

纠纷调解案例评析

第一篇

证券专题

案例 1 证券公司因投资者身份识别引发的 业务纠纷案例分析

王志宙* 赵冬辉** 刘晓莲***

一、案情介绍

(一) 纠纷起因

投资者王某,年龄 60 岁,于 2022 年 5 月至某证券营业部,表示其身份已由内地居民变为香港居民,并向营业部提供了港澳通行证、居住证及内地身份注销证明,申请办理资金转出业务,营业部通过姓名查询,匹配到营业部存在一名以中国居民身份证开户的同名账户,但因投资者提供的材料无法证明其本人与中国居民身份证开户的同名账户为同一人,营业部根据中国登记结算公司账户变更的要求(《中国证券登记结算有限责任公司证券账户业务指南》第 1 章、第 4 章),向投资者说明需要其提供经我国司法部委托的香港公证人公证的证明文件或公安出入境管理机构出具的单程出境定居证明材料(材料中需列明投资者中国居民身份证号码、港澳身份证号码或中国居民身份证号码、港澳通行证号码,证明投资者为同一人),但投资者对于营业部提出的身份证明材料要求不认可、不接受,认为营业部故意拖延、刁难其办理业务,要求营业部仅凭现有资料为其办理资金转出并注销账户的业务。

(二) 矛盾焦点

业务办理的主要矛盾点集中在投资者身份变更后,投资者从认知上不认可出具合规身份证明材料的必要性,始终未配合出具符合中国证券登记结算公司账户信息变更要求的身份证明材料,营业部因无法有效识别投资者身份并留存证明材

* 中信证券华南股份有限公司合规风控部合规管理岗。

** 中信证券华南股份有限公司广州环市东路证券营业部合规专员。

*** 中信证券华南股份有限公司广州环市东路证券营业部运营总监。

料,未满足投资者业务办理需求,触发上述案例纠纷。

(三) 营业部采取的措施

营业部向投资者解释了中登公司规定,同时为投资者整理办理证明材料所需的资料清单。在投资者提出相关证明材料办理存在的困难时,营业部一方面与相关机构多方咨询是否有帮投资者提供便捷证明的可能,陪同投资者走访派出所等相关机构咨询实际业务办理要求,咨询内地公证机构,看是否能够出具同等法律效力的身份证明公证等;另一方面,营业部将疫情特殊时期投资者在内地的出入境签证办事处即可开具相关证明的消息及时告知投资者,并由营业部提前与相关出入境办事处进行电话联系,沟通确认该证明的办理方式,整理成详尽的办理流程,内容包括投资者本人需携带的具体材料、业务办理流程、相关部门的办理时间、咨询电话及疫情期间办事处对核酸及行程卡的要求,以积极的态度和行动解答投资者疑问并寻求解决之道。

(四) 调解过程及结果

广东调解工作站接到该纠纷调解案件后,调解员对案件发生及经过进行了深入分析,再次耐心向投资者解释了中登公司规定,并协调投资者与营业部之间的矛盾。经调解员沟通,营业部针对纠纷的矛盾焦点再次与公司商议解决投资者业务办理需求的方案,并通过调解员与投资者反复协调方案细节,疏导投资者情绪,双方最终达成合意:在投资者无法出具符合中国证券登记结算公司账户信息变更要求的身份证明材料的前提下,营业部要求对客户进行强化身份识别,投资者表示愿意配合营业部强化身份识别并同意签署《资产权益主张及承诺函》,明确声明账户为其本人账户,该账户开户时由本人持中国居民身份证到营业部现场办理了相应的手续,开户后的资金存取、证券买卖等业务也均由本人操作且对结果无异议,账户资产权益也实际为本人所有,并郑重承诺其本人承担注销账户及处置账户权益所产生的全部法律与经济责任,营业部在此基础上,通过账户治理的方式为投资者办理了相关业务,将账户资金划转至归属权益人。

二、案件痛点

证券公司按照监管机构对账户身份识别的要求办理业务,与投资者期望简单、

快捷完成账户资金取出的意愿冲突。

《中国证券登记结算有限责任公司证券账户业务指南》(以下简称《指南》)第4章^①明确规定了投资者国籍或地区发生变更时开户代理机构的处理方式,其中如投资者国籍或地区发生变更后仍符合开户主体条件的(如大陆居民变更为港澳台居民且在大陆工作生活等),开户代理机构应当比照《指南》第4章第4.4.5条第(2)款关于关键信息双改业务流程报送中国结算办理。

本案中,投资者王某本应参考上述《指南》办理账户信息变更和注销业务,但由于投资者考虑自身时间成本、经济成本及疫情的风险,且表示其前期凭本人港澳通行证及内地身份证注销证明已在银行、保险公司等机构办理更新了原内地身份开立的银行金融账户信息,同样的证件证券公司却并不认可,故而投资者从认知上否定出具合规身份证明材料的必要性,坚持认为是证券公司营业部在故意拖延、刁难其办理业务。

三、案件启示与思考

(一) 关于纠纷处理的思考

面对本案双方当事人的矛盾症结点,从证券公司风险管控的角度来说,证券公司履行金融机构投资者身份识别义务无过错,证券公司如坚持要求投资者提供相关证明材料,可以充分消除投资者身份识别证明材料不足引发的潜在监管风险、洗钱风险及账户资产被冒领等法律纠纷风险;但从投资者服务的角度来看,证券公司

^① 第4章 证券账户信息变更第4.4.5条【国籍变更】 对于投资者国籍或地区发生变更的,开户代理机构应当视具体情况按照以下方式处理:(1) 投资者国籍或地区发生变更后不再符合开户主体条件的(如A股投资者将中国国籍变为外国国籍),开户代理机构应当要求投资者清空证券后注销原证券账户;在投资者未及时申请注销该证券账户时,开户代理机构应当根据《证券账户管理规则》有关规定对投资者证券账户采取不予办理新业务、限制证券买入等限制使用措施;自开户代理机构知晓投资者国籍或地区发生变更之日起算3个月后投资者仍未主动申请注销相应证券账户且该证券账户符合注销条件的,开户代理机构可以主动注销该证券账户,并在注销成功后通过适当方式告知投资者。(2) 投资者国籍或地区发生变更后仍符合开户主体条件的(如大陆居民变更为港澳台居民且在大陆工作生活等),开户代理机构应当比照本指南关于关键信息双改业务流程报送中国结算办理,除应当提交本指南关于证券账户信息变更有关申请文件外,还应当提供证明投资者仍符合开立相关账户开户主体条件的有关证明文件(如中国大陆居民变更港澳台居民的,应当比照港澳台居民开立A股账户开户申请材料,提供在大陆工作生活的相关证明材料等),涉及境内开户代理机构受理境外投资者有关业务申请的,还应当提供本指南总则规定的相关公证认证材料。对于港澳投资者提供的申请文件包含公安出入境管理机构出具的单程出境定居证明材料的,如材料已列明投资者身份证号码、港澳身份证、港澳通行证三个号码的,可据此证明投资者为同一人,无需投资者再提供相关公证认证材料。

仍有必要思考如何更有效地保护投资者的合法权益,如何通过合理评估并权衡各方权益风险,对账户采取有效的处理措施。

针对本案例,以下为关于通过强化身份识别的方式对账户权属关系进行一定程度认定的思考:

(1) 样貌比对:通过对系统账户留存证件头像、投资者港澳通行证头像及其本人现场样貌进行比对。

(2) 证件信息比对:通过“微警务”小程序与投资者提供的派出所出具的《户口注销证明》核对;通过《户口注销证明》中显示的居民姓名、身份证号码、性别、出生日期与投资者港澳居民居住证及香港身份证上显示的姓名、出生日期、性别等信息进行比对,如果投资者还保存有原大陆身份证的复印件等材料也可以提供,与原系统开户时留存的证件复印件进行比对。

(3) 系统账户留存信息与投资者情况的比对:通过系统账户留存手机号码及账户赎回产品操作使用手机号码与投资者现持手机号码比对;现场要求投资者登录证券账户,验证投资者掌握账户的账号及密码情况。

除上述投资者身份强化识别方式,证券公司还可以要求投资者临柜签署《资产权益主张及承诺函》,明确声明“账户为本人账户,该账户开户时,由本人持中国居民身份证到营业部现场办理了相应的手续,开户后的资金存取、证券买卖等业务也均由本人操作且对结果无异议,账户资产权益也实际为本人所有”等内容,上述措施对证券公司面临的风险可进行较大程度的防范,证券公司在对账户权属做出基本判断后,可结合账户基本情况,对账户采取有效的处理措施,如账户本身已经不符合中登账户开立的规范要求,则可以从账户治理的角度出发,将账户资金划转至归属权益人后注销账户。

(二) 关于纠纷防范的思考

纠纷发生后,如何稳妥处理各类矛盾,有效维护各方当事人的合法权益一直是我们的重点,证券公司在强化投诉业务管理方面,除提升投资者投诉处理效率、和解率及控制投诉升级,还应最大限度控制投诉数量,从源头上做好纠纷发生的风险防范工作,基于本案例主要有以下几点思考:

1. 从证券公司角度出发,应继续加强投资者教育

(1) 投资者在开立账户时,证券公司工作人员应向投资者详细解读账户开户

协议中约定的条款内容,比如投资者保证其在协议签署时以及存续期内,确保向证券公司提供的所有证件、资料和其他信息均真实、准确、完整、有效,承担因资料不实、不全或失效引致的全部责任;投资者同意证券公司对投资者信息进行合法验证和报送,承诺配合证券公司依法合规开展反洗钱工作,向证券公司提供真实、准确、有效、完整的反洗钱尽职调查信息,并在身份信息发生变化时及时通知证券公司更新;投资者自行承诺对在开立账户时所提交或提供的身份证明文件和信息资料的真实性、完整性、准确性和有效性负责,当投资者信息发生任何变更或有效身份证明文件失效、过期的,应及时以证券公司认可的方式进行修改并承担未能及时以证券公司认可方式对投资者信息进行修改而导致的后果、风险和损失。使投资者在建立业务关系初期就对金融机构身份识别要求及投资者应履行的义务有所了解和认识,充分知悉因不能履行义务导致的后果、风险或损失会由投资者本人承担。

(2) 证券公司在后续跟踪服务中,应通过开展反洗钱宣传、账户实名制教育等专项投教活动时,通过多渠道、多方式充分向投资者解读监管规定和要求,如《中华人民共和国反洗钱法》《金融机构投资者身份识别和投资者身份资料及交易记录保存管理办法》《证券经纪业务管理办法》的相关规定及中国证券登记结算有限责任公司对业务办理的要求等,把风险讲到位,把规则讲透彻,加深投资者对基本知识和监管政策的理解,也明白自身的权利和义务,避免因认知错误引发纠纷。

(3) 证券公司在开展投资者教育时,应对投资者容易忽略的重点内容,如本案件中投资者发生地区变更的情形,制作特殊情形的投教案例,使投资者充分感受到制度要求与其自身利益的密切关联,充分引导投资者在发生相同情形时能够及时主动与证券公司联系,即使投资者未及时联系证券公司,事后在办理相关业务遇到阻碍时,也能够正确理解证券公司对身份识别的要求,避免因分歧引发更大的纠纷。

2. 从投资者的角度出发,投资者应积极主动参与金融机构的投教活动

投资者是证券市场发展的根本力量所在,作为重要的市场参与主体,投资者是证券市场赖以生存和发展的核心基础,但投资者在证券市场中又处于信息的弱势,虽然近年来,证券公司越来越重视投资者教育工作,各证券公司的投教活动和投教产品种类繁多,特别是通过“线上线下相结合”的方式开展了多种投资者教育活动,但在实际开展投教工作时,仍存在投资者参与活动较被动,参与频率较低的情况,

甚至证券公司一对一发给投资者的投教短信,也会被投资者忽略,这表明虽然证券公司的投教方式丰富,但投资者对投教资源的利用率较低。投资者似乎更关注与交易、投资相关的内容,对业务办理要求或个人应履行的义务方面关注较少,而事实上,这些投教内容都是与投资者利益息息相关的内容;如投资者联系方式发生变更未及时修改,导致证券公司很多重要信息无法通知到本人;或投资者因身份证有效期到期未及时更新,导致账户相关权限被限制。发生上述情形时,往往会因为影响投资者账户或账户资金的使用而引发纠纷,在实际中也有许多相关的案例。在本案件中,投资者因国籍或地区发生变更未及时与证券公司沟通,导致后续无法及时转账而引发纠纷,如其在注销内地户口前能够及时与证券公司联系,在本人掌握账户的账号密码的情况下,仅需要本人通过交易软件操作转账即可,有效保障自己的权益。

因此投资者应积极参加金融机构开展的各项投教活动,了解相关规则,并特别留意不同金融机构如银行、保险、证券公司相关规则中存在的差别,尽可能在相关情形发生时能够有基础的判断,从而更好地保障自身权益,有效避免纠纷发生。

案例 2 证券公司佣金纠纷调解案例评析 及相关建议

刘晓夏* 邢茂珍**

一、案情简介

投资者王某致电 12386 投诉,称 A 证券公司一直按照万分之二点五的标准收取其股票交易佣金,但其了解到市场上佣金的收取标准普遍低于万分之二点五,王某认为 A 证券公司有义务通知其可以下调佣金,但并未履行该通知义务,亦未主动下调其佣金费率,要求 A 证券公司退还多收取的佣金。A 证券公司称投资者未主动向该公司申请佣金下调,因此佣金一直按照默认标准收取,不同意王某的要求。双方多次沟通未果,产生纠纷。为妥善化解该起纠纷,A 证券公司与王某协商一致,向调解组织申请调解。

二、争议焦点及评析

本案争议焦点为以下两点。第一,A 证券公司是否有义务告知投资者申请佣金费率调整。若有义务,A 证券公司是否履行了该义务。第二,A 证券公司是否应该退还调佣前多收取的佣金。

对于争议焦点一,现行法律法规未进行相应规制。佣金调整是证券经营机构与投资者之间的一种合意行为,现行法律法规对佣金调整流程并无强制性规定,对于佣金标准调整事项,是否通知以及如何通知,须证券经营机构与投资者协商确定,即应回归合同关系。经查询双方签署的相关协议,在投资者开户时,双方通过

* 东吴证券股份有限公司合规法务部总经理助理。

** 东吴证券股份有限公司合规法务部法务专员。

订立相关协议,明确了佣金收取标准,双方意思表示真实,协议内容不违反法律法规强制性规定,应当认定为合法有效,双方均有依约履行合同的义务,因此A证券公司不负有通知义务,故王某上述诉求缺乏相关依据。

对于争议焦点二,即使证券经营机构与投资者协商确定新的佣金标准,系对合同内容的变更,但除非双方另有约定,否则该变更并无溯及力,此前已收取的佣金属于双方已根据合同履行完毕的部分,并不受此后佣金调整的影响,因此投资者请求返还之前“多收的佣金”并不合理,不应支持。

三、调解过程及结果

经多次沟通协商,A证券公司同意按照王某的要求将其佣金标准下调至万分之一点五。但对于王某要求退还调佣前多收取的佣金的诉求,系投资者单方要求,于法无据,双方亦未达成一致意见,A证券公司不予退还的行为并无不当。但佣金涉及投资者的切身利益,出于更好服务投资者,提升投资者体验感和获得感的目的,A证券公司同意在后续工作中优化工作流程,为投资者提供更人性化的服务,王某也认识到诉求无据,表示后期将更加关注相关信息,加强与证券公司的沟通。最终,A证券公司与王某达成和解,王某撤销投诉,实现案结事了人和。

四、案例启示

证券交易佣金是指委托者委托买卖成交后,按实际成交金额数的一定比例向承办委托的证券公司交纳的费用。对于证券公司而言,佣金即证券公司代理委托买卖成交后的经营收入,换言之,为手续费收入。

随着证券公司业务日益复杂,与证券交易佣金有关的法律法规也在不断调整与更新,从证券公司角度,切实履行证券公司义务需要遵循相关法律法规,但遵循法规与实践之间往往还存在偏差。

(一) 证券公司如何履行佣金费率告知义务

经梳理相关法规,对于证券公司佣金费率的告知义务仅作一般原则性规定。比如《证券法》第43条规定“证券交易的收费必须合理,并公开收费项目、收费标准

和管理办法”,《证券经纪业务管理办法》(自 2023 年 2 月 28 日起施行)第 28 条规定“证券公司应当将交易佣金与印花税等其他相关税费分开列示,并告知投资者。证券公司应当在公司网站、营业场所、客户端同时公示证券交易佣金收取标准,并按公示标准收取佣金”。证券公司应当按照以上法律法规及监管规定,确定佣金费率,完成备案等相关程序,并向投资者履行告知义务。

而在实践中,开立证券账户时,如果投资者开户时不作询问,有些证券公司并不会主动告知,则会按系统默认佣金费率收取证券交易佣金,而系统默认的佣金费率不论是费率标准、备案、公示等均符合监管要求。投资者在开立证券账户时因尚未进行证券交易,未被收取佣金,所以佣金费率高低对投资者而言并无直观感受,直至进行一段时间的证券交易后,通过其他途径得知自己的佣金费率高于其他证券公司或其他投资者时,才会有所关注,认为证券公司没有保证自身的知情权。投资者所依据的《国务院办公厅关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》(国办发〔2015〕81 号)明确规定“保障金融消费者知情权。金融机构应当以通俗易懂的语言,及时、真实、准确、全面地向金融消费者披露可能影响其决策的信息,充分提示风险……”,根据相关案例,监管机构认为佣金是“影响投资者决策”的信息之一,据此投资者认为证券公司未保障投资者的知情权,未履行佣金费率告知义务,但其往往举证并不充分,导致承担不利后果。证券公司如何告知投资者成为实践中的模糊地带,双方就该义务履行与否往往各执一词。这也正是此类纠纷层出不穷,调解较难的原因,双方都不存在明显过错,自证及举证的理由也均不充分,所涉佣金周期长、计算复杂繁琐,令投资者和证券公司疲惫不堪,同时加大了调解难度。

(二) 证券公司如何保证佣金费率调整程序的合规性

根据上诉法律法规,证券公司有权制定符合自己公司实际情况的佣金费率标准,同时也可以授权各营业部根据当地实际情况以及投资者交易等情况制定个性化佣金收取标准。

根据《证券经纪业务管理办法》第 8 条规定“证券公司及其从业人员从事证券经纪业务营销活动,应当向投资者介绍证券交易基本知识,充分揭示投资风险,不得有下列行为:(三)直接或者变相向投资者返还佣金、赠送礼品礼券或者提供其他非证券业务性质的服务”;第 28 条规定“证券公司向投资者收取证券交易佣金,不得有下列行为:(一)收取的佣金明显低于证券经纪业务服务成本;(二)使用

‘零佣’‘免费’等用语进行宣传;(三)反不正当竞争法和反垄断法规定的其他禁止行为”。

根据上述法律规定,在投资者未申请调佣之前,证券公司主动且自行对投资者账户的佣金费率进行调整,可能涉嫌变相返还佣金、进行不正当竞争或垄断等行业间的禁止行为,因此为避免嫌疑,实践中证券公司多采取由投资者申请的方式进行佣金调整。但投资者认为证券公司应为投资者利益考虑,为其主动调低佣金费率,对于证券公司主张的“未进行佣金下调申请,佣金就是按照之前标准收取”做法并不认同,并且通过持续投诉维护权益。在调解过程中,最终多以证券公司退还投资者所称的“多收取的佣金”抚慰投资者的情绪。此等退还尽管解决了矛盾,但是否合规尚有疑问。

(三) 证券公司个性化佣金费率设置的难点

一方面,投资者通过不同形式开立证券账户,签订了证券交易委托代理协议,而佣金费率的收取是双方认同的约定,意思表示真实,内容不违反法律及行政法规的强制性规定,实质上是双方自发建立起的一种合同关系,双方均有依约履行的义务。根据《中华人民共和国民法典》第543条规定“当事人协商一致,可以变更合同”,也即合同变更必须经双方协商一致才可以进行。那么佣金费率调整,意味着双方变更合同内容,性质上属于合同变更的行为,并不是证券公司一方独自完成的,未经投资者发起申请调整则视为执行原有合同内容,证券公司直接执行个性化费率并不可行。

另一方面,证券公司目前适用个性化佣金费率的标准并未统一。虽然《关于调整证券交易佣金收取标准的通知》规定证券投资基金的交易佣金实行最高上限向下浮动制度,“证券公司向客户收取的佣金(包括代收的证券交易监管费和证券交易所手续费等)不得高于证券交易金额的3‰,也不得低于代收的证券交易监管费和证券交易所手续费等”“各证券公司应根据自身的实际情况制定本公司的佣金收取标准……”,《关于进一步规范证券经纪业务活动有关事项的通知》未失效之时也约定“各证券经营机构应当切实落实‘同等客户同等收费’‘同等服务同等收费’的要求,客观、全面、准确地向投资者公示收费标准及服务内容”。但纵观整个证券交易市场,佣金费率适用的标准并不清晰,不仅行业间不存在统一标准,证券公司内部也未必作了清晰明确、标准统一的分类,个性化适用情况参差不齐,因此确实存

在导致投资者之间佣金费率不公平的可能,这也正是实践中促使投资者得知佣金费率的差异后不断投诉的因素。

五、相关建议

(一) 证券公司应完善佣金费率的告知方式

证券公司履行佣金费率告知义务的传统模式主要是:在行业监管等部门备案后在营业场所公布,包括在证券公司、营业部大厅的屏幕栏展示,网站和手机客户端中模块展示,投资者完成证券交易后交割单明细表界面展示等。

而随着证券业务的发展,投资者可选择的证券交易途径逐渐增加,投资者如何在眼花缭乱的交易界面清晰且快速获得“影响投资者决策的信息”,各证券公司创新服务形式尤为重要。证券公司须以投资者的需求为导向,创新思路,在客户端用户群体庞大的情况下,仍须加强人工提示,增强客户端系统设置,建立弹窗等强提醒,简化佣金费率查询步骤,增多查询通道等。将传统模式与创新形式相结合,查漏补缺,完善告知方式,旨在提升存量投资者的满意度,增强客户体验。

(二) 证券公司应完善投资者个性化需求服务

证券公司需要精细化投资者分类标准。目前行业缺少统一标准,证券公司可先行制定本单位分类标准。比如对存量客户与新增客户群体进行整体分类,再根据存量客户的资金量与交易量、账户使用情况、客户的活跃度等设置下一级划分。同时充分利用客户资料,运用数据算法观测客户交易倾向与交易频率,设置诸如VIP客户、金标、银标、普通用户等多层级客户群体,精细化客户分类标准后设置对应的精细化服务模式。在此基础上,证券公司可以针对不同的客户群体采用个性化佣金费率。对于存量客户,证券公司可以提供申请和调整适用新客户所处的佣金费率标准的服务,以解决历史遗留问题,避免再次出现类似纠纷。

同时,证券公司可以将佣金费率调整申请条件、程序等信息的告知纳入精细化客户服务模式中去,对不同层级的投资者,由客户经理提供定向告知服务,定期主动告知更为优惠的信息,以及在客户端中解锁更多功能,同时不忘告知普通用户提升层级的途径等。如此力求公平对待所有客户,实行同类客户、同等服务、同等收费的原则,让投资者在享受个性化服务的同时感受到公平。

案例3 关于某投资者与证券公司营业部之间的新股申购缴款通知纠纷调解案例

郑清霞* 林玥含**

自2016年取消新股申购预缴款制度以来,主板中签客户综合来看可以获得不错的收益,投资者争先恐后参与到新股申购业务中。但在参与该业务过程中,投资者与证券公司之间由于新股申购缴款通知不到位等引发的纠纷也时有发生。本文通过分享真实纠纷调解案例,与读者共同探讨,希望对证券公司的投资者教育工作、从业人员专业培训管理及以后的纠纷调解有所帮助,不足之处还望批评指正。

一、案情基本事实及投资者诉求

投资者Y某,年龄77岁,于2019年在××证券公司×营业部开立了证券账户,本案中,Y某5月31日(T日)参与了1只新股申购。

2021年6月2日(T+2日)上午,营业部服务人员看到Y某账户的可用资金为负数,通过微信提示Y某已中签并应尽快于当日16时之前备足认购资金14900元。当日14时,服务人员通过电话再次通知上述内容。接着,Y某陆续卖出账户的股票共计18155.31元,闭市时账户的可用资金为3255.88元^①,Y某又通过银行转账转入13000元,账户的可用资金共计16255.88元。17时,Y某联系服务人员,提出异议如下:其股票卖出金额18155.31元后,其账户的可用资金仅增加了3255.88元。Y某认为证券公司系统数据有误。

* 华福证券有限责任公司厦门分公司合规总监。

** 华福证券有限责任公司厦门分公司合规专员。

① 实际Y某仅需卖出14899.43(=18155.31-3255.88)元,此时可用资金不低于0元,即可满足次日清算交收要求。

6月3日上午,营业部服务人员手写账户的可用资金计算过程并通过照片发送至Y某,同时邀请她来营业部现场打印交易对账单以便核对。Y某则要求与营业部负责人对话沟通。6月3日晚,营业部负责人致电Y某,向其沟通解释,Y某未再提出异议。

6月8日,Y某收到另一只新股的中签消息^①,查看自身账户的可用资金为7000多元。6月10日,Y某再次查看账户仍未有变化,由于担心未能成功缴纳新股申购款,就此多次联系营业部咨询,营业部服务人员答复称“申购款已划扣”。

经历以上两次申购,Y某认为两次中签后的账户资金扣划规则不一致,遂投诉至中国证监会12386热线,反映该证券公司交易系统存在问题,并要求证券公司赔偿其本人损失,向投资者道歉,更改交易系统。

二、营业部投诉沟通处理过程

6月10日,营业部负责人接到证券公司总部转办的投诉邮件,遂联系Y某并了解到:Y某未能明白新股中签资金的冻结与扣划规则、可用资金与冻结资金之间的数据关系,Y某误以为收到新股中签通知后的账户可用资金余额需不低于新股认购资金额,导致在6月2日的仓促操作中额外卖出股票以及从银行转入资金。

营业部多次致电Y某尝试进一步解释,Y某均拒绝沟通,表示不接受证券公司说法,双方沟通陷入僵局。

三、案件争议的焦点

基于投诉案件基本事实,梳理双方纠纷焦点主要有以下两点。

(一) 两次中签资金冻结和交收规则是否一致

事实上,两次中签资金冻结和交收规则一致。××证券采用的新股冻结和交收

^① 6月8日为另一只新股申购的T+1日。

规则与行业内主流做法一致。新股申购委托日为T日,证券公司T+1日盘后收到交易所中签结果数据,晚间清算时预先冻结中签账户待交收的认购资金额。T+1日清算后,冻结资金为不可用状态,客户交易软件显示的可用资金余额实际上已扣除新股中签认购资金;如可用资金为负数,则表明客户账户的待交收资金不足,证券公司在T+2日通知投资者需在日内补足资金至可用资金为正数,Y某首次中签符合该情形;如可用资金为正数,则表明客户无需额外补足资金,Y某第二次中签即为该情形。

