解释》关于证券虚假陈述民事诉讼前置程序的规定,所以此前中介机构被判决承担连带赔偿责任的案件比较罕见,之前仅有立信会计师事务所在大智慧等案中被判决承担连带赔偿责任。然而,在2019年已经陆续有法院就中介机构作为共同被告的案

件作出判决。

例如,在昆明机床案中,云南省高级人民法院判决案涉证券公司对投资者的损失承担连带赔偿责任。¹³又如,在成都市中级人民法院审理的某证券虚假陈述责任纠纷案中,法院一审判决案涉证券公司和会计师事务所分别对上市公司的赔偿义务在40%和60%的范围内承担连带赔偿责任。¹⁴

SECTION 003

观往知来——《证券法》修订与《九民会议纪要》出台后证券虚假陈述民事诉讼发展趋势前瞻

(一) “行政违法”与“证券侵权”:重大性要件之争目前尚难定论

《九民会议纪要》第85条规定,“虚假

11. 参见深圳市中级人民法院(2018)粤03民初561、566、567号《民事判决书》。

12. 参见沈阳市中级人民法院(2017)辽01民初418号《民事判决书》。

13. 参见云南省高级人民法院(2019)云民终329号《民事判决书》。

14. 参见成都市中级人民法院(2019)川01民初52号《民事判决书》。



陈述已经被监管部门行政处罚的,应当认定是具有重大性的违法行为。”基于上述规定,可以预见,未来法院将行政违法行为最终认定为证券侵权行为的案件数量将有所增加。

不过,我们理解,上述规定强调的应该是被处罚的行政违法行为的重大性,即人民法院在民事审判中不应挑战行政违法行为的重大性认定。但是,行政责任与民事责任在构成要件、法益保护和认定标准等方面均有差异,被处罚的行政违法行为是否当然影响投资者的投资决策和证券交易价格,人民法院在民事审判中依然有权且应当根据具体案情进行审查判断。值得注意的是,一旦新出台或修改后的司法解释正式取消证券诉讼前置程序,重大性问题必将再次成为此类案件的核心争议焦点。

(二)“立案调查”与“股价异动”:揭露日“一刀切”的认定标准值得商榷

《九民会议纪要》第84条规定,“原则上,只要交易市场对监管部门立案调查、权威媒体刊载的揭露文章等信息存在着明显的反应,对一方主张市场已经知悉虚假陈述的抗辩,人民法院依法予以支持。”根据上述规定,虚假陈述揭露日的认定似乎得到了极大地简化,但是该规定是否符合《虚假陈述司法解释》对揭露日规定的原意以及是否公平合理,仍值得商榷和深思。

在我国证券市场上,上市公司被立案调查本身就构成重大利空,无论该调查最终是以正式处罚结束还是以撤案处理告终,证券市场都会对“被立案调查”这一信息作出剧烈反应。但事实上,立案调查信息公告后股价下跌,未必是因为虚假陈述被市场知悉,往往是“被立案调查”这一重大利空消息本身或虚假陈述之外的其他因素导致。因此,单纯因为立案调查后股价下跌就认定立案调查公告构成对虚假陈述行为的揭露,值得商榷。

(三) “过错责任”到“过错推定”:控 股股东、实控人被告或将常态化

对于上市公司控股股东、实际控制人承担虚假陈述民事赔偿责任的归责原则,新《证券法》将原来的“过错原则”修改为“过错推定原则”,进一步减轻了投资者的举证责任。从增强被告整体赔付能力的角度考虑,可以预见,未来投资者同时起诉被行政处罚的控股股东、实际控制人可能成为常态化。

(四) “一案一立”到“统一登记”:代 表人诉讼制度将试点推行

新《证券法》第95条和《九民会议纪要》第80至83条均规定在证券虚假陈述民事诉讼中试点、推行代表人诉讼制度。虽然代表人诉讼在《民事诉讼法》第54条中早有规定,但司法实践中却鲜有人问津。此次司法机关和立法机关就推行代表人诉讼制度先后表态,可以预见,在示范判决、委托调解等改革已经初见成效的当下,证券纠纷领域的代表人诉讼制度的落实指日可待。

(五) “默示加入”与“明示退出”:中 国特色的“证券集团诉讼制度”任重 道远

新《证券法》第95条第3款被认为是本次《证券法》修订中最为“激进”的条款之一。根据该款规定,投保机构受50名以上投资者委托,可以作为代表人参加诉讼,并且可以在投资者未明确退出的情况下,代表全部经证券登记结算机构确认的权利人向人民法院登记。可以预见,一旦该制度获得人民法院的支持并最终推行,我国证券侵权民事诉讼将发生根本性变革,虚假陈述行为人或将面临“全民索赔”。不过,作为证券侵权民事诉讼的一项重大诉讼机制突破,该制度的正式落地仍需谨慎。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

证券虚假陈述诉讼 2018年度观察与前瞻

张保生、朱媛媛、金曼特

近年来,随着证券监管趋势从严,越来越多的上市公司及其他市场主体因信息披露违法违规被行政处罚,从而引发大批投资者提起证券虚假陈述民事赔偿诉讼。至2018年年底,最高人民法院出台《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》(下称“《**虚假陈述司法解释**》”)已经十六年。随着虚假陈述案件数量的增加和信息披露违法情形的复杂化,司法实践中各种争议问题层出不穷。

2018年,我们代理十多家上市公司和证券公司应对投资者提起的证券虚假陈述民事诉讼案件数千件,深刻体会到本年度证券虚假陈述民事案件的变化和发展。基于此,我们回顾总结2018年证券虚假陈述民事诉讼的整体情况,并对今后可能的趋势进行展望,以期帮助资本市场参与主体快速、准确、全面地了解虚假陈述诉讼案件的司法现状及动向。

SECTION 001

2018年证券虚假陈述民事诉讼的整体情况

1. 2018年因信息披露违法而被行政处罚的上市公司超过30家

根据2018年中国证监会行政处罚情况综述,2018年中国证监会作出行政处罚决定共计310件,同比增长38.39%,其中,信息披露违法类案件处罚56起¹,涉及上市公司33家。

2. 2018年维权律师征集虚假陈述诉讼新增上市公司超过50家

一旦上市公司因信息披露违法被证券监管部门行政处罚,维权律师便会公开征集符合索赔区间的投资者向上市公司进行索赔,甚至在行政处罚事先告知阶段,维权律师便开始进行预征集。根据新浪股民维权平台统计,因涉嫌虚假陈述而正处于被维权律师公开征集索赔的上市公司有109家,其中2018年新增上市公司超过50家。²

3. 2018年人民法院审理的证券虚假陈述诉讼逾3500件,涉及上市公司超过50家

在中国裁判文书网中,“证券虚假陈述责任纠纷”案由项下共检索到13829起案件(含判决书、调解书、裁定书),其中2018年新增3878件,一审程序2832件、二审程序999件、再审审查程序45件、其他程序2件,涉及上市公司52家。³需要说明的是,由于2018年审理的部分证券虚假陈述诉讼尚未审结,法院受理的证券虚假陈述诉讼的实际数量应远远超过上述数字。

1. 参见中国证监会“2018年证监会行政处罚情况综述”, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwd-d/201901/t20190104_349383.html (最后访问时间2019年1月6日)。
2. 参见“新浪股民维权”平台, <https://wq.finance.sina.com.cn/company/list> (最后访问时间2019年1月6日)。
3. 参见“中国裁判文书网”, <http://wenshu.court.gov.cn/index> (最后访问时间2019年1月6日)。

SECTION 002

2018年证券虚假陈述民事诉讼案件“居高不下”的原因

1. 证券监管部门保持依法、全面、从严监管的高压态势，更多的上市公司被行政处罚

近年来，为深化金融改革、防控金融风险、净化资本市场，中国证监会秉持依法、全面、从严的监管政策，继续提高执法力度的持续性。根据中国证监会稽查执法情况通报，针对信息披露违法违规案件，中国证监会2015年立案调查60件，2016年立案调查73件，2017年立案调查64件，2018年则继续保持高压态势，仅上半年就新增立案39件，同比增长50%，全年处罚信息披露违法案件56件。⁴

4. 参见中国证监会“2018年证监会行政处罚情况综述”，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwd-d/201901/t20190104_349383.html (最后访问时间2019年1月6日)。

2. 2015年“牛市转熊市”和2016年初“熔断”以及之后延续至2018年的A股市场的持续低迷，导致投资者在二级市场的投资损失惨重。在相关上市公司被行政处罚后，投资者有通过提起诉讼止损或减损的维权动力

3. 证券维权律师队伍逐渐壮大

由于证券虚假陈述诉讼案件专业性强、索赔周期长、前期成本高等原因，此前专门代理中小投资者提起诉讼的律师，除宋一欣、许峰、吴立骏、厉健、王智斌、臧小丽等知名证券维权律师外，其他律师参与较少。近年来，随着被行政处罚的上市公司数量激增，大量提起诉讼的投资者获得赔偿，越来越多的律师加入证券维权队伍，参与代理证券虚假陈述案。在我们代理上市公司应诉过程中，见到越来越多的代理原告的新面孔。据了解，目前全国约有近百位律师代理投资者证券虚假陈述案件。

4. 证券维权律师征集方式“互联网化”，并与第三方网络平台合作，使得维权律师更容易征集到大批量的符合索赔条件的投资者

互联网科技的发展极大影响了维权律师的征集方式，维权律师开始利用微信公众号、微博等自媒体在网络上公开征集股民索赔，同时与“新浪维权平台”、同花顺软件内置的“股民维权中心”、《大众证券报》设立的“大众维权易”等第三方平台建立合作机制，利用第三方平台强大的流量优势动辄征集数以千计的股民起诉上市公司。

5. 有些社会资本开始进入证券虚假陈述诉讼领域，为证券虚假陈述维权提供资金支持，投资者和维权律师的诉讼成本和败诉风险被转移

自2015年起，社会资本开始关注和进入证券虚假陈述案件领域，以垫付诉讼费、律师费、差旅费等方式为投资者提供资金支持，降低甚至消除投资者的维权成本，事后再以约定一定比例分享索赔额的方式获取收益。

2018年4月9日，深圳前海鼎颂投资有限公司设立虚假陈述维权专项资金，为符合虚假陈述索赔条件的证券投资者垫付维权所涉及的诉讼费、律师费及其他维权相关的前期费用，将索赔诉讼中案件的诉讼费用损失风险、案件的败诉风险及聘请律师的专业度风险，转移至专项维权资金来承担，以帮助因虚假陈述而蒙受损失的投资者更好地行使权利。⁵

6. 中证中小投资者服务中心提起证券支持诉讼形成引导效应

中证中小投资者服务中心有限责任公司（下称“投服中心”）是中国证监会批复成立的一家公益性投资者保护专门机构，主要职责是为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务。自成立以来，投服中心代表中小投资者对多家上市公司提起证券支持诉讼，2018年，投服中心针对部分证券虚假陈述公开征集受损投资者。

5. 参见“证券虚假陈述行为诉讼维权专项资金成立 更好保护中小投资者利益”，http://www.sohu.com/a/227760917_115124（最后访问时间2019年1月6日）。

SECTION 003

2018年证券虚假陈述民事诉讼的特点

1. 虽然人民法院受理证券虚假陈述案件不再设置前置程序,但未提交行政处罚决定书或刑事判决书的,仍被人民法院驳回起诉

2015年12月24日,最高人民法院在《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中提出,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裁判文书认定为前置条件。当时很多观点认为,此后投资者提起证券虚假陈述民事诉讼,将无需以行政处罚决定或刑事裁判文书为依据。

由于前置程序取消系以立案登记制改革为契机,但并没有修改现行的《虚假陈述司法解释》,也未再出台新的司法解释,因此,在实践中,多数人民法院虽然不以行政处罚或刑事裁判作为立案受理的条件,但在受理案件之后,仍以《虚假陈述司法解释》关于前置程序的规定仍然有效为由,裁

定驳回原告的起诉。例如,2018年3月24日最高人民法院某证券诉讼案⁶裁定认为,根据立案登记制改革规定,人民法院实行登记立案,但没有行政处罚决定或刑事裁判文书的起诉不符合《虚假陈述司法解释》第六条规定的法定受理条件,原审人民法院驳回起诉,并无不当。

2. 在很多案件中,投资者除将上市公司列为被告外,同时将券商、会计师事务所、律师事务所等中介服务机构、上市公司董监高等其他责任主体列为共同被告

此前,受限于上市公司“财大气粗”的固有印象,绝大多数投资者在提起证券虚假陈述诉讼时仅以上市公司为被告。但是,2018年资本市场寒冬持续,上市公司业绩低迷、赔付能力下降,上市公司已经不再是投资者索偿的“保底”选择。

鉴于此,越来越多的投资者在起诉上市公司的同时,将券商、会计师事务所等

6. 参见最高人民法院(2018)最高法民申264号《民事裁定书》。

中介机构及其他责任主体列为共同被告，以增强被告的赔付能力。例如，在“欣泰电气案”中，投资者将证券公司列为共同被告；在“大智慧案”中，部分投资者将立信会计师事务所列为共同被告；在某光伏公司证券虚假陈述案中，部分投资者将大股东江苏紫金电子集团有限公司、江苏省九润管业有限公司列为共同被告；在“鞍重股份案”中，有投资者将证券公司、利安达会计师事务所列为共同被告；在“保千里案”中，有投资者将时任上市公司董事列为共同被告；在某科技公司证券虚假诉讼案中，在中国证监会尚未对金元证券股份有限公司、众华会计师事务所作出行政处罚决定前，就已经有投资者将二者列为共同被告。

3. 法院审理模式向精细化、规范化、科学化转型，效果显著

早年间，由于证券虚假陈述民事案件专业性强，各地法院常见的审理思路大多较为粗放，要么站在保护中小股民的立场全部支持原告诉讼请求，要么以投资者的损失完全是由系统风险造成的为由驳回原告全部诉讼请求，要么竭力推动各方调解

结案，要么酌情认定系统风险剔除比例，相关判决书多呈现出“宜粗不宜细”的特点。

近年来，随着法律职业共同体内各方观点的不断交流和碰撞，人民法院对此类案件的审理日趋精细化、规范化和科学化。例如，不同于此前不对“因果关系”下的“交易因果关系”进行剥离分析的做法，重庆市第一中级人民法院在“北大医药案”⁷中，根据虚假陈述实施日、证券市场的整体波动情况和原告的具体交易行为，对实施日后投资者的买入决策究竟是否系受到案涉虚假陈述行为的诱导进行了严谨分析，进而对被告关于“不存在交易因果关系”的主张予以支持；又如，不同于此前对“系统风险等其他因素”的考察更多拘囿于揭露日到基准日期间的做法，沈阳市中级人民法院在“鞍重股份案”⁸中，通过对比实施日前后和揭露日前后鞍重股份、

7. 参见重庆市第一中级人民法院(2018)渝01民初259号《民事判决书》。

8. 参见沈阳市中级人民法院(2017)辽01民初418号《民事判决书》。

深证综指和行业指数的涨跌情况,判决认为案涉虚假陈述实施前股价暴涨系受重大资产重组预期而非案涉虚假陈述的影响,在揭露日前股价回落也非受到虚假陈述被揭露的影响,因此该部分“泡沫”被挤出导致的损失并非由案涉虚假陈述所致,不应由鞍重股份承担责任。

2018年6月1日,最高人民法院发布《关于加强和规范裁判文书释法说理的指导意见》,明确指出要加强和规范法院裁判文书释法说理工作,提高释法说理水平和裁判文书质量。证券虚假陈述案件审理模式日趋精细化,无疑也是人民法院提升司法公信力、发挥裁判定纷止争和价值引领作用之路上的显著成果。

