

# 证券特别代表人诉讼实践若干问题研究

华东政法大学肖宇课题组\*

**摘要:**我国证券特别代表人诉讼制度,是2019年《证券法》增加的强化投资者保护的事后救济措施,有威慑违规者和救济投资者等多重作用。最高人民法院司法解释、中国证监会相关规定和投服中心业务规则等规则的出台,为制度的构建和实施提供了具体路径。康美药业案作为制度落地的第一案,为新制度的实践开创了道路。特别代表人诉讼作为我国新的诉讼模式,在理论与实践仍存在诸多问题有待厘清和解决,本文对该制度在案件选取、投资者范围确定、投资者参与诉讼的激励措施、通知方式、投保机构参与调解、投资者退出权、赔偿金分配、律师激励、与股东代位诉讼的衔接及破产程序的交叉等方面存在的困境进行了分析,提出了完善建议,以期更好地推动证券特别代表人诉讼制度的完善和常态化。

**关键词:**集团诉讼 特别代表人诉讼 普通代表人诉讼 投资者权益保护

## 引言

2019年修订的《证券法》第95条第3款确立了有中国特色的特别代表人诉讼制度。该制度赋予投保机构提起证券特别代表人诉讼的权利,退出制的代表人诉讼机制,为投资者提供了高效便捷的救济路径,并对证券相关主体产生了威慑效果。2020年7月,为配合证券诉讼改革的一系列实施措施出台,最高人民法院发布《关于证券

---

\* 课题组负责人:肖宇,华东政法大学国际金融法律学院教授。课题组成员:单素华,上海市高级人民法院金融审判庭庭长;秦拓,深圳市中级人民法院金融庭法官;罗娜,深圳市福田区人民法院综合审判庭副庭长;朱纯烨、王子康、陈倩琳、倪晟,华东政法大学国际金融法律学院法律与金融专业硕士研究生;肖遥,密歇根大学法学院硕士研究生。

纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(以下简称《代表人诉讼若干规定》),中国证监会发布《关于做好投资者保护机构参加证券纠纷特别代表人诉讼相关工作的通知》(以下简称《代表人诉讼工作通知》),投服中心发布《特别代表人诉讼业务规则(试行)》(以下简称《代表人诉讼业务规则》)等有关规定,为我国代表人诉讼提供了实施和操作的途径。

2021年3月,康美药业案作为首例特别代表人诉讼启动了诉讼实践。2021年11月,广州市中级人民法院(以下简称广州中院)判决被告赔偿24.59亿元,以投服中心为诉讼代表人的投资者胜诉。特别代表人诉讼的成功实践也引发了各界对制度更广泛和深刻的讨论。案件选取机制、50名以上投资者的产生方式及角色功能、适格投资者的范围、投保机构参与调解及具体实施程序、通知方式、在起诉和上诉中的退出权、特别代表人诉讼与破产程序交叉下的投资者保护、赔偿金的分配以及律师激励等问题,均有待进一步研究。为此,本文将从特别代表人诉讼的程序制度设计、与诉讼相关的实体问题以及诉讼与破产相交叉的相关问题展开,对上述相关实务问题进行深入研究,以期能对特别代表人诉讼的实践提供理论参考,有助于推动特别代表人诉讼制度的有效实施和常态化运行,促进我国证券市场的持续健康繁荣发展。

## 一、特别代表人诉讼的制度基础与实践现状

我国证券市场从1990年正式建立以来,已有30多年的发展历程。2003年最高人民法院发布《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《虚假陈述若干规定》),开始探索证券诉讼司法救济机制,从起初的寥寥数案到如今的案件数量激增,司法审判的经验不断积累、案件标准逐步完善、裁判水平已有长足进步。但是,在提起民事诉讼要求行政处罚或刑事裁判作为前置程序的情况下,学者的实证研究发现,以2002年到2011年符合前置程序要求的各类处罚为253个,但提起诉讼的案件只有65个,仅占约25.7%,<sup>①</sup>诉讼的效率和投资者的诉讼积极性不高。在美国证券领域的集团诉讼制度运转的经验和教训值得关注。集团诉讼,是指具有共同法律利益的一方当事人人数众多时,由其代表人为全体相同权益者进行诉讼,法院判决的效力及于全体的一种诉讼制度,采取当事人“明示退出,默示加

<sup>①</sup> 黄辉:《中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第973页。

入”的“选择退出制”(opt-out)规则,在实践中有快速聚合多数投资者,以及律师在胜诉酬金制度的激励下有助于发现市场违规行为的优点,但存在律师操纵诉讼导致滥诉和恶意诉讼,以及投资者和解赔付率低等缺点。<sup>①</sup> 2019年《证券法》结合我国的现实,在第95条第3款正式确立了具有中国特色的特别代表人诉讼制度,该制度赋予投保机构提起证券纠纷特别代表人诉讼的权利,投资者“默示加入,明示退出”,为广大投资者提供了高效的维权路径,并对证券市场的违规主体产生威慑效果。最高人民法院《代表人诉讼若干规定》、中国证监会《代表人诉讼工作通知》、投服中心《代表人诉讼业务规则》及深圳中院和上海金融法院出台的证券纠纷诉讼程序规则对特别代表人诉讼作出了进一步细化的规定。证券特别代表人诉讼在法律和制度层面已基本成形,需要在实践中进一步观察和探索制度的实施效果和完善路径。

