

股票非公开发行虚假陈述中的 交易因果关系认定

汤 欣* 张鑫渝**

摘要:我国资本市场上的上市公司股票非公开发行虚假陈述不宜适用交易因果关系推定规则,而应回归一般侵权法规则认定交易因果关系。其原因在于非公开发行在“面对面协商”的价格确定机制下无法形成“有效市场”,并且机构投资者议价调查能力较强。认购非公开发行股票的一级市场原告投资者应对其形成直接信赖的事实、虚假陈述对其形成投资决策的原因力以及信赖的合理性承担证明责任,但在消极型虚假陈述中可以例外地推定交易因果关系成立。

关键词:非公开发行 证券虚假陈述 民事责任 交易因果关系 机构投资者

一、问题的提出

2022年最高人民法院《关于审理证券市场虚

* 清华大学法学院教授、博士生导师,清华大学商法研究中心主任。

** 清华大学法学院博士研究生。

假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(以下简称新《若干规定》)在发行市场上的适用范围存在争议,其中的突出问题便在于非公开发行^[1]虚假陈述能否适用新《若干规定》中的交易因果关系推定这一对原告投资者极为有利的特别制度。对此,新《若干规定》尚未提供明确指引。与此相关,北京金融法院在乐视网案中从二级市场投资者所购证券与非公开发行虚假陈述没有关联、原告不是非公开发行的认购人、无法推定原告投资决定受到非公开发行信息披露影响等角度展开论述,并适度参考美国《1933年证券法》第11节的“追踪”(tracing)理论,认定非公开发行欺诈与二级市场投资者决策之间不存在交易上的因果关系。^[2]这一观点具有相当启发意义,值得关注。然而,就原告为认购同次非公开发行股票的一级市场投资者而言,近期仍有司法判决结合“虚假陈述在先、交易在后”的事实推定了交易因果关系;^[3]相关有力解释也指出:“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,都适用本规定。”^[4]

交易因果关系是否被推定往往会直接决定发行人、保荐承销机构、证券服务机构等主体的虚假陈述民事责任承担。本文认为,非公开发行和公开发行、发行市场和交易市场在交易组织形式、市场有效性、投资者身份等方面存在本质不同,非公开发行如果要无差别地适用新《若干规定》中的交易因果关系规则,恐难以取得充分的证券法法理支撑。本文同时观察到,即使转向一般侵权赔偿规则下的事实因果判断,

[1] 非公开发行在实务中也被称为“定向发行”“定增”。《证券法》及相关释义称其为“向特定对象发行”。本文统一以“非公开发行”代指该类发行。如无特别说明,本文所述的非公开发行均指股票的非公开发行。

[2] 北京金融法院:王某序等与乐视网信息技术股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷一案民事判决书,案号:(2021)京74民初111号,2023年9月21日。

[3] 山东省青岛市中级人民法院:北京同德普惠投资管理中心与江某河等证券虚假陈述责任纠纷一案民事判决书,案号:(2019)鲁02民初786号,2020年10月10日;山东省高级人民法院:北京同德普惠投资管理中心、江某河等证券虚假陈述责任纠纷一案民事判决书,案号:(2020)鲁民终3132号,2021年11月25日;最高人民法院:刘某龙、江某河等证券虚假陈述责任纠纷再审民事裁定书,案号:(2022)最高法民申99号,2022年3月30日。

[4] 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。

现有司法裁判仍有参照适用证券法推定规则的倾向,一般侵权法规则和证券法规则下的因果判断缺乏必要的界分。

本文聚焦股票非公开发行过程中的虚假陈述与认购同次非公开发行股票的发行人市场投资者之间的交易因果关系认定。在澄清非公开发行无法适用“欺诈市场理论”下的交易因果推定的同时,本文还将探索一般侵权法规则下非公开发行认购人应如何证明交易因果关系,特别是此种证明和新《若干规定》的推定规则有何不同。由于我国新、旧《若干规定》^[5]中的交易因果关系规则借鉴自发达市场证券法制,本文也将参考美国法经验,为完善证券虚假陈述的民事法律适用提出建议。

二、非公开发行适用交易因果关系推定的主要理论分歧

我国股票非公开发行虚假陈述的法律适用可分为两个层次。其一是能否适用《证券法》第85条、第163条中以发行人严格责任、董事监事高级管理人员、保荐承销机构和证券服务机构等主体过错推定责任为核心的民事赔偿规则。其适用前提即《证券法》第85条所述公告的“信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”或者“未按照规定披露”。其二是能否适用新旧《若干规定》,尤其是新《若干规定》第11条、旧《若干规定》第18条的交易因果关系推定等有利于原告的特别规则。此处可参考美国法的“欺诈市场理论”。^[6]当下司法实践中,各地司法机关对非公开发行能否适用交易因果关系推定仍存

[5] “旧《若干规定》”指2003年最高人民法院《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》。

[6] 文献方面,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2003年版,第258~260页;同前注[4];郭锋等:《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注》,中国法制出版社2020年版,第446~447页;耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020年第6期。案例方面,参见广东省高级人民法院:中车金证投资有限公司、江苏保千里视像科技集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2019)粤民终2080号,2020年12月15日,该案被最高人民法院评为“2020年全国十大商事案例”;同前注[2]。

在较大分歧。

首先,就《证券法》的适用而言,《证券法》第85条、第163条的文字表述并没有区分证券发行和交易,也未区分公开发行和非公开发行,非公开发行欺诈适用《证券法》民事责任条款不存在文义障碍。司法实践中,各司法机关基本都在非公开发行案件中引用了《证券法》第85条。例如,有典型判决指出:“非公开发行投资者因虚假陈述造成损失,属于证券虚假陈述责任纠纷,可以依据证券法的相关规定提起侵权之诉。”^[7]不过依据《证券法》第85条的规定,该条规制的虚假陈述应具有公开性,在非公开发行中则应限于不实的“证券发行文件”,即发行人公告的非公开发行预案,董事会、股东会决议,募集说明书和发行情况报告书。^[8]发行人在与投资者面对面磋商时作出的不实陈述不具有公开性,无法适用《证券法》第85条。

其次,就新旧《若干规定》的适用而言,旧《若干规定》第2条第2款及第3条已明文规定可适用于本解释的发行市场为“向社会公开募集股份的发行市场”,非公开发行无法适用。对此,已有司法案例在适用《证券法》的同时,基于旧《若干规定》第2条第2款并结合第3条、第18条的立法目的和“欺诈市场理论”,认为特定投资者认购非公开发行股票属“面对面”交易,应依侵权法一般规定由投资者自行证明交易因果关系。^[9]在旧《若干规定》第2条第2款的文义支持下,各地判

[7] 同前注[3], (2020)鲁民终3132号、(2022)最高法民申99号;同前注[6], (2019)粤民终2080号。

[8] 非公开发行中应予披露的文件可参见《上市公司证券发行注册管理办法》(以下简称《管理办法》)第41条、第42条、第50条;《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第61号——上市公司向特定对象发行证券募集说明书和发行情况报告书》(以下简称《61号准则》)第3条、第4条。

