

证券市场先期赔付制度的引入及适用

陈洁*

摘要 “先期赔付”是指在证券市场中发生虚假陈述案件时,在对发行人、上市公司等市场主体据以承担赔偿责任的行政处罚、司法裁判做出之前,由虚假陈述民事赔偿责任的可能的连带责任人之一先行垫资向投资者承担赔偿责任,然后再由先行赔付者向未参与先期赔付的发行人、上市公司以及其他责任人进行追偿的一种措施。为弥补我国当前证券民事责任制度实施机制之不足,藉《证券法》修改之机果断引入“先期赔付”制度,并在其立法及适用上设置科学合理的规范措施与实施方案,是建构我国资本市场民事赔偿的新模式,消除迈向注册制时产生的投资者市场疑虑的重要措施。至于先期赔付制度的法律安排,应当在制度的制定与适用上,把握好相关要点,以确保先期赔付制度设计的预设效果。

关键词 先期赔付 制度功能 规则设计

证券市场的存在与发展有赖于投资者的市场信心,而投资者信心的维持有赖于公平的证券市场环境。投资者在因证券欺诈行为而蒙受损失时,能否得到公平及及时的补偿,则是证券市场公平与否及其程度的一个重要判断标准。旨在为因欺诈受损的投资者提供法律救济的证券民事赔偿制度,就是保护投资者权益、维护市场公平的重要法律机制。然而,由于现行证券民事责任制度存在功能性的障碍和结构性的缺失,致使我国中小股民能够通过民事诉讼维权获得赔偿的案例实属寥寥。在实行证券发行注册制的制度预期下,烦琐滞后的证券法律责任制度的“短板”效应将更加明显。为弥补当前证券民事责任制度实施机制之不足,果断引入“先期赔付”制度,并在其立法及适用上设置科学合理的规范措施与实施方案,是建构我国资本市场民事赔偿的新模式,消除迈向注册制时产生的投资者市场疑虑的重要措施。

一、先期赔付制度的功能及其引入的必要

所谓“先期赔付”,是指在证券市场中发生虚假陈述案件时,在对发行人、上市公司等市场主体据以承担赔偿责任的行政处罚、司法裁判做出之前,由虚假陈述民事赔偿责任的可能的连带责任人之一先行垫资向投资者承担

赔偿责任,然后再由先行赔付者向未参与先期赔付的发行人、上市公司以及其他责任人进行追偿的一种措施。

根据先期赔付制度的内涵及其适用情形,可以看出先期赔付制度具有这样一些特征。

(一)先期赔付制度适用于证券市场发生虚假陈述事件、并且该事件肯定最终导致对投资者进行赔偿的场合。因此,先期赔付的责任主体是对虚假陈述负有法律责任的主体,该主体具有复数的特点,一是同时有多个市场主体要承担相应赔偿责任,二是这种赔偿责任是连带责任;先期赔付的对象则是因虚假陈述而受损害的投资者,而且往往是不特定的公众投资者。

(二)先期赔付的责任主体是因虚假陈述事件的可能的连带责任人之一。如果只有一个责任主体,或者责任主体之间不存在连带责任,则不是先期赔付制度适用的场合。

(三)证券市场中发生虚假陈述事件后,如果需要通过法院判决确定赔偿责任主体并最终得以执行判决,不仅司法过程本身就耗时费力,而且往往以证监会做出相应的行政处罚决定作为诉讼程序启动的前置条件。因此,先期赔付中的“先期”,就是指先于法院判决之期,先于证

*陈洁,中国社科院法学研究所商法研究室主任,研究员,博士生导师。



监会做出行政处罚之期。

(四)做出先期赔付的主体可以对没有参与先期赔付的责任主体进行追偿,在通常情形下,适用连带责任制度中的追偿规则。但需注意的是,履行先期赔付责任的主体只是表面上的连带责任人,最终未必一定会承担连带责任上的赔偿份额,也可能是经法院判决后不必承担赔偿责任的市场主体。这是因为,在发生虚假陈述事件时,法定连带责任人范围内的不同类型主体承担赔偿责任的构成要件并不相同。例如,发行人或上市公司,承担的是无过错责任;承销的证券公司或者保荐人,发行人或上市公司的董事、监事、高管人员等,承担的是过错推定责任;发行人或上市公司的控股股东、实际控制人等,承担的是过错责任。^[1]因此,发行人或上市公司之外的做出先期赔付的主体,可能经法院审理后被确认为对虚假陈述事件没有过错,因而最终得以完全免责。至于先期赔付制度的功能,主要如下。

