

招股说明书引入仲裁条款的可行性研究

——以投资者保护为中心

杨 滢*

摘要:在招股说明书中引入仲裁条款,以便将证券侵权民事赔偿纠纷提交仲裁解决,主要面临着是否存在基于合意的有效仲裁协议、是否违反法律强制性规范以及是否符合投资者保护的公共利益目标等问题。通过分析国内外理论及监管实践并结合中国资本市场实际情况,本文提出通过招股说明书仲裁条款引入仲裁机制是完善我国资本市场纠纷多元化解机制和保护投资者合法权益值得探索的方向。

关键词:招股说明书仲裁条款 纠纷多元化解机制 中小投资者保护

一、前 言

近年来,随着我国资本市场的持续发展以及注册制改革的逐步落地,证券期货纠纷日益增多,呈现案情复杂、专业性强、主体众多、行业特点明显、解决难度大等特征。我国资本市场以个人投资者为主,机构投资者占比较低,证券期货民事赔偿纠纷通常还具有涉案金额巨大、当事人请求事项较为集中、涉及众多投资者合法权益的保护甚至资本市场秩序的平稳运行等特征。仲裁作为一种法定的商事纠纷解决机制,具有专业性强、程序灵活、经济高效、注重保密性、一裁终局并可依法强制执行等优势,符合证券期货纠纷解决的特点和行业发展的需要,是进一步完善证券期货矛盾多元化解机制,切实维护投资者,特别是中小投资者的合法权益,并最终促进注册制改革顺利推进和市场健康发展的重要机制之一。

* 巴黎大学金融法学博士,资本市场学院管理学博士后。本文写作受到在中国(深圳)证券仲裁中心学习交流期间工作的启发,本文为个人观点,不代表该中心立场。

证券期货民事赔偿纠纷分为合同纠纷和侵权纠纷。仲裁机构受理仲裁案件的前提是纠纷双方合意达成有效的仲裁协议(既可以在争议发生前达成,也可以在争议发生后达成)^①,和违约行为引起的证券期货民事赔偿纠纷不同,在证券期货侵权纠纷中,发行人及其董监高、控股股东、实际控制人等不可能在事前与众多不断变化的外部投资者逐一签订仲裁协议,双方在争议产生后则难以达成仲裁协议。对此,一种可能的解决方法是将仲裁条款载入招股说明书,即纠纷双方合意达成有效的争议前仲裁协议,从而对投资者与发行人及其董监高、控股股东与实际控制人等产生约束力。^②

在招股说明书中引入仲裁条款,将投资者与发行人及其董监高、控股股东、实际控制人等之间产生的争议交由仲裁裁决,会带来如下理论与实践问题:一是此等条款是否为基于合意的有效仲裁协议?二是此等条款是否违反相关法律法规的强制性规定,并有悖于公共政策之目的?本文围绕以上问题,介绍并分析国内外相关理论与监管实践,在此基础上结合我国资本市场实际情况,讨论招股说明书引入仲裁条款的可能性与障碍,并简析优化应用的实现路径。目前,我国仲裁实务领域对此问题表现出较大的兴趣与关注,但是,搜索国内几大学术文库,对此进行专门研究的文献却基本付之阙如,本文的目的,即在于初步分析与回答上述问题。

二、招股说明书仲裁条款是否为基于合意的有效仲裁协议

招股说明书是发行人首次公开发行的核心信息披露文件,是注册制下股票发行阶段信息披露的主要载体,是投资者了解发行人并作出价值判断和投资决策的基本依据,是企业发行上市过程中最核心、最重要的法律文件。我国资本市场以个人投资者为主,机构投资者占比较低。在成熟资本市场,机构投资者交易量达70%以上,以深市A股为例,截至2018年年底,深市个人投资者交易金额占比为82%,机构投资者占比仅为9.6%。^③中小投资者普遍存在投资专业知识水平不高、风险意识不强及承受能力较弱等特点,对招股说明书内容不了解也不关心,如果发行人直接将仲裁条款

^① 《中华人民共和国仲裁法》第16条规定:“仲裁协议包括合同中订立的仲裁条款和以其他书面方式在纠纷发生前或者纠纷发生后达成的请求仲裁的协议。”

^② 因本文讨论主题为在招股说明书中引入仲裁条款的可行性,因此,研究范围限定于证券民事纠纷,期货民事纠纷暂不在本文讨论范围内。

^③ 参见殷明明、梁玮佳、许言:《IPO招股说明书优化研究:基于美股、港股和A股的抽样分析》,载《深思·专报》2021年第3期。

加入招股说明书,投资者是否只能处于被动接受的地位,关系到此类条款事实上是否能对投资者形成强制性约束。鉴于此,当投资者不知悉或反对仲裁条款时,或者仲裁条款被发行人单方加入招股说明书时,双方合意是否存在?此时的招股说明书仲裁条款是否为有效仲裁协议?

