

Wirecard 财务造假丑闻与金融业 系统性失灵^{*}

[德]托马斯·M. J. 默勒斯^{**} 著

张怀岭^{***} 钟予祺^{****} 译

摘要: Wirecard 财务造假丑闻凸显了德国金融行业的系统性失灵。现行法框架下,投资者获得损害赔偿可能性因破产、审计机构责任限额以及监管机构责任排除等原因受到限制。未来立法不仅应关注企业信息的有效性,而且还要解决“谁”应该对“哪些信息”“如何”作出反应的问题,以便为资本市场参与者提供明确的指引。德国与欧盟在对市场参与者义务具体化的基础上,应强化其程序性实

* Thomas M. J. Möller, Der Bilanzskandal von Wirecard und das Versagen der Finanzbranche, in: Koch/Kubiciel/Wollenschläger/Wurmnest (Hrsg.), 50 Jahre Juristische Fakultät Augsburg, Tübingen: Mohr Siebeck, 2021, SS. 479 – 811. 原文著作权由 Mohr Siebeck Tübingen 出版社所有。本文翻译与发表已获得作者及出版社授权。原文无摘要和关键词,为译者添加。“Wirecard”是德国一家金融科技公司,无官方中译。

** 德国奥格斯堡大学法学院民法、经济法、欧盟法、国际私法、比较法和法学方法论教席教授,欧盟“让·莫内”讲席教授,欧洲科学院院士。

*** 西南财经大学法学院副教授、德国洪堡大学法学博士。

**** 西南财经大学法学院硕士研究生。

施机制,赋予监管机构更强大的干预权,同时避免利益冲突。

关键词: 财务造假 系统性失灵 中介机构责任 私人执行

一、Wirecard 破产作为“负面典型”与整个金融行业的失灵

“Wirecard ——德国的耻辱!”德国联邦金融监督管理局(BaFin,以下简称金融监管局)局长费利克斯·胡菲尔德(Felix Hufeld)曾这样描述说。^[1] 作为第一家破产的德国股份指数 DAX 企业,该事件引发巨大影响。德国联邦议会设立专门调查委员会对该事件进行调查;涉及该案的第一起诉讼正在进行。^[2] 未来数年,Wirecard 事件将持续作为立法部门、司法部门以及学术界关注的“议题”。本文将在第一部分论证为什么存在整个金融行业的失灵:尽管所有的市场参与主体都知晓对 Wirecard 公司财务虚假的质疑,但整个行业中没有一个主体对此采取行动。背后的原因不仅在于“行为金融学”(behavioral finance)的行为方式,而且也归因于德国和欧盟资本市场法的长久以来的缺陷。部分个体义务未能够实现充分的具体化。随后,笔者构建了一种规范体系,以此能够更好地对信息的有效性做出反应,并且比以往更加鲜明地表示市场参与主体针对不确定信息应当如何反应的义务(本文第二部分)。最后,本文探讨法律实施问题,包括正确的规制层级以及民法、刑法、公法之间跨部门的协同(本文第三部分)。

(一) Wirecard 的发展脉络(2015 年 4 月至 2020 年 6 月)

1. Wirecard 公司宣称的“成功史”

仅仅是对 Wirecard 丑闻细节的梳理就远远超出了一篇学术文章的

[1] 法兰克福金融峰会的表态,转载参见 Mußler/Peitsmeier/Schäfers, FAZ v. 23. 6. 2020, 15. Hufeld wurde inzwischen entlassen, s. <https://www.fondsprofessionell.de/news/recht/headline/wegen-wirecard-skandal-bafin-chef-felix-hufeld-tritt-zurueck-204267/>。

[2] 德国联邦议会详细的报告参见 BT - Drs. 19/30900, Becker, Das Polittheater, Wirtschaftswoche v. 24. 7. 2020, 30 ff。

范围。这需要广泛运用事实解释学 (Sachverhaltshermeneutik),^[3] 因为案件涉及的市场参与者都基于各自内部视角来讲述事情的经过。^[4] 在此范围内仅简单提及 Wirecard 财务舞弊的核心要点。^[5] Wirecard 股份公司是德国新经济领域中为数不多的成功企业之一。该公司成立于 1999 年, 是一家支付处理公司, 住所地位于慕尼黑附近的阿什海姆。多年来, Wirecard 营业额和利润每年增长 30% 以上, 并且这一增长率一年中常多次被提高。^[6] 整个 Wirecard 康采恩由 50 多家子公司组成。该公司的成功主要得益于在新加坡、印度和其他亚洲国家运营的子公司。Wirecard 的客户包括 Visa、万事达卡 (Mastercard)、贝宝 (Paypal) 以及奥东齐 (Aldi)、宜家等零售连锁店。^[7] 安永会计师事务所 (以下简称安永) 审计了 Wirecard 作为独资企业的年度财务报表以及该集团 2009 ~ 2018 年的财务报告, 并都出具了无保留审计意见。

2. 数十年来有关财务造假的指控

然而, Wirecard 丑闻曝光前就显现过端倪: 早在 2008 年, 德国中小投资者保护协会 (以下简称投资者保护协会) 的一名董事会成员就曾指控 Wirecard 财务造假, 并首次针对其发起过卖空攻击。当时, 投资者保护协会中参与卖空的人被判操纵市场罪, 因为他们在未说明存在利

[3] Zu dieser Arbeitstechnik s. Möllers, Juristische Methodenlehre, 4. Aufl. 2021, § 14 Rn. 11 ff.

[4] KMPG, Sonderbericht über die unabhängige Sonderuntersuchung, Wirecard AG v. 27. 4. 2020, https://www.wirecard.com/uploads/Bericht_Sonderpruefung_KPMG.pdf (abgerufen am 2. 2. 2021); BMF, Aufzeichnung für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestags. Sachstandsbericht und Chronologie Wirecard v. 16. 7. 2020, 1 ff., [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt.html) (abgerufen am 2. 2. 2021).

[5] 其他全国性的期刊对该案事实作了进一步补充。

[6] 这一点在 2016 年度、2018 年度财务报表以及 2018 年和 2019 年的多个临时公告中表现得尤为抢眼。在一个五年计划中, Wirecard 希望在 2023 年之前将股票市值提高 5 倍。s. z. B. Investorenpräsentation Wirecard v. April 2018 und v. 7. August 2018, abrufbar unter www.wirecard.de (abgerufen am 2. 2. 2021).

[7] S. etwa Investorenpräsentation Wirecard v. 6. 11. 2019, 8.

益冲突的情形下押注股价的下跌。^[8]自2015年4月起,英国《金融时报》的两位记者丹·马科库姆(Dan McCrum)和保罗·墨菲(Paul Murphy)对Wirecard公司展开持续5年的追踪,在《金融时报》发表了超过16篇报道,并效仿热门电视剧《纸牌屋》(House of Cards)的名称开设“House of Wirecard”专栏,详尽地披露了Wirecard公司的亚洲子公司无法追踪的现金流和资产负债账目。^[9]在这些报道中,两位记者援引了Wirecard公司内部“吹哨人”提供的资料。^[10]德国全国性的报纸也紧随其后进行报道。^[11]与之截然不同的是,其他市场主体也对Wirecard不准确的财务会计报表提出警告,如(由匿名做空机构发布的)长达100页的“扎塔拉报告”(Zatarra – Report)^[12];但是,这些警告的内容显著失实,并且这些分析报告缺少著作权声明而无法识别真正的作者,因此也是违法的。^[13]众多卖空者趁机在股价下跌时赚得高额利润。^[14]由于有关财务舞弊的传言没有能够得到平息,Wirecard公司在2018年首次委托新加坡的Rajah & Tann事务所对其财务会计报告进行审计。尽管该事务所在审计中发现了部分纰漏,但Wirecard公司认为这些纰漏对于年度报告并未产生重大影响。^[15]在《金融时报》不断地发现更多财务信息存在冲突、不一致的情况下,Wirecard公司迫于

[8] See Möllers/Hailer, in: FS Schneider, 2011, 831 ff.; s. auch Hesse, Wette auf den Absturz, Der Spiegel v. 30. 4. 2016, Heft 18, 65 ff.; <https://www.juve.de/nachrichten/verfahren/2012/01/marktmanipulation-prozess-in-sdk-affare-gestartet-erster-angeklagter-kundigt-gestandnis-an> (abgerufen am 2. 2. 2021).

[9] 详细列举参见 KMPG (同前注[4]), 11 ff.

[10] Bartz/Hesse, FT Reporter on the Downfall of Wirecard Head, Spiegel International v. 5. 11. 2020.

[11] Jauernig, Das steckt hinter dem Börsenstar Wirecard, Der Spiegel v. 5. 9. 2018, Heft 18, 65.

[12] Zatarra Research & Investigations v. Februar 2016, 1, <https://www.heibel-unplugged.de/wp-content/uploads/2020/06/Zatarra-research-Wirecard-PDF.pdf> (abgerufen am 2. 2. 2021).

[13] Als Verstoß gegen Art. 2 Abs. 1 der Delegierten VO (EU) 2016/958, Möllers, NZG 2018, 649 (652).

[14] Hierzu Möllers, NZG 2018, 649 f.; Mülbart/Sajnovits, BKR 2019, 313 ff.; Schockenhoff, WM 2020, 1341 ff.; Poelzig, ZHR 184 (2020), 697 ff.

[15] Wirecard, Ad-hoc-Mitteilung v. 26. 3. 2019.

投资者和公众的压力于 2019 年 10 月中旬委托毕马威事务所(以下简称毕马威)启动了一次“特别调查”^[16]。毕马威于 2020 年 4 月 27 日公布调查报告,认定 Wirecard 公司的大量账目无法得到确认,原因是该公司没有或者无法提供原始的会计凭证。^[17] 鉴于此,Wirecard 公司公布 2019 年年度财务报告的计划也不得不推迟。之后,安永于 2020 年 6 月 18 日拒绝针对 Wirecard 公司 2019 年财务会计报告出具无保留意见,并指明无法查证 Wirecard 公司在两个亚洲银行信托账户上的 19 亿欧元存款。^[18] 2020 年 6 月 25 日,Wirecard 公司提交了公司破产申请并就此发布了临时公告。^[19] Wirecard 公司股价在 2018 年曾达到近每股 200 欧元,直到 2020 年 6 月 8 日也就是安永拒绝出具无保留意见之前还能够保持每股 100 欧元的水平,但随后在短短数日内暴跌至 2 欧元以下。^[20]

3. Wirecard、金融监管局和金融业界对财务造假指控的反应

这场财务丑闻中各个市场参与者都是如何采取行动呢? Wirecard 董事会主席马库斯·布朗(Markus Braun)博士多次购买自己公司股份,最终他持有公司超过 7% 的股份。Wirecard 股份公司也持续地否认所有关于其财务舞弊的指控,并以《金融时报》记者诽谤为由向检察机关进行刑事指控。^[21] 布朗在其发布的众多推特中声称“一切都会好起来的”,并称财务舞弊的指控“并不属实”。^[22] Wirecard 公司于 2020 年 5

[16] 《德国股份公司法》第 258 条及以下诸条对特别审计进行了规定,并且在部分情况下可以由股东通过诉讼程序来强制实施。Wirecard 委托毕马威进行特别审计,但是该审计无须符合《德国股份公司法》第 258 条的要求。参见 KPMG (同前注[4]), 1。

[17] KPMG (同前注[4]), 12 f.

[18] Wirecard, Ad – hoc – Mitteilung v. 18. 6. 2020, abrufbar unter www.wirecard.de; Peitsmeier, Kriminalfall Wirecard, FAZ v. 19. 6. 2020, 17.

[19] Wirecard, Ad – hoc – Mitteilung v. 25. 6. 2020.

[20] [https://www.boerse.de/aktien/Wirecard – Aktie/DE0007472060](https://www.boerse.de/aktien/Wirecard-Aktie/DE0007472060) (abgerufen am 2. 2. 2021).

[21] N. N., Ermittlungen gegen “Financial Times” – Journalisten eingestellt, Zeit Online v. 4. 9. 2020.

[22] S. hierzu die Twitternachrichten v. 10. 1. 2020, 17. 1. 2020, 31. 1. 2020, 11. 2. 2020, 6. 3. 2020, 22. 3. 2020, 19. 4. 2020, 17. 5. 2020, 18. 6. 2020.

