

国际证券法律与实务系列专著

总主编 / 李国安

American Depositary Receipts
Information Disclosure System
and Its Reference for China



美国存托凭证信息披露制度 研究与借鉴

徐丽碧 / 著



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

国际证券法律与实务系列专著

总主编 李国安

美国存托凭证信息披露制度 研究与借鉴

**American Depositary Receipts Information Disclosure
System and Its Reference for China**

徐丽碧 著

中国商务出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

美国存托凭证信息披露制度研究与借鉴 / 徐丽碧
著. —北京: 中国商务出版社, 2018. 6

(国际证券法律与实务系列专著/李国安主编)

ISBN 978-7-5103-2485-7

I. ①美… II. ①徐… III. ①证券投资—金融监管—
研究—美国 IV. ①F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 147554 号

美国存托凭证信息披露制度研究与借鉴

**American Depository Receipts Information Disclosure System and
Its Reference for China**

徐丽碧 著

出版: 中国商务出版社

地址: 北京市东城区安定门外大街东后巷 28 号

邮编: 100710

责任部门: 商务与法律图书事业部 (010-64245686)

责任编辑: 赵桂茹

总发行: 中国商务出版社发行部 (010-64266193 64515150)

购书热线: 010-64245686

网址: <http://www.cctpress.com>

邮箱: cctpress1980@163.com

印刷: 北京中献拓方科技发展有限公司

开本: 787 毫米×980 毫米 1/16

印张: 16.5 字数: 270 千字

版次: 2018 年 7 月第 1 版 印次: 2018 年 7 月第 1 次印刷

书号: ISBN 978-7-5103-2485-7

定价: 68.00 元

凡所购本版图书有印装质量问题, 请与本社综合业务部联系。(电话: 010-64212247)



版权所有 盗版必究 (盗版侵权举报可发邮件到本社邮箱: cctp@cctpress.com)

国际证券法律与实务

系列专著编委会

主 任 李国安

委 员 (以姓氏笔画为序)

- 万 勇 深圳证券交易所中小板公司管理部副总监
- 马建鸿 爱建证券有限责任公司投资银行总部董事、总经理、保荐代表人。
- 叶兰昌 北京市中银律师事务所合伙人、深圳证券交易所上市委员会委员、深圳仲裁委员会仲裁员。
- 邱永红 深圳证券交易所法律部副总监。
- 严 颖 湘财证券有限责任公司副总裁。
- 陈国尧 北京市中银律师事务所合伙人。
- 杜惟毅 中国金融期货交易所法律部副总监。
- 李鹏程 平安财智投资管理公司常务副总经理。
- 罗元清 北京市中银(深圳)律师事务所合伙人、深圳仲裁委员会仲裁员。
- 贺存勛 北京市中银(深圳)律师事务所合伙人。
- 郭洪俊 上海证券交易所发行上市部总监。
- 蔡 奕 深圳证券交易所综合研究所所长助理。
- 黎友强 齐鲁证券有限公司投行部董事、总经理、保荐代表人、律师、注册会计师。

总 序

在经济全球化的历史潮流下，经济资源在全球范围内实现配置，产业结构在全球范围内进行调整，经济利益也在全球范围内重新分配。作为联结各种资本活动的平台，证券市场成为了资源配置、产业结构调整 and 利益分配的重要场所，其本身的运行也越来越呈现出国际化的特征，因此，当代证券市场已是一个全球化的大市场。瞬息万变的证券市场的稳健运行，需要一套共同遵守的、公平的法律规范加以维系。而崛起中的中国证券市场的健康发展，更需要在借鉴国外先进监管经验的同时，营造符合我国证券市场特色和发展需要的法律环境。