首先,快速实现证券市场安定,是先期赔付制度的主要功能。证券市场是高度信息化的风险急速传递的特殊市场。当证券市场上一个虚假陈述事件发生并经确定后,往往会引起证券市场的震动,甚至因信息传递效应而对证券市场秩序产生水波放大般的破坏性结果,并造成较多的证券投资者受到损害。对于这种事件,必须予以及时处理,从而控制损害、风险及失序的传播范围与烈度,否则不仅会影响证券市场秩序,在一定情况下,也会引起较大范围的社会秩序混乱。由于证监会对虚假陈述的调查、确认与处罚需要一定期限,法院对虚假陈述责任的审理、判决、执行也需要较长期限,再者,由于某种原因,如发行人、上市公司资金调度不灵而不能及时清偿,或者发行人、上市公司资不抵债,或者发行人、上市公司经营瘫痪而不能及时做出赔偿决策。因此,依照现行证券法和相关诉讼规则提供的制度措施,对于虚假陈述行为的民事赔偿责任的确定与执行,是欠缺及时性和早期稳定性的。如此,每当发生虚假陈述事件时,受损的投资者会因赔偿的不确定性而惶恐不安,涉及事件的证券业者之间会因各自责任的不确定性而影响营业规划,这样证券市场就会陷入较长时间的混乱当中。而先期赔付制度得以适用时,就会有一个或多个连带责任人出面先行承担责任。当某一责任人先期赔付后,其后的责任追究将发生在连带责任人之间,这样就会在对证券市场秩序影响较小的范围

内,从容而妥善地解决最终的责任归属问题。这样一来,就会及时安定投资者情绪,消除同业经营者的市场疑虑,制止不良市场信息蔓延,使得因虚假陈述事件而动荡的证券市场及早安定下来。

其次,先期赔付制度有利于及时维护证券投资者权益。先期赔付制度可以及时赔偿投资者的损失,有利于维护投资者的权益,避免因责任人之间的相互推诿和求偿程序复杂而导致投资者求偿无门。而且先期赔付可易于获得投资者的谅解,避免因受害者群情汹汹而过于影响证券市场秩序甚而社会秩序。先期赔付的优越性其实是通过与诉讼解决纠纷方式相较而体现出来的。先期赔付作为一种诉讼外的和解方式,它通过当事人自愿协商,就赔付投资者损失达成协议并加以履行。这种和解方式,一方面兼顾了受损害的投资者与造成损害的赔偿主体的利益,另一方面又能够及时、充分地补偿投资人的损害,极大地克服了投资者通过民事诉讼寻求救济的耗时、举证责任的繁琐及维权成本的高昂。

再次,先期赔付制度可以提高证券业界的经营能力和信誉水平。在虚假陈述事件发生后,进行先期赔付的主体往往是证券业机构,如为证券发行承销的证券公司,证券发行的保荐人等。如果先期赔付是在虚假陈述事件发生后的一种应对安排,做出先期赔付的主体会积极和投资者达成赔偿和解,同时积极运用专业手段与其他责任人进行最终责任的谈判,从而提高证券业处理虚假陈述赔偿案件的水准与能力。如果是在虚假陈述事件发生前作为一种预防措施,则会促使做出先期赔付承诺的证券业者更为精心尽力地履行职责,会采取更严密的措施防止出现会导致先期赔付的虚假陈述事件的发生。可见,因先期赔付制度的实施对证券市场主体有约束效应,有利于约束证券业机构的经营行为和从业人员的专业行为,促使其审慎经营、依法依规经营,从而有利于提升证券业经营水平并维持证券行业形象。

然而,证券市场上的任何制度在功能上都是有弊有利的。先行赔付制度在发挥上述积极作用的同时,也可能潜在影响证券市场有效性的不良影响。

其一,成本转嫁问题。在先行赔付制度下,要求因虚假陈述而承担民事赔偿责任的连带责任人,通常是保荐机构,即由保荐机构先行垫资向投资者承担赔偿责任。这样的制度设计无疑会促使保荐机构在签订保荐协议时,