[9] 同前注[6], (2019)粤民终2080号;广东省深圳市中级人民法院:中车金证投资有限公司与江苏保千里视像科技集团股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷一案民事判决书,案号:(2020)粤03民初3225号,2021年6月16日;吉林省高级人民法院:中信证券华南股份有限公司与安信证券股份有限公司、吉林粮食集团收储经销有限公司、吉林粮食集团有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2019)吉民终458号,2020年3月18日;安徽省安庆市中级人民法院:陈某、安徽白兔湖动力股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2021)皖08民终2270号,2021年9月6日。

决在非公开发行不可适用旧《若干规定》,尤其是交易因果推定这一点上并无明显分歧。

新《若干规定》在删除了旧规第2~3条并将适用范围不加以限定地规定为“在证券交易场所发行、交易证券过程的虚假陈述”后,非公开发行能否适用新《若干规定》尚缺乏明确的法律指引。对此,有学术观点支持将非公开发行纳入新《若干规定》的规制范围,认为:公开与非公开发行、证券发行与交易市场中的虚假陈述均构成“在证券交易场所实施虚假陈述”,属于《证券法》第85条、第163条所述的侵权行为,故新《若干规定》应将其一体化规范。^[10]按照这一观点,《证券法》和新《若干规定》将实现同步适用,非公开发行虚假陈述的因果关系将从一般侵权规则下由原告承担证明责任升级为新《若干规定》下的交易和损失因果双重推定。司法实践中也有判决持此观点。例如,在亨达股份案中,审理法院认为新三板非公开发行与大宗协议转让明显有别,“属于场内交易”,可推定交易因果关系,最高人民法院也对该判决推定因果的结论不持异议。^[11]但该判决不仅对非公开发行的性质理解有待探讨,更未针对旧《若干规定》第2条第2款并未涵盖非公开发行,以及“非公开发行不属于在证券交易场所发行”“特定当事人间的证券交易不属于证券特别侵权”“新三板非有效市场”等否定本案适用旧《若干规定》的关键性观点作出充分解释。此外,也有判决不区分投资者在发行和交易市场的购入行为,一律推定交易因果关系。^[12]

本文主张,前述学说和司法观点值得商榷。相关论述曾指出《证券法》及新《若干规定》的特别侵权法规则系弥补投资者在交易恒定原则下无法撤销合同而有意设置,故也应将非公开发行涵盖在内。但这一方面混同了合同法和侵权法两类彼此独立、互不干涉的请求权,没有注

[10] 同前注[4]。

[11] 同前注[3], (2020)鲁民终3132号、(2022)最高法民申99号。本案适用的司法解释为旧司法解释,但最高人民法院再审裁定时新司法解释已颁布生效,本案的裁定结论显然受到新规影响。

[12] 辽宁省大连市中级人民法院:姚某钟与时空客集团股份有限公司、东兴证券股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书,案号:(2019)辽02民初1795号,2020年8月18日。

意到股份非公开发行的认购人在相关股票流通后,虽不能撤销合同但依然有权主张违约责任项下的损害赔偿,也可循一般侵权行为的规定获得赔偿,证券法并非从属于合同法的后备规则;另一方面,这一观点也未能充分体察到我国交易因果关系推定基于以股票公开交易市场为预设的“欺诈市场理论”,未必仅因实现“打击证券发行、交易中虚假陈述行为的市场全覆盖”^[13]的现实需要就与《证券法》同步适用。此外,非公开发行和公开发行在发行对象、发行条件、交易模式、信息披露、监管强度等方面存在较大差异。例如,非公开发行投资者以定价能力、风险判断和控制能力较强的机构投资者为主,其受到证券法特别规则倾向性保护的必要应当更低。^[14] 如果将新《若干规定》第11条的适用范围扩张至非公开发行而不讨论市场有效性等各方面差异,即可能缺少充分论证。正因如此,也不乏司法判决拒绝推定非公开发行的交易因果关系,认为通过签订协议的方式购买非公开发行股票属于场外交易,和场内交易的行为方式和目的、对市场 and 投资人产生的影响、所造成的损失不同,不属于新《若干规定》的调整范围;依据欺诈市场理论、旨在保护不特定投资者合法权益而确立的因果关系推定原则对于“面对面”签订协议认购资产支持证券的原告并不适用。^[15]

总体来看,在适用《证券法》的前提下,非公开发行能否适用交易因果推定的主要司法分歧在于对非公开发行的场内场外属性、交易因果推定是否应以欺诈市场理论为适用前提等问题理解不一,新《若干规定》第11条的适用范围仍需结合证券法法理作进一步澄清。

[13] 《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》,载最高人民法院,https://mp.weixin.qq.com/s/3FTsNpaBgfs_P-BPLzDXg,2024年6月30日访问。

[14] 参见郭锋:《新虚假陈述司法解释适用探讨》,载《法律适用》2023年第9期。

[15] 参见《云南罗平锌电股份有限公司关于收到云南省高级人民法院〈民事裁定书〉暨诉讼进展的公告》,载巨潮网,<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?orgId=9900002161&announcementId=1214826598&announcementTime=2022-10-19>;上海金融法院:中国邮政储蓄银行股份有限公司与上海富诚海富通资产管理公司、昆山美吉特灯都管理有限公司等证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书,案号:(2020)沪74民初1801号,2023年4月14日。

三、比较法观察:美国私募发行交易因果关系的认定方法

依据美国《1933 年证券法》^[16],私募证券因免于第 5 节的注册登记,不适用第 11 节公开发行欺诈的民事责任规则,也不适用第 12(a)(1)节发行人未经注册自行违法发行的民事责任规则。就该法第 12(a)(2)节,联邦最高法院在 Gustafson 案中以 5:4 的微弱优势认定该节的适用范围限于公开发行销售中招股说明书和口头陈述的虚假陈述,不适用于私募发行。^[17] 就该法第 17(a)节,美国各巡回法院则较普遍地认为该节仅限于由美国证券交易委员会(SEC)起诉追究责任,无默示的民事诉权。^[18] 综上,美国《1933 年证券法》有关虚假陈述最为重要的责任条款都难以适用于私募发行欺诈的民事诉讼。^[19] 而依据美国《1934 年证券交易法》,其仅有第 10(b)节和 10b-5 规则的一般性反欺诈条款(catch-all anti-fraud provision)可适用于私募发行。^[20] 第 18 节则因限于发行人在 SEC 报备文件中造假,并且原告应自证信赖,满足“目睹测试”(eyeball test),故难以适用于无须向 SEC 报备的私募发行。^[21] 由此,

[16] 美国《1933 年证券法》第 4(a)(2)节和 SEC 规章 D 第 506 条“安全港规则”规定,私募发行人有权向人数不限的获准投资者及不超过 35 名具有风险评估和承担能力的非获准投资者融资,不仅融资额度不受限制,也不排斥发行人以获准投资者为限进行公开劝诱,这与我国公司债券发行实务中的“小公募”有一定相似之处。See 17 CFR. 230. 506.

[17] Gustafson v. Alloyd Corp., 513 U. S. 561 (1995).

[18] See James D. Cox et al., *Securities Regulation Cases and Material* (Ninth Edition), Wolters Kluwer, 2020, pp. 520-521; Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* (Volume 2), Wolters Kluwer, 2018, pp. 1885-1888; In re Washington Public Power Supply System Securities Litigation, 823 F.2d 1349, 1353-1358 (1987).

