

CROSS-BORDER LISTED COMPANIES

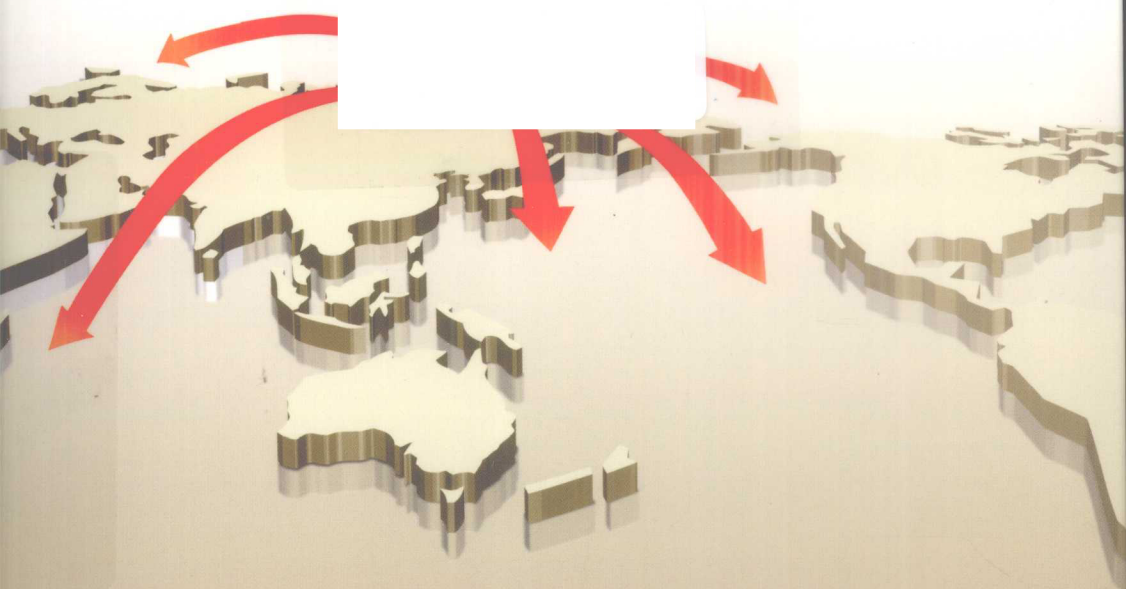
跨境上市

国际资本市场的法律问题

[西班牙] 戈西马丁·阿尔弗雷泽 著

F. J. Garcimartín Alférez

刘轶 卢青 译



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

CROSS-BORDER LISTED COMPANIES

跨境上市

国际资本市场的法律问题

[西班牙] 戈西马丁·阿尔弗雷泽 著

F. J. Garcimartín Alférez

刘轶 卢青 译



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

跨境上市:国际资本市场的法律问题 / (西)阿尔
弗雷泽著;刘轶,卢青译. —北京:法律出版社,
2010. 7

书名原文:Cross-Border Listed Companies

ISBN 978 - 7 - 5118 - 0934 - 6

I. ①跨… II. ①阿…②刘…③卢… III. ①国际私
法—研究 IV. ①D997

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 125127 号

© 法律出版社·中国

责任编辑/卫蓓蓓

装帧设计/乔智炜

出版/法律出版社

编辑统筹/学术·对外出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/世纪千禧印刷(北京)有限公司

责任印制/吕亚莉

开本/787×960 毫米 1/16

印张/12 字数/138 千

版本/2010 年 7 月第 1 版

印次/2010 年 7 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636 北京分公司/010-62534456 深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 0934 - 6

定价:35.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序

近几十年来,资本市场的全球化趋势日益鲜明,这种全球化趋势的主要表现之一就是企业跨境上市的现象越来越普遍。研究表明,跨境上市既有利于东道国提升资本市场的国际化水平,也有利于跨境上市公司实施国际化战略、提升企业价值。然而,全球化给资本市场带来了机遇,也带来了挑战。与传统的发行上市模式相比,跨境上市在公司治理、信息披露、稽查执法和投资者保护等方面,涉及一系列极其复杂的法律问题,考验着立法机构和监管机构的智慧和能力。对此,美国、英国、日本、香港等国家或地区已经积累了丰富的经验,也有一些值得汲取的教训。