康美药业案是特别代表人诉讼制度正式实行后的第一案,于2021年11月12日由广州中院宣判。判决认定本案受损投资者共有52,037名,损失赔偿金额约为24.59亿元,由康美药业对投资者予以赔偿,并明确了各被告,尤其是实控人、时任董监高等应承担的责任比例。当事人均未上诉,该案一审判决生效。作为迄今为止我国证券诉讼判决赔付金额最高、获赔人数最多的案件,康美药业案引发了社会各界的广泛关注以及对案件实体与程序问题的热烈讨论。对实体方面的关注点主要包括揭露日的选取、交易因果关系的确定、系统风险的剔除、中介机构及其有关人员的责任认定,以及独董责任的认定与边界等问题。对本案程序方面的关注点则在于:一是程序启动和案件选定问题,此前中国证监会和投保机构明确规定了程序启动前的案件预研制度和重大案件评估机制,康美药业案的启动程序和案件选定起到了良好的示范作用;二是在原告范围的确定以及通知上,如何才能联系上受侵害的投资者,如果投资者不知道诉讼发生判决能否对其生效,在康美药业案中采取的是公告送达的方式,这是否是最佳处理方式;三是在特别代表人诉讼的上诉问题,包括上诉的退出权,上诉后的判决效力范围问题等,虽然康美药业案中原告作出了不予上诉的决定,但在未来的特别代表人诉讼中上诉问题仍有较大可能出现;四是在破产重整与赔偿诉讼的衔接上,这关乎受侵害投资者最终是否能够得到理想的赔偿数额。康美药业案作为第一例特别代表人诉讼案件,在威慑和救济上起到了良好的效果,但在实践过程中遇到的障碍也说明,特别代表人诉讼制度的诸多细节问题仍待进一步厘清和完善。

---

<sup>①</sup> 张巍:《美式股东集团诉讼问题与矛盾》,载郭文英主编:《投资者》第9辑,法律出版社2020年版,第167页。

以下就对特别代表人诉讼制度设计和运行中的具体问题进行探讨。

## 二、特别代表人诉讼制度具体问题探讨

### (一) 是否要将普通代表人诉讼设置为特别代表人诉讼的前置程序

2019年《证券法》第95条对代表人诉讼进行了规定,分为3款:第1款为“投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时,诉讼标的是同一种类,且当事人一方人数众多的,可以依法推选代表人进行诉讼”。第2款为“按照前款规定提起的诉讼,可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的,人民法院可以发出公告,说明该诉讼请求的案件情况,通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定,对参加登记的投资者发生法律效力”。第3款为“投资者保护机构受五十名以上投资者委托,可以作为代表人参加诉讼,并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记,但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外”。

2019年《证券法》第95条规第2款规定了普通代表人诉讼,第3款规定了特别代表人诉讼,对于第2款与第3款之间的关系,是递进关系还是并列关系,目前有争议,即特别代表人诉讼的提起是否需要普通代表人诉讼作为前置条件。一种观点认为是递进关系,因为《证券法》第95条第3款的表述中有“参加”一词,表示诉讼已然存在;认为是并列关系的观点则主张“参加”一词并不必然指参加普通代表人诉讼,也可能指参加一般的证券诉讼。本文建议采用并列式立法而非递进式,原因在于:首先,普通代表人诉讼以“推荐代表人”和“选择加入制”为特征,而特别代表人诉讼则以“投保机构主导”和“选择退出制”为特征,其内在逻辑不同。其次,实践中普通代表人诉讼的适用比例很低,2019年《证券法》颁布后,作出判决的仅有几起。从当前的实践来看,在飞乐音响案、五洋债案等案件推动的过程中,课题组调研发现,律师不愿意将征集的代理投资人的案件转化为普通代表人诉讼,一方面,可能失去代理权,另一方面,由于律师费用不能按市场价格定,收益也会急剧下降。因此目前普通代表人诉讼的制度设计还有待改善。

另外,还可能产生不同管辖法院可能会对权利人登记范围的认定存在意见分歧的情况。根据最高人民法院《代表人诉讼若干规定》,特别代表人诉讼实行相对集中管辖原则,由交易所所在地上海金融法院或深圳市中级人民法院管辖。普通代表人诉讼与特别代表人诉讼会因上市公司住所地与所涉证券集中交易场所地不同而导致

案件由不同法院管辖。这样,一方面,存在案件管辖权的转送比较复杂,不确定性因素较多;另一方面,普通代表人诉讼发布权利登记公告之前必须首先确定权利人范围,这需要法院确定虚假陈述行为的揭露日。如果普通代表人诉讼的受理法院与后续特别代表人诉讼受理法院在该问题上认识不一致,还会产生权利登记公告内容的冲突。<sup>①</sup>因此,将普通代表人诉讼作为特别代表人诉讼启动的前置程序,会成为特别代表人诉讼启动的重大障碍。

当然,并列式的观点也会增加投保机构的压力,例如,没有普通代表人作为“屏障”,投保机构可能会直接面临更大的选案压力等,选案标准的科学性与公正性就更为重要。但从特别代表人诉讼更广泛的适用性和市场引领作用来看,需要给投保机构更大的选案自主权。而且投资者保护机构的重要定位之一是弥补市场机制自身的不足,应当能够对无人愿意发起的、有难度的、律师难以启动的诉讼进行突破,而不是仅将已发起的普通代表人诉讼加以转化。

## (二) 案件选取机制

由于我国的特别代表人诉讼只能由投保机构作为代表人提起诉讼,投保机构的人力物力有限,仅能选取有代表性的案件提起诉讼。特别代表人诉讼的威力巨大,案件选取的实体标准和程序标准非常重要。

### 1. 案件的适用范围

根据最高人民法院《代表人诉讼若干规定》,代表人诉讼适用于因证券市场虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为引发的诉讼。目前的证券诉讼是以虚假陈述为主,内幕交易、操纵市场由于在因果关系认定等方面的难点,投资者的范围较难确定,特别代表人诉讼在案件的适用范围上既可以选择虚假陈述案件,从市场引领来看,操纵市场案、内幕交易案,也是可以试用和探索的。

### 2. 特别代表人诉讼选择的案件应当有重大性、典型性和社会影响恶劣的特点

特别代表人诉讼赔偿金额高、威慑程度大,在资源有限的情况下,应聚焦违法性及危害性更大、社会关注度更高的案件,使打击力度与危害性相匹配,选取案件也应当有一定的典型性和代表性,同时,也可考虑将有限的资源用于投资者较难自主维权的疑难案件。在选案公布时应向公众说明选择的理由。其他案件可由投资者通过市场机制由市场律师来推动行权。大多数的证券诉讼案件应是由市场律师提起的诉讼

---

<sup>①</sup> 单素华:《证券纠纷特别代表人诉讼相关程序性法律问题分析》,载郭文英主编:《投资者》第9卷,法律出版社2020年版,第69页。

来解决,其他诉讼制度创新如支持诉讼、示范诉讼<sup>①</sup>也能发挥相应的作用。

投保机构还应当考量胜诉可能性及被告赔付能力,以确保特别代表人诉讼的效用的最大化。但需注意的是,有赔付能力不一定是高赔付率,康美药业案的高赔付率,与强有力的破产重整方案有关。而实践中,集团诉讼的案件赔偿金额大,而公司资质本身就欠佳,很容易触及破产程序,能实现一定的赔付比例就是不错的结果。

