

乐视网虚假陈述案一审判决要点述评

黄江东* 李子为**

2023年9月21日,北京金融法院对乐视网信息技术(北京)股份有限公司(以下简称乐视网)证券虚假陈述民事诉讼案作出一审判决,判决被告乐视网赔偿投资者损失20.4亿元,相关责任人员在0.05%至100%范围内承担连带赔偿责任,目前该案仍处于上诉期内。本案涉及信披违规、欺诈发行等违法行为,被告包括上市公司董监高、证券公司、会计师事务所、律师事务所等多类责任主体,具有典型性。本案判决对证券虚假陈述领域的诸多热点、重点、难点问题作出回应,明确司法观点,对于督促上市公司内部人员及中介机构勤勉尽责,充分保护投资者利益具有重要意义。本文拟对该判决予以总览述评,重点梳理法院对本案争议问题的论述,在此基础上展望未来证券虚假陈述民事诉讼的发展。

一、判决基本情况

2010年8月,乐视网信息技术(北京)股份有限公司(以下简称乐视网)于深圳证券交易所创业板上市。2021年4月12日,乐视网收到中国证监会作出的《行政处罚决定书》([2021]16号)。中国证监会认定乐视网及14名责任人员构成信息披露违法、欺诈发行行为,违法事实具体包括:

- (1) 乐视网于2007年至2016年财务造假,其报送、披露的申请首次公开发行股票并上市相关文件及2010年至2016年年报存在虚假记载;
- (2) 乐视网未按规定披露关联交易;

* 国浩律师(上海)事务所合伙人,法学博士。

** 国浩律师(上海)事务所律师。

- (3) 乐视网未披露为乐视控股等公司提供担保事项；
- (4) 乐视网未如实披露贾某芳、贾跃亭向上市公司履行借款承诺的情况；
- (5) 乐视网 2016 年非公开发行股票行为构成欺诈发行。

北京金融法院对乐视网证券虚假陈述民事诉讼案作出一审判决,判决被告乐视网向原告投资者支付投资差额损失、佣金、印花税等赔偿款共计 20.4 亿元,相关责任人员在 0.05% 至 100% 范围内承担连带赔偿责任。具体情况如表 1 所示:

表 1 乐视网证券虚假陈述民事诉讼案一审判决情况

类 型	人 员	身份及职务	监管措施情况		一审判决赔偿 金额及连带 责任比例
			IPO 及定期报 告披露违规	非公开发行 欺诈发行	
上市公司	乐视网	上市公司	罚款 60 万	罚款 24 000 万	赔偿投资者 2 039 838 009.17 元
上市公司 内部人员	贾跃亭	时任董事长,公 司实控人	罚款 90 万,终 身禁入	罚款 24 030 万	100%
	贾跃芳	2013 年之前担 任公司监事,公 司股东	/	/	不承担
	刘弘	时任副董事长	罚款 25 万,10 年禁入	罚款 5 万	2%
	吴孟	时任监事会主席	罚款 20 万,10 年禁入	罚款 20 万	2%
	贾跃民	时任副总经理	/	罚款 20 万, 8 年禁入	2%
	邓伟	时任董事、董秘	/	罚款 5 万	0.50%
	张特	时任董秘	/	罚款 5 万	0.50%
	赵凯	时任董秘	罚款 10 万	/	0.50%
	谭殊	时任副总裁	罚款 8 万	罚款 5 万	0.50%
	张旻翠	时任副总裁	罚款 5 万	/	0.50%
	吉晓庆	时任监事会主席	罚款 5 万	罚款 5 万	0.50%

续 表

类 型	人 员	身份及职务	监管措施情况		一审判决赔偿 金额及连带 责任比例
			IPO 及定期报 告披露违规	非公开发行 欺诈发行	
上市公司 内部人员	沈艳芳	时任独立董事	/	罚款 3 万	0.05%
	朱宁	时任独立董事	罚款 3 万	/	0.05%
	曹彬	时任独立董事	罚款 3 万	/	0.05%
中介机构	平安证券	IPO 保 荐 人、主 承销商	暂停保荐资格 3 个月		10%
	中泰证券	非公发行联席主 承销商	/	/	不承担
	中德证券	非公发行保荐人 和联席主承销商	/	没一罚二合 计 1 698 万	不承担
	利安达有限	2007—2009 年审 计机构	警示函	/	1.50%
	利安达特普	改制后主体			
	华普天健	2010—2014 年年 报审计机构	警示函	/	1%
	容诚特普	改制后主体			
	信永中和	2015—2016 年年 报审计机构	/	没一罚二合 计 451 万,2 名注册会计 师被交易所 通报批评	0.50%
	金杜	非公发行律师	/	没一罚二合 计 56.6 万	不承担