[19] 同上, Louis Loss 书, 第 1748 页; Verity Winship, *Private Company Fraud*, 54 UC Davis Law Review 663, 681 and note 81 (2020)。

[20] 参见汤欣:《美国证券法上针对虚假陈述的民事赔偿机制——兼论一般性反欺诈条款制度的确立》,载徐明等主编:《证券法苑》(第 2 卷),法律出版社 2010 年版,第 192~215 页。

[21] Ross v. A. H. Robins Co., 607 F.2d 545, 552-553 (1979).

美国私募发行形成了适用《1934年证券交易法》第10(b)节,但不适用“欺诈市场理论”信赖推定规则^[22]的“中间地带”。^[23]

(一) Ute案消极型虚假陈述中的直接信赖推定

美国《1934年证券交易法》第10(b)节项下的默示民事诉权以侵权规则为框架,其民事责任构成要件与《美国侵权法重述(第二次)》等规则基本一致,规定不明之处可参照侵权法的规定。^[24]在信赖要件的证明责任方面,虽然早期证券法判例认为原告原则上应证明“若无虚假陈述则不会进行投资”,^[25]但在Ute案中,联邦最高法院考虑到面对面交易的原告若要证明信赖了被隐瞒的重大信息实属证明假想事实,过于困难,遂确立了原告只需证明重大遗漏和交易行为客观存在即可推定信赖的规则。^[26]这与《美国侵权法重述(第二次)》将隐瞒行为视为故意阻碍对方获得信息,可直接推定事实上因果关系的规则一致。^[27]

不过,Ute案推定仅限于消极型虚假陈述,在被告主动做出误导性和不实陈述的面对面交易中,投资者并不存在前述证明困难,仍需自行提出已阅读并信赖了被告的某份特定文件的具体事实,即“直接信赖”(direct reliance),方能满足《联邦民事程序规则》对原告应提出有关欺诈客观要件的特定证据(particularity)的要求。若原告仅泛泛列举一系

[22] 我国交易因果关系要件在美国法虚假陈述案件中多称为信赖要件,属同一概念。参见前注[4]。Edward J. Kionka, *Torts in a Nutshell* (Sixth Edition), West Academic Publishing, 2015, p. 593.

[23] Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law* (Seventh Edition), Carolina Academic Press, 2018, pp. 54-55, 283-284; 同前注[19], Verity Winship 文, 第681页、第710~711页。

[24] See Restatement of the Law, Torts 2d, Rule 525-552C; James A. Henderson Jr. et al., *The Torts Process* (Eighth Edition), Wolters Kluwer, 2012, pp. 861-863; Margaret V. Sachs, *Relevance of Tort Law Doctrines to Rule 10b-5: Should Careless Plaintiffs Be Denied Recovery*, 71 Cornell Law Review 96, 137 (1985-86); *The Reliance Requirement in Private Actions under SEC Rule 10b-5*, 88 Harvard Law Review 584, 584-585 (1975).

[25] List v. Fashion Park, Inc., 340 F. 2d 457 (1965).

[26] Affiliated Ute Citizens of Utah v. U. S., 406 U. S. 128 (1972).

[27] Restatement of the Law, Torts 2d, Rule 550, 551; 程啸:《证券市场虚假陈述侵权损害赔偿責任》, 人民法院出版社2004年版, 第177~178页。

列披露文件但缺乏特定性,且未能举出阅读和信赖的具体证据,则不能被法院认定为存在事实上的信赖。^[28]除此之外,积极型虚假陈述中的原告还应当证明信赖的合理性(justifiable)。在发行人故意欺诈的情况下,虽然获准投资者(accredited investor)在尽职调查中的一般过失并不会排除其求偿权,但若主观过错达到与被告同等的“故意”(scienter)程度,则无权求偿,不过法院认为应当谨慎认定原告故意,不宜过度抬高原告的过错标准。^[29]在私募发行中,原告的合理信赖应以完整阅读发行说明书所载内容为前提。法院会依据原告的投资经验和专业知识、是否与发行人存在长期业务或个人关系、能否获取相关信息、发现欺诈的可能性、不实信息是否详细具体等因素综合判断原告信赖是否合理。若虚假陈述的风险显而易见,原告对此已知或应知,则至少应采取必要措施确认,不得对造假视而不见。^[30]相比在消极型虚假陈述中,原告则原则上免于信赖合理性的证明责任。^[31]

总体来看,Ute案的信赖推定并未超出一般侵权规则设置的证明责任分配,故不需要侵权法之外的法理与实证支撑即可适用于证券发行和交易市场、公募与私募发行中的消极型虚假陈述。

(二) Basic案“欺诈市场理论”中的间接信赖推定

在Basic案中,联邦最高法院从市场有效性的角度确立了“欺诈市场理论”(fraud-on-the-market),将信赖推定推广至积极型虚假陈述:虚假陈述在有效市场中借助价格变动间接传导至投资者,故信赖了价格公正性而买卖证券的投资者可被推定“间接信赖”(indirectly rely)

[28] Finkel v. Docutel/Olivetti Corp., 817 F. 2d 356 (1987); Abell v. Potomac Ins. Co., 858 F. 2d 1104 (1988); In re Sahlen & Associates, Inc. Securities Litigation, 773 F. Supp. 342 (1991); Federal Rules of Civil Procedure Rules 8, 9(b), 28 U. S. C. A.

[29] 同前注[18], Louis Loss书,第2005~2007页; Holdsworth v. Strong, 545 F. 2d 687, 692-695 (1976)。

[30] Zobrist v. Coal - X, Inc., 708 F. 2d 1511, 1516 (1983); Dupuy v. Dupuy, 551 F. 2d 1005, 1020 (1977)。

[31] Steven A. Fishman, *Duty to Disclose under Rule 10b - 5 in Face - to - Face Transactions*, 12 Journal of Corporation Law, 251, 305 (1987)。

了虚假陈述,无须再行举证阅读了不实信息披露并依此投资。^[32] 除原告举证困难、满足原告共性问题在集团诉讼中具有优先性(predominance)的起诉要求、投资者信赖市场价格的高度可能性等因素,“欺诈市场理论”最为重要的依据在于“有效市场假说”的实证支持,进而形成了以市场有效性为待证基础事实,将个别投资者对披露文件的“直接信赖”转换为重大性概念下一般理性投资者对价格公正性的“间接信赖”的推定逻辑。

Basic 推定应限于“公开、发达且有效率的市場”,满足大量投资者参与、交易活跃、证券流动性强、信息获取便捷等特征,原则上以股票公开交易市场为范例。^[33] 若严格按照有效市场假说的学理,有效市场应能“完全反映”全部公开信息,构成“半强式有效”(semi-strong):证券定价不仅要随信息披露即时浮动,更应符合证券的内在价值。^[34] 不过美国判例法并未过分苛求市场的有效性。在 Basic 案中,联邦最高法院仅强调了价格和信息的高度关联,并未执着于市场是否会即刻、全面反映公开信息。^[35] 在近期的 Halliburton II 案中,联邦最高法院更在一定程度上放松了对有效性的要求,只要虚假陈述能在合理时间内通常影响(generally affect)证券的市场价格,该市场就可认定为有效。^[36] 观察美国各法院判例,可以发现有效市场也并不限于集中竞价的全国性证券交易所和做市商报价频繁、投资者指令交易的纳斯达克原场外板块等被法院“推定有效”的交易市场,原告可提出个股在所处境外市场的发行量、换手率,投资者、证券分析师、做市商数量的证据来论证市场

[32] Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224, 225, 247 (1988); Blackie v. Barrack, 524 F. 2d 891, 906 (1975); Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U. S. 258, 268, 274, 278 (2014).

