

证券民事赔偿案件的可仲裁性实务研究

赖冠能*

摘要：我国的证券民事赔偿纠纷经历了从“不可仲裁”到“可仲裁”的规则演变，现行案例表明，当前司法实践不仅认可证券民事赔偿纠纷的可仲裁性，还对仲裁协议的拘束范围进行了大幅扩张性解释，甚至超出了仲裁试点的范围，尽管对仲裁协议的拘束范围进行适度扩张具有一定的合理性，但仍不应超出当事人之间合意的范围，目前法院对于仲裁协议的扩张适用已过度超前，应予适当修正；此外，仲裁试点意见的前置程序应当取消。

关键词：证券纠纷可仲裁性 证券虚假陈述 仲裁协议的扩张

一、规则的演变：从“不可仲裁”到“可仲裁”

本文旨在探讨证券市场虚假陈述等行为引起的民事侵权赔偿纠纷的可仲裁性问题。我国证券法明文规定，行为人因虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为给投资者造成损失的赔偿责任属于特殊侵权责任。《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《新虚假陈述司法解释》）亦在此基础上从侵权责任角度规范证券虚假陈述民事赔偿责任，故本文所探讨的民事赔偿责任均属侵权责任范畴。诚然，此类纠纷可能存在侵权责任与违约责任的竞合，但对于以合同纠纷为由提起的证券投资损失赔偿纠纷，自可依合同寻求解决，不在本文探讨之列。

对于证券侵权纠纷，我国法律及司法实践经历了从“不可仲裁”到“可仲裁”

* 北京隆安（深圳）律师事务所合伙人、中证投服中心公益律师。

的转变。早期观点认为,商事仲裁仅适用于合同纠纷,不适用于侵权纠纷。2012年修订的《民事诉讼法》删除了原第111条“双方当事人对合同纠纷自愿达成书面仲裁协议向仲裁机构申请仲裁”中的“合同纠纷”限定,为侵权纠纷的可仲裁性留下了空间。

关于证券侵权纠纷的可仲裁性的具体发展,2004年1月,国务院法制办、中国证监会联合发布《关于依法做好证券、期货合同纠纷仲裁工作的通知》,将仲裁范围限定为证券、期货合同纠纷,且称“上市公司与证券市场公众投资人之间纠纷的仲裁,另行研究确定”。2021年7月,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》,要求健全民事赔偿制度,开展证券行业仲裁制度试点。2021年10月,证监会、司法部发布《关于依法开展证券期货行业仲裁试点的意见》(以下简称《试点意见》),明确试点仲裁范围包括因证券期货市场平等主体之间产生的财产性权利受到侵害引起的民事赔偿纠纷,其中包括因虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为引起的民事赔偿纠纷。同时,该意见还明确设立证券期货仲裁院(中心),开展证券期货行业仲裁试点。

2021年11月,深圳国际仲裁院(以下简称“深国仲”)设立中国(深圳)证券仲裁中心(后更名为“中国(深圳)证券期货仲裁中心”,以下简称“深圳证券期货仲裁中心”),成为全国首个证券期货行业仲裁中心。2024年8月29日,深国仲发布《证券期货民事赔偿纠纷仲裁程序指引》(以下简称“深国仲《证券仲裁指引》”),首次针对因虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为引起的证券期货民事赔偿纠纷制定了专门的仲裁规则。

至此,证券侵权纠纷的可仲裁性已得到明确认可。除当事人之间存在明确仲裁协议外,《试点意见》及深国仲《证券仲裁指引》还对仲裁协议的解释进行了一定扩张。《试点意见》规定,若公司章程载有相关纠纷的仲裁条款,投资者可以据此申请仲裁。深国仲《证券仲裁指引》进一步扩大了达成仲裁合意的范围,规定若一方当事人在招股说明书、募集说明书、公司章程等文件中作出愿意将争议提交仲裁的意思表示,另一方向据此申请仲裁的,视为存在书面仲裁协议。