(二) 资金冻结与交收规则是否符合监管规定

证券公司关于新股中签冻结和交收规则主要依照交易所的相关规定。相关要求详见表2-3-1所示。

表 2-3-1 证券公司关于新股中签冻结和交收规则主要依照交易所的相关规定

日期	《上海市场首次公开发行股票网上发行实施细则(2018年修订)》	《深圳市场首次公开发行股票网上发行实施细则(2018年修订)》	本家中证券公司新股中签资金冻结、交收规则
T日	第11条 投资者可以根据其持有市值对应的网上可申购额度,使用所持上海市场证券账户在T日申购在上交所发行的新股。	第11条 投资者可以根据其持有市值对应的网上可申购额度,使用所持深圳市场证券账户在T日申购在深交所发行的新股。	投资者申购日
T+1日	第24条 上交所将于T+1日盘后向证券公司发送中签结果数据。	第26条 T+1日,中国结算深圳分公司于当日收市后向各参与申购的结算参与人发送中签数据。结算参与人应据此要求投资者准备认购资金。	T+1日清算时,冻结投资者新股中签认购资金,当晚证券公司发短信通知客户中签。
T+2日	第24条 ……各证券公司营业部应于T+2日向投资者发布中签结果。 第26条 T+2日日终,中签的投资者应确保其资金账户有足额的新股认购资金,不足部分视为放弃认购。	第28条 T+2日日终,中签的投资者应确保其资金账户有足额的新股认购资金,不足部分视为放弃认购。	证券公司营业部电话/微信通知客户中签结果,并督促可用资金为负数的客户在T+2日16时前补足资金。

续表

日期	《上海市场首次公开发行股票网上发行实施细则(2018年修订)》	《深圳市场首次公开发行股票网上发行实施细则(2018年修订)》	本案中证券公司新股中签资金冻结、交收规则
T+3 日	<p>第 18 条 结算参与人应在 T+3 日 16:00 按照新股中签结果和申报的放弃认购数据计算的实际应缴纳新股认购资金履行资金交收义务。因结算参与人资金不足而产生的后果及相关法律责任,由该结算参与人承担。</p> <p>第 26 条 结算参与人应于 T+3 日 15:00 前,将其放弃认购部分向中国结算上海分公司申报。</p>	<p>第 19 条 结算参与人应在 T+3 日 16:00 按照新股中签结果和申报的放弃认购数据计算的实际应缴纳新股认购资金履行资金交收义务。因结算参与人资金不足而产生的后果及相关法律责任,由该结算参与人承担。</p> <p>第 28 条 结算参与人应于 T+3 日 8:30~15:00 前,通过 D-COM 系统将其放弃认购的部分向中国结算深圳分公司申报。</p>	<p>证券公司于 T+3 日 15:00 前,将其放弃认购部分向中国结算申报。同时,在 T+3 日 16:00 按照要求履行结算参与人的资金交收义务。</p>

券商的主流做法为在 T+1 日收到交易所的中签结果后对中签的账户采取认购资金预冻结,主要基于以下三个方面的考量:一是缴纳新股认购资金对于中签投资者而言,属于法定的“义务”。如,根据《上海市场首次公开发行股票网上发行实施细则(2018年修订)》第 17 条,投资者申购新股中签后,应依据中签结果履行资金交收义务,确保其资金账户在 T+2 日日终有足额的新股认购资金。投资者认购资金不足的,不足部分视为放弃认购,由此产生的后果及相关法律责任,由投资者自行承担。二是证券公司作为结算参与人有义务对投资者放弃认购情况进行核验,并在 T+3 日 16:00 按照新股中签结果和申报的放弃认购数据计算的实际应缴纳新股认购资金履行资金交收义务。三是在新股破发率低的时代,优先保证缴款是大多数投资者更为乐意接受的。虽然 T+1 日晚间清算冻结投资者的新股中签认购资金会对 T+2 日盘中的资金使用有影响,但投资者在 T+2 日交易期间无需考虑预留新股中签资金。

四、调解过程与处理结果

营业部认为矛盾无法化解,申请中证资本市场法律服务中心进行调解。当日

中证厦门调解工作站调解员向双方了解情况,并向营业部调取客户资金交易流水、历史成交、历史委托、客户期间盈亏、具体外规等纠纷相关信息。调解员征求 Y 某个人意愿后,通知双方在营业部现场进行调解。

调解员站在第三方中立立场,从客户角度出发,逐步引导当事人 Y 某敞开心扉讲述纠纷背后的故事,了解到 Y 某的家庭状况:投资者年龄较大且日常需照顾瘫痪的老伴,子女都在国外,亲情陪伴较少。在得到调解员的关怀后,Y 某表示在收到首次中签补足资金的通知电话,卖出股票后的账户可用资金仍未达到自身的预期金额时,心情非常焦躁,急促间赶去银行赎回理财产品又被告知超过当日委托时限,急忙转向侄女借款,一系列的紧张操作对其身心造成了不良影响。经调解员就营业部客户服务态度和水平,主体责任意识等方面进行了剖析后,Y 某情绪由初期的激动转为稍为缓和,拿出数据演算纸张,表明自己不是无理取闹,每一笔委托交易、费用都经其手算并留存手稿,认定证券公司的交易数据有问题。证券公司工作人员与投资者一起复盘交易,将纸张记录信息与系统记载的资金交易流水一一核对,最后发现是投资者遗漏一笔委托买入记录,导致投资者记录的可用资金虚增。随后,投资者对系统交易数据表示认可。最后,调解员向投资者详细说明两个交易所关于新股网上发行实施规则中证券公司与投资者双方的权利义务关系,并解释了证券公司关于冻结认购资金的考虑出发点。

经上述调解,投资者最终表示认可,致电 12386 进行撤诉。双方一致达成和解。同时证券公司基于人道主义精神,给予投资者恰当金额的关怀金。

五、案件调解的经验启示

(一) 主动关心,提升适老化服务质量

根据国家统计局数据,2022 年我国 65 岁及以上人口达到 20 978 万人,占总人口的 14.9% 左右。老年投资者受体能下降、适应能力降低、认知能力减弱等多重原因影响,更难适应快速变化的市场环境和日益复杂的金融产品或服务,实际上是资本市场中最不可忽视的弱势群体。

我国的投资者适当性制度将投资者区分为专业投资者和普通投资者,在普通投资者中按风险承受能力再次划分等级。多数证券公司在办理业务时,针对 70 岁

以上高龄客户会增加风险警示和劝退环节,但是较少针对老年投资者定制特殊服务政策,经常由于老年投资者得不到特殊的关注与服务而酿成纠纷。

证券公司应加强敬老爱老内部宣贯,要求服务人员老年投资者多一份耐心和爱心,主动换位思考,主动靠前、精准服务。特别是对于投资事项告知,要进一步优化服务意识,针对老年人作出特殊安排。如在本案中,营业部上午通过微信通知客户补足资金,未考虑老年人使用微信的频率较低的情况,下午2点再次通过电话通知其资金不足,这时距离闭市时间较近,距离银证转账截止时间虽然还有约两个小时,但对于老年人来说还是显得时间宽裕度不够充分。对于老年人客户可按其日常作息习惯提早通知,为他们的资金安排预留充足时间。另外,在老年投资者对业务规则产生疑虑时,服务人员应积极沟通,结合实际对不同情况分别采用最有效的沟通渠道,如需要解释数据计算的结果适合面对面演算解释,阐述较为复杂规则可发送短信、微信,再予以电话或当面进一步沟通。只有多管齐下,多措并举,才能从源头上最大程度避免可能导致的投资者纠纷,提高投资者满意度,保护投资者权益。

(二) 强化培训,提升客服人员专业素养和心理素质

营业部经调查发现,Y某在二次中签后担心系统未扣款期间多次咨询服务人员,服务人员未能清楚解释。Y某情绪激动,表示将投诉外部监管机构。服务人员情急之下给出“T+2至T+3才会显示冻结”的错误信息,导致投资者始终不理解新股认购资金的冻结、交收规则,情绪越来越不满,也不再信任营业部,双方矛盾逐步激化,以致无法化解。

本案中涉及的新股申购业务是证券公司最为基本和常见的业务,但服务人员普遍只掌握较基本的业务知识(如通知客户缴款时点、如何查询客户资金是否充足等),对新股认购资金冻结规则不甚了解。在客户发出投诉威胁的情况下,服务人员急于安抚客户情绪或迫于客户质疑压力,倾向于硬着头皮匆忙答复,容易给出错误的解答,让投资者感到不专业或认为存在欺骗行为,加大投诉处理的难度。

因此在日常工作中,证券公司应有针对性地对客服人员强化业务培训,传授纠纷处理经验,实现公司、客服人员和投资者之间互相信任的良好局面。诚然,大多数证券公司都具备一定业务、投诉专项培训机制,但效果令人不甚满意。基于工作实际,笔者建议如下:在业务培训时,应引导客服人员关注其容易忽视但客

户较为关心特别是影响资金或交易的相关知识点,要求客服人员对这些“冷”知识完全掌握,这样在应对客户询问甚至处理投诉纠纷时才可以泰然自若。在纠纷培训时,应尽量完整复原投诉事件发生经过,而不只是三两句案例描述和解决过程,唯有如此才能留下深刻印象,促使业务人员在客服过程中始终保持严谨的工作状态。

(三) 换位思考,持续完善对外展示信息

在互联网金融科技突飞猛进的时代,证券公司应当更多地利用公司官网、投资者教育园地、微信公众号以及交易软件等对投资者开展全方位的业务规则、产品适配原则教育,使投资者的专业化能力不断提升。在本案中,证券公司若能真正做到换位思考、升级服务,在客户交易软件的新股申购界面增加提示语,向投资者展示新股申购资金冻结规则,或者在微信公众号、视频号发布资金交收冻结规则有关信息,并鼓励员工通过短信、微信朋友圈等渠道有效触达投资者,也可以很大程度打消投资者疑虑,避免后续的纠纷升级。

(四) 功在平时,做好纠纷风险预判

证券公司应当加强建立健全各类证券业务、产品的风险应急处理机制,对风险隐患全面剖析,指派专人落实相关投资者风险揭示事项,将高低龄投资者、低学历且缺少投资经验的投资者视为“专业知识弱势群体”,从全面有效地履行保护中小投资者权益的角度出发,以“最大善意”为落脚点,采用浅显易懂的图片和语言,将投资者容易发生误解的业务流程、交易规则、业务风险点等细节问题进行多方位、多形式提示。

以本案相关的新股申购业务为例,全面注册制的落地意味着“新股申购无风险”套利时代的终结,新股破发风险将显著攀升,前述的“专业知识弱势群体”很可能遵循过往投资经验、未关注到这一转变,遭受损失。证券公司应提前预判新股申购业务可能引发的投诉风险,重新审视目前的内外营运策略,积极应对调整,如在对投资者发布的投资资讯文章中,应着重进行风险警示。同时,证券公司应主动提示投资者谨慎参与新股申购业务,如对于参与新股申购的“专业知识弱势群体”特别追加警示风险。

在2022年金融街论坛年会上,证监会主席易会满表示,我国资本市场起步晚、发展快,市场的文化积淀还不够,一个优秀的金融机构必然是坚持客户利益至上、

敬畏投资人。证券公司作为金融市场内重要的中介机构,应当具备良好的专业素养和诚信品质,与投资者建立顺畅的沟通关系,不断加深对彼此的信任,同时通过持续深入开展多形式、丰富的投资者教育工作,构建起重诺守信、共同成长的和谐关系。

案例 4 投资者与证券公司营业部之间的费用纠纷案例分析

黄 婧*

随着监管机构对投资者保护的日益重视,以及投资者自我保护与维权意识的不断增强,投资者与证券公司营业部之间的投诉类别涉及业务、交易环节的方方面面,投诉处理难度也越来越大。在众多的投诉类别中,费用投诉是其中主要投诉类型之一,如何处理好该类型投诉,妥善解决问题,达成双方共赢,是值得我们去探讨和研究的话题。

一、案例介绍

投资者 A 投诉某证券公司营业部自投资者开通融资融券账户以来,融资利率一直按照默认的高利率收取。因其年龄较大,消息闭塞,对当下的利率水平并不清楚,且证券公司营业部未以任何方式告知其可以申请调低融资利率,导致其在不知情的情况下一直承担高额利率费用,故要求该证券公司营业部退还多收的融资利息以及作出合理的经济赔偿。

2010 年,投资者 A 时年 67 周岁,在证券公司营业部开通融资融券业务。开通时,证券公司营业部工作人员向其告知该证券公司的融资利息收取标准,即中国人民银行规定的半年期人民币贷款基准利率上浮 3 个百分点。因此,投资者 A 开通时所适用的融资利率收取标准为年化利率 8.1%,且一直未有调整。

2022 年,投资者 A 的家人前往该证券公司营业部办理其他业务时,偶然得知符合条件的投资者可申请调降融资利率,经证券公司营业部确认后即可享受调降后

* 国信证券股份有限公司广州分公司合规风控部合规管理岗兼投诉专员。

的利率,而目前利率比投资者 A 所适用的融资利率低。投资者 A 认为,其近年亏损较多,且融资款项多用于长线持有股票,产生的利息也较多,如证券公司营业部主动告知其可申请调降融资利率的,则自己可以避免这一部分损失。于是,投资者 A 联系证券公司营业部要求降低融资利率,并退还自融资利率可调降以来多支付的利息。接到投资者 A 的申请后,证券公司营业部将其融资利率调整至 5.8%,同时告知投资者 A 不能退还已收取的融资利息。之后,在与证券公司营业部自行协商未果后,投资者 A 向中证资本市场法律服务中心广东调解工作站(以下简称广东调解工作站)申请调解,证券公司营业部经征询同意调解,本纠纷正式启动调解程序。

二、纠纷处理及调解过程

(一) 纠纷争议焦点

本纠纷的主要争议焦点有两点:一是投资者 A 是否对于融资利率的标准确不知情或无能力知情;二是证券公司营业部是否应主动提醒投资者进行融资利率的调整。同时,本纠纷的特殊之处在于纠纷发生时投资者 A 已达 80 岁高龄,且明确表态不接受除了退还已收取利息外的任何方案,故如何妥善安抚高龄投资者情绪等问题是本纠纷的一大难点。

(二) 纠纷调解过程

广东调解工作站介入调解后,研究、核查了证券公司营业部提交的有关证据材料,认为证券公司营业部在涉事业务开展过程中不存在明显的过错:

1. 证券公司营业部在开户时履行了相应告知义务、风险揭示义务

在投资者 A 申请开户时,证券公司营业部根据当时其公司对特定投资者开通融资融券的业务规范,要求投资者 A 提交了书面的情况说明,其中明确陈述其身体状况良好,有丰富的炒股经验、平稳的心态及较强的风险承受能力,故由本人申请开通融资融券业务。同时,证券公司营业部安排专人对投资者 A 进行了详细的融资融券业务知识讲解和测试、风险访谈及心理测试,向其告知当时具体的融资利率及构成方式,投资者 A 明确表示已知晓利率的构成及变化情况并现场签署了融资融券合同。

2. 证券公司营业部在投资者 A 账户存续期间履行了历次融资融券利率变更告知义务

根据核查,证券公司营业部自投资者 A 开通融资融券账户至今,其融资利率及构成方式均有过调整。

首先,2014年6月23日之前,证券公司营业部的融资利率与中国人民银行公布的半年期人民币贷款基准利率挂钩,即上浮3个百分点。故投资者 A 开通融资融券账户至2014年6月23日期间,该证券公司营业部的融资利率根据中国人民银行公布的半年期人民币贷款基准利率的变动相应调整了6次。

其次,2014年6月23日之后,证券公司营业部融资融券业务合同部分条款进行变更,变更后的融资利率按证券公司营业部在营业场所、网站或交易系统公告的标准执行。证券公司营业部通过短信通知的方式向开通融资融券业务的所有客户确认有关合同变更事宜并进行相应签署。

最后,2015年3月4日,证券公司营业部对融资利率进行了调整;调整后的利率一直适用至今,未再有调整。

以上融资利率变动和合同变更均通过证券公司营业部官方网站进行了公告,且融资利率收取的标准在该证券公司营业部交易系统客户端均有明示。

3. 投资者 A 在开通和使用融资融券账户后,曾多次致电该证券公司营业部官方服务热线了解融资利率的具体情况,故不存在不知情的情形

(三) 纠纷调解结果

调解员与投资者 A 进行了多次沟通,将证据材料所呈现的事实向投资者 A 进行了逐一说明,并向投资者 A 做出了详尽的解释:首先,证券公司营业部为营利机构,佣金及利息收入为其主要收入来源;其次,证券公司营业部应与投资者在业务开通时明确约定佣金/利息收取标准,投资者有权随时向证券公司营业部提出调整申请,但前述收取标准能否降低则由投资者与证券公司营业部通过协商确定,证券公司营业部并无主动降低融资利率的义务。

调解员从中立第三方的角度对投资者 A 进行了耐心劝解,动之以情晓之以理并从中斡旋,最终投资者 A 接受了证券公司营业部给出的方案,即融资利率再次调低,本纠纷调解成功结案。

三、案例启发

该案例只是众多有关费用纠纷中的一例,通过借助第三方调解的力量,最终达成了完满的结果。然而,证券公司营业部在面对投资者就费用事宜产生异议或投诉时,不能仅仅依赖第三方事后调解,更应将投资者的异议在前端化解。

在结合工作实践的基础上,笔者对有关费用纠纷进行总结、研究,并提出纠纷处理思路。

(一) 常见纠纷的分类

实践中,投资者与证券公司营业部之间有关费用纠纷主要涉及到普通账户各类证券品种佣金、融资融券账户佣金及利息等。据此,笔者将费用纠纷分为历史佣金纠纷、佣金揭示纠纷及融资融券费用纠纷三种情形,具体如下:① 历史佣金纠纷,一般是投资者主张历史佣金收取标准过高,通常会以其他证券公司同期佣金收取标准作为依据。② 佣金揭示类纠纷,主要发生于开户后一直未调佣和开通了其他证券品种权限的投资者群体,投资者的异议点包括其对佣金收取标准不知情、证券公司收取费用过高等。③ 融资融券费用类纠纷,此类纠纷集历史佣金类纠纷和佣金揭示类纠纷情况于一体,投资者的异议点包括证券公司未向其告知融资融券账户费用收取标准、有权申请调降利息利率或者认为其申请后没有及时调降、证券公司费用收取标准过高等。

(二) 适用依据

在费用类纠纷中,各方可通过以下依据来厘定有关费用收取标准:

从规范层面上来说,目前规制证券公司有关佣金收费标准的依据为中国证券监督管理委员会、国家发展计划委员会、国家税务总局于2002年发布的《关于调整证券交易佣金收取标准的通知(证监发[2002]21号)》(以下简称《佣金收取标准的通知》),以及各地区行业公会颁布的、适用于会员的有关自律规则。

根据上述通知以及自律规则,证券公司营业部的佣金收取标准应遵循如下原则:① 交易佣金实行最高上限向下浮动制度,即证券公司向投资者收取的佣金(包括代收的证券交易监管费和证券交易所手续费等)不得高于证券交易金额的3‰;② 为避免证券公司之间通过低价进行不正当竞争,其收取的佣金下限应不得低于

代收的证券交易监管费和证券交易所手续费等;③ A股、证券投资基金每笔交易佣金不足5元的,按5元收取;B股每笔交易佣金不足1美元或5港元的,按1美元或5港元收取。

因此,如在费用纠纷中证券公司营业部佣金收取的标准未超过证券交易金额3‰的,即使投资者主张佣金收取标准过高而不合理的,也不能认定证券公司营业部违反了相应规定。

从合同层面上来说,投资者申请开立证券交易账户或开通融资融券业务时,其会与证券公司签署相应的开户/业务开通协议、有关单方承诺确认文件等,该等合同文件皆已明确约定该投资者应适用的有关费用收取标准。同时,证券公司亦通过各种渠道和方式广而告之各类证券品种的费用收取说明,如在其经营场所、交易客户端上公示费用收取标准,向投资者发送短信或拨打电话告知有关费用收取标准。

(三) 纠纷证据

在费用纠纷中,可通过以下证据来还原事实,厘定各方责任:

(1) 就历史佣金纠纷、佣金揭示类纠纷,可逐一查看证券公司营业部保存的有关投资者佣金以及历次佣金调整的有关证据资料,包括:① 投资者开户佣金签署文件及历次佣金调整文件,如佣金协议;② 签署套餐的具体佣金标准及套餐服务内容;③ 证券公司营业部员工与投资者有关沟通记录(包括但不限于电话录音、微信聊天记录等)、证券公司营业部历史短信发送记录等。通过上述资料,以明确证券公司营业部在投资者开户或开通其他证券品种交易权限时是否履行了有关佣金告知义务、是否存在漏调、错调等情况,以及投资者是否对佣金收取标准已知悉。

(2) 就融资融券费用类纠纷,投资者开通融资融券账户时的费用签署及历次费用调整文件。查询投资者开通融资融券交易权限时是否明示费用,签署具体的费用协议。如:投资者签署的已明示融资融券账户费用的文件、员工与投资者沟通记录(电话、微信等)、历史短信发送记录等,确认证券公司营业部是否以某种方式知会投资者费用情况。

(3) 如投资者主张其存在费用差额的情况时,查询投资者开户以来费用情况,核算投资者提出的费用差额,做到心中有数。

（四）费用纠纷处理思路及技巧

在了解相关情况后,处理具体问题时,应站在投资者角度考虑,抱持同理心,勿激怒投资者。

1. 着重于展示留痕记录

如有直接证据表明已向投资者揭示费率,对于投诉佣金揭示类纠纷会有较大的帮助。如融资融券纠纷中,可以将签署有费用标准的文件内容告知投资者,帮助其回忆当时的签署情况。告知投资者如有疑问,可以本人携带身份证明文件前来营业部查阅并确认融资融券账户费用情况,以此降低投资者的不满情绪。

2. 说明历史阶段费用收取的合理性

为投资者出具佣金揭示的相关证明,说明不同证券品种的佣金收取标准。通过投资者开户的历史阶段,说明投资者的佣金标准符合政策规定,双方的开户协议中也已对佣金费率有明确约定。

3. 告知调低费用途径

告知投资者可主动申请调低费用,订立新的合同。告诉投资者不能以目前市场佣金衡量历史费用水平,明确双方达成约定的佣金标准才会生效。

在投资者认为营业部应主动降低费用时,应告知投资者,证券公司对于投资者信息严格保密,未进行身份校验的情况下服务人员无法查询投资者账户信息,需要投资者主动提出。

在投资者表示已申请过费用降低后,应核查投资者服务留痕,确认是否存在漏调佣情况。经核查确认存在漏调情形的,应跟投资者协商处理。

4. 合理的沟通有助于纠纷的解决

做好投资者情绪安抚,耐心、真诚解答其关注的焦点问题,以获得投资者的理解与认可。

投资者沟通过程中,不能因为营业部有充分的留痕,就以强硬的态度回应投资者的质疑,引起投资者反感,赢了道理却输了感情。服务人员要心态平和、换位思考、耐心解释,妥善安抚投资者情绪。如果通过电话无法达成和解,可以通过面见方式表示对投资者的重视。通过多轮沟通、逐级沟通来逐渐缓解投资者情绪。针对投资者质疑,应拿出相应的依据,正面回应投资者问题,让投资者慢慢接受事实。

只有让投资者感受到重视与尊重,才有利于促成纠纷解决。

5. 后续引导

如果多次沟通后投资者仍然坚持佣金索赔,可引导投资者向当地证券纠纷调解中心等第三方调解机构申请调解、仲裁,或通过法律途径提起诉讼。

以上的几种费用纠纷处理思路在实际的运用中,根据各证券公司佣金政策的不同可能略有差异,可根据实际情况进行优化改进。

(五) 当事人注意事项

投资者开立证券账户后,应多关注自己的账户情况,主动与证券公司营业部协商佣金费用的收取标准,经营业部确认同意后,履行相应程序方可生效。为维护自己的合法权益,投资者要及时跟进证券营业部受理及审核进展,可以通过证券公司营业部服务热线、咨询服务人员、查询实际交易费用等方式确认新的费用生效情况。发生纠纷后,投资者在无法与证券公司营业部取得有效的解决方式时,可以通过调解、仲裁或者诉讼等合法合规的方式理性维权。

四、总 结

证券公司应秉承“服务好每一位客户”的理念,完善业务制度和流程,主动向投资者揭示佣金及费用标准,做到公开透明,不有意欺瞒,通过不断提高员工服务水平及业务能力,提高投资者满意度。同时应重视投诉工作,将投诉纳入员工的考核中,约束营销人员合规展业。

案例 5 质押式证券回购纠纷中资金融入方违约案例分析

万曙光*

一、研究背景分析

质押式证券回购,是指卖出回购方在将证券出质给(资金融入方)买入返售方(资金融出方)的同时,双方约定在将来某一指定日期,由卖出回购方按约定回购利率计算的资金融出方,向买入返售方返回资金回购原出质证券的融资行为。

近些年来,一方面,股票质押式回购的业务模式已从早期的涉上市公司的金融创新产品逐步发展为较为常见的融资方式,为持有股票但现金流趋紧的上市公司及其高管提供了较为便捷的融资渠道,对公司运营、科研创新及其他资金使用安排起到了高效的资金支持作用。

但在另一方面,因为股票价格受市场整体因素、行业发展因素影响较大,质押股票的价格常因此产生较大幅度波动,而双方签订《股票质押式回购交易业务协议》时通常是以签订协议时质押股票价格作为基准,对资金融入方提供的质押股票予以估价,并约定在资金融入方未能依约补足质押股票数量并触及最低履约保障比例时,券商有权主张违约处置,继而产生涉诉纠纷。根据学者调查研究数据及通过中国裁判文书网查询发现,股票质押式回购纠纷案件呈现井喷式的增长趋势,其中自 2018 年以来立案的案件数量占该类型案件的八成以上,在对现有的股票质押式回购交易纠纷案件的分析中可以发现创业板股票质押产生的纠纷较多,案件的主诉方基本上都是资金融出方,违约方为资金融入方。^①

