

《新虚假陈述若干规定》取消前置程序后的相关制度安排解读

作者：张坚键 杨桦

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“《新虚假陈述若干规定》”）。《新虚假陈述若干规定》是在总结近20年来虚假陈述民事赔偿案件理论研究和司法实践的基础上对2003年发布的《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》（以下简称“《2003年虚假陈述若干规定》”）进行的首次全方位修订。本次修订明确取消了前置程序，并重点围绕前置程序取消后证明存在虚假陈述行为的举证责任分配、重大性的判定、交易因果关系、损失因果关系和损失计算的认定、诉讼时效等相关问题进行了相应制度调整 and 安排。针对废止前置程序后，投资者可能面临的举证难题，最高人民法院、中国证券监督管理委员会同步下发《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》（以下简称“《关于新虚假陈述若干规定的通知》”），对人民法院的案件审理和证监会的专业支持、案件调查等方面作出衔接性安排。

提到虚假陈述证券民事赔偿案件的前置程序，目前被引用的主要制度依据是《2003年虚假陈述若干规定》。根据《2003年虚假陈述若干规定》第六条的要求，投资人以自己受到虚假陈述侵害为由，向有管辖权的法院提起诉讼时，应当提交有关机关的行政处罚决定书或者人民法院的刑事裁判文书，起诉材料中缺乏行政处罚决定或者公告，或者人民法院的刑事裁判文书的，法院可以依法裁定不予受理。《新虚假陈述若干规定》从制度层面正式取消了前述前置程序的要求，《新虚假陈述若干规定》第二条第二款明确规定，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行使判决的认定为由裁定不予受理。

前置程序的设置虽然一直被诟病限制了投资人的诉权，但其存在也在实际效果上大大减轻了投资人的举证责任。在存在前置程序、存在行政处罚决定书或者刑事判决书的情况下，很大程度上，投资人只需要证明其在虚假陈述行为实施日之后、揭露日或者更正日之前买入股票，在揭露日或者更正日之后卖出甚至仍然持有与虚假陈述直接相关的证据即可完成核心的举证责任。

而随着前置程序的取消，在没有行政处罚决定书或者刑事判决书认定相关事实的情况下，投资人的举证责任明显增加。对此，《新虚假陈述若干规定》对此进行了有针对性的制度调整 and 安排。

一、关于发行人存在“虚假陈述行为”的举证责任分配

新规之前，原告不需要对被告实施了虚假陈述行为另行举证。新规之后，关于被告实施了虚假陈述行为的举证责任如何分配，有学者主张，考虑到发行人、上市公司应当对其已公开信息的真实性、充分性和准确性负法律责任，让发行人、上市公司提供已公开信息的真实性、充分性和准确性的证据并不增加这些信息披露义务人额外的负担。因此，在虚假陈述违法行为举证责任的分配中，用举证责任倒置比较合理。但《新虚假陈述若干规定》并未采纳以上在虚假陈述违法行为举证责任的分配中采取举证责任倒置的建议。《新虚假陈述若干规定》第二条要求原告在立案时需提交证据证明被告实施了虚假陈述行为。证券虚假陈述侵权民事赔偿诉讼属于侵权责任纠纷，除非法律另有规定，对于一般侵权责任案件，原告应当对被告实施了侵权行为等进行举证。鉴于法律和司法解释等并无相反规定，原告应当对被告实施了虚假陈述行为承担举证责任。

最高人民法院也意识到在没有行政处罚决定书或者刑事判决书认定相关事实的情况下，原告证明被告实施了虚假陈述行为等事实确实存在困难，对此，最高人民法院民二庭负责人在就《新虚假陈述若干规定》答记者问时指出，为切实降低投资者举证难度、畅通投资者诉讼救济途径，与《新虚假陈述若干规定》同步发布《关于新虚假陈述若干规定的通知》，建立了案件通报机制，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，中国证监会有关部门或者派出机构依法依规予以协助配合。在

案件审理过程中，人民法院可以就相关专业问题征求中国证监会及其相关派出机构、相关会管单位的意见。同时，为更好地提升案件审理的专业化水平，鼓励各地法院积极开展专家咨询和专业人士担任人民陪审员的探索，中国证监会派出机构和有关部门做好相关专家、专业人士担任人民陪审员的推荐等配合工作。

在没有行政处罚决定书或刑事判决书的认定相关事实的情况下，为了完成举证责任，原告还可以充分利用《民事诉讼法》及相关解释等现有制度安排，包括向法院申请调查取证、书证提出命令等。

