

第五篇 理论 研究

证券交易领域机会利益损失纠纷实证研究

华泰证券课题组*

一、研究背景分析

(一) 案例切入

自2007年通过某证券公司开立证券账户以来,投资者A频繁进行股票交易,并在2020年开立期权账户,同步开展股票期权交易。投资者A此后前往境外某国,发现手机期权交易软件无法照常使用。证券公司获悉情况后,及时向投资者讲解电脑委托交易方式,还于当日紧急向投资者提供手机交易软件境外登录路径并发送操作演示视频,投资者反馈可以正常使用手机交易软件,但登录时间已临近收盘,声称“原定交易计划无法实现”,要求证券公司赔偿其期权合约直接损失以及受影响时段内无法开展期权交易产生的预期收益损失上百万元,并向调解组织申请调解。

针对本次调解申请,调解组织积极沟通投资者、证券公司双方了解纠纷情况,确认投资者A个人风险测评等级为积极型,未发现与期权业务适当性不匹配情形,同时调取期权账户交易数据,投资者A所称“受影响时段”不涉及存量期权合约到期、行权、平仓等情形,未发现期权合约直接损失,本次纠纷焦点集中其所称“无法开展期权交易产生的预期收益损失”,即机会利益损失。

为推进纠纷处理,调解员多次组织开展现场协商,并结合投资者A与证券公司签署的《股票期权经纪合同》相关条款,解释前期合同已针对交易委托风险进行揭示,相关证券公司向投资者提供电脑、手机交易软件等多种交易服务,并在收悉投资者反馈后及时提供替代性交易服务方式,未发现证券公司应当对投资者A所称“机会利益损失”进行赔偿的合理性。经各方数轮沟通,投资者A最终意识到此前巨额赔偿诉求于法无据,随后通过调解渠道与证券公司达成和解,并以书面方式确

* 课题负责人:顾成中,华泰证券合规法律部负责人;课题组成员:吴加荣、陈苗、周岩、周文威,华泰证券合规法律部员工。

认纠纷事项已了结,实现“案结事了”。

(二) 案例简析

此类涉及交易系统的纠纷案例并非个例,根据投保基金公司披露数据,2020年至2021年,证监会12386服务平台累计收到交易系统问题相关投诉超2000件^①。结合市场公开信息,2023年多家证券公司发布公告提及交易系统故障,随之引发的批量投诉纠纷中,广大受影响投资者纷纷提出“假如顺利挂单买入/卖出若干股票,就会盈利/减少亏损若干元”,要求证券公司针对此类机会利益进行赔偿。上述投诉纠纷的争议核心在于投资者直接损失与间接损失的认定范畴,是否支持投资者交易机会利益损失赔偿始终是纠纷解决的焦点。

二、机会利益损失求偿权分析

从我国当前民商法研究出发,“机会利益”这一概念脱胎于缔约双方的信赖利益,由于一方合同当事人不履行或不适当履行合同,造成对方当事人因信赖合同能够履行而遭受的相关费用损失,主要包括缔约准备费用、缔约成本、机会损失等^②,中国法学会副会长、中国人民大学王利明教授指出“机会利益的丧失属于非违约方所遭受的客观损失,应当获得法律救济。由于机会利益的丧失具有不确定性,在对其提供救济时应当进行必要的限制,如要求非违约方能够证明其客观上具有相关的订约机会,此种缔约机会损失具有确定性等”^③。围绕这一方向,全国人大法工委立法专家、清华大学崔建远教授进一步提出了“事件链”的概念,即“根据系列事件的发展演变,确定机会利益损失产生的可能程度,以至损失数额。任何一个链条断裂,就中断机会利益的损失再生,自此之后产生的损失不划入赔偿范围”^④。结合上述观点,本文立足于我国证券行业实践现状,尝试探讨证券交易领域机会利益损失和相对应的求偿权基础。

(一) 委托代理合同义务

根据证券行业实务,投资者与证券公司签署《客户账户开户及证券交易委托代理协议》后,证券公司依照约定为投资者办理证券开户并提供交易委托服务。上述

① 参见投保基金公司:《中国资本市场投资者保护状况蓝皮书——证券公司投资者保护状况评价报告(2022)》。

② 参见王利明:《违约中的信赖利益赔偿》,《法律科学》2019年第6期。

③ 参见王利明:《违约中的信赖利益赔偿》,《法律科学》2019年第6期。

④ 参见崔建远:《论机会利益的损害赔偿》,《法学家》2023年第1期。

协议通常约定投资者可通过柜台委托、网上委托、电话委托等方式下达委托交易指令,证券公司按照投资者发出的合法有效的委托,向交易所或证券登记结算机构发送委托指令,并根据证券登记结算机构反馈的清算数据,按照交易和结算规则代理开展清算交收。上述服务关系中,投资者向证券公司支付佣金,即有偿服务。如出现归咎于证券公司的系统故障,导致投资者无法正常委托或无法撤销委托,构成证券公司未履行合同义务情形。民法典第577条规定,当事人一方不履行合同义务或者履行合同义务不符合约定的,应当承担继续履行、采取补救措施或者赔偿损失等违约责任;民法典第929条进一步规定,有偿的委托合同,因受托人的过错造成委托人损失的,委托人可以请求赔偿损失。依据上述条款,投资者可请求证券公司承担赔偿责任的违约责任。

关于损失赔偿范围是否包含投资者因系统故障错失的交易机会,即证券公司是否应当赔偿投资者机会利益损失。民法典第584条规定,当事人一方不履行合同义务或者履行合同义务不符合约定,造成对方损失的,损失赔偿额应当相当于因违约所造成的损失,包括合同履行后可以获得的利益;但是,不得超过违约一方订立合同时预见到或者应当预见到的因违约可能造成的损失。从该条款的语义表述“合同履行后可以获得的利益”来看,证券交易机会利益损失的求偿权应当得到支持。然而部分学者认为,机会利益具有较强的或然性,属于概率事件,机会本身是一种可能性,金融市场是多因子构成,天然具有专业性和复杂性,单因子变化导致该机会最终不一定得到实现从而转化为价值,且受限于当事人能力的大小,带有一定的“臆测性”,即使投资机会没有丧失,将来获利数额尚未确定^①,从而否认机会利益损失应当获得赔偿。笔者认为,尽管证券市场相对于其他日常合同履行场景更为复杂,并呈现复杂多变等特性,然而仅从事后“赔偿数额难以确定”推导出事前“否认机会损失”的存在,并不符合民法典确立的诚实信用基本原则,明显损害合同信赖利益。从法律公平正义这一基本要求出发,我们应当正视证券交易领域机会利益、机会损失及对应求偿权的客观存在。

(二) 过错认定及举证责任

关于证券交易领域系统服务纠纷,一方面需要梳理投资者账户交易机会的可

^① 参见刘承慧、孙启隆:《论机会损失赔偿之确定》,《山东法官培训学院学报》2023年第3期。

行性,另一方面还应当关注证券公司服务本身是否存在过错。中国法学会证券法学研究会编撰的《证券法律评论》曾刊文提道,证券交易领域涉及转账、委托交易、撮合、清算等多个环节,牵涉到证券公司、交易所、登记公司、银行、通信电力服务商多个责任主体,责任主体的界定及过错判定的标准是一个技术障碍^①。鉴于证券公司交易服务基础为委托代理协议,以及投资者未与交易所、证券登记结算机构等建立合同法律关系,按照合同相对性原则,应当强调证券公司对自身交易服务的注意义务,从而消弭合同双方在系统服务这一专业领域认知的显著差异,维护合同公平。正如前文学者呼吁的“如证券公司对诸如应当预见的问题而没有预见,对技术的维护、测试未达到行业同行的标准,未尽到勤勉谨慎义务导致操作失误等情形,就都应纳入未尽合理注意义务范围”^②。

2019年修订的新证券法开宗明义地点出“证券公司应当依法审慎经营,勤勉尽责,诚实守信”这一原则要求,并在新设的投资者保护专章中添加举证责任倒置机制,即“普通投资者与证券公司发生纠纷的,证券公司应当证明其行为符合法律、行政法规以及国务院证券监督管理机构的规定,不存在误导、欺诈等情形。证券公司不能证明的,应当承担相应的赔偿责任”^③。上述条款都彰显出,证券公司应当在符合法律法规、行业规定的基础上,规范开展包括交易服务在内等各项行为,并履行对应的证明义务。

证券公司服务规范要求投资者权益保护工作领域显现得更为明显,原中国证监会投资者权益保护局曾在2019年面向全市场公开发布一起证券交易服务纠纷案例,明确提出“为投资者提供准确及时的交易服务是证券公司的基本义务”,并点出“本投诉中证券公司报单时间比交易所交易主机滞后近30秒钟,大大超出了一般从业机构、投资者对交易报单时间误差的认识,贻误交易时机,使投资者交易计划无法执行,可能会给投资者造成较大的损失”^④。这起案例首先提出证券公司交易服务蕴含的准确及时义务,随后从“超出一般认识”等通行规范延伸至“交易计划无法执行”的机会利益损失,充分明确了证券公司对交易风险的预见要求以及责任

① 参见高岚:《证券错误交易机会损失的侵权赔偿研究》,《证券法律评论(2019年卷)》。

② 参见高岚:《证券错误交易机会损失的侵权赔偿研究》,《证券法律评论(2019年卷)》。

③ 详见《中华人民共和国证券法(2019修订)》第89条。

④ 参见原中国证监会投资者保护局:《闭市前委托未成交暴露服务器时间滞后》,《2019年投资者保护典型案例汇编》。

承担。

基于上述理念,中国证监会于2021年至2023年先后发布了《证券期货业网络安全事件报告与调查处理办法》《证券期货业网络和信息安全管理暂行办法》等多项交易服务相关领域制度规范,强调保障证券期货业网络和信息安全、保护投资者合法权益、促进证券期货业稳定健康发展三者结合,并细化各层级安全事件报告处理要求,明确规定责任范围,即“核心机构和经营机构应当依法履行网络和信息安全保护义务,对本机构网络和信息安全负责,相关责任不因其他机构提供产品或者服务进行转移或者减轻”^①,进一步压实证券公司保障网络和信息安全的主体责任,对证券交易服务提出了更高的规范要求,并为证券交易纠纷双方过错认定提供了更为详实的基础。

三、证券公司责任承担实证分析

上文重点探讨证券交易纠纷中投资者与证券公司之间法律关系,并结合现行法律法规分析过错认定及举证责任分配,旨在为进一步厘清纠纷当中证券公司责任提供基础。现将结合司法判例,具体梳理纠纷中证券公司对投资者机会利益损失承担赔偿责任等情形。

(一) 交易系统故障

投资者周某诉GX证券及相关营业部证券交易合同纠纷^②中,周某于2007年2月1日凌晨2时,通过电话委托方式向GX证券预埋21笔卖出委托,涉及7只股票。证券公司于当日9时15分将上述委托向交易所进行申报,其中申报成功19笔、废单2笔,然而该证券公司相关报盘机出现通讯问题,造成包括周某在内的部分客户委托重复写入交易所接口库,导致柜台显示股份与交易所实际股份不一致,开盘后周某尝试委托买入相关股份,因股票数量不符遭到交易所拒绝,周某起诉要求证券公司赔偿。

庭审过程中,周某提出当日无法继续交易股票损失1.7万元。证券公司逐笔梳理周某此前预埋的21笔卖出委托(均未成交),结合市场行情判断仅2笔卖出委托可能成交,提出愿意赔偿这2笔委托损失并补偿交通费合计1216元。至于其他损

^① 详见《证券期货业网络和信息安全管理暂行办法(中国证监会令第218号)》第四条。

^② 参见上海市第二中级人民法院:周某与GX证券股份有限公司及证券营业部证券交易合同纠纷二审民事判决书,案号:(2010)沪二中民六(商)终字第116号。

失,证券公司表示周某账户当日交易时间仅操作8笔卖出委托,其余交易计划无法预见,拒绝赔偿。法院最终判决证券公司赔偿周某经济损失2000元及交通费。

周某随后上诉,针对损失计算,二审法院结合证券账户交易记录,未认可周某基于“当日全部未成交的股票卖出委托”计算得出的求偿数额,认定“周某主张按照惯常操作方式,即撤单再卖出均可以成交,但其所述操作并非实际发生,更无法证实该方式系惯常操作且均能成功,无法据此计算损失数额。周某主张按照其惯常操作可能获得的利益,伴随着较大的操作风险,超过证券公司签订证券委托代理合同可以预见的范围”,驳回上诉维持一审判决。

本次案例中,法院认定证券公司系统故障导致客户交易失常,证券公司负有过错并承担赔偿责任,随后根据账户交易记录及市场行情数据,明确赔偿金额应根据投资者实际发生的、基于系统故障受影响的交易情况进行计算。关于损失赔偿酌情增加金额,审判法官通过《人民法院报》阐述了判决依据,重点提及“交易机会”:一是投资者与证券公司委托代理关系中,证券公司开展股票买卖中介服务并提供对应保障,“该保障并非保障客户获利,而是交易机会上的保障,交易机会是实现金融交易目的的基本媒介,对交易主体而言利益重大,具有独立价值,应当受法律保护”^①;二是基于民商法机会丧失理论,由于证券公司系统故障致使投资者丧失股票投资机会,“如不让证券公司承担任何责任,客观上放纵了证券公司违约行为发生,同时公平、诚实信用和合法权益不受侵犯的原则就无从体现”^②。

(二) 风险揭示不到位

除了交易系统故障导致证券公司赔偿投资者机会损失外,风险揭示不到位也可能导致赔偿责任。投资者李某诉FZ证券及相关营业部股票交易纠纷^③中,李某在2019年2月21日上午9时26分6秒向证券公司发送委托卖出2.1万股金信诺(股票代码:300252)指令,后于当日9时26分44秒发出撤销委托指令,证券公司未在内部系统撤销李某前期委托,而是开市后将指令相继发送至交易所,前一笔卖出委托瞬时成交,后一笔撤销委托随即废单。该股票当日上涨6%,李某起诉要求

^① 参见范黎红:《因证券公司系统故障导致的交易机会利益损失应酌赔》,《人民法院报》2011年3月17日刊。

^② 参见范黎红:《因证券公司系统故障导致的交易机会利益损失应酌赔》,《人民法院报》2011年3月17日刊。

^③ 参见辽宁省鞍山市铁东区人民法院:李某与FZ证券股份有限公司及证券营业部股票交易纠纷一审民事判决书,案号:(2019)辽0302民初673号。

证券公司对股票错误成交导致未能以后续更高价格卖出予以赔偿。

FZ 证券回应称,根据证券交易委托代理协议,李某作为协议甲方,应当按照约定“对其委托的各项交易活动的结果承担全部责任”,协议已揭示撤销委托风险,即“甲方的撤销委托指令虽经乙方发出,但甲方委托可能已在市场成交,甲方必须无条件认可其成交事实,由此导致的后果由甲方承担”,并以卖出价格高于买入价格为由认为李某无损失,提出“李某赔偿数额实际是预期利益,不具有确定性,请法院驳回”。

审理过程中,法院认定双方证券交易委托代理协议合法有效,但针对上述两笔委托时间非交易所规定的股票交易申报时间,FZ 证券均进行系统登记且未揭示委托失败风险,认为“证券公司未履行股票交易中应具备的提示义务,该违约行为导致李某未悉知其在非申报期间卖出股票和撤销股票卖出有可能发生的结果,产生了与李某本意相违背的交易行为,客观上造成了投资损失”,酌定相关股票当日成交均价与李某卖出价格差值为投资损失,并以证券公司与李某双方均存在过错,判决证券公司承担 80% 投资损失,赔偿李某 10 080 元。

然而机会利益损失并非必然获得赔偿,以投资者周某 2 诉 CJ 证券及相关营业部股票交易纠纷^①为例,周某 2 同样在非交易申报时间进行股票委托后撤销委托,2011 年 12 月 8 日中午 12 时 55 分 48 秒委托买入 60 万股 * ST 钛白(现名:中核钛白,股票代码:002145),当日 12 时 56 分 30 秒发出撤销委托指令,上述委托均发送至交易所,买入委托成交,撤销委托废单。周某 2 起诉 CJ 证券及相关营业部要求赔偿,证券公司结合账户交易记录辩称,周某 2 并非首次利用非交易时间进行先委托后撤销的操作,其曾于 2011 年 9 月进行类似操作,代表周某 2 已知悉风险;另据市场行情,该股票后续曾出现高于本次买入价格的成交价格,甚至涨停,周某 2 可以卖出股票避免损失。对此,法院认定“在该股票出现可以避免损失的行情时,周某 2 未及时卖出以避免损失产生,故周某 2 对该股票的买卖交易,均属自行交易行为,交易风险理应自行承担。投资者不能利用已知的证券服务系统缺陷,追求不正当的交易利益,这不符合诚信原则,也不利于在证券交易市场中维护诚信交易行为”,判

^① 参见上海市长宁区人民法院:周某 2 与 CJ 证券股份有限公司及证券营业部股票交易纠纷一审民事判决书,案号:(2014)长民二(商)初字第 3283 号。

决驳回周某2诉请。此后周某2对本案提出上诉^①,被驳回后又申请再审^②,最终被裁定驳回再审申请。

综合上述多起案例可见,投资者能否获得交易机会损失赔偿的核心,在于“事件链”完整程度,一旦出现链条中断,则难以论证赔偿的合理性,即投资者是否预知交易风险、是否存在替代性交易方式、交易机会是否不可复现,其中任一环节被打断,证券公司对后续机会损失的赔偿责任随之消除。

四、防范机会利益损失纠纷的完善建议

中央金融工作会议强调“深刻把握金融工作的政治性、人民性”,“以客户为中心”始终是证券公司的服务宗旨。证券市场股票交易机会稍纵即逝,具有复杂多变、时效性强等特点。围绕保障投资者合法权益的担当使命,各证券公司既需要在技术层面深化网络和信息安全管理建设,增强系统保障及应急处理能力,源头防范纠纷风险,也应当从服务层面提升交易服务质量,全面解释交易风险保障投资知情权,关注老年特殊群体服务体验,致力打造有温度的金融服务。

(一) 深化网络和信息安全管理建设

2023年曾发生多起证券行业系统安全事件,如某证券公司交易系统容量不足导致报盘拥堵;某证券公司变更重要信息系统前未充分评估测试等造成系统宕机;某证券公司系统升级变更未充分论证测试导致系统登录异常^③,上述系统事件均对投资者交易造成不同程度的影响,并引发了批量纠纷及网络负面舆情,相关证券公司网络和信息安全管理能力建设亟需进一步加强。

