

Cases

Review of

M **D**ispute
Mediation

第四篇

上市公司专题

案例 1:上市公司欺诈发行引发涉众纠纷 司法协同案例

陈光卓*

一、案情介绍

2016年5月,创业板上市公司X股份有限公司由于IPO申请文件中相关财务数据存在虚假记载、上市后披露的定期报告中存在虚假记载和重大遗漏,收到中国证监会《行政处罚和市场禁入事先告知书》。2017年8月,X公司正式摘牌退市。其为创业板第一家退市的公司,也是中国资本市场第一家因欺诈发行而退市的公司。众多投资者因X公司退市出现损失,陆续向福建省福州市中级人民法院、辽宁省沈阳市中级人民法院提起诉讼,请求作为X公司上市保荐机构的XY证券公司股份有限公司(以下简称XY证券公司)承担赔偿责任。

二、案件调解及审理情况

福建省福州市中级人民法院受理后,对该系列纠纷案件高度重视,成立专案合议庭审理,笔者作为当时的承办法官之一,也参与该系列案件的审理。

(一)启动证券期货纠纷多元化解协调机制,开展诉中调解

案件受理后,福建省福州市中级人民法院开展诉中调解,并启动证券期货纠纷

* 国浩律师(福州)事务所高级顾问、中证资本市场法律服务中心兼职调解员,原福建省福州市中级人民法院民二庭副庭长。

多元化解协调机制,向证券监管机构了解监管部门对于投资者索赔是否建立起相应的多元化解机制,并定期通报法院受理此类纠纷的相关数据及情况。经启动证券期货多元化解协调机制,审理法院获悉,为了化解欺诈发行责任人与投资者的群体性纠纷,XY证券公司作为X公司上市保荐机构,已决定出资设立规模为人民币5.5亿元的“X公司欺诈发行先行赔付专项基金”,用于赔付适格投资者遭受的投资损失。且中国证券业协会与中国证券投资者保护基金有限责任公司、深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司、XY证券公司共同组成X公司投资者先行赔付工作协调小组,推进先行赔付方案的制定完善和各项工作的实施。

合议庭法官联系了中国证券投资者保护基金有限责任公司,了解先行赔付方案内容及赔付情况。XY证券公司亦表示,其先后组织多场专家论证会、投资者座谈会,广泛听取投资者、监管部门、协调小组成员单位、法律专家和金融工程专家意见,并征求了最高人民法院的指导意见,对先行赔付方案进行了全面论证。在对投资者先行赔付方案充分了解的基础上,合议庭法官询问当事人是否愿意在法庭主持下进行调解。XY证券公司亦表示,愿意按照先行赔付方案,与提起诉讼的符合先行赔付标准的适格投资者达成和解。部分投资者经法官释法析理,接受了和解方案,通过撤诉、和解等方式,另行向赔付基金管理人申请赔付。

(二)对于争议较大无法和解的案件,法院通过示范判决,对XY证券公司是否承担责任及其责任范围作出认定

对于经组织调解,双方争议较大,无法达成和解的案件,福州市中级人民法院及时对案件进行了审理并作出裁判。在该系列纠纷案件中,法院审理认定,从证监会针对X公司以及相关责任人员作出的《行政处罚决定书》《市场禁入决定书》以及对被告XY证券公司作出的《行政处罚决定书》可见,X公司在申请首次公开发行股票并在创业板上市的过程中,通过在会计周期期末以借款等方式虚构应收账款的收回、冲减应收账款,又在下一会计周期期初将应收账款冲回,从而导致其向证监会报送的IPO申请文件以及公开发行的募集文件中的相关财务数据存在虚假记载,其行为已构成虚假陈述。被告XY证券公司作为X公司的上市推荐人和证券承销商,未遵守业务规则和行业规范,未勤勉尽责地对X公司的上述文件进行审慎核查,存在过错,依法应对投资者因该虚假陈述而遭受的投资损失承担赔偿责任。法院通过分析认定虚假陈述的揭露日和更正日、系统风险因素的影响,明确投

资者损失计算方法,以认定证券公司应承担的责任大小。

三、司法裁判与先行赔付机制的协同

因 X 公司欺诈发行而被摘牌退市,涉及数以万计中小投资者利益保护。法院在审理此类纠纷案件中,不仅应准确适用法律,认定当事人责任,还应当兼顾先行赔付机制,引导广大投资者通过多元纠纷化解机制解决纠纷。故在司法协同方面,应以保护投资者利益作为司法裁判的首要价值取向,同时对于先行赔付方案的合理性依法进行评价,从而在此类纠纷处理中实现法律适用的统一,达到定分止争,规范上市公司行为,保护证券投资者权益之目的。

本案审理主要从以下方面体现司法裁判与先行赔付机制的协同。

1. 在虚假陈述更正日、揭露日的认定方面,采纳证券公司自愿增设第二个更正日的意见

《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《若干规定》)第 20 条规定:“虚假陈述揭露日,是指虚假陈述在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上,首次被公开揭露之日。虚假陈述更正日,是指虚假陈述行为人在中国证券监督管理委员会指定披露证券市场信息的媒体上,自行公告更正虚假陈述并按规定履行停牌手续之日。”在本案中,对于 X 公司的虚假陈述,X 公司于 2015 年 7 月 15 日公告称收到证监会的《立案调查通知书》,《立案调查通知书》只载明公司涉嫌违反证券法律法规,并未揭露虚假陈述的具体内容,而且该公告发布后亦未对 X 公司的股价产生不利影响,故该日不应认定为本案的虚假陈述揭露日。

X 公司于 2015 年 11 月 27 日发布《关于对以前年度重大会计差错更正与追溯调整的公告》,首次对外公开了公司在 2011 ~ 2014 年相关财务报表中的会计差错并自行予以更正,该更正公告所揭露的虚假陈述内容即系证监会此后在《行政处罚决定书》中所认定的 X 公司虚假陈述的内容,故 X 公司的上述更正行为符合《若干规定》第 20 条关于更正日的规定,法院对被告 XY 证券公司关于 2015 年 11 月 27 日为第一个更正日的诉讼理由予以采信。

