

保荐人先行赔付制度与中国探索

郭 雳* 谭思瑶**

摘要:针对证券欺诈发行,需要为投资者提供多元化的损害赔偿救济渠道。“万福生科案”“欣泰电气案”代表着我国目前保荐人先行赔付的探索实践。就制度建设而言,这一领域还存在不少问题和争议,如民事责任承担顺序变动缺乏法律依据、先行赔付承诺的自愿性难以体现、保荐人民事责任的优先性有待具体落实等。因此,市场主体有必要更加积极主动,立法、司法和证监会执法应协同合作,借鉴域外诸如公平基金等机制,提供必要激励和引导,使该举措发挥更好的效果。

关键词:保荐人 先行赔付 欺诈上市 虚假陈述 公平基金

证券虚假陈述案件往往牵涉甚广,对于利益受损的多数投资者而言,通过民事诉讼方式获取赔偿存在不确定性且往往耗时费力。随着平安证券、兴业证券等对欺诈发行先行赔付实践的开展,构建保荐人先行赔付制度逐渐成为各界关注的焦点。围绕保荐人先行赔付制度的创新性,本文从梳理境内外虚假陈述案件的赔偿举措、分析试行保荐人先行赔付的必要性入手,结合已有案例提炼其特点,对制度构建中面临的三个重点问题加以阐述,并提出相应看法和建议。

* 北京大学法学院教授、博士研究生导师。

** 北京大学法律硕士,现任职于中央国债登记结算有限责任公司。

一、制度构建的必要性探讨

(一) 证券违法案件投资者受偿的域外经验

对于证券违法案件,行政处罚起到的效果大多是对行为人的惩治和对其他市场参与主体的威慑。而就中小投资者而言,数额巨大的罚款和严厉的市场禁入却难以弥补他们的经济损失,责任认定的缓慢、维权道路的艰难也往往令市场投资者心灰意冷。因此,完善的损害赔偿机制是保护广大投资者利益的关键所在。

国外证券法律制度的架构呈现多样性,较成熟资本市场的监管机构更倾向于采取“事前披露+事后严厉处罚”的执法模式。以美国为例,其在1933年的《证券法》与1934年的《证券交易法》中确立了证券虚假陈述的民事赔偿制度,美国证监会(Securities and Exchange Commission, SEC)还颁行了诸如规则10b-5等法律规则,作为追究证券欺诈民事责任的重要法律依据。^①在损害赔偿司法机制上,美国的集团诉讼模式可以降低投资者的诉讼成本,保证判决结果的一致性。集团诉讼的展开不仅预示着违法行为责任主体将承担巨额赔偿,而且也会带来时间消耗和负面影响,因此责任人大多选择与受损投资者进行和解,这不仅将自己的赔偿责任限制在一定数额或比例内,还有机会将责任大部分转嫁给保险机构。^②

集团诉讼规则虽然有利于投资者通过司法途径维权,但是判决结果或者双方和解仍存在被告拒绝或难以承受巨额赔偿的执行难风险。针对此问题,美国公平基金制度有助于发挥先期执行和全面赔付的功能,即SEC在针对违反美国《证券法》规定的被告所提起的诉讼中,有权将追诉获得的罚款和没收的不法收益归入以被告公司命名的基金中。SEC可以在提出动议并经法院认可后,指派

① 郭雳:《证券欺诈法律责任的边界》,载《中外法学》2010年第4期。

② 耿利航:《美国证券虚假陈述的“协助、教唆”民事责任及其借鉴——以美国联邦最高法院的判例为分析对象》,载《法商研究》2011年第5期。

基金管理人制定分配方案,按比例分配给适格投资者。^①以戴尔 SEC 公平基金为例,戴尔公司于 2001 年 5 月至 2006 年 9 月因重大遗漏和出具虚假财务报告受到 SEC 的起诉。2010 年 10 月,SEC 向法院提议设立戴尔 SEC 公平基金,法院于次年 11 月下达指令,将对戴尔公司的罚款和没收的非法收入转入该基金,由基金管理人安排赔偿事宜,到 2014 年投资者陆续获得了赔付。^②值得注意的是,投资者在 2006 年就对戴尔公司提起集团诉讼,但双方于 2009 年达成的和解金额并不足以赔付所有可能受损投资者的损失。^③因此,与集团诉讼相比,受监督的戴尔 SEC 公平基金体现了赔偿充分和程序公正的优势。