跨境上市的法律问题之所以意义重大,其根本原因在于资本市场法的地域性与资本市场的全球化之间的矛盾日益突出。资本市场的全球化意味着,资本市场的参与者可以跨境自由流动,资本市场的交易活动可以跨境自由开展。然而,在当前的国际资本市场环境中,虽然有关国际组织在协调各国证券监管标准方面的努力卓有成效,但各国资本市场法仍处于“相互割据”的状态,每个国家都拥有独立的主权,建立了独立的资本市场法律体系,独立地行使监管权力。各国资本市场法之间的冲突或者不协调,已经成为制约企业跨境上市的重要因素。在这种情况下,立法机构和监管机构面临的首要任务就是在各国资本市场法之间建立起一座桥梁,以确保主观权利的地域普遍性。换言之,就是应确保股东权利和投资者权益在各有关国

家或者地区都受到尊重并得到有效的保护。

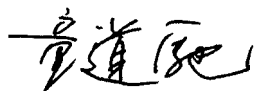
谈及法律冲突,人们首先会想到国际私法规则。的确,国际私法规则在解决跨境民商事法律冲突方面有着至关重要的作用。从传统上讲,国际私法规则是连结民商事活动与其准据法的纽带。作为一种指引性规则,它们将特定跨境民商事关系或者跨境民商事主体指向了最终调整该关系或者主体的特定法律体系。国际私法的理论基础并不复杂,即每项跨境民商事关系均有其“自然本座”,均应当适用与之有最密切联系的国家的法律。正是这些国际私法规则使各国法律体系之间保持着内在的联系,从而能够确保主观权利的地域普遍性最终得以实现。可以说,国际私法的上述调整方法既简单又精致。

然而,与传统的民商事法律冲突相比,跨境上市涉及的资本市场法律冲突更为复杂。对此,传统的冲突法规则并不完全有效。一方面,跨境上市的交易结构复杂,自然本座往往不只一个,涉及多个国家或者地区,有众多当事人参与,关系到各种不同的、甚至相冲突的利益诉求。另一方面,确定了跨境交易的准据法后,就会涉及实体法层面的问题。由于各国资本市场法既包含公法规范,又包含私法规范,实体法层面的法律冲突并不限于私法冲突,还包括更为棘手的公法冲突问题。

显然,为了为跨境上市提供“和谐”的法律环境,有必要采用特殊的方法来解决资本市场全球化背景下的法律冲突问题。这种特殊的方法既涉及国际法层面的法律工具,也涉及国内法层面的法律工具;既涉及公法层面的法律工具,也涉及私法层面的法律工具。为此,本书从分析跨境上市的基本法律问题入手,以公司本国法和目标市场法的矛盾运动规律为主线,分析论述了解决资本市场法律冲突问题的各种方法及其理论依据。作为首部研究跨境上市法律问题的学术专著,这本书采用了理论分析与应用分析相结合的研究方法,注重通过有代表性的实例来阐明问题、争点以及各国的政策取向。

当前,我国的资本市场仍然处于“新兴加转轨”阶段,与境外成熟

市场相比还存在一定的差距。为进一步扩大资本市场的对外开放,我们在继续支持和鼓励境内企业到境外证券市场发行上市的同时,也有必要适时考虑和研究境外公司到境内证券市场发行上市的可能性。我国资本市场的法治建设应当顺应这种发展趋势,在立足于实际情况的基础上,科学借鉴成熟市场的先进经验,为资本市场的创新和发展提供强有力的支撑。通过本书,我国的证券监管人员、学者和律师不但可以掌握解决跨境上市法律冲突问题的一般方法,还能够深入了解跨境上市涉及的若干实体法问题。以本书所确立的研究框架及所提出的问题为出发点,我们可以进一步深入研究我国建设国际化证券场所面临的现实问题,为我国的立法和实践提供转化应用的参考。



