

## 德国证券法违反权益变动披露 义务的股东失权制度评述\*

郭 昕\*\*

**摘要:**德国《有偿证券交易法》第44条规定了违反权益变动披露义务的股东失权制度,对该项制裁措施的要件构成和效力范围、效果作出了明确规制。然而,股东失权制度在德国广受不符合比例原则、不能有效警慑义务违反行为和不利于法安定性而广受批评,关于股东失权的过错程度要件是否门槛过低、股东失权的范围和效果是否合比例、失权导致的滥诉等外部效应是否被有效避免,德国学界和实务界已历经多年讨论,可供我国借鉴。

**关键词:**权益变动披露义务 股东失权 制裁措施 比例原则 制度外部性

---

\* 本文由作者硕士论文修改而成,指导老师为慕尼黑大学商学组教席 Rüdiger Veil 教授。本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

\*\* 上海证券交易所员工。

## 引 言

合比例的法律后果是保障法律规范实施效果的必要条件。在诸多德国公司法和证券法法律评注中,股东失权制度都被法学家们评价为德国法上最为严苛的经济法制裁措施。<sup>[1]</sup>其原因在于,在法教义学盛行、法律内在逻辑严密的德国,将资本市场法律中具有公法性质的义务违反行为课以私法性质的公司法制裁措施,是十分罕见的。<sup>[2]</sup>德国《*有价证券交易法*》(Wertpapierhandelsgesetz, WpHG)第44条规定,违反权益变动披露义务<sup>[3]</sup>的股东股份,以及其他基于表决权归入而同样具有报告义务的股权,都将暂时或持续性失去组成股权的权利,<sup>[4]</sup>包括股东在公司的管理性权利和财产性权利。<sup>[5]</sup>如此严苛处罚的立法考量在于,持股的权益变动披露义务是《*有价证券交易法*》中最为重要的信息披露义务之一,不仅是资本市场良好秩序的重要保障,还是公

---

[1] Schäfer, Frank A. Hamann, Uwe, Kapitalmarktgesetze 2. Auflage 2013. (Schäfer/Hamann/*Opitz WpHG*); Hirte, Heribert Möllers, Thomas M. J., *Kölner Kommentar zum WpHG* 2. Auflage. 2014 (Kölner Kommentar zum WpHG). 注:本文主要参考文献为德国学界、实务界对德国《*有价证券交易法*》(WpHG)及《*股份法*》(AktG)的法律评注。法律评注是德国法学教育和法律执业中必备的整合文献,通常由部门法领域有相当学术声望、著作等身的法学院教席教授组织编纂,承担着成文法整理学说、归纳法律适用规律、更新法学研究发展、促进学术和司法良性互动的功能,是德国成文法与司法判例、学界讨论集成与整合的载体。(参见德国弗莱堡大学卜元石教授2018年9月1日在南京大学的报告发言《法律评注:法律知识的集成与法典时代的民法教义学研究》。)

[2] Assmann, Heiz Dieter/Schneider, Uwe H./Mülbert, Peter O., Wertpapierhandelsrecht 7. Auflage Köln 2019 (Assmann/Schneider/Schneider).

[3] 下文也称为申报义务、报告义务。本文中,原始德语文献强调透明、披露之结果的“Transparenz”翻译为披露或披露义务,合成词“Beteiligungstransparenz”翻译为权益变动披露或权益变动披露义务,强调申报、报告之动作的“Meldeverpflichtung”翻译为申报义务。

[4] 这些“权利”是股东成员权的具体内容或权能,但已约定俗成被称为“权利”。

[5] 在国内著作中多称为“参与管理权”和“资产收益权”。参见王军:《*中国公司法*》,高等教育出版社2015年版,第274页。

司信息利益的体现,是公司其他股东行使知情权的基础。〔6〕

然而,从这项违反权益变动披露义务的处罚措施被写进《有价证券交易法》开始,关于它是否过分严厉的讨论一刻也没有停息过。《有价证券交易法》第44条的法律后果构造因不符合比例原则、不能有效警惕义务违反行为和不利于法安定性而广受批评。学界和实务界多次呼吁,将股东失权的范围限缩在表决权之内,且对应的行为构成要件中应将注意义务违反的过错程度至少规定到重大过失以上。〔7〕此外,关于失权应由行政命令还是法院判令发生、丧失表决权股东参与表决情况下达成的股东大会决议是否可撤销,都是公司法与证券法领域学界诸多着墨、实务界屡有纠纷的领域。究其原因,大概是法条的构成要件和法律后果之间的逻辑衔接不够流畅,法律规定的执行“在客观上对经济发展所起的作用是破坏性的而非建设性的”。〔8〕本文即旨在讨论德国《有价证券交易法》第44条规定的股东失权制度,厘清其法理逻辑和制度目标,在欧盟范围内的体系和比较视角下,对该条作为违反权益变动披露义务法律后果制裁的有效性、合比例性和制度外部性进行评述。

## 一、德国股东失权制度的制度目标与历史沿革

### (一)德国股东失权制度的制度目标

根据法玛教授的有效资本市场假说(efficient market hypothesis, EMH),资本市场的核心功能是提供对价格有影响的公开信息,为实现这个目标,必须保障二级市场上及时充分的信息披露。权益变动披露

---

〔6〕 Assmann/Schneider/Schneider § 28 Rdn. 2; Begr RegE 2. Finanzmarktförderungsg, WpHG, § 21, BT - Drucks. 12 - 6679, S. 52.

〔7〕 Rüdiger Veil, *Beteiligungstransparenz im Kapitalmarktrecht—Rechtentwicklungen und Reformperspektiven*, ZHR 177 (2013), 427 (445).

〔8〕 朱锦清:《公司法学》,清华大学出版社2019年版,第65页。国内有学者观点认为,“法律应当服务于经济的发展而不是阻碍经济的发展。如果一条法律规定的执行在客观上对经济发展所起的作用是破坏性的而非建设性的,那么这就是一条恶法,必须修改”。

义务是资本市场上最重要的信息披露义务之一,因为对公司股东持股比例变动的披露对资本市场的透明和确定性目标都意义重大。实证评估也证实了立法者的对“公司股东构成与持股比例大幅变动相关”“是投资者确定投资组合的重要标准”“对股价走势有显著影响”的设想。<sup>[9]</sup>

制裁措施有对义务违反的预防功能和威慑功能,通过对违反权益变动披露义务的申报义务人课以范围广泛的失权制裁,立法者为申报义务人提供了全面、及时履行义务的诱因。

## (二) 德国股东失权制度的历史沿革

传统民商法领域的失权制度(Rechtsverlust)是在1965年的股份公司法改革中被引进当时的《股份有限公司与两合公司股份法》(Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, Aktiengesetz, 以下简称《股份法》)。1994年《有价证券交易法》诞生之时,该制度自然而然被引入新法,作为违反资本市场信息披露义务的惩罚性措施。当时的立法者似乎认为失权制度是必要的惩罚措施,在1994年《第二次资本市场促进法案(草案)》(Zweiter Finanzmarkt förderungsgesetz)的立法说明中,国会论述“鉴于依法履行报告义务对公开透明的资本市场的重要意义,(现有)行政强制措施是不足够的,因为不履行义务对报告义务人来说有巨大的经济利益。”国会还援引英国、法国、荷兰对未履行信息披露义务的股份表决权丧失的规定,说明失权制度的正当性,并表示本条考虑到了《欧盟信息披露指令》第15条(Artikel 15 der Transparenz – Richtlinie Rechnung getragen)。<sup>[10]</sup>

在《股份法》中,失权制度的表述是“若某企业违反权益变动通知义务,则该企业所有的、该企业所控制的企业所有的股东权利‘不能被行使(nicht ausgeübt werden können)’”。在这种法条构造下,失权是暂时性的还是永久性的,经义务嗣后履行后权利是否能得到复苏,就引发了不少争议。1994年《有价证券交易法》规定的股东失权制度则仅仅规定“申报义务人或其直接或间接控制的企业的表决权不能被行使”,

[9] Begr. RegE 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT – Drs. 12/6679, S. 52.

