

定增投资者不能基于合同法主张虚假陈述责任 — 汉坤代表保荐机构全面胜诉

作者：邓晓明 | 王梓维

汉坤代理某上市公司非公开发行股票（“定增”）业务保荐人，应对因证券虚假陈述引发的定增机构投资者索赔案件。有关投资者在原告住所地法院，依据合同法提起赔偿之诉，争议金额超过人民币 3 亿元。近日，某高院就本案作出二审判决，驳回原告全部诉讼请求。

本案争议焦点在于非公开发行股票的定增投资者面临上市公司证券虚假陈述行为，特别是“欺诈发行”情况下，是否可以依据合同解除、违约，乃至“第三人侵害债权”等合同法制度主张赔偿，进而绕开《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》（“《虚假陈述若干规定》”）构建的特殊侵权责任体系。

最终，本案经两审判决，认定上市公司股票非公开发行活动也是典型的证券交易行为，其虚假陈述纠纷无法适用合同法制度解决。本案是《虚假陈述若干规定》实施以来，首例全面论证定增投资者不能基于合同法主张虚假陈述责任、进一步确认《虚假陈述若干规定》特殊侵权制度优先性与唯一性的案件，对后续类似纠纷处理具有参考重要意义。

一、定增投资者的《股票认购协议》在证券交易所非公开发行交易完成后即履行完毕，不能再以虚假陈述等理由主张解除

（一）《股票认购协议》一经股票交割即履行完毕，定增投资者成为上市公司股东并享有股东权益，合同目的随之实现，无法解除

上市公司虚假陈述乃至“欺诈发行”使得定增投资者投资了原本可能不会购买的股票，理论上投资者可以依据《民法典》第五百六十三条主张合同目的无法实现，进而解除合同。但是，本案判决认为定增交易涉及证券市场的股票认购与交易，定增投资者一旦支付了股份认购款并在中国证券登记结算有限责任公司办理登记，即成为上市公司股东并享有对应的分红权、表决权等权益。至此，非公开发行《股票认购协议》即实际履行完毕。此时，定增投资者要求解除《股票认购协议》并返还价款，实质是要求变更上市公司非公开发行股票的交易结果，已经超出“解除合同”的范畴。

（二）因上市公司特殊性质，以及涉及的股票回购、公司减资等程序，非公开发行《股票认购协议》无法客观上解除，更难以达到解除后的法律效果

《股票认购协议》的履行、解除涉及上市公司增发股份、股份变更登记、回购股票等证券市场交易，

与定增以及其他二级市场投资者权益息息相关，甚至引发二级市场波动，故其股票回购需要严格遵守《公司法》《证券法》及证券交易所有关减持规则。

一方面，《公司法》第一百六十二条及《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254号）第五条均对公司回购股份进行了明确的规定。公司在回购时必须履行相应的减资程序。上市公司作为社会影响最为广泛，公示公信利益最重大的法人主体，更要按照相应的上市公司减资程序进行股份回购。

另一方面，《证券法》第一百一十七条规定“按照依法制定的交易规则进行的交易，不得改变其交易结果”，证券交易的违法违规者应当承担民事责任，但是案涉非公开发行的股票的交易已经完成，无法定事由不得随意变更交易结果。故而《股票认购协议》客观上不能解除，仅凭上市公司存在虚假陈述，法院无法支持定增投资者的解除诉求。

二、定增投资者因虚假陈述行为导致的损失只能根据《虚假陈述若干规定》明确的方式计算，投资者无法根据合同法主张及计算损失

（一）定增投资者长期持有股票而获得的各项权益已经享有并行使，同时股票市场瞬息万变，难以确认违约损害赔偿的损失金额

考虑到《股票认购协议》可能无法解除，本案定增投资者同时主张合同违约损害赔偿。但是，最终判决认为在合同法体系下，定增投资者是否因为上市公司的违约行为导致了投资损失，以及损失金额多少均无法确定，亦无证据证明。例如，定增投资者作为上市公司的股东，长期持有股票而获得了股东分红、表决权、知情权等股东权利，且至今仍为上市公司股东，这些收益与其所谓“损失”直接挂钩，既无法估价也无法从损失中免除对应金额。同时，《民法典》第五百九十一条规定：“当事人一方违约后，对方应当采取适当措施防止损失的扩大；没有采取适当措施致使损失扩大的，不得就扩大的损失请求赔偿”。股票市场瞬息万变，定增投资者何时遭受了损失、以什么时间点的股价计算对应损失，在虚假陈述“揭露日”后多久内应当卖出股票避免损失进一步扩大，定增投资者均无法在合同法体系内有效证明。

