

权证纠纷的司法审查

——权证案件审判评述及展开

宋 航*

摘要:本文基于法院审理的 20 余起权证诉讼案件,分析了不同类型权证诉讼案件的法律争议及裁判思路,并从司法审判视角,就权证制度、交易所自律监管权、证券市场投资者保护机制、自律监管的司法介入等问题提出了完善建议。

关键词:权证 自律监管 司法审查

一、权证交易与权证纠纷

权证,是指标的证券发行人或其以外的第三方发行的,约定持有人在规定的期间内或特定到期日,有权按约定的价格向发行人购买或出售标的证券,或以现金结算方式收取结算差价的有价证券。^①权证本质上是证明持有人拥有特定权利的契约,具有期权性质。权证有多种分类,比较有意义的分类是按照未来权利的不同,将权证分为认购权证和认

* 法学博士,上海对外贸易学院兼职教授。

① 转引自上海证券交易所《权证管理暂行办法》第 2 条对权证的定义。

沽权证。其中,认购权证是指发行人发行的,约定持有人在规定期间内或特定到期日,有权按照约定价格向发行人购买标的证券的有价证券;认沽权证是指发行人发行的,约定持有人在规定期限内或特定到期日,有权按照约定价格向发行人出售标的证券的有价证券。另外,按照发行人的不同,可将权证分为公司权证和备兑权证。公司权证,是指由标的证券的上市公司以股票为标的资产发行的权证,备兑权证是指标的证券发行人以外的第三方如大股东、证券公司等金融机构发行的权证。

权证作为新的证券交易品种,上市后产生了一系列纠纷。自2005年8月22日第一支股改权证宝钢权证上市交易至2011年8月13日最后一支权证长虹权证退市的6年内,上海市第一中级人民法院(以下简称上海一中院)共审理了涉及权证纠纷28件。通过对这些案件审理中的情况分析,当前权证纠纷的类型主要有以下几种:

(1)权证信息披露纠纷,如白云机场权证纠纷案,客户以发行人、上市公司、交易所等未在相关文件中进行充分信息披露导致其交易损失为由提起侵权诉讼;

(2)权证行权纠纷,如邯钢权证尾盘行权失败纠纷,客户以证券公司未按其指令及时行权导致其损失为由主张违约责任;

(3)权证创设纠纷,如邢某诉上海证券交易所(以下简称上交所)创设权证纠纷案,投资者以创设权证不合法而提起侵权之诉;

(4)限制权证交易纠纷,如李某等诉国泰君安证券有限公司(以下简称国泰君安证券公司)限制交易纠纷系列案,该类纠纷源于证券公司在执行交易所监管要求时限制客户交易。

二、权证案件争议问题的司法解决

就法院而言,权证案件属于新类型案件,由于《证券法》对此没有规范,而大多案件涉及交易以及相关业务规则的效力审查问题,故首先必须依据《证券法》及相关法律确定这类案件的可诉性和诉讼性质,在此基础上确立诉讼当事人之间的法律关系的性质,然后才能对当事人之间争议的有关权证制度如创设行为、限制交易等行为的正当性进

行实质审查,从而解决当事人之间的争议。

(一) 权证纠纷的可诉性问题

权证纠纷属于证券纠纷,如果在交易过程中涉及特定投资者与证券公司之间因合同或侵权产生的纠纷,当属民事权利性质,其可诉性毋庸置疑;但当前的权证纠纷大多涉及权证发行、创设、监管等问题,而这些问题并非个体的民事权利保护问题,往往具有普遍性,对这类问题是否可以通过诉讼以及通过何种诉讼解决,法律并不明确,实践中也存在很大争议。

从当前权证纠纷的类型分析可以看出,诉讼大多涉及普通投资者与证券交易所之间,较少发生在证券发行人及其相关人员、证券交易所会员及其相关人员之间。这些主体之间如发生纠纷,可通过行政程序或交易所设立的复核机构解决,一般不诉诸司法程序。在普通投资者诉证券交易所侵权纠纷中,主要是证券交易所在履行自律监管行为过程中可能间接导致投资者损失而产生纠纷。为此,在讨论这类纠纷是否具有可诉性之前,必须明确证券交易所的地位和职能。

关于证券交易所的地位与职能,《证券法》第102条规定,证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易,实行自律的管理的法人。从上述定义可以看出,证券交易所是进行提供证券场内交易的法定场所,是具有自律监管职能的法人。证券交易所的地位较为特殊,是证券市场的组织者,又具有法人地位,同时也受到严格的监管。我国的证券交易所是在改革开放的大背景下在政府主导下产生和发展起来的,目前在很多方面仍然受到证券监管部门的制约,肩负着监管机构的某些职能,自律监管与授权监管同时并存,未真正体现交易所的独立人格,与《证券法》对其法律定位还有一定距离。证券交易所的特殊地位和职能决定了其在市场组织和监管过程中的行为具有不同于一般民事主体民事行为的特征,因此,在证券交易所涉及诉讼时,法院应当根据其行为的性质和特征,决定该类诉讼是否属于司法审查范围。

关于涉及证券交易所监管职能相关诉讼案件是否受理问题,最高人民法院在2004年11月18日发布了《最高人民法院关于对与证券交易所监管职能相关的诉讼案件管辖与受理问题的规定》(法释[2005]1

