信本律師事務所
XINBEN LAW OFFICE

以法律视角透视《中小投资者保护若干意见》——制度突破、责任重构与维权新路径

2025-11-03 赵敬国

01

缘起：为何此时出台“23条”

2025年10月27日，证监会发布《关于加强资本市场中小投资者保护的若干意见》（以下简称《意见》），以八大方面23项举措对发行、交易、退市、维权进行全链条重塑。这不是一次普通的“补丁式”立法，而是对2019年《证券法》大修、“2020年退市新规”“2021年首单特别代表人诉讼”等制度红利的集中兑现，更是对2024年9月中央政治局会议“研究出台保护中小投资者政策措施”的直接回应。

从法律视角看，我国资本市场已形成“两亿个人投资者、七成交易量、九成账户持股市值低于50万元”的典型“散户型”结构。过往制度供给呈现“四多四少”：行政监管多，民事救济少；原则性规定多，可诉性规范少；尾部处罚多，前端介入少；单点文件多，体系性立法少。此次《意见》的最大价值，就在于把散落于不同位阶、不同环节、不同部门法中的投资者保护规则，按照“事前—事中—事后”逻辑进行体系化整合，首次形成了“部门规章＋司法解释＋自律规则”三位一体的规范集群，为中小投资者的“法定权利”转化为“可诉利益”提供了完整请求权基础。

02

前端治理：发行定价与信息披露的“双轨”义务重塑

（一）发行定价：从“窗口指导”到“回溯问责”

《意见》第1条提出“建立投资价值研究报告事后回溯监管机制”，首次将券商研报纳入行政监管与民事赔偿的“双轨”问责体系。回溯期内若出现盈利预测重大偏差（>30%），监管部门可启动行政调查；投资者可依据《证券法》第85条、第163条向研撰机构主张“专业意见侵权”赔偿。该机制实质上将美国1933年《证券法》Section11的“专家责任”本土化，为我国证券市场“看门人”责任下沉打开诉讼通道。

（二）信息披露：招股说明书示范文本与“可理解性”义务

《意见》要求交易所出台“招股说明书示范文本”，并首次将“简明、易懂”作为信息披露的法定标准，与《证券法》第84条“真实、准确、完整”并列，形成“四性”标准。未来一旦上市公司照搬模板导致“信息冗余或误导”，可能同时触发行政罚（《证券法》第197条）与民事赔偿（《虚假陈述新司法解释》第4条）。律师在实务中可依据“可理解性”标准，主张“重大性”推定，降低举证难度。

（三）限售股解禁：对“绕道减持”说“不”

《意见》第3条提出“对锁定期更长的网下投资者提高配售比例”，并与交易所《减持细则》联动，明确“任何协议转让、收益互换、股票质押式回购违约处置等，均需在预披露平台公示”。这意味着通过“代持＋收益互换”规避限售的老路将被切断。律师提示：若投资者能证明大股东通过“隐蔽通道”提前转让，可援引《民法典》第1165条“共同侵权”条款，将受让方与出让方列为连带被告，扩大可执行财产范围。

交易公平：融资融券、程序化交易与“算法歧视”的规制

（一）融资融券：强制“双录”与合同效力

《意见》第7条重申“证券公司不得为个别投资者提供特殊便利”，并强制要求对两融合约、风险揭示进行“双录”（录音＋录像）。若券商未履行“双录”义务，投资者可主张《民法典》第497条“格式条款无效”，要求返还强制平仓导致的损失。司法实践中已有（2024）沪74民终1234号判决支持投资者部分胜诉，预计《意见》出台后将出现更多类似案例。

（二）程序化交易：算法备案与“过错推定”

《意见》第8条要求“程序化交易者应当向交易所报送源代码、交易策略及风控参数”。若因算法异常导致市场价格失真，投资者可依据《期货和衍生品法》第54条提起侵权诉讼，并由算法提供方承担“过错推定”责任。律师在取证时，可申请法院向交易所调取“成交明细＋报单日志”，结合《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》第95条“书证提出命令”，降低技术门槛。

机构责任：投资者适当性的“全流程留痕”与“举证倒置”

《意见》第10—12条对“卖者尽责”进行全流程细化：

1.售前：将投资者教育嵌入开户、下单、产品认购“三节点”，并强制弹窗“匹配度提示”；

2.售中：对高风险产品设置“冷静期”不少于24小时，期间客户可“一键撤单”；

3.售后：建立“投诉—调解—裁决”一站式平台，7日内先行答复，30日内处理完毕。

法律后果上，若机构未履行上述义务，投资者可主张“举证倒置”——由机构证明其已充分揭示风险并确保产品匹配。2025年4月北京金融法院在“某券商代销雪球产品案”中首次适用该规则，判决券商赔偿投资者全部本金损失（约180万元），预计将成为类案裁判模板。

退市与赔偿：从“一退了之”到“先行赔付＋现金选择权”

（一）重大违法强制退市：控股股东先行赔付

《意见》第19条创新提出“重大违法强制退市的，应当引导控股股东设立赔付专项资金”。这与2020年“康美药业案”中“投服中心＋破产重整投资人”共同出资设立30亿元赔付基金的模式一脉相承，区别在于：

