

顺灏股份虚假陈述支持诉讼案

田立卿*

2017年3月,投服中心首次发布维权征集公告,在全国范围内公开征集因上海绿新包装材料科技股份有限公司(现更名为上海顺灏新材料科技股份有限公司,以下简称顺灏股份)虚假陈述行为^①而受损的中小投资者,征集期满后,投服中心共收到97位投资者的申请材料。上海市广发律师事务所许平文、田立卿律师作为投服中心公益律师,于2017年5月接受委派负责办理该案。

关于投服中心支持中小投资者起诉王某及顺灏股份要求赔偿投资差额损失案件(以下简称顺灏股份案)的基础事实、索赔方案及核心法律问题分析,公益律师已于上海市第二中级人民法院(以下简称上海二中院)出具一审民事判决书后撰文予以阐述,本文不再赘述。

顺灏股份案于2018年下半年进入二审程序^②后,因最高人民法院(2018)最高法民申2017号《民事裁定书》裁定对(2017)沪民终438号案件进行提审,并中止原判决的执行,上海市高级人民法院(以下简称上海高院)为避免诉累,节约司法资

* 上海市广发律师事务所律师,投服中心公益律师。

① 2016年7月27日,中国证券监督管理委员会上海监管局作出沪[2016]5号《行政处罚决定书》,查明顺灏股份存在未依法披露和关联自然人王某的关联交易、未依法披露重大事件签署意向协议事项的违法事实,根据2014年《证券法》第193条的规定,对顺灏股份责令改正、予以警告,并处以30万元罚款;对王某给予警告,并处以8万元罚款。

② 因上海金融法院设立,案件管辖在一审阶段由上海二中院移送至上海金融法院的5位投资者除外。

源,裁定中止顺灏股份系列案件的审理。受此影响,顺灏股份案于2019年12月30日才最终取得二审民事判决。其间,投服中心在支持诉讼维权案件的实践探索及损失计算软件开发等方面均取得了更广泛的经验积累和进步。因此,公益律师认为有必要对顺灏股份案的办案过程和投资者最终获得损害赔偿的情况进行完整的梳理,并针对虚假陈述责任纠纷案件共性的争议焦点,结合相关案例数据,予以研究归纳。

案情简介

(一) 案件受理

2017年6月,公益律师分两批向上海二中院提交了81位投资者的起诉材料,上海二中院于2017年7月5日立案受理。此后1位投资者放弃支持诉讼,未按期预交案件受理费,上海二中院裁定按撤回起诉处理。根据《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《若干规定》)第13条第2款之规定,“多个原告因同一虚假陈述事实对相同被告同时提起两个以上共同诉讼的,人民法院可以将其合并为一个共同诉讼”,2017年7月31日,上海二中院出具(2017)沪02民初597号等64份民事裁定书,为便于案件审理,裁定将案件合并,5位投资者合并为一个案号,即顺灏股份案80位投资者由80个案号合并为16个案号^①。

(二) “追首恶”

2012年至2014年,时任董事长及总经理的王某与顺灏股份之间连续多次发生资金往来,累计金额达到21,769,703.13元,已构成《上市公司信息披露管理办法》第71条所规定的关联交易,顺灏股份未按照《深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)》第10.2.3条等相关规定及时进行披露,构成未依法披露和关联自然人的关联交易违法行为,王某为直接负责的主管人员之一。

^① (2017)沪02民初495号,(2017)沪02民初600号,(2017)沪02民初605号,(2017)沪02民初610号,(2017)沪02民初615号,(2017)沪02民初621号,(2017)沪02民初626号,(2017)沪02民初631号,(2017)沪02民初636号,(2017)沪02民初641号,(2017)沪02民初646号,(2017)沪02民初651号,(2017)沪02民初656号,(2017)沪02民初661号,(2017)沪02民初666号,(2017)沪02民初671号。

本着“追首恶”的原则,投服中心决定将王某作为被告一,要求其承担首要赔偿责任,顺灏股份作为共同被告承担连带赔偿责任。因王某系中国香港特别行政区居民,上海二中院受理该案后未能成功向其送达诉讼文书,拟采用公告方式进行送达。既要尽快推进一审诉讼流程,又不能轻易放弃追究“首恶”,投服中心与公益律师决定同时推进两个应对方案:一方面,征得70位投资者同意,于2017年9月申请撤回对王某的起诉,以期上海二中院可以尽快完成诉讼文书送达并安排开庭审理;另一方面,合计起诉金额最高的两个案件^①保留对王某的起诉。

鉴于对内地没有住所的香港居民送达诉讼文书的公告期为3个月,投服中心与公益律师仍希望尽快完成诉讼文书送达,故提请上海二中院出具调查令,至上海市工商局从顺灏股份的档案文件中调取了王某的香港居民身份信息,并委托香港特别行政区服务机构查询到了王某在香港的住所。上海二中院根据该住所地址将起诉状副本及开庭传票等诉讼文书以邮寄方式成功送达王某。

提审与中止审理

2017年11月2日,上海二中院第一次开庭审理了顺灏股份案,并于2017年12月28日出具第一批一审判决书。判决书的内容已公开可查,本文不再赘述。

公益律师认为,顺灏股份案最引人关注和争议的焦点在于“熔断事件”^②是否属于《若干规定》第19条第4项规定的证券市场系统风险(以下简称系统风险),以及如果属于系统风险,该事件对投资者的损失造成了多少影响。事实上,该问题不只是顺灏股份案的焦点,亦是虚假陈述责任纠纷案件中作为被告的上市公司通常会提出的抗辩事项之一。例如,在投资者诉广东超华科技股份有限公司(以下简称超

^① 涉及10位投资者,起诉投资差额损失金额合计1,788,005.36元,占顺灏股份案投资差额损失请求总金额的30.53%。

^② 2015年12月4日,上海证券交易所及深圳交易所同时发布新的交易所规则,规定了“指数熔断”机制,规定熔断基准指数为沪深300指数,采用5%和7%两档阈值,规则于2016年1月1日起实施。2016年1月4日,元旦假期后第一个交易日,沪深两市早盘双双低开,沪深300指数于13时13分跌幅超过5%,引发15分钟熔断。13时28分,两市恢复交易后沪深300指数继续下跌,并于13时34分触及7%关口,再次引发熔断,两市暂停交易至收市。1月7日,早盘9时42分,沪深300指数跌幅扩大至5%,再度触发熔断线,9时57分恢复交易后,沪深300指数再度向下,最大跌幅达7.21%,二度熔断触及阈值,两市暂停交易至收市。2016年1月8日,上海证券交易所及深圳证券交易所均决定暂停实施“指数熔断”机制。

华科技)虚假陈述责任纠纷系列案件中,除了“熔断事件”,超华科技同时提出了2015年6月至9月的“千股跌停”^①属于系统风险的答辩意见。

投资者的代理人代表投资者的利益,通常均主张“熔断事件”或“千股跌停”不属于系统风险。在司法实践中,投资者首次买入标的证券的时间若晚于2016年1月7日,法院通常认为投资者的损失没有受到“熔断事件”或“千股跌停”的影响。公益律师通过中国裁判文书网^②检索了近年关于虚假陈述责任纠纷案件的判决书,选取了虚假陈述实施日在2016年1月4日前,虚假陈述基准日在2016年1月7日后的相关案件,即案涉投资者交易标的证券的时间段可能在2015年6月12日至2016年1月7日或包含该期间。案例数据反映,法院通常认为“熔断事件”及“千股跌停”属于系统风险,但各法院最终认定系统风险对投资者损失的影响比例差异较大(见表1)。

表1 近年来各法院对系统风险影响比例认定情况统计

案件名称	审理法院	实施日	揭露日/ 更正日	基准日	是否属于 系统风险	影响比例
益盛药业	长春市中级人民法院	—	2015.12.28	2016.1.20	是	70.00%
安硕信息	上海二中院	2014.5.27	2016.6.14	2016.6.23	是	30.00%
ST 慧球	广西壮族自治区 高级人民法院	2014.12.31	2016.1.9	2016.7.12	是	10.00%
新力金融	合肥市中级人民法院	2015.2.18	2017.9.1	2017.10.20	是	100.00%
金亚科技	成都市中级人民法院	2015.4.3	2015.6.5	2016.4.8	是	87.71%
超华科技	广州市中级人民法院	2015.4.29	2017.9.5	2017.11.20	是	25.00%
昆明机床	昆明市中级人民法院	2015.11.11	2016.2.5	2016.2.23	是	30.00%