中文版序

近十几年来,金融全球化进程加速推进,资本市场已然成为全球市场,迅速崛起的中国也是其中的一员。以往,中国支持和鼓励境内企业通过直接或者间接的方式到美国、伦敦、新加坡、香港等国家和地区的证券市场发行上市,并建立了相应的监管框架。可见,中国证券市场对跨境上市活动并不陌生。但是,由于中国作为跨境上市资源的输出国,其监管不以保护境外投资者利益为宗旨,这一监管框架并未涉及很多复杂的问题,如跨境证券持有结构、跨境股东权利行使机制和跨境证券争议的解决机制等。

现在,中国资本市场的影响力日益提升,中国资本市场的基础设施日益完善,越来越多的境外公司开始表达出接触中国资本市场的愿望。特别是,有相当一部分境外公司希望获准在中国境内发行以人民币计价的股票或者债券,并在中国境内的证券交易所上市。可以预见的是,中国证券市场上的跨境上市活动将不限于境内企业“走出去”,而是还包括境外企业“走进来”。跨境上市活动的双向化是中国进一步扩大证券业和证券市场对外开放,推动证券市场国际化的重大契机。中国亟需加强对跨境上市法律问题的研究,充分了解和借鉴成熟资本市场的理念和经验,从而为国际资本市场的参与者提供一个明晰的监管框架,建立一整套明确的、合理的监管标准。

跨境上市是国际金融活动的表现形式之一,必然会涉及多个国家或者地区的法律。无论是跨境上市公司的本国,还是其目标市场

所在国,都有权对跨境上市活动实施监管。通常,跨境上市公司本国的监管规定可能体现在公司法中,也可能体现在资本市场法中;目标市场所在国的监管规定则主要体现在资本市场法中。由此,便会产生复杂的法律冲突。这种法律冲突主要表现为跨境上市公司本国公司法与目标市场所在国资本市场法之间的冲突。如果一家公司同时多个国家或者地区的证券市场上市,还会引发各个目标市场所在国资本市场法之间的冲突。

本书旨在梳理全球化资本市场中发生法律冲突的各个方面,探寻和总结解决这些法律冲突的有效方法。为深入、系统地研究跨境上市的复杂法律问题,本书建立了一个基础性的研究框架。首先,将调整跨境上市活动的法律区分为公司本国法和目标市场法。其中,前者作为公司属人法,主要约束跨境上市公司的组织和行为。后者主要规定跨境上市的条件、跨境上市公司的持续责任以及与股份交易有关的事项等。其次,在冲突法层面上,划定了公司本国法和目标市场法之间的界限。随后,在实体法层面上,探讨了公司本国法和目标市场法发生法律冲突的若干领域,包括信息披露、公司治理、股票的表现形式和股东权利的行使等。最后,对跨境收购这类特殊交易的法律适用问题作了分析。需要强调的是,本书只是建立了一个研究框架,提出了解决资本市场若干法律冲突的方法,并未穷尽跨境上市涉及的所有法律问题。在实践中,跨境上市涉及纷繁复杂的技术性法律问题,还有赖于国际金融市场的参与者置身于具体的市场环境中来理解和把握。

中国证券市场的国际化应当法制先行。为此,本书至少具有以下四个方面的参考意义:其一,无论作为跨境上市公司的本国,还是作为跨境上市公司的目标市场所在国,中国都应当根据自身的监管目标协调配置监管权力,做到监管合理、有效。其二,应当完善关于外国公司法律地位的制度。针对那些在中国境外设立但管理和控制中心位于中国境内的企业(即境外注册中资控股企业),可以考虑在

信息披露、资本要求、董事责任等方面作出较为严格的规定。其三,中国可以在资本市场法中确立特别的制度,对跨境上市涉及的监管事项作出规定。为了有效地保护境内投资者,监管机构既应考虑境外发行人在境内发行以人民币计价的股票并上市的活动,也应考虑境外发行人面向境内市场进行的不以上市为目的的证券发行活动。其四,中国可以考虑在拟制定的《涉外民事关系法律适用法》中,通过冲突规则,对股东权利、股份交易、信息披露责任和要约收购等的法律适用问题作出规定。

戈西马丁·阿尔弗雷泽
F. J. Garcimartín Alférez

作者简介

戈西马丁·阿尔弗雷泽(F. J. Garcimartín Alférez)现任西班牙胡安卡洛斯国立大学(Universidad Rey Juan Carlos)社会科学和法律学院国际私法学科首席教授。