4. 虚假陈述行为是否具有“重大性”成为常见争议焦点

因《证券法》《虚假陈述司法解释》对于证券侵权行为的重大性问题没有明确规定,实践中对此争议颇大。此前,法院一般认为,信息披露违法行为的重大性问题已经在行政处罚或刑事裁判程序得到认定,故在民事案件审理中可不予涉及而直

接予以认定。但是,从近年来特别是2018年的司法判例看,在存在行政处罚决定的情况下,法院也开始考虑信息披露违法行为是否具备“重大性”的问题。例如,在“祥源文化案”“北大医药案”“顺灏股份案”“益盛药业案”“保千里案”“甘肃皇台案”中,被告的信息披露违法行为是否具备重大性均属于案件审理的主要争议焦点之一,并且在“北大医药案”中,人民法院认定案涉虚假陈述行为不具有重大性。

5. 虚假陈述揭露日的认定仍然是核心争议焦点,并且是司法审判难点

揭露的意义在于向证券市场释放警示信号,但是,对于揭露行为究竟应当对虚假陈述行为揭露到何种程度才能起到充分的风险警示作用,往往存在较大争议。揭露日在判断投资损失与虚假陈述之间是否存在因果关系方面具有重要意义,直接决定了投资者的索赔范围,因此长期以来都是当事人的“必争之地”以及司法审判的重点和难点。

我国的立案调查强制公告制度与境外的通行做法并不一致,美国和我国香港

地区都只要求披露正在进行的法律程序，而不强制要求披露立案调查。而监管机构的立案调查通知书通常仅列明“涉嫌违反信息披露法律法规”或者“涉嫌违反证券法律法规”，并不明确具体的信息披露违法行为。因此，在司法实践中，究竟是以立案调查公告日还是以行政处罚事先告知书公告日为揭露日，经常成为案件的最大争议焦点。而无论认定哪个日期为揭露日，又均难以服众，因而又成为审判难点。

6. 证券虚假陈述“交易因果关系”是否成立得到裁判更多关注

对于证券虚假陈述的交易因果关系和损失因果关系，《虚假陈述司法解释》并未作出明确区分。最高人民法院也仅曾在《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中指出，“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。”

随着司法审判逐渐精细化，各地法院开始逐渐将“交易因果关系”纳入审判视野，即对于在实施日至揭露日期间买入股

票的投资者，不再“一刀切”地认为其交易决策都是受到了虚假陈述行为的诱导，而是通过对投资者交易行为的分析，审慎地对其投资决策与虚假陈述之间是否具有交易因果关系作出认定。例如，重庆市第一中级人民法院在“北大医药案”中判决认为，原告买入股票时间主要在北大医药证券虚假陈述实施日一年后即2014年下半年“牛市”开始后，表明原告的投资行为与北大医药的信息披露违法行为无关，该案所涉的信息披露违法事项与原告投资交易行为没有因果关系。

7. 在被告举证充分的情况下，大多数法院均认定系统风险的存在并将其对投资损失造成的影响予以剔除，但各地法院对系统风险影响比例的确定标准不一

由于《虚假陈述司法解释》第十九条并未明确何为“系统风险”，加之“系统性风险”在传媒领域、金融领域和法律领域的不同定义，此前较多法院对被告关于系统风险的抗辩主张持保守态度，以“证据不足”为由不予支持。

近年来,随着人民法院对“系统风险”的认定和审判思路的不断进步与完善,“在证据充分的情况下考虑系统风险对投资者损失造成的影响并予以剔除”,在审判实践中已经基本形成共识,但是在确定系统风险的影响比例时,各地法院采取的标准仍然有所差异。例如,成都市中级人民法院审理的某案⁹、长春市中级人民法院审理的“益盛药业案”¹⁰,判决均是采用“统一确定系统风险相对比例法”认定系统风险所占比例;但是,上海市第一中级人民法院审理的“创兴资源案”¹¹和上海市高级人民法院二审的“大智慧案”¹²,则均是以“酌情认定”的方式对系统风险所占比例作出认定。

8. 被告代理律师专业化水平的高低,对案件裁判结果的影响重大

证券虚假陈述案件专业性非常强。而根据《虚假陈述司法解释》的规定,只要投资者在虚假陈述实施日至揭露日买入股票,并在揭露日至基准日卖出或持有股票造成损失,则推定虚假陈述行为与投资损失之间具有因果关系,虚假陈述行为人应

承担赔偿责任。因此,一旦上市公司被行政处罚,则抗辩免责和减责的难度非常大。如果上市公司委托的律师不能根据案情提出有说服力的抗辩理由,并进行充分举证,则上市公司败诉的可能性很大。根据我们对2018年证券虚假陈述案件所有判例的研究,在该类案件中,被告代理律师的答辩和应对是否得当对案件裁判结果的影响重大。

9. 原被告双方很难在法院主持下达成调解协议或自行和解

在早期的证券虚假陈述诉讼案件中,由于案件数量较少,在法院的主持、协调下双方当事人容易达成调解协议或在庭外和解。但是近年来,由于案件数量激增、索赔金额非常高,双方当事人对相关法律

9. 参见四川省成都市中级人民法院(2018)川01民初903号《民事判决书》。

10. 参见吉林省长春市中级人民法院(2017)吉01民初1063号《民事判决书》。

11. 参见上海市第一中级人民法院(2017)沪01民初393号《民事判决书》。

12. 参见上海市高级人民法院(2018)沪民终177号《民事判决书》。

问题又存在较大争议,原被告双方当事人在法院主持下达成调解协议或自行和解的难度加大,和解或调解比例很低。

SECTION 004

2019年证券虚假陈述民事诉讼前瞻

◆已经出台超过十六年的《虚假陈述司法解释》越来越难以解决司法实践中日益复杂、疑难的法律问题,导致各地法院对争议焦点的裁判标准长期无法统一。在人民法院已经积累足够审判经验的当下,最高人民法院对司法解释进行修改势在必行。

◆在司法解释修改后,前置程序将被明文废止,而作为证券虚假陈述民事赔偿责任的构成要件之一,被告的行为是否构成证券虚假陈述以及是否具备重大性将成为该类案件最核心的争议焦点,产生更大诉争空间。

◆证券虚假陈述民事案件进入“井喷期”导致法院审判压力过大,以往“一案一立”“一案一审”“一案一结”的立案、审理

和结案方式或将有所调整,“电子卷宗+合并审理+批量结案”以及示范判决机制,可能成为审理模式调整的尝试方向。

◆法院将在精细化审理的趋势上更进一步,对“重大性的认定”“交易因果关系的认定”“系统风险和非系统风险的识别和剔除”“投资差额损失的计算方法”等问题将有更加明确、清晰和有说服力的认定。

◆信息披露的真实、准确、完整、及时是资本市场健康运行的重要基础,由于证券监管部门对信息披露违法行为的打击力度并未减弱,因此未来证券虚假陈述民事案件将继续保持巨大体量。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com

|

CHAPTER

03

证券虚假陈述诉讼 热点问题探讨

证券律师注意义务的 界定及实操

郭克军、魏海涛、姚启明、赵海洋

核|心|观|点

文章拟围绕首次公开发行并上市业务就证券律师注意义务的界定及实操进行分析。

证券发行注册制改革强调以信息披露为核心,更加注重发挥证券中介机构的“看门人”作用。随着新《证券法》特别代表人诉讼机制的实施及证券虚假陈述诉讼涉及的行政或刑事前置程序的取消,起诉中介机构证券虚假陈述诉讼责任的案件数量明显激增,中介机构虚假陈述责任认定问题引发业内高度关注和广泛讨论,在前置程序实质取消的情况下,中介机构是否构成虚假陈述、是否勤勉尽责、有无过错,成为此类案件的核心法律争点¹。

2022年1月22日,最高人民法院发布《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》(下称“《若干规定》”),明确规定了中介机构的过错认定标准,一定程度上肯定了对其他中介机构专业意见的合理信赖。2022年2月27日,中国证监会、司法部、全国律协发布的《监管规则适用指引——法律类第2号:律师事务所从事首次公开发行股票并上市法律业务执业细则》(下称“《执业细则》”)正式实施,进一步明确了证券律师的职责范围及勤勉尽责标准。在此背景下,作为“看门人”之一的证券律师,也面临着更高的执业风险和更严格的执业要求,我们拟围绕首次公开发行并上市业务就证券律师注意义务的界定及实操进行分析,以供参考。

1. 张保生、周伟等:《新<虚假陈述若干规定>系列解读之九:保荐承销机构与证券服务机构的责任》,载《中伦视界》。

我国证券服务机构的注意义务来源于《证券法》 等相关法律法规对证券服务机构“勤勉尽责”义务的要求。

SECTION 001

注意义务的来源

注意义务 (duty of care) 源于对过错 (主要是过失) 的判定, 在现代侵权法上, 无论是大陆法系还是英美法系, 注意义务是过错侵权责任的核心要素。在英国, 所谓注意义务, 是指法律施加于行为人身上的的一种责任。除此之外, 很少有学者对注意义务加以明确的定义²。就证券虚假陈述而言, 美国《1933年证券法》第11条确立了认定证券服务机构承担民事责任的尽职抗辩 (due diligence defenses) 原则, 认定重心在于判定尽职抗辩中的“合理性”, 法院在司法判例中通过区分专家与非专家的方式逐渐形成了对“合理性”的判断标准。我国证券服务机构的注意义务来源于《证券法》等相关法律法规对证券服务机构“勤勉尽责”义务的要求, 对应于美国证券法上的尽职抗辩, 在认定思路与美国证券法关于证券服务机构民事责任的认定殊途同归³。

SECTION 002

注意义务的分类

理论上一般认为, 证券服务机构及其从业人员的注意义务是专业人员的注意义务⁴。《证券法》第十九条、第一百六十三条规定了证券律师的注意义务, 但没有进一步区分。实践中, 对于证券律师法律责任的认定, 我国逐渐确立了特别注意义务与一般注意义务区分的认定思路。早在2007年颁布实施的《律师事务所从事证券法律业务管理办法》中就明确提出, 律师在出具法律意见时, 对与法律相关的业务事项应当履行法律专业人士特别的注意义务, 对其他业务事项履行普通人一般的注意义务。2015年, 全国律协发布实施的《律师从事证券法律业务尽职调查操作指引》进一步明确了一般注意义务的范围, 即尽职调查

2. 屈茂辉:《论民法上的注意义务》, 载《北方法学》, 2007年第1期。

3. 郭克军、孙巍、沈乐行:《证券服务机构虚假陈述责任及风险防范》, 法律出版社, 第3页。

4. 戴谋富:《专家注意业务的本质及判断标准》, 载《求索》, 2010年第7期。

以《管理办法》为总的规范,包括《执业规则》《执业细则》《编报规则》等若干个具体业务指引初步形成了界定证券律师注意义务及判断其勤勉尽责的规范体系。

中律师就财务、会计、税务、评估、行业有关事项仅负有一般注意义务,可出于合理信赖直接援引其他证券服务专业机构的工作成果,除非明知涉及争议或纠纷,律师可不再对该等事项重复核查验证。注册制实施后,特别注意义务与一般注意义务的区分进一步强化。然而,仅区分特别注意义务和一般注意义务,而不对特别注意义务及一般注意义务的具体内涵⁵进行探究,并不能从根本上解决实操中的争议⁶。

中国证监会于2017年4月14日公布的《证监会组织开展律师事务所从事IPO证券法律业务专项检查》⁷中明确律师勤勉尽责的认定标准,判断律师在IPO项目中是否勤勉尽责,可以从两方面考虑:是否严格按照《律师事务所从事证券法律业务管理办法》(下称“《管理办法》”)、《律师事务所证券法律业务执业规则(试行)》(下称“《执业规则》”),及《公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》(下称“《编报规则》”)进行执业,二是在发表法律意见时是否履行了必要的核查验证程序,获取足以支撑发表意见的证据材料。

实操中关于中国证监会对证券律师勤勉尽责的上述认定标准,就程序而言,《执业规则》对证券律师从事证券法律业务的核查方式进行了规定,明确了不同查验事项下不同查验方式的具体操作性规范,侧重于证券律师“怎么查”。就实体而言,《编报规则》对证券律师从事证券法律业务出具的律师工作报告、法律意见书的内容与格式进行了规定,明确了律师工作报告、法律意见书需要发表法律意见的具体内容及格式,侧重于证券律师“写什么”。但证券律师需要核查哪些事项,就核查事项需要核查到什么程度并没有操作层面的指引,实操中证券律师基本按照《编报规则》需律师发表法律意见的事项进行核查,这也造成证券虚假陈述处罚和诉讼案件中各方对证券律师勤勉尽责的争议,特别是涉及证券律师和其他中介机构重合的查验事项及交叉引用事项时。《执业细则》的发布从规则

5.核心是注意义务的具体范围及其程度。

6.郭克军、孙巍、沈乐行:《证券服务机构虚假陈述责任及风险防范》,法律出版社,第3页。

7.中国证监会网站:<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1001550/content.shtml>。

界定特别注意义务应以法律法规及监管机构制定的规范性文件为依据，并参考适用“行业执业规范规定的工作范围和程序要求”。

层面弥补了上述不足，以首次公开并上市业务为核心，详细规定了证券律师需要查验的事项的范围和深度，初步界定了证券律师的职责范围及勤勉尽责标准。

SECTION 003

注意义务的履行

根据上述中国证监会对律师勤勉尽责的认定标准，我们理解，以《管理办法》为总的规范，包括《执业规则》《执业细则》《编报规则》等若干个具体业务指引初步形成了界定证券律师注意义务及判断其勤勉尽责的规范体系。随着证券发行注册制的深入实施，发行人作为信息披露第一责任人的职责正在强化，证券律师作为信息披露辅助者的职责需要重新审视，我们将从注意义务的范围及程度两个方面进一步探讨：

(一) 注意义务的范围

基于专业分工及归位尽责的原则，为防止矫枉过正，我们认为，对证券律师的注意义务范围，应考虑以下方面：

1. 界定特别注意义务应以法律法规及监管机构制定的规范性文件为依据，并参考适用“行业执业规范规定的工作范围和程序要求”，但“职业道德”“行业惯例”等既往认定标准已被明确排除在依据之外

《若干规定》重新界定了证券服务机构责任边界和履职标准，第十八条第二款明确规定证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域。《执业细则》第四条第一款明确规定证券律师对查验过程中的境内法律事项应当尽到证券法律专业人士的特别注意义务，对财务、会计、评估等非法律事项负有普通人一般的注意义务。《执业细则》第二章至第十章就律师需要查验的法



对于和其他中介机构重合的查验事项， 应当坚持以专业领域为核心划清特别注意义务的范围。

律事项进行了详细规定，包括发行人的主体资格、独立性、业务、关联交易和同业竞争、主要财产、公司治理、规范运作、募集资金运作和业务发展目标、发行上市的审议程序及授权等，我们理解，前述事项属于证券律师的工作范围和专业领域，律师需要对此进行核查并发表法律意见，承担特别注意义务。

2. 对于和其他中介机构重合的查验事项，应当坚持以专业领域为核心划清特别注意义务的范围

根据《执业细则》的相关规定，律师需要核查及发表法律意见的事项包括发行人是否满足发行上市的实质条件、关联交易、重大债权债务、规范运作、税务、业务发展目标等，其中：(1) 实质条件涉及发行人的经营财务数据、内部控制评价、科创属性/创业板属性定位、预计市值分析等事项；(2) 关联交易涉及关联方的认定、交易价格的公允性、交易数额及占比等；(3) 重大债权债务涉及重大合同的标准界定、合同履行情况、其他应收、应付等；(4) 规范运作涉及内部控制体系及内控有效性等；(5) 税务涉及税种、税率、财务补助等；(6)