* 上海金融法院综合审判一庭法官助理。

① 潘修平:《股票质押式回购交易及其违约处置》,载《民商法金融法前沿新探》,中国政法大学出版社 2022 年版,第 51 页。

随着加强集成创新、持续优化营商环境行动方案的实施,如何在涉诉纠纷中将陈吉宁同志着重指出的“要把法治化作为基础保障……扎实抓好优化营商环境各项工作的落地落实”具体贯彻,将成为当下上海法院商事案件纠纷化解的着力点。笔者认为,以调解方式化解涉资金融入方违约的质押式证券回购纠纷必将成为在此类案件中提升商事纠纷解决效率、深化诉源治理的最佳路径选择。

二、具体案例摘要

(一) 案例一

J某系某高新技术上市公司的高管,其与某券商签订《股票质押式回购交易业务协议》,约定J某作为资金融入方可与作为融出方的该券商在协议约定期间内进行多笔股票质押式回购交易,交易方式为J某将其持有的该上市公司股票质押给该券商融入资金,并在约定期限内返还资金、解除质押,并约定了J某负有维持质押股票数量的最低履约保障义务的计算方式和违约责任。之后,因案涉质押股票价格下跌,J某未按协议约定履行保障措施亦未提前回购,构成违约并涉诉,券商作为资金融出方主张偿付本金1.3亿余元及利息、违约金、律师费损失等。

(二) 案例二

G某为某上市公司高管(作为资金融入方)在与某券商(作为资金融出方)签订《股票质押式回购交易协议》融入资金后病故,该协议约定了资金融入方负有维持质押股票数量的最低履约保障义务和违约责任。因G某生前未曾拟定遗嘱,在案涉质押股票发生价格大幅下跌后,券商将G某法定第一顺位继承人范围内的父母、配偶、子女等均列为本案被告,主张协议约定的违约责任,要求归还案涉本金金额1.1亿余元及利息、违约金、律师费损失等。

三、涉资金融入方违约的质押式证券回购 纠纷案件通常审理方式

以上海金融法院2018年成立后受理的第一案,[2018]沪74民初1号A券商与B公司质押式证券回购纠纷一案为例,通常在审理涉及资金融入方违约的质押

式证券回购案件中,合议庭会在庭前及庭审中重点开展下列审理工作:① 固定权利请求,明确资金融出方的诉讼请求;② 确定权利请求基础规范暨支持资金融出方诉讼请求的法律规范;③ 审查资金融入方的答辩意见;④ 指导各方举证、质证。

在庭审中及其后的审理期间,着重查明案涉相关事实:① 查明《股票质押式回购交易协议》签订情况,审查合同是否存在效力瑕疵;② 审查资金融出方提出的诉讼请求的合同依据,具体包括对本金、初始交易金额、应付利息、利率标准、违约事项、提前回购交易、违约金等合同条款;③ 资金融出方发放融资款等履约情况;④ 案涉股票的质押登记情况;⑤ 资金融入方偿还本金、利息的情况;⑥ 审查资金融出方主张资金融入方存在的违约情形是否存在争议并予以综合认定;⑦ 核算偿付本金(若有)数额,审查利息、违约金、服务费、咨询费、顾问费、管理费等收取标准及是否合理。

四、案例中各方当事人的现实困境

上述案件经合议庭庭前沟通联系及正式开庭审理中了解,各方均对案件涉及合同签订、质押证券情况、资金融出方支付的初始本金数额等基础事实无异议,但以判决的方式仅完成了案件审结的要求,却并不符合追求案结事了、纠纷彻底化解的新时代的司法理念。

在案例一中,J某作为公司高管认为案涉公司股票下跌系因行业结构调整,其作为专业技术人员认为当前时点是行业周期低谷末期,假以时日后续公司业绩应该会有大幅改观的空间。此外,鉴于公司特殊技术属性和管理架构,若以常规的审理、执行程序处理,后续在对所涉质押股权处置后,公司股权结构将发生变化,不利于现有优势技术项目保持进一步的持续性研发,同时,公司所持有的技术机密有被公开的可能,不利于公司未来发展。

在案例二中,因G某突遭变故且遗留的个人财产较为复杂,其亦未曾在生前设立遗嘱,涉及的第一顺序继承人尚未就待分配遗产达成一致且部分亲属长期旅居海外等情形,案涉质押证券的分配归属尚不能完全明确,存在一定的不确定性。

此外,两案中两家券商均希望能减少公开相关信息,避免相关信息公开致使股票价格进一步下跌,不利于案涉质押股票的后续处置。

五、确立以调解结案为目标的审理路径及具体实践

根据上述案情可见,本案基本事实清晰,各方争议焦点不多,在查明相关合同约定后即可依法审结。但基于常规的审理模式缔造的一纸判决书显然并不符合各方当事人的根本利益,甚至还可能是各方当事人均力求避免的结果。据此,合议庭决定将审理思路予以转化,主动发挥司法能动性,从案结事了人和的角度出发,以巩固当下、稳定预期、立足长远为最终目标,综合考虑各方诉求,协调各方当事人商议合适的调解方案,从而切实解决各方当事人在诉讼中的疑虑和尴尬困境。

(一) 梳理核心诉请,排摸调解障碍

合议庭委派法官助理进一步和各方当事人沟通,通过电话沟通、来院谈话等多种方式进一步探究各方当事人的核心诉求,并根据原告的诉请逐条对照审查,逐步形成案件调解的初步可行性方案。同时,兼顾到个案中的特殊情形,说服案例二中的诸被告自行协商、共同委托一名律师作为案件的委托诉讼代理人参与诉讼,同时根据案件审理需要,指导该律师牵头协调 G 某继承人就案涉质押股票处置全面征询各方意见,为后续进一步调解做好前期准备。

(二) 耐心释法析理,促成框架方案

针对二案中普遍存在的违约金计收标准争议,根据此时《全国法院民商事审判工作会议纪要》相关规定,充分释明违约金的性质是“以补偿为主、以惩罚为辅”,违约金制度系以赔偿非违约方的损失为主要功能,而不是旨在严厉惩罚违约方,该数额应与损失的数额大体相当。同时针对案涉《股票质押式回购交易协议》列明的服务费、咨询费、顾问费、管理等费用,予以逐一对照审查,对缺乏合同约定、缺乏证据证明业已提供相应服务的项目进一步做好解释说明,经过多轮次的协商沟通,促使各方当事人的调解预期差距逐步缩减,各方对调解方案的认识逐步趋同。

(三) 科学安排履约,充分释放善意

在合议庭的倡导下,各方换位思考、立足长远,充分考量资金融入方的筹款能力、运营周期展望规划等因素,整合提炼各方共同诉求,促使各方当事人成为利益趋同的共同体,最终达成了一份着眼于未来的可期待的一揽子化解矛盾的方案。

六、调解对化解资金融入方违约案件纠纷的意义

人民法院民事调解制度,是指人民法院行使审判权,在审判人员的主持下,双方当事人自愿、合法的原则下就所争议双方的权利义务关系达成协议,以调解的方式解决争议的制度。通过调解化解矛盾纠纷,具有节约诉讼成本、提高办案效率、有效化解当事人矛盾、维护社会和谐稳定等优势。

具体结合案例一而言,该类高新技术科技公司内部治理的环境氛围以及团队间基于信用信赖基础、技术合作基础建立的架构是公司存续、公司持续性发展技术科研的基石,司法裁判的结果极有可能产生情、理、法的对立、矛盾、冲突,简单地适用法律条文,忽视经济发展地客观规律和新类型高科技公司特殊公司治理架构模式,在股权质权的实现环节,就可能涉及到股东的变更,甚至可能会引起公司控制权主体的变更,还可能因此给公司带来存亡的风险。以调解方式化解纠纷是各方在充分考量到了高新技术公司人合性特点,新达成的调解协议约定的分期履行期限也给予了资金融入方及公司解决问题的宽缓时限,为公司自行寻求新合作模式保留了可能性,是较好地以发展的裁判思路回应了各方诉求的理想方案。

就案例二来看,因G某身故未留有遗嘱,且G某的财产构成较为复杂,案涉争议证券所涉及继承人尚未能就包括案涉质押证券在内的待分配遗产达成分配协议,若后续第一顺序继承人未能就遗产分配达成一致,一旦因继承纠纷涉诉,该案将不得不因须以继承案件的审理结果作为定案依据而依照《中华人民共和国民事诉讼法》第153条之规定裁定中止诉讼,案件审理进展将陷入停滞,案件审判质效亦将受到影响。在合议庭拟定尽量以调解方式协商处理该案的审理思路后,明显舒缓了资金融入方的近亲属的对抗情绪,后续在进一步就本案予以充分释法说理的情况下,同时在参与诉讼的委托诉讼代理人协调沟通努力下,也对案涉争议证券质押情况不再持异议,并就案涉证券的归属分配达成初步意见,奠定了本案的调解基础。此外,该案的调解也对第一顺序继承人就待分配遗产达成一致起到了一定促进作用,从全局的角度减少了讼累,取得了一体化化解纠纷矛盾的良好效果。

从类案的整体方面来看,随着质押式证券回购业务模式日渐成熟,涉及资金融

入方违约案件中各方当事人在案涉合同中业已较为明确约定了各方的权利义务,案件事实相对较为清晰,从最终裁判结果来看,资金融出方获得支持的情况较为普遍,此时以调解方式结案的审理模式是否还应当在该类案件中继续予以重视呢?笔者认为,近年来,随着人民法院在执行程序中一直倡导在依法保证胜诉当事人合法权益同时,应最大限度减少对被执行人权益的影响,贯彻善意执行理念,积极引导在审判程序以调解的路径妥善处理质押式证券回购纠纷中资金融入方违约案件,也是将这种善意理念进一步在司法程序中前置延伸,以调解方式化解纠纷在一定程度上促进案涉股票的市场预期稳定,减少公司受高管涉诉、股权可能发生变动的恐慌性不利情绪影响,避免公司利益因此过度受损,亦有助于保护与案无涉的广大中小投资者的合法利益。

七、思考及建议

(一) 建立科学评级机制,防范潜在交易风险

随着上海金融中心和科创中心建设融合联动,必将有效促进金融资本和科创要素的对接,有力推动并进一步强化金融资源配置能力和科技创新策源功能,带动形成更具活力的创新、创业氛围。但同时部分科创公司的公司特性、行业周期、科研成果转换效率等与传统公司相比较存在较大不确定性,直接关系到公司的盈收模式和股票价值,涉及该类公司的股票在作为质押式证券回购业务的交易标的的金融风险亦难以评估。笔者注意到,2023年2月17日上海证券交易所、深圳证券交易所同日发布《关于注册制下股票和存托凭证暂不作为股票质押回购及约定购回交易标的的证券的通知》(上证发〔2023〕43号、深证会〔2023〕50号)载明“为了落实全面实行股票发行注册制相关要求,防范股票质押式回购交易、约定购回式证券交易业务风险,保障市场稳健运行”,并在通知的第一条中要求“在注册制下首次公开发行股票或者存托凭证并上市的公司,其股票或者存托凭证暂不作为股票质押回购、约定购回交易标的的证券”,故在实务领域应当进一步深入研究并建立一套科学的评估机制,给参与质押式证券回购的资金融入方拟出质股票设置合理的评级评价标准,筛选剔除不适宜作为质押式证券回购项目的股票,并建立更有针对性的风险监管防控机制和精准的风险预警体系,从根源上化解潜在纠纷、完善诉源治理。

（二）引入社会资源参与调解,建立全程纠纷化解机制

应进一步运用好《最高人民法院关于人民法院进一步深化多元化纠纷解决机制改革的意见》中的商事调解、行业调解机制,积极开展与商事调解组织联动对接平台建设,发挥商事调解组织、行业协会的专业化、职业化优势,建立由专业调解机构主导诉前、庭前调解,在案件审理阶段由人民法院为主导,专业机构提供专业建议的辅助调解模式,全流程地将社会资源引入到调解化解纠纷各个环节并形成合力。此外,涉及高新科创公司的质押式证券回购纠纷的矛盾化解中,因涉及的公司常掌握关系国家安全的信息、生物等尖端技术或数据,还应当在专业组织的指导下,注重遵守《中华人民共和国生物安全法》以及2023年2月27日中共中央、国务院印发的《数字中国建设整体布局规划》的规定,牢固树立总体国家安全观,确保调解结果符合国家和社会公共利益。

第二篇

基金专题

案例 6 基金持有期计算规则纠纷案例评析

杨 敏* 郑子倩**

近年来,我国基金行业蓬勃发展,根据中国证券投资基金业协会官网数据:截至 2022 年 12 月,全市场共有公募基金管理人 156 家,公募基金产品数量 10 576 只,公募基金规模 26.03 万亿元。不断蓬勃发展的基金行业,吸引了广大投资者的积极参与。然而,部分普通投资者对基金产品的风险收益特征、交易规则等不甚了解,因盲目投资、误操作等原因导致自身利益受损的案例屡见不鲜。为此,中央及有关部门、行业自律组织等陆续出台一系列文件,如《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》《证券期货投资者适当性管理办法》《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》《证券基金期货经营机构投资者投诉处理工作指引(试行)》《基金募集机构投资者适当性管理实施指引(试行)》等,要求基金公司坚持投资者利益优先原则,对普通投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面提供特殊保护。

在实践中,基金持有期计算往往成为困扰投资者的重点问题,也成为投诉热点之一。部分投资者不熟悉,不了解基金持有期计算规则,在较短时间内即赎回基金,导致需支付高昂的赎回费,从而引起纠纷投诉。基金公司在处理此类客户投诉时,应全面准确贯彻落实各项监管要求,着力加强对投资者利益的保护,全力提升客户获得感。

一、案件简介

(一) 基本情况

2022 年 10 月,客户 X 致电 A 基金公司客服中心,称其于 2022 年 9 月 30 日申

* 易方达基金管理有限公司客户服务与销售支持部客服高级专员。

** 易方达基金管理有限公司客户服务与销售支持部客服专员。

购某基金约100万元,并通过A公司App查询到该基金产品费用规则为基金持有时间小于等于6天按照1.5%收取赎回费,7天及以上免收赎回费。故其于10月11日提交赎回申请,但被收取手续费15000余元。客户X表示A公司基金产品持有期计算规则不合理,要求A公司全额退还相关费用。同时客户认为A公司于10月11日向其发送了交易确认短信,该短信写明了A公司已于9月30日确认其申请,让其产生误解导致其后续产生了错误操作。

A公司投诉处理专员在受理该投诉后,第一时间联系客户X:一是解释基金申购确认机制。客户9月30日申购的基金,需于T+1个工作日,即10月10日方能确认成功。同时核实发现,交易确认短信应为10月10日,即交易确认日发送给客户,短信内容写明客户“于9月30日提交的基金申购申请已确认成功”,并非客户认为的“9月30日已确认其申请”,同时也提醒客户基金短期赎回存在高额费率风险,不存在误导情况。二是介绍基金持有期计算规则。基金持有期计算是从申购确认成功后才能开始计算,客户于10月11日提交赎回申请,整体的持有期仅有2天,适用持有期小于等于6天按1.5%收取赎回费的业务规则。三是提出解决方案。为安抚客户,投诉处理专员提出可提供电商平台卡券以作慰问。

客户X对A公司的解释不予接受,认为自身并非专业投资者,对基金交易规则不敏感,同时认为国庆假期等长假较为特殊,应纳入持有期计算范围内,坚持认为A公司应全额退还其赎回费,不接受A公司提出的安抚性措施。随后,客户A向12386中国证监会服务热线投诉该问题,12386将该件转由A基金公司办理。A公司再次联系客户,向其解释基金赎回费是根据基金法律文件约定来收取的,并且短期赎回费用归基金资产所有,相关交易规则对所有投资者而言都是公平的,还望客户谅解。客户X不接受相关解释,坚持要求A公司退还其赎回费用,双方始终未达成一致。最终客户X向中证资本市场法律服务中心提出调解。

(二) 争议焦点

综合来看,双方争议焦点主要体现在以下方面:

1. 客户X立场

一是X认为A公司基金持有期计算规则不合理,未将国庆节等节假日纳入计算范围,导致其承受不该有的投资损失。

二是 X 认为 A 公司发送的交易确认短信对其造成了误导,使其误认为 9 月 30 日该申购已确认成功,导致了后续的错误操作。

2. A 公司立场

一是公司基金持有期计算规则符合法律法规和监管要求,且已在基金法律文件和公司官网等处载明,公司已履行信息披露和信息告知义务。

二是短信不存在误导倾向,交易确认短信仅指出客户 9 月 30 日申购的基金已确认成功,并非指持有期从 9 月 30 日起开始计算,客户的误操作主要因为自身对短信理解有误。

二、调 解 过 程

2022 年 11 月,中证资本市场法律服务中心广东调解工作站(以下简称工作站)分别向 X 与 A 基金公司了解情况,耐心听取客户 X 和 A 公司的相关诉求和解释。

调解过程中,X 仍始终坚持两条论点:一是基金持有期计算不包括国庆节等特殊节假日不合理;二是认为 A 公司 10 月 10 日发出的交易确认短信存在误导嫌疑,坚持要求 A 公司退还其赎回费用。同时在调解期间,A 公司再次联系客户 X,向其介绍基金赎回规则,同时解释因短期赎回费用归属于基金财产,A 公司不能向其返还赎回费用,恳请客户谅解。客户 X 不予接受,案件处理再次陷入僵局。

后续,工作站对客户 X 做了大量耐心细致的解释工作,X 态度有所软化,不再坚持基金持有期计算规则有误的说法。同时,工作站也建议 A 公司对交易确认短信进行优化,以便让投资者更加清晰明了地掌握交易确认日期和持有期计算规则。对此建议,A 公司高度重视,开展内部研判分析,根据该建议于 2023 年 1 月对交易确认短信进行了优化,加强了关于交易确认日期和持有时间计算起始日期的提醒。最终,客户 X 不再坚持原诉求,2023 年 2 月,该案件正式调解成功。

三、案 例 评 析

(一) 投诉处理需兼顾“情与理”

从本案的基本事实来看,该投诉纠纷产生的根本原因在于投资者不熟悉、不了

解基金交易基本规则,因自身误操作造成投资损失。基金公司在提供交易服务、风险警示等方面不存在明显失误,在法理层面完全站得住脚。但从普通投资者的视角来看,自身投资近百万元,短短几天内仅赎回费就损失 1.5 万元,明显觉得自身“吃了亏”。

资管行业的本质是“受人之托,代人理财”,老百姓的投资资金来之不易,因此基金公司在处理相关投诉时,均需保持对投资者的高度同理心,在合法合规的前提下,尽量让客户感到安慰,避免投资者对本机构或整体行业产生不良印象,避免让矛盾进一步升级和激化。

本案处理过程中,调解机构和基金公司坚持了“卖者尽责、买者自负”的行业原则,但也通过言语解释、表达歉意、改进信息告知方式等手段缓和了投资者的对抗情绪,形成了较为理想的处理结果。

(二) 投资者教育工作任重道远

《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》(证监发[2022]41号)指出,要“全面强化投资者教育工作,科学搭建投教工作评估体系,形成体系明确、奖励先进、争相发力的基金行业投教工作新局面”,从而“着力提高投资者获得感”。

我国基金行业发展历史相对不长,投资者培育尚不充分,一些基金投资者往往对基金投资“一知半解”或“不求甚解”,盲目投资、过度交易、追涨杀跌等操作成为基金投资损失的重要原因。“基金公司赚钱、基民不赚钱”成为困扰基金行业高质量发展的重大障碍。本案例中投资者更是由于对基金基本交易规则的误解而导致投资损失,如无法解决这类知识普及问题,投资者何来获得感?而解决这一问题的的重要途径和手段,无疑是持续加大投资者教育工作力度。基金公司务必通过多维媒介,创新传播手段,采取有效措施加强投资者教育,引导投资者真正树立理性投资、长期投资的科学投资理念。只有投资者教育做好了,投资者才有可能明明白白地投基金,实实在在地提高获得感。

诚然,我国基金投资者人数众多,投资水平参差不齐,投资者教育工作任重而道远。但正如习近平主席在 2023 年新年贺词中指出的那样,做好投资者教育也要“犯其至难而图其至远”,基金公司务必以“愚公移山、滴水穿石”的毅力、“踏石留印、抓铁有痕”的决心,坚持久久为功,持续做、深入做、创新做,让基金投资知识深

入千家万户,真正让老百姓共享国家发展成果,让公募基金的普惠金融性质得到真正发挥。

(三) 维护客户利益需基金公司与销售机构共同协力

当前,我国基金销售仍以代理销售为主。基金公司需进一步加强与代销机构的沟通协作,针对普通投资者提供更多的风险警示和信息告知,共同提升客户获得感。回顾本案例,事实上 A 公司的自营 App 针对客户 X 此类的交易行为会进行强提醒,但客户 X 是通过代销机构 App 进行操作,相关强提醒未传达给客户。本案结束后,A 公司也在着力加强与销售机构的合作,尝试对代销客户此类易引起纠纷的行为开展强提醒。总体而言,减少客户损失、维护客户利益需基金公司与代销机构通力协作,方能达到最好效果。

(四) 调解机制对解决投资纠纷有重要的推动促进作用

本案的顺利解决表明:证券期货纠纷公益调解机制对于维护投资者合法权益、促进行业健康稳健发展具有重要推动作用。一方面,调解机制通过背对背沟通,可以有效避免纠纷的进一步升级;另一方面,调解机构站在第三方角度公正处理,也更易获得投资者信任,为维护投资者合法权益提供了更多保障。

《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发〔2013〕110号)明确指出:要“发挥第三方机构作用”,“支持自律组织、市场机构独立或者联合依法开展证券期货专业调解,为中小投资者提供免费服务”。在可预见的未来,调解机制作为投资者救济的重要手段,势必在投资者权益保护工作当中发挥越来越重要的作用。

对于基金公司而言,应紧跟监管指引,将案件调解作为提升投诉处理工作质效,维护投资者和公司合法权益,推动基金公司声誉管理的重要手段,积极参与工作站建设,配合工作站各项工作,推动纠纷合理解决,为构建和谐健康的资本市场贡献力量。

(五) 以投资者利益为中心,解决客户痛点问题

以投资者利益为中心,是推进基金行业高质量发展的应有之义。在本案中,A 基金公司能积极吸纳客户合理意见,推动业务优化改造,正是“以投资者利益为中心”的体现。

从投诉处理角度来看,“以投资者利益为中心”至少包括以下几层意涵。一是积极维护客户合法权益。基金公司须站稳人民立场,本着对投资者高度负责的态度,“想客户之所想,急客户之所急”,积极回应解决客户各项合理诉求,即便遇到客户不尽合理的诉求,也需耐心做好解释沟通工作,说“人话”、讲真情,避免机械重复、照搬条文,从而引起客户反感,导致矛盾进一步激化。二是创新客户陪伴方式。基金公司应探索分层分类的客户陪伴形式,如对于业绩类投诉客户,可通过微信、电话等形式建立“一对一”日常陪伴关系,在定期报告披露、基金业绩波动、客户大额交易、重大节假日等关键时间节点主动联系客户沟通基金情况,为客户提供全生命周期服务,全面提升客户获得感。三是主动推动业务优改。针对客户投诉较多、客户痛点较多的业务,基金公司客户服务部门应加强主观能动性,有效协同公司其他部门,推动相关业务规则优化改造,从源头提升客户体验,减少客户投诉。

(六) 注意工作方法可有效阻止矛盾的进一步升级

从投诉处理实践来看,对于很多客户而言,投诉的最主要目的不是追回损失,而是“争一口气”,即认为自身尊严或合法权益受到损害,要求基金公司给一个解释。因此,笔者建议在处理投诉时务必要把握好以下几点。一是态度要软。与客户沟通时语气要诚恳和善,遇事不推诿,让客户感觉自身的诉求受到了重视,自身受到了尊重。二是机制要全。基金公司应建立投诉快速处理机制,对于非重大投诉,应建立实施细则,允许投诉处理人员在权限内快速采取处置措施,避免投诉进一步升级。三是原则要硬。对于客户的违法违规或不合理诉求,基金公司应坚持原则,不得无原则采取息事宁人手段;但是在婉拒客户时,一定要注意好解释的语气和方式方法,避免激怒客户,造成不良影响。

四、结 语

服务,是一个永恒的话题。为广大投资者提供优质高效的服务,没有完成时,只有进行时。一桩桩投诉处理所折射的,是基金公司的服务理念和公司宗旨。投诉处理工作,是“一件难而正确的事”,笔者认为,基金公司在处理相关投诉时,务必站在讲政治的高度,做到“三个符合”:一是反思是否符合以投资者利益为核心的

核心原则；二是反思是否符合“服务资本市场改革发展、服务居民财富管理需求、服务实体经济与国家战略”的行业定位；三是反思是否符合“行业发展与投资者利益同提升、共进步”的利益格局。做到这“三个符合”，方能为广大投资者提供更多、更好的服务，基金公司的发展也方能行稳致远。

案例 7 持有期基金赎回规则纠纷案例分析

屈海欣*

2022年4月,证监会发布了《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》,其中提及鼓励行业机构开发各类具有锁定期、服务投资者生命周期的基金产品。无论是监管机构还是基金公司,都期望投资者能够体验到长期投资的价值所在。持有期基金的发行则很好地解决了这一问题,引导投资者由短线投资转向长期投资。如今很多投资者都慢慢意识到了长期投资、做时间的朋友的重要性,但面对市场比较剧烈的震荡时,还是免不了追涨杀跌,而基金有一定的封闭期以后,就能减少投资者的非理性操作,这在一定程度上也解决了基金赚钱但基民不赚钱的难题。但部分投资者因不了解情况或出于流动性需求,在购买后希望提前赎回的诉求及相关投诉现象也逐渐增多。

一、案例描述

投资者张某表示其通过代销机构了解到一只持有期基金业绩表现不错,故进行了申购。但购买该基金后,基金净值持续下跌造成了亏损,基金业绩表现与投资者预期不符,投资者想通过赎回基金及时止损,却发现该基金因有持有期要求不支持提前赎回。投资者认为该持有期基金不支持提前赎回不合理,故通过 12386 中国证监会服务热线(以下简称 12386 热线)进行投诉,要求提前赎回持有期基金。

二、调解过程及结果

接到 12386 热线系统反馈投资者张某诉求后,基金公司积极核实情况,经核实:

* 广发基金管理有限公司客户服务中心投诉处理专员。

投资者通过代销机构购买了一只持有期基金,代销机构已通过基金详情页面对基金基本信息、风险等级及赎回规则进行了展示,投资者需勾选“点击确认即代表您已知悉该基金的相关内容”后,方可进入下一步完成相关交易。后续基金公司安排专人跟进投资者诉求,并向投资者说明:首先,该持有期产品的投资范围涉及股票及债券等风险资产,所以股票及债券市场的波动均会对基金净值造成影响。其次,代销机构在基金产品详情页面清晰展示了基金产品概要,对基金类型、开放频率等信息进行披露,投资者可通过产品详情页面了解基金情况,且投资者需勾选“点击确认即代表您已知悉该基金的相关内容”后,方可进入下一步完成相关交易。最后,该持有期基金的基金合同对基金赎回时间有相关约定:“本基金每个开放日开放申购,但投资人每笔认购申购的基金份额需至少持有满 X 个月,在 X 个月持有期内不能提出赎回申请。”若投资者对基金投资情况存在疑问,可及时致电基金公司客服电话,客服人员将认真及时地协助投资者解决相关问题。经基金公司客服与投资者张某进行多次沟通后,投资者暂无其他异议。

