

从保千里案看非公开定向增发机构投资者提起的证券虚假陈述诉讼

引言：

关于证券虚假陈述案件中，是否应当区别对待机构投资者，业界一直存在较大争议。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（案号：（2019）粤民终2080号，以下简称“保千里案”）被业界认为是非公开定向增发机构投资者提起证券虚假陈述诉讼并获得法院支持的首个案件。在保千里案中，广东省最高人民法院的裁判说理推翻了大成基金管理有限公司诉广夏（银川）实业股份有限公司虚假陈述证券民事赔偿纠纷一案（以下简称“银广夏案”）确立的并被司法实践长期采纳的裁判观点。在银广夏案中，法院认为，关于推定信赖的适用，对于提起证券虚假陈述诉讼的机构投资者，应当采用更高标准。鉴于保千里案已被最高人民法院民二庭选为“2020年度全国法院十大商事案例”，该案的裁判观点是否会对未来机构投资者提起的证券（包括债券）虚假陈述诉讼的司法实践带来变革值得密切关注。

本文试以广东省高级人民法院在保千里案中的裁判观点为坐标，结合并对比其他机构投资者提起的证券虚假陈述案件中的裁判观点，从机构投资者提起证券虚假陈述诉讼的法律依据、上市公司虚假陈述行为与机构投资者的损失之间因果关系认定、机构投资者因上市公司虚假陈述行为遭受损失的认定等角度，分析并展望未来机构投资者提起证券虚假陈述诉讼的裁判思路，并尝试给机构投资者提供适当建议。

一. 案情简介

江苏中达新材料集团股份有限公司（以下简称“中达股份公司”）于1997年6月23日在上海证券交易所上市，证券代码为600074.SH。中达股份公司于2013年开始进行破产重整，于2014年10月30日披露《收购报告书（草案）》，

其中披露了深圳保千里电子有限公司（以下简称“保千里电子公司”）及庄敏等拟收购中达股份公司，以及银信资产评估有限公司对保千里电子公司的估值为28.83亿元。2014年11月，中达股份公司股东大会通过重大资产重组决议。随后，中达股份公司于2015年3月正式完成资产重组，并于2015年4月更名为江苏保千里视像科技集团股份有限公司（以下简称“保千里公司”）。在保千里公司公告《非公开发行股预案》后，中车金控投资有限公司（以下简称“中车公司”）于2016年7月19日与保千里公司签订《股权认购协议》，以每股14.86元的价格认购保千里公司非公开发行股份中的13,383,604股股票，锁定期12个月。2016年7月20日，中车公司向保千里公司支付现金认购款198,880,355.44元。

2016年12月29日，保千里公司公告披露公司涉嫌信息披露违法违规，被证监会立案调查。2017年8月9日，证监会作出《行政处罚决定书》，认定在中达股份公司破产重整过程中进行重整资产评估时，保千里电子公司向银信资产评估有限公司提供了9份虚假协议，致使评估值虚增较大，对保千里公司处以行政处罚。针对保千里公司的虚假陈述行为，中车公司向深圳市中级人民法院提起诉讼，请求判令保千里公司赔偿其投资损失，庄敏等十一人承担连带赔偿责任。

深圳市中级人民法院判决保千里公司向中车公司赔偿投资差额损失20,570,599.35元，及对应佣金、印花税、利息等；庄敏、陈海昌、庄明、蒋俊杰承担连带赔偿责任；驳回中车公司的其他诉讼请求。中车公司、保千里公司以及陈海昌不服，向广东省高级人民法院提起上诉。广东省高级人民法院维持了一审判决。

二、非公开定增机构投资者属于提起证券虚假陈述诉讼的适格主体

目前投资者提起证券虚假陈述诉讼的主要请求权基础是《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》（法释【2003】2号，以下简称“《证券虚假陈述若干规定》”）。在保千里案中，保千里公