不过,《试点意见》及深国仲《证券仲裁指引》在支持证券民事赔偿纠纷可仲裁的同时,又设置了前置程序。《试点意见》第5条第1项规定,投资者提起民事赔偿仲裁需“依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的裁判文书”,深国仲《证券仲裁指引》为保持与《试点意见》的一致性,也作了同样规定。

二、实践的发展：从可仲裁到激进扩张

从法院对仲裁协议的司法审查实践来看，2017 年至今，证券民事赔偿案件的可仲裁性问题经历了三个阶段的发展：从确认侵权纠纷可仲裁，到仲裁协议仅拘束明确限定主体，再到仲裁协议扩张适用到中介机构及其他责任主体。

（一）民事侵权纠纷的可仲裁性得到法院支持

2012 年《民事诉讼法》修订之后，司法实践逐步认可民事侵权纠纷可仲裁性。2017 年，最高人民法院在某银行诉某农商行等金融侵权纠纷案中认定，因案涉基金合同约定因合同有关的争议应提交仲裁解决，当事人在该合同签订和履行过程中发生的侵权纠纷亦当通过仲裁解决，法院对此不享有管辖权。^①

自此之后，证券民事赔偿纠纷的可仲裁性得到了大部分法院的支持，其中包括北京、上海、广东等证券纠纷较为高频发生的地区。事实上，经笔者检索，在当事人之间有明确仲裁协议的情

仲裁委员会(上海国际仲裁中心)提请仲裁”

产生法律约束力。据此,法院驳回了原告对某证券公司和某审计机构的起诉。与此同时,法院认为,某国际银行和某银行仅作为审计中的被函证对象,不属于仲裁协议约束的范围,故其将对某国际银行和某银行提起的诉讼移送有管辖权的法院管辖。^①

上述案件突破了以往司法实践中对募集说明书所载争议解决条款仅适用于投资者与发行人之间或发行人与债券受托管理之间的限制,将适用范围扩张至在募集说明书中作出过声明的中介机构。同时,法院在此过程中仍保持了必要的审慎态度,未将未在募集说明书中作出过声明的两家银行纳为仲裁条款约束对象。

2. 仲裁协议及于发行募集文件中作出声明的董监高及中介机构的项目签字人
在2020年后的司法实践中,法院逐步将仲裁协议的约束范围扩展至在募集说明书中作出声明的发行人董事、监事及高级管理人员。如在上海金融法院审理的“15华信债”案中,法院认定公司董事长兼总经理李某应受仲裁管辖。^②值得注意的是,这种扩张适用还延伸至中介机构的项目经办人员。在北京金融法院审理的“15金茂债”案中,法院认定在主承销商声明中签字的项目经办人员许某某亦受仲裁协议约束,应一并提交仲裁管辖。^③类似裁判思路亦见于“16玉皇03”及“16玉皇04”债虚假陈述纠纷案。^④其中,法院作出裁定的主要理由均为该等人员在募集说明书中作出了关于承担虚假陈述责任的声明,系案涉募集说明书的当事人,其声明亦为募集说明书的一部分,继而使其成为仲裁协议的适格主体。

3. 仲裁协议不再受限于仲裁条款中的限定的主体和范围
在此前提及的五洋债等案件中,法院通常依据仲裁条款的具体文义确定募集说明书中的仲裁条款的适用主体及范围,但这一限制在后续的司法实践中逐渐被突破。例如,在2021年审理的“15金茂债”案中,虽然募集说明书中的争议解决条款明确规定“因履行受托管理协议所发生的或与受托管理协议有关的一切争议……任何一方均有权将争议提交上海国际经济贸易仲裁委员会”,且在“第四节偿债计划及其他保障措施”关于“发行人违约责任及争议解决机制”中载明“债券受托管理人将依据《债券受托管理协议》代表债券持有人向公司进行追索……受托管理人与公司应首先通过友好协商方式解决相关争议……协商不成时,则任何一方均有权将争议提交上海