业务发展涉及业务发展规划、主营业务界定等。

上述事项均涉及律师和保荐机构、会计师查验事项的重合，但这是基于不同中介机构专业领域的差异及法定职责定位的不同，要求其从不同的角度进行查验，并不意味着职责边界的不清晰，对此，应当坚持以专业领域为核心划清特别注意义务的范围。就证券律师而言，律师是从合法合规角度查验上述事项，例如：对于其他应收、其他应付事项，律师应根据重大性原则确定发行人金额较大的其他应收、其他应付明细，查验此类其他应收、其他应付相关合同或者协议的履行情况及有效性，至于此类其他应收、其他应付的金额明细汇总及归集是否准确、会计科目处理是否准确等事项并不属于律师的专业领域，律师也就不应对此承担特别注意义务。

3. 对于法律意见中交叉引用其他中介机构的事项，应当负有普通人一般的注意义务

如上所述，律师需要核查及发表法律意见的事项存在和其他中介机构重合的情况，律师也会基于专业领域的不同而交叉

引用其他中介机构的专业意见或基础工作。对于此类事项,应首先判断引用事项是否属于律师应进行专门查验的内容,若并非属于《执业细则》规定的律师应履行特别注意义务的事项范围,则律师并不负有证券法律专业人士的特别注意义务,而仅负有普通人一般的注意义务,据此,就普通人一般的注意义务而言,律师并不需要再就交叉引用事项重复进行调查,而是可以在经过审慎核查和必要的调查、复核,排除了职业怀疑并形成合理信赖的基础上交叉引用。

(二) 注意义务的程度

基于公平原则及过错与责任相当的原则,为防止矫枉过正,我们认为,对证券律师的注意义务程度,应考虑以下方面:

1. 特别注意义务应是普通的证券法律人士的注意义务

律师需要就《执业细则》规定的法律事项查验到什么程度,相关规则并没有也可能无法进行细化。证券虚假陈述属于特殊侵权行为,也应适用侵权法的一般原理⁸,但在实践中存在对证券律师提出过高注意义务要求的嫌疑,在个别处罚案件中,监管

机构有对证券律师做了“专家注意义务”(而不是“专业注意义务”)的要求⁹。我们认为,对于证券律师特殊注意义务的判断,宜采取同行业内、从事相同业务的律师一般情形下通常会履行的注意义务作为标准进行判断,该标准当然高于普通社会成员的注意水平,但也不是本职业团体的最高水平,而是本职业团体的中等水平¹⁰。对于超过普通的证券律师或者法律人士能力范畴的事项以及在证券律师或者法律人士内部可能产生争议的事项,不宜作为证券律师



8. 邢会强:《证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩》,载《清华法学》,2021年第5期。

9. 程金华、叶乔:《中国证券律师行政处罚研究——以“勤勉尽责”为核心》,载《证券法苑》,2017年第5期。

10. 邢会强:《证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩》,载《清华法学》,2021年第5期。

对于和其他中介机构重合的查验事项， 对证券律师的注意义务程度，应考虑：特殊注意义务应是普通的证券法律人士的注意义务； 一般注意义务应遵循排除职业怀疑，形成合理信赖原则。

特殊注意义务的判断标准¹¹，否则，可能出现劣币驱逐良币，进而损害证券市场有效性的后果¹²。例如：在发行上市申报文件中，律师需要对发行人控股股东等相关人员签名盖章的真实性进行鉴证，但就盖章而言，普通的证券律师或者法律人士可以见证盖章行为的真实性，但并不具有识别所盖印章真假的能力。再如：虚增收入通常伴随着虚假合同，但从实操层面，律师通常只核查发行人的重大合同，而不可能对报告期内发行人的全部合同逐一核验，并且律师在审核重大合同时主要关注合同的签署方、签署日期、交易目的、合同标的及合同的履行期限等与合同真实性和可履行性有关的内容，审核以形式审查为主，合同实际如何履行更多地将由会计师来确认，一般只有在形式上出现较明显问题时律师才会采取进一步的核验措施，因此，如果仅以财务造假的结果简单倒推要求律师在尽调中发现虚假合同，可能也超出了普通的证券律师或者法律人士的能力范畴。

需要强调的是，注意义务的程度涉及的具体场景不同，客观上也不可能对相关义务主体应履行的具体程度一概进行规

定，因此只能在秉承上述理解的前提下，在具体案件中结合实际情况作进一步的判断。

2. 一般注意义务应遵循排除职业怀疑，形成合理信赖原则

律师对其工作范围和专业领域以外的

11. “证券律师业务的核心之一是行为‘合法性’审查与判断。尽管在很多时候公司行为是否合法相当明确，很容易就‘合法性’达成方方面面都能接受的专业意见，但是在个别时候，‘合法性’判断会带有一定的主观性、立场性、偏向性，因而容易产生分歧。如果证券律师的行为主要与合法性判断的观点和立场相关，证监会对其行为贴上‘未勤勉尽责’标签时应持有慎重态度。比如，在另一案件中，证监会与律师就上市申请人三个市政工程项目没有进行招标的事实及其法律后果的判断产生了重大争议。我们认为，这个争议涉及疑难性问题的合法性判断，在法律专业人士内部也可能形成合法性判断的意见分歧，因此不宜推断律师没有勤勉尽责。”参见程金华、叶乔：《中国证券律师行政处罚研究——以“勤勉尽责”为核心》，载《证券法苑》，2017年第5期。

12. “十年前虚假陈述的案件提起的诉讼还不多，但如今此类案件的数量巨大，索赔金额惊人，可能远远高于责任人的过错程度。很多虚假陈述并非出于相关责任人员的故意而可能出于过失，而过失是难以避免的。如果处理不当，则可能出现相关责任机构破产倒闭，相关责任人员倾家荡产的不良局面，虽然提高了违法的成本，但太严苛的法律不但危及社会公平，还将危及社会稳定，并导致相应的服务供给不足，这同样有损于资本市场的效率。此正如德国学术界所认为的那样，证券本身属于一种风险资本产品，过分严格要求上市公司和其他义务人的责任会限制资本市场的正常发展和破坏其正常运作功能。因为增强资本市场的吸引力不单纯是对投资人而言，同时也应针对上市公司和中介机构。”参见邢会强：《证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩》，载《清华法学》，2021年第5期。

事项,包括交叉引用其他中介机构的基础工作或者专业意见,如果履行了审慎核查和必要的调查、复核,排除了职业怀疑并形成合理信赖,可以视为其履行了一般注意义务。

根据《执业细则》的相关规定,以交叉引用其他中介机构的基础工作或者专业意见为例,律师需要注意的事项包括:(1)全面阅读证券服务机构出具的专业意见;(2)核查保荐机构、其他证券服务机构及其执业人员的专业资质、经验及独立性;(3)关注保荐机构、其他证券服务机构出具专业意见的前提及假设是否符合所在行业的工作惯例;(4)核查所信赖的基础工作或者专业意见是否属于该机构的专业领域,并具有相应的资料支持。

我们理解,从实操层面,律师并不需要对交叉引用的每一事项均采取上述核查手段,但也不能仅仅通过阅读专业意见就决定合理信赖,而是应当在进行一定的审慎核查工作的基础上,才能合理信赖证券服务机构的专业意见¹³。律师在决定合理信赖前,认为有必要的,才采取实地走访、补充访谈等进一步的核查印证手段。

对于律师工作范围和专业领域以外的且没有其他中介机构专业意见支持的事项,律师应获得充分的尽职调查证据,在对各种证据进行综合分析的基础上进行独立判断,并有充分理由确信所作的判断与所查验的事项不存在实质性差异。

SECTION 004

注意义务及相应责任的完善

回顾我国关于证券律师注意义务的监管历史,虽然初步形成了界定证券律师注意义务及判断其勤勉尽责的规范体系,但在注册制即将全面实施以及证券监管不断

13. 例如:在欣泰电气欺诈发行二审判决中,北京市高级人民法院认为,在审计报告对公司应收账款存在虚假记载的情况下,律师事务所如果以审计报告为据主张免除法律责任的,需要律师事务所有证据证明自己已对财务会计专业问题尽到一般注意义务和对财务会计资料所反映的企业经营合规性和法律风险尽到了核查和验证等特别注意义务。东易律所的工作底稿并未显示出其对从其他中介机构取得的资料依法依规履行了必要的查验程序,对源自其他机构的访谈记录显示部分主要客户未对应收帐款余额进行确认的情况下,东易所没有证据证明其对此履行了查验义务。参见:《北京市东易律师事务所与中国证券监督管理委员会二审行政判决书》,载中国裁判文书网,<https://wenshu.court.gov.cn/>。

在注册制即将全面实施以及证券监管不断法制化、市场化的背景下,应注意不同证券中介机构之间法律责任的定性和统一, 欺诈发行和虚假陈述的细化和区分。

法制化、市场化的背景下,我们建议对以下事项予以关注:

(一) 不同证券中介机构之间法律责任的定性和统一

如上所述,证券虚假陈述属于特殊侵权行为,也应适用侵权法的一般原理,但在规则和实操层面,包括证券律师在内的证券中介机构具体应该承担何种责任,该等责任形态的法理逻辑和司法实操并不完全一致。首先,在证券中介机构与投资者之间,证券中介机构应该承担过错的赔偿责任、无过错的连带责任、过错推定的连带责任、按份责任还是补充责任仍存在不一致和争议。例如:《证券法》第八十五条、第一百六十三条规定了证券中介机构过错推定的连带责任,《最高人民法院关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》规定了会计师在过失情况下仅承担补充赔偿责任及其赔偿责任应以不实审计金额为限,《招股说明书格式准则》要求保荐机构在招股说明书中对先行赔付安排进行承诺。其次,在证券中介机构对外承担赔偿责任之后,证券中介机

构内部相互之间如何确定法律责任仍存在不一致和争议。

上述不一致情况是特定时期我国资本市场发展的缩影,一定程度上有利于保护中小投资者权益。从注册制改革的角度,建议不同证券中介机构之间法律责任的定性和统一应回归《民法典》项下侵权法的原则规定,在《若干规定》已颁布实施的情况下,通过司法审判实践进一步研究和完善。

(二) 欺诈发行和虚假陈述的细化和区分

《若干规定》关于虚假陈述侵权民事赔偿是以证券交易市场为中心展开的,例如



在注册制即将全面实施以及证券监管不断法制化、市场化的背景下， 应注意注册制下审核问询事项的细化和区分。

关于重大性的认定、损失的计算等。我们理解，证券发行阶段的欺诈和证券交易阶段的欺诈还是有明显区别，特别是在判断证券中介机构过错及原因力大小方面，例如在判断欺诈发行的重大性方面，监管部门规定的发行条件、上市条件可能比证券法规定的重大事件更为重要；在判断原因力方面，可能出现证券中介机构存在执业的程序瑕疵，但相关瑕疵对欺诈发行结果的原因力很小或没有原因力，此时，证券中介机构可能受到监管机构的行政监管措施，但并不必然需要承担民事责任¹⁴。

在《若干规定》已颁布实施的情况下，建议通过司法审判实践进一步精细化区分，以便进一步推动证券中介机构执业的规范化和公平性。

(三) 注册制下审核问询事项的细化和区分

根据科创板、创业板注册制相关规则，发行人及其保荐人、证券服务机构对发行上市审核机构审核问询的回复是发行上市申请文件的组成部分，发行人及其保荐人、证券服务机构应当保证回复的真实、准确、

完整，并在回复后及时在交易所网站披露问询和回复的内容。目前在发行上市申报环节，包括证券律师在内的证券中介机构

14. 例如：在欣泰电气欺诈发行二审判决中，北京市高级人民法院认为，如果审计报告出现虚假记载，律师事务所出具的法律意见援引审计报告的意见而出现错误，并不代表律师事务所一定会承担法律责任，只要律师事务所所有证据证明自己在援引审计报告的意见时尽到了相应的注意义务，即使法律意见存有虚假记载，仍无需承担法律责任；如果审计报告存在虚假记载，法律意见直接援引审计报告的意见和结论，且律师事务所不能提供充分而有效的证据证明自己在出具法律意见时履行了相应的注意义务，则律师事务所不能因审计报告具有法律效力而免除法律责任。参见：《北京市东易律师事务所与中国证券监督管理委员会二审行政判决书》，载中国裁判文书网，<https://wenshu.court.gov.cn/>。

又如：在五洋债欺诈发行二审判决书中，浙江省高级人民法院认为，在大公评估公司《2015年公司债券信用评级报告》已提示五洋建设公司控股子公司出售投资性房产事项的情况下，锦天城律所对发行人前述重大资产的处置事项未进行必要的关注核查，未能发现相关资产处置给偿债能力带来的法律风险，存在过错，因此判决锦天城律所在5%范围内承担债务的连带赔偿责任。但我们注意到，该案件中国证监会并没有对锦天城律所作出行政处罚，从中国证监会对德邦证券的处罚来看，明确认定是虚假陈述的行为仅有财务对抵，因此，锦天城律所对上述投资性房产处置事项的核查是否存在过错，监管机构和法院的认识似乎并不一致。

即使存在过错，该等过错对欺诈发行结果的原因力大小或者因果关系，法院也没有进一步论述，我们理解，具体案件中过错的认定及原因力大小的分析还有待于司法审判实践进一步精细化区分。

在注册制即将全面实施以及证券监管不断法制化、市场化的背景下， 应注意境内外上市业务的细化和区分。

通常均会依据各自的执业规则履行查验事项，并承担各自的注意义务，但在审核问询环节，由于监管机构发出审核问询问题的同时也指定了需回复的中介机构，相关的中介机构对需要补充查验的事项并没有选择权，并由此造成中介机构在发行上市申请文件中的重复工作和职责边界的不清晰。例如：在2022年3月披露的审核问询中，律师被要求就“发行人2015年11月股份支付费用的计算过程、依据、会计处理以及对财务报表的影响”及“报告期内发行人与各关联方交易的必要性，量化分析定价依据及公允性，相关销售回款政策是否与第三方客户一致，实际支付情况及资金来源”等类似事项发表意见。

考虑到审核问询的回复也是发行上市申请文件的组成部分，中介机构需对此承担法律责任，从专业分工及归位尽责的角度，我们建议监管机构进一步强化审核问询的针对性，结合中介机构专业职责确定相应的问询回复机构，适度减少不同中介机构之间的重复工作。

(四) 境内外上市业务的细化和区分

2021年12月，中国证监会就境内企业境外发行证券和上市发布征求意见稿¹⁵，境内企业境外发行证券和上市需履行备案程序，并由境内律师出具法律意见。根据《管理办法》的规定，律师从事境内企业境外发行证券和上市业务属于证券法律业务，需要按照《管理办法》和《执业规则》的要求履行查验职责。我们注意到《执业细则》仅就境内首次公开发行上市业务规定了律师的职责范围及勤勉尽责标准，并明确律师需就境内法律事项履行特别注意义务。

我们理解，境内企业境外发行证券和上市征求意见稿正式生效后，有待监管机构就律师在境内企业境外发行证券和上市业务中的职责范围及勤勉尽责标准发布相关指引。同时，就境外法律事项的核查，我们理解此类事项并不属于境内律师的专业

15. 详见中国证监会发布的《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（草案征求意见稿）》和《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法（征求意见稿）》。

领域,因此,不需要履行特殊注意义务,实操中,通常由发行人委托境外律师进行查验并出具法律意见,境内律师通过援引相关境外律师出具的法律意见履行对境外法律事项的查验职责,但随着《若干规定》《执业细则》对合理信赖制度的明确,我们理解,在援引境外法律意见前,境内律师需按照合理信赖要求履行必要的调查和复核工作¹⁶。

