

■ 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”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。

新证券法建立“以结果为导向”的投资者保护制度

□华东政法大学国际金融法律学院 郑彧

“投资者保护”历来是各国证券监管的重点内容。在我国,投资者保护制度的建设与完善也历来是监管部门工作的重中之重。近年来,无论是上市公司股东大会的网络投票、虚假陈述先行赔付,还是投资者适当性要求等制度往往都是监管部门在实践中逐渐摸索出的工作成果。本次证券法修法其实是在总结先前监管工作经验的基础上,将一套被实践证明行之有效的投资者保护制度从位阶较低的部门性规章上升为位阶较高的法律,以为司法审判和证券监管提供充足且有力的法律保障。

对投资者风险承受能力分类识别

“投资者保护”专章在起始条款(第88条)中首先开宗明义要求“证券公司向投资者销售证券、提供服务时,应当按照规定充分了解投资者的基本情况、财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等相关信息;如实说明证券、服务的重要内容,充分揭示投资风险;销售、提供与投资者上述状况相匹配的证券、服务”,同时在第89条区分了“普通投资者”和“专业投资者”的区别,由此构成针对券商“投资者适当性”的法定义务。

就新证券法的体例编排而言,其实可以看到投资者适当性义务实际上是“投资者保护”的前置条件,因为投资者进入证券市场是投资的开始,没有在券商的开户和下单,投资者就无法交易,也就谈不上后续的受到损失。但是不同于股市发展初期投资者需求和投资者背景的主体结构的“单一化”和风险承受的“同质化”,随着我国多层次资本市场体系的逐步建立,市场与市场、产品与产品之间存在越来越多的差异性,不同层次市场以及不同品种的证券产品的风险均呈现出不同的状态。而随着投资者主体结构、投资需求的多元化、不同投资者对于市场的投资目的、投资偏好和风险承受能力都已开始因人而异,多元化的市场在提供了更多的市场机会的同时,其实也对投资者的风险能力提出了要求。而为了避免投资者投资的盲目性,对于投资者风险承受能力的分类与识别,就自然而然成为实现保护投资者利益这个结果目标的前道栅栏。

