

德国招股说明书责任改革： 动因、内容与启示*

张怀岭** 付媛媛***

摘要:平衡募集资金的制度需求与投资者保护之间的关系是《欧盟招股书条例》以及《德国招股说明书法》改革的基本考量。德国法的改革在降低融资成本的同时,引入“证券信息表”制度,类型化招股说明书瑕疵责任体系。投资者示范诉讼制度为招股说明书瑕疵实体法规则的实施提供了重要制度保障。德国法与欧盟法在实体法规则及其投资者示范诉讼作为程序性保障机制领域的改革与探索为我国证券法实施与完善提供了新的视角。

关键词:招股说明书 瑕疵回购 证券信息表
投资者示范诉讼

* 本文系司法部2018年度国家法治与法学理论研究项目“欧盟及其核心成员国外资并购安全审查法律风险与对策研究”(编号:18SFB3035)阶段性成果。衷心感谢西南财经大学法学院硕士研究生王玮琦、杨森祺为本文写作提供的帮助。

** 西南财经大学法学院副教授,硕士生导师,德国柏林洪堡大学法学博士。

*** 西南财经大学法学院硕士研究生。

引言

从2015年起,欧盟委员会为建立欧盟真正的单一资本市场不断做出努力,其中的关键部分是改革了欧盟的招股说明书制度,一方面可以减轻行政负担,提高效率;另一方面可以更好地保护投资者。基于此,德国立法者通过2018年颁布的《行使欧盟招股说明书条例选择权法》(以下简称《第一实施法案》),与2019年7月生效的《进一步实施欧盟招股说明书条例法案》(以下简称《第二实施法案》),对《德国招股说明书法》(WpPG)进行了两次修订。其中最为重要的是建立了“证券信息表”制度,其核心内容是对招股说明书义务的豁免,即以发行金额为限,低于限度的发行人只需发布证券信息表从而免除发布要求更高的招股说明书的义务。除证券信息表之外,该法修订还涉及违反《欧盟招股说明书条例》和《德国新招股说明书法》的监督权和制裁制度,其加强了德国联邦金融监管局(BaFin)的监管权以及其他对证券市场的裁量权。

笔者在对两个法案改革内容梳理的基础上重点介绍德国证券回购制度以及改革内容,同时探讨了作为其程序性保障措施的证券市场纠纷的投资者示范诉讼制度。德国证券回购制度设定了严格的招股说明书责任,一方面弥补投资者投资时的信息不对称问题;另一方面也为投资者提供了新的救济途径。而投资者示范诉讼制度一方面通过引入“示范案件”群体救济机制降低法院的审理成本,力图实现诉讼经济;另一方面回应了诸如“德国电信案”等因招股说明书虚假陈述等在多个法域引发的群体性纠纷的特殊需要。

当前,我国正在推进科创板以及试点注册制等资本市场领域的重大制度,新《证券法》第95条第3款也引入了具有中国特色的集体诉讼制度,即特殊代表人诉讼制度。在此背景下,欧盟以及德国法招股说明书制度在实体法律制度及其程序性保障机制领域的改革,尤其是在放松资本市场管制的前提下实现投资者保护的立法技术与经验可为推进我国学界研究和制度实践提供一个有益的视角。

一、德国法改革的欧盟法背景

(一)《欧盟招股说明书条例》的颁布

2015年9月,欧盟委员会发布了《建立资本市场联盟行动计划》,^[1]该计划旨在实现整个欧盟真正的单一资本市场,并允许企业以更具成本效益的方式进入资本市场。^[2]2017年6月30日,欧盟颁布了第2017/1129号《公开募股或者公开市场交易招股说明书条例》(以下简称“新招股说明书条例”或“新条例”),^[3]并已于2017年7月20日生效。^[4]该条例是欧盟委员会修订欧盟第2003/71号指令(以下简称“原招股说明书指令”),努力“使招股说明书指令现代化”的成果,构成欧盟委员会建立资本市场联盟行动计划的关键部分。欧盟立法者希望,新招股说明书条例能够简化欧盟现行招股说明书制度,减轻行政负担,提高效率。^[5]帮助企业从欧盟获取更多样化的资本来源,并且通过简化后的信息披露更有效的保护投资者。同时,欧盟《新招股说明书条例》对于中小企业和小额发行的证券提供了一种新型的招股说明书,以促进更多中小企业能够更加容易进入欧盟资本市场获得融资。此外,该条例还简化了二次发行的证券的披露制度,以期使证券市场能

[1] 参见 European Commission, Action Plan on Building a Capital Markets Union (COM (2015) 468 final), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>, 2019年6月9日访问。

[2] 参见 GreenbergTraurig, Reforming EU Securities Laws: The New EU Prospectus Regulation, <https://www.gtlaw.com/en/insights/2017/6/reforming-eu-securities-laws-the-new-eu-prospectus-regulation>, 2019年5月28日访问。

[3] 参见 Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC with EEA relevance, <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>, 2019年5月28日访问。

[4] 但是,部分条款将于2019年7月21日生效。

[5] 参见 Slaughter and May, The new prospectus regime: impact on debt capital markets, <https://www.slaughterandmay.com/what-we-do/publications-and-seminars/publications/client-publications-and-articles/the-new-prospectus-regime-impact-on-debt-capital-markets/>, 2019年5月28日访问。

够获得更大的活力。

作为更广泛的资本市场联盟行动的一部分,《新招股说明书条例》旨在降低发行人进入欧洲资本市场的成本,促进在欧盟的跨境投资,通过建立一个整体法律框架实现整个欧盟的风险分担,^[6]同时一定程度上解决市场分割所带来的弊端。《新招股说明书条例》授权欧盟委员会以及欧洲证券与市场管理局(ESMA)在2017年7月之后陆续制定多项实施细则和标准。与原招股说明书采取“欧盟指令”这一法律形式不同,《新招股说明书条例》的全部内容对于所有欧盟成员国具有直接的拘束力,不需要成员国对待指令那样进行转化立法。该新条例旨在确保统一披露和“欧盟通行证”(Europäisches Pass)制度的运行,保障了资本市场的正常运作并适当改善其运作条件,为消费者和投资者提供高水平的保护。欧盟立法者希望,条例的直接适用性、更详细的二级措施和ESMA统一监管等措施能为整个欧盟的竞争提供更为公平的环境。鉴于成员国既有法律制度的差异,新条例赋予欧盟成员国很大的选择权和自由裁量权。例如,欧盟招股说明书条例将招股说明书的豁免最小筹金额设定为100万欧元,100万欧元以下的证券发行各国可以自行决定实施其他信息披露。