[33] Id. Basic, note 27; Cammer v. Bloom, 711 F. Supp. 1264, 1286 – 1287 (1989); West v. Prudential Sec., Inc., 282 F. 3d 935 (2002).

[34] See Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25(2) The Journal of Finance, 383, 383, 413 – 414 (1970); Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, 46(5) The Journal of Finance, 1575, 1576 – 1577 (1991); 同前注[18], James D. Cox 书, 第 89 ~ 90 页。

[35] 同前注[32], Basic, note 28.

[36] 同前注[32], Halliburton II, 272。

的有效性,仍有被法院支持的可能。^[37]

然而,证券发行市场不论公募私募一般都不会被美国法院认定为“有效市场”。^[38]尤其在私募发行中,法院更不会支持欺诈市场理论的适用。例如,在安然(Enron)公司造假的相关案件中,裁判法院认为尽管安然公司的股票场内市场及债券场外交易市场有效,但在 SEC 144A 规则下向获准投资者发行证券的私募发行市场不具备信息有效性,因此不能适用欺诈市场理论下的信赖推定。^[39]在其他案件中,股票、合伙份额、债券的私募发行也均未被认定为有效市场。^[40]究其原因,便在于私募发行的相关信息仅面向特定获准投资者发布,经面对面协商确定认购意向和认购价格。认购人直接从发行人和承销商处购入证券,没有利用交易场所的公开信息披露和价格形成机制,故认购价格与市场价格并无必然关联,不符合有效市场的基本定义。^[41]尽管有实证研究认为美国债券发行市场有独立的专业投资者,往往比债券二级市场交易更加有效,股票首次公开发行也不乏一定的有效性,但以上论断均以公开发行为前提,不涉及私募发行。^[42]总之,“欺诈市场理论”下的信赖推定在美国私募发行中并无适用空间。

[37] 同前注[33], Cammer, 1286 – 1287; Unger v. Amedisys Inc., 401 F. 3d 316, 323 (2005)。我国也有司法判决认为在新三板做市交易模式下,有多家做市商参与做市,案涉股票市场交易较为活跃,重大信息能够反映至股价中,可以推定交易因果关系成立。但该案发生于交易市场,不涉及非公开发行投资者。参见上海金融法院:李某佳与 A 公司等证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书,案号:(2021)沪 74 民初 1368 号,2023 年 6 月 30 日。

[38] 美国法院认定公开发行不构成有效市场的判例可参见 In re MDC Holdings Sec. Litig., 754 F. Supp. 785 (1990); Stinson v. Van Valley Dev. Corp., 714 F. Supp. 132 (1989)。

[39] In re Enron Corp. Securities, 529 F. Supp. 2d 644, 771 – 772 (2006); 17 CFR 230.144A.

[40] Sable v. Southmark/Envicon Capital Corp., 819 F. Supp. 324 (1993); Freeman v. Laventhol & Horwath, 915 F. 2d 193 (1990); 同前注[28], In re Sahlen, 773 F. Supp. 342 (1991); Lubin v. Sybedon Corp., 688 F. Supp. 1425 (1988)。

[41] 同前注[39][40]。

[42] See Michael J. Kaufman & John M. Wunderlich, *Fraud Created the Market*, 63 Alabama Law Review, 275, 307 – 308 (2012); Robert G. Newkirk, *Sufficient Efficiency: Fraud on the Market in the Initial Public Offering Context*, 58 University of Chicago Law Review, 1393 (1991)。

(三) 私募发行无法适用尚存争议的“欺诈创造市场理论”

在 Basic 案认定投资者有权信赖市场价格前,早期欺诈市场判例仅宽泛提及投资者对“市场公正性”的信赖,但美国各地法院对可代表市场公正性的具体指标理解不一。除市场价格外,也有法院选取了“证券发行资质”等指标作为推定间接信赖的基础事实,形成了可适用于发行市场的“欺诈创造市场”(fraud – created – the – market)推定,但这一理论尚未被美国联邦最高法院承认,难以适用于私募发行。

“欺诈创造市场理论”起源于 Shores 案,该案发行人明知不具备发行条件却仍然在发行说明书中造假。第二巡回法院认为此类欺诈发行不仅成立 10b – 5 规则第 2 款项下的虚假陈述,更构成第 1 款和第 3 款所述的“故意使用欺诈手段损害投资者”,因此不仅应着眼于虚假陈述行为,更应基于欺诈发行的虚假外观推定信赖:投资者有权信赖发行成功的证券符合发行条件、具有投资价值。只要原告证明发行人明知无发行资质却仍欺诈发行即可推定信赖。^[43] 但该推定应限于发行人的资产状况根本无法发行(economically unmarketable)、证券毫无价值(patently worthless)的情况;若虚假陈述仅造成发行价格虚高虚低,则不能推定信赖。在 Shores 案的基础上,也有巡回法院发展出“法律上不可发行”“监管公正性”等适用“欺诈创造市场”推定的不同事由,认为投资者有权信赖证券的“发行即合法合规”的外观以及 SEC 审核的“背书”效果。^[44] 由此,“欺诈创造市场理论”将信赖推定的基础事实由价格拓展至证券发行外观和行政监管,将适用范围推广至发行市场。

然而,上述理论并非美国主流司法观点,争议颇大。虽然联邦最高法院对该理论未置可否,但考虑到 Shores 案之后包括 Basic 案在内的联邦最高法院判例仍然仅以市场价格作为公开市场信赖推定的基础事

[43] Shores v. Sklar, 647 F. 2d 462, 468 – 471 (1981).

[44] T. J. Raney & Sons, Inc. v. Ft. Cobb, Oklahoma Irrigation Fuel Authority, 717 F. 2d 1330, 1332 – 1333 (1983); Arthur Young & Co. v. United States Dist. Court, 549 F. 2d 686, 695 (1977).

