

证券集团诉讼和解与调解制度研究^{*}

肖宇^{**} 朱纯烨^{***}

摘要:新《证券法》规定由投保机构作为特别代表人参加诉讼。从美国的集团诉讼实践来看,和解结案占据了主要比例,但投资者在和解中得到的赔偿数额很少。和解与调解制度在我国的证券集团诉讼中也有较大的适用空间。同时,制度设计也要考虑到和解与调解中的民主。可以与50名委托诉讼的投资人充分沟通,在调解达成初步协议后通过网络和听证会听取其他投资者的意见,并赋予投资者二次退出的权利。另外,还需要法院审查与监管备案等监督程序。

关键词:证券集团诉讼 特别代表人诉讼
和解 调解

2020年3月新《证券法》正式实施,证券发行注册制改革在放松准入门槛便利企业融资的同时,

* 本文系2020年国家社科基金项目“证券发行注册制改革法律实施机制研究”的阶段成果。

** 华东政法大学国际金融法律学院副教授,法学博士,硕士生导师。

*** 华东政法大学国际金融法律学院法律与金融专业2019级硕士研究生。

也需要一系列配套制度来加强对市场违规行为的惩罚与对投资者的保护。在司法救济方面,新《证券法》第95条首次确定了以证券公益机构为诉讼代表人的特别诉讼代表人制度,也被称为中国式证券集团诉讼,有学者认为这是本次修法最激进的改革之一。^[1]该条第3款规定,投资者保护机构受50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。集团诉讼能为受侵害的广大投资者提供有效救济,并在一定程度上威慑市场主体遵守法律规定以避免巨额赔偿。2020年7月31日,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《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》,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》,中证中小投资者服务中心发布《特别代表人诉讼业务规则(试行)》等有关规定,为中国式证券集团诉讼提供了实施和操作的路径。

“明示退出,默示加入”的证券集团诉讼以美国为代表,其几十年的实践与研究也为我国的制度设计提供了重要参考。当前,我国对证券集团诉讼的研究主要关注于诉讼前端如诉讼的提起、流程的完善等,较少关注后端的诉讼结果,而投资者能否获得相应的赔偿是衡量集团诉讼实施效果的重要指标。在美国几十年的实践经验中,和解是集团诉讼纠纷解决的重要途径,占据了约80%的比例,但赔付率并不高,并产生了众多与预期相背离的实践困境。^[2]我国的证券集团诉讼还处于摸索阶段,与美式集团诉讼在诉讼代表人相关制度上也有重大区别。在此背景下,美式诉讼中广为适用的诉讼和解在我国是否有适用的可能性?我国多元化纠纷的解决方式中,既有和解还有调解,这些非诉讼制度的应用,需要什么程序设计和监督机制?这些都是需要深入研究的问题。最高人民法院新出台的规则用了5项条款讨论诉讼调解,提出法院要充分发挥多元解纷机制的功能,按照自愿、合法原则,引导和鼓励当事人调解解决纠纷。因此,本文拟通过对美国证券集团诉讼和

[1] 彭冰:《新旧〈证券法〉条文对照和点评》(上),载“北京大学金融法研究中心”微信公众号,2019年12月30日访问。

[2] Howard M. Erichson, *The Problem of Settlement Class Actions*, Geo. Wash. L. Rev., Vol. 82 (2014).

解运行实践的分析,结合我国现状,讨论和解与调解制度在我国证券集团诉讼中的适用空间,以及在实施中的制度建议。

一、美国证券集团诉讼和解的实践

(一) 大部分以和解结案,极少进入全面庭审

从结果层面看,在美国证券集团诉讼的实践中,和解的数量远远多于驳回(dismissal)或全面庭审(trial)。2014年加利福尼亚州最高法院将一项“经过审判”的集团诉讼描述为“稀有的怪兽”^{〔3〕}。美国国家经济研究协会经济咨询公司(NERA Economic Consulting)早年的统计数据称,共有80%的证券集团诉讼以和解结案,19%被驳回,仅1%经审判了结^{〔4〕}。根据一项不完全数据统计,1996年至今的证券集团诉讼总计超过5200件,其中以法院全面庭审并作出实体判决的案件仅为25件(见表1)^{〔5〕}。

近年来,证券集团诉讼中以驳回起诉告终的案件比例有所提升,占据了近一半的比例,部分原因在于1995年美国《私人证券诉讼改革法》(PSLRA)规定证据开示推迟到被告的驳回动议(motion to dismiss)被否决之后,暂缓披露减少了被告的诉讼成本,使被告将更有可能首先寻求驳回动议,而不是和解。但即便如此,经过全面庭审的案件依然稀少,投资者若想在集团诉讼中获偿,仍以与被告达成和解为最主要方式^{〔6〕}。

〔3〕 See *Duran v. U. S. Bank Nat. Ass'n* (2014) 59 Cal.4th 1,12.

〔4〕 See Elaine Buckberg, Todd Foster and Stephanie Planchich, *Class Action Litigation Report*, available at https://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive1/200405BNA_Trends.pdf, accessed July 10, 2020.

〔5〕 See Kevin LaCroix, *Rare Securities Class Action Lawsuit Trial Results in Partial Verdict for Plaintiffs*, available at <https://www.dandodiary.com/2019/02/articles/securities-litigation/rare-securities-class-action-lawsuit-trial-results-partial-verdict-plaintiffs/>, accessed July 10, 2020.

〔6〕 See Stephen J. Choi, *The Evidence on Securities Class Actions*, *Vand. L. Rev.*, Vol. 57 (2004).