三、案例评析

本纠纷引发的主要原因是:在日常基金交易过程中,部分投资者仍未能将持有期基金赎回规则与普通基金赎回规则进行区分,特别在基金净值回调过程中,投资者容易因无法赎回基金而进行投诉。目前互联网基金销售平台已逐渐成为重要的基金销售渠道。投资者通过互联网基金销售平台购买基金和在线下银行/券商渠道购买基金的主要区别在于:通过线下银行/券商渠道购买基金,可以获得理财经理的指导,而通过互联网基金销售平台购买基金,更多的是需要投资者自行对基金的投资范围、风险等级等信息进行识别。虽然很多持有期基金在基金名称中就会带有“持有期”三个字,比如“×××一年持有期基金”“×××六个月持有期基金”。但在市场波动中,投资者情绪容易受到影响,希望通过赎回基金及时止损。由于持有期模式的基金可以随时申购,但每笔申购份额设定一定期限的锁定持有期,持有期满后,方可提交赎回申请,部分投资者由于在市场下跌过程中,无法通过赎回基金及时止损而感到焦虑。其实投资者买入一定期限持有期产品之后,在持有期内只能看不能动,从一定程度上也避免了投资者因为短期波动忍不住赎回的情况,从而实

现长期持有,提高投资盈利概率。

四、启 示

(一) 投资者应充分了解产品特点,选择与自身风险承受能力相匹配的产品进行投资

一是要充分了解自己的风险偏好。投资有风险,不同基金的风险与收益预期也存在较大差异,投资者在购买基金产品之前应充分了解自己的风险承受能力,由此构建一个适合自己的资产配置组合。二是要坚持长期投资。很多投资者在购买基金后往往过分关注短期业绩和排名,但由于市场轮动较快,基金短期业绩表现较为波动,在一个较短的投资周期判断一个基金的整体业绩表现缺乏客观性。投资者应从更客观、更长期的角度评估基金产品的长期业绩表现。三是要适当分散投资风险。投资最忌讳的就是“把所有的鸡蛋放在一个篮子里”,永远不要把全部资金都投资在一只产品里,因为谁都无法预测“黑天鹅”什么时候会来临。四是不追求低风险高收益。由于投资风险与收益成正比,客观来说不存在低风险、高收益的产品。因此投资者在购买基金产品的时候,对产品的收益、风险情况应有理性的、匹配的预期。只有投资者对于自己选择的基金产品有正确的心理预期,不过分激进、知足常乐,才可能有更好的投资体验和结果。五是不只看基金净值。基金单位净值、基金累计净值,很多新基民往往分不清楚。很多人甚至认为,基金净值越低、上升空间越大、收益越有保障。但实际上,基金净值高低与是否容易上涨并没有绝对关系,投资者在选择基金产品时,基金历史业绩仅作参考,更应该关注的是基金的投资范围,基金管理人的投资能力、理念及策略等。希望每一位投资者都能够深刻认识到理性投资的重要性,选择适合自己的基金产品长期持有,追求稳健回报,主动学习,理性投资。

(二) 做好投资者教育工作,让投资者了解持有期基金与其他基金的区别

随着公募基金行业的不断壮大,新生代投资者不断增多,做好投资者教育工作,对基金行业、基金公司的长期健康发展都有着不可或缺的积极作用。投资者教育工作的目的是让投资者正确地认识资本市场,做一个理性投资者。投资者教育工作短期内可能没有立竿见影的效果,需要长期坚持,让投资者感受到实实在在的

陪伴,从而受到潜移默化的影响。持有期基金设置的初衷也是为了避免投资者追涨杀跌,通过长期投资提高投资者的盈利概率。但从目前情况来看,较多投资者未能很好地了解持有期基金的优势及赎回规则,容易导致投资者因在有临时资金需求时无法赎回持有期基金而投诉。所以需要进一步做好投资者教育工作,让投资者了解持有期基金与其他基金的区别。

(1) 为什么基金要设置持有期?

一是避免追涨杀跌,提升收益概率。以偏股混合型基金指数为例,2005~2021年间,任意一天买入该指数,持有时间越长正回报概率越高^①。短期的涨跌受很多偶然的因素影响,具有随机性。但可以肯定的是,并非所有的“浮亏”都是基本面不佳导致的。因此,如果一味简单地跟从市场的表征做反应,就容易出现“追涨杀跌”,很容易导致“基金赚钱基民不赚钱”。持有期基金可以帮助投资者“管住手”,被动地进行长期投资,从而提高基金投资的盈利概率。二是基金规模相对稳定,便于基金经理的策略执行。持有期基金能保证部分基金份额在一定时间内的相对稳定,对于基金经理而言,有助于减少申赎波动的影响,提高资金的使用效率,更稳定地执行策略。三是持有时间越长,盈利概率越高。《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》以3家大型公募基金客户真实持仓统计发现,客户持有期越长盈利的人数占比越高,其中12~36个月持有期盈利比例显著提升^②。

(2) 持有期基金是否适合所有投资者?

投资者购买基金前,需充分了解基金情况。比如购买持有期基金时,应考虑投资资金的流动性,选择闲置的资金进行投资,避免出现购买持有期基金后因有临时资金需求但无法提前取出的情况。

(3) 持有期基金能保证投资收益吗?

持有期基金设置的初衷是希望在面对市场比较剧烈的震荡时,减少投资者的非理性操作,从而提高投资者长期投资的盈利概率。但产品的最终收益还是取决于基金经理的投资能力、专业素养以及市场行情。投资者购买持有期基金时,应详细了解基金产品的投资情况,避免购买基金后发现基金产品风险等级与自身风险

^① 数据来源:wind,2005年1月1日至2021年12月31日。

^② 数据来源:《公募权益类基金投资者盈利洞察报告》,截至2021年一季末不同持仓时长的客户收益情况统计。

承受能力不符。

(4) 持有期基金与定开型基金有什么区别?

“定开型”基金,是指“定期开放”的基金。定开型基金在开放期开放申购、赎回等业务,其他时间封闭运作。定开基金的封闭期一般设置3个月、6个月、1年、2年、3年不等,在封闭期内,投资者只能看到业绩表现,而不能申购或赎回基金份额。封闭期结束后,会迎来一段时间的开放期,一般开放期为5~20个工作日左右(具体需以基金产品的开放公告为准)。在开放期间,投资者可以自由申赎;开放期结束后,又进入下一轮封闭期,如此循环运作。持有期基金,是指投资者买入基金后需要持有一段时间,持有期结束后才能赎回基金份额。与定开型基金不同的是,持有期基金随时可以申购,但每笔申购份额至少持有一定期限才允许赎回。

定开型基金和持有期基金,都着眼于“基金赚钱,基民不赚钱”的痛点,“封闭期”的设置在一定程度上能帮助投资者管住手、平滑短线操作带来的收益波动。由于定开型基金在封闭期内无法申赎,想要投资的小伙伴一定要注意开放期时间,以免错过投资机会。而持有期基金由于没有申购时间限制,对进场的时间点要求相对较低。因为在封闭期内资金无法赎回,在选择这两类基金时,投资者更应该使用3到5年内用不上的“闲钱”进行投资,综合衡量自己的资金期限、风险偏好、预期收益等因素后谨慎选择。

(三) 基金公司应全方位提高投诉处理质量,积极做好投资者保护工作

近年来,随着人们收入水平的提高,理财在人们生活中扮演着更加重要的角色。基金作为普惠金融的理财产品,已经逐渐走入千家万户,日益成为老百姓重要的资产配置工具。作为投资者服务和保护工作的重要组成部分,投资者投诉能否得到及时回应和解决,是体现投资者保护工作是否到位的重要标准。投资者利益至上,为投资者提供有温度的服务,是客户服务的指明灯。

为切实维护投资者合法权益,规范投资基基金业投诉处理工作,并不断推动基金行业纠纷多元化解机制提质增效,中国证券投资基金业协会修改并发布了《中国证券投资基金业协会投诉处理办法》《中国证券投资基金业协会投资基金纠纷调解规则》,希望通过行业自律管理,协调和督促经营机构妥善处理投资者投诉,同时规范了投资基基金业纠纷调解工作,促进行业纠纷多元化化解,积极做好投资者保护工作。

调解作为平和、高效的维权手段,对维护中小投资者合法权益具有重大意义。在金融法律制度和监管措施不断完善的情况下,充分发挥调解自身优势,进一步助力资本市场的和谐健康发展。

(四) 建议完善持有期基金的退出机制,满足投资者的合理诉求及流动性应急所需

1. 设置提前退出条款,服务于投资者合理的变现诉求

建议持有期基金设置违约退出条款,基金合同等法律文件增加违约退出的相关流程、所需材料及费率的相关说明;同时根据投资者持有时长设置阶梯式赎回费率。如理财子公司发行的养老理财,普遍采用长锁定期的设计,投资者无法在产品封闭期内随意申赎,但设置了特殊情形下的提前退出机制。如某固定收益类养老理财产品规定,投资者因罹患重大疾病、购房需要时,提供相关证明材料可申请提前赎回,理财计划将对提前赎回收取一定的赎回费用,由此满足投资者合理的变现诉求。

2. 增加份额转让机制,满足投资者流动性需求

在法律法规允许且条件具备的情况下,建议增加基金份额转让机制,由基金公司或注册登记机构办理基金份额的过户登记,同时完善相关业务办理流程,保障销售机构及份额转让双方的权益。

五、结 语

“回望过去,我遇到的机会最后都成了二选一的题目,即眼前利益还是长远利益,而我的选择都是长远利益。”正如黑石集团创始人彼得·彼得森所说,长期主义不仅是一种方法论,更是价值观。但对于真金白银参与市场的普通投资者来说,坚持长期主义是件知易行难的事情。持有期基金的出现,是为了能一定程度上解决基金赚钱但基民不赚钱的难题。无论是监管机构还是基金公司,都期望投资者能够体验到长期投资的价值所在,但短期市场波动不可预测,特别是刚刚经历过 2022 年的股票市场,短期市场超预期的调整,常常是影响我们获得长期投资基金收益的主要因素,因为我们更容易在下跌过程中匆忙卖出,将浮亏变成真实亏损。很多时候我们可能买到了不错的基金产品,却因为追高入场,或者是在回调时对市场失去

信心而草草离场,错过了产品的收益,甚至可能导致亏损。而类似持有期基金,由于每一笔都有持有时间的限制,也要求我们在买入的时候就要考虑得更加周全,包括资金用途、资金目标等等,我们的决策也会更加理性,最终我们借力时间去追求大概率的事情,从而起到提升盈利体验的结果。但从现阶段来看,持有期基金的赎回规则与普通基金存在差异,投资者无法自行掌控基金赎回时间,所以容易引起投资者的不安。此外,持有期基金暂无违约退出机制,难以满足投资者临时的资金流动性需求,容易引起投资者的不满。所以,在加强投资者教育工作的同时应考虑不断完善持有期基金的退出机制,满足投资者的合理诉求及流动性应急所需。

案例 8 销售环节应合规,风险意识须筑牢

——一起私募产品纠纷带来的思考

陈熠昕* 张晓芙** 周尚正***

本文探讨的是一起券商作为私募产品销售机构与投资者产生的纠纷,虽不涉及私募基金领域近年来备受关注的对赌纠纷、回购纠纷及对部分投资条款效力的争议,但也是行业调解组织日常容易接触的一类典型纠纷。

近年来随着证券行业由传统经纪业务向财富管理转型,投资者对理财产品需求日趋多元,不少高净值投资者选择购买私募产品。而在一些私募产品销售过程中,简单粗暴的销售业绩考核、金钱诱惑对从业人员的职业道德挑战,致使私募产品销售环节的纠纷开始频发。

一、私募基金纠纷调解实践案例

(一) 案件概要

2021年8月,投资者A某投资100万元通过H营业部员工B某购买了一只封闭期3年的私募基金,11月投资100万元购入另外一只存续期私募基金。两只私募基金购入后均出现不同程度净值下跌,账面浮亏严重。A某极为不满,临近年关时,以无法向家人交代为由不断向员工B某借款,称用于弥补账面浮亏,前后合计42000余元。B某拒绝继续借款后,A某以B某在向自己推荐私募基金过程中没有如实告知产品详情、夸大产品销售的紧俏程度为由向公司总部投诉,认为B某为了冲业绩急于销售产品,误导自己做出错误决策,提出两个解决方案:①要求B某筹钱在A某账户购买与浮亏等额理财产品,若自己所购私募产品3年封闭期满后盈

* 中证资本市场法律服务中心调解员,甘肃证券期货业协会秘书长。

** 甘肃证券期货业协会纠纷调解部主任、调解员。

*** 中证资本市场法律服务中心调解员,甘肃证券期货业协会信息传导部副主任。

利,则 B 某所购理财产品还归 B 某;若自己所购产品亏损,则 B 某需用所购理财产品弥补自己实际亏损。②如不同意上述提议,就以当前浮亏为准直接补偿自己相关损失。A 某与 H 营业部及员工 B 某多次协商无果,遂向甘肃调解工作站提出调解申请。

(二) 主要争议

调解工作站经多方了解,发现争议焦点集中在 3 个方面:

一是关于了解产品。A 某认为自己所购私募基金为 B 某主动推介,自己没有渠道了解产品详情,所有信息均来自 B 某转发或转述,不够全面,A 某希望第一只购入的为首发私募基金,但购买后才发现产品虽是首发,其投资标的却是基金公司前期发行运作的母基金,与存续期基金并无实质差别,B 某对此却一无所知,与自己预期不符。自己投资决策是建立在 B 某虚假、缺失的产品信息基础上;B 某承认推荐时并未留意此项信息,但自己推荐的产品确系首发产品,符合投资者要求,且已将相关资料和路演信息完整地提供给 A 某,A 某有充分了解产品的途径,是 A 某认知偏差导致误解,购买行为系投资者自主决策。

二是关于合格投资者资格认证。A 某称为符合合格投资者标准,自己又不想由供职单位出具证明,在 B 某的建议和指导下提供了虚假收入证明,营业部未能有效防范;B 某认为自己只是提供建议,指出途径,根据日常所了解的情况,A 某实际上是符合条件要求的,形式上的认定与实际情况并不相违;营业部则认为,对 A 某与 B 某关于提供虚假收入证明的行为并不知情,A 某提供的合格投资者证明符合公司的认证要求,并且通过了私募合格投资者认定。投资者应保证自己提供材料真实准确完整,营业部的合格投资者认证过程没有瑕疵。

三是关于风险测评。A 某称在进行风险测评时,B 某对自己有过选项提示;B 某认为自己确实有过提示,但提示并不影响测评结果,A 某在其他券商也已通过私募合格投资者的风险测评;营业部认为 A 某符合购买私募产品条件,客户风险承受能力等级为积极型,与产品风险等级匹配。购买两支私募基金均通过手机自助购买,购买时系统显示了产品合同、风险揭示书等,客户均已确认,营业部在销售过程中不存在瑕疵。

(三) 调解过程及结果

调解工作站接到申请后,多次约谈三方纠纷当事人,了解纠纷细节,梳理各方

责任,也发现了一些新问题。三方虽然各执一词,但在调解人员的剖析之下,对自己行为的不当之处均有新的认识,症结集中在对责任分配的分歧上。

1. 关于了解产品

B 某曾将产品信息推给 A 某,但其自身对产品了解不够,未能及时了解推荐产品为子母基金结构关系,并不完全符合投资者要买首发私募基金的真实需求;而 A 某看过路演和相关资料,有机会了解到全部产品信息,只是仅关注了投资策略,而没在意投资方式,双方对产品了解均不全面,对此,双方认同调解人员的分析。

2. 关于合格投资者资格认证

B 某对 A 某成为合格投资者认证有不当建议,但 A 某提供虚假收入证明系主动行为,依据《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)第 78 条免责事由条款——“因金融消费者故意提供虚假信息、拒绝听取卖方机构的建议等自身原因导致其购买产品或者接受服务不适当,卖方机构请求免除相应责任的,人民法院依法予以支持,但金融消费者能够证明该虚假信息的出具系卖方机构误导的除外。卖方机构能够举证证明根据金融消费者的既往投资经验、受教育程度等事实,适当性义务的违反并未影响金融消费者作出自主决定的,对其关于应当由金融消费者自负投资风险的抗辩理由,人民法院依法予以支持”之规定,可见双方均有责任。A 某认识到自身问题,不再纠结此问题。

3. 关于风险测评

从各方提供的信息来看,B 某在投资者 A 某进行风险测评时,确曾有提示选项的不当行为,但 A 某作为资深金融从业者,对金融产品的风险特征应有相当认识,选项提示是否对测评结果造成实质影响有待商榷。依据《九民纪要》第 78 条,A 某亦有较大责任。

工作站了解情况过程中还发现 B 某在 A 某申购过程中,违反了中国基金业协会(以下简称中基协)发布的《私募投资基金募集行为管理办法》(以下简称《募集办法》)第 24 条第 5 款“使用‘欲购从速’‘申购良机’等片面强调集中营销时间限制的措辞”的规定,有过类似意思表示,属于不当行为。但 A 某申购后,冷静期内 B 某多次建议 A 某撤单并揭示风险,A 某未采纳,由此可见 A 某的购买行为系自主决策。

综上,B 某在投资者风险测评与合格投资者认定等环节存在违反适当性原则的

不当行为;A某作为资深金融从业者,对自己在合格投资者认定环节出具不实收入证明具有责任,所购买的两只私募基金,在争议解决期内一只3年封闭期产品尚在浮亏,另一只在调解过程中出现过浮盈但未主动进行获利赎回,投资者应对投资行为承担一定责任。因投资者曾以借款为名从B某处借得42000元,在征求营业部和B某同意后,调解工作站建议双方签署和解协议,变借款为和解款了结纠纷,但投资者提出B某还需另付50000元才同意和解。双方未能达成一致意见,纠纷最终未能化解。

二、难点思考

(一) 难点思考一

调解过程中遇到的争议,代表了现实处理纠纷中遇到的两种不同观点。行业监管趋严,要求经营机构承担更多责任;但在司法上,作为具有同等民事权利的个体,双方在责任分配上应处于平等地位,主动行为一方甚至需要承担更多的责任。募集办法要求:“私募基金募集从业人员应当履行说明义务、反洗钱义务等相关义务,承担特定对象确定、投资者适当性审查、私募基金推介及合格投资者确认等相关责任。私募基金推介前,须进行合格投资者确认,投资者需提供必要的资产证明文件或收入证明。”私募基金合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力的机构或个人:机构方面,要求净资产不低于1000万元;个人方面,要求金融资产不低于300万元或者最近3年个人年均收入不低于50万元。此外,还要求投资者投资于单只私募基金的金额不低于100万元。第九条规定:“任何机构和个人不得为规避合格投资者标准,募集以私募基金份额或其收益权为投资标的的金融产品,或者将私募基金份额或其收益权进行非法拆分转让,变相突破合格投资者标准。募集机构应当确保投资者已知悉私募基金转让的条件。”对合格投资者资格的认定有着严格要求,募集机构或者基金从业人员需承担审查责任。但在司法判例上,以江苏壹泽资本投资管理有限公司等与达孜县鼎诚资本投资有限公司等合伙企业财产份额转让纠纷[(2020)京民终114号]为例,在合同效力认定上,则认为“在投资者明知的情況下,违反监管机构有关私募基金合格投资者适当性管理的规定”不应影响基金合同本身的效力。且在“收益并未最终确定,损失亦不明确”的情

况下,判定索赔一方的请求缺乏事实和法律依据,未予支持。在本纠纷中,A某实质上符合合格投资者标准,在认定形式上采纳B某建议,使用虚假收入证明达成认证,责任该如何分配?笔者认为,A某作为资深金融从业者和主动行为的一方,在明知故犯的情况下,责任更大。

(二) 难点思考二

在风险测评中提示选项在现实中非常普遍。中基协的募集办法第18条规定:“在向投资者推介私募基金之前,募集机构应当采取问卷调查等方式履行特定对象确定程序,对投资者风险识别能力和风险承担能力进行评估。投资者应当以书面形式承诺其符合合格投资者标准。”第19条规定:“募集机构应建立科学有效的投资者问卷调查评估方法,确保问卷结果与投资者的风险识别能力和风险承担能力相匹配。募集机构应当在投资者自愿的前提下获取投资者问卷调查信息。”问卷调查主要内容应包括但不限于投资者基本信息、财务状况、投资知识、投资经验、风险偏好等。因为私募基金对风险测评要求较高,且对象为特定人群,从业人员在推介过程中往往与销售对象已经十分熟络,言语之间变得随意,投资成功则千好万好,一旦投资失败,这些言语就会成为瑕疵。在行业内,从业人员的这种行为无疑是需要担责的,具体需要担责几分确是难点,这种责任是否需要通过承担部分损失来实现,还是仅通过行业内的处罚来体现?笔者认为,经营机构首先需要承担从业人员管理责任,应加强对从业人员的日常培训和管理,做好从业人员展业行为监控,对从业人员的违规行为应该给予警示和处理,并在发生投资者纠纷时,为积极解纷做出努力。在2020年9月1日审结的卢某、嘉实财富管理有限公司委托理财合同纠纷民事一审判决[(2020)沪0115民初4150号]中,法院评价投资者在指导下通过风险测评时认为:“作为投资者,对自身投资也应当具有审慎的注意义务,即使是业务员告知其尽量把风险承受能力填高一点,作为具有一定投资经验的投资者,在投资过程中对此缺乏理性人应有的基本注意义务,对他人就其投资者信息进行不实陈述的后果应由其自行承担。”可见至少有相关司法判例不支持从业人员承担经济赔偿责任。

(三) 难点思考三

中基协《基金从业人员执业行为自律准则》和募集办法都将保本保收益列为禁止性行为。2020年12月30日中国证监会颁布施行的《关于加强私募投资基金监

管的若干规定》也明确禁止以“口头、书面或者通过短信、即时通信工具等方式直接或者间接向投资者承诺保本保收益,包括投资本金不受损失、固定比例损失或者承诺最低收益等情形”。在本纠纷中,B某在推介过程中做个人分析时有乐观表示,售后A某两基金出现浮亏后,B某在A某逼迫下,多次有过承认错误和弥补对方亏损的意思表示,这种行为是否属于承诺收益或承担损失?笔者认为,就性质来说,为了销售所做的承诺收益和分担风险与售后被迫承诺是有区别的。A某提出的第一个解决方案,明显具有对赌性质,起到了保底效果,如果采用,是否构成变相保本保收益?且投资者尚处封闭期的私募基金是否会造成实际亏损还属未知,以账面浮亏为标准确定补偿金额没有依据,调解工作站提出的建议未采用投资者方案,正是基于这方面的考虑。

三、案件启示

(一) 关于调解技巧

与行为的定性相比,在调解中最难的还是责任的划分与承担,因为在当事双方存在较大分歧时,调解员说服双方做出让步不仅需动之以情,更需晓之以理,让纠纷双方认清自己的行为责任,从而才有自愿让步的调解基础。调解员调解时,起到的是协调平衡各方的作用,平衡的技巧是调解成功与否的关键。

(二) 关于避免纠纷发生

要减少此类纠纷,需特别注意以下两点:

一是夯实各方责任意识。基金管理人作为发起者,应履职尽责,精细化运营,增加信息披露的透明度,特别是在推介募集环节,向销售机构、合格投资者全面披露影响投资决策的重要信息;在基金运作时更应努力为投资者创造持续稳健的长期收益,只有良好的持有体验才能获得良好的客户口碑,才能赢得更多的优质客户,才能推动行业健康稳健发展。

对于销售机构来说,要做好日常的投教及适当性管理工作,推介金融产品要慎重,切实承担起投资者适当性匹配责任,确保投资者能够在充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险的基础上作出自主决定,并承受由此产生的收益和风险,适当性义务的履行是“卖者尽责”的主要内容,也是“买者自负”的前提和基础。

而对于投资者来说,投资决策前,应充分了解自己投资的产品及性质、风险;认真阅读基金合同,认真对待每一份需要自己亲笔签署的协议,明确理解其中内容,对自己的投资负责。前述卢某诉嘉实案判决书中有“投资理财是主动型的民事行为,投资者作为具有完全民事行为能力的自然人,理当明知其自愿签约行为的法律后果,理当对自身的合同义务有所了解,理当对投资理财的风险有所预见。”的司法裁判观点正是“买者自负”的具体体现。

二是强化各方风险意识。不难预测,随着监管新规的进一步完善,风险机构和不良机构将持续出清,私募基金的优胜劣汰将成为常态,投资环境将日趋风清气正。私募基金公司要想不被市场淘汰,就要强化合规意识,防范风险,这是私募做大做强的根本。

对于销售机构来说,应进一步便利投资者对产品信息的获知,加强投资者风险揭示,强化销售环节全流程监督,切实承担起投资者适当性管理责任,做好工作留痕,让勤勉尽责升华为广大从业人员铭记于心、践之于行的行业精神。

对投资者来说,应长期存有足够的风险意识,慎重对待风险揭示,充分认识“风险与收益相匹配、高收益伴随高风险”是金融市场的基本规律,尤其是“刚性兑付”被逐渐打破之后,不存在包赚不赔的风险投资。随着注册制的全面实施,更多选择权交给了市场,这更需要投资者擦亮双眼,谨慎投资,对自己的投资负责。

案例 9 私募基金纠纷中托管人责任实证研究

华泰证券课题组*

一、研究背景分析

(一) 案例切入

2020年,投资者A直接向某管理人购买其发行的私募基金。2021年,投资者A了解到相关基金净值降幅明显,连续跌破“预警线”与“清算线”,投资损失惨重。对此,投资者A认为管理人销售过程未充分揭示基金风险,运作过程未按照合同约定向投资者披露基金运作情况及净值等重要信息,也未按照合同约定的投资策略及范围合理投资,严重损害投资者利益,随即会同多名投资者共同向当地调解组织申请调解,要求管理人全额返还投资款项及高额利息,并要求相关基金托管人就运作过程监督不力承担部分连带责任。