中国的改革开放取得了举世瞩目的成就，2010年中国的GDP总量更超过日本成为世界第二大经济体。然而，与中国的经济实力形成鲜明反差的是，中国在国际金融事务领域的话语权并没有得到应有的体现。现有国际金融体系的游戏规则集中体现着欧美发达国家的利益诉求。中国作为新兴的市场经济体，如何不断完善和创新金融体制，并积极参与制定全球性的金融交易和监管规则，谋求对国际金融事务的话语权，正在考验着我们的智慧。

2001年12月，中国正式加入WTO，证券市场开放的步伐明显加快。经过五年的过渡期，到2006年底，中国已全部履行了在加入WTO时所作出的证券市场开放承诺。2008年，中国证监会发布《中国资本市场发展报告》，提出了中国资本市场发展的中长期战略目标：成为公正、透明、高效的市場，为中国经济资源的有效配置作出重要贡献；成为更加开放和具有国际竞争力的市場，在国际金融体系中发挥应有作用。其中，提高中国资本市场的国际竞争力成为两大中长期战略目标之一。2009年4月14日，国务院在金融危

机肆虐、世界经济陷入低谷的背景下，不失时机地发布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建立国际金融中心和国际航运中心的意见》，提出到 2020 年将上海建成与中国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心的目标。2012 年 1 月 30 日，国家发展改革委正式印发的《“十二五”时期上海国际金融中心建设规划》，指出力争到 2015 年基本确立上海的全球性人民币产品创新、交易、定价和清算中心地位，同时提出“推进上海证券市场国际板建设，支持符合条件的境外企业发行人民币股票”的国际板建设规划。中国政府提出的建设国际金融中心的构想，被普遍认为是中国力争参与制定全球性金融交易和监管规则，获取国际金融事务的话语权的重要举措，具有深刻和远大的政策深意。

QFII、RQFII、QDII 的成功运行，国际板的规划，证券期货经营机构与机构投资者参与国际市场，中国上市公司的海外并购，等等，必将进一步推进中国证券市场的国际化。而只有完善的配套法制，证券市场国际化才可能稳健前行。随着中国证券市场逐渐形成全方位开放的格局，传统的证券监管理念和监管手段已不能适应逐步国际化的中国证券市场的发展需要。借鉴国外先进的证券市场监管经验，开拓性地构建符合中国证券市场发展需要的法律制度，适时解决我国证券市场发展过程中出现的各种法律问题，已是摆在我国证券监管机关和证券法学界面前的共同课题。本系列专著正是基于维护中国证券市场稳步发展的使命感，立足于中国证券市场的建设实践，借鉴国外先进的立法与实践经验及最新的研究成果，深入研究和探讨国内外证券领域的重要法律与实务问题，为我国积极参与国际证券法律实践及完善我国证券市场立法和监管实践提供一得之见。

鸣谢：本系列专著的出版，得到北京市中银（深圳）律师事务所和叶兰昌律师的大力支持，特此致谢！

国际证券法律与实务系列专著编委会

2012 年 3 月 13 日

内容摘要

随着世界经济全球化的快速发展，资本市场国际化已成为不可逆转的历史潮流。我国适时提出建设上海国际金融中心的战略部署，开启了资本市场国际化的进程。在此进程中，正确选择国际板的建设模式，对推进我国证券市场“新兴加转轨”阶段的顺利过渡至关重要。美国存托凭证（ADR）的成功实践充分展现了存托凭证这一金融创新产品作为跨境上市方式的魅力，而我国在多年持续探讨和争论后终于在改革开放 40 周年的 2018 年正式开启了存托凭证的制度建设之路。证监会于 2018 年 3 月 30 日发布了《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》，于 6 月 6 日密集发布了《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》、《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》等规章及规范性文件，形成了较为完善的存托凭证制度安排，铺平了创新企业在 A 股融资的道路。随着 6 月 8 日小米确定成为 A 股存托凭证的首个尝鲜者，中国存托凭证（CDR）的脚步越来越近。在此背景下，本书主要对 ADR 信息披露制度进行研究，综合运用包括比较研究方法、历史分析方法、实证研究方法等各种研究方法，集中探究 ADR 信息披露制度的基本内容、制度特色、法律冲突与协调等关键问题，以此作为构建有中国特色的 CDR 信息披露制度的借鉴。