(二)《欧盟招股说明书条例》中的责任制度

作为保障措施,欧盟成员国有义务针对违反新条例规定的行为制定有效、适当和威慑的行政制裁措施。并且,欧盟成员国必须确保其国内的监管机构拥有实施新条例规定所必需的调查权和监督权。^[7]这构成了德国法进行配套改革的直接背景。针对因信息披露瑕疵而导致的责任类型,《欧盟招股说明书条例》对行政责任的主体、要件、内容进行了详细的规定,而民事责任和刑事责任则授权主要由欧盟成员国国

[6] See Fagermäs, Tom; Kanervo, Joel; Núñez, Gabriel; Alcalá, Andrés, The Why and How of the New European Union Prospectus Regulation, *Business Law International*, Jan 2019, Vol. 20 Issue 1, pp. 5 – 23, 19.

[7] See Cleary Gottlieb, The EU Prospectus Regulation and German “Implementing” Legislation – More Flexibility for Issuers, Tougher Sanctions and a More Powerful Regulator, <https://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/eu-prospectus-regulation-and-german-implementing-legislation-more-flexibility-for-issuers>, 2019年5月28日访问。

内法自行规定,《欧盟招股说明书条例》本身并未做详细规定。

1. 信息披露瑕疵的民事责任

欧盟新条例要求欧盟成员国应确保证券发行人对于招股说明书中披露的信息以及任何补充信息负责。对招股说明书及其任何补充信息负责的主体,应当在招股说明书中明确指出其名称和职务,或者在负责人是法人的情况下,注明其名称和住所以及法人尽到告知义务的声明,即招股说明书所载资料与事实相符并无遗漏。各欧盟成员国应确保其有关的法律、法规有相关规定可以适用于对招股说明书所载资料负有民事责任的主体。

2. 信息披露瑕疵的行政责任

首先,确认监管部门调查和监督的权力。为了确保《招股说明书条例》的实施,该条例要求欧盟成员国法律要授予有关部门调查和监督的权力。^[8] 调查监督的权力可以由有关部门直接行使,也可和其他部门一起行使,或者交由司法机关行使。^[9] 调查和监督的权力至少包含以下内容:(1)有关部门有权要求发行人、要约人、要求进入受监管市场的交易人等在其招股说明书加入补充资料、提供必要信息和文件;有关部门有权要求前述人员的审计人员、经理与金融中介机构提供信息;有关部门有权要求发行人、审计人员、金融机构等在其招股说明书加入补充资料、提供必要信息和文件。(2)在有正当理由怀疑违反欧盟新条例的情况下,有关部门有权暂停证券在受监管的市场、MTF、OTF 上的发行和交易,期限一般不超过 10 个工作日;在确定已经违反本条例的情况下,有权禁止其在受监管的市场、MTF、OTF 上的交易。(3)在有正当理由怀疑违反欧盟新条例规定的情况下,有关部门有权禁止或者暂停发行人、要约人和受监管市场上的金融中介人发布招股公告,但期限一般不超过 10 个工作日。(4)有关部门有权公开发行人、要约人和受监管市场上的金融中介人不履行义务的事实。(5)在受监管的市场上一再违反本条例的规定,5 年内有关部门有权力拒绝批准发行人、要约人和进入受监管市场交易人的招股说明书。(6)有关部门有权披

[8] 参见《欧盟招股说明书条例》第 32 条第 1 款。

[9] 参见《欧盟招股说明书条例》第 32 条第 2 款。

露或要求发行人披露所有可能对公开发售或获准在受监管的市场上交易的证券的评估产生影响的重要资料,以确保投资者的保护或市场的平稳运作。(7)有关部门有权暂停或要求有关受监管的市场、MTF 或 OTF 暂停其认为发行人的情况会损害投资者利益的证券交易。(8)在有合理怀疑检查和调查文件或者数据违反本规定的情况下,以此为目的进入处所进行现场检查或调查(自然人私人住宅除外)以便以任何形式查阅文件和其他数据。

概言之,有关部门有权要求市场主体在招股说明书中补充资料、提供文件信息,还可以在在有合理理由怀疑存在违反新条例规定行为的情况下实施包括:(1)暂停、禁止证券的公告、发行和交易;(2)在多次违法的情况下,5年内拒绝批准招股说明书;(3)公开通报侵权行为等行政制裁。在不损害主管部门的监督和调查权力以及欧盟成员国规定和实施刑事制裁的权力的情况下,欧盟成员国应根据本国国内法规定有关部门有权进行具有有效性、相称性、和劝阻性的行政制裁,或采取适当的其他行政措施。^[10] 欧盟成员国可以另行规定制裁或措施,也可以制定比欧盟新条例规定的更高额的行政罚金。^[11]

二、德国法改革的主要内容

尽管《欧盟新招股说明书条例》具有直接的适用效力,无须欧盟成员国进行转化。但是,欧盟法的改革也要求其成员国(包括德国)法进行配套性的改革,以便满足欧盟法的要求。就德国而言,这些法律包括:《德国招股说明书法》(WpPG)、《德国证券招股说明书法关于收取费用的条例》(WpPGebV)、《德国商法典》(HGB)、《德国证券交易法》(WpHG)、《德国资本投资法》(VermAnlG)、《建立金融市场稳定基金法》(Finanzmarkt)、《德国金融机构法》(Kreditwesengesetz)、《证券投资法》(KAGB)、《德国反洗钱法》等。德国立法机构对其国内法律的修

[10] 参见《欧盟招股说明书条例》第38条第1款。

[11] 参见《欧盟招股说明书条例》第38条第2款。

订主要通过两部转化法来实现。2018年7月10日颁布的《第一实施法案》^[12]主要修改了《德国招股说明书法》。2019年1月23日,德国政府批准了《第二实施法案》,进一步对《德国招股说明书法》进行修订。2019年5月9日德国议会审议通过该草案,并于2019年7月21日生效。^[13]

