

瑞幸咖啡虚假陈述案法律适用探讨

——以中美证券法比较为视角

李有星 潘政*

摘要: 瑞幸咖啡财务造假事件严重违反了中美两国证券法上对于信息披露真实性、及时性的基本要求,其虚假陈述行为将面临中美两国证券法上刑事、行政和民事法律责任的追究,其中民事责任的认定是瑞幸咖啡案法律适用的重点问题。本文通过对中美证券虚假陈述法律责任的对比,从法律依据、诉讼主体、行为要件、主观要件、因果关系认定等角度,分析了瑞幸咖啡虚假陈述案件民事法律责任的认定问题。并在此基础上,结合瑞幸咖啡财务造假的具体案情,重点探讨做空机制下虚假陈述揭露日的认定、证券服务机构的民事法律责任,以及我国证券法域外管辖条款的适用问题。

关键词: 虚假陈述 民事责任 揭露日 域外管辖

引言

瑞幸咖啡财务造假事件引发了国内外的热烈关注,美国部分律师事务所已经启动针对瑞幸咖啡公司的集体诉讼,中国证监会在此次事件爆发后旋即发布消息强烈谴责该公司财务造假行为,而国内部分法院也已经率先开始受理中国投资者起诉瑞幸咖啡的民事赔偿诉讼案件。实际上,瑞幸咖啡事件并非个例,近年来已有多家赴美上市中概股企业爆出造假丑闻,不仅严重影响了中国企业的国际声誉,而且对中美两国投资者都造成了巨大损失。在我国《证券法》增加了域外管辖的规定后,实施虚假陈述行为的中概股企业可能会面临中国和美国两重法律责任,而中美证券法律在虚假陈述法律责任问题上有着诸多差异。因此,借助中美证券法律的对比分析,综合探讨瑞幸咖啡虚假陈述案件中法律责任的认定问题,并就做空机制下虚假陈述揭露日的认定、证券服务机构的民事法律责任以及我国证

* 李有星 浙江大学光华法学院教授,博士生导师;潘政 浙江大学光华法学院博士研究生。国家社科基金重点项目“地方金融监管立法理论与实践研究”(19AFX020)及“智能金融安全法律问题研究”成果。

券法域外管辖条款的适用问题做出回应。

一、中美证券法反虚假陈述基本制度

瑞幸咖啡财务造假的行为，在中美两国均属于信息披露违法行为，面临着刑事、行政和民事法律责任的追究，其中民事责任的认定是瑞幸咖啡案法律适用的重点问题。

（一）信息披露的基本要求

中美证券法对于信息披露的内容和要求虽然在具体细节、方式和时间等方面存在诸多差异，但总体上均一致要求信息披露应当真实和及时。我国《证券法》第78条第2款规定“信息披露义务人披露的信息，应当真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”该条规定了我国信息披露真实性、准确性、完整性的要求，反对信息披露失真，追求信息的“真实性”。我国《证券法》第80条要求上市公司应当立即披露可能对证券价格产生较大影响的重大事件，提出了信息披露“及时性”的要求。美国对信息披露的要求，虽然不似我国《证券法》直接明了地将真实性、及时性的标准予以明确，但却以诸多具体法律条款直接或间接予以规定。例如，美国《1933年证券法》第17条a款就从反面规定哪些行为属于信息披露违法行为，矛头直指欺诈、虚假记载、遗漏等信息披露失真行为。又比如《萨班斯—奥克斯利法案》第409条规定“证券发行人必须在迅速和及时的基础上对其财务状况或者运营的重大变化进行披露。”对信息披露及时性提出了明确要求。瑞幸咖啡财务造假的行为，包括没有及时披露相关事态进展的行为，均触犯中美两国证券法上对信息披露真实性、及时性的要求。

（二）虚假陈述的多种法律责任

瑞幸咖啡信息披露的违法行为，将面临中国和美国证券法律上的多种法律责任。作为在美国发行证券并上市交易的公司，瑞幸咖啡公司相关责任人可能面临美国法上的刑事指控。例如美国《1934年证券交易法》第32条a款规定，任何个人和组织在法定信息披露文件中作出欺诈或虚假陈述等行为，将被处以不超过100万美元的罚款或被判不超过10年的有期徒刑，或者同时处以两种惩罚；美国《萨班斯—奥克斯利法案》对于证券欺诈，规定了最高25年监禁和巨额罚款。⁽¹⁾我国《刑法》161条也对虚假陈述行为规定了违规披露、不披露重要信息罪。除了刑事责任外，中美两国证券法和证券监管部门出台的行政法规，均对证券虚假陈述行为规定了严格的行政责任，包括罚款、市场禁入等。