[1]参见《证券法》第69条。

通过约定收取更高额的保荐费或通过其他合约安排等方式,转移自己未来可能承担的责任。这种成本转嫁直接但是分散地还是落到发行人或上市公司身上,最终会反映为发行人的股价构成因素而实质上还是落在投资者身上。

其二,道德风险问题。先行赔付制度相当于为投资活动提供了相对明确的赔付保障。这种确定性的保障,可能促使投资者放松对上市公司应有的风险识别和审慎投资,进而形成不当依赖证券违法行为民事责任制度的道德风险。

二、我国证券市场先期赔付的制度实践评析

在我国的证券市场运行与管理实践中,已经出现了先期赔付的做法。即在发行人、上市公司因虚假陈述造成投资者损失时,保荐人、承销的证券公司、发行人或上市公司的控股股东、实际控制人等,可以单独或者部分多个责任人合作提供资金,对受损害的投资者予以先期赔付,然后再向未参与先期赔付的发行人、上市公司以及其他连带责任人进行追偿。例如,2012年9月14日,证监会对万福生科(湖南)农业开发股份公司涉嫌财务造假等违法违规行为立案稽查。万福生科发行上市过程中,保荐机构平安证券、审计机构中磊会计师事务所及湖南博鳌律师事务所等三家中介机构及相关责任人员涉嫌未勤勉尽责,出具的相关材料存在虚假记载,后续分别被立案调查。该案为首例创业板公司涉嫌欺诈发行股票的案件。万福生科于2013年3月发布自查公告,承认于2008年至2011年间累计虚增收入7.4亿元左右,虚增营业利润1.8亿元左右,虚增净利润1.6亿元左右。^[2]5月10日,证监会公布了对万福生科案的处罚结果,宣布对万福生科罚款30万,作为推荐万福生科上市的保荐人平安证券公司,也因其在保荐过程中未尽到勤勉义务被处以7665万罚款、暂停保荐资格3个月。^[3]在证监会对万福生科案的查处过程中,平安证券公司作为万福生科首次公开发行并上市的保荐机构及主承销商,推出了对受损投资者的先行补偿方案,并以自有资金3亿元设立“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”(以下简称“专项补偿基金”),委托中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称“保护基金公司”)担任基金管理人。专项补偿基金采取“先偿后追”模式,即平安证券公司先以基金财产偿付符合条件的投资

者,然后通过法律途径向万福生科虚假陈述的主要责任方及连带责任方追偿。万福生科的保荐机构平安证券公司主动履行对受损投资者的先行补偿义务,积极采取措施纠正万福生科的违法违规行,减轻了对市场的负面影响。

在这一虚假陈述事件的处理中,平安证券公司主动承担先期赔付责任的做法,是国内证券市场发展过程中的第一次。这次以先期赔付解决矛盾并优先保障投资者权益的做法,以市场化的手段走出了一条投资者零成本获取补偿的和解之路,开创了我国资本市场投资者损失先行补偿的先河,也开启了我国资本市场虚假陈述民事赔偿的新模式,更为未来进一步探索如何更好地保护投资者、建立更为规范的市场规则提供了新思路。

平安证券公司采取先期赔付的处置措施,虽然是出于维护其市场信誉和专业机会的考虑,但因其及时稳定证券市场安定和尽快满足投资者赔偿要求的效果,受到了证券监管机构的肯定和鼓励,证券监管机构在行政处罚上对平安证券公司予以较轻处理。从社会各界对万福生科案中平安证券公司先行赔付的盛赞,以及证监会对平安证券处罚的“从轻发落”,直至随后的监管规则对先行赔付做法的吸收借鉴,都表明了先行赔付在实现对投资者补偿方面的重大价值。不过,在平安证券公司先期赔付方案及其实施中,实际上还引发了许多问题值得分析探讨。