2015 年 12 月 10 日,X 公司再次发布《关于 2015 年半年度财务报告会计差错

更正的公告》,首次对外说明了公司2015年上半年度财务报告会计差错并自行予以更正,该更正公告所揭露的虚假陈述内容虽不是X公司在XY证券公司保荐其上市过程中所作出,而且证监会在此后作出的《行政处罚决定书》所认定的违法事实也未包含此项,但XY证券公司自愿增加该日为第二个更正日,而且设定第二个更正日可扩大赔付范围,更有利于保护投资者的利益,故法院对被告XY证券公司关于2015年12月10日为第二个更正日的诉讼理由亦予采信。

对于揭露日及更正日的认定,有利于明确投资者所主张的损失是否属于赔付范围。法院结合最高人民法院司法解释规定,并考虑先行赔付方案中关于揭露日及更正日认定意见,从有利于投资者利益保护的角度,采纳证券公司关于增设第二个更正日的意见,有利于厘清证券公司责任范围,实现对投资者利益的适度倾斜保护。

2. 在扣除证券市场系统风险因素所致损失方面,对于证券公司在先行赔付方案中关于扣减市场风险所致损失时应减半扣减的相关承诺,认定亦适用于诉讼案件

《若干规定》第19条规定:“被告举证证明原告具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系……(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。”证券市场系统风险是整个证券市场以及所有投资者共同面临的问题,投资者因系统风险所遭受的损失与虚假陈述行为不具有因果关系,该部分损失不应由虚假陈述行为人承担。

法院审理查明,从2015年中期开始,我国证券市场发生了大幅震荡,X公司所在的创业板综合指数也出现大幅下跌,X公司的价格走势与创业板综合指数走势亦基本一致,市场系统风险客观存在,故在认定投资者遭受的损失时应扣除系统风险所致的损失。

在扣减市场风险所致损失时,XY证券公司主张采用个体投资者在买入至卖出X公司股票或股票暂停上市期间,X公司股价涨跌幅与对应的相同区间的创业板综合指数涨跌幅,以个体市场风险相对比例修正法扣减市场风险所致损失,即投资差额损失 = 扣减市场风险因素之前的投资差额损失 * (1 - 证券买入卖出或暂停上市日期间指数加权平均跌幅/证券买入卖出或暂停上市日期间股价加权平均跌幅),该计算方法公平合理,法院予以采纳。

但 XY 证券公司在此前发布的《关于设立先行赔付专项基金的公告》中,已承诺在扣减市场风险所致损失时应减半扣减,该公告还载明该赔付方案在专项基金存续期间不可变更及撤销,而且该公告并未明确对于自行和解者的赔付方案和提起诉讼的投资者的赔付方案将有所差别,故法院对被告 XY 证券公司关于不予减半扣减市场风险所致损失的诉讼理由不予采纳。

3. 关于损失的具体计算方法方面,采纳证券公司“移动加权平均法”的计算方法,认可证券公司先行赔付方案中的赔付范围及赔偿金额计算方法,委托先行赔付专项赔付基金管理人计算投资者实际损失

依照《若干规定》第 30 条的规定,原告的损失为投资差额损失、投资差额损失部分的佣金、印花税以及上述两项资金的利息损失。对于投资差额损失的具体计算,《若干规定》第 31 条规定:“投资人在基准日及以前卖出证券的,其投资差额损失,以买入证券平均价格与实际卖出证券平均价格之差,乘以投资人所持证券数量计算。”第 32 条规定:“投资人在基准日之后卖出或者仍持有证券的,其投资差额损失,以买入证券平均价格与虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日期间,每个交易日收盘价的平均价格之差,乘以投资人所持证券数量计算。”上述规定只是原则性的规定以平均价格之差来计算投资人的实际损失,但具体应当采用什么计算方法,现行法律法规未作出明确规定。

现双方对于投资差额损失的计算方法存在争议,原告主张按普通加权平均法计算,如在计算买入均价时,将投资人所购买的所有股票总价与其在揭露日之前出售的所有股票总价相减,同时将其所购买的股票总量与卖出股票总量相减,再将股票总价之差与股票总量之差相除,计算出每一股的买入均价。而被告认为应按移动加权平均法计算,如在计算买入均价时将投资者每笔买入与下一笔买入进行加权计算,将得出的结果再与下一笔买入进行加权计算,如此循环,直至计算至最后一笔买入。

上述两种计算方法相比较,普通加权平均法将投资人买入和卖出的股票进行整体核算,虽然计算较为简单、结果也较为客观公平,但在此种计算方法中,因揭露日前卖出股票的价格直接影响了买入均价的计算,即揭露日之前的卖出价越低计算出的买入均价就越高,因此可能存在将揭露日之前卖出股票所遭受的损失(与虚假陈述不具因果关系的损失)也计入赔偿范围的情形;而移动加权平均法可避免

此问题,其计算过程更为复杂,计算结果也更接近客观真实。综上所述,法院对被告所主张的计算方法予以采纳。

被告 XY 证券公司在《关于设立先行赔付专项基金的公告》中所公布的赔付方案(包括赔付范围及赔偿金额计算方法等)合理合法。诉讼中,经该专项赔付基金的管理人中国证券投资者保护基金公司确认,按该赔付方案所确定的计算方法,原告应获得的赔偿数额为 X 元,对于该款,被告 XY 证券公司依法应予赔偿。

四、多元化解的成效

因上市公司欺诈发行引发的涉众纠纷影响面广,涉及众多投资者利益保护,故应在法院、监管机构、行业协会间建立起多元化解协调机制,并启动多元化解协调机制。法院审理 XY 证券公司因 X 公司欺诈发行涉及索赔案件时,经办法官多次与专项赔付基金的管理人中国证券投资者保护基金公司联系,了解先行赔付方案的内容、确定赔付计算依据及具体计算方法,并在判决书中通过充分说理,不仅实现了案件的法律适用与先行赔付方案保持一致,还兼对先行赔付方案合理性进行了法律评价,有利于投资者充分理解先行赔付方案,积极引导广大投资者损失通过先行赔付机制获得赔偿。

据悉,XY 证券公司设立的现行赔付基金,经过两个阶段的赔付申报,接受赔付并与 XY 证券公司达成有效和解的适格投资者共计 11,727 人,占适格投资者总人数的 95.16%;实际赔付金额为 241,981,273 元,占应赔付总金额的 99.46%。小部分投资者亦通过诉讼得到了赔偿。