刑事责任和行政责任是制裁虚假陈述的有效手段，但就投资者权益保护而言，依托民事诉讼，追究相关主体的民事责任可能更为重要。事实上，我国金融领域传统追责机制多以行政责任为主，刑事责任为辅，民事责任所占比重很小，不利于投资者个人权利的保护；⁽²⁾相比于美国法律实践中，私人诉讼盛行，投资者更多依靠提起民事诉讼达到获得

(1) 赵炜佳《论刑事合规的基础与本土内化》，载《中国刑警学院学报》2019年第5期。

(2) 张继红、牛佩佩《美国数字货币监管考量及对我国的启示》，载《金融法苑》2018年第1期。

损害赔偿的目的，起到了较好的法律效果。⁽³⁾ 我国证券司法实践也越来越重视虚假陈述民事责任的追究，早在2002年最高人民法院就出台了《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《虚假陈述司法解释》），而此次国内就瑞幸咖啡造假案责任的追究最早启动的也是民事诉讼程序，国内部分法院已经受理瑞幸咖啡虚假陈述民事赔偿案件，故下文将着重分析中美证券虚假陈述民事责任的有关规定。

（三）虚假陈述民事责任的法律依据

我国证券虚假陈述民事责任的法律依据规定在《证券法》第85条“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”最高人民法院《虚假陈述司法解释》则对虚假陈述民事责任及相关民事诉讼程序做出了更为细致的规定。

相较于我国证券法上虚假陈述民事责任法律依据的简明扼要，投资者若想要在美国就瑞幸咖啡虚假陈述行为提起民事诉讼，就面临着多个法律条款下的多种不同请求权基础，各个法律条款下民事法律责任的构成要件也十分不同。依据不同的法律规定，美国虚假陈述民事责任分成“明示责任（express right of action）”和“默示责任（implied right of action）”两个种类，前者指法律明确规定违法行为中的行为人应当对受害投资者承担民事赔偿责任，典型的就是《1933年证券法》第11条、12条的规定；后者则是简单的禁止欺诈条款，没有明文规定投资者的诉讼权利，经由美国判例法确认其中包含对受害投资者提起民事诉讼请求损害赔偿的依据，是为“隐含的私人诉权”，典型的就是《1934年证券交易法》第10条b款和美国证券交易委员会10b-5规则。⁽⁴⁾

美国证券法律上虚假陈述的明示责任，主要规定在美国《1933年证券法》第11条中。该条规定“当注册报告书的任何部分在生效时含有对重大事实的不真实陈述或漏报了规定应报的或漏报了为使该报告书不至被误解所必要的重大事实时，任何获得这种证券的人（除非被证明在获取证券时，他已知这种不真实或漏报情况）都可以根据法律或平衡法在任何具有合法管辖权的法院提起诉讼……”，并且详尽规定了举证责任、证明标准、投资差额计算以及相应的免责事由等等，可谓是详尽细致。但在美国司法实践，投资者却更多依据默示责任条款提起诉讼，即《1934年证券交易法》第10条b款和美国证券交易委员会10b-5规则提起诉讼。⁽⁵⁾ 其中的原因，首先在于美国《1933年证券法》第11条规定的明示责任适用范围较为狭小，投资者仅仅只能针对证券发行时注册报告中存在的虚假陈述欺诈行为提起民事诉讼，对于类似瑞幸咖啡案中年度报告、季度报告等文

(3) 徐文鸣《美国“多层次”证券法公共执法制度的实证分析》，载《经贸法律评论》2019年第5期。

(4) 汤欣《美国证券法上针对虚假陈述的民事赔偿机制——兼论一般性反欺诈条款制度的确立》，载张育军、徐明主编《证券法苑（第二卷）》，法律出版社2010年版，第193页。

