

补偿基金主动赔付 开创投资者保护方式新渠道

汤欣 谢日曦

2005年6月,国务院批准中国证监会、财政部、人民银行发布《证券投资基金投资者保护基金管理办法》(以下简称《管理办法》),同意设立国有独资的中国证券投资基金投资者保护基金有限责任公司(以下简称“投保基金公司”)。

2005年8月30日,投保基金公司注册成立,由国务院出资,财政部一次性拨付注册资金63亿元。其主要职责之一即为筹集、管理和运作证券投资基金,该公司接受中国证监会的业务监管,投保基金的筹集、管理与使用也由中国证监会进行监督。

投保基金公司最近两年管理、运作的两项证券投资基金——万福生科投资者补偿基金和海联讯投资者补偿基金,开创了国内资本市场投资者保护方式的另一渠道,成为A股市场上里程碑式的事件。

两个专项补偿基金 异同比较

以上两个专项补偿基金的方案设计均依据最高人民法院2003年制定的《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》,并体现了向受害者倾斜的精神;同时也明确宣示,投资者如果接受补偿,则表明其自愿放弃向相关虚假陈述事件的责任方再行请求赔偿的权利。

在具体的计算方法上,考虑到海联讯在立案稽查的揭露日后的股价走势先抑后扬且下跌的时段较短,其赔偿方案选择按照与股票买入时点最接近的揭露日或更正日,及其所对应的基准日来计算补偿金额。换言之,无论投资者

卖出或持有证券是否跨越多个揭露日并符合多项赔偿情形,均以与投资者购买时点最接近的揭露日及其所对应的基准日来计算,这一点可以说是海联讯不同于万福生科案的主要特色。

相比之下,在万福生科案中,若投资者跨期持有证券,同时符合两项或以上情形的,则按照不同标准分别计算重合部分持股的差额损失,再按照有利于投资者的原则,择一情形确定最终的赔偿金额。实际上,由于万福生科的股票价格在立案稽查的揭露日后总体上处于下跌状态,实践中落实到位的补偿金额均是按照与投资者卖出或最后持有证券最为接近的揭露日或更正日及其所对应的基准日来计算的。

主动赔付的积极评价

对于上述万福生科和海联讯的专项补偿基金,市场基本持肯定态度。

积极评论如:万福生科赔偿基金是我国资本市场证券市场中新的里程碑……投资者通过民事诉讼的方式索赔往往面临耗时长、成本高、举证程序繁琐、投资者分散、诉讼结果不确定等问题,而此次万福生科赔偿方案很好地解决了很多问题”。

相比万福生科赔偿模式,海联讯赔偿模式不但在出资主体上有创新,而且对符合赔偿条件、范围的认定更合理,在法律、司法解释框架下更充分、更便捷地维护了投资者的合法权益,这是各方所乐见的。如果说万福生科赔偿模式是证监会督促涉案上市公司责任人主动赔付的初级版,那么海联讯赔偿模式可谓主动赔付之升级版,这将为今后此类案件的处理提供更成熟的借鉴模式,同时对人民法院

调解或判决虚假陈述诉讼案件起到重要参考作用。”

诚然,两个专项补偿基金方案都以充分补偿为原则,试图认定较为宽泛的适格投资者和损害赔偿范围,尝试最大限度地对受损投资者进行赔偿,这在中国资本市场上确属首创。国务院办公厅在去年出台的投资者保护政策中曾经特别提出:“督促违规或者涉案当事人主动赔偿投资者。对上市公司违法行为负有责任的控股股东及实际控制人,应当主动、依法将其持有的公司股权及其他资产用于赔偿中小投资者。招股说明书虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏致使投资者遭受损失的,责任主体须依法赔偿投资者,中介机构也应当承担相应责任。”两个专项补偿基金可以说是落实上述规定初见成效的力证。

(作者单位:清华大学法学院)



补偿基金来源 有无持续性的保障

分配方案的制订 是否完整体现了程序正义

分配方案是否完全考虑个案及其处理的复杂情况

专项补偿基金 能否擎起赔偿模式大旗?