号),该规定确立了证券交易所所在地的中级人民法院为管辖法院;对可以受理的与证券交易所监管职能相关的诉讼案件进行了区分;明确了投资者对证券交易所履行监管职责过程中对证券发行人及其相关人员、证券交易所会员及其相关人员、证券上市和交易活动作出的不直接涉及投资者利益的行为提起的诉讼不予受理。上述司法解释为法院审理涉证券交易所案件的管辖予以了明确,为交易所应诉提供了便利,相对集中管辖也保证了审判思路和裁判标准的统一,无疑具有积极的现实意义。不足的是,该司法解释虽然区分了不同行为的可诉性,但对哪些诉讼属于行政诉讼,哪些诉讼属于民事诉讼,司法解释没有进一步明确;而所谓的“不直接涉及投资者利益的行为”在实践中很难把握,也与“从宽掌握立案条件”的司法政策产生冲突。有一点可以肯定的是,根据该司法解释中列举的行为种类,法院可以确定诉讼主体间法律关系的性质。

如前所述,证券交易所的监管行为包括自律监管和授权监管。授权监管行为包括证券交易所根据法律、行政法规以及规章的规定,对证券发行人及其相关人员、证券交易所会员及其相关人员、证券上市和交易活动作出的处理决定;也包括证券交易所根据中国证监会的授权对上述主体和相关活动作出的处理决定。该种行为属于证券交易所依据法定授权履行的证券市场组织职能,具有公共行政行为性质,一般也不直接涉及投资者利益,因此相关主体对于证券交易所的处理决定不服的,可以提起行政诉讼。而证券交易所依据其自行制定的章程、业务规则、业务合同的规定,对相关市场主体作出的处理决定系自律监管行为,该种行为具有一定自治性质,并非行政行为,因该种行为产生纠纷可进行民事诉讼。无论授权监管抑或自律监管,只要证券交易所的处理决定不直接涉及普通投资者利益,投资者则不能起诉证券交易所。

实践中,因证券交易所针对证券发行人及其相关人员、证券交易所会员及其相关人员、证券上市和交易活动作出处理决定引发的诉讼较为少见,大量纠纷都是投资者以证券交易所作出的有关交易活动的处理决定违法为由而以证券交易所为被告提起的民事诉讼,这在权证纠纷中尤为突出。在这些纠纷中,证券交易所作出的有关权证上市、权证创设、交易监管措施等决定,都是以证券交易所的章程、业务规则、业务

文件的规定作为依据的,该行为本身主要针对证券发行人、证券交易所的会员,并不直接针对投资者。应当说,根据上文提及最高人民法院司法解释的规定,投资者是没有诉权的,投资者与证券发行人、证券公司之间的法律关系与证券交易所与证券发行人、证券公司之间的法律关系是两个层级的独立的法律关系,即使证券交易所的处理决定对证券市场产生影响,导致了投资者的损失,投资者也不宜以证券交易所为被告提起诉讼,否则,证券交易所作为市场组织者和交易场所的提供者的地位将受到冲击,证券市场也无法稳定和发展。但在实践中,投资者以证券交易所作为被告的案件在立案把握上认识不一,法院审查立案条件时一般不直接审查当事人之间的实体争议是否存在、理由是否充足,在立审分离体制和市场维稳压力下,法院对这类案件不予受理较为困难。尽管最高人民法院司法解释规定明确,但地方人民法院还是将这类案件予以立案受理,实际给予普通投资者诉权,旨在解决当事人之间的实体争议和化解矛盾。

权证产品属证券衍生品,《证券法》没有作出具体规定,但该法第2条明确,证券衍生品种发行、交易活动,授权国务院根据《证券法》的原则规定。也就是说,有关证券衍生品种的发行和交易活动,《证券法》不作直接规定,而是授权国务院根据《证券法》的基本原则另行制定行政法规予以规定。然而,现实情况是,到目前为止,国务院未曾制定有关证券衍生品种的相关行政法规,甚至中国证监会也未发布有关权证发行、交易的相关行政规章。因此,有关权证产品的发行、交易主要是政策推动的产物,是股权分置改革的配套制度之一。法律法规的不完善,使得权证推出后面临诸多争议,部分投资者通过提起民事诉讼寻求救济。

比如,在那某诉上交所权证创设侵权纠纷一案中,当事人争议的问题之一即是原告作为投资者因投资权证产生损失以上交所为被告提起侵权之诉是否具有可诉性。^②对此,诉讼中,存在两种分歧观点:

一种观点认为,上交所的涉案行为不具备可诉性。理由在于,上交

^② 该案案情详见(2008)沪一中民三(商)初字第68号民事判决书,并刊载于《最高人民法院公报》2010年第7期。

所承担证券市场管理职能,其行为针对的是广泛的、相对不特定的主体,而且基于其本身的市场管理者地位,与权证投资者之间是监督者与被监督者的关系,不构成平等主体间的民事法律关系,因而不符合民事诉讼法上规定的起诉条件,法院不应进行实体审查。

另一种观点则认为,本案原告可以就其损失向法院提起诉讼。就本案诉讼基础而言,是原告基于上交所核准证券公司创设权证行为所提起的侵权行为之诉,并不受诉讼主体资格的限制,在当前并无明文规定禁止此类案件诉讼的情况下,只要符合法院立案受理的一般标准,即有明确的被告、诉讼请求及理由,法院即可进行审理。

最终,法院采取了后一种观点,法院判决认为,目前尚未有单行法律和行政法规出台规范权证产品的发行和交易,只有上交所根据《证券法》和证监会的授权制定的业务规则对权证的发行、交易等进行业务规范。而本案涉及的权证创设问题,也仅有《权证管理暂行办法》第29条作了授权性规定,即对于已上市交易的权证,上交所可以允许合格机构创设同种权证。具体的权证创设规则也是由交易所根据《权证管理暂行办法》的规定在某一具体的权证产品的上市公告中予以确定。因此,权证创设行为系证券交易所根据国务院证券监管部门批准的业务规则作出的履行自律监管行为,该行为如违反法律规定和业务规则,相关受众主体可以对交易所提起民事诉讼。根据《民法通则》第106条第2款的规定,原告提起侵权之诉不受主体限制,人民法院可以受理。相对于民法通则而言,《证券法》系特别法,《证券法》中关于侵权行为的规定应当优先适用,《证券法》没有规定的,可以适用一般民法关于民事侵权的规定。