(5) [美]托马斯·李·哈森《证券法》，张学安译，中国政法大学出版社2003年版，第645页。

件中的虚假陈述行为并不适用。其次，美国《1933年证券法》第11条也限制了原告的范围，仅仅规定“任何取得相关证券的人”，也即买入证券的投资者可以提起诉讼，对于因出让证券而遭受损失的投资者并不适用。最后，美国《1933年证券法》第11条在被告范围上也比较受限，该条规定的被告主要是签署了注册登记文件的组织和个人，一些组织和个人虽然参与了准备发行申报文件，甚至直接从事了欺诈行为，但却不在被告范围内，比如上市公司直接负责的一些中层管理人员、未以专家身份参与发行工作的律师、会计师等。

相较于美国证券法上虚假陈述明示责任适用范围的严格限制，《1934年证券交易法》第10条b款和美国证券交易委员会10b-5规则的默示责任条款则有着更为宽泛的适用条件。《1934年证券交易法》第10条b款规定“任何人利用各州之间的商业工具或者商业手段，或者利用信函方式，或者利用某全国性证券交易所的任何设备，直接或者间接地从事下列行为，均为非法：违反联邦证券交易委员会为公共利益制定的，或者为保护投资者利益制定的规则与规定，就任何在全国性证券交易所登记上市证券的买、卖交易，或者就任何未在全国性证券交易所登记上市的证券的买卖交易，实施操纵性或者欺诈性手段。”美国证券交易委员会10b-5规则进一步予以细化，规定“任何人利用州际商业手段，或设置、邮件，或利用任何全国性证券交易设施所实施的、与任何证券买卖有关的下列行为均为非法：1. 使用任何方法、计划或计谋从事欺诈；2. 对一重要事实进行虚假陈述，或者在陈述中略去重要事实，而就陈述作成之当时情形看，该事实系使陈述不致误导所必须；3. 从事任何行为、业务，或商务活动，而对任何人构成欺诈或欺骗者。”两个条款均以“任何人”“任何方式”“任何证券”等表述，极大扩展了虚假陈述民事责任的适用范围，降低了诉讼门槛。因此，自美国联邦最高法院1971年在 *Superintendent v. Bankers Life* 案中正式确认了默示责任后，《1934年证券交易法》第10条b款，以及美国证券交易委员会制定的10b-5规则就成为证券虚假陈述民事责任的法律依据。⁽⁶⁾

二、中美证券法上对虚假陈述民事责任的认定

(一) 虚假陈述民事责任的诉讼主体

1. 适格原告

美国《1933年证券法》第11条中对于请求权人的规定是“any person acquiring such security”（任何获得这种证券的人），因此，一般情况下只有取得（买入）发行证券的投资人才可以成为原告。而美国《1934年证券法》将原告范围扩展至“任何人”，法条的原文表述是“对任何人士”（Upon Any Person），原告可以是受虚假陈述行为影响从而买进或卖出证券的投资者。此外，美国第五巡回法院1960年在 *Hooper v. Mountain States* 案⁽⁷⁾中，确认了投资者以外的个人或组织，只要因证券欺诈受有损失，均可成为10b规

(6) *Superintendent v. Bankers Life* 404 U. S. 6 (1971).

(7) 282 F. 2d 195 (5th Cir. 1960).

则和 10b-5 规则项下的适格原告。我国《证券法》第 85 条赋予“投资者”提起民事损害赔偿的权利，而《虚假陈述司法解释》第 1 条也规定“本规定所称证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件（以下简称虚假陈述证券民事赔偿案件），是指证券市场投资人以信息披露义务人违反法律规定，进行虚假陈述并致使其遭受损失为由，而向人民法院提起诉讼的民事赔偿案件。”“投资者”的范围虽然相较于美国法上“任何人”的规定相对狭隘，但对处理一般的虚假陈述案件足堪适用。

2. 被告范围

中美两国在虚假陈述民事责任诉讼主体方面的差异主要体现在被告范围上。依据上文默示责任规则提起的民事诉讼，被告范围可以是牵涉虚假陈述行为的任何人。包括发行人（上市公司）在内，所有决定发布虚假信息，以及参与起草、修改、传递虚假信息的机构和个人都可能被追究责任。结合瑞幸咖啡案，瑞幸咖啡公司本身，及其公司董事、控股股东、CEO、CFO、内外部法律顾问、审计机构、承销机构都可以成为民事诉讼的被告。简言之，只要在瑞幸咖啡实施虚假陈述行为中发挥过作用的个人或组织都有可能成为被告。

