

谁能推翻连“结构化发行”也推不翻的交易因果关系？

作者：张亦文 | 蔡文君 | 张天宇

距离 2022 年 1 月最高人民法院发布、实施《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“**新虚假陈述解释**”)已经过去了两年的时间,相较于《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“**旧虚假陈述解释**”),新虚假陈述解释继受了发达证券市场的立法经验,以司法解释的形式确立了区分“交易因果关系”和“损失因果关系”的法律规则。根据新虚假陈述解释的规定,一旦可以推翻交易因果关系,将会导致整个虚假陈述侵权责任不成立,笔者在适用新虚假陈述解释两年多来的办案过程中,诉辩双方无一例外地围绕交易因果关系问题展开了激烈的交锋,交易因果关系已经成为了证券虚假陈述诉讼中的兵家必争之地。

出于保护投资者的立法目的,新虚假陈述解释延续了“推定交易因果关系”的做法,揭露日前交易证券的投资者原则上都成立交易因果关系。新虚假陈述解释第十二条规定了五款推翻交易因果关系的情形,其中前四款都是公认的没有交易因果关系的情况,实践中第五款争议尤其大。其实第十二条第五款是兜底条款,即“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”,按照一般的经验来说兜底条款不会引发太多争议,但是证券市场的一大特点就在于不断迭代的交易模式和“金融创新”,让“其他情形”变得丰富多彩。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

例如备受关注的北京金融法院第一案,在(2021)京 74 民初 1 号案件(以下简称“**蓝石案**”)之中,蓝石公司已经自认认购涉案债券“部分出于履行案外投顾义务”的考虑,被告律师也提出了各种理由的交易因果关系抗辩,但是法院还是坚持认为蓝石公司认购涉案债券的行为和虚假陈述之间存在交易因果关系,令不少市场人士意外的同时,也无疑是给寄希望于通过抗辩交易因果关系免责的被告泼了一盆冷水。但是连“结构化发行”都推不翻的交易因果关系也并非没有面临挑战,“其他情形”有时候并没有蓝石案件这样错综复杂的背景,在湖南高院审理的中汇创投中兵红箭虚假陈述案件(以下简称“**中汇创投案**”)和沈阳中院审理的多起华

晨债案件中，作为**机构投资者**的原告因为“无法举证证明自身投资决策受到虚假陈述影响”以及存在“异常交易行为”的原因，**被法院否认了交易因果关系**——这显然是法院经审查后认为符合了“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”。而在新近的江特电机虚假陈述案件中，“**其他重大利好**”又成为了另一种可以阻断交易因果关系的情况。

面对层出不穷的司法实践新情况，如果何为否定交易因果关系的“其他情形”无法得到明确，无疑将大幅降低证券市场以及证券诉讼的可预测性，律师作为法律职业共同体的一员，有必要参与到司法实践形成的过程之中。本文就与各位读者共同探讨新虚假陈述解释第十二条之中关于“其他情形”的微言大义，看看是谁推翻了连“结构化发行”也推不翻的交易因果关系。

一. 司法解释关于否定交易因果关系的逻辑框架

新虚假陈述解释(2022 年发布)	旧虚假陈述解释(2003 年发布, 已废止)
第十二条 被告能够证明下列情形之一的，人民法院应当认定交易因果关系不成立： (一)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； (二)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； (三)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； (四)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； (五)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。	第十九条 被告举证证明原告具有以下情形的，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系： (一)在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券； (二)在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资； (三)明知虚假陈述存在而进行的投资； (四)损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致； (五)属于恶意投资、操纵证券价格的。

