

中国存托凭证主动退市过程中的 投资者保护问题研究

——基于境外相关制度比较的视角

蒋学跃*

摘要:由于离岸红筹架构存在监管套利的特殊问题,因此,当这些公司以中国存托凭证方式实现境内上市时,不宜盲目学习美国经验,给予较多的豁免,反而应该给予更多的监管和约束,特别是在进行主动退市过程中应该作相应的制度安排。具体而言,保护方式上,侧重于证券法的保护;保护机制上,侧重于行政监管和自律监管方面的保护;保护力度上,应该与A股保持一致性,不宜设置过多的豁免性规定;在保护的具体路径上,可以借鉴台湾地区经验,规定发行人的境内经营实体、控制人和执行董事必须承诺回购;在主动退市程序中恢复一股一权表决权机制。

关键词:存托凭证 管辖权 投资者保护

国务院办公厅在2018年3月30日转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(以下简称《若干意见》),证监会于2018年6月6日和8日分别发布《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》(以下简称《监管工作实施办法》),深圳证券交易所于2018年6月15日颁布了《试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》(以下简称《上市交易实施办法》)。至此,我国存托凭证(以下简称CDR)的发行交易与监管制度已经基本建立完毕,但《若干意见》中要求:“发行存托凭证的,应确保存托凭证持有人实际享有权益与境外基础股票持有人权益相当,由存托人代表

* 法学博士,深圳证券交易所法律部副主任研究员。

本文仅代表个人观点,与所在单位无关。

境内投资者对境外基础股票发行人行使权利。投资者合法权益受到损害时,试点企业应确保境内投资者获得与境外投资者相当的赔偿”,对 CDR 的投资者保护提出了较高要求,也成为未来工作的重点。

由于投资者保护涉及诸多方面,相对于欺诈发行和虚假陈述等方面,主动退市目前讨论得较少,为此,我们以主动退市为线索,以境外相关制度的比较视角,对此问题做初步研究。此外,由于未来相当长的一段时间内,在境内发行中国存托凭证的主体主要是已经在境外上市且注册地在境外(下文主要以开曼为主要研究对象),但主要运营实体在境内的公司(以下简称红筹公司),因此,我们以此类公司为讨论对象。

一、几个前提性问题

(一) 四类投资者类别

本文涉及四种类型投资者:注册在开曼群岛的红筹公司在美国发行存托凭证的持有人(以下简称 ADR 持有人);在我国台湾地区发行的存托凭证持有人(以下简称 TDR);在我国香港地区发行的存托凭证的持有人(以下简称 HDR 持有人);注册在开曼群岛的红筹公司在中国境内发行存托凭证的持有人(以下简称 CDR 持有人)。

(二) 法律(规则)适用

1. 证券法适用发行与交易地法律

根据国际私法的一般原理,证券法采取行为标准,即证券的发行与交易适用发行地与交易地的法律。以 ADR 为例,根据美国 1933 年《证券法》第 2 条规定,属于证券的范围。因此,ADR 的发行和交易适用 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》以及美国证券交易委员会(The Securities and Exchange Commission, SEC)根据《证券交易法》授权颁布的相关规章和规则。美国《证券交易法》对外国私人发行人(foreign Private issuer)规定了部分豁免。这些豁免是通过两种方式实现的:一是《证券交易法》明文规定,如《证券交易法》第 10C(a)1 条规定,外国私人发行人如果每年向股东披露其未设立独立薪酬委员会原因,就可以不遵守设立独立薪酬委员会的要求;二是《证券交易法》授权 SEC 通过制定规则的形式作出豁免,如《证券交易法》第 3(a)12 条规定,SEC 可以制定相关规则对豁免作出规定,因此,SEC 制定了 3(a)12-3 规则,豁免外国私人发行人遵守《证券交易法》关于报送季报、征集投票权和短线交易的相关规定。