司、庄敏等被告提出《证券虚假陈述若干规定》仅适用于公开发行市场认证证券的投资人，不适用于通过非公开市场发行、协议认购的投资人。中车公司是通过非公开发行市场认购保千里公司股票，因此中车公司依法不属于《证券虚假陈述若干规定》规定的证券虚假陈述责任赔偿请求权的适格原告。

对于从证券发行市场和证券交易市场通过“非面对面”交易认购上市公司股票的机构投资者，其有权依据《证券虚假陈述若干规定》提起证券虚假陈述诉讼，这一点在实践中并无争议。对于通过非公开定增方式获得上市公司股票的机构投资者，其是否有权依据《证券虚假陈述若干规定》提起证券虚假陈述诉讼，作为非公开定增机构投资者提起证券虚假诉讼的首个案例，保千里案对此做出了回应。

保千里案一审法院深圳市中级人民法院认为，通过非公开定增方式认购上市公司股票的机构投资者是《证券虚假陈述若干规定》规定的有权提起证券虚假陈述诉讼的适格原告。

深圳市中级人民法院认为，首先，上市公司非公开发行股票一般又被称为一级半市场，与一级市场证券发行市场和二级市场证券交易市场既有区别又有联系，虽未被《证券虚假陈述若干规定》明确列举，但属于《证券虚假陈述若干规定》第二条第二款规定的“国家批准设立的其他证券市场”，符合《证券虚假陈述若干规定》第二条列举的应当适用的正面情形。

其次，非公开发行股票亦是在证券交易所进行交易，因此不属于《证券虚假陈述若干规定》第三条第一项规定“在国家批准设立的证券交易市场以外进行的交易”这一排除适用《证券虚假陈述若干规定》的情形。

最后，鉴于非公开发行股票的主要特点包括根据二级市场交易价格的百分之九十定价、按照“价格优先、时间优先”原则进行撮合、存在十二个月限售期、《认购邀约书》《申购报价单》及《股份认购合同》等交易条款和条件均由发行人在向证监会提交发行申请文件时一并确定等，与双方协商确定协议条款、转让价格等的协议转让存在明显区别。因此，通过非公开定增方式购买上市公司股票亦不属于《证券虚假陈述若干规定》第三条第二款规定“在国家批准设

立的证券市场上通过协议转让方式进行的交易”这一排除适用《证券虚假陈述若干规定》的情形。

基于以上分析，深圳市中级人民法院认为，通过非公开定增方式获得上市公司股票的机构投资者是《证券虚假陈述若干规定》规定的有权提起证券虚假陈述诉讼的适格原告。

二审法院广东省高级人民法院在肯定通过非公开定增方式获得上市公司股票的机构投资者有权提起证券虚假诉讼的同时，认为一审法院依据《证券虚假陈述若干规定》认定中车公司是本案的适格原告属于适用法律不当。广东省高级人民法院认为，《证券虚假陈述若干规定》保护的对象是通过“非面对面”方式交易的不特定投资者，非公开定向增发与传统的“面对面”交易并无本质差别，属于《证券虚假陈述若干规定》排除适用的情形，因此，一审法院依据《证券虚假陈述若干规定》认定中车公司是本案的适格原告，属于适用法律不当。和传统“面对面”交易法律适用一致，非公开定增方式获得上市公司股票的投资者既可以提起依据违反合同约定提起违约之诉，也可以提起侵权之诉，只是其提起侵权之诉时请求权基础应为《证券法》第六十九条而不是《证券虚假陈述若干规定》。

三．上市公司虚假陈述行为与机构投资者损失之间的因果关系认定标准

我国学界和司法实践普遍认为，证券虚假陈述侵权责任中的因果关系要件，包括了交易上的因果关系和损失上的因果关系。

在保千里案中，关于交易上的因果关系的认定，深圳市中级人民法院沿用了银广夏案的裁判观点，认为关于是否适用推定信赖，对于机构投资者应当采用更高的标准，机构投资者应当尽到比普通投资者更高的注意义务，在机构投资者证明其尽到了审慎投资义务、履行了投资决策流程的情况下，才能适用信赖推定。但鉴于中车公司在开庭的过程中已提交的《可行性研究报告》，已尽到了证明已经履行了适当的研究分析义务和投资决策程序的举证责任。同时考虑到保千里公司在重整过程中提供的虚假协议已在重整过程中由财务顾问、律