（二）在合同之诉与特殊侵权之诉竞合时，定增投资者不能以合同为由提起诉讼，又主张以特殊侵权规则计算损失，有关主张缺乏法律依据且将架空《虚假陈述若干规定》并造成严重的不公平结果

为解决证券虚假陈述损失认定问题，《虚假陈述若干规定》构建了“拟制损失”的计算体系。这种计算方式并非精确计量每位投资者实际发生的、因虚假陈述导致的客观损失，而是基于特定的法律规则和市场模型（如采用“实施日”至“揭露日”或“更正日”期间股票价格的变动作为基础），通过法律拟制直接认定投资者的损失。其核心价值在于克服了传统合同违约与一般侵权诉讼中要求原告精确证明自身损失的法律困境，为受到虚假陈述影响的证券市场投资者提供了切实可行的救济路径。这套特殊损失计算规则是平衡投资者利益保护与司法效率的关键机制。

根据法律规定，因当事人一方的违约行为，损害对方人身权益、财产权益的，受损害方有权选择请求其承担违约责任或者侵权责任。两者是不同的民事责任，在归责原则、举证责任分配、赔偿范围、构成要件、责任承担形式以及对第三人的责任等方面均有不同。通常，当事人无权既主张违约责任又主张侵权责任。

如果定增投资者拒绝以证券虚假陈述为由提起特殊侵权之诉，坚持主张违约损害赔偿，那么其不能在损失计算环节套用《虚假陈述若干规定》特有的拟制损失规则。首先，如前所述《虚假陈述若干规定》第27、28条的损失计算规则是专门创设的法律拟制规则，不代表定增投资者的实际损失。定增投资者

无法在合同法体系内找到支持这种计算方法的法律或法理依据。其次，允许有关做法将赋予定增投资者超出二级市场股民更大的程序选择权，在非公开发行领域架空《虚假陈述若干规定》的特殊侵权制度。在此情况下，允许不同法院审理同一虚假陈述行为引发的损害赔偿案件可能产生“同案不同判”的结果，这在高度标准化的证券市场交易中是令投资者，特别是广大中小股民难以接受的。

因此，定增投资者因虚假陈述行为导致的损失只能根据《虚假陈述若干规定》，在证券虚假陈述诉讼程序中加以确定。

三、针对中介机构，投资者既无合同权利，也不能依据《民法典》第三人欺诈制度主张赔偿，必须回归虚假陈述特殊侵权之诉

本案判决认为，中介机构并非定增投资者签订的《股票认购协议》当事人，两者间也不存在其他合同关系，原告无权依据合同约定主张中介机构虚假陈述责任。

同时，无论是从证券交易不可撤销还是损害赔偿有特殊规则角度，定增投资者亦不能依据《民法典》“第三人欺诈”制度在一般诉讼程序中主张中介机构责任。一方面，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》提到：“*民法典第一百四十八条规定了合同一方当事人欺诈时对方当事人的撤销权，第一百四十九条规定了第三人实施欺诈时被欺诈一方当事人的撤销权，但这两种救济方式在证券市场无法适用。为维护证券市场的结算交收秩序，证券法第一百一十七条规定，除因不可抗力、意外事件、重大技术故障、重大人为差错等突发性事件导致证券交易结果出现重大异常外，按照依法制定的交易规则进行的交易，不得改变其交易结果，即全国性证券交易场所中的交易原则上不可撤销。据此，为维护正常的交易结算秩序，在发行人欺诈发行时，虽然投资者与发行人之间存在合同关系，也不能按照民法典第一百四十八条的规定行使撤销权……基于上述考虑，《规定》将欺诈发行和虚假陈述引发的民事赔偿案件统一称之为证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件，一体化进行规范*”。另一方面，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》第五条明确规定，当事人可以基于第三人欺诈主张损害赔偿，“*但是，法律、司法解释对当事人与第三人的民事责任另有规定的，依照其规定*”。《虚假陈述若干规定》显然是对证券虚假陈述中介机构欺诈责任的特殊规定，具有优先适用性。

综上所述，非公开发行股票也是具有鲜明证券法特征，受证券交易规则约束的“场内”交易活动，“定增投资者”不能通过合同解除或损害赔偿等路径绕开虚假陈述特殊侵权责任体系。本案进一步明确证券虚假陈述纠纷的处理必须立足于证券市场运行机理与内在规律，遵循特别法优先原则，适用以《证券法》为核心的专门法律规范及配套裁判体系，以实现资本市场治理的专业化与法治化目标。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: xm.deng@hankunlaw.com