(一)先行赔付协议的效力问题

先行赔付协议是证券民事纠纷的当事人双方自行达成的纠纷解决协议。这样的和解协议,属于诉讼外的和解协议,由于没有公权力的介入,和解协议也被认为是私法行为的结果。对于先期赔付的和解协议而言,由于一方是连带责任人之一或部分,另一方是多数的不特定公众投资者,对于先期赔付的和解协议能否拥有强制执行力,法律应当设置相应的认可规则与处理程序。如果证券民事纠纷的赔偿主体不执行先行赔付协议,最终还是要进入审判程序予以解决。如果先期赔付的和解协议没有强制执行的法律效力,那么,不仅为先期赔付所做的前期努力徒劳无功,而且还会继续支出高额的诉讼成本,徒然增加负担。所以,如何解决先行赔付协议效力的执行力问题,至关重要。

[2]参见万福生科:“关于重大事项披露及股票复牌的公告”,载http://download.hexun.com/Txtdata/stock_detail_txt_62172643.shtml。

[3]参见沈安贝:“平安证券遭史上最严处罚,3亿补偿投资者获肯定”,载<http://www.yicai.com/news/2013/05/2694102.html>,2014年3月28日访问。



尽管中国证监会《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》以及交易所的相关规则都表示了对先行赔付措施的支持,^[4]但是这些制度化规定的规范层次较低,而且尽管恢复上市规则可能成为迫使违法行为人“主动”履行先行赔付的强大外在压力,但这些行业规则的性质本身使其无法从根本上解决协议的效力问题。虽然我国最高人民法院已认识到,只有实现非诉和诉讼的有效衔接,才能充分发挥非诉讼纠纷解决方式的作用,并于2009年制订了《关于建立健全诉讼与非诉相衔接的矛盾纠纷解决机制的若干意见》(法发〔2009〕45号),但该意见主要是聚焦于人民调解协议的效力如何与诉讼机制对接,而对于类似先期赔付的和解协议效力如何与诉讼对接的规定,则仍是出于规范空白状态。

(二)受损害的投资者的选择权问题

要使得诉讼外和解成为解决证券民事纠纷的有效手段,需要以保障投资人对提起诉讼和诉讼外和解的选择权为前提。尽管先行赔付的制度目标就是为了尽快补偿投资者,但由于投资人出于不同的利益权衡,投资者对先行赔付协议会有自己的理解。因此,必须尊重投资者的主体地位,保障投资者的选择权。只有赋予当事人充分的选择权,才能够为当事人提供实现其利益最大化的机会。投资人选择了证券赔偿主体的和解方案,其根本前提在于投资人对于赔偿主体所提出的和解方案的认可。如果投资者不愿意接受和解方案,也不意味着丧失权利,仍可以到人民法院提起诉讼。^[5]

万福生科案中平安证券公司设立专项赔偿基金的《和解协议函》中,就有关于接受和解就需要放弃诉讼权利的条款,但其中也同时规定,如果投资人不同意此和解方案,可以采取诉讼等方式来进行救济。平安证券公司在《<平安证券有限责任公司关于设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的公告>问答》和其起草的《和解承诺函》中,明确说明了两点:一是如果投资者选择

用该专项基金进行赔付,就必须和平安证券签订和解承诺函,同时放弃对万福生科起诉和追偿的权利;二是如果投资者确对补偿方案持有异议,或不愿接受补偿方案,可通过司法途径解决损失补偿问题。现在可能面临的一个问题是,如果投资者采取双向通吃的维权策略,法律制度对此将采取何种态度。所谓“双向通吃”是指,投资者一方面接受先行赔付,以求落袋为安;然后又参加对赔偿责任人的诉讼,以求更多利益。对于投资者试图“双向通吃”的请求,承担先行赔付的主体以及其他连带责任人,当然可以已有“先行赔付和解协议”在先而进行抗辩。但是,对于未参加先期赔付连带责任人,其抗辩的效力究竟如何,应当以法律明确确定,以免徒增争议。笔者认为,应当授予承担先期赔付责任的主体以法定代理权,其与接受先期赔付的投资者之间签订和解协议时,其效力及于其他为参与先期赔付的连带责任人。也就是说,投资者只要接受了有关先期赔付的和解协议,不仅不能再向参与先期赔付的责任人提出新的赔偿要求,也不能再向其他为参与先期赔付的连带责任人提出赔偿要求。否则,不仅先期赔付制度的积极效果会大大地打折扣,而且会助长证券市场中的不正当投机行为。