2023年6月,中国证券业协会印发《证券公司网络和信息安全管理三年提升计划(2023—2025)》^④,本次计划共设置六大类31项任务,其中“夯实系统运行保障能力”“健全网络和信息安全管理防护体系”两大类合计15项任务,占任务总量接近一半,充分显示出系统保障防护建设的重要性。建议各证券公司结合自身特点,提升系

① 参见上海市第一中级人民法院:《周某2与CJ证券股份有限公司及证券营业部股票交易纠纷二审民事判决书》,案号:(2015)沪一中民六(商)终字第197号。

② 参见上海市高级人民法院:《周某2与CJ证券股份有限公司及证券营业部股票交易纠纷再审申请民事裁定书》,案号:(2016)沪民申1631号。

③ 参见新京报2024年1月3日报道:《2023年券商“宕机”事件盘点:多地证监局点名,已有4家被罚》,网址:<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1787075007471085710&wfr=spider&for=pc>。

④ 参见上海证券报2023年6月9日报道:《中国证券业协会印发〈证券公司网络和信息安全管理三年提升计划(2023—2025)〉》,网址:<https://news.cnstock.com/news/bwxx-202306-5074003.htm>。

统安全保障能力,强化重要信息系统开发、变更全流程环节规范要求,充分评估技术和业务风险,做好信息系统容量与性能管理,确保交易系统安全稳定运行。同时建立健全系统应急响应管理机制,完善应急报告与处置流程,防早防小,避免投资者损失因处置迟缓进一步扩大,从源头减少机会利益损失纠纷,保障投资者合法权益。

（二）充分保障投资者信息知情权

股票交易是证券经纪业务的核心之一,《证券经纪业务管理办法》明确规定“证券公司从事证券经纪业务,应当诚实守信,切实维护投资者财产安全,保障投资者信息知情权、公平交易权等合法权益”^①。结合司法判例,投资者对交易风险是否充分知悉并了解对证券公司赔偿责任有着直接影响。当前实践中,证券公司往往在与投资者签署的证券交易委托代理协议中设置风险揭示条款,对相关风险产生的责任进行界定与分担,并根据合同收益合理设置赔偿限额条款,保障合同各方履行合同的可预见性。

保障信息知情权除了通过书面协议条款约定,还应当包含必要的解释说明等服务过程,保障广大投资者能够知晓并理解交易风险的内涵。2023年12月,最高人民法院发布了《关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》,进一步阐明格式条款的认定标准,并强化提示说明义务的履行要求,同时明确对于电子合同提供方仅以采取了设置勾选、弹窗等方式为由主张已经履行提示说明义务的,人民法院将不予支持^②。证券交易委托代理协议作为典型的格式合同,并日益呈现为电子合同形式,格式条款提供方的解释说明责任尤为显著,这需要各证券公司在充分梳理协议条款内容、展现形式的同时,进一步做好协议相关风险等与投资者有重大利害关系条款的解释说明工作,提升服务规范,并增设必要的强化通知措施,多措并举保障投资者信息知情权。

（三）关注老年特殊群体服务体验

随着互联网、大数据、人工智能等信息技术快速发展,智能化服务得到广泛应用,并改变着大众的生活方式,然而随之而来的老年人“数字鸿沟”问题日益凸显。2019年,原中国证监会投资者保护局就曾发布案例呼吁“特殊人群需要特殊保护,

① 详见中国证监会:《证券经纪业务管理办法》第4条。

② 详见最高人民法院:《关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》第10条。

对老年人等群体服务中暴露的特殊问题,需要特别关注”,并倡导证券公司提升股票交易纠纷处置效率,“将投资者损失及双方责权界定在一定范围内,避免因时间延迟、行情变化进一步扩大交易损失”^①。

《证券公司投资者权益保护工作规范》也积极引导证券公司“改进老年人服务体验,推动网站、移动互联网应用适老化改造,方便老年人获取信息和服务,帮助老年投资者充分了解相关风险”^②。为避免软件功能设置影响老龄投资者使用,防范股票交易纠纷,各证券公司可结合老年投资者使用特点,开发具备界面简单清爽、操作指引清晰等特点的软件版本,针对老年投资者关注点及常见使用问题进展系列投资者教育,提升老年投资者服务品质及体验。

^① 参见原中国证监会投资者保护局:《投资者手机客户端交易软件无法使用》,《2019年投资者保护典型案例汇编》。

^② 详见中国证券业协会:《证券公司投资者权益保护工作规范》第28条。

调解前置争议解决条款在金融纠纷中的适用和展望

陈 蒙*

一、问题的提出

调解前置争议解决条款是指当事人将调解作为诉讼或仲裁前置程序的争议解决条款,也即当事人提起诉讼或仲裁之前需要履行调解程序。该类条款属于多层次争议解决条款^①,其目的在于采取经济高效的方式解决纠纷,维护当事人之间的良好合作关系,避免直接进入诉讼或者仲裁。

在我国的法律实践中,尽管此类条款并不少见,但却并未发挥实际作用;当事人往往不履行前置程序直接提起诉讼或者仲裁,对方当事人也直接就实体问题进行答辩,并不针对程序问题提出异议。此种情形下,双方丧失了更为简便高效解决纠纷的机会,也留下了程序瑕疵^②。此外,直接提起诉讼或仲裁还会增加司法机关或仲裁机构的案件数量,这也与当前推行的“诉源治理”“枫桥经验”精神相左。而即便当事人提出异议,司法机关在如何解释和规范此类条款方面也尚未形成共识^③。

近年来,金融纠纷案件数量增长较快且愈发复杂,案件群体性态势突出^④,仅凭诉讼和仲裁已难以化解数量庞大的金融纠纷,亟须综合其他替代性纠纷解决方式协同参与。金融纠纷具有数量大、涉及面广、专业性强等特点,而多数法院和仲裁机构处理的金融纠纷多数集中在金融借款等传统领域^⑤,对新型复杂金融纠纷(如虚假陈述纠纷、私募基金纠纷、金融衍生品纠纷)的处理经验不足。发挥调解前置

* 广发证券股份有限公司业务审核与法律事务岗职员。

① 将友好协商、专家决定等替代性争议解决方式作为前置条件的争议解决条款亦属于多层次争议解决条款。

② 范铭超:《比较法视野下多层次争议解决条款的强制性》,载《学术探索》2013年第12期。

③ 费宁等:《中国商事调解年度观察》(2022)[EB/OL]. 2023[2024年2月24日]. <https://www.bjac.org.cn/news/view?id=4414>.

④ 吕琦、宋少源:《中国金融争议解决年度观察》(2023)[EB/OL]. [2024年2月24日]. <https://www.bjac.org.cn/news/view?id=4680>.

⑤ 刘贵祥:《关于金融民商事审判工作中的理念、机制和法律适用问题》,载《法律适用》2023年第1期。

争议解决条款的积极作用,引导当事人通过专业化、市场化、社会化金融纠纷调解机制化解纠纷将有助于深入推进金融纠纷诉源治理、坚持和发展新时代“枫桥经验”、促进金融行业的持续健康发展。

二、调解前置争议解决条款的理论基础

调解前置争议解决条款的效力基础是当事人的意思自治。争议解决条款是意思自治原则在当事人处分自身诉权问题上的具体表现^①,也是仲裁庭获得仲裁管辖权的基础^②,而调解前置争议解决条款则是在“或诉或裁”条款的基础上另行约定了调解作为前置条件。这种通过当事人合意将调解置于诉讼或仲裁程序之前的做法属于意定调解前置,体现了当事人作为民事程序的主体,有权根据自己的利益和判断来选择适用或拒绝适用一项或多项程序^③。

调解前置争议解决条款的法理基础在于诉权契约理论。

根据诉权契约理论,当事人对因合同的履行可能发生的纠纷而预先通过合意方式处分诉权,包括放弃诉权、限定诉权的行使时间、限定诉权的行使条件等多种形式。目前我国民事司法已认同诉权的私法属性,允许当事人对自身诉权进行处分,但诉权处分需满足明示为之、遵循相对性、严格解释、不得违反公平原则、不得存在重大误解等条件。^④我国最高人民法院也持相同立场,认为诉权契约不违反法律规定。^⑤

此外,调解前置争议解决条款的效力在我国之外的许多国家和地区都已经得到承认。在德国,当事人可以通过合意将调解设置为诉讼的必经程序,法院不会主动考虑当事人之间是否存在调解前置合意,而仅仅在当事人于本案言辞审理前提出抗辩时法院才会加以考虑。^⑥在美国,如当事人约定纠纷须经调解方可诉讼,则

① 刘晓红、周祺:《协议管辖制度中的实际联系原则与不方便法院原则——兼及我国协议管辖制度之检视》,载《法学》2014年第12期。

② 谷振龙:《关于仲裁法中当事人意思自治的几点思考》[EB/OL]. [2024年2月24日]. <https://www.chinacourt.org/article/detail/2012/11/id/786840.shtml>.

③ 李浩:《民事程序选择权:法理分析与制度完善》,载《中国法学》2007年第6期。

④ 巢志雄:《民事诉权合同研究——兼论我国司法裁判经验对法学理论发展的影响》,载《法学家》2017年第1期。

⑤ “六盘水恒鼎实业有限公司、重庆千牛建设工程有限公司建设工程施工合同纠纷案”,参见(2016)最高法民终415号民事判决书。最高人民法院认为,“《付款协议》中约定在付款期限内不得提起诉讼的条款,并非排斥重庆千牛公司的基本诉讼权利,该条款仅是限制重庆千牛公司在一定期限内的起诉权,而不是否定和剥夺重庆千牛公司的诉讼权利,只是推迟了重庆千牛公司提起诉讼的时间,超过双方当事人约定的时间2015年8月25日后,重庆千牛公司可以随时行使自己的诉讼权利。”

⑥ [德]罗森贝克、施瓦布、戈特瓦尔德:《德国民事诉讼法》(下),中国法制出版社2007年版,第652页。

当事人应遵循善意条款,坦诚调解,但是不要求必须达成调解协议。^① 在法国,对于调解条款的效力,判例上长期存在争论,最高法院曾经在各自的判例中就调解条款的效力甚至作出过相反的认定,但最终确定调解条款具有约束当事人的强制约束力。^② 联合国国际贸易法委员通过的《国际商业调解和调解所产生的国际和解协议示范法(2018年修正)》的第13条^③也明确承认了调解条款的效力。

三、调解前置争议解决条款在我国的司法实践

法律法规层面,尽管我国不否认调解前置争议解决条款的效力,但并未对违反该类条款的后果作出明确规定。《仲裁法》第51条^④和《民事诉讼法》第96条^⑤规定了裁判机关应当尊重当事人关于调解的合意并组织当事人进行调解,但此处的调解合意与当事人通过调解前置争议解决条款达成的合意仍有区别:前者通常发生在庭审前或庭审中,通过裁判者询问当事人的调解意愿启动程序,而后者则是当事人事前约定调解程序及细节(如期限、调解组织、地点等)的结果。

仲裁规则层面,我国主流仲裁机构的规则已经关注到了调解前置争议解决条款并为适用条款开辟了空间。根据《中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁规则(2024版)》第12条^⑥,当事人约定调解前置但未经调解不影响申请人提起仲裁或仲裁委员会受理案件,除非所适用的法律或仲裁协议对此明确作出了相反规定。该条规则在鼓励当事人通过协商、调解等自治性方式化解纠纷的同时也尊重了当事人的意思自治;也即,如果当事人在争议解决条款中关于调解的明确约定明确具体、具有可操作性和可判断性,则仲裁机构在受理案件前将要求当事人履行调解程序。这种情况下,随意跳过调解而进入仲裁将使得调解这一有效的争议解决手段落空,留下程序瑕疵。

① 王学泽、赖威森:《美国民事调解系统观感(下)——司法部赴美国民事调解培训团培训考察报告》,载《人民调解》2016年第3期。

② 周建华:《司法调解:合同还是判决?》,中国法制出版社2012年版,第196—197页。

③ 该条规定:当事人同意调解并明确承诺在一段特定时期内或在某一特定事件发生以前,不就现有或未来的纠纷提起仲裁程序或司法程序的,仲裁庭或法院应当承认这种承诺的效力,直至所承诺的条件实现为止,但一方当事人认为是维护其权利而需要提起的除外。提起这种程序本身并不被视为对调解协议的放弃或调解程序的终止。

④ 第51条 仲裁庭在作出裁决前,可以先行调解。当事人自愿调解的,仲裁庭应当调解。调解不成的,应当及时作出裁决。

⑤ 第96条 人民法院审理民事案件,根据当事人自愿的原则,在事实清楚的基础上,分清是非,进行调解。

⑥ 第12条 (二)仲裁协议约定仲裁前应进行协商、调解程序的,可协商、调解后提交仲裁申请,但未协商、未调解,不影响申请人提起仲裁申请及仲裁委员会仲裁院受理仲裁案件,除非所适用的法律或仲裁协议对此明确作出了相反规定。

在实践案例层面,我国法院对待调解(协商)前置争议解决条款的态度发生了从严格审查到相对宽松的转变。2005年的四川百事可乐饮料有限公司申请承认及执行外国仲裁裁决案中,当事双方的仲裁条款中约定了前置程序但未履行,成都中院认为程序存在瑕疵,因此不予执行仲裁裁决,最高院在复函^①中确认了该观点。而在2008年的润和发展有限公司申请不予执行仲裁裁决一案中,最高法院在复函中^②则认为“友好协商”和“协商不成”分别属于程序的形式和结果,当事人提起仲裁可以视为出现了“协商不成”的结果;在“友好协商”难以界定履行标准而“协商不成”已经满足的情况下,仲裁庭有权受理案件。这一观点在(2018)京04民特225号案^③、(2021)新民申3164号案^④、(2021)闽0102民初8885号案^⑤中均得到体现。综合最高院的两份复函以及近年来法院的裁判观点,不难发现法院也同样关注调解前置争议解决条款是否明确具体以及条款的可操作性和可判断性,这与前述的仲裁规则的处理思路总体一致。

四、调解前置争议解决条款在金融纠纷中的适用

有别于传统民商事纠纷,金融纠纷具有数量大、涉及面广、专业性强等特点;此外,由于金融纠纷关乎当事人的切身财产利益,因此当事人之间的对立情绪较为严重,容易产生冲突。调解具有灵活高效、节约司法资源、减少当事人利益和心理的对抗性、促进社会和谐、保护当事人隐私等诸多优势,相比于裁判结果更容易使当事人接受和履行。此外,通过行业协会或金融纠纷调解组织进行调解达成的调解协议,当事人可以根据《民事诉讼法》第205条和第206条的规定,向人民法院申请确认调解协议有效,赋予调解协议强制执行的效力。^⑥

① 参见:最高人民法院[2007]民四他字第41号、第42号。

② 参见:最高人民法院[2008]民四他字第1号。

③ 该案中,法院认为:申请人华夏基金公司提出仲裁协议中约定的“双方协商解决,协商不成应向北京仲裁委员会申请仲裁”内容,应解释为协商解决是提起仲裁的前置程序,是争议解决的必经程序,否则将导致仲裁协议无效,本院认为,从仲裁协议上述约定内容中,并不能得出双方将协商解决争议作为仲裁协议生效条件的结论,华夏基金公司的限缩解释缺乏事实依据。

④ 该案中,法院认为:九洲房产公司申请再审认为双方纠纷应当先由律师协会组织调解,原审法院在双方未经调解的情况下受理程序违法。法爱律师事务所与九洲房产公司虽约定发生争议后先向“当地律师协会执行纠纷调解委员会”申请调解,但首先,民事诉讼法并没有将调解作为起诉前置条件的法律强制性规定,故该约定不能限制法爱律师事务所行使诉讼权利。其次,民事纠纷的调解是建立在自愿的基础上,并不能强制调解,法爱律师事务所提起诉讼的行为亦表明其不愿意接受调解,并不能以调解限制其诉讼的权利的行使,原审法院依法审理本案并作出裁判并无不当。

⑤ 该案中,法院认为:合同虽然约定发生纠纷应协商解决,但调解需原、被告双方自愿为前提,现原告不愿调解而选择司法程序解决纠纷,是原告正常行使诉权的行为。

⑥ 丁宇翔:《证券司法中专业资源的运用逻辑及其规范进路》,载《中国法律评论》2023年第5期。

我国立法者已逐渐注意到调解在化解金融纠纷中的独特优势,因此在2019年新修订的证券法^①和《证券公司投资者权益保护工作规范》^②中都明确规定了“普通投资者提出调解请求的,证券公司不得拒绝”,建立了证券纠纷强制调解制度,赋予普通投资者在程序启动方面的单方强制权,体现出我国金融立法从维护整体金融大环境公平稳定的形式法治向保护中小投资者合法权益的实质法治的转变。^③然而,大多数普通投资者对调解的认知相对有限,赋予普通投资者单方强制权并无法充分发挥调解制度在解决金融纠纷方面的优势;更何况,只有与证券公司存在业务关系的普通投资者才享有单方强制权,与基金公司、期货公司等金融机构存在业务关系的投资者并不享有此等权利。

在这种情况下,在金融业务合同中加入明确具体、具有可操作性的调解前置争议解决条款将有效发挥调解在化解金融纠纷方面的积极作用,显著提升金融纠纷调解组织的参与度,将更多投资者享受到更充分的保护。目前,各金融机构所对应的行业协会(如证券业协会、基金业协会)均可以作为第三方提供公正、中立、专业的调解服务;此外,相关监管部门设立的金融纠纷调解组织(如中证中小投资者服务中心)也具有调解的职能。金融纠纷调解组织的调解员多为行业资深人员,拥有多年的工作经验并具备丰富的业务知识,能更好地应对和处理金融业日益复杂的纠纷,从更贴近专业和业务的角度为当事人提供有别于诉讼和仲裁的争议解决服务。引导当事人寻求专业调解组织和人员解决纠纷是打好防范化解金融风险攻坚战、深入推进金融纠纷诉源治理的重要环节,也是保障各类投资者合法权益、维护我国金融市场繁荣稳定的应有之义。

五、完善调解前置争议解决条款适用的建议

为更好地保护各种类型的投资者、发挥调解的独特优势,金融机构、裁判机关、监管部门等有关方面应形成合力,引导客户选择调解作为化解金融纠纷的有效手段,突出并强化金融纠纷调解组织的作用,推动和规范金融纠纷调解组织社会化、市场化运作。