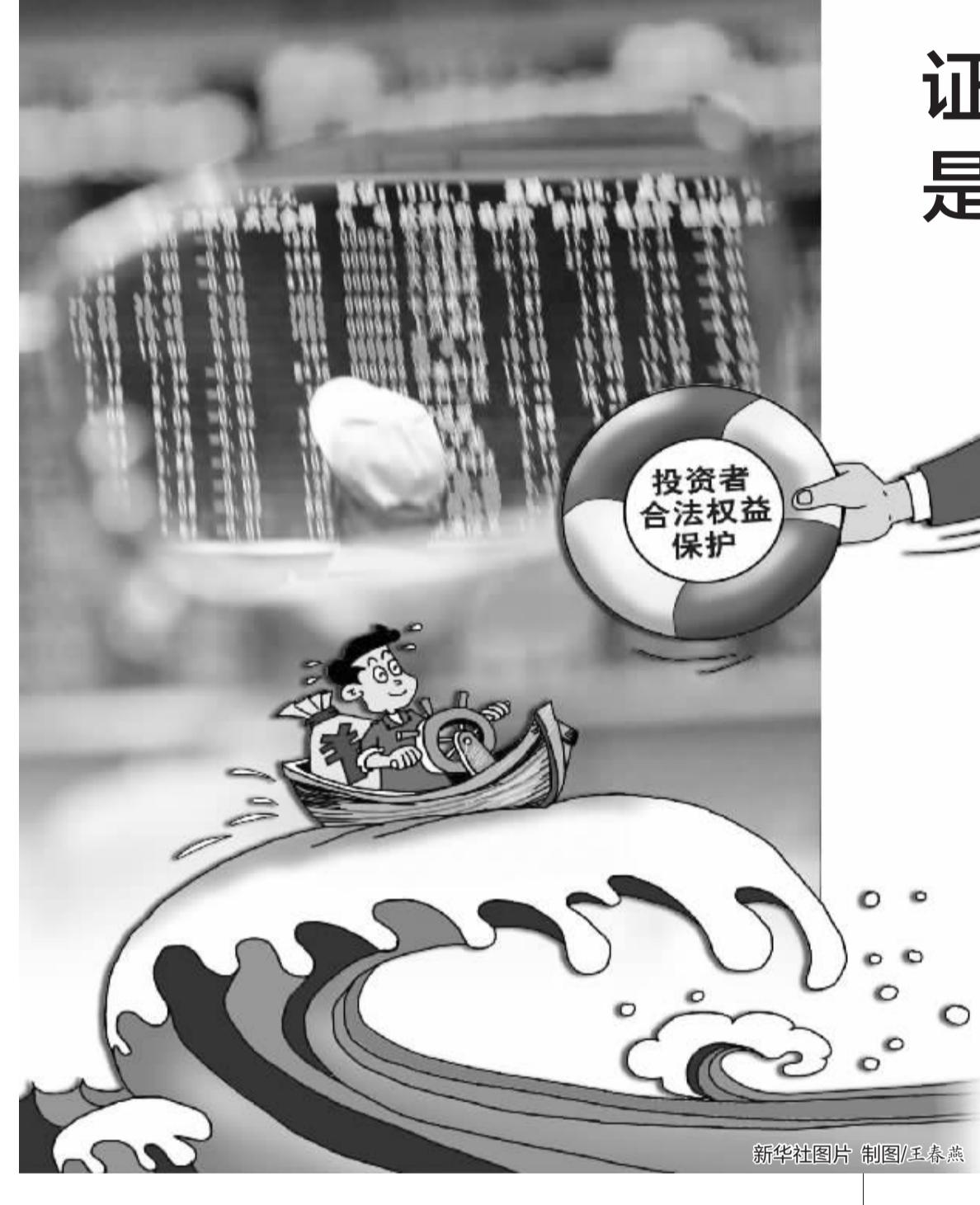
“前瞻式”监管干预

新证券法有关“投资者适当性义务”的规定,实际上是国际通行的针对金融消费者保护的“行为监管”的重要组成部分。行为监管的实践发端于20世纪70年代,在2008年次贷危机爆发后,出于对“最少的监管即最好的监管”理念所产生的危机反思,强化行为监管和金融消费者保护日益成为国际金融变革的新趋势,尤其是强化以保障金融消费者为核心要义的行为监管成为全球银行业监管当局反思的重要内容。行为监管是一种“前瞻式”的监管干预手段,它不仅关注金融机构在提供金融产品或服务过程中是否合法合规,而且还要求其必须是合情合理,通过考察金融产品的整个生命周期,以早期干预的方式对金融机构所提供的金融产品的业务规则进行实质性监管,防范有问题的金融产品和金融服务对金融消费者造成损害。

同样,为了将风险与防范做在前面,新证券法第88条对券商施加了两方面的投资者适当性义务:第一个是身份识别的基本义务,即“了解你的客户”原则,要从防洗钱和业务合规性的角度知道你的客户是谁、客户想做什么;第二个是风险识别的基本义务,即了解客户能做什么、不能做什么,在此基础上将合适的品种推荐给合适的人。值得注意的是,“投资者适当性义务”名义上是券商的义务,但通过本次修法,它实际上也转换成了券商的一种权利,即如果没有通过券商的投资者适当性审核,券商是有权利拒绝向投资者提供相关的金融产品和服务。

引入“原则监管”

新证券法第88条虽对券商的“投资者适



新华社图片 制图/王春燕

当性义务”设定了法定的义务,但从立法技术上,立法者并没有在该条内容上过多地展开具体要求,而是做了一个类似于“目标式”的立法要求。此中原因不难理解:券商在开展具体业务时可能遇到的情形千变万化,“投资者适当性义务”的条款确实很难展开技术性的具体描述以定位券商的具体要求。但基于第88条新设置了一项券商的法定义务,如要切实通过本条实现保护广大投资者利益的初衷,则在该条具体执法和监管的过程中就要注意对于“原则监管”的引入。

所谓“原则监管”也称“以原则为基础的监管”,它是一种以“监管结果为导向”的监管。“原则监管”不同于“规则监管”,规则监管是以明确清晰的标准来描述监管对象应该完成的“规定动作”或应该履行的行为的过程来保证最大程度的行为合规性。规则监管的问题在于其在具有简单明了的优点的同时,越来越多的监管规则使得规则变得极其庞杂,这会导致虽然原本规则监管的目的在于防范可能出现的违法违规行为,但因为规则监管往往“重程序性、轻交易实质”,使在过于依赖详细的监管规则下,被监管者严重依赖“规则本身”的技术条款,而不关注规则背后的价值取舍,由此不免出现“规避”“形式主义”等问题。相反,原则监管更多地提出一项明确的目标和要求,只不过不再把实现这个目标和要求的条件一一列明,而是需要监管对象依据行业惯例、内部风险控制去证明实现监管的目标和要求。此外,原则监管不是意味着放弃规则监管,而是把原则监管凌驾于规则之上,具体的规则只是构成原则监管项下的其中一个必要组成部分。

