

# 2015:前行中的投资者维权事业



吴比较/制图

编者按:

一年一度 3·15 即将来临。回顾 2015 年投资者维权事业,可用“不断前行”概括,不论是宏观层面,还是微观层面都取得长足进步。在此,证券时报维权律师团成员代表从法律实务出发提出建言,让我们一起来倾听他们接地气的发声。

## 加快新三板退市规则出台速度

许峰

新三板全国扩容仅仅两年多时间,挂牌企业已经达到 6000 家。这个数据非常惊人,体现了企业对于资本市场的厚望,在给投资者带来众多投资机会的同时,也产生了大量的投资者保护问题。

在面临交投不活跃、流动性严重不足的情况下,不少市场人士呼吁降低自然人投资者门槛。虽然当前对于自然人 500 万证券类资产的开户门槛未必经过严格论证,但从实际效果看,阻挡了大量的小散进入市场。面对一个高风险的市场,将风险承受能力差的投资者阻挡在市场之外,首先是对投资者的保护,也是

对新三板市场的保护。从当前出现一些投资者适当性违规违法案例看,500 万的自然人投资者门槛不仅不应降,反而应在具体的落实环节上加大监管。

第二,加快新三板摘牌退市规则的出台速度。企业在出现重大违法违规、经营出现重大异常等情况下,并无相关的摘牌退市细节性制度,无法形成市场自身的优胜劣汰机制。

在投资者普遍不成熟的情况下,容易对投资者的判断造成误导。细化有效的摘牌退市制度,对于促进挂牌企业规范发展、维护新三板市场秩序、保护新三板市场投资者具有不可估量的重要意义。

(作者单位:上海市华荣律师事务所)

## 取消前置程序是福是祸?

厉健

根据最高法院立案登记制司法解释,自 2015 年 5 月 1 日起,因证券虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件,立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事判决认定为前置条件。

笔者认为,取消前置条件对投资者索赔是重大利好,但诉讼风险也将倍增,可谓“喜忧参半”。

首先,前置条件始于 2002 年,在防止滥诉、减轻原告举证责任、便于法院审判、促调解等方面确实发挥了重要作用。但是,随着我国证券市场快速发展,证券违法、违规行为层出不穷,投资者依法维权意识不断加强,前置条件的弊端逐渐显现,主要体现在剥夺投资者

诉讼权利、索赔周期太长、监管部门不规范执法导致“告状无门”等方面。前置条件取消后,投资者起诉没有任何门槛限制,可以最大限度、第一时间通过诉讼方式维护自身合法权益,当然长期利好依法维权。

其次,取消前置条件后,投资者索赔诉讼风险将倍增。笔者分析,依据前置条件起诉,由于被告违法行为已被监管部门行政处罚或法院刑事判决所认定,人民法院一般无需再审查被告违法行为的重大性,认定被告违法行为和原告损失因果关系是为了限制或减轻行为人责任的制度安排。侵权行为不具有重大性或者侵权行为与投资者的交易决定没有因果关系时,行为人不负赔偿责任。

综上,笔者认为,前置条件取消后,投资者索赔仍需谨慎,建议在适当扩大前置条件范围、监管部门处罚、监管措施、交易所谴责、处分、刑事判决、认公告等的基础上依法起诉,尽量减少诉讼风险。

(作者系浙江裕丰律师事务所高级合伙人)

难,即便举证了也很可能被法院认定不具有重大性、没有因果关系,从而导致败诉。

2015 年 12 月,最高法院民二庭长在全国法院民商事审判工作会议上指出:重大性、交易因果关系是为了限制或减轻行为人责任的制度安排。侵权行为不具有重大性或者侵权行为与投资者的交易决定没有因果关系时,行为人不负赔偿责任。

综上,笔者认为,前置条件取消后,投资者索赔仍需谨慎,建议在适当扩大前置条件范围、监管部门处罚、监管措施、交易所谴责、处分、刑事判决、认公告等的基础上依法起诉,尽量减少诉讼风险。

(作者系浙江裕丰律师事务所高级合伙人)

