

# 《证券法》修订视野下的上市公司董事、监事及高级管理人员责任保险若干法律问题刍议

——以保险条款为视角

张 未\*

**摘 要:**随着《证券法》的修订、注册制的推行以及瑞幸咖啡财务造假事件的持续性影响,原本小众的上市公司董事、监事及高级管理人员责任保险成为资本市场的焦点,相关保险条款的约定将直接关系能否理赔进而弥补投资者的损失以及发生保险事件时提升被保险人的抗辩能力,充分发挥其经营潜能,进而实现对公司价值提升、公司治理、投资者保护及社会责任的积极作用。

**关键词:**证券法 信息披露 保险责任 赔付 投资者保护

## 一、董监高责任保险概述

在高风险强监管的证券市场,保险应是其中作为重要参与者的上市公司及其董事、监事、高级管理人员(以下简称董监高)进行风险转移的重要安排。但由于种种原因,上市公司董监高责任保险(以下简称董责险或该保险)始终缺位,投保率极低(据统计,我国A股投保董责险的上市公司仅有4%<sup>①</sup>),在广大投资者利益的保障,降低公司运营风险,促进公司管理层充分行使权利、履行职责、实现社会责任、促进公司治理、提升公司价值等方面未能充分发挥其应有的作用。

董责险是指以董事或高级职员(除公司董事之外在公司担任重要职务的人员,其范围主要包括经理、监事、董事会秘书及财务负责人等)向公司或第三人(股东、债权

\* 中信建设投资发展有限公司法务经理、企业法律顾问。

① 参见王民:《A股董责险的春天到来了吗?》,载微信公众号“通用再保险”2020年6月17日。

人、公司雇员等利益相关者)承担的赔偿责任为保险标的的一种保险合同。<sup>①</sup>

在国内承保该保险的保险公司主要包括美亚、苏黎世、安达、史带、平安、华泰、京东安联、太平等公司,各保险公司的基本条款相对完备且大致相同,保障内容各有侧重,主要是附加保障内容与承保结构有所不同。

## 二、董责险合同条款剖析

### (一) 先行赔付责任

随着《证券法》第93条<sup>②</sup>将先行赔付制度法定化及将先行赔付的主体进一步扩大,公司面临着因先行赔付而导致的重大风险,而现有保险中的证券监管及诉讼保险责任一般不包括先行赔付的情形,被保险人十分关注先行赔付后如何向保险公司理赔的问题。

由于董责险的触发机制为监管机构调查或投资者诉讼,先行赔付后向上市公司追偿的情况并未明确被列明在董责险的触发机制内,存在无法理赔的风险。先行赔付后无法理赔的原因主要包括:首先,上市公司在面临先行赔付发起人追偿的同时,依然无法避免投资者针对上市公司的诉讼,而该情形为董责险应当承保的情形;其次,先行赔付的方案由被保险人的控股股东、实际控制人或相关的证券公司发起,并不完全反映被保险人的意图,这与被保险人与保险公司对于确定保险责任须达成共识的理念相悖;再次,如先行赔付可通过董责险赔偿,则直接受益人为上市公司的控股股东、实际控制人或相关的证券公司,与董责险保障公司及董监高个人利益的理念相悖;最后,先行赔付也有实际控制人或者控股股东以其他方式占用上市公司资金之嫌。

在此,建议被保险人在出现监管调查或投资者诉讼的情形时,及时与保险公司进行沟通,以上市公司的立场处理相关事件,积极应对调查或启动抗辩程序,以避免在先行赔付后的追偿环节引发保险理赔争议。一般专业服务绝对责任免除批单中会将券商在内的中介机构因基于或可归因于向他人提供或未能提供专业服务所产生的损失囊括在内。证券公司等其他相关中介机构,须承担连带责任的,一般启动其自有的

<sup>①</sup> 参见孙宏涛:《董事责任保险合同研究》,中国法制出版社2011年版,第18页。

<sup>②</sup> 该条规定:发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的,发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构,就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议,予以先行赔付。先行赔付后,可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿。

职业责任险保单进行风险转嫁。

当然,由于保险条款的更新相较于法律的修改存在一定滞后性,在现阶段虽然大部分保险条款尚未将先行赔付纳入保险责任范围,但相信随着司法实践及理论的发展与丰富,将促使保险条款进一步修订以适应公司面对监管及司法的要求。

## (二)除外条款

所谓除外条款,是指公司在购买董责险之后,并非董监高实施的任何行为所引发的赔偿责任均由保险人承担,对于某些赔偿责任,保险人可以依照除外条款的规定拒绝承担保险责任。

通过梳理各大保险公司的条款,董责险相关的除外条款主要包括:故意违法行为引起的损失(经不可上诉的司法程序认定的);先前的赔偿请求和情况(保险期间开始前已发生且被保险人已知道或应当知道的赔偿请求或可赔情况);被保险公司的控股股东及/或实际控制人提起的赔偿请求;保险期间内发生重大风险变更后的行为或状况而引起的损失,保险人个人身体伤害或财产损失等。