阿尔弗雷泽教授1964年6月13日生于西班牙马德里,1987年毕业于西班牙马德里自治大学,1991年自该校获得法学博士学位。

阿尔弗雷泽教授曾执教于马德里自治大学和卡斯蒂利亚—拉曼查大学,并先后在美国加利福尼亚大学伯克利分校、德国马克斯—普朗克比较法与国际私法研究所、美国乔治城大学和英国伦敦经济学院等机构从事访问研究。2007年7月,还为荷兰海牙国际法学院暑期研修班学员讲授“跨境上市的法律问题”专题课程。

阿尔弗雷泽教授主要从事国际商事交易、跨境破产、跨国诉讼和跨国公司法等方面的研究,先后出版了多部学术专著在权威法学期刊上发表了一系列研究成果,并担任欧盟国际私法工作组(European Group of Private International Law)、国际比较法研究院(International Academy of Comparative Law)等著名国际法学术机构的成员以及《西班牙国际私法年刊》(Anuario Español de Derecho Internacional Privado)、《破产和重整法学期刊》(Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal)和《分析法学评论》(Review on the Analysis of Law, Indret)等学术刊物编辑委员会的成员。

目前,阿尔弗雷泽教授担任西班牙司法部和英国年利达律师事务所(Linklaters, SL)等机构的法律顾问,并应邀加入西班牙证券交易委员会证券结算体系现代化工作组。此外,他曾担任罗马国际统一私法协会(UNIDROIT)、联合国国际贸易法委员会(UNCITRAL)、海牙国际私法会议(The Hague Conference on Private International Law, HCCH)和欧盟民法委员会(Counsel of the European Union on Civil Law)等国际组织西班牙代表团成员。

目 录

序	1
中文版序	1
作者简介	1
第一章 跨境上市的基本法律问题	1
一、引言	1
二、跨境上市的动因	4
三、跨境上市公司的证券持有结构	9
(一) 引言:普通股和存托凭证	9
(二) 美国存托凭证的发行和计价	10
(三) 普通股的发行和计价	19
(四) 证券的持有结构	23
(五) 小结:进一步的研究框架	28
第二章 公司本国法及其适用范围	30
一、确定公司本国法的方法	30
(一) 设立地模式	31
(二) 真实本座模式	32
(三) 承认问题	34
(四) 以国籍为连结点	36

(五) 政策取向	37
(六) 混合模式	39
二、欧盟的司法实践——欧盟法院判例法的意义	43
(一) 桑托斯公司案	47
(二) 尤博斯林公司案	49
(三) 灵动艺术公司案	50
(四) 欧盟司法实践的影响	51
三、公司本国法的适用范围	54
 第三章 资本市场的法律适用问题	57
一、资本市场法的特点	57
二、一级市场和二级市场	60
三、资本市场的主要冲突法问题	62
(一) 引言:资本市场法在空间上的适用范围	62
(二) 以与市场的关系为连结,点	63
(三) 单边方法	65
(四) 与单边方法有关的问题	67
(五) 跨境证券监管规范及其在私法中的体现	72
四、若干相关问题	76
(一) 一级市场:证券的公开发售	77
(二) 二级市场:“正规的”证券交易所	87
 第四章 跨境上市的若干实体法问题	103
一、公司本国法和目标市场法并存:概念和分析方法	103
二、信息披露义务和公司治理体制	107
三、股票的表现形式	111
四、经济和政治权利:跨境表决问题	118

第五章 跨境收购的冲突法问题	127
一、引言	127
二、传统的方法:单一管辖原则	130
(一) 引言	130
(二) 适用目标公司本国法	131
(三) 适用目标市场法	132
(四) 目标市场法和公司本国法相结合	135
(五) 进一步的分析:单边方法	139
(六) 结语	140
三、欧盟《公司要约收购指令》:“划分管辖权”模式	141
(一) 引言	141
(二) 冲突法规则体系	145
(三) 保留权条款和对等规则	152
(四) 适用对等规则的若干难点	156
(五) 其他连结点	158
参考文献	161