① 第94条 普通投资者与证券公司发生证券业务纠纷,普通投资者提出调解请求的,证券公司不得拒绝。

② 第13条 鼓励证券公司和投资者利用调解、仲裁等方式,遵循独立、自愿、公平、便捷、有效的原则解决业务纠纷。普通投资者与证券公司发生证券业务纠纷,普通投资者提出调解请求的,证券公司不得拒绝。鼓励证券公司基于自愿原则加入调解组织小额速调机制。协会可以对投资者与证券公司之间发生的证券业务纠纷进行调解。

③ 张艺、唐璐、冯辉:《证券投资纠纷强制调解制度的构建与完善》,载《投资者》2023年第2期。

由于金融纠纷往往发生在金融机构和客户之间,因此金融机构应考虑修订优化业务合同中的争议解决条款,引导客户通过调解解决纠纷。目前常见的争议解决条款并未约定前置程序,而即便条款约定了调解作为前置程序,也往往缺乏清晰的履行标准、程序,法院或仲裁机构有可能因此认定关于调解的约定不具有强制性;而将调解作为诉讼或仲裁的前置程序并约定具体的金融纠纷调解组织、调解范围、调解时限、与诉讼或仲裁如何衔接等事项将增强条款的履行标准以及可执行性,为当事人提供清晰明确的解决纠纷的程序指引,也为司法机关和仲裁机构判断前置程序是否已经履行完毕提供判断标准。优化后的条款示例如下:

凡因本合同引起的或与本合同有关的任何争议,各方均同意提交至中证中小投资者服务中心根据届时有有效的调解规则进行调解,调解时限不超过60天。唯有调解时限届满或未达成调解协议时,各方可向有管辖权的人民法院提起诉讼。

需要注意的是,由于金融业务合同通常是金融机构提供的格式合同,因此有观点认为金融机构应特别提示调解前置争议解决条款,或进一步认为将调解作为前置程序是对当事人诉权的限制^①,属于民法典第496条规定的“有重大利害关系的条款”。这种观点不无道理,但结合前文的法理基础分析不难发现,调解前置并未限制当事人行使诉权,当事人起诉或申请仲裁的权利仍然完整,只是推迟了行使诉权的时间节点;更何况,诉权具有私法属性,当事人通过诉权契约处分自身的私法权利并无不当。调解前置也不属于与当事人重大利害关系有关的事项。尽管调解是必经的前置程序,但这并不意味着当事人之间必须达成调解协议;当事人如果认为调解过程和调解方案有损其利益,则完全不必接受调解方案。因此,调解前置不属于民法典规定的格式条款中必须提示或者说明的事项。

除了金融机构推动引导外,裁判机关也应充分考虑金融纠纷的特点,对当事人之间将调解前置的约定采取更加支持的立场。如前所言,裁判机关通常会承认明确具体、具有可操作性的调解前置争议解决条款,在启动庭审前会引导当事人履行约定的调解程序;但对于约定不明确具体、操作性不强的条款,裁判机关过往都认定调解不具有强制性。然而,金融纠纷与传统民商事纠纷有所不同,裁判机关应适

^① 黄福玲:《论民事纠纷调解前置程序的客观基础及制度构建》[EB/OL]. [2024年2月24日]. <http://www.sdllawyer.org.cn/012/001/2022418967176.htm>.

度转变审查思路,注重发挥调解的作用。《关于全面推进金融纠纷多元化解机制建设的意见》提出“各级人民法院、金融管理部门、金融纠纷调解组织要通过示范案例引导、加大宣传力度、加强金融消费者教育等多种方式,共同提升金融纠纷当事人及社会公众对金融纠纷多元化解机制的知晓度和信任度,积极引导当事人通过调解方式解决金融纠纷,依法理性维权”;“人民法院在受理和审理金融纠纷案件过程中,应当落实‘调解优先、调判结合’方针,对于具备调解基础的案件,按照自愿、合法原则,采取立案前委派、立案后委托、诉中邀请等方式,引导当事人通过金融纠纷调解组织解决纠纷”。根据上述指导意见,针对约定不够具体清晰的条款,裁判机关在尊重当事人意愿的前提下,应主动释明当事人之间存在调解前置的约定并提供金融纠纷调解组织的名单供当事人参考选择;在取得当事人同意的情况下,裁判机关也可以根据《最高人民法院关于进一步完善委派调解机制的指导意见》第4条的规定^①委派金融纠纷调解组织或者特邀调解员进行调解。

监管部门和行业协会等有关方面亦可加大力度宣传调解制度优势,扩大当事人对调解制度的知晓度和首选率,鼓励和支持当事人在业务合同中加入调解前置争议解决条款。此外,《最高人民法院关于深化人民法院一站式多元解纷机制建设推动矛盾纠纷源头化解的实施意见》提出“加大对行业主管部门、行业协会商会等开展金融纠纷集中调解、先行调解的司法保障力度,促进纠纷在诉前批量化解”;因此,建议监管部门和行业协会与裁判机关不断完善诉调对接工作机制,在收案量较大的裁判机关增设金融纠纷调解宣传点,促进纠纷有效分流;同时加强实务交流,结合司法审查经验不断完善示范性调解前置争议解决条款供当事人起草使用。

六、结语

调解前置争议解决条款是各方当事人意定调解前置的结果,是意思自治原则在诉权处分和程序选择方面的体现,应当得到裁判机关的尊重和承认,略过前置程序直接提起诉讼或仲裁有造成程序瑕疵的风险。调解前置争议解决条款应做到明确具体、具有可操作性,这样将在更大程度上得到裁判机关的认可,保障前置调解

^① 引导告知。对于当事人起诉到人民法院的纠纷,经当事人申请或者人民法院引导后当事人同意调解的,人民法院可以在登记立案前,委派特邀调解组织或者特邀调解员进行调解,并由当事人签署《委派调解告知书》。当事人不同意调解的,应在收到《委派调解告知书》时签署明确意见。人民法院收到当事人不同意委派调解的书面材料后,应当及时将案件转入诉讼程序。

程序得到履行。调解制度对解决金融纠纷有着独特的优势,金融机构、裁判机关、监管部门、行业协会等各方主体在尊重当事人意思自治的前提下,应协力引导金融纠纷当事人将调解作为化解纠纷的首选途径,为调解在更大范围内的适用创造有利条件。

金融资管纠纷存在的问题及对策

——基于 S 市 P 区法院近五年涉金融资产管理纠纷实证研究

孔燕萍* 王朝辉**

一、研究的背景

近年来,我国金融机构资产管理业务快速发展,形成了商业银行、证券公司、保险公司、信托公司、基金管理公司、私募基金管理人等共同参与的“大资管”市场格局。资产管理业务在满足居民财富管理需求、增强金融机构盈利能力、优化社会融资结构、支持实体经济等方面发挥了积极作用。^①但是由于市场、监管、立法等各方面原因,资产管理市场在快速发展的同时亦引发了较多的纠纷。为更好地规范金融资管行业的发展,本文以中国人民银行等四部委《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)发布后,S 市 P 区人民法院(以下简称 P 区法院)2018 年 5 月至 2023 年 4 月审理的金融资管案件为研究样本,剖析金融资管产品在募集、投资、管理、退出各个阶段反映的主要法律问题,以期为金融市场培育合格尽职的投资管理人、为投资者依法主张权利进行司法指引。

二、金融资管案件存在的主要问题

(一) 适当性义务视角下卖方机构的责任审查

1. 适当性义务的法律性质

适当性义务是针对资管产品发行人、销售者及金融服务提供者的义务规则,要求金融机构将适当的金融产品或服务销售给适当的投资者,这对于实现金融市场中“卖者尽责,买者自负”、打破“刚性兑付”具有重要意义。在金融资产管理行业,卖方机构的适当性义务逐渐完成了法定化转化,适当性义务的内容逐渐在法律、行

* 上海市浦东新区人民法院金融审判庭团队负责人、审判员。

** 上海市浦东新区人民法院金融审判庭法官助理。

① 参见《中国人民银行有关负责人就〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉答记者问》,载中国人民银行官网,<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3529603/index.html>,2024 年 2 月 22 日。

政法规的层面上得到了体现。^① 2015年修正的《中华人民共和国证券投资基金法》第98条、2019年修订的《中华人民共和国证券法》第88条第一款、第三款、2023年颁布的《私募投资基金监督管理条例》第19条均有关于适当性义务的规定。法律、行政法规规定的适当性义务构成卖方机构的法定义务。在渐趋完善的适当性义务成文法规则下,监管部门规章、规范性文件层面对适当性义务有更严格标准的,亦可以成为先合同义务的内容。先合同义务主要指合同订立过程中涉及的诚信缔约、如实告知、妥善保密等相关义务。金融机构在资管产品募集、销售过程中违反法律、行政法规未规定的适当性义务的,即构成缔约阶段诚信义务的违反,属于先合同义务的规范范畴。

2. 卖方机构违反适当性义务的具体审查标准

适当性义务源于缔约阶段的禁止欺诈理论,即管理人不得虚构事实进行欺诈,并承担“最大限度的善意,完整和公平地披露所有关键事实”以及“采取合理的注意来避免误导”潜在投资人。^② 适当义务的具体内容包括了解投资者并对其进行分类、了解产品或服务及其分级、投资者与产品或服务的匹配、充分说明与产品有关的风险及合同主要内容四个方面。由于我国法律、行政法规对适当性义务的规范是一个渐趋完善的过程,《资管新规》对资管产品采取了“新老划断”的监管原则。因此,在适当性义务的审查上,应当结合产品销售时的监管规则进行个案判断,而非一律以最新的监管规则衡量彼时的业务流程。

(1) 了解客户义务。了解客户主要指金融机构应对客户进行风险测评,通过了解其个人信息、投资经历、财产状况、风险承受能力等情况,将其识别为普通投资者或者合格投资者。实践中存在的问题主要包括:风险测评表设计不合理,未对投资者流动性状况、信用状况、投资状况、风险承受能力进行全面测评,不能真实反映投资者风险承受能力;风险测评流于形式,甚至未实际进行测评,由投资者在空白

^① 2015年修正的《中华人民共和国证券投资基金法》第98条规定,基金销售机构应当向投资人充分揭示投资风险,并根据投资人的风险承受能力销售不同风险等级的基金产品。2019年修订的《中华人民共和国证券法》第88条第1款规定,证券公司向投资者销售证券、提供服务时,应当按照规定充分了解投资者的基本情况、财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等相关信息;如实说明证券、服务的重要内容,充分揭示投资风险;销售、提供与投资者上述状况相匹配的证券、服务。2019年修订的《中华人民共和国证券法》第88条第3款规定,证券公司违反第一款规定导致投资者损失的,应当承担相应的赔偿责任。2023年颁布的《私募投资基金监督管理条例》第19条规定,私募基金管理人应当向投资者充分揭示投资风险,根据投资者的风险识别能力和风险承受能力匹配不同风险等级的私募基金产品。

^② 参见肖宇、许可:《私募股权基金管理人信义义务研究》,载《现代法学》2015年11月第91页。

的风险测评表上签字,其他内容由业务人员自行代为填写;在委托合作机构销售时,对合作机构是否进行转委托销售审核不严,对合作机构如何进行风险测评、风险提示监管不到位,甚至在诉讼过程中无法举证证明进行过风险测评与提示。如在金某与甲银行财产损害赔偿纠纷案^①中,甲银行在向其私人银行客户金某推销某款定增资管产品过程中,未审慎关注金某在同时期风险测评存在明显前后矛盾的回答,仍向其推介高风险金融产品,法院经审理后认定,甲银行既未能充分了解客户,也未能充分披露资管产品的风险,应承担相应的赔偿责任。

(2) 了解产品义务。了解产品义务要求金融机构应当充分了解其所推荐的金融产品或服务的特性、交易结构和风险等,不能推荐自己不了解、不熟悉的产品。有的金融机构在推介材料中介绍资管产品投资结构时,机械引用第三方机构对被投企业的预测分析,并声明对相关数据的真实性、准确性、完整性不作保证,由此引发投资者认为销售机构不了解产品甚至存在销售误导的纠纷。如在满某与乙证券公司等财产损害赔偿纠纷案^②中,乙证券公司为发起设立涉案资管计划出具了《尽职调查报告》,载明报告期内资管计划下的信托贷款的保证人开某无对外担保情况,但实际上开某存在多笔未履行完毕的担保债务,法院经审理后认定,乙证券公司的尽职调查不够审慎,未尽充分了解产品义务,应承担相应赔偿责任。

(3) 风险匹配义务。风险匹配义务要求金融机构根据客户的风险承受能力向其推荐相应风险等级的产品或服务。有的金融机构在投资者与其投资产品风险等级不匹配甚至未进行风险测评的情况下,仅凭投资者签署的自担风险的承诺,即将高风险资管产品销售给投资者;或者向投资者提供有关风险测评问题的答案,引导投资者作出高风险承受能力的回答,甚至在投资者风险测评不合格时,私自涂改投资者风险测评问卷答案。投资者提出金融机构违反适当性义务的,应由金融机构承担相应的举证责任。如在卢某与丙财富管理公司委托理财合同纠纷案^③中,卢某主张丙财富管理公司向其销售私募基金时违反了适当性义务。经查,丙财富管理公司将涉案私募基金评定为中风险,销售过程中对卢某进行了风险测评(结果为平衡型投资者),并将产品风险告知了卢某,卢某在回访中再次明确知晓产品的风险

① 参见上海市浦东新区人民法院(2020)沪0115民初39417号、上海金融法院(2021)沪74民终1322号。

② 参见上海市浦东新区人民法院(2021)沪0115民初76585号、上海金融法院(2022)沪74民终886号。

③ 参见上海市浦东新区人民法院(2020)沪0115民初4150号、上海金融法院(2021)沪74民终148号。

等级以及自身风险承受能力的匹配性,法院经审理后认定,丙财富管理公司已履行适当性义务,遂驳回了卢某的诉讼请求。

(4) 告知说明义务。告知说明义务指金融机构在推销资管产品时,应该充分说明与产品有关的风险及合同主要内容,以便投资者对产品有足够的认识从而作出投资决定,属于金融机构在销售阶段的信息披露义务。金融机构应当在销售过程中完整披露资管产品投资对象的财务状况,避免在推介材料中选择性披露被投资企业财务数据,隐瞒被投资企业经营状况、对外负债以及担保等重要情况,夸大盈利数据,美化收益预测。如在潘某与丁资管公司等私募基金合同纠纷案^①中,涉及的资管产品系采用摊余成本法作为估值方法的定期开放私募资管产品,法院经审理后认定,在开放申赎期时,资管产品持仓的部分债券已发生对产品风险有重大影响的变化情况,在估值无法反映资管产品价值波动风险,且投资者不能随时退出涉案资管产品的情况下,管理人未将资管产品所持部分债券不符合资管合同约定信用评级的信息告知潘某等开放期内新进入的投资者,故应对投资者的相应损失承担赔偿责任。

(二) 信义义务视角下管理人的责任审查

1. 资管业务当事人之间构成信义关系

信义义务是一个舶来概念,其源于英美法系的信托义务与大陆法系的善良管理人义务。信义义务在国外通过一系列案例得以确立,但却没有概括性的定义,信义关系甚至被称为英美法中最难以捉摸的概念之一。我国为成文法国家,《中华人民共和国信托法》第25条规定的忠实义务和勤勉义务^②可以视为信义义务的法律依据。信义义务建立在当事人间有信义关系的基础上,受托人为了受益人的利益行事,具有利他性。^③ 资管业务中投资者将财产委托给管理人通过专业管理获取投资收益,资管业务“受人之托,代人理财”的本质符合信托法律关系的特征,而其中的法理基础在于管理人作为受托人对作为投资者的委托人承担信义义务。信义规范具有概括性和灵活性,须于个案中依价值判断予以具体化,这也是司法实践中判

^① 参见上海市浦东新区人民法院(2020)沪0115民初4471号、上海金融法院(2021)沪74民终1062号。

^② 《中华人民共和国信托法》第25条规定,受托人应当遵守信托文件的规定,为受益人的最大利益处理信托事务。受托人管理信托财产,必须恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。该规定可以视为法律对信义义务的直接规定。

^③ 参见赵廉慧:《论信义义务的法律性质》,载《北大法律评论》,2020年第21卷第1辑。

是否违反信义义务的难点所在。

2. 管理人违反信义义务的审查标准

信义义务可以分为忠实义务和勤勉义务两方面。忠实义务是针对管理人的“道德”要求,即管理人不得从事不当关联交易、利益输送等行为;勤勉义务是针对管理人的“能力”要求,即管理人要为投资者的最大利益处理受托事务,履行谨慎有效管理的义务。本文样本范围内所涉信义义务的争议均集中在勤勉义务是否妥善履行方面,尚无有关管理人违背忠实义务的案例。勤勉义务可以从投资、管理、退出阶段分别予以考察。

(1) 投资阶段未尽审慎投资义务。投资阶段是资管业务的核心,资管合同应当对投资目标、投资范围、投资限制等进行明确约定,该阶段主要争议在于管理人是否依据合同约定全面审慎完成投资义务,以及托管人是否对管理人的投资尽到审慎监督义务。若管理人未审慎完成投资义务,将会导致投资目的不能实现,因而承担赔偿责任。如在周某与戊资管公司等私募基金纠纷案^①中,私募股权投资基金合同约定募集资金投资于 A 合伙企业,由 A 合伙企业对 B 上市公司进行股权投资。甲资管公司作为基金管理人未审慎调查 A 合伙企业普通合伙人变更原因,贸然将基金募集款划付至 A 合伙企业,导致基金募集款被 A 合伙企业执行事务合伙人挪用,未实际投向 B 上市公司股权,法院经审理后认定,戊资管公司在投资阶段严重违反信义义务,结合其他销售、管理阶段的相应过错,综合认定由其对投资者的全部损失承担赔偿责任。

(2) 投资阶段投资方式约定不明。私募股权投资基金中,投资方式约定不明或者约定模糊,将会导致投资者对管理人是否妥善履行投资阶段的信义义务产生纠纷,例如私募基金合同对基金财产的投资范围是合伙企业的合伙份额还是份额收益权约定不明,引发投资者对管理人投资是否符合资管合同所约定投资方式的纠纷。有的私募股权投资基金合同中仅简单约定了投资上市或者未上市公司股权,并未明确约定具体投资标的,该种情况下管理人需妥善保留其实际进行投资的相关材料,避免因是否善尽投资职责引发纠纷。如在谢某与己有限合伙企业私募基金合同纠纷案^②中,谢某通过签订有限合伙协议进行私募股权基金投资,但并未

