

证券投资者保护:创新发展与制度协调*

郭 雳**

2020年3月1日新修订的《证券法》正式生效,对打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场以及优化市场生态具有重要意义。新《证券法》针对投资者保护问题增设专章(第六章),从不同角度切入,以维护投资者的合法权益。该章的亮点包括明确了证券公司所担负的充分了解客户、充分揭示风险、匹配投资适当性的义务,突出了投资者保护机构的作用,强化了针对债券投资者的保护力度等。

本次修法的一个重要突破,是将投资者进一步划分为普通投资者和专业投资者,由证监会考虑财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等因素,划定专业投资者的标准,并在此基础上实施差异化的保护。例如,新《证券法》规定当普通投资者与证券公司发生纠纷时,由证券公司承担举证责任,证明自身行为合规,不存在误导、欺诈等情形。经过30年的成长,我国资本市场不断成熟,正提供越来越多的复杂产品,投资者之间也存在天壤之别。分类施策、区别对待是市场发展的需要,更有利于集中资源保护弱势中小投资群体。

与此同时,在受损投资者利益补偿方面,新《证券法》有三项重要的制度变化,即先行赔付制度的入法、责令回购以及中国版民事集体诉讼机制的推出。新《证券法》第93条规定,发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的,其控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构,就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议,予以先行赔付。在此类做法正式入法之前,证监会曾在《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》(2015年修订)中作过相关规定,并在“万福生科”“海联讯”“欣泰电气”等案例中有少量

* 本文发表于《上海证券报》2020年3月14日,专版6,经作者同意转载。

** 北京大学法学院教授。

实践。

责令回购制度体现在新《证券法》第24条第2款。当股票发行人在招股说明书等证券发行文件中隐瞒重要事实或编造重大虚假内容,已经发行并上市的,证监会可以责令发行人回购证券,或者责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。作为帮助投资者逃出欺诈泥潭的一种手段,责令回购制度也常为学者所呼吁,并在美国和我香港特别行政区等地有着应用,不过它们主要是由法院来决定。

新《证券法》中的第95条第3款,被称作中国版的证券集体诉讼。“默认加入+明示退出”(opt-out)机制的引入使大规模群体性诉讼获得了一条较为可行的实施路径。该款还巧妙地引入公益性的投资者保护机构作为代表人来主导实施诉讼,有望避免美国等法域出现的律师为谋取自身利益而坑害投资者利益的情形或顾虑。

在通常情况下,国家对证券违法案件采取行政处罚的方式进行处理,这虽然能对行为人加以惩治并对其他市场主体产生一定威慑作用,但对于投资者来说,却无助于弥补他们遭受的经济损失。由于存在以行政处罚或刑事判决为前提、受害主体分散且数量庞大、诉讼成本高且获偿时间长等问题,使原先证券欺诈民事赔偿诉讼难以展开,中小投资者权益不易得到保障。上述三项制度的引入,有利于消解投资者经济上的损失,提高我国投资者保护水平。

另外,三者的着力点有所区别。从效果来看,责令回购制度比较适合上市时间不长、责任主体资金偿付能力尚可的情况。在操作细节如回购价格的确定上,美国法采用“发行价加算同期利息”;我国香港特别行政区“洪良国际案”采用“停牌日收盘价”,而“群星纸业案”采用“购买证券产生的实际成本”。该制度如要在中国内地落地,类似环节以及责任性质、触发条件、回购范围、实施程序、配套措施等都还有待具体规则跟进。

先行赔付和集体诉讼制度也是如此。两者相互补充,分别以诉讼外(前)和解及代表人诉讼的手段来全方位保护投资者权利。当然,二者之间的衔接问题仍需要进一步考量。其一,尽管先行赔付制度得到了立法层面的确认,但当事人之间达成的先行赔付协议从本质上来说仍是和解协议,属于私法行为,协议本身并不具备强制执行力。因此,当责任主体不履行赔付义务时,可能还需要通过诉讼的方式来解决,只不过是从侵权之诉转变为以先行赔付协议为基础的违约之诉。顺此来思考,其二,未经人民法院制作调解书,和解协议通常只具有实体法上的效果,是否必然导致程序法上侵权之诉的诉权丧失,理论界尚有争议。其三,基于合同的相对性,合同效力原则上

只能及于签署合同的当事人,倘若在法律条文所列的发行人控股股东、实际控制人、相关的证券公司中,仅有某一或部分主体签署和解协议,则合同效力能否及于其他主体?藕断丝连会引发新的疑问。

不仅如此,受损投资者往往分散且数量庞大,因此,在新《证券法》第95条集体诉讼相关规定中,投资者保护机构需经50名以上投资者委托方可作为代表人启动机制,诉讼结果的效力及于所有投资者,除非某投资者明确表示不愿意参加诉讼。然而,类似设计在先行赔付的场景下却未见明确,相关法条中仅规定了责任主体可以委托投资者保护机构就赔偿事宜与投资者达成协议,那么,倘若在签署该协议时有部分投资者不知情或者不同意,则先行赔付协议的效力与这些投资者的关系如何,他们又将以何种方式对其诉讼权利或其他救济手段予以保留?总之,制度创新为我国证券投资者民事赔偿、权利保障提供了关键基石,但不同制度之间的协调配合仍待后续不断完善。