本书以 ADR 的运行机制及其监管特殊性为起点，详细梳理了不同层级监管要求的 ADR 在初始信息披露、持续信息披露方面的具体要求，就 ADR 信息披露的管辖权与法律适用冲突与协调问题进行分析，最后借鉴 ADR 成功的信息披露监管实践，就 CDR 信息披露制度的构建进行了探讨并提出建议。

第一章为 ADR 制度概述，主要分析 ADR 的运行机制，在论述

ADR 分类与特点、参与主体角色与地位的基础上，提出 ADR 作为跨境上市方式在法律监管方面特别是其信息披露制度方面的特殊性和重要性。

第二章是对 ADR 信息披露制度主要内容的研究，从美国证券信息披露制度对外国发行人的监管体制入手，阐述了不同层级的 ADR 在初始信息披露、持续信息披露方面的具体要求与差别，明确违反信息披露制度的法定形态及行为者应承担的法律责任。同时以我国企业赴美发行 ADR 为例对我国与美国证券信息披露制度间的差异进行阐述，进一步指出外国发行人母国信息披露制度与美国信息披露制度间的法律冲突问题。本章内容在论文结构上起着承上启下的作用，既承接第一章对信息披露的具体问题进行论述，又对后一章法律冲突与协调问题的提出进行铺垫。

第三章是 ADR 信息披露的法律冲突与协调问题，着重从美国证券法的域外效力入手，探讨了美国处理信息披露法律冲突与协调方面的实践及其遵循的原则。ADR 信息披露制度兼具公法和私法性质，本文仅就法律冲突问题的两种主要表现形式即管辖权冲突和法律适用冲突展开论述。首先就是 ADR 信息披露案件的管辖权问题，即美国与发行人母国间的管辖权冲突。而管辖权则涉及立法管辖权、行政管辖权、司法管辖权。针对管辖权冲突，美国在长期实践中总结和发展了多种协调方式。在立法管辖权方面，美国采取自我限制的做法，以“合理期待”、“排除域外适用假设”为原则协调国家间管辖权冲突。在行政管辖权方面，主要在于寻求对 SEC 的合理定位，包括单边的自我限制及以 MSDJ 模式为代表的双边互惠和以 IOSCO 为核心的全球协同模式。在司法管辖权方面，通过效果原则、行为原则、合理原则、交易原则对管辖权进行主张与放弃，运用不方便法院原则、国际礼让与合作原则、尊重发行地利益原则对司法管辖权进行让渡，同时就 ADR 所涉案件的具体类型以合同纠纷优先适用协议原则、侵权纠纷优先适用侵权结果发生地或原告住所地原则、发行人事务纠纷优先适用被告住所地原则确立 ADR 信息披露案件的司法管辖权。在法律适用方面，强调 ADR 信息披露法律适用的复杂性，包括：ADR 信息披露法律适用的冲突性、证券间接持

有形式的特殊性、ADR 发行或交易行为地法的重要性、ADR 信托性质对某些连接点的排除性，要求 ADR 信息披露法律适用在现代国际私法主要原则指引下对意思自治原则、最密切联系原则、利益平衡原则加以特殊发展。