从上述判决可以看出,法院并没有直接适用最高人民法院司法解释否定交易所在自律监管中的行为的可诉性,也未从程序上审查该类诉讼是否直接涉及投资者利益,而是根据上位法对此类案件的可诉性予以认可。

(二) 权证创设问题

2005年11月22日,上交所正式公布了《关于证券公司创设武钢权证有关事项的通知》,这标志着权证创设制度正式确立。

与上市公司或其大股东以其发行的本股为基础,向流通股股东派

送或发售权证的权证发行行为不同,权证创设是指权证上市交易后,由有资格的机构针对已发行的权证另行创设与原有权证条款完全一致权证的行为,此种创设行为的目的系平衡权证的供求关系,防止市场的过分波动,抑制权证过分炒作。当权证价格失衡时,有权创设权证的机构可以通过适时创设、出售新的权证,使权证价格向价值回归。

权证创设是一项新的制度,由于法律法规未明确规定,当事人在发生损失时可能对权证创设制度的合法性提出质疑,法院在审理这类案件时必须对权证创设的合法性作出正面回应。从目前审理的案件来看,有关权证的创设合法性纠纷主要有两种情况:

一类是投资者主张交易所违规审核权证创设,要求交易所承担赔偿责任。以武钢权证案为例,^③2005年11月16日,武汉钢铁(集团)公司发布《关于武汉钢铁股份有限公司人民币普通股股票认购权证和认沽权证上市公告书》。2005年11月21日,被告上交所发布《关于证券公司创设武钢权证有关事项的通知》,通知称:“取得中国证券业协会创新活动试点的证券公司可按照本通知的规定创设权证。”“本通知自2005年11月28日起施行。”2005年11月25日,被告上交所审核批准了10家证券公司创设武钢认沽权证的申请,总计创设武钢认沽权证共11.27亿份,定于2005年11月28日上市。

武钢权证上市后,原告先后买入武钢认沽权证共计115,100份,平均买入成本价为1.604元/份。2005年12月5日,原告卖出全部武钢认沽权证,成交价为1.09元/份。原告认为,上交所的《创设通知》自2005年11月28日起施行。按此通知,创设权证最早上市时间应为2005年11月29日。但在2005年11月25日,上交所却提前3天发布公告,称已同意批准证券公司创设11.27亿份武钢认沽权证,并于2005年11月28日上市交易,该提前、大量创设权证的行为使原告持有的武钢认沽权证失去交易机会,由此而造成巨大损失,对此上交所应承担赔偿责任。

本案原告是在承认交易所的业务规则的效力的前提下提出创设是否合规问题,进而在原告投资权证的损失与被告上交所的审核创设行

^③ 同注2。

为之间的因果关系问题上形成争议。该争议问题的解决是决定被告上交所是否应当赔偿原告交易损失的前提。

对此,有观点认为,上交所核准10家证券公司超量创设武钢权证,大幅增加市场上此类权证的供应量,导致权证价格波动幅度较大,且未按公告时间创设权证,给持有该权证的投资者造成了损失,存在过错,应当承担相应的赔偿责任。

相反观点则认为,上交所的核准行为并未违法,无须承担赔偿责任,理由在于,对权证交易进行监督和管理,是《证券法》赋予交易所的一项职能,上交所的核准行为就是履行其监管职能。

对于上述争议,法院主要审核交易所核准证券公司创设权证是否有业务规则作为依据以及存在业务规则时交易所的行为是否符合业务规则的要求。法院在该案判决中认为,上交所根据《权证管理暂行办法》第29条的规定,核准合格证券公司创设武钢权证,该审核行为符合业务规则的具体要求,是上交所履行《证券法》赋予其自律监管职能的行为,具有合法性。就创设权证的审核行为而言,被告上交所的行为不符合侵权行为的构成要件,其行为并无不当,未侵犯原告的利益。

具体而言,针对提前创设权证的争议,法院认为,虽然上交所在创设权证的通知中载明“通知自2005年11月28日起实施”,但此表述并不表明创设权证只能在该日后才能上市,只要合格证券公司在此之前完成了相关的手续,创设的权证即可上市交易。上交所的审核行为未违反业务规则,符合权证创设的惯例;针对超量创设权证的争议,法院认为,创设权证制度在我国属于一项金融创新制度,是基于股权分置改革的总体要求,结合股改权证的运行特点,借鉴成熟市场的类似做法,产生的一种市场化的供求平衡机制。鉴于这项制度仍处于探索阶段,故在创设程序、创设品种、创设数量等方面尚无规范可循,在具体实施时创设人可以根据发行权证的具体情况自由决定实施方案,交易所仅对其资格和上市程序进行审查。对于创设权证的具体规模,业务规则本身并未作出限制。原告在武钢认沽权证交易中的损失,虽与证券公司创设权证增加供给量存在一定关联,但本质上仍属于证券投资市场中的应有风险,原告在投资权证时对证券市场的高收益、高风险特征应当是明知的,根据风险与利益一致原则,原告应自行承担其交易损失,

与交易所审核权证创设行为无关。

另一类纠纷则对整个权证创设制度设计的合法性提出根本性的挑战,进而直接对交易所的业务规则效力予以否定,南航权证系列案即是例证。如在(2009)沪一中民三(商)初字第44号、(2009)沪一中民三(商)初字第23号两案中,原告认为证券公司系非法创设南航认沽权证,交易所批准证券公司增量创设已公开发行的权证没有法律依据。