我国香港特别行政区在赔偿证券虚假陈述案件受损投资者方面也有值得借鉴之处。在“洪良国际案”中,该公司在上市前后存在欺诈行为,经过了停牌、法院冻结募集资金、判决命令回购股票、勒令退市等一系列程序,最终在上市两年左右后以被停牌时的股价 2.06 港元向 7700 名中小投资者回购股票,合计 10.3 亿港元,同时其保荐人兆丰资本的牌照也被吊销并被处罚款 4200 万港元。^④在 A 股拟上市公司 IPO 的招股说明书中,也有诸如“发生虚假陈述则回购投资者股票”的承诺表述,但经过多起对欺诈上市案件的行政处罚后,受到严厉制裁的上市公司并没有主动或被要求回购投资者持有的股票。A 股一级和二级市场之间的大幅差价应为现实原因,同时境内法院系统在此类证券违法案件中普遍处于被动地位,司法体制存在的局限使内地法官无法采取类似于我国香港地区同行的措施。

(二)我国开展先行赔付实践的必要性

对于虚假陈述案件,我国投资者以民事诉讼途径获得赔偿的直接法律依据是最高人民法院 2003 年发布的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿

① See 15 U. S. Code § 7246(a).

② See United States District Court, District of Columbia; Summary Distribution Plan Notice of Dell SEC Fair Fund to Dell Investors [Securities and Exchange Commission v. Dell Inc. , et al Case No. 10 CV 01245(RJL)], 2013. 1. 31.

③ See Notice of Pendency and Proposed Settlement of Class Action, Austin, Texas, 2009. 1. 1.

④ 曾斌、吴锦宇:《证券发行欺诈投资者保护的国际新模式——香港洪良国际案例的法经济学分析》,载王卫国编:《金融法学家》(第 5 辑),中国政法大学出版社 2014 年版,第 552 页。

案件的若干规定》(法释[2003]2号)(以下简称《若干规定》),该规定的出台时间较早,并将行政处罚或刑事判决作为受害者提起诉讼的前提。以“欣泰电气”案为例,该公司在2015年11月发布重大会计差错更正的公告,中国证监会到2016年7月才对其作出行政处罚决定书,可见监管部门对虚假陈述(尤其是欺诈发行)案件的调查难度较大且耗时较长。因此,虚假陈述民事诉讼的前置程序可能影响受损投资者获得赔付的时间和数额。

与此同时,欺诈发行案件涉及很多非常专业的节点和问题,在虚假陈述侵权纠纷的因果关系、计算标准以及排除市场风险因素等方面也存在法律适用上的难题,这对于法官是不小的挑战。我国目前还没有类似美国的集团诉讼制度,倘若采用共同诉讼,则证券投资者诉求各异、分布广泛,存在诉讼成本过高、利益照顾不均的情况。与此同时,证券支持诉讼示范判决只是刚刚在个别法院起步探索。^①

为更加快速有效地保护利益受损的投资者,保荐人先行赔付在实践中开始出现。作出虚假陈述公司的保荐人(证券公司)在中国证监会对行为人认定为虚假陈述后,第一时间制定赔付方案,通过公告的形式告知投资者,在诉前即对适格投资者开展损失赔偿,在赔付后保荐人依据侵权法向其他责任人进行追偿。^②该制度在我国具有现实意义,其原因主要在于:

1. 我国市场主体诚信意识有待提高,发行人或上市公司的实际控制人、股东及高管人员的素质参差不齐,造假行为难以根绝,因此不仅要从监管上遏制虚假陈述行为,也要从事后救济中进一步减少造假行为的损害后果。