### 1. 行政罚款通常无法得到赔付

董责险是一种只为忠实、诚信的董监高提供的风险转移机制,只保风险,不保违规,某些方面类似交强险。

董责险的赔偿责任一般仅指民事赔偿责任,不包括刑事责任与行政责任,国外的董责险在这点上与国内也保持一致。理由主要是基于以保险来保障行政罚款与刑罚处罚,违背社会的公序良俗,削弱监管机构对上市公司管理者的惩戒与威慑,也容易引发道德风险。董责险对于董监高来说,可以理解为对民事赔偿责任的一种保障。很少有保险公司承保行政罚款,即使有也是小额的且须经不可上诉的司法判决所确认。保险条款中关于行政罚款的保障是否可行以及赔付比例,理论上仍有争议,特别是因疏忽导致的罚款与罚金导致的损失等问题,有待进一步研究。

### 2. 有限追溯的赔偿范围

董责险为索赔发生型保险,是指以第三人向被保险人提出索赔请求的事实发生在保单的有效期间内作为保险人赔偿保险金的前提条件。但保险期间开始前已发生且被保险人已知道或应当知道的赔偿请求或可赔情况所引起的,或以其为基础或原因而引起的损失不在赔偿责任范围内。由于董责险往往有固定期限(如1年),保障期较短,因此保险条款会给予额外的扩展期限。在保单条款还专门约定了“发现期”

条款。<sup>①</sup>

基于董责险有别于一般的发生型保险的特征,其具有一定的可追溯性,保险公司通常会借助公开的信息披露以及被保险人的自我披露审查被保险公司是否存在违规行为,以除外批单约定的方式排除之前因监管调查和处罚已发生或将发生的损失,因此,越早投保越佳。

### 3. 除外条款的范围

如果除外条款的内容过于宽泛,则保险人承担赔偿责任的概率将大大降低,董责险内含的分散董监高经营责任风险的功能也就无法实现;如果除外条款的范围过于狭小,则保险人承担赔偿责任的概率将大大增加,保险人的经营风险将会进一步增大,由此可能引发保险费率的上调,而且,范围过于狭小的除外条款还可能会引发被保险人的道德风险,出现被保险人之间恶意串通骗取保险金的现象,这也有违董责险制度的初衷。基于此,为了实现董责险合同双方当事人之间的利益平衡,应当科学、合理地界定除外条款的范围。<sup>②</sup>

#### (三) 保单责任可分性

一般在保险条款中会作出如下规定:“本保险合同具有可分性,分别承保各被保险人各自的利益。任何被保险个人或其代表所作的陈述,或其掌握的信息或知悉的情况,不应确定其他被保险个人是否可以获得本保险合同所提供的保赔造成任何影响。”

#### 1. 可分性的法律基础

《信息披露违法行为行政责任认定规则》第16条、<sup>③</sup>第21条<sup>④</sup>规定了董监高可以

---

<sup>①</sup> 某保险中的发现期条款:本保险合同期满后,如不再有任何保险(包括本保险)为被保险人提供董事、监事及高级管理人员责任保险保障或类似保障,则被保险人自动享有90天的发现期。这意味着,即使在保险合同终止之后,投保人才提出索赔请求,只要索赔发生在发现期内,保险人仍然应当承担保险责任。

<sup>②</sup> 参见孙宏涛:《董事责任保险合同除外条款范围的合理界定》,载《法学》2010年第6期。

<sup>③</sup> 《信息披露违法行为行政责任认定规则》第16条规定:“信息披露违法行为的责任人员可以提交公司章程,载明职责分工和职责履行情况的材料,相关会议纪要或者会议记录以及其他证据来证明自身没有过错。”

<sup>④</sup> 《信息披露违法行为行政责任认定规则》第21条规定:“认定为不予行政处罚的考虑情形:(一)当事人对认定的信息披露违法事项提出具体异议记载于董事会、监事会、公司办公会会议记录等,并在上述会议中投反对票的;(二)当事人在信息披露违法事实所涉及期间,由于不可抗力、失去人身自由等无法正常履行职责的;(三)对公司信息披露违法行为不负有主要责任的人员在公司信息披露违法行为发生后及时向公司和证券交易所、证券监管机构报告的。”

以其职责分工和职责履行等情形证明自身没有过错。《证券法》第82条第4款<sup>①</sup>新增了董监高对于信息披露文件可发表独立意见的信息披露异议权,从而进一步强化了保单责任可分性的实践意义。