[10] Begr. RegE 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT – Drs. 12/6679, S. 56.

失权范围远远小于《股份法》规定的范围。此时,违反《有价证券交易法》的公司将同时因《股份法》而丧失作为股份公司股东的权利,制裁措施发生竞合,法律体系的漏洞由此产生。

经过1998年《第三次资本市场发促进法案》的改革,《股份法》和《有价证券交易法》的内容分歧得到弥合,都将失权范围规定为全部股东权利。此外,此次改革后,违反权益变动的申报或通知义务时,除列举例外情形外(嗣后履行义务情形下的分红权和清算权),股东失权原则上即是终局性丧失,且申报义务人失权的股份范围除了自身持有股份或申报义务人控制的企业所有的股份外,还包括表决权归入申报义务人的股份。

然而,1998年改革后的《有价证券交易法》对外部股东在两次股东大会之间“潜行入股”的行为仍然无从制裁,尤其是对于快进快出的对冲基金违反申报义务几乎没有被制裁的风险。鉴于此,立法者在2009年3月通过了《金融投资风险控制法案》,<sup>[11]</sup>在法条中加入了第三句和第四句(S. 3, S. 4),规定除非情节显著轻微(Bagatellregelung)因故意或重大过失引发的义务违反的失权时间延长到6个月。而此时与《有价证券交易法》对应的《股份法》和《收购法》则没有相应修订。

2013年,欧盟的《信息披露指令一改革条例》颁布,2015年德国国内通过了《信息披露条例一改革条例一过渡法》<sup>[12]</sup>对该条例进行了过渡转化,增加了表决权归入的事实构成情况。除了子公司与股权信托的情况以外,一致行动(abgestimmten Verhalt, 英文 acting in concert)也被列入表决权归入的情况,其变动同样引发申报义务,相应义务违反可能造成股份的失权。同时,《有价证券交易法》第28条增加了第2款,对持有金融工具或持有股权和金融工具合并计算引发的申报义务情形,义务违反人的失权限制在其持有的发行人股权范围内。

2017年,《有价证券交易法》再次修法,但失权制度内容并未修改,只是位置从旧法第28条变为新法第44条。经改革后的第44条失权

---

[11] Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken v. 12. 8. 2008, BGBl. I S. 1666.

[12] Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie – Änderungsrichtlinie v. 20. 11. 2015, BGBl 2015 I 2029.

制度的条文如下：

“(第1款, Abs. 1)(第1句, S. 1)若因持有股权或因表决权归入负有申报义务的申报义务人未履行本法第33条第1款、第2款所规定的申报义务(即权益变动披露义务),则该等被持有股权或被归入表决权的股权在义务人未履行申报义务期间都将丧失组成股权的权利。<sup>[13]</sup>(第2句, S. 2)如果未履行申报义务非因故意,且该义务嗣后被履行,则此等权利丧失不适用于《股份法》第58条第4款所及第271条规定的请求权(利润分配请求权和剩余财产分配请求权,或云清算权和分红权)。(第3句, S. 3)若因故意或重大过失而未履行申报义务的表决权到达所规定比例,第一句规定的失权效力时间延长到六个月。(第4句, S. 4)在应履行申报义务的表决权比例和之前错误申报的表决权比例之间的差异不超过申报义务人实际表决权数量的10%时,即在权益变动申报错误的表决权数量不超过申报义务人所持有表决权总数的10%,且申报义务人没有不履行33条所述的超过、达到或低于相应比例(3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%或70%等申报义务比例)的“超值”申报义务时,第3条规定的股份失权效力延长不再适用。

(第2款, Abs. 1)在申报义务人未履行本法第38条第1款(对于持有金融工具的申报义务)、第39条第1款(对于持股股权及持有金融工具合并计算引发的申报义务)规定的申报义务时,失权范围仅限于违反申报义务的股东自身所持有的发行人股份。”

## 二、股东失权的要件构成

### (一) 客观要件:不履行或瑕疵履行权益变动披露义务

#### 1. 权益变动的信息披露义务

根据《有价证券交易法》第33条,申报人通过收购、转让或其他方式持有境内发行人股份或依据第34条规定表决权归入后合计控制达

[13] 本条所规定的股东失权并不限于股权中的表决权,而是同样及于股东财产权与股东管理权。

到、超过或低于发行人全部表决权的3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%或70%时,应在至迟4个交易日内将这一情况同时通知给发行人和联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, aFin)。对于代表股份的存托凭证,仅存托凭证的持有人负有通知义务。该通知义务的时限从申报义务人知悉或应当知悉表决权权益变动事实发生之时起算。若无相反证据,申报义务人自其表决权份额到达、超过或低于上述各百分比至迟2个交易日后,即被推定已知悉上述事实。该推定排除发行人表决权总数变动导致的表决权份额变化情况,此时申报义务时限始于申报义务人知悉份额百分比变动,至迟始于发行人依照第41条规定公布表决权总数变动之时。此外,《有价证券交易法》第33条第5款授权联邦金融监管机构对申报义务的内容和形式制定进一步的细则,第45条规定联邦监管机构有权对申报义务是否存在制定并颁布行政命令(规章)。

## 2. 不履行或瑕疵履行

通说认为,失权不仅发生在完全不履行义务或不作为的情况,还发生在义务履行未能依照法律规定要求的情形,如申报内容错误、内容不完整或逾期申报。在裁量瑕疵履行是否为轻微(Unerhebliches)时,须考虑所申报内容涉及的是缺少证券代码(WKN代码)这样的轻微错误,还是对于信息披露意义重大的错误,如错误申报了权益变动数值时点<sup>[14]</sup>(Schwellenwert)。对此,法官裁量时可以援引《证券交易申报与内幕人名单指令》(WpAIV)第17条关于表决权变动的申报义务所涵盖的指标,并参考各类表决权比例的法律意义。<sup>[15]</sup>若依据申报义务的立法意旨和目标,该项瑕疵履行并非重要,则瑕疵履行不导致股东权利的丧失。

## (二) 主观要件:过错

### 1. 过错与举证责任

通说认为,《有价证券交易法》第44条规定的严苛制裁须以有过

---

[14] 此处指3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%或70%的时点,而非权益变动具体数值。

[15] Fuchs/Zimmermann WpHG § 28 Rn. 13 - 14.

错的不履行义务为条件,因为文义解释“unverzüglich”(及时,不加延迟的)一词即包含“没有因过失产生的延误”的含义。<sup>[16]</sup>然而,不履行义务的过错申报义务人应承担自身无过错的举证责任。适用举证责任倒置的过错原则是因为失权具有国家层面的制裁性质,须对应国家制裁适用的过错原则和比例原则。对于《有价证券交易法》第44条第1款第1句所规定的“简单”失权,仅一般过失即满足要件,而对于永久丧失《股份法》第58条第4款、第271条规定的财产权,申报义务人的过错程度须达到故意。

对于股东大会相关的管理性权利,尽管学界亦有“失权无过错即可成立”的观点,但根据举证责任分配规则,即使是股东大会相关的管理型权利也须申报义务人证明不存在过错,这样的区分并无必要。<sup>[17]</sup>

## 2. 认识错误:事实上的错误与法律上的错误

若申报义务人违反提供信息的义务(Informationsverschaffung – gspflicht)且未尽注意义务,申报义务人存在过错。而在申报义务人存在事实上或法律上的认识错误时,过错责任可能被排除。

事实上的认识错误是指申报义务人“因客观原因”不知悉引发义务的事实。此时,若申报义务人已履行一般注意义务,则过错可被免除(entschuldbar)。例如,虽然申报义务人已取得足够的专业咨询,但对于复杂的表决权归入事实仍不能明确知悉,导致义务的不履行或瑕疵履行。<sup>[18]</sup>因为此时没有“须知悉”(Kennenmüssen)的情况,也没有产生《有价证券交易法》第33条第1款第3句、第3句所指的“提供信息义务”(Informationsverschaffungspflicht),直接导致失权的申报时限自然也不会起算。<sup>[19]</sup>

若申报义务人“不可避免”对法律评价产生认识错误,其过错责任

[16] § 121 Abs. 1 S. 1 BGB. 该含义引自德国《民法典》。

[17] Münchener Kommentar zum Aktiengesetz 4. Auflage 2016 (MüKoAktG/Bayer), WpHG § 44 Rn. 17.