第四章是 CDR 信息披露制度构建及完善问题，在对 ADR 信息披露制度这一核心问题进行系统分析后回归论文写作的初衷，结合我国资本市场发展现状进行存托凭证制度法律移植的本土化论证。通过论证，本书认为，国际板的建设适应了我国证券市场国际化的根本趋势，而 CDR 制度则是我国证券市场国际化的可行选择。在“新兴加转轨”的过渡时期，CDR 信息披露制度必须循序渐进在初始信息披露和持续信息披露方面进行科学构建乃至完善。在面临 CDR 这一跨境上市方式可能导致的法律冲突时，我国首先要填补证券法域外效力的空白，引入美国证券法律制度中的行为原则和效果原则，积极创造消除法律冲突的前提条件。在创设了 CDR 的立法管辖权之后进一步完善行政管辖权，以领域原则、效果原则、合理原则、交易原则为理论工具创设司法管辖权。在法律适用方面，结合我国《涉外法律关系适用法》的有关规定进一步完善“有价证券”的内涵和外延，科学界定 CDR 的法律性质，坚持意思自治原则、最密切联系原则、选择性冲突规则的同时，以“直接适用的法”、PRIMA 原则为分析工具强化我国法律在 CDR 案件中的适用。

关键词：信息披露制度；ADR；CDR

Abstract

With the development of economy, the internationalization of capital market is moving on. China timely puts forward the construction of Shanghai international financial center in strategy, opening the capital market internationalization of the process. Right choice for the construction of the international board model, incremental advance “emerging and transition” phase of transition in our country is very important. Well-developed capital markets outside have lots of successful experience and those are worth learning and using for reference. American Depositary Receipts (ADR) has fully demonstrated the charming of depositary receipts as cross-border financial innovation product. CSRC released its notice of Several Opinions on Innovative Enterprise Issuing Domestic Shares or Depositary Receipts on Mar. 30th, 2018, and it makes clear that Chinese Depositary Receipts (CDR) is coming ture for the construction of international board. So ADR information disclosure system worth summing up and introduced. For that, this article takes the ADR information disclosure system as the research object, integrating use of comparison research method, historical analysis method, empirical research method and others to reveal some key problems concerning the system such as the basic content, system characteristic, law conflicts and coordinations and so on. Following the special path of internationalization of Chinese capital market, the author tries to build CDR information disclosure system in characteristics way. This article starts with the operation mechanism of ADR and the regulation characteristics, details combing the regulatory requirements of the four existing ADR programs (Level I, Level II, Level III, and Rule144A) for the initial disclosure, continuous disclosure of detailed requirements, analyzes the conflicts of jurisdiction and law application of ADR, discusses the coordination way of those problems, and finally returns to the purpose of this article, tries to build CDR information disclosure system.

The first chapter is about the basic legal issues of ADR, the author mainly analyzes the operation mechanism of ADR, the categorization and characteristics of

ADR, the main participations and their roles and status. After that, the author puts forward the particularity of legal regulation for ADR as a way of cross-border listing, especially the importance of information disclosure system.

The second chapter elaborates the entity legal issues of the ADR information disclosure system in details, and the four existing ADR programs require different disclosure compliances. The author starts from the US securities information disclosure regulation system for foreign issuers, expounding different levels of ADR at the initial disclosure, continuous disclosure and their specific requirements and differences, the illegal behavior and the legal responsibility the agent should bear. At the same time, take the Chinese enterprise cross-listing in USA as example to discuss the difference of securities information disclosure system between China and American, then furtherly points out that there are lots of conflicts of laws between foreign issuers' home country and American. This chapter plays an essential role in the structure between the preceding and the following.

The third chapter is discussing about the law conflicts and coordination problems of the ADR information disclosure system, focuses on the extra-territorial effect of American exchange law, analysing the practices and principles those American follows when resolving all the law conflict problems. The ADR information disclosure system has the nature of public law and private law, the law conflict problems first perform as the jurisdiction conflicts between foreign issuers' home country and American. The jurisdiction conflicts are divided into three kinds such as the legislative jurisdiction, the executive jurisdiction, the judicial jurisdiction. American has developed the long-term practices and summarizes mature ways of coordination. In the aspect of legislative jurisdiction, American takes actions to limit its extraterritoriality, following the principle of legitimate expectations, the presumption against extraterritoriality. In the aspect of executive jurisdiction, American places reasonable position for the SEC, takes actions to limit its power, signs bilateral beneficial treaties with other countries which are represented by MSDJ mode, takes a core leadership of IOSCO model for global coordination. In the aspect of judicial jurisdiction, American follows the effect principle, the behavior principle, the reasonable principle, the trading principle to assert or give up its jurisdiction, takes the doctrine of forum non-conveniens, the doctrine of international comity, the principle of respecting issuer's home country's interests as analysing tools. At the same time, this article emphasizes some principles in some special cases, for example, the