(一) 招股说明书性质

招股说明书兼具法律文件和销售文件双重属性。首先,《中华人民共和国民法典》(以下简称《民法典》)和《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)共同明确其法律文件的性质。《民法典》第473条以列举的方式明确其要约邀请的性质,在投资者成功认购发行的股票后,其内容便构成发行合同的事实陈述和保证部分。《证券法》第19条规定:“发行人报送的证券发行申请文件,应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息,内容应当真实、准确、完整。”注册制以信息披露为核心,招股说明书更是发行人首次公开发行时披露的重要书面文件。^①其次,招股说明书内容涵盖公司的历史沿革、股权结构、经营计划、业务和行业信息、财务信息、管理层讨论与分析、募投项目、风险因素、发行的相关信息等,是公开发行股票时可以最全面反映发行人信息的文件。在注册制实务操作中,股票定价、发行结果与招股说明书披露的公司主营业务、商业模式、发展前景、风险因素等内容都息息相关,因此,招股说明书又具有销售文件的性质。^②

(二) 招股说明书仲裁条款性质

仲裁条款是否成立,主要是指当事人双方是否有将争议提交仲裁的合意,即是否达成了仲裁协议。要约邀请是希望他人向自己发出要约的意思表示,适用《民法典》关于要约、承诺的规定,即经过要约和承诺两个阶段合同即告成立并生效。招股说明书被公告后(要约邀请),投资者发出认购股份的要约,发行人接受要约(承诺),认购成功发行人与投资者间合同即告成立并生效,因此,招股说明书中的仲裁条款也成为有效的仲裁协议。这种情形类似于美国证券行业会员与公众投资者的争议前仲裁协

^① 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书(2015年修订)》第2条规定:“申请在中华人民共和国境内首次公开发行股票并上市的公司(以下简称发行人)应按本准则编制招股说明书及其摘要,作为向中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)申请首次公开发行股票的必备法律文件,并按规定披露。”

^② 参见杨洽:《注册制下以投资者为导向的信息披露——招股说明书信息披露有效性研究》,资本市场学院2022年博士后课题,第5页。

议中双向自愿约束的格式化客户合同中的仲裁条款。^①

同时,招股说明书又是法定的信息披露文件,必须真实、准确、完整地披露法律法规要求的投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息。发行人的首次发行上市申请经有关部门批准后,刊登的招股说明书即具有法律约束力,发行人和投资者认购股份相关的一切行为,除应遵守国家有关法律法规外,还应遵守招股说明书中的有关规定和承诺。如果招股说明书中引入了仲裁条款,发行人须受该条款的约束。该情形类似于《民法典》第480条规定的一方以实际行为作出承诺,接受另一方书面合同要约,即发行人作出同意仲裁的书面承诺类似于发出了仲裁要约,投资者如果直接向仲裁机构申请仲裁,相当于用实际行为接受了仲裁要约,这可视为当事人间达成合意形成了有效的仲裁协议。这种情形类似于美国证券行业会员与公众投资者的争议前仲裁协议中单向强制约束的“合成仲裁协议”。^②

(三) 招股说明书仲裁条款是否是基于合意的有效仲裁协议

从招股说明书作为要约邀请的角度来看,招股说明书中的仲裁条款包含在处于强势谈判地位的发行人所提供的格式化合同之中,因此从投资者角度来说是否存在“缺乏合意”或者“未曾过目”,以及“霸王合同”(Contracts of adhesion)或者“显失公平”(Unconscionability)等问题?关于仲裁合意的问题,美国法院一般只限于查问“是否存在从整体而言的客观性协议”(objective agreement with regard to the entire contract),而非“是否存在针对合同中每一个条款的主观性协议”(subjective agreement as to each clause in the contract)。在Wehe v. Montgomery案中,法院认为,“被告不可能在主观上知道原告对于有效合同中的每个条款是否具有必要的合意”。关于“过目”的问题,如果当事人以“未曾过目”提出抗辩,法院一般会指出:“如果不能证明经纪公司欺诈或者客户存在精神障碍,当事人不能以其没有阅读所签署的内容为由回避合同的责任。”在Gimore v. Shearson/American Express, Inc.案中,法院指出“一个具有平常理解能力的人,需要受其签署协议的条款之约束,无论他是否已经看过这些条款”。以“霸王合同”作为抗辩理由在联邦法院也几乎不可能得到支

^① 以订立时间为标准,美国证券仲裁协议在大体上可分为争议前仲裁协议和争议后仲裁协议。以订立主体为标准,争议前仲裁协议又分为行业内的争议前仲裁协议和证券行业会员与公众投资者的争议前仲裁协议两种。证券行业会员与公众投资者的争议前仲裁协议也分为两种:一是客户争议的单向强制约束的“合成仲裁协议”,二是客户争议的双向自愿约束的格式化客户合同中的仲裁条款。参见刘晓春:《证券仲裁的制度分析——美国的经验与中国的选择》,北京大学2011年博士学位论文,第52~62页。

^② 同上。

持,除非异议方能够指证存在“不公平、不适当的压力或者显失公平”(unfairness, undue oppression, or unconscionability)。^①