结语

《执业细则》和《若干规定》分别从监管层面和司法层面完善了证券律师的职责范围及勤勉尽责标准,初步形成了界定证券律师注意义务及判断其勤勉尽责的规范体系。但由于注意义务的范围和程度涉及的具体场景不同,客观上也不可能对相关义务主体应履行的具体范围和程度一概进行规定,因此只能在秉承上述理解的前提下,

16.例如:在传音控股(688036.SH)科创板上市审核中,境外律师在核查境外诉讼时,仅通过互联网方式进行核查,交易所明确要求境内律师说明境外纠纷的核查方式、境外律师的背景及调查的权威性。

在具体案件中结合实际情况作进一步的判断。从专业分工及归位尽责的角度,我们建议进一步研究和完善不同证券中介机构之间法律责任的定性和统一,进一步精细化区分欺诈发行和虚假陈述,进一步强化审核问询的针对性,以便为注册制的全面实施提供制度保证。



郭克军
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2082
guokejun@zhonglun.com



魏海涛
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2429
weihaitao@zhonglun.com



姚启明
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2433
yaoqiming@zhonglun.com



赵海洋
非权益合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2416
zhaohaiyang@zhonglun.com

证券虚假陈述下 减免责抗辩 ——基于系统性及 非系统性风险因果关系 归责的视角

刘洪蛟、徐志豪

核|心|观|点

在应对证券虚假陈述责任诉讼中,应争取援引系统性风险和非系统性风险抗辩来减免责任。

2022年1月21日,最高人民法院发布了《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》(下称“**新司法解释**”),取代已经实施将近二十年的《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》(下称“**旧司法解释**”)。本文拟以因果关系认定中证券市场的系统性风险及非系统性风险归责阻断为切入视角,对证券虚假陈述责任的减免责抗辩进行分析。

**证券虚假陈述本质上属于侵权行为，
系统性风险或非系统性风险抗辩在于阻断侵权要件中因果关系的成立。**

SECTION 001

**证券虚假陈述责任的构成要件之
因果关系归责阻断**

在法律性质上，证券虚假陈述行为属于侵权行为，具体到证券虚假陈述责任层面，结合证券法及司法解释的规定，其责任构成要件包括：

- (1) 信息披露义务人实施了虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的虚假陈述行为(侵权行为)；
- (2) 投资者发生投资损失(损害事实)；
- (3) 投资者系基于虚假陈述行为买入或卖出相关证券，且相关证券的价格波动系由于虚假陈述所导致(因果关系)；及
- (4) 信息披露义务人的无过错责任及其他相关主体(如董监高及中介机构等)的过错推定责任(主观过错)。

相应地，如信息披露义务人或其他相关主体意图否认或减轻其责任，则需要对前述构成要件进行拆解和抗辩，证明构成要件在整体上未能被全部满足。

就其中因果关系抗辩，从司法实践来看，可以系统性风险¹或非系统性风险²来做

责任阻断抗辩，即只要证明相关证券的价格波动系由于该等系统性或除虚假陈述行为本身之外的其他非系统性风险所导致，即便其实施了虚假陈述行为，在逻辑上亦无须承担侵权责任。

SECTION 002

新老司法解释对系统性及非系统性风险纳入裁量范围的规定

新旧司法解释均对系统性风险及非系统性风险抗辩可以纳入归责裁量范围作出了规定，其中旧司法解释的规定相对简单和模糊，导致了在司法实践中存在一定的争议，甚至在部分案件中出现了只认可系统性风险而不认可非系统性风险的影响的

- 1.通常而言，是指由整体政治、经济、社会等环境因素对证券价格所造成的影响，包括政策风险、经济周期性波动风险、利率风险、汇率风险等。
- 2.又可称为公司特有的风险，包含总风险中扣除系统性风险之外的、且并非虚假陈述行为本身的，部分偶发性风险，如公司经营管理风险、财务风险、虚假陈述、遭遇刑事调查或行政处罚等。

系统性风险的根本特征在于具有普遍性且不为个别市场主体所控制,此为个体主张免责的正当性依据所在。

情况。而新司法解释则更加贴合实际,在上述上向前迈了一步,规定得更加直接和明确,其第三十一条规定“被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的,对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩,人民法院应当予以支持。”

在前述列举的风险中,证券市场的风险为整个市场参与者所共同面临,不为特定市场主体所控制,可归为系统性风险作为减免责任事由自不待言;而他人操纵市场、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等特定或偶发的事项则属于非系统性风险,也可以纳入减免责任抗辩事由范围。但需说明的是,新司法解释亦或是其他法律法规也尚未对“证券市场系统风险”或“证券市场的风险”进一步加以详细列明,在司法实践中如何认定主要依赖于法官的自由裁量权,有较大的弹性裁量空间。

SECTION 003

司法实践对系统性风险减免责任抗辩的认定

1. 共识:普遍性及不为个体所控制是系统性风险的本质特征

司法实践一般认为,系统性风险是整个市场参与者所共同面临的固有风险,其具有普遍性且不为个别市场主体所控制,这也是信息披露义务人不应为系统性风险导致的结果承担赔偿责任的正当性依据所在。

例如,浙江省高级人民法院在其审结的(2021)浙民终205号案中就认为“证券市场系统风险是指由整个政治、经济、社会等环境因素对证券价格所造成的影响。风险所造成的后果具有普遍性,不可能通过购买其它股票保值。无论是系统风险还是其他因素,均应对证券市场产生普遍影响的风险因素,对证券市场所有的股票价格产生影响,这种影响为个别企业或行业不能控制,投资人无法通过分散投资加以消除”;类似的,广东省高级人民法院在其

早期司法实践常以相关指数波动情况作为 判断系统性风险影响的依据。

审结的(2018)粤民终1340号案³中亦认为“系统风险是指国家宏观经济政策变化、汇率波动等对证券市场产生普遍影响的市场风险,属企业实体之外的因素,对该类风险个别企业实体无法控制”。

2. 传统裁量参考标准:以指数波动为判断系统性风险影响程度的晴雨表

风险的存在本身不代表其在每个具体个案中都会发挥决定性影响,其影响的有无及大小相对难以界定,这也是过往司法实践对系统性风险进行认定的难点所在。在具体案件中,被告如要成功援引系统性风险做减免责任抗辩,根据诉讼举证规则,需要举证证明系统性风险的影响在多大程度上造成了原告的损失,并据此主张减免己方的责任。

在早期的司法实践中,在被告进行抗辩和相应举证的情况下,法院亦通常会审查相关指数是否出现大幅度的波动,以判定系统性风险在个案中是否为投资者投资损失的肇因。具体而言,一般可分为以下三种情形:

1) 个股与指数波动一致,被告或可全

部免责。在此情形中,通常可以推定个股的价格变动是由于整体市场的风险因素所导致,与虚假陈述没有因果关系。如在最高人民法院审理的(2017)最高法民申4532号“亚太实业案”中,法院认定被告亚太实业公司在揭露日至基准日期间的股价跌幅与大盘基本一致,系统风险对亚太实业个股的影响比例近于100%,进而认为原告的案涉股票投资全部损失均由证券市场系统风险所致,驳回原告诉讼请求。

2) 个股与指数波动方向相反,被告的减免责任抗辩主张可能不被采纳,需承担证券虚假陈述的赔偿责任。在此个股价格逆市而行的情境下,依常理和感觉就不难先入为主地得出系统性风险对投资者损失并无助力,而是应归责于虚假陈述行为的倾向性判断。例如在广东省高级人民法院审理的(2018)粤民终439号案⁴中,法院查明案涉股票呈4.87%下跌,而同时期的上证

3. 参见(2018)粤民终1340号。

4. 参见魏某某诉江苏保千里视像科技股份有限公司、陈某某、蒋某某、庄某1、庄某2证券虚假陈述责任纠纷案,(2018)粤民终439号。

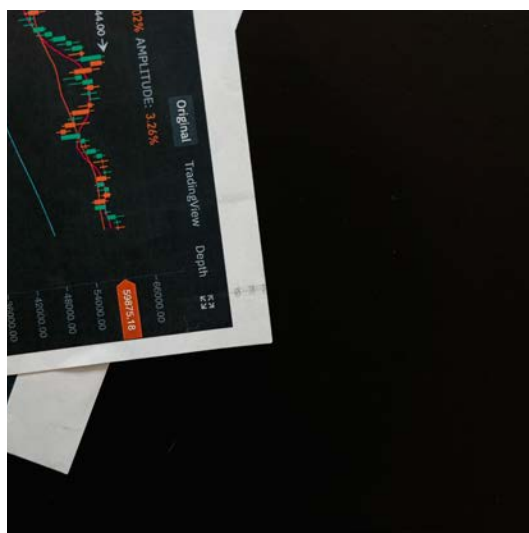
参考相关指数波动情况判断系统性风险的做法 缺少科学定量的依据。

指数却上涨6.02%，深证成指亦上涨4.60%，据此法院认定不足以说明存在系统风险和行业风险，案件不存在损失是由证券市场系统风险等因素所导致的因果关系的例外情形，对被告的减免责抗辩不予支持。

3) 个股波动幅度大于指数波动，可剔除系统性风险影响的部分损失。在个股波动与指数波动方向一致但幅度大于指数波动的情况下，其波动通常是虚假陈述及系统性风险等其他因素综合导致的结果，由信息披露义务人承担全部的责任显然不是公平之举，在司法实践中通常会结合相对波动比例的大小对系统性风险所影响的部分损失予以剔除。例如在山东省高级人民法院审结的(2016)鲁民终1682号案⁵中，法院查明在揭露日至基准日期间A股化学纤维板块下跌幅度为23%，案涉股票的下跌幅度为30%，占比为76.67%；深市A股的下跌幅度为10%，案涉股票的下跌幅度为30%，占比为33.33%，因此综合考虑大盘和行业板块对案涉股票个股的影响，以55%⁶作为该案系统风险因素的剔除比例。

3. 新的裁量趋势：借助第三方专业机构和计算模型量化认定系统性风险影响程度

随着证券虚假陈述纠纷案件的日益多发和司法实践经验的积累，裁判机构亦发现，过往的简单参照大盘或行业板块指数判断系统性风险是否在投资者损失中发挥作用的做法缺少科学定量的依据，亦无法兼顾不同投资者买卖标的股票的时间、数量之差异等个性化因素，存在一定弊端。因此，在近几年的司法实践中，逐渐有法院开



5. (2016)鲁民终1682号。

6. 即, $(33.33\% + 76.67\%) / 2$ 。

司法借助专业机构的计算模型核定包括系统性风险、证券虚假陈述在内的各种因素在投资者损失中的作用渐成趋势。

始借助专业机构的力量来进行损失和因果关系认定,通常做法是委托第三方专业机构利用其量化计算模型核定包括系统性风险、证券虚假陈述在内的各种因素在投资者损失中的作用,并出具专业报告。目前主要的损失核定机构包括中证资本市场法律服务中心有限公司、中国证券投资者保护基金有限责任公司、上海高金金融研究院和深圳价值在线信息科技股份有限公司。

例如,西安市中级人民法院在其审理(2021)陕01民初568号案⁷的过程中,则委托中证资本市场法律服务中心对原告的损失金额进行核定。中证资本采用“同步指数对比法”,将每个投资者持股期间的个股跌幅与参考指数(上证综合指数、申万一级行业指数和申万三级行业指数)的平均跌幅进行对比,用相对比例法扣除系统风险的影响,同时考察指数变化与股价变化,充分考虑投资者买入股票数量和指数波动因素,将投资者每笔买入股票的数量与参考指数当日收盘数值相对应,买入股票数量的权重能够在指数上得到反映,并根据投资者在揭露日后卖出及基准日持股情况扣除证券市场系统风险比例,并最终得出投

资者损失未受到证券市场系统风险影响的结论。

再如,上海金融法院与上海高金金融研究院合作开发的系统,采用“收益率曲线同步对比法”对系统风险因素和非系统风险因素进行核定,在“上海普天”案、“中安科”等案件中采用该方法进行核定。

因此有理由预计在未来的证券虚假陈述纠纷案件的裁判中,法院会更多地参考专业机构对投资者损失的核定结果,而非简单地自行酌定裁量,以促使裁判结果更加公平合理。

SECTION 004

司法实践对非系统性风险减免责任抗辩的认定

相较于系统性风险,非系统性风险因素在司法实践中更是呈现出多样性和争议性。旧司法解释仅规定“证券市场系统风险

7. 参见艾某某诉金花企业(集团)股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,(2021)陕01民初568号。

相比系统性风险,非系统性风险因素更难以识别和判定, 过往存在司法不认可的情况。

等其他因素”,而未对“其他因素”进行举例或列举,导致法院在裁判时较为谨慎,甚至存在以法律没有明文规定为由不予支持非系统性风险抗辩的情形。如在广州市中级人民法院审理的(2020)粤01民初2171号康美药业案⁸中,法院就认为“按照《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》第十九条之规定,缺乏扣除非系统风险导致的损失的法律依据”。

另外,与系统性风险的影响可以依赖指数波动情况进行量化计算不同,非系统性风险的界定、对个股价格的影响有无、影响大小均更加难以判定,亦很难举证予以证明,这也导致法院很难查明应予扣减的金额,从而出现部分法院对此抗辩不予支持的情况。如在前述康美药业案中,法院就还认为“部分被告提出了诸如经营不善、实际控制人曾行贿等应当扣除非系统风险的理由,但未举证证明何种事件应当作为非系统风险,也未证明该等事件独立于虚假陈述行为对康美药业股价产生消极影响”。

但不难理解的是,个股的价格是受多方面因素影响的,如新司法解释所列举的

他人操纵市场、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等非系统因素所导致的价格波动均由信息披露义务人来承担显然也不合理。事实上,尽管过往司法实践中存在部分对非系统性抗辩不予认可的案例,但也有部分法院在裁判中对此予以了支持,进行了有益实践,比如:

1. 因他人操纵市场导致的损失可予以责任扣减

如在江苏省高级人民法院审结的(2017)苏民终2154号案⁹中,法院认为“虽然文峰股份在公告中未如实披露陆某某系代文峰集团持有该14.88%股权这一信息,且因此受到证监会处罚,但该发布公告行为本身与文峰股份发布“高送转”等信息、徐某控制账户组实施交易、徐某某通过大

8. 参见顾某某、刘某某等11名投资者诉康美药业股份有限公司、马某某、许某某等证券虚假陈述责任纠纷案,(2020)粤01民初2171号。

9. 参见王某某诉文峰大世界连锁发展股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,(2017)苏民终2154号。

新司法解释时代， 主张非系统性风险抗辩更加“有法可依”。

宗交易减持等行为具有紧密关联性及其不可分割性，已共同构成操纵市场之行为并实际造成证券价格异常波动，故原告以虚假陈述为由要求文峰股份承担赔偿责任的主张，于法无据，本院不予支持”。

2. 尽管难以量化，但非系统性风险仍可作为酌定减轻责任的事由

在深圳中院审理的(2019)粤03民初2196号“联建光电案”中，深圳中院在委托中证法律服务中心进行损失核定、剔除系统风险影响因素的结果基础上，综合考虑该案所涉期间较长、联建光电发布的资产收购信息对投资者投资决策、投资损失具有影响、虚增利润占比较小等因素，进一步酌定扣除50%的其他因素造成的投资损失。

此外，在济南市中级人民法院审理的(2021)鲁01民初1723号案¹⁰中，法院认为“天业公司存在除虚假陈述外的自身经营风险因素，天业公司2017年度出具非标准意见审计报告，天业公司2017年度净利润为-227,455,972.32元。可以看出，天业公司股票本身系弱势股，该部分属于天业公