[18] MüKoAktG/Bayer, WpHG § 44 Rn. 15; KölnKomm/Kremer/Oesterhaus WpHG § 28 Rn. 36.

[19] Fuchs/Zimmermann WpHG § 28 Rn. 17; MüKoAktG/Bayer, WpHG § 44 Rn. 15; Habersack, Mathias Mülbert, Peter O. Schlitt, Michael, Habersack/Mülbert/Schlitt Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Auflage München, 2013, § 20 Rn. 58, Rn. 78.



也可因法律上的认识错误得以免除。通说认为,当申报义务人引入了合格的法律咨询,并由此履行了其“确保合法的义务”(Rechtsvergewisserungspflicht),则法律不会对其谴责追究。但若没有引入合格的法律咨询,申报义务人即可能存在重大过失甚或故意。由于 BaFin 具有证券方面的专业能力、职责范围,且是作为独立第三方的主管机构,信赖其法律观点通常被认可为已引入合格法律咨询。<sup>[20]</sup> 但根据司法判决,因为具体事实情况的复杂性,即使是 BaFin 的观点也不能全然依赖,且对于民事法庭不具有法律约束力,无法令申报义务人完全摆脱过错责任。<sup>[21]</sup>

### 三、失权的范围和效果

#### (一)失权的效力范围

##### 1. 所涉发行人

自 2007 年《欧盟信息披露条例—过渡法》(Transparenzrichtlinie – Umsetzungsgesetz)生效起,《有价证券交易法》第 33 条等法条所指的申报义务人即不仅是住所地在境内的公司,而是也包括住所其他国家,但其有价证券获准在境内、欧盟成员国或一个其他《欧洲经济区协定》缔约国内的有组织市场进行交易,并根据《有价证券交易法》第 4 条第 1 款(旧法第 2b 条)之规定选择联邦德国作为来源国的公司。然而,因为《有价证券交易法》第 44 条所规定的失权是“纯粹公司法即私法性

---

[20] Holger Fleischer, *Rechtsverlust nach § 28 WpHG und entschuldbarer Rechtsirrtum des Meldepflichtigen*, Der Betrieb 2009, 1335, S. 1337; K. Schmidt/Lutter/Veil, Anh. § 22 AktG, § 28 WpHG, Rn. 7.

[21] LG Köln, Urt. v. 05. 10. 2007, BeckRS 2007, 17373, S. 15. 反对意见参见 Christoph von Bülow, Sven Petersen, *Der verlängerte Rechtsverlust auf Grund der Verletzung kapitalmarktrechtlicher Mitteilungspflichten*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2009, 481, S. 483.

质的制裁”，其仅适用于住所地在境内的发行人。<sup>[22]</sup>

## 2. 所涉股份

根据《有价证券交易法》第 44 条第 1 款，因不履行或瑕疵履行导致丧失权利的股份是包括优先股在内的全部申报义务人所有的股份，以及根据《有价证券交易法》第 34 条规定表决权归于此申报义务人的股份。《欧盟信息披露条例—改革条例—过渡法》对《股份法》第 20 条第 7 款的法律关系进行了极大的拓展，使股东可能因为他人申报义务的不履行而丧失自身持有股份上所附的股东权利。考虑到控制权的重要性和规避监管的风险，学界与实务界多支持《有价证券交易法》第 34 条第 1 款第 1 项所述的包含子公司的集团范围的失权，以及该条第 2 项所述股权代持<sup>[23]</sup>引发的代持股份失权。<sup>[24]</sup>但是，将失权扩展到其他表决权归入的情形（如一致行动）却因范围过宽而广受批评，因为即使是股东本人已完全履行申报义务，其也可因表决权归入他人而被制裁。尽管此时被制裁股东可能对申报义务人享有损害赔偿请求权，但对无过错的第三人进行“连坐制裁”不符合治国原则。<sup>[25]</sup>

与第 1 款不同，《有价证券交易法》第 44 条第 2 款规定违反第 38 条、39 条规定，未对涉及其他金融工具而间接持股情形依法履行申报义务的，失权的范围仅及于申报义务人自身持有的股份，而通常不会影

[22] Fuchs/Zimmermann WpHG § 28 Rn. 5; Michael C Zickler, Joachim von Falkenhausen, *Gilt der Rechtsverlust des § 28 WpHG auch für ausländische Gesellschaften*, Betriebs – Berater B 2009, 1994, S. 1994; Eva – Maria Hagen, *Der Rechtsverlust im Aktien – und Kapitalmarktrecht Eine Untersuchung zu § 20 Abs. 7 AktG, 28 WpHG, 59 WpÜG*, 1. Auflage 2012, S. 42 ff.

[23] 德国证券法所指的股权代持即股份所有权和股份上所附的机会和风险相分离的情形（Chancen und Risiken aus den Aktien trägt, obwohl sie nicht in seinem Eigentum stehen）。

[24] BegrRegE BT – Drs. 13/8933, S. 95; Michael Brellocks *Die Neuregelung der kapital – marktrechtlichen Beteiligungspublizität – Anmerkungen aus Sicht der M&A – und Kapitalmarktpraxis*, Die Aktiengesellschaft 2016, 157, S. 166; 反对意见见 MüKoAktG/Bayer, WpHG § 44 Rn. 21; Mathias Habersack, *Schranken des Verlusts von Rechten aus zugerechneten Aktien nach § 20 Abs. 7 AktG, § 44 Abs. 1 WpHG, § 59 WpÜG*, Die Aktiengesellschaft 2018, 133, S. 133 ff.

[25] Seibt Stellungnahme am 07. 09. 2015, Wortprotokoll S. 165; DAI Stellungnahme am 23. 07. 2015, Wortprotokoll S. 112; MüKoAktG/Bayer, WpHG § 44 Rn. 20 – 21.

响第三人。

### 3. 所涉股东权利

根据《有价证券交易法》第 44 条的文义解释,失权的范围包括所有“来自股份的权利”,也即因股东成员权(Mitgliedschaft)获得的所有单项权利,包括管理性权利和财产性权利。

失权涉及的管理性权利包括参与股东大会的权利(§ 118 Abs. 1 AktG)、股东大会中的知情权、询问权和建议权(§ 131 AktG)、表决权(§ 133 ff. AktG)和提出股东会决议撤销之诉的权利(§ 245 Nr. 1, 2 AktG)。此外还有涉及法定股东人数的权利,如召集临时股东会的权利(§ 122 AktG)、提案权和提出股东代表诉讼的权利(§ § 147, 148 AktG)。此外,一旦失权,股东大会表决中的股东权利即被视为没有出席,股东大会法定人数的计算也不考虑这部分股份。

失权涉及的财产性权利包括利润分配请求权(或称分红权,§ 58 Abs. 4 AktG)、剩余财产分配请求权(或称清算权,§ 271 AktG),通说认为还包括以现金增资的新股优先认购权(Bezugsrecht bei der Kapitalerhöhung gegen Einlagen, § 212 AktG)。<sup>[26]</sup>值得注意的是,对于《股份法》58 条规定的利润分配请求权和第 271 条规定的清算权,《有价证券交易法》第 44 条第 1 款第 2 句规定了例外,即若不履行申报义务非因故意,且该义务被嗣后履行,则该两项财产性权利不会丧失。

股东成员权本身并不因制裁丧失,也即股东不丧失股东资格。此外,与成员权无关的股东权利不会丧失,如股东对公司的债权、股东在公司作为董事或监事的管理权利和资本公积转增股本带来的股权取得权(Bezugsrecht bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln)。

## (二) 失权的效力时间

### 1. 暂时失权:一般过失导致义务违反

当及时履行申报义务的时限到期(§ 33 Abs. 1 WpHG),且上文所述主客观构成要件满足时,失权即自动发生。失权的效力时间持续到申报义务人按《有价证券交易法》的规定嗣后履行义务时,或者在嗣后有义务申报的情形消失时(例如,申报义务人卖出股份或所持权证

---

[26] BegrRegE BT – Drs. 13/8933, S. 96; Fuchs/Zimmermann WpHG § 28 Rn. 30.