^① 参见上海市浦东新区人民法院(2020)沪0115民初2780号、上海金融法院(2021)沪74民终375号。

^② 参见上海市浦东新区人民法院(2020)沪0115民初54876号、上海金融法院(2022)沪74民终174号。

在有限合伙协议中约定具体投资标的,已有限合伙企业作为管理人并未向谢某披露后续投资情况、合伙企业经营和财务状况,也未能证明投资亏损是否实际产生以及是否为依约投资经营所产生的风险与亏损,法院经审理后认定,已有限合伙企业未按约完成投资义务,应承担相应的赔偿责任。

(3) 管理阶段管理人未尽管理职责。资管机构在管理阶段应当切实履行包括忠实义务和勤勉义务在内的受托管理职责,即通常所述的信义义务。资管机构未尽信义义务,将会导致投资者提起赔偿之诉,这也是目前投资者要求管理人承担赔偿责任的主要理由。由于对管理人如何履行管理职责的法律规范较为笼统,资管合同中多为“按照诚实信用、勤勉尽责的原则履行管理人义务”的原则性约定。如何在交易结构各异的资管产品中妥善认定管理人是否善尽信义义务是司法实践中的审理难点,尤其是投资亏损究竟是管理人违反信义义务所致亦或是正常市场风险所致争议较大。此外,《资管新规》发布之前信托公司的通道业务并不违反监管规定,实践中,对于该类通道业务中委托人和受托人之间的权利义务关系,应依据信托文件的约定加以确定,受托人在通道业务中如违反审慎经营原则,仍应承担相应的赔偿责任。对于管理人是否违反信义义务项下的审慎管理职责,应结合法律法规、监管规定及资管合同约定,审慎审查管理人是否采取了具体有效的投后管理措施,从投资项目运作的持续性跟进、风险防范措施的有效落实以及风险控制措施的及时采取等方面进行综合判断。如在邓某与庚证券公司等财产损害赔偿纠纷案^①中,庚证券公司明知资管计划投资标的的融资人 C 股份公司及其保证人多次违约,而庚证券公司未及时披露并控制相关风险,亦未采取积极有效的应对措施,其在维护资管合同项下投资者的合法利益方面存在过错,虽然邓某损失的直接原因系 C 股份公司的违约行为,但甲证券公司的违规违约行为对邓某的损失亦存在因果关系,应根据其过错承担相应的赔偿责任。法院经审理后结合庚证券公司的过错程度,酌定庚证券公司赔偿邓某投资本金损失的 30%。

(4) 私募资管产品的信息披露的范围。金融机构应当向投资者及时、准确、完整披露资管产品的相关重要信息,比如募集信息、资金投向、杠杆水平、收益分配、

^① 参见上海市浦东新区人民法院(2019)沪 0115 民初 13879 号、上海金融法院(2021)沪 74 民终 422 号。

托管安排、投资账户信息和主要投资风险等。^① 公募资管产品由于具有严格信息披露管理制度,实践中鲜少有争议。但私募产品发生亏损后,投资者与管理人往往就信息披露的范围和程度产生争议。私募资管产品的信息披露内容更有赖于双方合同的约定,监管部门亦认为私募资管产品的信息披露应尊重双方当事人的意思自治^②。管理人并非任何信息均应向投资者披露,而应根据合同约定及时披露,既避免委托人被大量不重要的信息淹没,又避免不涉及委托人利益的私募管理人商业秘密的泄露。在私募资管产品管理人就未披露信息进行解释说明后,应由委托人举证证明相关信息属于影响投资者合法权益的重大信息。如在张某与辛资管公司金融委托理财合同纠纷^③中,法院审理后认定,资管合同并未要求辛资管公司披露其所应当采取风控措施的具体内容,辛资管公司应当采取的风控措施所涉文件的具体内容不应属于“可能影响资产委托人利益的重大事项”,目前尚无法律法规存在明确要求资产管理产品管理人披露原告主张内容的相关规定,故驳回张某要求辛资管公司披露其所采取风控措施具体文件的诉讼请求。

(5) 实际管理人的责任认定。实际管理人相对于合同中列明的管理人而言,是指实际参与资管产品募集、投资、管理、退出的主体,通常表现为资管产品中管理人的出资人、实际控制人或关联方。实际管理人往往以自己名义参与销售推介,利用其品牌优势对产品进行增信,误导投资者理性决策,但在基金发生亏损时,则以其与管理人及资管产品无法律上的关系为由拒绝赔偿。^④ 实际管理人具体参与资管产品募集、投资、管理的,应认定二者构成代理关系。代理行为应当合法,实际管理人应对其实施的违法代理行为承担相应的法律责任。如在周某与戊资管公司、壬集团公司私募基金纠纷案^⑤中,法院经审理后认定,虽然周某和戊资管公司签订

① 参见《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发〔2018〕106号)第12条第1款。

② 《私募投资基金监督管理条例》第11条规定,私募基金管理人应当履行下列职责:(五)按照基金合同约定向投资者提供与私募基金管理业务活动相关的信息。第31条规定,私募基金管理人在资金募集、投资运作过程中,应当按照国务院证券监督管理机构的规定和基金合同约定,向投资者提供信息。《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发〔2018〕106号)第12条第3款规定,对于私募产品,其信息披露方式、内容、频率由产品合同约定,但金融机构应当至少每季度向投资者披露产品净值和其他重要信息。上述行政法规及监管意见对于私募资管产品的信息披露内容,均要求按照合同约定进行披露,充分体现了对双方当事人意思自治的尊重。

③ 上海市浦东新区人民法院(2019)沪0115民初第68308号。

④ 孔燕萍:《私募基金管理人及控股股东违反信义义务之赔偿责任》,载《人民司法》2023年第2期。

⑤ 参见上海市浦东新区人民法院(2020)沪0115民初2780号、上海金融法院(2021)沪74民终375号。

的私募基金合同约定销售方式为“直销”,但结合涉案私募基金销售服务费支付至壬集团公司的全资子公司、壬集团公司出具的《资金到账确认函》等相关事实,认定壬集团公司系实际销售机构,故负有告知说明义务和适当性义务。此外,壬集团公司实际控制戊资管公司,涉案基金由其实际管理运作基金,应当与名义管理人戊资管公司就因未尽忠诚勤勉义务造成投资者的损失承担连带赔偿责任。

(6) 清算阶段启动清算程序后的投资者损失认定。资管产品到期后,如管理人已经启动清算程序,则应根据清算的具体情况来判断投资者的损失。管理人虽然启动清算程序,但若无具体清算措施或清算措施不合理,则应认定管理人未妥善尽到清算义务。若管理人已启动清算程序,有明确合理的清算安排,且对底层资产采取了合理可预见的处置计划,则投资者的具体损失情况应在管理人清算结束后才能确定。如在王某与癸资管公司委托理财合同纠纷案^①中,法院经审理后认定,资管计划项下投资者的损失确定原则上应以资管产品清算为前提,在投资者明知资管计划存在延期风险的情况下,资管计划延期导致清算结果尚未完成,但癸资管公司作为管理人已启动清算程序,对受托财产正在进行积极追偿且财产变现具有一定可预见性,不能直接认定投资者的损失已经确定,遂驳回了原告要求赔偿的诉讼请求。

(7) 清算阶段未启动清算程序的投资者损失认定。资管产品未经清算情形下投资者的损失能否认定是目前金融资管案件中常见的争议问题。资管产品到期后,管理人应当按约进行清算,产品到期后如已清算的,则投资者的损失已然明确。但实践中,受投资项目退出、非现金资产变现、底层资产诉讼程序等各种因素影响,造成资管产品的退出和清算耗时较长,管理人未能及时清算,投资者认为管理人未尽清算义务,应当推定投资损失已经发生,径行要求管理人承担赔偿责任,而管理人则抗辩,未经清算不能认定投资者的具体损失,由此导致损失产生是否以清算为前提的争议。资管计划项下投资者的损失能否确定原则上应以涉案资管产品清算为前提,但对于诉讼中未经清算的资管产品,若一概以未经清算为由认定损失无法确定,一方面会助长管理人怠于清算的不当行为,另一方面也不利于投资者合法权益保护。因此,资管产品未经清算的,应当结合涉案资管产品的具体情况、管理人

^① 参见上海市浦东新区人民法院(2020)沪0115民初53483号、上海金融法院(2021)沪74民终2042号。

的过错程度等因素综合认定投资者损失是否客观发生。同时为避免投资者获得双重清偿的可能,应明确资管计划清算完成后仍有可分配资金的,管理人可按赔付比例扣除相应款项后再将剩余资金依约向投资者进行分配,即采用管理人“先赔付后清算再结算”的方式处理,以合理衡平各方当事人的利益。如在邓某与庚证券公司等委托理财合同纠纷案^①中,法院认定甲证券公司作为管理人长期未履行清算义务且无证据证明尚存在可清算资产,可合理认定投资者损失已客观产生。另,在周某与戊资管公司等私募基金纠纷案^②中,法院经审理后认定,戊资管公司作为管理人未控制任何基金资产且资产追回期限不可预见,造成清算无法进行,应认定投资者损失已经产生。

三、完善发展金融资产管理市场的相关建议

(一) 司法机关与监管部门的协同共治

金融司法应与金融监管部门构建金融风险协同共治体系,服务资管市场发展。金融司法无法单独基于意思自治控制金融风险,在现代金融监管具有独特的功能优势下,应构建金融司法和金融监管治理金融风险的协同机制。^③ 法院基于金融协同治理的理念,使金融审判的裁判规范与金融监管规范最大化保持协调一致。^④ 法院在判断资管产品管理人责任时,应充分参考金融监管部门制定的金融监管文件、对于资管产品管理人的处罚情况等,坚持将纠纷妥善化解与行业规则引导相结合,通过审理对投资者和资管机构具有示范性意义的案件,努力形成完善的裁判规则,统一资管产品募集、投资、管理、退出各阶段主要争议问题的裁判思路,规范、引导金融资管市场健康发展。不断优化完善金融司法与金融监管部门、行业协会的日常联动合作机制,实现金融资管行业发展情况、金融监管及执法情况、金融资管案件审判情况及动态趋势等信息共享,形成金融资管领域防范风险的合力。

(二) 积极培育成熟理性的市场参与主体

积极培育成熟理性的市场参与主体是资管市场良性可持续发展的重要基础。金融机构在提供资管服务时,应当主动进行合理引导,打破投资者在银行理财、信托领域长期形成的“固定收益”“隐性刚兑”惯性预期,将风险理念正确专递给投资

① 参见上海市浦东新区人民法院(2019)沪0115民初13879号、上海金融法院(2021)沪74民终422号。

② 参见上海市浦东新区人民法院(2020)沪0115民初2780号、上海金融法院(2021)沪74民终375号。

③ 鲁篱:《论金融司法与金融监管协同治理机制》,载《中国法学》2021年第2期。

④ 刘贵祥:《关于金融民商事审判工作中的理念、机制和法律适用问题》,载《法律适用》2023年第1期。

者,帮助投资者树立科学的风险观和理性的收益观。金融监管机构、行业自律组织、各类市场主体应共同加强投资者教育宣传,拓展宣传途径、创新宣传方式,帮助投资者树立风险自担的投资理念,增强投资风险意识,为资管市场培育成熟理性的投资主体。投资者自身应具有合理谨慎的注意义务,充分理解自愿签约的法律后果,全面了解资管合同权利义务,合理预见产品风险收益。投资者应树立正确的风险收益观,在关注资管产品收益时,更要关注相关的风险,根据自身实际情况审慎决策,理性认识市场风险的客观性;仔细阅读资管合同和推介材料,对不清楚的条款应及时要求销售人员进行解释、说明,切勿轻信任何保本保收益的兑付承诺,警惕为了获得收益作出与自身风险状况不一致的回答、与自身风险承受能力相悖的投资承诺。

(三) 善尽职责不断提高管理水平

强化卖者尽责理念,加强投资者适当性管理,切实维护投资者合法权益。金融机构在开展资管业务时,应加强合规经营理念,合理设置合同条款,避免因缔约地位不平等导致合同权利义务失衡。金融机构在销售资管产品时,须尽到全面风险提示义务,健全产品风险评估机制,区分普通投资者和合格投资者两类不同的投资主体,遵守投资者适当性管理要求,真正实现“将适当的产品销售给适当的投资者”。加强对销售机构及中介机构从业人员的培训教育,坚决避免为促成产品销售而实施销售误导、夸大收益、回避风险等违规销售行为。资管机构应当强化以投资者为中心的服务宗旨,提高对资管产品的主动管理能力,积极履行包括忠实义务和勤勉义务在内的信义义务,在募集、投资、管理、退出各个阶段切实履行受托管理职责。托管机构应树立专业托管理念,认真履行托管职责,避免因“仅托不管”或对受托资金疏于监管而承担相应的赔偿责任。

浅论进一步发挥证券投资民事纠纷 调解机制功能的建议

王贤安* 王浚哲** 胡昊天*** 俞紫伊****

一、背景

近年来,证券投资纠纷案件数量居高不下,叠加经济下行周期,预计该类纠纷案件将持续增多。根据笔者公开检索,过去三年中人民法院就证券投资纠纷案件出具的裁判文书合计约 25 261 份,其中涉及诸多上市公司、证券公司和基金公司等金融机构。数量巨大的证券投资纠纷案件给通过诉讼方式化解社会矛盾的传统纠纷解决机制带来了较大压力和挑战,有限的司法资源供给远远无法满足市场实际需求,实施多元化的证券投资纠纷解决机制势在必行。调解作为一种非诉纠纷解决机制(Alternative Dispute Resolution,或称“替代性纠纷解决机制”)的重要方式,在资本市场发达的国家普遍适用,与诉讼相比,调解机制具有尊重当事人意愿、简便高效、成本低廉、相对保密等诸多优势。

二、思考与建议

中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称“投资者服务中心”)作为证监会直接管理的证券金融类公益机构,其下属的中证资本市场法律服务中心有限公司(以下简称“中证法律服务中心”)承担着接受投资者委托,提供纠纷调解等服务。中证法律服务中心至今已调解了很多证券投资等各类纠纷案件,取得了良好的社会效果。但实践中证券投资纠纷调解也呈现出诸多难点:第一,证券投资纠纷专业化程度较高,有的案件争议事实和法律关系较复杂,不经过审理相关基本事实及法律适用标准,难以确定权利义务;第二,证券投资纠纷案件涉案标的额通常较大,囿于内部决策、年度审计、责任承担等原因,一些上市公司或金融机构参与调解

* 德恒上海律师事务所律师。

** 德恒上海律师事务所律师。

*** 德恒上海律师事务所律师。

**** 德恒上海律师事务所律师。

的意愿不强;第三,实践中投资者还常常面临调解协议虽具法律效力但执行刚性不足等现实问题。这些困境和难点阻碍了证券投资纠纷调解制度的实际运行效果。如何克服相关问题,进一步优化和发挥中证法律服务中心在调解解决证券投资纠纷案件中的职能,笔者认为可以从以下几方面做相应配套提升:

(一) 进一步完善相关制度,保障调解机制的可执行性

1. 进一步优化中证法律服务中心的运行机制

中证法律服务中心是首个全国性证券期货纠纷公益调解机构,为中国证监会批准设立的我国唯一跨区域、跨市场的全国性证券期货纠纷公益调解机构。然而中证法律服务中心仅仅是最高人民法院与中国证监会在2016年联合确定的八个试点调解组织之一,其他的试点调解组织还包括中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会、中国证券投资者保护基金有限责任公司、深圳证券期货业纠纷调解中心、广东中证投资者服务与纠纷调解中心、天津市证券业纠纷人民调解委员会,但这些试点调解组织在法律性质、调解方式、调解程序等方面并未统一。

笔者认为,调解组织多元化能够给投资者提供更多更便利的救济渠道,但仍需合理的顶层设计方能避免调解组织“各自为政”,促成各调解组织形成合力,加强对多元化解决证券期货纠纷机制的支持。笔者建议:一方面,应当以协同治理为理念完善各调解组织的职能分配。例如,可逐步将地方性的调解组织过渡转化为全国性调解组织即中证法律服务中心在地方的分支机构,承担所属辖区范围内的证券投资纠纷调解工作,全国性调解组织在收到相关区域性纠纷时,有权根据实际情况向各地的调解组织分配案件。另一方面,应由证监会以部门规章形式体系化整合各地区、各证券期货纠纷调解组织的实践成果并进行更大范围的推广适用,明确各证券期货纠纷调解组织在法律、行政监管层面的定位,各证券期货纠纷调解组织的运行机制、监管机制,各证券期货纠纷调解组织的受案范围、调解员的选聘、调解程序、纠纷双方的权责分配、调解协议效力及救济措施等内容。待时机成熟时,在前述证监会部门规章的基础上整合实践经验和规则,形成证券投资纠纷强制调解制度的统一立法。调解组织自身可以在结合法律法规规定以及总结实践经验的基础上发布更为细化的规则,以支持调解工作更加有效的落实实施^①。

^① 张艺、唐璐、冯辉:《证券投资纠纷强制调解制度的构建与完善》,载《投资者》2023年第2期。

2. 进一步完善当事人参与证券投资纠纷调解的约束机制

根据证券法第94条第1款规定:“投资者与发行人、证券公司等发生纠纷的,双方可以向投资者保护机构申请调解。普通投资者与证券公司发生证券业务纠纷,普通投资者提出调解请求的,证券公司不得拒绝。”此强制调解制度可以视作是对普通投资者在纠纷解决机制选择上的“倾斜保护”,但并未明确上市公司不得拒绝普通投资者提出的调解请求,且在证券法第13章“法律责任”中,并没有条文规定证券公司拒绝调解应承担何种法律责任。2020年中国证监会制定《证券期货纠纷调解工作指引》(以下简称“《指引》”),根据《指引》第23条规定:“当事人无正当理由拒不履行调解协议,或者证券公司因不遵守证券法第九十四条关于配合普通投资者调解的规定被有关机关作出行政处罚或者处理决定的,中国证监会及其派出机构、证券期货市场行业组织可以依据中国证监会《证券期货市场诚信监督管理办法》相关规定将相关情况记入证券期货市场诚信档案。”但该《指引》属于规范性文件,效力等级较低,约束性也不强。现行有效的《上海证券交易所股票上市规则(2023年8月修订)》第4.1.6条规定:“因上市公司欺诈发行、虚假陈述等信息披露违法违规行为导致证券群体纠纷的,公司应当积极通过证券纠纷多元化解机制等方式及时化解纠纷,降低投资者维权成本。”但该条规定为鼓励倡导性规定,亦无相应强制约束力和法律后果。