月和6月发布的临时公告中也坚持了这一说法。^[23] 当安永在2020年6月拒绝为2020年年度财务报告出具审计意见的情况下,Wirecard公司以欺诈为由针对不明身份者提起刑事指控。^[24]

慕尼黑检方对做空者进行了立案调查并推动了数个有罪判决。^[25] 金融监管局一方面在2019年年初颁布了针对Wirecard公司股票的“做空禁令”,为期2个月。^[26] 并且,针对《金融时报》记者马科库姆提起刑事诉讼(护犊倾向不言而喻)。^[27] 另一方面,金融监管局寻求与多个外国政府部门展开合作,并于2019年2月委托德国会计师监督委员会对Wirecard公司2018年的年度财务报告进行审计。^[28] 根据《德国商法典》第319a条的规定,联邦经济与出口管制局下设审计师监督机构。时至今日,该机构仍在调查相关审计人员是否存在失误。^[29] 几乎整个金融界对Wirecard公司显示的过度狂热匪夷所思:2018年9月底,德意志交易所(Deutsche Börse)将Wirecard公司纳入法兰克福股票市场最高的DAX 30指数。与此同时,老牌金融机构德国商业银行(Commerzbank)则被排除出Dax指数。^[30] 日本软银集团(Softbank Group)于2019年向Wirecard公司投资9亿欧元,两家公司同时达成了

[23] 例如,声称毕马威的特别审计不包含任何实质性的反对意见。See Wirecard, Ad – hoc – Mitteilungen v. 12. 3. 2020 und v. 22. 4. 2020.

[24] Ott/Schmitt/Wischmeyer, Ein Dax – Konzern vermisst 1,9 Milliarden Euro, SZ v. 19. 6. 2020, 15; ZEIT ONLINE, Wirecard stellt Strafanzeige wegen Betrugsverdach, v. 18. 6. 2020.

[25] 在支付了五位数的保证金后,针对股市快报的发行人弗拉泽·佩林(Fraser Perring)的诉讼程序被撤销。See Poltz, Strafverfahren gegen Wirecard – Kritiker wird eingestellt, Reuters v. 11. 5. 2020.

[26] BaFin, Wirecard AG; Allgemeinverfügung zum Verbot der Begründung und Vergrößerung von Netto – Leerverkaufspositionen, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2019/meldung_190218_Allg_Vfg_Wirecard_Verbot_Leerverkaufspositionen.html. Hierzu Voß, in: 25 Jahre FS WpHG, 2019, 715 (750 ff.); Splinter/Gansmeier, ZHR 184 (2020), 761 ff.

[27] Ott/Schreiber/Willmroth, Der Schlingerkurs der Bafin, SZ v. 13. 7. 2020.

[28] BMF (同前注[4]), 2, 6.

[29] 审计师监督机构自认为不负责会计账簿的错误事项,参见《德国商法典》第319a条第1款第1句以及 https://www.apasbafa.bund.de/SharedDocs/Kurzmeldungen/APAS/DE/20200918_stellungnahme.html (abgerufen am 2. 2. 2021)。

[30] Wischmeyer, Solider Nachfolger gesucht, SZ v. 3. 8. 2020, 15.

战略合作。^[31] 在德意志银行、德意志资产管理公司额度达 50 亿欧元的股权基金中,对 Wirecard 公司股份的投资占比也超过了 10%。^[32] Wirecard 的股份曾是各种投资者社交平台广受欢迎的话题,2015 ~ 2019 年,对 Wirecard 股份推荐购买的意见也占据主导地位,而《金融时报》的相关报道被斥为假新闻。^[33] 甚至直到 2020 年中期,证券分析师对 Wirecard 股票的估值预期超过 200 欧元。^[34] 2019 年,信用评级机构穆迪 (Moody's) 在对 Wirecard 的评级过程中也发生疏忽 (对其发行的债券评为投资级)。^[35] 在操纵市场导致股价下跌之后,Wirecard 的股票直到 2020 年 9 月也一直是 DAX 中的一只低价股或“仙股”(penny - stock)。

马库斯·布朗目前被审前拘留,负责亚洲业务事务的扬·马萨列克 (Jan Marsalek) 仍在逃,慕尼黑检察院正在针对涉及的商业团伙欺诈、资产负债表造假和其他犯罪行为展开调查。^[36] 2020 年 8 月 25 日,慕尼黑地方法院启动 Wirecard 公司的破产程序。^[37] 债权人的索赔金

-
- [31] S. z. B. Wirecard, Ad - Hoc - Mitteilung v. 24. 4. 2019; Schnell, Beteiligung durch die Hintertür: Softbank ist nicht direkt bei Wirecard eingestiegen, Handelsblatt v. 15. 1. 2019.
- [32] Klemm, Wetten, dass Wirecard... FAZ v. 19. 1. 2002, 26; Kanning, Ein Schaden für den Finanzplatz, FAZ v. 20. 6. 2020, 29; Oberhuber, Die DWS und die magischen zehn Prozent, capital v. 10. 7. 2020.
- [33] Die Analystin der Commerzbank Heike Pauls, ähnlich Simon Bentlage von Hauck & Aufhäuser, s. Bergermann/Buschmann/Finkenzeller/Ter Haseborg/Zdrzalek, Wirtschaftswoche v. 26. 6. 2020, 26, 27.
- [34] 德国商业银行分析师保罗 (Pauls) 在 5 月依然发布了 230 欧元的股价目标,巴德尔 (Baader) 发布了 240 欧元的股价目标 (2020 年 4 月 26 日),私人银行 Hauck & Aufhäuser 在 2020 年 4 月 23 日还发布了 270 欧元的股价目标。See <https://www.boerse-online.de/analysen/wirecard> sowie Kessler, Commerzbank: Wirecard - Verfechterin wird offenbar kaltgestellt, Der Aktionär v. 14. 1. 2021.
- [35] See ser, Wirecard: Das ist die Bewertung durch die Ratingagentur Moody's, Der Aktionär v. 30. 8. 2019.
- [36] Peitsmeier/Neuscheler, Drei Haftbefehle im Fall Wirecard, FAZ v. 23. 7. 2020, 15.
- [37] 破产管理人是迈克尔·雅菲 (Michael Jaffé), 参见 https://www.jaffe-rae.de/index.php/DE/site/listing_aktuelles/insolvenzverfahren-ueber-vermoegen-der-wirecard-ag-eroeffnet (abgerufen am 2. 2. 2021)。

额超过 120 亿欧元,^[38] 这一数字尚不包括遭受数十亿欧元损失之投资者的索赔请求权。第一本讲述 Wirecard 事件的书已经出版;^[39] 一部以探寻 Wirecard 丑闻原因为主题的影片正在计划之中。^[40] 在此期间,德国金融监管局的职员和德国审计师监督机构的负责人也私下交易过 Wirecard 的股票。^[41] 与此同时,丹·马科库姆也被授予了一项记者奖。^[42]

(二) 整个金融行业的系统性失灵

1. Wirecard 内部控制缺陷与审计机构安永的失职

显而易见的是,Wirecard 公司自身内部组织机构存在缺陷,即企业的“公司治理”机制是不完备的。这包括公司内部监督机构,如监事会、财务会计部门以及控制与合规部门。这在一定程度也可以理解,因为作为一家初创公司,Wirecard 在成立时规模非常小。作为董事会主席的布朗是公司里最大的股东并对公司发挥关键性的作用。他曾是公司的“大脑”并推动公司大规模扩张。扬·马萨列克作为 Wirecard 董事会成员则负责亚洲商业版图的扩张。目前尚不清楚亚历山大·冯·克诺普(Alexander von Knopp)作为主管财务的董事究竟在多大程度上对公司的财务数据事实上进行了控制。公司法务部门中多是刚入行的年轻的从业人员,而不是经验丰富的律师。尽管克劳斯·雷宁(Klaus Rehning)担任监事会主席多年,但他并没有任何实际控制权。^[43] 直到企业经营出现越来越多问题的后期,Wirecard 才准备让具备必要专业知识的独立人士进入董事会和监事会;^[44] 但此时为时已晚。相信任何

[38] S. Handelsblatt v. 18.11.2020.

[39] Bergermann/Ter Haseborg, Die Wirecard Story, 2021.

[40] Schaaf, Dieser Mann verfilmt den Wirecard – Skandal, FAZ. NET v. 8.8.2020.

[41] Giersberg/Schäfers, Das hat mich befremdet, FAZ v. 12.12.2020, 20.

[42] 马科库姆丹被授予特别奖。See Schreiber, Der Journalist, die Aufsicht und das Kartenhaus, SZ v. 7.12.2020.

[43] 在 2018 年 12 月的一次采访中,他预测 Wirecard 将被收购,彼时股价迅速上涨了 3%。See Ivanov/Reccius/Wolf, „Bald wird ein internationaler Konzern Wirecard kaufen“, Handelsblatt online v. 27.12.2018.

[44] 直到 2019 年 6 月,托马斯·艾谢尔曼(Thomas Eichelmann)才当选为独立的监事会成员,随后监事会便启动了委托毕马威进行特别审计。See Mohr/Peitsmeier, Seine letzte Chance, FAZ v. 13.5.2020.

看过毕马威特别报告的人都会对安永迄今未获得的信息感到诧异：安永的审计人员多年来一直使用（伪造的）副本，从未亲自调查过 Wirecard 公司的亚洲子公司，并对吹哨人就财务造假的举报充耳不闻。^[45]

2. 监管不力：德国金融监管局、欧洲证券与市场管理局以及德国会计师监督委员会等

种种迹象都表明，德国金融监管局作为监管部门片面地保护 Wirecard 公司免受做空者的攻击，并没有认真地对待《金融时报》的指控。德国联邦财政部的报告也表明，所谓的“两阶段”财务控制程序，仅在有限的条件下发挥作用，因为在德国金融监管局可以采取之前，首先是德国会计师监督委员会的介入。^[46] 然而，该监督委员会中只有一人投身负责处理 Wirecard 案件，2019 年 2 月 15 日接受该案的举报以来，并没有对案件的澄清做出任何实质性的贡献。^[47] 如果德国金融监管局能够立即启动特别审计，那么 Wirecard 丑闻就会更早公之于众。^[48] 欧洲证券与市场管理局也因此批评了金融监管局的不作为。^[49]

3. 专家的疏忽：证券分析师、基金运营商、德意志交易所集团等

整个金融业界以及金融中介机构界的失灵程度令人咋舌，^[50] 其中包括金融投资顾问、资产管理人、基金经理、证券分析师和评级机构。

[45] Storbeck, Whistleblower warned EY of Wirecard fraud four years before collapse, FT v. 30.9.2020.

[46] S. Merkt, in: Baumbach/Hopt, HGB, 39. Aufl. 2020, § 342b Rn. 19; BMF(同前注[4]), 1, 2, 9 f. Vorher bereits Scholz, s. Erhard, Multiples „Organversagen“ von Kontrollen und Aufsichten, Deutschlandfunk v. 10.7.2020.

[47] Giersberg, Wirecard – Skandal: Die „Bilanzpolizei“ sieht sich als Bauernopfer, FAZ v. 28.6.2020, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/der-fall-wirecard-wird-die-wirtschaftspruefung-veraendern-16836579.html>.

[48] 详细论述参见本文第二(三)部分。

[49] ESMA, Fast Track Peer Review on the Application of the Guidelines on the Enforcement of Financial information (ESMA 2014/1293) by BaFin and Frep in the Content of Wirecard v. 3.11.2020, www.esma.europa.eu (abrufbar am 2.2.2021), s. FAZ v. 4.11.2020, 17.

[50] Ähnlich Voß, RD i 2020, 11, 12: „Systemversagen“.

这些主体作为金融专家,处于上市公司和投资者之间,理应秉持不偏不倚的立场,向投资者提供关于上市公司的信息,进而帮助投资者作出购入或抛售的决策。同样,德意志交易所作为交易市场也属于市场参与者。本文开始所描述的投资者狂热也是可以理解的,因为上面所提到的金融中介机构虽然是专家,但最终还是依赖企业提供的信息。后者提供企业原始的信息,可谓一种企业信息垄断者。^[51] 其他所有的市场参与者都依赖于企业提供的信息,只能作为所谓“次佳知情者”(second best informed)对这些信息进行加工。德意志资产管理公司负责人蒂姆·阿尔布雷希特(Tim Albrecht)公开承认自己在 Wirecard 事件中被误导了并作出了错误的判断。^[52] 令人惊讶的是,这些中介机构并未自行进行调查,尽管德国联邦最高法院早在 1993 年就发展出一项“知晓你的产品”(know your product)义务,即对自己作出的建议进行法律性相应的调查义务。该问题需要进一步讨论。^[53]

德意志交易所对涉及 Wirecard 公司的负面传言视若无睹。根据德意志交易所的规定,当时是否纳入 DAX 指数仅考虑公司的资本市场市值和交易量。^[54] 这一标准使那些明显有亏损的公司依然有资格被纳入 DAX 指数。^[55] 然而,DAX 指数作为德意志交易所含金量最高的指数,将 Wirecard 纳入其中导致其他以 DAX 指数为基础或标的的市场参与者也被迫购买 Wirecard 公司的股份。例如,反映 DAX 指数的交易型开放式指数基金(以下简称交易所交易基金)以及众多其他基金提供者。

(三) 金融业不以为然的原因——行为金融学理论:盲目从众

关于 Wirecard 丑闻还有什么可说的呢? 德国金融监管局辩称称:

[51] Erstmals Möllers/Leisch, WM 2001, 1648 (1654).

[52] 参见前注[33]中的例证; er verzichtet freiwillig auf 10% seines Gehaltes, s. Kanning, „Haben die andere Informationen als wir?“, FAZ v. 19.6.2020.