值得注意的是，《新虚假陈述若干规定》第二条第一款列举的需要要求原告立案时提交的证据超出了《民事诉讼法》第一百二十二条规定的人民法院应当受理的案件条件，实质上要求对争议的实质进行初步的审核，实践中，法院将如何把握“信息披露义务人事实虚假陈述的相关证据”，法院尚未受理前案件通报机制如何实施等有待进一步关注。

二、关于“重大性”的认定

根据《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”）第85条规定，虚假陈述已经被监管部门行政处罚的，应当认为是具有重大性的违法行为。在案件审理中，对于一方提出的监管部门做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。由此可见，在新规之前，受制于前置程序，但凡有了前置程序，原告就不需要就虚假陈述行为的重大性进行举证。也正是在这样的背景下，虚假陈述的重大性问题在前置程序中已得到解决，故《2003年虚假陈述若干规定》对此未予过多涉及。在取消前置程序后，根据一般侵权行为的举证责任，原告需要对被告是对重大事项进行了虚假陈述进行举证，被告亦有权以虚假陈述不存在重大性为由进行抗辩，因此，法院在审理相关案件时须就重大性问题做出认定。在取消前置程序的背景下，《新虚假陈述若干规定》对虚假陈述重大性的认定标准进行了明确。

在各国的司法实践中，关于重大性的判定主要采用“投资决策主观标准”和“价格敏感客观标准”两大标准，在发展阶段偏向略有不同。在我国证券信息披露相关的法律中，两大判定标准都有所体现。《证券法》第八十条、第八十一条和《上市公司信息披露管理办法》第二十二条，对于重大事件的判定都采用了价格敏感这一客观标准，认为对交易价格产生较大影响的事件应被认定为是重大事件。与此同时，《上市公司信息披露管理办法》第十二条也采纳了投资决策这一主观标准，规定“凡是对投资者做出价值判断和投资决策有重大影响的信息，均应当披露”。

根据《〈全国法院民事审判工作会议纪要〉理解与适用》（以下简称“《九民纪要理解与适用》”），投资决策标准较为主观，可操作性不强。从趋势上看，世界各国在证券欺诈领域，对重大性等主观性较强的事项，越来越多地采用了客观化的证明方法，即以事后的、客观化的标准对虚假陈述的程度进行检验，通过观察虚假陈述行为对证券交易价格和交易量的影响来加以证明。目前，美国证监会、欧盟市场新近的实践，均采用了价格敏感这一客观标准。

《新虚假陈述若干规定》延续了以上关于“重大性”判定的司法裁判思路，采取了“重大事件”+“价格敏感”且以“价格敏感”为根本标准的主客观相结合的判定标准。《新虚假陈述若干规定》第十条规定，有下列情形之一的，人民法院应当认定虚假陈述的内容具有重大性：（一）虚假陈述的内容属于证券法第八十条第二款、第八十一条第二款规定的重大事件；（二）虚假陈述的内容属于监管部门指定的规章和规范性文件中要求披露的重大事件或者重要事项；（三）虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化。前述第一项、第二项所列情形，被告提交证据足以证明虚假陈述并未导致相关证券交易价格或者交易量明显变化的，人民法院应当认定虚假陈述的内容不具有重大性。

三、关于“揭露日”的识别

（一）“揭露日”识别的重要性

揭露日一直是虚假陈述民事赔偿案件中非常重要的时间节点，关系到诉讼时效、交易因果关系、损害赔偿范

围等的认定。尽管《新虚假陈述若干规定》在诉讼时效、交易因果关系、损害赔偿等方面对《2003年虚假陈述若干规定》的相应条款均做了较大调整，但揭露日的识别仍对前述法律事实和问题的认定起着重要作用。

1. 关于揭露日识别对诉讼时效的重要性。

在存在前置程序限制的情形下，只有获得行政处罚决定书或者刑事判决书后，投资人才有权起诉，故2002年1月15日最高人民法院发布的《最高人民法院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》第三条规定，虚假陈述民事赔偿案件的诉讼时效从中国证券监督管理委员会及其派出机构对虚假陈述行为做出处罚决定之日起计算。《2003年虚假陈述若干规定》第五条进一步明确，投资人对虚假陈述行为人提起民事赔偿的诉讼时效期间，根据下列不同情况分别起算：（一）中国证券监督管理委员会或其派出机构公布对虚假陈述行为人作出处罚决定之日；（二）中华人民共和国财政部、其他行政机关以及有权作出行政处罚的机构公布对虚假陈述行为人作出处罚决定之日；（三）虚假陈述行为未受行政处罚，但已被人民法院认定有罪的，作出刑事判决生效之日。因同一虚假陈述行为，对不同虚假陈述行为人作出两个以上行政处罚；或者既有行政处罚，又有刑事处罚的，以最先作出的行政处罚决定公告之日或者作出的刑事判决生效之日，为诉讼时效起算之日。