### 3. 案件选取的程序

根据投服中心的规则,案件的选取程序为:第一步,由投服中心对案件进行预研;第二步,预研认为有必要参加的,可启动重大案件评估机制;第三步,评估专家充分讨论预研报告内容,独立发表意见;第四步,投服中心结合重大案件评估会意见,决定是否参加特别代表人诉讼。可见,投保机构可以建立专家评估机制,根据国家经济金融形势、资本市场改革发展、具体案件情况、社会舆情、投资者需求以及相关部门提议等,研究决定是否选择参加相关案件进行特别代表人诉讼。由于特别代表人诉讼影响力巨大,选案程序的标准化和程式化是非常重要的。

#### (三) 投服中心代表的适格投资者的范围

根据《证券法》和最高人民法院《代表人诉讼若干规定》,确定代表人诉讼适格投资者范围的基本流程如下:对起诉时当事人人数尚未确定的代表人诉讼,在发出权利登记公告前,法院可以通过阅卷、调查、询问和听证等方式对被诉证券侵权行为的性质、侵权事实等进行审查,并在受理后30日内确定具有相同诉讼请求的权利人范围。可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的,法院可以发出普通代表人诉讼权利登记公告,说明该诉讼请求的案件情况并通知符合权利人范围的投资者在一定期间向法院登记。投保机构可以根据案件具体情况决定是否发布说明公开接受投资者委托,若经50人以上投资者的特别授权则可以作为代表人参加诉讼。投保机构向证券登记结算机构调取权利人名单并向法院登记,由法院发布权利登记公告。投资者未在公告期间届满后15日内向法院声明退出,视为同意参加该代表人诉讼。由于划定权利人范围涉及先行审查,而该程序又在开庭审理之前,故进入实体审理后,如确有证据证明应当重新划定权利人范围的,人民法院可以根据新查明的事实裁定变更权利登记范围并进行公告。<sup>②</sup>

<sup>①</sup> 秦拓、罗娜:《示范诉讼:现实选择与程序完善》,郭锋主编,李东方、邢会强执行主编:《证券法律评论(2021年卷)》,人民法院出版社2021年版,第409页。

<sup>②</sup> 参见林文学等:《〈关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定〉的理解与适用》,载《人民司法》2020年第28期。

从上述法律规定和康美药业案的实践情况来看,无论何种类型的投资者均没有被排除在特别代表人诉讼的范围之外。从监管的角度来看,受害投资者应当一体且平等地得到保护,才能体现公平。<sup>①</sup> 凡受到上市公司证券欺诈行为影响、因买卖或持有股票遭受损失的投资者,无论是散户还是专业的机构投资者,原则上均可以作为特别代表人诉讼的适格原告参与诉讼。

在原则上应纳入原告范围的基本思路下,还有如下情形需要特别关注。首先,无论是个人还是机构投资者,只要法院尚未作出一审的最终裁判,集团成员原则上都享有声明退出权。<sup>②</sup> 例如,康美药业案中就有9位明示退出的投资者,因在揭露日等区间的计算上与投服中心意见不同,计划由律师代理另行起诉。<sup>③</sup> 其次,应事先排除明显不符合条件的投资者。例如,对于主导或参与证券欺诈的大股东或实际控制人,若其已经作为被告,自然无法再作为适格原告。若其暂未被作为被告起诉,鉴于未来可能追加被告,且已有证据证明该特定人参与了欺诈行为,也可建议要求其在可退出的期间内主动退出或由法院将其剔除,不作为原告。又如,对于定增、协议转让等以“面对面”方式购入并持有股票的投资者,由于并不只是依赖于上市公司公开披露的信息,故不应纳入适格投资者范围。最后,直接将专业机构投资者排除在特别代表人诉讼的适格原告范围之外虽不具有合理性,在适用信赖推定规则时也不应对机构投资者苛以更高的注意义务,<sup>④</sup>但法院可以在案件的具体审理过程中,根据案件具体事实和举证情况来认定投资者损失与被告主体的证券欺诈行为之间是否存在因果关系,进而决定是否将其剔除。例如,在证券虚假陈述案件中,被诉上市公司若能举证证明机构投资者曾对其进行过尽职调查,极易发现虚假陈述的事实存在,又或在法院认定的披露日或更正日之后仍买入证券,即可认定为明知虚假陈述存在而进行投资,因果关系不能成立。此时,机构投资者与个人投资者没有一致的信赖基础,也就未对诉讼请求达成共识,应该将其剔除在特别代表人诉讼的范围之外。

#### (四) 投资者参与诉讼的激励机制及“50名以上投资者”的选取

我国证券民事侵权行为的维权问题历来存在群体困境。投资者可能因诉讼成本较高、获赔预期不稳定等因素和“搭便车”心理怠于进行维权。要解决特别代表人诉

<sup>①</sup> 参见彭冰:《中国版证券集体诉讼的发动》,载微信公众号“北京大学金融法研究中心”2020年8月1日。

<sup>②</sup> 汤维建:《中国式证券集团诉讼研究》,载《法学杂志》2020年第12期。

<sup>③</sup> 参见冷静:《康美启示:证券集团诉讼首案的制度突破与未尽议题》,载《中国法律评论》2022年第1期。

<sup>④</sup> 曹明哲:《证券虚假陈述责任纠纷中涉机构投资者相关争议问题研究》,载《多层次资本市场研究》2020年第2辑。

讼的启动难题,需要设置一定的激励机制,提升投资者的程序启动积极性。

### 1. 投资者参与诉讼的激励机制问题

对于诉讼成本较高的问题,最高人民法院已针对特别代表人诉讼规定了不预交案件受理费、申请财产保全可以不提供担保、可申请减交或者免交诉讼费等优惠政策。对于投资者获赔预期不稳定的问题,可以由法院依据被告方的赔付能力具体确定延迟支付、分期支付等支付方式,并可按照投资者的持股数占股份总数的比例确定投资者可分配的金额。还可以考虑由投保机构与证券投资者保护基金联动,在被告无法实现赔付或赔付金额过低的情况下,由投资者保护基金先对投资者予以一定比例的赔付,后向被告进行追偿。

