

■ 新证券法投资者保护制度解读

新证券法2020年3月1日起正式实施。为做好新证券法的普及工作,在中国证监会投资者保护局指导下,上海证券交易所在“3·15”即将来临之际邀请多位专家学者,围绕新证券法投资者保护制度安排畅谈、建言,帮助投资者进一步理解相关内容。本栏目所刊文章均为作者个人观点,不代表上海证券交易所立场。

新证券法投资者保护制度的三大“中国特色”

□中国社会科学院法学研究所商法研究室主任 陈洁

证券市场的运行特点以及投资者在证券市场中的基础地位,决定了证券法要以保护投资者权益为宗旨。我国证券法自1998年颁行,历经四次修订,在2019年“大修”之际,设专章规定投资者保护制度,并对证券市场历经实践检验符合市场需求的创新安排加以制度化规范化,切实增强我国投资者权益保护的整体效能,彰显我国资本市场对投资者保护的决心、对投资者保护制度功能的积极探索以及努力构建具有中国特色的投资者保护机制的立法智慧与制度自信。新证券法对投资者权利保护系统的全新打造和科学构建,不仅是因应强烈而现实的市场运行和社会发展需求的重大举措,也是我国证券市场迈向法治化、成熟化的重要标志。

设专章规定投资者保护制度

新增“投资者保护”专章是新证券法的一大亮点。域外尽管有专门制定诸如“证券投资者保护法”之类的立法例,但鲜有在证券法中专章规定投资者保护制度的。对此,尽管学界意见不一,但鉴于我国证券市场中小投资者众多且高度分散的“散户型”市场特征以及投资者保护机制的结构性缺陷和功能性障碍,新证券法设专章规定投资者保护制度契合市场需求、深具中国特色且颇富法理价值。

一是突出了投资者保护在证券法中的重要地位,凸显了立法者对投资者保护的重视,集中表达了证券法保护投资者权益的立法宗旨与核心价值。我国证券法立法伊始,就确立了保护投资者合法权益的立法宗旨和基本原则,但其实施效果却并不尽如人意。究其原因,原因诸多,但证券法对如何实现投资者保护的机理思路尚未厘清是至为重要的原因之一,反映在证券法的文本设计上的一个重要表现就是投资者保护规定的散乱残缺。此次修法,立足投资者作为市场主体兼具投资者和证券交易者双重身份的特性,统筹兼顾、大胆借鉴,系统构筑投资者权益保护的顶层设计。这种单独成章的立法方式不仅仅有利于唤起整个市场对投资者保护的关注,增强市场各方对投资者保护的法治意识,对损害投资者行为起到宣示威慑作用,也便于整个市场充分利用证券法提供的投资者权益保护机制。

二是实现了立法层面投资者保护的法理逻辑与制度设计的一体化,有利于法律条文的具体落实与便捷应用。由于投资者保护关涉资本市场的方方面面,几乎每项证券法律制度都渗透着保护投资者的理念与思维,因此证券法中关于投资者保护的制度规范始终是零散不成体系的,而法条之间的逻辑与分布过于松散,势必影响到法律规范的整体把握与准确实施,实践中也着实给市场各方以及司法部门对法条的理解使用造成很大的困扰。新证券法“投资者保护”专章不仅把难以被其他章节吸收的内容,一并纳入到“投资者保护”的专章规定中,更重要的是建构了以投资者权利为本位的规范架构与思维范式,即以投资者与证券公司、投资者与上市公司、投资者与发行人的控股股东、实际控制人等的关系为主线,明确了投资者可以让渡的权利、让渡的途径以及接受权利让渡的投资者保护机构为保护投资者权益可以采用的方式。这种立法模式更加科学完善,有利于把立法上的制度优势更好地转化为投资者保护的制度效能。

确立专门的投资者保护机构

新证券法第六章浓墨重彩地以四个条文(全章总共八个条文)对投资者保护机构的定位、职能予以规范,也是证券法的一大特色。以中证中小投资者服务中心(以下简称“投服中心”)为例,作为加强对中小投资者保护的一项重大举措,中国证监会于2014年8月批准设立证券金融类公益机构投服中心。投服中心的主要职责就是为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务。其中,