现行立法和规则在证券民事调解的保障和配套方面尚需加强和完善。笔者建议:①从立法层面明确上市公司、证券公司等金融机构不配合参与调解的法律后果,督促其积极配合参与调解活动。可以将中证法律服务中心调解作为诉讼或仲裁的前置程序,投资者与上市公司、证券公司之间的证券业务纠纷,当事人可以先向中证法律服务中心申请调解,调解不成的,可以向人民法院或仲裁机构提起诉讼或仲裁;②明确针对投资者与上市公司、证券公司之间的证券业务纠纷,上市公司、证券公司拒不配合参与调解的,证监会及其派出机构、证券交易所有权采取行政监管措施,情节严重的可以进行行政处罚;③将证券公司配合参与中证法律服务中心调解活动的情况纳入《证券公司分类监管规定》规定的评价计分体系进行考核,使其与证券公司评级挂钩,进一步督促其积极参与调解;④实践中,很多证券投资民事纠纷的责任承担和争议金额是比较明确的,但有些证券公司等金融机构不愿意进行调解,主要是顾虑现行监管体制下,接受调解可能会受到上级国有资产监管部

门的质疑,甚至可能承担个人责任,但法院判决却不存在此类情况。基于此,建议建立证监会与国资委等国有资产监管部门的联动机制,即对于中证法律服务中心调解过程中确定的证券公司及其相关人员的责任,国资委等国有资产监管部门予以认可,避免因责任认定问题导致证券公司等金融机构不愿意参与调解。此外,在确立中证法律服务中心调解作为诉讼或仲裁的前置程序的同时,也应当进一步加强中证法律服务中心调解程序、调解人员、调解场地等规范性建设,提高承接调解案件的能力和质量。

(二) 切实提高中证法律服务中心调解结果的可强制执行性

除了明确中证法律服务中心的法律地位,厘清其在证券投资纠纷多元化纠纷解决机制中的角色和功能外,进一步赋予中证法律服务中心调解结果的可强制执行性,是充分发挥中证法律服务中心权威性的保障之举。

1. 中证法律服务中心调解结果执行的现实困境

根据《中证资本市场法律服务中心调解规则》,在中证法律服务中心调解下,纠纷双方可以达成调解协议,“该协议具有民事合同之性质”。将纠纷事项转化为合同项下的权利义务关系,固然为纠纷双方提供了明确的纠纷化解路径,理清了双方的权利义务,但由于该调解协议性质上仅为民事合同,实践中如果有当事人不按照调解协议约定履行合同义务,该纠纷事项最终仍需提交人民法院审理解决。这不但无法起到提高纠纷解决效率,节省司法资源的作用,而且还浪费了有限的调解资源,拖延了纠纷解决时间,同时有可能引发新的负面效应。

虽然根据《中证资本市场法律服务中心调解规则》第47条、《民事诉讼法》第205条、206条之规定,纠纷双方在达成调解协议并生效后30日内,可以共同向人民法院申请对协议进行司法确认,经过该司法确认程序的调解协议,如一方未及时履行,则另一方可以据此向法院申请强制执行。但由于该确认程序需要纠纷双方共同向人民法院提出申请,因此如任一方怠于或故意不履行调解协议的,期望其自愿配合完成该司法确认程序、使其具有强制执行力很难实现。经笔者检索公开数据,由人民法院对于中证法律服务中心所促成调解协议作出确认的非讼程序案件寥寥无几,这也在一定程度上表明该程序在实务领域中的运用并不广泛。

正因如此,赋予调解协议不依赖于司法确认程序的可执行性,符合现实的需要,也有利于纠纷的快速解决,提升中证法律服务中心调解的权威性和有效性。

2. 赋予调解协议强制执行力的制度构建设想

笔者认为,赋予调解协议强制执行力,需要从法律构架、调解制度设计层面进行重新构建。

(1) 调解协议的效力。根据现行《民事诉讼法》相关规定,可以直接申请强制执行的法律文书包括:法院作出的发生法律效力民事判决/裁定/调解书、仲裁机构作出的裁决、公证机关依法赋予强制执行效力的债权文书等。在法律框架层面,如需赋予调解协议强制执行力,则首先需从立法或司法解释层面,将中证法律服务中心依据法律规定作出的合法、有效的调解协议,纳入可以作为强制执行依据的法律文书范围之内,确立调解协议的效力地位。在上述举措尚未落实的情况下,将调解协议进行公证,使其具有强制执行的法律效力可能是一个过渡性的有效方式。

(2) 调解程序的要求。无论法院的判决/裁定/调解书,还是仲裁机构、公证机关作出的具有强制执行力的法律文书,因其具有可直接申请执行的强制力,在法律文书出具的程序环节,均有较高的法定要求,立法机关亦制定了《仲裁法》《公证法》等“法律”层面的规则予以规范。因此,如需赋予调解协议强制执行力,笔者认为除在实体法层面确立调解协议的效力地位以外,应设立由司法机关认可的调解程序,确保调解人员依法履行职责,保证调解过程的正当性、合法性。

(3) 调解组织中立性的要求。中证法律服务中心作为投资者服务中心为行使纠纷调解职责设置的下属机构,尽管具有保护中小投资者的价值取向,具有社会公益性,但在具体调解过程中,其作为促进纠纷解决的“中间人”,应当保持中立性和公正性,“克制”偏向,要公平地对待纠纷各方主体,也应当尊重纠纷各方的意思自治。

(三) 强化投资者服务中心的服务职能

1. 强化投资者服务中心服务职能的必要性

2016年,最高人民法院与中国证监会联合确定投资者服务中心为试点调解组织之一,投资者服务中心专门设立中证法律服务中心,行使纠纷调解职责。除纠纷调解外,投资者服务中心还承担其他服务职责,包括:① 面向投资者开展公益性宣传和教育;② 公益性持有证券等品种,依法以投资者身份自行或联合其他投资者共同行权。根据证券法第90条规定公开征集股东权利;③ 提供调解、损失计算等纠纷解决服务;④ 开展支持诉讼、股东直接诉讼及派生诉讼,参加代表人诉讼等诉讼

维权工作;⑤中国投资者网站的建设、管理和运行维护;⑥调查、监测投资者意愿和诉求,开展战略研究与规划;⑦代表投资者,向政府机构、监管部门反映诉求;⑧中国证监会委托的其他业务。中证法律服务中心调解功能的发挥,亦在一定程度上受到投资者服务中心上述其他职责行使的影响。

在诉讼维权工作方面,根据公开信息查询,自2014年12月投资者服务中心设立至2023年9月底,投资者服务中心共申请发起特别代表人诉讼2起、支持诉讼52件、股东直接诉讼1件、股东代位诉讼3件,由此可见通过投资者服务中心诉讼维权的数量总体上较少,诉讼维权所起到的服务、保护中小投资者作用尚未充分发挥,尚未起到对于司法案件进行分流、提高纠纷解决效率的社会效果。

在公益性持有证券方面,投资者服务中心持有沪深交易所每家上市公司一手股票,行使质询、建议、表决、诉讼等股东权利,由于所持上市公司的股权比例较低,其作用主要是示范和指导中小投资者主动依法行权、依法维权,完善上市公司治理机制。除诉讼维权及公益性持有证券外,其他职责例如面向投资者开展公益性宣传和教育、调查、监测投资者意愿和诉求,开展战略研究与规划、代表投资者,向政府机构、监管部门反映诉求等,服务的范围和深度、实践效果均有很大提升空间。

笔者认为,目前投资者服务中心现有职能所发挥的实际效果相对有限,对中小投资者的服务和保护力度尚待提升,这也是上市公司、证券金融机构尚未将调解作为主要纠纷解决机制的原因之一。

2. 强化投资者服务中心服务职能的路径设想

笔者认为,直接赋予投资者服务中心行政处罚、采取监管措施等行政权力以促进服务职能的发挥是不适宜的,主要原因有:①从性质来说,中证中小投资者服务中心有限责任公司系经中国证监会批准设立并直接管理的有限责任公司,其性质为证券金融类公益机构。②从设立宗旨来说,投资者服务中心的设立目的是为了“以投资者需求为导向,扩充投资者知权渠道,丰富投资者行权方式,完善投资者赔偿救济维权手段,切实维护投资者的合法权益”,也即投资者服务中心天然具有利益偏向性。据此,不宜直接赋予投资者服务中心以行政处罚、采取监管措施等行政权力,为加强对中小投资者的服务和保护力度,促使上市公司、证券金融机构重视并积极参与调解,建议可赋予其向证券交易所、中国证监会及其派出机构提出对相关事项处理建议的权力和追踪的职责。

针对投资者服务中心建议权的行使方式,投资者服务中心可在行使职责(包括但不限于纠纷调解、公益性持有证券、诉讼维权、接到投资者投诉举报等)时,若发现上市公司或证券金融机构存在违法违规行为线索或确有违法违规行为时,有权向中国证监会及其派出机构、证券交易所等监管机构书面提出调查等建议。中国证监会及其派出机构、证券交易所等监管机构收到书面建议后应当就建议内容进行调查核实,决定采纳相关建议的,应当在一定期限内正式立案并将最终结果书面反馈投资者服务中心;中国证监会及其派出机构、证券交易所等监管机构决定不采纳相关建议的,应当向投资者服务中心书面反馈初步调查核实情况和不采纳的原因。

三、结语

由于资本市场存在的信息不对称,中小投资者的权益易受损害。证券投资民事纠纷存在高发性的特点,调解机制作为纠纷解决机制的重要方式,具有低成本、高效率等优点,是维护资本市场健康发展的不可或缺的组成部分。随着相关机制和市场的进一步完善,笔者期待投资者服务中心及中证法律服务中心的证券投资民事纠纷调解机制能够发挥更大的作用。

互联网金融多元纠纷解决机制问题研究

——以金融风险行政处置与司法审判衔接为视角

廖清顺*

互联网金融是互联网发展的深水区,互联网和金融深度融合产生的新物种,也是金融领域在互联网大数据时代创新的重要成果。互联网金融的发展过程中也凸显了巨大的风险隐患,出现了大量的互联网金融纠纷,相关的纠纷类型多样,对于纠纷的解决主要有金融行政机关监管和司法审判两种主要路径,但是金融行政监管与司法审判存在着衔接不畅、标准不统一、司法确认程序不完备等一系列问题,需要构建互联网金融多元纠纷解决机制,理顺金融行政监管与司法审判之间的关系,构建金融多元纠纷协同机制。通过对互联网金融纠纷类型、解决路径、具体表现、呈现问题等多方面的分析与检视,探索建立符合互联网特点和金融专业特点的互联网金融多元纠纷解决机制,打通金融行政监管与司法审判之间的壁垒,推动互联网金融“一站式”多元纠纷解决平台,有效提升互联网金融纠纷治理能力。

一、问题的引出——互联网金融多元纠纷解决难题

(一) 概念辨析——互联网金融与多元纠纷解决机制

金融中介存在的重要原因之一是缓解储蓄者和融资者之间因信息不对称而引发的逆向选择和道德风险问题。^① 一般来讲,有两类金融中介在资金供需双方之间进行融资金额、期限和风险收益的匹配:一是商业银行,对应间接融资模式;二是资本市场,对应直接融资模式。“互联网金融模式”被称为第三种金融融资模式。^② 是运用互联网技术手段,特别是大数据、云计算、搜索引擎、移动支付等现代信息技术手段,在资金融通和其他金融服务等金融活动中进行系列创新实践的一种新兴金融模式。^③

* 中国人民大学硕士,北京金融法院法官助理。

① 参见孙国茂《互联网金融:本质、现状与趋势》,载《理论学刊》2015年3月。

② 参见董昀李鑫:《互联网金融的发展:基于文献的探究》,载《金融评论》2014年第5期。

③ 参见何平平、车云月:《互联网金融》,清华大学出版社2017年版,第2页。

主要包括互联网支付、网络借贷等。^①

多元纠纷解决机制是与传统的一元化化解矛盾的方式相比较而言的,由于当前矛盾纠纷主体的多元化、类型的多元化和诉求的多元化,化解矛盾纠纷的思路、方法、措施、途径等也应当多元化。诉讼和非诉讼解决方式形成互补的、满足社会主体多样需求的体制机制。多元纠纷解决机制是一个多方参与、社会协同、法治保障的矛盾化解机制。^② 互联网金融纠纷形态多样,参与主体众多,容易引发系统性风险,互联网金融多元纠纷解决机制是充分考量互联网金融纠纷特点的综合性的纠纷解决机制。

(二) 现状综述——互联网金融纠纷现状检视

1. 互联网金融发展现状

金融市场本身具有创新的属性,拥有无限的创新的活力,结合互联网更新速度快,创新活力足的特点,互联网金融的创新主要是借助互联网这一载体进行的金融创新,实质上并未改变金融的本质。

与传统的金融模式不同,互联网金融以低成本、高效率、注重客户体验、风险特殊复杂多变、准入门槛低、参与主体广泛、普惠化等特点得到了金融消费者的青睐,尤其是得到了中小投资者的欢迎,尤其是借助互联网技术,实现了数据的实时更新,提高了数据交换的速度。在很大程度上解决了中小企业的融资难问题。^③

2. 互联网金融多元纠纷解决现实需求

互联网不是法外之地,需要在法律的框架之下开展互联网金融创新。现代金融创新往往会衍生多重交易结构和更为复杂的金融关系,存在时空错位的特征。与一般商品交易钱货两清不同,金融交易所引发的信息不对称情形非常严重而且普遍,如果完全依靠意思自治,无法有效解决信息不对称引发的欺诈、误导、虚假信息披露等问题。^④ 在现代风险社会中,现代金融风险具有很强的外部性,市场主体的金融交易所引发的风险容易外溢和传导,引发多米诺骨牌效应,一个环节产生金融风险,往往会持续传导引发大规模的金融市场风险,比如说传导全球的金融危

① 参见尹振涛:《互联网金融监管的法治化思考》,载《社会科学家》2019年第10期。

② 十八届四中全会《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》将多元化纠纷解决机制改革纳入国家治理体系和治理能力现代化的战略部署。

③ 参见邓建鹏、黄震《互联网金融法律与风险控制(第2版)》,机械工业出版社2014年版。

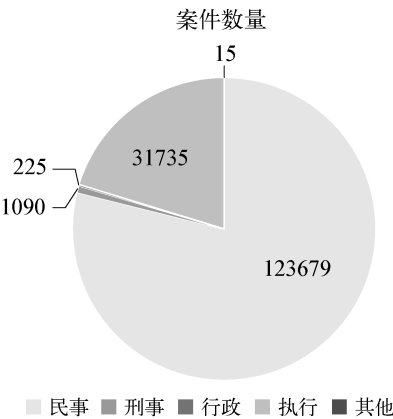
④ 参见陈一稀:《互联网金融的概念、现状与发展建议》,载《金融发展评论》2013年第12期。

机以及大规模的 P2P 平台事件。

二、问题呈现——互联网金融多元纠纷解决机制困境

(一) 实然状态——互联网金融纠纷相关案例评析

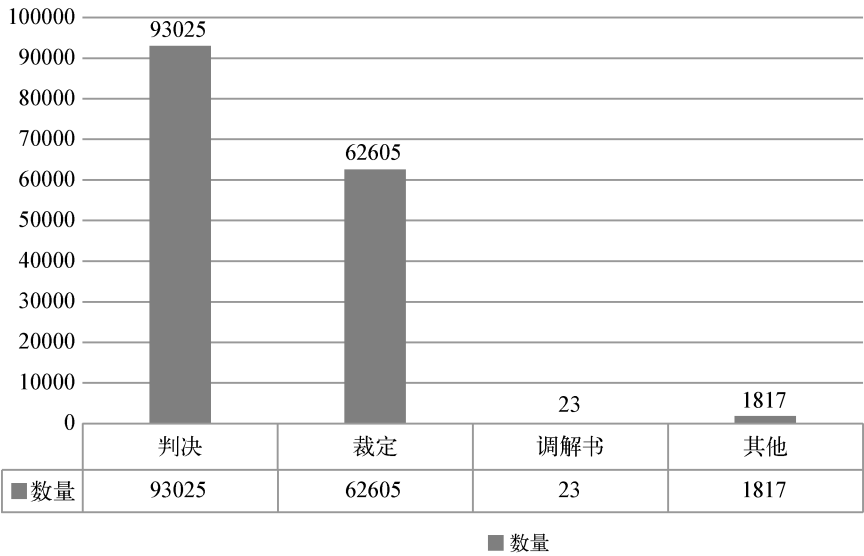
通过在中国裁判文书网进行数据检索,输入关键词“互联网金融”,在不限定具体时间节点的情况下,显示有各类裁判文书 156 744 份,按照案由统计,具体分布情况如下:



对民事案由进行进一步的统计分析就会发现,民事案由主要集中在金融借款合同纠纷、民间借贷纠纷、证券虚假陈述、委托理财合同纠纷等,基本上均涉及到互联网金融平台或者互联网金融公司,相关的法律关系复杂,纠纷涉及专业性强。

按照案件所在的地区统计,北京、上海等经济较为发达地区的该类纠纷占据较大比例,分别为北京 19 261 份、上海 13 693 份,两大城市相关裁判文书占据互联网金融类案件 20.1%的比例,这也充分体现了互联网金融集聚效应的特点,追逐资本,更加青睐于经济较为活跃的大城市。

从裁判文书的类型来看,判决有 93 025 份,裁定有 62 605 份,调解书有 23 份,其他文书类型有 1 817 份。



从以上数据可以看出,互联网金融纠纷案件多发,且主要集中在民商事纠纷领域,纠纷多以判决或者裁定的方式结案,调解案件的占比较小(虽然调解书的数量还不能真正反映调解的具体数量,但在很大程度上反映了互联网金融纠纷解决路径的实际特点)。

(二) 问题检视——互联网金融纠纷解决困境

经过对以上案例的具体分析,我们可以发现互联网金融纠纷数量较多,存在多个纠纷解决主体,纠纷解决的方式以诉讼和行政监管为主,互联网金融面临信用风险、群体性纠纷众多等难题,较为突出的问题就是行政处置与司法审判之间的衔接不够顺畅,导致司法审判与行政风险处置的脱节。目前的互联网金融纠纷解决机制的主要问题呈现以下四方面问题:

第一,互联网金融风险预警机制不健全,体系化不足,风险防范缺乏整体性。互联网金融多元纠纷解决机制的重点不应当只是事后的救济,而应当更加注重事前的预防。互联网金融违法违规行为高发以及市场的一系列风险的出现,主要的原因就是没有建立起健全的金融风险预警机制,对可能产生的金融风险提前进行预警,分析研判,制定有针对性的风险化解方案。

第二,互联网金融行政处置与司法审判之间信息联系不畅,协同机制尚不健全。互联网金融出现违法违规行为之后,最先对其进行调查的往往行政监管部门,也掌握着最全面的案件信息,但是由于各个部门之间没有很好的建立协调对接机制,尤其是行政监管与民商事审判之间衔接不够畅通,这也导致互联网金融纠纷解决的整体效果不佳。

第三,互联网金融纠纷解决主体分散,难以形成有效的纠纷解决体系,纠纷化解合力不足。当前互联网金融纠纷治理方式主要包括行政监管、行业自律组织管理等几种形式,行政监管主要采用分业监管的方式,中国人民银行、证监会以及银保监会分别在各自的监管范围内进行有序监管,但是,互联网金融由于自身主体存在虚拟性、信息的传播速度快,投资主体往往较为分散,很难对其性质进行有效认定,难以避免的会出现一些监管的真空区域;另外,由于各个监管主体之间的监管行为缺乏有序的衔接和信息的整合,导致出现大量的重复性工作,并且会出现部分处罚之间存在矛盾的情形。比如说网络借贷平台的监管,由于其本身法律主体资格不明,且可能涉及的领域包含多重金融法律关系,在经营过程中就会出现各部门

都有权监管,但又无人监管的状态,导致相关的纠纷难以得到及时有效的解决。

第四,互联网金融纠纷解决执行力度不足。法律的生命在于实施。同样在互联网金融领域,纠纷解决的效果有赖于具体的执行。当前,对于互联网金融机构及相关个人的处罚往往是停留在金钱方面,且金额相对于其巨大收益往往不值一提,最终的结果就是面对可能造成的违法违规处罚以及巨额的收益,在进行价值衡量之后,往往仍然会选择铤而走险。违法成本较低使互联网金融纠纷层出不穷。

(三) 原因分析——互联网金融多元纠纷解决机制缺乏

第一,缺乏构建互联网金融多元纠纷解决机制的系统意识。互联网金融纠纷呈现出主体多元、类型多元、专业性强、涉及面广。^① 基于互联网金融纠纷多元化、专业化的特点,对于其纠纷解决机制的构建就必须梳理系统意识。当前,互联网金融纠纷解决主要有行政监管、行业自律、仲裁、诉讼给、调解几种路径,但是各个路径之间的协同联动却严重不足,各种纠纷解决的路径没有形成系统机制。

第二,缺乏互联网金融多元纠纷解决机制的具体载体。互联网金融多元纠纷解决需要建立在一定的载体之上,通过一定的平台对相关的纠纷解决提供具体方案。但是目前并没有统一的机制载体,相关纠纷的解决仍旧分散化的散落在不同的问题域内,需要构建一个系统化的多元纠纷解决机制平台作为该机制的具体载体。

第三,互联网金融运行中风险承担机制尚不健全,导致纠纷产生后责任难以准确认定。互联网金融的运行模式以及相关的规则标准还存在着严重不足。以互联网金融中问题比较突出的P2P网络借贷平台为例,该平台因借贷双方的广泛性,交易方式的灵活性和高效性,收益率较高的特点而受到推崇,但是因为该借贷平台主要面对的是中小投资者,呈现出分散和广泛的特点,并且客户往往缺乏有效的担保和抵押,平台和投资者也面临着高成本的线下尽职调查的缺失或者不够细致的问题。

第四,缺乏互联网金融多元纠纷解决机制法治保障。目前关于互联网金融纠纷治理和化解方面还主要停留在行政监管部门的一些零零散散的规定,重点往往是放在了事后的惩治,缺乏事前的有序引导和事中的有效管理。当前关于互联网

^① 参见董建军:《当前金融纠纷争议处理现状与思考》,载《中国银行业》2018年第11期。

金融纠纷化解的相关规范主要是在产生了大量的风险之后制定,并且大多为修补式的规范,没有形成体系化且相关的规范缺乏刚性约束,对于违法违规行为进行的处罚由于力度不足,并不能对违法违规行为进行有效的震慑和约束。

三、理论构建——互联网金融多元纠纷解决机制构建

(一) 互联网金融纠纷多元化特点及产生背景

互联网金融有助于发展普惠金融,弥补传统金融服务的不足,将市场定位在小微层面,在小微金融领域有突出优势,填补了传统金融覆盖面的空白。^①同时,互联网金融有利于发挥民间资本作用,引导民间金融走向规范化、满足电子商务的需求、扩大社会消费、降低成本提升资金配置效率、促进金融产品创新等。但是由于中小企业的风险承受能力有限、合规体系不健全、缺乏有效的内部风险控制机制,再加上金融交易信息的披露不及时不全面,导致透明度风险持续增加,最终会导致系统性风险的产生,不利于互联网金融的健康发展,尤其是容易造成大量投资者损失,影响整个社会的和谐稳定。

互联网金融纠纷往往是呈现为系统多发,投资主体多、类型多样,纠纷解决的主体之间存在着较大程度的关联性,有着信息互通和协调配合的现实需求。

(二) 互联网金融纠纷特点需要多元机制保障

由于互联网信息技术的不断发展,结合金融风险的隐蔽性、传染性、广泛性和突发性的特点,互联网金融系统性风险高发。当前的法律法规并没有对于互联网金融机构给出明确的概念界定,主体资格存在不明确问题。互联网金融高风险性及扩散性导致一个纠纷往往会诱发一系列纠纷,风险会进行快速传导,需要多元纠纷解决机制将相关的纠纷化解力量进行有效整合。

(三) 金融多元纠纷协同机制建设具备相应条件

互联网金融行政风险处置的方式主要是首先进行相关纠纷的调查取证,根据调查取证的情况进行进一步的处理,其往往是能够掌握第一手的相关信息资料。而司法审判阶段往往也需要在前期调查的基础上了解纠纷的现状。二者之间存在协同机制构建的需要。另外,由于金融纠纷多元解决机制的不断发展完善以及信息技术等条件的不断完善,金融行政监管机关与司法审判存在协同机制构建的现

^① 胡滨、范云朋:《互联网联合贷款:理论逻辑、潜在问题与监管方向》,载《武汉大学学报(哲学社会科学版)》2021年第3期。

实条件。当前,全国各地也陆续建立了行政监管机构与司法机关协同中心,取得了良好的效果。

四、改革路径——构建科学合理的互联网金融多元纠纷解决机制

(一) 多元纠纷解决机制前端:谋事于未发,把好资格审核关

互联网金融纠纷多发且风险治理出现诸多难题的主要原因就是在互联网金融主体进入互联网金融市场的前端缺乏有效的规范,要从入口阶段就进行有效的规制,有效防范互联网金融纠纷的产生,从源头上控制互联网金融纠纷的增量。

1. 构建互联网金融有效的市场准入机制

构建互联网金融市场准入机制是有效在最前端入口处控制互联网金融风险的有效举措,具体可以从以下三个方面出发进行建构:

(1) 明确互联网金融平台的权利义务。通过法律规范或者行业规范对相关的互联网金融平台的权利义务进行规定,比如说建立风控体系、定期进行信息披露、细化相关制度规范、经营范围应当在一定的领域内,不得跨领域从事非法融资等。

(2) 建立互联网金融资格审查机制。对于从事互联网金融活动的组织或者机构应当具备相应的资质,经营相关的业务应当取得相关资质并且获得相关主管部门的许可,资格审查的重点就是相关的主体是否具有开展相关业务的资质水平以及信用等级等方面的信息。

(3) 建立统一的互联网金融市场规范体系。对互联网金融市场可能出现的风险以及相关体制机制问题进行总结,制定互联网金融有效的进入和退出机制,实现互联网金融市场的良性发展。

2. 提高制度规范供给,强化互联网金融法律法规体系完善

要实现对互联网金融的前端规制,必须强化制度规范建设,通过制定专门的互联网金融法律法规,有效规范互联网金融主体行为,提高行为的可预期性。这部分需要结合互联网金融纠纷产生的具体特点、结合相关判例,通过司法社会功能的发挥推动相关规范的制定完善。

3. 强化司法指引,通过相关判决形成规则指引

完善互联网金融纠纷司法审判机制,提高专业审判能力,通过对一系列互联网金融纠纷的审理确定基本的行业规则、市场规范等具体指引。

（二）多元纠纷解决机制中端：重点在日常，做好常态化风险治理

在对前端资格审核进行严格控制的前提下，更需要关注的是事中的常态化治理，规范互联网金融的日常运行，具体可以从两个层面进行治理：

1. 建立常态化互联网金融评估和考核体系

根据互联网金融市场的具体特点，设置安全性、资金保障、风险指数、信息披露等多个评估考核指标，将相关指标设置一定的考核分数，定期对相关的互联网金融主体进行考核评估，确定考核层级，对于连续三次考核不合格或者不达标的互联网金融市场主体进行约谈或者采取暂停营业、停业整顿等处置措施。相关的考核信息要通过一定渠道进行公开，为互联网金融纠纷化解提供具体依据。

2. 互联网金融监管部门与司法审判有序衔接机制

由于互联网金融市场在运行过程中可能会产生一系列的纠纷，因此需要形成系统的多元纠纷解决机制，而居于主导地位的纠纷解决机制主要是金融监管部门与司法审判两种方式，强化两者之间的有序衔接和协调对接，能够丰富互联网金融纠纷化解的体系，形成多元化的纠纷解决新格局。

（三）多元纠纷解决机制后端：释放多元合力，形成治理组合拳

（1）加快构建新发展格局，防范化解信用风险，构建互联网金融信用考评和通报机制；互联网金融纠纷专业性强、标的额大、法律关系复杂且基于互联网的虚拟性和信息传输速度快的特点，信息安全问题严重，需要强化信息的其中的个人信息保护，形成风险评估机制；

（2）构建互联网金融群体性纠纷示范判决机制。对于虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法行为引发的群体性案件，选取在事实认定、法律适用上具有代表性的若干个案作为示范案件，先行审理、先行判决，通过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多元解纷机制化解纠纷。互联网金融由于参与门槛较低，投资主体众多且以中小投资者为主，一旦出现风险，就会产生群体性的纠纷，因此需要构建满足互联网金融群体性纠纷解决机制，引入示范性判决机制，对相关的纠纷进行司法确认，提高相关诉讼化解的效率，有效保护投资者的合法权益。

（3）优化互联网金融多元调解工作机制，引导当事人通过非诉讼方式解决纠纷，实现“案结、事了、人和”的最终效果。

(四) 构建金融风险行政处置与司法审判多元纠纷解决协同平台

习近平总书记指出,全面依法治国是个系统工程,必须统筹兼顾、把握重点、整体谋划,更加注重系统性、整体性、协同性。

构建金融风险行政处置与司法审判多元纠纷解决协同平台主要是基于当前处理大量金融纠纷案件的需要。为进一步提高金融纠纷的处置效率,推动金融纠纷治理的合力。有必要在金融行政风险处置与司法审判之间构建多元纠纷解决协同平台,实现信息的共享,提高金融纠纷案件的处理效率和针对性。

证券公司自媒体直播展业风险防范路径研究

张洛榕* 江苏婉** 左 左***

一、监管要求

近年来,伴随着经纪业务竞争愈发激烈的趋势以及财富管理转型的大背景,证券公司对自媒体尤其是直播带货,表现出了极大的兴趣,不少公司及其从业人员也广泛入驻自媒体平台进行公司宣传、投资者教育、业务交流等工作。但由于直播活动的即时性和受众的不特定性,证券公司在抓取“流量”时也衍生出了合规风险、操作风险和声誉风险等一系列风险。

(一) 证券公司自媒体直播业务的常见违规行为

经统计 2016 年至今涉及证券公司自媒体直播监管案例,主要处罚原因集中在以下五个方面:

1. 无资格展业

该类违规行为通常表现为证券公司员工在未登记为证券投资顾问的情况下,通过证券公司开设的直播账号或直接以个人名义,从事证券投资顾问业务,并且在直播过程开展板块和大盘分析活动,或向公众提供关于证券市场的分析、预测或建议行为,甚至存在推荐个股的行为。如 2023 年 2 月某证券公司员工无证券投资顾问执业资格,通过抖音直播形式向公众提供关于证券市场的分析、预测或建议行为,监管机构对该公司采取出具警示函监管措施。

2. 违反廉洁从业规定

该类违规行为主要表现为证券公司员工通过自媒体直播展业的过程中,通过收取直播打赏、直播会员订阅费、感谢费等方式谋取不正当利益。如 2023 年 4 月某证券公司员工在分支机构任职期间,实名通过抖音账号发布短视频、开展直播,通

* 南京证券股份有限公司合规管理部员工。

** 南京证券股份有限公司合规管理部员工。

*** 南京证券股份有限公司合规管理部员工。

过收取直播打赏、直播会员订阅费、感谢费等方式谋取不正当利益,监管机构采取出具警示函监管措施。

3. 公开荐股或介绍私募产品

该类违规行为主要表现为以直播的方式,向不特定对象作出买入、卖出或者持有具体证券的投资建议,或者公开介绍私募基金产品的盈亏、新模型优势及产品客户情况。如2023年11月某证券公司及其员工在直播过程中存在推荐个股的行为,反映出该公司对员工从业资格、执业行为管理不到位,监管机构对其采取出具警示函的监督管理措施,并记入证券期货市场诚信档案。同年12月,某投资经理通过在网络平台上发布视频、直播的方式,向不特定对象介绍基金产品的盈亏、新模型优势及产品客户情况,监管机构对其采取出具警示函监管措施。

4. 虚假宣传

该类违规行为主要表现为证券公司通过互联网直播开展业务推广和客户招揽时,存在向客户承诺投资收益、对部分公司人员介绍存在误导性营销宣传等情形。如2023年8月某公司个别直播人员宣传非投资顾问的投资策略、线下课程和投资业绩,存在对服务能力和过往业绩的虚假、不实和误导性的营销宣传,监管机构对该公司采取了增加内部合规检查次数的监管措施,并对涉事员工采取监管谈话的监管措施。

5. 管控机制不到位

该类违规行为主要表现为证券公司在进行自媒体直播过程中,未对直播进行全程合规监测;未建立自媒体直播推广内容的内部留痕及保存机制;对自媒体账号的直播内容缺乏事中管控等。如在2023年10月和11月的处罚案例中,相关涉事公司在直播业务推广过程中,合规管理不到位,均缺乏应有的留痕和监测机制。

(二) 证券公司自媒体直播业务的法律规范体系

当前,针对证券公司开展自媒体直播业务的法律规范体系横跨多个领域、包括多部法律法规。由于证券公司自媒体直播展业同时涉及证券行业与网络直播两个行业的经营与活动,系证券公司所开展的市场性行为,与多方主体存在着法律关系,因此在法律规范体系上覆盖了证券法律法规、广告法律法规、反不正当竞争法律法规、合同法律法规以及消费者保护法律法规等多层维度(如图1所示)。

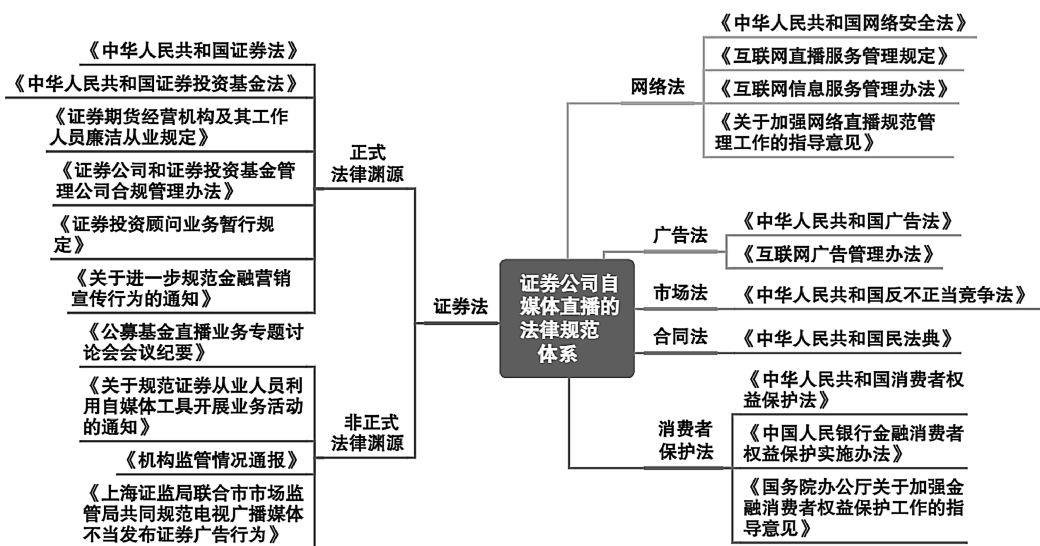


图 1 证券公司自媒体直播业务的法律规范体系

因此,证券自媒体直播业务的法律规范体系中专项立法暂时缺位,存在缺乏针对性、不够细致等问题。同时,在法律层级上,现有监管规范法律层级较低,未能形成有效震慑。具体来说。除《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》《证券投资顾问业务暂行规定》等综合规范证券行业本身的规定之外,其他专门针对证券公司自媒体直播展业的规范目前仅见于会议纪要、监管机构所发通知等业务规则。

表 1 关于证券行业自媒体直播业务的业务规则内容梳理

规范对象	规范内容
投教或品牌宣传类	2021 年中国证券投资基金业协会《公募基金直播业务专题讨论会会议纪要》,“直播内容为投资者教育或品牌宣传的,可以选择相对轻松活泼的形式,但不宜娱乐化,不得与国家相关精神、社会公序良俗相违背。”
产品营销推介类	2019 年《关于进一步规范金融营销宣传行为的通知》,对金融营销宣传活动的禁止性行为、内控制度的建立等进行了细致的规定。
	2021 年中国证券投资基金业协会《公募基金直播业务专题讨论会会议纪要》,“直播内容涉及基金产品宣传推介的,应注重体现基金行业专业性,严格遵守宣传推介相关法律法规。”
	2021 年证监会机构部《机构监管情况通报(第 86 期)》中重申禁止以直播方式开展荐股行为,对券商及其人员的言论提出规范要求。并要求证券公司不得利用“大 V”引流开户给奖励,对通过“直播”等方式,配合开展内幕交易、操纵市场等违法违规行为将严肃查处。