表 1 1996 年至 2020 年美国证券集团诉讼关键数据统计〔7〕

和解总金额 (Total \$ Amount of All Settlements)/美元	起诉案件总数 (Number of All Filings)/件	和解案件总数 (Number of Filings Settled)/件	起诉被驳回总数 (Number of Filings Dismissed)/件	进行中案件总数 (Number of Filings Still Ongoing)/件
\$ 103,617,816,287	5771	2533	2646	566

采用和解的方式解决集团诉讼有其显而易见的好处,其既能使大量司法资源得以保留,又能使当事双方达成协议,实质性解决纠纷。尤其是对于集团诉讼这一类耗时极长、资源消耗极多的诉讼而言,通过和解的方式节约资源也能降低投资者所应承担的费用,这对于以保护中小投资者为目的的集团诉讼而言更加符合其设立初衷。但也应当看到,以和解为主的美国集团诉讼实践存在不少问题,甚至与理论预期背道而驰。

(二) 投资者获赔极少,难以达到预期补偿作用

在和解比例较高的基础上,美国实践统计发现其投资者获偿金额与投资者损失〔8〕之比极低。由图 1 可知,以 2019 年为例,投资者损失中位数为 4.72 亿美元,而获偿金额与投资者损失之比的中位数仅为 2.1%。极低的获赔比例是美国学界长期以来对集团诉讼是否真正能发挥补偿作用存有争议的重要原因。

〔7〕 参见斯坦福大学法学院证券集团诉讼数据中心:<http://securities.stanford.edu/stats.html>,2020 年 7 月 10 日访问。

〔8〕 NERA 定义的“投资者损失”根据假设投资者在集团诉讼指控的非法活动导致股价变化的期间(class period)购买了表现近似标准普尔 500 指数的股票所造成的损失计算得出,用作衡量投资者因使用公开数据购买被告股票而遭受的总损失。因此,这些比率代表的是基于股价下跌的投资者损失与和解金额之间的关系,而不是基于直接归因于欺诈的投资者损失。但根据 NERA 及部分学者观点,股价下跌是能够精准测量且与真实情况最为接近的数值。See, e. g. John C. Jr. Coffee, *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, Colum. L. Rev. Vol. 106 (2006).

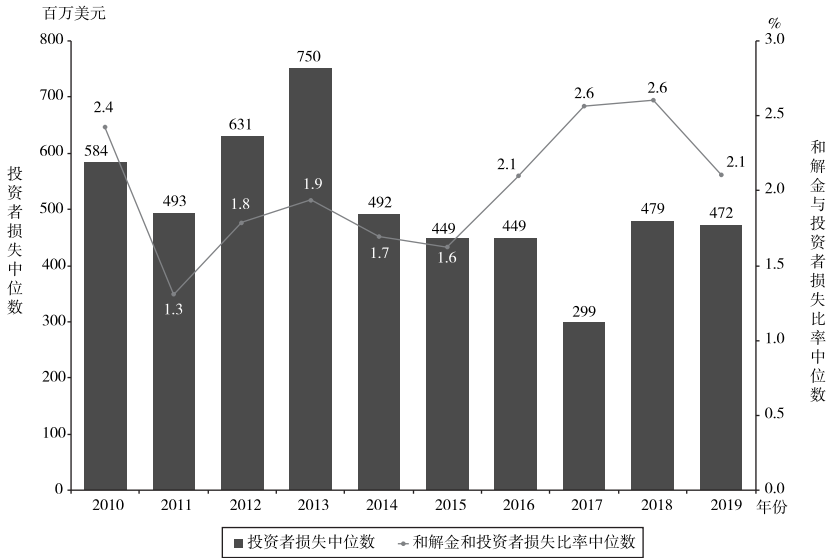


图1 2010年至2019年集团诉讼投资者损失及和解金与投资者损失之比中位数〔9〕

除和解金数额较少之外,和解金的分配情况也带来了不小的问题。一般而言,和解协议中原告与被告将会达成一笔赔偿金额,其中比例不小的一部分将作为律师酬金,首席原告有机会在其中抽取一笔用于激励的奖金(incentive award),通常为几千美元至几万美元,此外,这笔金额还将用于支付诉讼费用。而集团成员的索赔程序属于在确定整体原告集团和解金后分配程序中的一个环节。当事各方将约定具体数额的和解金并存入基金,后续再分配给合格的受益人从而达成和解。尽管和解金的规模和合格受益人遭受的损失已经确定,但在结算金额确定后需经过较长时间才能得知通过选择退出而决定不参与结算的潜在受益人的数目以及这些合格受益人最终索赔的损失总额。因而极有可能出现基金规模太大或太小的错配情况。处理可用资金总额和资金需求不匹配

〔9〕 See Janeen McIntosh and Svetlana Starykh, *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2019 Full – Year Review*, available at <https://www.nera.com/publications/archive/2020/recent-trends-in-securities-class-action-litigation-2019-full-y.html>, accessed July 2, 2020.

的传统方法是在短缺时按比例平均分摊差额,在可用资金多余时使用近似原则(*cy pres*)交给类似目的的机构。^[10] 这种首先确定赔偿总额再计算分配给每个集团成员赔偿额的整体性估算方法带来的问题是,使集团成员个人所得往往与他们原本通过个别的估算方法可能得到的赔偿额相去甚远,还可能无端剥夺集团成员请求适用单独赔偿方法计算赔偿额的程序权利。此外,对被告责任进行整体性评估与单独进行评估的结果相比也缺乏精确性。^[11]

律师酬金在和解金中所占的份额一般由律师与原告集团协商决定。数据显示,律师酬金在和解金额中所占比例通常较高,在和解总额小于500万美元的集团诉讼中,律师费甚至可以占到和解金的30%(中位数)。^[12] 律师与原告是追求胜诉的利益共同体,但在律师酬金的比例问题上,两者存在利益冲突,而以目前的结果来看,投资者往往处于劣势。

此外,另一个引发人们对于集团诉讼的投资者补偿作用持怀疑态度的事实是,大多数蒙受可证明损失的机构投资者似乎没有在证券集团诉讼中提出索赔。数据显示,少于30%的机构投资者在集团诉讼中提出了索赔,许多投资者对证券集团诉讼的补偿作用似乎漠不关心。^[13] 对此,有学者给出的解释是机构投资者一般是理性的经济实体,它们会对是否在这些和解中提出索赔进行成本效益计算。在许多情况下,即使损失较大,但由于预期赔偿额小,或是即便在自然人投资者看来回收金额已较为可观,但与机构投资组合的规模相比可能不值一提,对它们的回

[10] See Francis E. McGovern, *Distribution of Funds in Class Actions – Claims Administration*, J. Corp. L. Vol. 35, 2009.