顺灏股份案部分一审判决后,顺灏股份不服,向上海高院提起上诉,坚持一审答辩意见,并主张上海二中院在安硕信息案中认定系统风险影响比例为30%,而在顺灏股份案中认定系统风险影响比例为20%,明显畸重,违背公平公正原则。^③上

^① 上证指数从2015年6月12日最高点5166.35点跌落至8月26日的2850.71点,跌幅达44.82%;创业板指数从2015年6月5日最高点4037.96点跌落至9月2日1779.18点,跌幅达55.94%。据第三方平台统计,2015年6月15日至9月14日共发生16次“千股跌停”。

^② 载中国文书裁判网:<http://wenshu.court.gov.cn>,最后访问日期:2020年6月22日。

^③ 参见顺灏股份《民事上诉状》。

海高院于2018年6月受理。

因最高人民法院于2018年6月裁定提审包括(2017)沪民终438号案件在内的顺灏股份系列案件^①,上海高院遂裁定中止包括投服中心支持诉讼在内的处于二审阶段的顺灏股份案的审理。

2018年8月20日上海金融法院正式揭牌成立,上海二中院未及判决的5位投资者的案件因此移送至上海金融法院管辖。上海金融法院于2019年2月1日裁定中止审理。至此,顺灏股份案全部中止审理,顺灏股份也改变了前期积极和解的态度,停止和解沟通工作,顺灏股份案进入近半年的“沉默期”。

发回重审与二审判决

2019年6月6日至8月3日,顺灏股份发布了4次《关于收到最高人民法院〈民事调解书〉的公告》,公告其与最高人民法院提审案件的部分投资者达成调解协议,约定顺灏股份按一审判决认定的投资者损失的30%(部分案件为40%)进行赔偿。自此,顺灏股份再次启动与投资者协商和解的工作,投服中心支持诉讼的投资者案件,经承办法官、投服中心工作人员及公益律师长期多次沟通协调,上海金融法院中止审理的5位投资者案件以及上海高院中止审理的30余位投资者案件均以和解撤诉方式结案。其余7位投资者不同意和解,上海高院开庭审理后于2019年12月30日作出二审判决,认定“综合考虑本案虚假陈述行为的过错程度、市场系统风险影响比例等因素,本院酌定顺灏公司的赔付金额为投资者的投资差额损失的50%”。

另外,最高人民法院就其提审案件于2019年12月27日作出裁定,以原审判决认定案件基本事实不清、适用法律错误为由,裁定撤销上海高院及上海二中院此前作出的民事判决,案件发回上海二中院重审。

以最高人民法院的上述裁定为依据,顺灏股份已对投服中心支持诉讼的7位投资者案件^②提出再审申请。虽然二审判决具有既判力,公益律师亦已向上海二中院

^① 不属于投服中心支持诉讼的案件,系其他投资者起诉并已先于投服中心支持诉讼取得二审判决的案件。

^② (2018)沪民终322号、(2018)沪民终324号、(2018)沪民终325号、(2018)沪民终490号、(2018)沪民终491号。

提交了执行申请,公司已于2020年7月进行赔付。

案件评析

(一) 损失计算与系统风险

虚假陈述责任纠纷案件的核心要点通常有三个方面:一是虚假陈述实施日、揭露日(包括更正日)和基准日的认定;二是上市公司的虚假陈述行为与投资者损失之间是否存在因果关系;三是投资差额损失的计算问题,包括是否存在系统风险及扣除比例。

关于实施日、揭露日和基准日的认定属于案件事实认定问题,容易引发争议的在于揭露日的认定。揭露日在案件中具有重要的法律地位,须结合案件情况具体判断,难以一概而论。目前主流观点认为,揭露日的意义在于揭示虚假陈述的信息真相,向证券市场充分释放警示信号,提醒投资者重新判断标的证券的价值,通常以此为标准认定揭露日。该三个日期确认之后,结合投资者交易标的证券的日期即可筛选出与虚假陈述行为具备因果关系的投资者。因果关系认定方面,司法实践中仍主要以《若干规定》第18条^①的规定为准,只在个别案件中法院会判断投资者的交易决策是否受到虚假陈述行为的影响,据此排除因果关系。^②

关于投资差额损失的计算,司法实践中存在不同的计算方法及上文已提及的系统风险扣除比例。公益律师办理顺灏股份案之初,投服中心工作人员须对投资者提供的纸质交易记录进行人工录入,并制作损失计算表,不仅会花费大量的时间和精力,更重要的是关于投资差额损失的计算,除非委托会计师事务所进行专业计算,否则面对如此大量的支持诉讼案件,为兼顾工作效率,投服中心及公益律师只能选择使用计算公式较为简便的实际成本法。与此相对,司法实践中越来越多的法院开始采用移动加权平均法进行投资差额损失计算,客观上可能使个别投资者的起诉金额与法院判决金额之间存在较大差距,既可能影响支持诉讼的权威性,也

^① 《若干规定》第18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发生亏损。”

^② (2016)最高法民申502号。

会导致投资者付出更多的诉讼费用。

为常态高效地解决损失计算问题,投服中心积极推进损失计算软件的开发,至公益律师2018年代理“超华科技”案时,已可通过损失计算软件批量进行损失计算,大幅度提升了支持诉讼的工作效率和权威性。据了解,投服中心已在方正科技集团股份有限公司、青岛中资中程集团股份有限公司等案件中接受法院委托,就相关案件的系统风险扣除比例及损害赔偿金额进行核定,并出具《损失核定意见书》作为法院判决的重要参考。

虽然虚假陈述责任纠纷案件已呈现程序化趋势,但依然属于较新型的案件类型,包含复杂的证券金融及法律争议问题,不可能成为交通事故赔偿纠纷这样高度程序化的案件类型。法院在案件审理中引入投资计算软件,可以作为计算投资者损失的专业工具,但其运行逻辑并非具有充分的法律依据,^①如何认定系统风险以及更科学地确定影响比例,尚待专业人士更深入地研究论证,及法律法规进一步细化完善。

(二)未能完成的“追首恶”

如上文所述,顺灏股份案起诉之初,投服中心本着“追首恶”的原则,决定将王某作为被告一,要求其承担首要赔偿责任,顺灏股份作为共同被告承担连带赔偿责任。但因相关案件投资者后续全部与顺灏股份达成和解,最终的二审判决中未能认定王某承担赔偿责任。

投服中心确立“追责到人”的支持诉讼原则,本意是为了在保护中小投资者权益的同时,避免因高额的民事赔偿而“误伤”上市公司的其他中小股东。但是向“首恶”精准追偿的愿望,在实践中面临多方面的困难。不可否认的现实是,无论是法院判决上市公司与直接责任人员共同承担赔偿责任,^②还是通过和解/调解方式结案,投资者不可能指定实际支付赔偿款的责任主体,甚至可以说,大部分投资者是不关心赔偿款具体由谁承担的。如果上市公司已向投资者实际支付了赔偿款项,直接责任人员依法亦无须再承担赔偿责任。虽然《若干规定》第22条第1款规定,实际控制人操纵发行人或者上市公司违反证券法律规定,以发行人或者上市公司

^① 参见杨宏、唐茂军、傅祥民:《证券虚假陈述案投资者损失计算软件的运行逻辑》,载郭文英主编:《投资者》(第5辑),法律出版社2019年版,第85~95页。

^② 可参考“*ST大控”及“超华科技”案。

名义虚假陈述并给投资人造成损失的,可以由发行人或者上市公司承担赔偿责任。发行人或者上市公司承担赔偿责任后,可以向实际控制人追偿,但公益律师目前尚未检索到相关案例数据。

(三) 支持诉讼到代表人诉讼

2020年3月1日实施的《证券法》第95条,在《民事诉讼法》第53条、第54条的基础上开创了代表人诉讼的新形式——证券纠纷代表人诉讼制度。2020年3月24日,上海金融法院发布《上海金融法院关于证券纠纷代表人诉讼机制的规定(试行)》,系全国首个关于证券纠纷代表人诉讼制度实施的具体规定。

投服中心自2016年发起“匹凸匹”案和“康达新材”案支持诉讼以来,截至2020年5月已累计提起24例支持诉讼,不仅成功帮助案涉投资者挽回损失,引导更多中小投资者树立维权意识,建立维权信心,更为后续实践证券纠纷代表人诉讼制度提供了大量具有研究参考价值的案例数据。

