

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 洽*

摘 要:在招股说明书中引入仲裁条款,以便将证梃靈勳襁僥淞綠罍價徑 宣

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),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。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

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有效？

（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

议中双向自愿约束的格式化客户合同中的仲裁条款。

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,发行人和投资者的认
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。
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
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”。

(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
“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

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。
向上。

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

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”。

(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,但它同时也无原则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的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,投资者面临的售后纠纷可能增加,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。

但根据中后中较意。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，避免因媒体的过度报道等引发股价异动。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，散户投资者对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下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

但根据中后中较意。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，避免因媒体的过度报道等引发股价异动。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，散户投资者对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下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

信息披露标准向社会公开了案件相关信息时,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,上海金融法院与深圳市中级人民法院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。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

(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发行的壳牌集团股票为研究对象，分析其招股说明书中示范仲裁条款的设计，并探讨其对公司治理和投资者保护的影响。

8271 0 TD (ö TD 0.558

I investor

2. 仲裁条款管辖的纠纷种类
涵盖一级市场民事纠纷，二为基于《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。值得注靈桓利擱怗綠罽优 嘯橙傲齡綠罽血皆駟慎媚僥均及

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%。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,

I investor