具体而言,ADR的发行人可以享受如下豁免:一是无须披露季报10-Q文件;二是无须遵守《证券交易法》第14(a)条有关征集投票权的信息披露要求;三是无须遵守《证券交易法》第16(a)条关于短线交易及其收益上缴的规定。阿里在报送给SEC的招股说明书也对此作了披露:“我们的高管、董事和大股东无须遵守证券交易第十六章有关短线交易报告和上缴收益的规定。《证券交易法》对我们披露定期报告的要求,相较于美国公司,在频率和时效性上都较为宽松。”^①

而对于CDR,根据证监会发布的《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》第2条规定:“存托凭证的发行和交易,适用《证券法》《若干意见》、本办法以及中国证监会的其他规定。”从具体规定内容来看,除了表决权差异化安排以外,其他部分基本上保持与A股一致。

2. 公司法采取属人原则

根据国际私法的一般原理,涉及公司法的相关问题通常适用公司注册地的法律,如我国《涉外民事关系法律适用法》第14条规定:“法人及其分支机构的民事权利能力、民事行为能力、组织机构、股东权利义务等事项,适用登记地法律。”因此,如果存托凭证持有人对注册在开曼群岛的公司(发行人)提起诉讼,则必须适用开曼群岛《公司法》。

3. 证券交易所的自律监管适用上市的交易所相关规则,但交易所可以对境外发行人做出豁免

证券交易所可以通过自律规则对发行人的信息披露和公司治理作出要求,以保护投资者的利益,但交易所也会对部分发行人如外国私人发行人作出豁免性规定。以下我们仅用阿里上市的交易所——纽交所相关规则为例,对相关问题进行分析。

纽交所对外国私人发行人豁免遵守纽交所规则是通过两种方式作出规定的:一是明确外国私人发行人必须遵守的部分,其他部分可以豁免遵守,如《上市公司手册》303A规定,外国发行人只需遵守《上市公司手册》中“公司责任”中的303A.06、303A.11、303A.12(b)和(c)的四个规定;二是明确外国发行人豁免遵守相关要求,如《上市公司手册》第313条规定,外国私人发行人无须遵守双重股权架构的相关要求。^② 具体而言,外国公司可以豁免遵守以下规定:(1)定期召开由非执行董事出席

^① 参见阿里报送给SEC的F-1报告文件,载美国证监会网站:<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000119312514184994/d709111df1.htm>,最后访问日期:2018年9月1日。

^② 参见纽交所《上市公司手册》相关规定,载纽交所网站:<http://wallstreet.cch.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F9&manual=%2F1cm%2Fsections%2F1cm%2Dsections%2F>,最后访问日期:2018年9月1日。

的董事会会议;(2)董事会的多数必须是独立董事;(3)设立完全由独立董事组成的公司治理委员会和薪酬委员会;(4)设立完全由独立董事构成的薪酬委员会;(5)设立完全由独立董事组成的审计委员会;(6)对高管的股权激励方案必须由股东批准;(7)制定《公司治理指引》和《商业行为与道德准则》;(8)上市公司的 CEO 每年都必须向交易所确保他不知道上市公司违反了纽交所公司治理上市标准的规定;(9)双重股权架构的相关要求,纽交所允许外国私人发行人采取任何表决权架构的公司上市,只要是其满足注册地国法律的要求或没有禁止。