从支持诉讼到证券纠纷代表人诉讼,结合纠纷调解及持股行权,投服中心通过其长时间、多维度的投资者权益保护工作,使上市公司充分认识到信息披露违法行为的严重后果,迫使其进一步提升信息披露质量,促进证券市场的健康发展。

本案律师及律所介绍

许平文

上海市广发律师事务所首席业务执行合伙人,国内资深证券律师,被《新财富》杂志评为2012年度明星律师,担任多家上市公司独立董事及多家券商内核委员。许平文律师在资本市场、并购、资产重组、公司业务等方面拥有近20年的从业经历,以其全面、综合的业务能力在业内享有较高声誉,曾主持过百余家公司的资产重组、股份改制、股票发行上市以及其他类型公司的资产重组、私募投资、并购等项目。

田立卿

上海市广发律师事务所律师,项目主管。专长于公司法、合同法、劳动法方向的民商事诉讼与仲裁,曾代理多起证券公司、投资机构的股权回购纠纷,于2018年受聘为投服中心公益律师。田立卿律师同时担任10余家大中型企业的常年法律顾问,服务内容包括参与重要决策的协商和谈判、提供法律咨询意见和建议、协助解决内外部冲突和纠

纷、建立完善规章制度、起草审查合同协议等法律文件。

上海市广发律师事务所

总部设在上海,并设有无锡、深圳、杭州等分所,现有执业律师近60名。上海市广发律师事务所自1999年起专业从事证券金融法律服务,包括企业改制、股票发行及上市、资产重组及并购等业务,从业经验丰富,在全国证券法律服务领域名列前茅。

本案相关行政处罚决定书

中国证券监督管理委员会上海监管局行政处罚决定书

(沪[2016]5号)

当事人:上海绿新包装材料科技股份有限公司(以下简称上海绿新),统一社会信用代码:××××××××××××××××,住所:(略),法定代表人为王某。

王某,男,1966年7月出生,港澳居民来往内地通行证号码:××××××××××,时任上海绿新董事长、总经理,上海绿新实际控制人。

刘某,身份证号:××××××××××××××××,男,1969年2月出生,时任上海绿新董事、副总裁、财务总监,住址:(略)。

张晓某,身份证号:××××××××××××××××,男,1976年11月出生,时任上海绿新董事会秘书兼副总裁,住址:(略)。

高某,身份证号:××××××××××××××××,男,1966年6月出生,时任上海绿新财务总监,住址:(略)。

依据2014年《证券法》的有关规定,我局依法对上海绿新信息披露违法行为进行了立案调查、审理,并依法向当事人告知了作出行政处罚的事实、理由、依据及当事人依法享有的权利。当事人均未提交陈述、申辩意见,也未要求听证。本案现已审理终结。

经查明,上海绿新存在以下违法事实:

一、未依法披露和关联自然人的关联交易行为

王某,时任上海绿新董事长,2009年8月18日至2015年6月30日任上海绿新总经理,上海绿新实际控制人。根据《公司法》及深圳证券交易所的相关规则,王某为上海绿新的关联自然人。

2012年至2014年,王某连续多次与上海绿新发生资金往来,累计金额达到21,769,703.13元,已构成《上市公司信息披露管理办法》第71条所规定的关联交易,但上海绿新未按照《深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)》第10.2.3条等相关规定及时进行披露。

二、未依法披露重大事件签署意向协议事项

2014年3月28日,上海绿新与云南中云投资有限公司签订《股权转让意向协议》,涉及协议标的金额368,000,000元,已经达到《深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)》第9.2条第1款第4项规定的“交易的成交金额(含承担债务和费用)占上市公司最近一期经审计净资产的10%以上,且绝对金额超过一千万元”标准,应当在《上市公司信息披露管理办法》第31条第2项规定的“有关各方就该重大事件签署意向书或者协议时”披露,上海绿新未及时披露。

以上事实,有上海绿新的内部管理制度、相关业务合同、财务资料、资金流向明细以及当事人的询问笔录、情况说明等证据证明,足以认定。

上海绿新的上述行为违反了2014年《证券法》第63条关于“发行人、上市公司依法披露的信息,必须真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”和《上市公司信息披露管理办法》第2条关于“信息披露义务人应当真实、准确、完整、及时地披露信息,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”的规定,构成了2014年《证券法》第193条“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”的行为。根据2014年《证券法》第68条的规定,上市公司董事、监事、高级管理人员应当保证上市公司所披露的信息真实、准确、完整。对于上海绿新上述未依法披露和关联自然人的关联交易违法行为,上海绿新时任董事长、总经理王某以及时任董事会秘书张晓某为直接负责的主管人员,前后时任财务总监刘某、高某为其他直接责任人员。对于上海绿新上述未依法披露重大事件签署意向协议事项违法行为,王某以及张晓某为直接负责的主管人员,刘某为其他直接责任人员。

根据当事人违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度,根据2014年《证券法》第193条的规定,我局作出如下决定:

- 一、对上海绿新责令改正,给予警告,并处以30万元罚款;
- 二、对王某给予警告,并处以8万元罚款;
- 三、对张晓某给予警告,并处以8万元罚款;

四、对刘某给予警告,并处以3万元罚款;

五、对高某给予警告,并处以3万元罚款。

上述当事人应自收到本处罚决定书之日起15日内,将罚款汇交中国证券监督管理委员会(开户银行:中信银行总行营业部,账号:××××××××××××××××××××,由该行直接上缴国库),并将注有当事人名称的付款凭证复印件送中国证券监督管理委员会稽查局和我局备案。当事人如果对本处罚决定不服,可在收到本处罚决定书之日起60日内向中国证券监督管理委员会申请行政复议,也可在收到本处罚决定书之日起6个月内向有管辖权的人民法院提起行政诉讼。复议和诉讼期间,上述决定不停止执行。

中国证券监督管理委员会上海监管局

2016年7月27日

本案相关判决书

上海市第二中级人民法院民事判决书

(2017)沪02民初651号

原告:曾某某(个人信息等略)。

委托诉讼代理人:许平文,上海市广发律师事务所律师。

委托诉讼代理人:田立卿,上海市广发律师事务所律师。

被告:上海顺灏新材料科技股份有限公司(以下简称顺灏公司,原名上海绿新包装材料科技股份有限公司),住所地:(略)。

法定代表人:郭某,该公司董事长。

委托诉讼代理人:葛晓奇,上海普世律师事务所律师。

委托诉讼代理人:杨旭,上海普世律师事务所律师。

原告曾某某诉被告顺灏公司证券虚假陈述责任纠纷一案,本院于2017年7月5日立案后,依法适用普通程序,公开开庭进行了审理。原告委托诉讼代理人许平文、田立卿,被告顺灏公司委托诉讼代理人葛晓奇到庭参加诉讼。本案现已审理终结。

原告曾某某向本院提出诉讼请求:被告顺灏公司赔偿原告曾某某投资差额损失人民币35,328元(以下币种均为人民币)、佣金10.60元、印花税35.33元及利息54.21

元(其中开立于长城证券股份有限公司前海分公司的资金账号为88××××××××××的利息以28,597.13元为基数,按照中国人民银行同期活期存款利率自买入之日2015年12月18日起计算至卖出之日2016年4月29日止;开立于平安证券股份有限公司深圳金田路营业部的资产账号为30××××××××××的利息以6776.80元为基数,按照中国人民银行同期活期存款利率自买入之日2015年7月29日起计算至卖出之日2016年4月29日止)。关于佣金,原告曾某某确认按照投资差额损失的0.03%计算。关于印花税,原告曾某某确认按照投资差额损失的1%计算。事实和理由:原告作为投资者,购买股票的时间在被告顺灏公司虚假陈述实施日2014年4月2日以后,至揭露日2016年4月29日之前。依据相关法律规定,原告所持有的股票因被告顺灏公司未按规定披露信息的违法行为受到损失,被告顺灏公司理应承担赔偿责任。

被告顺灏公司辩称:(1)行政处罚不等于民事侵权,被告顺灏公司所应披露的信息不属于司法解释规定的重大事件;(2)原告的投资经历了熔断机制以及2015年6月26日的股灾,故其损失是由证券市场系统风险造成,与被告顺灏公司不当披露行为之间无因果关系;(3)被告顺灏公司虚假陈述行为的实施日应为2012年4月16日、基准日为2016年11月16日,基准价为7.89元。至于揭露日则应为2016年7月26日,即使按照法院认为的以被告发布提示性公告的时间确定,揭露日也应为2016年4月28日;(4)佣金和印花税作为投资人的实际损失,应当以投资差额损失部分为限进行计算;(5)关于利息损失,由法院依法判定。