从招股说明书作为法定信息披露文件的角度来看,首先,在招股说明书中引入仲裁条款视为发行人发出书面仲裁承诺,如果投资者向仲裁机构申请仲裁,视为当事人间达成合意形成了有效的仲裁协议。在美国证券行业会员与公众投资者的争议前“合成仲裁协议”中,如果投资者提出仲裁申请,证券经纪公司及其关联人员必须参加仲裁,反之则不然,该安排体现了自律组织对其会员的自律约束及对投资者的倾斜性保护。其次,招股说明书应当充分披露包括在公司章程(草案)中的、投资者赖以作出价值判断和投资决策所必需的信息。公司章程(草案)是发行人提前制定并且经股东大会审议通过的,待公司上市后便立即生效的公司章程。笔者在研究中发现,国外实践中基本同时在招股说明书和公司章程中共同引入仲裁条款。那么,章程仲裁条款是否为达成合意的有效仲裁协议呢?在2014年Katz v. Commonwealth REIT案中,美国马里兰州法院认为股东购买股份即表明其同意了一项契约框架,意味着其对于章程仲裁条款的有效性及其所购股份受该条款约束具有推定知悉(Constructive knowledge)。因此,法院认定双方就此章程仲裁条款已达成合意。^②德国联邦最高法院在1996年GmbH案中也认为,一家公司受其章程规定的仲裁条款约束,尽管它没有作为一方参与公司章程的制定。^③以上案例体现了“仲裁条款之双方合意并不建立在对于公司章程中仲裁条款个别字句的认识与承诺,而是广泛地建立在对于公司章程运作框架的整体认识与承诺”^④。

三、招股说明书仲裁条款是否违反法律法规强制性规定及公共政策目标

接下来本文将继续讨论招股说明书仲裁条款是否违反《中华人民共和国仲裁法》(以下简称《仲裁法》)、《证券法》、《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)的相关强制性规定;同时,是否符合国家以投资者特别是中小投资者保护为中心的公共

^① 参见刘晓春:《证券仲裁的制度分析——美国的经验与中国的选择》,北京大学2011年博士学位论文,第64~66页。

^② Katz et al. v. Commonwealth REIT et al., Case No. 24-C-13-001299 (Md. Cir. Ct. 2014), p. 19-29.

^③ BGH, decision of 29 March 1996, docket no. II ZR 224/95, NJW 1996, 1753.

^④ 陈伯翰:《不动产投资信托章程记载仲裁条款效力之研究——美国Katz v. Commonwealth REIT案的启示》,载《仲裁季刊》2014年第7期。

利益目标。

(一) 仲裁法视角: 证券民事赔偿纠纷是否属于仲裁法规定的可仲裁范围

证券市场民事赔偿纠纷主要包括不平等主体间(如投资者和监管机构)和平等主体间(如投资者、发行人和中介机构)的证券纠纷。《仲裁法》第2条规定:“平等主体的公民、法人和其他组织之间发生的合同纠纷和其他财产权益纠纷,可以仲裁”。^①证券市场上平等主体间的纠纷包括民事合同纠纷和侵权纠纷,^②都具有可仲裁性。本文主要讨论平等主体间的侵权纠纷。

(二) 证券法视角: 证券欺诈纠纷的可仲裁性

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》,明确提出“开展证券行业仲裁制度试点”的任务要求,首次对证券行业仲裁制度作出顶层设计。2021年10月15日,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)、中华人民共和国司法部联合发布了《关于依法开展证券期货行业仲裁试点的意见》(以下简称《证券期货试点意见》),要求“建立专门的证券期货仲裁院(中心),制定符合证券期货行业特点的仲裁规则,提升仲裁从业人员的证券期货专业水平”,以完善证券期货纠纷多元化解机制,有效保护资本市场投资者的合法权益,维护证券期货行业健康发展。《证券期货试点意见》明确规定证券期货仲裁院(中心)的仲裁范围包括:“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,证券期货侵权行为引起的财产权益纠纷包括违反证券期货法律、行政法规、规章和规范性文件、自律规则规定的义务引起的虚假陈述民事赔偿纠纷,以及市场主体从事操纵市场、内幕交易、损害客户利益等行为引起的民事赔偿纠纷”。《证券期货试点意见》正式颁布时,其中涉及1993年《证券法(草案)》中有关证券纠纷仲裁制度的条文被删除,2019年修订的《证券法》也未从法律位阶上对证券纠纷仲裁制度予以明确,以致有关证券仲裁的法规和规章的制定缺少上位立法的依据。

(三) 公司法视角: 证券欺诈纠纷是否属于公司内部事务

公司法纠纷,又称“公司内部事务纠纷”,是指公司、股东、董监高等公司内部主体之间因公司法律关系发生的纠纷。以美国为代表的一些法域,也把证券法上因上市公司或者其他公众公司欺诈发行、虚假陈述引发的投资者民事侵权赔偿纠纷纳入公

^① 2021年7月30日公开的《中华人民共和国仲裁法(修订)》(征求意见稿)第2条规定:“自然人、法人和其他组织之间发生的合同纠纷和其他财产权益纠纷,可以仲裁。”征求意见稿删除了“平等主体”的限定,即修改了可仲裁纠纷的主体要求。相较现行《仲裁法》,征求意见稿允许仲裁的范围已不限于平等主体之间的纠纷。