汤欣 谢日曦

类似万福生科和海联讯的专项补偿基金能否擎起国内市场上投资者赔偿模式的大旗,笔者看来,仍然存在若干疑问:首先,补偿基金来源有无持续性的保障?在没有强大法律压力的情况下,期望牵涉虚假陈述的机构及人员主动自掏腰包赔偿投资者,恐怕并不现实。

值得注意的是,2014年10月17日,中国证监会刚刚颁布《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》。在这份被业界称为有史以来最为严厉的退市政策中,明确要求对欺诈发行公司和重大信息披露违法公司实施暂停上市并限期实施终止上市,同时规定上述信息披露违法被暂停上市的公司,在证券交易所作出终止公司股票上市交易决定前,全面纠正违法行为,及时撤换有关责任人员,对民事赔偿责任承担作出妥善安排的,公司可以向证券交易所申请恢复上市。

沪深交易所随即修改《股票上市规则》,要求因重大信息披露违法情形而股票被暂停上市的上市公司,在提出恢复上市的申请时,应当做到如果相关赔偿事项未由人民法院作出判决,且也未达成和解的,公司及责任主体已按预计最高索赔金额计提补偿基金,并将足额资金列入专项账户,且公司的控股股东和实际控制人已承诺:若补偿基金不足赔付,其将

予以补足”。

事实上,以上有关恢复上市的规定及配套规则使得证监会酝酿多时的行政和解制度终于“初试啼声”,可望在未来对涉案当事人为受害投资者设立专项补偿基金提供引导,但是目前相关规定仅适用于公司上市后的虚假陈述,不适用于欺诈上市的情形,且直接关联退市结果的行政处罚能否切实落地到位暂不可知,强制退市相关制度能否成为迫使违法行为人及相关机构“主动”赔偿的强大外力尚待观察。

其次,分配方案的制订是否完整体现了程序正义。投资者个人才是其自身利益的最好代言人,在万福生科和海联讯专项补偿基金分配方案的制订过程中,惜未看到向受损投资者广泛征询基金分配方案意见或召开专题听证会的环节,因而受损投资者似未获得对于基金方案的制度性发言权,同时没有其他独立的第三方机构参与监督,对分配方案设计的科学性、合理性进行谨慎思考和判断。虽然上述赔偿方案也经历了多位财务、法律专家的反复打磨,但缺乏不同利益群体投资者的实质性参与,缺少第三方权威机构的客观审视,专项保护基金分配方案的制订程序仍然可能难谓圆满。

第三,分配方案本身是否完全考虑到了个案及其处理的复杂情况:(1)上市公司实施多项欺诈行为。举万福

生科为例,根据证监会2013年9月24日发布的《2013 47号行政处罚决定书》,万福生科除欺诈上市外,2011年年报、2012年半年报也存在虚假记载和重大遗漏,2012年上半年停产事项未履行及时报告、公告义务。而补偿基金方案中确认的2012年10月26日作为“申报虚假陈述更正日”,更正的是2012年中报虚假陈述;2013年3月2日作为“更正日”,更正的则是欺诈上市的相关公告信息。也就是说,万福生科2011年年报及有关2012年上半年停产事项的临时报告中的虚假陈述并未在赔偿方案中有所体现,从而导致赔偿方案的具体设计可能出现偏差。

Q 损失计算的“差价法”。真实价值计算法(but-of-pocket-measure)是美国虚假陈述民事诉讼案中法院常用的损失计算方法,简而言之,投资者的损失是其因虚假陈述而受到误导的证券出售价(或购买价)与证券真实价值之间的差额。两个补偿方案主要依据投资者买卖股票的价差来计算补偿金额,虽然相对简便易行,但与投资者的真实损失之间可能存在出入。

Q 赔偿方案的倾斜性。投资者损害赔偿的意义在于,让权益受损的投资者,恢复到未受损害的状态,即损害赔偿的数额应当与所受损失的数额相当,但并不应该让投资者因为损害赔偿而获得损失之外的其他利益。现行《证券法》第27条规定,股票依法发行后,因发行人经营与收益的变化而引致的投资风险,由投资者自行负责,立意之一即在于防止投资者形成不当依赖证券违法行为为民事赔偿责任的道德风险,而

民事责任制度理论中奉为圭臬的“因果关系”原理,目的也在于清晰界定“该不该赔”的合理界限。

现有万福生科和海联讯两个方案中对投资者的赔偿幅度都有超过其真实损失的可能,海联讯大股东甚至在其补偿公告“问答”中明确指出,本次基金充分考虑了海联讯上市以来的二级市场走势,按照与股票买入时点最接近的揭露日或更正日及其所对应的基准日来计算补偿金额。按照该算法,结合海联讯先跌后涨的走势,部分跨期持有的投资者有可能获得高于实际亏损金额的补偿金额。”