针对本次调解申请,调解组织第一时间沟通投资者了解纠纷情况,并对照私募基金合同条款深入梳理管理人及托管人职责履行情况。经多次排查,调解员了解到,管理人缺乏留痕材料证明营销过程已向投资者充分揭示风险,适当性管理存在瑕疵,明显违背《全国法院民商事审判工作会议纪要》有关“卖者尽责”原则要求。该管理人还存在未严格按照合同约定的范围开展基金投资、从业人员私自向投资者提供虚高净值、极端行情无法平仓等重大事项未及时联系并如实告知投资者等行为,涉嫌违反《私募投资基金监督管理暂行办法》相关规定,管理人上述行为与投资者损失之间存在直接因果关系,应承担赔偿责任。同时,调解员还走访托管人了解产品托管情况,结合全套留痕材料确认托管人已依照合同约定要求履行托管职责,未参与或协助管理人相关不规范事项,未发现需承担连带责任的情形。

* 课题负责人:顾成中,华泰证券股份有限公司合规法律部负责人;课题组成员:吴加荣、胡晟、吴达、周文威,华泰证券股份有限公司合规法律部员工。

面对自身产品管理过程不规范情况,经调解员充分申明利害,管理人表示愿意承担投资者本金损失赔偿,但无法承担投资者高额利息要求。在此基础上,调解员同步沟通投资者解释司法判例中利息认定范畴及赔偿标准,投资者慎重考虑后放弃高额利息诉求,最终与基金管理人达成和解。

(二) 案例简析

从本次案例可见,涉诉私募基金曾设置预警线、清算线,相关机制的核心均在于产品净值的管控,但由于私募管理人一方“向投资者提供虚高净值”等情形,直接导致预警线、清算线等机制形同虚设,未能起到应有的作用。此类涉及产品净值的纠纷案件并非个例,江苏证监局曾于2021年6月针对亿鑫投资管理扬州有限公司“发布的基金净值与实际不符”“未及时向托管人发送投资标的净值,导致基金份额净值严重高估”等情形作出行政处罚^①,深圳证监局也于2022年8月针对深圳前海大概率资产管理有限公司“未如实向投资者披露个别私募基金净值信息”等情形出具警示函^②。另据媒体报道,私募管理人映雪投资前期曾因提供投资者的产品净值数据未经托管人复核,被投资者质疑净值造假引发纠纷^③。相关纠纷除直接指向基金管理人外,还涉及托管人履职情况,托管人作为纠纷的相关方,存在被列为共同被告的可能。从现行托管服务及管理实践出发,私募基金相关纠纷重点涉及托管机构内控管理、信息披露等多领域工作内容,有待结合实际案例、法律法规、行业监管要求进一步开展实证研究。

二、私募基金管理人、托管人双方法律关系研究

关于基金管理人、托管人的职责定位,《证券投资基金法》明确规定“基金管理人、基金托管人依照本法和基金合同的约定,履行受托职责”,并强调“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产,基金服务机构从事基金服务活动,应当恪尽职守,

^① 参见江苏证监局:《行政处罚决定书(亿鑫投资)》,http://www.csrc.gov.cn/jiangsu/c103902/c464ee471d9bc46d9957ae7de93fae539/content.shtml。

^② 参见深圳证监局:《关于对深圳前海大概率资产管理有限公司采取出具警示函措施的决定》,http://www.csrc.gov.cn/shenzhen/c104320/c5355755/content.shtml。

^③ 参见中国基金报2022年9月7日报道:《伪造净值? 百亿私募又出事? 客户状告公司,最新判决来了》,http://www.stcn.com/article/detail/679496.html。

履行诚实信用、谨慎勤勉的义务”。针对“受托职责”具体范畴,以往实践中常有“委托代理之受托”和“信托之受托”两种不同论点,上述两种论点的主要分歧便在于托管人是否与管理人形成“共同受托人”关系,进而直接影响纠纷过程中托管人的责任认定。对此,2023年1月中国证监会修订发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》明确规定“资产管理计划财产为信托财产”,这一规定表明,相较于委托代理关系,信托法律关系更能凸显托管人的受托职责范畴,在合同条款义务之外,更需要强调诚实信用、谨慎勤勉等“共同职责”。

(一) 连带责任与分别责任的二元化规则

关于纠纷过程中管理人、托管人的赔偿责任分配,《证券投资基金法》第145条明确提出:“基金管理人、基金托管人在履行各自职责的过程中,违反本法规定或者基金合同约定,给基金财产或者基金份额持有人造成损害的,应当分别对各自的行为依法承担赔偿责任;因共同行为给基金财产或者基金份额持有人造成损害的,应当承担连带赔偿责任。”针对上述规则,近年有学者将其分析为“连带责任与分别责任的二元化规则”^①,第一层内涵即“基于责任自负的理念,管理人违反管理义务、托管人违反托管义务时要分别担责”,之所以出现分别担责,根源在于“管理或托管措施的独立性与可分割性”,而一旦出现“特定管理或托管行为的实施离不开共同受托人的联动配合、彼此协调与相互制衡”,则进入第二层内涵——连带责任,“在管理行为与托管行为相互间存在交集、彼此融合构成违法违规的共同行为时,管理人与托管人要投资人承担连带责任”。这一观点将管理人、托管人双方的责任认定从以往“一刀切”的逻辑中脱离出来,更强调对双方行为“配合、协调、制衡”等关键要素的判断,面对契约型、公司型、合伙型等不同私募基金类型以及样式繁多的合同条款,更具有逻辑的延展性。

(二) 违反义务的违约责任

针对合伙型或公司型私募基金,基金合同多采用两方模式,即管理人与投资者签署产品管理基础合同后,管理人另行与托管人单独签署产品托管合同,此时投资者和托管人并无直接合同关系,难以界定违约责任。而在契约型私募基金实践中,基金合同通常为三方合同,签署主体包括投资者、管理人和托管人三方,投资者与

^① 参见刘俊海:《私募管理人与托管人的连带责任》,《中国金融》2022年第21期。

托管人之间系直接合同关系,即存在违约责任产生的基础。在此情况下,责任认定的重点在于是否存在基金合同载明的具体违约行为,以及该违约行为产生的原因及责任方。实务中私募基金合同通常以列举式条文明确托管人权利与义务,如托管人相关行为未能直接对应合同约定义务,通常难以认定托管人违约;如出现合同条款约定不明确,尤其仅以“勤勉尽责”等原则性表述作为合同义务时,则需要进一步分析托管人相关行为与投资者实际损失之间是否存在直接因果关系及过错程度。

(三) 共同行为的侵权责任

在契约型、公司型以及合伙型私募基金托管实务中,无论合同签署方式及关联主体的不同范畴,均存在管理人、托管人作为“共同受托人”的共同行为,包括但不限于产品净值计算及复核、预警线及清算线机制等,上述情况直接触及投资者,如涉及产品投资损失,理论上存在产生侵权责任甚至连带责任的基础。针对上述侵权责任及连带责任,中国人民大学商法研究所所长刘俊海教授总结归纳为“共同背信的积极作为”“共同背信的消极不作为”“积极作为与消极不作为的混合模式”三类情形^①,三种类型均强调托管人履职行为与管理人存在不同程度的共同过错,并与投资者损失存在直接因果关系,进而提出托管人可能因共同侵权行为被认定承担连带责任。

(四) 违约责任和侵权责任的竞合

民事责任竞合即某个法律事实导致两种或两种以上民事责任的产生,而民事责任之间发生冲突的现象。《民法典》第186条规定:“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。”上述规定直接指向违约责任与侵权责任竞合的情形,如契约型私募基金托管人与管理人某项共同行为与投资者损失直接关联,并且明显违反合同条款,相对于投资者而言,则形成了托管人违约责任与侵权责任竞合。

三、基金托管人责任实证分析

上文重点探究私募基金产品纠纷中托管人承担违约责任与侵权责任的法律关系,现将结合纠纷案例,具体梳理私募基金纠纷中托管人责任边界。

^① 参见刘俊海:《私募管理人与托管人的连带责任》,《中国金融》2022年第21期。

(一) 投资者质疑私募产品净值造假、平仓线被篡改

在投资者与管理人XD资产、托管人ZT证券私募基金纠纷^①中,投资者向媒体反映,其于2018年1月投资100万购入某私募产品,相关产品于2019年4月披露净值约1.3元,投资者此时曾试图办理产品份额赎回但遭管理人拒绝,直至2020年8月,管理人仍拒绝为投资者办理份额赎回。投资者经沟通托管人方才获悉,相关私募基金已于2019年10月提前清算,净值归零。

根据媒体报道,投资者关注点集中于基金净值准确性以及合同约定的基金净值0.92元预警线、0.9元止损线是否有效执行。面对投资者“质疑托管机构未足够提示风险,未尽好保护投资者责任义务,应对投资者损失负有连带责任”,托管人ZT证券回应媒体称:“在产品运作到清算过程中,托管人严格按照基金合同的约定履行托管职责,针对产品净值触及预警线和止损线情形,通过邮件多次向管理人发送风险提示函并要求管理人及时向投资者进行信息披露。”^②

由于目前尚无该纠纷公开判决或仲裁材料,难以进一步了解相关私募产品平仓过程,但针对基金净值归零以及投资者声称“0.9元止损线遭篡改”情况,有律师评论道:“私募基金在设置强制平仓线(又名止损线)的情况下,曾有案例是管理人通过伪造投资者签章,进而向托管人提交了取消强制平仓线的《补充协议》。若托管人内控不严格,仅对《补充协议》进行形式审查,没有和投资者作进一步确认的话,完全有可能导致该基金强制平仓线被取消,进而实际损害投资者权益。”^③换言之,关于止损线存续及执行,有可能出现上文提到的管理人与托管人“积极作为与消极不作为的混合模式”,即管理人通过积极的造假方式侵害投资者权益,而托管人出现审核不严等“消极不作为”情形,进而导致托管人因共同行为负有赔偿责任。

(二) 投资者诉私募产品未及时按照止损线平仓

在投资者诉管理人LHTL资本、托管人ZT证券案件^④中,投资者于2016年购买

① 参见证券时报2021年7月8日报道:《百万资金血本无归,投资者竟浑然不知》,http://www.stcn.com/article/detail/399985.html。

② 参见证券时报2021年7月8日报道:《百万资金血本无归,投资者竟浑然不知》,http://www.stcn.com/article/detail/399985.html。

③ 参见中国基金报2021年7月8日报道:《晴天霹雳!买私募突然爆雷,产品净值1.3直接归0》,http://www.stcn.com/article/detail/400361.html。

④ 参见山东省烟台市芝罘区人民法院:王某与某证券股份有限公司烟台分公司、某证券股份有限公司合同纠纷一审民事判决书,案号:(2020)鲁0602民初530号。

LHTL 资本发行的某私募基金,根据合同,该基金将净值 0.80 元设置为预警线、净值 0.70 元设置为止损线,但投资者 2017 年 11 月赎回产品时净值亏损 33.97%,引发投资者质疑并提起诉讼。

面对投资者要求管理人、托管人共同承担产品损失赔偿责任的诉求,托管人提出“管理人负责对预警线、止损线的监控与执行,托管人对此不进行监督,也不承担相应责任,但可根据情况在次一个交易日后向管理人进行风险提示;该风险提示不表明托管人对管理人所负责的预警线、止损线监控与执行承担任何实质性的连带责任与义务”,管理人同步提出“尽管产品赎回余额略低于 0.7 元,但合同中已约定在止损卖出过程中,由于市场价格大幅下跌或因证券、期货跌停、停牌等事件导致证券、期货不能卖出等因素,可能会导致止损后基金份额净值低于止损前基金份额净值的情况”,上述答辩意见获得法院认可,法院最终结合证据材料认定“原告无证据证明托管人在履行涉案合同中存在过错”“原告无证据证明管理人在基金操作中存在过错,或有违约或违规行为”,驳回原告相关诉请。

本次判例的特点在于,基金合同在根源上划定了特定情形下管理人与托管人“责任自负”原则,明确约定止损线执行义务仅归属于管理人,使得法院在审理“产品赎回净值略低于止损线”环节,将托管人责任与管理人责任进行区分论述,首先认定“无证据证明托管人存在过错”,随后再认定“无证据证明管理人存在过错,或有违约或违规行为”,凸显出“管理或托管措施的独立性与可分割性”。

四、规范履行信息披露义务背景下针对性完善建议

结合实务,由于私募产品更多约定仲裁方式处理纠纷,公开案例较难支撑本文对私募基金纠纷中托管人各类事项进行完整列举。针对托管人责任及问题,前期中国证监会机构部发布《机构监管情况通报》,针对基金投资风格漂移、个股入库审批不严、入库程序履行不到位、指数产品设计把关不严等现象进行了通报,涉及到部分基金公司风格库内控管理缺失等问题,而具有监督职责的基金托管人也存在对基金投资风格监督履职不充分等问题^①。从公开报道来看,公募基金涉及上述问

^① 参见中国基金报 2022 年 7 月 16 日报道:《最新监管通报来了,有关基金“风格漂移”,这些违规行为被问责》,http://www.stcn.com/article/detail/644348.html。

题的例子并不鲜见^①。而本文重点关注的基金净值准确性问题及预警线、止损线执行问题,却极少见于公募基金领域,而出现这一差别的原因恰恰是私募基金与公募基金不同的信息披露路径。

相较于私募基金,公募基金信息披露相关标准和格式规范更为完善,并对时效性有着更为严苛的要求,绝大多数公募基金净值数据可实现交易时段实时更新,并于交易日盘后核对确认,上述数据更是面向全市场公开,为投资者及时获知准确的产品净值提供了极大的便利。而基于私募基金自身的“非公开募集”特性,私募基金产品净值更多依赖于基金管理人投资者的单向反馈,客观上形成了一定程度的信息壁垒。上海金融法院在总结2016~2021年上海涉私募基金案件过程时,便明确提出:“投资者与管理人之间的信息不对称易引发管理人的道德风险。由于专业知识和对财产的控制能力存在差异,投资者与管理人之间处于信息不对称状态,投资者的权利实现有赖于管理人忠实勤勉,若管理人与投资者的利益目标不一致,则有可能利用自身专业优势和信息优势损害投资者利益。”^②

针对“私募基金的非公开募集与资本市场信息公开透明之间的矛盾”,中国证券投资基金业协会已于2022年5月通过《协会声音》专栏发布了《境外私募股权基金信息透明化进程研究》^③一文,对美国等境外实践经验进行系统阐述。该文章开宗明义地提出私募基金信息透明的内涵与关联主体,“私募基金的信息透明度包括科学统一的信息披露标准、强力的执行制度以及市场化的博弈机制,投资者、服务机构、自律组织和监管机构等各方合力推动形成以信息透明促进私募基金优胜劣汰的正向循环”。随后进一步讲解美国当前实践的方向,“2022年2月9日美国证券交易委员会发布了针对私募基金行业监管的新提案,旨在加强私募基金监管力度,进一步提高信息披露要求,保护投资者利益”。文章在总结归纳美国私募股权投资行业构建信息透明正向循环经验的基础上,提出“借鉴国际经验,我国可以考虑探索符合中国国情的差异化的信息披露管理模式”,并强调“坚持私募股权信息透明化方向,建立信息共享机制”,“尝试建立与工商部门、托管人、中介机构等多方

^① 参见中新经纬2022年7月27日报道:《多只基金“风格漂移”:监管严查下,基金经理为何仍爱追热点?》, <http://www.jwview.com/jingwei/html/m/07-27/495757.shtml>。

^② 参见上海金融法院:《私募基金纠纷之法律风险防范报告》,《上海法学研究》集刊2022年第8卷。

^③ 参见中国证券投资基金业协会:《境外私募股权基金信息透明化进程研究》, <https://www.amac.org.cn/researchstatistics/publication/cbwshsy/202205/P020220527630114136250.pdf>。

的信息共享和校验机制”，“发挥第三方机构在市场博弈中的监督、协调作用”^①。

结合上述境外实践经验及境内完善方向,近期已有学者呼吁优化我国私募基金信息披露制度,提出:“在借鉴美国私募基金监管经验的基础上,应根据我国私募基金发展实情,灵活、适度地加强私募基金信息披露,即要求私募基金管理人提供季度报表,说明基金业绩、费用和支出等情况,以不断规范化和透明化私募基金运作,实现对私募基金行业系统性风险的动态监测和全面评估。”^②从现有业务实践出发,在不断加强基金管理人自身信息披露规范要求的同时,借助现有的协会信息展示体系,在合法合规的前提下探索建立共同参与、相互监督的信息披露新机制。不仅通过多主体参与推进形成更为有效的市场博弈机制,还能在管理人消极不作为甚至恶意侵害投资者权益等极端情形下,为托管人提供更为完善的履职尽责渠道;既有利于托管人深入落实监督职责,防范后续纠纷风险,也为投资者及时获取私募基金运作过程重要信息提供帮助,共同维护投资者合法权益。

^① 参见中国证券投资基金业协会:《境外私募股权基金信息透明化进程研究》, <https://www.amac.org.cn/researchstatistics/publication/cbwxhsy/202205/P020220527630114136250.pdf>。

^② 参见吕昊旻:《美国强化私募基金监管的现实逻辑、内容及影响》,《国际金融》2022年第11期。

第三篇

上市公司专题

案例 10 操纵证券交易市场责任纠纷调解案例

杨立转*

近年来,群体性证券侵权损害赔偿诉讼呈现短期激增、长期稳增的态势。为妥善处理群体性证券纠纷,维护当事人的合法权益,上海金融法院于 2019 年 1 月在全国首创证券纠纷示范判决机制,即在处理群体性证券纠纷中,选定示范案件先行审理、先行判决,通过发挥示范案件的引领作用,妥善化解后续的其他平行案件。截至 2022 年 12 月底,上海金融法院通过示范判决机制共妥善化解 14 501 件群体性证券纠纷,中小投资者获赔金额约人民币(以下币种相同)11 亿元。上海金融法院坚持把非诉讼纠纷解决机制挺在前面,深化多元解纷机制,在示范判决机制的基础上,首创“示范判决+专业调解+司法确认”全链条诉调对接机制,在首例示范判决案件——方正科技证券虚假陈述案中,共计 2 122 名投资者达成调解协议获赔,调撤率达 98.7%。

本文的多元解纷案例也采用全链条诉调对接机制,是上海金融法院首例通过诉前调解成功化解的操纵证券交易市场责任纠纷。拟通过对该案例的分析,对化解相关纠纷提供一些启示。

一、案情简介

A 公司系全国中小企业股份转让系统(以下简称新三板市场)挂牌公司。邵某系 A 公司的实际控制人之一。2015 年 11 月 6 日,A 公司发布《股票发行认购公告》,记载股票认购价格为每股 20 元。2015 年 11 月 12 日,B 公司与 A 公司签订《公司股票发行认购协议》,约定 B 公司认购本次发行的 50 万股股票,认购价格为 20 元每股。此次股票发行数量为 2 500 万股,参与发行的投资者包括 B 公司在内的

* 上海金融法院立案庭法官。

23家机构投资者及2名自然人投资者。

2017年11月20日,A公司发布公告称,因涉嫌证券市场操纵,中国证监会决定对A公司实际控制人陆某、邵某进行立案调查。2020年9月7日,中国证监会作出《行政处罚决定书》,认定邵某与其他两名案外人于2015年8月7日至2015年9月30日期间对A公司进行了股价操纵,通过其控制的证券账户大量连续主动买入,以主动与做市商成交,迫使做市商不断提高双向报价中枢的方式对A公司股价进行操纵,影响了该股交易量,也对其价格走势产生了重大影响,对邵某处以150万元的罚款,对其他案外人亦有相应处罚。

B公司认为,A公司和邵某操纵证券交易市场的行为直接导致B公司的认购价格过高,B公司遭受了巨大的损失,故起诉至上海金融法院,要求A公司和邵某共同赔偿投资损失286万元以及律师费10万元。

二、调解过程及结果

(一) 启动全链条诉调对接机制

某投资人起诉A公司、邵某操纵证券交易市场责任纠纷案,上海金融法院作出过生效的示范判决。示范判决认为:邵某实施了操纵证券交易市场行为。原告的投资决策受到了邵某操纵证券交易市场行为的影响,原告的投资损失与邵某操纵证券交易市场行为存在因果关系。新三板市场在交易量、流动性及定价能力上与成熟的A股市场有较大差距,故根据专业评估机构认定的股权价值作为基准价格计算原告的投资差额损失。邵某作为侵权行为人应当承担赔偿责任。无证据证明A公司存在参与操纵证券市场的行为与意图,故A公司不承担赔偿责任。

本案B公司通过网上立案的方式提交了诉讼材料后,诉前调解指导法官(以下简称指导法官)立即启动了“示范判决+专业调解+司法确认”的全链条纠纷化解机制。首先,发挥示范判决引导作用,通过电话耐心向双方当事人详细释明诉前调解的优势,建议双方以示范判决为基础进行调解。经引导,双方都同意诉前调解。其次,将案件在线委派给了中证资本市场法律服务中心先行调解,将示范判决一并提供给调解员,方便调解员按照示范判决确定的标准,为当事人提供标准化调解方案。最后,如果调解成功,将提供绿色通道快速进行司法确认。

（二）在线联动调解化解纠纷

由于当事人分处上海、深圳两地,当时又处于疫情防控期间,线下调解,既不便利,也不安全。为突破时空阻碍,本案采用在线方式进行调解。

示范判决所确定的结果对各方当事人的心理预期划定了底线,双方当事人在此结果基础上树立了合理预期,提升了调解效率。调解员以电话、在线视频、电子邮件等方式进行线上沟通,本案双方当事人很快就认可按照示范判决确定的标准来核定 B 公司的投资差额损失。中证资本市场法律服务中心不但是专业的证券纠纷调解组织,还是专业的投资者损失核定机构。在中证资本市场法律服务中心的协助下,双方确认 B 公司的投资差额损失为 106 万元。

虽然调解大方向定下来了,但仍有两个争议难以达成一致。B 公司主张,有个别投资者曾私下获得邵某赔偿的律师费,B 公司希望被同等对待,坚持要求赔偿律师费 10 万元;B 公司担心邵某没有履行能力,坚持要求 A 公司对邵某 106 万元的赔偿义务承担连带责任。A 公司和邵某认为,要求赔偿律师费以及要求 A 公司承担连带责任,均没有法律依据。

为快速化解纠纷,指导法官果断介入在线调解过程,与调解员进行联动调解,各方终于达成了一致意见。① 关于律师费的争议。示范判决并未涉及律师费的处理,B 公司为避免诉讼风险,愿意减少主张的律师费金额。邵某为了挽回声誉,修复与投资者的关系,也愿意让步。最终协商一致由邵某赔偿 B 公司律师费 4 万元。② 关于 B 公司担心邵某没有履行能力的问题。邵某当场转账支付赔偿款给 B 公司,B 公司放弃向其他主体主张权利并承诺相关保密及违约责任条款。

调解成功后,各方在线签署调解协议,在线完成司法确认程序。通过司法确认赋予调解协议强制执行效力,有效保障了各方当事人的合法权益。

三、调解案例的启示

因证券虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为一般会引发民事赔偿群体性纠纷。本案 A 公司操纵市场,引发了小规模群体性证券纠纷。有 20 余名投资者诉至法院,B 公司是其中的一名投资者。有些上市公司的证券虚假陈述行为,会引发更大规模的群体性证券纠纷。笔者认为,做好群体性证券纠纷的多元化解工作,可以

关注以下三个方面:

(一) 用好全链条诉调机制,打造专业化调解团队

群体性证券纠纷法律争议大,专业性强,受侵害的投资者人数众多。如果没有示范判决作为标杆,每个人调解预期不同,很难高效调解。如果没有专业的调解员,很难就专业问题说服当事人。如果达成的调解方案不能强制执行,纠纷就不能算真正化解。示范判决可引导当事人树立合理的预期,提高纠纷化解效率。有示范判决之后,并非一劳永逸,仅仅是批量化解纠纷的开始。中证资本市场法律服务中心这类专业调解组织的调解员比较专业,能够准确理解并传达示范判决的法律原理、损失核定方法,高效推动调解方案达成。达成的调解协议,经法院司法确认后,就被赋予了强制执行力。可见,用好“示范判决+专业调解+司法确认”全链条诉调机制,能够有效解决上述群体性证券纠纷的难题。

本案能够快速说服各方当事人参照示范判决的标准核定损失并形成调解方案,离不开指导法官的引导工作,更离不开调解员利用专业知识为纠纷化解提供有力支持。要用好全链条诉调对接机制,关键是要有专业化调解团队:①法院要以精于群众工作、善于诉前调解的法官为核心,建立诉调对接专业团队,提高诉前调解指导工作的专业性;要建立专业调解员名录,善于借助“智慧外脑”做好诉调对接工作。②调解组织要努力吸收更多专业调解人才加入调解团队,让专业调解员有针对性开展调解工作。③通过专家授课、案例展示、个案对接、专题研讨等方式加强人员培训,提高调解团队专业性。

(二) 打通全在线解纷渠道,完善智能化系统平台

群体性证券纠纷,受侵害的投资者人员分散,遍布全国,维权成本高。打通全在线多元纠纷化解渠道,运用全流程在线诉调对接机制,可以突破空间限制,便捷、高效、低成本地化解纠纷。在疫情期间,还能有效避免人员聚集感染,实现战“疫”期间,纠纷化解工作“不打烊”。统一开发标准、统一业务支撑、统一用户体系的多元解纷处理平台,可打通全在线系统运行中产生“堵点”“断点”。比如,本案的处理,案件立案、送达诉讼材料、向调解组织委派案件、主持调解、签署调解协议、司法确认等诉调对接流程全部通过在线方式进行,为投资者提供全在线的智能化多元解纷服务,帮助当事人足不出户化解纠纷,极大降低诉讼成本。通过在线办理,当事人无论身处何处,都可以通过互联网解决纠纷。

今后,要更加注重科技赋能,深化数字改革,全方位提升数字化应用水平,运用人工智能、区块链、大数据等现代科技,构建数字时代多元解纷新模式,进一步让群体性证券纠纷化解工作变得更加高效便利。上海金融法院在此方面进行了初步探索:①创设了群体性证券纠纷标准化多元解纷系统,联通“中小投资者保护智慧舱”,通过人脸识别、人机对话、语义理解等智能技术,智能校验投资者身份,为投资者进行“个性化”风险评估,提供明确的调解预期。②建立交易数据在线交换系统,与中国结算上海分公司建立交易数据在线查询专用线路,由法院直接批量调取投资者交易记录,减少投资者举证成本,提升损失核定的高效与精准,实现数据查询在线化。③建立案件智能辅助系统,针对证券案件模式化、批量化的特点,建立证券纠纷案件智能分析,自动抓取案件信息,进行标签式管理;内嵌文书样式,简单的裁判文书自动智能生成。