contract disputes apply agreement priority principle, the infringement disputes apply tort consequences where they take place priority principle or plaintiff domicile priority principle to assert judicial jurisdiction. The problem of law application is more complicated, it contains the characteristic of securities indirectly held, the importance of *lex loci actus* law that ADR issuing and trading, the nature trust of ADR and its elimination of certain connections. All of those ask for appropriate development of the party autonomy principle, the most significant connection principle, the balancing of interest principle.

The fourth chapter is the construction of CDR information disclosure system. After systematically analysing the ADR information disclosure system, the author returns to the purpose of this paper, tries to transplant the ADR to China according to Chinese capital market situation. The construction of international board is right choice for China to adapt to the trend of internationalization of securities market, CDR is a viable option. During the “emerging and transition” period, CDR information disclosure system must be set scientifically, take gradual steps in initial disclosure and continuous disclosure of information. When confronts with the law conflict problems of CDR, China should firstly fulfill the blank of the securities laws in its extraterritorial effect, introduces the behavior principle and the effect principle, actively create the premise conditions of law conflicts. After the creation of CDR legislative jurisdiction, China shall pay attention to create the administrative jurisdiction, use the effect principles, the behavior principle, the reasonable principle, the trading principle as tools to claim the judicial jurisdiction. In the aspect of law application, with the application of the law of Law Application of Foreign Civil Relations, China must extend the connotation and denotation of “Securities”, define the legal nature of CDR appropriately. While using the party autonomy principle, the doctrine of the most significant relationship, selective conflict rule principle as analysing tools, China must also utilize the *lois d'application* immediately, the place of the relevant intermediary approach to intensify the application of Chinese law in CDR cases.

Key words: Information Disclosure System; ADR; CDR; Reference

缩略语

AAER	Accounting and Auditing Enforcement Releases	会计、审计执法公告
ASR	Accounting Series Releases	会计资料编报公告
Amex	American Stock Exchange	美国证券交易所
BCFP	Bureau of Consumer Financial Protection	消费者金融保护局
CFTC	Commodity Futures Trading Commission	商品期货交易委员会
Dodd-Frank Act	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010	2010 年金融改革法案
DTC	Depository Trust Company	保管信托公司
DTCC	Depository Trust & Clearing Corporation	美国证券托管结算公司
EGC	Emerging Growth Companies	新兴成长型企业
EU	European Union	欧洲联盟
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority	美国金融行业监管局
FRR	Financial Reporting Releases	财务报告编报公告
FRP	Financial Reporting Policies	财务报告政策
FSA	Financial Service Authority	金融服务局
FSB	Financial Stability Board	金融稳定理事会
FSOC	Financial Stability Oversight Council	金融稳定监管委员会
GATS	General Agreement on Trade in Service	服务贸易总协定
IAS	International Accounting Standards	国际会计准则
IASB	International Accounting Standards Board	国际会计准则理事会
IFRS	International Financial Reporting Standards	国际财务报告准则
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	国际证监会组织
IPO	Initial Public Offering	首次公开发行
JOBS	Jumpstart Our Business Startups Act of 2012	2012 年初创企业推动法案
MJDS	Multijurisdictional Disclosure System	美国、加拿大多法域信息披露制度
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations System	全国证券业协会行情自动传报系统