### 2. “50人”的选取及程序性问题

依据《证券法》的规定,特别代表人诉讼的启动应当有50名以上投资者(以下简称50人)的委托。在50人的选取等方面,有以下问题需要注意。

首先,由于投保机构的诉讼代表行为对所有投资者的权利均会产生重大的影响,应当兼顾中小投资者与机构投资者的利益。可以适当纳入机构投资者参加50人,因为他们有较强的专业能力和谈判能力,可能对后续的诉讼工作起到辅助作用。<sup>①</sup>在具体的利益分配上,中小投资者与机构投资者可能存在一定程度上的利益不一致,应当对50人的构成设置一定的比例。此外,可考虑将投资者报名的时间先后、在诉讼中的经济利益,及其持股数量、损失金额等作为选择依据。另外,为鼓励投资者参与,投保机构可以赋予50人更多的程序参与权,如参与投保机构的案件讨论,发表看法并提出诉求等。

其次,对于特别代表人诉讼程序启动后部分投资者选择退出,是否导致投保机构所受委托少于50人的而影响后续程序,最高人民法院在《代表人诉讼若干规定》中指出,只要投资者保护机构在程序启动之时已征集到50名以上投资者的委托,即应认为特别代表人诉讼制度之启动符合条件,后续投资者数量少于50人,不影响特别代表人诉讼程序的继续进行。

### (五)通知方式

目前,法律法规尚未明确规定代表人诉讼的通知方式。康美药业案中广州中院采取了公告送达的方式进行通知;在普通代表人诉讼案件飞乐音响案中,上海金融法

---

<sup>①</sup> 肖宇、朱纯烨:《证券集团诉讼和解与调解制度研究》,载黄红元、蔡建春、卢文道编:《证券法苑》第30卷,法律出版社2021年版,第20页。



院采取了设置专门网站以供投资者进行登记,并对登记投资者发送短信的方式进行通知。上述通知方式的差异一定程度上源于特别代表人诉讼与普通代表人诉讼的制度差异。相比于普通代表人诉讼的原告投资者主动申请并主动联络法院以及代表人,特别代表人诉讼的原告投资者多为在默示情况下加入诉讼,与相关方并无直接联络。

特别代表人诉讼的“选择退出制”可以使诉讼在未获得被代表投资者明示授权的情况下开展,由此带来的问题是被代表人可能会在根本不知有这一诉讼存在的情况下受到该诉讼判决的约束。为解决这一问题,特别代表人诉讼的通知方式应当尽可能保障所有被代表人及时、准确地了解诉讼情况,其中保障性最高的做法是对所有原告投资者逐个通知。然而,这样的做法在中国以公益性质的投保机构为特别代表人的诉讼制度下可行性很低。因为特别代表人诉讼的原告范围极广,且大部分原告投资者在默示情况下加入诉讼,若要逐一获取联系方式并进行通知需要耗费大量成本。公益性质的投保机构在人力、物力方面很难支撑过分严苛的通知要求。因此,实践中也必须考虑开展严格个人通知的资源消耗情况,在通知方式的选取上充分考虑成本收益因素,取得程序正义与实体正义的平衡。

在康美药业案中,投服中心即采用了公告送达的方式。康美药业案中,投服中心在投资者网等网站发布公告后,有很多媒体立即进行了转发,获得了较好的扩散效果。总体而言,公告送达是在现有情况下较为有效且经济的做法。

#### (六) 投保机构参与调解及实施程序

##### 1. 确定调解方案的现实困境和解决思路

《代表人诉讼若干规定》指出,案件审理过程中应当着重调解。投保机构作为特别代表人参与调解是一项难度较高的工作。调解是双方博弈的过程,最终能否成功的关键在于被告有多大的诚意与能力对投资者进行赔付,以及投保机构对被告赔付能力的评估。一方面,调解协议赔付比例等涉及投资者核心利益,一旦不满足投资者预期则很可能引起投资者的不满甚至是大量退出;另一方面,特别代表人诉讼的赔偿金额巨大,本来就经营不佳的上市公司又面临破产风险,很难与原告方就赔偿金额达成共识。

为此,投保机构在调解中,首先需要充分了解投资者的意愿,可以通过组织线上或线下座谈会、交流会等形式向投资者传达案件进展情况,听取意见并回应诉求;充分发挥 50 人以上委托投资者的作用,鼓励其参与调解协商过程,同时可以向所有符

合范围的原告发布会议通知以全面地了解投资者意愿。

其次,通过法院明确投资者意愿。在《代表人诉讼若干规定》所规定的“公布调解协议草案——听证会或书面方式提出意见——修改协议内容”基本流程之外,法院还可以考虑通过“中国投资者网”等平台设置公开征求全体适格投资者意见和对协议进行民主投票表决的通道,告知投资者现阶段的权利义务,进一步明确其意愿。可以考虑规定“未投反对票或未向法院提出异议者不得再退出”来兼顾效率和公平。

最后,在被告上市公司偿付可能性较大或反复磋商仍未达成一致意见的情况下,判决是与调解相比更为高效的选择。前述制度构想或许能减轻投保机构提出调解方案的压力,但也从程序上增加了调解的复杂性。康美药业案审理过程中,各方曾有调解的意愿和尝试,但最后没有调解成功,以判决结案,<sup>①</sup>主要是因为涉案当事人对于损失核定方法、非系统性风险扣除等法律问题存在分歧,缺乏调解磋商的基础。倘若各方能够对所要委托的第三方评估测算机构达成共识并接受评估结果,自然有利于调解的最终达成。但如果反复磋商仍无法达成一致,尽快判决或许是更加经济合理的解纷途径。

## 2. 调解过程应接受各方监督

首先,是法院对于调解协议的审查。《代表人诉讼若干规定》赋予了法院对调解程序进行审查的权利,在初审阶段,法院出于对调解效率的考量,应侧重对调解协议进行形式审查,若不存在重大明显违法或道德风险即可向投资者公布。随着调解程序的推进,可通过投资者意见反馈等方式对调解方案的合法性、适当性与可行性进行审查。