[11] 参见罗斌:《证券集团诉讼研究——从诉讼运行机制的视角》,复旦大学2010年博士学位论文。

[12] See Janeen McIntosh and Svetlana Starykh, *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2019 Full – Year Review*, available at <https://www.nera.com/publications/archive/2020/recent-trends-in-securities-class-action-litigation-2019-full-y.html>, accessed July 10, 2020.

[13] See James D. Cox & Randall S. Thomas, *Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlements*, Stan. L. Rev. Vol. 58, 2005.

报没有实质性影响。^[14]

(三) 和解中董事高管责任保险对威慑作用的削弱

另一个值得关注的话题是董事高管责任保险(Director and Officer Liability Insurance,以下简称D&O保险)在集团诉讼和解中的影响。大约96%的证券集团诉讼和解属于典型的D&O保险覆盖范围,保险赔偿往往是和解资金的唯一来源。^[15] 尽管公司内部人士、高管和控股股东经常被起诉,但他们似乎很少实际参与和解赔偿。相反,公司被告及其保险公司通常会支付全部结算金额。20世纪90年代中期的另一项实证研究发现,即使在高管和董事被指控为被告的情况下,保险公司平均支付了和解金的68.2%,被告公司支付了31.4%,最多只剩下0.4%由个人被告支付。^[16]

在证券集团诉讼中,如果由董事、高管个人支付和解金,通常涉及几类特殊事实:(1)被告公司已经破产(如安然和世通所经历的集团诉讼);(2)个别被告面临刑事责任,并同意部分赔偿,以获得减刑或避免被起诉;(3)D&O保险金额不足或因申请欺诈排除而不予支付。在这些案件中,原告确实可能从实际责任人那里获得赔偿。但这一类型的和解极为稀少。^[17]

美国集团诉讼制度在创设时被认为是一项威慑力极强的诉讼制度,因为其“选择退出”的特性所带来的赔偿额远高于其他种类诉讼。对于侵权人而言,如果面临的预期惩罚超过了预期收益,则会大幅降低他们实施违法行为的动力。然而,实践现状却是在绝大部分情况下赔偿费用均由保险公司承担。如果在证券集团诉讼中实际作出违法行为的责任人可以逃避个人责任,那么集团诉讼的威慑作用也被极大地削弱了。

有人指出,D&O保险中含有欺诈抗辩排除条款,即所有D&O保险

[14] See James D. Cox & Randall S. Thomas, *Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail to File Claims in Securities Class Actions*, Wash. U. L. Q., Vol. 80, 2002.

[15] See James D. Cox, *Making Securities Fraud Class Actions Virtuous*, ARIZ. L. REV., Vol. 39, 1997.

[16] See John C. Jr. Coffee, *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, Colum. L. Rev., Vol. 106, 2006.

[17] Id.

单均不包括由被保险人欺诈行为所产生的赔偿,从而可以达到惩罚实际责任人的效果。但在美国实践中这一条款产生的影响也远比预想的小,因为这种排除传统上受到“终审”条件的约束,即保险公司有义务为董事或高管的刑事和民事辩护提供资金,除非欺诈行为在法院裁决中得到确认。因为美国的证券集团诉讼几乎总是得到和解,因此,欺诈排除条款实践中很难真正发挥作用。^[18]

二、美国证券集团诉讼实践结果未达预期的原因分析及改革探索

从结果来看,美国集团诉讼“补偿投资者”与“威慑市场主体”的两大目标均未达到理论预期的效果,其中原因较为复杂。本文认为,值得引起关注的问题在于原告方律师、被告公司以及实际责任人三方利益趋同,共同推动和解的发生,避免遭遇法院判决,并在其中榨取不在场投资者的利益,而首席原告、集团成员则很难对其进行有效监督。

(一) 美国证券集团诉讼实践结果未达预期的原因分析

1. 原告方律师与被告公司的利益趋同

(1) 原告方律师:坚持原告利益最大化动力不足

美式集团诉讼广泛采用律师胜诉酬金制(contingent fee),美国的集团诉讼周期较长、费用较高,而原告方律师承担着败诉后全部费用自付的风险以及持续耗费时间的机会成本。胜诉酬金制虽然将律师报酬和原告的获偿情况相关联,但由于双方收益和损失的不对称性,原告获偿金额的增加并不能使律师的收入等比增加,律师缺乏足够的积极性去争取权益的最大化,且漫长的诉讼程序对尚未获取报酬的律师而言也意味着沉重的经济负担,因此原告方律师往往倾向于促成和解,即使这会导致其所代表的投资者利益受损。研究表明,原告方律师甚至会在尚未寻得有利证据的证据开示^[19]阶段前即进行和解谈判,并会为此对赔偿金

[18] See Tom Baker & Sean J. Griffith, *How the Merits Matter: Directors' and Officers' Insurance and Securities Settlements*, U. Pa. L. Rev., Vol. 157, 2009.

[19] 在证券集团诉讼中,原告方可以通过这一规则在仅依据股价波动推测并不知是否有虚假陈述的事实的情况下进行起诉,让被告自行出示相关证据。

额做出较大让步。^[20] 因为越早使案件得到解决, 律师的利润越高, 这为律师尽早促成案件终结提供了强大的动力。

如图 2 所示, 此前一项实证研究的数据显示, 在以胜诉酬金制为计费方式的集团诉讼中, 律师处理案件所花时间的每小时回报率在正式进入诉讼程序前即已和解的案件中最高, 为 166 美元(中位数)和 286 美元(平均值); 在已立案但在审判前和解的案件中, 这一数字为 144 美元(中位数)和 251 美元(平均值); 在完成审判的案件中最低, 为 96 美元(中位数)和 197 美元(平均值)。