二、概 要 总 评

本案判决一经发布,立即引起理论及实务界普遍关注,总体上看,受到广泛好评,择其要者:

一是本案是司法精细化、判决书说理的典范。本案判决书长达239页,堪称鸿篇巨制,远远超过以往其他证券虚假陈述诉讼案判决书。详细记载了被告对原告诉讼请求的反驳理由、案件的证据与事实认定以及法院对本案争议焦点的讨论。法院归纳了本案的12项争议焦点,对涉及案涉虚假陈述侵权责任成立的因果关系,责任人过错等问题展开详细论述,内容翔实,说理清晰,几乎就是一本厚重的学术著作。可以说,该案在司法精细化、判决书说理方面树立了一个里程碑式的标杆。

二是本案是对五洋债案、康美药业案以来过于严苛的虚假陈述民事赔偿责任的一定程度的矫正。五洋债案与康美药业案的判决明确向市场传达了从严打击证券违法行为、严厉追究证券违法者责任的信号,大力提振了投资者对市场的信心。但与此同时,过于严苛的责任也会打击部分市场参与者的积极性,对中介机构和独立董事等主体过于严苛追责对市场生态的影响可能是很复杂的,未必有利于市场健康发展。为避免承担过重的责任风险,不少市场参与者可能选择消极离开市场以规避风险,这对于市场的长期发展是不利的。本案判决未受过往司法实践的惯性影响,敢于坚持独立判断,结合各主体的身份与过错重新厘定责任,重新对各主体的责任进行分配,大幅调低了中介机构和非主要责任人员的责任比例,使得判决结果更加精准、精细、合理,使中介机构和非主要责任人员过严的虚假陈述民事责任分配得到了一定程度的矫正。

三是本案将非公开发行交易因果关系、股份登记交易因果关系、股票期权证券主张赔偿的适格性等问题纳入判决书论述范畴,具有开创性意义。本案的案件事实具有特殊性,不仅案件涉及欺诈发行,而且造假期间长达十年,欺诈发行与长期虚假陈述中所具有的特殊问题在本案中均首次得以讨论,对于积累证券虚假陈述审判经验具有重要意义。泽达易盛虚假陈述特别代表人诉讼案已启动程序,本案中的部分审判经验或将在该案中得到运用。

三、主要争议焦点问题述评

法院在审理过程中梳理了本案涉及的12个争议焦点,这些争议焦点可具体分为五个方面,包括交易因果关系、损失因果关系、内部责任人员责任认定、中介机构责任认定及其他。本文对以上争议焦点进行简要梳理评析。

(一) 交易因果关系

对于交易因果关系的讨论是本案的重点。本案中的相关事实符合新《虚假陈述

司法解释》第11条关于推定交易因果关系成立的要件,且本案不满足相关豁免情形,因此法院推定投资者的交易决策系基于乐视网的虚假陈述行为作出的,即交易因果关系成立。在此基础上,法院对以下四点特殊事项涉及的交易因果关系展开讨论,进一步深化了对交易因果关系理论的探讨。

1. 机构投资者的注意义务

法院专门讨论了机构投资者的注意义务,该问题实质上是对交易因果关系“推定信赖规则”的讨论,因此本质上属于交易因果关系问题。

被告主张机构投资者的专业能力强,故应当承担更高的注意义务,因此推定信赖规则不适用于机构投资者,相关机构投资者的主张不应得到支持。

法院未支持被告主张。法院认为:首先,在规范层面,新《虚假陈述司法解释》未排除对投资者的适用;其次,区别对待专业投资者与普通投资者可能构成“变相歧视”;再次,从价值取向方面,同等保护各类投资者有利于促进上市公司提高信息披露质量,降低投资者整体信息调查成本;最后,机构投资者的审慎决策要求是基于信托法律关系,不是对上市公司的义务。综上,法院认为机构投资者与普通投资者应同等对待。