2007年6月27日起,几家证券公司分别发布《关于创设南航认沽权证的公告》,创设大量南航认沽权证在被告上交所交易。两案原告与两家证券公司分别签订有《证券交易委托代理协议书》,并开立证券账户进行证券交易。在南航权证创设后,二人均通过与之签订委托协议的证券公司营业部买卖南航认沽权证,但造成亏损。原告认为,被告证券公司创设南航认沽权证并无法律规定,该交易品种属无发行人、无保荐人、无发行价的“三无产品”,其创设和代理行为属于无效的民事法律行为;被告上交所违法发布有关权证交易的管理办法,在规范权证发行方面存在过错;被告中登公司违法为南航认沽权证的创设办理登记,亦存在过错。上述各被告均应对原告因权证交易产生的损失承担侵权损害赔偿责任。

这类案件系原告以证券公司非法创设权证、非法代理权证交易以及交易所、登记结算机构违规审核、登记权证创设为由而提起的侵权损害赔偿纠纷,主要争议在于认定侵权的要件是否构成,包括原告诉请指向的各被告在创设权证过程中是否具有侵权法意义上的侵权事实;各被告在权证创设过程中的行为是否存在违法或具有过错;原告投资权证产生的损失与证券公司的权证创设行为、上交所的监管审核行为以及中登公司的创设登记行为是否存在法律上的因果关系。

关于是否存在侵权事实问题,主要争点在于交易所是否有权允许券商创设权证以及交易所依据业务规则进行相关业务监管的正当性问题。

在这些案件中,投资者将权证等同于股票交易,认为权证的发行和创设必须经中国证监会审核,且应当像股票发行一样有发行人和发行价,也要有保荐人保荐上市才符合《证券法》的规定,否则,由交易所根据自行制定的权证业务规则进行的权证交易及创设都是非法的。对

此,法院认为,权证产品不同于股票,系股票的衍生产品,具有期权的性质,不同性质的产品应根据产品特性制定相应规范。根据《证券法》第2条第3款的规定,证券衍生产品的发行、交易的管理办法,由国务院依照《证券法》的原则规定。依此规定,权证的发行和交易行为及其监管可纳入《证券法》的调整范围。国务院未在该领域制定相应的规范,而《证券法》第118条规定,证券交易所依照证券法律、行政法规制定上市规则、交易规则、会员管理规则和其他有关规则,并报国务院证券监督管理机构批准。上交所根据上述《证券法》的规定和证监会的授权制定业务规则即《权证管理暂行办法》,对权证的发行、交易等业务规范,已得到中国证监会批复同意,是合法有效的。因此,法院判断相关市场监管主体创设权证是否合法可以参照交易所制度的相关业务规则,这一观点应当可以适用于所有未有上位法调整的证券创新类产品,也不违背《证券法》的立法精神,相关判决主旨也得到了最高审判机关的认同。^④

基于对交易所制定的业务规则效力确认之司法态度,同理,经交易所审核合格的证券公司,严格按照《权证管理暂行办法》以及相关通知的要求,只要履行了权证创设的全部申请、履约担保、审核和信息披露等程序,其权证创设行为本身亦不具有违法性。同样,登记结算公司在证券交易结算中处于中央对手方的地位,根据证券交易的结果,为结算参与人提供证券登记、存管、结算、交收服务。在权证创设过程中,中登公司依据其法定职能,按照业务规则为权证的创设办理登记,其行为亦是合法的。法院如此判决,体现对交易所作为市场组织者和自律监管法律地位的认同,也在证券创新领域为证券衍生品的存在和发展提供了一定的法律空间。

在所有因创设权证提起诉讼的案件中,权证交易损失与权证创设之间是否存在因果关系问题也是一个不容回避的问题。对此,法院在

^④ 参见最高人民法院(2012)民申字第737号民事裁定书第3-4页。最高人民法院在该案中指出,《权证管理暂行办法》系上交所依据《证券法》制定的规范权证发行、交易的办法,该办法经中国证监会批准而生效。依据该办法第29条的规定,上交所比照该所《关于证券公司创设武钢权证有关事项的通知》发出《关于证券公司创设南航权证有关事项的通知》,创设同种南航认沽权证,并无不当。

相关判决中明确:权证创设制度在我国属于一项金融创新制度,仍处于探索阶段,在创设程序、创设品种、创设数量等方面尚无规范可循,在具体实施时创设人可以根据发行权证的具体情况自由决定实施方案,交易所仅对其资格和上市程序进行审查。在交易所已履行了必要的信息披露和风险揭示义务后,投资者应当充分认识权证创设后的交易风险。如果投资者仍然基于自身对该品种的喜好和判断,不顾风险贸然入市,对权证进行频繁交易,由此造成的交易风险与权证的审查、创设、登记等行为不存在必然的、直接的因果关系,根据买者自负原则,投资者要求交易所和发行人承担赔偿责任权证交易差价损失,也无法得到法院支持。^⑤

在这类案件中,法院对于权证创设问题形成了3点共识:一是确立了交易所依据业务规则审核权证创设的权利;二是法院对交易所的自律监管行为不作实质性审查;三是只要交易所的市场监管行为不是针对特定投资者的,交易所不承担民事责任。

(三) 权证信息披露问题

信息披露纠纷涉及权证的信息披露主体、范围和方式,以及披露行为是否达到了充分和必要的程度。

例如,在一起案件中,原告于最后交易日购买了被告广东机场集团发行的白云机场认沽权证 JTP1。^⑥ 该权证存续期间为1年,即2005年12月23日起至2006年12月22日,权证最后交易日为权证存续期满前的5个交易日即2006年12月15日。在权证最后交易截至前,被告已经多次发布公告,提示权证交易期间以及权证终止上市的期限。原告认为权证发行人被告广东机场集团刊登的次数不符合规定且刊登的标题不够明确具体,不足以提示投资者权证交易已经到期,反而使原告误以为最后交易日为2006年12月22日。上述行为违反了《证券法》