实,联邦最高法院对“欺诈创造市场理论”恐难持欢迎态度。^[45]有反对判例指出,“欺诈创造市场”选取的“发行资格”“行政监管”等信赖事由相较于有效市场的证券价格,仅有政策导向却缺乏实证支持,无法论证投资者信赖的合理性;法院将 10b-5 规则三款差别化对待也缺乏法律依据;特别是该理论不符合美国注册制下证券发行并不以资产状况为前提、对发行人资质不作实质审核的实际状况;并且考虑到证券完全无法发行、毫无价值的情况不多,仅推定无发行资质案件中的投资者信赖而忽视其他发行欺诈实属厚此薄彼,在裁判时更难以区分。^[46]因此,尽管被联邦最高法院承认的“欺诈市场理论”出于保护投资者的需求已然降低了市场有效性的门槛,将其理论核心逐步从经济学理论转向投资者保护,而“欺诈创造市场理论”也同样响应了投资者保护的公共政策,或仍有一定合理性,但即便如此,至少在无须提交注册申请、无 SEC 监管前置介入、无资产状况法定要求的美国私募发行中,并不存在“证券的发行资质”“证券行政监管”等可被信赖的事由。^[47]因此,即使是“欺诈创造市场”推定也难以适用于私募发行。实际上,美国支持“欺诈创造市场”的典型判例更多集中于债券公开发行,股票私募发行的相关案例尚不多见。^[48]

(四) 小结

综上所述,美国私募发行处于虚假陈述民事责任法律适用的“中间地带”,虽然仍在《1934 年证券交易法》第 10(b) 节的一般性反欺诈立法规定射程范围内,却不适用判例法为保护公开市场投资者创设的“欺诈市场理论”及其衍生的“欺诈创造市场理论”下的间接信赖推定

[45] 同前注[42], Michael J. Kaufman & John M. Wunderlich 文,第 287 ~ 288 页。Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific - Atlanta, Inc., 552 U. S. 148, 159, 165 - 166 (2008), “The § 10 (b) private right should not be extended beyond its present boundaries”; Malack v. BDO Seidman, LLP, 617 F. 3d 743, 754 - 755 (2010).

[46] Eckstein v. Balcor Film Investors, 8 F. 3d 1121, 1130 - 1131 (1993); Ross v. Bank South, N. A., 885 F. 2d 723, 738 - 745 (1989).

[47] 同前注[40], Lubin, 1446.

[48] 同前注[42], Michael J. Kaufman & John M. Wunderlich 文,第 282 ~ 287 页、第 307 ~ 308 页。Matt Silverman, *Fraud Created the Market: Presuming Reliance in Rule 10(b) - 5 Primary Securities Market Fraud Litigation*, 79 Fordham Law Review, 1787, 1807 - 1814 (2011).

规则。私募发行虚假陈述的信赖判断仍应适用一般侵权法规则,但在消极型虚假陈述时可以推定投资者信赖。

四、我国非公开发行交易因果关系认定方法的构建

(一)非公开发行无法适用“欺诈市场理论”下的因果推定

与美国私募发行类似,我国上市公司的非公开发行无法构成“有效市场”,不能适用“欺诈市场理论”下的交易因果推定规则。

具体到我国非公开发行的作业流程,在锁价发行中,发行对象及价格已事先确定;在发行对象尚未确定的竞价发行中,发行人自主选择机构询价,按照价格优先的原则确定发行对象。^[49]除发行价格不能低于规定下限之外,非公开发行定价的自由度较高。此类磋商定价的非公开发行市场显然不能和二级市场集中竞价交易在信息有效性上等量齐观。比较法上,获准投资者人数不设上限的美国私募发行尚不能被视为信息有效市场,作为对比,我国仅能面向不超过35名投资者的非公开发行也难有适用交易因果推定的空间。

由此观之,对前述赞成推定交易因果关系的司法观点的质疑之一在于其对非公开发行的定性。《证券法》第七章“证券交易场所”将包括新三板、区域性股权市场在内的所有交易场所统一规制,但该章条文多为证券交易场所的法律定位、法定职能义务和相关的管理性规定,并没有从集中拍卖竞价、做市商报价、面对面磋商等交易组织形式对多层次市场作进一步划分,未必能够和虚假陈述民事赔偿规则直接对接。此外,《证券法》的相关解释论对非公开发行较为狭窄的理解也容易使得部分司法机关陷入非公开发行和面向不特定对象的公开发行“同大于异”的误区。有观点认为上市公司不论是向不特定对象,还是向特定对象发行新股,都属于公开发行;^[50]另有有力解释认为上市公司已

[49] 参见《上海证券交易所上市公司证券发行与承销业务实施细则》(以下简称《实施细则》)第33条、第34条、第41条、第43条。

[50] 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30页。

具有公众属性,即使向少量特定对象发行股份,也应视为公开发行,可以不再保留上市公司非公开发行股票的概念。^[51] 以上解释的目的着重在于《证券法》第12条项下确定中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)对于上市公司非公开发行新股的监管权,并未根本否定证券发行可能同时存在公开发行与非公开发行的概念,^[52]且与非公开发行民事赔偿制度的因果关系认定并无直接关联。但毋庸讳言,受到以上广义“交易场所”概念和认为非公开发行具有公开性的观点的影响,新近司法裁判对非公开发行的定性已有“唯场所论”和“公开交易论”的倾向。

如果仅因非公开发行需经过交易场所审核,就直接认定非公开发行和公开发行、公开交易相同,均为“在交易场所”进行的“证券发行和交易活动”,会进而导致司法机关裁判时不加区分地推定交易因果关系。^[53]此种司法裁判观点的问题在于未充分观察到交易场所在非公开发行中仅起到注册制下的审核职能,并未发挥集中竞价的本质属性。从《证券法》第96条规定和相关释义来看,证券交易场所由交易主机、大厅、参与者交易业务单元、报盘系统及相关通信系统构成,其核心功能在于“为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易”。^[54]非公开发行没有利用交易场所的设施撮合交易,投资者虽投资了证券,但不属于“证券公开市场”上的投资者。实际上,即使是首次公开发行的价格也是由发行人、保荐机构线下询价或自主定价,^[55]不涉及价格随信息的即时调整。比较法上,美国法的“证券交易所”也指的是“撮合多方买卖交易指令的场所”,指向二级交易市场。^[56]而从私募发行

[51] 参见程红合主编:《证券法修订要义》,人民出版社2020年版,第34页。

[52] 《证券法》第9条第3款已经明确肯认非公开发行的合法存在。

[53] 同前注[3], (2020)鲁民终3132号, (2022)最高法民申99号;北京市高级人民法院:北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司与吴某等证券虚假陈述责任纠纷二审民事裁定书,案号:(2022)京民辖终82号,2022年8月1日。

[54] 同前注[50],第193~194页。

[55] 同前注[8],《管理办法》第5条;同前注[49],《实施细则》第11条、第12条。

[56] 15 USCS § 78c(a)(1); 17 CFR 240.3b-16;郑春玉:《证券场外交易场所的法律界定》,载朱慈蕴主编,清华大学商法研究中心编:《商事法论集》(第28卷),法律出版社2016年版,第131~136页。

的性质来看,在美国《1933年证券法》第4(a)(2)节项下,仅凭认购投资者较多这一点也并不足以否定发行的私募性质。^[57]综上所述,我国证券发行难以具备信息有效性,更不应“唯场所论”,将非公开发行错误地认定为“公开发行”或“场内交易”。

此外,除“欺诈市场理论”的法理之外,非公开发行相较于公开发行和公开交易市场仍有多方面不同。例如,从投资者的特点来看,参与非公开发行的合格投资者以专业能力和议价能力较强的投资机构居多,不仅可以自行调查发行人的投资价值,也可以要求发行人披露更加详尽或有针对性的信息,主动参与非公开发行的价格形成。机构投资者可以在调查后自主决定是否以双方议定的具体条件、价格、数量进行投资,这一投资方式和议价地位显然与只能被动接受市场价格的公众投资者存在本质差别。美国法上,若私募发行仅面向获准投资者,发行人无须履行法定的强制信息披露义务,具体披露内容可由投资者和发行人自主协商确定。^[58]从美国联邦最高法院典型判例来看,私募发行的本质特征即在于“投资者无须证券法强制信息披露规则的保护”。^[59]因此,在发行人和认购人谈判能力平衡的情况下,似乎并无必要给予认购人超出一般侵权法规则之外的特别优待。尤其是考虑到我国证券市场长期以来散户投资者占多数,新《若干规定》自旧规立法之初即强调对中小投资者,尤其是自然人投资者等证券市场“弱势一方”的倾斜性保护,交易因果关系的推定也因此以自然人投资者为主要适用对象。^[60]从新《若干规定》的这一政策性目标来看,非公开发行认购人不存在如同公开发行和交易市场的中小投资者所面临的信息不对称和举证困难。非有效市场叠加投资者特殊身份的双重因素进一步削弱了非公开发行适用交易因果关系推定规则的合理性。

综上所述,非公开发行虚假陈述虽能适用《证券法》第85条、第

[57] SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119, 124 - 125 (1953).