我国《证券法》第 85 条明确规定了四类主体需要就虚假陈述以及由此导致的投资者损失承担民事赔偿责任：（1）信息披露义务人，主要是发行人和上市公司，以及法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他负有信息披露义务的主体；（2）发行人（上市公司）的控股股东、实际控制人；（3）发行人（上市公司）的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员；（4）保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员。此外，《证券法》第 163 条明确了证券服务机构的民事责任，其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。最高人民法院《虚假陈述司法解释》规定的被告范围大体与《证券法》规定相同，并以“其他作出虚假陈述的机构或者自然人”作为兜底性规定。我国在被告范围上，采取的是列举加兜底的方式，但挂一漏万，列举的方式无疑会遗漏许多实际上在虚假陈述行为中发挥过作用的人员或组织，比如在瑞幸咖啡案中公司 COO 刘剑下属的许多中层管理干部、公司职员可能也在虚假陈述中发挥了重要作用，但依据我国法律可能难以追究他们的直接责任。

（二）虚假陈述民事责任的行为要件

1. 虚假陈述行为的类型

我国法律上规定的虚假陈述行为包括《证券法》第 85 条明确规定的虚假记载、误导性陈述和重大遗漏，以及 2019 年《证券法》第 85 条新增的“未按规定披露”。最高人民法院《虚假陈述司法解释》在上述规定基础上增加了“不正当披露”作为虚假陈述行为的类型之一。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。未按照规定披露，主要指应当披露而没有披露，在文义上也包括应当在特定的时间、地点，以特定的方式、格式进行披露，而没有遵循相关规定进行披露。与中国法律上的明确类型化规定不同，美国法律上的虚假陈述行为，主要以抽象的“欺诈（Fraud）”、“欺骗（Deciet）”等概念指代。具体包括：（1）使用任何方法、计划或计谋从事欺诈；（2）对一重要事实进行虚假陈述，或者在陈述中略去重要事实，而就陈述作

成之当时情形看,该事实系使陈述不致误导所必须;(3)从事任何行为、业务,或商务活动,而对任何人构成欺诈或欺骗者。该规则的(1)和(3)项指向“欺诈”和“欺骗”,(2)项针对“虚假记载”及“遗漏”。这样的规定虽不似中国法律上的明确,但依托判例法在实际案件中具体分析和解释,其辐射范围反而可能相较于中国法上的明确类型化规定更为广泛。毋庸置疑,瑞幸咖啡案件中的财务造假行为,在中美两国都属于典型的虚假陈述行为。

2. 重大性标准

被告承担虚假陈述民事责任的前提,是虚假陈述的信息必须具有重大性,无关宏旨的错误和遗漏等并不属于虚假陈述行为。在美国证券法上,《1934年证券交易法》第10条b款要求是对“重要事实”的虚假陈述。1968年联邦第二巡回上诉法院在Texas Gulf Sulphur案的判决中,将“重要信息”界定为“能够影响理性投资者之决策的信息”,信息之重大性具备两大要素:一是事实发生的可能性,二是事实本身的重要性,综合考虑即“取决于任何特定时间下事件发生的预期可能性和事件在公司整体活动中的预期影响力的权衡”。⁽⁸⁾此后,美国联邦最高法院在TSC Industries案中,进一步明确了“重大性”的判断标准“遗漏事实必须是理性股东在决定如何表决时可能会将其视为重要的信息,如果这一可能性具有实质性,遗漏事实就是重大性信息,如果遗漏事实不会实质性地被理性投资者视为会重大改变其可以获得的信息总合,遗漏信息就不具有重大性。”⁽⁹⁾因此,美国法上将“重大性”界定为信息对普通的、理性的投资者决策有重要影响。

我国《证券法》上的“重大性”信息主要包括:(1)重大事件,指既存的、可能影响证券价格的重大事件;(2)重大变化,指因既存事实引发的、可能影响证券价格的重大变化;(3)重大信息,指其他可以影响证券价格的重大情况。⁽¹⁰⁾事实上将对“证券价格的重大影响”作为重大性标准。此外,根据最高人民法院2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》的规定“重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息,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。在案件审理过程中,对于一方提出的监管部门作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,同时应当向其释明,该抗辩并非民商事案件的审理范围,应当通过行政复议、行政诉讼加以解决。”虽然这一规定,同美国一样将“对投资者进行投资决策具有重要影响的信息”作为重大性的标准,但首次将“被监管部门行政处罚”作为判断信息重大性的依据,这是我国与美国在重大性问题上的新差别。