(三)赔付方案制订的程序问题

赔付方案制订的程序正义是实现保护投资者权益的关键。投资者个人才是其自身利益的最好代言人,但由于证券民事赔偿中,受损投资者人数众多,先行赔付方无法跟每个受损投资者一一协商签订赔付协议,所以只能以类似集体合同的方式制定赔付方案。在这种情形下,对于涉投资者权益保护的重大事项,宜经过听证调查程序。

但在万福生科专项补偿基金分配方案的制订过程中,并未看到向受损投资人广泛征询基金分配方案意见或召开专题听证会的环节,因而受损投资人似未获得对于基金方案的制度性发言权,同时没有其他独立的第三方机构参与监督,对分配方案设计的科学性、合理性进行

[4]例如,2014年10月17日,中国证监会颁布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》,其中在“(八)重大违法暂停上市公司终止上市的例外情形”中明确规定,“对于上述因信息披露违法被暂停上市的公司,在证券交易所作出终止公司股票上市交易决定前,全面纠正违法行为、及时撤换有关责任人员、对民事赔偿责任承担作出妥善安排的,公司可以向证券交易所申请恢复上市。证券交易所应当在规定期限内作出同意其股票恢复上市的决定。”再如,《上交所退市公司重新上市实施办法(2015年修订)》中规定,因重大违法退市公司提出重新上市申请时,要符合的条件之一就是“已对相关民事赔偿承担做出妥善安排并符合下列要求”,包括:“1.相关赔偿事项已由人民法院作出判决的,该判决已执行完毕;2.相关赔偿事项未由人民法院作出判决,但已达成和解的,该和解协议已执行完毕;3.相关赔偿事项未由人民法院作出判决,且也未达成和解的,公司及相关责任主体已按预计最高索赔金额计提赔偿基金,并将足额资金划入专项账户,且公司的控股股东和实际控制人已承诺:若赔偿基金不足赔付,其将予以补足。”

[5]刘俊海:“尽快修改囊括虚假陈述等的综合性司法解释”,载《证券日报》2013年5月15日。

谨慎思考和判断。^[6]因此,虽然在万福生科专项补偿基金赔偿方案形成时,也经历了多位财务、法律专家的反复打磨,但由于缺乏不同利益群体投资者的实质性参与,缺少第三方权威机构的客观审视,因此,专项保护基金分配方案的公平性未能通过制订程序的公正性而充分显现出来,这不能不说是这一先期赔付实践的最大缺陷。只是万福生科虚假陈述行为的受损投资者们普遍接受了赔偿方案,使得这一先期赔付措施的程序性缺陷未能产生实际上的影响。试想,如果万福生科专项补偿基金分配方案的制定与实施中发生较多的争议与质疑,其制定程序上的缺陷必定成为主要标靶并影响其方案目标的顺利实现。可以说,在先期赔付制度的设计与实施中,程序安排与实质权益分配同等重要。

(四) 补偿方案赔偿幅度能否超出投资者的真实损失

民事损害赔偿的意义就在于,让权益受损的投资者,恢复到原来未受损害的状态,即损害赔偿的数额应当与所受损失的数额相当。为了防止投资者形成不当依赖证券违法行为民事责任制度的道德风险,学理上通常认为,不应该让投资人因为损害赔偿而获得损失之外的其他利益,而民事责任制度中的“因果关系”规则也清晰地界定了“该不该赔”的合理界限。在万福生科投资者利益补偿专项基金的具体补偿计算方案中,贯彻了“充分补偿”原则,对同时符合多种不同情形的投资者,予以分别计算其损失结果,并按有利于投资者原则确定最终补偿金额,切实地维护了投资者特别是中小投资者合法权益。但是就实际情形而言,万福生科赔付方案中对投资人的赔偿幅度,都有超过其真实损失的可能。不过,既然是和解,并且是第一例先期赔付的实践尝试,以较为优惠的条件获得受损投资者的接受和证券市场的认可,是可以想像得到的合理策略。何况施行先期赔付的责任人愿意花钱修复商誉,并以此作为获得投资者谅解和监管机构“轻判”的交换条件,法律自无禁止或限制之必要。先期赔付的赔偿幅度究竟多少合适,应当尊重相关参与者的自主把握,并在执行时以协议内容为准。