师事务所、会计师事务所、资产评估机构等证券服务机构出具专业意见，各证券服务机构已经审核确认内容不存在虚假陈述，要求中车公司在重整完成一年后对于重整过程中的协议真实性进行审核，对于中车公司的举证责任分配过于严苛。此外，深圳市中级人民法院认为，从《可行性研究报告》可以看出中车公司的投资决定确实在一定程度上受到了保千里电子公司提供的虚假协议影响。虽然主要是基于保千里业绩增长较快的经营现状，以及对保千里公司未来成长空间和保千里股票上涨的预期。由此似乎可以看出，即便虚假陈述行为仅对投资决定产生了相对次要的影响，仍可以认定存在交易上的因果关系。

关于损失上的因果关系，深圳市中级人民法院认为，保千里公司的虚假陈述属于诱多型虚假陈述，中车公司通过非公开定增方式认购股票其认购价格亦受二级市场价格影响，保千里公司的虚假陈述行为对保千里确定的发行价格具有直接影响，进而影响了中车公司的申购价格及最终认购价格，这一点亦可以通过揭露日后保千里公司股票大幅下跌予以印证。此外，保千里公司股票价格在揭露日之后大幅下跌的趋势也与上证指数和深证指数上涨的趋势相悖，可以排除证券市场系统风险影响。因此，损失上的因果关系亦是成立的。关于前述损失上因果关系的认定，广东省高级人民法院亦予以认可。

而关于交易上的因果关系认定，广东省高级人民法院则采用了完全不同的分析思路。广东省高级人民法院认为，通过非公开定增方式获得上市公司股票的投资者提起的证券虚假陈述诉讼，不应适用《证券虚假陈述若干规定》，因此也不应当适用《证券虚假陈述若干规定》第十八条规定的关于推定因果关系的认定方式。鉴于非公开定增交易本质上与传统的“面对面”交易没有差别，因此投资者依据《证券法》第六十九条提起的诉讼应当适用传统侵权诉讼的构成要件，原告应当对上市公司实施的虚假陈述行为与其遭受的损失之间存在因果关系进行举证。

考虑到虚假陈述行为的类型不同，投资者举证证明存在因果关系的可行性上存在差异，针对不同的虚假陈述行为类型应采取不同的举证责任方式。对于应当披露而故意隐瞒或者遗漏信息的虚假陈述类型，基于投资者难以对消极事

实产生的影响进行举证，可推定因果关系成立；而对于披露不实信息的虚假陈述类型，基于投资者对积极事实的影响具有相应的举证能力，应当由投资者对其是基于虚假事实做出的投资决定进行举证。

此外，投资者是否应负有更高注意义务，不应因其身份有所差别，而应根据交易市场和交易方式来确定。对于在一级市场和二级市场进行“非面对面”证券交易的投资者，应当认为其是因信赖上市公司披露的信息而进行的交易，机构投资者和普通投资者所负注意义务一致。而对于通过定向增发、协议转让等“面对面”证券交易，投资者不仅信赖上市公司披露的信息而进行交易，还会通过实地调研等方式对投资可行性进行分析，同时由于投资门槛高、期限长，投资者均为专业投资者，应负有更高的注意义务。通过“面对面”方式进行交易的投资者在先完成因果关系证明义务后，则举证责任发生转移，由上市公司对专业投资者未尽到注意义务进行举证，从而推翻投资者合理信赖主张。