2. 我国的首次公开发行(Initial Public Offerings, IPO)处于核准制向注册制的过渡阶段,新股发行依旧存在难度和较高标准,上市后的巨大回报与造假的较低成本可能诱发发行人冒违法风险蒙混过关的心理。而这样的发行人,有时实质业务发展不佳,在虚假陈述被曝光后,难以对投资者进行有效赔偿。

^① 朱亮韬、蒋飞:《探路中国版“集团诉讼”》,载《财新周刊》2017年第27期。

^② 《中华人民共和国侵权责任法》(以下简称《侵权责任法》)(2009年)第14条规定:“连带责任人根据各自责任大小确定相应的赔偿数额;难以确定责任大小的,平均承担赔偿责任。支付超出自己赔偿数额的连带责任人,有权向其他连带责任人追偿。”

3. 保荐人作为股票市场上的“看门人”,肩负着保证发行人或上市公司信息披露真实、准确和完整的重任,在未来 IPO 注册制的环境下,更应加强保荐人自身勤勉尽责意识,提高业务能力。^①保荐人不仅职责重大,其所保荐项目若上市成功也会获利颇丰,如其利令智昏、工作懈怠,出现虚假陈述事件后,理应按照法律规定承担连带责任。^②先行赔付制度的建立能够促使保荐人在尽职调查阶段更加审慎勤勉,提高其立项和风控环节的工作质量。

4. 依据《证券发行上市保荐业务管理办法》,保荐人与承销商通常是一家证券公司,其取得丰厚收益的同时应对保荐承销过程中披露的信息承担相应的担保责任。因为,对于赔付金额较大的欺诈发行案件,作为资本市场上的重复博弈者,证券公司一般拥有更充足的财力和更专业的人员,能够更充分地保障受损投资者。

二、实践案例的梳理审视

我国已有的保荐人先行赔付的实践,是“万福生科案”和“欣泰电气案”。两起案例相隔将近四年的时间,在赔付方案上也有所差别。2013年9月24日,中国证监会对万福生科及其高管下发行行政处罚决定书,而平安证券在此之前就设立了“投资者利益补偿专项基金”,并与超过适格投资者人数95%的投资者达成和解协议,赔偿金额为1.78亿元。^③中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称投保公司)是该先行赔付专项基金的基金管理人,对专项补偿基金进行日常管理。在补偿范围和赔付金额上,专项基金采用了《若干规定》中对于虚假陈

^① 郭雳:《证券律师的行业发展与制度规范》,法律出版社2013年版,第157页。

^② 《中华人民共和国证券法》(2014年)第69条规定:“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料,有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、上市公司应当承担赔偿责任;发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外……”因此,保荐人对于虚假陈述案件承担的是过错推定的连带责任。

^③ 李苑:《万福生科案:试水先行赔付,投资者主动维权》,载《证券日报》2015年9月15日,第2版。

述案件赔偿数额的计算方式,根据实际交易数据,统计出具有获赔资格的投资
者,依据其在网上的确认情况进行赔偿。

虽然平安证券先行赔付的举措当时得到了社会上的普遍肯定,但这一做法
却难以成为日后保荐人先行赔付的范本。理由主要在于:“万福生科案”的行政
处罚决定是在2013年,而以深圳证券交易所为例,其在2014年对《深圳证券交易
所股票上市规则》进行修订,该规则第十四章明确规定上市公司欺诈发行应当被
暂停交易,且在中国证监会作出行政处罚决定之日起的12个月内被法院作出有
罪判决,或者在前述规定期限内未满足恢复上市条件的应被强制终止上市。因
此,2014年之后因欺诈上市被行政处罚的公司就很可能面临退市的结局,部分投
资者所受的损失将不仅限于原先《若干规定》的范围。^①

除此之外,万福生科赔付方案中并没有确定系统风险的标准,对细节问题也
采取了相对模糊处理的方式。在保荐人先行赔付方面,平安证券可谓是“摸着石
头过河”,其创建专项基金和制定赔付方案的过程没有进行全面的信息披露,开
展赔付的时点也是在中国证监会下达对保荐人的行政处罚决定书之前。较为简
单的赔付方案、略显仓促的赔付流程可能使部分投资者未能在指定时间内申请
赔偿,而对于赔付方案不甚满意者也找不到合适渠道来充分表达意见。