其次,是证监会对调解程序的监督。《代表人诉讼工作通知》指出,证监会对投资者保护机构参与特别代表人诉讼工作进行监督,投保机构应向证监会报告诉讼相关的重要情况,并在结案后提交专项报告。在诉讼中同意是否调解或和解,涉及投资者重大权利的处分,投保机构应主动向证监会相关部门及时汇报调解程序的进程,包括但不限于对投资者真实意愿的了解情况、调解方案涉及的主要内容等,听取证监会对调解的意见和建议,接受其监督,并根据实际需要依法寻求支持和服务保障。

### (七) 诉讼中的退出权

退出权是对投资人诉权的保障。在退出制诉讼中,代表人并不需要得到其代表

---

<sup>①</sup> 在康美药业案审理过程中,广州中院曾于6月18日组织召开线上调解沟通协调会,于7月27日开庭审理本案时再次征求当事人的调解意愿和方案,于9月28日主持开展了第二次调解,于11月12日作出一审宣判。从这几个时间点来看,康美药业曾进行过两次调解尝试,但本案最终仍以法院审判结案。

的投资人明示授权,被代表人可能在并不知道此诉讼的情形下受到该判决的约束。这是能否在不经本人同意的情况下强制其参加诉讼的“程序保障”问题。因此,从尊重与保护个体投资者诉权的角度来看,应赋予个体投资者选择退出的权利,这是程序公正的体现。但出于对司法效率的考量,投资者应在涉及其重大权利处置的问题时才可以申请退出。结合诉讼实践的具体流程,有三次对投资者重大权利的处置:一是提起诉讼时,二是调解结案时,三是上诉时。

### 1. 提起诉讼时的退出权

我国关于投资者退出权的规定主要体现在《代表人诉讼若干规定》之中。其第29条第1款中规定,符合权利人范围但未参加登记的投资者提起诉讼,且主张的事实和理由与代表人诉讼生效判决、裁定所认定的案件基本事实和法律适用相同的,人民法院审查具体诉讼请求后,裁定适用已经生效的判决、裁定。该条是关于代表人诉讼生效判决既判力扩张的规定,针对的是普通代表人诉讼,对于特别代表人诉讼则是采取“默示加入,明示退出”的规则。第32条第2款规定,不同意加入特别代表人诉讼的权利人可以提交退出声明。第34条规定,自公告期间届满后15日内向人民法院声明退出的投资者不再被列为特别代表人诉讼的原告,可以另行起诉。此时,不发生既判力扩张的效果,法院对于退出的投资者另行起诉需要另行判决。值得注意的是,在康美药业案中也有9位投资者退出诉讼,他们另行提起诉讼,则需要自行承担诉讼费和律师费用。

### 2. 调解中的退出权

前文对调解的讨论已经提到,投保机构所获得的概括性授权包括参与调解的权利。但其参与调解不仅是对程序性权利的行使,更是对投资者重大权利的处分。因此,在和解或调解过程中,被授权人的重大权利行使需十分谨慎。从我国的情况来看,由于各方对于赔偿金的数额难以达成一致意见,在特别代表人诉讼中实现调解较为困难。如果是以判决结案,法院会根据当事人之间的责任按照法定的比例进行划分,确定性较强。如以调解结案,投保机构代表所有投资人的利益,难免会面临道德风险的压力,也存在一定程度的履职困境。故调解不会成为主流形式。当然,如果案件确实是以调解结案,应充分尊重投资者选择退出的权利。

### 3. 上诉中的退出权

根据现有规定,投服中心收到裁判文书后将予以公告,并将是否上诉的决定,在上诉期限届满前以公告等形式通知全体原告。投服中心放弃上诉,原告投资者决定

上诉的,应自行向法院提交上诉状。投服中心决定上诉,原告投资者放弃上诉的,应自行通知一审法院。

这一制度安排在实践中可能遇到的问题在于,如果特别代表人诉讼允许部分原告脱离原告集团自行上诉,则可能引来上诉络绎不绝的情形,上诉数量大、诉求多样化,会在实践中给法院带来很大压力,也有悖于特别代表人诉讼制度设立时提高效率、节约资源的初衷。因此,也有观点认为,鉴于特别代表人诉讼程序启动时已给予了投资者选择退出的权利,那么上诉时无须再给投资者第二次退出权,投资者在程序启动时没有退出就相当于同意受到整个诉讼程序的约束。

但本文仍然建议应当在上诉阶段给予投资者选择退出的权利,原因在于,首先,剥夺原告的上诉权利没有法律基础,特别代表人诉讼本质仍是诉的集合,不能因为合并审理而剥夺每一位原告的上诉权。其次,即使有部分原告投资者与投服中心意见不一致,实践中可能也不会有太大的影响。因为特别代表人诉讼在一审中已经经过了大量的审理,上诉也会相对快速地解决,不会大幅增加社会成本。而且在特别代表人诉讼中,大部分小额投资者都是消极沉默的,自行上诉的比例不会太高,无须为了效率问题而限缩原告投资者的权利。

#### (八) 赔偿金的分配

##### 1. 赔偿金可根据投资者损失数额的比例分配

投资人损失数额的计算方法比较系统地规定在原《虚假陈述若干规定》第 31 至 33 条中。<sup>①</sup>但是由于投资者损失的影响因素非常复杂,各法院都在优化损失数额的计算方法,例如使用移动加权平均法、同步指数对比法、收益率曲线同步对比法进行损失核定。在具体分配过程中,因为已经有生效的法律文书,投资者一般不能再次对认定的损失提出异议。鉴于在破产重整程序中,投资者一般不能获得全额赔偿,此时则应当按照各投资者的损失比例进行分配。在康美药业案的重整计划书中,虽未对投资者债权作出单独的处理,但规定了以 50 万元为分界线,50 万元以下的债权 100% 以现金清偿,50 万元以上的债权通过以现金、以股抵债、信托收益权等方式予以清偿。这样的做法在赔偿总额不足的情况下,尽可能保障了中小投资者能够获得现金清偿,有助于保护中小投资者利益。

---

<sup>①</sup> 最高人民法院《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》已于 2022 年 1 月 22 日施行,其相应规定为第 26~28 条。