到期或行权)。<sup>[27]</sup> 但是,除了《有价证券交易法》第44条第1款第2句规定的例外,失权是终局性的。也就是说,即使申报义务人嗣后依法履行申报义务或有义务申报的情形已消失,该等补救也仅对将来发生效力(ex nunc),之前“权利视为不存在”的情形不会溯及既往修复。无论是股东因此错过表决还是分红,都不得要求嗣后重新行使过去的股东权利。

## 2. 延长失权

《风险控制法案》(Risikobegrenzungs-gesetz)对《有价证券交易法》进行了修改,不履行或瑕疵履行义务存在故意或重大过失的,失权效力时间延长到6个月。立法者的立法理由是,通过延长失权的效力时间,避免申报义务人在两次股东大会之间乘机“潜行收购”(unbemerkt es Anschleichen)。

此外,为确保制裁措施符合比例原则,立法者将延长失权限制在因重大过失或故意违反义务的情形。<sup>[28]</sup> 然而,和仅规定管理性股东失权延长效力的立法草案不同,法案定稿中第44条(旧法第28条)第3句笼统地将加重的法律后果指向第1句所指的“来自股权的所有权利”,使得在因故意和重大过失导致的义务违反情形下,财产性股东失权的效力时间也会延长。曾有司法裁判认为,因为剥夺股东财产权利的法律后果过于严重,对本条的构成要件应采目的性限缩解释,排除财产性股东权利的丧失。但由于文义解释原则的限制和目的性限缩解释操作的困难,学界实务界都倾向认为不应肆意对本条采用限缩解释。<sup>[29]</sup>

本条第4句规定了股份延长失权的轻微行为例外,即在权益变动申报错误的表决权数量不超过申报义务人所有表决权数量的10%,且申报义务人没有不履行33条所述的超过、达到或低于相应比例(3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%或70%等申报义务比例)的“越值”申报义务时,股份失权效力不会延长。<sup>[30]</sup>

---

[27] Petra Buck – Heeb, Kapitalmarktrecht, 9. Aufl., CF Müller Heidelberg, 2017. Rn. 691.

[28] BegrRegE BT – Drs. 16/7438, S. 13.

[29] Assmann/Schneider/Mülbert/Uwe H. Schneider WpHG § 44 Rn. 56.

[30] MüKoAktG/Bayer, WpHG § 44 Rn. 63, 64.

### (三)失权的外部性

#### 1. 股东大会决议撤销之诉

若股东大会决议是通过丧失表决权的股份参与表决才得以作出,则依据《股份法》第 243 条第 1 款的规定,该等决议可经由撤销之诉撤销。即使引发制裁的义务嗣后被补救性履行,股份重新获得表决权,该等撤销事由也不会消灭,因为嗣后补救履行带来的权利修复不具有溯及效力。<sup>[31]</sup>但是,如果无表决权的股份参与表决并被错误计入,可以重新召开股东大会,依据《股份法》第 244 条的规定通过确认决议补救决议的程序瑕疵,因为决议的内容并不违反强制性规范。<sup>[32]</sup>

目前《有价证券交易法》第 44 条的规制极大降低了股东大会决议的法安定性,在学界和实务界广受批评。正如 Baums 教授的一篇实证研究中所提到的,许多“多次原告”(Mehrfachkläger),或云臭名昭著的“职业讼客”(Berufskläger),会参股不同的公司,援引违反申报义务造成的表决权丧失,以股东大会决议存在程序瑕疵为由提起撤销之诉,并在庭外和解中要求大笔赔偿。<sup>[33]</sup>尤其在公司并购重组这种通常由大股东或主要股东推动作出的决议,此时即可产生“撤销之诉的侵袭关口”,搁置对公司生死攸关的决议,严重损害公司及其股东的利益。<sup>[34]</sup>

#### 2. 损害赔偿责任

关于申报义务人违反《有价证券交易法》第 33 ~ 44 条规定的义务时,公司及其股东是否有权据德国《民法典》第 823 条第 2 款“违反以保护他人之目的之法律”而“对他人负赔偿因此所生损害之义务”,<sup>[35]</sup>

[31] BegrRegE BT – Drs. 13/8933, S. 96; KölnKomm/Kremer/Oesterhaus WpHG § 28 Rn. 59.

[32] OLG Köln, Urt. v. 22. 4. 2009 Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2009, SS. 1818 – 1819.

[33] Theodor Baums, Florian Drinhausen, Astrid Keinath, *Anfechtungsklagen und Freigabeverfahren. Eine empirische Studie*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2011, 2329, S. 2344, S. 2351; Felix Gegler, *Zur Reformbedürftigkeit des § 44 WpHG—ex – lege – Rechtsverlust oder Anordnungsbefugnis der BaFin?*, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2018, 126, S. 126; 职业讼客的翻译来自丁勇:《股东大会决议撤销之诉功能反思》,载《法学》2013 年第 7 期。

[34] Andreas Merkner, *Das Damoklesschwert des Rechtsverlusts – Vorschlag für eine Neufassung von § 28 WpHG*, Die Aktiengesellschaft 2012, 199, S. 206.

[35] 台湾大学法律学院、台大法学基金会编译:《德国民法典》,北京大学出版社 2016 年版,第 732 页。

向申报义务人请求损害赔偿,学界一直众说纷纭。通说认为,由于《有价证券交易法》第33~44条的立法原意包括“保护公司及个人投资者权益”,这些条文应当和《股份法》第20条一样,<sup>[36]</sup>属于《民法典》第823条第2款所指的保护性规范,即“以保护他人为目的之法律”,则公司及其股东可以因申报义务人违反法定义务请求损害赔偿。<sup>[37]</sup>然而,关于申报义务人表决权被排除后,是否因股东大会决议被撤销负损害赔偿则仍无定论。<sup>[38]</sup>

#### 四、对失权作为违反权益变动申报义务之制裁的评价

##### (一) 失权的法律性质以及评估方法

要对违反权益变动申报义务的失权制裁作出客观评价,首先要辨明失权究竟属于公法还是民法性质的法律后果。由于失权使得股东失去了其基于成员身份得到的对股份公司的权利,这种制裁涉及两个私主体之间的关系,自然应归于民事制裁措施的范畴。<sup>[39]</sup>然而,尽管失权应被视为公司法即民法性质的制裁,它无疑仍具备抑制属性的行为规制功能(repressive Stoßrichtung),因此也属于公法制裁措施。<sup>[40]</sup>

因此,在对失权进行评价时需要考虑这种制裁措施是否符合比例。尽管比例原则通常是公法领域的信条,这种评价方法论在民法领域同样有意义。作为治国原则未被写明的重要组成部分(《基本法》第20

[36] 《股份法》第20条规定,取得股份公司1/4以上股份的应当及时书面通知股份公司,否则即丧失股份上附着的权利。

[37] MüKoAktG/Bayer, WpHG § 44 Rn. 75; Fuchs/Zimmermann WpHG § 28 Rn. 52.

[38] MüKoAktG/Bayer, WpHG § 44 Rn. 75.

[39] 同前注[23], Hagen, Rechtsverlust, S. 43; Zickler/von Falkenhäusen, BB 2009, 1994, S. 1995.