司经营管理不善、内控制度存在缺陷等自身经营风险因素造成；并且天业公司该自身经营风险因素对股价的影响在虚假陈述揭露后仍会持续存在，故也应在本案虚假陈述赔偿中剔除……另外重大资产重组终止导致投资者预期落空、信心受挫，很大程度上也影响了天业公司股价的下跌。综上，系统风险因素、天业公司自身经营风险因素、投资者自身投资风险因素与天业公司虚假陈述行为被揭露产生叠加效应，共同加剧了天业公司股价的下跌，综合考量上述因素判定天业公司承担30.2%的赔偿责任”。

基于以上，在新司法解释对非系统性风险进行进一步阐明前，司法实践已经做了一些有益尝试。新司法解释时代，主张非系统性风险抗辩更是“有法可依”，不难预测将会有更多的案例对该抗辩角度予以支持。

10. 参见熊某某等10名投资者诉济南高新发展股份有限公司、瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)证券虚假陈述责任纠纷案，(2021)鲁01民初1723号。

在应诉举证时，
可考虑借助专业机构的力量。

SECTION 005

信息披露义务人的应对建议

对于信息披露义务人来说，在应对证券虚假陈述责任诉讼中，针对个案情况，应考虑聘请专业机构来识别分析及争取援引系统性风险和非系统性风险抗辩来争取减免责任，尽可能地收集证据证明系统性风险和除虚假陈述行为本身之外的其他非系统性风险对投资者损失所造成的影响并主张对该部分减免责任，一旦抗辩成功，无疑将有可能大幅度地降低乃至免除赔付责任。



刘洪蛟
合伙人
私募基金与资管部
深圳办公室
+86 755 3325 6366
liuhongjiao@zhonglun.com

证券虚假陈述 ——中介机构责任浅析

刘新宇、葛舒、张培培、杨海鹏

核|心|观|点

作为证券市场“看门人”，中介机构在虚假陈述侵权纠纷中的责任范围及职责边界亟待厘清。

为正确审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件，规范证券发行和交易行为，保护投资者合法权益，维护公开、公平、公正的证券市场秩序，2022年1月21日，最高人民法院颁布《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，以下简称“新《虚假陈述若干规定》”），并于次日起正式施行。

中介机构作为证券发行的“看门人”，在资本市场中有着不可替代的重要地位。厘清中介机构在证券虚假陈述纠纷中的职责边界、过错标准，有助于进一步激励中介机构审慎履行“看门人”职责，以及全面推行证券发行从核准制向注册制转变。接下来，本文将聚焦中介机构的范围及职责边界，以及其在证券虚假陈述纠纷中的责任形态这两个特定问题进行论述。

新《虚假陈述若干规定》细化并扩大了该司法解释的适用范围, 包括证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所及区域性股权市场(参照适用)。

SECTION 001

中介机构的范围及职责边界

新《虚假陈述若干规定》在2003年发布实施的《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》(以下简称“原《虚假陈述若干规定》”)的基础上, 细化并扩大了司法解释的适用范围以及可能承担责任的中介机构的范围。实践中, 在判断可能需要承担责任的中介机构时, 可以从以下几个维度切入:

(一) 特定场所

新《虚假陈述若干规定》明确扩大了证券虚假陈述侵权案件的适用范围, 将原《虚假陈述若干规定》中的“证券市场”¹扩大至“证券交易场所”², 回应了之前司法实践中存在争议的全国中小企业股份转让系统能否适用原《虚假陈述若干规定》的问题。同时, 本次司法解释还明确区域性股权市场亦可参照适用新《虚假陈述若干规定》的相关规定, 从而进一步扩大了证券虚假陈述侵权规则适用的特定场所, 贯彻落实了对资本市场财务造假零容忍的

监管要求, 畅通了各个资本市场板块中投资者的权利救济渠道。

1. 证券交易场所

根据新《虚假陈述若干规定》第34条的规定, 证券交易场所是指证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所。截至目前, 前述证券交易场所包括上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所和全国中小企业股份转让系统(新三板市场)。

2. 区域性股权市场

根据《国务院办公厅关于规范发展区域性股权市场的通知》第1条、《区域性股权市场监督管理试行办法》第3条的规定, 区域性股权市场是指为其所在省级行政区域内中小微企业证券非公开发行、转让及相关活动提供设施与服务的场所。截至目前, 全国共有三十余家区域性股权市场, 如北京股权交易中心有限公司、上海

1. 指发行人向社会公开募集股份的发行市场, 通过证券交易所报价系统进行证券交易的市场, 证券公司代办股份转让市场以及国家批准设立的其他证券市场。

2. 即证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所。

保荐、承销机构和各类证券服务机构作为参与证券市场业务的中介机构主体,各自承担相应职责。

股权托管交易中心、江苏股权交易中心、浙江省股权交易中心及深圳前海股权交易中心等。

(二) 特定职能

1. 中介机构的范围

就中介机构的范围,新《虚假陈述若干规定》区分了保荐机构、承销机构和证券服务机构。

(1) 保荐机构、承销机构

公司在上海证券交易所、深圳证券交易所首次公开发行股票并上市以及在北京证券交易所公开发行股票并上市时,由证券公司担任其保荐机构/承销机构。

公司在全国中小企业股份转让系统申请挂牌时,由证券公司担任其主办券商并推荐其挂牌。由于公司申请挂牌时不涉及证券发行,故此时证券公司不属于保荐机构/承销机构。新《虚假陈述若干规定》规定,在全国中小企业股份转让系统从事挂牌和定向发行推荐业务的证券公司也与保荐机构、承销机构适用同样的标准。新《虚假陈述若干规定》对其可适用的证券交易场所及证券业务的进一步明确,解

决了此前实践中关于证券公司担任全国中小企业股份转让系统推荐券商相关法律适用的争论。

同理,公司在区域性股权市场进行挂牌时,由证券公司担任其推荐机构。尽管此时证券公司没有保荐、承销的职能,但参照证券公司担任全国中小企业股份转让系统主办券商的职能规则,在区域性股权市场从事挂牌推荐业务的证券公司亦可以被纳入新《虚假陈述若干规定》所认定的中介机构范畴。

(2) 证券服务机构

根据《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定》第2条的规定,证券服务机构主要涵盖会计师事务所、律师事务所以及从事资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的相关机构。

2. 不同中介机构的不同职责

不同的中介机构在为不同证券市场中的不同证券提供服务时的职责是不同的。

新《虚假陈述若干规定》第17条对保荐机构、承销机构的职责划分相对较为细致:对于信息披露文件中的相关内容,保荐机构、承销机构需要按照法律、行政法

中介机构是否勤勉尽责应根据其具体行为作出时有效的 法律法规及部门规章等进行判断。

规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求进行审慎尽职调查;对于信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容,保荐机构、承销机构需要进行审慎尽职调查和独立判断;对于信息披露文件中有证券服务机构出具专业意见的重要内容,保荐机构、承销机构需要进行审慎核查和必要的调查、复核。

新《虚假陈述若干规定》第18条亦对证券服务机构的职责亦进行了明确:证券服务机构的职责限于其工作范围和专业领域,即证券服务机构的“特别注意义务”仅限于其“工作范围和专业领域”。

3. 同一中介机构在不同时间阶段的 职责

同一中介机构在为同一证券市场中的同类证券提供服务时,其职责边界也可能是变化的,实践中需要根据其提供服务时点的有效规定来明确其职责。例如,证券公司在全国中小企业股份转让系统从事挂牌推荐业务,有关其工作流程、职责范围的规定是随着市场发展不断完善。中国证监会于2013年颁布的《全国中小企

业股份转让系统主办券商推荐业务规定(试行)》初步规定了主办券商的职责。后续为了防范挂牌推荐业务的风险,进一步明确明确了主办券商挂牌推荐的各项职责,中国证监会在2018年对该规定进行了修订并增加了更多的要求。例如要求主办券商内部控制符合《证券公司投资银行类业务内部控制指引》、增加项目组成员人数和专业知识与履职能力要求、细化内核要求等。若证券公司系因2013年为企业挂牌提供推荐业务时存在虚假陈述导致被诉,则在判断证券公司在推荐业务中是否勤勉尽责,需要根据届时有效的规定进行判断,不得随意扩大。

SECTION 002

证券虚假陈述纠纷项下中介机构的 责任形态

(一)“刚性连带责任”与“比例连带责任”

1. 对《证券法》下连带责任的一般性 理解

关于证券虚假陈述中介机构责任形

现行《证券法》下中介机构的责任规则与其他司法解释之间的关系。

态的问题,最早可以追溯到1998年《证券法》。根据该法第161条规定,各类证券市场中的中介机构仅需“就其负有责任的部分承担连带责任”,这一规定或可被视为“比例连带责任”最早的雏形。值得注意的是,届时承销的证券公司和发行人被放在同一个序列,均需对投资者在证券交易中遭受的损失“承担赔偿责任”(1998年《证券法》第63条)。

而在2005年对《证券法》进行修订时,该法第69条、第173条调整了1998年《证券法》中关于中介机构责任形态的相应规则,规定存在过错的各中介机构(包括证券公司在内)应当与发行人(委托人)承担“连带赔偿责任”,且该规则一直沿用至今(现行2019年《证券法》第85条、第163条)。

因此,早期的实践中一般认为,2005年之后的《证券法》对中介机构所承担连带责任的规定就是“刚性”的,即不区分中介机构的过错是故意还是过失,都要承担绝对连带责任。例如,中介机构不能证明自己没有过错的,就要承担全部100%的连带责任;中介机构能够证明自己没有过

错的,就无需承担连带责任。

2. 《证券法》与相关司法解释间的规则“冲突”

值得注意的是,不要求中介机构对全部损失承担连带责任的规则在相关司法解释中得以保留,例如:

2007年颁布的《关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》(以下简称“《**审计侵权若干规定**》”)区分了会计师事务所的故意和过失,并规定只有在会计师事务所故意侵权时才与被审计单位承担连带责任,在过失的情况下“应当根据其过失大小确定其赔偿责任”;2019年出台的《全国法院民商事审判工作会议纪要》第六章第一节“关于证券虚假陈述”的引言部分中指出“责任承担应与侵权行为及其主观过错承担相匹配”;2020年颁布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》中提出了对中介机构应“考量其是否尽到了勤勉尽责义务,区分故意、过失等不同情况,分别确定其应当承担的法律责任”的要求。

考虑到相关司法解释的颁布实施时间相较2005年《证券法》的规则更晚,有观

我国司法实践中适用“比例连带责任” 的尝试与突破。

点认为《证券法》有关中介机构责任形态的规则实质上已经被相关司法解释所“修订”³,只是囿于《证券法》的较高法律位阶,而暂未对其做出调整。

3. 司法实践中“比例连带责任”的尝试和突破

结合近年来的司法判例,我们可以进一步看出法院对中介机构责任形态的态度发生了明显转变:

在诸如某科技公司案⁴、“沈机集团案”⁵等早期案件中,法院的说理均止步于“中介机构存在过错,构成共同侵权”的地步,基于现行《证券法》的规定以及共同侵权理论直接得出推出了“中介机构需承担连带赔偿责任”的结论,未就中介机构实际过错大小及责任大小作出具体的回应。

在华泽钴镍案⁶中,一审法院区分了中介机构的过错程度并在此基础上判决证券公司承担40%的连带赔偿责任,会计师事务所承担60%的连带赔偿责任,实现了对“比例连带责任”规则的首次尝试。尽管该判决最终被二审法院所纠正,但该案的一审裁判为后续法院跳出“刚性连带责任”,转向“比例连带责任”撕开了口子,提

供了思路。

在被业界称为“比例连带责任第一案”的“中安科案”⁷中,法院回溯了1998年《证券法》的最初规定,并在分析2005年后《证券法》历次修改变化以及原《虚假陈述若干规定》和《审计侵权若干规定》中的相关表述的基础上,通过目的和体系解释创造性地得出了“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”的结论,打破了此前证券虚假陈述纠纷案件中中介机构需全额承担“刚性连带责任”的刻板局面,体现了法院对法律原理、责任分配合理性等问题的审慎考量。此后,在“五洋债案”⁸“康美药业案”⁹等新一批虚假陈述案

3. 参见余学文、陈伟江、荣佳:《百宸观点 | 为什么是“比例连带责任”?— 中安科案简评》,链接:<https://mp.weixin.qq.com/s/MG2L66t4O5PfunMEKC6n7A>。

4. 参见成都市中院(2019)川01民初3629号民事判决书。

5. 参见云南省高院(2020)云民终225号民事判决书。

6. 参见四川省高院(2020)川民终293号民事判决书。

7. 参见上海市高院(2020)沪民终666号民事判决书。

8. 参见杭州市中院(2020)浙01民初1691号民事判决书。

9. 参见广州市中院(2020)粤01民初2171号民事判决书。

实务中存在对“比例连带责任” 的质疑观点。

件中,法院基本都采取“比例连带责任”的裁判思路,根据过错程度判决各中介机构在具体比例范围内承担连带赔偿责任。

结合前述相关司法解释的规定以及实践中的具体案例,不难看出,实务裁判界在证券虚假陈述侵权案件中日益强调“过罚相当”的基本原则,已经逐渐形成了“要求责任与过错相一致,而不是采取一刀切,不问过错程序一律让中介机构承担全部连带责任”的共识。¹⁰

(二)“比例连带责任”规则的理解

1. 对“比例连带责任”的质疑

关于如何理解法院“比例连带责任”的安排和《证券法》规定的“刚性的连带责任”之间的关系,实务中存在不同的观点:

一种观点认为,“比例连带责任”是法院在“中安科案”“五洋案”等一系列代表性案例中对《证券法》“连带责任”的一种创新性的解释¹¹,具有积极的意义,这也是我们所秉持的观点;但同时,也有不少观点对“比例连带责任”提出了不同程度的质疑,甚至有观点认为“比例连带责任”的本质是连带责任、按份责任的集合体,该

种组合责任形态的弊端更大且难以自圆其说¹²,主要问题体现在以下两个方面:

(1)“比例连带责任”缺乏明确的规范依据

如前分析,在1998的《证券法》中,基于法条的表述,中介机构的责任尚有“部分连带责任”的适用空间。但是,从2005年《证券法》经多次修订后至现行2019年修订的《证券法》,中介机构的连带责任都应

10. 在2021年3月9日两会《最高人民法院工作报告》的访谈中,最高人民法院审判委员会专委刘贵祥大法官专门强调:“在有些财务造假案件中,中介机构对企业的财务造假活动,因为核查手段等限制没有发现,在这种情况下,人民法院也强调责任追究的过罚相当,责任与过错相一致,而不是采取一刀切,不问过错程序一律让中介机构承担全部连带责任”。

11. 可参考傅远泓:《论“部分连带”责任效果的类型化及适用》,载《民商法论丛》2020年第3期;邹志强、尹一航:《中介机构生死劫:聚焦ST中安“比例连带责任”第一案》,链接:<https://mp.weixin.qq.com/s/BScu27aTXgWLSU-ZHINc-ZQ>;刘东、邓晓明:《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》,链接:<https://mp.weixin.qq.com/s/rGgm7SiSc03d5UMP-aG72bA>;张会会、游冕:《“中安科案”评析:比例连带责任和前置程序的新理解》,链接:<https://mp.weixin.qq.com/s/zCwRs10HsO96CX07nfq61g>等。

12. 可参考秦悦民、郑润锦、于焕超:《“比例连带责任”之反思:目标、困境及替代方案》,链接:<https://mp.weixin.qq.com/s/ORmvV5s5aP4PPAfXpbqbTQ>。