当事人围绕诉讼请求依法提交了证据,本院组织当事人进行了证据交换和质证,对当事人无异议的证据,本院予以确认并在卷佐证。审理中,被告顺灏公司还提交了如下证据:(1)其与王某自2012年1月1日至4月13日的资金往来表及所附凭证,旨在证明截至2012年4月13日,王某与被告顺灏公司之间交易往来金额累计达到30万元以上,故应以2012年4月16日作为被告顺灏公司虚假陈述行为的实施日;(2)被告顺灏公司“顺灏股份”(股票代码为002565)股票分别与上证指数、深成指、包装材料板块指数2012年1月至2016年9月之间K线走势对比图、002565股票分别与深成指、包装材料板块指数2016年7月25日至9月16日K线走势对比图、002565股票与其他同一板块股票E线走势对比图及每日涨跌幅对比图等,旨在证明002565股票与大盘、同板块以及同类企业之间K线图走势趋同,披露不当本身并未影响股价,投资者损失与被告顺灏公司未正当履行披露义务之间无因果关系;(3)2016年1月4日至8日,中国证券

市场熔断事件的相关信息、该期间 002565 股票交易记录,旨在证明该段时间内证券市场发生系统风险,原告的损失系由系统风险所致,与被告顺灏公司未尽披露义务之间不存在因果关系;(4)被告顺灏公司发出的与云南中云投资有限公司签订《附生效条件的股权转让协议》的公告,该公告落款时间为 2014 年 7 月 4 日,旨在证明被告顺灏公司已就行政处罚决定书认定的第 2 项虚假陈述行为进行了更正;(5)2017 年 8 月 30 日,被告顺灏公司关于非公开发行股票申请获得证监会发审会审核通过的公告,旨在证明被告顺灏公司的虚假陈述行为不构成重大性,无须承担全部的赔偿责任。

对于被告提供的上述证据 1,原告对真实性、合法性不持异议,但认为,关联交易金额以发生额为标准,而非余额,故对该组证据的关联性不予认可。就被告顺灏公司所主张的实施日,本院认为,从《深圳证券交易所股票上市规则(2012 年修订)》第 10.2.3 条规定来看,当上市公司与关联自然人发生交易金额达到 30 万元以上的关联交易,上市公司应负有及时披露义务。结合被告顺灏公司提供的该组证据显示,至 2012 年 2 月 29 日,王某与被告顺灏公司之间的交易金额已累计达到 30 万元以上,此时被告顺灏公司应负有及时公告的义务,故本院认定 2012 年 3 月 1 日为被告虚假陈述行为的实施日。对于原、被告所主张的实施日,本院均不予采信。对于证据 2,本院认为与本案争议事实无关联性。对于证据 3,与事实相符,且与本案争议具有关联性,本院予以采信。对于证据 4,该份公告中没有更正被告顺灏公司之前虚假陈述行为的内容,本院对于该份证据不予采信。对于证据 5,根据《上市公司证券发行管理办法》第 39 条的规定,从该份公告无法得出被告顺灏公司不存在虚假陈述行为的结论,对于该份证据本院亦不予采信。

在上述证据认定的基础上,结合当事人的陈述,本院确认如下事实:

1. 被告顺灏公司系上市公司,其公开发行的 A 股股票名称原为上海绿新,后更名为顺灏股份,股票代码为 002565,该股票属于包装材料板块。

2. 2016 年 4 月 28 日,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)向被告顺灏公司发出沪调查通字 2016-1-039 号调查通知书,载明“因你公司涉嫌信息披露违法违规,根据《证券法》的有关规定,我会决定对你公司进行立案调查,请予以配合”。2016 年 4 月 29 日,被告顺灏公司在《证券时报》、《证券日报》、《中国证券报》、《上海证券报》及巨潮资讯网披露了公司关于收到证监会调查通知书的公告。当日,被告 002565 股票收盘价下跌 10.02%。2016 年 7 月 22 日,中国证券监督管理委员会上海监管局(以下简称上海证监局)向被告顺灏公司等发出行政处罚事先告知书。2016 年 7 月 27

日,上海证监局向被告顺灏公司等发出沪(2016)5号行政处罚决定书,认定被告顺灏公司存在以下违法事实:(1)2012年至2014年,时任公司董事长的王某与被告之间连续多次发生资金往来,累计金额达到21,769,703.13元,已构成《上市公司信息披露管理办法》第71条所规定的关联交易,被告顺灏公司未按照《深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)》第10.2.3条等相关规定及时进行披露;(2)未按照《上市公司信息披露管理办法》第21条第2项规定及时披露被告顺灏公司于2014年3月28日与云南中云投资有限公司签订《股权转让意向协议》事项。上海证监局据此对被告顺灏公司进行了处罚。被告顺灏公司未针对上述处罚提出行政复议及行政诉讼。

3. 2012年1月1日至2月29日,时任公司法定代表人王某与被告顺灏公司之间交易额累计达到30万元以上,但被告顺灏公司未能及时就上述关联交易进行披露。2016年4月29日至8月1日,被告002565股票累计成交量达到其可流通部分的100%。经计算,上述期间该股票的均价为7.44元。

4. 原告投资002565股票的相关交易记录如下(见表1、表2):

表1 资产账号30××××××××的交易记录

序号	买卖方向	股数	成交价(元)	成交日期
1	买入	1200	12.303	20150414
2	买入	400	14.80	20150612
3	卖出	2300	8.88	20150714
4	买入	1000	8.52	20150715
5	买入	1400	8.35	20150716
6	卖出	2400	10.67	20150722
7	买入	2300	10.48	20150723
8	卖出	2400	10.40	20150727
9	买入	2600	9.75	20150727
10	卖出	2600	9.815	20150728
11	买入	2400	10.603	20150729
12	卖出	2400	7.78	20160429

表2 资金账号88××××××××的交易记录

序号	买卖方向	股数	成交价(元)	成交日期
1	买入	2600	9.00	20150728
2	卖出	2600	10.10	20150729
3	买入	2000	10.50	20150729
4	卖出	2000	11.11	20150730
5	买入	100	10.84	20150731
6	买入	600	10.79	20150731
7	买入	1000	10.99	20150731
8	买入	1200	9.97	20150803
9	卖出	600	10.40	20150803
10	卖出	500	10.42	20150803
11	买入	1000	10.47	20150804
12	卖出	1000	10.70	20150804
13	买入	1000	10.74	20150804
14	买入	1000	11.14	20150810
15	卖出	2800	11.95	20150821
16	卖出	1000	12.05	20150821
17	买入	2000	8.39	20150828
18	卖出	2000	6.13	20150917
19	买入	2000	6.03	20150918
20	卖出	2000	8.01	20151019
21	买入	1000	10.30	20151117
22	买入	1000	10.00	20151118
23	卖出	2000	10.40	20151130
24	买入	800	11.95	20151203
25	卖出	800	12.88	20151204
26	买入	800	11.20	20151214
27	买入	1000	11.29	20151214
28	买入	1000	11.21	20151214
29	卖出	2800	11.99	20151217
30	买入	1000	13.13	20151218
31	买入	1000	12.68	20151222
32	买入	1000	12.61	20151223
33	买入	3000	12.50	20151225
34	卖出	6000	7.89	20160429

5. 2015年12月4日,上海证券交易所发布的《上海证券交易所规则(2015年修订)》第四章第五节规定了“指数熔断”机制,规定熔断基准指数为沪深300指数,采用5%和7%两档阈值,该规则于2016年1月1日起实施。2016年1月4日,沪深两市早盘双双低开,沪深300指数于13时13分跌幅超过5%,引发15分钟熔断机制。13时28分,两市恢复交易后,沪深300指数继续下跌,并于13时34分触及7%的关口,再次引发熔断,两市暂停交易至收市。2016年1月7日,早盘9时42分,沪深300指数跌幅扩大至5%,再度触发熔断线,两市于9时57分恢复交易后,沪深300指数再度向下,最大跌幅达到7.21%,二度熔断触及阈值,两市暂停交易至收市。2016年1月8日,上海证券交易所决定暂停实施“指数熔断”机制。经查,2016年1月4日,深证成指跌幅为8.2%,包装材料板块跌幅为7.61%,002565股票股价跌幅为9.96%;2016年1月7日,深证成指跌幅为8.23%,包装材料板块跌幅为8.92%,002565股票股价跌幅为9.75%;2016年1月8日,深证成指涨幅为1.2%,包装材料板块跌幅为0.12%,002565股票股价跌幅为0.53%。