宋一欣

过去一年,是投资者权益保护制度建设不断提速的一年,也是投资者维权诉讼取得积极进展的一年。这一前进的势头,将在新的一年得以持续。

宏观层面上,投资者权益保护制度在过去一年中不断密集出台。继严格退市制度之后,环绕着准备推出的注册制,中国证监会先后出台了先行赔付制度、行政和解制度、纠纷调解制度、持股行权制度、投资者服务功能归并等一系列制度。这一系列制度的成效与利弊,将面对主板、新三板市场实践的检验与校对,也将对投资者维权现行与未来的生态,即司法救济与监管救济、律师维权与机构维权等诸项产生影响,包括对兼容性、协调性、三公原则、司法权威等方面的关注。

对注册制的推行,将使中国资本市场前行到一个新阶段。为此,全国人大制定了暂停《证券法》某些条款的规定,2015 年启动《证券法》第三次大修的一读。《证券法》修订与《期货法》出台的联动作业计划,也为证券市场提供了更大的想象空间。

行之有效的最高人民法院《证券民事赔偿司法解释》中,有前置条件的规定。现在根据立案规定,已在个别案件中作了突破。这种突破,必将对未来部分证券民事赔偿案件产生影响,特别是证据运用、重大性原则、责任认定上,以及原告诉讼引导上。

过去一年中,证券市场亦因股灾发生了多项违规案件,以及由此引起的融资融券、配资、强平等方面的纠纷,但相应的参与方之间民事责任认定的规定并未跟上。熔断政策失误所致的政策性系统风险,也让人们重新认识了政策性系统风险的防范与救

济手段。

微观层面上,证券民事赔偿诉讼继续有效推进,成绩明显。例如,佛山照明民事赔偿案,是继东方电子、银广夏、科龙电器案后的又一起大案,目前对投资者索赔的款项已执行完毕。光大证券内幕交易民事赔偿案也是颇为市场关注的案件,法院共受理的 502 件案件,部分案件已处理完毕,一审判决后,有些案件上诉,被二审法院判决维持。协鑫集成(原超日太阳)在发行“11 超日企业债”时存在信息披露违规,证券民事赔偿诉讼中首次出现了债券持有人的维权。新三板快速疾行,部分企业及其高管、股东出现违规行为,部分涉及虚假陈述、内幕交易、操纵市场行为而被中国证监会行政处罚。可以预见的是,新三板民事赔偿第一案不久会出现。

(作者系上海天铭律师事务所合伙人)

## 有赔付能力责任人列入被告

臧小丽

近期,有多家上市公司发布暂停上市风险公告,究其原因一部分公司是因为业绩连续两年亏损,另一部分是因为涉嫌违法违规被证监会立案调查。那么,这些存在退市风险的上市公司股票真有可能会被强制退市吗?答案是肯定的。

根据 2014 年 10 月证监会发布的退市新规,对重大违法违规上市公司采取强制退市制度。如果在立案调查结束之后,证监会对涉嫌违规的

公司作出行政处罚,并且认定其构成欺诈发行或者重大信息披露违法,该公司的股票就会被要求暂停上市交易、甚至终止上市。目前,因涉嫌违法违规发布暂停上市风险的公司有京天利、金亚科技、北大医药、锐奇股份、欣泰电气、恒顺众昇等。

笔者认为,应当对重大违法强制退市导致的投资者损失予以特别保护,这部分经济损失并非是正常的投资风险,由于他人违规造成的亏损不应该由投资人自己来承担。依据相关法律规则,投资者有权向违规的上市

公司索要赔偿。如果涉嫌违规的上市公司最终被要求退市,资不抵债,无力赔偿投资者损失,投资者除了上市公司之外,还可以将证监会认定的其他虚假陈述行为人列为被告,他们会要求与上市公司一起承担连带赔偿民事责任。比如,上市公司的控股股东、实际控制人、证监会认定对重大违法违规行为有责任的公司董事、监事、经理,甚至中介机构等。笔者认为,将有赔付能力的责任人列入被告,有利于将赔偿款落到实处,真正保护投资者。

(作者单位:北京市盈科律师事务所)

## 扩大信息披露义务主体范围

薛洪增

股票发行注册制改革已经获得全国人大常委会授权,且该授权期限为两年,从 2016 年 3 月 1 日起施行。股票发行从审核制转为注册制,是股票发行市场化的重要表现。虽然至今国务院尚未出台股票发行注册制改革具体方案,但也为时不远。