“比例连带责任”是对“连带责任”的扩大解释,具有法理基础, 符合“过罚相当”的基本原则。

该是“刚性”的。因此,从现行《证券法》的层面来说,并没有明确的“比例连带责任”的法律适用依据。

(2)“比例连带责任”的法理基础并不扎实

从法理上说,“比例连带责任”的法理基础并不扎实。基于一般理解,连带责任具有“对外需连带承担全部责任,对内可按份追偿”的基本特征,但在比例责任形态下:对外,若为中介机构对外承担责任的范围设置了具体比例,违反了连带责任中“连带责任中的每个主体都需要对投资者承担全部责任”“外部投资者可向任意一个或多个连带责任人承担全部或部分责任”的基本原理;对内,法院裁判的比例范围是否意味着各中介机构承担的最终责任比例这一问题仍然存在争议,该比例划分并未实质解决内部追偿和执行过程中的混乱局面。

2. “比例连带责任”之我见

针对上述观点,无法否认的是,当前法律法规确实未创设直接的“比例连带责任”的规范依据,但这并不意味着“比例连带责任”是无根之木、无源之水。

实际上,我们认同“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”的观点。尽管这一理解是对《证券法》中“连带赔偿责任”的一种扩大解释,是对《证券法》“刚性连带责任”的突破,但我们认为这种突破具备合理合法性:

(1)从法律解释的角度

从文义解释出发,现行《证券法》中并未对“连带赔偿责任”的概念做出细致化的界定,即未明确“连带责任”仅指向“全部连带责任”这一种,为将“比例连带责任”解释为“连带责任”的一种特殊类型预留了空间。

从体系解释来看,正如“中安科案”中法院的说理逻辑,回溯到1998年的《证券法》,届时规则中存在“就其负有责任的部分承担连带责任”的表述,同时结合前述司法解释的相关规定,“比例连带责任”可以在其他规范中找到依据。此外,考虑到新《虚假陈述若干规定》第13条在《证券法》规定的过错基础上进一步区分了“故意”和“过失”两种形态,就是在为过失情形下打破“刚性连带责任”留出裁量空间,

“比例连带责任”规则既能保证责任主体对外向投资者就全部损失承担连带责任,也不影响责任主体内部根据过错大小划分实际责任。

此时若仍坚持不论过错大小一律承担全部连带责任的绝对连带责任立场,上述安排便毫无意义。

从目的解释的角度,在特殊而复杂的证券市场背景下,“比例连带责任”制度的设置,一方面,能够实现对中介机构的高压态势、保护投资者利益最大化的政策导向;另一方面,又能在考虑中介机构的职责范围和过错行为的基础上,基于公平合理的原则,判定中介机构所应承担的责任,符合“责任与其过错相适应”的基本原则。

(2)从法理基础的角度

另外,从法理上来说,我们认为“比例连带责任”是证券虚假陈述纠纷案件连带责任的一种特殊类型,其仍然具备“连带责任”的基本属性,不存在明显的理论缺陷。

在对外承担责任方面,“比例连带责任”同样要求各中介机构和发行人共同对外承担责任,仅是对中介机构承担的连带责任的范围做出了限定。例如,如某中介机构被法院判令在全部损失的10%范围内承担连带责任,则其对外承担责任的上限即为证券虚假陈述全部损失的10%,投

资者不得超出这个范围向中介机构追偿。

此时,针对业内人士提出的“比例连带责任下未就全部损失对外承担责任违反连带责任原理”的质疑¹³,我们认为,连带责任的核心不在于各中介机构必须独自对外承担全部损失,而是保证对外部投资者来说100%的损失都能得到侵权责任人的连带赔偿。在“比例连带责任”的框架下,即使上述承担特定比例责任的中介机构的偿债能力不足以支付其自身应承担的责任¹⁴,此时承担全部连带责任的发行人仍需就该部分(中介机构未承担的3%)向投资者承担连带责任。

而在对内追偿方面,“比例连带责任”亦未超出“连带责任”的制度框架。新《虚假陈述若干规定》第23条明确,连带责任人之间的内部分担与追偿按照《民法典》第178条之规定,根据各自责任大小确定内部责任份额,实际承担责任超过自己责

13.同上注。

14.如该中介机构仅有能力承担全部损失10%中的7%。

“比例连带责任”是对中介机构责任形态的良好创新， 具体规则有待进一步完善。

任份额的，有权向其他连带责任人追偿。值得注意的是，此处内部追偿时对责任大小的判断是否直接以法院判决中划分的具体比例范围作为依据，实践中尚未形成统一观点，有待进一步探索。

综上，我们理解，比例连带责任规则的提出，是在不违背《证券法》现有规范依据的前提下，对相关司法解释和实践中中介机构责任“过罚相当”原则的积极回应，对于解决当下证券虚假陈述案件责任形态问题意义重大。但同时，也必须正视到，当前比例连带责任规则仍未达到尽善尽美的程度，仍有不断优化的空间。未来，进一步完善证券虚假陈述侵权案件中的责任划分问题，压实中介机构的责任，可以在下两个方面予以考虑：

1) 根据司法实践的具体情况，对《证券法》中过于绝对的“刚性连带责任”条款进行调整，增加关于比例连带责任的明确规范条文，从而实现和其他司法解释规则之间的顺畅衔接；

2) 可在参考域外经验或国内其他侵权领域（例如环境侵权）规则¹⁵的基础上，

细化、完善或修改当前“比例连带责任”的具体规则。

15.《最高人民法院关于审理环境侵权责任纠纷案件适用法律若干问题的解释》第二条规定：“两个以上侵权人共同实施污染环境、破坏生态行为造成损害，被侵权人根据民法典第一千一百六十八条规定请求侵权人承担连带责任的，人民法院应予支持。”

第三条 两个以上侵权人分别实施污染环境、破坏生态行为造成同一损害，每一个侵权人的污染环境、破坏生态行为都足以造成全部损害，被侵权人根据民法典第一千一百七十一条规定请求侵权人承担连带责任的，人民法院应予支持。

两个以上侵权人分别实施污染环境、破坏生态行为造成同一损害，每一个侵权人的污染环境、破坏生态行为都不足以造成全部损害，被侵权人根据民法典第一千一百七十二条规定请求侵权人承担责任的，人民法院应予支持。

两个以上侵权人分别实施污染环境、破坏生态行为造成同一损害，部分侵权人的污染环境、破坏生态行为足以造成全部损害，部分侵权人的污染环境、破坏生态行为只造成部分损害，被侵权人根据民法典第一千一百七十一条规定请求足以造成全部损害的侵权人和其他侵权人就共同造成的损害部分承担连带责任，并对全部损害承担责任的，人民法院应予支持。”



刘新宇
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3700
jeffreylu@zhonglun.com

惩首恶、追帮凶的实务探讨 ——基于中美比较法的视角

刘新宇、葛舒

核心观点

“追首恶、惩帮凶”成为处理证券虚假陈述侵权纠纷的普遍共识,文章将从比较法视角切入,分析中美两国证券法项下的“首恶”与“帮凶”责任。

2022年1月21日,最高人民法院发布《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》(以下简称“新《虚假陈述规定》”),替代了2003年实施的《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》。新《虚假陈述规定》在第五章“责任主体”中规定投资者可以直接向控股股东、实际控制人、重大资产重组交易对方、帮助造假者索赔,进一步在《证券法》的基础上延展了“惩首恶、追帮凶”的精神。

新《虚假陈述若干规定》贯彻“追首恶”的方针政策，明确投资者可直接向控股股东、实际控制人提起诉讼。

SECTION 001

新《虚假陈述规定》项下“首恶”及“帮凶”的责任

（一）“首恶”的虚假陈述侵权民事赔偿责任

根据新《虚假陈述规定》第20条规定，“首恶”主要指发行人的控股股东、实际控制人。对于发行人的控股股东、实际控制人在证券虚假陈述中的责任认定，国务院办公厅于2013年12月27日印发的《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》中明确要求，对上市公司违法行为负有责任的控股股东及实际控制人，应当主动、依法将其持有的公司股权及其他资产用于赔偿中小投资者。2019年6月，最高人民法院印发《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》，明确提出“发行人的控股股东、实际控制人指使发行人从事欺诈发行、虚假陈述的，依法判令控股股东、实际控制人直接向投资者承担民事赔偿责任”。2019年12月，修订后的《证券法》规定发行人及其控股股东和实际控制

人需要承担信息披露的第一责任。该法第24条规定：“股票的发行人在招股说明书等证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，已经发行并上市的，国务院证券监督管理机构可以责令发行人回购证券，或者责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。”同时该法第80条第3款规定：“公司的控股股东或者实际控制人对重大事件的发生、进展产生较大影响的，应当及时将其知悉的有关情况书面告知公司，并配合公司履行信息披露义务。”2022年1月，新《虚假陈述规定》进一步明确，投资者可以直接起诉发行人的控股股东、实际控制人，相关主体应当向发行人承担赔偿责任。

从上述规定的沿革来看，我国对于发行人控股股东、实际控制人的责任要求逐步加强，这也进一步为我国上市公司缺乏完善健全的合规内控体系这一现状敲响警钟。在资本市场发展的进程中，通过罚则提高控股股东、实际控制人知法水平、守法意识，完善上市公司的内部管理，这也是新《虚假陈述规定》的一大目标。

新《虚假陈述若干规定》新增“惩帮凶”的具体规则， 明确投资者可向故意帮助造假的第三方直接追责。

（二）“帮凶”的虚假陈述侵权民事赔偿责任

根据新《虚假陈述规定》第21条、22条规定，“帮凶”主要指发行人的供应商、客户，以及为发行人提供服务的金融机构等。供应商、客户，以及为发行人提供服务的金融机构等在证券虚假陈述活动中可能与发行人共同实施侵权行为或帮助发行人实施侵权行为，《民法典》第1168条规定，二人以上共同实施侵权行为，造成他人损害的，应当承担连带责任。第1169条规定，帮助他人实施侵权行为的，应当与行为人承担连带责任。

新《虚假陈述规定》进一步明确了前述主体在证券虚假陈述活动中的责任，新《虚假陈述规定》第21条规定，公司重大资产重组的交易对方所提供的信息不符合真实、准确、完整的要求，导致公司披露的相关信息存在虚假陈述的，该交易对方与发行人等责任主体应当向投资者赔偿由此导致的损失。此前亦有案例认为发行人和交易方在交易信息披露时未披露重要条款、存在重大遗漏行为，该等违法行为违反了2020年3月1日施行的《证券法》第七十八条、第

一百六十三条，违反了《上市公司收购管理办法》第三条第三款、第九条第二款之规定，构成具有重大性的违法行为，需要向投资者承担赔偿责任¹。该规定正是为了防止上市公司重大资产重组活动的参与者，通过“忽悠式”的并购重组而获利，却又因自己并非证券法所规定的信息披露责任主体的定位而逃避承担责任。新《虚假陈述规定》第22条规定，有证据证明发行人的供应商、客户，以及为发行人提供服务的金融机构等明知发行人实施财务造假活动，仍然为其提供相关交易合同、发票、存款证明等予以配合，或者故意隐瞒重要事实致使发行人的信息披露文件存在虚假陈述的，其应当与发行人共同向投资者赔偿由此导致的损失。

虽然在此前实践中也不乏案例存在“帮凶”故意参与造假的情形，但法院并未对此作出明确的判决。而该规定恰好是针对这一情形，为上市公司财务造假提供各种帮助行为而构建的特殊追责机制，是共同侵权责任在特殊领域的进一步应用。

1. 案例(2020)云民终953号。

美国证券法体系项下的虚假陈述民事赔偿责任可分 “明示责任”和“默示责任”。

SECTION 002

美国证券法项下“首恶”与“帮凶” 的责任

(一) 虚假陈述侵权民事赔偿责任的 依据

相较于我国对证券虚假陈述侵权民事赔偿的直接统一规定,美国证券法体系项下针对证券虚假陈述侵权民事赔偿责任存在于不同的法律条款之中,各法律条款中规定的责任构成要件不同,投资者可能面临适用何种法律条款的选择问题。依据不同的法律规定,美国证券法体系项下的虚假陈述民事赔偿责任可分为“明示责任(express right of action)”和“默示责任(implied right of action)”两大类:

1. 明示责任

“明示责任”是指法律明确规定行为人应当对投资者承担民事赔偿责任。美国证券法中对于虚假陈述的明示责任主要规定在1933年《证券法》(Securities Act of 1933, 以下称“1933年《证券法》”)第11条中。该条规定,如果证券的注册登记文件在生效时含有对重大事实的不真实陈述或缺少应

当报告的或缺少为使该文件不至被误解所必要的重大事实,除非被证明在获得证券时,已经知道这种不真实或漏报情况,否则所有获得相关证券的人都可以根据成文法或衡平法在有管辖权的法院起诉。然而,因第11条将请求权人的范围限定在“任何获得相关证券的人(any person acquiring such security)”,一般情况下只有相关证券的买受人才是适格原告。并且,第11条仅规定了相关主体对注册登记文件的虚假陈述责任,证券买受人起诉的依据只能是证券发行的注册登记文件。而从被告的范围上看,第11条规定的被告主要是签署了注册登记文件的组织和个人,极端情况下,有



美国证券法体系项下“默示责任” 的核心条款。

的主体虽直接从事了欺诈行为，但却因其不是签署者而被排除在被告范围之外。所以实践中，更多投资者依据1934年《证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934, 以下称“1934年《证券交易法》”)第10条(b)项和美国证券交易委员会(United States Securities and Exchange Commission, 以下简称“SEC”)10b-5规则维护自身合法权益。

2. 默示责任

1934年《证券交易法》第10条(b)项是美国应对证券活动中欺诈问题的核心条款，该条规定：任何人利用各州之间的商业工具或者商业手段，或者利用信函方式，或者利用某全国性证券交易所的任何设备，直接或者间接地从事下列行为，均为非法：违反联邦证券交易委员会为公共利益制定的，或者为保护投资者利益制定的规则与规定，就任何在全国性证券交易所登记上市证券的买卖交易，或者就任何未在全国性证券交易所登记上市的证券的买卖交易，实施操纵性(manipulative)或者欺诈性(deceptive)手段。

作为核心的禁止欺诈条款，该条款没

有明文规定投资者的诉讼权利。1942年，SEC结合1934年《证券交易法》第10条(b)项和1933年《证券法》第17条(a)项订立了10b-5规则，该规则规定：任何人利用州际商业手段或设施、邮件，或利用任何全国性证券交易设施所实施的、与任何证券买卖有关的下列行为均为非法：(1)使用任何方法、计划或计谋进行欺诈；(2)对重要事实进行虚假陈述，或者遗漏重要事实，而该重要事实在当时的情况下看，是陈述不具有误导性所必须的；(3)从事任何构成或可能构成欺诈的行为或商业活动。

10b-5规则原本只是单纯的禁止性条款，仅用于SEC自身的行政执法，或由SEC向法院提起的诉讼，在1946年的Kardon v. National Gypsum案²中，联邦法院确认该规则具有“默示的私人诉权”(implied private right of action)，即私人可以依据该规则起诉，依据是，普通法上的侵权法规则认为，当被告违反以保护他人为目的的法律时，该法律所保护的

2. Kardon v. National Gypsum, 69F. Supp. 512 (E. D. Pa. 1946)

象即对被告享有损害赔偿请求权。联邦最高法院在1971年的Superintendent v. Bankers Life案中也确认了这一观点。20世纪60至70年代,多数联邦地方法院和巡回上诉法院倾向于对10b-5规则和证券法中的其他反欺诈规则进行扩张性解释,只要案件的判决有利于为发行人及其他相关责任人遵纪守法起到示范作用,法院即倾向于判令被告承担赔偿责任。1975年后,联邦最高法院开始对10b-5规则的扩张性解释进行限制,³1994年的Central Bank案和2008年的Stoneridge案对10b-5规则的适用作了进一步明确。

(二) 控制人

对于明示责任,1933年《证券法》第11条(a)项⁴列举了应当对证券发行中注册申报文件承担责任的机构和个人,其中包含:(1)注册文件的签署人,可能包括发行人、发行人高管、财务主管、会计主管,多数董事或担任相当职务的人士;(2)每一位董事及其他担任类似角色的人士;(3)每一位在注册申报文件中披露即将担任董事职务的人士;(4)每一位以专业身份准备、检验、确

3. See Blue Chip v. Manor, 421 U.S. 723, 730 (1975), Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 203 (1976), Cannon v. University of Chicago, 441 U.S. 677, 692 (1979).