五、本案典型意义及引发的思考建议

本案所涉纠纷多元化解的成功经验,得到最高人民法院、证监会的肯定。本案亦入选最高人民法院、证监会于 2018 年 12 月发布的《证券期货纠纷多元化解十大典型案例》,作为十大典型案例的首件案例,最高人民法院、证监会充分肯定了其典型意义,即“X 公司投资者先行赔付是我国资本市场因上市公司欺诈发行退市,保荐机构先行赔付投资者损失的首次尝试,对推进证券期货纠纷多元化解机制试点

工作有重要意义。在法院系统和监管部门的支持下,在先行赔付工作协调小组成员单位和广大证券公司的共同努力下,此次先行赔付工作进展顺利,通过主动和解的方式化解了经营机构及发行主体与众多投资者之间的矛盾纠纷,促进了X公司的平稳退市,促使相关责任主体吸取教训,规范经营管理,提升合规意识和风控水平,没有因第一单上市公司欺诈发行退市引发社会矛盾,维护了资本市场和社会的和谐稳定”。

法院对于本案的示范判决及与投资者先行赔付机制的协同,圆满解决了国内首家上市公司欺诈发行退市引发的涉众纠纷。但本案关于如何有效保护投资者利益问题,仍值得我们进一步思考。对于广大投资者,建议如下:

一是及时关注上市公司信息披露内容。本案投资者与证券公司对于虚假陈述的揭露日、更正日与证券公司存在重大认识分歧,系因其投资时未及时关注上市公司所披露的重大信息,导致在揭露日或更正日之后买卖股票造成的损失无法获得赔偿。

二是理性维权。因证券虚假陈述涉众纠纷中,监管机构及行业组织通常会启动非诉化解机制,引入专业力量对于投资者损失进行评估和认定。投资者可积极参与非诉调解,参与赔付方案的讨论,理性看待证券市场系统风险因素的影响,合理主张损失金额,及时高效解决纠纷。在可通过非诉调解机制解决纠纷的情况下,审慎选择通过诉讼方式主张权利,避免增加不必要的诉讼成本。

案例 2:法院示范性判决在证券期货纠纷 调解中的应用及展望

叶 翩* 张志旺** 范壮壮***

一、引 言

“5·15”投资者保护宣传日之际,中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)设立的全资子公司——中证资本市场法律服务中心在上海正式揭牌成立。中证资本市场法律服务中心全面承担投服中心纠纷调解工作职能,成为我国唯一的跨区域跨市场的全国性证券期货纠纷公益调解机构。同时,中证资本市场法律服务中心与上海金融法院共同签署了《诉调对接战略合作协议》,为证券期货纠纷多元化解注入新的动力。如何实现诉调有效对接,是值得探讨的课题。笔者认为,以投服中心为代表的投资者保护组织参与法院示范性判决的诉讼活动,中证资本市场法律服务中心运用法院示范性判决推动和建立权威、高效的证券期货纠纷调解机制,有利于化解日益复杂的证券期货纠纷,有利于更好地保护投资者合法权益。

二、法院示范性判决的定义及依据

2016年5月25日,最高人民法院、中国证券监督管理委员会发布了《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》。该通知指出:“建

* 浙江导司律师事务所高级合伙人,中证资本市场法律服务中心调解员。

** 北京德恒(宁波)律师事务所高级合伙人。

*** 浙江导司律师事务所律师助理。

立示范判决机制。证券期货监管机构在清理处置大规模群体性纠纷的过程中,可以将涉及投资者权利保护的相关事宜委托试点调解组织进行集中调解。对因虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为所引发的民事赔偿纠纷,需要人民法院通过司法判决宣示法律规则、统一法律适用的,人民法院应当及时作出判决。”该通知确立了通过法院作出示范性判决引导和开展证券期货纠纷多元化解的机制。

2018年11月30日,最高人民法院、中国证券监督管理委员会发布了《关于在全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》。该意见提出,健全诉调对接工作机制,建立示范判决机制。对于示范判决所确立的事实认定和法律适用标准,引导其他当事人通过证券期货纠纷多元化解机制解决纠纷,降低投资者维权成本,提高矛盾化解效率。

2019年1月16日,上海金融法院通过了《上海金融法院关于证券纠纷示范判决机制的规定》(以下简称《上海金融法院示范判决机制》)。示范判决机制,是指在群体性案件中法院通过有示范性个案的先行审理、先行判决解决共通性的事实认定和法律适用问题从而对其他同类案件及潜在案件发挥指导性作用的审判机制。^①类似美国的集团诉讼制度、德国的团体诉讼制度,示范判决机制是世界各国对证券类群体性诉讼的又一次积极探索。示范判决机制其意义在于对已进入或即将进入诉讼程序的大量同类案件,挑选出示范性案件以解决其共通性问题,实现对其他相同或类似案件一揽子解决,从而提高诉讼效率、减少司法资源的重复浪费。

三、法院示范性判决在证券期货纠纷调解中的作用

在我国证券期货市场中,中小投资者更易面对纠纷以及更难解决纠纷。在面对及解决纠纷时,中小投资者面临着如下矛盾:(1)监管机构投诉为主与监管资源有限的矛盾;(2)对诉讼及仲裁信任度高与诉讼及仲裁成本较高、耗时较长的矛盾;(3)调解解决成本小、门槛低与案件涉众广、专业性强、事实认定及法律适用不统一的矛盾。

同时,作为证券期货纠纷多元化解机制的重要组成部分,证券期货纠纷调解机

^① 上海市第一中级人民法院课题组《支持诉讼示范判决研究》。

制具有方式灵活、门槛低等优势,但因存在纠纷具有群体性、专业性强、事实认定困难、法律适用和责任认定不统一、利益纠葛复杂等不足,因而面临当事人认可程度不高、调解协议效力及执行力不足、“诉调、信调、调调”衔接制度不完善等困境。^①针对中小投资者维权现状、证券期货纠纷之特点及证券期货纠纷调解机制目前的困境,示范判决机制将发挥怎样的作用和功能,本文具体阐述如下。