(三) 虚假陈述民事责任的主观要件

中美在证券虚假陈述民事责任认定上的最大差别体现在主观要件上。因循美国普通法上对于“欺诈”的理解,美国《1934年证券交易法》第10条b款、SEC10b-5规则项下的民事责任,均要求被告具有欺诈的“故意(scienter)”,即为知情或有意的不法行为

(8) 邢会强主编《证券法学》,中国人民大学出版社2019年版,第106页。

(9) 426 U. S. 438 (1976).

(10) 郭锋《虚假陈述侵权的认定及赔偿》,载《中国法学》2003年第2期。

(knowing or intentional misconduct)。美国联邦最高法院在判例中也认为“故意”是被告承担责任的重要前提,强调了“抱有故意蒙蔽、操纵、欺诈的主观状态”,但对于“故意”究竟是何意思却没有明确表态。对此,美国法上形成了两种关于“故意”的解释:1. 第一种解释是被告对于自己的陈述,明明知道不是事实,或者应当知道,却由于重大过失(recklessness)而没有意识到自己讲的不是事实,这种对“故意”的解释几乎等同于“知道”;2. 第二种解释则要求被告不仅知道自己所言不实,而且还必须有特定的欺诈目的,如果被告说假话而没有谋求特殊利益的企图,则称不上是“故意”。⁽¹¹⁾前一种解释下的“故意”显然比后一种门槛低得多。在美国司法实践中,一般都支持将“严重疏忽而不知陈述失实”作为默示责任规则下“故意”的标准,要求被告必须是明知,或者至少是出于重大过失(recklessness)而不知陈述失实。瑞幸咖啡案件若在美国审理,控股股东、实际控制人、董事、监事及高级管理人员的责任认定上,就必须符合“故意”的要求。若真如瑞幸咖啡所言,造假行为系公司COO刘剑及下属所为,其他人员对此并不知情,则难以追究其民事责任。当然,如果瑞幸咖啡证券发行注册文件存在造假,投资者就可以依据上文提到的《1933年证券法》第11条“明示责任”提起民事诉讼而无须证明相关责任人员是否具有“故意”的主观过错。

我国《证券法》第85条明文规定:1. 信息披露义务人承担严格责任,而无论其主观上对虚假陈述是否存在故意或过失,无论是信息披露义务人自己原因导致的虚假陈述,还是其他机构或者人员的原因导致的虚假陈述,信息披露义务人都应当承担民事赔偿责任。⁽¹²⁾2. 除信息披露义务人之外的其他虚假陈述民事责任主体承担过错推定责任。发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员,还有《证券法》第163条规定的证券服务机构,应当与发行人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。相较于美国法在主观要件上的“高门槛”,中国法上虚假陈述的主观要件则宽松得多,投资者在境内法院针对瑞幸咖啡提起民事诉讼,除了COO刘剑以外的其他责任主体,必须承担举证责任,如果这些机构和个人不能证明自身没有过错,就推定其有过错。

(四) 虚假陈述民事责任的因果关系

美国证券虚假陈述诉讼中,原告需要举证证明其所受损害是因对被告欺诈行为的某种信赖(reliance)所致,达到“若非…即无”(but for)的程度,即若非被告所为的不实陈述或隐匿事实等欺诈行为,原告不会进行系争证券的交易。随着美国司法判例的不断发展,“信赖”要件涉及的因果关系也不断发展细化,形成了“交易因果关系”和“损失因果关系”两个层次的因果关系要件。所谓交易因果关系(transaction causation),是指原告必须举证,证明被告的欺诈行为是决定原告进行系争证券交易的原因,解决的是原告“为什么而交易”的问题。所谓损失因果关系(loss causation),是指原告必须证明原告从事的交易与其遭受的损失之间存在因果关系,从而排除其他因素对损失的影响,解决的是