① 参见北京市第二中级人民法院(2020)京02民初133号民事裁定书、(2020)京02民初133号之一民事裁定书及北京市高级人民法院(2020)京民终481号民事裁定书。

② 参见北京金融法院(2022)沪74民初2805、2806号民事裁定书。

③ 参见北京金融法院(2021)京74民初394号民事裁定书。

④ 参见北京金融法院(2022)京民终86、100、284号民事裁定书。

国际经济贸易仲裁委员会”。从条款文义来看债券受托管理协议中的仲裁条款仅约束受托管理人和发行人，且除此之外募集说明书对争议解决条款未有其他表述。但是，北京金融法院仍将仲裁条款扩张适用于中介机构及主承销商经办人员，并称“前述仲裁条款不应仅局限理解为关于发行人与债券管理人之间发生纠纷的管辖约定，而应当对上述所有证券虚假陈述纠纷主体产生法律约束力”。

又如，在2022年北京高院审理的（2022）京民终74号案中，募集说明书中的仲裁条款仅表述为“发行人、债券受托管理人及债券持有人之间的纠纷应提交管辖^①”，但北京高院仍以相关中介机构“关于虚假陈述责任承担的声明也为《募集说明书》的一部分”为由，将仲裁条款适用范围扩大至律师事务所、审计机构和评估机构。

再如，在2023年北京高院审理的“15华资债”案中，法院扩张性地认为，募集说明书载明的争议解决条款中关于“双方对因上述情况引起的任何争议”不应仅仅包括受托管理过程产生的违约纠纷，投资者与中介机构之间的虚假陈述责任纠纷亦应受该争议解决条款的约束，因此该案应当通过仲裁程序解决。

监高的裁判理由基本相同。以债券虚假陈述案件为例，法院在该类案件中就仲裁协议的适用范围问题作出了两个层面的扩张：第一个层面的扩张为，突破了传统上认为募集说明书内的内容构成发行人与投资者之间的协议，其争议解决条款也仅能约束发行人和投资者的观点，将争议解决条款的适用范围扩大至投资者与募集说明书中作出声明的其他主体之间的争议。其理由为，中介机构的声明属于募集说明书的组成部分，且已承诺承担虚假陈述责任。第二个层面的扩张为，受托管理协议原本仅约束发行人与受托管理人，在募集说明书摘录受托管理协议的仲裁条款时，法院不仅将其适用于债券投资者与受托管理人、发行人之间，更扩张至投资者与各中介机构及其相关责任人员之间。其理由为，受托管理协议中的仲裁条款不应仅局限理解为关于发行人与债券管理人之间的管辖约定，而应对上述所有证券虚假陈述纠纷主体产生法律约束力。

对于将中介机构及相关人员纳入仲裁管辖的观点，业界存在较大争议。反对的理由主要有如下几点：首先，中介机构及相关人员仅在声明中盖章，其自身并非募集说明书的出具主体；其次，该声明虽出现在募集说明书中，但其内容仅表明其所出具的报告或意见与募集说明书不存在矛盾。

峯嶺甲摔騶鵠娠定清俣帚駟婢怗嫫揅榷鄰嶮磔綠籥蠡嶺涑齡

分可在仲裁程序中一次性解决,有利于实现“案结事了”。

此外,中介机构及相关人员作出关于同意承担虚假陈述责任的声明包含两部分内容:①作出声明的行为;②声明内容为同意承担虚假陈述责任。本文认为,法院审查的重点在于中介机构是否作出过声明,至于声明内容是否涉及其同意承担虚假陈述责任,则属于实体审理阶段认定其是否应当承担赔偿责任的考量因素,而非确定仲裁管辖时所需关注的事项。