(一)提高当事人对调解组织的认可程度

在纠纷中资金实力与专业技能都处于弱势的中小投资者本着“司法是维护公平正义的最后一道防线”的朴素认知,更倾向于将纠纷诉诸法院以维护自身合法权益。全面承担调解工作的中证资本市场法律服务中心系投服中心的全资子公司,而投服中心的股东为证券交易所、证券登记结算机构,在投资者看来,这些单位可能与其维权对象存在一定的利益关系。因此,这使原就处于弱势的投资者不愿主动寻求调解。

在示范判决机制下,示范性判决将同类案件共通性的事实认定及法律适用问题预先解决,让纠纷当事人可以将“诉讼预期”转化为“调解预期”,并逐渐树立对证券期货纠纷调解的认可与信心。

(二)平衡调解当事双方的对话地位

在证券期货纠纷中,投资者面对的多为体量庞大、专业能力强以及有着专门法律团队的上市公司或金融机构,在调解中双方处于“倾斜式”的对话地位。在这种情况下,投资者或者继续调解,其将面对地位上差距带来的调解过程中心理上的不适;或者放弃调解转而进入诉讼程序,但这种“倾斜式”地位也将在诉讼程序中继续延续。

一方面,示范判决机制中的重要一环便是支持诉讼,即在示范性案件诉讼过程中,专门机构协助投资者正确认识示范案件的重要性、收集证据、整理同类案件投资者的诉请等,并在人力、财力、心理以及专业能力方面提供支持。这一过程中以投服中心为代表的投资者保护组织可作为支持诉讼的机构参与其中,为示范性案件争取对广大投资者最为有利的判决结果。该过程使投资者保护组织成为投资者的坚实后盾,均衡双方当事人的对话地位。

^① 陈明克:《我国证券纠纷调解机制》,载《武汉金融》2018年第4期。

另一方面,在既有示范性判决的前提下,投资者在调解过程中便增加了“对话筹码”,对纠纷中的主要争议事实及适用法律有了一定的了解,缩小信息差,对调解结果有了合理而又清晰的预期。这些都会使投资者在调解中的对话地位得到提升。

(三) 提高调解成功率与效率

除上述认可度不高以及当事双方对话地位不平等之外,调解过程中各参与方面面临的主要问题是争议事实如何认定、相关法律如何适用以及损失赔偿如何计算。如在虚假陈述案件中,3个重要时间点的认定(虚假陈述实施日、陈述日及基准日)、虚假陈述与投资者损失之间是否存在因果关系,以上问题的解决将会使调解过程冗长,当事双方亦易在上述阶段中放弃调解,从而使调解成功率与效率都大大降低。而对于损失计算方法及系统性风险与非系统风险的分别计算等问题,目前,如投服中心、中国证券投资者保护基金公司等已建立起专门用于投资者基础损失计算、证券市场系统性风险扣除和证券市场非系统性风险扣除等的系统。但究其根本该计算归属于第三方机构,从投资者角度理解,其计算结果的公信力不如法院直接给出的计算标准及计算过程。

示范性判决案例本就旨在解决同类证券期货纠纷中共通性的事实认定及法律适用问题,最大限度覆盖平行案件已经或可能遇到的问题。特别是上述提到的损失计算等疑难问题,更加需要示范性判决提供统一标准。因此,将示范性判决作为调解过程中的指导与“准星”,便可提高调解成功率与效率。

(四) “同案同调”,保证调解权威性

如前所述,证券期货纠纷具有人数多且空间分布广、专业性强及案情复杂等特点,这可能会导致面对同一侵权人的中小投资者维权案件,由于调解员专业知识、经验差异及当事双方的态度、对话地位差异等原因最终得出不同的调解结果。这种“同案不同调”的现象会给当事双方,尤其是投资者一种调解缺乏专业性及权威性的错觉,不利于多元化纠纷解决机制的构建及推广。引入示范性判决后,调解员在调解过程中有例可循,做到不盲目、不随意,有利于保证调解的权威性、保持调解公信力。

四、示范性判决应用于证券期货纠纷调解的展望及建议

目前,法院示范性判决在证券期货纠纷调解中的应用尚未全面展开、作用机制亦尚未完全成熟,未来在实操过程中亦可能暴露诸多问题,本节中笔者就法院示范性判决如何更高效、更精准地应用于证券期货纠纷调解提出展望及建议。

(一) 构建并灵活适用“示范性判决组合”

证券期货纠纷的特点之一便是“个性化”,即在同一案件中,面对同一侵权人的侵权行为,被侵权人即众多的投资者会产生各种不同的损失、提出各种不同的诉求。诚然,对因此产生的每一案件都单独进行审理或者调解是维护各方公平的应然选择,但考虑效率问题,这却并非实然选择。亦正是这种“公平与效率”的反复博弈,示范性判决机制才成为解决“应然选择与实然选择”的“必由之路”。

虽然示范性判决机制兼顾了证券期货纠纷的“公平与效率”问题,并且从机制本身的理论角度出发,示范性判决本身的目的即为最大限度地覆盖群体纠纷案件中中共性的事实问题和法律问题,但将其应用到证券期货纠纷调解中时,示范性判决固有的“单一性”与调解案件的“个性化”矛盾便凸显出来。具体来讲,在调解过程中,在调解双方均同意使用示范性判决的前提下,可能出现如下情形。

其一,现有示范性判决未能完全覆盖调解案件。由于示范性判决的选定与数量存在一定限制,面对众多“个性化”的调解案件,调解案件的事实问题或法律问题仅可以在现有示范性判决中找到部分适用,也即现有示范性判决只能部分覆盖调解案件中的共性事实问题或法律问题。

其二,调解方对于适用的示范性判决提出部分异议。在实际调解过程中,存在调解一方或双方对于所适用的示范性判决部分结果提出异议的可能性。如在前述的虚假陈述案件中,调解一方或双方可能同意示范性判决中虚假陈述实施日及陈述日的认定,但否认适用同一示范性判决中对于基准日的认定,或者同意示范性判决中对于3个重要时间点的认定,却对同一示范性判决中损失如何计算提出异议等。

上述情形是将示范性判决应用于证券期货纠纷调解后的可预见性情形,针对该等情形,笔者提出如下建议。

1. 构建“示范性判决组合”