对照前述“原则监管”的要求,很明显地看到,新证券法第88条中的“充分了解”“如实说明”“充分揭示”“状况相匹配”都不是技术性规范,而是一个有关结果的要求。这就决定了新证券法实施后,券商在销售证券或者提供服务的过程中,并不能完全以所谓的“程序性”规定(“规定动作”)的满足作为其完成“投资者适当性义务”的标准。相反,券商在提供相关产品和服务的过程中,必须以“程序性的规定动作”(法律规范的要求)+“实质性的自愿动作”(内部落实法律规范的规定、程序、条件)来证明其对“投资者适当性义务”的满足。

尚有继续完善之处

相较于国外相对成熟的金融消费者保护体系下的“投资者适当性义务”,未来我国证券监管和司法实践中都有值得继续期待或者明确的地方:第一,在描述券商这个义务的适用条件时,目前的法律用语用了“向投资者销售证券、提供服务时”这样统括性的表述,这里面是否需要做一个限缩式的场景解释?即此项义务应该是券商首次向客户提供服务或首次销售特定类别证券时应履行投资者适当性识别的义务,而不能简单地泛指所有的服务(比如券商承销新股时向客户推荐或者销售时,券商可以基于之前特定的投资者识别性而免于每一次销售的投资者适当性识别义务);

第二,依据现有证券法第二条“证券”的范围的界定,现行法律没有采用范围更广的定义,只是在保留原有股票、公司债券的范围内增加了存托凭证这一明示类别。虽然有学者认为该条第三款将资管类理财产品归入“证券”的范围,但从第三款原文所述的“资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定”而言,资产管理产品是否属于新证券法项下的证券还是未有法律意义上的定论的。由此,新证券法的这种投资者适当性义务是否会涵盖到券商向其客户销售或者代销自身的资管产品、代销的基金产品、其它金融机构的理财产品?(原有券商是可以代销银行系理财产品,但2018年9月28日中国银保监会颁布的《商业银行理财业务监督管理办法》限制了银行委托券商对于银行系理财产品的代销。)

第三,新证券法“投资者适当性义务”适用还有一个前提条件是“应当按照规定充分了解……”,这里面“规定”一词的含义有多广?是仅指证券监管部门的行政性规范?还是可以扩大到所有金融监管机构的行政性规范?是否包括了证券交易所或相关协会的自律性规则?抑或甚至包括了券商在本条要求项下自行制订的“合规性”内部规定?因为在最高人民法院看来,“在确定卖方机构适当性义务的内容时,应当以合同法、证券法、证券投资基金管理法、信托法等法律规定的基本原则和国务院发布的规范性文件作为主要依据”(参见《全国法院民商事审判工作会议纪要》第73条)。未来司法实践与监管实践如何理解与解释这个问题也值得期待。

证券纠纷示范判决机制是投资者维权有效途径

□上海财经大学法学院助理教授 樊健

我国证券市场是一个以中小投资者为主的市场,投资者权利被侵害(例如因上市公司虚假陈述而遭受损失)之后,想要通过法律途径获得赔偿,难度不小。对此,新证券法特别制定了投资者保护专章,从先行赔付、证券调解、支持诉讼、代表人诉讼以及证券集团公益诉讼等多个方面,来助力投资者维权。

为了让多数投资者更有效地维权,快速、低成本地获得赔偿,在2018年末,最高人民法院和证监会联合出台了《关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》,首次提出了证券纠纷示范判决机制的概念。随后,上海金融法院于2019年初制定了《上海金融法院关于证券纠纷示范判决机制的规定(试行)》(以下简称《规定》),并在“方正科技”虚假陈述案中首次适用了该《规定》。从世界范围来看,除了德国《资本市场示范案件法》明确规定在证券虚假陈述等案件中适用示范判决机制之外,我国可能是第二个明确规定证券纠纷示范判决机制规定的国家。运行良好的证券纠纷示范判决机制,不仅能够为我国投资者提供有效的维权途径,也能为如何解决投资者维权这一世界性课题,提供有益的中国经验。

获得赔偿有两种方式

根据《规定》,示范判决机制是指,法院根据当事人的请求或者依职权,选定有代表性的案件作为示范案件,对于证券侵权纠纷案中的共同性问题,先行审理(包括一审和二审)并作出判决。以期“实现群体性证券纠纷的话法统一,提升审判效率,节约司法资源,降低诉讼成本,促进矛盾化解”。

就参与示范案件的投资者而言,通过审理程序的特殊安排,其能够快速地获得赔偿。如果将来由投服中心等投资者保护机构提出支持诉讼并担任示范案件的原告,投资者自己还无需负担诉讼成本。