[53] 参见本文第二(四)部分。

[54] 德意志交易所的子公司 STOXX 负责这项工作。根据股票指数准则,如果一家公司按照营业额和市值在 DAX 指数中至少能够排到第 25 位,则可被新纳入 DAX 指数。See STOXX, Guide to Equity Indices of Deutsche Börse AG v. 26.6.2019, version 9.2.4.

[55] Zum neuen DAX – Mitglied Delivero Hero, s. kritisch etwa Künnen/Kröner, Investoren fordern nach dem Wirecard – Skandal einen neuen Dax, Handelsblatt v. 16.9.2020.

这只是一桩令人遗憾的个案,因为犯罪迹象总是难以察觉。^[56] 此外,由于德国的监管机构无法控制(Wirecard)海外子公司,该案也不能归责于监管机构。^[57] 假如对 Wirecard 财务造假的指控在 2020 年夏天突然首次被曝光,人们也许会支持上述这两种说法。但事实并非如此:《金融时报》和其他市场参与者在长达 5 年时间里持续地、精准地将财务造假的指控具体化。但是,前述金融业各种主体并没有严肃地对待这些指控。实际上他们根本没有理会《金融时报》的报道,因为他们更加信任安永提供的审计报告。《金融时报》总是“那个坏家伙”(the bad guy)。^[58]

行为金融学理论可以为市场参与者不以为然的态度提供解释。^[59] 根据所谓的“羊群效应”(herding),从心理学上讲,遵循从众的本能比违背主流观点要容易。这对证券分析师来说尤为显著。^[60] 此外,还有一种过度自信的偏见(overconfidence bias),对事态发展过于乐观,^[61] 对于在软件巨头 SAP 之后又一家德国新经济(new economy)企业作为金融科技公司被纳入 DAX 指数感到兴奋。我们还可以观察到展现股

[56] 在此方向上,BMF(同前注[4]),1,3:“不存在百分之百免受犯罪行为的侵害的保障,即使在金融市场也是如此。”

[57] So Mock, BB 2020, 1 (2).

[58] 同前注[25]。

[59] Simon, QJE 69, 1955, 99; Miller, Psychology Review 63, 1956, 81; Simon, Models of Bounded Rationality, 1982; Oehler, ZBB 1992, 97; Shefrin, Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing, 2000; Oehler, ÖBA 2000, 978; Hirshleifer, J. Fin. 56 (2001), 1533; Shiller, Journal of Economic Perspectives 17 (2003), 83; Kiehling, Börsenpsychologie und Behavioral Finance, 2001; Thaler, Advances in Behavioral Finance, 2005; Belsky/Gilovich, Das Lemming Prinzip, 2007, 11.

[60] S. bereits Keynes, The General Theory of Employment Interest and Money, 1936, 158; „Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally“; Löffler, Der Beitrag von Finanzanalysten zur Informationsverbreitung, 1998, 48 ff., 97 ff.; Kiehling, Börsenpsychologie und Behavioral Finance, 2001, 143 ff.; Fleischer, Gutachten zum 64. DJT, 2002, F 129; ders., in: FS Immenga, 2004, 575 (583 f.); Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, 125 f.

[61] S. Kiehling, Börsenpsychologie und Behavioral Finance, 2001, 141 ff.; Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 4. Aufl 2006, 118 ff.

市心理学的其他行为方式:多年来,资本市场的参与者忽视了《金融时报》的警告,或者对其提起诉讼。这被称为“选择性认知”(selective perception),^[62]即刻意过滤、淡化和忽略消极的信息。此外,这些行为还可以从避免“认知不协调”(cognitive dissonance)^[63]的愿望中获得解释,并进而受到锚定效应(anchoring)的影响,即以金融中介机构这个“锚”作为行为导向。^[64]概言之,这一系列的行动可以被称为“集体的愚蠢”^[65],因为风险被众人一笑置之。

二、市场参与者的责任缺失是立法者的失败

令人惊讶的是,对财务造假丑闻的参与者进行追责竟十分困难。

(一) 破产企业赔偿责任的不足

根据公司法规定,可以向公司的董事会和监事会追偿。《德国股份公司法》(以下简称《股份公司法》)第91条第2款规定,董事会有义务在公司内部构建一个监督系统;监事会也必须对此进行监督。然而,《股份公司法》第116条和第93条第2款规定,只有公司自身有权向董事会和监事会提出损害赔偿请求,而遭受损害的投资者和债权人并没有此项请求权,因此,相应的损害赔偿请求权主张并不多。^[66]原因在于,(对于投资者或债权人而言)只承担诉讼的风险而不能主张自身利益的诉讼并没什么吸引力。在破产管理人提起诉讼的情况下,损害赔偿获得的资金将归入破产财产。尽管Wirecard未能遵守《德国公司治理

[62] Anderson/Jacobson, JPSP 2 (1965), 531; Oehler, ZBB 1992, 97 (100), Kiehling, Börsenpsychologie und Behavioral Finance, 2001, 53.

[63] Festinger, A Theory of Cognitive Dissonance, 1957; Goldberg/von Nitzsch, Behavioral Finance, 4. Aufl. 2004, 118 ff.

[64] Zum Ankereffekt grundlegend Tversky/Kahneman, Science 185 (1974), 1124 (1128).

[65] Kiehling (同前注[59]), 68.

[66] S. aber BGH, Urt. v. 18.9.2018 – II ZR 152/17 – BGHZ 219, 356; LG München I, Urt. v. 10.12.2013 – 5 HK O 1387/10 – NZG 2014, 345 – Siemens/Neuberger; hierzu etwa Grigoleit/Grigoleit/Tomasic, AktG, 2. Aufl. 2020, § 93 Rn. 120 f. m. w. Nachw.

理准则》(以下简称《公司治理准则》)的多项规定;但这显然并没有影响市场对它的信赖,因为主流观点认为《公司治理准则》作为软法并不具广泛的约束力。^[67] 只要该公司经营是成功的,资本市场会容忍其不遵守《公司治理准则》的行为。^[68]

董事会主席布朗和 Wirecard 公司通过大量的虚假信息欺骗和误导资本市场。因此,根据资本市场法规定,原本不仅可以根据《德国证券交易法》(以下简称《证券交易法》)第 97 条和第 98 条的规定,对虚假和遗漏的临时声明主张损害赔偿,还应该可以基于众多“保护性法律”(Schutzgesetz)^[69] 成功获得赔偿。然而,需要面对的现状是,公司已破产,对其提起的损害赔偿请求权的范围仅限于破产财产。因此,投资者必须向破产管理人登记其债权。^[70] 由于第三方行使优先受偿权,从 Wirecard 公司破产财产中获得清偿的比例很可能被限缩在 10% 以下。^[71] 尽管依据《德国民法典》第 826 条的规定,理论上可以对董事会主席布朗、(负责亚洲业务的)马萨列克以及其他参与人提起故意以违反善良风俗的方式致他人损害之诉;但是,相关参与人的破产财产有多少也是有疑问的。

[67] S. Lutter, ZGR 2000, 1 (18); von Werder, DB 2002, 801; Borges, ZGR 2003, 508 ff.; E. Vetter, DNotZ 2003, 748 (754); Kort, AG 2008, 137 (138); Linnerz, BB 2008, 581 (582); in diese Richtung auch Grigoleit/Grigoleit/Zellner, AktG, 2. Aufl. 2020, § 161 Rn. 4. A. A. Möllers, Juristische Methodenlehre, 4. Aufl. 2021, § 3 Rn. 63 ff. m. w. Nachw. 然而,根据《股份公司法》第 161 条的规定,以遵守《公司治理准则》的声明不正确为由而撤销股东会决议依然是可能的, BGHZ 182, 272 (Rn. 16)。

[68] 一些学者生动地称其为“遵守或执行”。See MacNeil/Li, Corp. Governance 14 (2006), 486 (492); Arcot/Bruno/Faure – Grimaud, Intern'l Rev. of L. & Econ. 30 (2010), 193 (199); Pietrancosta, in: FS Hopt, 2010, 1109 (1135)。

[69] Wie etwa § 400 AktG, s. hierzu Möllers/Leisch, in: KK – WpHG, 2. Aufl. 2014, § § 37 b, c Rn. 486 ff.

[70] 这也是 Tilp 律师事务所的建议,参见 <https://tilp.de/faelle/der-fall-wirecard-ag/> (abgerufen am 2.2.2021)。

[71] de la Motte, Wirecard Gläubiger fordern 12,5 Milliarden Euro – das müssen Anleger jetzt beachten, Handelsblatt v. 18.11.2020. Zu den Ansprüchen der vorrangigen Gläubiger in der Insolvenz s. oben. 同前注[38]。

(二) 审计师的责任限制

《审计师职业条例》第43条第4款规定,审计员必须在其工作中秉持质疑性的基本态度(kritische Grundhaltung),以识别他们所审计的公司员工从事的违法或者欺诈行为。这种质疑性的基本态度也包括针对员工的问询。^[72] 由于安永没有跟进吹哨人提供的信息,而根据当前的状况,安永显而易见没有能够称职地完成被委托的审计任务。即便就此而言,我们也不得不打消遭受损失投资者(获得受偿)的希望:按照《德国商法典》第323条第2款第2句的规定,如果审计师只存在过失行为,那么投资者损害赔偿请求权的上限是400万欧元。显而易见,这一限额对于投资者来说太低了。^[73] 《德国商法典》第323条第1款第3句所规定的损害赔偿请求权也首先是针对合同当事人,即公司。尽管《德国商法典》第323条第1款并不构成《德国民法典》第823条第2款的“保护法性”,^[74]但众多判例基于第三人利益保障的目的广泛地扩大了审计师的责任。^[75] 在例外情况下,也可以考虑《德国民法典》第826条所规定的损害赔偿请求权。^[76] 因此,针对安永的第一例损害赔偿诉讼已经提起。^[77] 然而,审计师的不作为满足“故意以违背善良风俗的方式致他人损害”的构成要件要求非常高。^[78] 能否证明其存在主观故意从而排除审计师的责任限额规定,在现阶段还是完全不确定的问题。

(三) 德国金融监管局为公共利益采取的行动及国家责任的豁免

尽管德国联邦银行在 Herstatt 公司破产案中因监管不力而被判决

[72] 《审计师职业条例》第43条第4款的文义表述是:“审计师在整个审计过程中应当保持质疑的基本态度。这包括对员工的问询,注意可能表征存在错误陈述的情形,并对审查证据进行质疑性的评价。”

[73] Doralt, ZGR 2015, 266 (298 ff.); Merkt, in: Baumbach/Hopt, HGB, 39. Aufl. 2020, § 323 Rn. 9.

[74] H. M., s. etwa Bormann/Greulich, in: MünchKomm – HGB, 2013, § 323 Rn. 158 m. w. Nachw.

[75] 关于对第三方具有保护功能之合同的教义学结构以及第三方的资格,参见 Merkt (同前注[46]), § 347 Rn. 21 f.; Möllers, JZ 2001, 909 ff.

[76] BGH, NJW 2014, 383; Haftung eines Wirtschaftsprüfers wegen vorsätzlicher irreführender Äußerungen.

[77] 例如,律师事务所 Tilp 和 SdK。

[78] Im Rahmen einer unterlassenen Ad – hoc – Mitteilung s. Möllers, WM 2003, 2393 ff.

承担责任,^[79]但是,该案以来,德国立法者逐渐排除了这样一种国家责任。根据《德国金融服务监管法》第4条第4款的规定,德国金融监管局仅基于公共利益保障而履行监管职责。这意味着,依据《德国民法典》第839条第1款第1项结合第34条第1款的规定而产生的一种“国家责任”原则上被排除,因为不存在一项基于第三人利益保护的义务。^[80]这样的责任排除也得到了欧洲法院的支持。^[81]然而,在欧洲法院的初步裁决程序基础上,德国联邦最高法院在判决中也认可在滥用职权的例外情况下仍然存在国家责任的可能性。^[82]

Tilp 律师事务所如今主张德国金融监管局构成滥用职权,并认为德国金融监管局本不应该于2019年2月19日向公众披露存在违反财务会计规范的具体情形,因为这是委托财务报告执行小组对 Wirecard 公司进行审计的前提条件。^[83]然而,《德国商法典》第342b条第2款第3句明确规定,如果有具体证据或者线索表明存在违反财务会计规范的情形(第一种情形),或者应德国金融监管局的要求,可以启动调查程序。据此,即使没有前述具体证据或线索的情况下,德国金融监管局也可以自行启动审计。^[84]此外,以往的滥用职权案件要严重得多。^[85]在由中小投资者保护协会针对德国金融监管局提起的第二起诉讼中,主张《德国金融服务监管法》第4条第4款不符合欧盟第2013/50《透明指令》的责任规范,后者也同样旨在保护中小投资者。^[86]

[79] BGHZ 74, 144 (149 ff.); BGHZ 75, 120 (122 ff.).

[80] BGHZ 162, 49 – keine Staatshaftung wegen fehlerhafter Bankenaufsicht; OLG Frankfurt a. M., BeckRS 2020, 8916 – keine Haftung der BaFin.