另查明,被告顺灏公司原名上海绿新包装材料科技股份有限公司,于2016年12月9日更名。

本院认为,本案的争议焦点为:(1)被告顺灏公司是否存在虚假陈述行为;(2)虚假陈述揭露日的认定问题;(3)原告损失范围的认定问题。

关于争议焦点1,《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《若干规定》)第17条规定,证券市场虚假陈述,是指信息披露义务人违反证券法律规定,在证券发行或者交易过程中,对重大事件作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述,或者在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为。不正当披露,是指信息披露义务人未在适当期限内或者未以法定方式公开披露应当披露的信息。在本案中,根据上海证监局所作出的《行政处罚决定书》的认定,有关被告未依法履行披露义务涉及两项违法违规行为,发生时间分别为2012年和2014年。鉴于此,理应以时间在先的行为作为考量被告顺灏公司是否构成虚假陈述以及确定原告投资差额损失的依据。鉴于上述《行政处罚决定书》对被告顺灏公司未就其与王某之间的关联交易正当履行披露义务的违规行为已作出认定和处罚,而被告顺灏公司亦未就此提出行政复议及行政诉讼。故对于被告顺灏公司提出其未及时披露的信息不属于重大事件,其行为不构成虚假陈述

的抗辩缺乏事实和法律依据,本院不予采信。

关于争议焦点2,《若干规定》第20条规定,虚假陈述揭露日是指,虚假陈述在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上首次被公开披露之日。被告顺灏公司于收到上海证监局对其信息披露违法违规《调查通知书》的次日即2016年4月29日在相关报刊、网站上公布了上述事宜,当日被告002565股票股价跌停。鉴于此,可以认定2016年4月29日的公告已足以达到在全国范围内解释系争虚假陈述行为的效果,对投资者起到了警示作用,原告主张以2016年4月29日为虚假陈述揭露日,具有事实和法律依据,本院予以采纳。

关于争议焦点3,在本案中,原告投资系争股票的行为发生于虚假陈述行为实施日至揭露日之间,如果原告在该期间的股票买入均价与其卖出均价或基准价存在差额,就相应的投资差额损失,被告顺灏公司理应承担相应的赔偿责任。关于投资差额损失的计算问题,《若干规定》第21条、第32条规定,投资人在基准日及以前卖出证券的,其投资差额损失,以买入证券均价与实际卖出证券均价之差,乘以投资人所持证券数量计算;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,以买入证券均价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。

关于被告顺灏公司提出原告损失系由证券市场系统风险所致的抗辩理由,本院认为,《若干规定》第19条规定,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:(1)在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券;(2)在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资;(3)明知虚假陈述存在而进行的投资;(4)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;(5)属于恶意投资、操作证券价格的。由此可见,若投资者的损失系因证券市场系统风险等虚假陈述以外其他因素所致,则虚假陈述行为主体不应就该部分损失承担赔偿责任。从现已查明的事实来看,2016年1月4日和7日,由于A股市场实施熔断,深证成指、包装材料板块指数及被告002565股票股价均发生大幅下跌的现象。因此,该两日002565股票大幅下跌所造成的原告投资损失系由市场风险所致,与被告顺灏公司的虚假陈述行为之间不存在因果关系,该部分损失不应由被告顺灏公司承担,理应在计算投资差额损失赔偿数额时予以扣除。至于应当扣除的比例,本院酌情认定为投资差额损失的20%。原告主张的佣金、印花税及

利息损失,具有事实和法律依据,本院依法予以支持。

对于原告投资被告 002565 股票的损失,本院计算如下:

原告曾某某 30 × × × × × × × × × × 账户于实施日后、揭露日之前买入 12,100 股,揭露日之前卖出 9700 股,揭露日后、基准日之前卖出 2400 股,基准日之后不再持有适格股票。原告曾某某所持 002565 股票的买入平均价为 12.88 元 $[(127,433.60 \text{ 元} - 96,512 \text{ 元}) \div (12,100 \text{ 股} - 9700 \text{ 股})]$,卖出平均价为 7.78 元 (18,672 元/2400 股)。原告曾某某的投资差额损失为 $(12.88 \text{ 元} - 7.78 \text{ 元}) \times 2400 \text{ 股} = 12,240 \text{ 元}$ 。故被告顺灏公司应当赔偿原告曾某某的投资差额损失为 $12,240 \text{ 元} \times 80\% = 9792 \text{ 元}$ 。经计算,原告曾某某的印花税及佣金损失共计为 12.73 元。原告曾某某主张的利息应以投资损失 9804.73 元为基数,自 2015 年 7 月 29 日起计算至卖出之日 2016 年 4 月 29 日止,按照中国人民银行规定的同期活期存款利率计付。

原告曾某某 88 × × × × × × × × × × 账户于实施日后、揭露日之前买入 26,100 股,揭露日之前卖出 20,100 股,揭露日后、基准日之前卖出 6000 股,基准日之后不再持有适格股票。原告曾某某所持 002565 股票的买入平均价为 10.71 元 $[(273,342 \text{ 元} - 209,096 \text{ 元}) \div (26,100 \text{ 股} - 20,100 \text{ 股})]$,卖出平均价为 7.89 元 (47,340 元/6000 股)。原告曾某某的投资差额损失为 $(10.71 \text{ 元} - 7.89 \text{ 元}) \times 600 \text{ 股} = 16,920 \text{ 元}$ 。故被告顺灏公司应当赔偿原告曾某某的投资差额损失为 $16,920 \text{ 元} \times 80\% = 13,536 \text{ 元}$ 。经计算,原告曾某某的印花税及佣金损失共计为 17.60 元。原告曾某某主张的利息应以投资损失 13,553.60 元为基数,自买入之日 2015 年 12 月 18 日起计算至卖出之日 2016 年 4 月 29 日止,按照中国人民银行规定的同期活期存款利率计付。

综上,依照《若干规定》第 2 条第 1 款、第 17 条、第 18 条、第 19 条、第 20 条、第 30 条、第 21 条、第 32 条、第 33 条之规定,判决如下:

一、被告顺灏公司应于本判决生效之日起 10 日内赔偿原告曾某某投资损失人民币 23,358.33 元及利息(其中以人民币 9,804.73 元为基数,自 2015 年 7 月 29 日起计算至 2016 年 4 月 29 日止;以人民币 13,553.60 元为基数,自 2015 年 12 月 18 日起计算至 2016 年 4 月 29 日止,均按中国人民银行规定的同期活期存款利率计付);

二、驳回原告曾某某的其余诉讼请求。

如果未按照本判决指定的期间履行金钱给付义务,应当按照《民事诉讼法》第253条的规定,加倍支付迟延履行期间的债务利息。

本案案件受理费人民币685.70元,由原告曾某某负担人民币137.14元,被告顺灏公司负担人民币548.56元。

如不服本判决,可在判决书送达之日起十五日内,向本院递交上诉状,并按对方当事人或者代表人的人数提出副本,上诉于上海市高级人民法院。

审 判 长 王承畔

审 判 员 周 菁

人民陪审员 陈元旦

二〇一八年二月二十三日

法 官 助 理 靳 轶

书 记 员 薛 皓

上海市高级人民法院民事判决书

(2018)沪民终325号

上诉人(一审被告):上海顺灏新材料科技股份有限公司(以下简称顺灏公司,原名上海绿新包装材料科技股份有限公司),住所地:(略)。

法定代表人:郭某,该公司总裁。

委托诉讼代理人:吴立骏,上海市东方剑桥律师事务所律师。

委托诉讼代理人:梅平,湖北昭信律师事务所律师。

被上诉人(一审原告):王某某(身份信息略)。

委托诉讼代理人:许平文,上海市广发律师事务所律师。

委托诉讼代理人:田立卿,上海市广发律师事务所律师。

上诉人顺灏公司因与被上诉人卢某、范某某、田某某、王某某、张某某证券虚假陈述责任纠纷一案,不服上海市第二中级人民法院(2017)沪02民初636号民事判决,向本院提起上诉。本院于2018年6月6日立案受理后,依法组成合议庭,公开开庭进行了审理。本案现已审理终结。本案审理过程中,卢某、范某某、田某某、张某某申请撤回起诉,顺灏公司向本院表示同意并申请撤回对卢某、范某某、田某某、张某某的上诉,本院已裁定准许,并裁定撤销一审判决第1项、第2项、第3项、第5项及第6项中有关卢某、范某某、田某某、张