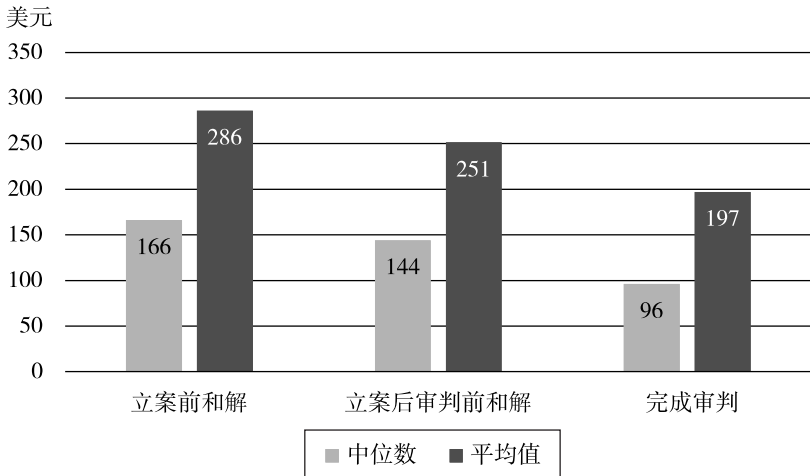


图 2 美国集团诉讼中律师每小时回报金额^[21]

(2) 被告公司: 急于脱身

集团诉讼持续时间通常为数年。在这段时间内, 被告将承担高额的律师费以及高管长期分心处理证据开示、提交证词等事务所带来的损失, 同时也会造成对公司的长期负面宣传, 影响与客户和供应商的关系。而快速和解能使公司摆脱长期处于被诉状态的困境, 避免大量的持续诉

[20] See Janet Cooper Alexander, *Contingent Fees and Class Actions*, DePaul L. Rev., Vol. 47, 1998.

[21] See Herbert M. Kritzer, *The Wages of Risk: The Returns of Contingency Fee Legal Practice*, DePaul L. Rev., Vol. 47, 1998.

讼费用,逃离旷日持久的诉讼泥潭。^[22] 被告公司的这一倾向甚至会间接促成和解勒索现象,被告可能会屈服于没有事实根据的索赔,只为尽早脱身。

例如,阿里巴巴曾因白皮书被指隐瞒重要信息而遭遇集团诉讼,最后于2019年以2.5亿美元达成和解。阿里巴巴在回应中称,尽管其并不认为自身的信息披露准确度和管理透明度存在问题,但还是选择以2.5亿美元的代价终结这场“即便胜诉也没有意义”的官司,因为“这样的漫长诉讼既无益于保障股东的利益,也无助于阿里巴巴专注为社会创造更多价值”。^[23]

此外,被告公司的另一个考虑或许还在于集团诉讼往往是双方利益攸关的重大案件,公司也不愿意将所有赌注压在法院的判决之上,承担可能的宣告破产的风险,而和解的赔偿数额对于被告公司而言更加可控。^[24]

(3) 实际责任人:通过 D&O 保险逃避责任

绝大部分美国公司都为其董事和高级管理人员投保了董事高管责任保险,虽然 D&O 保险不包含被保险人欺诈行为产生的付款义务,但如上文所述,这一条款受到“终审”约束,在和解结案的集团诉讼案件中很难判定责任人的欺诈行为,而这又倒逼从事欺诈行为的被告方董事、高管为避免实际违法行为被查出而不惜代价避免法院审判,极力促成和解。正如美国的一位从业律师在访问中所说,“大多数时候,如果你发现在和解的讨论中发生了重大转折,通常这正是有人害怕坏的事实被证明之时”。^[25]

上市公司以其自有资金为管理人员的责任进行投保,那么,当公司高管在证券集团诉讼中与公司一起作为共同被告被起诉时,责任人自然

[22] See Stephen J. Choi, *The Evidence on Securities Class Actions*, Vand. L. Rev., Vol. 57, 2004.

[23] 方现:《阿里回应2.5亿美元和解集体诉讼:折腾的是中国企业》,载腾讯网:<https://new.qq.com/cmsn/20190429/20190429008179.html>, 2020年7月10日访问。

[24] See *In re Rhone-Poulenc Rorer, Inc.*, 51 F.3d 1299 (7th Cir. 1995).

[25] Tom Baker & Sean J. Griffith, *How the Merits Matter: Directors' and Officers' Insurance and Securities Settlements*, U. Pa. L. Rev., Vol. 157, 2009.

会希望动用自身权限利用公司预付的资金来解决自己的债务。理论上,上市公司管理层应当意识到其中固有的利益冲突并有所行动,然而,此处还普遍存在代理成本问题,导致管理层缺乏能力和动力监督证券集团诉讼的复杂细节和程序。^[26]

综上所述,首席原告及律师坚持原告方利益最大化动力不足,被告方公司急于脱身,董事、高管欲通过 D&O 保险逃避赔偿责任,这一利益的趋同导致各方一致愿意尽快和解。而缺席的投资者似乎成为其中唯一的利益受损者。归根结底,诉讼中的多方串通是将损失推给缺席方,或至少是推给没有足够监督能力的一方。^[27]

2. 和解缺乏有效监督

利益最关切的受损投资者本应当对和解协议商议流程和结果进行监督,避免上述情况发生。但在集团诉讼和解中,投资者的有效监督也很难实现。

美式集团诉讼中通常以首席原告(lead plaintiff)代表原告集团的其他成员行使诉讼权利并履行诉讼义务,负责监督原告方律师的行为、聘请律师并协商律师费,同时作为原告方代表参与和解谈判等相关事务。然而,由于缺席的集团成员不参与具体诉讼过程,不得不服从首席原告的决定,此时,若首席原告又有代表整个集团的权力,则会将首席原告的激励措施与缺席的集团成员的激励措施分离,导致首席原告将抬高律师费价格以获得律所回扣作为其在集团诉讼中的主要激励的情况发生,使判给的损害赔偿金中有更大比例将由律师和首席原告获得,而使缺席的集团成员利益受损。^[28]

而对于集团成员而言,其在对律师或首席原告的监督上存在集体行动中的“搭便车”现象,承受相对较小损害的原告通常不愿意主动承担高额的监管成本。而“选择退出制”集团诉讼的一大功能就在于集合众

[26] See John C. Jr. Coffee, *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, Colum. L. Rev., Vol. 106, 2006.

[27] See Kent D. Syverud, *On the Demand for Liability Insurance*, Tex. L. Rev., Vol. 72, 1994.

[28] See Russell Kamerman, *Securities Class Action Abuse: Protecting Small Plaintiffs' Big Money*, Cardozo L. Rev., Vol. 29, 2007.