[81] EuGH, Urt. v. 12. 10. 2004 – Rs. C – 222/02 – Rn. 41 ff.

[82] BGHZ 162, 49 (66) – keine Staatshaftung wegen fehlerhafter Bankenaufsicht. Vorher bereits BGH, Urt. v. 15. 5. 2003 – III ZR 42/02 – NVwZ – RR 2003, 714 – Amtshaftung wegen Amtsmissbrauchs.

[83] S. Pressemitteilung der Kanzlei Tilp v. 24. 7. 2020, [https://tilp.de/press/wirecard-bafin-skandal-tilp-hat-amtsshaftungsklage-gegen-die-bafin-eingereicht-wegen-jahrelangem-amtsmissbrauch-im-fall-wirecard-antrag-auf-einleitung-eines-kapmug-musterverfahrens-vor-dem-o-\(abgerufen-am-2.2.2021\)](https://tilp.de/press/wirecard-bafin-skandal-tilp-hat-amtsshaftungsklage-gegen-die-bafin-eingereicht-wegen-jahrelangem-amtsmissbrauch-im-fall-wirecard-antrag-auf-einleitung-eines-kapmug-musterverfahrens-vor-dem-o-(abgerufen-am-2.2.2021)). Die Kanzlei Tilp hat am 23. 7. 2020 beim VG Frankfurt Klage gegen die BaFin eingereicht.

[84] So wohl auch Merkt (同前注[46]), § 342b Rn. 3.

[85] S. etwa Papier/Shirvani, in: MünchKomm – BGB, 8. Aufl. 2020, § 839 Rn. 328.

[86] N. N., FAZ v. 4. 11. 2020, 25.

下文也将对这个问题进行探讨。^[87]

(四) 金融中介机构(金融顾问、证券分析师以及德意志交易所)责任不足

金融中介机构的法律义务尚未厘清,因为相关立法往往不够具体。令人欣慰的是,德国联邦最高法院多年前在著名的“Bond 判决”(Bond – Entscheidung)中为投资顾问确立了一项法律义务,该义务恰恰在这里适用:在对产品进行推荐之前必须了解该产品(了解你的产品)。该法院的原话是:如果银行将外国有价证券纳入投资规划中,那么,该银行必须(包括基于外国的信息源)了解相关证券价值的信息并自己对其进行审查。潜在的投资者有权信赖为其提供咨询的银行基于专业知识对被纳入投资方案的有价证券自己评价为“良好”。^[88]即便在《欧盟金融工具市场第二指令》(以下简称《金融工具市场第二指令》)颁布后,这一判例法也得以延续。^[89]当然,一些学者质疑,即由于《金融工具市场第二指令》的监管法性质和所旨在实现的规范协调统一目的,成员国法院从根本上是否仍然有权设定上述义务。^[90]

对其他金融中介机构(如证券分析师或评级机构)的损害赔偿请求权问题就更加不清晰了。证券分析师的义务界定仍然很模糊,原因在于德国金融监管局和法院至今都没有能够明确投资建议在何种情况下是有瑕疵的。(相关义务规范)缺少可归入或涵射的构成要件(subsumtionsfähige Tatbestände)和相应的司法判决。^[91]尽管证券分析师负有客观陈述(证券相关信息)的义务;然而,由于缺乏具体化,监管部门至今还没有严格地要求该义务的履行。^[92]正如下文将要论述的,

[87] 参见本文第三(二)部分。

[88] BGHZ 123, 126 (129).

[89] BGHZ 189, 13 (Rn. 20); BGHZ 191, 119 (Rn. 22, 47 a. E.).

[90] 反对观点诸如 Mülberr, WM 2007, 1156: „Das Ende von Bond durch die MiFID”; ders.; ZHR 172 (2008), 183; Nikolaus/d’ Oleire, WM 2007, 2129 (2134); Herresthal, ZBB 2009, 348 (351 ff.); Sethe, in: FS Nobbe, 2009, 769 (786 f.),参见本文第二(三)部分。

[91] Ausführlich hierzu Möllers, in: KK – WpHG, 2. Aufl. 2014, § 34b Rn. 118 ff. m. w. Nachw.

[92] Nachweise bei Möllers, NZG 2018, 649 (651).

证券分析师隐瞒关于企业的负面传闻或者对其置之不理的,构成对其客观陈述义务的违反。^[93]当然,证券分析师与投资者之间通常不会缔结合同关系。^[94]在关于企业的传闻被以违反客观陈述义务的方式被忽视的情况下,则构成不作为。在这种情况下,构成《德国民法典》第826条意义上的“故意以违反善良风俗的方式致他人损害”需要满足的前提条件就格外高。类似地,几乎不存在针对评级机构的司法判决。^[95]

三、证实传闻为无效信息的义务

(一) 信息对市场的作用

证券交易所是效率最高的市场之一,因为它在交易时间内将供应和需求结合在一起,并进而形成股票的市值。这里进行交易的是企业的相关信息;交易的是对企业未来营业收入和盈利的预期。根据“有效市场假说”,证券交易所对所有相关信息进行定价。^[96]过去市场交易中着重强调获取迅捷全面的资讯。施加给市场参与者的诸多义务旨在将拥有的信息予以输出,从而禁止内部人利用其信息优势损害其他市场参与者的利益。同时,发布临时公告的义务是为了确保信息可以尽快地到达市场,从而使内部人失去信息优势。这些措施都是为了实现一个高效的交易市场。

1. 信息有效性的相关性

行为金融学理论进一步扩充了有效市场假说。^[97]在过去的数年间,立法者已经采取措施来试图阻止信息过载(information overload)。这

[93] 参见本文第二(四)部分。

[94] Möllers, in: KK – WpHG, 2. Aufl. 2014, § 34b Rn. 290.

[95] Zu dem australischen Fall Bathurst Regional Council v. Local Government Financial Services Pty Ltd. (No. 5), 2012, FCA 1200; Möllers, in: KK – WpHG, 2. Aufl. 2014, § 17 Rn. 29 ff., 36 ff.

[96] Fama, J. Fin. 25 (1970), 383 (384 f.); ders., J. Fin. 46 (1991), 1575 (1576); Fischel, Cornell L. Rev. 74 (1989), 907.

[97] 参见前注[59]和前注[60] Klöhn 文第90页及以下。

包括公布大量简明的摘要,以便中小投资者理解的形式对翔实披露报告进行补充。^[98] 股份并非(事前可知质量的)“寻找商品”(Suchgüter),或者(事后可确认质量的)“经验商品”(Erfahrungsgüter),而是(难以确认质量的)“信任商品”(Vertrauensgüter)。^[99] “交易的不是商品,而是‘希望和承诺’。”^[100] 如前所述,Wirecard的例子展示了市场是如何非理性、系统化地忽视负面消息,并相信所谓的好消息。在本文以下部分,笔者将构建一套体系,来论证金融中介机构未来应当如何应对传闻并核实信息的有效性。有效性(Validität)是指信息的内在价值性(Werthaltigkeit)和广泛认可性(Gültigkeit)。其目的是防止市场参与者隐藏特定信息,或者盲目相信特定信息。但问题是:当在证券交易中进行交易的是未来预期时,^[101] 始终被不确定性伴随的预测和传闻不恰恰是(市场交易)“游戏规则”的一部分吗?毕竟人们总是在事后才能得出比起初入局更明智的决策。当公司和证券分析师在(应当)预测公司未来的发展走向时,是否不允许他们犯错呢?没有人拥有所谓预知未来的“水晶球”。孰是孰非——无论是安永还是《金融时报》,抑或财务会计报告究竟对与错,事实上,彼时投资者和金融中介机构都无法预料。此外,如果做空者的投机行为与Zatarra报告一样都被认定是违法的,难道就不需要进一步商榷吗?^[102] 做空者是否能够通过有针对性的错误信息(利用止损规则制造成本或损害公司)来不合理地触发公司义务?这些都是有理有据的反对意见。因此,应当找到一种法律结构来避免产生行为金融学理论上的问题,譬如羊群行为、过度乐观、选择性认知或锚定行为。归根结底,这是关于市场参与者如何正确应对传

[98] Möllers/Kernchen, ZGR 2009, 1 ff.; Fleischer/Schmolke/Zimmer, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Beitrag der Verhaltensökonomie (Behavioral Economics) zum Handels- und Wirtschaftsrecht, 2011, 9, 50 ff.; Stahl, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013; S. etwa Art. 78 OGAW – RL 2009/65/EG; Art. 7 ProspektVO (EU) 2017/1129 v. 14. 6. 2017, ABl. Nr. L 168, 12.

[99] Kalss, Anlegerinteressen, 2001, 164; Fleischer, Gutachten zum 64. DJT, 2002, F 23.

[100] Taylor, in: Blair (Hrsg.), Blackstone's Guide to the Financial Services and Markets 2000, 2001, 17 (29): “金融合同的本质是包含了这样一个承诺:今天的金钱是用于交换(通常模糊的)一个未来的金钱承诺。”

[101] Fleischer, Gutachten zum 64. DJT 2002, F 48.

[102] 同前注[12]。

闻。对此,以往立法规定应当进一步具体化,并对不同市场参与者进行区分,对积极的检索和信息义务与(消极的)披露禁止义务之间进行区分。

2. 足够精准的传闻

有趣的是,多年来一直存在对公司应当如何应对传闻的讨论。^[103] 传闻是指针对特定情形具有一定传播广度的不确定信息。^[104] 这些信息可以构成《欧盟市场滥用行为监管条例》(以下简称《市场滥用条例》)第7条第2款所规定“内幕信息”中的“情形”(Umstände)。根据该条例第17条第4款和第5款的规定,上市公司可以在例外情况下推迟履行披露内幕信息的义务;前提是推迟符合公共利益并且保密能够获得保障。但是,根据《市场滥用条例》第17条第7款第2项的文义表述,“足够精准的传闻”并不构成公司推迟临时公告义务的理由。因为这种情况下立法不可推翻地推定“保密性”无法再获得保障。在这一框架下,被激烈争论的问题是“是否”问题,即什么情况下产生临时公告义务?是相关传闻由于企业信息的泄露而具备精准的程度,^[105]还是相关

[103] Für einen Überblick s. Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, 237 ff.; ders., in: KK – WpHG, 2. Aufl. 2014, § 15 Rn. 238 ff.

[104] Klöhn, in: KK – WpHG, 2. Aufl. 2014, § 13 Rn. 53; Klöhn, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, 2018, Art. 7 Rn. 57; vorher schon Klitzing, Ad – hoc – Publizität, 1999, 88; unverbürgte Nachrichten von unsicherer Zuverlässigkeit; Fleischer/Schmolke, AG 2007, 841 (842); Ungewissheit über seinen Wahrheitsgehalt. S. auch Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechtshandbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 50. Different views; Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Art. 7 MAR Rn. 35.

[105] ESMA, Final Report – Draft technical standards on the MAR v. 28.9.2015, ESMA/2015/1455, 53, Rn. 242: “如果保密性不能够得到继续维持,包括存在足够精准的关于信息泄露的传闻,无论这种违反保密义务的行为是源自何处,发行人必须披露内部信息(第17条第7款)。” BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von und Umfang mit Insiderinformationen (FAQs) v. 31.1.2019, 6, Rn. III. 3; zustimmend Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2020, Art. 17 MAR Rn. 138. Ähnlich Seibt/Wollenschläger, AG 2014, 593 (600) mit der Vermutung, dass sich das Gerücht auf die Insiderinformation stützen muss; Klöhn, AG 2016, 423 (431); Veil/Brüggemeier, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2018, § 10 Rn. 131; Pfüller, in: Fuchs, 2. Aufl. 2016, § 15 Rn. 148.

传闻具有较高的准确度和实质内容?^[106]或者相关传闻包含了一项事实的核心抑或应当认真对待的核心内容?^[107]在下文中,笔者将对作为检索调查义务组成部分的各个步骤进行探讨,不确定的情况下该义务时间上先于临时公告。这些义务均属于董事的法律义务,并(其不履行)可以构成《股份公司法》第93条意义上的(董事)“违反义务”。

(二)上市公司的调查义务和信息披露义务

1. 扩大信息渠道,涵盖做空者、调查性报道和吹哨人的质疑

第一步要做的是扩大信息来源,并拓宽信息范围。在德国和欧洲层面上,对于如何应对做空者的问题仍然缺乏明确的规定。(关于企业的)负面的传言可能来自外部,正如近年来众多的卖空攻击,但也可能出自一些调查性新闻报道。Wirecard案就是能够说明这一问题的典型:来自外部的信息被置之不理,甚至被极力打击。在美国,作为监管机构的证券交易委员会已经明确认可了做空机构的积极作用。这些机构能够帮助负面的传闻更加快速地流向市场,从而降低市场上的信息不对称。^[108]这同样适用于吹哨人。揭露刑事犯罪行为的吹哨人并不

[106] Retsch, NZG 2016, 1201 (1205); ihm folgend Veil/Brüggemeier, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmisbrauchsrecht, 2018, § 10 Rn. 131. Kritisch aber „präzise, wenn präzise...“. Polemisch Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2020, Art. 17 MAR Rn. 138 (同前注[1]), „Was soll das sein?“

[107] Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechtshandbuch, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 50; Buck – Heeb, in: Assmann/Schütze/Buck – Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2020, § 8 Rn. 64.