4. SEC. 11. (a) In case any part of the registration statement, when such part became effective,²⁴ contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue—

- (1) every person who signed the registration statement;
- (2) every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in, the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted;
- (3) every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions or partner;
- (4) every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him;
- (5) every underwriter with respect to such security.

美国证券法在认定“首恶”时采取“控制人”标准,相较于我国“发行人的控股股东、实际控制人”而言范围更广。

认注册申报文件相关部分,并列名于该注册申报文件之上的会计师、工程师、评估师或其他专业人士;(5)相关证券的每一位承销商。以上规定虽不包含未在注册申报文件中签章的发行人的实际控制人或控股股东,但根据1933年《证券法》第15条(a)项规定,只要相关主体能够基于持股、代理或协议关系控制根据第11条规定应当承担虚假陈述责任的主体,即相关主体作为控制人(controlling person),应当与被控制的相关主体共同承担相同的责任,除非其不知晓、也无合理的理由相信存在被指控的事实。

在默示责任中,根据1934年《证券交易法》第10条(b)项和10b-5规则,其被告范围指向“任何人”。因此,发行人的控制人可能基于前述规则而成为虚假陈述案件中的被告,但在2007年的In re Scottish Re Group案⁵中,法院指出在此种情况下,原告需要证明:(1)受控主体作出虚假陈述;(2)相关主体之间存在控制与被控制关系;(3)控制人在某种意义上可归责地参与了受控主体的欺诈行为。

从前述规定中可以看出,美国证券法



中对于“首恶”的虚假陈述责任规定与我国的新《虚假陈述》规定类似,都明确指出了发行人的控股股东、实际控制人应当对发行人的证券虚假陈述行为担责,但美国1933年《证券法》第15条(a)项规定的“控制人”范围比“发行人的控股股东、实际控制人”更广。目前,对于在证券发行文件中显名的其他责任人,我国《证券法》、新《虚假陈述规定》等文件中尚未明确这些显名主体的“控制人”是否也应当承担虚假陈述侵权的民事赔偿责任。从控制关系的角度

5. In re Scottish Re Group Sec. Litig., 524 F.Supp.2d 370, 386 (S.D.N.Y.2007).

相较于我国仅追究“帮凶”的故意造假责任， 美国证券法中明确“帮凶”在重大过失情形下也可能承担责任。

考虑，与发行人及其实际控制人的关系类似，其他显名主体及其控制人之间同样存在控制与被控制的关系，那么在控制人可归责地参与了受控显名主体的欺诈行为时，我国法律是否有必要进一步明确其在证券虚假陈述行为中的责任有待探讨。

(三)“协助、教唆”责任

1933年《证券法》第11条中未明确提及帮助发行人造假的资产重组相对方、客户、供应商等主体，但此类主体在美国证券法体系项下也可能需要承担虚假陈述侵权的民事赔偿责任。

1. 1933年《证券法》第15条(b)项规定的“协助、教唆”责任

美国1933年《证券法》第15条(b)项⁶规定，在SEC根据第20条(b)项或(d)项提起的任何诉讼中，任何人明知(knowingly)或因重大过失(recklessly)向他人提供实质性帮助(substantial assistance)以致违反1933年《证券法》规定的，该帮助和教唆者应当承担与接受帮助或教唆者同样的责任。

根据该规定，SEC有权要求证券虚假

陈述中的协助者承担责任，被告范围可以包括帮助发行人进行财务造假活动的供应商、客户等，该等主体可能与发行人共同承担赔偿责任。从主观要件来说，1933年《证券法》第15节(b)项与新《虚假陈述规定》对客户、供应商等帮助造假者的主观状态规定不同。美国证券法规定，在帮助造假者明知或存在重大过失的情况下需要承担责任。从新《虚假陈述规定》第22条文字表述来看，我国似乎只规定了在发行人的供应商、客户故意的情况下，才需要与承担虚假陈述责任。

2. 1934年《证券交易法》第10条(b)项和10b-5规则

美国投资者可能依据1934年《证券交易法》第10条(b)项和10b-5规则要求客

6. SEC. 15 (b) PROSECUTION OF PERSONS WHO AID AND ABET VIOLATIONS.—For purposes of any action brought by the Commission under subparagraph (b) or (d) of section 20, any person that knowingly or recklessly provides substantial assistance to another person in violation of a provision of this Act, or of any rule or regulation issued under this Act, shall be deemed to be in violation of such provision to the same extent as the person to whom such assistance is provided.

户、供应商等帮助造假者承担虚假陈述的赔偿责任。如前所述, 10b-5规则强调欺诈(fraud)或欺骗(deceit), 因循普通法对于“欺诈”的理解, 美国最高法院在Ernst & Ernst v. Hochfelder案中提出, 除非证明被告明知(scienter), 否则不能令其承担10b-5规则项下的行政或民事责任, 而此处的明知, 同时包含故意(willfulness)和重大过失(recklessness)。⁷

10b-5规则原本是为了便利SEC的行政执法, 以及为SEC向法院起诉提供依据而设计的, 但Kardon v. National Gypsum案明确了该项规则中含有默示的私人诉权, 1994年, 联邦最高法院在Central Bank案⁸中对该默示的私人诉权作了进一步明确和限制, 最高法院提出, 默示私人诉权的适用范围需要根据国会在制定1934年《证券交易法》第10条(b)项时的真实意图推定, 如果国会愿意赋予私人此种诉权, 那么会在立法中明文规定, 但目前从立文本表述来看, 无法得出这一结论。因此, 法院认为国会没有为侵权创设一个概括性的协助、教唆责任, 刑事领域虽有此概括性责任, 但不能跨界援用于民事诉讼。原告不

得依据第10条(b)项主张协助、教唆责任的私人诉权, 此种情况应由SEC来执法, 或由其向法院起诉。

不过, 该判决也并非将私人诉讼一概排除, 假如能够满足10b-5规则下的全部要素, 则私人可起诉追究供应商、客户等可能在10b条款或10b-5规则下所应承担的首要责任。⁹在2008年的Stoneridge案¹⁰中, 联邦最高法院仍然对1934年《证券交易法》第10条(b)项和10b-5规则进行严格解释, 强调如果要求类似供货商等主体承担前述规则项下关于欺诈的首要责任, 原告应当证明其欺诈行为与原告的损失之间具有因果关系, 该案的重要意义在于阻断了因果关系的无限延伸, 将欺诈行为与投资者损失之间因果关系较为牵强的情形排除在外。此外, 法院在该案中还强调了普通

7. See Sanders v. John Nuveen, 554 F.2d 790 (7th Cir, 1977).

8. Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A., 511 U.S. 164 (1994).

9. 郭雳:《证券欺诈法律责任的边界:新近美国最高法院虚假陈述判例研究》,载《中外法学》2010年第4期,第630-639页。

10. Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta Inc., 552 U.S. 148 (2008).

相较于美国证券法,我国对“首恶”和“帮凶”责任的规定还较为原则性,有待于司法实践的进一步探索。

法下的欺诈理论不能适用于证券法下的欺诈问题。

据此,美国证券法明确了虚假陈述行为的“帮凶”应当承担相应的民事赔偿责任,且明确“帮凶”的主观状态同时包括故意和重大过失两种。联邦法院在不同案例中对10b-5规则的解释与适用倾向事实上与美国证券市场的变化息息相关,仅就2008年的Stoneridge案来说,美国法院近年来的观点认为私人能够根据10b-5规则要求“帮凶”承担证券虚假陈述的民事赔偿责任,但原告应当证明其损失与“帮凶”的欺诈行为之间具有因果关系。

综上,相比于美国证券法的规定,我国并未对一般民事法律规范中的欺诈与证券法中的欺诈进行明确区分。因我国的证券交易监管机构一般仅对证券虚假陈述行为承担行政处罚职能,所以我国也未对虚假陈述案件中的私人诉权进行限制。无论是Central Bank案还是Stoneridge案,美国联邦最高法院的纠结在于:由于连带责任制度的运作,即使虚假陈述参与人行为是错误的,但由此导致的责任与其行为以及

获益程度相比也极不相称,¹¹因此,对于“帮凶”的证券虚假陈述责任在因果关系上应当从严把控。

相比于美国在多个判例中对证券欺诈责任形式、责任主体、欺诈行为与投资者损失之间因果关系的不断细化与明确,我国新《虚假陈述规定》仅初步规定了“首恶”与“帮凶”责任,如何较好地把握证券虚假陈述责任主体范围及其责任大小,寻求投资者权益保护与证券市场持续发展之间的平衡仍待法院在具体案例中进一步确定。

11. See Franklin A. Gevurtz, Law Upside Down: A Critical Essay on Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 103 Nw. U. L. Rev., 2009.



刘新宇
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3700
jeffreylu@zhonglun.com

证券虚假 陈述纠纷的仲裁解决

——美国证券仲裁制度对我国证券纠纷 的启示

袁培皓、林草原

核心观点

文章拟探讨新规出台后证券虚假陈述纠纷通过仲裁解决的可能性,参照美国的相关机构规则设置结合我国证券市场的实际,探索我国证券仲裁制度的独特构建。

SECTION 001

引言:新规之下,证券虚假陈述纠纷能否通过仲裁解决?

2022年1月21日,最高人民法院正式发布《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》(下称“《规定》”),标志着实施近二十年的《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》(下称“2003年《若干规定》”)退出历史舞台。《规定》紧跟证券市场变化进程,弥补了司法实践中《若干规定》的缺失与不足,切实回应了实践中的市场需求与问题关切,中国证券虚假陈述诉讼进入全新的时代。与此同时,《规定》的出台也引发了各界对实践中尚未解决问题的讨论。

在众多观点已深刻透析《规定》带来各项程序、实体变化的同时,本文将回归到纠纷解决机制的角度,拟探讨《规定》出台之下证券虚假陈述纠纷通过仲裁解决的可能性,以及通过参照位于世界证券市场发达国家美国的相关机构规则设置,结合我国证券市场的实际,探索我国证券仲裁制度

的独特构建。

关于证券虚假陈述纠纷的管辖,新出台的《规定》第三条:“证券虚假陈述侵权民事赔偿案件,由发行人住所地的省、自治区、直辖市人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院或者专门人民法院管辖……省、自治区、直辖市高级人民法院可以根据本辖区的实际情况,确定管辖第一审证券虚假陈述侵权民事赔偿案件的其他中级人民法院,报最高人民法院备案。”从该条规定可见,证券虚假陈述作为专业性要求高的民商事案件,《规定》确定了中级人民法院的级别管辖范畴,但对于证券虚假陈述案件是否可以交由仲裁解决,《规定》却未给予回应,导致有观点认为:《规定》正面确定了证券虚假陈述由中级人民法院进行管辖,实际上是排除了仲裁对该类纠纷的主管。

实际上,讨论证券虚假陈述纠纷是否由仲裁主管,核心的问题在于:侵权纠纷能否交由仲裁解决,以及如何解决缺乏仲裁合意的问题。

证券虚假陈述被定义为侵权纠纷,而侵权纠纷属于一种非契约型纠纷,与以当

即使解决了侵权案件的可仲裁性问题， 仲裁合意性仍是该类纠纷仲裁解决的一大障碍。

事人合意为基础的仲裁制度具有一定的矛盾之处：在证券虚假陈述侵权发生之前，投资人进行证券投资前往往不会签署合同文件，故很难事先就与虚假陈述行为人达成有效的仲裁协议；而在虚假陈述纠纷发生后，面对数量庞大且分散各地的投资者群体，当事人之间也不太可能达成事后仲裁协议，从而将纠纷约定提交仲裁解决。

然而，回归我国法律规定及司法实践本身，却并未将证券虚假陈述纠纷交由仲裁解决予以否认。《中华人民共和国仲裁法》第二条规定：“平等主体的公民、法人和其他组织之间发生的合同纠纷和其他财产权益纠纷，可以仲裁”；第三条规定：“下列纠纷不能仲裁：（一）婚姻、收养、监护、扶养、继承纠纷；（二）依法应当由行政机关处理的行政争议。”国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》亦规定：“第七十九条与股票的发行或者交易有关的争议，当事人可以按照协议的约定向仲裁机构申请调解、仲裁。”因此，从法律法规的理解上来看，只要不属于当事人不能自行处分的实体权利，亦可通过仲裁解决，我国亦未出台法律明确排除侵权争议的

可仲裁性，故证券虚假陈述纠纷案件存在通过仲裁方式解决的空间。

然而，即使解决了侵权案件的可仲裁性问题，仲裁合意性仍是该类纠纷仲裁解决的一大障碍：就目前的司法实践来看，若投资人进行证券交易的时候并未签署相关合同，当事人之间不具备仲裁协议，则只能诉诸诉讼方式进行救济；若纠纷主体间存在包含有效仲裁协议的合同文件，如签署债券买卖合同、募集说明书等，则可依据仲裁协议提交仲裁解决。¹

SECTION 002

我国证券虚假陈述纠纷解决机制的现状与困境

由上述讨论不难看出，在我国目前的虚假陈述纠纷争端解决机制中，实行的仍然是较为单一的法院诉讼解决方式。然而，随着我国经济的不断发展，证券市场规模逐步扩大且高度发展，证券纠纷不断

1. 参考案例：北京地区法院审理的某证券虚假陈述责任纠纷案，案号：(2020)京民终481号。

证券虚假陈述纠纷具有纠纷解决的专业性要求高， 涉及的财产利益大，社会影响力与群体性效应深远的特点。

增多，单一的诉讼传统制度已经无法满足新生的纠纷解决需求。

1. 证券虚假陈述纠纷的特点

讨论纠纷争端解决机制，应首先分析该类纠纷的特点。总结而言，证券虚假陈述纠纷具有如下不同于传统民商事纠纷的特点：

首先，纠纷解决的专业性要求高。证券虚假陈述纠纷作为证券市场时代的产物，其开放性大，且受到证券行业多种因素影响，包括但不限于国际金融市场、经济环境、国家政策等。同时，证券市场也往往涉及到发行、交易等多个环节，每一个环节以及影响因素都对专业性、技术性有很高的要求。因此，处理证券虚假陈述案件，不仅需要对相关法律有深刻、充分的理解，还需要掌握证券金融领域的专业知识，对于证券市场的实践经验也有较高要求。

其次，纠纷涉及的财产利益大。在庞大的证券市场中，证券交易的数额往往是十分庞大的，一旦发生证券虚假陈述，往往影响到大量的投资者利益，与之伴随的

也是巨大的财产利益。因此，证券虚假陈述案件的标的往往也比较大。以“中国证券民事赔偿第一案”东方电子虚假陈述案为例，该案因虚假陈述所涉及的股民即达到6983位，案件数量达2716件，最终历时8年6827股民获赔²，所涉及的财产利益高达4.42亿元。