同样因欺诈发行上市,欣泰电气则于2016年7月7日收到中国证监会行政
处罚决定书,成为“创业板退市第一股”。而兴业证券作为其IPO的保荐机构,也
受到中国证监会的行政处罚。相较于万福生科专项赔付基金,2017年6月发出
的欣泰电气专项先行赔付基金方案,在适格投资者范围、赔付时点以及赔偿额
的具体计算上有所创新。该专项基金由保荐人兴业证券设立,也以投保公司作为
基金管理人,其方案设计上的亮点包括:(1)区分对一级市场适格投资者和二级
市场适格投资者的赔付。截至欣泰电气股票暂停上市时,一级市场适格投资者
如仍持有在欣泰电气首次公开发行股票时申购的新股,根据该部分适格投资者
在退市整理期间卖出新股或退市时仍持有新股情况计算赔付金额,在欣泰电气

^① 《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》第20条、第30~34条。

退市后赔付。二级市场适格投资者如仍持有属于赔付范围的股票,先按欣泰电气股票暂停上市收盘价计算首次赔付金额;在股票退市后,按适格投资者在退市整理期的实际卖出价格或股票退市价格计算二次赔付金额。(2)在赔付金额上,以适格投资者因欣泰电气欺诈发行而实际发生的直接损失为限,并扣减市场风险因素所致损失,^①同时设置投资差额损失金额(扣减市场风险因素所致损失前)60%为最低赔付比例。(3)由于欣泰电气在2015年11月27日和12月10日,分别发布了两项更正会计信息的公告,此次方案承认了在两次更正日之间购买股票并在第二次更正日后卖出或持有的投资者的受偿权。(4)考虑欣泰电气欺诈发行将导致公司退市,为充分保护适格投资者利益,此次先行赔付不设基准日,按适格投资者实际买卖价差计算投资差额损失。(5)具体规定了扣减市场风险因素所致损失的计算。^②

在上述两起案例之间的2015年11月,中国证监会新闻发言人曾提到,保荐人自行承诺先行赔付制度将按照自律行为进行制度设计,对于其具体规定,中国证监会将授权证券业协会制定专门制度。^③围绕保荐人先行赔付的自律规则设计,市场实践已经呈现一些积极探索。相比最早的“万福生科案”“欣泰电气案”中兴业证券的赔付方案,就进一步增加了对具体情况的考虑,就计算标准也进行了细化,在确认适格投资者、更正日以及市场风险因素等方面没有照搬《若干规定》,而是为投资者给出了更加直观的赔付额计算方法。虽然并非每一项规定都能做到完全令人满意,但其思维的创新性、意图提供保护的全面性还是值得监管者和研究者重视。

此外,在对投资者先行赔付的过程中,资金结算机制也是极关键的一环,其决定了能否高效准确地对每一位适格投资者进行赔偿。在这次针对欣泰电气投

^① 扣减市场风险因素所致损失的计算采用个体投资者在买入至卖出欣泰电气股票或欣泰电气股票暂停上市期间,欣泰电气股价涨跌幅,与对应的相同区间的指数涨跌幅,减半扣减市场风险因素所致损失;投资者多次交易欣泰电气股票,每种情形下计算一个调整因子。(1)指数的选择:选择创业板综合指数(399102)计算市场风险因素调整因子。(2)计算方法的选择:以个体市场风险相对比例修正法减半扣减证券市场风险所致损失。参见《兴业证券股份有限公司关于设立欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金的公告》(2017年6月9日)。

^② 《兴业证券股份有限公司关于设立欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金的公告》(2017年6月9日)。

