

证券公司破产清算中的投资者保护

廖凡

将证券公司的破产清算程序与专门的证券投资者保护机制相结合，由证券投资者保护机构介入证券公司破产清算过程，实现对客户资产利益的保护。

中国证券客户资产风险主要表现为客户交易结算资金和客户国债被证券公司挪用而形成的风险，并且同登记结算公司(法定的客户证券托管人)和银行(客户结算资金独立存管模式下的客户资金托管人)相比，证券公司的破产问题要现实得多。

由于中国实行直接持有和禁止信用交易，客户资产的关系较为简单和清晰，减少了财产分配中的棘手问题。然而，现有破产法律制度的滞后却增加了处理的难度，有待《企业破产法》的制定和《证券法》的修改来提供依据和规范。

由于证券公司的客户包括为数众多的个人投资者，证券公司破产对其个人财产造成的损害可能是毁灭性的。如果处置不当，还可能进而造成投资者普遍丧失信心，诱发系统性风险。因此，对于证券公司的破产，在普通破产清算程序的基础上，需要确立旨在保护投资者利益的特殊程序和制度。其中，最突出的一点就是将证券公司的破产清算程序与专门的证券投资者保护机制相结合，由证券投资者保护机构介入证券公司破产清算过程，实现对客户资产利益的保护。在这方面，美国的作法颇具特色。

证券投资者保护机构的前期介入

美国《破产法》第七章(“清算”)第三节(“证券经纪人的清算”)是关于证券公司破产清算的专门规定，该内容在很大程度上来自 1970 年《证券投资者保护法》(SIPA)。SIPA 实际上包括两大部分内容，一是证券投资者保护基金的筹集和使用，二是证券投资者保护公司(SIPC)在证券公司破产清算中的特殊地位、权利和作用。其中，第二部分内容被整合进破产法的上述章节，对该节原有的规定形成修正、补充和细化。与此同时，美国国会意识到破产法的某些一般性条款可能无法实现 SIPA 的目的，因此规定在涉及证券公司的破产清算时，它们只在与 SIPA “一致” 的程度上适用。因此，在与证券公司破产清算有关的方面，SIPA 实际上构成破产法的特别法，同后者结合起来发挥作用。用最高法院的话来说，SIPA “创设了一种只适用于会员公司的新型清算程序，旨在确保公开交易的完成及客户财产的迅速返还”。

当 SIPC 认定任何会员证券公司对客户违约或者存在违约的危险，并且该证券公司(债务人)符合下列条件之一时，SIPC 可以向有管辖权的法院申请客户保护令(protective decree)：资不抵债，或者将无法履行到期债务；是未决程序的对象，且接管人、信托人或清算人已被指定；违反 1934 年《证券交易法》或任何自律组织规则中有关财务责任或客户证券担保的规定；无法进行为遵守财务责任或担保规则所必需的计算。

SIPC 的客户保护令申请具有优先地位，即使之前存在任何未决的破产、抵押权实现或股权接管程序，或者任何重组、保存或清算会员或其财产或者强制执行对会员财产的留置权的程序，SIPC 仍可提出申请。在发出保护令之前，收到申请的法院必须中止(“stay”)这些未决的破产程序或类似程序。本来，按照破产法第 362 条的规定，一旦债务人自行或由债权人提起破产请求(“petition”)，此前针对债务人或其财产的任何行政或司法程序即自动中止；换言之，破产程序具有优先地位。但是，为保护投资者利益，SIPA 赋予 SIPC 特殊地位，即使证券公司已经被提起破产诉讼，SIPC 仍可通过申请客户保护令介入并主导证券公司的清算过程。破产法第 742 条对此给予了确认，指出第 362 条的规定不影响 SIPC 申请客户保护令；申请一旦提出，此前的所有破产程序即自动中

止，除非并直至申请被法院驳回；如果破产管理人完成了对债务人的清算，此前的破产诉讼亦告终结。简言之，由 SIPC 确定的破产管理人主持的对客户投资者的赔偿程序具有优先于普通破产程序的效力。