## 2. 赔偿金由谁分配

之前赔偿金的分配工作大多由投资者的代理律师和法院进行。<sup>①</sup>《代表人诉讼若干规定》中规定由人民法院来主导分配,并且由证券登记结算机构等进行协助。<sup>②</sup>目前代表人诉讼的赔偿金应当由法院主导进行分配。

具体程序方面,在飞乐音响案中,上海金融法院与中国证券登记结算责任有限公司上海分公司进行合作,通过证券登记结算机构的两级结算机制完成代表人诉讼的执行分配。<sup>③</sup>而在康美药业案中采用的方式是康美药业按照广州中院判决的投资者名单和金额,将现金转至中国结算,由中国结算联系并将现金转至各券商,由各券商将赔偿金分配到各个投资者的账户中。<sup>④</sup>但这样的分配方式在之后的实践中仍然可能存在多方面的问题。诸如中登公司、券商和投资者三者之间的衔接机制不健全、中登公司无法监督券商的具体分配情况以及部分投资者无法查询到有效账户等问题。

为了将赔偿金及时准确地分配到受损害投资者手中,有学者认为,可以根据申请选任赔偿金的分配管理人,分配管理人在法院的监督下进行具体的分配工作。对此,我国可以由证监会设立相关部门或者由投资者保护基金承担分配管理人的角色,建立统一账户、指定分配方案,并在法院的监督下协助法院完成赔偿金的分配。针对目前中登公司、券商和投资者之间的联系衔接问题,可以由证监会相关部门牵头进行协调。

### (九)对特别代表人诉讼中的公益律师也需建立激励机制

特别代表人诉讼将传统集团诉讼中证券律师所承担的“启动”诉讼之职能转移给了投保机构,而将代理原告参与诉讼的职能交给了“投保机构工作人员或公益律师”,<sup>⑤</sup>投服中心建立了由经过遴选的优秀律师所组成的公益律师库。<sup>⑥</sup>但特别代表人诉讼的代理人仅能获得办案必要的食宿交通等补助。<sup>⑦</sup>没有一定的激励机制,会降低

---

<sup>①</sup> 例如,在东方电子民事赔偿案中,东方电子选择用股票进行赔付,于是青岛中院联系中登深圳分公司办理过户。又如,在东方电子民事赔偿案中,最终赔偿金由代理律师从法院领取执行款。

<sup>②</sup> 《代表人诉讼若干规定》第30条第1款规定,“履行或者执行生效法律文书所得财产,人民法院在进行分配时,可以通知证券登记结算机构等协助执行义务人依法协助执行”。

<sup>③</sup> 上海金融法院:《上海金融法院在全国首次通过证券登记结算机构全额发放飞乐音响代表人诉讼1.23亿元赔偿款》,载微信公众号“上海金融法院”2021年11月29日,[https://mp.weixin.qq.com/s/plYYa10Gz2cs\\_Jx06nqkfw](https://mp.weixin.qq.com/s/plYYa10Gz2cs_Jx06nqkfw)。

<sup>④</sup> 详见中证中小投资者服务中心:《投服中心首单特别代表人诉讼开始执行》,载微信公众号“投服中心”2021年12月21日,<https://mp.weixin.qq.com/s/wqhjzbUv1xWPF1wmqkZhSQ>。

<sup>⑤</sup> 参见《代表人诉讼业务规则》第12条。

<sup>⑥</sup> 参见投服中心公益律师名单及相关介绍,载中证中小投资者服务中心网站2020年8月7日,<http://www.isc.com.cn/html/gyls/20200807/1284.html>。

<sup>⑦</sup> 《司法部关于印发〈关于促进律师参与公益法律服务的意见〉的通知》(司发通[2019]105号)要求“有关单位组织律师无偿服务时,一般应协调相应的工作经费,为律师提供适当的交通、食宿等工作补贴”。

律师参与诉讼的积极性,或使优秀公益律师的履职难以为继,不利于特别代表人诉讼工作的常态化发展,进而影响纠纷解决效果。

### 1. 律师激励的重要性:优秀公益法律服务的可持续性探讨

特别代表人诉讼本身无须律师征集投资者而启动,似乎不必似传统集团诉讼般通过相对高昂的报酬以激励其发挥打破“集体行动困境”之功效,<sup>①</sup>然则这种想法忽略了代理特别代表人诉讼需要律师付出的时间及精力成本、特别代表人诉讼相关各方主体对于诉讼效果的期待,进而难以满足后续特别代表人诉讼工作的常态化开展的需要。<sup>②</sup>

特别代表人诉讼具有典型惩戒意义和一定的舆论影响,因此,社会公众对其中诉讼代理人的履职抱有维护证券市场公平正义的高期待、高要求;而证券虚假陈述诉讼本身在我国是近年兴起发展的执业领域,其对于律师就证券相关规则乃至经济与金融相关的知识和经验要求较高。据此,符合相关资历要求的律师为特别代表人诉讼提供的法律服务所对应的市场价值,势必与公益法律服务范畴内所能提供的工作津贴难以匹配,<sup>③</sup>实质上其付出与经济回报难成正比。

对于目前接触首批特别代表人诉讼案件的律师,本文认为他们期待通过代理特别代表人诉讼所获得的并非经济回报,而是参加这一类影响大、案情复杂又具有开展门槛(投服中心的选择)的诉讼案件的难得机会,并从中获取经验、丰富履历、提高声誉。但随着特别代表人诉讼制度工作的常态化及长时间开展,随着经验获取的完成和经济成本的消耗,律师的利益驱动消失、成本负担显现,优秀职业证券律师作为理性经济人很难持续“无偿”奉献。当然,找到愿意代理诉讼的律师并不难,但代理特别代表人诉讼的服务质量能否始终维持高标准,难下肯定结论,而相关纠纷的解决效果也或将受到影响。

### 2. 特别代表人诉讼律师激励制度的设想

为解决上述问题,本文建议可从特别代表人诉讼的赔偿金中抽取一定比例,与投保机构承担的津贴及其他面向投保机构公益律师的财政拨款共同组建专项律师补贴基金,同时参考目前国内职业证券律师的收费标准及比较法经验,以案件复杂程度、