多小额投资者统一维权,这导致集团诉讼虽能集合更大范围的受害者参加,但其往往缺乏动力去监督和约束首席原告和集团律师,使后者往往能够完全主导和解谈判,而后者又会为提高自身收益而作出危害集团其他成员的行为。例如,对和解金额作出较大让步以尽快和解,甚至与被告方合谋损害集团成员利益等,缺乏监督使中小投资者的利益进一步被瓜分。^[29]

(二) 美国对集团诉讼弊端的改革探索

为了改变这一长期存在的实践困境,美国颁布了一系列改革措施,其中意义较为重大的是对于集团诉讼和解设置的多种不同层次的监督机制。

1. 法官对和解协议的审查

通常而言,当事人在民事诉讼中的意思自治是应当得到充分尊重的,尤其是其对于自身实体权益的处分。英美法下法官在诉讼中一般表现为消极被动,在当事人之间保持中立。但鉴于集团诉讼的特殊性,《联邦民事诉讼规则》在改革过程中赋予了法官更多积极介入集团诉讼的权能。其第23(e)(2)条规定了法官对集团诉讼和解的审查权,即法院应当在经过聆讯,充分考虑以下事项并认为该和解提案公平、合理且适当后,对和解提案进行批准。具体事项包括:首席原告和原告律师已充分代表集团利益,该和解提案经过了公平的谈判,充分考量了审判或上诉的费用、风险和延误,分配赔偿金额及处理集团成员索赔申请的方法,律师酬金等因素后,对集团成员进行了适当的赔偿。^[30] 如果法官批准了原被告双方提出的和解提案,那么,和解还将经受第二道监督,即集团成员的听证程序。

2. 集团成员听证与“二次退出权”

经过法官的初步审查,如果没有理由怀疑和解协议的公正性,那么,依据《联邦民事诉讼规则》和《私人证券诉讼改革法》的规定,法官将指令当事人向集团成员发出通知,进行对和解协议的听证。而通知的内容应该包括计算集团成员损失的公式,基于每股股份、依据整体性估

[29] 参见郭雳:《美国证券集团诉讼的制度反思》,载《北大法律评论》2009年第2期。

[30] See Federal Rules of Civil Procedure, Rule 23(e)(2).

算方法得出的预备分配给集团成员的赔偿额,对和解金额及每股的赔偿额的说明意见,律师酬金及诉讼费用,律师代表的联系方式,和解理由等。

在收到和解协议初步签订的通知后,集团成员可以参加听证会并提出对和解协议的异议。在听证会上,和解协议的提议者应该证明协议的公正、合理及适当,而出席听证会的集团成员既可以表达其异议,也可以提出新建议,法官将在听证会上查明与会者中支持与反对和解协议的人数比例。

此外,2003年美国对于《联邦民事诉讼规则》第23条的修订中还新增了“二次退出制”,要求和解方案必须给予集团成员一次新的请求退出机会。^[31]这一制度创设的目的在于为集团成员提供与单独诉讼中享有的接受或拒绝和解协议基本相同的机会,使集团成员可以在对可能出现的案件裁判结论、和解结果及相关信息具有更多了解的基础上,再次选择是否受该诉讼结果约束,从而在程序上提高实体请求权人掌控自己诉讼请求的能力,加强了对未出庭集团成员自主权的保护。^[32]

3. 向政府相关部门备案

根据美国2005年《集团诉讼公平法》的规定,在和解协议草案达成后的一定时间内,应当将和解协议草案向联邦和集团成员所在州的相关部门进行备案送达,以便后者在认为和解不符合其公民最大利益时提出异议。

三、我国证券诉讼结果的实证分析:以虚假陈述民事诉讼为例

中国目前的证券纠纷中最具代表性的是虚假陈述责任民事诉讼,根据国内学者对近年我国证券虚假陈述所引发的民事赔偿案件所做的实证研究,当前的证券诉讼中违法行为人被起诉后潜在的受损害投资者参与诉讼的比例极低,平均仅占上市公司股东总数的0.25%。此外,实践

[31] See Federal Rules of Civil Procedure, Rule 23 (e)(4).

[32] 参见罗健豪:《美国集团诉讼退出制研究》,复旦大学2008年博士学位论文。

中投资者的胜诉比例也远低于理论预期,超过 60% 的案件中投资者并未获得任何赔偿。而即使在原告胜诉的案件中,法院判决的损害赔偿也远低于原告投资者所请求的损害赔偿额。在约 37% 的案件中,投资者获得的判决赔偿金额小于其所请求损害赔偿的 20%,仅有约 36% 的投资者获得的判决赔偿金额大于其请求的 80%。^[33]

我国当前的实践情况下,投资者在证券纠纷中获得合理赔偿的比例不高。导致这一现象的原因,一方面在于当前投资者整体的依法行权、维权意识和教育都有所欠缺。我国散户投资者占比较高,众多中小投资者对于如何维权缺乏合理判断的知识及能力,被判决驳回全部诉讼请求的投资者中有众多在实施日之前或揭露日之后买入相关证券。另一方面则在于原被告间对证券市场系统性风险等“其他影响因素”对投资者损失的影响比例存在争议空间,我国司法实践中也尚未形成较为统一的认定标准。法院是否采纳被告所援引的系统风险抗辩以及采用何种方法测算系统风险,都会对实际赔偿额的认定产生影响。且在实践中,原告通常倾向于简单地依据股价下跌来计算其索赔额,再让被告辩称排除因素造成的损失,从而导致了请求的损害赔偿金额与实际赔偿金额间的差距。^[34] 这一关于影响因素的争议通常会导致审判耗时较长,而此时若以和解或调解结案将会有一定优势,能够较为快速地解决纠纷。

另外,即使判决投资人胜诉,在执行环节仍可能存在问题。“大庆联谊案”是我国第一宗以判决结案的证券民事赔偿诉讼,在黑龙江省高级人民法院 2004 年 12 月对所有上诉案件全部作出维持原判的判决后,本案以投资者胜诉宣告结束。但在本案的执行过程中,由于大庆联谊与申银证券拒不自动履行生效判决,投资者的赔偿款项迟迟不能到位。而在进入强制执行程序,法院即将通过拍卖房产取得相应赔偿款时,又出现了案外人以执行异议的方式介入执行程序的情况,使本案的执行难度不断加大,执行时间不断延长。后期,由于大庆联谊公司陷入财务困境,无力承担赔偿责任,赔偿款的执行最终以申银证券承担大部分赔偿款项,

[33] 参见徐文鸣:《证券民事诉讼制度实施效果的实证研究——以虚假陈述案件为例》,载《证券市场导报》2017 年第 4 期。

[34] See Robin Hui Huang, *Private Enforcement of Securities Law in China: A Ten - Year Retrospective and Empirical Assessment*, Am. J. Comp. L., Vol. 61, 2013.