可分性恰恰是依据上市公司董监高的不同职责所作的区分,并进一步厘清其会计责任、管理责任及监督责任。在一个越来越强调分工的社会中,公司中主管会计工作的财务总监承担会计责任,高级管理人员只承担管理失察的责任,监事及独立董事承担监督责任。实践中,一般认为,不负有主要责任的人是指董事长、总经理、董事会秘书、财务总监以外的董监高人员,特别是外部的董监事。高管有着明确的领导层级属性,具有从属性和狭视性,除了董事长或总经理,其他高管都不应为全局负责。

## 2. 可分性的司法实践

从现有案例<sup>②</sup>来看,监管部门对证明已经充分履行勤勉尽责义务的标准并不统一,谨慎人标准抑或理性人标准在个案中均有适用。相比内部董监高而言,主要依靠会议及书面文件履职的独立董事证明其履行了必要的勤勉尽责义务是可以减轻或免除责任的。但总体而言,由于在我国监管及司法实践中并未明确区分内外部以及具有不同专业背景的董监高的责任及判断标准,导致认定违规及承担民事责任上具有趋同性,在这一点上保单责任的可分性在一定程度上被弱化,不利于信息披露目标的实现。

可以借鉴域外的立法例,<sup>③</sup>综合当事人的身份,对管理层、专家意见的信赖度,免责事由等因素予以类型化,合理界定董监高的责任,罚当其罪,防止董监高责任泛化。

## 3. 从晚近案例看可分性

2020年4月24日,深圳市兆新能源股份有限公司(以下简称兆新股份或公司)披露2019年年度报告,公司5位董事、3位监事及4位高级管理人员均声明称,无法保证公司年度报告的真实、准确、完整。<sup>④</sup>深圳证券交易所网站发文称:“(兆新股份)

<sup>①</sup> 《证券法》第82条第4款规定:“董事、监事和高级管理人员无法保证证券发行文件和定期报告内容的真实性、准确性、完整性或者有异议的,应当在书面确认意见中发表意见并陈述理由,发行人应当披露。发行人不予披露的,董事、监事和高级管理人员可以直接申请披露。”

<sup>②</sup> 详见2010年10号行政处罚书(三位独立董事豁免处罚)、2017年32号行政处罚书(接任的总经理受到处罚)及2018年9号行政处罚书(独立董事受到处罚)。

<sup>③</sup> 详见美国《1933年证券法》第11(a)(b)条。如美国外部董事的抗辩标准:合理而非完美的勤勉标准、低于内部董事的勤勉标准、合理范围内可信赖来源的调查、可以信赖管理层面对质疑的合理陈述。

<sup>④</sup> 详见《兆新股份2019年年度报告》第一节中的“重要提示”。

董监高的异议行为不代表其已经勤勉地履行职责,不等于其可以免除责任。”<sup>①</sup>那么对于董责险的理赔来说,董监高作出不保证披露文件真实的声明或是对表决事项投反对票抑或二者均行使才能体现其对信息披露的信义义务,履行其勤勉尽责的义务?

《公司法》第 112 条第 3 款规定,<sup>②</sup>只有当董事未尽忠实或注意义务,致使董事会决议违反法律、行政法规或者公司章程、股东大会决议,存在主观上的过失,其过失致使公司遭受损失时,才对公司负赔偿之责。如果董事主张免除责任,则应当证明自己无过错,即在表决时曾对决议表明异议并记载于董事会会议记录。<sup>③</sup>结合《证券法》第 78 条第 2 款<sup>④</sup>与第 82 条第 3 款,<sup>⑤</sup>上市公司董监高应当保证上市公司所披露的信息真实、准确、完整,只有上市公司所披露的信息真实、准确、完整,投资者才可以通过阅读上市公司的信息,对少数公司信息披露中存在的问题有所发现,避免一些投资失误。因此,董监高行使《证券法》第 82 条第 4 款新增的信息披露异议权应同时具备对信息披露事项投反对票且同时作出不保证声明时才可免责。根据体系解释,若允许董监高对信息披露事项投赞成票后仅作出不保证披露文件真实的声明即可免责,与上述法律条款的立法宗旨相悖,足不可取。

在公众公司中尤其如此,股东与其说是公司的所有者,毋宁概括为旁观者和监督者。董事会在决议过程中未如实或充分告知必要信息、操纵会议程序以左右投票结果,均可能损害股东知情权、参与权、表达权与投票权,使股东会议事完全虚置。知晓为合理决策必要之事实,既是股东管理性权利的当然组成部分,也是股东会议事的自然要求。股东在会议中获知信息主要有依董事会告知和依股东质询两种途径。<sup>⑥</sup>

公众公司中的投资者作为股东,其作出投资决策判断的信息主要源于上市公司的信息披露及董监高的声明,信息披露异议权的适用除能促使董监高充分行使信息

---

① 《深交所高度关注兆新股份年度报告 要求董监高勤勉履职》,载深圳证券交易所官方网站 2020 年 4 月 26 日, [http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20200426\\_576451.html](http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20200426_576451.html)。