(11) 张巍《资本的规则Ⅱ》中国法制出版社2019年版,第14-15页。

(12) 参见叶林《证券法学》(第四版),中国人民大学出版社2013年版,第210页。

“损失从何而来”的问题。实践中，由于投资者证明“交易因果关系”存在巨大的举证障碍。因此，美国联邦最高法院借由 Basic 案⁽¹³⁾ 发展出了著名的“欺诈市场理论”，认为在有效率的市场上，证券价格已经反映了所有公开的信息，因此投资者因为相信证券价格的真实性而从事交易，推定为相信了信息披露义务人所披露的信息。⁽¹⁴⁾

最高人民法院《虚假陈述司法解释》在借鉴美国因果关系的规定和“欺诈市场理论”的基础上，明确了我国虚假陈述因果关系认定规则。就交易上的因果关系而言，《虚假陈述司法解释》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产生亏损。”就损失上的因果关系而言，《虚假陈述司法解释》第 19 条以排除的方式，规定了以下情况不具有损失上的因果关系：“（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。”

三、瑞幸咖啡虚假陈述案件法律责任认定中的重点问题

瑞幸咖啡案件除了具备一般虚假陈述案件的基本特点外，还有自身的特殊性，在中美证券法律视角之下，正确认定瑞幸咖啡虚假陈述案件的法律责任，必须对相关重点问题予以回应。

（一）做空机制下虚假陈述案件揭露日的认定

1. 揭露日的重要意义

在我国证券虚假陈述案件中，虚假陈述实施日、揭露日和基准日是三个独创的时间点，直接关系到原告资格、因果关系认定、赔偿范围的确定，其中尤以揭露日最有争议。揭露日在一定意义上直接决定了可索赔的投资者范围以及投资者获赔金额的多少。⁽¹⁵⁾ 根据《虚假陈述司法解释》第 18 条的规定，人民法院认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系的必要条件之一，即为投资人系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。投资者在揭露日前卖出证券、揭露日后买入证券的交易行为都将被排除在认定存在因果关系的范围之外。揭露日的延后亦有可能使得在股价剧烈波动前卖出的不在计算范围之内。⁽¹⁶⁾ 实际上，作为划分因果关系、认定原告资格、确定赔偿范围的重要依据，往往存在着揭露日之后买入证券而成为公司股东的投资者“补偿”揭露日之后卖出

(13) Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988).

(14) 同前注〔8〕第 137 页。

(15) 曹明哲《立案调查通知公告之日作为虚假陈述揭露日的正当性解释》，载蒋锋、卢文道主编《证券法苑（第二十六卷）》，法律出版社 2019 年版，第 342 页。

(16) 石一峰《违反信息披露义务责任中损失计算的利益衡量》，载《法学评论》2017 年第 4 期。

证券不再担任公司股东的投资者的情况，揭露日的确定必须妥善平衡各方利益。

在瑞幸咖啡虚假陈述案件中，瑞幸咖啡财务造假的事实，最早经由浑水公司的做空报告向公众予以披露，及至2020年4月2日瑞幸咖啡才正式承认存在财务造假。随着我国证券市场的不断发展，在可以预期的未来将会出现更多类似的案例，虚假陈述行为由做空机构率先披露，而正式的信息披露相对滞后的情况将会出现，此时如何认定揭露日将深刻影响整个案件法律责任的认定。

2. 中美证券法上揭露日的认定依据

美国法上对揭露日的认定，由诸多判例逐步确立起来。一般认为虚假陈述揭露日的认定依据，是虚假陈述所涉相关真相公开揭示后，立即导致了股价下跌，且这一下跌不能归因于其他事件或消息。⁽¹⁷⁾ 具体而言，美国法上对揭露日的认定需要综合考量揭露的内容以及揭露后对市场的影响。就揭露内容而言，揭露的内容必须是首次向市场披露的相关信息；揭露的内容必须具备一定的指向性，应当涉及虚假陈述行为的性质和大致内容；揭露的内容还必须具备相对确定性，可以令市场认为揭露的信息是真实的。就揭露对市场的影响的而言，原告必须证明揭露行为对市场产生了实质性影响，市场已经经由揭露知晓了相关真相。⁽¹⁸⁾

我国证券法上，尽管存在多种不同的理论，但一般认为虚假陈述揭露日的构成要件主要包括：揭露信息的指向性和相对确定性、揭露的首次性、揭露公开性和股价异常波动性。揭露信息必须具有一定的指向性和相对确定性，可以大致指向虚假陈述行为的性质，在确定性方面，应当达到一定的可信度以致市场相信揭露的信息是真相。揭露还必须具备首次性，是虚假陈述首次被公开揭露之日。揭露还必须具备公开性，要求能够被公众投资者所知悉。最后，揭露还要能够引起市场股价的异常波动，如果“揭露行为”发生后证券价格并无异常波动，很难说明证券市场对该揭露行为有所反映，也就难以证明该揭露行为起到了足够的风险警示作用。⁽¹⁹⁾