^⑤ 关于权证交易损失与权证创设之间的因果关系认定,可详见《最高人民法院公报》2010年第7期第38~44页刊载的“邢立强诉上海证券交易所权证交易侵权纠纷”一案的判决。

^⑥ 该案详情请见《最高人民法院公报》2008年第10期第30~38页刊载的“陈伟诉广东省机场管理集团公司、广州白云国际机场股份有限公司、上海证券交易所侵权纠纷案”判决。类似案件共有4起。

关于持续信息披露的规定,对投资者构成重大误导。被告白云机场作为权证标的上市公司,亦负有权证信息披露义务,其未充分披露相关信息,应承担连带责任。被告上交所作为权证交易规则的制定机构和权证交易及信息披露的监管机构,对于被告广东机场集团、白云机场的违规行为未尽监管职责,也应承担连带责任。

在这批案件中,原告均主张权证信息披露主体未尽到完整、明确披露信息的义务,误导投资者进行不必要的交易导致投资损失,交易所亦未依法履行监管职责,应与其他被告承担连带责任。

该类案件主要涉及以下法律争议:

第一,原告提起民事诉讼的法律基础问题。在原告是否可以提起民事诉讼的问题上,有观点认为,应当适用《最高人民法院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》(以下简称《虚假陈述规定》);相反观点则认为权证投资民事赔偿案件,不应归入证券市场虚假陈述引发的民事案件之中。

法院认为,《虚假陈述规定》适用的范围仅限于证券市场上的证券认购和交易,主要调整和规范《证券法》第69条所规定的涉及上市公司内部财务状况、股权结构以及公司经营管理人员变化等重大事项的披露;而本案涉讼的权证则属证券衍生品种,系争公告内容亦属权证交易规则所确定的提示性信息披露。显然,上述两者不具有同一性,故本案不适用《虚假陈述规定》中有关民事诉讼前置程序的规定。原告起诉符合《民事诉讼法》第108条规定的起诉要件,法院应予受理。

第二,在信息披露的标准问题。有观点认为,信息披露义务是一项强制性义务,是权证市场交易有序进行的基本保障,权证发行人及权证标的公司具有完整、准确、真实披露信息的义务,在重大事项的披露上,必须明确、具体、醒目。上述主体任何违背这一披露义务,并造成投资者损失的行为,都须对受损投资者承担赔偿责任。

相反观点则认为,在信息披露主体尽到基本的信息披露义务的情况下,投资者应当自行承担未对所披露信息引起足够重视,从而错过交易期间的风险,以及权证投资的商业风险。

法院在判决中指出,由中国证监会批准并由上交所发布的《权证管理暂行办法》应当成为确定权证信息披露标准的主要依据。该办法第

4条规定:本所对权证的发行、上市、交易、行权及信息披露进行监管,中国证监会另有规定的除外。第14条第2款规定:权证存续期满前5个交易日,权证终止交易,但可以行权。第15条规定:发行人应当在权证存续期满前至少7个工作日发布终止上市提示性公告。第17条规定:本所有权根据市场需要,要求发行人和相关投资者履行相关信息披露义务。

根据《权证管理暂行办法》,权证发行人是权证信息披露的义务主体,权证标的上市公司并不是权证信息披露义务的主体。根据《证券法》第65~67条,权证信息亦不属于权证标的上市公司应当披露的法定事项。在权证的发行人依法履行相应的披露义务的情况下,投资者须自行承担自身不了解权证交易规则或没有发现重大信息而引发的损失。在白云机场权证系列纠纷案件中,广东机场集团作为权证的发行方,是信息披露义务的主体,以公告形式对发行、上市、交易、行权过程中应当披露的信息,且公告的格式、内容、时点、方式亦均符合法定要件,并依据《权证管理暂行办法》,对权证的最后交易日进行了披露。法院认定,原告认为上述公告的内容存在误导性表述,不足以提示投资者,与客观事实不符。

第三,信息披露监管主体的责任问题。在信息披露监管主体的责任问题上,有观点认为监管者未充分履行监管义务而导致投资者损失,同样需要承担侵权责任。相反观点则认为,交易所是自律性组织,不具有对投资者法定的或者约定的义务,因此,不应该成为类似案件的责任主体。

法院在判决中指出,《证券法》第102条、第118条规定,证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易,实行自律管理的法人;证券交易所依照证券法律、行政法规制定上市规则、交易规则、会员管理规则和其他有关规则,并报国务院证券监督管理机构批准。在白云机场权证系列纠纷案件中,法院判定上交所依据法律授权制定《权证管理暂行办法》经中国证监会批准生效,并且在《权证管理暂行办法》中规定了相应的风险披露义务和标准。据此,被告上所在制定权证交易规则、向交易所会员及投资者揭示权证交易风险等方面均符合法定程序,不存在过错。

从上述案件法院判决要旨来看,法院对于权证信息披露义务的认定明显不同于上市公司的信息披露,在遵循《证券法》关于信息披露必须完整、准确、全面披露原则的同时,主要依据权证业务规则确立的信息披露义务对相关主体的行为进行审查;信息披露义务主体只要不违反业务规则确定的披露义务和相关要求即可认定已履行必要的披露义务;投资者因自身原因未关注披露的信息而产生损失应自行承担即“买者自负”原则。交易所作为授权监管主体,负有监督信息披露主体及时、准确进行信息披露的职责,其不直接承担上市权证的具体信息披露义务,亦不承担因信息披露主体的不当行为导致的投资者损失的责任。