《上海金融法院示范判决机制》中详细规定了示范性案件的选定条件及选定方式,并强调示范性案件在解决案件本身争议的同时重点关注并解决同类案件共通的事实问题与法律问题。考虑前述情形,在单一的示范性判决无法涵盖多样化的调解案件时,构建“示范性判决组合”便可有效解决这一困境。

“示范性判决组合”是指针对同一证券期货纠纷,选定并审理出多个示范性判决构成组合,以期能够完全覆盖平行案件共通事实问题及法律问题。如此,分布于多空间的多样化调解案件均可在“示范性判决组合”中的一个或者多个示范性案件中找到适用参照。

2. 灵活适用“示范性判决组合”

如前述情形二,调解中若出现调解一方或双方对所适用的示范性判决部分结果提出异议之情形,在构建“示范性判决组合”的基础上,调解组织可针对具体调解案件灵活适用组合中的示范性判决。调解组织可以根据案件本身涉及的事实、法律争议及调解双方具体诉求,灵活匹配示范性判决,亦可考虑如“示范性判决 A + 示范性判决 B + ……”等组合方式于已有的“示范性判决组合”中挑选出适用于该调解案件自身的、专属的示范性判决组合。一方面,该做法可以最大限度地适用示范性判决对案件进行调解,从而提高调解的效率;另一方面,亦可保证案件调解的质量及公正性。

(二) 用好、用足支持诉讼

《民事诉讼法》第 15 条规定:“机关、社会团体、企业事业单位对损害国家、集体或者个人民事权益的行为,可以支持受损害的单位或者个人向人民法院起诉。”申言之,证券支持诉讼是指投资者保护机构支持受损害的投资者向法院起诉。^① 因此,支持诉讼之于调解组织而言,是降低投资者维权成本、提高证券期货纠纷调解效率与质量从而有效保护投资者合法权益的有力抓手。支持诉讼是示范性判决得以启动、成形及运用的基础,与示范性判决密不可分。接下来,笔者将从示范性判决的启动、示范性判决的审理以及示范性判决应用于调解 3 个阶段着眼,为调解组织如何用好、用足支持诉讼这一“利器”以解决投资者维权痛点提供若干建议。

^① 上海市第一中级人民法院课题组《支持诉讼示范判决研究》。

1. 示范性判决的启动

在群体性证券期货侵权事实发生后,投服中心作为专业的投资者保护机构相较法院而言更易于接触广大被侵权的投资者,相较投资者个人而言具有更专业的知识、财力、人力,更易于形成被侵权投资者规模效应。同时,《上海金融法院示范判决机制》第6条规定:“群体性证券纠纷中由国家机关或依法设立的公益性组织机构支持诉讼且符合示范案件选定条件的,优先选定作为示范案件。”因此,投服中心应当针对某一特定证券期货侵权事实,接受甚至于主动联系受到损失的投资者,并基于此统计并分析该群体性证券期货纠纷中的共性问题与个性问题,为法院更好选定示范性案件提供数据支撑,加快示范判决机制的启动。

投服中心参与示范性判决的启动之中,除上述作用外,亦能扩大投服中心作为投资者保护机构在投资者群体中的影响力与公信力,有利于中证资本市场法律服务中心后续调解工作的推进。

2. 示范性判决的审理

法院选定示范性案件后便正式步入审判程序。

从理论角度出发,新《证券法》第95条规定了投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时,诉讼标的是同一种类,且当事人一方人数众多的,可以依法推选代表人进行诉讼。该条第3款同时规定:“投资者保护机构受五十名以上投资者委托,可以作为代表人参加诉讼,并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记,但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。”上述规定明确指出了以投服中心为代表的投资者保护机构可以作为诉讼代表人。

从各地法院出台的规定和相关公告中,可以看出对投资者保护机构作为公益机构担任或指派诉讼代表人持支持态度。《上海金融法院关于证券纠纷代表人诉讼机制的规定(试行)》第24条第2款亦规定:“投资者保护机构自身以投资者身份提起诉讼,或者接受投资者的委托指派工作人员或委托诉讼代理人参与案件审理活动的,可以指定该机构或者其代理的当事人作为代表人。”

上述规定在《民事诉讼法》亦有迹可循,《民事诉讼法》第55条第1款规定:“对污染环境、侵害众多消费者合法权益等损害社会公共利益的行为,法律规定的机关和有关组织可以向人民法院提起诉讼。”

虽然,对于投资者保护机构以何种身份、何种方式参与证券期货纠纷示范性案

件的审理,目前我国立法并未进行全面明确的规定,但以上条款和意见均可作为参照与切入点,已提供了一定的法律依据和理论基础。

从实操角度出发,被选定的示范性案件由于本身案情相较平行案件更加复杂,且无已宣判案件作为参考,加之可能存在的社会舆论施加影响,因此,无论是法院,抑或是投资者都面临如取证、质证困难、损失计算困难及心理压力等问题。同时,投资者由于本身处于诉讼相对弱势地位(专业知识不足、财力精力有限、心理负担重等),这种相对弱势地位便会在示范性案件中更加凸显。以上情况对于示范性案件审理极为不利,其消极影响甚至可能反噬示范性判决机制本身的意义。在这种情况下,投资者保护机构积极参与其中,为投资者提供专业及法律意见,协助其收集证据,及时提供财力帮助,安抚稳定投资者情绪,在可能的情况下出庭辩论、发表支持诉讼意见等,将极大地推动示范性案例得以公正有效的判决。

3. 示范性判决的应用

对于以投服中心为代表投资者保护机构参与支持诉讼后产生的示范性判决,中证资本市场法律服务中心作为调解组织将其运用于调解中时,无疑提升了调解组织的公信力,增强了投资者对该示范性判决的认同感,从而推动调解更为有效地达成。

五、结 语

任何发展与改革总是会伴随阵痛,证券期货市场也不例外。证券期货市场若要切实服务好中国经济,则必须保护好中小投资者权益,则必须要建立健全证券期货纠纷多元化解决机制。日前,宁波市中级人民法院、宁波证监局、中证资本市场法律服务中心联合签署《合作框架协议》,诉调对接机制正在全国范围内继续推广和铺开。未来,示范性判决机制将在证券期货纠纷调解中发挥更大的作用。诚然,在广泛应用之后,也将面临诸多未能预测的疑点难点。以投服中心为代表的投资者保护机构如何通过支持诉讼参与到示范性判决中,示范性判决又如何能在调解中发挥最大的功效,需要学界的进一步探讨,并最终通过立法实现其规范化。故本文谨作抛砖引玉,期待示范性判决机制进一步应用后的广泛探讨。