(三) 仲裁合意应限定的范围

在支持仲裁协议扩张的同时,本文认为,相较于当前关于证券仲裁试点的有关规定,法院对于仲裁协议的扩张适用已过度超前,应当予以修正,适度“踩刹车”。商事仲裁仍应以当事人之间存在合意为前提,证券发行募集文件的声明主体虽可解释为其中的当事人,但仍应以仲裁条款本身所描述、限定的范围为限,在扩张适用

鵬振馨 湔崧齡 靈怩清 裴嶸

在仲裁中即为申请人与被申请人。

2. 仲裁条款指向了明确的主体,可否扩张至其他主体

对于该种情形,本文认为,应严格按其字面意义进行限定。如在“18 浩通 02 债”募集说明书中的争议解决条款表述为“发行人、债券受托管理人及债券持有人之间的争议,则即便中介机构等其他主体作出了声明,也不能得出发行人、债券受托管理人及债券持有人之外的其他当事人存在仲裁管辖的合意,不应将仲裁协议的拘束力扩张适用到该三方之外的主体。”

3. 募集说明书仅系摘录债券受托管理协议中的争议解决条款

该种情形即为前述法院作出的第二层扩张,即在债券募集说明书未单独约定仲裁条款,而仅仅是摘录债券受托管理协议中的争议解决条款时,法院将该条款扩张适用至募集说明书中作出声明的所有主体。对此,笔者认为法院的说理缺乏完整的逻辑链条,过于牵强。债券受托管理协议仅仅是由发行人与受托管理人之间签订,在募集说明书仅仅是摘录债券受托管理协议的内容,其自身并未约定单独的仲裁条款的情况下,基于受托管理人与债券持有人之间的代理关系以及仲裁协议扩张中的第三方受益理论,该仲裁条款至多可以扩张适用至投资者与发行人、受托管理人之间,但无论如何不应视为该等约定可适用于律师事务所、审计机构、信用评级机构等其他中介机构。换言之,即便中介机构等主体属于募集说明书中的当事人,但鉴于募集说明书中并未单独约定仲裁条款,投资者与该等主体的争议也无法适用仲裁管辖。

此外,仲裁条款中约定的仲裁事项范围应包含虚假陈述等民事赔偿纠纷,或与之有关。如前述债券受托管理协议中的仲裁条款仅表述为“因履行受托管理协议所发生的或与受托管理协议有关的一切争议”,则该内容仅指向受托管理的相关责任义务及与之有关的争议,须进一步考察受托管理协议中是否有约定债券发行人承担虚假陈述责任的条款,以进一步判断仲裁条款约定的仲裁范围是否包括虚假陈述纠纷。

(四) 对于不属于发行募集文件或公司章程中的当事人,仲裁协议是否应对其扩张适用

当投资者主张赔偿的责任主体并非招股说明书、募集说明书或公司章程中载明的相关当事人时,难以认定双方存在仲裁合意,法院应保持一定的克制。

在富贵鸟公司债券虚假陈述案中,法院作出了较为适当的处理。在该案中,法院在支持主承销商、审计机构受仲裁协议约束的同时,对于被诉的两家银行,因其仅系审计中的被函证对象,法院认为其不属于仲裁协议约束的范围,仍应由有管辖权的法

院管辖。法院在该案中对不同类型的主体与投资者之间是否存在仲裁协议进行了较好的把握与区分,同时也进行了充分的说理,可作为处理该类纠纷的典范。

与此相比,法院在处理某机床公司涉H股虚假陈述案件时,则作出了一个欠妥的示范。在该案中,某机床公司章程仅约定境外上市外资股东与公司之间、境外上市外资股东与公司董事、监事、总经理或者其他高级管理人员之间、境外上市外资股股东与内资股股东之间的纠纷适用仲裁协议。但某证券公司作为项目财务顾问,并不受公司章程约束。法院仍以某证券公司作为共同侵权人、本案必要共同诉讼参加人,为由,认定公司章程的仲裁约定应一并适用于某证券公司。不仅如此,最高法院还在上述裁定书文末进一步解释,这样处理“亦未对潘国强的实体权益造成损害”。