② 该款规定:董事应当对董事会的决议承担责任。董事会的决议违反法律、行政法规或者公司章程、股东大会决议,致使公司遭受严重损失的,参与决议的董事对公司负赔偿责任。但经证明在表决时曾表明异议并记载于会议记录的,该董事可以免除责任。

③ 参见安建:《中华人民共和国公司法释义》,法律出版社 2013 年版,第 182 页。

④ 《证券法》第 78 条第 2 款规定:“信息披露义务人披露的信息,应当真实、准确、完整,简明清晰,通俗易懂,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”

⑤ 《证券法》第 82 条第 3 款规定:“发行人的董事、监事和高级管理人员应当保证发行人及时、公平地披露信息,所披露的信息真实、准确、完整。”

⑥ 参见周淳:《组织法视阈中的公司决议及其法律适用》,载《中国法学》2019 年第 6 期。

披露审议权利,履行《公司法》第147条<sup>①</sup>所规定的忠实勤勉履行义务之外,也是为了保护广大股东特别是中小投资者的切身利益。

#### (四) 第三方认定条款

董责险合同中常约定“双方同意委托一致认可的第三方律师对此进行评估。该第三方律师的评估意见将作为该行为是否构成故意违法行为的最终依据,对保险人与被保险人均有约束力”。<sup>②</sup> 此项规定增加了被归为保险除外责任的可能性,对上市公司不利。

一旦发生纠纷,司法机关是否仅依照第三方律师的意见对是否构成故意违法行为作出判断,还是进行独立的实质审查? 法院作为公权力机关有权独立审查,第三方律师的意见当然可作为证据材料提交,但不能作为最终的依据。对于是否构成故意违法行为的最终依据,仍应以“经不可上诉的司法程序终局判决或仲裁裁决”或当事人自认为准。在非保险领域的司法判决中也持前述观点。<sup>③</sup>

#### (五) 定制化条款

鉴于董责险为索赔发生型保险以及投保对象的特殊性,因此,除适用由保险人预先拟定的格式条款之外,还存在保险公司与上市公司单独磋商确定的个性化条款(包括保险费的确定),这些附加保障内容对保险合同的履行也产生重要作用。

##### 1. 典型的附加保障条款

典型的附加保障条款包括子公司及其董事与高级管理人员保障、共同财产责任保障、危机管理保障、董监高安全防护保障、董监高损失保障、知识产权责任、产品责任、环境污染责任、不当雇佣责任、境外索赔条款等。前述条款通常针对上市公司的个性化需求。

在长生生物科技股份有限公司因其全资子公司长春长生生物科技有限责任公司严重违法强制退市一案后,很多上市公司越来越重视此条款,常见的保险条款的描述为“本保险合同自动扩展承保在保险期间内成为子公司的任何实体”。相比上市公司

<sup>①</sup> 《公司法》第147条第1款规定:“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,对公司负有忠实义务和勤勉义务。”

<sup>②</sup> 如美亚董责险约定:本公司和被保险人同意将其提交资深律师决定,资深律师作出的决定将是最终的,所有当事人均应遵守。被保险人和本公司有权书面提请资深律师确定责任分摊。资深律师确定责任分摊所发生的费用应按损失分摊的比例予以分摊。如平安董责险约定:若保险人和被保险人针对本条责任免除的适用性存在分歧的,应于明确分歧之日起的30个工作日内进行协商,协商不成的,双方同意委托一致认可的第三方律师对此进行评估。该第三方律师的评估意见将作为该行为是否构成故意违法行为的最终依据,对保险人与被保险人均有约束力。

<sup>③</sup> 详见(2019)沪民申18号【裁判要旨】:合同当事人约定由第三人裁决双方纠纷的条款无效,第三人作出的裁决不发生法律效力。

本身公司风险及内控管理的重视而言,大部分公司疏于对其子公司的监督,导致违法情况频发。根据新修订的《证券法》以及沪、深两大证券交易所发布的《上市公司重大违法强制退市实施办法》<sup>①</sup>,子公司遭受重大行政处罚且具有重大违法行为将导致退市。在实践中,不乏存在上市公司子公司财务报表引起索赔的案件,此时,通过此条款或可转移部分风险。

其他大多数的附加保障条款与董责险主险并无强关联性,上市公司完全可以通过另行投保的方式予以相关方面的保障。对于高科技企业、快消企业、环保企业、劳动密集型企业,可在主险承保的同时投保知识产权责任、产品责任、环境污染责任、不当雇佣责任等附加险。

## 2. 董责险的费率计算

费率属于保险精算领域的范畴,通常会设定一个上市板块(如A股上市公司)的基准费率,根据公司行业类型(如传统行业一般风险较低,生物科技、网络科技等新兴行业具有较高风险)、内部治理(董监高的经验、水平、声誉;内外部董事的配比;管理层与实际控制人是否分离)、市值规模、财务实力、过往诉讼、收购兼并等因素,设计调整系数,并结合实际保障范围、保障限额、免赔额与附加条款、特别约定及与资本市场的监管政策风险(如《证券法》修订及配套规范性文件的修改)等方面进行进一步的费率调整并确定保险合同的条款细节。