“公益性持有证券等品种,以股东身份行权维权”是其重要职责之一。投服中心采取由中国证监会主导,其他社会组织力量积极配合的模式依法组建。此种由证券监管机构支持成立的半官方组织身份可能使投服中心的独立性受到质疑,但同时也方便了它的设立,使其具有较为充沛的经费来源。这种制度设计是充分考虑我国证券市场的结构特征以及证券监管机制的运行环境所做出的选择,也是对我国台湾地区“证券投资人及期货交易者保护中心”模式成功经验的借鉴。

此次新证券法集思广益,砥砺前行,对专门的投资者保护机构的定位职能予以明确,无疑是对我国证券市场长期以来积极探索投资者保护机制创新成果的制度化规范化,具有重要的制度建构价值和实践意义。具体而言,投资者保护机构兼具公共机构和机构投资者(公益股东)的双重属性,是集市场职能和监管职能于一身的特殊市场主体。就其市场职能来看,投资者保护机构运行机制的本质逻辑是由政府成立专门的维权组织,通过公益性持有股票并行使股东权利,充分发挥市场自律作用,向市场释放信号,形成威慑,进而示范动员其他广大投资者共同参与到维权过程中,提高投资者维权意识和能力,将市场力量集中化、组织化。这种机制是为了弥补我国投资者保护体系中自为机制的不足,是我国中小投资者保护的制度创新,是我国资本市场监管部门为更深入、更全面保护投资者,尤其是相对弱势的中小投资者的合法权益而设计的一种具有中国特色的中小投资者保护创新机制,它与行政监管、自律管理共同构成我国保护中小投资者的数量不足,从而强化投资者权益保护自为机制的组织基础;二是在功能上,可以投资者身份行使民事权利,从而启动证券民事权利的实现机制,优化配置证券市场上的民事权利资源。

综上,新证券法对投资者保护机构的制度规范,表明了在我国证券市场转轨时期,建立由证监会统筹监管,与准行政性的投资者保护基金公司并存的投资者保护组织体系,是我国完善中小投资者保护体系的必然方向和重要措施。新证券法对投资者保护创新机制的确认,有利于市场多方利用制度资源,提高证券市场的自治能力,也为我国中小投资者权益保护提供新的制度创新思路和现实可能性。

创新投资者民事赔偿权利实现方式

保障因证券违法行为而遭受损害的投资者的民事赔偿权利是践行投资者保护宗旨的基础性制度。在借鉴域外成熟制度经验的基础上,证券法就如何切实高效地实现投资者的民事赔偿权利做了适应我国国情的重大探索与制度创新,具体包括责令购回、纠纷调解、支持诉讼等。其中最具有中国特色的当数先行赔付与集体诉讼制度。



新华社图片 制图/王春燕

新起点:强化民事责任

□北京市天同律师事务所律师 何海峰

投资者保护专章从投资者与各类证券市场主体的关系展开,构建起包括投资者适当性、表决权征集、债券持有人会议和受托管理人、现金分红、先行赔付、证券代表人诉讼等一系列制度在内的较为完备的投资者保护体系,为证券市场投资者保护提供了基本依据。然而,这一专章最大的特色或者贡献在于,以相对集中和系统化的方式规定了损害投资者权益的民事责任。

落实民事责任是重大突破

保护投资者,从法律责任上观之,主要有三条路径。第一条是民事责任的路径,表现为投资者通过诉讼与非诉讼渠道维护自身的权益,主要是请求民事赔偿。第二条是行政责任的路径,表现为监管机构严厉打击违法违规行为,主要是处以罚款。第三条是刑事责任的路径,表现为国家对于证券市场上构成犯罪的行为,依法追究刑事责任。投资者将自有资金投入市场,最期待的是收益和回报,最恐惧的是风险和损失。直接作用于违法者的行政责任和刑事责任是公法意义上的投资者保护,并不会给投资者带来私法上的救济。相比之下,民事赔偿责任更为投资者关注,更贴近投资者需求。