(三) 加强全方位诉源治理,建立协同化解纷体系

要做好群体性证券纠纷多元化解工作,需要加强全方位诉源治理,推动建立协同化解纷体系。推动更多法治力量向引导和疏导端用力,加强矛盾纠纷源头预防、前端化解、关口把控,完善预防性法律制度,从源头上减少诉讼增量。上海金融法院在这方面做了很多探索:①协同推广纠纷先行调解理念。协同金融监管机构、金融基础设施、行业协会等,探索推动上市公司、金融机构概括性承诺先行调解机制,率先提出并推动上海证券交易所将证券纠纷多元化解纳入其上市规则,推动将承诺先行调解的内容载入各类金融业务示范合同条款。充分发挥行业协会纽带作用,引导金融主体同意发生争议后优先接受调解纠纷模式。②协同建立风险防范沟通机制。与证券监管机构建立常态化的金融风险信息反馈机制、金融纠纷法律风险防范报告年度发布机制。对于案件审理过程中暴露的风险问题及时采用审判白皮书、司法建议、专题分析等形式强化预警,促进有关单位源头预防和减少矛盾纠纷。③协同创建纠纷联动化解机制。与中证资本市场法律服务中心、上海资本市场调解委员会等8家行业调解组织建立合作关系,合作打造“提前介入+联动调解+全程监督”调解模式。

案例 11 证券虚假陈述重大性的认定

——柯某等诉安徽华信等证券虚假陈述责任纠纷案

李 鹏* 练彬彬**

一、案情介绍

原告：柯某等

被告：安徽华信国际控股股份有限公司（以下简称安徽华信）、上海华信国际集团有限公司（以下简称上海华信）

上海华信系上市公司安徽华信控股股东。2013年11月18日，安徽华信发布重组停牌公告。之后，安徽华信多次公告重组进展。2015年6月15日起，因安徽华信拟筹划重大事项且该事项存在不确定性，安徽华信股票开市起停牌直至2016年4月15日。2013年5月20日起至2015年6月15日期间，深证综指同期上涨206.5%。2013年5月20日起至2016年4月15日期间，安徽华信股价上涨390.90%。在此期间，安徽华信于2016年3月1日发布《2015年年度报告》。2016年4月15日，安徽华信发布公告，载明：终止本次重大资产重组并复牌，未来择机尽快重启重大资产重组事宜。同日，安徽华信股票收盘价较前一交易日下降10.03%，并连续三个交易日跌停。同时期，深证综指收盘价下跌分别为0.20%、1.32%、0.30%。之后，安徽华信股价缓慢下跌至2018年3月20日。期间，安徽华信多次表示未来择机重启重组事宜。2017年3月18日，安徽华信发布《2016年年度报告》。之后，安徽华信股价连续多个交易日下跌至2017年3月30日。2018年3月19日，安徽华信股票临时停牌。之后，上海华信所持安徽华信股份过半数被质押和司法查封，并收到深交所问询函。2018年4月25日，安徽华信股票复牌，并宣

* 上海金融法院法官，复旦大学法学博士。

** 上海金融法院法官助理，华东政法大学法学硕士。

布上海华信决定暂时终止筹划重大事项。同日,安徽华信股票收盘价,较前一交易日下降 10.02%。2018 年 4 月 26 日,安徽华信发布公告,载明上海华信及安徽华信未及时披露股权质押、冻结等事项。同日,安徽华信股票收盘价,较前一交易日下降 9.90%。2018 年 4 月 27 日,安徽华信发布《2017 年年度报告》。之后,安徽华信股价连续多个交易日下跌至 2018 年 5 月 18 日。另,2018 年上半年,上海华信评级被下调,其发行的到期债券存在兑付压力,安徽华信逾期债务总金额达 3.7 亿元。

2018 年 8 月 23 日,安徽华信发布《关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书的公告》,披露安徽华信于 2018 年 8 月 22 日收到《调查通知书》,具体内容为“公司披露的 2017 年年度报告涉嫌虚假记载,……我会决定对你公司进行立案调查”。2018 年 8 月 23 日,安徽华信股票收盘价较前一交易日下跌 2.31%,2018 年 8 月 24 日上涨 0.79%,2018 年 8 月 27 日上涨 1.56%。同时期,深证综指收盘价较前一交易日分别上涨 0.63%、下降 0.23%、上涨 2.49%。2018 年 8 月 23 日至第 30 个交易日 2018 年 10 月 11 日,累计成交量达到可流通部分的 15.93%。在此期间内,每个交易日收盘价的平均价为 1.30 元,安徽华信股价跌幅 8.46%,深证综指跌幅 11.04%。同时期,石油行业指数跌幅 1.03%。

二、案件调查与主要争议

2020 年 2 月 18 日,安徽证监局作出《行政处罚决定书》,认定安徽华信存在违法事实如下:① 安徽华信未按规定披露关联交易事项,导致 2015~2017 年年度报告存在重大遗漏。② 安徽华信虚增 2016 年度、2017 年度营业收入和利润,导致 2016 年、2017 年年度报告存在虚假记载。③ 安徽华信未按规定及时披露其 2018 年 2 月为控股股东及其关联方提供担保事项。

原告柯某等诉称,其基于对安徽华信披露信息的信任投资该公司股票。柯某等在虚假陈述实施日至揭露日期间购买了安徽华信股票产生损失,应由安徽华信依法予以赔偿。上海华信作为安徽华信的控股股东应当承担连带责任。被告安徽华信、上海华信辩称,案涉虚假陈述不具有重大性,交易行为受到了虚假陈述实施后发生的重大资产重组等其他重大事件的影响,故交易因果关系不成立。

上海金融法院生效判决认为,本案的争议焦点是虚假陈述的内容是否具有重大性。

三、判决结果

上海金融法院认为,《中华人民共和国证券法》第80条第2款规定的重大事件包括上市公司订立重要合同、提供重大担保或者从事关联交易,可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响等情形。本案中,安徽华信虚假陈述的内容涉及未按规定披露关联交易事项,导致2015~2017年年度报告存在重大遗漏,虚增2016年度、2017年度营业收入和利润,导致2016年、2017年年度报告存在虚假记载,2018年2月未按规定及时披露为控股股东及其关联方提供担保事项。虽然上述诱多型虚假陈述的内容符合《中华人民共和国证券法》以及证券监管部门制定的规章及规范性文件所列之重大事件,但是从该虚假陈述行为对股价及交易量的影响来看,当时安徽华信的股价受其他诸多因素的主导,安徽华信的虚假陈述行为并未导致股价或交易量产生明显的变化。

具体分析如下:首先,安徽华信首次实施虚假陈述行为是在2016年3月1日,其在发布的《2015年年度报告》中未按规定披露关联交易事项。这一虚假陈述行为属于隐瞒利空消息的诱多型虚假陈述。但隐瞒利空消息的行为通常无法被外界感知,一般不会导致股价发生变动。同时,年度报告的发布正处于证券停牌期间,更无法对股价造成直接影响。2016年4月15日复牌后,安徽华信股价并未明显上涨或维持不动,而是连续三个交易日跌停。这说明虚假陈述未体现出诱多的效果。安徽华信第二次虚假陈述行为系其在发布的《2016年年度报告》中未按规定披露关联交易、虚增2016年度营业收入和利润。上述虚假陈述亦属于诱多型虚假陈述,特别是虚增营业收入和利润,通常会导致股价明显上涨。但安徽华信公布《2016年年度报告》后,公司股价连续8个交易日下跌。安徽华信的第三次虚假陈述行为系其在发布的《2017年年度报告》中未按规定披露关联交易、虚增2017年度营业收入和利润以及未及时披露对外担保,虚假陈述类型同2016年,但安徽华信公布《2017年年度报告》后,公司股价连续13个交易日下跌。由此可见,安徽华信在上述诱多型虚假陈述行为实施后并未导致股价明显上涨,市场对其的反应是相反的。其次,诱

多型虚假陈述行为揭露后,股价通常受此影响会明显下跌。本案中,虽然揭露日当天安徽华信股价下跌 2.31%,同期大盘上涨 0.63%,但事后两日,安徽华信股价连续上涨,其中第一日上涨超过同期大盘。总体而言,揭露日以及后续两日,安徽华信股价并未出现高于大盘的明显下跌。在揭露日至基准日期间,安徽华信虽然股价下跌,但跌幅小于同期大盘。故,安徽华信诱多型虚假陈述行为的揭露,并未导致股价明显下降。纵观安徽华信从 2016 年 3 月 1 日至 2018 年 10 月 11 日期间的整体走势,安徽华信的股价主要受到证券市场系统风险和其自身资产重组失败的重大影响,虚假陈述行为并未导致其股价明显变化。上述期间,安徽华信股价存在两次大幅度下降。第一次股价大幅度下降发生于安徽华信宣布重组失败于 2016 年 4 月 15 日复牌后。此次停牌开始于 2015 年 6 月 15 日,至复牌长达近 10 个月。停牌期间发生的 2015 年、2016 年股市大盘风险、安徽华信自身的资产重组失败等因素,造成了复牌后的第一次股价大幅度下降。第二次大幅度下降发生于安徽华信再次宣布重组失败并于 2018 年 4 月 25 日复牌后、揭露日 2018 年 8 月 23 日之前。此次股价大幅度下降是安徽华信资产重组失败,控股股东上海华信所持股票质押、被司法冻结,以及上海华信出现资金问题等因素所造成。整体而言,安徽华信提供证据证明其虚假陈述行为并未导致股价或交易量明显变化,其有关虚假陈述的内容不具有重大性的抗辩成立。

综上,虚假陈述内容的重大性是投资者对虚假陈述产生信赖,从而认定交易因果关系的前提,在虚假陈述内容不具有重大性的情况下,相关民事责任不应由安徽华信、上海华信承担。故,上海金融法院于 2022 年 5 月 30 日作出〔2021〕沪 74 民初 1895 号民事判决,判决:驳回原告的诉讼请求。该案已生效。

四、案件启示

《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《新规定》)采用价格影响标准作为认定重大性的关键标准。在取消前置程序后,如何适用价格影响标准认定重大性将成为司法审判的争点之一。

(一) 虚假陈述重大性的认定标准

《新规定》在本案审理期间开始施行,故本案应当适用《新规定》。与《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《原规定》)相比,《新规定》第10条明确重大性的认定标准为“重大事件或重要事项+价格影响”。至此,重大性的认定标准似乎较为明确。然而,如何正确理解第10条的内在逻辑,第10条与《新规定》“虚假陈述认定”“交易因果关系、损失认定”规定之间的关系,与《原规定》下的重大性认定标准之间的关系(即行政处罚在民事赔偿案件中的作用),价格影响标准下举证责任应如何分配等问题,仍存在分析、讨论之必要。

1. 价格影响标准

关于重大性的认定标准,我国立法和理论界中存在投资者决策标准、价格影响标准、发行人品质不利影响标准等多元化标准。^①在司法中,《新规定》出台之前,最高院的意见逐渐倾向于采用价格影响标准。^②但在《新规定》征求意见的过程中,最高院也曾吸收如下意见:理性投资人标准作为判断重大性的抽象标准,同时将虚假陈述行为对证券交易价格、交易量的影响作为判断信息是否具有重大性的重要证明和考量因素。^③

《新规定》第10条第1款规定了法院应当认定存在虚假陈述重大性的三种情形:证券法规定的重大事件、监管规范规定的重大事件或重大事项、虚假陈述导致的交易价格或者交易量明显变化。“价格影响标准”更加直接、客观,可操作性更强,且与域外的新进实践相符,最终被明确为认定重大性的判断标准。再详言之,上述三种情形并非等量齐观、三选一的关系。即使虚假陈述的内容符合前两种法定情形标准,如果被告证明相关虚假陈述符合第三种价格影响标准情形,法院应当认定虚假陈述不具有重大性。值得注意的是,第10条规定的重大性不在于界定侵权行为层面的重大性,而在于解决信赖要件层面的重大性(以下如无特别提及,均指信赖要件下的重大性)。《新规定》第4条通过“重大不实记载、重要信息、重要事

^① 参见周友苏主编:《证券法新论》,法律出版社2020年版,第331~332页。

^② 最高人民法院民事审判第二庭在《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》中认为“对于虚假陈述重大性的认定标准,美国法在传统上是以理性投资人为标准,但这实际上是法官的标准,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、客观化的指标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、欧盟市场新进的实践,均采用了这一方法。”

^③ 参见雷继平等:《〈新虚假陈述司法解释〉重大性判断标准与局限》,载微信公众号“雷继平法律订阅”,2022年5月访问。

实、重大遗漏、重大事件、重要事项”等表述来界定虚假陈述侵权行为,故虚假陈述侵权行为本身已经包含了“重大性”。鉴于第 10 条前两种法定情形标准与第四条实为一致,故价格影响标准为重大性认定的关键标准。

2. 行政处罚的适用

虽然在信赖要件层面《原规定》对重大性的认定标准未作出明确规定,但是重大性自始至终是法院必查的重要事实。所不同的是,随着虚假陈述侵权诉讼实践的发展,法院审查重大性的独立性逐渐增强,行政责任与民事责任在构成要件、法益保护和认定标准等方面的差异被逐渐重视。初始,《原规定》通过设置行政处罚或刑事裁判起诉前置程序为虚假陈述设定了重大性认定标准。大多数法院在民事案件审理中,可不予涉及而当然认定^①。2015 年《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》明确规定,重大性的主要衡量指标可以通过违法行为对证券交易价格和交易量的影响来判断。因被行政处罚的虚假陈述行为并非必然影响交易价格、交易量,故行政处罚不再是重大性认定的必要条件而成为充分条件。

本案中,证监部门认定安徽华信未按规定披露关联交易和对外担保事项,虚构保理和原油转口贸易业务,披露的 2015~2017 年年度报告存在虚假记载、重大遗漏等行为,违反了《证券法》信息披露方面的规定。行政处罚查明了上述虚假陈述行为涉及的部分交易金额占经审计的净资产、当期营业收入、利润等财务数据的比例。上述比例已经超过了《深圳证券交易所股票上市规则》等规定的比例绝对标准。因此,前述虚假陈述的内容符合《新规定》第 10 条所规定的重大性法定情形认定标准。但是,行政处罚并未明确是否审查了虚假陈述行为对交易价格或交易量的影响,故在证券侵权民事赔偿案件中,只能作为信息披露义务人实施虚假陈述的证据,而不能直接作为重大性认定的根据。基于此,被告提供了大量证据证明虚假陈述未导致交易价格或交易量发生明显变化。

3. 举证责任的分配

价格影响标准受到质疑的主要原因之一是有观点认为,如果采用该标准,那么原告需举证虚假陈述行为会对证券价格或交易量产生重大影响,但由于影响价格的因素很多,难以判断价格或交易量与虚假陈述行为之间的因果联系,将会加重原

^① 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民出版社 2015 年版,第 215 页。

告的举证责任。^①对此,笔者认为,在《新规定》下举证责任分配如下:首先,原告仅需根据第10条第1款第一、二项的规定,提交证据(如行政处罚、刑事裁判以及其他虚假陈述的证据)证明虚假陈述属于《证券法》第80条第二款、第81条第二款规定的重大事件或重要事项,即完成对重大性的举证责任,而无需进一步证明虚假陈述与证券价格或交易量变化之间的因果关系。此后,被告应当提交证据证明虚假陈述与证券价格或交易量明显变化之间不存在因果关系,并由被告承担举证不能的法律后果。如此,原告的举证责任实际被减轻。

本案中,原告提交了行政处罚证明了虚假陈述行为的存在,同时因行政处罚明确载明了虚假陈述行为所违反的具体信息披露法律法规,且上述规定明确指向了《证券法》(2014)的第67条,故原告的举证责任因行政处罚的存在而完成。此后,举证责任转移至被告,被告对此在本案中亦提交了大量的证据与分析意见。

(二) 价格影响标准的具体考量因素

《新规定》第10条规定的价格影响标准为“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”。上述规定明确了考量交易价格变化的时间区间是虚假陈述实施之后、揭露或更正之后,交易价格的变化程度为“明显”。除此之外,前述规定还要求虚假陈述“导致”交易价格变化。导致交易价格变化的因素千变万化,如何权衡虚假陈述在其中的权重,仍需结合个案具体情况进行分析。

首先,本案根据虚假陈述的类型确定交易价格的通常走势,将实施日至基准日期间的交易价格走势与通常走势相比较,并将其与同期大盘指数、行业指数同步对比,全面、系统分析虚假陈述对交易价格的影响。其次,因考察揭露日的价格变化往往也同时能确定损失因果关系的存在,此时交易因果关系与损失因果关系的区分及效果就并不那么明显^②,以及价格影响标准存在价格敏感失灵的可能性^③,本案

^① 参见翁晓健:《证券市场虚假陈述民事责任研究——美国证券法经验的反思与借鉴》,上海社会科学院出版社2011年版,第65页。

^② 参见彭冰:《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》,微信公众号“法律适用”,2022年7月1日访问。

^③ 参见徐文鸣等:《新〈证券法〉视域下信息披露“重大性”标准研究》,载《证券市场导报》2020年第9期,第77页。

再从证券市场的风险、个股因素等方面较为全面地考量交易价格变化的主要原因，而未局限于单纯审查实施日、揭露日后交易价格的变化。

1. 虚假陈述类型

虚假陈述的类型一般被假设为如下四种类型：① a 型，通过积极作为、编造利好消息的诱多型虚假陈述；② b 型，通过不作为、隐瞒利空消息的诱多型虚假陈述；③ c 型，通过积极作为、编造利空消息的诱空型虚假陈述；④ d 型，通过不作为、隐瞒利好消息的诱空型虚假陈述。在 b 型、d 型信息披露义务人隐瞒消息的情形之下，因消息通常无法被外界感知，股价在实施日可能通常并不因此发生变化，此类虚假陈述是否影响价格，可能需要等到虚假陈述被揭露之后。在 a 型、c 型信息披露义务人编造消息的情形之下，股价在实施日通常会发生变化。

本案中，安徽华信存在未按规定披露关联交易、关联担保的 b 型诱多型虚假陈述，还存在虚构营业收入和利润的 a 型诱多型虚假陈述。其中，前者涉及 2015~2017 年年报，后者涉及 2016 年、2017 年年报。2015 年年报因隐瞒利空消息，通常不会导致股价发生变动。2016 年、2017 年年报因编造利好消息，通常会导致股价上涨。但是，安徽华信股价在三次年度报告之后分别连续多日跌停，故其诱多型虚假陈述的内容并未导致股价明显上涨，不具有重大性。

2. 影响区间

考察交易价格变化的时间节点可能包括两个，即实施日、揭露或更正日。本案中，最早的虚假陈述行为发生于 2016 年 3 月 1 日《2015 年年度报告》发布之日，且该行为一直持续，故而判决认定虚假陈述实施日为 2016 年 3 月 1 日。但是，实际上案涉虚假陈述行为涉及三份年度报告，亦即从交易价格影响的角度而言，应当考察三个实施日后的股价变化。是否考察揭露日后的交易价格变化，取决于虚假陈述的类型。如前所述，隐瞒消息的虚假陈述的实施通常不会导致股价变动，其对股价的影响应当考量揭露日后股价的变化^①。如果股价发生明显变化，那么隐瞒信息存在重大性，进而可以推定信赖、交易因果关系。具体而言，揭露日后的区间又可以细化为揭露日窗口期以及揭露日至基准日期间。本案中，安徽华信股价在上述两个期间并未出现高于大盘指数、行业指数的明显下跌。

^① 参见彭冰：《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》，微信公众号法律适用，2022 年 7 月 1 日访问。

3. 其他因素

虽然客观价格未发生明显变化已经证明虚假陈述不具有重大性,但是因影响股价变化的因素众多,欺诈市场理论的经济学基础在于半强势有效市场^①,且该标准在域外亦饱受争议^②,故笔者认为仍有必要讨论分析股价变动的主要原因,即使前述讨论分析存在落入损失因果关系分析的嫌疑。

《原规定》未区分交易因果关系和损失因果关系,仅在推翻因果关系情形中规定,由于证券市场系统风险等其他因素所导致的损失,与虚假陈述行为不具有因果关系。《新规定》第31条规定,法院应当查明虚假陈述、其他原因与原告损失之间的因果关系,其他原因包括他人操纵市场、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。根据前述规定,证券市场、个股的因素等非因虚假陈述造成的损失应当在损失范围中扣除。本案中,安徽华信股价自实施日起至基准日止发生了两次大幅度下降。2015年的去杠杆、2016年年初的熔断等证券市场风险以及安徽华信自身的重组失败,导致了复牌后第一次下降。安徽华信自身重组的失败、控股股东上海华信的债务危机导致了复牌后第二次下降。纵观安徽华信整个股价的走势,证券市场的风险和个股重组失败风险,系虚假陈述实施日至揭露日期间安徽华信股价两次大幅度走低、原告损失产生的主要原因。另外,本案中原告并未提供证据证明安徽华信存在其他虚假陈述行为,干扰实施日、揭露日后交易价格的变化。

综上,该案判决从正反两个方面严谨论述了虚假陈述是否影响了交易价格明显变化。

① 参见樊健:《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》,法律出版社2021年版,第9页。

② 参见严加武等:《虚假陈述重大性的司法认定》,载《金融法苑》2021年第107辑,第75页。

第四篇

期货专题

案例 12 基于证券期货纠纷的处理评析和研究

——简析期货公司投诉纠纷管理

马玉婷* 陈学敏**

一、证券期货业纠纷调解机制

(一) 法律法规以及政策基础

证券期货业纠纷的解决渠道是否及时与合理,是保障金融市场秩序关键的一环,又因证券期货业纠纷牵涉金额巨大和社会影响面广,容易引发群体性事件,所以构建多元、有效的纠纷解决机制,也是重中之重。为促进此类证券期货纠纷的公正高效化解,中国证监会协同最高人民法院在现行《民事诉讼法》已有民事调解、民事和解制度、《行政诉讼法》已有行政调解以及证监会证券期货领域行政和解制度的基本框架基础上,对证券期货领域的纠纷处理机制提出了更有针对性的具体解决方案。2016年5月,两部门联合发布《最高人民法院、中国证券监督管理委员会关于在全国部分地区开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作的通知》,要求在全国31个省、自治区与直辖市的36个城市试点开展关于证券期货纠纷多元化解机制工作,并指定8家试点调解组织共同参与试点工作。在试点工作初见成效后,2018年11月,两部门再次联合发布《最高人民法院、中国证券监督管理委员会关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》,意味着纠纷多元化解机制正式全面铺开。

(二) 纠纷调解机制实际运行

2016年5月,最高人民法院和中国证监会开始联合开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作,联合下发《最高人民法院、中国证券监督管理委员会关于在全国

* 国贸期货有限公司合规部职员。

** 国贸期货有限公司客户服务部职员。

部分地区开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作的通知》。该文件正式确立了我国证券期货纠纷多元化解机制的诞生。其基本工作制度包括建立指导和协调机制、明确多试点范围、建立试点工作制度与落实保障措施。

建立证券期货纠纷特邀调解组织和特邀调解员名册制度,该《通知》要求在指定的试点城市率先开展证券期货领域纠纷多元化解机制试点,并指定8家试点调解组织共同参与试点工作,其中包括中国证券业协会、中国证券投资基金业协会、中国期货业协会行业协会、中国证券投资者保护基金等。上述机构均在调解实践中拥有丰富的处理经验,在证券期货纠纷领域具有较高的专业水平,在公众中也具有影响力和良好口碑,而特邀调解员由高校科研人员、证券期货机构高级管理人员等多方人员组成,他们的参与将有效提升证券期货纠纷多元化解机制的推进效果。

二、期货公司面临的投诉纠纷

(一) 期货公司投诉纠纷面临的挑战

对于投资者投诉,国务院办公厅《关于进一步加强中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发[2013]110号)明确要求,证券期货经营机构应当承担投资者投诉处理的首要责任。《期货公司监督管理办法》提出了证券期货公司要建立投诉制度、公开处理流程、妥善化解纠纷等要求。

易会满主席在出席证券基金行业文化建设动员大会时明确要求:“行业机构和从业人员要珍惜声誉”。俗话说“客户是上帝”,客户是咱们广大机构的衣食父母。作为资本市场生态中的重要主体,市场经营机构不能只关注经营业务和收入利润。投诉处理工作做得好,能够树立公司积极履行社会责任的良好形象,促进公司业务长远发展;投诉处理做得不到位,导致客户利益受损,当然也会影响公司形象和声誉。投资者是资本市场的基础,公司要站在公平公正的立场去处理投诉工作,为投资者做好服务,体现公司的政治站位、格局和为民服务的情怀。

近几年期货行业的投诉主要集中在期市行情较大时出现的通信线路拥堵、系统故障、开户人员配备不足、投资者适当性落实不到位、咨询电话无人接听、融资类业务风控不到位、涉嫌违规进行配资或代客理财等问题,还有尚未杜绝的佣金纠纷投诉、阻碍客户销户和泄露客户个人信息等问题。这些投诉反映出部分期货经营

机构在合规自律管理、做好客户服务、落实投资者适当性、建立健全纠纷处置机制、化解矛盾纠纷等方面存在不足。

如今投资者投诉越来越受到重视,不仅仅是因为期货公司认识到负面声音的推动力,同时也要归功于信息时代的高速发展。随着自媒体时代的到来,客户声音的传播达到空前的高速、高效。客户在微博、微信上的一句抱怨,或者一些发帖都可能带来大规模的共鸣与围观,这种爆炸式的信息传播对于整个期货行业都是一个巨大的挑战。

(二) 期货公司投诉纠纷分析

面对期货市场的快速发展和变革,期货公司该如何做好投诉纠纷处理工作给我们带来了新的思考和调整的方向。近几年相关监管部门陆续提出期货公司应建立健全投资者投诉纠纷处理机制,切实做好投诉纠纷处理有关工作,通过制定客户纠纷投诉处理的制度进行约束和执行,我们在处理投诉纠纷方面积累了一定的经验。我们发现:要做好投诉纠纷处理工作不应仅仅着眼于“事后处理”;而应在处理好投诉纠纷后,将客户的声音转换为企业内部的改进指导,让投资者的投诉成为推动我们“进化”的力量,即“事前预防”。

如何有效地从“事后处理”转变为“事前预防”?可以从以下四个方面来阐述。

近几年期货行业中较常出现的几种投诉类型的例子:

1. 服务缺失引起的投诉

例一:客户致电客服热线,投诉期货公司组织培训未邀请其参加,投诉客户经理服务不到位。

例二:客户要求工作人员协助其申请免费软件,客户条件不符,客户经理却未告知,一直用“拖”的方式来处理,导致客户后面投诉。

上述案例处理办法:从源头整改,对客户经理开展培训,加强岗位技能,强化服务意识,必要时需要客户经理进行检讨或更换客户经理进行服务。

2. 软件问题引起的投诉

例一:客户通过条件单进行设置,看到行情价格达到其设定的价格后单子却没有成交,客户投诉,认为期货公司应承担损失。

上述案例处理办法:确认客户投诉产生的原因是客户对于软件具体设置不清楚,向客户解释清楚,指派客户经理跟进客户的软件使用情况。后续通过举办交易

软件操作培训讲座,制作相关软件的操作手册等方式来避免此类情况的再次发生。

3. 客户对于交易规则不清楚引起的投诉

例一:投资者投诉期货公司结算部门,认为保证金收取混乱,导致其操作受影响。客户称其当日买持仓玻璃1305合约15手,卖持仓15手相同合约,但是保证金只收取了买持仓的保证金,卖持仓未收取。