从以上规定可以看出，最高院在规定了推定交易因果关系的同时，也说明了该等推定是可以被推翻的。而相较于旧虚假陈述解释，新虚假陈述解释删除了被告“举证”的要求，改为被告能够证明即可(对于两者的区别，下文将进一步详细讨论)。从本条的逻辑结构上看，第一款与第二款能否否定交易因果关系的原因在于违背了虚假陈述欺诈市场理论的逻辑前提，自然不能成立交易因果关系。第四款是由于交易行为自身存在违法性，抛开知假买假的情况不谈，即便投资者在实施违法的证券交易行为时可能确实不知道标的证券存在虚假陈述，但是考虑到证券虚假陈述责任是侵权责任，原告方行为存在违法性本身也是否定侵权责任的法定情形，这种情况下否定交易因果关系仍然合理。蓝石案中被告方实际上也认为蓝石协助结构化发行构成了证券违法行为，但是**在没有证券监管部门认定的情况下，法院对于证券违法行为的认定仍然保持了谦抑的态度。**

接下来我们来讨论第十二条的第三款和第五款。在前文中先讨论第四款的原因是，从立法逻辑上第三款和第五款实际上更加接近，第三款是基于中国证券市场对重大资产重组概念的追捧，为了降低法律查找和适用成本而对第五条所规定的“其他情形”中最为普遍的一种进行了特别的列举。实际上第三款列举的“其他重大事件的影响”和第五款的“其他情形”在逻辑层面存在重合的部分，在目前的证券市场上，除了追逐重大资产重组之外，还有众多经久不衰的“套路”和“定式”，例如**炒作困境反转、炒作题材**(例如此前火热的锂电，风口浪尖的 AI 等等)，如果被告能够举证证明投资者是基于这些原因或者利好事件交易证券的，那么比照第三款的逻辑，上述情形也有可能构成否定交易因果关系的情形。根据笔者的了解，在目前的司法实践中也已经有了认定投资者系基于上市公司困境反转和热点题材买入股票，进而否定交易因果关系的相关案例(江特机电案)，本文后续也将进行讨论。而随着量化交易、自动程序交易现如今的大规模普及，**基于预先编程的计算机程序自动交易了存在虚假陈述的证券并遭受损失的**，其实也有可能构成否定交易因果关系的其他情形。近期证券市场波动剧烈，想必量化交易涉及虚假陈述的首案，已经在路上了。

二. 机构投资者身份与推定交易因果关系

虽然司法解释和证券法都没有明文规定，但是在笔者办理的绝大多数案件中，如果原告的身份是机构投资者的，被告都会提出对于机构投资者不适用“推定交易因果关系”的观点，进而要求机构投资者自证交易因果关系。因为证券交易频率较高，并非每一笔证券交易都会有证据证明其交易参考因素，因此哪怕是机构投资者，在没有推定的情况下想要证明交易因果关系也是有困难的。因此如果争取到法院不适用推定交易因果关系，对于被告来说无疑是极为有利的。

但是上述抗辩在诉讼实践中的效果却存在巨大的不确定性。一方面从法律规定上来说，无论是新虚假陈述解释还是旧虚假陈述解释均未限制只有自然人投资者才能够适用推定交易因果关系，甚至**旧虚假陈述解释第十八条中的“投资人”含义中已经明确包括了机构投资者**，在没有法律依据的情况下提出交易因果关系抗辩，其难度可想而知。另一方面从立法目的上来说，不断提升机构投资者的占比和投资水平是长期以来监管部门追求的重要目的，在这种情况下制定出的新虚假陈述解释如果对机构投资者进行一种歧视性的安排，似乎也背离了监管的政策目标。

在前文提到的两个典型案例中，蓝石案、中兵红箭案中的原告蓝石公司、中汇创投公司都属于机构投资者，被告也都提出了认定交易因果关系需要区分机构投资者和普通投资者的抗辩，虽然两案判决结果不同，但是均认可了在交易因果关系的认定原则中不区分机构投资者和普通投资者——这一认定和虚假陈述新规前判决的以康美药业案为代表的一系列案件均一脉相承。

此外，北京金融法院审判的乐视网虚假陈述案件中，在一审判决的本院认为部分，也专门辟出一章讨论交易因果关系，堪称振聋发聩，笔者全文摘录如下：

“客观上，保护专业投资者的信赖，实际上也是在保护普通投资者的信赖。这样可以促进上市公司和发行人进一步提升信息披露质量，降低投资者的信息调查成本，从而提高市场效率。被告抗辩所称的专业投资者的谨慎勤勉义务，是其作为受托人或资产管理产品的管理人，在信托法律关系之下对参