而我国证券市场脱胎于计划经济体制,证券法从诞生之日起就带有浓厚的行政色彩,在法律责任设置上主要是以行政责任为主,只有为数不多的违法违规行为配备有民事责任。由此导致在早期的中国证券市场,投资者由于上市公司等主体的违法违规行遭受损失,除了通过投诉举报投诉监管处罚,损失赔偿基本求告无门。2001年,最高人民法院曾下发通知,明确法院暂时不予受理和审理证券类民事赔偿案件。直到2003年,最高人民法院出台司法解释,证券虚假陈述类民事赔偿案件才得以进入法院,但这并不意味着投资人维权的渠道已经畅通,至今其中的一些规定仍然饱受争议。

由于证券市场的专业性、复杂性和强监管属性,行政监管对于违法违规行为的威慑和对于投资者的保护自然

应当是更加高效有力的。但是,在保护投资者这件事情上,哪怕再有责任心的监管机构,也不如投资者自己更上心。尤其是在证券发行注册制的基本立场之上,投资者自主决策、自由交易、自负盈亏,理应获得更多维护自己权益并获得民事赔偿的机会,包括更多的请求权基础,更低的请求门槛,更宽的请求路径。

对此,投资者保护专章做出了较为充分的回应。在提供请求权基础方面,证券公司违反适当性义务导致投资者损失的,应当承担相应的赔偿责任;违法违规公开征集股东权利导致上市公司或者其股东遭受损失的,应当依法承担赔偿责任。在降低请求门槛方面,普通投资者与证券公司发生纠纷的,证券公司承担过错推定责任;债券受托管理人可以接受委托,以自己名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼或者清算程序;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,发行人的控股股东、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。在拓宽请求路径方面,普通投资者与证券公司发生证券业务纠纷,普通投资者提出调解请求的,证券公司不得拒绝;投资者保护机构对损害投资者利益的行为,可以支持投资者提起诉讼;最为重要的是,除了重申证券民事诉讼中的代表人诉讼以外,还赋予了投资者保护机构提起“默示加入、明示退出”的中国式集体诉讼的权利。由此可见,投资者保护专章关于民事责任的落实有了巨大的突破,在整个证券法中起着示范性作用。

新证券法是一个新起点

值得注意的是,保护投资者的合法权益是整部证券法的立法目的,贯穿于证券法的始终,并非专章所能涵盖,强化民事责任的规定在专章之外也有许多体现。比如,新证券法增加了利用未公开信息进行交易给投资者造成损失,传播媒体及其工作人员编造、传播虚假信息或者误导性信息给投资者造成损失,发行人、控股股东、实际控制人、发行人的董事、监事、高级管理人员等不履行承诺给投资者造成损失等情形的民事赔偿责任。这些规定同样为投资者追究民事责任提供了请求权基础。但也要看到,除了新设的投资者保护专章对于民事责任有相对成体系的规定外,其他规定都散落在各个章节之中,在具体责任的构成要件、免责事由、举证责任分配上都没有详细的规定。

同样值得注意的是,单从规则层面考虑,保护投资者不单是证券法的任务,这也是证券法难以独立完成的任务。最高人民法院的司法解释、国务院相关的行政法规、证监会的部门规章与证券法共同组成投资者保护的规则依据。17年前,证券虚假陈述的民事责任就是通过司法解释真正落地的,但不得不承认的是,这部司法解释在某些地方也阻碍了民事责任的圆满实现。因此,从民事责任的规则供给角度来说,新证券法只是一个起点。

民事责任羽翼丰满投资者最大的福音。而民事责任的彰显,一直是我国证券法饱受诟病的一个问题。新证券法通过设立投资者保护专章,使这一问题得到了较大程度的缓解。但是,新证券法之下的民事责任,只能说“羽翼渐丰”,离“羽翼丰满”还有很长的路要走。