某某的部分。上诉人顺灏公司的委托诉讼代理人吴立骏、梅平,被上诉人王某某的委托诉讼代理人田立卿到庭参加诉讼。本案现已审理终结。

顺灏公司上诉请求:撤销原判,改判驳回王某某的诉讼请求。事实和理由:(1)中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)对顺灏公司的行政处罚涉及两项虚假陈述行为,分别对应不同的实施日及相应的揭露日。(2)本案揭露日应认定为2016年7月26日,即使以调查日为揭露日,也应认定顺灏公司公告收到《调查通知书》之日即2016年4月28日为揭露日。(3)涉案虚假陈述行为与投资者行为之间不存在交易上的因果关系。顺灏公司原董事长王某占用资金数额不大且2014年年底即已归还,情节轻微,不具有重大性,且涉案投资者是在顺灏公司2014年年报公布后买入系争股票,彼时该年报的内容是真实的。原判将行政处罚与民事赔偿简单等同是错误的。(4)原判对投资者的损失计算存在错误。本案应采用加权平均法计算投资者的损失,但被上诉人在计算时将投资者的损失纳入买入均价中,夸大了实际损失。(5)原判确定的顺灏公司的赔付比例过高。顺灏公司并无实施虚假陈述的主观故意,其行为的危害程度较低,且系争股票价格下跌还存在熔断等系统风险因素。一审法院判令顺灏公司承担的责任比例高达80%,违背公平公正原则。

王某某辩称:(1)其在虚假陈述实施日之后买入系争股票,在揭露日之后继续持有至基准日,且本案不存在《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《若干规定》)第19条的情形,故其损失系由顺灏公司的虚假陈述行为导致。顺灏公司若否定其虚假陈述行为与投资者损失之间的因果关系,应当举证证明。(2)根据原判查明的交易记录,在指数熔断期间,其未进行系争股票的买入卖出交易,故其损失并未受到熔断机制的影响。原判认定事实清楚,适用法律正确,请求二审法院维持原判。

王某某向一审法院提出诉讼请求:顺灏公司赔偿王某某投资差额损失人民币167,620元(以下币种同)、佣金83.81元、印花税167.62元及利息556.54元(以投资差额损失及投资差额损失部分的佣金、印花税为基数,按照中国人民银行同期活期存款利率自买入之日2015年8月20日起计算至基准日2016年8月1日止)。

一审法院认定事实:

1. 顺灏公司系上市公司,其公开发行的A股股票名称原为上海绿新,后更名为顺灏股份,股票代码为002565,该股票属于包装材料板块。

2. 2016年4月28日,证监会向顺灏公司发出沪调查通字2016-1-039号调查通

知书,载明:“因你公司涉嫌信息披露违法违规,根据《证券法》的有关规定,我会决定对你公司进行立案调查,请予以配合。”2016年4月29日,顺灏公司在《证券时报》、《证券日报》、《中国证券报》、《上海证券报》及巨潮资讯网披露了公司关于收到证监会调查通知书的公告。当日,顺灏公司002565股票收盘价下跌10.02%。2016年7月22日,中国证券监督管理委员会上海监管局(以下简称上海证监局)向顺灏公司等发出行政处罚事先告知书。同年7月27日,上海证监局向顺灏公司等发出沪(2016)5号《行政处罚决定书》,认定顺灏公司存在以下违法事实:(1)2012年至2014年,时任公司董事长的王某与顺灏公司之间连续多次发生资金往来,累计金额达到21,769,703.13元,已构成《上市公司信息披露管理办法》第71条所规定的关联交易,顺灏公司未按照《深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)》第10.2.3条等相关规定及时进行披露;(2)未按照《上市公司信息披露管理办法》第31条第2项规定及时披露顺灏公司于2014年3月28日与云南中云投资有限公司签订《股权转让意向协议》事项。上海证监局据此对顺灏公司进行了处罚。顺灏公司未针对上述处罚提出行政复议及行政诉讼。

3. 2012年1月1日至2月29日,时任公司法定代表人王某与顺灏公司之间交易额累计达到30万元以上,但顺灏公司未能及时就上述关联交易进行披露。2016年4月29日至8月1日,顺灏公司002565股票累计成交量达到其可流通部分100%。经计算,上述期间该股票的均价为7.44元。

4. 王某某投资002565股票的相关交易记录如下:(表略,详见一审判决书)

5. 2015年12月4日,上海证券交易所发布的《上海证券交易所规则(2015年修订)》第四章第五节规定了“指数熔断”机制,规定熔断基准指数为沪深300指数,采用5%和7%两档阈值,该规则于2016年1月1日起实施。2016年1月4日,沪深两市早盘双双低开,沪深300指数于13时13分跌幅超过5%,引发15分钟熔断机制。13时28分,两市恢复交易后,沪深300指数继续下跌,并于13时34分触及7%的关口,再次引发熔断,两市暂停交易至收市。同年1月7日,早盘9时42分,沪深300指数跌幅扩大至5%,再度触发熔断线,两市于9时57分恢复交易后,沪深300指数再度向下,最大跌幅达到7.21%,二度熔断触及阈值,两市暂停交易至收市。2016年1月8日,上海证券交易所决定暂停实施“指数熔断”机制。经查,2016年1月4日,深证成指跌幅为8.2%,包装材料板块跌幅为7.61%,002565股票股价跌幅为9.96%;1月7日,深证成指跌幅为8.23%,包装材料板块跌幅为8.92%,002565股票股价跌幅为9.75%;1月8

日,深证成指涨幅为 1.2%,包装材料板块跌幅为 0.12%,002565 股票股价跌幅为 0.53%。

另查明,顺灏公司原名上海绿新包装材料科技股份有限公司,于 2016 年 12 月 9 日更名。

一审法院认为,本案的争议焦点为:(1)顺灏公司是否存在虚假陈述行为;(2)虚假陈述揭露日的认定问题;(3)王某某损失范围的认定问题。

关于争议焦点 1,《若干规定》第 17 条规定,证券市场虚假陈述,是指信息披露义务人违反证券法律规定,在证券发行或者交易过程中,对重大事件作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述,或者在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为。不正当披露是指信息披露义务人未在适当期限内或者未以法定方式公开披露应当披露的信息。在本案中,根据上海证监局所作出的《行政处罚决定书》的认定,有关顺灏公司未依法履行披露义务涉及两项违法违规行为,发生时间分别为 2012 年和 2014 年。鉴于此,理应以时间在先的行为作为考量顺灏公司是否构成虚假陈述以及确定投资差额损失的依据。鉴于上述《行政处罚决定书》对顺灏公司未就其与王某之间的关联交易正当履行披露义务的违规行为已作出认定和处罚,而顺灏公司亦未就此提出行政复议及行政诉讼。故对于顺灏公司提出其未及时披露的信息不属于重大事件,其行为不构成虚假陈述的抗辩,缺乏事实和法律依据,一审法院不予采信。

关于争议焦点 2,《若干规定》第 20 条规定,虚假陈述揭露日是指,虚假陈述在全国范围内发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上,首次被公开披露之日。顺灏公司于收到上海证监局对其信息披露违法违规调查通知书的次日即 2016 年 4 月 29 日在相关报刊、网站上公布了上述事宜,当日顺灏公司 002565 股票股价跌停。鉴于此,可以认定 2016 年 4 月 29 日的公告已足以达到在全国范围内揭示系争虚假陈述行为的效果,对投资者起到了警示作用,王某某主张以 2016 年 4 月 29 日为虚假陈述揭露日,具有事实和法律依据,一审法院予以采纳。

关于争议焦点 3,在本案中,王某某投资系争股票的行为发生于虚假陈述行为实施日至揭露日之间,如果其在该期间的股票买入均价与其卖出均价或基准价存在差额,就相应的投资差额损失,顺灏公司理应承担相应的赔偿责任。关于投资差额损失的计算问题,《若干规定》第 31 条、第 32 条规定,投资人在基准日及以前卖出证券的,其投资差额损失,以买入证券均价与实际卖出证券均价之差,乘以投资人所持证券数量计算;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。

关于顺灏公司提出王某某损失系由证券市场系统风险所致的抗辩理由,一审法院认为,《若干规定》第19条规定,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:(1)在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券;(2)在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资;(3)明知虚假陈述存在而进行的投资;(4)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;(5)属于恶意投资、操作证券价格的。由此可见,若投资者的损失系因证券市场系统风险等虚假陈述以外其他因素所致,则虚假陈述行为主体不应就该部分损失承担赔偿责任。从现已查明的事实来看,2016年1月4日和7日,由于A股市场实施熔断,深证成指、包装材料板块指数及顺灏公司002565股票股价均发生大幅下跌的现象。因此,该两日002565股票大幅下跌所造成的王某某投资损失系由市场风险所致,与顺灏公司的虚假陈述行为之间不存在因果关系,该部分损失不应由顺灏公司承担,理应在计算投资差额损失赔偿数额时予以扣除。至于应当扣除的比例,一审法院酌情认定为投资差额损失的20%。