[40] Volker Emmerich, Mathias Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht 2. Auflage, München: Beck, WpHG § Rn. 2. 注:虽然德国文献中常用 Strafe(刑罚)一词论述此处的制裁,但鉴于德国法中 Strafe包括刑罚和行政处罚的,本文中“公法性质的制裁措施”翻译,不对刑罚和行政处罚作概念区分。

条第3款<sup>[41]</sup>),比例原则作为基本原则限制所有国家公权力,当然包括立法权。适当性(Proportionalität)、合比例性(Verhältnismäßigkeit)、相称性(Angemessenheit)等概念十年来都是德国银行法、资本市场法和保险法立法时的引导性原则。<sup>[42]</sup>在欧盟层面也是如此,早在2004年欧盟即颁布了《信息披露指令》(Transparenzrichtlinie),要求各成员国就权益变动申报的义务违反课以“有效、合比例、有震慑效应”的“行政法措施或民事制裁措施”。<sup>[43]</sup>例如,联邦政府在一次欧盟范围资本市场法规评估的采购程序需求中说明,在评估资本市场法规体系时,须考察该法规是否能实现金融危机后决定的资本市场法的目标,还有“该项法规或监管符合广义和狭义双重比例原则”。<sup>[44]</sup>

立法政策评估的其他方法还包括体系评估和比较评估。体系评估即横向评估现有的所有针对此类义务违反的制裁措施,从制裁措施内部考察其一致性、合比例性和适当性。比较评估则是从欧盟范围内的比较研究角度出发,参考其他国家立法者的立法考量。

本文中对失权制度的评估交叉使用各种评估方法。在考察其比例原则各项子原则时,须考虑措施的必要性、是否能以较少的限制实现同等规制诱导。此后应考察,在德国证券制裁措施的范畴之中,或者其他国家可能的制裁措施中,是否有其他制裁措施达到同等规制作用。<sup>[45]</sup>

---

[41] 德国《基本法》第20条第3款(Art. 20 Abs. 3 GG)规定了法治国原则(Recht - staatsprinzip),即“立法应遵循宪法秩序,行政和司法应遵守正式法律和其他法律规范”。德国学者拉德布鲁赫的观点较为有代表性,认为除了基本法文义中的形式法治外,实质法治依据三个标准进行判断:一为法的安定性(Rechtssicherheit);二为法的正义(Gerechtigkeit);三为法的合目的性或合比例性(Zweckmäßigkeit)。实质法治国的各项基本原则包括宪法的最高性、依法行政(法律保留与法律优位)、权力分立制衡、法的安定性、信赖保护、比例原则、公民基本权利的保障及权利救济等。引自Gustav Radbruch, Rechtsphilosophie, 8 Aufl. Stuttgart 1973, S. 39。

[42] Dieter Paderborn Krimphove, Was ist Proportionalität?, Zeitschrift für Bank - und Kapitalmarktrecht 2017, 353, S. 353.

[43] Richtlinie 2004/109/EG.

[44] BT - Drs. 19/6360 v. 10. 12. 2019; Martin Weber, Die Entwicklung des Kapitalmar - ktrechts 2019/2019, Neue Juristische Wochenschrift 2019, 968, S. 970.

[45] KölnKomm/Kremer/Oesterhaus WpHG § 28 Rn. 5.

## (二) 对失权制度目前规制结构的评价

### 1. 过错程度要件是否门槛过低

由于失权具有公法性质制裁措施的法律性质,首先需要评估的是失权的要件门槛是否合宜。失权原则的主观要件比较明确,故先作分析。<sup>[46]</sup>

《有价证券交易法》第44条的严苛制裁以过错导致义务违反为前提,因为第33条第1款包含“没有因过失产生的延误”的文义。对于《有价证券交易法》第44条第1款第1句所规定的“简单”失权,仅一般过失即满足要件,而对于永久丧失《股份法》第58条第4款、第271条规定的财产权,申报义务人的过错程度须达到故意。<sup>[47]</sup>

学界一直争论,未尽一般注意义务程度的一般过失作为失权的过错程度门槛是否过低。在许多论文和立法建议中,学者都建议将失权的过错程度门槛提升到重大过失。<sup>[48]</sup>此时可以借助体系评估和比较评估的方式进行分析评价。

从违反权益变动的制裁措施体系上看,《有价证券交易法》第33条规定的权益变动申报义务是资本市场的核心信息披露义务,德国立法者通过光谱一样的一系列制裁措施对该项义务违反进行预防规制。这些制裁措施有时互为替代,有时并行不悖。<sup>[49]</sup>因此,评估时可将失权制度的过错程度要件与其他可选制裁措施进行比对。

除了失权的民事制裁措施以外,BaFin还对权益变动申报的义务违反配置了各种行政制裁措施。例如,《有价证券交易法》第120条第2款第2项、第5项所规定的罚款,第124条规定的通报批评(Bekanntmachung,即“Naming and Shaming”)。

根据《有价证券交易法》第120条第2款第2项e到j、第5项c、d

[46] 《有价证券交易法》第33条规定的权益变动值要件是否合宜,因缺乏文献以及与本文相关度低,本文不作探讨。

[47] 详见本文“二(二)1. 过错与举证责任”。

[48] MüKoAktG/Bayer, WpHG § 44 Rn. 75, 和 Rüdiger Veil, *Wie viel, Enforcement "ist notwendig?", Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 2011, 83, S. 105.

[49] 同前注[49], Veil, ZHR 2011, 83, S. 84.



的规定,对于违反权益变动申报义务课以罚款时,申报义务人违反《有价证券交易法》第33条、第38条、第39条不履行申报义务须至少出于重大过失(或称轻率, *Leichtfertigkeit*),该等过错程度要件的门槛显著低于第44条规定的一般过失。而与此同时,众所周知,对违规申报义务人课以罚款对法定稳定性的破坏远远低于丧失股东权利。<sup>[50]</sup>

最新的《信息披露指令—过渡法》在《有价证券交易法》第124条引入了通报批评处罚,即美国证券法常称的“*naming and shaming*”。通报批评的制裁不以过错为主观要件,这种新型制裁方式只是一个附加型制裁,在联邦监管机构作出具体监管措施决定后,使该等监管措施公布于众。

从体系比较的角度看,对招股说明书责任和定期与临时报告义务违反的法律责任都以至少重大过失为过错责任要件。截至目前仍生效适用的一般过失要件很有可能来自对《股份法》的生搬硬套,而在《证券交易法》的语境下并不适合。<sup>[51]</sup> 因为《股份法》作为规制股份有限公司的法律,其权益变动通知义务只是对于公司,不涉及通报监管机构的程序。

由于《有价证券交易法》第34条表决权归入的情形十分宽泛,而对于专业市场参与者,3%开始的申报股份比例又非常容易达到,<sup>[52]</sup> 同时考虑到事实构造有可能情节显著轻微以及制裁措施的严苛程度,许多法学学者都认为以一般过失作为股份失权过错责任要件的制度构造不尽如人意。值得注意的是,这种探讨针对的是目前的法条要件构造,如果制裁措施的其他要件改变。例如,若《有价证券交易法》第34条归入情况范围被修订限缩,那么对于主观过错要件的构造就不再显得过低。

## 2. 股份失权的范围和效果是否合目标、合比例

### (1) 包括财产性股东权利的失权范围过宽

《有价证券交易法》第44条规定的股份失权无疑是具有预防性或

[50] 详见本文“三(三)失权的外部性”。

[51] 同前注, *Veil*, *ZHR* 2011, 83, S. 105.

[52] *Brellocks*, *Stellungnahme am 07. 09. 2015*, *Wortprotokoll* S. 51; 同前注[25], *Brellocks*, *AG* 2016, 157, S. 167.