(一)《第一实施法案》的改革措施

《欧盟招股说明书条例》第1条第3款规定,发行金额达到100万欧元的企业负有制作证券招股说明书的法律义务。该条例同时为欧盟成员国提供了两种选择:其一,在发行总额低于义务门槛时,欧盟成员国可以在国内法层面规定相适应的(不超过义务门槛的)其他披露要求,从而不再需要发行人制作招股说明书。其二,欧盟成员国还可以选择完全免除发行金额不超过800万欧元的企业向公众发布招股说明书的义务。在《第一实施法案》中,德国立法者基于欧盟新条例赋予欧盟成员国的选择权和自由裁量权对其国内招股说明书相关法律制度进行了重大修订。

1. 招股说明书义务的豁免:证券信息表(WIB)制度

为使中小型企业能够以更具成本效益的方式利用资本市场,向公众发行有价证券,德国立法者基于欧盟新条例所赋予的两种选择对其《证券招股说明书法》进行了修订。

首先,引入“证券信息表”(Wertpapier – Informationsblatt, WIB)制度。只要证券发行金额在10万欧元以上800万欧元以下的,发行人仅应当起草、提交和发布一份“证券信息表”,而不再需要发布招股说明书。而发行金额低于10万欧元时,发行人既不需要发布招股说明书也不需要发布证券信息表。在上述两种情况下,发行金额的计算时间期间均为12个月。通过将发行招股说明书义务门槛提高到800万欧元,

[12] 参见 Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU – Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarkt – gesetze, https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2018-02-13-EU-Prospektverordnung/0-Gesetz-Optionen-EU-Prospektverordnung.html, 2019年6月9日访问。

[13] 参见 <https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2019/kw11-de-eu-prospekt-tverordnung-595178>, 2019年5月28日访问。

立法者实现了证券市场的大幅度自由化,以促进德国的资本市场发展。制度功能上,证券信息表主要是为投资者做出投资决策提供信息来源,但仅限于提供重要信息。这一规定也符合欧盟新条例所规定的“其他披露要求”,并且证券信息表的披露要求对发行人来说并不构成“不成比例或不必要的负担”。

其次,证券信息表的内容、格式与批准程序。证券信息表的内容最多不得超过三页 A4 纸,必须按照规定的顺序和要求载明有关证券、要约人、发行人和任何担保人的关键信息,且证券信息表的公布必须经德国联邦金融监管局(BaFin)的批准。审批程序上,证券信息表的审批程序与《德国资产投资法》中所规定的资产投资信息表审批程序基本相同。法律后果上,违反证券信息表的批准程序所要承担的责任与招股说明书相同,即如果发行人未经德国金融监管局批准而擅自公布了证券信息表,该机构可以对违规者处以罚款。

内容上,证券信息表应该以《德国证券招股说明书法》第 3a 条第 3 款第 2 句所列内容为主。具体而言:(1)证券的类型、确切名称和国际证券识别码(ISIN);(2)有价证券的运作方式,包括与证券相关的权利行使;(3)有关发行人、承销方及任何担保人的身份资料;(4)与发行人、承销方以及任何担保人相关的风险;(5)根据最新年度财务报表计算的发行人和任何担保人的债务水平;(6)不同市场条件下资本和收入回报的前景;(7)与证券有关的费用和佣金;(8)要约的条款,包括发行量;(9)预期净收益的使用计划。

最后,证券信息表还应当包括警示性信息。具体而言:其一,应当注明一项投资警告,提示投资者购买证券是一种风险性投资行为,投资存在可能全部损失的风险。其二,还应当说明,针对相关证券并没有经联邦金融监管局批准的招股说明书。其三,证券信息表中载明的信息可以在公开招股期间进行更新,更新后应当提交德国金融监管局并由其公布,但不需要新的批准程序。

2. 证券信息表制度所导致的法律修改

引入证券信息表需要相应地修改《德国证券招股说明书法》中涉及宣传民事责任等内容的规定。民事责任方面,投资者可以将证券信息表作为新的损害赔偿请求权依据。德国金融监管局的权力(例如,

禁止公开发售)和技术基础设施也必须进行相应的变更。行政罚款的规定也进行了相应的修订。违反有关公布招股说明书补充义务的规定的行政罚款金额随侵权的严重程度增大而增加。作为技术基础设施,要约人必须通过德国金融监管局运行的专用平台(申报和发布平台门户,以下简称 MVP 门户)^[14]提交其招股说明书或者证券信息表。

3. 对不合格投资者的保护

为了对所谓“不合格投资者”(non-qualified investors)提供额外的保护,发行额度在 100 万欧元以上 800 万欧元以下的有价证券,若要提供给不合格投资者,则只能通过投资服务机构提供投资建议或经纪投资服的形式发行。这类经纪投资服务机构必须审查不合格投资者购买的证券总额是否超过某一最高投资金额。《德国证券交易法》新增了第 65a 条,^[15]规定经纪投资服务机构在必要时必须获得不合格投资者本人关于其资产或者收入的申报。

4. 总发行额低于 500 万欧元的除外规定

符合《欧盟资本要求条例》(The Capital Requirements Regulation - CRR)标准,已获准在欧洲经济区内受监管市场进行交易金融机构和发行人,^[16]如发行总金额不超过 500 万欧元(计算期间 12 个月),可以豁免其发布招股说明书或者证券信息表的法律义务。需要注意的是,规范体系上,上述豁免规定由原来作为《德国招股说明书法》适用范围的例外规定转变为发布招股说明书法律义务的例外规定。基于这一结构变化,上述例外规定仅适用于公开发行证券的情形,而将上市招股说明书(listing prospectus)排除在适用范围之外。

在《第一实施法案》之前,CRR 金融机构和发行人在受监管的交易市场上已经发行了股票的,不需要另行提供招股说明书。这一义务的

[14] 参见 Knut Sauer/Nadine Kamper,《德国联邦金融监管局对招股说明书批准、公布和补充说明的规定》,载 http://www.cs.com.cn/gppd/gsyj/201807/t20180730_5849367.html,2019 年 5 月 30 日访问。

[15] Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Section 65a.