对于王某某投资顺灏公司002565股票的损失,一审法院计算如下:

王某某于实施日后、揭露日之前买入34,000股,一直持有至基准日之后。王某某所持002565股票的买入平均价为12.37元(420,580元÷34,000股)。王某某的投资差额损失为:(12.37元-7.44元)×34,000股=167,620元。故顺灏公司应当赔偿王某某的投资差额损失为167,620元×80%=134,096元。王某某主张的佣金、印花税及利息损失,具有事实和法律依据,一审法院依法予以支持。经计算,王某某的佣金及印花税损失共计为201.14元。王某某主张的利息应以投资损失134,297.14元为基数,自2015年8月20日起计算至基准日2016年8月1日止,按照中国人民银行规定的同期活期存款利率计付。

综上,依照《若干规定》第2条第1款、第17条、第18条、第19条、第20条、第30条、第31条、第32条、第33条之规定,判决如下:

一、顺灏公司应于本判决生效之日起十日内赔偿卢某投资损失38,605.06元及自2015年6月12日起至2016年8月1日止的利息(以38,605.06元为基数,按中国人民银行规定的同期活期存款利率计付);

二、顺灏公司应于本判决生效之日起十日内赔偿范某某投资损失17,487.50元及

自2015年4月13日起至2016年8月1日止的利息(以17,487.50元为基数,按中国人民银行规定的同期活期存款利率计付);

三、顺灏公司应于本判决生效之日起十日内赔偿田某某投资损失2,884.03元及自2016年1月8日起至2016年8月1日止的利息(以2,884.03元为基数,按中国人民银行规定的同期活期存款利率计付);

四、顺灏公司应于本判决生效之日起十日内赔偿王某某投资损失134,297.14元及自2015年8月20日起至2016年8月1日止的利息(以134,297.14元为基数,按中国人民银行规定的同期活期存款利率计付);

五、顺灏公司应于本判决生效之日起十日内赔偿张某某投资损失95,913.22元及自2015年11月12日起至2016年8月1日止的利息(以95,913.22元为基数,按中国人民银行规定的同期活期存款利率计付);

六、驳回卢某、范某某、田某某、王某某、张某某的其余诉讼请求。

本院二审期间,当事人围绕上诉请求依法提交了证据。本院组织当事人进行了证据交换和质证。

顺灏公司向本院提交了以下证据材料:(1)顺灏公司的专项审计报告(2018年6月出具),以此证明王某2012~2014年每年年末的借款余额情况;(2)王某资金占用情况表,以此证明王某于2014年年底全部归还所占用资金,王某并非主观恶意占有;(3)2012年及2013年半年度报告,以此证明顺灏公司已经公告王某占用资金金额,王某某看到公告后还买入系争股票,说明其投资决策与王某占用顺灏公司资金没有因果关系。

王某某质证称,对上述证据材料1、3的真实性无异议,对关联性有异议。证据材料2是顺灏公司单方制作的数据统计,不属于证据,对其真实性、合法性、关联性均不认可。上述证据材料均不能证明顺灏公司的虚假陈述行为与王某某的损失无关。

本院认证认为,王某某对顺灏公司提交的证据材料1、3的真实性无异议,本院对其真实性予以认定。证据材料2系顺灏公司单方制作,王某某对其真实性不予认可,本院亦不予采信。

本院经审理查明,原审法院查明的事实属实,本院予以确认。

本院另查明,2012年1月1日至2014年12月31日,顺灏公司大股东王某共向顺灏公司借款21,769,703.13元,还款21,769,703.13元。其中2012年年末借款余额为79,047.58元,2013年、2014年年末借款余额为0。顺灏公司在2012年半年度报告中

的合并财务报表主要项目注释中披露王某借款余额为414,769.50元。2013年半年度报告中的母公司财务报表主要项目注释中披露王某借款余额为3,700,731元。

本院认为,本案二审阶段存在如下争议焦点:(1)系争证券虚假陈述行为的实施日如何认定;(2)系争证券虚假陈述行为的揭露日如何认定;(3)本案虚假陈述行为与投资者买入证券的行为之间是否存在交易上的因果关系;(4)本案投资者的投资差额损失应如何计算;(5)虚假陈述行为人应对投资者的损失承担何种比例的赔付责任。对此,本院分述如下。

一、系争证券虚假陈述行为的实施日如何认定

顺灏公司称,本案涉及两项虚假陈述行为,应认定两个不同的实施日。对此本院认为,根据《若干规定》第20条相关规定,虚假陈述实施日是指作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日。根据证监会[2016]5号《行政处罚决定书》,本案涉及的顺灏公司虚假陈述行为包括未披露时任顺灏公司董事长王某与公司之间的资金往来以及未披露顺灏公司与案外人云南中云投资有限公司签订的《股权转让意向协议》。因此,本案两项虚假陈述行为的发生时间确有所不同。就本案投资者而言,其买入股票的行为可能受到上述一项或两项虚假陈述行为的影响,凡是在第一项虚假陈述行为发生后买入证券并持有至揭露日的投资者,均符合《若干规定》第18条确定的可请求赔偿的投资者范围,投资者亦无须明确其具体针对哪一项虚假陈述行为提起诉讼。因此,以在先虚假陈述行为的发生日作为本案虚假陈述行为的实施日,符合相关法律规定,有利于公平保护证券市场投资者权益,本院予以认可。顺灏公司的此项上诉理由不能成立,本院不予采纳。

二、系争证券虚假陈述行为的揭露日如何认定

顺灏公司称,本案揭露日应为2016年7月26日,即使按照《调查通知书》的公告时间,也应为2016年4月28日。对此,本院认为:(1)根据《若干规定》第20条的规定,虚假陈述揭露日,是指虚假陈述在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上,首次被公开揭露之日。虚假陈述被揭露的实质意义在于向市场发出警示信号,提示投资者重新评估上市公司及其股票价值,从而理性地作出投资决定。(2)在本案中,证监会《调查通知书》载明顺灏公司涉嫌信息披露违法违规,明确了顺灏公司违法行为的性质。(3)从市场反应看,该《调查通知书》公告后公司股价即发生跌停,反映出该公告对市场及投资者的警示作用。(4)关于《调查通知书》公告的具体日期,因顺灏公司于2016年4月28日发布公告时间晚于股票交易时间,由此产生股价变化只能在次日体现。综上,一审法院以2016年4月29日作为虚假陈述揭露日,具有充分的事实依据和

法律依据,本院予以认可。

三、关于本案虚假陈述行为与投资者买入证券的行为之间是否存在交易上的因果关系

顺灏公司称,其原董事长王某的资金占用行为较为轻微,不具有重大性,与投资者的投资行为之间不存在交易上的因果关系。对此,本院认为,上市公司实际控制人占用公司资金是一种典型的侵犯公司及中小股东利益的行为。如果公司存在此种行为,无疑将影响投资者对公司治理水平和管理层诚信程度的评价,从而影响投资决策。该行为被证监会实施处罚,亦足以证明其对市场公平性和透明度的危害程度。顺灏公司以资金占用数额不大以及占用后予以归还等理由,否认本案虚假陈述的交易因果关系,其合理性难以成立,本院不予采纳。

四、本案投资者的投资差额损失应如何计算

顺灏公司称,本案应采用加权平均法确定投资者的证券买入均价。对此,本院认为,关于如何确定投资者的证券买入均价,相关法律和司法解释均未作出明确规定。在实践中,各地法院亦采取不同的计算方法。采取任何一种计算方法,对于每个投资交易而言亦会发生不同影响,并不存在对投资者或上市公司任何一方产生绝对不利或绝对有利的结果。法院可以结合具体案情,依据维护市场公平公正、充分保护投资者权益的原则,确定相应的计算方法。本案一审法院采用的证券买入均价确定方法不违反法律规定,其计算所得投资者的投资差额损失,本院亦予以认可。