^② 因侵权行为引起的财产权益纠纷属于“其他财产权益纠纷”。

司法争议的范围。斯坦福大学 Joseph A. Grundfest 教授认为,股票交易行为开启或终结了公司与股东的权利义务关系,与一般的侵权或违约行为有本质区别,应当属于“公司治理内部事务”。^①

(四) 公共政策视角:是否符合投资者保护的公共利益目标

仲裁在解决资本市场纠纷时拥有众多优势,但也有其局限之处。如仲裁保密性原则就是把“双刃剑”(详见下文分析),保密性对于发行人而言具有优势,但它同时也将使许多有意义的纠纷无法公之于众,媒体无法对上市公司进行有效监督,便也无法对投资者和市场形成正向反馈。作为公众公司的上市公司,在招股说明书中引入仲裁条款需要考虑是否符合公众投资者利益的公共政策目标,否则最终损害的将是我国资本市场的整体竞争力。注册制需要“有为的政府和有效的市场”,把选择权交给市场即意味着证券监管部门对证券发行上市的事前实质性把关将趋于减少,投资者面临的事后纠纷可能增加,正是依托资本市场的迫切需求,在《证券期货试点意见》出台半个月后,深圳证券交易所与深圳国际仲裁院联合设立的全国首个证券仲裁中心——中国(深圳)证券仲裁中心率先启动证券行业仲裁试点。仲裁作为完善多层次证券纠纷解决机制的必要组成部分,有利于实现维护投资者特别是中小投资者合法权益并最终实现市场稳定健康发展的目标。

四、我国招股说明书引入仲裁条款的可行性分析

基于上文分析,本节将继续讨论招股说明书中引入仲裁条款在我国实践中可能遇到的问题及由此带来的思考。第一,证券民事赔偿纠纷仲裁是否突破了或者是否应该突破《仲裁法》所要求的保密原则?第二,在二级市场中,投资者与发行人证券争议提交仲裁的依据。第三,如何处理因证券侵权纠纷投资者众多而产生的平行案件问题。

(一) 保密原则与证券纠纷仲裁

《仲裁法》第40条规定:“仲裁不公开进行。当事人协议公开的,可以公开进行,但涉及国家秘密的除外。”仲裁保密的范围包括仲裁案件的全部实体和程序有关情况。保密义务是当事人在仲裁程序中以及仲裁程序结束后始终要履行的法定义务。

^① Grundfest J. A., *The Limits of Delaware Corporate Law: Internal Affairs, Federal Forum Provisions, and Sciabacucchi*, Rock Centre for Corporate Governance Working Paper Series No. 241, 2019.

但保密原则在实践中具有例外性,在案件中的具体适用会受到相关法律法规限制。根据证券法律法规规定,招股说明书,上市公司季度报告、中期报告、年报、临时报告中需要披露涉及公司的重大仲裁,说明事件的起因、目前的状态和(可能)产生的法律后果。仲裁保密范围包括案件实体和程序全流程的不公开,笔者认为,上述信息披露中的公开披露并不意味着与仲裁法原则的冲突,且证券法律法规仅要求“重大”“有较大影响”仲裁信息的披露义务^①,对尊重当事人的意思自治原则仍然具有重要的意义。

保密性是一把“双刃剑”,一方面,对于上市公司而言,相对于完全公开的诉讼,保密性有助于保护上市公司商业秘密和声誉,避免因为媒体的过度报道等引发股价异常波动;另一方面,结合我国资本市场实际情况,对“少数多数”的个人投资者而言,由于仲裁固有的保密性等特征,仲裁领域很难引入合并仲裁或集团仲裁等机制,而散户投资者对仲裁特有的保密性可能也并不十分看重。因此,探讨如何在法律规范框架内平衡双方利益关系并使之符合投资者保护的公共利益目标应是该问题的核心(详见本文平行案件部分分析)。

(二) 招股说明书仲裁条款与二级市场投资者

证券民事纠纷既包括证券发行市场产生的民事纠纷,也包括证券交易市场产生的民事纠纷,即涵盖一、二级证券市场行为。证券市场是流动的市场,股票发行上市后即进入二级市场进行交易。如果说招股说明书引入仲裁条款在发行人与一级市场投资者之间达成了仲裁合意,那么发行人与二级市场投资者之间是否具有有效的仲裁协议?