法院明确机构投资者与普通投资者同等对待有助于督促上市公司提高信息披露质量,同时也有助于吸引更多投资者进入市场,对市场长期向好发展具有积极意义。

但该问题在实践中也存在争议,在祥源文化案、银广夏案等案中,法院支持上市公司方关于机构投资者注意义务不同,进而认定对相关投资者不应适用推定信赖规则,而在中兵红箭案、保千里案、天成控股案等案中,法院与本案法院观点一致,认为机构投资者与普通投资者应同等对待,均应适用推定信赖规则。针对机构投资者注意义务问题,是否因案件事实不同而存在处理方式的区别,当前司法解释并未明确,期待在未来制度完善的过程中对该问题予以填补。

2. 非公开发行的交易因果关系

乐视网造假时间持续较久,其间还涉及非公开发行过程中的欺诈发行。然而,非公开发行的对象是特定主体,公众投资者是否可以此为基础向相关主体主张损害赔偿?由于非公开发行涉及多方中介机构,因此该问题的讨论对于中介机构的责任认定尤为重要。

部分被告主张非公开发行相关内容不属于本案的审理范围,具体理由包括:原告投资者不是与非公开发行有直接利害关系的投资者、非公开发行所涉信息仅供发

行对象使用而非二级市场投资者、非公开发行股票并不具有诱多性质等。

法院支持了相关被告关于非公开发行过程中的欺诈发行与二级市场投资者交易决定间不存在交易因果关系的观点:首先,司法解释中规定“交易与虚假陈述直接关联的证券”是交易因果关系成立的前提,但现有证据无法证明原告交易的股票是非公开发行的股票;其次,原告不是非公开发行的对象;再次,从信息披露看,非公开发行并未新增虚假陈述,而是对过去虚假信息的重复,若投资者对重述信息重复主张推定信赖,是对推定信赖保护机制的滥用,因此本案中无法推定原告的投资决定受非公开发行中的信息披露影响;最后,因非公发行股票有限售期,原告不可能在揭露日前买入非公开发行的股票,即非公开发行的股票对市场无影响。综上,法院认为现有证据不支持非公开发行过程中的欺诈发行与二级市场投资者交易决定间存在交易因果关系的观点,本案中多家中介机构也因此而不承担损害赔偿责任。

需注意的是,非公开发行本身不影响投资者的交易决策,并不代表非公开发行中所涉前期的信披违规事项与交易决策不存在因果关系。法院也同样指出,因为“重违法吸收轻违法”的原则,虽然非公开发行所涉2012年至2015年6月三年一期的财务数据的造假行为未单独受到处罚,但参与造假的相关人员仍应承担相应的民事责任。

3. 发行市场相关的交易因果关系

法院专门讨论了通过新股申购取得股份登记的投资者的交易行为是否与虚假陈述存在因果关系的问题。因本案涉及IPO阶段的虚假陈述,部分投资者通过新股申购取得股份登记,但本案生效的权利人范围裁定书载明权利人为案涉期间“以公开竞价方式”买入的投资者,被告就此提出通过新股申购取得股份登记的投资者不属于“以公开竞价方式”买入的投资者。

法院认为,该问题与新旧《虚假陈述司法解释》的调整范围相关,原《虚假陈述司法解释》适用范围不包括大宗交易和协议转让等方式,而新《虚假陈述司法解释》则统一适用于发行、交易市场,因此本案当然适用于通过新股申购取得股份的投资者。

4. 股权激励相关的交易因果关系

法院认为,取得股票期权的相关投资者主要为乐视网的管理人员或核心技术人员,该类投资者通过行权取得股票与通过发行、买入股票的情况并不相同,因此法院不在本案中对相关主体的主张进行处理。

(二) 损失因果关系

若投资者的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场对

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,则上市公司及相关责任人员可主张豁免或减轻该部分损失。前述事由包括系统性风险与其他风险因素(实践中一般称之为非系统性风险)。司法解释要求法院应当查明虚假陈述与投资者损失之间的因果关系,因此,法院对这两种风险因素也进行了详细的讨论与计算。