第一章 跨境上市的基本法律问题

一、引言

1. 上市公司。上市公司的标准定义非常简单:股份获准在正规的(regulated)或者有组织的(organized)证券交易所上市交易的公司。^①但是,一家公司在正规市场上市后产生的问题却是非常复杂的。上市公司不但应遵守一般公司法规定,还应遵守证券监管规定,特别是上市规则。^②证券监管规定和上市规则与公司法规定存在重叠,甚至会对上市公司作为“开放式公司”(open company)的结构特征产生影响。在不涉及跨境因素的情况下,公司法规定和证券法规定均出自同一法律体系。例如,一家墨西哥公司在墨西哥证券交易所上市,应遵守墨西哥的公司法和证券法,特别是有关的上市规则。这种情况并不会引发冲突法问题。并且,由于公司法规定和证券上市规则均出自同一法律体系,它们之间不存在识别冲突(conflicts of characterization)和实体法调适(material adjustment)问题。在联邦制国家,上述情况也不会有明显的差别。例如,在美国,

^① See *Report of the High Level Group of Company Law Experts*, Brussels, 2002, (Winter Report), p. 35.

^② See I. MacNeil and A. Lau, “International Corporate Regulation: Listing Rules and Overseas Companies”, *I. C. L. Q.*, 2001, pp. 787 *et seq.*, p. 787 (“从监管的角度讲,上市规则的作用表现在,它们处于上市公司监管规范体系的最高层,其下依次是证券法规范和一般公司法规范”).

各州对涉及公司法的事项拥有立法管辖权,联邦对证券监管规定拥有立法管辖权。可以认为,同一法律体系的上述两个分支会协调一致,相辅相成。

2. 跨境上市公司。在本书中,我们主要分析涉及跨境因素的情形。具体地讲,本书旨在研究与跨境上市公司有关的问题,这些跨境上市公司在一个国家设立,但其证券在根据另一个国家的法律设立的证券市场上市。在过去的几十年中,跨境上市公司的数量急剧增长。我们可以列举一些众所周知的例子:

(1) 戴姆勒—克莱斯勒股份公司 (DaimlerChrysler AG) 在德国设立并在德国法兰克福和斯图加特以及美国纽约上市。值得注意的是,该公司还曾经在许多其他国家上市,如日本、法国、瑞士、英国、加拿大和奥地利等。^①

(2) 阿塞洛—米塔尔钢铁公司 (ArcelorMittal) 在卢森堡设立并在卢森堡、比利时 (泛欧布鲁塞尔交易所, Euronext Brussels)、法国 (泛欧法国交易所, Euronext Paris) 和西班牙等四个国家上市。^②

(3) 欧洲航空防务航天公司 (EADS NV) 在荷兰设立并在法国、德国和西班牙等三个国家上市。值得注意的是,与前述两家跨境上市公司不同,该公司并未在其本国市场上市。^③

除了上述多地上市公司,一些中等规模的公司还选择只在国外有组织的交易所上市。例如,慧智能源公司 (Brainpower NV) 是一家荷兰公司,但只在德国上市。特尔文特信息技术公司 (Telvent GIT S. A.) 在西班牙设立,只在美国纳斯达克股票市场 (NASDAQ)

① See, www.daimlerchrysler.com.

② See, www.arcelor.com; 2004 年,阿塞洛钢铁公司 (Arcelor S. A.) 也在美国发行了存托凭证,参见: A. Tenenbaum, “La compétence internationale des autorités de surveillance des marchés financiers en matière d’offre publique”, *Rev. crit. DIP*, 2006, pp. 557 et seq., pp. 561 – 563. 在不远的将来,该公司可能会从其中一些或者所有市场退市。

③ See, www.eads.com.