在本案中，保千里公司实施的虚假行为属于提供虚假信息，因此，中车公司应当就其是基于该等虚假信息做出的投资决定进行举证。中车公司提供的《可行性研究报告》证明保千里公司提供的虚假协议对其投资决定产生了明显影响，故广东省高级人民法院认定中车公司完成了关于交易上的因果关系的举证责任。鉴于保千里公司并未举证证明中车公司未尽到审慎义务，广东省高级人民法院认为交易上的因果关系成立。

广东省高级人民法院在保千里案中关于交易上因果关系的认定明显颠覆了银广夏案的裁判观点。值得注意的是，保千里案二审裁判做出的时间是2020年12月15日，与其几乎同期发布的2020年12月7日作出的郑泰、上海宝荟中心、中粮期货有限公司诉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（以下简称“天业恒基案”）仍然采纳的是银广夏案的裁判观点，可见目前司法实践关于机构投资者提起证券虚假陈述诉讼因果关系的认定仍存在较大分歧。而最高人民法院民二庭将保千里案选为2020年全国十大商事案例，是否会对未来机构投资者提起的证券虚假陈述诉讼司法实践产生“风向标”式影响，有待持续关注。

四. 损失认定

《证券虚假陈述若干规定》第七节“损失认定”专门对损失的认定进行了明确的规定。在保千里案中，广东省高级人民法院认为，虽然通过非公开定增方式获得上市公司股票的投资者提起的证券虚假陈述诉讼不适用《证券虚假陈述若干规定》，但《证券虚假陈述若干规定》关于实施日、揭露日或更正日、基准日以及损失的计算方式均属于技术性问题，其确定的标准具有客观性，可以参照适用。

《证券虚假陈述若干规定》规定，虚假陈述行为人在证券交易市场承担民事责任的范围，以投资人因虚假陈述而实际发生的损失为限。投资人的实际损失包括，投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税、以及前述资金银行同期活期存款利率。投资人在基准日之后卖出或者仍持有证券的，其投资差额损失，以买入证券平均价格与虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日期间，每个交易日收盘价的平均价格之差，乘以投资人所持证券数量计算。关于基准日的确定，主要是按照揭露日或者更正日起，至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到其可流通部分100%之日（但通过大宗交易协议转让的证券成交量不予计算）确认。如按照前款规定在开庭审理前尚不能确定的，则以揭露日或者更正日后第30个交易日为基准日。

通过非公开定增方式获得的股票有十二个月锁定期。关于前述锁定期是否会影响基准日认定的问题，广东省高级人民法院认为，本案是按照揭露日或者更正日起，至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到其可流通部分100%之日来确定的基准日，鉴于此时受虚假陈述行为影响的股票价格泡沫已被挤净，案涉虚假陈述行为对股票的影响已为市场所消化，股票价格已回归其真实价值。基准日之后另外出现的其他利空消息导致股票价格下跌与虚假陈述行为没有因果关系，该部分损失法院不予在本案中支持。

五. 总结和建议

关于交易上因果关系的认定，银广夏案认为对于机构投资者应当适用更高标准，在证明其尽到了审慎投资义务、履行了投资决策流程的情况下，才能适用信赖推定。而广东省高级人民法院在保千里案中的裁判说理明显区别于银广夏案，广东省高级人民法院认为，对于“非面对面”交易，机构投资者与普通投资者的注意义务是一致的，不应当适用更高标准，而对于非公开定增及协议等交易，其与传统“面对面”交易并无实质差别，原告应当对符合传统侵权案件的构成要件进行举证。保千里案关于因果关系认定的裁判要旨未来是否会取代由银广夏案确立并被长期采纳的裁判观点，有待进一步关注。

在目前裁判观点尚存在争议的情况下，机构投资者应尽量保存其尽到了审慎投资、履行了投资决策流程等义务的书面材料，如《可行性研究报告》等，在保护自身权利的同时，也避免在诉讼的过程中被法院认定未履行审慎义务从而招致其上游投资者的进一步维权诉讼。