与募集其产品的投资者的义务，而非对发行人的义务。因此，原则上，不论是普通投资者还是专业投资者，都应该受到推定信赖的保护，二者的注意义务应当一致。”

需要注意的是，虽然主流的司法观点认为机构投资者仍然可以受到推定信赖的保护，但是并非全部法院都采纳上述观点。根据媒体报道，在沈阳中院目前一审裁判的华晨债案件中，沈阳中院针对部分机构投资者的判决就明确指出，“原告作为专业的投资机构，较一般的投资者具有更高的注意义务。原告亦未提供证据证明其在作出投资决策时，受到了虚假陈述的影响”，并最终否定了投资者的交易因果关系。由于沈阳中院判决尚未生效，考虑到华晨债的影响力巨大，沈阳中院的上述司法观点的影响力是否会进一步发酵，笔者也将持续进行严密的观察。

三. 推翻交易因果关系由谁来证明?需证明到何种标准?

其实不少人都会有疑惑，相较于蓝石案件，中汇创投案件看上去更难推翻交易因果关系，但是为什么最终却成功了呢?正如湖南高院在中汇创投案中所论述的:“尽管因果关系推定原则大大减轻了投资者的举证责任，但并非将投资者的‘合理信赖’这一连接虚假陈述行为与损害结果之间的要件完全取消，只是通过建立投资人信赖股票价格，进而信赖虚假陈述的一种推定，将举证负担由投资者转之于虚假陈述实施人。而这种推定因果关系是可以抗辩的，如果虚假陈述实施人能够提出相反的证据，证明虚假陈述没有对股票市场价格产生影响，或所隐瞒的信息即使披露也不会对股票价格产生影响，或投资人的交易是基于其他原因，或即使投资人知道信息虚假也仍然会进行交易等等，只要虚假陈述实施人能够证明其一，即可推翻这种推定的信赖，从而认定投资人的交易行为与虚假陈述行为不具有交易因果关系。”

至于推翻交易因果关系的证明责任人，湖南高院在以上论述中已经明确是虚假陈述实施人，新旧虚假陈述解释也均规定要由被告予以证明。但值得注意的是，被告负有证明责任并不意味着相关证据材料必须由被告提交，新虚假陈述解释也因此删除了“举证”二字。如中汇创投案中，法院推翻交易因果关系的依据就是中汇创投公司提交的两份研究报告，而被告中兵红箭公司并未提交任何证据。但被告恰恰是通过中汇创投公司提交的两份研究报告在某种程度上实现大逆转。具体表现为被告对于中汇创投公司提交的证据发表了如下质证意见:“.....即使《入池研究报告》形成于2016年12月9日且中汇创投公司在投资中兵红箭公司前即取得了安信证券的研报，也恰好证明中汇创投公司系基于中兵红箭公司重大资产重组、中兵红箭公司在智能弹药领域的发展前景而追高买入，其投资决策与2015年年报虚假陈述之间没有因果关系。”而在华晨债案件中，法院也是根据原告提交的交易记录，主动审查后认定原告的投资并非基于对涉及虚假陈述的募集说明书的信任，而是基于追求困境反转的侥幸心理。由此可以看出，被告完全可以利用现有证据(哪怕是原告提交的证据)推翻交易因果关系，法院亦可能自主的根据各方提交的证据来推翻交易因果关系。

接下来，一个非常关键的问题便是：如果被告要推翻交易因果关系，需要证明到何等标准?具体而言，是否需要证明到完全排除投资决策受虚假陈述影响的程度?换言之，如果投资者的投资决策在某种程度上受到了虚假陈述信息的影响，即便该项投资也存在其他的原因，是否就能够认定不存在交易因果关系了?