上市交易。^①还有相当一部分以色列和加拿大公司也只在美国上市。^②

3. 区分公司本国法 (*lex societatis*) 和目标市场法 (*lex mercatus*)。以上的例子都有一个共同点,即设立公司所依据的法律(即公司本国法)不同于公司大部分或者主要部分证券的上市地法。例如,慧智能源公司在荷兰设立,涉及公司法的事项应适用荷兰法。但是,该公司在德国正规市场上市,必须遵守德国法关于上市公司的证券监管规定。因此,这些跨境上市公司都受到了两个不同层面的监管:一方面,它们受设立地法律的管辖;另一方面,它们又受证券上市地法律的管辖。对于在多个国家同时上市的公司而言,由于

① See, www.telvent.com; 博奥杰软件公司(Business Objects S. A.)也属于这种情况。这家法国公司只在纳斯达克股票市场上市。虽然与本书的主题无关,但仍有必要指出,特尔文特信息技术公司上市时,纳斯达克股票市场尚未成为正规市场,而只是一个“自动报价系统”(automatic quotation system),属于场外市场(over-the-counter market, OTC market)。

② A. Blass and Y. Yafeh, “Vagabond Shoes Longing to Stray: Why Foreign Firms List in the United States”, in www.ssrn.com. See also J. C. Coffee, “The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications”, *Nw. U. L. Rev.*, 1999, pp. 641 *et seq.*, pp. 673 – 676; I. MacNeil and A. Lau, *loc. cit.*, pp. 790 – 791 (强调在香港上市的境外公司数量众多,占上市公司总数的73%); see also, H. Baum, “Globalizing Capital Markets and Possible Regulatory Responses”, in J. Basedow and T. Kono, *Legal Aspects of Globalization*, The Hague, London, Boston, 2000, pp. 77 *et seq.*, pp. 81 – 82; A. N. Licht, “Bonding and Dominance in Securities Markets: Cross-Listing and Corporate Governance”, in www.ssrn.com, p. 9; P. Marano, “Cross Listing, Global Shares e Azioni Dematerializzate”, *Banca e Borsa*, 2005, pp. 719 *et seq.*, pp. 719 – 720; P. Marano and I. Feretti, “Cross-listing, Global Shares and Dematerialised Shares”, *Unif. L. Rev.*, 2006 – 2, pp. 267 *et seq.*, p. 267; M. Pulatkonak and G. Sofianos, “The Distribution of Global Trading in NYSE-Listed Non-U. S. Stocks”, *NYSE Working Paper*, 1999; D. Schiereck, “Zur Notierung deutscher Aktiengesellschaften an ausländischen Börsenplätzen”, *AG*, 1993, pp. 319 *et seq.*, pp. 319 – 320; or A. Tenenbaum, *loc. cit.*, pp. 559 – 560.

应遵守两个或者多个国家的证券监管规定,法律适用问题极为复杂。^①

作为本书的研究起点,我们可以区分两类不同性质的法律规范。一类是关于公司股份所代表的权利(相当于股份这种产品的内涵)的法律规范,另一类是关于股份上市交易的法律规范。^②前者受股票发行人本国法管辖,后者则受公司上市地法管辖。但是,在实践中,准确区分上述两类法律规范会面临诸多难点。在很多案例中,这两类法律规范是交织在一起的。

4. 本书的结构。本书拟对与上述情形有关的若干问题进行分析。特别是,本书旨在研究上述两类由不同国家立法机构制定的法律规范是如何相互影响的。本书的结构非常明晰:第一章分析了公司跨境上市的动因,概括了跨境上市的基本结构,即跨境上市公司为使其股份在境外上市,如何安排其证券持有模式;第二章和第三章分析了与跨境上市有关的冲突法问题,特别是与确定公司准据法(即公司本国法)和市场准据法(即目标市场法)有关的问题;第四章分析了公司本国法和目标市场法相互影响引发的实体法问题,特别是识别和调适问题。最后,第五章主要讨论了一个与跨境上市有关的典型问题,即针对跨境上市公司的要约收购。

二、跨境上市的动因

5. 成本效益分析(costs-benefits analysis)。一家公司在作出到境外资本市场融资(并在境外上市)的决定前,必须进行成本效益

^① See, in particular, J. C. Coffee, *loc. cit.*, pp. 700 - 704; A. N. Licht, "Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Market", *Va. J. Int'l L.*, 2001, pp. 563 *et seq.*, pp. 616 - 620.

^② See, S. Grundmann, "The Structure of European Company Law: From Crisis to Boom", *EBOLR*, 2004, pp. 601 *et seq.*, p. 614.