[108] SEC Order Halting Short Selling in Financial Stock v. 19. 9. 2008, 2008 – 211 sowie SEC, Statement of Securities and Exchange Commission Concerning Short Selling and Issuer Stock Repurchases v. 1. 10. 2008, 2008 – 235: “欧盟委员会注意到,卖空行为基于各种原因在资本市场中发挥着重要作用,包括有助于有效的价格发现,减轻市场泡沫,增加市场流动性,推动融资,促进对冲和其他风险管理活动以及(重要的)限制推高股价的市场操纵。” s. auch Hazen, The Law of Securities Regulation, 2009, § 6. 2. (8); Palombo, Brook. L. Rev. 75 (2010), 1447 (1458); Bonser, Fordham J. Corp & Fin L. 22 (2017), 328; s. Möllers, NZG 2018, 649 (650); Bayram/Meier, BKR 2018, 55 (56); Wentz, WM 2019, 196 (197); Commandeur, AG 2020, 575 Rn. 8.

是“叛徒”，尽管其违背了对雇主的忠实义务可能被解雇。^[109]相反，吹哨人力挺监督机构的工作，更像是一位应得到嘉奖的英雄。相较于德国以往的立法，欧盟法的规定更全面，因为它对吹哨人提供了切实的保护。具体规定详见欧盟第 2019/1937 号《吹哨人指令》。^[110]根据《吹哨人指令》第 7 条第 2 款和第 10 条的规定，吹哨人可以直接向政府部门求助。^[111]非常正确的是强调以下一点，即通过独立的成员国层面立法从根本上重塑吹哨人的法律地位。良好的公司治理需要建立内部举报机制，以便更好地调查和应对传闻。^[112]这是上市公司健全有效的合规部门的目的。同时，也必须设立起相应的监督举报部门。对此，对反垄断法的经验纵览可以更好地说明这一点。博弈论已充分表明，为了打破卡特尔垄断下（各方主体）的沉默，必须设置激励机制。^[113]宽恕规则是很常见的工具；同样，对吹哨人的奖励也屡见不鲜。^[114]如今，欧盟《市场滥用条例》第 32 条也规定了建立有效机制来举报违反该法行为的义务。^[115]然而，有太多的规则被规定为任意性条款，这又与实现公平竞争环境的目的相悖。^[116]在德国，立法者是否可以像《证券交易法》（SEA）第 21F 条规定的那样，以经济激励措施积极引导举报行为，目前

[109] 关于向雇主求助的义务，参见 § 17 Abs. 2 S. 1 ArbSchG；BAG，Urt. v. 15. 12. 2016 – 2 AZR 42/16 – NZA 2017, 702 (Rn. 15 ff.)。

[110] Whistleblowing – RL (EU) 2019/1937 v. 6. 11. 2019, ABl. Nr. L 305, 17.

[111] Garden/Hiéramente, BB 2019, 963 (964)；Sonnenberg, BB 46 (2019), I；Schmolke, NZG 2020, 5 (9 ff.)。

[112] Art. 8 Abs. 1 Whistleblowing – RL (EU) 2019/1937 v. 6. 11. 2019, ABl. Nr. L 305, 17.

[113] Holler/Illing/Napel, Einführung in die Spieltheorie, 8. Aufl. 2019；Möllers, Juristische Methodenlehre, 4. Aufl. 2021, § 5 Rn. 152 ff.

[114] Zum Kronzeugen s. Mitteilung der Kommission über den Erlass und die Ermäßigung von Geldbußen in Kartellsachen, Abl. Nr. C 298 v. 8. 12. 2006, 17；umfangreich jetzt die Kronzeugen – RL (EU) 2019/1 v. 11. 12. 2018, ABl. Nr. L 11, 3. Auf nationaler Ebene s. Bekanntmachung des BKartA Nr. 9/2006 v. 7. 3. 2006 über den Erlass und die Reduktion von Geldbußen in Kartellsachen – Bonusregelung –, abrufbar unter www.bundeskartellamt.de (abgerufen am 2. 2. 2021) und § 33e Abs. 1 GWB.

[115] 德国法还引入了《德国金融监管法》第 4d 条。

[116] 例如，《市场滥用条例》第 32 条第 4 款规定：“成员国可以引入。”

仍是未知数。^[117] 归根究底,这需要对做空者和吹哨人进行全面的重新评价。要做到这点,就必须首先能获得这两类群体提供的传闻。

2. 对具有可信度传闻进行分析的义务

作为第二步,要求对市场上存在的传闻进行实质性的分析和研究,即要么予以认可,要么否定其真实性。那么,我们如何有效防止做空机构制造和散布毫无根据的“假消息”(fake news),并迫使公司承担本可以节约的成本呢? 传闻越是可信,越是有根据,公司就必须付出更大的努力去确认或者否认其真实性。需要考量的表征或线索包括消息来源的声誉如何以及相关负面指控的实质性内容,即说理论证的深度。就内容而言,传闻除了要有一定的可信度,还必须建立在合理的,即可考究的基础之上。为此还需要参考从一个理性第三人的角度,是否会继续对传闻予以跟进核实。分析传闻的义务意味着上市公司需要对传闻进行调查,例如,以获取特别鉴定报告的形式获得关于传闻的另一种意见。特别鉴定报告可以通过以下方式发挥充分效果,即第三方能够快速确认传闻涉及数据的准确性(如新近的 Grenke 案那样)。^[118] 具体而言,良好的公司治理和企业合规要求企业相关部门对负面指控进行调查。如果有必要,可以通过赋予监事会自身监督权来优化相应的监督工作。监事会和审计师都应当与公司员工当面交流,并有权对审计、合规和举报系统等内部监督部门进行调查。^[119]

《金融时报》和德国的商业报刊都曾针对 Wirecard 财务报告造假进行过报道。记者马科库姆在《金融时报》的 16 篇报道中具体而有根据地证实了 Wirecard 公司财务报告的错误,^[120] 从而产生了高度可信的

[117] Pfeifle, Finanzielle Anreize für Whistleblower im Kapitalmarktrecht, 2016. Schmolke, ZGR 2019, 876 (918) und Dzida/Granetzny, NZG 2020, 1201 (1206) regen Prämien an, wenn der Arbeitnehmer zuerst das unternehmensinterne Hinweisgebersystem nutzt.

[118] Zu KPMG, Warth & Klein Grant Thornton und Standard & Poor's s. Giersberg, Gutachten stützen Grenke, FAZ v. 18. 12. 2020, 23.

[119] S. hier zu den geplanten Änderungen in §§ 93, 100, 107 AktG – E im RefE (Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität [Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz – FISG]); BGBl. Nr. 30, S. 1534; zustimmend Arbeitskreis der Bilanzrechtsprofessoren (AKBR), Stellungnahme zum FISG, III. 1.; abrufbar unter [www. bmf. de](http://www.bmf.de) (abgerufen am 2. 2. 2021).

[120] 同前注[9]。

财务造假表征或线索。Wirecard 公司不应忽视这一负面报道,并且必须实际调查这些指控。但是,像 Zatarra 研究报告那样,如果相关信息的内容有证据表明是伪造的并且研究报告作者也没有透露,那么企业应当作出相反的决策。^[121] 也就是说,Wirecard 不必对此类报告采取应对措施。

3. 企业对有充分可信度之传闻承担应对义务的范围

如前所述,上市公司必须第一步要获知传闻的存在,进而第二步再分析和研究这些传闻,然后,作为第三步对有根据的传闻采取应对措施。足够准确的传闻导致临时公告义务的产生。那么,传闻何时才是足够精确的呢? 欧盟《市场滥用条例》立法理由第 15 项中作为示例提到了信息来源的可靠性这一表征。可想而知这是远远不够的。除了信息的来源之外,传闻本身还需要满足一定条件。内容上,相关传闻不仅要有一定程度的可信性,更要基于合理的,也就是符合惯常逻辑的考量。^[122] 结果上,在对传闻进行澄清的过程中,这仅是一个对所有参与主体来说可期待和显而易见的行为。这些标准可以用来评估传闻(事件)发生的概率是否增加,或者相反,内幕消息(事件)的不确定性是否降低。^[123] 与之相反,传闻如果不经具体步骤佐证,仅是单纯主观的判断,则是不精准的。^[124] 作为结论,最终取决于传闻是如何说理论证并令人信服。因此,对传闻进行实质性的应对属于董事会的义务。这符合资本市场法的立法目的。此外,因为如此会降低投机活动,所以经济上更加有效率。其底层逻辑还是这一原则,即公司是本身信息的垄断者,^[125] 对企业自身的信息拥有控制权。^[126] 原则上,金融中介机构也依赖企业提供的信息。通过信息垄断,企业自身享有一种信息优势,而市场参与者则处于一种信息劣势地位。(传闻)涉及的企业应当通过真

[121] 同前注[12]。

[122] 参见本文第二(二)部分和前注[107]。

[123] 格伦德曼(Grundmann)所称的“声明所具有充分程度的客观可靠性”较为温和。See Grundmann, in: GK – HGB, Bankvertragsrecht, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rn. 344.

[124] 同上, Rn. 344。

[125] 同前注[51]。

[126] 类似观点见 Klöhn 文(同前注[60]), 243: 发行人仅需付诸较低的成本对传闻的可能性做出可靠声明。

实的消息来抵抗假消息。

数年来,Wirecard 董事会主席布朗频繁通过媒体采访、新闻声明、推特和临时公告等渠道来影响公司股价,而德国金融监管局并未加以阻止。^[127] 他通过社交媒体发布的推文或者临时公告来传达“一切都会好起来的”的信息是法律不允许的。欧盟《市场滥用条例》第 17 条第 1 款第 2 项第 2 句禁止将某些公关措施作为临时性公告进行发布。原《德国证券交易法》第 15 条第 2 款第 1 句曾明确规定,禁止发布不含内幕信息、无关紧要的公关新闻。^[128] 根据欧盟《市场滥用条例》第 17 条第 1 款第 2 项第 1 句的规定,信息的发布应当如此准备,从而让公众认为该信息是“准确和及时”的。从这一禁止性规定中,可以引申出针对不重要信息的一般性披露禁止义务,进而发展出“信息过量禁止”(information overkill)的义务。^[129] 在 Wirecard 案中,布朗(通过社交媒体和临时公告)发布的信息是误导性和不准确的信息。

(三) 监管机构调查冲突信息的义务

在 Wirecard 案中,德国金融监管局不得不背负“瞎了一只眼”的骂名,因其只将矛头对准做空者,却不去调查有关 Wirecard 财务造假的指控。未来有必要要求监管部门对具有合理性的传闻进行调查的义务。通过这种方式可以防止金融市场遭受损害。要做到这一点,监督机构也必须自己进行分析和探讨。如果监管机构不具备分析相关传闻所需的专业知识,则应当求助于专业力量。对此,委托专业人士制作一份特别鉴定报告是正确的方法。会计法上设置的两阶段程序在此显得过于迟缓。监管机构应在第一时间有权自行启动特别审计程序,或者将已经启动的特别审计计划归自己主导。^[130] 在 Grenke 案中,由于整个康采

[127] 同前注[22]。另外,在美国,当(特斯拉当时的首席执行官)马斯克(Musk)不准确他表示他计划私有化特斯拉时,美国证券交易委员会的反应非常高效。“法院批准了马斯克与美国证券交易委员会的和解协议”。See Automotive News Europe, 1.5. 2019, 18:08, <https://europe.autonews.com/automakers/judge-approves-musk-sec-settlement> (abgerufen am 2. 2. 2021); Möllers, The International Lawyer 53 (2020), 91 (92 f.).

[128] Pfüller (同前注[105]), § 15 Rn. 397 f.

[129] So überzeugend Grundmann (同前注[123]), Rn. 520.

[130] Loy/Steuer, KoR 2020, 413 (421 f.).

恩属于《德国金融机构法》(以下简称《金融机构法》)的适用范围,德国金融监管局得以依据《金融机构法》第 44 条第 1 款第 2 句的规定依职权委托特别鉴定意见。^[131] 新颁布的《德国金融市场诚信强化法》力图将监督机构的这一特别审查权扩展适用到所有上市公司。^[132] 在此背景下,监督机构有义务积极采取(积极)行动。这意味着,监管机构并不享有自由裁量权来决定对传闻置之不理。换句话说,不作为则构成违反法定义务。

(四) 披露禁令作为阻止虚假信息工具

1. 证券服务机构:“了解你的产品”义务与推荐禁令(《证券交易法》第 63 条)

与上文论述的法律义务不同,金融中介机构自身首先并不承担分析义务,因为他们可以自己决定将哪些企业作为分析对象。然而,在投资顾问积极推荐某种金融产品的情况下,就要另当别论了。根据《证券交易法》第 63 条第 5 款的规定,证券服务机构必须充分了解其提供或推荐的金融产品。^[133] 与上述观点相反,即便在欧盟《金融工具市场第二指令》已经颁布的情况下,Bond 案判决中的民事规范依然适用。原因在于,欧盟法至今并未对民事责任问题进行统一规定。^[134] 因此,

[131] S. Kröner/Holtermann, Bafin zieht Bilanzprüfung von Leasingfirma Granle an sich, Handelsblatt v. 30.9.2020.