[58] See 17 CFR. 230. 506.

[59] 同前注[57],第124~125页。

[60] 同前注[6],李国光主编书,第109~110页;邢会强主编:《证券法学》,中国人民大学出版社2020年版,第140页。

163 条,但不宜适用新《若干规定》第 11 条的交易因果推定规则。^[61] 本文建议,或可进一步修订新《若干规定》第 11 条,明确本条不适用于非公开发行,同时考虑到公开发行中发行人欺诈获利的违法性更重并且涉及公众投资者保护,可专门设置一新条文,推定公开发行市场投资者的交易因果关系,区分发行和交易市场两套规则;^[62] 或者以“保护公开市场投资者”为由作目的性限缩解释,将非公开发行排除出新《若干规定》第 11 条的适用范围,回归旧《若干规定》第 2 条文义,但须注意该解释论下公开发行和交易市场的交易因果推定依据的法理基础仍有本质不同。

(二)一般侵权法规则下交易因果关系的认定与证明

在排除了新《若干规定》第 11 条的适用后,非公开发行交易因果关系判断的另一问题在于,即使适用一般侵权法规则判断交易因果关系的司法判决也仅要求原告提交投资可行性分析即可完成举证。^[63] 少数案例甚至直接默认了交易因果关系,没有给被告预留抗辩空间,对原告的保护更甚于新《若干规定》第 11 条的推定规则。^[64] 作为对比,在部分二级交易市场的虚假陈述案件中,原告机构投资者也同样需要自行证明已对股票价值进行了判断、遵循了投资决策程序才能被推定交易因果关系。^[65] 由此可见,非公开发行的侵权法因果判断与新《若干规定》的交易因果推定之间缺乏足够的区分度,司法裁判仍有参照

[61] 对比美国《1934 年证券交易法》第 10(b) 节并未推定被告存在主观过错,非公开发行虚假陈述是否应适用《证券法》第 85 条、第 163 条的严格责任和过错推定责任,在立法论上仍待探讨。

[62] 美国法规定若原告在相关注册申报文件生效 12 个月之内购入证券,可豁免对信赖的举证;若原告在 12 个月 after 购入证券且发行人在此期间已发布“收益表”,原告虽应当证明信赖的存在,但无须证明真正阅读过不实文件。参见 15 U. S. C. A. § 77k (a); 同前注[20], 第 195 页。

[63] 同前注[6], (2019) 粤民终 2080 号; 同前注[9], (2020) 粤 03 民初 3225 号。

[64] 同前注[9], (2021) 皖 08 民终 2270 号。虽然本案法院以损害因果关系不成立驳回了原告诉讼请求,但在交易因果关系成立的结论上缺乏论证。

[65] 可供对比的公开交易案例:浙江省高级人民法院:上海雨浩投资咨询有限公司、浙江祥源文化股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2019)浙民终 1414 号,2019 年 12 月 20 日;山东省济南市中级人民法院:郑某等与山东天业恒基股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷一案民事判决书,案号:(2020)鲁 01 民初 2517 号,2020 年 12 月 7 日。

适用新《若干规定》推定规则的倾向。

交易因果关系,即投资者“合理信赖”的成立应以投资者客观上阅读了虚假陈述并据此投资,以及在交易时主观上不存在明知该虚假陈述的故意作为前提。本文认为,一般侵权法因果关系规则和新《若干规定》第11条最主要的不同即在于侵权法规则下,因积极型虚假陈述受有损害的非公开发行投资者原告仍应就其已阅读并信赖了虚假陈述的“直接信赖”事实、虚假陈述对本人投资决策的原因力承担证明责任;在主观层面,投资者还应自证对虚假陈述的信赖具有合理性,没有明知虚假陈述却仍然投资的故意。相比在公开交易市场案件中,前述主客观两层次的构成要件均被依法推定为对原告有利,证明责任被倒置至被告一方。而消极型非公开发行欺诈和公开市场虚假陈述中,被告可主张推翻信赖推定的抗辩事由也存在差别。配合不同的实体规则,案件可适用的诉讼程序是否会有所不同也有待进一步探讨。

1. 无法成立交易因果关系的特定情形

非公开发行中发行人应予披露的文件包括非公开发行预案、董事会、股东会决议,募集说明书和发行情况报告书。基于非公开发行的信息披露,要求发行预案应在董事会表决通过后随决议一并披露;募集说明书则一般在交易所审核通过后、证监会予以注册前公告正式的注册稿;发行情况报告书则在验资结束之后披露。^[66] 锁价发行中,发行预案应载明认购对象,此时投资者已与发行人签订股份认购协议,故后续的信息披露不会影响其投资判断,无法成立交易因果关系。^[67] 而在竞价发行中,投资者在发行预案和募集说明书公告后方才认购股票,仍有可能形成对发行预案、募集说明书的信赖。

具体而言,不但募集说明书中记载的发行概要、募投项目概况、募集资金使用的可行性分析等有关本次发行的新信息可能存在虚假陈述,而且其中援引先前信息披露中有关发行人业务模式、业务发展安排

[66] 同前注[8]。

[67] 锁价发行预案的披露内容、签订认购合同与信息披露的先后顺序可参见前注[49],《实施细则》第33条、第35条;杨婷、王琦:《“参照”规则视角下的证券虚假陈述侵权适用范围之辨》,载《财经法学》2022年第4期。

等基本经营信息和部分财务数据也可能不实。^[68] 这部分经营与财务数据虽然应和先前披露基本相同,但也经过了本次发行聘请的保荐、承销机构及证券服务机构(“证券中介机构”)的复核,由其签字并确认募集说明书不存在虚假陈述。^[69] 募集说明书的真实性在一定程度上获得了中介机构的再次“背书”,后者为此可能收取了不菲的费用。因此,在先前已有披露的基础上,认购人有权对募集说明书中的发行人基本面信息形成独立的信赖,至少不能仅因财务和经营信息已被先前披露,就全然否定认购人在募集说明书虚假陈述影响下形成的交易因果关系,否则证券中介机构的复核义务也将难以彰显。^[70] 不过考虑到先前披露中已有中介机构对发行人信息进行了核查验证,并且非公开发行过程中证券中介机构的勤勉尽责标准应更为宽松,存在一定合理信赖和自主判断的空间,^[71] 如果募集说明书援引的经营财务信息不实,非公开发行中介机构的责任相较于初次虚假陈述中负有过错的中介机构应当更轻,司法机关在认定责任时应更加谨慎。