案例 3: 虚假陈述民事赔偿中的先行赔付制度

——从 X 公司虚假陈述民商事赔偿案件引发的思考

陈春熙* 刘璐**

一、案情回顾

(一) 案情概述

2016 年 5 月,创业板上市公司 X 股份有限公司由于 IPO 申请文件中相关财务数据存在虚假记载、上市后披露的定期报告中存在虚假记载和重大遗漏,收到中国证监会《行政处罚和市场禁入事先告知书》。2017 年 8 月,X 公司正式摘牌退市。其为创业板第一家退市的公司,也是中国资本市场第一家因欺诈发行而退市的公司。众多投资者因 X 公司退市遭受损失,如不能及时获得赔偿将引发涉众纠纷,出现大量索赔诉讼和投诉,影响退市工作顺利进行和资本市场稳定。

为了化解欺诈发行责任人与投资者的群体性纠纷,作为 X 公司上市保荐机构的 XY 证券股份有限公司(以下简称 XY 证券),决定出资设立规模为人民币 5.5 亿元的“X 公司欺诈发行先行赔付专项基金”,用于赔付适格投资者遭受的投资损失。中国证券业协会与中国证券投资者保护基金有限责任公司、深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司、XY 证券共同组成 X 公司投资者先行赔付工作协调小组,推进先行赔付方案的制定完善和各项工作的实施。XY 证券先后组织多场专家论证会、投资者座谈会,广泛听取投资者、监管部门、协调小组成员单位、法律专家

* 上海锦天城(重庆)律师事务所合伙人。

** 上海锦天城(重庆)律师事务所律师。

和金融工程专家意见,并征求了最高人民法院的指导意见,对先行赔付方案进行了全面论证。

(二) 案件处理经过及结果

从2017年6月开始,经过两个阶段的赔付申报过程,至2017年10月完成第2次赔付申报的资金划转,接受赔付并与XY证券达成有效和解的适格投资者共计11,727人,占适格投资者总人数的95.16%;实际赔付金额为241,981,273元,占应赔付总金额的99.46%。本案先行赔付方案也得到了法院的认可,福建省高级人民法院、辽宁省高级人民法院、福州市中级人民法院、沈阳市中级人民法院等在审理XY证券因X公司欺诈发行涉及索赔案件时,法律适用与先行赔付方案保持一致。

二、案例分析

(一) 先行赔付制度概述

1. 我国证券市场投资者先行赔付制度的历史沿革

综观我国证券市场投资者先行赔付制度的发展历程,其共历经三个典型发展阶段:

第一阶段,规范性文件阶段。证券市场中“先行赔付”一词最早出现在中国证监会的规范性文件中。2015年11月,为贯彻落实国务院办公厅《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》要求,证监会在其出台的进一步完善新股发行制度的有关意见中首次提出要“强化中介机构责任,建立保荐机构先行赔付制度”。其后,2015年12月30日证监会发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》(以下简称《准则1号》),《准则1号》第18条明确规定:“招股说明书扉页应载有发行人的如下声明:‘发行人及全体董事、监事、高级管理人员承诺招股说明书及其摘要不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,并对其真实性、准确性、完整性承担个别和连带的法律责任。’”虽上述关于先行赔付的规定仅存在于证监会的规范性文件中,且仅进行了原则性规定,但为后续证券市场出现的欺诈发行、虚假陈述案件中投资者合法权益的维护,起到了良好的促进作用。

第二阶段,实践尝试阶段。本文案例为我国资本市场因上市公司虚假陈述、欺

诈发行退市,保荐机构先行赔付投资者损失的首次尝试。此案前后,我国证券市场开启对先行赔付制度的大胆尝试,并不出现了大量先行赔付制度适用的优秀案例。其中,具有典型意义的为万福生科案、海联讯案。在万福生科案中,平安证券作为万福生科首发上市的保荐机构及主承销商,出资3亿元设立专项基金,对因万福生科欺诈发行、虚假陈述而遭受损失的投资者先行赔付,并由中国证券投资者保护基金有限责任公司作为赔付基金管理人。该案系我国证券市场上首个证券中介机构主动出资先行赔付投资者损失的案例。另在海联讯案中,海联讯的4名控股股东共计出资2亿元设立专项基金,对因海联讯欺诈发行、虚假陈述而遭受损失的投资者进行先行赔付,并由投保基金公司作为赔付基金管理人。该案系我国首例由控股股东主动出资先行赔付的案例。上述案例均为我国证券市场中小投资者权益保护制度的完善提供了丰富而宝贵的经验,对先行赔付制度的正式出台起到了积极的推进作用。

第三阶段,成文法阶段。2020年3月1日起实施的《证券法》正式在立法层面上确立了先行赔付制度。本次《证券法》修订最大的亮点就在于投资者保护机制的完善,专门设置“投资者保护”章节,以成文法的方式对投资者先行赔付制度从适用主体、适用范围、赔付方式及责任分担等细节进行了规定,标志着我国证券市场先行赔付制度进入了规范化阶段。

2. 证券市场先行赔付的含义

虽证券市场先行赔付制度由来已久,但无论法律法规,抑或是部门规范性文件均未对先行赔付作出准确的定义。根据法律法规对先行赔付范围、主体、对象等要素的规定,并结合司法实践中先行赔付制度的适用及各专家学者的意见,所谓“证券市场先行赔付”系指:在证券市场发生虚假陈述或欺诈发行时,在发行人、上市公司等市场主体据以承担赔偿责任的行政处罚、司法裁判尚未作出之前,由虚假陈述民事赔偿的可能的连带责任人之一先行垫付赔偿金额,向投资者承担赔偿责任,然后再由先行赔付者向未参与先行赔付的发行人、上市公司以及其他责任人进行追偿的一种措施。