(四) 限制权证交易问题

限制交易纠纷是在权证出现过度炒作和异常交易时,证券公司暂时停止交易异常客户权证委托交易而产生的纠纷。

例如,在一起案件中,原告与G证券公司营业部签订了证券交易代理合同。^⑦ 鉴于南航认沽权证已经处于过度炒作状态,市场价格波动剧烈,上交所书面通知要求各会员单位做好南航权证到期前的客户管理工作。G证券公司通过公告限制全体客户于2008年6月5日当日买入南航认沽权证。

原告认为,被告的单方行为违反委托代理合同。依照《证券法》第111条以及《上海、深圳证券交易所交易规则》第30条、第31条之规定,原告作为证券公司的经纪业务的客户,与被告建立证券交易代理合同关系,由被告接受原告委托并代理证券交易。双方订立的《证券交易委托代理协议书》是证明和确定双方权利义务关系的法律依据。被告证券公司以公告的方式单方面限制其全体客户买入权证的行为,显然有悖于其对原告所作出的服务承诺。

这一类案件的分歧主要在于,在特殊情况下,证券公司是否有权单方面限制某些特定类型权证的交易。有观点认为,投资者与证券公司之间的代理合同,是平等主体之间的民事法律行为,证券公司必须为单方面限制代理合同范围造成的投资者损失承担责任。相反观点则认

^⑦ 该案详情参见(2008)沪一中民三(商)初字第87号案判决书。

为,证券公司限制全体客户买入特定权证的行为,是在市场过度炒作情况下,放弃自身的商业机会,维护投资者利益的举措,并不违反代理合同关系中,为被代理人利益行事的基本原则,因此不应承担任何责任。

法院的判决支持了前一种观点。法院认为,虽然被告证券公司限制交易行为的目的在于保护了对于权证交易风险尚未完全防范的其他客户的利益,有利于权证交易市场的稳定。但是,不可否认的是其行为的后果在客观上剥夺了原告的交易机会。《证券法》第115条仅赋予交易所可以对出现重大异常交易情况的证券账户限制交易的权利。而证券公司未经明确的法定授权或征得委托合同的相对人的同意,亦未结合客户的具体情况予以区别对待,即单方面实行上述举措,以当日全面限制交易的方式来落实被告上交所要求的客户管理和风险教育工作,该行为系违反证券交易代理合同行为,亦违反了《证券法》确定的法定义务。

结合该案南航认沽权证临近最后交易日的区间走势和合理估值,法院认为被告证券公司放弃自身利益、实施上述限制行为的主观动机是善意的,行为的目的也在一定程度上保护了对于权证交易风险尚未完全防范的其他客户的利益,有利于权证交易市场的稳定。但是,不可否认的是其行为的后果在客观上剥夺了原告的交易机会,违背了《证券法》关于证券交易应当遵循的公平原则。对此,被告证券公司具有过错。但鉴于此类案件中,原告均并未能举证证明其因被告证券公司违约所导致损害的发生及两者之间存在法律上的因果关系,故法院对其诉讼请求不予支持。

(五) 权证行权纠纷

行权纠纷涉及权证持有人在权证到期后因某种原因无法行权而引发的纠纷。

在一起案件中,原告持有邯钢钢铁权证,该权证的最后行权期为2007年4月4日15时。原告在2007年4月4日14时59分47秒时通过被告B证券公司营业部向被告上交所的交易系统发出行权指令。事后,原告获悉证券公司营业部主机与交易所交易系统主机时间存在误差,原告发出行权指令时,交易所主机已关闭,原告行权失败,权证被全部注销。

一种观点认为,原告在规定的行权期内、竞价时间内委托行权,是合法、有效的行为。该行权行为已得到被告 B 证券公司营业部的认可。行权失败产生的损失应该获得赔偿。^⑧

这一类型的案件涉及的是权证的合法持有人,因自身原因,在认购权证公告的行权期最后期限即将截至之时才向交易系统发出指令要求行权是否受到法律保护的问题。有观点认为,本案的投资者是有证券交易经验的,明知证券、权证交易过程中的技术风险,且之前有过行权的经历。本案中原告要求行权应明知行权需要提供相应的行权资金,但本案中原告在 2007 年 4 月 4 日 14 时 10 分时账户里的资金只有 7000 多元,直到权证交易最后一分钟才通过抛售其他股票补足资金。原告对尾盘申报的风险应由自身承担全部责任。同时原告自助交易方式有多种,但其仅选择电话委托方式,也应对只采用该委托方式承担由此产生的风险。

另一种观点则认为,无论何种原因,只要投资者是在行权期内向交易系统发出的可以执行的指令,就应该被系统接受,其合法权益应当得到法律的保障。

一审法院支持了后一种观点,二审则调解结案。一审法院认为,原告作为投资者,其与证券公司之间具有直接的合同关系即证券交易代理关系,受当事人之间合同约束和《证券法》调整。如投资者因证券公司未履行合同义务和法定义务,可以直接向证券公司主张。原告在交易时段内申请行权,因证券公司原因导致行权失败时,有权要求证券公司赔偿损失。

此案属个案,且发生在权证领域,有一定的特殊性和偶然性,一审判决强调了交易所及券商尽力为客户提供可靠、安全、稳定的交易服务的法定义务和信义责任,因服务不到位产生的技术风险亦不容忽视,这就要求交易所以及券商采取有效措施,完善时间比对机制和核查系统,尽可能减少券商交易系统时间与交易所交易主机的时间差;另外,基于现有的技术限制,券商交易系统尚难做到与交易所交易主机时间保持分毫不差、绝对一致。对客观上必将存在的微小时间差,如果不能享有