大庆联谊承担剩余部分的方式完成。直到2006年12月,执行程序才得以结束,参与共同诉讼的投资者获得相应赔偿。总体而言,投资者通过判决取得赔偿时需要面临诉讼时间长、诉讼成本高、举证难度大等困难,且即使投资者最终获得胜诉,执行环节也容易遭遇阻力。而在选择退出制集团诉讼的背景下,由于其涉及的赔偿金额巨大,被告的赔偿能力很有可能不足以支撑如此庞大的债务,在这一情况下,以和解或调解结案或许是另一种可以考虑的选择。

四、中国式证券集团诉讼和解与调解的法律依据和适用空间

那么,在美国得以广泛适用的诉讼和解,在我国是否有适用的可能性呢?在我国多元化纠纷的解决方式中,除了和解,还有更广泛适用的调解。根据我国《民事诉讼法》中的界定,和解是指双方当事人自行进行的协商,而调解则有第三方介入协调,如法院调解或人民调解。他们的共同特点是都不是通过法院的判决而结案,体现了双方当事人在案件结果上形成的合意,主要区别在于是否有第三方的介入。本文为讨论之便,在讨论我国制度时将和解与调解制度合并讨论,以区别于法院司法判决的情形。

(一) 我国证券诉讼和解与调解的法律依据

我国《民事诉讼法》对和解与调解制度作出了规定,两种制度有所不同,但都是在不通过司法判决的情况下结案。

1. 《民事诉讼法》对和解与调解的一般性规定

我国现行《民事诉讼法》对和解与法院调解做了规定。《民事诉讼法》第50条规定,双方当事人可以自行和解。第八章专章规定了调解制度,人民法院审理民事案件时应根据当事人自愿的原则,在事实清楚的基础上进行调解。调解书经双方当事人签收后,即具有法律效力。

和解与调解的共同点在于,都是当事人对程序权利和实体权利的处分。其区别在于:(1)调解有法院介入并在其支持之下完成;而和解是在没有法院主导的情形下,双方就程序与实体问题达成的协议。(2)达成调解属于法院的结案方式,调解书与判决书有相同的效力,但和解并不

具有直接的结案效力。^[35] 但根据 2004 年最高人民法院《关于人民法院民事调解工作若干问题的规定》第 4 条规定,当事人在诉讼过程中自行达成和解协议的,人民法院可以根据当事人的申请依法确认和解协议并制作调解书。双方当事人申请庭外和解的期间,不计入审限。当事人在和解过程中申请人民法院对和解活动进行协调的,人民法院可以委派审判辅助人员或者邀请、委托有关单位和个人从事协调活动。可见,和解书可以经申请由法院制定为调解书,因而具有与调解书一样的法律效力。同时,法院也可以协调当事人之间的和解。从该角度来看,在我国进入诉讼程序后,和解与法院调解有转化机制,其主要区别在于法院介入的程度不同。

另外,在我国的多元化纠纷解决机制中还有着多层级的调解机制,既包括诉讼内调解,即法院调解;也包括诉讼外调解,如人民调解、行政调解、行业调解等。本文结合证券集团诉讼已经进入司法程序的特点而仅讨论法院调解,不讨论其他形式的调解。

2. 《民事诉讼法》与《证券法》对投保机构和解与调解的授权

根据我国《民事诉讼法》第 53 条和第 54 条规定,代表人的诉讼行为对其所代表的当事人发生法律效力,但代表人变更、放弃诉讼请求或者承认对方当事人的诉讼请求,进行和解,必须经被代表的当事人同意。对于普通代表人诉讼,代表人行使的和解、调解等权利,需要得到当事人的同意。但对于以投服中心作为诉讼代表人的特殊代表人诉讼,则无须在行使每项权利时均进行求得当事人的明示同意。这是因为:第一,《证券法》第 95 条赋予了中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)特殊代表人的地位;第二,在投服中心要进行代表人诉讼时,会通过公告等形式取得投资人的特别授权,投资人没有明示退出该诉讼,就视为同意参加诉讼并对投服中心进行特别授权。因此,投服中心有权代表投资者进行和解与调解。

3. 现行规则中对证券集团诉讼和解与调解的规定

2020 年 7 月底,最高人民法院、证监会与投服中心先后就证券纠纷代表人诉讼出台了相关规则。其中,最高人民法院在《关于证券纠纷代

[35] 参见张卫平:《民事诉讼法》(第 5 版),法律出版社 2019 年版,第 368 页。

表人诉讼若干问题的规定》第3条中明确了法院在通过诉讼方式解决证券纠纷时应当着重调解。此外,证监会《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》以及投服中心《特别代表人诉讼业务规则》都强调,对证券纠纷代表人诉讼实行比一般诉讼更为严格的监督。

最高人民法院对证券代表人诉讼的调解协议进行了详细规定,《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第18条至第21条规定法院对调解协议草案进行公告,并通过听证会等形式给予全体原告提出异议的机会,人民法院应当在综合考量当事人意见以及调解协议草案的合法性、适当性和可行性后决定是否制作调解书。证监会的规则要求投资者保护机构及时将其参与特别代表人诉讼的相关重要情况向中国证监会报告,并在案件结案后进行专项报告。投服中心在其发布的业务规则中也规定了重要情况向证监会报告以及调解协议草案向法院提交并开展听证等相关问题。

另外,新《证券法》出台后,三部门出台规则前,沪深地方法院就证券代表人诉讼出台了相应的诉讼规则。2020年3月24日,上海金融法院发布了《关于证券纠纷代表人诉讼机制的规定(试行)》。2020年4月20日,深圳市中级人民法院发布了《关于依法化解群体证券侵权民事纠纷的程序指引(试行)》,沪深两地法院初步建立了证券诉讼程序细则。