(二) 证券虚假陈述中先行赔付制度的适用

近年来,我国的证券市场虚假陈述案件呈持续上升态势,且在经济发达地区尤为集中。通过中国裁判文书网对关键字“证券虚假陈述”进行检索,截至2020年6

月 9 日共有裁判文书 3 万余篇,其中 2019 年裁判文书多达 10,053 篇。从案件地域分布来看,2019 年案件量排名前三位分别是江苏省 5881 件,占比 20%;上海 4811 件,占比 16.4%;四川省 3670 件,占比 12.6%。详见图 4-1 和图 4-2。

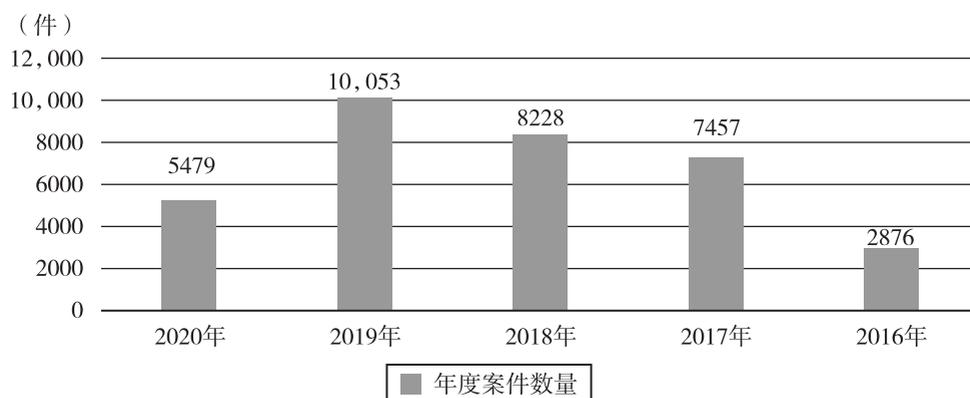


图 4-1 关于证券虚假陈述案件年度情况

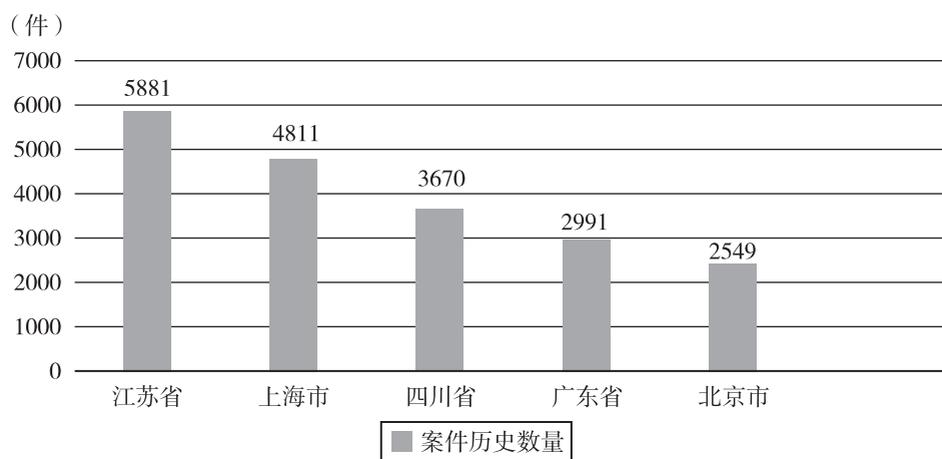


图 4-2 关于证券虚假陈述案件地域分布情况

1. 证券市场虚假陈述的概述

(1) 证券虚假陈述的定义

所谓证券虚假陈述,根据《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《若干规定》)第 17 条关于虚假陈述的定义,系指信息披露义务人违反证券法律规定,在证券发行或者交易过程中,对重大事件作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述,或者在披露信息时发生重大遗漏、不

正当披露信息的行为。

(2) 证券虚假陈述的类型

在本文案例中,X公司虚假陈述的主要情形为“IPO申请文件中相关财务数据存在虚假记载、上市后披露的定期报告中存在虚假记载和重大遗漏”,事实上根据表现形式的不同,虚假陈述可分为虚假记载、误导性陈述、重大遗漏和不正当披露4种类型。根据《若干规定》第17条的规定,并结合证监会发布的《信息披露违法行为行政责任认定规则》中关于信息披露违法行为之认定,虚假陈述的4种表现类型分别具备以下含义。

其一,虚假记载。系指信息披露义务人在信息披露文件中所披露内容进行不真实记载,包括发生业务不入账、虚构业务入账、不按照相关规定进行会计核算和编制财务会计报告,以及其他在信息披露中记载的事实与真实情况不符的情形。

其二,误导性陈述。系指信息披露义务人在信息披露文件中或者通过其他信息发布渠道、载体,作出不完整、不准确陈述,致使或者可能致使投资者对其投资行为发生错误判断的情形。

其三,重大遗漏。系指信息披露义务人在信息披露文件中未按照法律、行政法规、规章和规范性文件以及证券交易所业务规则关于重大事件或者重要事项信息披露要求披露信息,遗漏重大事项的情形。

其四,不正当披露。系指信息披露义务人未按照法律、行政法规、规章和规范性文件,以及证券交易所业务规则规定的信息披露期限、方式等要求及时、公平披露信息的违法情形。

2. 证券虚假陈述先行赔付的主体

从上述案例中可以看到,作为X公司上市保荐机构的XY证券股份有限公司,决定出资设立规模为人民币5.5亿元的“X公司欺诈发行先行赔付专项基金”,用于赔付适格投资者遭受的投资损失。由此引发下一个思考,即谁才是适格的先行赔付义务人。

根据《证券法》第93条关于先行赔付的规定,如下主体可作为证券虚假陈述的先行赔付主体。

(1) 发行人、发行人的控股股东、实际控制人

发行人作为虚假陈述的直接责任主体,其应当承担赔偿责任无须过多赘述。

发行人的控股股东、实际控制人因其本身对拟上市公司或上市公司占据主导地位,其持有股份所享有的表决权已足以对公司股东会、股东大会的决议产生重大影响,公司本身系虚拟法人,很大程度上上市公司或拟上市公司的虚假陈述系经控股股东、实际控制人的授意所作出。因此,发行人就其虚假陈述对投资人承担赔偿责任外,发行人的控股股东、实际控制人在证券发行、交易过程中,作出虚假陈述,造成投资者损失的,仍应就其自身违法行为给投资人造成的损失承担连带赔偿责任。