外国发行人必须遵守:(1)召开年度股东大会会议,根据纽交所《上市公司手册》第 302 条规定,在纽交所上市的所有公司必须在每个会计年度内召开一次年度股东大会会议。(2)设立审计委员会,但无独立董事人数的要求。(3)应当披露其所遵循的注册地法律在公司治理方面与纽交所规定之间的差异,但纽交所在注释中特别强调,上市公司不需要逐条对比二者差异,也无须得出孰优孰劣的结论性意见,因为美国投资者自然会意识到上述实质性的差异。(4)上市公司的 CEO 应当在有公司高管察觉到公司违反纽交所公司治理相关要求时,及时书面通知纽交所。(5)上市公司应当每年向纽交所提交公司治理年度合规承诺函(an executed Written Affirmation),并按照纽交所的要求提交临时合规承诺函(an interim Written Affirmation)。年度合规承诺函需要披露三个方面的内容:①审计委员会设立情况;②根据纽交所《上市公司手册》第 11 条要求的公司治理差异对比;③审计委员会成员的信息,包括成员的简历及是否持有公司股票等情况。临时合规承诺函的要求是,当发行人涉及审计委员会成员独立性变化、成员增减、豁免范围变化等情况,必须向纽交所报送遵守 SEC10A-3 规则相关规定的情况,如果涉及审计委员会成员独立性丧失的,必须报送该成员的姓名;如果是新增成员,则必须披露其简历、持有的股份、与公司之间存在咨询业务关系、是否是公司的关联人或者子公司的关联人。(6)纽交所的《上市公司手册》第 304 条对分类董事会(Classified Boards of Directors)作出三项要求:①分类董事会中的类别不能超过三种;②不同类别的董事会人数要相同;③每一类董事任期不能超过三年,否则纽交所将拒绝其上市申请。(7)股份回购的要求。为了确保公司在股份回购中,特别是私有化退市过程中保护公平保护投资者利益,纽交所在上市协议中就与发行人约定,发行人不能随意选择回购特定的证券,而是面向所有投资者全部或按比例回购。(8)外国公司必须遵守股东批准的规则。《上市公司手册》第 312 条规定,无论其注册地法律如何规定,在纽交所上市的公司,在涉及下列事项时,必须召开股东

会议,由参会的股东作出批准:①董事和高管的股权激励事项;②向董事、高管及其关联人发行股份;③对外发行超过现有股份总额 20% 的;④发行股份可能会导致发行人的控制权发生变动的。(9) 双重股权架构的相关要求。纽交所《上市公司手册》第 313 条规定,纽交所允许上市公司采用双重股权架构,包括超级表决权、无表决权股和优先股等制度。对于无表决权股的上市交易,上市公司必须确保无表决权股东的其他合法权益,如无表决权股东虽然没有表决权,但是必须确保其能够收到表决权股东在表决权征集过程中获得实质性资料与信息;优先股股东在发行人逾期支付一年半的股息时,有权选任两名董事成员。如果上市公司存在一股多权的超级表决权股票,则公司可以继续发行,但不能新发行超级投票权的股份。此外,纽交所还规定,如果公司拟采用双重股权架构或类似效果的其他做法,最好与纽交所事先沟通。(10) 关联交易的审查要求。《上市公司手册》第 314 条要求上市公司所有的关联交易必须经过上市公司内部的适当机构进行审查和评估,纽交所建议审计委员会或承担类似职能的机构从事上述工作。

阿里在其招股书中披露:“基于阿里的外国私人发行人身份,阿里可不适用部分纽交所有关美国公司治理的要求,未必能充分保护 ADR 持有人以及公司基础证券持有人的权益。不遵守由独立董事占多数的审计委员会的要求。”^①

相对 ADR 而言,CDR 获得豁免较少。根据深圳证券交易所发布的《上市交易实施办法》的规定,CDR 的信息披露和上市交易基本上与 A 股保持一致。

(三) 管辖权

1. 证券法司法管辖权

以 ADR 为例,美国《证券交易法》第 27(a) 条规定,美国联邦法院对违反本法或者其项下规则和条例的行为以及为执行本法或者其项下的规则和条例创设的任何责任或者义务提起的一切衡平法诉讼和普通法诉讼应当享有专属管辖权,由此确立美国联邦法院对证券案件的管辖权。此外,美国联邦法院通过判例确定了行为标准和效果标准,前者是指只有相关行为发生在美国境内,美国法院就拥有管辖权;后者是指即使行为发生在美国境外,但行为影响到了美国境内,如美国投资者购买了外国发行人欺诈发行的证券,美国法院也拥有管辖权。^② 因此,如果 ADR 的发行人是违反了