<sup>①</sup> 郭雳:《美国证券集团诉讼的制度反思》,载《北大法律评论》第10卷,2009年第2辑。

<sup>②</sup> 《证监会有关部门负责人就康美药业特别代表人诉讼案作出判决答记者问》,载中国证券监督管理委员会官方网站2021年11月12日,<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1556048/content.shtml>。

<sup>③</sup> 市场上部分专职证券律师广告报价显示其收费标准为投资者最终所获赔偿的10%~18%(参见股保平网首页<https://www.xiebaopinglvshi.com>),而公益律师的报酬仅是微薄的补贴。

律师的工作量、工作时长等因素作为变量形成浮动的律师补助标准,为特别代表人诉讼的代理律师提供相对普通公益律师更高的收入水准。此外,建立普通代表人诉讼律师与特别代表人诉讼律师之间的衔接机制,在普通代表人诉讼的委托律师中选任特别代表人诉讼的代理律师,<sup>①</sup>也可以成为一种选择。

诉讼当事人对其代理律师支付法律服务之对价,本是现代经济社会的正常交易逻辑。该对价之支付虽与“公益”之名或有偏差,但实质上能促进原告投资者获得更好的法律服务,因此其亦不足以否定其合理性。上述设定既能与律师的市场化收费标准区别开来,防范集团诉讼中律师投机逐利的固有弊病,又充分考虑律师付出与回报的对等性,促进其参与诉讼,或能有效保障原告投资者持续获得高质量的法律服务,有助于特别代表人诉讼工作常态化之目标的实现。

### 三、特别代表人诉讼与股东代位诉讼配合实现追首恶的目标

以虚假陈述案件为例,特别代表人诉讼的被告是在虚假陈述中起到主要作用和辅助作用的所有主体,包括上市公司、控股股东、实控人、董监高以及中介机构等。这些主体往往受到了行政处罚或刑事处罚。在新的司法解释下,没有受到处罚的主体也有可能被提起民事诉讼。康美药业案的被告多达 27 人,根据《证券法》的规定和判决结果,被告应承担共同连带责任。即使法院在五洋债案和康美药业案中创新性地提出了比例连带责任,但实际的赔偿金也往往是由部分被告所承担。康美药业案中,法院判决公司应赔偿投资者损失 24.59 亿元,同时确定上市公司原董事长、总经理、会计师事务所以及相关责任人员根据过错程度承担不同比例的连带赔偿责任。此后,康美重整方案经全体债权人表决通过,广药集团等作为重整投资人被引入,为前述集体诉讼债权的实现提供了有力支持。倘若公司对外清偿了全部债务,其他相关责任人的连带责任将如何实现?

在我国虚假陈述案件民事赔偿已有的实践中,大多数针对董监高、实控人和控股股东的连带责任都实际上由上市公司所承担。这也是虚假陈述民事赔偿制度效果受到质疑的原因,即让现在的股东来承担之前股东的赔偿责任,可能给现在的股东和公司带来“二次伤害”。只有实控人、大股东等“首恶”真正为其过错承担应有的责任,

---

<sup>①</sup> 沈伟、林大山:《激励约束视角下的特别代表人诉讼制度——以新〈证券法〉为背景》,载黄红元、蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》第 31 卷,法律出版社 2021 年版,第 384 页。

才能真正起到震慑的作用。而特别代表人诉讼制度主要追究的是整体责任人的责任,而难以精准追究具体责任人的责任。在这种情形下,可以通过股东代位诉讼来实现“追首恶”的效果。

在后续的特别代表人诉讼案件中,若上市公司对外承担责任后不积极向相关责任主体追偿,则是放任损害公司合法权益行为的发生,构成对公司预期可得利益的消极处分。2019年《证券法》赋予了投保机构提起股东代位诉讼的特定诉讼地位。根据《证券法》第94条第3款的规定,发行人的董监高执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定给公司造成损失,发行人的控股股东、实际控制人等侵犯公司合法权益给公司造成损失,投资者保护机构持有该公司股份的,可以为公司的利益以自己的名义向人民法院提起诉讼,持股比例和持股期限不受《公司法》规定的限制。因此,投服中心持有沪深两市全部上市公司每家100股的股票,不受《公司法》“连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东”规定的时间限制,可以根据实际需要提起股东代位诉讼。在公司没有向“首恶”以及其他辅助人追究责任时,投服中心可以对相关责任人提起诉讼。需要注意的是,投服中心提起股东代位诉讼不是目的,而是实现“追首恶”的有效路径。股东代位诉讼是在公司消极不履职情况下的不得已之举。如果能利用投服中心这一特殊公益股东的影响力,督促公司聘请市场律师提起诉讼来维权,将实现节约投服中心有限的资源、充分调动市场积极性的更好结果。<sup>①</sup>

可见,仅凭特别代表人诉讼本身似乎无法充分实现对“首恶”等责任人的精准打击。通过与股东代位诉讼的配合,可以更精准地打击对违法行为负主要责任的个人,提高其违法成本。以此真正实现加大对证券违法违规行为的打击力度,贯彻“追首恶”的制度理念,避免对上市公司现有股东造成二次伤害。<sup>②</sup>

#### 四、特别代表人诉讼与破产程序交叉下对多方主体的履职建议

特别代表人诉讼与破产程序交叉后二者如何协调并行是实践中亟待解决的问题,其中如破产程序参与主体能有针对性地优化其履职行为,或可对投资者保护产生

---

<sup>①</sup> 肖宇:《投保机构股东代位诉讼的选案考量因素》,载郭文英主编:《投资者》第16辑,法律出版社2021年版,第188页。

<sup>②</sup> 参见鲁小木、夏雯雯:《投资者保护机构在中国式证券集体诉讼的主体构想》,载郭文英主编:《投资者》第9辑,法律出版社2020年版,第131页。



重要意义。

#### (一) 投保机构应注意被诉公司赔偿行为被撤销的风险

根据《企业破产法》及其司法解释规定,在法院受理破产前六个月内,如果债务人出现破产原因后对债权人进行了个别清偿,管理人有权撤销;而债务人经诉讼、仲裁、执行程序对债权人进行的清偿不在上述可撤销范围之内。<sup>①</sup> 相关实证研究指出,诉讼过程中被告主动进行的清偿行为且后续该部分债权未受到法院判决书、调解书确认的,或基于诉讼过程、执行过程及执行外双方形成的和解协议所进行的清偿,在符合相关时间要求的情形下均有可能被法院认定为管理人有权撤销的个别清偿。<sup>②</sup> 因此建议投保机构在诉讼及执行过程中,将被告清偿行为被撤销的风险纳入选择纠纷解决机制的考量因素,以“法院确认”为核心,侧重接受以法院调解、判决等方式为基础的清偿。