续 表

规范对象	规范内容
产品营销推介类	2021 年上海证监局《上海证监局联合市市场监督管理局共同规范电视广播媒体不当发布证券广告行为》中提出,部分证券投资咨询业务营销广告中的营销用语存在涉嫌不当提升收益预期、过度强化投资收益、弱化投资风险及利用二维码导流等情形,初步认为相关媒体涉嫌不当发布传播证券业务广告,相关投资咨询机构涉嫌存在不当营销的情形。
内部控制类	2021 年上海证监局《关于规范证券从业人员利用自媒体工具开展业务活动的通知》分别从证券从业人员的内部管理、员工利用自媒体开展业务活动的日常监控,以及加强合规宣导与合规管理三个角度提出了相应的建议。
	2021 年中国证券投资基金业协会《公募基金直播业务专题讨论会会议纪要》,建议与直播平台厘清权利义务关系、建立线上直播内容审核监督机制、对直播人员资质进行有效管理、关闭直播打赏功能、审慎展示基金业绩、加强直播内容的二次加工传播管控、以及对直播视频材料进行分类管理存档。

在监管主体上,现有监管规范尚未明确监管部门职责分工,对于特定的直播违规行为可能会存在多头混管情形。证券公司通过直播进行营销宣传活动时,在营销用语、表现形式、人员形象等方面,不仅需要遵循证券行业自身规范和执业行为的要求,而且还需要严格遵守广告法、反不正当竞争法等多重法律法规的要求,因此在监管主体上可能涉及证监系统、市场监管系统、网信部门等多重监管。

在规范体系上,当前监管规范依据尚未形成特殊性与普遍性有机结合的监管体系。以业务条线为角度,不同业务条线的直播营销活动涉及的法益不尽相同,在规范依据上应予区分,而目前尚未形成对各业务条线明确的、针对性的规范要求。同时,不同业务条线开展自媒体直播活动又存在其共性,均需要在事前事中事后的全过程规范直播行为,但目前也难以明确一套具有普遍适用性的标准,这些问题都亟待在新业态下探索出一套体系化的规范框架予以解决。

二、风险分析

(一) 直播人员管理风险

1. 主播资质管理混乱

证券领域自媒体直播在主体资质上应当遵守证券行业监管规定。证券公司应组织安排具有证券投资顾问资质的人员,通过自媒体客观专业而审慎地对证券市

场发表意见。但是对于投教、品牌宣传等非投顾类直播,目前还未形成明确的资质要求。另外,需要警惕证券公司开展外部合作所带来的风险,《机构监管通报》(2021年第12期)明确了证券公司与所谓“大V”开展合作活动的相关监管要求。但在直播展业实践中,“大V”合作只是引流的形式之一,直播间内能否邀请嘉宾、能否聘请外部人员担任主播,以及应建立何种直播人员筛选培训机制,还有待在规范层面进一步厘清。

2. 自媒体账号统管监控难度大

对自媒体账号的统管是证券公司内部控制有效落实的关键一步。证券公司通常在相关平台实名注册后,通过企业后台的矩阵营销模块添加相关员工账号,以此实现企业账号与员工账号的绑定。但由于从业人员在自媒体平台上注册账号具有较强的自主性,继而引发的对于证券公司及员工自媒体账号的注册注销是否需要审批或报备、合规风控人员是否需要介入监测以及何时监测、证券公司是否可以做到有效留痕和风险提示等问题,都将导致证券公司的监控难度加大。

(二) 直播受众的适当性管理风险

证券公司在向投资者销售产品或服务时应当履行投资者适当性管理义务,对投资者进行分级评估,并基于适当性匹配的原则推荐和销售产品或服务。而自媒体直播模式具有面向群体不特定且流动性大的特点,所以往往通过以下方式对投资者进行分级评估:① 要求投资者在第一次购买产品前填写线上测评问卷;② 在介绍相关产品或服务时于直播间明确产品或服务对应的风险等级;③ 在直播过程中全程做好适当性提示和风险揭示工作。

然而,自媒体直播形式下仍存在一定的适当性管理风险。首先,在直播间场景下,证券公司通常会先行介绍展示产品或服务,当投资者决定购买时再根据投资者分级情况进行匹配销售或风险警示。显然证券公司分级评估和营销行为的顺序变化可能导致证券公司消极履行适当性义务,淡化投资者分类环节的重要性。其次,证券公司在直播间内笼统介绍产品或服务时,难以识别并管理投资者身份,并不满足根据投资者风险承受能力等级进行适当性匹配的要求。因此,证券公司在进行自媒体直播过程中如何有效识别并管理投资者身份,是否需要分级直播,以及当投资者在直播间内购买产品或者服务时遭受损失能否依法得到救济,都是需要关注的风险点。

(三) 与自媒体平台的合作风险

1. 客户个人信息及数据安全问题

个别自媒体入驻平台可能会要求证券公司提供客户开户信息和交易信息,以通过其大数据分析能力生成用户画像,分析用户交易习惯,进一步为用户提供精准推送和个性化推荐。另外,自媒体直播展业系统并未落地证券公司本地,存在数据接收、适用和存储等方面的安全问题。

2. 遵守平台内容发布规则

直播平台作为自媒体直播活动的重要主体,通常承担着积极的监管义务,包括事前的直播主体资质审查、事中的直播内容审查,以及事后的配合执法,因而平台往往会提出一系列要求。如在抖音平台上直播时不能直接展示二维码,否则会导致流量屏蔽或者封号;腾讯视频号直播规则对于研究员研报和投顾信息不做区分,采取一刀切的态度;微信官方《视频号金融科普类直播准入标准》^①要求金融科普类直播必须真人出境、不得对具体的行业或股票板块等进行分析预测、不得展示K线图等。同时,还要注意在此类平台与用户互动留言的合规性问题。因此,证券公司在自媒体直播展业需要特别关注各平台自身的规范要求,平台规则与行业监管规则,以及与行业特点之间的差异仍然要在冲突中逐步摸索。

(四) 直播行为规范风险

自媒体直播作为展业依托的手段,所展示的内容实则决定着直播的行为边界。因此,在直播展业过程中,除对新型展业方式的规制外,对业务本身的监管规定也应当加以关注。

1. 直播形式关乎职业形象

一是直播画面。《树立证券行业荣辱观的倡议书》提出,要坚持珍惜声誉,反对损害形象。由于直播展业具有较强的公众性,直播人员在画面中的行为举止应当格外谨慎,厘清行为边界。对于采取相对轻松活泼形式的直播,要防止展业行为娱乐化,不得通过穿着奇装异服、在特殊地点直播等方式吸引流量,更不得与国家相关精神、社会公序良俗相违背。

二是直播话术。直播人员的临场发挥和互动可能造成话术与脚本不一致的情

^① 参见《视频号金融科普类直播准入标准》,载微信官网, <https://support.weixin.qq.com/cgi-bin/mmsupportacctnodeweb-bin/pages/4HTx8e3Pw7jVsNsQ>, 访问时间 2024 年 2 月 1 日。

况,因此需格外警惕话术合规风险,防止出现承诺投资收益、误导性营销宣传等行为。同时,不得使用低俗、夸大、诱导性、煽动性标题或者用语,不得盲目追逐市场热点、吸引眼球,防止诱导、渲染极端情绪。此外,《证券投资顾问业务暂行规定》对于证券公司在通过网络对证券投资顾问业务进行广告宣传的行为提出要求,证券公司应当遵守《广告法》和证券信息传播的有关规定,宣传内容不得存在虚假、不实、误导性信息以及其他违法违规情形。

三是直播互动。直播具有实时互动的特点,直播人员往往会与在线观看用户通过发表评论的方式进行互动,评论也能够同步展示给其他用户,存在内容涉及不当宣传、引流第三方平台等合规风险。同时,部分证券公司倾向选用年轻员工作为出境主播,年轻员工囿于专业能力和实践经验有限,在直播场景下应对不同用户提出的个性化专业问题,可能会触及合规“红线”。

2. 直播内容警惕违规营销

一是违规推介产品,即非法或超范围开展金融营销宣传,主要涉及公开荐股和介绍私募产品。《证券投资顾问业务暂行规定》禁止证券投资顾问通过公众媒体作出针对具体证券的投资建议,同时,结合证监会及中国证券投资基金业协会的有关要求,证券公司工作人员在直播中开展投资品种选择、投资组合推介等荐股行为也被明确禁止。此外,《私募投资基金募集行为管理办法》禁止公开或变相公开推介私募基金产品。因此,证券公司在直播内容的选择上应当严格遵守相关规定,防范违规营销宣传风险。

二是开展送礼营销。直播方为提高点击量和观看时长,往往会发放各类红包作为激励,或在互动游戏、答题等环节予以奖励。然而,现有规定明确要求不得采取抽奖、回扣或者送实物、保险、基金份额等方式销售基金,且不得直接或者变相向客户返还佣金、赠送礼品礼券或者提供其他非证券业务性质的服务。因此,直播间中发放的红包不得与销售活动混同或挂钩特定产品。落实到实操层面,在一场直播中如何严格区分投教环节和具体产品宣传推介环节,并对所发放红包予以明确定性,对于证券公司来说仍然存在操作风险。

三是谋取不当利益。证券公司在第三方平台进行直播时,还存在通过平台自身的打赏机制谋取不正当利益的风险。中国证券投资基金业协会发布的《公募基金直播业务专题讨论会会议纪要》明确要求直播人员不得收取观众打赏红包。同

时,收取直播打赏或红包、直播会员订阅费、感谢费等行为也属于《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》第10条所规定的谋取不正当利益的情形,在监管案例中已有相应处罚。此外,直播销售中的收费可能进一步发展为违规给予部分客户特殊优待,导致不公平对待客户,违反廉洁从业有关规定。

三、风险防范措施

自媒体直播的新颖性和复杂性,决定了证券公司在开展相关业务活动时要建立自上而下的行为规范和管理机制。结合前述监管规定和处罚案例,从业务开展环节为切入点,从事前、事中、事后三个环节提出以下合规建议:

(一) 事前管理

1. 直播人员管理

持证上岗是证券行业的基本要求。自媒体直播内容可能涉及投资者教育或各类业务,直播人员至少应该是登记为一般证券业务资格的人员;对于涉及从事基金销售、期货IB、证券投资顾问、分析师等业务的人员需要分别取得相应的专业资格。在此基础上,合理建立直播人员筛选、轮换机制,对直播人员名单进行监督管理。相关人员如发生登记资质类型变更或离职的情况,账号身份信息要及时进行变更。

2. 自媒体平台 and 账号管理

选取第三方自媒体平台时要建立准入机制。为了达到更好的推广效果,除公司自有网站或APP外,证券公司往往还会入驻第三方媒体平台,以公司主体名义建立自媒体账号,这也是当下主流的自媒体直播形式。在关注流量的同时,也要关注第三方平台的合规和舆论情况。比如,关注平台是否存在超合作范围的行为、是否存在违规情况或声誉风险等。

建立自媒体账号的管理机制。公司的业务部门、分支机构或者员工个人都会有申请开通自媒体账号的需求,建立账户的报备、审批和监督管理机制十分重要。公司和部门级自媒体账号要做好权限管理,账号密码变更、注册时登记的移动电话或邮箱等如果是员工个人,则要保证运营人员发生变动时,账号找回、防篡改等工作衔接稳定。内容发布、监测、检查、注销、处置等全过程均有管理制度及机制安排。

对于个人以公司员工名义申请自媒体账户的,要进行审批报备方可注册,禁止非实名注册,并要求相应人员签署自媒体展业承诺函。另外还要禁止个人私自开

通自媒体账号展业,或个人注册账号提供给部门使用。

3. 直播内容管理

建立直播内容审核机制。除直播时间、直播平台的事前报备外,审核直播内容时应绝对禁止出现红线问题,如个股推荐。如对过往业绩进行展示,应说明计算口径,不能夸大、片面宣传,不得对服务能力和过往业绩进行虚假、不实、误导性的营销宣传,禁止以任何方式承诺或者保证投资收益。此外,对于涉及广告宣传的内容还应关注广告行业相关要求。

对于直播内容,需要厘清“投资者教育”与“证券投资咨询业务”的边界,投资咨询内容对于直播人员资质和内容有着更高的要求。投资者教育内容可面向社会公众发布,相关人员具备一般从业资格,内容仅限于法规政策、投资知识、行业动态等,投资咨询则为证券、期货投资人或者客户提供证券、期货投资分析和预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动。因此,相关机构或个人在向投资者提供服务的过程中,形成有关具体证券、证券相关产品及证券市场的分析结论、做出走势预测、或向投资者或者客户提供投资建议的,无论其业务如何命名,均属于从事证券投资咨询业务。

内容审核不仅要做到业务层面的合规,还要结合舆情进行判断。需注意市场负面情绪渲染,关注舆情动态,并注意各平台内容审核规则。

(二) 事中监测

1. 直播过程全程监测

在直播过程中,禁止奇装异服、卡通脸遮挡、不专业脚本内容或过分娱乐化;直播过程中同步展示风险提示、适当性管理内容,以及从业人员执业信息等;直播要有监督人员同步观看,确定直播内容不能偏离事前审核内容范围,对于不适当、不合规的内容要有干预管控措施;监测、管控等管理过程还应进行充分留痕。

2. 落实分类分级管理

投资者适当性管理是保护投资者的基础制度,其出发点是为金融产品或服务的双方主体确立相对平等的交易地位。在互联网营销已然成为大势所趋的背景下,转变传统的适当性管理体系是顺应新业态新形式的必然要求。因此,有必要建立多维客户信息网,通过大数据形成客户精准“画像”,进而定向推荐产品匹配至具有相应风险承受能力的投资者。

在直播过程中应做好分类分级管理,严格履行投资者适当性管理职责。对于除投资者教育之外的直播内容,应设置相应的准入制度,在进入直播间前要求投资者实名参加风险承受能力测评,严格把好入口关。同时,直播画面应持续加强相关风险提示,例如“请投资者选择符合风险承受能力、投资目标的产品”等内容,在屏幕上全程简要显示所涉及产品的风险评级及适合的投资者范围等。

3. 直播系统相关设置

通过系统限制打赏或红包发放等类似功能,并对评论区进行有效管控。对于投教内容,知识付费的概念在行业内争议较大,目前证券投资咨询机构开展较为积极,但证券公司业务范围中并无此类收费业务,存在一定合规风险。因此直播时要关闭打赏功能,控制红包发放频率和额度。另外,对于评论区可以设置屏蔽关键词等措施,防止出现不适当言论引发舆论影响。

(三) 事后监督

1. 直播内容记录保存

对直播内容包括监测过程完整留痕。直播内容可能涉及业务推广、业务服务或投资者教育,全过程各环节均应按照不同的业务规定予以留痕并保存,如投顾要求保存期限不少于5年、投教内容要求保存不少于3年、与基金产品相关的内容保存不少于20年等。特别是在第三方平台发布的信息、视频直播等信息需尤其关注留痕保存问题。

2. 合规检查和问责

对相关人员报备的与提供服务有关的聊天群、自媒体账号等,开展定期或不定期检查,避免报备流于形式。同时,可不定期对从业人员报备账号信息的准确性、是否有未报备的账号等情形进行抽查。相关业务管理部门定期开展自查,合规部门定期或不定期进行合规检查,对于存在合规问题的情形严格落实责任追究。

3. 持续合规培训

加强对证券从业人员的合规管理,通过持续性、针对性的执业培训和教育,督导证券从业人员在通过自媒体工具提供服务时,坚持执业原则,严守合规底线,恪守职业道德,提升合规意识。

四、结语

相比电视、短信、图文等传统信息传播载体,网络直播在信息量、推广范围、灵

活性以及交流深度等方面都具有显著优势。让直播深度结合行业场景,助力投资者教育服务,将成为证券公司新的发力点。然而,证券公司在积极发展新业态的同时,对于投资者适当性管理风险、与第三方平台的合作风险及直播行为规范风险等问题也应当充分重视并审慎对待。证券公司通过自媒体直播展业时应始终围绕“合规、诚信、专业、稳健”的行业文化,树立专业可信赖的行业形象,以投资者教育为初心,充分发挥专业优势,引导市场树立长期投资、价值投资和理性投资的理念,以新兴业态赋能居民财富管理,促进市场稳定健康发展。

从司法判例探寻证券投顾业务纠纷调解思路

熊 倪* 周 勇**

2023年10月30日至31日,在北京举行的中央金融工作会议强调,必须坚持党中央对金融工作的集中统一领导,坚持以人民为中心的价值取向,坚定不移走中国特色金融发展之路,加快建设中国特色现代金融体系,不断满足经济社会发展和人民群众日益增长的金融需求,不断开创新时代金融工作新局面。中央金融工作会议的召开为新时代资本市场高质量发展定向导航。

经纪业务是资本市场基础性业务之一,关乎千家万户的“钱袋子”。当前,随着居民资产保值增值的需求增强,经纪业务向财富管理转型升级成为各家证券公司适应市场发展变化、满足居民多元化金融服务需求的必然选择,甚至部分证券公司推出“全员投顾化”。

《证券经纪业务管理办法》《证券投资顾问业务暂行规定》等相关规定对证券公司及其投资顾问人员做好证券投资顾问业务^①(以下简称证券投顾业务)提出更高更细更实要求。由于资本市场主体以中小投资者偏多,其投资专业能力与抗风险能力偏弱,加之投顾服务水平良莠不齐,导致证券投顾业务纠纷时有发生。在处理这类纠纷中,调解机制具有着天然优势。而且,证券法进一步确认和发展了证券纠纷强制调解制度,即证券公司不得拒绝普通投资者提出的调解申请。这为调解制度充分发挥前置作用提供了立法支撑。

就调解本质而言,是平衡纠纷当事人之间利益,争取互谅互让,最终就调解方案所达成的合意。从司法裁判案例出发,归纳司法裁判的倾向性意见,学习吸收法院处理类似纠纷的思考要素,能为证券投顾业务纠纷调解及风险防范提供有益参

* 长江证券股份有限公司法律合规部员工。

** 长江证券股份有限公司法律合规部员工。

① 《证券投资顾问业务暂行规定(2020第二次修正)》第2条规定,“本规定所称证券投资顾问业务,是证券投资咨询业务的一种基本形式,指证券公司、证券投资咨询机构接受客户委托,按照约定,向客户提供涉及证券及证券相关产品的投资建议服务,辅助客户作出投资决策,并直接或者间接获取经济利益的经营活动。”