(2) 证券公司等证券机构

根据《证券法》第 29 条之规定,证券公司承销证券,应当对公开发行募集文件的真实性、准确性、完整性进行核查。发现有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,不得进行销售活动;已经销售的,必须立即停止销售活动,并采取纠正措施。证券公司有前款所列行为,给其他证券承销机构或者投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。因此,在证券发行的过程中,作为证券的专业承销机构及推荐人,理应对发行资料进行真实性、准确性和完整性进行审慎的核查,一旦发现发行文件中存在虚假陈述情形的,应当要求发行人更正。否则,法律当推定证券承销商及推荐人存在过错,其应就投资人虚假陈述遭受的损失承担赔偿责任。当然,发行人的控股股东、实际控制人、证券公司能够举证证明自己无过错的,根据《证券法》第 93 条之规定可以向发行人进行追偿。

因此,在本案例当中,因行政机关认定的上市公司存在 IPO 申请文件中相关财务数据虚假陈述的行为,由此可推定上市保荐人的 XY 公司存在过错。为维护广大投资者的合法权益,避免群体矛盾的过激化、扩大化,XY 公司牵头成立先行赔付专项基金,联合证券业自律组织、证券交易机构组成联合工作小组,并依托最高人民法院及金融机构提供法律及金融专业论证,对解决虚假陈述引发的民事赔偿群体纠纷起到了积极的效果。

3. 证券虚假陈述中先行赔付范围

关于证券虚假陈述中投资者获赔范围,《若干规定》仅为概述性规定,即以投资人因虚假陈述而实际发生的损失为限,该实际损失包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税。在具体案件审理中,人民法院可综合整体市场的走势情况、相关股票交易情况、个股价格变动与大盘指数及行业指数变动的相对关系等因素,依法、公平、合理地确定当事人应承担的相应损失,以平衡好投资者保护和资本

市场稳健发展的关系。关于投资者的获赔数额,司法实践中人民法院在计算相关股票的买入均价时,有先进先出法、加权平均法、移动加权平均法等多种方式,具体应根据个案的情况予以确定。且为明确损失金额,人民法院往往委托第三方专业机构对投资者具体损失金额进行核定,以保证计算结果的准确。

4. 证券虚假陈述中先行赔付的程序

综合我国现有证券市场先行赔付司法实践,当先行赔付事件触发时,一般按照如下程序履行:首先,由先行赔付义务人设立投资者专项赔付基金,并广泛征求有关专业人士意见进行论证,确立先行赔付方案。其次,先行赔付义务人委托中立第三方机构,一般为投保基金公司负责赔付专项基金的管理及运作,担任基金管理人。同时,专项补偿基金由第三方银行进行专户管理。再次,赔付义务人自行或委托第三方向投资者发布赔付申报信息,由投资者按照约定程序进行损失申报。最后,投资者损失经核定后,赔付义务人与投资者达成先行赔付协议,由基金管理人委托第三方银行将赔付金划至适格投资者指定账户。至此,先行赔付程序履行完毕。

三、证券虚假陈述民事案件中先行赔付制度思考

任何制度的进步和完善都非一蹴而就的,在看到投资者先行赔付制度得以确立的同时,亦引发笔者对于该制度适用性的思考:当虚假陈述引发民事赔偿案件后,谁愿意主动来承担先行赔付责任?先行赔付人与投资者达成的赔付协议是否具有可执行性,如何做到赔付协议与诉调的对接,切实维护投资者权益?

(一) 关于先行赔付主体的主动性问题

从《证券法》第93条关于先行赔付主体“可以”委托投资者保护机构,就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议的表述来看,从法律角度先行赔付为自愿条款并非法律的强制性规定。不想让立法目的落空让先行赔付制度成为一纸空文,就需要激发赔付主体主动赔付意愿。鉴于发行人、发行人控股股东、实际控制人一般具备雄厚的资金实力,其承担先行赔付责任不存在实质性障碍;而证券公司作为承销商、保荐人除具备较强经济实力外,从维护良好商誉出发,亦具有承担先行赔付义务的主动性。此外,《行政处罚法》第27条关于主动消除或者减轻违法行为危害后

果的,应当依法从轻或者减轻行政处罚的规定,以及证监会发布的《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》第4款第2项关于“涉嫌欺诈发行的公司或其控股股东、实际控制人,在受到证监会行政处罚前,按照公开承诺回购或者收购全部新股,赔偿中小投资者经济损失,及时申请其股票退出市场交易的,可以从轻或者减轻处罚”的规定,均为提高义务主体实施先行赔付的主动性和积极性,提供了充分的法律依据和政策保障。

(二) 关于赋予赔付协议强制执行力的问题

赔付主体与投资者达成的先行赔付协议,性质上属于平等民事主体经协商一致达成的民事协议,本身并不具备强制执行力。赔付协议达成后,若赔付主体未予履行赔付义务的,投资人还需通过诉讼或仲裁方式取得裁判文书,并通过申请司法强制执行获赔。然而,如此一系列程序走下来,必将使投资人遭受不必要的损失及诉累,有悖于投资者先行赔付制度关于投资者高效维权、充分维权的立法初衷。因此,引入诉调对接机制,是有效解决该症结的方式之一。事实上,早在2016年5月25日,最高人民法院、证监会就联合发布了《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》,通知明确证券期货监管机构、试点调解组织的非诉讼调解、先行赔付等,均可与司法诉讼对接,经试点调解组织主持调解达成的调解协议,具有民事合同性质。经调解员和调解组织签字盖章后,当事人可以申请有管辖权的人民法院确认其效力。经人民法院确认有效的具有明确给付主体和给付内容的调解协议,当事人可以申请人民法院强制执行。据此,若能于司法实践中切实落实先行赔付机制与诉调机制对接,将对先行赔付制度的发展与完善起到积极的推进作用。

四、结 语

任何一项制度的立足和发展,都有待时间的检验。虽然《证券法》对于投资者先行赔付制度仅进行了概述性规定,但无疑是投资者权益保护体系构建的支柱力量,是我国证券领域争议多元解决机制重要的一环。笔者相信,投资者保护体系的日趋完善,将会为社会经济的发展及法治化的推进增添新的活力。