^⑧ 该案详情参见(2008)沪一中民三(商)初字第 63 号民事判决书。

合理的免责,券商将不堪赔偿重负。就此,可在证券交易委托代理协议中增加相应的免责条款,并加大风险提示的力度,让投资者事先即充分知晓可能存在的时间差,在进行证券交易尤其是行权申报时预留充足的操作时间。

(六) 误导交易纠纷

此类纠纷涉及投资者主张证券公司向其发布误导性信息,是否构成欺诈问题。这类问题不仅发生在权证交易中,在股票交易中也较为普遍。

以(2009)沪一中民三(商)初字第61号案件为例,本诉中,原告诉称,被告证券公司及下属营业部工作人员先后通过电话、每天发短信等方式,称原告所持权证价值为零,风险巨大等,诱使其低价卖出了所持的全部权证,但事后两天,该权证价格却大幅上涨,导致原告遭受巨大损失。原告认为,被告诱导客户交易,损害客户利益,属欺诈客户行为,为此,给客户造成损失的,应承担相应赔偿责任。

该案原告提起的系侵权之诉,法院要解决两个问题:(1)被告证券公司是否基于主观过错实施了违法行为;(2)该违法行为与原告损失之间是否具有因果关系。

对此,法院的观点是:

第一,就证券公司发送短信的行为本身而言,该行为属于对投资者进行风险提示,系执行上交所相关通知的要求,并不具有违法性。从其内容上看,其描述均是提示相关权证的最后交易日以及对权证当时价值的客观性描述。根据《证券法》第79条第1款第6项,欺诈行为系指带有明显交易指向性的误导信息,即对某个特定证券未来价值变动或证券市场整体涨跌作出的虚假或诱导性陈述,本案系争短信并不存在上述误导性描述,证券公司的行为不存在过错。

第二,就原告的损失与被告证券公司发送短信行为间的因果关系而言,法院认为,原告作为长期进行权证投资交易的投资者,应对相关权证的价值基础有所认识,因此短信中对权证价值的描述不会影响其投资判断能力。事实上,原告在收到系争短信后,仍多次买入及卖出相关权证,充分证明了原告损失与被告行为之间不存在直接的因果关系。

综上,对于此类纠纷,如原告不提供充分证据证明上述要件事实,法院对其诉请通常难以支持。

当前,在证券交易中,证券公司常常通过向客户发短信或邮件的方式向客户推介股票或提示客户买进或卖出股票,这种行为在大多数情况下证券公司主观上出于善意,本身并不违法。但如果证券公司出于操纵股价或诱导交易以获取利益,该种行为则构成侵权,并有可能承担客户的交易损失。因此,证券公司在向客户提供此类服务时,应当向客户充分提示风险,但不宜频繁发送同类信息,避免误导客户进行不必要的交易;尤其对于一些新开户的股民或老年投资者,更应当适当评估其承担风险的能力,谨慎提供选股和交易提示信息。误导交易在性质上属于欺诈侵权行为,《证券法》对此已有规范,并进一步明确了欺诈客户造成损失的,应当承担赔偿责任。

三、权证制度重建

通过以上我们对各种权证纠纷审判中的法律问题的分析,不难发现,历经6年的股改权证完成了历史使命,也为权证产品设计和制度建设提供了一些启示和经验。从涉诉的案件来看,我们可以得到以下几个方面的启示。

第一,权证交易上位法律制度有待进一步完善。

在这些案件中,权证投资者通常请求法院对权证业务规则的效力进行审查,要求法院认定交易所制定和执行业务规则的行为违法,主张交易所的行为构成侵权。严格来讲,根据《证券法》第2条第3款的相关规定,证券衍生品种的发行和交易的管理办法,必须由国务院依照《证券法》的原则规定。然而,到目前为止,我国对权证的规范还只限于上交所和深圳证券交易所(以下简称深交所)各自制定的《权证管理暂行办法》及相关业务规则。对交易所制定的上述权证交易规则的法律属性是什么,具有怎样的法律效力,法院是否有权以及以何种标准审查权证业务规则,目前在理论和实践上尚具有不同认识。适时在交易所业务规则之上制定上位的法律制度,是增强权证业务规则权威性的

可行方式。同时,由于股改权证已经退出市场,权证业务规则也应当顺应新的市场特点作进一步完善,从权证的种类、标的证券的条件、发行人的资格和条件、信息披露的具体要求、行权安排、各类市场主体的权利和义务等方面进行全面、细致的设计。

第二,需要加强投资者保护机制建设和权证信息披露,切实保护投资者权益。

自金融危机以来,金融消费者或投资者的保护问题受到普遍关注,尤其在衍生品交易中更为重视。权证作为一种相对较新的证券产品,很多中小投资者在从事权证交易前对权证产品及其交易规则知之甚少,对权证的特殊风险也认识不足。同时,有些权证投资者对权证制度存在误解,一旦交易产生损失之后,投资者可能会将责任归咎于权证发行人、证券公司、证券交易所甚至证券登记结算机构,纠纷也因此产生。对此,需要加强投资者保护机制建设,强化权证信息披露,切实保护投资者权益。

一方面,需要设计全面合理的投资者保护机制。具体而言,可以从信息披露、风险提示、投资门槛、风险评估、投资者服务、教育、导向等环节着手进行制度设计,从而使合适的投资者投资适合的产品,承担适度的风险,使市场中介机构真正了解自己的客户,真正服务于客户,提高风险防范能力,树立市场诚信。值得注意的是,投资者保护应当采取适当的方法。在法院已经审理的案件中,部分证券公司为防范权证交易风险,对客户的权证交易予以限制。虽然证券公司的行为旨在保护大多数客户利益,有利于防范权证的系统性风险,但其行为在客观上可能影响部分投资者的交易机会,并由此面临诉讼风险。可见,投资者保护应当注意方式方法的适当性,防范出现不必要的纠纷。