例二:客户穿仓,客户经理与客户电话沟通入金填补穿仓金额无果,并且客户坚持不理解穿仓概念。

上述案例处理办法:加强客户开户前的期货基础知识培训,确认客户仔细阅读合同中的相关条款,组织相关培训讲座。持续跟进客户日常的交易状态和需求,及时答疑解惑。

4. 投资者适当性未落实到位引起的投诉

例一:客户未认真阅读合同条款,认为自己的保证金是根据交易所的比例收取,导致保证金追加不及时最终被强制平仓。

例二:客户适当性问卷未如实填写,导致客户风险等级与实际不符。客户损失时以此接口认为期货公司未尽到对客户的适当性审核监督。

上述案例处理办法:重视投资者适当性管理工作,在提供服务前,应全面了解客户的情况,科学评估,充分揭示风险,基于客户的风险承受能力给出明确的适当性匹配意见,将合适的产品提供给适合的投资者。通过上面的几个案例,我们不妨通过“投资者投诉”回溯我们的“工作缺位”,站在客户角度看待问题。如果客户对我们的服务不满意,那么我们可以根据投诉找出“服务缺位”,尽早响应客户的合理需求,不断提升我们的客户服务质量;如果客户对我们的软件不满意,那么我们应该升级完善软件功能,提供给客户最简便最快速的软件,并且为客户提供培训讲座或者操作指引;如果客户对交易规则和投资者适当性不清楚,那么我们应该加强营销过程中的客户适当性管理,结合自身经营管理实际,以录音、录像或其他方式记录在营业场所现场开展的风险揭示、客户风险承受能力评估等关键环节,确保客户充分阅读并理解有关合同条款,了解相关产品风险与其自身承受能力的匹配程度。总之除了解决投资者投诉,提升客户满意度外,我们更要将导致投资者投诉的原因调查了解清楚,完善内部流程与管控,避免再次出现相同类型的投诉。针对投资者反映的热点问题和频繁出现的重复投诉问题,查找业务薄弱环节和风险隐患,从运

营机制、操作流程、管理制度等方面重点改进。

三、意见和建议

(一) 建立完整的投诉数据分析体系

投资者投诉满意办结绝不是一通投诉的处理终点,更重要的工作是期货公司要对投诉数据进行分析,总结出问题和症结并加以改进。投诉处理部门作为一个投诉全程控制的部门,在处理投诉的过程中积累了大量的投诉数据,这些投诉数据都是为企业提供推动力的基础。如何对这些数据进行分析,实现从客户的声音转换为企业内部改进指导,可以从以下两点来考虑。

1. 投诉数据的分析线

企业后台无法直接接触投资者投诉,并且也无法直接得到客户信息反馈,投诉处理部门的投诉分析尤为重要。从投诉分析部门来看,要通过掌握的投诉数据对后台部门改进给出最大的支撑,在面对投诉数据时,除了甄别有效和无效投诉外,对有效投诉数据的分析建议才是让投资者投诉成为促进企业改进的重要动力。对于投诉数据的分析我们可以分两条线来进行。

一条线是对投诉处理过程的分析,主要是处理投资者投诉数量、投诉处理时长、投诉解决率、客户满意率等,上述分析体现的是投诉的处理效率和效果;另一条线则是对投诉数据内容的分析,主要是投诉原因,投诉涉及的人或部门,投诉涉及的政策或制度等。很多企业对于投诉数据的分析往往都着重于处理过程的分析,而忽略了对投诉数据内容的分析,其实这两条线应该是并驾齐驱的,只有对这两条线做深入的分析,最终才能实现从客户的声音转换为企业内部的改进指导。对于投诉数据的内容分析比较常见的方法有构成分析(从不同的维度分析各类占比,优先关注占比最大的类别)、趋势分析(观察主要投诉指标以及某系具体投诉根源的变化趋势)、排列分析(也叫帕累托分析,识别投诉根源解决的优先级)、疑难分析(主要针对长期悬而未决的投资者投诉进行根源及解决瓶颈的分析)、根源分析(顾名思义,剔除投诉根源则投诉减少直至消失)等。

2. 投诉根源的深入分析

通过对投诉处理过程及内容这两条线的分析,我们找到流程或者业务内容的

异常,那么接下来就是锁定投诉原因。这边需要注意的是很多投诉根源的分析是需要跨部门完成的。每个职能部门都会有自己的专业性和工作逻辑,只凭个别部门的一己之力在很多问题上可能抓不到真正的根源或原因,这就需要多部门一起协同分析,对于投诉处理部门汇总的主要投诉原因一起排障、定位、确定根源。

目前期货市场中,引起投诉比较常见的原因主要有以下几个:

(1) 存在重营销,轻服务的现象。

期货业务蓬勃发展,随着业务量的增加,少数机构并没有根据市场变化及时改造网络,提升系统,增加柜台人员比例等方式有效应对快速增长的客户需求,导致出现服务不到位,未及时响应客户需求等服务与业务不同步的情况。

(2) 投资者适当性落实不到位,没有在“了解你的客户”的基础上销售产品,提供服务。

部分从业人员风险意识薄弱,不够重视客户风险承受能力测评环节,或者未尽到督促客户认真阅读合同内容的责任,导致后续客户以此为由提出质疑、引发纠纷;另外对于自己销售的产品未了解清楚,误导销售导致投诉;或者对公司提供的服务或者系统不清楚,未能准确引导客户导致投诉等。投资者适当性是营销行为的基石,不管是企业还是个人都应该重视,只有投资者适当性落实到位,才能真正做到了解客户。

(3) 投诉纠纷处置机制不健全,投诉处理流程不顺畅。

没有落实投诉纠纷首办负责制,导致相关矛盾不能化解在第一现场和第一环节。目前期货行业有个别机构仍未按要求建立起有效的投诉纠纷处置机制,对工作人员接诉接访的要求不明确,对处理过程的监督不到位,导致相关问题得不到及时解决,矛盾被激化。

(4) 合规管理不到位,没有实现业务创新与合规风控的同步推进。

目前期货行业有个别机构热衷于资金融入融出、赚取利差等资金中介类业务,盲目追求高杠杆,偏离了服务实体经济的宗旨,其合规管理与风险控制水平未能跟上业务创新步伐,存在较大风险隐患。

(二) 分析的落地,改进效果的跟进

数据分析的最后一步是分析的落地。如果数据分析不能促动改进行动的话,一切分析都是徒劳的。投诉处理部门应面对分析完的投诉数据定期形成一份报

告,提供改进建议,发送公司相关部门及人员,并追踪和督促促改方案的实施与反馈,由此进入投诉处理工作的正向循环。

(三) 研究客户心理,把握处理原则,有效处理投诉

投资者投诉其实是一项集心理学、法律知识、社会文化知识、公关技巧于一体的工作。这就要求投诉处理人员不仅要具备过硬的业务知识,更需要强大的心理素质。

研究投资者投诉时的心理状态,其实最重要的就是换位思考,当我们是客户,遇到这种情况心情如何?为什么投诉?投诉是想要什么样的结果?只有换位思考后才有办法继续往下思考如何解决,因为不具备同理心的投诉处理人员一定没办法处理好客户的投诉。在投诉处理过程中,必须以维护公司利益为基本准则,以尊重客户、尊重事实为前提,理解客户,用积极诚恳、严肃认真的态度对待每一个客户的投诉。

(四) 投诉纠纷处理能力建设

公司内部应建立交互平台,让投诉受理人员与后台人员进行信息交流。首先内部交互平台在投诉处理中有助于投诉处理人员在面对投诉时,可以及时通过平台的帮助尽快解决问题,相当于集合公司各部门的优秀人员协同投诉处理人员一起完成投诉处理;其次投诉处理后,在交互平台上可以及时进行投诉案例的分享及学习,不会让投诉单纯的在投诉处理部门流转。

另外,公司应定期对投诉处理人员及相关客服人员进行投诉纠纷处理技巧等方面的培训,形成一个良好的投诉纠纷处理学习氛围,特别是对分支机构的投诉纠纷处理能力培养。

未来的中国期货市场不仅会迎来巨大的机遇,同时也会面临巨大的挑战,期货业务将会越来越多样化。我们身处互联网时代,投资者投诉的方式多样且便捷、投诉产生的影响大幅扩展,投诉处理也应该是一场顺势而为的长期功课,技术、平台、流程、话术、人员、培训都需要与时俱进,以最快速有效的方式处理投资者投诉问题,降低影响,更关键的是,从投资者投诉中发现当前工作的不足,及时处理和整改,强化综合的能力和素质,提升服务竞争力。

案例 13 常见期货居间纠纷类型及案例评析

何 娇*

期货居间人,也称为期货中介人,是指受期货公司委托,为期货公司提供订立期货经纪合同的中介服务,独立承担基于中介服务所产生的民事责任,期货公司按照约定向其支付报酬的机构及自然人。随着我国期货市场的逐步发展,期货居间人应运而生。他们一方面满足了期货公司获取广大客户的需求,另一方面也为客户提供了贴身的个性化服务,缓解了期货市场上期货公司与交易者之间信息不对称的矛盾,缩短了交易者与期货公司选择的时间成本,提高了双方的缔约成功率,使得越来越多的交易者加入到期货行业,期货市场交易日趋活跃,交易规模持续增长。

然而,期货交易本身具有高风险性、复杂性和专业性等特点,为保护期货交易者,监管机构对其进入期货市场设置了相应的准入门槛,并要求期货公司及居间人对交易者必须进行充分的风险告知及提示。但由于现实的利益驱动,目前期货市场上出现了很多不规范、不正当的期货居间活动,不仅引发了一系列的期货居间纠纷,也损害了整个期货行业的声誉。因此,对期货居间纠纷案例进行梳理和研究,对于期货公司如何更好地履行居间人管理职责,提高客户服务水平具有重要意义。

经梳理,近年来期货居间纠纷主要分为以下四类:

一、居间人未履行适当性义务和告知说明义务引发的纠纷

2022 年底,最高人民法院公布了年度全国法院十大商事案件,其中与期货行业紧密相关的案例即张某某诉陶某某、北京某期货有限责任公司期货交易纠纷案[(2021)京民终 288 号]。原告张某某通过居间人陶某某在北京某期货有限责任公

* 方正中期期货有限公司法律合规部员工。

司从事期货交易并受到损失,认为居间人和期货公司均存在过错造成其损失,遂将居间人和期货公司诉至法院。

本案争议焦点如下:

(一) 期货居间人的法律地位及其应承担的法律责任性质

法院认为,对于期货居间人的定位及法律责任性质,根据《最高人民法院关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》第10条规定,以及中国期货业协会《期货公司居间人管理办法(试行)》第2条之规定可知,期货居间人是指受期货公司或者客户的委托,作为居间人为其提供订约的机会或者订立期货经纪合同的中介服务,并收取期货公司或者客户依约支付的报酬的机构或者自然人主体,期货居间人应当独立承担基于居间经纪关系所产生的民事责任。特别是自然人居间人,其不隶属于任何机构,应以自己的名义开展居间业务,并独立承担基于居间等行为产生的一切法律后果。因此,期货居间人的法律地位及应承担的法律责任性质,不同于代理人及代理法律关系的性质。

(二) 居间人、期货公司是否应当承担法律责任

1. 居间人是否应当承担法律责任

法院认为,根据居间人与期货公司签订的《居间合同》的约定,以及《期货交易管理条例》《证券期货投资者适当性管理办法》《期货公司居间人管理办法(试行)》等行政法规、部门规章、自律规则的规定,期货居间人应严格履行“投资者适当性义务”,同时对投资者应当负有诚实守信、勤勉尽责的义务。而在本案中,居间人自称其不认识原告,未对原告进行期货投资风险提示并及时披露其居间人身份,即未履行“投资者适当性义务”,与原告的期货交易损失具有法律上的因果关系。因此,居间人应当承担相应的赔偿责任。

2. 期货公司是否应当承担法律责任

法院认为,期货公司与期货居间人(包括机构及自然人)之间并非“绝对隔离”。在本案中,虽然期货公司提供了原告的风险评测结果、《普通投资者适当性匹配意见告知书》《期货委托理财特别风险提示及居间义务明示》《期货交易风险说明书》以及工作人员对原告的开户验证视频等证据,证明期货公司已履行了适当性义务。但是期货公司未对期货居间人进行有效管理,导致期货居间人未履行“投资者适当性义务”,因此期货公司应承担相应的赔偿责任。

最终,二审法院结合原告、居间人及期货公司存在的过错、过错的性质及大小、过错和损失之间的因果关系等因素,酌定判决居间人向原告赔偿30%的损失,期货公司向原告赔偿10%的损失。同时,法院认定原告作为一位有金融产品投资经验的投资者,其风险承受能力级别与其所交易的期货产品风险等级相适配,应对其自主进行的期货交易损失承担主要责任。

本案案例评析如下:

从本案可以看出,如果居间人未履行适当性义务和告知说明义务,即使期货公司已履行,也不能完全免责。原因就在于,期货公司通过居间人拓展了业务范围,获取了营业收入,理应承担居间人管理主体责任,监督居间人去履行适当性义务和告知说明义务等原本应由期货公司履行的义务,而不能对居间人不规范的居间行为采取默许甚至纵容的态度。

另外,本案判决理由部分对于期货居间人的适当性义务和期货公司的居间人管理义务也进行了详细阐述。对于期货居间人“适当性义务”的内涵和范围,法院认为不仅包含《期货交易管理条例》《证券期货投资者适当性管理办法》等行政法规、部门规章中规定的适用于期货公司但与合格投资者确认密切相关的“适当性义务”,亦体现在居间人与期货公司的约定、地方性行业自律规则中。在本案中,《居间合同》项下包括居间人应了解客户适当、披露其居间人身份及告知投资者期货交易风险等义务。即使居间人已履行适当性义务也并不免除期货公司履行投资者适当性义务。

值得注意的是,本案判决后,《期货和衍生品法》已颁布实施,其中第50条明确规定了期货公司的适当性义务,即“期货经营机构向交易者提供服务时,应当按照规定充分了解交易者的基本情况、财产状况、金融资产状况、交易知识和经验、专业能力等相关信息;如实说明服务的重要内容,充分揭示交易风险;提供与交易者上述状况相匹配的服务”。且期货公司如违反上述适当性义务导致交易者损失的,应当承担相应的赔偿责任。此外,第51条亦规定,“普通交易者与期货经营机构发生纠纷的,期货经营机构应当证明其行为符合法律、行政法规以及国务院期货监督管理机构的规定,不存在误导、欺诈等情形。期货经营机构不能证明的,应当承担相应的赔偿责任”。也就是说,期货公司不但要履行适当性义务,还必须对履行过程留痕,证明其切实履行过适当性义务,否则可能承担举证不能的不利后果,甚至承

担巨额赔偿责任。

关于期货公司的居间人管理义务,法院认为在目前我国的法律法规及司法解释对期货公司与期货居间人之间的责任关系尚无相关规定的情况下,期货公司应参照《期货公司居间人管理办法(试行)》承担居间人管理主体责任,履行基本的风险防控义务。法院还指出《期货公司居间人管理办法(试行)》虽然作为行业协会自律规则,且施行时间不长,但其是对期货公司应当承担的期货居间人管理主体责任的进一步总结性完善、细化及严格规范,在此之前,期货公司就应当负有上述基本的管理责任,履行基本的风险防控义务。

二、居间人“喊单带单”引发的纠纷

“喊单带单”,即所谓的老师、专家通过微信群、QQ群等即时通信工具,虚构、夸大或者片面宣传交易业绩,并公布自己的交易策略或者交易指令,诱使交易者进行期货交易。这些老师、专家可能是居间人本人、员工或者有关联的其他人。

2023年2月,上海某法院公开审理了期货居间人宋某、余某涉嫌非法经营期货交易咨询业务案,引发全行业关注。回溯案情可知,2019年5月,被告人宋某成立一家咨询公司,并以该公司名义为上海、北京的数家期货公司提供居间服务,按比例收取客户交易手续费。同年11月,被告人余某入股该公司并参与经营,负责员工培训等工作。经营期间,被告人宋某、余某为牟取利益,在未经中国证监会批准、未取得期货投资咨询业务资格的情况下,招募刘某等10余人(均另案处理)担任期货交易分析师、业务员等,以开展期货居间形式变相从事期货投资咨询业务。两名被告人指使业务员通过网络渠道发布期货行情分析,以承诺开户后提供期货交易辅导吸引客户开立账户;其后,指使分析师、业务员通过微信向客户提供“买点”“卖点”“止盈点”“止损点”等投资建议,引导、鼓励、促成客户交易,从而产生更多交易费。至2021年底,被告人宋某、余某等人向多名客户提供期货投资咨询服务,并从期货公司处分得手续费返佣400余万元。经查证,其中数名客户根据宋某、余某等人提供的建议进行交易并产生手续费,宋某、余某从中非法获利24万余元。

本案庭审的三大焦点为:

(一) 被告人行为是合法期货居间还是变相期货投资咨询

辩护人认为,被告人具有期货居间人身份,签订的是居间协议,在居间活动中提供一些免费的期货投资咨询是居间伴随行为,本质上仍然是期货居间行为。而公诉人认为,本案被告人以公司名义与期货公司签订居间协议,待开户后再提供期货投资咨询建议,免费只是表象,实际是通过期货居间人返佣分账结构,借助交易所、期货公司渠道,变相收取对应费用。根据国务院《证券、期货投资咨询管理暂行办法》第2条的规定,属于期货投资咨询行为。

(二) 被告人行为是否违反国家规定

辩护人认为,被告人的行为在期货居间行业具有一定的普遍性,其本人不知道该行为违反国家规定。待2021年9月期货行业协会颁布《期货居间人管理办法(试行)》,被告人才知道之前实施的行为是违法的。公诉人则认为,2021年9月期货行业协会颁布的《期货居间人管理办法(试行)》,是对原有禁止性规定的重申,并非新的规定,不能成为免除、减轻责任的理由。事实上,早在1998年,国务院《证券、期货投资咨询管理暂行办法》就明确规定,未经中国证监会批准,任何机构和人均不得从事各种形式的期货投资咨询业务。2017年修订的《期货交易管理条例》第17条、第74条第2款同样规定,未经批准不得非法经营期货投资咨询业务。因此,被告人的行为自始至终,都是国家规定禁止的行为。

(三) 关于本案行为危害性

辩护人认为,被告人在居间活动中提供期货投资咨询,投资者都有投资经验,主观上没有欺骗的故意,客观上对客户投资起到了辅导作用,危害不大。但是公诉人认为,期货是典型的金融业务,坚持金融特许经营,不得无证经营、超范围经营,是防范金融风险、守住金融底线的重要保证。未经批准的期货投资咨询服务,和其他非法金融活动一样,危害都很大。未经批准提供期货投资咨询,意味着缺少资质,脱离监管,在利益的驱动下,原本不具备研究、建议能力的人,为了获取更多违法所得,会夸大自身能力、编造虚假信息,引诱、刺激投资者交易,严重损害投资者利益。少数不具备风险承受能力的期货投资者受到引诱、误导后交易,遭受严重亏损,导致其面临生活困难、债务危机、到处维权,从而诱发社会风险,不利于和谐稳定。

最终,法院判决被告人宋某犯非法经营罪,判处有期徒刑一年,并处罚金人民

币三十万元;被告人余某犯非法经营罪,判处有期徒刑八个月,并处罚金人民币十万元。退缴在案的违法所得人民币十五万元予以没收,其余违法所得继续追缴。禁止被告人宋某、余某自刑罚执行完毕之日或者假释之日起三年内从事期货居间职业。

本案案例评析如下:

从判决结果可以看出,法官基本采纳了公诉人的意见。公诉人在庭审过程中对期货交易咨询业务的持牌属性、业务内涵以及其与居间业务的区别进行了全面深入的分析,警示期货居间从业人员认清行为性质,守住法律底线。本案为期货居间人划定了清晰的业务红线,也为广大交易者识别非法期货交易咨询业务提供了明确的参考依据。

根据《期货公司期货交易咨询业务办法》第3条规定,“期货公司从事期货交易咨询业务,应当经中国证监会批准取得期货交易咨询业务资格;期货公司从事期货交易咨询业务的人员应当符合相关从业条件。未取得规定资格的期货公司、不符合相关从业条件的人员不得从事期货交易咨询业务活动”。因此,期货交易咨询业务与居间业务不同,属于金融特许经营的范围,不仅要求经营机构具备期货投资咨询资质,而且具体从事的个人也应具备该资质,未取得相应资质从事期货投资咨询业务属于非法经营的行为,甚至可能构成非法经营罪。

另外,关于期货投资咨询业务的范围,在《期货公司期货交易咨询业务办法》第2条中已有规定,“本办法所称期货公司期货交易咨询业务,是指期货公司基于客户委托从事的下列营利性活动:(一)协助客户建立风险管理制度、操作流程,提供风险管理咨询、专项培训等风险管理顾问服务;(二)收集整理期货市场信息及各类相关经济信息,研究分析期货市场及相关现货市场的价格及其相关影响因素,制作、提供研究分析报告或者资讯信息的研究分析服务;(三)为客户设计套期保值、套利等交易方案,拟定期货交易策略等交易咨询服务;(四)中国证券监督管理委员会规定的其他活动”。由此可知,与期货相关的风险管理顾问服务、研究分析服务及具体交易咨询服务,均属于期货投资咨询业务的范畴。且法规并未限定提供上述服务必须是书面形式,也就是说通过微信、QQ、直播间等自媒体以文字、音频、视频等电子形式提供上述服务,也属于期货投资咨询的服务形式。

三、居间人代客交易引发的纠纷

居间人代客交易,是指居间人接受客户委托,代理客户从事期货交易的行为,因客户资金全由居间人操作而存在着极大的风险隐患。2020年河南省高级人民法院宣判了这样一则案例[(2020)豫民终961号]:2015年初,屈某某(本案居间人)让王某某介绍他人炒期货,并称自己炒期货赚了很多钱,在自己的指导下肯定能赚钱。王某某遂联系了盛某某、雷某某(本案两原告)等人准备炒期货,并商定为了方便起见以柯某某(王某某妻子)的名义开设账户,由两原告将钱转入柯某某账户。后居间人联系了某期货有限公司客户经理分别为柯某某开办了期货账户,并要求将自己作为居间人。账户开办后居间人即开始炒作柯某某的期货账户,频繁交易终致巨额亏损,而自己则赚取大额居间费。

本案的争议焦点有二:

(一) 居间人应对两原告的全部损失承担赔偿责任

对于居间人的责任认定,(2017)豫0402刑初209号刑事判决、(2018)豫04刑终225号刑事裁定就居间人用柯某某期货账号内现金频繁进行期货交易,获取高额手续费的事实,已认定居间人犯诈骗罪并判处刑罚。民事责任方面,居间人在明知投资者不懂得期货操作和期货交易规则的情况下,操作投资者账户进行高频交易以获取手续费,法院认为居间人对投资者损失应承担80%的责任(该案交易手续费已通过刑事判决退赔)。

两原告因违反《期货市场客户开户管理规定》的实名制要求,而且在期货公司通过对开户人的电话回访、发送短信等方式,提醒期货交易情况及相关风险情形下,原告没有引起重视,在长达八个多月时间内对账户内资金没有尽到监管责任,亦没有督促开户人反馈期货交易信息,对涉案期货交易持放任态度。原告对于自身损失存在一定过错,应承担20%的责任。

(二) 期货公司是否应当承担连带赔偿责任

至于期货公司,法院认为期货公司在柯某某开设账户时,已向其提示期货交易风险及应注意的事项,且期货公司通过与柯某某签署《密码修改确认单》及电话回访的方式,提醒柯某某及时修改交易、资金、保证金监控中心密码,并定期修改以上

密码及了解自己账户内的资产及交易情况等事项。在期货交易期间,期货公司向柯某某预留的手机号码多次发送期货交易情况及风险提示等短信,证明期货公司已经尽到风险提示和监管义务。且投资者亦没有提供其他有效证据证明期货公司工作人员与居间人存在共同侵权行为。法院认为期货公司无需承担连带赔偿责任。

本案案例评析如下:

一般情况下,居间人代客交易被认定为违反部门规章及行业规定的行为。具体而言,违反了《期货公司居间人管理办法(试行)》第14条“期货公司应当要求居间人不得有接受投资者委托,代理投资者从事期货交易的行为;不得有为投资者介绍代理人代其进行期货交易的行为”。

本案则为所有居间人敲响了警钟:在明知交易者不懂期货操作、不懂期货交易规则的情况下,未告知交易者居间收入来源,代理客户交易,产生巨额手续费,骗取客户资金六千元以上的,可能构成诈骗罪。早在2001年,国务院办公厅即颁布《关于严厉打击以证券期货投资为名进行违法犯罪活动的通知》,明确对以“投资咨询”“代客理财”等为招牌,以高额回报、赠送礼品、虚假融资、减免手续费、提供“免费午餐”等为诱饵吸纳客户资金,采用内部模拟证券期货交易等手法,非法侵占他人财产的,以涉嫌集资诈骗罪立案查处。因此,存在向不特定多数人非法募集资金从事代客交易的,可能构成集资诈骗罪。

四、违反廉洁从业规定引发的纠纷

此类纠纷主要可分为三种类型:

(一) 员工通过居间业务谋取不正当利益,承担行政责任

根据中期协《关于对林某作出纪律惩戒的决定中期协字〔2022〕75号》,林某在A期货公司汕头营业部从业期间,与A期货某居间人结婚后,违反《A期货有限公司居间业务管理制度》第二章第6条“本公司工作人员及其配偶不得成为本公司和其他期货公司居间人”的规定,任由其配偶继续做公司居间人,并通过划转客户关系,将本应当属于公司的利益转移至个人名下,获取不正当利益。

林某的行为同时也违反了《期货从业人员执业行为准则》第29条的规定,即

“从业人员在执业过程中不得获取不正当利益。获取不正当利益的,应当退还。”以及违反《期货经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》第15条第(一)项的规定,即“期货经营机构及其工作人员在开展期货经纪业务及其他销售产品或提供服务过程中,不得通过以下方式输送或谋取不正当利益:(一)通过返还佣金或其他利益、违规给予部分客户特殊优待、向不满足适当性要求的客户销售产品或提供服务等方式,谋取或者输送不正当利益。”