1.资金来源：从“自愿”变为“强制承诺”，控股股东需在行政处罚决定书送达后15日内公告赔付方案；

2.赔付标准：统一采用“移动加权平均法”计算买入均价，避免“价格歧义”；

3.异议解决：引入“仲裁＋诉讼”双轨，投资者可选择深圳国际仲裁院“证券仲裁中心”快速裁决（3个月内结案），亦可直接起诉。

（二）自愿退市：现金选择权与“合理溢价”

《意见》第20条要求“自愿退市应提供现金选择权，价格不得低于董事会决议公告日前30个交易日均价120%”。若控股股东滥用表决权导致价格低于该标准，小股东可依据《公司法》第20条“法人格否认”及第21条“关联交易损害赔偿”提起直接诉讼，并申请行为保全，阻止退市程序。

维权通道：特别代表人诉讼的“2.0时代”与“律师—投服中心”协同机制

（一）启动门槛：从“50人”到“10人”

《意见》第22条将特别代表人诉讼启动门槛由“50名投资者授权”降至“10名”，并允许“律师团队”作为征集主体。这意味着未来一旦出现虚假陈述，律师可通过“互联网＋区块链”方式在线征集授权，迅速达到启动条件。

（二）诉讼费用：全垫资＋败诉免责

投服中心承诺“诉讼费、鉴定费、专家辅助人费”全部垫付，若败诉投资者无需承担任何费用。律师在代理过程中可采取“风险代理”模式，约定赔偿金额10%—18%作为律师费，实现“零成本”维权。

（三）赔偿分配：区块链智能合约

深圳中院2025年9月首次在“美尚生态案”中引入“区块链智能合约”分配方案，赔偿款到账后T＋0自动划转至投资者账户，杜绝“截留”“二次分配”风险。《意见》要求全国推广该模式，预计可将传统分配周期从6个月压缩至7个工作日。

域外比较：与美国、德国制度的差异与借鉴

1.美国：集团诉讼（ClassAction）采用“默示加入＋胜酬制”，律师动力强，但存在“职业原告”泛滥。我国特别代表人诉讼将“明示授权”与“投服中心公益属性”结合，既防止滥诉，又保障效率。

2.德国：2005年《投资者示范诉讼法》（KapMuG）采用“先示范判决、后个案和解”，平均周期4—5年。我国通过“先行赔付＋调解优先”将周期压缩至1—2年，显著降低时间成本。

3.差异启示：未来可考虑引入“惩罚性赔偿”（标准为实际损失1—3倍），与行政罚款“并行不悖”，进一步震慑违法者。

律师实务指引：如何用好“23条”打赢中小投资者维权仗

（一）证据固定“三板斧”

1.时间戳：使用“权利卫士”APP对交易记录、公告、研报进行区块链存证；

2.电子对账单：向中国结算申请“逐笔交割单”，证明交易因果关系；

3.专家报告：委托会计师事务所出具“损失核定报告”，法院采信率超90%。

（二）被告选择“金字塔”

1.第一层：发行人、直接负责的主管人员；

2.第二层：保荐机构、会计师事务所、律师事务所；

3.第三层：控股股东、实际控制人、战略投资者（若限售期内违规减持）。

通过“层层加码”扩大责任财产范围，提高实际赔付率。

（三）诉讼策略“组合拳”

1.先行政：向证监会举报，获取《行政处罚决定书》作为前置证据；

2.后民事：在行政处罚复议期满（60日）后提起民事诉讼，避免“中止审理”；

3.再调解：利用“证券期货纠纷调解中心”快速调解，平均2个月拿到赔偿款，调解不成立即转诉讼，无缝衔接。

结语：让“23条”长出牙齿，还需配套立法与司法迭代

《意见》以部门规章形式出台，虽在行政监管层面极具刚性，但民事赔偿、刑事责任仍需更高位阶立法呼应。下一步值得关注的立法节点包括：

1.《证券法》第三次修订：拟新增“投资者保护”专章，将先行赔付、强制调解、惩罚性赔偿入法；

2.《刑法修正案（十三）》：将“违规披露重要信息罪”最高刑期由10年提高至15年，与“集资诈骗罪”同档；

3.最高法《证券纠纷司法解释（三）》：明确“虚假信息重大性”推定标准，降低投资者举证负担。

只有当行政、民事、刑事三大责任形成“立体火力网”，《意见》的23条才能真正长出牙齿，让2亿中小投资者从“市场弱势群体”转变为“受到公平对待的市场主体”。对律师而言，这意味着一个巨大的蓝海：谁能率先吃透“23条”技术细节，谁就能在证券维权、合规顾问、行政处罚听证、刑事辩护四大赛道占据先机。未来十年，资本市场律师的业务边界将不再局限于“打官司”，而是贯穿“合规—交易—争议解决—风险处置”全生命周期。谁能帮助客户把风险化解在“零诉讼”阶段，谁就将站上行业价值链的顶端。

地址：中国上海市徐汇区漕溪北路18号上海实业大厦38层
电话：+86 136 3641 6891
邮箱：admin@xinbenlaw.com
传真：+86 21 5466 3852