另一方面,需要完善权证的信息披露制度。权证实行 T+0 交易,价格波动幅度较大,具有一定的杠杆效应。因此,权证的信息披露对于保护投资者尤为重要。为充分保障投资者的知情权,应当根据《证券法》中的持续信息公开原则,将权证信息披露贯穿于权证发行、上市交易、行权、终止等全部环节,也应当适当拓展信息披露的主体范围,对不同市场参与者和市场组织者在不同环节确定不同的信息披露义务,从而完整、准确、真实地对可能影响权证价格的重要信息、重大事项予以

及时披露。

第三,应当完善交易所的自律监管权。

证券交易所在证券市场中具有十分重要的地位,担负多项职能。它既是证券交易的法定场所,又是证券机构和会员单位进行集中交易的中介;它既是市场的组织者,又是市场的管理者;它不仅承担一部分授权监管职责,也承担自律监管职能。《证券法》将证券交易所定位为不以营利为目的,为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施,履行国家有关法律、法规、规章、政策规定的职责,实行自律性管理的法人。仅就证券交易所的监管权来看,主要来源于两个层面:第一个层面是法律、法规的授权和行政监管机构的授权或委托,主要是证券法、证券交易所管理条例的相关规定。这些授权性规定,有的是关于证券交易所处置权的规定,一般仅涉及证券活动事务的管理,例如,证券交易所的授予会员资格,允许使用席位,接受上市申请,组织证券交易,公布上市公司年度报告等;有的是关于交易所处罚权的规定,一般涉及交易所可以采取的具体处分(罚)措施,例如,予以警告、批评、处以罚款、取消会籍、暂停或终止上市等。第二个层面是交易所作为市场组织者制定的章程、准则、细则。与行政监管相比,交易所的自律监管的作用在某种意义上更具有优势。自律监管依据的是自律组织制定的自律规则,并不是以国家的强制力为后盾,而是在平等自愿的基础上确立起来的行为准则。自律性规则一方面为证券交易所干预和监管证券市场提供了制度基础,另一方面又通过明晰的规定,确定了证券交易所监管行为的内容、方式与程序。通过上述方式,自律性规则既保证了证券交易所行使职权具有一定的可预见性,也保证了证券交易所违反相关规则时的可归责性。在赋予交易所监管证券市场权限的同时,限制了交易所滥用自律监管权的可能。^⑨

成熟市场证券监管的实践表明,自律监管是证券监管的基础。无论是采取集中统一监管体制的美国,还是曾经主要坚持分散监管的英国和德国,自律监管都是证券市场监管的重要组成部分,不存在放弃自

^⑨ 沈志先主编:《金融商事审判精要》,法律出版社2012年版,第207页。

律监管的证券市场。^⑩我国证券法虽然赋予交易所等自律组织的自律监管职能,但基于种种原因自律组织的自律监管远远没有起到应有的作用,证券监管权仍然牢牢掌握在证券监管部门。这种状况的存在,原因在于我国证券市场仍然属于政策推动型的证券市场,市场化水平较低,行政监管仍然是证券监管的主要力量,自律监管体系没有建立起来,其发挥作用的空间相对有限。未来有必要进一步完善权证业务自律监管制度,明确交易所作为自律组织的市场地位,划清自律监管与政府监管的界限,将二者权能有机结合,使交易所真正担当起一线监管者的角色,通过自治规则建立起完善而运转有效的自律监管体系,从而逐渐减少政府对市场不必要的干预,推进证券市场的市场化水平。

第四,应当厘清司法审查自律监管行为的界限。

司法是证券市场稳定的最后一道屏障,也是规范证券市场发展的矫正器。如前所述,我国的证券市场是行政力量主导和推进的市场,行政监管是市场监管的主力。另外,证券法和其他法律对证券民事救济制度规定尚不完善,相关诉讼机制未能完全建立,使得司法机关特别是法院对于证券民事纠纷的审理始终限制在一定范围内,在尊重行政机关监管的司法政策导向下,司法审查的监督角色相对缺位,规范作用不够突出,司法能动没有体现。目前,对证券市场上群体性纠纷审查仍限于虚假陈述类纠纷,并且设置了诉讼的前置程序,而内幕交易、操纵市场、欺诈客户等纠纷尚未真正进入民事诉讼,得不到民事救济。就权证这样的创新产品纠纷而言,法律仍处于空白地带。法院在面对自律监管行为的审查时,也同样难以把握审查界限。权证案件的审理在一定程度上为司法审查与自律监管之间确立边界提供了一定经验和原则。可以肯定的是,下列原则或规则在一定范围内得到共识:(1)司法不主动介入自律规则的实质审查,也鼓励自律组织对市场的自律监管;(2)在穷尽内力救济时才诉诸于司法程序,在确定其是否承担责任时主要考察自律组织是否对自律规则确定的义务是否已尽力承担;

^⑩ 中国人民大学民商事法律科学研究所课题组:“证券市场诚信、自律和法治原则研究”,载上海证券交易所:《上证研究》2005年法制专辑,复旦大学出版社2005年版,第25页。

(3) 只有自律组织明显违反法律、法规、自律规则且直接损害投资者利益时,自律组织才可能承担损害赔偿责任;(4) 司法判决即使要求自律组织承担某种责任,也并不否定自律组织的自律监管权。上述原则或规则,不仅对于法院审理权证产品纠纷而言,也对今后其他上市的证券创新产品因自律监管可能产生的纠纷的处理,应当具有一定的指导意义,对于权证相关业务规则的完善亦有警示作用。