股票发行注册制下,如何落实公平、公开、公正原则,切实保护证券投资者合法权益,是无法回避的问题。从以往证监会对上市公司违规行为处罚的类型来看,上市公司信息披露义务人虚假陈述,一致是被处罚的主要类型。因此,在股票发行注册制下,监管机构更应加强对信息披露工作的监管。

首先,全面落实信息披露及时、公平原则。上市公司披露信息的真实、准确、完整,是证券法中明确规定的基本原则。除部分上市公司刻意粉饰业绩,故意财务造假之外,多数上市公司等信息披露义务人都能

如实披露信息,但在信息披露的及时和平方面做得还不够,表现在信息披露的发布总是迟于证券市场的反应、机构投资者获得的信息总是早于普通证券投资者、境内外的发布信息不同步、不同质等,从而导致机构投资者利用资金优势和从信息发布义务人处提前获得的信息优势,谋取私利,侵害中小投资者利益。

其次,扩大信息披露义务主体范围,加强二级市场大宗交易事中事后监管。近几年来中国证券市场股价暴涨暴跌现象引世界瞩目,机构投资者利用巨额资金将某只股票连续多个交易日封在涨停或跌停价的情况也经常出现,这种情况甚至连上市公司自身都感到莫名其妙。故证券法规仅赋予上市公司等信息披露义务,不足以稳定证券市场。

建议扩大信息披露主体范围,建立二级市场大宗交易投资者及其一致行动人信息披露制度,明确二级市场大宗交易及其一致行动人的认定标准和信息披露内容和范围,如在二级市场上单

独或联合进行大宗交易(如日累计委托量达到单只证券流通数量 1% 以上)的投资者作为信息披露主体,负有及时公告委托情况及理由义务等。

第三,进一步发挥中介监督作用。律师事务所、会计师事务所等中介机构是资本市场的守护神。在股票发行注册制下,充分发挥中介机构监督作用,借鉴私募基金管理人登记应提供法律意见书等监管模式,规范信息披露行为,以弥补监管机构的监管能力不足。

第四,加大对违规信批行为的查处力度,完善证券民事赔偿机制。注册制下,监管机构已经从事前监督转变为事中和事后监督。与违法行为者获得非法利益相比,几十万的行政罚款显然不足于震慑违法行为。只有加大违法行为查处力度,进一步完善证券民事赔偿机制,提高证券民事赔偿效率和金额,才能震慑违规违法行为,促进证券市场健康发展。

(作者系北京大成(石家庄)律师事务所常委)

## 投资者更需要及时判决结果

刘华浩

近两年,投资者维权诉讼胜诉的好消息不断,投资者维权意识不断增强,但仍有很多符合维权条件的投资者不愿意,甚至放弃索赔。很大部分原因来自于受案法院无意中设置维权障碍,客观打击了投资者维权的积极性。

其中最明显的是立案及审理程序缓慢。直接后果是,维权案件的一审判决或终审判决不能在诉讼时效前下达,投资者无法依据案件初步或最终结果,及时作出是否参与维权索赔的决定,以致错过诉讼时效。

目前,各地法院对同类型的维权案件裁判尺度不一,裁判结果完全相反的事情时有发生。因此,维权案件能否胜诉,是投资者考虑是否参与维权索赔的关键因素。如受案

法院能有意识加快立案及审理程序进度,并尽可能对部分先行起诉的案件下达判决结果,相信投资者维权局面将是另一番景象。

虽然社会各界已经在投资者权益

保护方面作出有益建议,但从实务角度来讲,投资者更需要及时判决结果,健康的资本市场更需要投资者维权诉讼快速有效的开展。(作者单位:广东环宇京茂律师事务所)

## 注册制前夜 维权初见曙光

刘国华

在持续多年的低迷之后,证券投资者维权终在 2015 年再现高潮。对比之前两年投资者获赔金额最大的案件仅为 1000 余万元,去年以来无论参与维权的投资者人数,还是索赔金额、获赔金额、参与的律师均大为增加,令人有焕然一新之感。

注册制实施前夜,投资者维权大有进展,无疑有利于提高投资者对依法治市的信心。拿起法律武器维护自己的合法权益,也越来越深入民心。相信在注册制真正实施之前,各个部门仍会出台诸多法律法规来保护投资者合法权益,一个真正健康良好的股市终会出现。

(作者系广东奔犇律师事务所主任)