(二) 实践对于和解与调解的适用的需求空间

在我国的证券代表人诉讼实践中,对和解与调解的需要,可能出现在以下的情形:(1)被告的上市公司赔付能力不够,或有破产的可能性时。例如,上市公司可能会因大额判决直接破产,投资者若作为普通债权人进入企业的破产程序,可能经受漫长的等待以及面临无法获赔或赔偿额极少的情况。(2)在虚假陈述的赔付中,被告涉及多方当事人,部分当事人提出愿意及时赔付,但适当减少赔偿金额的情形。(3)对于原告存在举证困难,或行为与损失的因果关系认定上存有较大争议时。

《证券法》规定了上市公司及其董监高、控股股东,以及有责任的保荐机构、律所、会计师事务所等中介机构要承担连带责任。但本文通过实证研究发现,以虚假陈述的行政处罚为例,对上市公司、内部人士违法行为认定和处罚较多,对保荐人、会计师事务所、律师事务所处罚较少。

例如,证监会自2019年1月1日至12月31日就虚假陈述违法行为作出的37件行政处罚决定中,涉及上市公司及其董监高等责任人员共计26件,占比70%,而涉及券商的仅3件,占比8%。^[36] 总体而言,上市公司仍为虚假陈述违法行为的主要处罚对象,而虚假陈述的上市公司往往经营状况不佳,涉及中介机构的处罚决定数量较少。连带责任人较少而上市公司的赔付能力不足,最终导致投资者无法获赔的情形很有可能发生。而和解与调解更有利于双方根据实际情况协调方案并解决纠纷,能免于诉讼的漫长拖延,兼顾被告的赔付能力与诉讼效率,使集团诉讼实践可以有效地推进。

有人士可能会对证券特别代表人诉讼的案件是否需要调解产生怀疑,因为我国的模式是先由法院就案件发布公告,投保机构再另行选择是否作为特别代表人参与该诉讼。投保机构有权对案件进行选择,可以在这一阶段选择被告具有较强赔付能力的案件,则无须就该案进行和解或调解。诚然,如果投保机构提起特别代表人诉讼的案件被告都有能力进行全额赔偿,自然是皆大欢喜,且程序简便,但从前文对我国虚假陈述案件民事赔偿的实证情况来看,能提起诉讼的案件数量有限。如果投保机构只挑选有赔付能力的案件,对市场的威慑作用以及对投资人的保护效果就会有所打折。对于被告赔付能力不够的“硬骨头”案件,若投保机构勇挑重担进行调解,可以根据被告的偿付能力尽可能使投资者尽快获得适当赔偿,则可提起的案件数量将大大提高,此时集团诉讼可以发挥更大的作用,更好地保护投资人的利益。

五、我国证券集团诉讼和解与调解实施机制的建议

(一) 作为公益组织的投保机构需将投资者的利益最大化作为行事宗旨

我国由公益机构作为特别诉讼代表人是与美国制度的重大区别,该

[36] 参见中国证券监督管理委员会网站:http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xzcfw/xzcfjd/index_8.htm,2020年7月26日访问。

做法可以有效防止滥诉等美式集团诉讼中饱受诟病的问题。在近年的美国诉讼实践中,仅根据股价波动而发起无根据的集团诉讼以迫使“财大气粗”的公司作出和解的情况时有发生,给被告以及司法体系都带来了巨大的成本和负担。而我国特别代表人的主体是投资者保护机构,以维护投资者的合法权益为宗旨,不涉及自身营利的问题,除为开展特别代表人诉讼的必要支出外,不收取其他费用,与其合作的公益律师所提供的也是公益服务。因此,与美国的实践相比,投保机构是将投资者利益的最大化作为宗旨。

另外,投保机构还具有专业性。我国的投资者保护机构包括投服中心以及中国证券投资者保护基金有限责任公司。以投服中心为例,其成立已超过5年,长期从中小投资者需求和救济诉求出发,倡导“全面知权、积极行权、依法维权”,形成了以投资者教育为基础,事前持股行权、事中纠纷调解、事后支持诉讼的全链条“投服模式”,通过在诉讼领域的探索与实践,支持诉讼和股东诉讼等取得了良好的社会效果。同时,投保基金通过证券先期赔付的实践切实保护了投资人利益。由这样的专业机构作为代表人开展诉讼,一定程度上改变了我国证券民事赔偿诉讼中双方地位不平等、取证困难的情况,可以较好地实现制度目的。但是,由投资者保护机构作为诉讼代表人进行集团诉讼也有其缺陷,如“案多人少”,难以满足市场需求。对此,可期望由投资者保护机构选择有代表性的案例以起到威慑与示范的作用,并引领市场进行普通代表人诉讼。

(二) 调解中的民主制度设计:与50人代表的选择与沟通、公开征求意见与二次退出

1. 投资者50人代表的选择与意见表达

美国的集团诉讼中,收到和解协议初步签订的通知后,集团成员可以参加听证会并提出对和解协议的异议。在听证会上,和解协议的提议者应该证明协议的公正、合理及适当,而出席听证会的集团成员既可以表达其异议,也可以提出新建议,法官将在听证会上查明与会者中支持与反对和解协议的人数比例。

本文认为,在我国特别代表诉讼的制度设计中,投服中心在进行和解与调解时也可以考虑开通征求投资人建议的渠道,或者让投资人代表能参与到和解或调解的过程中。根据现行规定,投服中心要提起特别代

表人诉讼,需要接受 50 人以上的投资人委托,此时投服中心已和相关投资人建立起了实质的联系。为了讨论的方便,本文以人数为 50 人的投资者委托展开讨论。出于制度设计的民主考虑,可以在和解或调解环节听取这 50 名投资人的意见。这 50 名投资者代表的选取规则需要做出设计。若 50 名委托投资人是由投服中心通过公告征集,那么征集的标准是什么?是以时间标准即以委托时间的先后为准,还是要兼顾到投资人的持股数量等因素?本文认为,如果 50 人仅行使委托权,则按委托时间依次选取即可,但如果要参与实体权利的协商等工作,则需对所选投资人的代表性有进一步的考量。