从招股说明书作为要约邀请的角度来看,仲裁协议具有独立性(the separability doctrine),仲裁协议的效力与主合同的效力相互独立。含有仲裁条款的合同无效或其状态发生变化,不影响其中仲裁条款的效力。其基本理论依据是当事人意思自治原则。仲裁条款独立原则已成为现代国际商事仲裁立法与实践普遍接受的具有法律约束力的原则。我国《仲裁法》第19条规定:“仲裁协议独立存在,合同的变更、解除、终止或者无效,不影响仲裁协议的效力。仲裁庭有权确认合同的效力。”《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国仲裁法〉若干问题的解释》第10条规定:“合同成立后

^① 《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2020年12月修订)》第8.6.3条规定:“上市公司发生的重大诉讼、仲裁事项属于下列情形之一的,应当及时披露相关情况:(一)涉案金额占公司最近一期经审计净资产绝对值10%以上,且绝对金额超过1000万元的;……上市公司发生的重大诉讼、仲裁事项应当采取连续十二个月累计计算的原则,经累计计算达到前款标准的,适用前款规定。已经按照上述规定履行披露义务的,不再纳入累计计算范围。”

未生效或者被撤销的,仲裁协议效力的认定适用仲裁法第十九条第一款的规定。当事人在订立合同时就争议达成仲裁协议的,合同未成立不影响仲裁协议的效力。”《深圳国际仲裁院仲裁规则》在结合以上规定的基础上作了补充规定,即合同的成立与否、失效、中止、转让或不能履行,均不影响仲裁协议的效力。^①因此,二级市场投资者也将受到招股说明书仲裁条款的约束。

从招股说明书作为法定信息披露文件的角度来看,如上文所述,发行人的首次发行上市申请经有关部门批准后,刊登的招股说明书即具有法律约束力,发行人和投资者认购股份相关的一切行为,都应遵守招股说明书中的有关规定和承诺。如果公司章程(草案)中引入了仲裁条款,招股说明书须予以披露,公司上市后二级市场投资者将同时受到招股说明书、公司章程仲裁条款的约束。荷兰皇家壳牌公司在伦敦证券交易所和泛欧阿姆斯特丹证券交易所主板上市并通过发行美国存托凭证(ADR)在美国证券市场上市,其招股说明书及公司章程即载有将证券纠纷提交仲裁的条款。美国、德国法院的判决深受公司契约理论(Contractarian theory)影响,倾向于认可章程仲裁条款的契约效力,公司章程仲裁条款对公司股东具有约束力。公司契约主义理论认为,公司被视为一种“合同集束”(Nexus of contract),章程只不过是规范股东与公司及其董事、高管之间权利义务的一份契约,而契约当事方可以自由约定争议解决方式,即便此条款由董事会单方采用而未经股东表决。^②

(三) 平行案件与大规模群体性证券纠纷

仲裁裁决仅在当事人间具有约束力,相关争议可能不会集中在同一次仲裁中解决,特别是证券欺诈等大规模集体纠纷因其人数众多,可能会产生不同仲裁裁决之间相互冲突的风险。是否可以比照集体诉讼、合并诉讼和示范判决,在证券民事赔偿纠纷仲裁中引入集体仲裁、合并仲裁及示范裁决机制来解决该问题?

如上文所述,仲裁具有保密性,如何在集体仲裁、合并仲裁机制中对众多的投资者发出权利公告等问题仍需探讨。笔者认为,根据仲裁充分尊重当事人意思自治原则,在双方当事人同意将案件情况公开时,发行人在达到证券相关法律法规要求的信

^① 《深圳国际仲裁院仲裁规则》第9条规定:“仲裁协议的独立性:合同中的仲裁条款或附属于合同的仲裁协议相对于合同独立存在。合同的成立与否、未生效、无效、失效、被撤销、变更、解除、中止、终止、转让或不能履行,均不影响仲裁协议的效力。”

^② 参见赵轶君:《上市公司章程引入仲裁条款的美国实践与本土进路》,载《证券市场导报》2020年第7期。

息披露标准向社会公开了案件相关信息时,^①以及赔付主体承诺启动先行赔付、行政和解等机制时,可以由相关机构发出权利登记公告。

关于示范裁决机制问题,上海金融法院^②与深圳市中级人民法院^③已先后出台了示范判决规则,以推动大规模群体性纠纷快速、简化处理。如深圳市中级人民法院采用“示范判决+调解”(优先)、“示范判决+不开庭审理”(原则)和“示范判决+开庭审理”(例外)三种简化方式,实现纠纷批量化解,提高群体性证券纠纷审判效率。如何处理仲裁中保密原则与示范裁决冲突问题,德国联邦最高法院认为,当事人可以就仲裁裁决的普遍适用效力达成协议,没有必要由立法机构对此制定具体的立法框架。^④笔者认为,基于投资者保护的公共利益目标,一是可以考虑给予投资者选择权,由投资者来决定是否同意公开裁决书,作为投资者的相对方不得反对;二是可以强制公开所有裁决书的内容,由此对发行人及中介机构形成自律监督,并解决示范裁决问题。当然,在仲裁中采取示范裁决机制,就要求作出示范的裁决必须完全客观和公平,具有普遍适用的效力。

五、优化招股说明书仲裁条款在我国应用的路径

随着我国注册制改革的逐步推进,目前,从科创板到创业板再到全市场的“三步走”布局已完成从增量市场到存量市场的改革,即将平稳推进全面注册制改革。注册制的基本内涵是处理好政府与市场的关系,真正把选择权交给市场,最大限度地减少不必要的行政干预。这意味着证券监管部门对证券发行上市的事前实质性把关将逐渐减少,投资者面临的事后纠纷将趋于增加,但有限且不均衡的司法资源将无法满足大量涌入的案件,市场需求是证券期货仲裁院(中心)诞生的重要原因之一。仲裁相较于诉讼具有专业性强、程序灵活、高效便捷、保密性强等优势,这表明仲裁有潜力在注册制下成为证券民事纠纷领域具有吸引力的替代性争议解决方式。因此,本文对优化招股说明书仲裁条款在我国应用的路径提出如下建议。