[132] 参见新修订后的《德国证券交易法》第 107 条第 5 款、第 7 款,第 108 条第 1~3 款,见《德国金融市场诚信强化法(政府草案稿)》第 1 页:“德国金融监管局需要具备对所有面向资本市场的企业进行审查的权力,包括对第三方的问询权、调查取证的可能性以及比以往更早地告知公众其对财务会计报告的审计方法与方法的权力。”Zustimmend AKB, Stellungnahme zum FISG, I. 1. (同前注[119])

[133] Rothenhöfer, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts – Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 63 WpHG Rn. 17. KK – WpHG/Möllers, 2. Aufl. 2014, § 31 Rn. 99 ff.; Möllers/Puhle, JZ 2012, 592 ff.; Fuchs, in: Fuchs, WpHG, 2. Aufl. 2016, § 31 Rn. 275; Edelmann, in: Assmann/Schütze/Buck – Heeb (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2020, § 3 Rn. 20 f.; Kern, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried (Hrsg.), Bank – und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, Ziff. 17.52 ff.

[134] OLG Düsseldorf, Urt. v. 16.12.2010 – I – 6 U 200/09 – WM 2011, 399 (400); Poelzig, ZGR 2015, 801 (814); Koller, in: Assmann/Schneider/Mülbert (同前注[104]), § 63 WpHG, Rn. 11; Rothenhöfer (同前注[133]), § 63 WpHG Rn. 13; Fuchs (同前注[133]), vor § 31 Rn. 84. 其他学者的不同观点,同前注[90]。

“了解你的产品”这一分析和研究义务依然被视为民事义务。值得认可的是,德国联邦最高法院在 Bond 案判决中强调,在投资咨询合同的框架下,如果咨询机构将未充分分析的风险转嫁给客户,那么其作为受托方未尽到合同要求的忠诚义务。如果投资顾问未能履行(对金融产品的)分析义务,那么产生一种推荐禁令:禁止其推荐该金融产品。^[135] 这一规定也与美国法相类似,后者也认可一项类似的法律制度(“了解你的证券”)。^[136] 在此制度的框架下也规定了推荐禁令。

2. 投资建议的可理解性

《市场滥用条例》施行以来,金融分析被界定为“投资建议”,那么,对此法律适用状况又如何呢?^[137] 投资建议涉及的是未来,而没有人能够预测未来。^[138] 正因如此,90% 的投资建议在事前看来都具有合理性,即使事后表明之前的预测并未实现。从 2019 年起,投资建议必须在德国金融监管局管理的登记簿上进行记载;通过登记可以确认作出投资建议的主体,并在投资建议是匿名的情况下,由德国金融监管局向公众发布警示。^[139] 此后,德国金融监管局已经首次针对一些投资建议发布警示。^[140] 当然,这种形式审查只能作为将违法投资建议挡在市场外的第一步。此外,如果投资建议传播了明显不实的信息,或者在有疑问的情况下,没有指明存在的疑点,或者内容难以理解,那么该投资建

[135] BGHZ 123, 126 (131): “如果银行担忧基于从外国获取信息而产生的高额成本和获得瑕疵信息风险,那么必须避免做出(推荐购买的)投资建议,并相应地回答客户关于该债券的问题,以及向客户提示其无法评估外国发行人信用状况而可能引发的风险。银行不能将自身疏忽导致的后果转嫁给信赖其专业咨询建议的客户。”

[136] SEC v. Dain Rauscher, Inc., 254 F.3d 852, 9th Cir. 2001: „A securities professional has an obligation to investigate the securities he or she offers to customers“; Hazen, The Law of Securities Regulation, 2017, § 14.25.

[137] Vgl. Art. 20 i. V. m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR Nr. 596/2014 und § 85 WpHG.

[138] „Prediction is very difficult, especially about the future.“

[139] 参见《德国有关证券交易法》第 86 条第 1 款。

[140] 《德国有关证券交易法》第 86 条、第 6 条第 9 款。值得关注的是,这里涉及的原始性的成员国国内法。至于是否违反《市场滥用条例》的规定,参见 Veil, in: FS Bergmann, 2018, 765 (773 ff.); Fett, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktsrechtskommentar, 5. Aufl. 2020, § 86 Rn. 1.

议的内容也是违法的。^[141] 欧盟《第 2016/958 号委托条例》^[142] 第 3 条第 1 款第 c 项要求信息来源的可靠性,或在有疑问的情况下,表明信息来源的真实性。^[143] 此外,根据该条例第 3 条第 3 款的规定,投资建议必须应监管机构的要求进行说理论证。客观上不正确的投资建议包括单方面的积极或者消极推荐并且隐藏彼此冲突的考量,从而关于企业信息的质疑无须被公开披露。

在 Wirecard 案中,《金融时报》的持续报道使人们对 Wirecard 的财务会计报告抑或安永出具的无保留意见产生了怀疑。作为最著名的国际商业报纸之一,《金融时报》的相关消息来源也佐证了这些传闻,并在长达数个月的时间里通过多篇新闻文章和附录文件进一步深化和具体化指控的内容。这与以匿名方式作出的投资建议截然不同。投资建议理应指出相关的疑点;倘若这些投资建议做到了这一点,就不可能在破产前不久依然宣称 230 ~ 270 欧元/股的目标。这种情况之所以能够发生,是由于投资分析师们在其投资建议中完全忽视了此前的传闻以及相关的特别鉴定意见。^[144] 或者作为替代方式,投资分析师们本可以选择放弃提出投资建议或发表明确的抛售建议。值得关注的是,在 Wirecard 案中,至少有部分投资分析师在毕马威的鉴定意见报告做出之后大幅度地减少了(对 Wirecard 股票的)投资建议。^[145] 上述考量的基础是,金融中介机构因具备专业知识而享有(投资者的)高度信赖。^[146]

[141] Vertiefend Möllers, NZG 2018, 649 (652); vorher bereits Möllers, in: KK – WpHG, 2. Aufl. 2014, § 34b Rn. 135 – 194.

[142] Delegierte VO (EU) 2016/958 v. 9. 3. 2016 zur objektiven Darstellung von Anlageempfehlungen, ABl. EU 2016 L 160/15.

[143] Möllers, NZG 2018, 649 (651); zutreffend auch Fett (同前注[140]), § 85 WpHG, Rn. 46.

[144] 关于德国商业银行(Commerzbank)的投资建议,参见 Baader und Hauck & Aufhäuser, 同前注[34]。

[145] 例如,2020 年 5 月 4 日汇丰银行将目标股价从 210 欧元降至 105 欧元,2020 年 4 月 28 日,NordLB 银行将目标股价降至 102 欧元:“基本问题仍未解决。”

[146] 同前注[88]。Möllers, in: KK – WpHG, 2. Aufl. 2014, § 34b WpHG, Rn. 1 ff.

四、实施机制

(一) 法律至关重要:法律作为信赖保障的工具

欧洲正在与美国和中国竞争。当今世界最大的 20 家公司中,大多数都来自美国或中国。^[147] 尤其是信息技术、人工智能和自动驾驶等现代科技领域,欧洲正在拼命地追赶中美。形成这一差距的原因之一是欧洲的资本市场投资者向初创企业提供的风险资本太少了。^[148] 对于参与股市的证券交易而言,维护投资者的信赖是非常重要的保障目标。^[149] 市场交易主体必须有理由相信自己原则上得到平等对待,即没有部分市场参与者因内幕信息或操纵市场而获取经济利益,并导致其他市场参与者利益受损。若缺乏规范体系或其不能够得到有效实施,“狂野的西部做派”(wildwest – methoden)就会盛行,市场参与者会远离股票市场。法律发挥着双重作用:作为一种强制性规定,它强制性地要求(特定主体)采取某种积极行为或禁止某种行为。^[150] 法律必须具有威慑力,以防止证券交易市场上的非法内幕交易和操纵市场行为。^[151] 因此,法律实施对于建立信赖来说是不可或缺的——法律或者

[147] Es finden sich nur zwei europäische Unternehmen (Nestlé und Roche Holding) darunter, FAZ v. 8. 7. 2020, 21.

[148] Lamfalussy u. a., Lamfalussy Schlussbericht v. 15. 2. 2001, 15; abrufbar unter <https://docplayer.org/12130686-Schlussbericht-des-ausschusses-der-weisen-ueber-die-regulierung-der-europaeischen-wertpapiermaerkte.html> (abgerufen am 2. 2. 2021).

[149] 例如,参照《市场滥用条例》第 1 条“增强投资者信心”。关于各种保护目的,参见 Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, 51 ff.; EuGH, Urt. v. 10. 5. 1995 – C – 384/93 – EU; C:1995:126 – Rn. 42 – Alpine; Fleischer, Gutachten zum 64. DJT, 2002, F 20; Möllers, AcP 208 (2008), 1 (8); Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2015, § 1 Rn. 17。

[150] 关于法律对行为调整的作用,参见 Austin, Lectures on Jurisprudence on the Philosophy of Positive Law, Vol. I, 1885, 90, 94; Möllers (同前注[3]), § 2 Rn. 7 ff.。

[151] 关于威慑作用,参见 Mataja, Das Recht des Schadensersatzes vom Standpunkte der Nationalökonomie, 1888, 19 ff.; Möllers (同前注[3]), § 5 Rn. 142 ff.。

更加准确地说法律的实施至关重要。^[152] 现在普遍达成的共识是,规范的有效实施与证券交易所的成功是密切相关的。^[153]

美国和中国推行的相关规定无疑比欧洲更加严格。在美国,出现这一情况的原因是,(对证券不法行为的)民事惩罚是通过集团诉讼进行的,来自监管部门的巨大压力促成了诉讼当事人之间达成和解。^[154] 在中国,国家对于经济活动拥有强大的影响力,能够相对容易地对企业进行干预。通过贯彻落实中国共产党的权力集中原则,国家的“有形之手”和市场的“无形之手”相结合,成为一种独特的体系。^[155] 虽然美国的证券交易所仍然走在世界前列,但我们不能直接照搬美国的模式。在欧洲占主导地位的比例原则和无罪推定等刑法原则阻碍了继受惩罚性损害赔偿或者强制性的公法和解制度。^[156] 欧洲对分权和法(权)有

[152] BMF(同前注[4]), 1(3):“同样至关重要的是,要切实有效地追究、惩罚违法主体及从违法行为中获利的企业。这是增强投资者信心、保障金融市场信誉以及稳固银行、保险公司和其他金融服务提供商工作岗位的必由之路。”

[153] La Porta/Lopez – de – Silanes/Shleifer/Vishny, J. Fin. 52 (1997), 1131; dies., J. Pol. Econ. 106 (1998), 1113 (1140); dies., J. Fin. 55 (2000), 1 (5 ff.); Modigliani/Perotti, Int. Rev. Fin. 1 – 2 (2000), 81 ff.; Black, UCLA L. Rev. 48 (2001), 781 (834 ff.); La Porta/Lopez – de – Silanes/Shleifer, J. Fin. Econ. 61 (2006), 1; Jackson/Roe, J. Fin. Econ 93 (2009), 207; Coffee, J. Corp. L. J. 25 (1999), 1 (2); ders., U. Penn. L. Rev. 156 (2007), 229; Bhattacharya/Daouk, Rev. Fin. 13 (2009), 577 (578). Zur Diskussion in Deutschland, s. Möllers, AcP 208 (2008), 1 f., Klöhn, in: Schulze (Hrsg.), Compensation of Private Losses, 2011, 179 ff.; Poelzig, Normdurchsetzung durch Privatrecht, 2012, 361 ff.; dies., ZGR 2015, 801 (817 ff.); Wagner, in: FS Köndgen, 2016, 649 (673); Maume, ZHR 180 (2016), 358 (361 ff.).

[154] Möllers/Pregler, ZHR 176 (2012), 144 (146, 151 ff.). Zu dem Vergleich der USA im Rahmen des VW – Diesel – skandals, s. etwa Schmitz, in: Gsell/Möllers (Hrsg.), Enforcing Consumer and Capital Markets Law. The Diesel Emissions Scandal, 2020, 339 ff.

[155] Baron/Yin – Baron, Die Chinesen. Psychogramm einer Weltmacht, 7. Aufl. 2019, 265. Zum Prinzip der Gewaltenkonzentration, s. Pißler, RabelsZ 80 (2016), 373 (392 f.).