客户保护令的申请及其法律效果

即使是在清算程序正式开始之前，申请客户保护令这一行为本身也立即对债务人及其财产和债权人产生直接的效果。申请一经提起，受理地区法院即获得对证券公司及其财产的管辖权，无论该财产是位于法院所在地域之外，是被第三人作为担保物持有，还是受制于留置权。除少数例外情形外，证券公司的财产和财务状况自申请提起之日即被冻结。因此，同根据破产法提起的破产请求一样，保护令申请具有暂缓或中止任何将要或已经发生的针对债务人的司法、行政或其他诉讼，以及中止任何对债务人财产进行占有或设定利益的行为的效力。同普通破产清算程序中一样，自动中止的目的在于暂停对债务人财产的分割，以便实现有序和公平的清偿。

鉴于证券公司破产清算的特殊性，SIPA 赋予法院在维持现状(“ statusquo ”)方面的更大权限。SIPC 通常会请求法院在自批准申请之日起至少 21 日这段期间内，中止任何人就债务人财产行使留置权、质押权或抵销权(“ setoff ”)，或者对回购协议或证券合同进行结算，除非征得 SIPC 和破产管理人同意。在普通破产清算程序中，破产法明确禁止法院中止、撤销或以其他方式限制证券公司、金融机构或证券结算机构对证券合同(“ securitiescontracts ”，包括证券买卖和借贷合同等)或回购协议进行结算的合同权利，而 SIPA 清算程序则是一个例外。这一特殊权限使得 SIPC 和破产管理人能够确定作为证券合同或回购协议标的的证券是否为满足客户请求权所必需；如果是，SIPC 可以请求破产管理人以支付价款或履行债务人合同义务的方式获得这些证券。SIPC 承认，这种中止可能给合同对方造成相当的损失，尤其是在市场不稳定时更是如此。因此，其基本政策是尽可能快的确定相关证券是否在必需之列。

在收到 SIPC 的申请后，如果债务人同意，或者法院证实债务人满足上述四个条件之一，那么法院必须发出客户保护令。如果法院发出保护令，那么它必须按照 SIPC 的指示，立刻指定债务人的破产管理人(“ trustee ”)及破产管理人的代理律师(“ attorney ”)。破产管理人和代理律师可以由来自同一家律师事务所的人担任。只有同债务人没有利害关系的人才可以担任破产管理人或代理律师，而根据 SIPA 的规定，下列情形均被视为同债务人有利害关系：是债务人的债权人(包括客户)、股东或合伙人；现在或曾经是债务人任何已发行证券的承销商；现在或在申请日之前两年内曾经是债务人或上述承销商的董事、合伙人、管理人员、雇员或代理律师；其他表明该人同债务人或承销商有关系，或者同任何类别的债权人(包括客户)或股东具有重大相反利益的情形。

在发出保护令和指定破产管理人后，法院必须立刻将清算程序移交给本司法辖区内对破产法下的案件具有管辖权的破产法院。在移交之后，该破产法院将获得 SIPA 赋予接受保护令申请的法院的所有权力和职责。在与清算程序有关的一切方面，SIPC 均被作为当事人，有权就一切问题发表意见，并被视为介入了清算程序的所有环节。此外，SEC 可以就在任何 SIPA 清算程序中到场提交通知，并可以作为一方当事人参与程序。

在指定破产管理人后，破产管理人必须按照法院规定的形式和方法将清算程序通知发布在一种或多种普遍发行的报纸上，并同时向任何从债务人的帐簿和记录看过去 12 个月内是债务人的客户并拥有有效帐户的人邮寄一份通知。客户必须向破产管理人提交书面的请求权声明供备案。按照 SIPA 的规定，SIPA 清算程序的目的是：在指定破产管理人后，尽快将客户记名证券(“ customer name securities ”)交付给债务人的客户或代表客户交付他人；并通过分配客户财产(“ customer property ”)或采用在本法规定限度内的其他方法满足客户的净资产请求权(“ net equity claims ”)；出售或转让债务人的营业部或其他业务部门；强制执行(SIPC 根据)本法规定(享有)的代位请求权；清算债务人的营业。

在正式进入破产清算程序后，在代履行证券买卖合同的处理、特定客户请求权的劣后地位及客户帐户的处理等方面，均有倾向于客户投资者的特别规定。在分配破产证券公司的财产时，也

以优先满足客户请求权为基本原则。这些都体现了投资者保护这一证券法律制度的核心目标。
(作者单位为中国社会科学院国际法研究中心)