[16] 参见 BaFin exercises two options under the Capital Requirements Regulation (CRR), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Meldung/2014/meldung_140314_allgemeinvg_crr_en.html,2019 年 5 月 30 日访问。

豁免适用于两种情况:一是公开发行;二是在整个欧洲经济区发行未超过 500 万欧元的股票(计算期间为 12 个月)(被称为“银行/上市发行人豁免”)。但是,根据《第一实施法案》的新规定,招股说明书义务的豁免仅限于公开发行。依据“银行/上市发行人豁免”制度制作的与公开发行有关的证券信息文件不再需要公布。不过,《第二项实施法案》第 3 条规定,“银行/上市发行人豁免”的范围将扩大至在整个欧洲经济区内公开发行总价值不超过 800 万欧元的证券(计算期间为 12 个月)。^[17]

(二)《第二实施法案》的改革措施

1. 对《德国招股说明书法》的全面修订

《德国招股说明书法》规定了德国对招股说明书的监管框架,包括招股说明书的要求、格式、公布和批准程序以及涉及证券发行的宣传。因此,自 2019 年 7 月 21 日起,修订后的《德国新招股说明书法》将涉及招股说明书要求的豁免、证券信息文件的监管、招股说明书和证券信息文件的责任制度以及违反《欧盟招股说明书条例》和《德国新招股说明书法》的监督权和制裁制度。此外,《第二实施法案》将扩大“小事项豁免”(the small issues exemption)和“银行/上市发行人豁免”的范围。

2. 放松招股说明书语言要求

证券招股说明书的语言要求将进一步自由化,并允许在公开发行证券时使用英文招股说明书(并附有摘要的德文译文),在德国公开发行证券或者上市均不再有额外的要求(《第二实施法案》第 21 条第 2 款)。特别需要注意的是,发行人在德国使用英文招股说明书(附有德文摘要译文)进行双重证券公开发行或双重上市,将不再需要将获得德国金融监管局的豁免作为前提条件。

3. 强化监管权

《第二实施法案》显著强化了德国金融监管局的监管权。除其他

[17] 参见 Cleary Gottlieb, The EU Prospectus Regulation and German “Implementing” Legislation – More Flexibility for Issuers, Tougher Sanctions and a More Powerful Regulator, <https://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/eu-prospectus-regulation-and-german-implementing-legislation-more-flexibility-for-issuers>, 2019 年 5 月 26 日访问。

事项外,为了确保《第二实施法案》和欧盟《欧盟招股说明书条例》获得实施,德国金融监管局被授权向任何人索取必要的信息和文件,而不再限于某些市场参与主体。此外,该局有权大幅延长禁止公开发行的时间。改革前,如果招股说明书或证券信息文件存在缺失或未获批准的情况,德国金融监管局有权禁止其发行。而《第二实施法案》授权该局一旦出现《第二实施法案》或《欧盟招股说明书条例》已经被违反或者基于合理推测可能被违反的情况,享有禁止公开发行的自由裁量权。但是,在行使其自由裁量权时,德国金融监管局必须遵守“比例原则”的要求,即必须以适宜(suitable)、必要(necessary)和合比例(proportionate)的方式行事。因此,只有在严重违反《第二实施法案》的情况下,才可以适用禁止发行这一严厉的惩罚措施。此外,基于打击市场滥用行为的措施,保障在必要时调查违反监管规定的行为,德国金融监管局有权根据《第二实施法案》的规定,在某些条件下授权其代表进入和搜索营业场所,并在搜查时有权查抄,前提是其有理由相信可以找到相关证据。

4. 制裁制度

改革前,《德国招股说明书法》规定,如果出现已经发行但是招股说明书或证券信息文件缺失或未获批准的情况,德国金融监管局有权对其处以最高50万欧元的罚款。《第二实施法案》不仅引入了更为严厉的制裁措施,而且制裁措施的适用范围也更加广泛。具体而言:

其一,根据资本市场法发展的普遍趋势和《欧盟招股说明书条例》的要求,德国金融监管局的处罚额度得以大幅增加。其中,对于个人(例如,针对代表发行人或要约人的董事和高级职员),德国金融管理局的处罚额度最高可达70万欧元。对于法人实体,处罚额度最高可达500万欧元,或者该实体年营业额的3%。此外,根据《第二实施法案》第24条第5款、第6款和第7款的规定,个人和法人实体违反相关规定时的罚款金额可能达到所获利润或相关主体所受损失的2倍。可见,潜在罚款金额的提高将显著增加违反《欧盟招股说明书条例》或者《第二实施法案》的责任风险。

其二,更大范围的因故意、重大过失或在某些情形下的一般疏忽而实施的各种违反《欧盟招股说明书条例》和《第二实施法案》的行为被

纳入制裁范围。根据具体违规行为的类型和一般原则,可以对发行人、券商和参与违规行为的其他人(包括个人)实施制裁。

其三,《德国新招股说明书法》规定,在特定情形下,发布不完整或不正确的招股说明书会导致针对相关各方的巨额行政处罚款责任,而不仅限于改革前的发行人和券商。例如,根据《第二实施法案》第24条第4款第2项、第3项以及第16项和第24条第6款的规定,如果已公布的招股说明书的摘要或正文的内容或格式不符合《欧盟招股说明书条例》第6条、第7条或者第16条的规定,则德国金融监管局有权对违法行为处以罚款。

三、德国证券回购制度及其改革

鉴于证券招股说明书或者证券信息表所载明的信息对投资者不言而喻的重要性,所以针对招股说明书以及证券信息表中错误或不准确的信息,投资者可以对导致该问题的利益相关者提出损害赔偿要求。^[18] 德国法上有三种基本类型的证券损害赔偿请求权:其一,特别法定证券损害赔偿请求权(specific statutory securities claims)。例如,根据《德国证券招股说明书法》、《证券投资法》(KAGB)等的规定,在证券招股说明书中的虚假或误导性陈述(法定招股说明书责任),或者发行人未能依据《德国证券交易法》的规定,及时准确地向市场参与者披露内部信息(临时招股说明书责任)。其二,与法定赔偿请求权相类似的具体“普通法”证券请求权。例如,证券招股说明书或其他销售材料中的虚假或误导性陈述(民事招股说明书责任)。其三,适用于证券交易的侵权或合同责任等一般民事损害赔偿请求权。例如,经纪人和交易