1. 系统性风险计算

本案中,法院委托中证资本市场法律服务中心进行损失测算。关于投资差额损失,中证中心采取第一笔有效买入后的移动加权平均法计算买入均价;关于系统性风险的计算,中证中心采取“3+X”组合参考指标进行计算。通过先前大量证券虚假陈述案件的经验积累,司法审判中关于损失计算的方法已基本确定,如此前方正科技案等案中已采取“3+X”组合参考指标计算系统性风险。本案中中证中心的计算方法即当前司法实践中的主流计算方法。

原告在诉讼过程中提出应考虑乐视网股票在相关指数中权重过高会影响计算的准确度,主张在计算行业指数的跌幅时应该剔除掉乐视网股票的下跌因素,这样计算才是客观准确的。但法院认为,乐视网在创业板综合指数中的权重在持续变化,乐视网对行业指数的影响有限,且若扣除乐视网,则无法表征乐视网个股所在行业的整体风险情况,计算结果会失真。因此法院不支持原告的主张。

2. 非系统性风险否定

本案被告基本均提出了应从损失中扣除非系统性风险的抗辩,但该主张未得到法院的支持。法院认为被告应举证其他风险因素独立于虚假陈述行为对股价产生影响。乐视网十年造假,虚假陈述行为对股价的影响持续存在,叠加期间其他虚假陈述行为,需充分证明其他风险因素对股价的影响。但被告未充分举证。因此,法院不支持该主张。

在过往的司法判例中,非系统性风险的扣除比例往往由法院酌定,该因素的自由裁量度较高,且非系统性风险扣除的比例往往较小。在此基础上,本案中乐视网造假时间长、造假对股价的影响持续强化,法院以此为由提出单个事件对股价的影响较小,被告主张减免责任需充分证明是合理的。

与此同时,需注意,在十年连续造假过程中,乐视网的经营情况客观上确实受到过经营环境变化等其他非虚假陈述事件影响,公司股价因独立于虚假陈述以外的重大事件而产生波动,这些事件客观上对投资者的交易决策产生影响,非系统性风险客观存在,法院通过自由裁量一概否定非系统性风险的存在,可能与现实不符。

(三) 内部责任人员责任认定

本案被告涉及14名上市公司内部责任人员,除贾跃亭外,其余13名上市公司内部责任人员分别在2%、0.5%、0.05%范围内对上市公司的损害赔偿承担责任。结合案件事实与法院对相关人员责任认定的论述,本文尝试归纳法院认定内部责任人员责任的主要逻辑如下:

1. 民事责任与行政责任认定具有一致性

民事责任与行政责任的过错认定具有一致性。在法理层面,责任人员在行政监管层面的未勤勉尽责与民事责任层面的未勤勉尽责不存在本质区别。从证据标准可知,行政监管中认定行政责任成立要求明显优势证据,而民事追偿中确定民事责任成立仅要求优势证据,在证据层面行政监管较民事追责更严格,因此已受到行政处罚的责任人员的民事责任也应当成立。在实践层面,2023年8月1日,中国证监会发布《上市公司独立董事管理办法》,《上市公司独立董事管理办法》第46条关于独立董事不构成行政责任中主观过错的情形与新《虚假陈述司法解释》第16条关于独立董事不构成民事责任中主观过错的情形的规定基本一致,进一步印证了两种责任认定标准的一致性。

回到本案,除原告自行撤回对杨丽杰的起诉外,《中国证监会行政处罚决定书》([2021]16号)中受到行政处罚的其他13名责任人员均承担民事赔偿责任,贾跃民、吉晓庆、曹彬、朱宁等人主张“民事责任与行政责任的认定应存在区别”的抗辩并未受到法院支持。与此同时,未受到行政处罚的贾跃芳亦是本案中唯一未承担民事责任的自然人。

2. 身份与责任密切相关

除直接参与造假的人员承担2%的责任外,其他上市公司内部人员分别承担0.5%或0.05%的连带责任,其中独立董事均承担0.05%的连带责任,非独立董事的董监高承担0.5%的连带责任。可见,在本案中是否为独立董事可能是确定未直接参与造假人员责任比例的重要标准,进一步说,上市公司内部人员在公司的身份是确定其责任的主要标准。