[156] 参见 Gsell/Möllers, in: Gsell/Möllers (Hrsg.), Enforcing Consumer and Capital Markets Law, 2020, 465, 467 f. 以及前注[154]。

不同的理解。^[157] 由于欧洲缺乏类似的法律工具,或者这些工具明显较弱,欧洲的立法者必须寻找另外一种解决方案。否则的话,欧洲的股票市场很有可能更加落后于美国纽约、中国上海或香港的股票市场。这样的话,在环境保护、信息技术或人工智能领域的新发展所需的风险资本就会很少,就如同股票作为私人养老准备金的高收益资产类别中的情形一样。^[158] 在此意义上,有意义的方式是对不同法律工具进行良好的结合来消除可能的劣势,通过这一方式来实现有效的行为调整功能。^[159]

(二) 公共实施机制的优化要求

1. 对监督机构的监督

众所周知,通过采取所谓“拉姆法卢西流程”(Lamfalussy – Verfahren)大幅度地扩张了欧盟金融服务立法的规模。通过对三个层面规范的融合与统一,欧盟立法者力图对所有具体问题进行了澄清。^[160] 在此意义上,“拉姆法卢西流程”有一个正确的核心内容:原则上,监督机构可以快速作出决定。基于行政诉讼法所规定之“调查原则”的要求,监管部门必须依职权对事实进行调查和判定。由司法机关对特定问题予以

[157] 关于在德国拒绝引入惩罚性损害赔偿,参见 BGHZ 118, 312 – punitive damages. In Europa wurde punitive damages nicht in die Kartell – Schadensersatzklagen – RL 2014/104 v. 26. 11. 2014, ABl. Nr. L 349, 1 übernommen, s. Art. 3 Abs. 3 und ErWG 13 S. 3. Vergleichbares gilt für die RL (EU) 2020/1828 über Verbandsklagen zum Schutz der Kollektivinteressen der Verbraucher v. 25. 11. 2020, ABl. Nr. L 409, 1, s. ErWG 10 S. 2 und ErWG 42 S. 3.

[158] Greenwood/Smith, J. Econ. Dynamics & Control 21 (1997), 145; Möllers, AcP 208 (2008), 1 (4, 7); Grundmann, in: GK – HGB, Bankvertragsrecht, 5. Aufl. 2017, 6. Teil Rn. 8 f.; zum Funktionenschutz s. Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Oulds, Bank – und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, Rn. 11. 53 ff.; Buck – Heeb, Kapitalmarktrecht, 10. Aufl. 2020, Rn. 2. Instrukтив etwa Deutsches Aktieninstitut (DAI), Lebensstandard im Alter sichern – Rentenlücken mit Aktien schliessen, Dezember 2016.

[159] Poelzig, ZGR 2015, 801 (821).

[160] Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, WpHG, 4. Aufl. 2006, Vorwort; Mülbert, ZHR 176 (2012), 369 f.; Möllers, ZEuP 2018, 325 (330 ff.); ausführlich ders., in: FS 25 WpHG 2019, 19 (24 ff.), Veil, in: FS K. Schmidt, 2019, 571 (574).

澄清的缺点是,其程序对于股市来说太迟缓了。如果法院需要十年或更长的时间来认定一项行动是否合法,显然太迟了。此外,就私人主体而言,实践中往往存在他们根本不想起诉的风险。因无罪推定原则的要求,提起刑事诉讼必须具备完全证据(不存在合理怀疑)。这些都构成对监管机构进行监管的重要理由。为使监管机构的工作更加高效,应当符合以下4个方面的要求:在合规组织结构要求扩大的情况下,监管机构的权限也应当扩大。在过去的30年里,德国一直在致力于改善公司治理结构和合规结构。然而,公司法作为企业法在结构上面临限制。在不确定的情况下,(股东)查阅特别审计报告的知情权或监事会对董事会成员的损害赔偿请求权必须让位于企业利益(Unternehmensinteresse)。^[161]此外,还有一个难题,即损害赔偿请求权以及《公司治理准则》的规则仅在有限的范围内能够主张。^[162]德国金融监管局应当作为将来新引入之监督义务的实施主体:内容上,不仅是一项特别审计,而且还是对相应的合规结构的审查。^[163]此外,欧盟是否应对追究内幕交易和操纵市场的行为享有管辖权值得进一步探讨。(欧盟享有管辖权)的优势是,有可能在欧盟范围内创造公平竞争的环境和强有力的实施机制。譬如,一支欧盟层面的执法力量将负责应对做空机构的操纵市场行为。^[164]欧洲反垄断法在这里可以再次发挥样本的功能。

2. 避免利益冲突和责任豁免的取消

(作为改进措施的)第三项要求则是必须注重资本市场法一项重

[161] Grigoleit/Rachlitz, in: Grigoleit, AktG, 2. Aufl. 2020, § 142 Rn. 24, 31.

[162] Der Aufsichtsrat kann zwar wegen Unterlassen gem. §§ 116, 93 AktG verklagt werden, darf aber das Unternehmensinteresse mitberücksichtigen, etwa wenn er es unterlässt, Ansprüche gegen den Vorstand geltend zu machen, BGHZ 135, 244 (255 ff.).

[163] 同前注[119]。

[164] Merkt, Gutachten zum 64. DJT, 2002, G 125; Hopt, NZG 2009, 1401 (1404); Möllers, NZG 2010, 285 (289); ders., NZG 2018, 649 (654); ders., in: FS 25 Jahre WpHG, 2019, 19 (33 ff.); jetzt auch AKBR, NZG 2002, 938 (945); Kraanken/Langenbucher, Working Paper; The Wirecard lessons: A reform proposal for the supervision of securities markets in Europe, SAFE Policy Letter No. 88, Juli 2020; Angeloni, Wirecard scandal raises need for common EU market rules, SAFE Policy Blog, 2.7.2020; hierzu auch Loy/Steuer, KOR 2020, 413 (422).

要调整工具,并将其拓宽至其他市场参与者,这一工具便是避免利益冲突规则。^[165]在对金融中介机构的规范中就已经发现了该工具的使用。但是,如果中介机构负有避免利益冲突的法律义务,那么,监管机构应当更加如此。因此,应当禁止监管机构工作人员交易其所监督企业的证券。^[166]这一项措施目前也确实得到落实。^[167]最后,作为第四项改进措施,监管部门享有的责任豁免特权难以令人信服,因为这一规则起到反作用。不负责的人工作就不勤勉尽心。他们必须对自己的重大疏忽负责。^[168]

(三)民事司法控制

1. 事后控制和追究民事责任的必要性

欧盟层面通过“拉姆法卢西流程”达到的规范密度正在达到极限。这不禁让普鲁士国王腓特烈二世试图通过《普鲁士一般邦法》及其17000个条款规范所有生活关系。^[169]前述从资本市场法角度对传闻进行界分的尝试表明,欧洲证券与市场管理局和德国金融监管局也很难进行适当的具体化。^[170]相反,制定《欧洲资本市场法典》的时机是否已经成熟呢?^[171]这是值得怀疑的。就此目的而言,立法技术上成本太

[165] Vgl. ErwG 71, 74 und Art. 24 Abs. 1 MiFiD, ErwG 10, 16, 22, 27, 30 und Art. 1 S. 2; Art. 6, Anh. 1 RatingVO (EG) NR. 1060/2009, Art. 22 Abs. 1 UAbs. 3 Änderungs – RL 2014/56/EG über Abschlussprüfer. Als allgemeines Rechtsprinzip s. Möllers, in: FS Hopt, 2010, 2247 (2250).

[166] 同前注[41]。

[167] See <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/boerse-inside/finanzaufsicht-bafin-mitarbeiter-duerfen-aktien-aus-der-finanzbranche-nicht-mehr-privat-handeln/26237298.html?ticket=ST-2279461-DRNIBAE9g3SbW4CUxjfm-ap3> (abgerufen am 2.2.2021).

[168] Ebenso AKBR (同前注[119]), I. 6., abrufbar unter www.bmf.de (abgerufen am 2.2.2021). 由此可见,重大过失是指,客观上对法律义务的严重违反,与之相联系的是主观上无论如何不能谅解过错的义务违反,其过错程度远远超过简单过失,参见 vgl. Schaub, in: Online – GK – BGB, Stand: 1.12.2020, § 276 BGB Rn. 92 m. w. Nachw.

[169] Möllers, in: FS 25 Jahre WpHG, 2019, 19 (24).

[170] 详见前注[106]。

[171] 对于这样一部囊括了欧洲资本市场法律规定的法典,参见 Veil, in: FS K. Schmidt, Bd. II, 2019, 571 (573); ders., in: FS 25 WpHG, 2019, 87 (98)。

高,^[172]法律的质量也过于低下。^[173]

在有疑问的情况下,欧洲法院对资本市场法进一步具体化是有意且必要的。这同样适用于针对非法的投资建议存在的法律漏洞,或者对“了解你的产品”义务的具体化。^[174]在诉讼程序方面,正如卡特尔法中的规定,有必要建立一个统一多层次诉讼机制。在德国,如果法律的救济途径因为联邦最高法院和联邦行政法院都具有管辖权而被分割开,那么是非常遗憾的。^[175]由此可见,欧盟诉讼法的规定更为先进,因为欧洲法院总是能够通过初步裁决程序作出裁判。此外,监管机构知晓一些不法行为,所以通过私人执行(private enforcement)可以更加有效。原因在于,潜在的“监督者”数量非常多。监狱监管机构人手总是不足,而采取私人执行不可或缺。^[176]此外,(证券法的)私人执行有一个重要的补充功能,即能够弥补立法机关和行政机关留下的漏洞。假若像 Wirecard 案一样,监管部门对于明显违法的行为视若无睹,不进行责任追究,民法上私人执行也可以弥补这一不足。在德国侵权法中,(民法)对公法规范的补充功能明确地得到认可,以便能够弥补责任漏洞。^[177]因此,有必要以合理的方式将民法私人执行机制与公法执行更好地结合起来。这一点也体现在欧盟反不正当竞争法中,^[178]在反垄断法中也是如此。特别是,欧洲法院还敦促民事私人执行机制的全面实施。^[179]在德国,在资本市场信息不充分的情况下,基于《证券交易法》第 97 条和《德国民法典》第 826 条的规定而产生的赔偿请求权通常限于消极利益赔偿;原因在于,投资者为了退出必须证明,如果不是因为

[172] Möllers, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, 19 (24 ff.).

[173] Simonis, AG 2016, 651 ff.; Sethe, in: FS 25 Jahre WpHG, 2019, 1171 (1183 f.).

[174] 参见本文第三(四)部分。

[175] Zu dieser Forderung bereits Möllers, NZG 2018, 649 (657).

[176] Jackson/Roe, J. Fin. Econ. 93 (2009), 207 (208); Wagner, in: FS Köndgen, 2016, 649 (673).

[177] BGHZ 139, 79 (83). Vorher schon BGH, NJW 1985, 620 (621); BGH, NJW 1984, 801 (802); BGH, NJW 1987, 372 (373) – m. w. Nachw.

[178] Möllers/Heinemann, The Enforcement of Competition Law in Europe, 2007, 363; 在欧盟成员国中,采取纯民事执法的反不正当竞争法是个特例。

[179] EuGH, Urt. v. 20.9.2001 – C – 453/99 – Rn. 29; EuGH, Urt. v. 13.7.2006 – C – 295/04 – Rn. 39 ff.

信息瑕疵,他本不会购买相应股份。^[180]最后,德国联邦最高法院原则上否定了资本市场法规范具有“保护性法”的属性,并进而否定了援引《德国民法典》第 823 条第 2 款主张损害赔偿的可行性。其否決理由是,引入相应的损害赔偿请求权是立法者(而非司法者)的任务。^[181]相应地,这为立法机关提出要求;这也是因为立法机关不仅可以针对个别问题点状地,而且可以广泛地对整个问题进行立法。

2. 欧盟民事责任法建议极其微弱的实现可能性

在欧盟资本市场法领域,未来需要进一步协调与融合,以便创建民事责任的构成要件。目前出现了两种相对极端的观点。一种观点是,多年来一直存在关于如何规定民事责任构成要件的建议。^[182]在此倾向上,部分学者在现行法(de lege lata)框架下针对特定构成要件已经肯定了一种《德国民法典》第 823 条第 2 款结合欧盟《市场滥用条例》第 15 条意义上的民事责任。^[183]然而,这些观点并未推动任何实践成果的发生。在欧盟法律中,关于民事责任的规则非常稀少。民事责任条款仅在以下法律文件中得到体现:欧盟《透明指令》(Transparenz – RL)。^[184]

[180] BGHZ 160, 134 = NJW 2004, 2664 (2667); BGH, NJW 2001, 2450 (2453); ausführlich Möllers/Leisch, in: KK – WpHG, 2. Aufl. 2014, § § 37b, c Rn. 360 ff.

[181] Etwa BGHZ 186, 58 (68 f. Rn. 29) zu § 34a WpHG a. F.); BGHZ 175, 276 (281 Rn. 18) zu § 32 WpHG a. F. ; BGHZ 192, 90 (98 f. Rn. 21) zu § 20a WpHG a. F. Hierzu Möllers/Leisch (同前注[69]), § § 37b, c Rn. 493 ff., 501 ff.