五、虚假陈述行为人应对投资者的损失承担何种比例的赔付责任

顺灏公司称,考虑本案虚假陈述行为的过错程度和危害程度以及市场系统风险因素,一审法院确定的赔付比例过高。对此本院认为:(1)证券虚假陈述民事赔偿责任的目的在于保护投资者合法权益,遏制证券欺诈行为,维护公平、公开、公正的资本市场秩序。上市公司所应承担赔偿责任,亦应与其行为的过错程度以及对市场的危害程度相匹配。在本案中,考虑顺灏公司未予披露的资金占用的数额、时间等因素,与严重的财务造假等证券侵权行为相比,其过错程度和危害程度相对较低。(2)确定虚假陈述行为人赔付比例时,应当扣除投资者因证券市场系统风险造成的投资损失。本案虚假陈述的实施日至揭露日期间,我国证券市场发生了大幅波动,并数次触发市场熔断机制。上述因素对市场内所有证券均发生价格影响,无法通过投资选择予以规避,故可认定为市场系统风险,应在计算赔偿金额时予以考虑。(3)综合考虑本案虚假陈述行为的过错程度、市场系统风险影响比例等因素,本院酌定顺灏公司的赔付金额为投资者的投资

差额损失的50%,即顺灏公司应当赔偿王某某的投资差额损失为 $167,620 \text{元} \times 50\% = 83,810 \text{元}$,王某某的佣金及印花税损失共计为125.72元。王某某主张的利息应以投资损失83,935.72元为基数,自2015年8月20日起计算至基准日2016年8月1日止,按照中国人民银行规定的同期活期存款利率计付。

综上所述,顺灏公司构成证券虚假陈述侵权,应对受侵权的投资者承担相应民事赔偿责任。本案投资者在实施日到揭露日期间买入股票并持有至揭露日,存在投资差额损失,有权要求虚假陈述行为人予以赔偿。本案一审法院对投资者的投资差额损失计算符合法律及司法解释规定,本院予以认可;但一审法院确定的虚假陈述行为人赔付比例有所不当,本院予以调整。依照《民事诉讼法》第170条第1款第2项、第175条之规定,判决如下:

一、撤销上海市第二中级人民法院(2017)沪02民初636号民事判决;

二、顺灏公司应于本判决生效之日起十日内赔偿王某某投资损失人民币83,935.72元及自2015年8月20日起至2016年8月1日止的利息(以人民币83,935.72元为基数,按中国人民银行规定的同期活期存款利率计付);

三、驳回王某某的其余诉讼请求。

如果未按本判决指定的期间履行给付金钱义务,应当依照《民事诉讼法》第253条的规定,加倍支付迟延履行期间的债务利息。

与王某某诉讼请求对应的一审案件受理费人民币3,668.56元,由顺灏公司与王某某各自负担人民币1834.28元;涉及王某某的二审案件受理费人民币2985.94元,由顺灏公司负担人民币1866.21元,由王某某负担人民币1119.73元。

本判决为终审判决。

审 判 长 高 琼

审 判 员 范 雯 霞

审 判 员 程 功

二〇一九年十二月三十日

书 记 员 严 伟 超

本案相关新闻报道

投服中心首次发布维权征集公告 索赔上海绿新实际控制人^①

2016年7月和8月,投服中心接受中小投资者申请,先后对“匹凸匹”案、康达新材案虚假陈述行为提起证券支持诉讼,协助中小投资者依法索赔,获得普遍好评。投服中心现启动第三例证券支持诉讼,首次在全国范围内公开征集因上海绿新包装材料科技股份有限公司(以下简称上海绿新,现更名为上海顺灏新材料科技股份有限公司,股票代码002565,股票简称顺灏股份)虚假陈述受损的中小投资者。

中小投资者点赞证券支持诉讼 要求继续扩大惠及面

从维权实践来看,占据我国资本市场绝大多数的中小投资者,往往不知道其权益是否被侵害,知道权益被侵害的也不知道该怎么维权,其诉讼维权往往因专业能力缺乏、耗时久和成本高而维权效果不佳。2016年,投服中心先后针对两家上市公司虚假陈述提起证券支持诉讼,帮助中小投资者索赔258万元,广大中小投资者看到了便捷维权的希望。

投服中心开展证券支持诉讼,帮助处于弱势的中小投资者实现了与上市公司及实际控制人等侵权行为人在诉讼地位和能力上的对等,不少中小投资者纷纷点赞。中小投资者申请支持诉讼,操作简便易行,只需要在诉讼法律文件上签字委托即可,准备诉讼材料、委派诉讼代理人均由投服中心负责。中小投资者不需要支付律师费,向法院预交的案件受理费也能在胜诉后予以返还。案件受理费通常约占索赔金额的2%,索赔金额不超过1万元的仅需交纳50元。

经中华全国律师协会推荐,投服中心聘请了一批实务经验丰富、专业能力过硬和热心公益的律师,组建了公益律师团。2016年10月康达新材案首次开庭,投服中心委派的公益律师和工作人员准备充分、说理翔实,为中小投资者合法权益据理力争。

证券支持诉讼节省了投资者的时间精力和费用,中小投资者得到了实惠。越来越多投资者敢于向权益侵害行为说“不”,纷纷要求投服中心支持诉讼,迫切希望投服中

^① 赵一蕙:《投服中心首次发布维权征集公告 索赔上海绿新实际控制人》,载中国证券网:<http://news.cnstock.com/paper>,2017-03-17,791595.htm,最后访问日期:2020年7月15日。

心扩大支持诉讼的覆盖面,让更广范围的投资者受益。

全国范围内征集 更多中小投资者得“实惠”

为更好地保护更多中小投资者,投服中心针对上海绿新虚假陈述,首次公开征集受损投资者,汇集全国各地中小投资者的力量,帮助他们提起诉讼,索赔实际控制人和上海绿新。

全国范围公开征集,服务的投资者范围更广、申请支持诉讼的投资者数量更多、帮投资者挽回的损失金额更大。公开征集方式不仅惠及申请支持诉讼的投资者,还可以为广大投资者提供维权示范,强化他们的维权意识,鼓励他们主动拿起法律武器维权。广大投资者无论是否在具体个案中受损,都可以了解投服中心发布的征集公告和维权材料,对这一类案件能不能索赔、怎么走诉讼索赔流程、需要准备哪些诉讼材料等问题就会有直观的认识,切身参与者更是边实践边了解,获得了深刻的维权体验。

当然诉讼存在一定的风险,投资者申请支持诉讼时需要注意一些问题,比如,诉讼结果不确定、赔付金额因个案情况会有一定扣除比例、时间长短因审判进程有所变化等。目前,虚假陈述民事赔偿诉讼被告大多已被监管机关行政处罚,其侵权行为事实较为清楚。投服中心本着对投资者负责的认真态度,对每个支持诉讼案件都作了大量扎实的准备工作,积极采取各种措施控制诉讼风险,为中小投资者争取最大化利益。

提示投资者关注征集公告 依法索赔上海绿新

2016年7月27日,因上海绿新未依法披露与其实际控制人王某关联交易、未依法披露重大事件签署意向协议事项,上海证监局对上海绿新及其实际控制人王某等责任主体作出行政处罚。

投服中心现公开征集受损中小投资者,起诉实际控制人王某和上海绿新承担连带赔偿责任。王某同时是时任董事长和总经理,将其作为第一被告追究赔偿责任,旨在警示和督促上市公司的董事、监事和高管勤勉尽责,强化其责任意识。

如果投资者2014年4月2日至2016年4月28日买入了上海绿新的股票(代码为002565)且在此期间未全部卖出,在2016年4月29日及以后卖出或继续持有股票,并且因此遭受损失,那么投资者很有可能符合索赔条件,可依法起诉王某、上海绿新等责任主体。需要特别提示的是,如果投资者低买高抛或者一直持有股票,尽管按市价计算可能处于浮盈状态,但只要符合上述条件,就有可能因虚假陈述遭受了损失,不清楚的投资者可主动与投服中心取得联系,我们将协助投资者进行计算,判断是否受损。

在此,投服中心呼吁广大中小投资者及时了解自身权益状况,根据投服中心发布的

《征集公告》对照了解自己是否属于适格受损投资者。凡因上海绿新上述虚假陈述行为受损的投资者,均可按照《征集公告》所列条件和要求,向投服中心申请证券支持诉讼,在投服中心的专业协助下,用好、用足法律所赋予的索赔权利。

投服中心提示广大中小投资者密切关注《征集公告》,符合条件的请及时与投服中心取得联系。打击证券欺诈等侵权行为,强化证券侵权民事责任追究,净化资本市场法治秩序,离不开每一位中小投资者的积极参与。