#### (二) 投保机构应注意管理人变更谈判思路的可能性

破产程序中,由破产管理人代表债务人参加诉讼、仲裁或者其他法律程序。<sup>③</sup> 因此,诉讼原告与被告之间已经形成的谈判意向可能因对方由公司管理层变更为第三方管理人而有所变化。在被告有可能破产的情况下,建议投保机构谨慎把握纠纷解决方式的选取以及调解、和解的时间节奏,在保障双方意向稳定的基础上及时达成合意,避免因对方改变意向而导致前期的谈判功亏一篑。

#### (三) 法院可在重整计划草案表决程序中为原告集团单独设置债权组

重整计划草案通过的基本规则是各表决组均通过,因此债权人在表决组中的表决权份额至关重要。依据《企业破产法》有关规定,法院可在必要时决定在普通债权组中设小额债权组对草案进行单独表决,<sup>④</sup>以保护小额债权人的利益;部分地方法院的工作指引也明确了法院可以决定按照债权性质、清偿条件或债权额等标准在普通债权人中分设债权组。<sup>⑤</sup> 因此,建议法院在交叉程序下设置小额债权组并将原告集团纳入其中,或为原告集团设置专门债权组,以促进原告投资者表决权份额最大化。

---

<sup>①</sup> 参见《企业破产法》第32条及最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定(二)》第15条。

<sup>②</sup> 参见《破产法中个别清偿例外规则实践研究——以破产法司法解释二第15条为研究对象》,载微信公众号“东方法律人”,2021年7月26日。

<sup>③</sup> 参见《企业破产法》第25条。

<sup>④</sup> 参见《企业破产法》第82条。

<sup>⑤</sup> 参见广东省高级人民法院《关于审理企业破产案件若干问题的指引》第94条的规定:“经管理人申请,人民法院可以决定对普通债权人按照债权性质、清偿条件或债权额等进行分组”。

#### (四) 将投保机构选任为债权人委员会成员

根据《企业破产法》的规定,债权人委员会可行使监督债务人财产的管理、处分和分配以及提议召开债权人会议等职权,<sup>①</sup>即意味着投保机构成为债委会成员将利于投资者保护。因此,在交叉程序下,若管理人提出设立债委会的动议,建议投保机构积极自荐、管理人积极将投保机构拟定为候选成员,同时建议法院也对投保机构的选任持认可态度,增大投保机构成为债委会成员的可能性。康美药业案中,经债权人会议表决及法院认可,投服中心被选任为债委会成员,为上述建议作出了实践响应。

另外,在投保机构作为债委会成员履职时,可能出现如下利益冲突问题:在投保机构与上市公司之间存在原告与被告对抗关系的背景下,投保机构可能因成为债委会成员而与上市公司形成利益共同体,参与该上市公司有关决策,此时投保机构将面临其承担的多个角色出现利益冲突的问题。<sup>②</sup> 该问题本质实为未与破产企业形成确定债权关系的主体通过临时确定债权的方式被提前纳入债权人范畴的制度设计潜在问题,也是拥有诉讼未决债权的债委会成员均可能面临的困境。在这种情形下,如投保机构在债委会决策中面临利益冲突,建议及时回避或弃权,以保证债委会的决策公正,也避免后续与上市公司之间产生不必要的矛盾。

## 结 论

证券特别代表人诉讼制度的产生与应用,回应了我国证券注册制发行改革中加强司法救济的需求,有利于保护投资者的合法权益、提升相关证券诉讼纠纷的解决效率,进而维护证券市场的健康有序发展。本文总结了证券特别代表人诉讼的法律制度规范与实践问题。在参考域外经验并结合我国司法实践与理论研究成果的基础上,本文主要从以下角度对证券纠纷特别代表人诉讼的构建方式与完善路径提出建议。

第一,在选案机制上,应当以重大性、典型性为主要标准,兼顾被告的偿付能力,同时完善选案程序规则与监督方式;第二,凡因证券欺诈行为而遭受损失的投资者原则上均可以作为适格原告,在特殊情形下才需要排除;第三,对委托提起诉讼的 50 名

---

<sup>①</sup> 参见《企业破产法》第 67、68 条。

<sup>②</sup> 据了解,在康美药业案破产进程中,投服中心曾作为债委会成员面临与特别代表人诉讼相关的决策问题,与其诉讼原告特别代表人身份存在冲突。

以上的投资者,应当设置合理的选取标准,并建立有效的激励机制;第四,在通知方式上,以公告为主要手段更符合经济效益;第五,投保机构参与调解时应主动或通过法院充分了解投资者意愿,同时衡量调解适用的合理性以兼顾审理效率;第六,在上诉阶段应当给予投资者选择退出的权利;第七,在赔偿金的分配上,应当探索合理的损失赔偿计算方法,并建立健全法院、证券登记结算机构、券商与投资者之间赔偿金分配的衔接机制;第八,建议通过从投资者赔偿金中抽取部分金额建立专项律师补贴基金、制定合理的浮动补助标准的方式构建律师激励机制。此外,在公司对外承担赔偿责任后怠于对相关责任主体追偿时,投保机构可以提起股东代位诉讼,以贯彻“追首恶”的理念,从而充分保护公司和投资者的合法权利。最后,特别代表人诉讼与破产程序交叉时,应注重发挥投保机构在交叉程序中应对代理人身份转变、获赔金额确定、调解或和解的程序选择以及其他主体责任追究等方面的作用;在破产重整阶段,应当对投资者股东和债权人的双重身份均予以保障,通过程序性设计尽最大可能保障投资者利益,但投资者不得任意退出。

综上,本文针对理论和实践中出现的或者可能出现的问题进行了分析论证并提出了可参考的解决方案。以期为特别代表人诉讼制度的完善提供理论支持,通过常态化的运行,起到司法威慑和救济的作用,为促进我国证券市场健康发展,发挥重要作用。