综上,锁价发行“先认购后披露”的流程使交易因果关系难以成立;竞价发行中投资者仍有信赖发行预案、募集说明书等文件的可能性,司法机关仍需通过一般侵权法规则进一步判断其交易因果关系。

2. 投资者对直接信赖事实的证明

基于“欺诈市场理论”,公开交易市场投资者已被推定间接信赖了有效市场的价格,所以无须提供证明已阅读不实信息并依此投资的证

[68] 募集说明书的披露内容可参见前注[8]《61号准则》第7~9条。

[69] 同前注[8]《管理办法》第6条、第7条、第45条、第46条。

[70] 乐视网一审案中,法院认为非公开发行过程并无新增的虚假陈述,仅重复了过去已被披露的虚假信息,在二级市场投资者被推定信赖了先前虚假陈述的情况下,不应形成对非公开发行文件的信赖。参见前注[2](2021)京74民初111号。本文认为这一结论对二级市场投资者成立,原因在于非公开发行公告文件并非为与公众投资者准备,不应成为公众投资者可信赖的投资依据,并且该虚假陈述已通过先前披露被二级市场价格吸收,难以通过后续的重复披露对市场价格造成二次影响。但本次发行中的认购人正是非公开发行的招徕对象,应有权信赖非公开发行文件中的财务经营信息并以此作出投资决策,形成磋商后的发行认购价格。这与二级市场的投资者存在不同。

[71] 例如,《保荐人尽职调查工作准则》第3条授权保荐人在非公开发行中根据发行人的情况自行确定尽职调查范围。

据。由于新《若干规定》第11条在表述上并未有意区分机构投资者和自然人投资者,公开交易市场中的机构投资者也无义务自证“直接信赖”。^[72]但在非公开发行中,原告投资者应承担对直接信赖的证明责任,提出例如明确记载该不实事项的投资可行性报告、投资决策报告书等证据。

更重要的是,原告还应进一步论证虚假陈述有使其“因欺诈陷入错误并因错误做出意思表示”^[73]的双重因果关系。特别考虑到参与公开发行的主体多为机构投资者、发行人的控股股东和实际控制人,除单纯通过财务投资获利外,更有参与战略投资、对赌、并购重组甚至通过抽屉协议实现保底保收益等投资原因,发行人的虚假陈述并不必然会影响该类投资者的主观定价。此时,仅通过“重大性”这一虚假陈述行为的客观构成要件并不足以推断出投资者事实上的主观信赖。^[74]一方面,信息有效性的缺失使司法机关既不能凭价格波动来反推信息的重大性,也无法借助有效市场在重大性、价格和信赖之间建立起必要的关联;另一方面,非公开发行投资者的投资动机差异较大,司法机关难以选择一个客观标准来确定和原告同样情况的“理性投资者”将会如何决策,故分析虚假陈述是否影响了原告判断,还是要回到原告本人在主观上的投资决定。因此,原告投资者应当证明虚假陈述不仅对理性投资者具有抽象意义的“重大性”,更对该特定投资者具有个体意义上的“重大影响”。

具体而言,投资者的意思表示可细分为“是否投资”和“如何投资”两个层次,后者表现为投资者拟认购的价格、股份数量和对价支付方式等交易细节。虽然依据欺诈法理,虚假陈述不必是诱使投资者作出意思表示的唯一原因,不必达到影响交易基础的程度,也不适用“若无虚

[72] 美国 Basic 案也未区分机构投资者和普通投资者。但如后文所述,公开交易市场的机构投资者虽不必证明直接信赖,但在被告主张原告主观故意时,因投资决策报告由原告一方控制,机构投资者或仍需提出相关书证。

[73] 参见朱庆育:《民法总论》(第二版),北京大学出版社2016年版,第280~281页。

[74] 参见汤欣、张然然:《虚假陈述民事诉讼中宜对信息披露“重大性”作细分审查》,载蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》(第28卷),法律出版社2020年版,第254页。

假陈述则不会投资”的“若无则非”(but for)因果关系检验,^[75]但投资者应当证明虚假陈述能够使其对证券的主观定价、拟认购股份数等投资决策中的具体内容产生一定程度的错误认识。至少,该虚假陈述不应是投资者决策时根本不会关心的信息。

例如,机构投资者原告提交的投资可行性报告通常会涵盖发行人长期以来的各类指标,但其中部分微观数据并非决定公司宏观基本面的关键因素。在剔除该信息后,即使发行人财务经营指标或有不足之处,但也未必会改变投资者对公司基本面的评价和对股票的主观定价,此时即不宜认定因果关系。再如,就非公开发行前已披露的虚假信息,若对股价影响较小、距今时间较久远,或者已在认购协议中被更正,此类信息对投资者决策的原因力已被大大稀释。即使在投资可行性报告中有所记载,但也难以构成决策时的关注重点。以我国法院审理的中兵红箭案为例,法院认为虽然原告提交的投研报告记载了发行人2014~2015年的财务数据,但原告作为投资股票的专业机构实际看重的是对2016~2018年未来三年股价、每股业绩和市盈率的预测。尽管2015年的虚假陈述虚增了近10%的利润,但在发行人同时实施资产重组、军工板块大热的背景下,虚假陈述“并未对中兵红箭的基本面和业绩造成根本性影响,进而导致股价定位明显不合理”,故法院认定虚假陈述并非原告作出投资决定的信赖基础。^[76]而在华晨债券案中,审理法院认为原告作为机构投资者应当依据发行人表现更好的最近一年财务数据判断其偿债能力,而非两年前虚增利润的审计报告;在发行人偿债风险已被广泛知悉的情况下,原告仍低价买入债券,“不再以理性投资人的标准将债券到期收益率和发行人偿债能力作为投资决策的核心考量因素”,而是将“发行人摆脱经营困境或低价投资本金获得清偿”作为投资动机。因此,即使案涉虚假陈述具有重大性,交易因果关系也不

[75] 参见许德风:《欺诈的民法规制》,载《政法论坛》2020年第2期。

[76] 湖南省高级人民法院:喀什中汇联银创业投资有限公司、中兵红箭股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2021)湘民终867号,2022年3月29日。

能成立。^[77] 虽然以上案件发生在二级交易市场,但举轻以明重,其判决思路对非公开发行的交易因果判断同样具有参考价值。司法机关应结合个案事实、投资者的交易动机来分析特定虚假信息是否会对投资判断造成实质影响,不宜仅因原告提交的投资可行性分析中有文字提及虚假陈述所涉事项就直接认定交易因果关系成立。

此外,就被告有权主张推翻因果推定的抗辩事由而言,对比美国面对面交易的 Ute 案和公开竞价交易的 Basic 案,可以发现在两类本质不同的信赖推定之下,被告虽可在涉及消极型虚假陈述的面对面交易中证明投资者从未阅读过信息披露以推翻“直接信赖”推定,^[78]但在欺诈市场推定下即使原告自认没有阅读信息披露文件,法院也不能以此否定投资者对价格的间接信赖。^[79] 我国新《若干规定》也明确规定在欺诈市场推定下,被告只能转而证明原告先于虚假陈述投资这一推定必需的基础事实不成立,或证明原告明知虚假陈述却仍然投资,被推定的信赖事实客观上不存在。^[80]

3. 投资者对信赖合理性的证明

投资者在自证已阅读信息披露并且虚假陈述对投资决策具有个体意义上的“重大影响”的基础上,还应进一步证明其信赖具有合理性,即不存在明知虚假陈述却仍然投资的主观故意。此处应当明确,信赖合理性的例外应限于投资者故意,应基于投资者本人的主观状态进行判断,不宜和机构投资者违反“审慎注意义务”时的一般过失混淆。^[81] 我国侵权法规则主张在侵权人故意欺诈时,只有被欺诈一方的故意,甚至仅直接故意才可以排除其赔偿请求权,不宜适用过失相抵规则,故投

[77] 辽宁省沈阳市中级人民法院:杭州量瀛投资管理有限公司与华晨汽车集团控股有限公司等证券虚假陈述责任纠纷一案一审民事判决书,案号:(2022)辽01民初521号,2023年8月17日。

[78] 同前注[43],第468页。

[79] Peil v. Speiser, 806 F.2d 1154 (1986), at 1163.

