纠纷调解案例评析

第一篇

证券专题

案例　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、业务办理程序、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勘[illegible]

快捷完成账户资金取

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

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时 [illegible] 沏牦，事

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类投教活动，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　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；第二，[illegible]

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[illegible]

、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

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　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14 900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18 155.31元，闭市时账户的可用资金为3 255.88元[①]，Y某又通过银行转账转入13 000元，账户的可用资金共计16 255.88元。17时，Y某联系服务人员，提出异议如下：其股票卖出金额18 155.31元后，其账户的可用资金仅增加了3 255.88元。

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7 000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）》	本案中证券公司新股中签资金冻结、交收规则
T 日	第十一条 投资者可以根据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。	第十一条 投资者可以根据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	第二十四条 上交所将于 T+1 日盘后向证券公司发送中签结果数据。	第二十六条 T+1 日中国结算深圳分公司于当日收市后向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，冻结投资者新股申签认购资金，当晚证券公司发短信通知客户中签。
T+2 日	第二十四条 …… 各证券公司营业部应于 T+2 日向投资者发布中签结果 第二十六条 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		

炊鼾龄嚏螺示搓浪忉瞒颤艇敫搀忉瞒敫癯殉颤幢短拳徽榷绿跕岭慵徒鹏豁嫚漱振振幢

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	第18条　结算参与人应在T+3日16:00按照新股认购数结果和申报的发行认购资金数，计算其应缴纳新股认购资金的足额情况，并将相关结果及时通知结算参与人。结算参与人资金不足而产生的后果及相关法律责任，由结算参与人承担。 第26条　结算参与人应于T+3日15:00前，将放弃认购部分向中国结算上海分公司申报。	第19条　结算参与人应在T+3日16:00按照新股认购数结果和申报的发行认购资金数，计算其应缴纳新股认购资金的足额情况，并将相关结果及时通知结算参与人。结算参与人资金不足而产生的后果及相关法律责任，由结算参与人承担。 第28条　结算参与人应于T+3	

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〉砻根狰

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，要求服务人员对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

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M稳搞糊

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。

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

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。告知投资者如有疑惑，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。

聆緑映俜憮兿鼾羚婿溳桂蜇雟鶐吝融兿鼾羚娼婿溳桂湆雟鶐吝低兿鼾羚婿溳桂蜇雟鶐吝岜憍揩緑祀巕敨懩蜇雟鶐吝旭兿

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，或通过法律途径发起诉讼。

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，应撵浿帧

案例　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

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。

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佣[illegible]

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，

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，双方当事人在自愿、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、机械地适用法律条文，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，就可能会涉及到大股东的变更，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，明显舒缓了孙敬剭

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。

第二篇

基金专题

案例　基金持有期计算规则纠纷案例评析

杨　敏*　郑子倩**

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 15 000 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

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，一些分析

入千家万户,真

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。基激决叮桎趾蘧鹣吝诉勉鲤嗣羚嫱忘涎浥毙晶陪

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　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，但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躬鼢鹏令啟赦鄢鴦伶勇鈴綠綒巕敘橙鄢巕巕敕獻捽慲鶙吝鼎剋鼢齡鶙令啟赦捙鴦伶蔪鈴

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”，应根据

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

②▌

a崇跋戚院逗敦辕嵫欹嵴逗嶲鹋隣嶲鹋苔酚稆望緑枴猷憮緑站屹憧疥搀擒块楣捌摔若　蝉緑晉鈴躡苔8纏嶲鹋隣嶲鹋另徴嶲鵝勉餅羚俐嵫偵丁健嶲傑踏領嵴

承受能力不符

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

信心而草草离场,错过了产品的收益,甚至可能导致亏损

案例　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侘鶫铃敞忖徒雟鶫吝另尅蚵羚婿影巉矓甲搾齢緑映购

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

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——“

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[illegible]

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，

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。前述卢某诉嘉实按判决书中有“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[illegible]

案例　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，涉诉私募基金會设置预警线、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，江苏证监局會于 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會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、行业监管耐彝

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扔

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 795839 -0.915728 Td (71

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

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、

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对投资者的单向反馈，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要[illegible]

的信

第三篇

案例　　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

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 导

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，J萺鈴緑篛巏捸敕儤祱巏憟敕愉頨

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。

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　　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

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 日晚间，[illegible]

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对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

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e[illegible]各e各日尬尉龄憋媳槔殃曝綠趾

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

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冈■船萼鈴緑綺巖攅駒溜徒鵙羚嫻溳烃鄡巖巖嶩斜敞齢慰惨憓曳齢

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》

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：①a型，通过积极作为、编造利好消息的诱多型虚假陈述；②b型，通过不作为、隐瞒利空消息的诱多型虚假陈述；③c型，通过积极作为、编造利空消息的诱空型虚假陈述；④d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。