最后，纠纷的社会影响力与群体性效应深远。由于证券虚假陈述财产利益大，影响到多位投资者的利益，且实质性地影响到证券市场，故纠纷往往都会引起社会轰动效应并引起各界关注。中小投资者在面临证券虚假陈述事件受到损失时，其波动的心理压力、经济压力往往都会演变成群体效应，从而可能引发群体性效应事件而对经济社会稳定产生一定影响。在这种背景下，若单一诉讼路径立案难、程序复杂、耗费时间长，将可能加剧社会的不稳定性。

2. 见：<https://finance.qq.com/a/20110303/001067.htm>
(最后访问时间：2022年3月9日)。

尽管证券虚假陈述的纠纷中由于传统法律制度的禁锢而仍然 实行单一诉讼方式,但在实践中却早已满足不了市场需求。

2. 单一的诉讼方式已无法满足证券虚假陈述的纠纷特性需求

由以上讨论可见,证券虚假陈述纠纷具有专业度要求高、涉及财产利益大、社会影响力与群体效益强的特点。然而,尽管该类纠纷中由于传统法律制度的禁锢而仍然实行单一诉讼方式,但在实践中却早已满足不了市场需求。

一方面,诉讼的效率难以满足当事人解决纠纷的需求,程序复杂、漫长,成本高昂。在虚假陈述案件中,立案审查往往会比其他普通传统民商事案件更为严格,两审终审的机制也使得耗时长久。在杭萧钢结构虚假陈述案中,当事人用了约一年半的时间才最终予以立案;在ST银广夏案中,从2001年发生之初到2008年执行程序终结,也用了七年之久。在冗长的时间成本之下,众多中小投资者的利益实现以及群体效应下带来的社会影响均遭受着重大挑战。

另一方面,参差不齐的司法审查标准与司法专业度也是诉讼方式的一大挑战。如前所述,证券虚假陈述纠纷案件的解决往往对审判者的专业性、技术性均有着较

高要求,若未能将该领域的专业人才进行集聚,组建经验丰富的专业审判队伍,将可能导致司法审查标准参差不齐的情形。同时,还有一个不可忽视的问题即在于地方保护主义。新出台的《规定》之下,虚假陈述纠纷应向发行人住所地中级人民法院提起,而上市公司通常为当地的核心、优质企业,同时也是当地的纳税大户,是当地政府的重点关注对象,由上市公司所在地法院进行审判,将可能面临地方保护主义的干扰,从而做出有失公平正义的判决³。

SECTION 003

我国证券纠纷仲裁解决的实践与价值

在单一诉讼方式面临现实挑战的情况下,仲裁作为重要的替代性纠纷解决方式(Alternative Dispute Resolution),具有快捷性、专业性、保密性等多方面的优势。

3. 张瑞杰:《证券市场虚假陈述纠纷仲裁制度研究》(2013), P20.

由于立法制度的缺失导致与仲裁合意性的矛盾难以解决，
从而使得仲裁制度的价值无法有效用于解决证券虚假陈述纠纷。

首先，与诉讼冗长的程序相区别，仲裁一裁终局的特性为虚假陈述纠纷的解决带来了灵活性与效率性。在瞬息万变的现代证券市场中，仲裁的高效率有利于快速有效地维护投资者利益，高效解决证券市场纠纷问题，维持证券市场平稳健康发展。

其次，仲裁的专业性可以解决虚假陈述纠纷对专业性与技术性的高需求。仲裁制度可以汇集行业内的证券金融专家审理相应的案件，当事人可以基于自身的考虑，选择符合专业需求的专业仲裁员判断案情，有利于提高案件裁决的质量，统一纠纷的审查标准，从而使得当事人对案件结果也具有更稳定的合理预期，这种专业上的资源优势，案件受理的便利化与集中管辖的便利度也是目前诉讼方式难以比拟的。

再次，仲裁的保密性也有利于证券虚假陈述案件的有效解决。如前所述，由于证券虚假陈述财产利益大，影响到多位投资者的利益，且实质性地影响到证券市场，故纠纷往往都会引起社会轰动效应并引起各界关注，此时若案件情况成为舆论焦点，将有可能影响到上市公司的市值以

及证券市场的波动，故虚假陈述纠纷处理的保密性将变得尤为重要。在此情况下，仲裁的保密性再一次体现了证券仲裁制度的价值所在。

诚然，尽管仲裁制度在处理虚假陈述纠纷上具有多种优势，仲裁制度却一直没有被广泛采用，法院仍然保持着对该类纠纷的垄断地位。对比世界各地先进的证券仲裁制度，我国证券仲裁制度的发展与构建仍然举步维艰。究其原因，一方面在于证券仲裁缺乏相应的法律依据，仲裁合意性与侵权纠纷之间缺乏案件受理的规则桥梁，强制性仲裁的要求与规则并未得到落实；另一方面，则在于专业机构与人才未能从仲裁机构层面上得到建立与汇集。

早在1990年，我国证券纠纷的仲裁解决方式即以证券交易所的倡导问世。1990年11月26日，中国人民银行上海分行即颁布了《上海证券交易所市场业务试行规则》，其第十二章即规定了证券仲裁的构建。1991年4月，上交所即根据上述试行规则制定了《上海证券交易所仲裁实施细则》，并建立了上交所证券仲裁委员会。然而，由于该规则在规定上与国家法律有矛

盾之处,故最终未能有效实施;1993年,国务院颁布了《股票发行与交易管理暂行条例》(国务院令第一百一十二号),第一次以行政法规的形式确立了证券仲裁制度,规定了“与股票的发行或者交易有关的争议,当事人可以按照协议的约定向仲裁机构申请调解、仲裁”;2004年1月18日,中国证监会与国务院法制办共同印发《关于依法做好证券、期货合同纠纷仲裁工作的通知》,进一步规定了证券仲裁的受理范围,但仍然未将上市公司与证券公众投资者之间的纠纷纳入仲裁范围。同时,截止目前,无论是我国《仲裁法》还是《证券法》,均未对证券仲裁制度作出任何规定。

由此可见,目前我国关于证券仲裁制度的相关立法范围仍十分有限,现有法规层级低且屈指可数,这使得将包括虚假陈述在内的证券纠纷诉诸仲裁缺乏法律支撑,极大地限制了仲裁制度的价值性在该类型纠纷中的有效体现。

SECTION 004

美国证券仲裁机制对我国证券纠纷仲裁解决制度构建的启示

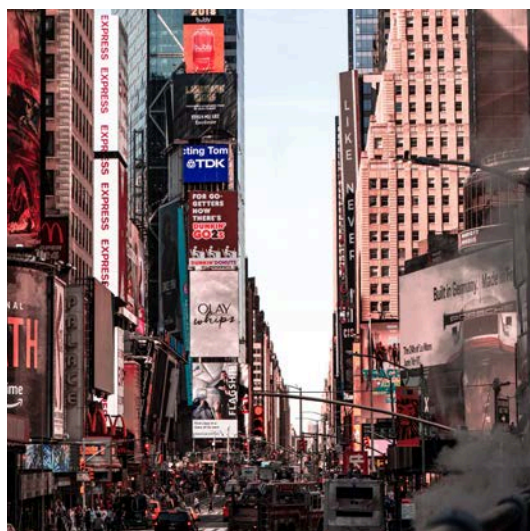
虚假陈述纠纷因其不同于传统民商案件的特点,显示出对专业性、灵活性、保密性的强烈需求。然而,由于立法制度的缺失导致与仲裁合意性的矛盾难以解决,从而使得仲裁制度的价值无法有效用于解决该类型纠纷。在此情况下,放眼于证券仲裁制度处于前沿发展的美国,或可为我国制度构建带来新思路。



美国的证券仲裁制度已有将近200年的历史。在2007年的金融危机前,美国全国证券交易商协会(National Association of Securities Dealers, “NASD”)与纽约证券交易所(New York Stock Exchange, “NYSE”)为美国影响力最大的证券行业仲裁机构,二者受案量为当年所有证券仲裁的99.3%⁴。2007年7月30日,NASD与NYSE合并成立美国金融业监管局(The Financial Industry Regulatory Authority, “FINRA”),是美国法律保障和政府授权下成立的唯一证券行业自律组织,其下设专门承担仲裁职能的纠纷解决机构FINRA DR (FINRA Dispute Resolution, Inc.),受理包括投资者与证券经纪交易商的纠纷等仲裁案件。合并以后,FINRA处理了全美国98%以上的证券仲裁⁵。

为完善内部仲裁机制,FINRA DR配备了相应的仲裁规则,对提起仲裁申请、仲裁答辩、仲裁员的选择、庭前会议、证据交换、庭审以及裁决的做出等程序进行了详细的规定。从效率层面进行考虑,FINRA DR还设置了适用于标的金额在5万美元

以下的简易程序(Simplified Arbitrations),以提供比普通程序更高效率的仲裁程序。根据FINRA DR最新数据,虚假陈述案件数量在所有纠纷类型中排行第5位⁶。



4. 盛峰, 美国证券仲裁制度论纲[J]. 知识经济, 2012(4): 62.

5. See The Current State of Securities Arbitration, 76 U. Cin. L. Rev. 589(2008), p.591.

6. <https://www.finra.org/arbitration-mediation/dispute-resolution-statistics> (最后访问日期:2022年3月8日)

Top 15 Controversy Types in Customer Arbitrations

A single arbitration case may include multiple controversy types.

Controversy		2022 Cases served	2021	2020	2019	2018
Breach of Fiduciary Duty	Through January	88	123	134	176	198
	Year-End	--	1445	1714	2053	2290
Negligence	Through January	81	115	121	166	159
	Year-End	--	1371	1592	1826	1974
Breach of Contract	Through January	74	90	95	144	138
	Year-End	--	1110	1292	1563	1711
Failure to Supervise	Through January	72	98	112	157	157
	Year-End	--	1218	1433	1731	1935
Misrepresentation	Through January	70	101	110	112	153
	Year-End	--	1181	1384	1688	1775
Suitability	Through January	62	85	96	113	165
	Year-End	--	1071	1220	1580	1779
Omission of Facts	Through January	56	93	97	102	140
	Year-End	--	958	1215	1468	1547
Fraud	Through January	45	64	82	131	135
	Year-End	--	744	918	1499	1707

Controversy		2022 Cases served	2021	2020	2019	2018
Violation of Blue Sky Laws	Through January	21	23	28	72	68
	Year-End	--	355	338	657	810
Unauthorized Trading	Through January	16	22	19	24	19
	Year-End	--	160	190	197	245
Manipulation	Through January	15	28	23	28	16
	Year-End	--	285	316	384	302
Margin Calls	Through January	8	10	3	9	7
	Year-End	--	76	68	88	85
Elder Abuse	Through January	8	9	22	14	21
	Year-End	--	162	172	207	216
Churning	Through January	7	14	18	16	18
	Year-End	--	112	115	167	205
Execution Error	Through January	7	8	8	5	4
	Year-End	--	84	91	51	75

图1-FINRA DR Top 15 Controversy Types in Customer Arbitrations

Historical Statistics for Cases Filed and Closed

Year	Cases Filed	Cases Closed	Year	Cases Filed	Cases Closed	Year	Cases Filed	Cases Closed
2022	193	297	2016	3681	3635	2010	5680	6241
2021	2893	4029	2015	3435	3489	2009	7137	4571
2020	3902	3564	2014	3822	3838	2008	4982	3757
2019	3757	4011	2013	3714	4498	2007	3238	5345
2018	4325	3756	2012	4299	4877	2006	4614	7212
2017	3456	3735	2011	4729	6099	2005	6074	9043

图2-FINRA DR Historical Statistics for Cases Filed and Closed

Arbitration Process

➤ File a Claim

A claimant initiates an arbitration by filing a statement of claim that specifies the relevant facts and remedies requested.

➤ Answer a Claim

A respondent responds to an arbitration claim by filing an answer that specifies the relevant facts and available defenses to the statement of claim.

➤ Arbitrator Selection

Arbitrator selection is the process in which the parties receive lists of potential arbitrators and select the panel to hear their case.

➤ Prehearing Conferences

Prior to the hearing, the arbitrators and parties meet telephonically to schedule hearing dates and resolve preliminary issues.

➤ Discovery

Discovery is the exchange of documents and information in preparation for the hearing.

➤ Hearings

The parties and arbitrators meet in person to conduct the hearing in which the parties present arguments and evidence in support of their respective cases.

➤ Decision & Awards

After the conclusion of the hearing, the arbitrators deliberate the facts of the case and render a written decision called an award.

图3-FINRA DR 仲裁程序

从制度立法以及行业自律多方面共同落实,美国证券仲裁制度可以切实满足当事人多元化解决证券纠纷的需求,在虚假陈述等证券纠纷的有效解决上发挥了重大作用。

同时,为解决证券纠纷与仲裁合意性之间的矛盾,美国通过《美国统一仲裁法》(Uniform Arbitration Act)等立法以及利用证券行业的力量来助力证券仲裁制度,例如NYSE章程等文件都有类似规定:即使不存在书面形式的仲裁协议,仲裁机构亦须接受投资者的投诉⁷。同时,因FINRA DR支持事前约定强制仲裁条款(Pre-Dispute

Arbitration Articles,“PDAA”),美国几乎所有证券交易商都会在客户协议书中加入PDAA,要求客户将纠纷提交证券仲裁解决⁸。正是从制度立法以及行业自律多方面共同落实,美国证券仲裁制度可以切实满足当事人多元化解决证券纠纷的需求,在虚假陈述等证券纠纷的有效解决上发挥了重大作用。

NYSE Arbitration Rules(Rules 600A-639) Arbitration

Rule 600A. [(a) Duty to Arbitrate. (i) Any dispute ..]

(a) Duty to Arbitrate. (i) Any dispute, claim or controversy between or among member organizations and/or associated persons shall be arbitrated pursuant to the NASD DR Codes of Arbitration Procedure; and, (ii) any dispute, claim or controversy between a customer or non-member and a member organization and/or associated person arising in connection with the business of such member organization and/or in connection with the activities of an associated person, shall be arbitrated pursuant to NASD DR Codes of Arbitration Procedure as provided by any duly executed and enforceable written agreement, or upon the demand of the customer or non-member. Such obligation to arbitrate shall extend only to those matters that are permitted to be arbitrated under NASD DR Codes of Arbitration Procedure.

图4- Rule 600A. [(a) Duty to Arbitrate] of NYSE Arbitration Rules

7.胡明明,论美国仲裁程序的特定[J].法制与社会,2007(8):574-575.

8.沈四宝,王晓川,沈建中等,美国证券仲裁及其启示[J].证券市场导报,2003(1):61-64.

从美国证券仲裁制度构建给予的启示,回到我国现阶段的证券仲裁制度的建设,在我国三大证券交易所所在城市——上海、深圳、北京建立相应的证券仲裁机构,也是应对制度市场需求的有利选择。由三大城市已有的成熟仲裁机构领头,建立相应的证券仲裁机构,可以有效依托现有仲裁资源并汇集丰富的证券纠纷专业人才,配备满足证券纠纷需求的规则程序,极大地提高中国证券纠纷解决的效率与效果。

在机构建设的同时,我国亦应出台相应立法为证券仲裁制度提供法律基础,出台配备相应的规则文件,联合证券业协会进行制度建设与加强证券仲裁的行业自律,进一步解决仲裁合意特性在证券仲裁中的障碍,为证券仲裁制度建设保驾护航,从而加快推进证券仲裁制度在我国的实施与发展。



袁培皓
非权益合伙人
争议解决部
深圳办公室
+86 755 3325 6886
yuanpeihao@zhonglun.com

特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。

主编

张保生

周伟

编委(按姓氏笔画排序)

刘洪蛟

刘新宇

姚启明

赵海洋

郭克军

袁培皓

魏海涛

总编

龚乐凡

张炯



中伦研究院出品