就那些未参与示范案件的投资者而言,《规定》给出了两种获得赔偿的方式:第一,在法院等主持下,投资者依据示范判决的结果与被告调解,获得赔偿。对此,法院会减少收取案件受理费。需要注意的是,如果投资者不接受调解方案,执意起诉,但是在后续诉讼中未能获得更有利的判决结果,法院可酌情增加其诉讼费用的负担部分。第二,如果原被告双方不能达成调解协议,法院就依据示范判决结果,通过表格式、要素式等方式,来简化审理过程和裁判文书的制作,使投资者快速获得赔偿。

证券纠纷示范判决机制首次实践

在“方正科技”虚假陈述案中,上海金融法院(一审)和上海高院(二审)首次采用了示范判决机制,较好地实现了其预期目标。

首先,就一审时间而言,“方正科技”虚假陈述案历经二审,总共用时约347天。这远少于按照普通诉讼程序作出最终判决的平均用时(405.1天)。快速的判决不仅能使示范案件中的原告较快地获得赔偿。后续主要通过调解结案的投资者也能在相对较短的时间内获得赔偿。

其次,在示范判决明确了本案的共同事实与法律适用问题(例如虚假陈述揭示日与基准日、平均买入价的计算以及系统风险的扣除等)之后,其他投资者就可以与方正科技达成和解协议或者经由法院调解,其自行提出诉讼并要求赔偿已无必要。通过非诉途径解决纠纷,会成为绝大多数投资者和被告的选择。截止到2019年10月16日,方正科技与张丽敏、曹计明等共计223名投资者达成调解协议,共计支付赔偿金7121395.79元。因此,示范判决机制实现了引领作用,绝大多数投资者依据示范判决结果,通过非诉途径解决纠纷,节省了投资者、被告以及法院的成本。

最后,就系统风险的扣除等专业问题,经原被告共同申请,投服中心免费出具了《损失核定意见书》。通过专业机构的技术支持,较好地解决了赔偿金额的计算问题。

解决证券虚假陈述纠纷中的专业问题,减轻了法院的审判难度,同时也加快了示范案件的审理速度。

示范案件存在搭便车问题

由于示范判决机制在我国并无先例可供遵循,不论是《规定》本身还是司法实践,也都存在一些问题。

首先,平行案件中的投资者权利未得到有效保护(所谓平行案件,是指与示范案件有共通的事实争点和法律争点的案件)。按照《规定》,在示范案件审理的同时,平行案件应当中止审理,并且平行案件的当事人不可以申请加入到示范案件的审理中。因此,平行案件的当事人只能被动地接受示范案件的结果。

其次,示范案件中的搭便车问题。按照《规定》,示范案件中原告所支出的律师费、鉴定费或者专家辅助人费用等,由其个人负担。然而,由于示范判决结果具有公共品的色彩,一旦示范判决作出之后,其他投资者都可以依据该判决结果,要求调解。平行案件中的原告投资者也可以适用该判决结果,而免去负担律师费或者鉴定费等费用。因此,这些费用如果只由示范案件中的原告支出,其他受益投资者不予承担,在结果上显然不公平,从而减弱了原告提出选定示范案件申请的动力。

最后,《规定》尚缺乏像德国《资本市场示范案件法》那样在诉讼中通过集团和解的方式,尽可能一次性解决纠纷的制度安排。

投资者可共同分担诉讼费用

在目前的环境下,对投资者而言,选择适用证券纠纷示范判决机制是一个能够快速获得赔偿,且诉讼成本相对较低的纠纷解决途径。对此,本文有以下几个建议:第一,投资者在提起诉讼时,可以申请将本案作为示范案件,并成为示范案件的原告。当然,按照《规定》,其需要自行支付相关费用。或者,投资者也可以在他人提出示范诉讼之后,依据示范判决的结果与被告调解,无需承担相关费用,但是其只能被动地接受示范判决的结果。

投资者可以依据自身的实际情况(例如索赔金额的大小、自身的法律素养等)作出选择。

第二,如果投资者选择成为示范案件的原告,从诉讼成本的角度考虑,其不妨联合其他投资者一起提出,这样投资者之间能够共同分担费用。

第三,如果投资者希望在示范判决生效后,与被告进行调解,由于共性的问题在示范案件中已经解决,因此对于投资者而言,基本只剩下根据其交易情况计算投资损失的问题。所以,投资者不妨在调解之间,通过查阅案例或者登录上交所、投服中心网站等方式,来知晓损失计算的方式,大致算出自己的损失数额,以便在调解时心里有数。