[80] 参见新《若干规定》第12条第1款第1项、第2项。

[81] 同前注[24], James A. Henderson Jr. 书,第888页;同前注[29], Holdsworth, 第692~695页;同前注[31], Steven A. Fishman 文,第307~311页。

投资者审查信息时的过失不会否定其合理信赖。^[82] 美国侵权法规则同样持此态度,法院判例也认为仅在原告主观上达到与被告同等的故意程度时才能否定其合理信赖。^[83] 特别考虑到机构投资者即使具有专业能力,也不负有发现虚假陈述的法定义务,故司法机关在审查投资可行性报告时,应对机构投资者的过失持宽容态度。正如有学者指出,“只要专业投资者能证明已经做了合理的、并非流于形式的调研,收集和分析了正常水平的投资决策信息”,即可认定信赖合理性。^[84] 总体来看,投资者对信息披露不实的单纯怀疑尚不足以论证其主观故意,仅在投资者的决策文件或交易行为表明其确知虚假事实却仍然投资,或已发现造假的明显迹象却有意不做审查时,才可被认定缺乏信赖合理性。

在证明责任方面,至少在积极性虚假陈述中,非公开发行投资者应当自证信赖合理性,承担向法院提交相关证据的主观证明责任和待证事实真伪不明时于己不利的客观证明责任。相比之下,公开交易市场投资者对市场价格的信赖本身即推定了信赖合理性,应由被告举证来推翻推定。^[85] 不过,若被告抗辩已被推定合理信赖的机构投资者存在主观故意,因投资决策文件等书证由原告投资者一方控制,被告似仍有权要求原告提交投资决策文件。若机构投资者拒绝提交书证,或须承担存在故意的事实被认定为真实的不利后果。^[86] 由此来看,无论是依据一般侵权法规则还是证券法因果推定规则,机构投资者最终都无法

[82] 参见新《若干规定》第12条第1款第2项;《民法典》第1174条;程啸:《侵权责任法教程》(第4版),中国人民大学出版社2020年版,第134页、第424页。在机构投资者未能审慎投资,对损失存在过失的场合,或可依过失相抵原则适度减轻严重违反注意义务、对虚假陈述存在重大过失的证券中介机构的赔偿责任,但不宜减轻主观故意的被告责任。参见北京金融法院:蓝石资产管理有限公司与兴业银行股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书,案号:(2021)京74民初1号,2022年12月30日。

[83] *Restatement of the Law, Torts 2d*, Rule 540, 541, 545A; 同前注[24], James A. Henderson Jr. 书,第887~890页;同前注[30], Zobrist, 1516 及 Dupuy, 1020。

[84] 缪因知:《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否定的司法路径》,载蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》(第30卷),法律出版社2020年版,第93~94页。

[85] 同前注[46], Ross, 第739页。

[86] 参见《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第112条。

避免向法院提交投资决策文件,这或导致机构投资者陷入“调查越多、举证越多、过错越多、赔偿越难”的逻辑悖论。但至少,如果被告没有主张机构投资者存在主观故意,机构投资者也已对重大性、投资时点等交易因果推定的基础事实完成了举证,司法机关不应再行依职权审查机构投资者是否尽到注意义务,也不宜要求其提出相关证据。这和非公开发行中的机构投资者应当自负对信赖合理性的证明责任相比仍有一定区别。

4. 可适用的诉讼程序或有不同

在程序法层面,不同的交易因果关系认定方法也可能会导致案件可适用的诉讼程序存在不同。“欺诈市场理论的真正威力不在于个别原告之交易因果关系推定,而是通过原告之共同信赖支持了群体诉讼的索赔聚合。”^[87]在美国法上,私募发行投资者无法通过交易因果推定满足原告共性问题具有优先性的集团诉讼前置要求。而我国特别代表人诉讼须有50名以上投资者委托投资者保护机构方能启动,也无法适用于不超过35人的非公开发行。不过,考虑到《证券法》第95条和最高人民法院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》并未明确限定特别代表人诉讼的适用范围,本可被划入广义“私募发行”且面向不特定合格投资者的我国公司债券“小公募”发行,能否在不适用交易因果关系推定的情形下成就特别代表人诉讼程序,其合理性尚待结合我国民事诉讼法法理作进一步探讨。^[88]

五、结论

非公开发行虚假陈述民事责任在证券法律适用上应处于较为特殊的“中间地带”:虽然可以适用《证券法》第85条、第163条的相关规定,但不宜适用新《若干规定》第11条的交易因果关系推定规则。其

[87] 同前注[6],耿利航文。

[88] 在首例适用起诉时人数不确定的普通代表人诉讼规则的五洋债案中,原告已达487人。参见浙江省高级人民法院:德邦证券股份有限公司、大信会计师事务所等证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,(2021)浙民终515号,2021年9月22日。

根本原因在于非公开发行通过面对面协商确定认购意向和认购价格,没有利用交易场所的公开信息披露和价格即时形成机制,不符合以信息有效市场为预设的“欺诈市场理论”。而非公开发行投资者以议价和调查能力较强的机构投资者居多,有能力自行展开调查、参与发行定价、要求发行人提供信息,更削弱了其适用这一倾向性保护公众投资者的规则的合理性。对此,司法机关宜准确理解非公开发行的“非公开”属性,可对新《若干规定》第11条作出必要的目的性限缩解释,将非公开发行剔除出本条的适用范围,实现我国虚假陈述法律适用的精细化发展。

非公开发行交易因果关系的认定应回归一般侵权法规则。锁价发行中的投资者难以形成对公告文件的信赖,竞价发行中的投资者虽仍有信赖的可能,但应提交投资分析报告等证据,对形成直接信赖的事实、虚假陈述对本人投资决策的原因力以及信赖的合理性承担证明责任。司法机关应结合个案事实和投资者动机分析特定虚假信息是否会对原告投资判断和主观定价产生实质影响。在消极型虚假陈述的非公开发行案件中,因投资者举证困难,可以推定交易因果关系成立,但这一推定的依据仍然是一般侵权法规则,与“欺诈市场理论”下的交易因果推定在法理依据上有本质不同,被告可主张推翻推定的抗辩事由也因而存在差异,对此应予特别指明。

(编辑:孙秀满 谢贵春)