[182] Möllers/Leisch(同前注[69]), § § 37b, c Rn. 70 ff.; etwa Hopt/Voigt, in: Hopt/Voigt(Hrsg.), Prospekt – und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, 1 ff.; Hellgardt, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, 221 ff.; Poelzig(同前注[153]); Franck, Marktordnung durch Haftung, 2016.

[183] S. etwa Hellgardt, AG 2012, 154 (163 ff.); ders., in: Assmann/Schneider/Mülbert (同前注[104]), § § 97, 98 WpHG Rn. 58; Seibt, ZHR 177 (2013), 388 (424 f.); Poelzig, ZGR 2015, 801 (808 ff.).

[184] Art. 7 TransparenzRL 2004/109/EG v. 15. 12. 2004, ABl. Nr. L 390, 38. Zur fehlenden Umsetzung kritisch Möllers, AcP 208 (2008), 1 (29 f.); Mülbert/Steup, NZG 2007, 761 (766); Brinckmann, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014, § 18 Rn. 77; Hellgardt, in: FS 25 Jahre WpHG, 2019, 701 (706). A. A. aber Leenenbach, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2010, Rn. 11.530.

《财务报告指令》(Jahresabschluss – RL)^[185]《招股说明书条例》(Prospekt – VO)^[186]《信用评级条例》(Rating – VO)^[187]以及《金融投资产品关键信息文件条例》(PRIIO – VO)^[188]在很大程度上,这些规范文件仅对“是否”导致民事责任的问题进行了融合与统一,而其他方面仍适用成员国国内法。^[189]究其原因,欧盟认为成员国法之间对因果关系、损害和过失的认定差异巨大。^[190]由于立法传统的不同,规定详细前提条件的民事责任要件是难以实现的。^[191]与之相反,另一种观点则希望放弃任何欧盟法层面的融合与统一努力,将构建民事责任要件规范的任务留给成员国。^[192]如此,将导致成员国法律秩序之间的竞争。然而,将规范民事责任的权力赋予欧盟成员国,会阻碍所期待的公平竞争环境的实现。^[193]

3. 欧盟民事责任规范进一步审慎融合的建议

可见,需要采取一个妥善的中间路线:在欧盟法层面,第一步是要讨论哪些市场参与主体可能成为潜在的责任主体。为此就必须对法律

[185] Art. 50c ÄnderungsRL 2006/46/EG zur JahresabschlussRL 78/660/EG v. 14. 6. 2006, ABl. Nr. L 224, 1.

[186] Art. 11 ProspektVO (EU) 2017/1129 (同前注[98]).

[187] Vgl. Art. 35a Änderungs – RatingVO (EU) Nr. 462/2013 v. 21. 5. 2013, ABl. Nr. L 146, 1.

[188] Vgl. Art. 11 PRIIPVO (EU) Nr. 1286/2014 v. 26. 11. 2014. ABl. Nr. L 352, 1.

[189] S. etwa Art. 7 TransparenzRL (同前注[184]), Art. 50c ÄnderungsRL (同前注[185]), Art. 11 Abs. 1 ProspektVO (同前注[98]): „成员国应确保……“ Ausdrücklich auch Art. 11 Abs. 2, 3 PRIIPVO (同前注[188]) und Art. 35a Abs. 4 Änderungs – RatingVO (EU) Nr. 462/2013 (同前注[187]).

[190] Art. 35a Abs. 4 S. 1 Änderungs – RatingVO (EU) Nr. 462/2013 (同前注[187]): “诸如‘损害’‘故意’‘重大过失’‘合理信赖’‘适当注意’‘效果’‘适当’‘合比例’等术语,在本条中被提及但没有准确定义,应根据适用的成员国法律,按照国际私法的相关规定进行解释和适用。”

[191] So bereits Möllers/Leisch (同前注[69]), § § 37b, c Rn. 82; Veil (同前注[160]), 571 (576).

[192] So als kurzfristige Perspektive Wundenberg, ZGR 2015, 124 (154 ff.); Veil, in: FS K. Schmidt, 2019, 571 (576 f.).

[193] 关于国际私法的相关问题,参见 Lehmann, in: MünchKomm – BGB, Internationales Finanzrecht, 7. Aufl. 2018, Art. 519 ff., 547 ff.; Schäfer, ZGR 2020, 359 (362 ff.).

义务进行具体化。笔者建议,在公司提供虚假信息的情况下,应当规定相应的民事责任规则。对其他市场参与主体来说,需要规范的主要是不作为的问题。譬如审计师,同时也包括明显疏忽大意未能履职的监管机构。在这些情况下如果限缩这些主体的责任范围,^[194]那么会适得其反。如果成员国立法者没有做出相应的规定,那么,引入针对国家责任的请求权则必须依赖欧洲法院在特定情况下进行法律续造。^[195]最后,如果其他金融中介机构没有履行分析义务或违反了前述披露禁令,也应承担民事责任。

作为建议措施的第二步,应当创设责任规范基础。对此,相应的规定应当明显超越欧盟《透明指令》第7条所规定的内容。^[196]也许可以借鉴反垄断法的发展经验。在 *Courage* 案和 *Manfredi* 案判决之后,产生这样的疑问:是欧盟或者成员国层面的立法者,还是法院更加适宜对一系列具体问题进行规范,诸如因果关系、损害程度等。^[197]事实上的抉择是,由欧盟立法者担任其规范制定者的角色。这一经验和结论也可以适用于上述探讨的问题:欧盟立法者具有民主的合法性,并且在立法程序中可以比法院更好地调动必要的专业知识。欧盟立法者可以同时系统性地回应大量问题,而法院只能在诸多判决中点状化地对个别问题进行澄清。^[198]在结果上,也有可能对民事责任请求权的实体法考量进行具体化。对此完全拥有在资本市场法领域规定精准责任规范的经验,即《信用评级条例》第35a条。该条对举证责任问题表达

[194] So aber auf europäischer Ebene die Empfehlung 2008/473/EG v. 5.6.2008, ABl. Nr. L 162, 39. Anders dagegen jetzt die Haftungserweiterung in den geplanten § 323 HGB – E, s. RefE FISG (同前注[119]); zustimmend AKBR, Stellungnahme zum FISG, II.2.

[195] 关于成员国未转化指令的国家责任,参见 EuGH, Urt. v. 19.11.1991 – C – 6/90 u. a. – Rn. 32 ff.; ausführlich Möllers (同前注[3]), § 12 Rn. 123 ff.。

[196] Zu dieser Forderung bereits Möllers/Leisch (同前注[69]), § § 37b, c Rn. 84; Möllers, AcP 208 (2008), I (29 f.).

[197] S. Wollenschläger/Wurmnest/Möllers, Private Enforcement of European Competition Law and State Aid Law, 2020.

[198] 相关论据参见 Möllers (同前注[3]), § 13 Rn. 91 ff.。

了立场。^[199] 此外,以欧盟第 2014/104 号《卡特尔损害赔偿指令》第 17 条的规定为参照,引入一个兜底性条款 (Auffangtatbestand)。根据该条,“成员国应当确保用于确定损害程度的举证责任及证据标准都不会导致损害赔偿请求权的行使实际上不能或过于困难”。并且,成员国应当确保,“本国法院依据国内法程序,在有证据表明原告已经遭受损害,但事实上不能或过于困难根据现有证据准确量化所遭受的损害数额时,其有权对损害金额进行估算”。^[200]

(四) 公共执行与私人执行相结合

在现代经济法的实施机制利用公法、民法以及刑法三个法律领域工具的背景下,未来应当确保三种类型的实施机制更好地相互协调和衔接。这不仅包含刑事领域一个执法部门的全国性集中管辖权,或者一种统一的诉讼审级程序,从而避免判决之间的相互冲突;而且包括对众多不同的具体问题的澄清。对此,竞争法已经展示了这一点:在监管部门已经采取行动的情况下,民事诉讼的时效中断,^[201] 并且存在 (原告的信息索取请求权。令人欣慰的是,此类法律制度不仅存在于欧盟《卡特尔损害赔偿指令》中,而且在最近通过的欧盟第 2020/1828 号《团体诉讼指令》中也可以找到。^[202] 如今,对于欧盟立法者而言,将这些理念移植到欧盟资本市场法中将会是一个大胆但也不难想象的跨越。

[199] 关于举证责任的问题参见 Wojcik, NJW 2013, 2385 (2387 ff.); Möllers/Niedorf, ECFR 2014, 333 (346); Kontogeorgou, DStR 2014, 1397 (1402 ff.); Veil/Teigelack, in: Veil (同前注[184]), § 27 Rn. 73; Kumpan/Grütze, in: Schwarz/Zimmer, Kapitalmarktrechts – Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 29 WpHG Anh. Rn. 158 ff.。

[200] Art. 17 Abs. 1 Kartell – Schadensersatzklagen – RL 2014/104 (同前注[157]); konstruktiv Veil, in: Gsell/Möllers (同前注[156]), Enforcing Consumer and Capital Markets Law, 405 (419 ff., 422).

[201] Art. 10 Abs. 2 Kartell – Schadensersatzklagen – RL 2014/104 (同前注[157]); Art. 16 Verbandsklagen – RL (EU) 2020/1828 (同前注[157]).

[202] Art. 5, 6 Kartell – Schadensersatzklagen – RL 2014/104 (同前注[157]); Art. 18 Verbandsklagen – RL (EU) 2020/1828 (同前注[157]). Hierzu Möllers/Pregler, ZHR 176 (2012), 144 (146, 151 ff.); Gsell/Möllers, in: Gsell/Möllers (同前注[156]), 465 (485 ff.).

五、结论及展望

Wirecard 财务造假丑闻绝不是一个不可预见的偶发事件。恰恰相反,由于《金融时报》的警告,关于该公司财务舞弊的指控数年以来便为人所知。该公司的内部监督存在缺陷,包括审计、合规和作为公司治理组成部分的监事会不作为;同时,第三方的审计和通过德国金融监管局进行的国家监督也存在缺陷。基金经理、证券分析师、金融顾问或咨询机构等金融中介机构在 Wirecard 破产前不久仍然向投资者推荐该公司股票,意味着核心控制机制的缺失。Wirecard 丑闻凸显了几乎整个金融行业的系统性失灵。

行为金融学理论(behavioral finance)生动地描述了人在资本市场上行为的非理性,诸如羊群效应、过度乐观和(德国又一家金融科技被纳入 DAX 指数的)兴奋感、选择性认知以及金融中介机构作为投资者引导的“锚定效应”。

在德国与欧盟现行法框架下,针对上述失误主张损害赔偿的可能性不大:针对 Wirecard 公司及其董事的损害赔偿请求权由于公司的破产而可能落空,而针对审计机构的损害赔偿请求权受限于 400 万欧元的责任限额,并且德国金融监管局因履职不当的国家责任被立法明确排除;此外,由于损害赔偿责任规范的构成要件过于模糊,追究金融中介机构责任的可能性也不大。

目前对 Wirecard 丑闻的反映主要是通过《德国金融市场诚信强化法》强化法律实施机制。由于在证券交易市场中需要对企业的信息进行评价,应当更加关注企业信息的有效性和正确性。Wirecard 丑闻中非常突出的一点是,长达数年都无法确认其财务会计报告是否有误。因此,更加紧要的问题是追问“谁”应该对“哪些信息”作出反应以及“如何”作出反应。如何应对作为不确定信息的传闻,需要进一步具体化,以便为资本市场参与者提供明确的指引。作为企业分析义务的组成部分,在卖空者和吹哨人发布的传闻具有一定可信度的情况下,上市公司原则上应当觉察到这些传闻。随后,上市公司必须处理这些不确

定的信息,并审查其准确性,如有必要也可以通过特别审查的方式进行确认;上市公司需要对传闻表明有根据的立场。企业是否履行上述义务,应当由监管机构来进行监督。

相反,企业以新闻稿、社交媒体推特或其他渠道发布的没有证据基础的信息是不满足上述条件的。金融中介机构须恪守“了解你的产品”义务,如果他们未能自行分析和调查,则禁止在没有根据的情况下基于不确定的信息做出(推荐购买的)投资建议。

如果德国和欧盟不想在(规则的)全球竞争中落后太远,德国和欧盟的立法者必须首先对市场参与者的义务进行具体化。随后需要考虑,如何保障这些义务较之以往更好地得到实施。无论是成员国的监管机构,还是欧盟层面的监管机构,都需要更强大的干预权力。这些监管部门应当能够对公司治理结构进行审查,或者能够依职权启动委托一项特别审查。反之,监管机构必须避免利益冲突,并且,在监督机构存在重大过失的情况下,也应当承担损害赔偿责任。

欧洲法层面规定一种民事责任可以发挥重要的补充功能。并且,将有助于在欧盟范围内创造公平竞争的环境。欧盟《信用评级指令》第 35a 条可以作为一个范本。公法与民法的合理衔接可以对诉讼时效中断、约束力和知情权问题进行规范。此类规范也可以在欧盟《卡特尔损害赔偿指令》和《团体诉讼指令》中找到。Wirecard 案非常清楚地表明,对上市公司的法律规范的发展是一项持续性工作。

(编辑:徐伟浩 姜沅伯)