鉴于《新虚假陈述若干规定》取消了前置程序，不再要求原告在立案时提交行政处罚决定书或者刑事判决书，《新虚假陈述若干规定》第三十二条第一款规定，当事人主张以揭露日或更正日起算诉讼时效的，人民法院应当予以支持。

因此，根据修订后的规定，揭露日仍是判定诉讼时效是否经过、原告是否丧失了胜诉权的重要时间节点。

2. 关于揭露日识别对交易因果关系认定的重要性。

在存在前置程序的情况下，在虚假陈述行为实施日之后、在揭露日或者更正日之前买入、在揭露日或者更正日之后卖出甚至继续持有虚假陈述直接关联的证券的，被推定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系。

《2003年虚假陈述若干规定》第十八条、第十九条规定，投资人具有以下情形的，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系：（一）投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券；（二）投资人在虚假陈述实施日及以后，至揭露日或者更正日之前买入该证券；（三）投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后，因卖出该证券发生亏损，或者因持续持有该证券而产生亏损。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。

不同于《2003年虚假陈述若干规定》未区分交易上的因果关系和损失上的因果关系、仅以诱多型虚假陈述为规制对象、没有明确非系统风险影响因素，《新虚假陈述若干规定》认可了交易因果关系的独立法律地位、将诱空型虚假陈述纳入调整范围，同时规定，针对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情况，在上市公司能够举证证明的情况下，可以相应减轻或者免除其责任。《新虚假陈述若干规定》第十一条、第十二条规定，原告能够证明下列情形的，人民法院应当认定原告的投资决定与虚假陈述之间的交易因果关系成立：（一）信息披露义务人实施了虚假陈述；（二）原告交易的是与虚假陈述直接关联的证券；（三）原告在虚假陈述实施日之后、揭露日或更正日之前实施了相应的交易行为，即在诱多型虚假陈述中买入了相关证券，或者在诱空型虚假陈述中卖出了相关证券。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；等。

因此，根据修订后的规定，揭露日仍是认定是否存在交易上因果关系的重要时间节点。

3. 关于揭露日识别对赔偿范围认定的重要性。

《2003年虚假陈述若干规定》第三十二条规定，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。而基准日的确定也与揭露日密切相关，《2003年虚假陈述若干规定》第三十三条规定，基准日可以按下列情况确定：（一）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。（二）按前项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。

鉴于《新虚假陈述若干规定》将诱空型虚假陈述纳入调整范围，关于赔偿范围，《新虚假陈述若干规定》增加了诱空型虚假陈述投资损失的计算方式，规定虚假陈述揭露日或更正日起至基准日期间每个交易日收盘价的平均价格，为损失计算的基准价格。对于诱多型虚假陈述，在采用集中竞价的交易市场中，原告因虚假陈述买入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买入，在揭露日或更正日之后、基准日之前卖出的股票，按买入股票的平均价格与卖出股票的平均价格之间的差额，乘以已卖出的股票数量；（二）原告在实施日之后、揭露日或更正日之前买入，基准日之前未卖出的股票，按买入股票的平均价格与基准价格之间的差额，乘以未卖出的股票数量。对于诱空型虚假陈述，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。此外，基准日的认定仍与揭露日的判定相关联，《新虚假陈述若干规定》第二十六条规定，在采用集中竞价的交易市场中，自揭露日或更正日起，被虚假陈述影响的证券集中交易累计成交量达到可流通部分100%之日为基准日。集中交易累计成交量达到可流通部分100%之日为基准日。自揭露日或更正日起，集中交易累计换手率在10个交易日内达到可流通部分100%的，以第10个交易日为基准日；在30个交易日内未达到可流通部分100%的，以第30个交易日为基准日。

因此，根据修订后的规则，揭露日仍是计算投资损失的重要时间节点。

根据以上规定可以看出，揭露日的认定事关原告主体资格、胜诉权、可获赔偿范围等，是虚假陈述证券民事赔偿案件中至关重要的时间节点。

（二）“揭露日”识别标准

在存在前置程序的情况下，实践中关于揭露日的认定难度相对较小。司法实践中，法院对于揭露日的认定主要包括六种情形，即立案调查公告日、处罚事先告知书公告日、处罚决定公告日、上市公司自行揭露日、媒体揭露报道发布日及行政监管措施决定公告日，其中以立案调查通知书公告日还是行政处罚事先告知书公告日为揭露日争议较大。在《九民纪要理解与适用》中，最高人民法院的态度是，若无其他情节，原则上立案调查通知书公告日作为揭露日。