3. 做空报告难以作为揭露日的认定依据

中美证券法上对揭露日的认定，具有本质上的一致性，均要求揭露的信息必须具有一定指向性和相对确定性，在结果上能够引起市场和投资者的反应。具体到瑞幸咖啡造假案，做空报告与揭露日的关系并不具有当然的紧密联系，做空报告难以形成确定的类型化信息揭露，一般不作为认定揭露日的标志。⁽²⁰⁾

第一，做空报告不具有相对确定性。做空报告在经由正式渠道确认之前，本质上是属于对信息披露瑕疵的一种边缘性猜测或主观分析，并非对瑕疵内容进行确定完整地公布，基于他们对证券市场的作用，其性质类似于媒体报道，或者是某份专家意见，是观点表达而非事实陈述。在本案中，浑水公司虽是专业做空机构，但也并非所有做空报告都是真实

(17) 王涛、叶子《证券虚假陈述揭露日的司法认定——基于中美比较的考察》，载蒋锋、卢文道主编《证券法苑（第二十七卷）》，法律出版社2019年版，第283页。

(18) 廖升《论虚假陈述揭露日的认定》，载《私法研究》2017年第1期。

(19) 李有星、潘政《证券市场虚假陈述揭露日的再认识》，载《投资者》2018年第2期。

(20) 同前注〔16〕。

可信的，包括其对新东方、好未来、安踏等中概股公司的做空，都以失败告终。因此，做空报告并不必然具备揭露日认定中必要的“指向性和相对确定性”，投资者并没有充分的依据去相信做空报告的内容属实。

第二，做空报告不一定能够引起市场的警示和反应。在此次瑞幸咖啡案件中，虽然浑水公司做空报告公布之后，立即引起市场的短期反应，当日下跌幅度达到 11%，但在之后的几周内，瑞幸咖啡的股价回升到了做空之前的水平，这反映出市场并未真正吸收相关信息，或者并不完全相信做空报告的内容。从这一点看，做空报告难以作为认定揭露日的坚实依据。同时这些做空机构本身没有揭露瑕疵的义务，其报道真正的目的也不在于揭露瑕疵，而是通过对瑕疵的质疑从中牟利，做空之后股价的异常波动，并不能排除“操纵市场”的因素干扰。

（二）虚假陈述案件中证券服务机构的民事责任

在此次瑞幸咖啡案件中，浑水公司公布做空报告，作为承销商的中金公司第一时间力挺瑞幸咖啡公司；作为瑞幸咖啡公司审计机构的安永会计师事务所并未在 2019 年年报上签字，并向瑞幸咖啡审计委员会作出了汇报。不同的证券服务机构，在瑞幸咖啡案件中扮演着不同的角色，可能面临不同的法律责任。

若瑞幸咖啡案注册文件也存在虚假陈述，根据美国《1933 年证券法》第 11 条的规定，任何签署了该注册报告书的机构和个人都将承担民事责任。不过证券服务结构针对注册报告书中的虚假陈述存在着三项主要的抗辩事由：1. 在责任陈述生效前离开岗位，且已经以书面形式通知证券交易委员会或发行人，他已采取这类行动，并且他对注册报告书的这一部分将没有责任。或者对注册报告书的生效不知情，且知道了这一事实后随即采取了前述行动，通知了证券交易委员会，且公开通告其不知情事实。2. 对自身制作的部分进行了适当合理的调查，有合理理由认为文件具有真实性和合法性；对其他主体或者权威文件进行审核的，具有其审核的文件具有合理的信赖。3. 履行了合理的注意义务后，其依旧无法知晓发行人故意遗漏或者不实陈述等瑕疵行为。这三项抗辩事由的核心在于如果证券服务机构尽到了合理调查义务（reasonable investigation），达到一个谨慎的人（a prudent man）在管理自己的财产时所需要的标准，即可免除相应的责任。与《1933 年证券法》所不同的是，如果原告依据默示责任规则提起诉讼，要求证券服务机构承担主要的民事赔偿责任，那么必须满足上文论述的主体、行为、主观、因果关系等诸多要件，否则证券服务机构将不会向原告承担默示规则项下的责任。但如果只要求证券服务机构承担次要责任的，原告的举证责任要小得多。总体而言，美国法上的证券服务机构承担责任存在不同的情况，如果证券服务机构与发行人、上市公司共谋，双方应承担连带的证券欺诈责任；证券服务机构如果不存在共谋行为，仅仅因为过失，没有履行自身负有的专业高度注意义务，要向投资者承担相应的民事赔偿责任。⁽²¹⁾