^③ 王小伟:《保荐机构先行赔付制度规则将制定》,载《中国证券报》2016年1月23日,第A02版。

投资者的先行赔付实践中,中国证券登记结算有限责任公司(以下简称中国结算)作为证券结算机构发挥了其集中登记存管与资金结算优势,其具有创新性的措施包括:(1)依托大数据中心,准确统计出交易变动数据,梳理了虚假陈述期间所有参与交易的投资者账户信息。(2)为便捷投资者准确获悉赔付金额,在每位适格投资者的账户中临时登记与赔付金额对应数量的“赔付权”。^①(3)为赔付基金管理人提供代收代付服务,在T日收到赔付资金后,日终将赔付资金派发至证券公司,证券公司根据清算数据再将资金派发至适格投资者的资金账户。^②由此可见,在我国保荐人先行赔付实践中,除了关键责任人——保荐机构的资金支持,像中国结算这样的基础设施也发挥着重要作用,其创新举措值得肯定。

尽管相比“万福生科案”有所进步,此次专项赔付基金也无法让所有利益受损的投资者得到补偿。据媒体报道,有部分投资者主张欣泰电气发布“被立案调查、提示暂停上市风险”的日期(2015年7月14日)也应当作为揭露日纳入赔偿时点,但兴业证券给出的答复是该日并未向投资者揭露虚假陈述事实,而且股价也没有在该日之后大幅下降,因此未将这个日期作为揭露日。^③股价是衡量市场反应的重要因素,但兴业证券在这里以股价波动作为主要标准是否合理则见仁见智,而何为“较大波动”,仍存在不小争议。

三、制度构建中的难点及相关思考

(一)民事责任承担顺序变动缺乏法律依据

保荐人先行赔付制度需要不断地吸取过往经验,在充分考虑市场各方主体

^① 每一份“赔付权”代表着有权获赔1元,因此投资者通过查询“赔付权”的数量便可清晰地知悉能够获赔的金额。考虑投资者可能委托多家证券公司就虚假陈述所涉证券进行交易,中国结算合并计算其“赔付权”份额,派发至投资者股份所在的每一个托管单元,保证投资者在任何一家委托交易的证券公司均可查询到自己拥有的全部“赔付权”数量,这为投资者足额获得赔付提供了便利。

^② 《中国结算助推先行赔付制度顺利实施》,载和讯网:<http://news.hexun.com/2017-09-13/190839266.html>,最后访问日期:2017年9月16日。

^③ 庄会:《欣泰电气被立案调查未被认定为虚假陈述揭露日 兴业证券赔付方案关键节点认定又起争议》,载中国经营网:http://www.cb.com.cn/zhengquanjijin/2017_0617/1187686.html,最后访问日期:2017年9月16日。

意见的基础上反复论证打磨,规则才能逐渐建立起来。从法律基础上来看,保荐人先行赔付实际上是对连带责任承担方式、顺序的调整。根据我国《证券法》第69条规定,先认定发行人及其有关人员的虚假陈述赔偿责任后,再对保荐人等证券经营、服务机构的责任进行确认,虽然对保荐人的归责原则是过错推定下的连带责任,但对其责任的认定次序是在发行人民事责任确立之后。因此,先行赔付制度若事实上将保荐人放到承担赔偿责任的“第一位”,则可能存在与法律原理的冲突。而且,保荐人在对投资者赔偿后,若其通过诉讼或仲裁方式向发行人等责任主体追偿时,最终责任认定的赔偿额小于保荐人赔付金额,那么保荐人多支出的赔偿金是否只能自行承担?

近日,北京市第二中级人民法院官网刊登了关于兴业证券向欣泰电气虚假陈述案中其他连带责任人起诉追偿的案件报道。兴业证券就自身因先行赔偿投资者而多支付的2.2亿余元人民币的损失额,向欣泰电气公司及有关高管、公司控股股东、出具审计报告的北京兴华会计师事务所及主管人员,以及参与该项目的北京市东易律师事务所及主管人员提起追偿诉讼,目前该案已被法院受理。^①对于该起证券纠纷案件,审理法官将不得不面对确定兴业证券先行赔付行为的效力以及各责任主体所应承担具体赔偿数额的难题;假如之后兴业证券的诉讼请求得到全部或部分支持,那么最终的责任主体能否依照判决如数赔偿保荐人,值得进一步关注。