因上述违反法规及违反公司制度的事实,林某被处以训诫的纪律惩戒。

(二) 员工虚构居间人,构成职务侵占罪

根据(2013)朝刑初字第2998号判决书显示,被告人孙某身为公司工作人员,利用职务上的便利,虚构居间人用以侵吞期货公司给居间人的返佣,将本单位财物非法占为己有的行为,构成职务侵占罪(立案标准:3万元以上)。鉴于被告人孙某经民警电话通知后自动到案,归案后能够如实供述主要犯罪事实,系自首,当庭自愿认罪,具有一定悔罪表现,且其亲属代为退赔了大部分侵占钱款并已取得被害单位谅解,故法院对其所犯罪行为依法予以减轻处罚,判处有期徒刑二年六个月,继续退赔给被害单位造成的其余经济损失。

孙某的行为亦属于部门规章《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》中禁止的谋取不正当利益的情形,应承担相应的行政责任。

(三) 公司虚构居间人,构成行贿类犯罪

根据(2017)辽02刑终201号判决书显示,被告单位期货公司大连营业部为谋取不正当利益,账外暗中给予非国家工作人员以回扣,数额较大;被告人张某某系被告单位直接负责的主管人员,参与单位行贿活动,上述被告单位和被告人的行为均侵犯了公司、企业的正常管理活动和市场竞争秩序,被告单位期货公司大连营业部、被告人张某某构成对非国家工作人员行贿罪(立案标准:个人行贿3万元以上,单位行贿20万元以上)。被告人王某作为公司的工作人员,利用职务上的便利,违反国家规定收受回扣,归个人所有,数额较大,构成非国家工作人员受贿罪。

行贿的期货公司及其员工的行为亦属于部门规章《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》中禁止的输送不正当利益的情形,应承担相应的行政责任。

本案案例评析如下:

此类案例与其他三类期货居间纠纷最大的不同就在于,均是公司员工通过居

间业务谋取不正当利益导致处罚的情形。这体现了监管贯彻廉政建设,保持监管高压态势,坚决治理金融市场乱象的决心。商业贿赂、以权谋私、利益输送等不当行为,绝不是无伤大雅、司空见惯的商业合作行为,而是极大侵害公众交易者利益,严重影响资本市场长期健康发展和经济秩序的危害行为。因此,违反《廉洁从业规定》不仅要承担行政责任,情节严重者甚至要承担刑事责任。

五、结 语

居间人在期货行业发展过程中的作用固然不可磨灭,但不规范、不正当的期货居间活动给交易者造成了损失,引发了大量的期货居间纠纷,不仅让广大期货交易交易者深受其害,也使得期货公司遭受“无妄之灾”,进而损害整个期货行业的声誉,不可不引起重视。

由于居间人非金融机构,不属于金融监管的直接监管对象,所以目前对居间人的监管大多通过对期货公司的监管间接实现对居间人的监管,但是期货公司和居间人的民事委托法律关系模式导致期货公司对居间人的管理半径和效果非常有限,期货公司的居间人管理行为在实践中体现更多的是事前进行规范和控制,事中的管理和事后追责都只是亡羊补牢,作用非常有限,因此强调或突出居间人这一独立责任主体的规范显得更为重要。

目前我国并无专门针对居间关系的法律法规,在行业自律层面,中期协颁布的自律规则《期货居间人管理办法(试行)》精神同现行民事法律和期货交易法规一致,可作为监管及判决参考。居间人如违反该管理办法的,中期协可采取将其列入失信名单并在协会官方网站公示、要求期货公司不得与其建立合同关系等惩戒措施。期货公司及其工作人员履行居间人管理责任不到位的,协会可以视情节轻重予以提示或者依据《中国期货业协会批评警示程序》《中国期货业协会纪律惩戒程序》采取相应的纪律处分措施,并可向中国证监会及其派出机构就相关责任人提出不适当人选建议。

因此,无论是期货公司还是居间人,均不可在居间活动中存有侥幸心理,脚踏实地各尽其责方显正道。居间人应严格遵守居间业务相关的法律法规、监管规则、居间合同约定,坚守业务红线。期货公司应加强内控管理,根据法律法规、监管规

则和居间合同约定切实履行居间人管理义务,并且对居间人管理的整个过程留痕。所有的留痕都是期货公司对居间人管理的责任印记,管理不是体现在口号上、制度上,而是要体现在每一次培训宣导、每一次的回访管理中,每一次的居间材料都清楚明晰,只有这样才能更好地履行居间人管理职责,才能在事前把居间人的风险压到最低,肃清居间行业不良风气,净化期货行业展业环境,更好地保护广大交易者的合法权益,赢得交易者的信赖,促进期货市场健康稳定地发展。

案例 14 期货公司居间人“喊单”纠纷实证分析

——基于法律服务中心近三年调解数据

陈惠惠*

一、问题的提出：最近三年^①期货公司居间人“喊单”纠纷爆发式增长

（一）法律服务中心最近三年调解结案的“喊单”纠纷数据统计

2020~2022年,法律服务中心陆续受理并调解了678件涉及期货公司居间人的“喊单”纠纷。从纠纷数据上看,“喊单”纠纷数量从2020年的54件增长至2022年的466件(见图2-14-1),其中2021年、2022年纠纷数量同比分别增长了192.59%、294.94%;同时,“喊单”纠纷在期货类纠纷中的占比亦是逐年攀升,分别为28%、63%和86%。

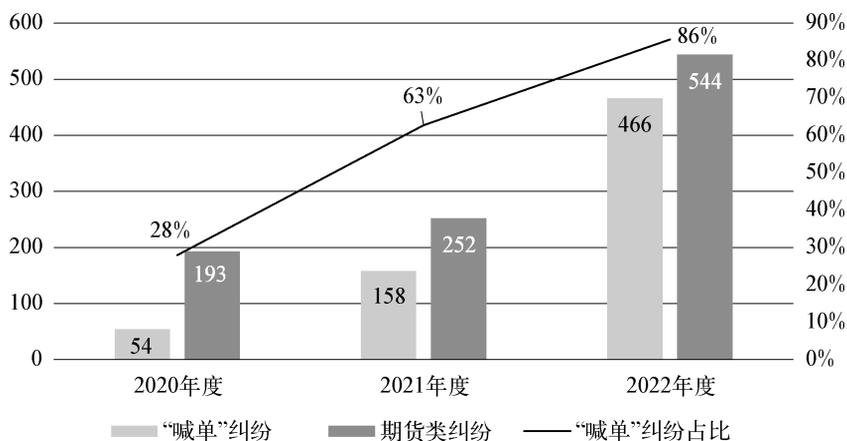


图 2-14-1 最近三年经调解结案的“喊单”纠纷数据统计

* 中证资本市场法律服务中心资深经理、专职调解员。

① 本文中“最近三年”指的是2020年1月1日至2022年12月31日。

(二)“喊单”纠纷数量增长的原因分析

“喊单”纠纷数量增长与我国期货市场的发展、期货法律规范体系的完善呈正相关:

首先,我国期货市场最近三年蓬勃发展,自2020年以来整体延续较大规模体量,2022年中国期货市场成交67.68亿手(单边)和534.9万亿元^①。

其次,中国期货业协会于2021年9月10日颁布了《期货公司居间人管理办法(试行)》(以下简称《居间人管理办法》),明确了期货公司应承担居间人管理主体责任,负责妥善处理有关居间纠纷,解决了“喊单”纠纷无规则可依的困境。

再次,《期货和衍生品法》于2022年4月20日颁布,其中第56条^②明文规定了期货经营机构的强制调解义务,从而促使更多的期货公司参加到调解中来,依法履行强制调解义务。

最后,“喊单”纠纷增长背后亦凸显了近年来我国期货市场投资者教育卓有成效,投资者的维权意识得到了增强,包括调解在内的纠纷多元化解渠道得到了推广。

二、“喊单”纠纷样本分析

为了深入研究“喊单”纠纷,本文随机抽取最近三年经法律服务中心调解结案的50例“喊单”纠纷作为样本,分别从纠纷涉及的交易者基本情况^③、交易者从事期货交易情况以及纠纷调解情况等多角度进行了分析,以期为后续有关期货交易者保护以及纠纷调解工作打下坚实基础。

(一)“喊单”纠纷中交易者基本情况

1. 交易者多为中青年且受过高等教育

从年龄构成来看,36~45岁、46~60岁的交易者占比均超过30%,分别为32%、

^① 中国期货业协会:《2022年度期货市场发展概述》, http://www.cfachina.org/aboutassociation/associationannouncement/202302/t20230221_36601.html。

^② 《期货和衍生品法》第56条规定,交易者与期货经营机构等发生纠纷的,双方可以向行业协会等申请调解。普通交易者与期货经营机构发生期货业务纠纷并提出调解请求的,期货经营机构不得拒绝。

^③ 本文中的“交易者”仅指期货市场普通个人交易者。

40%,26~35岁的人群比例为18%,25岁以下和60岁以上的交易者占比较少,分别为2%和8%。交易者年龄构成见图2-14-2。

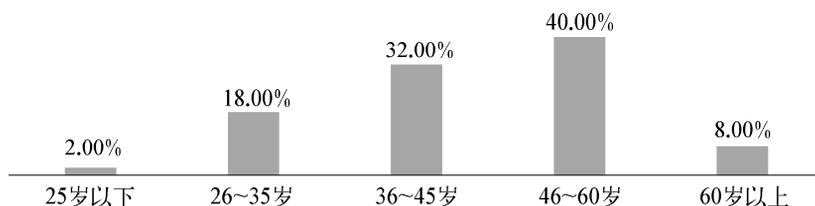


图2-14-2 交易者的年龄构成

从受教育程度来看,62%的交易者接受过高等教育,其中具备大学专科学历的交易者占比28%,具备本科学历的交易者占比为32%,具备硕士学历的个人交易者占比为2%。然而从单一学历来看,高中及以下学历的交易者占比最高,为38%。交易者学历分布见图2-14-3。

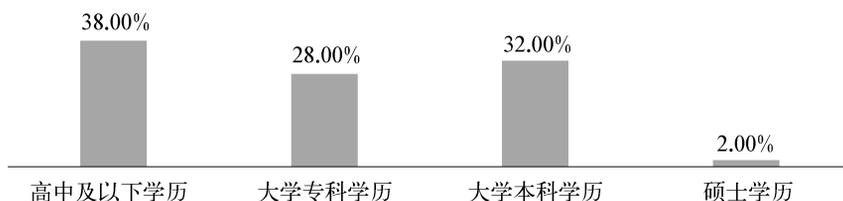


图2-14-3 交易者的学历分布

2. 超六成交易者收入来源为工资和劳务报酬

从收入来源看,交易者收入来源基本为工资和劳务报酬、生产经营所得,占比分别为66%、28%。出租、出售房地产等非金融性资产收入、利息等金融性资产收入占比较小,分别为4%、2%。交易者收入来源分布见图2-14-4。这表明大部分交易者为工薪阶层,收入来源稳定但单一。从收入水平来看,97%的交易者最近三年平均年收入在5万元以上,其中超5成的交易者平均年收入集中于5万~20万元这一区间。根据国

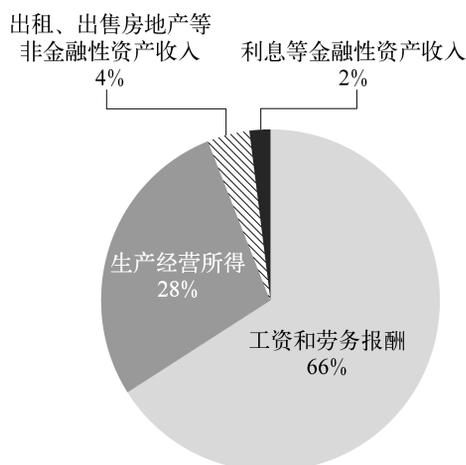


图2-14-4 交易者收入来源

家统计局发布的《2022年居民收入和消费支出情况》,2022年居民人均可支配收入^①为36883元,交易者的平均年收入基本高于全国居民人均可支配收入。

3. 92%的交易者来自于非一线城市

从交易者所在城市的分级^②来看,来自一线城市的交易者仅占比8%,来自新一线城市、二线城市和三线城市的交易者占比均超过20%,分别为22%、24%、24%,四线城市的交易者占比为14%,五线城市的占比为8%。交易者所处城市如图2-14-5所示。

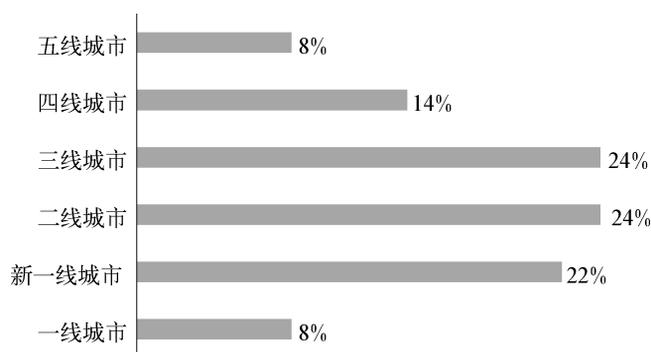


图2-14-5 交易者所处城市

4. 八成以上交易者开立涉事期货交易账户时无任何期货交易经验

从交易经验来看,88%的交易者在开立账户时无任何期货交易经验,其中4%的交易者仅购买过银行活期和定期存款,32%的交易者购买过基金、保险等理财产品,52%的交易者参与过股票、基金等产品的交易并倾向于自己做出投资者决策。仅有12%的交易者参与过权证、期货等产品的交易,具有丰富的投资经验。

(二)“喊单”纠纷中交易者从事期货交易情况

1. 交易者从事期货交易期间较短

从期货交易账户的开立时间来看,82%的交易者在《居间人管理办法》出台前

^① 根据《2022年居民收入和消费支出情况》,居民可支配收入是指居民可用于最终消费支出和储蓄的总和,即居民可用于自由支配的收入,既包括现金收入,也包括实物收入, http://www.stats.gov.cn/xxgk/sjfb/zxfb2020/202301/t20230117_1892129.html。

^② “第一财经·新一线城市研究所”:《2022年度中国城市新分级名单》, <https://baike.baidu.com/item/%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E5%9F%8E%E5%B8%82%E6%96%B0%E5%88%86%E7%BA%A7%E5%90%8D%E5%8D%95/12702007?fr=aladdin>。

开立账户,只有 18%的交易者在《居间人管理办法》出台后方开立账户。

从期货交易持续的时间来看,交易者的平均交易期间持续 97 日,其中最短的交易期间仅为 3 日,最长的交易期间为 656 日。具体来说,近九成的交易者从事期货交易期间少于 180 日,其中从事期货交易 90 日以下的占比为 62.5%,90~179 日的占比 25%;12%的交易者从事期货交易期间在 180 日以上,其中 180~269 日的占比为 6%,270~364 日的占比 2%,365 日以上的占比为 4%。期货交易期间如图 2-14-6 所示。

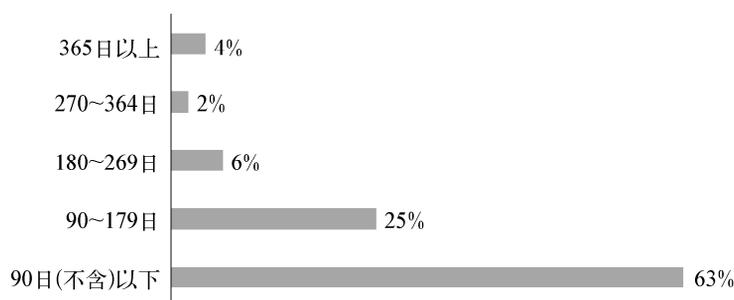


图 2-14-6 期货交易期间

2. 交易者从事期货交易的成本高、成交量可观

从期货交易手续费收取标准来看,交易者通常向期货公司支付期货交易所手续费标准的 3~6 倍,其中超过六成的交易者手续费标准为 6 倍,24%的交易者手续费标准为 4 倍,12%的交易者手续费标准为 5 倍,仅有 2%的交易者手续费标准为 3 倍。如图 2-14-7 所示。从成交量来看,交易者在期货交易期间内平均成交量为 3 047 手,倾向于短线交易;涉及的交易品种多为螺纹钢、焦煤、玻璃、纯碱等品种。

需要指出的是,《期货经纪合同》约定了期货公司每一交易品种的手续费收取具体标准,但不会明示该标准与交易所手续费之间的倍数,而需要交易者自行换算方可得知具体倍数;在开户过程中,期货公司亦不会针对手续费收取标准做详尽的解释和说明。在调解过程中,交易者通常会对此提出质疑。

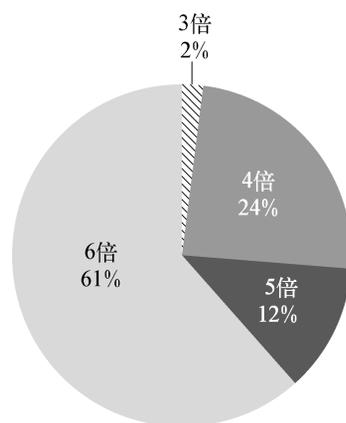


图 2-14-7 期货公司手续费收取标准

3. 过半交易者的入金金额在10万至50万元之间

从期货交易入金规模来看,交易者人均入金金额为769 874.5元,金额在10万~50万区间的交易者占比最高,为57.78%,而金额在50万~100万区间的交易者占比为22.22%,超过100万的占比15.55%,仅有4.44%的交易者入金金额小于10万。如图2-14-8所示。

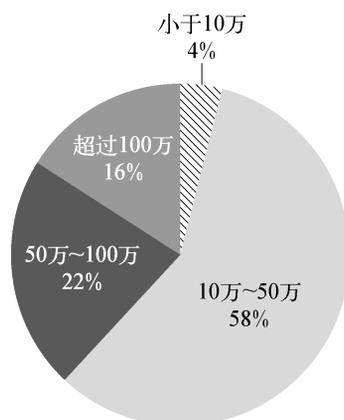


图 2-14-8 期货交易入金规模

4. 过半交易者的损失金额在10万至50万元之间

在“喊单”纠纷中,交易者的损失通常由两部分组成,一是交易损失,二是手续费。样本数据显示,交易者平均损失金额为308 934.55元,其中平均投资损失为188 359.68元,平均手续费为120 574.88元。损失金额在10万~50万元(不含)的交易者占比最高,为51%;损失金额在10万(不含)以下的交易者占比36.73%;损失金额50万以上的交易占比为12.24%。如图2-14-9所示。

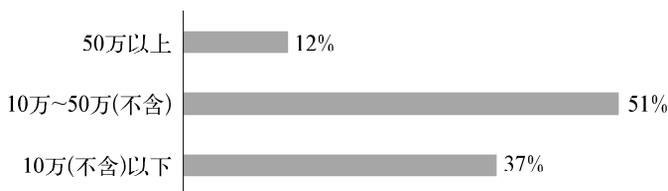


图 2-14-9 交易者损失区间

5. 六成以上交易者亏损比例超30%

从资金亏损比例来看,68%的交易者亏损比例超过30%,其中亏损比例为30%~50%的交易者占比33%,亏损比例为50%~75%的交易者占比24%,亏损比例为75%~100%的交易者占比11%。亏损比例低于10%的交易者占比20%,亏损比例为10%~30%的交易者占比11%。如图2-14-10所示。

另一方面,根据《全国期货市场交易者(2021年度)》数据统计,73.7%的交易者可以承受的资金亏损范围低于30%^①。

^① 中国期货业协会:《全国期货市场交易者状况调查报告(2021年度)》,第18页。

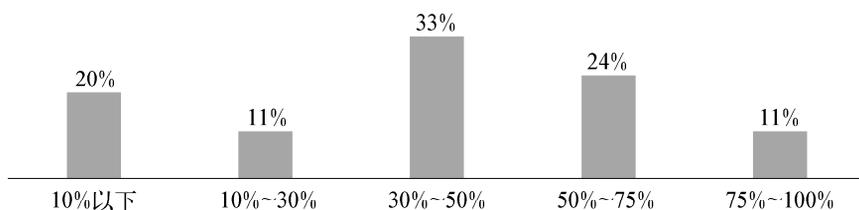


图 2-14-10 交易者亏损比例区间

(三) “喊单”纠纷调解情况

1. 七成以上“喊单”纠纷可在 60 日内结案

从调解期限来看,“喊单”纠纷的平均调解期限^①为 48 日,其中成功结案的纠纷平均调解期限为 52 日,而失败结案的纠纷平均调解期限为 40 日。60 日内结案的纠纷占比超过七成,其中 28%的纠纷可在 30 日内结案,46%的纠纷结案时间在 30 日~60 日;超过 60 日结案的纠纷占比较小,60 日~90 日、90 日以上结案的纠纷占比分别为 18%、8%。如图 2-14-11 所示。

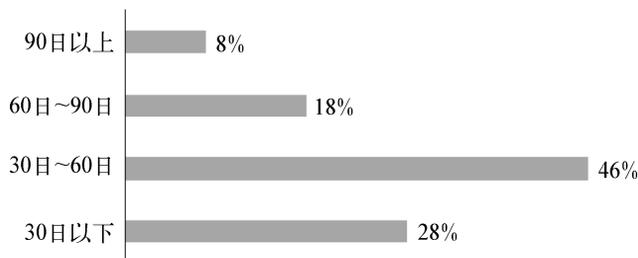


图 2-14-11 调解期限

2. 近七成的“喊单”纠纷可经调解成功化解

经调解,成功结案的纠纷比例高,达到了 68%;而经调解,失败结案的纠纷占比为 32%。纠纷调解失败多为交易者未提供有关“喊单”的证据、居间人失联或各方就调解方案金额未达成一致等原因。

3. 超七成交易者经调解可挽回 30% 以上的损失

经调解成功结案的纠纷中,调解方案金额平均可达 37 919.42 元。根据调解方案,75%的交易者可弥补 30% 以上的损失,其中 50%的交易者弥补损失的比例为

^① 本文中调解期限终结之日以纠纷各方签署调解协议或和解协议或出具情况说明之日为准。最近三年因疫情影响导致前述协议或文件的签署存在不同程度的延迟。

30%~60%,25%的交易者甚至可弥补60%以上的损失;18%的交易者可弥补10%~30%的损失,2%的交易者可弥补10%以下的损失。如图2-14-12所示。

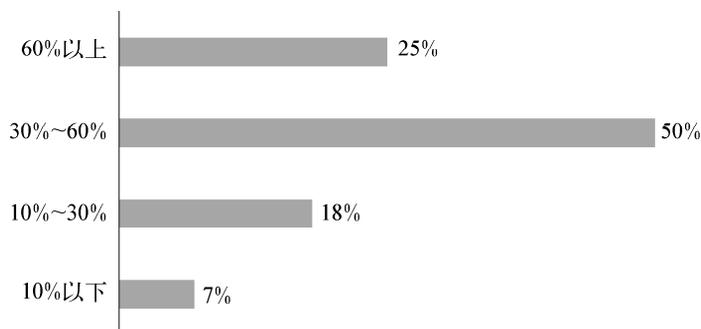


图2-14-12 经调解成功结案的纠纷中损失弥补比例

值得注意的是,随着《居间人管理办法》落实,一方面期货公司逐渐规范、厘清了有关居间人的工作制度,有效遏制了居间人“喊单”乱象。另一方面,居间人因不再与期货公司合作、无新开发客户,导致后续纠纷解决配合意愿不高、调解难度增加、调解方案金额降低。2021年经调解成功结案的纠纷中,交易者可弥补损失比例平均为35%,但2022年这一比例降至22%。

4. 调解方案金额多数情况下不超过交易者的手续费总额

在调解过程中,期货公司及其居间人通常会避免对交易者的投资损失进行补偿,而以实际留存的手续费为限提出相应的调解方案。经调解成功结案的纠纷中,62%的纠纷调解方案金额比手续费金额低,38%的纠纷调解方案金额超出了手续费金额。

三、相关工作建议

本文在分析“喊单”纠纷中交易者特征、期货交易概况的基础上,并结合调解实务,向投资者保护机构、期货公司等提出建议。

(一) 加强投教服务精准度,提升投教服务有效性

第一,着力于纠纷多发区域的投资者教育服务(以下简称投教服务)工作。在调解实践中,交易者多为居住于非一线城市的中青年人,接受过高等教育,但其受

教育程度与期货交易知识水平并不匹配。因此,建议投教服务可适当向非一线城市倾斜,尤其是城乡结合区域,适时“送投教服务下乡”,提升投教服务覆盖的深度。

第二,持续加大将金融投资知识纳入国民教育的力度,借由国民教育这一平台扩大投教服务的广度,提高投教服务的有效性。

第三,互联网已成为投资者获取信息的首选渠道,因此投教服务应进一步顺应互联网发展趋势,提高智能化水平,积极借助社交媒体、公众号等新媒体形式,有效扩大投教服务受众人群。

第四,借助投资者喜闻乐见的形式,如短视频等,提供看得懂、有意思、有温度的投教产品,使投资者易于吸收、乐于接受。

(二) 压实期货公司义务,促进居间人转型

一方面,期货公司对交易者的适当性义务应落到实处。如对于高龄交易者、在开户时填写风险测试问卷回答存在矛盾或者不一致的交易者,均应有相应的特别提示或处理方案。对于交易手续费的收取标准,应当向交易者做详尽、具体的解释和说明,避免未来争议发生。

另一方面,期货公司对居间人的管理应贯穿始终,积极促进居间人转型,通过提升其专业性、合规性来减少有关争议和纠纷。

(三) 进一步推广证券纠纷调解,提升纠纷化解效率

《期货和衍生品法》第56条规定了期货公司的强制调解义务,但该义务的触发仍以普通交易者的申请为准。在调解实践中,笔者了解到相当一部分交易者是通过非法代理黑产^①使用各种途径(如投诉、举报、调解等)以获得经济赔偿。这从侧面凸显调解这一纠纷化解渠道尚未深入人心。除了在日常的投教服务工作中大力宣传调解外,还建议从以下方面发力,对调解进行针对性推广:

第一,在期货交易的全过程中宣传、推广调解。如开户时,期货公司或其居间人通过口头、书面的方式向交易者介绍、强调有关调解信息。

第二,在纠纷发生时,期货公司或居间人积极引导交易者申请调解,在一定程度上掌握纠纷化解的主动性,避免非法代理黑产的介入,增加纠纷化解难度。

^① 非法代理机构或其工作人员无任何法律从业资质,通过网络、电话等多种途径宣传、联系交易者,声称可帮助交易者从期货公司处获得赔偿,与交易者签署代理协议并约定可获得赔偿金额高比例的分成(30%以上)。在调解过程中,非法代理机构通常隐身于交易者背后,不会与调解员或期货公司进行任何直接的沟通。