保险公司会借助董责险风险问卷进一步了解在公开的招股说明书披露以外的影响保险风险系数的信息,上市公司通过填写《问卷回复》《客户信息登记表》《投保申请书》等文件以及提供相关资料履行如实告知义务,应保持填写的表格、提交的材料与公开披露信息三者内容一致,避免在索赔时产生纠纷<sup>②</sup>。

### (六) 与招股说明书责任保险的关系

在招股说明书责任保险(以下简称招股书险)中,保险公司可赔偿被保险人因遭受招股说明书(含历次问询、路演)赔偿请求(不实或误导性陈述或信息、疏忽)所导致的损失。其与董责险在被保险人、保险范围与发挥的作用方面多有重合之处,是相

---

<sup>①</sup> 《上海证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》第5条规定:“上市公司涉及本办法第二条第(二)项规定的重大违法行为,存在以下情形之一的,其股票应当被终止上市:(一)上市公司或其主要子公司被依法吊销营业执照、责令关闭或者被撤销;(二)上市公司或其主要子公司依法被吊销主营业务生产经营许可证,或者存在丧失继续生产经营法律资格的其他情形。”

<sup>②</sup> 详见万得诉共保公司董责险一案。转引自符望、朱颖琦:《上市公司董监高责任险中的如实告知义务及相关问题——对一起美国中概股上市公司跨国保险索赔案例的思考》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》第20卷,法律出版社2017年版,第286~289页。



辅相成的“母子险”。

毕竟两种保险存在一定差异,上市公司可分别投保董责险与招股书险,并约定互不侵蚀保额。在保险期限方面,招股书险一般为五年以上,长于每年投保的董责险,可约定在每年续保时考虑从董责险中剔除招股书保险中的部分风险,实现成本的最优化。在举证责任方面,会经常发生二者保险的责任交叉,建议在合同中进行相应安排避免被保险人分割举证面临困难。

#### (七) 保险人的抗辩义务

保险人通常在保险合同中约定其在理赔过程中全程陪同被保险人并提供抗辩等合理服务及专业建议协助,保险人亦有权通过抗辩律师或权威专家充分参与抗辩。保险人作为专业机构,其是否履行抗辩义务以及履行抗辩义务是否尽责直接关系到被保险人的切身利益。

由于国内因董责险产生的相关纠纷很少,其中涉及抗辩义务履行的就更少。仅在“万得公司诉共保公司董责险案”中提到了相关义务的履行情况。<sup>①</sup>在国内董责险尚不普及的背景下,囿于上市公司本身缺乏相关的经验与能力,很难独立完成抗辩,导致不必要的损失发生。因此,保险人的抗辩就显得尤为重要。

由于保险人与董责险的被保险人的利益在绝大多数场合是一致的,因此上市公司应向保险公司及时告知并提供有关任何赔偿请求或情况的全部相关信息,在不违背相关法律法规及监管规定(如信息披露)的前提下充分尊重保险人及其聘请的中介机构的专业意见,以实现保险人与被保险人利益的最大化。

#### (八) 责任分摊条款

从广义上讲,董责险合同中的责任分摊包括两种类型:一种类型是因责任主体引起的分摊,即当第三人对参加保险的被保险人和未参加保险的责任主体提起连带赔偿责任诉讼时,对赔偿责任与抗辩、和解费用的分摊;另一种类型是因索赔事项引起的分摊,即当第三人对参加保险的被保险人提起的诉讼中包含了不属于保险合同承保范围的事项时,对赔偿责任与抗辩、和解费用的分摊。<sup>②</sup>

<sup>①</sup> 对于保险索赔案,万得公司聘请了保单约定的美富律师事务所在美国进行抗辩,美富律师事务所通过电子邮件方式将诉讼过程中发生的工作内容和费用账单不断向美亚深圳分公司及4家共保公司告知,美亚深圳分公司审核和认可了相关费用。转引自符望、朱颖琦:《上市公司董监高责任险中的如实告知义务及相关问题——对一起美国中概股上市公司跨国保险索赔案例的思考》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》第20卷,法律出版社2017年版,第282页。

<sup>②</sup> 孙宏涛:《论董事责任保险中赔偿责任与抗辩、和解费用之分摊》,载《比较法研究》2010年第4期。

大多数保险合同均约定:“如赔偿请求同时涉及本保险合同承保的以及不承保的事项或个人,则被保险人和本公司应尽合理努力,考虑相应法律和财务风险以及相关当事人取得的相应利益,并基于公认责任分摊的司法原则,以确保对本保险合同承保的损失进行公平、适当的分摊。”此种具有概括性、原则性的约定条款往往也是基于董责险合同分摊纠纷的专业性与复杂性,难以得出一种明确且易于操作的分摊方案。这也将导致被保险人与保险人对于分摊比例产生纠纷。

首先,保险合同中的不同主体及司法机关对于何为公平、适当的判断各不相同。例如,对于同一风险因素,不同当事方认为其对赔偿责任产生的影响程度均不同。

其次,如何合理分配各保险参与人对于责任分摊的举证责任将是摆在司法机关面前的一个难题,有利于被保险人的原则在其中能否以及如何运用?