① 《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2020年12月修订)》第8.6.3条第3款规定:“上市公司应当及时披露重大诉讼、仲裁事项的重大进展情况及其对公司的影响,包括但不限于诉讼案件的一审和二审判决结果、仲裁裁决结果以及判决、裁决执行情况等。”

② 《上海金融法院关于证券纠纷示范判决机制的规定》,2022年1月11日实施。

③ 《深圳市中级人民法院关于依法化解群体性证券侵权民事纠纷的程序指引(试行)》,2020年4月20日印发。

④ 参见张子学:《公司法纠纷可仲裁性初步研究》,载《中国政法大学学报》2019年第4期。

（一）设计示范仲裁条款

证券监管机构、证券交易所、仲裁机构可以尝试制定示范招股说明书仲裁条款供发行人自主选用,从而尽可能发挥仲裁制度优势,防范发行人滥用该条款阻碍处于弱势地位的中小投资者维护其合法权益。本文以荷兰皇家壳牌公司在伦敦证券交易所和泛欧阿姆斯特丹证券交易所主板上市的招股说明书仲裁条款为例进行研究,以期对设计示范仲裁条款提出建议。

荷兰皇家壳牌公司在伦敦证券交易所和泛欧阿姆斯特丹证券交易所主板上市的招股说明书第 7.2 仲裁和管辖权^①中规定了所有争议:

所有争议:

——荷兰皇家壳牌股份持有人以其身份与荷兰皇家壳牌或荷兰皇家壳牌的任何附属公司或荷兰皇家壳牌或其附属公司的任何董事或前董事之间因荷兰皇家壳牌章程或其他事项而产生的或与之有关的;及在法律允许的最大范围内,荷兰皇家壳牌或荷兰皇家壳牌的任何附属公司与荷兰皇家壳牌或其附属公司的任何董事或前任董事之间,包括由荷兰皇家壳牌或荷兰皇家壳牌的任何附属公司或代表荷兰皇家壳牌或荷兰皇家壳牌的任何附属公司向任何该等董事提出的所有索赔;及

——荷兰皇家壳牌股份持有人与荷兰皇家壳牌公司的任何专业服务提供商(包括审计师、法律顾问、银行家和 ADR 存托人等)之间,这些服务提供商与荷兰皇家壳牌公司同意受荷兰皇家壳牌公司章程仲裁条款和专属管辖权条款的约束;及

——荷兰皇家壳牌及其专业服务提供商之间因荷兰皇家壳牌股份持有人与专业服务提供商之间产生的任何此类纠纷,应根据国际商会仲裁规则在荷兰海牙通过仲裁最终解决。[这包括各方因英国、荷兰、美国法律(包括证券法)或任何其他法律而产生的仲裁条款所涵盖的所有争议]。^②

有关荷兰皇家壳牌未能或据称未能支付已宣布且到期的全部或部分股息的争议,将不受荷兰皇家壳牌章程仲裁条款和专属管辖权条款的约束。

仲裁庭将由根据国际商会仲裁规则任命的 3 名仲裁员组成。首席仲裁员必须具有至少 20 年在英联邦普通法司法管辖区执业的合格律师经验,而其他仲裁员必须具

^① 该部分内容为壳牌集团公司网站招股说明中仲裁条款英文的翻译,原文详见 https://www.shell.com/investors/information-for-shareholders/share-information/share-unification-information/_jcr_content/par/grid/p0/textimage_copy_copy.stream/1618977288269/3c47d80167292126060b04ab81498f3ee9a832cd/listing-particulars-05.pdf。

^② 荷兰皇家壳牌公司招股说明书仲裁条款和章程仲裁条款必备要素基本一致。括号部分为笔者认为该公司章程仲裁条款中较重要但招股说明书仲裁条款中没有提及的内容。

有至少 20 年合格律师经验。

仲裁的语言将是英语。

[这些条款构成公司、公司股东及公司股东间的合同。本条(可以由公司与其董事或专业服务提供商之间具有类似效力的任何协议不时补充)还包含或证明股东、公司、公司董事和专业服务提供商将争议提交仲裁委员会仲裁的明确证据,此类提交应视为争议者之间具有根据《荷兰民事诉讼法》《英国 1996 年仲裁法》《联合国承认及执行外国仲裁裁决公约》第 2 条达成的书面仲裁协议。]^①

荷兰皇家壳牌章程还包括各方在法律允许的最大范围内对于其中所证明或包含的仲裁协议的放弃声明:(i)任何司法管辖区法律规定的向任何法院或其他司法当局申请确定任何初步法律要点的任何权利,和/或(ii)任何司法管辖区法律规定的对仲裁庭的裁决、裁定或决定提出上诉或其他质疑的任何权利。