NYSE	New York Stock Exchange	纽约证券交易所
OFR	Office of Financial Research	金融调查办公室
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board	上市公司会计监察委员会
QDII	Qualified domestic institutional investor	合格境内机构投资者
QFII	Qualified Foreign Institutional Investor	合格境外机构投资者
SAB	Staff Accounting Bulletins	首会办会计公告
SEC	U. S Securities and Exchange Commission	美国证券交易委员会
SERA	Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act	证券执行措施和零股交易改革法
SOX Act	Sarbanes-Oxley Act of 2002	2002 年萨班斯—奥克斯利法案

目 录

内容摘要	1
缩略语表	1
绪 论	1
一、选题理由及意义	1
二、国内外研究现状	3
三、创新之处	10
第一章 美国存托凭证信息披露制度的基础法律问题	11
第一节 美国存托凭证的运行机制	11
一、美国存托凭证的发行与交易机制	11
二、ADR 分类及特点	14
三、ADR 参与主体及其地位	20
四、ADR 的制度价值	25
第二节 ADR 信息披露制度的特性	33
一、美国证券信息披露制度的中心和导向	33
二、ADR 及其信息披露制度的特性	35
第二章 ADR 信息披露制度的实体法律问题	47
第一节 对 ADR 基础证券发行人的信息披露监管	48
一、联邦法制对基础证券发行人的信息披露监管	48
二、自律监管机构对基础证券发行人的信息披露监管	64
三、评析	73
第二节 ADR 初始信息披露制度	76
一、ADR 初始信息披露的一般要求	77
二、不同层级 ADR 初始信息披露的具体要求	77

三、不同层级 ADR 初始信息披露的主要差异	82
第三节 ADR 持续信息披露制度	84
一、ADR 持续信息披露的基本要求	84
二、不同层级 ADR 持续信息披露的具体要求	89
三、评析	93
第四节 违反 ADR 信息披露义务的法律后果	95
一、违反信息披露义务的法定形态	95
二、违反信息披露义务所应承担的法律责任	96
第五节 ADR 基础证券信息披露制度及其对 ADR 信息披露的影响	99
一、全球证券市场的主要监管模式及其信息披露规则	99
二、我国对企业境外上市的信息披露监管	102
三、ADR 基础证券信息披露监管对 ADR 信息披露的影响	108
第三章 ADR 信息披露的法律冲突与协调	110
第一节 不同信息披露标准的存废之争	110
一、主要争论	110
二、不同信息披露制度的竞争、冲突与协调	111
三、美国证券信息披露制度的全球主导地位	115
第二节 ADR 信息披露法律冲突问题	116
一、ADR 信息披露法律冲突的原因	116
二、ADR 信息披露法律冲突的主要形式	118
第三节 ADR 信息披露管辖权的冲突与协调	120
一、ADR 信息披露制度立法管辖权的冲突与协调	120
二、ADR 信息披露制度行政管辖权的冲突与协调	124
三、ADR 信息披露制度司法管辖权的冲突与协调	133
第四节 ADR 信息披露的法律适用	154
一、ADR 信息披露法律适用的一般规则	155
二、ADR 信息披露法律适用的复杂性	156
三、ADR 信息披露的法律选择原则	159
第四章 CDR 信息披露制度构建	169
第一节 中国证券市场国际板与 CDR 制度	169
一、我国证券市场开辟国际板的必要性	169
二、我国证券市场开辟国际板的可行性	172

三、我国证券市场开辟国际板的路径选择	175
四、CDR 的特色	180
第二节 CDR 信息披露制度建设	190
一、CDR 信息披露的监管体系	190
二、CDR 信息披露制度建设的具体问题	196
第三节 CDR 信息披露的法律冲突与协调	205
一、我国证券法域外效力问题	205
二、CDR 信息披露的管辖权冲突与协调	210
三、CDR 信息披露法律适用的冲突与解决	219
结 语	228
参考文献	229