合理、明确的合同约定有助于当事人事前、事中积极采取预防措施,降低当事人的风险,实现合理的期待利益或采取转移预期风险的措施,同时也减少由于这种风险产生的社会成本及司法机关的负担。否则,一方面,会助长当事人试图通过司法裁判改变既有权利义务的安排;另一方面,将使资源的配置无法达到最优,从而阻碍董责险功能的实现。

#### (九) 退市保障

《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发〔2013〕110号)中规定了“上市公司退市引入保险机制,在有关责任保险中增加退市保险附加条款”。<sup>①</sup>自证券交易所作出对公司股票实施重大违法强制退市的决定到公司股票暂停上市,公司进入退市整理期,到终止上市摘牌直至转入全国中小企业股份转让系统进行股份转让的整个期间,上市公司仍有可能因此前的相关证券违法行为导致索赔,但由于我国证券市场始终缺乏完善的退市机制,导致众多公司并不重视退市期及退市后的保障。

随着《证券法》删除暂停上市的规定,证券交易所可能进一步调整终止上市的具体情形,加速不符合上市条件的上市公司退市进程,提高退市的效率,强化市场的优胜劣汰功能。因此,退市保障不再是一个可有可无的具文,其越来越受公司的关注。

在保险合同中通常以“发现期”保障条款为退市保障提供解决方案。该条款是

---

<sup>①</sup> 例如,平安董责险约定:若被保险公司于保险期间内自所在的证券交易所完成退市并摘牌,本保险合同不会立即终止,且保险人将在保险期间结束后,额外提供自保险期间届满后起算为期36个月的退市保障期,但在退市保障期内,保险人仅承保被保险人于被保险公司摘牌之日前的行为或状况而于退市保障期内遭受赔偿请求所引起的损失。

指,在退市后若干年的保险期间内发生索赔,而主张的事由发生在退市之前,则依旧可获得董责险的保障。

#### (十) 保险的审议

《上市公司治理准则》第24条规定:“经股东大会批准,上市公司可以为董事购买责任保险。”因此提交股东大会进行审议是董责险投保的必备环节。根据上述部门规章,一些上市公司相应修改了公司章程,将购买董责险作为其股东大会职权之一。<sup>①</sup>

由于董责险的被保险人包括董监高,一定程度上涉及利益输送及资金占用,<sup>②</sup>尤其是在实际控制人、控股股东被列入董责险的被保险人时,<sup>③</sup>因此按照《公司法》<sup>④</sup>规定,对于购买董责险议题,董事会应全体回避并直接提交股东大会审议,股东中的董监高及其控制、任职的企业均需要回避表决。实践中,上市公司应对中小投资者进行单独计票,单独说明5%以下股东的表决情况。<sup>⑤</sup>在现有的实践中,尚未发现股东大会不予通过的案例。招股书险虽然未在《上市公司治理准则》中明文规定,但因其与董责险的同质性也应履行与董责险相同的审议程序。

### 三、《证券法》视野下董责险的价值实现

董责险制度能否发挥其功用与《证券法》的实施密切相关,其价值功能与《证券法》所强调的强化控股股东、实际控制人重大事件告知和配合义务、董监高的信息披露责任,完善投资者保护及维权机制,压实中介机构法律责任,加强监管执法与风险防控的意旨相一致。

<sup>①</sup> 如《华联股份公司章程》第40条第2款规定,“选举和更换非由职工代表担任的董事、监事,决定有关董事、监事的报酬事项、购买责任保险事项”。

<sup>②</sup> 详见《上市公司治理准则》(2018年修正)第70条规定:“控股股东投入上市公司的资产应当独立完整、权属清晰。控股股东、实际控制人及其关联方不得占用、支配上市公司资产。”

<sup>③</sup> 详见《首次公开发行股票并上市管理办法》(2018年修正)第20条规定:“发行人有严格的资金管理制度,不得有资金被控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形。”

<sup>④</sup> 详见《公司法》第124条规定:“上市公司董事与董事会会议决议事项所涉及的企业有关联关系的,不得对该项决议行使表决权,也不得代理其他董事行使表决权。该董事会会议由过半数的无关联关系董事出席即可举行,董事会会议所作决议须经无关联关系董事过半数通过。出席董事会的无关联关系董事人数不足三人的,应将该事项提交上市公司股东大会审议。”