众所周知,仲裁制度的基础是当事人双方自愿达成仲裁协议,这是仲裁法的基本原则和常识,仲裁法第4条亦有明确规定。法院在某机床公司案件中的裁判意见显然有违仲裁自愿原则,且其进一步阐释通过仲裁管辖不损害投资者的实体权利,无疑忽视了实体法与程序法之别。笔者认为,此举貌似有利于一次性解决纠纷,却可能动摇仲裁法据以安身立命的基石。

四、相关完善建议

(一) 建议《试点意见》及深国仲《证券仲裁指引》取消前置程序

《试点意见》及深国仲《证券仲裁指引》均规定了前置程序。《试点意见》之所以有此规定,盖因其发布时新虚假陈述司法解释尚未出台,根据2003年《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》,投资者提起虚假陈述民事赔偿诉讼,应当以行政或刑事处罚作为前置程序。但2015年《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》已明确,投资者提起虚假陈述民事赔偿诉讼,不以行政或刑事处罚作为前置程序。因此,建议《试点意见》及深国仲《证券仲裁指引》取消前置程序。

纷案件。因此,本文建议废除受理证券仲裁民事赔偿案件的前置程序,使之与现行司法解释及仲裁实践相衔接。

(二) 对仲裁协议的扩张适用应当适度,不应超越当事人之间的合意

当前证券民事赔偿纠纷特别是债券虚假陈述纠纷中,将仲裁协议进行扩张已成为实践中的主流裁判观点,且这种观点具有一定的逻辑自洽性,也便于投资者与各责任主体之间一次性解决纠纷,有利于“案结事了”。故本文支持对仲裁协议的约束范围进行适度扩张。但与此同时,本文坚持仲裁管辖仍应以当事人之间的合意为前提,相较于当前关于证券仲裁试点的有关规定,法院对于仲裁协议的扩张适用已过度超前,应当予以适当修正,适度“踩刹车”。

首先,在仲裁协议主体的扩张上,应当至多以招股说明书、募集说明书、公司章程等作出声明的主体为限。对于招股说明书、募集说明书中载明仲裁条款的,仲裁协议可扩张至投资者与作出声明的董监高、相关中介机构及在声明中签字的项目人员之间的纠纷;对于公司章程,其本质上属于股东间的协议,仲裁条款可适用于股东、投资者与发行人、上市公司之间。同时根据新公司法第5条“公司章程对公司、股东、董事、监事、高级管理人员具有约束力”以及第179条“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程”之规定,亦可扩张适用至董监高。但无论如何,不应认定中介机构受到公司章程的约束,进而认定其与投资者之间存在仲裁协议。

其次,对于发行募集文件的仲裁条款已经限定主体范围的,法院不得超出限定。如仲裁条款表述的主体限定为发行人与投资者之间,或发行人与主承销商、投资者之间的,则中介机构(及其责任人员)、董监高不在可仲裁主体之列,法院不应逾越。

再次,如发行募集文件中的仲裁条款对仲裁事项的内容、范围有所限定,法院应审查证券民事赔偿纠纷是否在所描述的范围之内,且投资者提起的证券侵权纠纷应当与合同存在牵连,与履行合同有关。一般情况下,若仲裁条款所表述的争议范围诸如“因本债券引发”“因本募集说明书引发”“与本协议有关的”等,且投资者所提起的赔偿纠纷系因发行募集文件本身存在虚假陈述所引发,即可以宽泛地认为该争议落入仲裁协议约束的范围。而若相关虚假陈述实施于证券发行后所作的信息披露,则应进一步考察二者之间是否存在关联。最后,如此前的有关案例中,募集说明书仅系摘录、引用债券受托管理协议等其他文件中的仲裁条款,则应进一步审查受托管理该条款中约定的争议事项是否包含虚假陈述纠纷,以判断投资者与债券受托管理人、发行人的纠纷是否受仲裁管辖,而中介机构等其他第三方并非受托管理协议的签约主