目前很难找到针对虚假陈述案件赔偿顺序和先行赔付效力问题的直接规定,一些规则仍处于拟议之中,例如,2015年《证券法(修订草案)》第173条对先行赔付制度进行了简要规定,对于责任承担上的顺序调整予以允许。^②从2017年4月全国人大常委会对《证券法(修订草案)》二审后的媒体报道来看,投资者

^① 《二中院受理“欺诈发行退市第一股”引发的证券纠纷案》,载北京市第二中级人民法院网:<http://bj2zy.chinacourt.org/public/detail.php?id=1565>,最后访问日期:2017年9月18日。

^② 《证券法(修订草案)》(2015年)第173条规定:“因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的,发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券经营机构、证券服务机构以及国务院证券监督管理机构认可的投资者保护机构可以就赔偿事宜与投资者达成协议,予以先期赔付。先期赔付后,可以依法向发行人以及其他连带责任人进行追偿。”

保护的重要性继续得到强调。^①倘若最终修订完成后的《证券法》对保荐人先行赔付制度予以认可,那么在资本市场责任特别法放行的情况下,下位的自律规则将更有章可循。对于保荐人先行赔付金额高于实际应承担的民事责任的问题,可以考虑今后通过出台新的关于虚假陈述民事赔偿法律规定的方式,进一步明确损害赔偿的计算方式,压缩其与保荐人先行赔付金额的差异。对于保荐人赔付的超出部分,其可依据《侵权责任法》第14条第2款的规定向其他连带责任人追偿。^②总之,法律规定才是市场主体及时作出正确决策的基础,也是法院审理这类证券纠纷案件的依据。由欣泰电气虚假陈述案衍生出的先行赔付基金及后续的追偿纠纷,既有创新点又存在不确定之处,其最终的责任分配和落实将对证券市场主体的活动与证券法律制度的发展有较大影响。

(二) 先行赔付承诺的自愿性难以体现

除了责任承担顺序,目前保荐人先行赔付操作还涉及自愿性难以保证的问题。虽然平安证券、兴业证券主动采取了先行赔付措施,但很难说这是保荐行业的常态。对于很多中小券商或者外资投行在国内的公司,在涉及赔偿金额过大的虚假陈述案件时,可能会顾虑先行赔付将危及公司生存发展,未必会主动自愿承担。2016年实施的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》中第18条要求,保荐人承诺对于因IPO发行文件有虚假陈述,给投资者造成损失的,将先行赔偿投资者损失,该规定凸显了“先行赔付”的特点,似乎是倾向于以承诺的形式给保荐人设定单方法律义务。

然而,现行《证券法》及其修订草案、中国证监会相应“首发办法”^③等一系列法律规章,都并没有将先行赔付承诺作为核准证券发行的法定条件。因此,这种“准强制性”的赔付承诺有时也被业界质疑,有人认为是监管部门在用行政力量强制保荐人承担先行赔付责任。先行赔付,从自愿到强制,从特例到常态,可谓

^① 于浩:《证券法修订草案二审:充分考虑证券市场实际》,载《中国人大》2017年5月5日,第45页。

^② 《侵权责任法》(2009年)第14条第2款规定:“……支付超出自己赔偿数额的连带责任人,有权向其他连带责任人追偿。”

^③ 《首次公开发行股票并上市管理办法(2015年修订版)》(证监会令〔2015〕第122号)和《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法(2015年修订版)》(证监会令〔2015〕第123号)。

是惊险的一跃。如何平衡各方的利益诉求,将自愿性落到实处,殊非易事。一种相对柔性或折中的处理或也可考虑:若保荐人推荐的发行上市项目符合条件,且保荐人作出先行赔付承诺的,中国证监会给予其优先审核的绿色通道,以此激励保荐人权衡相关因素,“好人举手”,主动作出先行赔付承诺。

(三) 保荐人民事责任的优先性需要法律支持

当虚假陈述发生后,即便保荐人已作出先行赔付承诺或者今后存在法律强制要求,该保荐人仍有可能出现偿付能力不足或者逃避赔偿责任的情况。此时可能涉及证券违法案件中民事责任优先性的问题,即当事人因证券违法行为应承担民事责任的同时,还应承担刑事责任和/或行政责任,如若行为人偿付能力有限,其应当优先承担民事责任,满足对利益受损的民事主体的赔偿,之后再考虑承担其他法律责任。该原则不仅在我国《侵权责任法》中有规定,^①在《公司法》和《证券法》中也有所体现。^②