<sup>⑤</sup> 详见《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发[2013]110号):“四、建立中小投资者单独计票机制。上市公司股东大会审议影响中小投资者利益的重大事项时,对中小投资者表决应当单独计票。单独计票结果应当及时公开披露,并报送证券监管部门。”

### (一)信息披露视野下的董责险

由于现行法律法规及监管规定并未强制要求上市公司公开披露投保董责险的信息,因此仅有部分上市公司在投保董责险相关事宜的公告中对保险合同中的具体内容(如责任限额、保费支出、保险期限等)进行了披露,<sup>①</sup>部分上市公司则仅仅就购买董责险须由董事会提议并经股东大会审议作了披露。提供相关的保险方案有助于投资者了解保费等信息与公司基本情况的关系,同时也能引起市场上其他上市公司对董责险的关注,推广董责险的实践。

从A股鲜有的董责险赔付案例所公布的某上市公司的提示性临时公告,<sup>②</sup>可知该上市公司在保险事件发生直至保险资金理赔完毕过程中,仅披露了“鉴于公司已投《董监事及高级管理人员责任保险》,上述补偿资金将部分源于保险公司”的内容,但并未详细公开如何协商、抗辩、和解及赔付金额的具体情况。这实际上使在股东大会审议董责险中投赞成票的中小股东无法获知保险在多大程度上发挥了作用,因为这将直接影响其投资的上市公司的当期损益,进而导致投资者对公司的经营状况难以形成一种理性的判断。上市公司应当按照《证券法》第84条<sup>③</sup>“自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息”的规定并借鉴域外相关董责险披露的实践,<sup>④</sup>充分披露与董责险有关的信息。充分的信息披露也便于股东发起维权诉讼。

### (二)投资者保护视野下的董责险

在国内资本市场上市公司股权较为集中极易形成内部人控制的背景下,董责险所蕴含的投资者保护的价值愈发重要。股东为了自己的短期利益,有可能无视投资者的利益,这也与公司的长期利益相违背。证券市场是多方主体共同参与的财富再分配市场,作为市场繁荣发展基础的投资者特别是中小投资者面临着包括上市公司及其控股股东、实际控制人、董监高在内的信息披露义务人的多重侵害的可能。

《证券法》设立了“投资者保护”专章,进一步凸显了投资者保护是整个证券市场的基本理念与价值取向及追求的目标,其中亟须完善的便是对中小投资者权益的保

<sup>①</sup> 如虹软科技临2019-004;南微医学临2019-008。

<sup>②</sup> 详见海润光伏科技股份有限公司临2014-075、临2014-077、临2014-085、临2014-163。

<sup>③</sup> 该条规定:除依法需要披露的信息之外,信息披露义务人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息,但不得与依法披露的信息相冲突,不得误导投资者。发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等作出公开承诺的,应当披露。不履行承诺给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。

<sup>④</sup> 英国《1989年公司法》第301条规定:投保或续签董事责任保险应在公开披露的董事会报告和公司年报中予以披露。加拿大多伦多证券交易所自1993年起就要求在该所挂牌上市的所有公司必须向投资者公开披露更多信息,其中包括公司购买董事责任保险的相关信息。参见宋一欣、孙宏涛:《董事责任保险与投资者权益保护》,法律出版社2016年版,第100~101页。

护。对于数额巨大的赔付金额及和解费用,以董监高的个人财产甚至上市公司的全部资产根本无法及时弥补中小投资者的损失。随着《证券法》的修订及其配套措施的进一步完善,通过诉讼维权的投资者人数会越来越多,案件数量及索赔金额将不断提高,在此背景下,中小投资者能否获得切实有效的赔偿直接关系他们的合法权益,甚至直接影响广大中小股民对中国证券市场的信心和投资热情。因此,公司及相关负责人是否购买董责险对这部分股东能否获得实际赔偿起到了相当重要的作用。<sup>①</sup> 被保险人可以借助董责险的风险分散机制减轻其责任负担,而投资者在发生保险事故时,通过董责险的利益保护机制,借助保险人赔偿的保险金可以使其获得基本保障。

### (三) 压实中介机构职责视野下的董责险

本文梳理晚近 20 年来,国家及各部委出台的一系列有关董责险相关的文件<sup>②</sup>不难看出,保险公司作为广义的证券中介机构被赋予的重要职责。

上市公司在董责险合同订立前向保险公司履行如实告知潜在风险,在履行中出现重大风险变更的及时通知义务,以及在出现危机事件后及时合理的披露义务均能使保险公司在其中可以充分发挥保险的激励约束作用,强化事前风险防范,减少保险事故发生,实现风险与定价相匹配,促进合规经营和突发事件的危机管理,与此次《证券法》修改所强调的压实中介机构职责的目的不谋而合。