体,则其无论如何不应受到仲裁协议的约束。

(三) 应根据不同的证券类别对发行文件中的仲裁条款予以区分适用

不同的证券类型,其性质特征不同,交易方式不同,证券发行文件中的仲裁条款可约束的主体范围亦可能有所不同,本文认为,募集说明书、债券说明书中的仲裁条款并非可以无条件地适用于投资者与发行人及中介机构等责任主体之间,应对其予以区分适用。

股票类虚假陈述案件往往呈现“小额多数”的特点,而且在交易方式上,通说认为通过一级市场认购股票的投资者与发行人之间成立合同关系,而二级市场股票投资者往往是通过集中竞价的非“点对点”的方式投资,与发行人之间并不成立合同关系;对于非公开发行阶段认购股票的投资者,其往往又与发行人单独签订认购合同,可能另行约定争议解决方式,招股说明书也没有如债券募集说明书那样要求投资者购买方式,股票即视为其接受招股书相关内容的强制性表述。因而,除少数情形外,通过仲裁方式审理股票类民事赔偿案件在法律依据和法理基础上均在较多障碍,这类案件更适合通过诉讼方式处理,法院对于处理这类案件也更有经验。

而债券民事赔偿案件则相反,债券纠纷的投资者往往是高净值的合格投资者,单笔投资金额较大,持有人数量较为集中,债券作为标准化的债权凭证,其交易也适用债权转让的一般原理,募集说明书中的仲裁协议适用于二级市场上的债券投资者具有法理依据。因而,债券类民事赔偿案件具备通过仲裁解决的条件,而且仲裁机构在仲裁员的专业性、多样性和保密性上更有优势。

就债券类民事赔偿纠纷而言,由于交易所债券与银行间市场债券适用不同的监管及交易规则,交易所市场债券受证监会监管,银行间市场债券受人民银行监管,二者存在不同的监管规则。例如,交易所债券强制要求中介机构及相关责任人员在募集说明书中出具不存在虚假记载并承诺承担虚假记载责任的声明,但银行间市场债券并无此类要求。因而,目前发生的关于募集说明书中的仲裁条款可否适用于中介机构的争议均发生于交易所市场。

另外,证券支持证券(ABS)案件又有所不同。ABS发行文件中,计划说明书及标准条款是由计划管理人(通常为证券公司或基金子公司)制作并盖章出具,投资者与计划管理人签订认购协议,计划管理人与原始权益人签订资产买卖协议,并分别与资产服务机构、托管人、律师事务所、评级机构等各中介机构签订相应的中介服务协议。因而,对于计划说明书、标准条款或认购协议中有仲裁条款的,投资者可依据合同关

系直接对计划管理人提起仲裁。但如计划说明书、标准条款与认购协议约定的争议解决方式不一致的,应以双方正式签订的认购协议为准,该观点得到了上海金融法院公布的“金融仲裁司法审查典型案例(2018—2023)”中的“H证券公司申请撤销仲裁裁决案”的支持。与此同时,对于ABS案件中,投资者能否对原始权益人、资产服务机构以及律师事务所、评级机构等中介机构提起仲裁,实务中存在较大争议。本文认为,应根据计划说明书及相关协议的具体内容进行确定,对于在计划说明书中明确载明其同意承担相应责任的主体,根据上文所述的司法实践中仲裁协议扩张的裁判观点,本文认为可统一受其中仲裁条款的约束。但若无证据证明中介机构曾同意受计划说明书的仲裁条款约束的,则难以认定其存在与投资者达成仲裁协议的合意,不应受仲裁管辖。

(责任编辑:沙 含 刘霄鹏)