抑制性规制功能的制裁规范。课以的制裁越是持久宽泛,则条文传递的消极评价越是严厉。然而,立法者应考察法律消极评价真正正当的关切点与制裁体系的合比例性。<sup>[53]</sup>

在合比例性检测中,首先要考察该措施对于条文的保护目标是否适当,也即制裁规范是否对预防违法违规行为有效。<sup>[54]</sup> 由于《有价证券交易法》第33条及之后的法条都是为维护资本市场的透明度,防止上市公司被秘密收购(或称“潜行收购”)突然易主,失去利润分配请求权(或称分红权, § 58 Abs. 4 AktG)和剩余财产分配请求权(或称清算权, § 271 AktG)并不影响申报义务人对上市公司的“控制”,也就不是应对秘密收购的有效措施。此外,学界多有着墨,认为如果股份失权期限的6个月正好处于章程规定的两次股东大会之间,因为分配利润的决议只会在股东大会中达成,则失去利润分配请求权本身并不引发直接后果。<sup>[55]</sup>

从体系的角度看,关于剩余财产分配请求权的失权是否合宜正当的讨论已经旷日持久。原因在于,剩余财产分配请求权是成员身份本身的核心所在,而根据通说,股份失权所涉及的股份不应当包括成员身份本身。<sup>[56]</sup> 《有价证券交易法》本条立法草案中的立法理由写明了“股份失权的财产权包括来自股权的财产性权利,而不包括成员身份本身代表的财产性权利”,而法案定稿第44条第1款第1句明显偏离了这种立法理由。<sup>[57]</sup> 这种偏离不仅不符合体系解释应有的原义,也是种对“公司法所授予的财产权”的侵犯,落入《基本法》第14条的基本权利保护范畴。<sup>[58]</sup> 因此,现有法条构造中的财产权失权并不合理。

以上论述的反对观点认为这样的体系解释忽略了股东失权制度的

[53] Mathias Habersack, Detlev Joost *Zur sachlichen Reichweite des Rechtsverlusts gemäß § 28 S. 1 WpHG*, Festschrift für Franz Jürgen Säcker zum 70. Geburtstag München, 2011, S. 360.

[54] 同前注[23], Hagen, Rechtsverlust, S. 44.

[55] KölnKomm/Kremer/Oesterhaus WpHG § 28 Rn. 6, 63.

[56] MüKoAktG/Bayer, WpHG § 44 Rn. 43, 44. 详见本文“三(一)3. 所涉股东权利”。

[57] BegrRegE BT - Drs. 13/8933, S. 95; KölnKomm/Kremer/Oesterhaus WpHG § 28 Rn. 74, 78.

[58] 同前注[23], Hagen, Rechtsverlust, S. 98.

惩罚属性。在立法草案中,立法者说“行政监管措施对于督促申报义务人依法依规履行申报义务是不足够的”。只有失权范围的拓宽时使申报义务人的重要经济利益常常被剥夺时,申报义务人才会给予该等申报足够的重视注意。只认为申报义务只是对通过表决权获得的公司控制进行信息披露,因此只能限于表决权,这忽略了这种制裁传递的行政强制性质的警戒。<sup>[59]</sup>

然而,这种反对观点并不足让人信服。因为根据修改后的《有价证券交易法》第120条第2款第2项e到j、第5项c、d的规定,对于违反权益变动申报义务已可课以高达200万欧元(或对于法人而言,不超过1000万欧元且不超过其营业收入5%,不超过两倍不法得利)的罚款,也即相应的义务违反行为已有经济制裁可能,且罚款形式的经济制裁不至于对作为基本权利的财产权造成不合比例的侵犯。

从其他欧盟成员国的立法实践看,2011年起许多欧盟成员国就引入了表决权失权作为权益变动申报义务违反的制裁措施。除了德国以外,意大利、卢森堡、法国、捷克、挪威和葡萄牙都仅把股东失权限定在表决权范围。在文献和立法建议中,很多律师和学者都建议德国立法者参考法国和意大利的立法构造,在违反权益变动申报义务时仅课以表决权失权的制裁。<sup>[60]</sup>

## (2) 失权股东涉及无过错第三人

现行股东失权制度广受批评的另一个原因是失权股份的范围拓展到表决权归入的全部股份。《信息披露指令—改革条例—过渡法》增加了表决权归入的事实构成情况。除了子公司与股权信托的情况以外,《有价证券交易法》第34条第2款将一致行动(abgestimmten

[59] Assmann/Schneider/Mülbert/Uwe H. Schneider WpHG § 44 Rn. 4. BGBl 1998, 529.

[60] Christoph H. Seibt, *Der (Stimm -) Rechtsverlust als Sanktion für die Nichterfüllung kapitalmarktrechtlicher Mitteilungspflichten im Lichte des Vorschlags der Europäischen Kommission zur Reform der Transparenzrichtlinie*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2012, 797, S. 799; Rüdiger Veil, *Beteiligungstransparenz im Kapitalmarktrecht—Rechtsen - twicklungen und Reformperspektiven*, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2013, 427, S. 445; Veil/Koch, *Französisches Kapitalmarktrecht*, S. 97 ff., zitiert nach Veil, ZHR 2011, 83, S. 101 (同前注[49]); KölnKomm/Kremer/Oesterhaus WpHG § 28 Rn. 81.

Verhalt, 英文 acting in concert) 也列入表决权归入的情况, 其变动同样引发申报义务, 相应义务违反可能造成股份的失权。<sup>[61]</sup>

信息披露指令改革以前, 集团范围内的表决权归入以及相应的失权制裁是出于对同一控制以及防止规避监管的考虑。<sup>[62]</sup> 但是将可能导致失权制裁的申报义务来源扩展到一致行动这样表决权归入的情形, 则远远超出了这些立法考量, 频繁成为学界实务界批评的对象。因为这种拓展很可能导致对本人申报义务依法依规履行的无过错第三人因其他申报义务人的义务违反而丧失股份上附着的权利, 也就是非因自身义务违反承受制裁, 这显然有违因不法行为才受到制裁的一般法治理念。<sup>[63]</sup>

基于这些原因, 最高法院 (BGH) 第二民事庭对可能引发股份失权的表决权归入情形多次作出限缩解释, 认为仅仅因为母公司义务违反而制裁被参股股东不合理。在 2009 年, 第二民事庭案例中将表决权归入限缩解释为“只在股票权证持有人能间接参与表决时, 相关股权的直接持有人才会面临股份失权”;<sup>[64]</sup> 在 2016 年第二民事庭在裁判中对《股份法》第 20 条作出目的性限缩解释, 改写了这种直接股东因为母公司申报义务违反而丧失权利的现象。最高法院在裁判理由中指出“这种直接制裁的发生只涉及控制公司 (母公司) 的义务违反, 不因被控制公司依法履行申报义务而改变”, 但认为“因为被控制公司被分红时对义务违反事实不知情, 根据《股份法》第 62 条的规定, 公司不能请求返还已进行的分红”。<sup>[65]</sup> 无论是通过目的性限缩解释, 还是通过对善意取得分红的体系解释, 法院都在用司法裁判在不评价立法正当性的同时绕开现行股东失权规则。但这种司法裁判事实上已经改变了

[61] Ralph Schilha, *Umsetzung der EU – Transparenzrichtlinie 2013; Neuregelungen zur Beteiligungspublizität und periodischen Finanzberichterstattung*, Der Betrieb 2015, 1821, S. 1826.

[62] BegrRegE BT – Drs. 13/8933, S. 95; 同前注 [25], Brellocks AG 2016, 157, S. 166; DAV NZG 2015, 1069, Rn. 19. Krit. MüKoAktG/Bayer, WpHG § 44 Rn. 21; 同前注 25, Habersack AG 2018, 133, S. 133 ff.

[63] 同前注 [25], Habersack, AG 2018, 133, S. 134.

[64] BGH v. 16. 3. 2009 – II ZR 302/06, Rn. 34.

[65] BGH v. 5. 4. 2016 – II ZR 268/14, Rn. 47.