考,具有一定借鉴意义。故本文从司法判例为出发点探寻证券投顾业务纠纷调解思路及前端控制。

一、证券投顾业务纠纷案例裁判要旨

(一) 关于投顾服务费返还的问题

广州市中级人民法院在(2022)粤01民终4484号判决书^①中,针对投顾服务费事宜做出了两个层次的认定:一是支持了一审法院关于某富投资咨询公司应向投资者退回未履行投顾服务期间对应的投顾服务费的判决;二是根据投资者提交的有关投顾人员授课视频和证监局作出的相关决定书等证据,认定该投顾人员在提供投资建议时,存在对服务能力进行不实、误导性营销宣传等行为,某富投资咨询公司提供的投顾服务存在质量瑕疵,其履行合同的行为违反了证监会规章规定和合同约定,应依据当时施行的《中华人民共和国合同法》第111条“质量不符合约定的,应当按照当事人的约定承担违约责任……”,判决该公司以减少投顾服务费的方式承担违约责任。至于减少的投顾服务费具体金额,法院综合考虑投顾服务费总额、合同履行情况等因素进行酌定。

(二) 关于投资损失的赔偿责任

通常,投资者在起诉时还会主张证券公司、证券投资咨询机构等投顾机构应承担其投资损失。针对这一主张,审判实践中基于个案具体情况而存在三种不同的裁判观点。

1. 裁判观点一

法院认为,如投顾机构从事投顾业务时不存在明显过错时,即机构方提供了投顾服务,但投资者仍享有最终决策权,故其应当自行承担投资产生的风险和损失。在广东省广州市中级人民法院(2022)粤01民终4484号案中,法院认定投资者徐某元基于独立的判断,自行决定证券投资并承担投资损失,不支持投资者要求某富投资咨询公司赔偿其本金损失的主张。证券投资属于风险较大的投资行为,即使是专业的投顾机构亦不可能完全准确预测投资标的将来的波动情况。在不能因为其推荐的投资品种出现上涨而向客户收取额外报酬情况下,投顾机构也不应因为其

^① 参见中国裁判文书网,网址: <https://wenshu.court.gov.cn/website/wenshu/181107ANFZ0BXSK4/index.html?docId=sRZgiDDe+6nhSUheStAwVp2QoENCpV8jErVtsJdRvziJmk1TG5ZI+p/dgBYosE2gA0CKm5XTQCHyatESuu9D96glkctiMwwMk0Y2Esd9abqtBJ2a3J90m3krGxCJVdDI>。

推荐的投资品种出现下跌对客户承担赔偿责任,否则不但严重违反权利与义务对等原则,而且将具有决策权的一方的投资损失转嫁给了只有建议权的另一方,容易诱发道德风险。因此,法院认为,除非投顾机构存在与第三人恶意串通等行为,否则投资者不能仅以其按照投顾机构提供的投资建议操作发生亏损为由要求赔偿。

2. 裁判观点二

法院认为,只有违反证券法第161条^①规定的禁止性行为且该行为与客户损失之间存在因果关系,投顾机构或投顾人员才需要承担赔偿责任。在湖北省武汉市中级人民法院(2020)鄂01民终8395号案^②中,法院认为,投顾机构承担赔偿责任的前提条件是,其具有证券法所规定的上述禁止行为,且该行为与投资者的证券投资损失之间存在因果关系。该案中,所涉公司未按照《投资顾问协议》约定指定某一特定团队向投资者提供投顾服务,但鉴于证券投资市场的高风险属性和投顾服务的特点,不能因此而确定公司的违约行为与投资者魏某凤的投资损失之间存在必然的因果关系,故法院认定投资者以此为由主张投顾机构对其投资损失予以赔偿的理由不能成立。

3. 裁判观点三

如投顾机构在向投资者提供投资建议时,未按照客观谨慎、忠实客户原则履行义务,存在未履行风险揭示义务、向客户承诺保证收益、虚假宣传等欺诈投资者行为,法院认为投顾机构应根据过错程度,对投资者因其侵权行为所导致的损失承担相应赔偿责任。

在最高法院民二庭发布的2022年度全国法院十大商事案件中,投资者卫某武支付37万元购买某公司荐股软件,该公司邮寄了《服务协议》《风险揭示书》,但卫某武以协议内容并非双方原来商量的全部内容为由拒绝签字。期间,公司员工梁某元、王某勇以内幕消息为由诱导卫某武进行证券交易,明确建议购买两只股票,并多次要求按其指示操作,承诺翻倍收益,最终亏损57万元。之后卫某武投诉至深

^① 证券法第161条:“证券投资咨询机构及其从业人员从事证券服务业务不得有下列行为:(一)代理委托从事证券投资;(二)与委托人约定分享证券投资收益或者分担证券投资损失;(三)买卖本证券投资咨询机构提供服务的证券;(四)法律、行政法规禁止的其他行为。有前款所列行为之一,给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。”

^② 参见中国裁判文书网,网址:<https://wenshu.court.gov.cn/website/wenshu/181107ANFZ0BXSK4/index.html?docId=FoLm6CABDTgVozH+u6tuTJdbUmS/iSUVRdh2xYR68aFJcXsKqG6Jx5/dgBYosE2gA0CKm5XTQCHyatESuu9D96glkctiMwwMk0Y2Esd9abqtBJ2a3J90m4a88FS8xMpL>。

圳证监局,公司退还了前期支付的37万元荐股软件费。但卫某武起诉至法院,要求该公司赔偿其损失。法院认为,该公司未履行风险提示义务、投资者适当性管理程序,存在向客户承诺保证收益、虚假宣传、代客户作出交易决策等违反监管规定和行业自律规定的欺诈投资者行为,应赔偿卫某武因其侵权行为导致的损失。同时,卫某武亦对自身损失的产生存在一定过错。结合双方过错程度,酌定该公司对卫某武的投资损失承担70%的赔偿责任。

二、证券投顾业务纠纷法院裁判案例要素辨析

从上述案例看,法院在进行裁判时重点考量了以下几个因素:

一是回归证券投顾业务本源。投顾业务存在鲜明的特点:首先,投顾业务属于牌照业务,投顾机构及投顾人员应取得并保有特定资质,并严格在资质范围内展业。其次,投顾机构及投顾人员应加强合规管理,健全内部控制,防范利益冲突,切实维护客户合法权益,包括但不限于:应遵循诚实信用原则,勤勉、审慎地为客户提供证券投顾服务;应了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验、投资需求与风险偏好,评估客户的风险承受能力,并以书面或者电子文件形式予以记载、保存等。再次,投顾机构及投顾人员作为提供服务一方按照约定提供证券、期货投资分析、预测或者建议等咨询服务信息,辅助客户投资决策。最后,投资者作为接受服务的一方应独立、自主决定是否接受相关咨询信息、建议和进行投资操作,独自承担投资盈利和亏损。投顾业务本质上是投顾机构提供意见,辅助投资决策,投资者应独立决策、自主决定,自负盈亏。投资者无正当理由的,无权要求投顾机构承担投资损失,以免转嫁投资风险。

二是“买者自负”的前提是“卖者尽责”。证券投顾业务属于中高风险业务,投顾机构对内应做好合规管理、风险管理及内部控制,对外应做好投资者适当性管理、风险提示、回访及过程留痕,确保投顾意见及投顾服务的合法合规合理性,不得存在欺诈行为。投顾机构可以《最高人民法院关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》(法发[2022]17号)第13条^①作为参考,加强

^① 《最高人民法院关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》(法发[2022]17号)第13条:“依法规范证券投资咨询机构对新三板基础层、创新层和北京证券交易所市场的投资建议服务。对于涉新三板挂牌公司和北京证券交易所上市公司的投资者诉证券投资咨询机构民事赔偿案件的审理,应重点审查该机构及其从业人员是否具有投资服务资质、提供投资建议时是否按照客观谨慎、忠实客户的原则,对于证券投资咨询机构未向投资者提示潜在投资风险、向客户承诺保证收益、进行利益输送等违反监管规定和行业自律规定的欺诈投资者行为,应依法判令其承担相应赔偿责任,切实保护投资者合法权益。”

日常的投顾业务合规管理。第13条逐一罗列了法院审理涉新三板挂牌公司和北京证券交易所上市公司的投资者诉投顾机构民事赔偿案件的审查重点,包括该机构及其从业人员是否具有投资服务资质、提供投资建议时是否按照客观谨慎、忠实客户的原则,对于证券投资咨询机构未向投资者提示潜在投资风险、向客户承诺保证收益、进行利益输送等违反监管规定和行业自律规定的欺诈投资者行为。

三是区分违约责任与侵权责任。就投顾机构承担的民事责任而言,主要分为违约责任和侵权责任。对违约责任而言,法院需基于当事人之间签署的协议,在综合考虑咨询服务费总金额、合同履行情况等因素的基础上,酌定是否减少服务费用并要求投顾机构退还相应部分。对侵权责任而言,法院需从侵权责任构成要件入手,分析投顾机构及其投顾人员是否存在侵权行为、是否存在过错、以及侵权行为与投资者的损失之间是否存在因果关系等要素。需要注意的是,对比湖北省武汉市中级人民法院(2020)鄂01民终8395号案与最高法院民二庭发布的卫某武案的裁判观点,前者将投顾机构承担责任的情形仅限于其从事了证券法规定的禁止性行为;后者将投顾机构承担责任的情形进行了扩展,体现了司法对中小投资者的保护,同时作为最高法院公布的商事案件之一,更是反映了司法裁判态度。

四是培育理性投资者。正如最高法院民二庭发布的2022年度全国法院十大商事案件中专家学者的点评^①指出,证券市场的交易公平以交易主体的理性判断为前提,卫某武案件判决亦体现对中小投资者的警示教育功能,即在充分保护投资者合法权益的基础上,对于盲目相信投顾机构虚假宣传,意图通过该方式获得远超理性投资的不当高额收益等违背证券市场公平交易原则的行为,司法裁判认定投资者应自行承担相应部分损失。因此,证券投顾机构应加大投教工作中教材、教案、教具、教员等方面的投入,帮助投资者提升专业能力与风险意识,以科学理性投资。

三、证券投顾业务纠纷案例对调解思路的启示

司法定分止争,是维护社会公平正义的最后一道防线,对纠纷的解决具有终局性。正是因为如此,司法裁判对类似纠纷的解决具有参考意义,并为证券纠纷调解提供有益借鉴。为加强中小投资者保护,从上述证券投顾业务纠纷案例裁判要旨看,如证券公司为被申请人时,证券投顾业务纠纷调解工作可从以下思路着手:

^① 参见最高人民法院网站,网址:<https://www.court.gov.cn/zixun/xiangqing/387081.html>,访问时间:2024年4月15日。

首先,了解投顾服务过程及服务质量与合同约定的匹配度。合同是当事人之间权利义务约定,属适用于当事人之间的“法律”。证券公司及其投顾人员应按照合同约定提供投顾服务,如其提供的投顾服务偏离合同内容,则可能涉嫌违约,需承担违反合同约定的责任。

其次,考量证券公司履职尽责程度。调解过程中应多角度了解证券公司履职尽责情况,包括形式合规、实质合规情况。根据证券法第89条规定,普通投资者与证券公司发生纠纷的,首当其冲的是证券公司负有举证证明自身履职尽责的义务。同时,还要考量投资者主张的内容是否有相关证据支撑,监管是否对涉及相关纠纷的行为作出处罚,以此综合判定证券公司履职尽责程度。证券公司及其员工对投资者决策权的介入越深,或者对投资者决策的不当影响越多,证券公司的过错程度越大,需承担的赔偿责任越重。

再者,以理性第三人视角审视投资者行为。在证券投顾业务的结构设计中,投资者享有是否投资、如何投资的决策权、决定权。由于证券投资具有风险性和结果的不确定性,投资者在进行投资时,应具备理性第三人应有的注意和谨慎。当然,投资者是具体的个人,理性第三人的标准需综合考虑投资者自身投资经验、证券知识了解程度等多个层面。

最后,调解毕竟不同于判决,还需打好“感情牌”,以调促和。调解是在法律框架内促进纠纷解决,固然离不开对事实的还原、对当事人责任的评判,但当事人之间互谅互让、重建信任更重要。因此,调解组织者不能被囿于此进行简单的严格的责任界定,而应引导双方当事人跳脱出当下的困境与紧张气氛,面向未来与希望,向求同存异、息争促和的方向努力,否则就失去调解的意义。

四、证券投顾业务纠纷前端控制的思考

党的二十大报告指出,在社会基层坚持和发展新时代“枫桥经验”,完善正确处理新形势下人民内部矛盾机制,及时把矛盾纠纷化解在基层、化解在萌芽状态。这为证券公司加强投资者保护,源头防控投顾纠纷,促进金融高质量发展,提供了根本遵循与行动指南,今以下列示意图形象说明证券公司努力的路径与方法。

为加速经纪业务向财富管理转型,提升投资者金融服务获得感、幸福感、安全感,证券公司作为社会财富的“管理者”、金融创新的“领头羊”、资本市场的“看门人”,可从以下方面双向发力、四轮驱动:



图 1 证券公司针对证券投顾业务纠纷前端控制路径

(一) 认清形势趋势,提升政治站位

主动识变谋变,加强风险防控。一方面,随着经济金融的发展,我国已成为全球第二大财富管理潜力市场,居民投资意识及多元化理财需求快速提升,投资资金不断增加;另一方面由于经纪业务同质化竞争加剧,出现佣金率下滑、两融息差收窄、客户体验不佳等情况,亟须证券公司开发个性化定制化产品与服务,拓展经纪业务精度深度温度,推动财富管理向从无到有、从有到优、从优到精、从精到强转型,以助力解决居民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分发展之间的矛盾。面对投顾业务,证券公司应大力提升投研能力、价值发现能力、资产配置能力、综合服务能力、风险防控能力,创建立得住、叫得响、用得好、传得久、经得查的投顾服务。同时,应建立健全权责一致、激励约束并重的风险防控机制,对投顾业务合规风险、法律风险、内控风险等,做到早识别、早预警、早处置、早消化,努力维护证券市场稳健发展。

(二) 内练功夫强管理,外优服务重细节

证券公司应通过内强专业能力、外优客户服务,不断完善投资者知权、行权、维权保护全链条,推动投保工作从“扶智扶能扶技”向“增智升能强技”转型,实现自身与客户的双赢。

以做实投教为基,培育市场基础。《证券行业文化建设十要素》四个“有机结

合”原则中提出,行业文化建设应与专业能力建设有机结合,通过培养专业精神和专业主义,不断提升专业附加值。证券公司应在投教工作的教材、教案、教具、教员、教法上加大投入,根据不同年龄、不同阶层、不同水平、不同风险承受能力的金融教育需求及其特点,进行难易分层及初级、中级、高级课程设计,通过精心规划,用心组织,贴心投教,构建全人全龄全程全面“四全”投教模式,做到既有教无类、全面推进,又分门别类、因材施教,还条分缕析、因龄助教,帮助投资者树立理性投资理念、增强专业投资能力、提升风险防控意识。

以投顾形塑为根,健全服务体系。证券公司可三管齐下,打造专业能力强、道德操守佳、服务水平优、客户评价高、社会效果好的投顾服务体系:一是建立健全客户个性化特色化定制化服务体系,着力改造重塑自身投研能力、价值发现能力、资产配置能力、风险防控能力,真正扮好“顾问”角色,切实发挥“顾问”质效;二是做实做细投资者适当性管理体系,提高客户分类分层分级精细化程度,迭代升级精准服务能力,推进投顾产品、投顾服务与客户情况更加适配;三是精心培育投顾人才队伍体系,通过走出去、请进来,向内挖潜、向外借力,深化教育培训、强化约束激励等多种方式,培养德技俱佳的投顾团队,为自身财富管理加分、为客户保值增值加油。

以积极评价为本,优化客户体验。“金杯银杯,不如老百姓的口碑”,证券公司应探索建立健全以客户为中心、以客户资产保值增值为导向的绩效考核方式。在员工考核体系中,考虑增加客户满意度、客户资产收益类、存量客户留存率等维度的考核指标,推动投顾人员自觉提升服务,增加用户黏度。

以风险防控为重,加强源头治理。从 2023 年度投顾监管处罚案例看,无资格展业、不当荐股、适当性管理不到位、自媒体管控不力、风险提示不足、内控管理缺失占较大比例。证券公司应加强合规管理、合同管理、风险管理与内控管理,对内提升投顾人员的职业操守、合规意识和专业能力,对外向客户讲清释明投顾合同要素、注意事项,重点做好风险提示,必要时组织客户与投顾人员当面强调各自角色定位、底线行为及违约后果,助力客户明确责任边界、提升理性投资能力。同时,证券公司应建立健全证券纠纷多元化解机制,通过诉调结合促进客户息诉罢访,力争小纠纷不出营业部、中纠纷不出分公司、大纠纷不出公司总部,以切实维护投资者权益。

(三) 培育服务文化,创树良好形象

当前,我国资本市场持股市值在 50 万元以下的中小投资者占比较高,投资理念

不成熟、抗风险能力偏弱,决定着投资者保护工作的长期性、艰巨性、复杂性。证券公司应贯彻落实习近平总书记关于金融工作的重要指示,牢记“为人民服务”的宗旨,践行金融报国的使命,培育深耕服务文化,创树行业良好形象,从根源上减少纠纷发生的概率。

首先,树德立规,守正创新。道德规范、职业操守、守法合规是金融服务文化建设的核心。证券公司应通过建章立制、教育培训、监督检查、考核问责等途径,厚植高专业素质、高水平服务环境沃土,促进从业人员将“以客户为中心”的理念内化于心、外化于行。

其次,激励约束,标本兼治。证券公司可通过表彰先进、策励后进,梳理风险点、实施“回头看”等方式,促进从业人员以知促行、以行践知,养成自我教育、自我提高、自我完善的行为习惯,进而提升为客户提供专业、适切、高质的服务能力,满足客户对金融服务的多元化需求。

最后,虚功实做,积健为雄。金融服务文化建设是“润物细无声”的过程,需要时间的沉淀、经验的积累、效果的巩固。证券公司应立足长远,制订时间表、路线图,步步为营,稳扎稳打,积小胜为大胜。

中央金融工作会议拉开“加快建设金融强国”的序幕,证券公司及从业人员应提升政治站位,贯彻新发展理念,践行“五要五不要”中国金融文化特质,内强专业能力,外优客户服务,踔厉奋发,笃行不怠,不断谱写金融高质量发展新篇章。