### (四) 证券违法风险控制视野下的董责险

新修订的《证券法》显著提高了上市公司的证券违法成本,这有助于严厉惩治并震慑违法行为人,进一步肃清市场,促使上市公司合法合规操作。根据《企业内部控制基本规范》及《上海证券交易所上市公司内部控制指引》的规定,企业内部控制风险分担是企业准备借助他人力量,采取业务分包、购买保险等方式和适当的控制措施,将风险控制在风险承受度之内的策略。其主要措施包括业务分包、保险、出售、开

<sup>①</sup> 参见宋一欣、孙宏涛:《董事责任保险与投资者权益保护》,法律出版社 2016 年版,第 83 页。

<sup>②</sup> 相关文件包括中国证券监督管理委员会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(证监发[2001]102 号)第 7 条第 6 项的规定:上市公司可以建立必要的独立董事责任保险制度,以降低独立董事正常履行职责可能引致的风险。《国务院关于保险业改革发展的若干意见》(国发[2006]23 号)第 5 条的规定:大力发展董事责任险在内的责任保险。

《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发[2013]110 号)第 6 条的规定:“上市公司退市引入保险机制,在有关责任保险中增加退市保险附加条款,健全证券中介机构职业保险制度”。

国务院印发《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》(国发[2014]29 号)第 3 条第 8 项的规定:加快各类职业责任保险,充分发挥责任保险在事前风险预防、事中风险控制、事后理赔服务等方面的功能作用,用经济杠杆和多样化的责任保险产品化解民事责任纠纷。

脱责任合同以及合同中的转移责任条款五种。保险作为战略制定和经营活动中风控的重要手段及风险管理的重要制度安排,不仅可以发挥事后补救功能,还能凭借内控体系起到事先的预防功能,保证公司战略目标的实现。

#### 四、结 语

据不完全统计,截至 2020 年 5 月,已有 72 家 A 股上市公司公告将为公司董监高人员购买责任险,其中,2020 年 4 月以来公告拟为公司高管投保董责险的上市公司有 58 家,超过 2019 年全年。<sup>①</sup> 在不断优化营商环境,构建世界第二大资本市场以及国内投资文化普遍不成熟、欠缺风险意识的双重背景下,急需诸如董责险为代表的多层次制度供给,实现控制交易风险与降低交易成本的平衡。

董责险合同的订立、审议、履行、赔付本身就集成了《合同法》《证券法》《公司法》《保险法》等部门法规范,具有契约法与组织法的交叉性。因此董责险制度的顺利实施有赖于各法适用的协调与衔接。由于董责险为“舶来品”,国内的董责险可以在参考国外成熟保险条款的同时,根据我国的法律体系和现实情况,在《民法典》以及《公司法》即将修改的背景下设计出符合国内资本市场的除外条款,可分性条款,责任分摊、退市保障以及定制化等条款,更好地满足我国董责险市场的发展需求。

随着投资者保护理论不断丰富及司法实践的经验积累,作为一种法律调整手段的董责险制度是一种市场相关主体基于契约而形成的法律调控工具,市场相关主体将同时发挥契约调整手段:投资者通过与公司签订完备的契约,国家形成监督契约执行的有效机制<sup>②</sup>及通过法律调整手段保护投资者利益的功能。使董责险这一横跨保险与证券市场的保险产品(工具)成为大多数上市公司的必选项,<sup>③</sup>将更好地弥补现有投资者保护手段的单一性,实现多种手段相结合,最终形成完善的投资者保护权利架构与合理的程序。

上市公司及其董监高不仅要为控股股东服务,而且也应该为包括中小投资者在

---

<sup>①</sup> 参见邓雄鹰:《瑞幸咖啡冲击波!这一险种火了,今年 72 家 A 股公司紧急行动,最高限额 8000 万美元!能“保”财务不造假吗?》,载微信公众号“券商中国”2020 年 5 月 4 日。

<sup>②</sup> 郭文英、徐明主编:《投股研究》第 1 辑,法律出版社 2018 年版,第 12 页。

<sup>③</sup> 例如,依照美国《1933 年证券法》的规定,纽约证券交易所与纳斯达克证券交易所的所有上市公司都被要求投保董事责任保险,以便在董事的个人财产不足以赔偿受害人的损失时,由保险人向受害人赔偿保险金。香港联合交易所《企业管制守则》第 A.1.8 条规定:发行人应当为董事购买适当的董事责任保险。参见宋一欣、孙宏涛:《董事责任保险与投资者权益保护》,法律出版社 2016 年版,第 94 页。

内的更广泛的利益相关者服务,实现公司收益与对利益相关者的回报相匹配。董责险的目标是实现投资者(中小股东)、被保险人(公司及管理层)、投保人(上市公司)、债权人及资本市场多方主体诉求与利益的平衡。笔者相信,在发挥董责险风险分散机制的同时,充分发挥其对于包括投资者利益在内的保护机制,将使董责险成为证券市场中一项不可或缺的使多方主体共赢的制度。