《有价证券交易法》第44条现有的法条构造。<sup>[66]</sup>

Habersack 教授等法学家认为,目的解释与体系解释的边界是法条的文义,由于《有价证券交易法》第44条文义明确,并不存在这种目的性限缩解释的空间。但他认为,立法应对失权期限的延长(《有价证券交易法》第44条第1款的第3句、第4句)对应的表决权归入情形进行限缩。若第三人自身没有义务违反行为,则应排除对第三人股份失权的延长,使延长股份失权的效力仅及于违反申报义务的主体。<sup>[67]</sup>

### (3) 失权期限过短,制裁效果不足

根据现有的股东失权法条构造,即使是过错程度较高的延长失权,造成的后果也仅仅持续6个月,对于通常每年度召开一次的股东大会而言,这样的制裁并没有现实后果。具体而言,在故意和重大过失违反申报义务的情形下,制裁后果的升级并没有明显提升对“潜行入股”的预防效果、警慑效果;在一般过失造成义务违反的情形下,如果在下一次股东大会召开之前嗣后补救申报,甚至可以使义务违反行为完全不受制裁效果。<sup>[68]</sup>

在法国,因违反申报义务引发的表决权失权通常持续两年。此外,若公司董事长、公司股东或法国金融监管局(Autorite des Marchés Financiers, AMF)起诉,公司住所地的商业法庭还可判决表决权的失权期限延长至5年。<sup>[69]</sup>在刚刚引入表决权失权制度的瑞士,立法者也规定表决权失权期限最长可达5年。<sup>[70]</sup>这些国家对失权期限的延长都旨在防止申报义务人秘密增持,潜行进入股东大会。

学者还对股份延长失权的轻微行为例外提出了批评,认为即使在故意违反申报义务的情形,若《有价证券交易法》第33条规定的申报股权比例未达到,则失权期限不会延长。这种轻微行为例外并不符合立法的原意,因为它可能导致10%范围内恶意进行潜行收购的股权变动不再受到制裁。学者Merkner认为,对于可被期待完成的行为,故意

[66] 同前注[25], Habersack, AG 2018, 133, S. 134.

[67] 同前注[25], Habersack, AG 2018, 133, S. 134.

[68] KölnKomm/Kremer/Oesterhaus WpHG § 28 Rn. 6.

[69] Art. L233 - 14 code de commerce.

[70] Art. 20 Abs. 4 BEHG.

的义务违反引发的制裁不应设置例外。<sup>[71]</sup>

### 3. 股份失权的负外部性是否被有效避免

正如第四章所述,实证研究表明,在股份失权造成股东大会决议的有权表决投票未达到法定表决权比例时,股东大会决议可因表决方式违反法律或公司章程而可撤销。股份失权最大的负外部性即在于表决权失权可能带来“职业讼客”的滥诉,极大影响了股东大会决议的安定性,损害公司利益。基于此,从法政策学的角度有必要对《有价证券交易法》第44条的法条结构进行改革,以避免不必要的纠纷。<sup>[72]</sup>因此,在评价股份失权制度时,有必要分析现行法构造是否能有效避免产生制度的负外部性。学界与实务界多从两种思路对减少不必要的撤销之诉提出改革建议,一种是在股东会决议撤销事由之中排除表决权禁止(Stimmverbot)的事由;另一种则是改变现行法中表决权失权自动生效<sup>[73]</sup>(*ipso iure*)的制度设计,而使表决权失权仅以BaFin作出股份失权的行政命令为前提。

#### (1) 排除表决权失权的股东大会决议撤销事由

为避免“职业讼客”滥用诉权讹诈公司,以及大量无意义的诉讼浪费司法资源,许多立法建议都提到因《有价证券交易法》第44条规定发生表决权静默的情形不能作为股东大会决议的撤销事由。Merkner教授在其提出的立法建议书(Stellungnahme)中对现行股东失权制度增加一款:“股东大会决议不能因表决权失权而被撤销,除非此时发行人权益变动信息披露存在显著错误。”他的理由是,股份失权制度的重要改革方向应当是增强公司决议的安定性,如果发行人的权益变动信息披露错误对发行人股权结构而言非常显著,则此时关于表决权申报的错误决定应当本可以避免,而申报义务违反带来撤销之诉的后果也就

[71] Assmann/Schneider/Mülbert/Uwe H. Schneider WpHG § 44 Rn. 56. Andreas Merkner, *Das Damoklesschwert des Rechtsverlusts – Vorschlag für eine Neufassung von § 28 WpHG*, Die Aktiengesellschaft 2012, 199, S. 206.

[72] 同前注[34], Baums/Drinhausen/Keinath, ZIP 2011, 2329, S. 2340.

[73] 无须相关方作出任何作为,法律后果的效力自动发生。在表决权失权的情形,股东大会主席须对表决权是否失权的状态进行确认。

更合理了。<sup>[74]</sup>

## (2) 依命令失权取代自动失权

由于《信息披露指令》对股份失权制度只要求欧盟范围内的“最低统一”(Mindestharmonisierung),成员国可以自由选择股份失权是依有权机关命令发生效力还是自动发生效力。<sup>[75]</sup>

为了避免股东大会决议撤销相关的滥诉,学界和实务界早有建议将股份失权由现有的自动生效改为从 BaFin 作出书面行政命令时起生效。<sup>[76]</sup> 2015 年国会就《信息披露指令—改革指令—过渡法》征集意见时,联邦投资与资产管理协会(BVI)在其立法建议书中明确提出,将表决权失权限制在监管机构裁量决定后发生,有利于将由此引发的撤销事由限制在情节严重的情形,减少了因决议不能确定发生效力给公司和其他股东带来损失。<sup>[77]</sup> 依命令失权无疑可以提高股东大会决议相关的法安定性,股东大会主席不需要在会前面临复杂的表决权归入计算与判断,股东大会也不至于嗣后因为表决权计算被撤销。

许多国家都采用了股份依有权机关命令失权的模式。英国规定股份失权依法院的判令发生;<sup>[78]</sup> 瑞士 2013 年《联邦交易所和证券交易法》(Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, BEHG) 修法,将暂停表决权判定的有权机关从民事法庭改为金融监管局(FINMA)(Art. 34b BEHG),此后表决权失权将不再自动生效,而是只通过监管机构预先发出暂停表决权和禁止购买<sup>[79]</sup>(Zukaufsverbot)的行政命令,

[74] 同前注[35], Merkner AG 2012, 199, S. 206. MüKoAktG/Bayer, WpHG § 44 Rn. 81.

[75] Emmerich/Habersack/Schürmbrand Aktien- und GmbH-KonzernR WpHG § Rn. 3; 同前注[34], Gegler, ZBB 2018, 126, S. 128.

[76] Dirk Kocher, Stefan Widder, *Keine Ausweitung der Bestandsmitteilungspflicht bei Einführung des TUG nach § 41 Abs. 4a WpHG*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2010, 1326, S. 1329.

[77] Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI); Deutscher Bundestag Finanzausschuss Wortprotokoll der 51. Sitzung Stellungnahme in Thesenform für die Öffentliche Anhörung im Deutschen Bundestag – Finanzausschuss am 7. 9. 2015 zum (Regierungs-) Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie – Änderungsrichtlinie vom 26. 5. 2015.

[78] Sec. 793 Company Act, 2006; KölnKomm/Kremer/Oesterhaus WpHG § 28 Rn. 22.

[79] 类似于我国“慢走规则”。

而 FINMA 一旦确认申报义务没有被违反或者已被嗣后补救履行,应即刻取消暂停表决权 and 禁止购买的命令。<sup>[80]</sup>

然而,也有很多法律人士质疑这样的制度构造带来其他问题。首先,股份失权依行政命令生效存在体系一致性方面的质疑,因为除了股份失权以外还有罚款等公权力制裁。现有股份失权相关纠纷由当事人向民事法庭提起,若将股份失权的决定机关改为行政机关,则在当事人异议的情况应当向民事法庭还是行政法庭提起诉讼呢,哪个法庭有对《*有价证券交易法*》申报义务相关条文的解释权利呢?随着股份失权制裁的性质改变,选择“合适的法律路径”也会变得困难。<sup>[81]</sup>另外,学者们还分析了 BaFin 的监管困境:如果发出股份失权命令的职能落在作为监管机构的 BaFin,那在本就挤满了股东大会的年报季, BaFin 还要在焦头烂额的问询中抽调力量应对表决权归入的咨询和股份失权判断,难免左支右绌,甚至面临行政赔偿和公信力受损。<sup>[82]</sup>更重要的是,在股份失权制裁决定转为由行政权力作出时,制裁的预防和警慑功能将大大降低,而 BaFin 也可能因为工作负担滥用权力。<sup>[83]</sup>

### (3) 折中的解决方式

事实上,表决权失权的滥诉效应作为股份失权制度被诟病的主要外部效应,产生原因是制度构造的“阿克琉斯之踵”,即失权常常在股东大会决议作出后才被摆在桌面上主张讨论。更为合理的建议也许是维持现有的效力发生构造,但将自动发生效力的表决权失权交由股东大会自主决定,且决定过程举证责任倒置,申报义务人须承担依法履行申报义务的举证责任;而一旦 BaFin 嗣后作出申报义务违反的认定,那

[80] KölnKomm/Kremer/Oesterhaus WpHG § 28 Rn. 26; 同前注[35], Merkner AG 2012, 199, S. 208.