相比较美国法律的复杂，我国证券法上证券服务机构法律责任的规定较为简明清晰。根据我国《证券法》第 163 条的规定，会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨

(21) 郭雳《证券市场中介机构的法律职责配置》载《南京农业大学学报(社会科学版)》2017 年第 11 期。

询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构，如果违反勤勉尽责、恪尽职守的法定义务，没有按照相关业务规则为证券的交易及相关活动提供服务，对所出据的文件资料内容真实性、准确性、完整性进行核查和验证，一旦这些文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，给投资者造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

结合瑞幸咖啡虚假陈述案，中金公司、安永会计师事务所是否需要承担相应的法律责任，关键在于这些证券服务机构是否履行了各自的法定义务，是否尽到了合理的注意义务，而这一问题要根据后续案件事实的逐步确认做具体判断，如果没有履行作为承销商、审计机构等的法定义务，就需要向投资者承担民事赔偿责任，甚至面临行政和刑事处罚。

（三）我国证券法域外管辖条款的适用

从国际证券域外管辖的实践经验来看，在具体实施证券法的域外管辖权时需要遵循以下两个原则：第一，遵守国际礼让原则，避免引发管辖权冲突。该原则要求在已有国外证券法管辖的情形下，本国的证券法应当基于礼让的原则，不再介入相关案件的处理。第二，避免造成司法资源、执法资源的浪费。一国司法、执法资源十分有限，如果过分扩张域外管辖权，将会把大量宝贵的资源投入到与我国缺乏实质联系的案件中，极大加重我国司法机关和执法机关在调查取证、案件审理方面的负担，造成司法和执法资源的浪费。⁽²²⁾实际上，即便是在美国，其证券法的域外管辖也十分谨慎，根据诉讼原告的不同，存在不同管辖权认定：1. 若诉讼由美国证券交易委员会或是司法部提起，则只需要通过“结果标准”或“行为标准”就可以行使证券法域外管辖权。根据“行为标准”，如果发生于美国的行为实质性地导致了持有外国证券的外国投资者的损失，则美国法院可以行使域外管辖；根据“结果标准”，如果外国发生的证券欺诈行为，对美国的投资者或美国证券市场产生了损害，则美国法院也可以行使域外管辖权。2. 若诉讼由私人提起，则需遵守“交易标准”，证券法只能管辖发生在本国境内的证券交易行为，而不具有域外管辖的效力。⁽²³⁾

考察我国《证券法》域外管辖的规定，可以发现，所有境外的证券发行和交易行为只有在“扰乱中华人民共和国境内市场秩序”“损害境内投资者权益”的情况下，才有可能受到中国法律的约束。瑞幸咖啡公司作为一家注册地在开曼群岛的公司，证券发行、交易等行为又均发生在美国，国内投资者事实上缺乏直接投资于瑞幸咖啡证券的渠道，鲜有中国境内投资者会因美国证券市场中的虚假陈述行为而遭受损失，更遑论所谓扰乱境内市场秩序，二者之间缺乏足够坚实的因果联系。美国 SEC 和部分美国法院已经开始对瑞幸咖啡事件进行处理，故无论是基于礼让原则、避免管辖权冲突，还是防止过度浪费司法和执法资源，国内法院不宜轻易受理发生在境外、缺乏实质性关联的证券虚假陈述案件。

（责任编辑：李国慧）

(22) 黎宏《民事责任、行政责任与刑事责任适用之司法困惑与解决》载《人民检察》2016年第2期。

(23) See *Giunta v. Dingman*, 893 F.3d 73 (2d Cir. 2018), *Auto Industries Pension Trust Fund v. Toshiba Corp.*, No. 16-56058 (9th Cir. 2018).