与其他侵权责任不同,证券虚假陈述民事责任案件中,大部分责任人员承担的都是“不作为责任”,即上市公司董监高、中介机构因未勤勉尽责而对虚假陈述承担责任。承担不作为责任的基础在于相关人员负担“作为义务”,上市公司董监高即基于其董监高身份而对公司信息披露的真实性负担“作为义务”,要求其主动关注公司财

务信息的形成,核查相关信息的真实性。在此基础上,因不同董监高参与公司经营管理的深度不同,相关“作为义务”的程度也应存在区别,深度参与公司经营管理的内部董事与高管应当承担较高度度的作为义务,而较少直接参与经营的独立董事的作为义务则不宜过重。相应的,因未勤勉尽责导致公司信息披露不真实的,相关责任人员承担的“不作为责任”也因其“作为义务”的不同而存在区别,其直观体现于承担连带责任的比例中。具体到本案而言,即三名独立董事在 0.05% 范围内承担连带责任,而其他未参与造假的董监高则在 0.5% 范围内承担连带责任。

3. 严惩参与造假者

在本案中,除承担“不作为责任”的董监高外,尚有部分人员为自己的行为承担“作为责任”,即直接参与造假的相关人员。并且相关人员直接参与造假还会受到加重的处罚。处罚的加重具体体现在两方面:

第一,直接参与造假的人员的连带责任比例更高。在本案中,实际参与造假的贾跃民、吴孟、刘弘均承担 2% 的比例连带责任,对应金额约 4 000 万。其他未直接参与造假的人员的连带责任比例则较轻。

第二,直接参与造假会导致非董监高人员行为构成不法。如前所述,证券虚假陈述有较多责任人员承担“不作为责任”,“不作为责任”的来源是相关人员的董监高身份。然而,对于直接参与造假的非董监高人员,其也应当承担证券虚假陈述的责任。《信息披露违法行为行政责任认定规则》第 17 条规定,除董监高以外的其他人员,有证据证明其行为与信息披露违法行为有直接因果关系的,如组织、参与、实施了公司信息披露违法行为或者直接导致信息披露违法的,应认定为直接负责的主管人员或其他直接责任人员。当然,对于自己参与实施的信披违规行为承担相应责任符合侵权法与刑法的一般原理,是基础的责任认定标准,具有天然的正当性。

(四) 中介机构责任认定

本案被告涉及 9 名中介机构,其中包括 2 名涉及改制更名的机构,因此实质上共 7 名中介机构被告。在这 7 名中介机构被告中,4 名最终对上市公司的赔偿责任承担连带责任,3 名中介机构不承担赔偿责任。此种责任分配情况与过往证券虚假陈述案件存在区别,本文简要概述法院对中介机构人员的责任认定逻辑与相关免责中介机构的情况:

1. 中介机构责任认定逻辑

第一,法院强调 IPO 阶段信息披露的重要性。法院在责任分配的论述中重点强

调了IPO的信息披露质量对于上市公司以及投资者的重要性,因此相关中介机构在IPO阶段未勤勉尽责的,责任承担比例较高,如IPO阶段的保荐人平安证券,虽然在行政阶段仅受到行政监管措施,但却承担10%的连带责任,参与IPO阶段审计工作的利安达有限承担1.5%的连带责任。

第二,法院将服务时间与责任联系起来。一方面,法院肯定了信息披露的影响会随着时间的推移而衰减,另一方面,通过法院最后的判决结果可以推测服务时长对于责任认定具有一定影响,服务时间越长责任可能越重。如为乐视网提供2010—2014年年报审计服务的华普天健所承担1%的连带责任,而为乐视网提供2015—2016年年报审计服务的信永中和所承担0.5%的连带责任。

2. 中介机构的免责情况

本案的一大亮点在于被免责的主体较多。当前司法与证券监管环境下,民事责任与行政责任基本仍保持高度一致,即承担行政责任的主体往往“难以逃脱”民事责任。本案中有3名中介机构免于承担责任是不是对该环境的突破,应具体观察各主体的免责事由。

(1) 非公开发行的交易因果关系。免责的3名中介机构具有一个共同点,即均是乐视网非公开发行的中介机构。如前所述,法院认为非公开发行过程中的欺诈发行与二级市场投资者的交易决策间不存在交易因果关系,因此,对于中泰证券、中德证券与金杜所,法院未支持原告对相关中介机构的赔偿请求。