但是,如果“先期赔付和解协议”对投资者的赔付过于超过投资者的实际损失,先行赔付责任人再向其他连带责任人追偿时,其他连带责任人应当可以就明显超过的赔偿部分提出抗辩。笔者认为,未参与先期赔付的其他连带责任人的“超额赔偿抗辩”得否成立,应当具备3个要

件:1.先期赔付者确有向投资者超额赔付的情形;2.其赔付额度显著超过投资者的实际损失;3.先期赔付者对于超额赔付结果的形成,具有故意或者重大过失。

三、先期赔付制度的构建思路与规则设计

推究先期赔付制度的建构原理,在于民事责任的最终依法承担与民事责任的实际承担过程之间的功效平衡。虚假陈述行为的民事责任是一种连带责任,假定法律能够认真而有效的实施,在发生证券侵权行为时,即使没有先期赔付制度介入其中,但通过连带民事责任制度的确定与执行,最终还是能够恰如其分地分配民事责任并充分赔偿受害投资者。但是在实际操作时,却对这一连带责任的追究蕴含一个约定俗成的顺序,即往往是发行人、上市公司赔偿在先,在其不能赔偿时,才由其他连带责任人承担赔偿责任;而且发行人、上市公司的赔偿往往是在行政处罚或司法裁判做出时,才予以实际承担责任。这样一来,因虚假陈述案件处理情形的实际效果就是,投资者的权益往往不能得到及时赔偿,因虚假陈述导致的市场扰乱往往不能及时安定。对于此种法律制度实施上的缺陷,先期赔付制度介入其中的必要性就大大显现出来。可以说,先期赔付制度的应有功能正好可以弥补先行制度的功能缺陷,是证券民事责任制度的必要而有益的补充。

先行赔付方先行垫资设立赔偿基金的本意,就是能够在相关行政处罚或司法诉讼提起之前,与权益受损害的投资者就赔偿、后续诉讼等事项达成合意。因此,先行赔付本质上系当事人通过非正式诉讼的自决模式化解纠纷,是纠纷双方当事人根据民法上的自愿原则,通过自行协商而达成和解协议的行为。这种和解协议实质为诉讼外和解协议。诉讼外和解是诉讼双方当事人解决民事纠纷的一种方式。根据我国《民事诉讼法》第50条规定:“双方当事人可以自行和解”。另外,《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4条也明确表示:“人民法院审理虚假陈述证券民事赔偿案件,应当着重调解,鼓励当事人和解。”因此,先行赔付在我国现行法律架构下具有可行性,并不妨碍处理虚假陈述事件时公权力的行使。

在实务中还存在一种行政和解的做法,如证监会在执法中遇有某些特殊情形,诸如涉嫌违法行为事实难以查清或者调查成本巨大的,涉嫌违法行为查处依据不明确的,涉嫌违法行为事实清楚、查处依据充分但情节较轻的,涉嫌违法行为人积极配合监管机构调查或者主动赔

[6]参见汤欣、谢日曦:“专项补偿基金能否擎起赔偿模式大旗”,载《证券时报》2014年11月15日。



偿投资人损失等情形,这时证监会可以与提议和解的涉案当事人进行谈判,达成行政和解;作为证监会同意和解的对价,可提议和解的当事人将支付高额的赔偿金或者处罚金。行政和解和先行赔付在解决证券纠纷方面,均有着诉讼裁判制度所无法取代的价值,但二者的性质、效力及适用范畴并不相同。

关于先期赔付制度的规范设置与内容表述,可以在修改《证券法》时一并纳入其中并予以综合协调。其规范内容及其结构应当包括:(一)先期赔付措施的要件,如规定,“发行人、上市公司因虚假陈述造成投资者损失的,保荐人、承销的证券公司、发行人或上市公司的控股股东、实际控制人可以提供资金,对受损害的投资者予以先期赔付,然后向发行人、上市公司以及其他连带责任人进行追偿”;(二)先期赔付协议的效力,如规定,“进行先期赔付的连带责任人可以与投资者就理赔、诉讼、和解等达成协议,经证监会审批,该项协议对发行人、上市公司有法律效力”;(三)先期赔付后所形成债权的优先效力,如规定,“发行人、上市公司重整或破产的,连带责任人因先期赔付所形成的破产债权,可以在有担保债权、劳动债权之后获得优先清偿。”关于先期赔付制度的法律安排,应当在制度的制定与适用上,把握好相关要点,以确保先期赔付制度设计的预设效果。