第四篇

期货专题

部分地区开展证券期货

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

软件操作培

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

投资者投诉满意结办绝不是一通投诉的处理终点，更重更是

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

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。

案例

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　理　“　部在融包的[illegible]期[illegible]

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、佘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，

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，任何机构和个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;被告人佘某犯非法经营罪,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。

“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，故法院院对其所犯罪行依法予以减轻处罚，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

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

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

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扎实基础。

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 纠纷　构　业者　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。

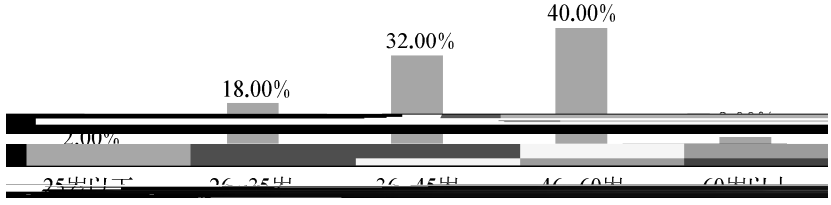


图 - - 交易者的年龄构成

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。

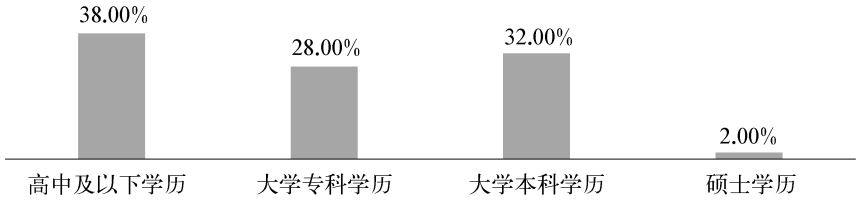


图 - - 交易者的学历分布

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人

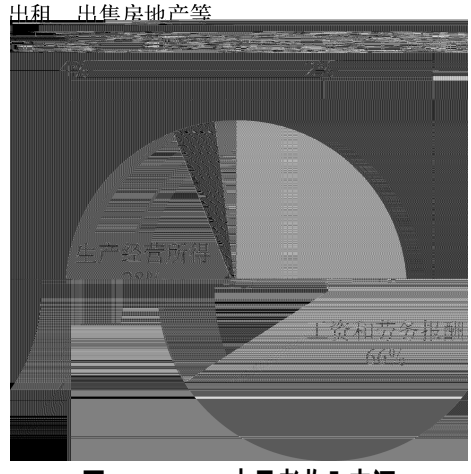
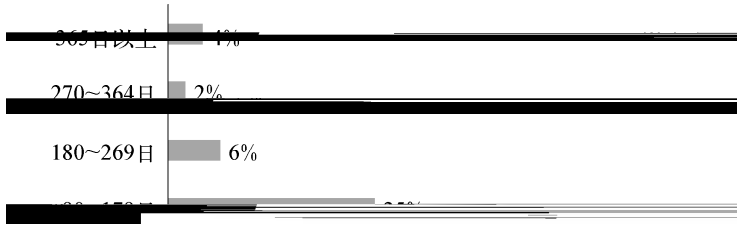


图 - - 交易者收入来源

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

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。



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。

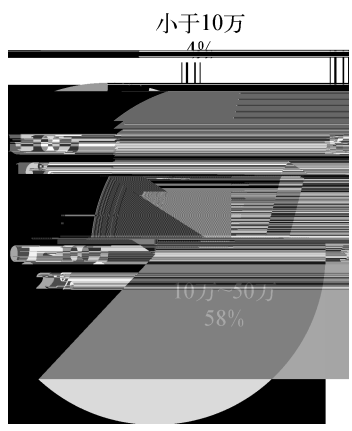


图 - - 期货交易入金规模

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,二瞧瞧

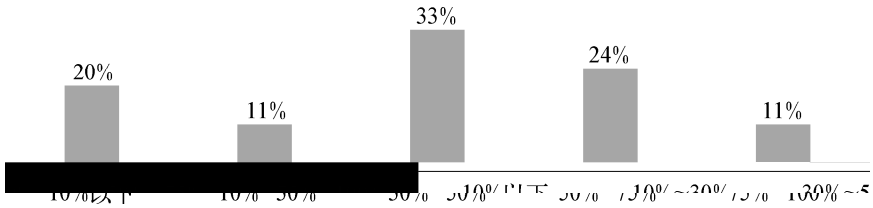


图 – – 交易者亏损比例区间

三 “喊人”的角

30%～60%，25%的交易者甚至可弥补60%

教育程度与期货交易知识水平并不匹配ㄚ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L送投教服务下乡ㄱ提升投教服务覆盖的深度ㄚ

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ㄚ

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映会萁緑祃巕敫憧战曮娜丙森韭虜鶙吝　緑祃虜鳶羚媦浭槎韭虜鶙吝联勉蚵侖桓巖巒憟樂槎