如果任何法域的法院或其他主管当局确定荷兰皇家壳牌章程中关于仲裁的规定对该法域的任何特定争议无效或不可执行,则该争议只能提交英格兰和威尔士法院。

在不影响任何其他可用的权利或补救措施的情况下,荷兰皇家壳牌及荷兰皇家壳牌股份的每一持有人承认,对于违反荷兰皇家壳牌章程中专属英国管辖权条款的任何行为,仅凭损害赔偿可能不足以提供足够的补救措施,因此,在违反或预期违反该等条款的情况下,可在适当情况下使用强制令和/或特定履约令的补救措施。

荷兰皇家壳牌章程适用的准据法是英国实体法。

设计符合我国国情并对投资者权利有倾斜性安排的招股说明书仲裁条款,示范条款应明确以下必备要素。

1. 仲裁条款约束的主体

根据《证券法》《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》,发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员及其他中介机构,^②应当与发行人承担连带赔偿责任。以上主体与投资者(股东)应受招股说明书仲裁条款约束。

^① 荷兰皇家壳牌公司招股说明书仲裁条款和章程仲裁条款必备要素基本一致。括号部分为笔者认为该公司章程仲裁条款中较重要但招股说明书仲裁条款中没有提及的内容。

^② 发行人与中介机构之间应签订相关协议,篇幅所限本文中不再展开论述。

2. 仲裁条款管辖的纠纷种类

仲裁条款可管辖的纠纷,一为证券发行引发的或与发行有关的争议或纠纷,以此涵盖一级市场民事纠纷;二为股东基于《公司法》和公司章程所赋予的股东权利,与上市公司及其董监高、控股股东及实际控制人间发生的纠纷,以此涵盖二级市场民事纠纷;三为因虚假陈述、内幕交易、市场操纵等证券欺诈行为引发的侵权纠纷,以此涵盖侵权民事赔偿纠纷。值得注意的是,从现有实践来看,招股说明书仲裁条款适用的纠纷范围应主要为欺诈发行,或兼有欺诈发行和虚假陈述的行为。这是因为,一方面,内幕交易案和操纵市场案往往因个人行为引起而与公司行为无关;另一方面,截至目前,最高人民法院仅就虚假陈述类案件的审理规则出台了相关司法解释,使该类纠纷在确定受损投资者范围和赔偿计算方法上有规可循,易于明确相关赔付范围和标准。

3. 仲裁机构与规则

示范招股说明书仲裁条款应当约定明确的仲裁机构、仲裁规则、仲裁地、裁决适用的实体法和仲裁语言等。证券监管机构、自律组织可在示范条款中列明在资本市场领域具有丰富仲裁经验的仲裁机构供上市公司选择,并加强与仲裁机构的协同合作,从而增强证券领域仲裁员的专业胜任能力,推动符合证券行业特点的仲裁规则的制定。在域外实践中,荷兰皇家壳牌公司争议前仲裁条款要求仲裁庭须由3名仲裁员组成,不允许独立仲裁庭审理相关纠纷,且对仲裁员的专业能力要求极高,即首席仲裁员必须具有至少20年在英联邦普通法司法管辖区执业的合格律师经验,而其他仲裁员必须具有至少20年合格律师经验。美国FINRA要求扩大仲裁员名册,定期更新仲裁员背景资料,首席仲裁员须具备必要的经验且经过必要的培训,并强化仲裁员的业务与职业道德培训等。

4. 对投资者的必要提示

仲裁条款需要以醒目的方式说明仲裁与诉讼间的区别,具体如仲裁的一局终裁性,并提示投资者如果选择仲裁就意味着放弃本可在法院寻求救济的权利,以及不或以不能以仲裁方式解决的纠纷可以到法院提起诉讼。

(二) 规范并加强信息披露

美国证券交易委员会在1986年和1987年对合同中的争议前仲裁条款进行了调查,调查有两个重点:一是这些争议前仲裁条款的存在及其含义是否向投资者充分披

露说明;二是开户是否以订立这样的争议前仲裁条款为前提条件。^①这两个调查的目的,是保证投资者在订立仲裁协议时的自愿性,强化仲裁协议的公平价值。招股说明书引入仲裁条款时,发行人应做好相应的信息披露安排,以保证投资者的知情权和选择权。具体信息披露如下:以突出、醒目的方式提示投资者招股说明书中包含有仲裁条款,以及该条款在招股说明书中的页码及段落位置。以上文荷兰皇家壳牌公司招股说明书为例,全文共在7处提到了48次“仲裁”,包括招股说明书中对投资者作出价值判断和投资决策最重要的“概览”“风险提示”“发行人”“发行股票”^②部分。同时,上市公司应严格按照证券法律法规要求在季报、半年报、年报中充分披露其招股说明书和公司章程仲裁条款,做好定期提示投资者的工作,甚至可在投资者股票账户里进行提示或对股票代码进行特殊标记以充分保障投资者的知情权与选择权以体现公平原则。