其一,先行赔付责任的承担主体

依据现行《证券法》第69条的规定,在发行人、上市公司发生虚假陈述行为致使投资者在证券交易中遭受损失时,其责任主体包括:1.发行人、上市公司应当承担赔偿责任;2.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;3.发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。依此规定,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任的主体都可以是承担先行赔付责任的承担主体,具体包括:1.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;2.保荐人、承销的证券公司;3.发行人、上市公司的控股股东、实际控制人。但实践中,考虑到发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员作为个体的财力有限,由保荐人、承销的证券公司、发行人或上市公司的控股股东、实际控制人提供资金,对受损害的投资者予以先期赔付,则是较为可行的选择。

关于可否向保荐机构施加法定的先期赔付义务,以强制要求保荐机构在发生虚假陈述事件时单独履行先行赔付责任。笔者认为,对此不必做出强制性规定。其理由如下。

1.先行赔付本身就是一种和解的制度安排,而和解制度的有效执行,最好以相关当事人自愿为妥。如果将先期赔付视为一项强制性的法定义务,则先期赔付就不是一项真正意义上的和解。

2.根据现行法律的规定,保荐人本身就是连带责任人,并且是过错推定责任,即“能够证明自己没有过错的除外”。但是,如果强制保荐机构单独履行先行赔付义务,一来实际等于在法律规定的连带责任体系中,将保荐机构设为第一次序责任人,这会彻底解构了现行的证券民事责任体系;二来过于加重了保荐机构的负担;三来可能使其他可能的连带责任人甚至发行人、上市公司产生责任松懈,因为在他们与投资者之间,设置了保荐机构之盾。

3.由于法律已经建构了严格的连带责任体系,在发生需要追究连带赔偿责任的场合,投资者自然会选择最有赔偿能力又最便于追偿责任的责任对象。通常而言,保荐机构往往是投资者追究赔偿的第一选择。所以,让投资者自由选择就能达到的结果,法律不必强制规定。

4.实行证券发行注册制,在于通过市场选择配置资源。在证券发行注册申报时,保荐机构是否表明承担先行赔付义务,肯定会影响证券发行人的价格策略,也肯定会影响投资者的投资判断。如果保荐机构承担先行赔付义务的证券更易于发行,更得到投资者认可,那么保荐机构自然因市场竞争而选择承担“先行赔付”义务。所以,对于保荐机构是否承担先行赔付义务,完全不必强制规定。

其二,先行赔付基金的管理主体

在当前的情况下,由中国证券投资者保护基金公司作为受托管理专项补偿基金的管理人,是较好的选择。一方面,保护基金公司拥有多年风险处置的经验,并且拥有专业优势,能够依据公益性、中立性的原则,独立开展专项补偿基金日常管理及运作,并聘请由法律、会计专家等组成的顾问团,对补偿方案及补偿工作中涉及的重要问题,进行充分研究论证。另一方面,保护基金公司作为国务院批准设立的以保护投资者为宗旨的非营利性机构,接受证券公司委托担任补偿基金管理人,尽管这不是行使行政管理职能,而是民事主体之间的委托与受托的法律关系,但保护基金作为管理人,保护基金对外提供的是

一种管理专项补偿基金的服务,也是其职责所在。^[7]

其三,先期赔付协议的效力

如何在法律上安排先期赔付协议作为诉讼外和解协议的效力,包括效力的性质与确认依据,是先期赔付制度的一个重要内容。通常各国将诉讼外和解协议的效力通过一定的诉讼机制使诉讼外和解转化为裁判上的和解,赋予和解协议效力强大的公法效力。在我国现行状况下,一方面,当然可以经当事人申请,在法院的主持下,经过法院的实体、程序审查,双方当事人达成和解协议并签字确认,和解协议最终以诉讼的形式获得与判决同样的既判力、确定力和执行力。此时,无论是要求赔偿的投资人,还是作为赔偿主体的发行人、证券公司、保荐机构,如果对此协议反悔,对方都可以要求法院予以强制执行。但这样的确认方式无疑又陷入诉讼耗时费力的逻辑,有违先期赔付制度的设计初衷。而经由证监会审批,赋予先期赔付协议以行政和解的效力,无疑更具有现实可行性。经证监会批准,进行先期赔付的连带责任人可以与投资者就理赔、诉讼、和解等达成协议,该项协议不仅对发行人、上市公司有法律效力,而且具有确定力和执行力。