据此推及虚假陈述案件,当保荐人的财产不足以完全负担先行赔付责任时,其对于投资者应当优先于对行政罚款、刑事罚金的赔偿。除了法律规定,其理由还在于:对证券违法行为进行处罚的目的首先不在于增加国库收入,而是为了惩治违法行为主体,最终则是为了构建更加健全的证券市场,因此保护投资者的利益与对证券违法行为行政处罚的根本目的是一致的。片面强调罚款、罚金上缴国库,只顾及市场秩序这一国家层面的治理目标,容易忽略社会层面上的利益补偿。证券民事赔偿责任优先原则,担负着恢复投资者私人权利、补偿投资者损害的职责,只有给予受损害的投资者以充分的救济和保护,才是以人为本、私权优先的法治理念在资本市场的具体落实。^③

不过,《若干规定》目前有着前置程序的要求,即一般在行政处罚下达后(不

① 《侵权责任法》(2009年)第4条规定:“侵权人因同一行为应当承担行政责任或者刑事责任的,不影响依法承担侵权责任。因同一行为应当承担侵权责任和行政责任、刑事责任,侵权人的财产不足以支付的,先承担侵权责任。”

② 《证券法》(2014年)第232条规定:“违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付时,先承担民事赔偿责任。”《中华人民共和国公司法》(2013年)第214条规定:“公司违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金的,其财产不足以支付时,先承担民事赔偿责任。”

③ 陈洁:《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》,载《证券市场导报》2017年第6期。

考虑被处罚主体提起行政诉讼的情况),才能确认虚假陈述违法行为,从而开展后续的先行赔付。而先行赔付前,作为被处罚主体的保荐人就有可能已经上缴了行政罚款,因此使其优先承担民事责任的原则将难以实现。当下因为这类行政处罚的金额通常并不太大,才未引起直接冲突或高度关注。鉴于此,今后在构建保荐人先行赔付制度时,建议对于中国证监会获得的罚没收入可以考虑设定一项暂缓入库的制度,^①即待保荐人对投资者履行完先行赔付义务后再将罚没入库。这样,即使保荐人自身赔偿能力有限,其也能将该部分钱先投入对投资者的赔偿中,至于行政罚款,则可以之后延期缴纳。^②

除上述建议外,对于证券违法行为的行政罚款,我国今后还可以参考美国的公平基金制度,建立对证券市场主体行政罚没收入的归集利用机制。联系到我国保荐人先行赔付,可以在设计行政罚款暂缓入库制度时,将受罚发行人和保荐人缴纳的行政罚款统一归入名为“虚假陈述案件投资者赔偿备付金”之类的基金,基金管理人为投保公司,基金的成立日期为缴纳罚款之日,有效期到该案适格投资者获得全部赔偿为止。该基金的存在是为了防止保荐人出现信用风险或破产危机从而无法对投资者先行赔付的情况,若保荐人对先行赔付拖延实施,则投保基金可在中国证监会授权的情况下动用备付金基金,对投资者损失加以计算和进行赔偿。

制度设计的细节还需要贴近市场主体,通过持续讨论和试错,收集意见、吸取经验,不断加以完善。构建保荐人先行赔付制度具有重要性和创新性,不是一朝一夕即可完成的。希望我国证券监管者对相关问题加以重视,在《证券法》修法之际进行审视总结,倾听市场各方声音,以保护投资者利益为第一要旨。同时又要实事求是,不过度施压保荐行业。只有注意兼顾多方面利益,协同并进,才能有效化解金融风险,促进证券市场的健康发展。

^① 《证券法》(2014年)第234条规定:“依照本法收缴的罚款和没收的违法所得,全部上缴国库。”

^② 陈洁:《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》,载《证券市场导报》2017年第6期。