[18] 参见 Oliver Flaß, Stock Exchange Brochure/Liability for the Brochure, <https://www.bdo.de/en-gb/services/our-focus/capital-markets/stock-exchange-brochure-liability-for-the-brochure>, 2019年5月26日访问。

商或交易方在证券发行中不当销售的合同责任。^[19]

根据上述分类,《德国招股说明书法》第21条、第22条所规定的主要是法定证券损害赔偿制度,也可以称为证券回购责任。逻辑上,该法对招股说明书和证券信息表分别进行了规定。

(一) 首次公开招股说明书瑕疵回购责任

《德国招股说明书法》第21条对首次公开发行招股说明书瑕疵责任,即回购责任进行了规定。根据该条,基于首次公开发行之招股说明书而购买证券的投资者,在对证券价值的判断至关重要的信息不正确或者不完整的情况下,可以要求:(1)对招股说明书承担保证责任的主体(Prospektverantwortlicher);^[20](2)证券招股说明书的发起人(Prospektveranlasser)^[21]作为共同债务人以购买价购回其购买的证券,并赔偿因证券购买而产生的成本。基于这个规定,招股说明书瑕疵回购责任的构成要件包括以下内容:

1. 主体与主观要件

责任主体要件上,所谓发起人是指招股说明书幕后的主体,其是招股说明书真正的制作主体。诸如,康采恩中的母公司、大股东以及高管。对外关系上,这些责任主体构成共同债务人。请求权主体是在招股说明书公布后,证券首次上市交易或者公开发行之日起6个月内购买证券的主体。如果投资者不再是证券持有人,可以要求前述主体支付证券购买价格和出售价格之间的差额以及与购买证券和销售证券相关联的成本。前提是,购买价格不高于最初发行价。如果住所地位于外国的发行人的证券同时也获准在国外市场进行交易,只有以下情况下才能够享有上述回购请求权和差价请求权,即该证券是基于在国内缔结的交易或者基于全部抑或部分在国内提供的证券服务而购买的。^[22]

[19] 参见 Burkhard Schneider Clifford Chance Deutschland LLP, Securities Litigation, <https://gettingthedealthrough.com/area/7-3/jurisdiction/11/securities-litigation-germany/>, 2019年5月26日访问。

[20] von denjenigen, die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben.

[21] von denjenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht.

[22] 参见《德国招股说明书法》第21条第2款、第3款。

主观要件上以责任主体的过错为必要条件,即责任主体必须对招股说明书的瑕疵状态是明知或者因重大过失而不知。^[23]法律推定责任主体具有过错,但允许责任主体进行举证推翻这一推定。

2. 客观要件

客观要件上,《德国招股说明书法》第5条第1款第1句规定,招股说明书必须对所有对于判断相关证券价值具有重要意义的事实和法律关系进行正确和完整的陈述。所谓“不正确”是指招股说明书与事实不相符。在对是否正确这一要件的判断上,德国金融监管局是否批准对该招股说明书不会造成任何影响。原因在于,德国金融监管局的批准仅为形式审查,并不具有责任免除的效果。招股说明书的内容不仅涉及实施,而且也包括预测和价值判断的内容。

所谓“不完整”是指招股说明书未包含法定(《招股说明书法》第7条以及《欧盟招股说明书条例(2004)》)内容。在对不正确或不完整要件的判断上,“审慎的读者和普通的投资者”的视角具有决定性意义。时间点上,招股说明书的不正确或者不完整是以招股说明书制作的时间抑或公布的时间为准。即便一般是并不存在瑕疵的招股说明书也有可能由于事后情况的变化而存在瑕疵。

3. 因果关系

因果关系上,招股说明书的瑕疵与证券的购买之间必须存在因果关系,即证券的购买必须是基于招股说明书而进行的。立法者对此进行了举证责任的倒置,即责任人应当证明,投资者仅是基于朋友的建议或者基于其所谓的内部消息而进行购买的,即招股说明书没有在任何意义上对于购买决策产生影响。

4. 限制条件

证券回购权的行使还存在两个限制条件:一是投资者的购买价不超过首次发行价;二是投资者证券购买行为应当是自招股说明书公布之后至该证券首次公开交易之日起6个月内。如果并未确定发行价,则以证券首次公开交易后确定或形成的交易价格作为发行价格。如果存在国内多个交易所确定或形成了不同的发行价格,则应将其中最高

[23] 参见《德国招股说明书法》第23条第1款。

的价格作为发行价。此外，法律禁止事前对招股说明书瑕疵责任进行限制或者排除，否则无效。

（二）其他招股说明书瑕疵回购责任

《德国招股说明书法》第 22 条对“其他招股说明书瑕疵回购责任”进行了规定。其适用对象是不属于在国内市场首次公开发行而公布的证券招股说明书。针对这些招股说明书，如果对于判断证券的价值至关重要的信息“不正确”或者“不完整”，则该法第 21 条经下列变通后具有适用性。这些变通之处包括：其一，在第 21 条第 1 款第 1 句所规定的“六个月”期间的计算上，起算点不再是证券首次上市交易的时间，而是首次在国内公开销售的时间具有决定性意义。其二，第 21 条第 3 款的规定也适用于住所地位于外国的证券发行人，只要其证券在德国国内进行公开销售。

（三）证券信息表 (WIB) 瑕疵回购责任

《德国招股说明书法》第 22a 条规定了“证券信息表瑕疵责任”制度。首先，根据该条第 1 款，如果依据该法第 3a 条第 1 款第 1 句的规定所披露的证券信息表中对于判断证券价值至关重要的信息“不正确或者具有误导性”，抑或并未包含该法第 3a 条第 4 款所规定的“警示性信息”，那么，证券的购买者可以要求证券信息表的发布者以及证券承销方作为共同债务人承担以购买价回购证券并偿还因证券交易而产生的惯常成本。其中，“误导性”通常在以下情况下产生，即证券信息表的内容尽管形式上正确，但是给投资者造成一种有瑕疵的整体印象。