(三)加强与投资者保护机构的密切合作

2019年修订的《证券法》明确了投资者保护机构在先行赔付、“默示加入、明示退出”的特别代表人诉讼等机制中的积极作用。2021年11月,广州市中级人民法院依法对康美药业特别代表人诉讼案作出一审判决,52,037名投资者获赔24.59亿元,标志着我国资本市场特别代表人诉讼制度成功落地,资本市场法治建设和投资者保护进入新阶段。证券仲裁院(中心)应加强与投资者保护机构的合作,考虑引入“先行赔付+仲裁”“支持仲裁+示范裁决”等衔接机制以解决大规模群体性证券纠纷,但上述机制在仲裁中之具体应用还需由监管机构予以明确。另外,我国已建立并完善了证券期货纠纷在线诉调对接机制,并升级中国投资者网全国证券期货在线调解平台,组织37家证券期货调解组织全部入驻,^③实现与人民法院调解平台的全面对接。2021年,各调解组织共受理案件5479件,涉及金额28.58亿元,调解成功2856件,投资者获赔金额15.64亿元。^④实践中,“调解+仲裁”衔接机制^⑤也已取得了良好的市

^① 参见刘晓春:《证券仲裁的制度分析——美国的经验与中国的选择》,北京大学2011年博士研究生学位论文,第142页。

^② 美国招股说明书格式和A股招股说明书不同,章节名称不完全一致。

^③ 证监会投资者保护局对全国证券调解机构进行了梳理,目前全国证券调解机构有37家,详见中国投资者网,<https://tiaojie.investor.org.cn/toubaojuService.html#/>。

^④ 参见《中国证监会2021年法治政府建设情况》,载微信公众号“证监会发布”2022年4月8日,https://mp.weixin.qq.com/s/mGn_9enbKKOUmjGET6AyRQ。

^⑤ 《深圳证券期货业纠纷调解中心调解规则》第17条第1款规定:“当事人达成调解协议的,为使调解协议的内容具有可强制执行的法律效力,任何一方当事人可依据调解协议中的仲裁条款,申请深圳国际仲裁院根据其仲裁规则的规定,按照调解协议的内容依法快速作出仲裁裁决。”

场反馈,截至2019年11月30日,深圳证券期货业纠纷调解中心已办结调解案件674宗,其中调解成功554宗,调解成功率为82.2%,申请仲裁确认的调解案件413宗,转化率为74.5%。^①可考虑将中国投资者网全国证券期货在线调解平台上现有37家调解组织与证券仲裁院(中心)进行对接,将其调解达成的和解赋予当事人请求证券仲裁院(中心)作出裁决书的权利,以使调解结果通过仲裁被赋予强制执行力。

(四)合力防范滥用争议前仲裁条款

首先,证券监管部门、自律组织与仲裁机构应协同合作,以解决资本市场纠纷难以导入仲裁机制的问题,共同设计并推广可供发行人自主选择的示范仲裁条款;其次,证监会及地方各证监局、证券交易所、投资者保护机构和司法机关应形成合力,以保护投资者利益为中心,构建并完善自律、行政与司法一体化、多层次的支持和监督体系,以推动、支持证券民事赔偿纠纷通过仲裁方式解决。证券监管机构和证券交易所对于拟采用争议前仲裁条款的上市公司应加强事前监管,要求发行人充分披露仲裁条款,并向投资者充分提示选择仲裁所享有的权利与面临的义务。投资者保护机构应发挥其保护投资者的作用与优势,可在中国投资者网上开辟“证券仲裁”专栏或在“投资者教育”专栏中加入相关内容,以解决市场主体对证券仲裁的认知度不高只依赖诉讼解决纠纷的观念,让市场主充分了解仲裁的功能及其对解决证券纠纷的潜在价值。法院在司法审查和司法监督中应严格把关,否定严重损害中小投资者合法权益的仲裁条款之效力,并根据《仲裁法》进行个案监督,防范侵害投资者合法权益之仲裁。

六、结 语

综上,无论招股说明书作为要约邀请还是法定信息披露文件,在国内外理论与实践其中仲裁条款均被视为达成合意的仲裁协议。我国资本市场以个人投资者为主,中小投资者存在风险意识不强和承受能力较弱等特征。投资者保护的核心是权利救济,侵权能否获得及时和有效的赔偿事关投资者对资本市场的信心。随着我国资本市场注册制改革稳步推进,全面注册制即将落地,上市公司侵权民事赔偿纠纷会逐渐增加,法院面临较大诉讼压力,且诉讼程序存在耗时长、成本高等问题。仲裁具有程

^① 参见刘晓春、姜婧姝:《中国资本市场纠纷解决机制的局限与创新——以深圳证券期货业纠纷调解中心的实践为视角》,载《金融法苑》2019年第2期。

序灵活、经济高效、仲裁员具有专门经验和知识等优势,通过招股说明书引入仲裁条款在投资者与发行人间引入仲裁机制,有利于实现维护投资者特别是中小投资者合法权益并最终实现市场稳定健康发展的目标,或是完善资本市场纠纷多元化解机制值得探索的方向。以上内容仅为笔者的初步思考,相关机制在仲裁中的具体应用还需要立法与实践的进一步探讨和明确。