(2) 其他原因。除非公开发行不构成交易因果关系外,法院另外指出中泰证券前期未受到行政处罚;金杜所的相关信息披露文件未公开披露,不可能成为投资者决策的依据,对投资者损失不具有原因力,因此当然不承担责任。

值得注意的是,通过观察以上被免责的主体可以发现,本案仍未出现因提出勤勉尽责抗辩而豁免责任的情况,然而勤勉尽责抗辩才是上市公司内部责任人员及中介机构责任认定的核心。

(五) 其他

1. 基准日、基准价

关于本案的基准日与基准价的确定存在争议,原因在于在虚假陈述揭露日前公司存在权益分派与高管限售股解禁等情况,导致公司可流通股增加,需判断是否应将该部分增加的股份作为受虚假陈述影响的证券纳入计算。

法院认为,关于权益分派增加的股票,因股票除权机制的存在,股数增加本质上

是揭露日前流通股的延续,因此应作为确定基准日的基数;而高管限售股解禁则是单纯增加流通股,未受虚假陈述影响,不应作为基数。

2. 诉讼时效

本案审理期间跨越了新旧司法解释,在时效的认定方面,涉及新旧司法解释的衔接问题。《最高人民法院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》第1条指出:在新《虚假陈述司法解释》实施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,诉讼时效仍按照原《虚假陈述司法解释》第5条的规定计算。本案中,监管机关对乐视网及相关高管作出行政处罚决定发生在新《虚假陈述司法解释》实施前,根据《时效衔接通知》,本案诉讼时效仍按照原《虚假陈述司法解释》第5条计算。根据原《虚假陈述司法解释》第5条第1款第1项投资人对虚假陈述行为人提起民事赔偿的诉讼时效期间,应自中国证监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起算。即应当自2021年4月2日起算,本案原告的起诉未超过诉讼时效。

四、乐视网案可能存在的质疑与未来 证券虚假陈述诉讼的展望

乐视网案的判决具有突破性,在长达239页的判决中,北京金融法院对本案中的各类法律问题予以充分讨论,明确了司法机关对证券虚假陈述案件中多项争议问题的态度,将成为未来证券虚假陈述诉讼审判的重要参考。在关注乐视网案判决积极意义的同时,亦需注意到本案未回应的部分问题,期待在未来的司法实践中对相关问题予以解答。

(一) 连带责任比例差异过大易引争议

本案部分责任人员承担连带责任的比例与过往证券虚假陈述案例相比差异过大。如康美药业案中,相关独立董事在5%—10%范围内承担连带责任,而本案中独立董事仅在0.05%范围内承担连带责任,相差100—200倍。连带责任比例的巨大差异可能系因案情不同所致,但过低的连带责任比例同时会引发其他质疑。新《虚假陈述司法解释》第13条规定明确,行为人仅在严重违反注意义务时才对虚假陈述存在过错,即重大过失。然而,过低的连带比例与“严重违反注意义务”的匹配性可能

受到质疑。

另外,在中安科案、山东雅博案等案件中,会计师在15%—30%范围内承担连带责任,而在康美药业案、五洋债案、华泽钴镍案、圣莱达案等案件中,会计师更是与上市公司承担全部连带责任,与本案0.5%—1.5%的连带责任比例存在明显区别。如何精准厘定责任人员的责任比例,仍待未来实践给出答案。

(二) 部分审判观点仍存在一定争议

本案法院部分审判观点与过往的司法实践以及业界观点存在一定分歧,对于出现分歧的原因以及如何统一法律适用标准,仍待未来理论研究的深入和司法实践的回应。

一是关于机构投资者的注意义务问题。本案法院认为机构投资者不承担更高的注意义务,应当与普通投资者统一适用推定信赖规则。实践中同时亦存在祥源文化案、银广夏案等认为机构投资者不适用推定信赖规则的案件。从证券法的法理上看,注重保护中小投资者利益,机构投资者(准确说应该是专业投资者)具有明显强于中小投资者的专业能力和风险承受能力,因此理应给予中小投资者倾斜保护。证券虚假陈述民事赔偿制度的初衷也是为了更好保护中小投资者利益,由此才会有推定因果关系等明显有别于传统民法的制度设计,因此不能简单套用民法上民事主体平等保护的理念来看待证券虚假陈述民事赔偿问题。期待理论与实务界能就此问题更深入地展开讨论,以期未来能够确定机构投资者适用推定信赖规则的统一标准。