其次，如果购买人不再是证券持有者，则可以向上述主体主张支付购买价与销售价之间的差额以及因证券购买和销售而产生的惯常成本。同样，购买价格不得超过相关证券的首次发行价。如果证券的发行人是住所地位于国外的主体并且其证券亦在国外进行交易，那么，回购请求权和差价请求权仅在以下情形下存在，即投资者是基于在德国国内缔结的交易抑或全部或部分在德国国内提供的证券服务而购买的该证券。^[24]

此外，瑕疵回购责任存在两个限制性条件：其一，购买价格不得超

[24] 参见《德国招股说明书法》第 22a 条第 2 款。

过首次发行价;其二,期间上,证券购买行为发生于证券信息表披露之后且证券公开发行期间,但不超过证券在德国国内首次公开发行之日起6个月。

值得注意的是,德国立法者并未要求购买行为是“基于”(auf Grund)有瑕疵的证券信息表而进行的。购买行为与瑕疵证券信息表之间的因果关系由法律推定。同样,由法律推定的是责任主体的主观过错要件(故意或者重大过失)。对于这两个构成要件的推定,责任主体均可以通过反证予以推翻。

(四) 证券回购责任免除

针对三种不同类型的证券招股信息资料,《德国招股说明书法》第23条、第23a条规定了责任免除制度。首先,针对首次公开招股说明书以及其他招股说明书,如果义务人能够举证证明,其不知道或者非因重大过失而不知道上述两种招股说明书的信息不正确或者不完整,则不承担证券回购和差异支付责任。

其次,在以下情况下,也不构成首次公开招股说明书或者其他招股说明书的瑕疵回购责任:(1)证券的购买行为并非基于招股说明书;(2)证券招股说明书中信息的不正确或者不完整并不导致证券价值的降低;(3)购买者知晓招股说明书中信息的不正确或者不完整之处;(4)相关不正确或者不完整的内容已经在德国国内根据相关欧盟法律法规进行了更正并公布;(5)仅招股说明书的摘要或者翻译是不正确或者不完整的,但是,如果摘要与招股说明书的其他部分一起阅读会导致误导、不正确或者相互冲突的情况,或者摘要包含必要的关键信息的情况除外。

最后,针对证券信息表瑕疵而导致的回购责任和差价支付责任,《德国招股说明书法》第23a条第1款规定,如果义务人能够举证证明,其对证券信息表中信息的“不正确性”或者“误导性”不知道并且这种不知道并非基于其重大过失而导致的,则可以免除证券回购和差价支付责任。此外,证券回购责任和差价支付责任在以下情况下亦不构成:(1)证券的购买行为并非基于证券信息表;(2)证券信息表中信息的“不正确性”或者“误导性”并不导致证券价值的降低;(3)购买者知晓证券信息表中信息的不正确或者误导性之处;(4)相关信息的“不正确

性”或者“误导性”的内容已经在德国国内根据相关欧盟法律法规进行了更正并公布。德国证券回购责任体系如图 1 所示:

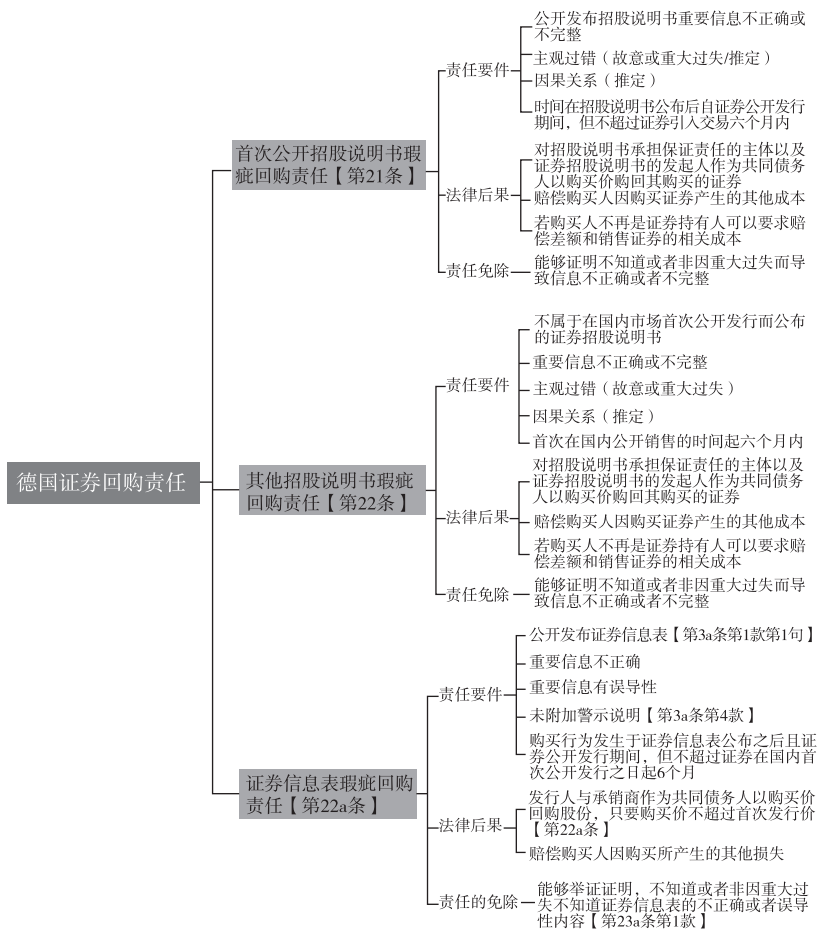


图 1 德国证券回购责任类型体系

四、证券责任规则的程序性保障:投资者示范诉讼

证券领域群体性纠纷的有效处理是证券实体性法律规范得到有效实施的保障。不同于美国式的一元化的集团诉讼制度,德国以及欧盟

立法者针对群体性纠纷采取了“非法获益撤除之诉”“示范确认之诉”以及“投资者示范诉讼”等多元化的解决路径。最典型的是《德国资本市场纠纷示范诉讼程序法》(KapMuG,以下简称“投资者示范诉讼法”)[25]。该法适用于在证券市场纠纷中股东提起的损害赔偿和特定的义务履行诉讼。[26]