[81] Emmerich/Habersack/Schürnbrand Aktien – und GmbH – KonzernR WpHG § 21 Rn. 13.

[82] Zum Erfordernis eines komplementären, private enforcement “zur Entlastung der Aufsichtsbehörden. Rüdiger Veil, *Today’s or yesterday’s news? Eine empirische Analyse von Stimmrechtsmitteilungen gemäß §§ 21 ff WpHG und Schlussfolgerungen für die Kapitalmarktregulierung*, Zeitschrift für Unternehmens – und Gesellschaftsrecht 2015, 801, S. 803.

[83] 同前注[34], Gegler, ZBB 2018, 126, S. 130, 131; 同前注[35], Merkner AG 2012, 199, S. 208.



股份失权就转为一个 BaFin 作出的行政强制措施。只有在股东大会决定股份失权或 BaFin 作出失权命令,股东大会决议才可能嗣后因表决权数量产生争议而被诉至法院撤销。这种做法有效地将股份失权的公私法双重制裁属性与监管结构、社团法人结构结合起来,显然更有利于用制裁措施敦促申报义务执行。<sup>[84]</sup>

## 五、结论与建议

《有价证券交易法》第 44 条需要小整容还是需要大型手术?学界与实务界关于《有价证券交易法》第 44 条股份失权制度的讨论由来已久。德国立法者对目前股份失权制度并没有作大型手术一样的大修大改,而是一直沿用 1965 年《股份法》颁布以来,一般过失下义务违反导致管理性、财产性股东权利全面丧失的制裁措施结构。但在 2015 年,德国国会的金融委员会开展了关于根据欧盟《信息披露条例—过渡法》转化改革德国证券交易法的立法评估与建议听证,尤其是关于其中权益变动申报义务违反导致股份失权的制度“是否应拓展到财产权”“是否将股份失权决定修订为由 BaFin 行政命令作出”,各界学者展开了激烈的讨论。<sup>[85]</sup>在这次听证讨论中,学者们主要评估了现有的股份失权制度是否过于严厉,是否实现充分的预防和威慑作用,能否充分避免滥诉这样的制度负外部性。

笔者认为,如果将股份失权涉及的股东权利限定在表决权等管理性权利,将失权股份限定在申报义务人直接或间接持有的股份上,则现行的股份失权主观过错要件以一般过失作为过错程度门槛是合理的。因为在一般过失的情况下,股份只是暂时失权,在义务嗣后补救履行后可恢复股东权利。此时所涉股份和所涉股东权利的限制也符合比例原则,不会对股东财产权等基本权利造成不合比例的侵犯,也不会对表决

[84] 同前注[23], Hagen, Rechtsverlust, S. 305.

[85] BegrRegE BT – Drs. 18/6220, S. 79; Emmerich/Habersack/Schürmbrand Aktien – und GmbH – KonzernR WpHG § Rn. 2; 同前注[49], Veil, ZHR 2011, 83, S. 109.

权归入情形被归入但没有义务违反行为的第三人造成不合理的损害。过宽的失权范围涉及“公司法授予的财产权”，侵入了德国《基本法》第14条财产权的基本权利领域，也偏离了国际上很多国家的制度路径。由于在股份失权以外，尚有罚款和没收违法收益等行政制裁措施，可以配合补充《有价证券交易法》第44条原有的财产性制裁后果，没有必要牺牲《有价证券交易法》的体系一致性和合宪性，在股份失权制度中突兀地加入财产权甚至成员身份的失权。

此外，德国现行法中延长股份失权的期限只是6个月，不足以避免义务违反者潜行入股、秘密谋求控制，因为很多6个月的失权时间可能恰恰在两次股东大会季之间，根本没有对违法者造成现实不利影响。因此，笔者认为德国立法者可以学习法国的制裁措施范式，使违反申报义务引发的表决权失权持续2年，经公司董事长、公司股东起诉或监管机构判令，失权期限还可延长至5年。

在生效模式上，笔者认为维持德国现有的效力发生构造，维持公权力措施和私法措施的二元区分更为合理。为避免股份失权造成股东大会决议遭职业讼客滥诉的外部效应，可将自动发生效力的表决权失权交由股东大会自主决定，且决定过程举证责任倒置；而一旦BaFin嗣后作出申报义务违反的认定，那股份失权就转为一个BaFin作出的行政强制措施。只有在股东大会决定股份失权或BaFin作出失权命令后，股东大会决议才可能嗣后因表决权数量产生争议而被诉至法院撤销。

“他山之石，可以攻玉。”我国新《证券法》延续了旧法第86条规定的申报义务和慢走规则，同时引入了表决权失权的制度。一读稿第109条延续了旧法第86条和《收购管理办法》第75条的构造，规定了投资者持有或通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司有表决权的股份达5%时引发的书面报告、通知、公告（以下简称“申报义务”）和慢走义务，第126条则规定了收购人违反义务时，在经监管机构责令改正前，收购人对其收购或通过协议、其他安排与他人共同收购的股份不得行使表决权。三读稿第71条和新《证券法》第63条去除了权益变动与收购的概念杂糅，规定违反申报义务或慢走规则买入上市公司有表决权股份的，在买入的36个月内，对超过规定比例部分的股份不得行使表决权。

从失权构成要件看,德国《有价证券交易法》第44条将失权的主观要件分为故意、重大过失和一般过失并施以不同法律后果,而我国新《证券法》第63条从文义上看似未规定义务违反的主观要件,但我国的义务违反客观要件规定了“国务院证券监督管理机构规定的情形除外”这一兜底性的例外条款,二者的要件构成难辨宽严;所涉股份上看,我国新《证券法》涉及的股份仅限于超过规定比例部分的股份,而德国《有价证券交易法》则将失权范围扩展到义务违反人持有的全部股份,乃至表决权归入义务违反人的第三人股份,范围大大超出我国新《证券法》,在德国国内也因祸及第三人而备受质疑;从所涉股东权利来看,与德国失权涉及全面股东权利不同,我国证券法将失权范围限缩在股东管理性权利中的表决权,与国际上许多国家的制度路径保持一致,而德国《有价证券交易法》第44条则因失权制度涉及基本权利中的财产权、过于严苛而广受批评;从失权效力时间看,德国《有价证券交易法》规定的故意及重大过失情形下的失权时间也仅仅为6个月,与我国新《证券法》确定的36个月差异较大,无法有效避免野蛮人“潜行收购”;从表决权失权的外部性看,德国与我国证券法都未对滥诉风险作出明确合理的制度安排,在实践中也出现了职业讼客干扰公司治理的案例。

笔者认为,我国新《证券法》的制度安排体现了一定的制度后发优势,避免了德国等国家证券法违反权益变动申报义务的股东失权制裁过于宽松或过于严苛的缺陷,但《证券法》第63条的规定不够明确,在义务违反的主客观要件构成及举证责任、失权的效力范围及时间、失权外部性的避免方面都未作出合理明确的制度安排,也未就此对国务院证券监督管理机构作出特别授权(仅在第169条进行了概括授权),法律的安定性和行政及司法裁决的可预期性恐有局限。今后,若监管机构对本条的法律适用有较大突破,可能面临突破授权进行行政立法的体系困境。现行的欧盟国家证券法对违反权益变动申报义务的股东失权作出了不同制度安排,收效也各有不同,我国宜借鉴他国资本市场制度实验,总结经验教训,扬长避短,以期以最小的制度成本实现制度目标。

(编辑:姜沅伯)