在这个问题上，蓝石案中北京金融法院与中汇创投案一审法院长沙中院的观点是基本一致的：即在投资决策受多个因素影响的情况下，只要不能完全排除虚假陈述行为的影响，哪怕投资者有其他的认购原因，也不能推翻交易因果关系的成立。而中汇创投案二审法院湖南高院的判决看似为推翻交易因果关系找到了途径，但是实际上则进一步强化了法定要件的作用，在出现重大重组等法定因素的情况下，只要虚假陈述行为不是作出投资决策的主要原因，则交易因果关系就不能成立。

造成两种观点差异如此之大的一个原因是：新虚假陈述解释增加了重大资产重组事项可以推翻交易因果关系这一法定情形，哪怕这个法定情形对于交易因果关系的影响可能没有蓝石那个结构化发行的投顾义务来的明显，但是法定情形就是法定情形，其法律后果是有明确规定的。具体而言，蓝石案中虽然原告也有其他投资原因，但该等原因是出于当初参与结构化发行以及后续履行投顾管理职责考虑，这一投资原因并非新虚假陈述解释**明确规定**的推翻交易因果关系的情形，则在是否构成“其他情形”上，北京金融法院在认定时表现了极为谨慎的态度。

但是如本文提到的几个否定交易因果关系的案件，中汇创投案、华晨案和江特电机案，这三个案件中否定交易因果关系的情形都不是新虚假陈述解释规定的法定情形，如果在这些案件中法院坚持被告的证明标准必须完全排除虚假陈述行为影响的观点，那么这三个判决中的被告显然无法达到这样的标准。笔者认为，虽然目前“推翻因果关系的其他情形”的类型化程度不高，有些情形略有牵强，但是在证明标准这个问题上不应当过分苛求被告一方。立法认为需要的倾向性保护，已经以推定信赖的形式呈现了，而在没有法律特别规定的情况下，考虑到民事证据的证明规则，还是应当坚持高度盖然性而非排除一切怀疑的证明标准，如果被告方能够达到这个举证标准的，即便有推定信赖，仍然应当认定被告的举证成立。

四. 实践中的中国式司法智慧：把交易因果关系的否定要件变成过错要件

行文至此，交易因果关系抗辩之难可见一斑。但是这并不意味着笔者认为在诉讼案件中抗辩交易因果关系就没有意义了。这里就要引出本文之中一个非常重要且核心的观点，那就是很多客观上影响交易因果关系的要件，由于否定交易因果关系意味着对被告“无罪释放”，所以在操作中法院不会直接认为交易因果关系不能成立，而是会把这些因素在考虑过错、责任比例的时候进行考虑，通过在责任比例上给被告“减刑”的方式，去平衡法律技术的要求和实体正义之间的矛盾。

举个例子来说，我们在上文中认为，希望通过机构投资者否定交易因果关系的推定是很困难的，但是原告是否是机构投资者对于案件处理的结果仍然是存在很大影响的。比如说，仔细对比蓝石案和中汇创投案之中的法院说理内容及原告举证的情况，就可以看出北京金融法院和湖南高院对于**机构投资者**这个问题从逻辑层面会影响处理责任比例这件事还是认可的，只是由于没有更进一步的法律规定作为指引，北京金融法院和湖南高院在说理时的进路似乎仍然有所不同。