随着前置程序被取消，关于诉讼时效的起算时间以及揭露日的判定，只能依据投资人知道或者应当知道其权利受到侵害之日进行判断。《九民纪要》第84条规定，虚假陈述的揭露和更正，是指虚假陈述被市场所知悉、了解，其精确程度并不以“镜像规则”为必要，不要求达到全面、完整、准确的程度。原则上，只要交易市场对监督部门立案调查、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。《九民纪要理解与适用》提出，认定揭露日须重点把握以下三个原则：一是首次。虚假陈述行为属首次被公开，但并不要求达到全面、完整、准确的程度。二是全国。在全国范围发行、揭露。三是实质性影响。揭露对证券交易产生了实质性影响。司法实践中，相当多法院将揭露行为是否对标的证券价格产生影响作为判断揭露日的标准之一。

《新虚假陈述若干规定》采纳了以上“揭露日”识别的裁判思路，将“首次”+“全国”+“实质性影响”作为“揭露日”的识别标准。《新虚假陈述若干规定》第八条规定，虚假陈述揭露日，是指虚假陈述在具有全国性影响的报刊、电台、电视台或监管部门网站、交易场所网站、主要门户网站、行业知名的自媒体等媒体上，首次被公开揭露并为证券市场知悉之日。《新虚假陈述若干规定》特别强调，人民法院应当根据公开交易市场对相

关信息的反应等证据，判断投资者是否知悉了虚假陈述。除当事人有相反证据足以反驳外，下列日期应当认定为揭露日：（一）监管部门以涉嫌信息披露违法为由对信息披露义务人立案调查的信息公开之日；（二）证券交易所等自律管理组织因虚假陈述对信息披露义务人等责任主体采取自律管理措施的信息公布之日。信息披露义务人实施的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。信息披露义务人实施多个相互独立的虚假陈述的，人民法院应当分别认定其揭露日。

考虑到“揭露日”对于诉讼时效、交易因果关系、投资损失认定等认定的重要作用，在监管机构或证券交易所等自律管理组织尚未对信息披露义务人开展调查的情况下，“揭露日”的识别和判定必将成为证券虚假陈述侵权民事赔偿诉讼中的核心争议焦点。

此外，随着前置程序的取消，揭露日的识别、诉讼时效的起算点发生了巨大变化，为了避免出现投资者因未及时主张权利而无法得到救济的情况发生，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》，明确了以下两点：

第一，在《新虚假陈述若干规定》施行前国务院证券监督管理机构、国务院授权的部门及有关主管部门已经做出行政处罚决定的证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件，诉讼时效仍按照《2003年虚假陈述若干规定》第5条的规定计算。

第二，在《新虚假陈述若干规定》施行前国务院证券监督管理机构、国务院授权的部门及有关主管部门已经对虚假陈述进行立案调查，但尚未做出处罚决定的证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件，自立案调查日至《新虚假陈述若干规定》施行之日已经超过3年，或者按照揭露日或更正日起算至《新虚假陈述若干规定》施行之日诉讼时效已经届满或者不足6个月的，从《虚假陈述若干规定》之日起诉讼时效继续计算6个月。

四、关于民事与其他程序协调问题

在前置程序存在的情况下，民事诉讼的启动往往在行政或刑事调查程序终结之后。随着前置程序的取消，为了给发行人、上市公司等施加压力，投资人可能考虑在提起民事诉讼的同时向提起行政或者刑事举报，这样必然会导致出现民事与行政、刑事程序并行的情况。

关于如何协调民事、行政、刑事程序，《关于新虚假陈述若干规定有关问题的通知》做了初步的回应和安排。

首先是建立了案件通报机制。人民法院受理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件后，应当在十个工作日内将案件基本情况向发行人、上市或者挂牌公司所在辖区的中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）派出机构通报，相关派出机构接到通报后应当及时向中国证监会报告。

其次是明确在行政或者刑事调查不影响民事诉讼的情况下人民法院应当继续审理民事诉讼。

最后是人民法院可以向有关单位和个人调查取证，在审判过程中就专业问题征询相关单位的意见，在有条件的情况下聘请相关专家、专业人士担任人民陪审员参与审判。

结语

《新虚假陈述若干规定》在废止前置程序刚性要求的情况下，对证明被告实施了虚假陈述行为的举证责任分配、重大性的判定、揭露日的识别、民事及其他程序之间的衔接等前置程序取消后可能出现的问题做了相应的制度调整和安排。但相关安排尚属于初步的原则性规定，随着司法实践的发展，必将有更多实操性的问题涌现，学术界和实务界将如何回应和解决值得密切关注，以此小文作为开端，更多的问题将在后续展开深入探讨。