和解或调解是对当事人的实体权利的处分,不管是中小投资者或是机构投资者,和解或调解结果都对他们的包括诉权在内的各项权利有重大的影响,因此,在选取投资人代表时,应该兼顾到中小投资者与机构投资者等不同股东群体。虽然投服中心的全称为中证中小投资者服务中心,其宗旨是维护中小投资者利益,但由于集团诉讼涉及的利益相关人远不止中小投资者,因此只要投资者没有明示退出,那么不同类型投资者的声音和意见都应当被纳入考量。另外,机构投资者等持股较多的投资者本身也有较强的专业能力和谈判能力,在和解或调解的过程中,也可以起到积极的辅助谈判的作用。当然,由于投服中心是以保护中小投资者为宗旨,在和解过程中,中小投资者和机构投资者可能在利益上不完全一致,所以需要限定 50 人中的机构投资者比例,即在征集的投资者中,中小投资者不应低于某一比例。

综上所述,建议在和解或调解阶段充分发挥委托的 50 人投资者的作用,赋予其参与和解或调解的协商过程的权利,同时在 50 人选取时结合在委托权征集公告期间委托的时间先后以及投资人持股数量等因素综合考量。

2. 公开征求意见

待投保机构与被告初步达成调解协议后,可以通过网络、听证会的形式公开征求投资者意见,如在“中国投资者网”提供征询意见的专门网页,召开听证会,告知投资者充分的信息,听取投资者意见。最高人民法院在《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》中对于原告方听证制度也有所涉及,这一做法有助于广泛听取被代表投资者意见,更好满

足其诉求。

3. 为投资者提供“二次退出”选择权

如果投资者对和解或调解的结果不满意,也应当赋予投资者退出的权利,即二次退出。当然,二次退出的出现不仅出现在和解或调解时,也可能出现在法院判决后,投服中心与投资者对是否上诉的意见不一致等情形下。美国的集团诉讼改革中新增了“二次退出机制”,为集团成员提供与单独提起诉讼时所享有的接受或拒绝和解协议的基本相同的机会。我国的最高人民法院、上海金融法院以及投服中心的诉讼规则均赋予了原告在公告期内声明退出的权利,也即“二次退出权”。和解或调解协议的效力不及于声明退出的原告,已退出的原告可以另行起诉进行救济。赋予投资者“二次退出”的选择权体现了集团诉讼和解或调解的程序民主。

(三) 对和解与调解的监督

由于和解与调解是代表人对全体投资人实体权益的处分,对投资人的权利影响较大,需要一定的监督机制,在制度设计层面尽可能预防此类问题的发生。如前文所述,美国的集团诉讼改革中规定了法官对集团诉讼和解的审查权,即法院应当在经过聆讯,充分考虑规定事项并认为该和解提案公平、合理且适当后,对和解提案进行批准。如果法官批准了原被告双方提出的和解提案,那么和解还将经受第二道监督,即集团成员的听证程序。另外,在和解协议草案达成后的一定时间内应当将和解协议草案向联邦和集团成员所在州的相关官员进行备案。我国证券集团诉讼的和解,也应设置相应的监督措施,以避免其在缺乏外部竞争的情况下急于行使或者滥用诉讼代表人职权。

首先,法院应当对和解或调解协议进行审查。集团诉讼案件涉及广泛的中小投资者利益,由法院作为中立第三方深入参与集团诉讼案件能够更好对原告方诉讼代表人与被告进行及时监督,保护未实际参与诉讼的缺席集团成员利益。应考虑规定,由法院对于诉讼外调解或双方自行和解所达成的协议进行审查后,协议方能生效。这一审查不同于原本经由司法审查赋予的强制执行效力,而是在协议自身的有效性层面予以约束,从协议的公平性的角度进行审查,保护投资者的利益。目前最高人民法院、上海金融法院与深圳中级人民法院的司法规则对法院的审查均

作了原则性的规定,认可和或调解协议的司法审查。从具体的实施来看,法院对于协议的审查应当为实质审查,审查的具体内容应包括原告方代表人和代理人是否已充分代表集团成员利益;协议是否经过公平的谈判;是否充分考虑了后续审判、上诉造成的延误所带来的风险和成本;分配赔偿金额及处理集团成员索赔申请的方法是否合理;代表人、代理人的费用收取是否合理等因素。

其次,还应当将调解解决结果上报证监会备案,在证监会层面对其进行监督。证监会发布的《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》第12条规定,投资者保护机构应当及时将参加特别代表人诉讼相关重要情况向中国证监会报告,案件结案后进行专项报告。调解应属于诉讼中的重大事项,应向证监会备案并接受监督。

六、结语

证券集团诉讼威慑力强,投资者受益面广,对严重违法违规行为的打击与投资者的保护都会起到重要的作用。同时,由于集团诉讼的赔偿数额巨大,在实践中出现赔付不足的概率较大,和解与调解程序可以拓宽我国集团诉讼的适用范围,兼顾赔偿金额、可执行度和赔偿效率,在更大范围内保护投资人利益,实现制度目的,同时也需要对其程序进行合理设计。我国的证券集团诉讼由公益的投保机构提起,没有对自身经济利益的考虑,可以克服美式诉讼的弊端,将投资者利益最大化、有效化作为行事的依据。同时,由于和解与调解是对投资者实质权利的处分,在投保机构进行和解与调解的过程中,制度设计中要体现民主与监督。可以考虑让投资人中的50人委托代表人参与调解过程,在达成初步协议后可以通过网络和听证会听取其他投资者的意见,并赋予投资者对和解与调解结果不满意时二次退出的权利。监督机制包括法院对和解书、调解书的司法审查与确认,以及和解书、调解书在证监会的备案与监督。当然,在我国证券集团诉讼和解与调解实践开展的过程中,还会出现很多的新问题有待研究。总之,当我国的证券集团诉讼能对市场主

体起到足够的威慑作用,像“达摩克利斯之剑”悬在市场主体的头上,促使他们遵守市场规则时,证券诉讼改革制度的深远意义就能得以实现,这也将是我国资本市场长期繁荣的保障。

(编辑:姜沅伯)