蓝石案	中汇创投案
北京金融法院认为:	中兵红箭二审答辩称:
蓝石公司系理性投资人,是专业的机构投资者,其投资决策虽在一定程度上受 虚假的信息披露影响 ,但其注意义务有 别于普通投资人 。《证券法》第八十九条第一款将证券市场投资者区分为普通投资者和专业投资者。 蓝石公司作为专业投资债券的机构投资者,具备债券市场投资的特别技能、知识、经验及专业分析研究能力,有严格的投资决策程序,完全不同于普通证券市场投资者 。蓝石公司具有相应的理性分析能力,负有审慎决策义务。结合债券本身特点,投资人买入债券系为了达到本息偿付目的。蓝石公司管理的基金购入 16 大机床 SCP002 时,16 大机床 SCP002 已被发行人、承销商、评级机构连续发布无法兑付的风险.....大连机床集团无法偿还 16 大机床 SCP002 本息的风险极高。 在此情况下蓝石公司仍然坚持购入 16 大机床 SCP002,可以减轻其他侵权方的赔偿责任。	中汇创投公司的投资行为具有明显投机性,也 未提供任何证据证明其投资决策系运用了专门的知识、进行了充分的调研且严格遵循投资决策程序后作出的 ,显属未尽审慎注意义务,难以认定构成“合理信赖”,不符合机构投资者的推定信赖标准,中兵红箭依法不应予以赔偿。
	二审湖南高院认为:
	在交易因果关系的认定原则上,法律及司法解释虽然未对机构投资者或是普通投资者作出区别规定,但 无论是机构投资者还是普通投资者,只要有证据证明其投资决策并非基于虚假陈述行为作出或者明知存在虚假陈述行为而仍然进行交易,均应认定该交易行为与虚假陈述行为之间不具有因果关系。
	中汇创投公司在二审明确表示其是 依据安信证券研报以及其母公司惠程科技公司证券投资小组出具的《入池研究报告》作出购买中兵红箭股的交易决策 。.....中汇创投公司提交的证据足以证明案涉虚假陈述行为并非其作出交易决定的信赖基础,其买入中兵红箭股票与案涉虚假陈述行为不存在交易上的因果关系。

在蓝石案中,北京金融法院虽然强调了蓝石公司作为专业投资债券的机构投资者,有严格的投资决策程序,但并未要求蓝石公司举证证明其作出投资决策的依据,而是直接推定蓝石公司的投资决策在一定程度上受到了虚假的信息披露影响,说明本案中明确对机构投资者适用了推定交易因果关系。只是在推定交易因果关系之后,法院通过论述蓝石公司是专业的机构投资者能够知悉此时购入风险极高,通过过错这一要件在责任分担方面减轻了其他侵权方的赔偿责任。类似的情况还包括蓝石基于“履行案外投顾义务”买入涉案债券的情况,被告认为这个构成否定交易因果关系的情形,但是法院最终在处理时,是通过过错要件“进一步降低”各被告的赔偿比例的。

相较之下,中汇创投公司在二审中向法院提交了交易决策依据作为证据。而根据该案判决书内容,中汇创投公司在最初上诉时并未提交该等交易决策依据,至于是中汇创投公司后续主动提交还是二审法院要求其提交我们不得而知,但根据本案中法院对于交易因果关系的论述可知,法院是根据中汇创投公司提供的投资决策依据来进一步分析得出案涉虚假陈述行为并非其作出交易决定的信赖基础,在法院眼里是中汇创投公司“自认”没有交易因果关系。这种情况下法院也就不需要通过过错这个要件去平衡了,可以基于原告的“自认”直接否定交易因果关系。

结语：

新虚假陈述司法解释区分交易因果关系和损失因果关系的努力，是法律更加精细化、更具备可预测性的体现，值得我们肯定。但是正如一句经典名言所说，任何法律一旦颁布就已经过时，新的虚假陈述司法解释也需要面对结构化发行这样的新鲜事物，也需要对于立法时无法穷举的否定交易因果关系的“其他情形”再次进行类型化的识别和认定。在房地产-债务驱动模式已成明日黄花的今天，资本市场如今肩负着前所未有的重要作用，也对金融审判提出了前所未有的高要求。这就需要法院在审理案件的时候在法律规定的基础上尽可能地包容和吸收新鲜事物的发展，为市场提供合理的预期，这一资本市场法治进步的过程，将与中国经济转型的过程同步进行，而我们将陪伴大家一起，在暗夜之中寻找黎明将至的证据。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



张亦文
+86 21 3135 8700
jason.zhang@llinkslaw.com



蔡文君
+86 21 3135 8653
wenjun.cai@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系：master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2024