(一) 制度缘起与立法目的

德国法投资者示范诉讼制度的创立缘起于“德国电信案”。在2000年和2001年,德国电信股份公司(Deutsche Telekom AG)因虚假陈述和未披露重大信息被提起诉讼。随后有超过17,000名股东提起诉讼,并由约900家不同的律师事务所进行诉讼代理。[27]所有这些诉讼都向法兰克福州法院提起,[28]而案件的数量等于该法院10年的工作量。在认识到任何法院都无法做到同时处理这么多的案件的情况下,德国政府于2003年2月25日发布了一项“十点行动计划”,以促进投资者权益的保护。[29]这是2005年11月颁布第一部《德国资本市场纠纷示范程序法》[30]的开端。[31]该法原始版本的有效期确定为2010年11月1日,以使用5年的时间来验证其实用性。[32]目前,新的法案

[25] Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger – Musterverfahrensgesetz – KapMuG) of 19 October 2012 (BGBl. I p.2182) last amended through Art. 24 para. 1 Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz of 23 June 2017 (BGBl. I p. 1693).

[26] Burkhard Hess in: Hess, Burkhard/Reuschle, Fabian/Rimmelspracher, Bruno (ed.), Kölner Kommentar zum KapMuG, 2nd ed. 2014, Einl., Rn. 3.

[27] Michael Halberstam, The American Advantage in Civil Procedure? An Autopsy of the Deutsche Telekom Litigation (2016) 48 Connecticut Law Review 817 (843).

[28] Nikolaus Stackmann, Kein Kindergeburtstag – Fünf Jahre Kapitalanleger – Musterverfahrensgesetz, NJW 2010, 3185 (3188).

[29] Ulrich Seibert, Das 10 – Punkte – Programm ‘Unternehmensintegrität und Anlegerschutz’, BB 2003, 693 (693 – 698).

[30] Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger – Musterverfahrensgesetz – KapMuG) of 16 August 2005 (BGBl. I p. 2437) last amended through Art. 10 para. 1 sent. 2 Gesetz zur Reform des KapMuG2005 und zur Änd. and. Vorschriften of 19 October 2012 (BGBl. I p. 2182).

[31] Burkhard Hess/Chrisoula Michailidou, Die kollektive Durchsetzung von Schadenersatzklagen im Kapitalmarktrecht, WM 2003, 2318 (2318).

[32] BT – Drucks. 15/5091, 47.

已经生效,并将于2020年11月1日到期。^[33]

通过引入群体性救济机制“重建责任规范的规制性控制功能”被政府明确作为颁布《德国资本市场纠纷示范程序法》的正当理由。^[34]值得注意的是,德国立法者明确表示无意创设一种美国式的集团诉讼制度,而是建立一个“示范案件”集体救济机制。^[35]德国立法者明确将立法目标确定在以下四个方面:其一,为投资者(股东)诉讼创造更大的激励,即促进证券法的私人执行。其二,与之相关的是,降低股东个人在私人执行上的难度。其三,降低处理证券欺诈行为法院的工作量。其四,旨在应对德国失去作为所谓“(理想)诉讼地”吸引力的担忧。其背景在于,投资者有可能通过选择管辖法院的方式在外国(尤其是美国)进行证券纠纷诉讼,这可能会导致德国失去对国内证券市场的司法控制权。^[36]

(二) 示范诉讼程序的制度内容

德国《投资者示范诉讼法》所规定的示范诉讼程序本身分为三个基本阶段:申请程序、中期程序(Zwischenverfahren)和继续个案诉讼程序。^[37]

1. 申请程序

在个人诉讼程序中,当事人必须向管辖法院主动提出动议,要求适用示范诉讼程序。该动议可以由原告或者被告提起(《投资者示范诉讼法》第2条第1款第2句)。在实践中,申请动议主要是由原告提出。^[38]在初审法院核实该申请的可受理性之后,将根据《投资者示范诉讼法》第3条第2款的规定在电子诉讼登记簿上予以公示。该公示

[33] § 28 KapMuG.

[34] BT – Drucks. 15/5091, 1, 16.

[35] Ulrich Seibert, Das 10 – Punkte – Programm ‘Unternehmensintegrität und Anlegerschutz’, BB 2003, 693 (694).

[36] BT – Drucks. 15/5091, SS. 16 – 17.

[37] Halfmeier, Axel/Rott, Peter/Feess, Eberhard, Kollektiver Rechtsschutz im Kapitalmarkt. Evaluation des Kapitalanlegermusterverfahrensgesetzes, 2010, 19.

[38] Stackmann, Nikolaus, Kein Kindergeburtstag – Fünf Jahre Kapitalanleger – Musterverfahrensgesetz, NJW 2010, 3185 (3186).

旨在鼓励其他股东向审理法院提出类似的申请动议。^[39] 这一点至关重要,因为只有在第一份申请动议提出之后的6个月内法院收到10项此类申请的情况下,示范诉讼程序才进入其主要阶段——中期程序(《投资者示范诉讼法》第6条第1款第1句)。

2. 中期程序

如果在法律规定的时限内,申请达到法定数量,审理法院将向州高等法院(OLG)发出一项案件移交裁决。在这一移交裁决中,州法院针对中期程序中应当予以裁决的法律问题制作一份原始清单。诉讼程序的事由可以是对所有个案来讲都具有根本性意义的问题的法律澄清。^[40] 这意味着州高等法院不会对当事人的诉讼请求本身的有效性进行裁决,而是对所有案件中均存在的基础性事项作出裁决。例如,州高等法院可以裁定公司发布的招股说明书或临时公告是否不正确或具有误导性。^[41] 但是,该法院不会对所谓“非集体性”问题(个案中的损害确定或者时效问题)进行裁定。^[42]

法律效果上,发生所谓的“吸收”或者“锁定”效应。具体而言,在中期程序期间,所有依赖示范诉讼中待决事项的个案诉讼程序均应当中止,无论原告个人是否加入示范诉讼动议的申请。^[43] 这意味着,一旦示范诉讼程序进行到中期程序,在德国的任何地方都不能进行关于同一案件的其他个别诉讼活动。所有受到影响但尚未提起诉讼的股东此时有两种选择:其一,如果他们提起个案诉讼,这些个案审理程序将立即中止。作为原告的股东也因上述示范诉讼的吸收效应作为“诉讼加入方”参与到示范诉讼中。只要州高等法院尚未作出最终裁决,这种加入就可以在中期程序的任何时间点。^[44] 其二,作为另外一种选择,股东在中期程序启动后6个月内向州高等法院“登记”其诉讼请求。在这种情况下,股东并不受法院在示范诉讼裁决的法律约束,但对

[39] Hess, Burkhard, Musterverfahren im Kapitalmarktrecht, ZIP 2005, 1713 (1715).