二是关于非公开发行与二级市场交易是否存在因果关系问题。本案法院否定了这种因果关系,其理由值得探讨。本案中二级市场交易者是否与非公开发行存在直接关联?如果从二级市场交易者买入的股票不可能是非公开发行的股票这个角度来讲,那确实没有直接交易上的关联;但如果从二级市场交易者也会受到非公开发行的影响角度来讲,不可谓不直接,很难完全否认两者存在因果关系。本案判决强调虚假陈述行为揭露之时非公开发行的股票尚未流通,因而二级市场投资者买入的股票不可能是非公开发行的股票,进而认定不存在交易因果关系,此种逻辑较为新颖,但可能与证券虚假陈述民事赔偿的内在本质不完全契合。笔者理解,证券虚假陈述民事赔偿的本质是要在虚假陈述违法行为所能实质影响的范围内给予中小投资者相应保护,若就此而言,难谓二级市场投资者未受到非公开欺诈发行的实质影响。

三是非系统性风险扣除问题。本案法院认为本案中投资者的损失未受到非系统

性风险的影响,而且认为是被告未能举证证明非系统性风险的影响,故不予支持。但从本案的事实来看,乐视网在长达十余年的时间内多次进行并购,此类资本运作对投资者行为会产生明显影响——甚至有可能会超过对财务信息的影响,换言之,投资者可能更多是基于乐视网大量资本运作以及由此带来的美好前景的想象——而非基于当前的财务数据——才买入该股票的,这也正是在证券虚假陈述民事赔偿中扣除非系统性的部分法理所在。一审判决认为被告未尽到举证责任,对此笔者认为非系统性风险很难予以量化证明,故而不应对被告的举证要求过于苛刻。本案对此不予扣除,理由不够让人信服。由于非系统性风险的特殊性,当前司法实践缺少能够量化该风险因素的手段,因此审判中主要由法院自由裁量确定,这导致不同案件中的非系统性风险扣除比例存在较大区别,期待未来法院能够探索出量化非系统性风险的技术手段,进一步提高投资损失的认定精度。

（三）勤勉尽责范围与标准待明确

多名被告得以免责是本案受到市场关注的主要原因之一。然而,进一步分析法院的认定逻辑会发现,本案未对责任人员责任认定的关键问题予以回应,即勤勉尽责的范围与标准问题。勤勉尽责的范围与标准问题对应的是责任人员对什么事项尽责与如何尽责的问题。

一是勤勉尽责范围问题。以本案的非公开发行的交易因果关系的论述为例,法院指出,乐视网非公开发行过程中未新增虚假记载,中介机构披露的信息即使有财务造假内容也只是引述三年一期的财务数据内容。该段论述换一角度而言即是在限制中介机构的勤勉尽责范围,对于先期的财务数据,非公开发行的中介机构的注意义务较低,但法院在否认非公开发行的交易因果关系后,即无需进一步讨论责任人员的过错问题,因此在本案判决中未“跨出这一步”讨论勤勉尽责范围问题。

二是勤勉尽责标准问题。上市公司责任人员应如何尽责一直以来都是信息披露领域的重点问题。在本案中,曹彬、朱宁等独立董事已举证其充分勤勉履职的情况,但最终仍未受到法院认可。责任人员应如何尽责才可成功抗辩?已有行政处罚在前,责任人员的抗辩是否有被采纳的可能性?司法观点对勤勉尽责证明标准的不明确可能架空司法解释中免责事由制度的适用。上市公司董监高与证券服务机构亟须确定该标准,才可依据相关标准履行职责,亦能够为潜在的责任风险做好应对准备。

总之,乐视网案判决亮点颇多,尤其是在司法精细化和判决书说理上迈出了一大

步,这是非常可喜的进步;在中介机构和非主要责任人员的责任比例上对以往过于严苛的惯性做法予以明显的矫正调整,方向是值得赞许的,勇气与担当是难能可贵的。虽然在具体问题上还有一些值得讨论之处,但瑕不掩瑜,该案必将成为证券虚假陈述民事赔偿的标杆式经典案例,成为今后研究、讨论证券虚假陈述民事赔偿问题绕不开的案例。