虽然万福生科和海联讯专项损害补偿基金的现有实践对于补偿证券市场上因虚假陈述而受害的投资者提供了一条新思路,但无论是监管机构还是投保基金公司,保护广大投资者利益都是其肩负的首要任务。其背负巨大的社会压力,可能导致其有过分重视分配方案“社会效果”的倾向,制定出来的补偿方案具有明显的政策导向性在所难免。

而且,由于社会各界殷切期盼其能迅速拿出定纷止争、震慑违法行为人,甚至带有模范效果的分配方案,又囿于人力、物力、时间等资源的有限,很难保证能够仔细考虑虚假陈述个案的复杂情况,雕琢出对各方都公正合理的分配方案,想要最终形成制度化的补偿基金设置、管理和分配办法显然会更加困难。

(作者单位:清华大学法学院)

投资者补偿需要 可持续制度保障

宋一欣

从2013年开始,中国证券市场投资者保护生态发生微妙的变化,这主要表现为:在行政监管机构主导下,中国证券投资者保护基金有限责任公司操刀主持了两起投资者专项补偿基金案例,即著名的万福生科案与海联讯案。虽然市场对此有些不同的看法,但仍不失为两个具有里程碑意义的案例。

汤欣、谢日曦《投资者补偿基金:主动赔付开创投资者保护方式新渠道》一文(以下简称“汤/谢文”)中形成的基点、分析、质疑与建议,笔者完全同意。文中所提及的几个问题,非常值得在今后制度建议中,加以修正。

其一,投资者补偿需要更有完善的、可持续的制度保障。专项补偿基金及其案例,为违法企业恢复上市与酝酿多时的行政和解制度作了“试水”。但这还不够,除了补偿基金本身的来源需要持续性保障外,还应建立“证券投资者权益赔付基金”,以避免在投资者诉讼、行政和解后,因被告无财产执行或无法执行而出现“司法白条”的情况。与针对证券公司破产的“证券投资者保护基金”、证券交易所的“证券交易风险基金”、证券登记结算公司的“证券结算风险基金”、保险公司的“证券市场责任保险赔偿基金”一起,形成投资者保护基金体系。

其二,汤/谢文中,提出了这样的问题:专项补偿基金分配方案的制订是否完整体现了程序正义。

笔者认为,体现分配方案的程序正义,应通过完善专项补偿基金的设/行权制度予以实现,具体有三方面:(1)专项补偿基金必须通过有代表性的投资者与维权律师参

加听证,听证需有公平规则、公开的具有否决权的专家委员会、公正的申请手续与程序;(2)专项补偿基金方案应与民事赔偿司法救济方案相衔接,以避免闭门造车或沦为单向赔偿要约;(3)允许相关投资者对专项补偿基金方案提起诉讼,由司法作出最后的裁判,避免与限制行政和解泛化与权力过大。此点,应在《证券法》修订中有所表达。

其三,汤/谢文中提出,专项补偿基金分配方案本身是否完全顾及个案及其处理的复杂情况。其实,在汤欣、杨祥的《虚假陈述民事赔偿的最新实践及法理检视——以万福生科案与海联讯案赔偿方案为例》文(以下简称:汤/杨文)文中的结论部分,已经给出了答案。

笔者摘录如下,“(界定补偿范围与具体数额)此一过程中应当注意上市公司等信息披露主体可能会实施多项虚假陈述行为,对此,现行司法解释的规定较为简单,并未作出针对性的明确规定,但通过严格把握立法法意图并在此基础上加以适当解释,仍然可望解决实践问题。解决的主要思路是,将多项虚假陈述行为及其涉及的补偿情形加以界分,各项虚假陈述行为与其各自对应的揭露日或更正日,都构成一种应予赔偿的情形。理由是任一虚假陈述行为并不因为其他虚假陈述行为的揭露或更正而被击穿,其对股价的虚高灌水影响在其本身被揭示之前一直持续地存在于市场之中,此时应当贯彻‘一一对应原则’。”

笔者认为,在司法实务中,未来司法解释修订时,要细化下列内容:可赔偿股数标准、买卖价格计算标准、会计计算方法及系统风险认定标准等,因为在司法实践中,由于有关条款过于笼统,导致各类裁判结论出入很大。

(作者单位:上海嘉澜律师事务所)