[40] 《投资者示范诉讼法》第2条第1款第1句。

[41] BT - Drucks. 15/5091, 20.

[42] BGH, Beschl. v. 10. 6. 2008 - XI ZB 26/07, WM 2008, 1353 (1353).

[43] 参见《投资者示范诉讼法》第8条第1款。

[44] 参见《投资者示范诉讼法》第8条第1款。

诉讼请求的时效期间依然被中止。

规范的适用关系上,《投资者示范诉讼法》构成《德国民事诉讼条例》的特别法。一般规则。在中期程序结束时,州高等法院将就所提出的事实和法律问题发布具有法律约束力的裁决。^[45]

3. 个案诉讼的继续

根据《投资者示范诉讼法》第 20 ~ 21 条,中期程序中的任何一方当事人均可以向德国联邦最高法院提起上诉。在作出最终裁决后,此前被中止的个案诉讼程序得以在审理法院继续进行(《投资者示范诉讼法》第 22 条第 4 款)。中期程序的决定具有法律约束力,初审法院只能对每个案件特殊的(法律和事实)问题作出裁决,诸如,投资者个人损害赔偿的范围和原因。^[46]

(三) 投资者示范诉讼的实践效果

德国电信案爆发 18 年之后,作为应对该案而颁布的《投资者示范诉讼法》效果如何以及未来应当如何该案大规模中群体救济的窘境是 2018 年第 72 届德国法学家大会(DJT)诉讼法单元集中讨论的问题,即“集团诉讼、团体诉讼与公益诉讼——民事诉讼程序需要新的群体权利救济工具吗?”^[47]对此,德国学界观点存在分歧。哈勒大学卡罗琳·迈尔-哈尼西(Caroline Meller-Hannich)在其为大会出具的《鉴定意见报告》中认为,投资者示范诉讼存在适用范围狭窄、诉讼成本高昂、臃肿、登记债权人诉讼权利保障不足以及未能有效实现诉讼经济等缺陷。相反,克劳斯·罗特(Klaus Rotter)通过与 2018 年新引入的示范确认之诉相比较认为,经过 14 年的实践,联邦电子公告公布的示范诉讼提请裁定的数量不断攀升。即便在示范确认之诉制度被引入德国法的背景下,投资者示范诉讼是应对资本市场大规模损害的适当法律工具。截至 2018 年 9 月,德国联邦电子公报上登记的投资者示范诉讼申请已

[45] 参见《投资者示范诉讼法》第 11 条第 1 款以及第 16 条第 1 款。

[46] Halfmeier, Axel/Rott, Peter/Feess, Eberhard, Kollektiver Rechtsschutz im Kapitalmarktrecht. Evaluation des Kapitalanlegermusterverfahrensgesetzes, 2010, 34.

[47] DJT, 72. Deutscher Juristentag Leipzig 2018 – Thesen der Gutachter und Referenten, <https://www.djt.de/die-tagungen/72-djt/>, Dec. 06, 2019.

逾 250 项。^[48] 总体上,德国法投资者示范诉讼制度总体上适应了证券市场纠纷的特殊需要,为证券法律规范的私人执行奠定了制度基础,弥补了行政和刑事执法机制的不足。

结 语

设立科创板以及试点注册制是我国当前资本市场领域的重大制度改革。科创板成为鼓励创新的重要平台。然而,域内外经验表明,如何防止制度滥用,防止科创板成为“投机者的套利场”,保障(中小)投资者的利益是在着重解决创新型企业募集资金的制度需求同时必须同等重视的问题,也是决定科创板能够健康发展的核心问题。欧盟以及德国招股说明书法律制度改革同样旨在一方面通过降低其招股说明书的法律义务等措施降低中小企业(尤其是创新性企业)借助资本市场募集资金的制度成本;另一方面借由改革招股说明书瑕疵责任,特别是回购责任来保障投资者的合法权益。资本市场上招股说明书对于弥补投资者与发行人之间的高度的信息不对称具有关键性作用。通过严格招股说明书责任,可以弥补投资者对所涉及证券关键信息上的不对称缺陷,从而为投资决策奠定信息基础。

此外,证券实体法规则是否能够发挥预期的制度功能在很大程度上取决于相关程序性实施机制是否完善。不同于一般的民事纠纷以及多数商事纠纷,资本市场纠纷存在严重的“搭便车”和信息不对称问题。我国投资者构成类型中自然人投资者(散户)占比极高的现状,使得我国证券领域因虚假陈述等违法行为而导致的群体性纠纷呈现“消费者型”群体性纠纷的特征。^[49] 因此,如何在制度上降低投资者行权的成本,让“为权利而斗争”成为资本市场的常态,关系到证券法实体性规范的功能发挥。在新《证券法》引入中国版集体诉讼的背景下,德

[48] <https://www.bundesanzeiger.de/ebanzwww/wexsservlet?>, Dec. 06, 2019.

[49] 根据投保基金公司《2019 年度全国股票市场投资者状况调查报告》发布的数据,2019 年我国股票投资者数量达 15,975.24 万,其中自然人投资者占比 99.76%。

国示范诉讼平衡诉讼经济与个案正义的理念和规则,尤其是应对美国式集团诉讼中律师主导的“诉讼产业化”滥诉风险措施为我国《证券法》第95条中国式集体诉讼功能的发挥提供了可参考的方案。

(编辑:吴紫君)