其四,先期赔付者的代理权问题

先期赔偿并不是由先期赔付承担者简单垫资赔偿即可,其间必然涉及损失的计算、因果关系的认定以及赔偿认可等事项的处理,并且这些事项处理结果的效力应当及于所有的连带责任人。如果先期赔付的承担者与投资者达成协议的效力只是限于双方之间,那么在投资者获得先期赔付后,仍然可以向发行人、上市公司或者其他连带责任人再行索赔,先期赔付的功能价值就不能充分实现,证券法引入先期赔付制度的意义就不大。如果赋予先期赔付责任人与投资者之间的效力及于发行人、上市公司及其他连带责任人,先期赔付才能做到一次性解决外部性问题。也就是说,经先期赔付协议的签订与执行,将民事赔偿责任的确认与履行问题,由连带责任人及投资者之间的外部事项,转化为连带责任人之间的内部事项。而先期赔付责任承担者作为协议的一方当事人,是在其承担先期赔付责任之后再向其他连带责任人追偿,因此其先期赔付责任承担的程度与方式,也就是所有连带责任人整体上承担赔偿责任的程度与方式。所以,证券法赋予先期赔付责任的承担者拥有法定代理权,即在其与投资者订立先期赔付协议时,是代理包括自己在内的全体连带责任人做出意思表示

,这是先期赔付协议的效力及于其他连带责任人的法律措施与机制。先期赔付责任的承担者拥有全体连带责任人的法定代理权,可以代理发行人、上市公司与投资者就损失赔偿达成协议,包括赔偿比例与数额、诉讼管辖与形式、和解协议等。赋予先期赔付人以当然的代理权,可以在虚假陈述事项上代理发行人、上市公司行使相关权利,可以更为有效地利用先期赔付措施。虽然代理权的授予属于发行人、上市公司的私权力,但是,证券市场的稳定和公众投资者权益的维护具有公益性,在特殊情况下,赋予一定当事人的法定代理权,也是可行的法律安排。

当然,由于这一代理权涉及发行人、上市公司的重大利益,对于先期赔付责任人得否拥有法定代理权,可以在程序上设定相关措施予以规范,如须经证监会审批。例如,当先期赔付的依据较为充分,先期赔付的资金较为充足,先期赔付的方案较为可行时,证监会就可以批准先期赔付责任人得代理行使发行人、上市公司在虚假陈述赔偿事项上的民事权利。实践中也存在这样一种可能,就是先期赔付责任人赔付的标准过高而损害发行人、上市公司的利益。如果出现此类情形,则可以运用代理人勤勉注意义务制度来处理。

其五,先期赔付所形成债权的优先受偿问题

先期赔付责任的承担者向投资者进行赔偿之后,可以再向发行人、上市公司或其他连带责任人予以追偿。但在其追偿目的实现之前,如果发行人、上市公司或其他连带责任人破产,因先期赔付而形成的债权就转化为破产债权。如果该项债权与普通破产债权一个顺序清偿,将会对先期赔付责任人产生严重不公的结果。这种预期结果构成先期赔付责任承担的巨大风险,如果不采取法律上的相应措施以化解这一风险,在证券市场发生虚假陈述事件时,可能的连带责任人就不会积极采取先期赔付措施,而是把主要精力放在法院诉讼中的免责或减责抗辩上。

为降低先期赔付的法律风险,鼓励可能的连带责任人采取先期赔付措施,有必要确认先期赔付形成的债权在破产清偿中的优先次序。综合考虑各种因素,可以将先期赔付形成的破产债权的清偿次序,放在有担保债权和劳动债权的次序之后,而在其他普通破产债权之前。即赋予先期赔付所形成的对发行人、上市公司的债权以优先权,可以在发行人、上市公司重整或破产时,享有次于有担保债权、劳动债权但优于其他普通破产债权的清偿权利。

[7]杨光:“万福生科案先行赔付探索投资者保护新模式”,载《中国证券报》2013年7月3日。