^① 参见阿里报送给 SEC 的 F-1 报告文件,载美国证监会网站:<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000119312514184994/d709111dfl.htm>,最后访问日期:2018 年 9 月 1 日。

^② 参见彭岳:《美国证券法域外管辖的最新发展及其启示》,载《现代法学》2011 年第 6 期。

证券法上的信息披露义务,投资者有权在美国联邦法院起诉发行人承担民事责任,美国司法部也有权追究其刑事责任。2003年12月,中国人寿在美国纽交所 ADR 发行上市,2004年1月30日,中国国家审计署公布的2003年年度审计报告披露,中国人寿的前身中国人寿保险公司存在重大违法违规行为,各类涉嫌违规资金约54亿元人民币。2004年3月,美国投资者在纽约南区联邦地方法院提起集团诉讼,称中国人寿及其高管在中国人寿上市时隐瞒了违规行为,违反《证券交易法》构成欺诈,但2008年9月美国纽约南区联邦法院地方法院作出简易判决,认定在香港联交所购买中国人寿股票的外国投资者不具有管辖权,对于在美国纽交所购买中国人寿股票的美国投资者,虽然具有管辖权,但是没有发现原告所称的因果关系以及被告的虚假陈述事实,因此判决驳回诉讼。^①

相对而言,我国涉外证券诉讼属于新兴事物,《民事诉讼法》仅第265条规定了“因合同纠纷或者其他财产权益纠纷”,并没有确定是“涉外证券纠纷”,而现有《证券法》对此也缺乏明确规定,这将导致未来证券民事诉讼管辖权的困难,如究竟采取行为标准还是效果标准都值得进一步探讨。^②但是如果具体到发行人因为退市违反了我国《证券法》的相关规定,CDR的持有人在境内法院对发行人提起民事诉讼是不存在疑问的,唯一问题就是未来判决执行的问题。

2. 公司法司法管辖权

一般而言,如果投资者依据公司法起诉发行人的话,这属于“对人诉讼”的管辖标准(In Personam Jurisdiction),根据国际私法的一般原理,发行人注册地的法院是具有管辖权的,但发行人注册地以外的法院有时也会依据特定标准确立管辖权,如美国加州的《民事诉讼程序法》规定:“本州法院可以在符合美国和州宪法的基础上行使管辖权”,司法实践中一般要求被告在该州有住所、在该州有连续的及实质性的商业行为、同意在该州诉讼、诉讼请求源于与该州的最低联系等要求。^③所以,2014年分众传媒(注册地在开曼群岛)的ADR持有人在加州法院对发行人的私有化方案提起了民事诉讼,法院也受理了。

相对而言,我国《民事诉讼法》第265条没有明确我国法院是否可以对境内投资

^① 参见郭雳:《美国证券域外纠纷诉权新解》,载《证券市场导报》2011年第11期。

^② 李婷:《美国涉外证券民事诉讼管辖权制度研究》,载曾令良主编:《武大国际法评论》(第14卷,第2期),武汉大学出版社2011年版,第71页。

^③ 王学棉:《美国民事诉讼管辖权探究——兼论对 Personal Jurisdiction 的翻译》,载《比较法研究》2012年第5期。

者依据《公司法》起诉发行人的民事诉讼行使管辖权,但依据第 265 条关于对人诉讼的规定“诉讼标的物在中华人民共和国领域内,或者被告在中华人民共和国领域内有可供扣押的财产,或者设有代表机构,可以由标的物所在地、可供扣押所在地、侵权行为地或代表机构所在地人民法院管辖”,我国法院对退市过程中损害投资者利益的民事诉讼案件拥有管辖权。

3. 证券行政管辖权

行政管辖是指证券监管机构对证券发行与交易的行政监管管辖权。根据国际法的一般原理,行政管辖通常实行属地管辖,如果要跨境执法,必须获得有权机关的同意,否则将侵害到该国主权。^① 因此,SEC 可以对 ADR 的发行和交易进行行政监管,并采取相关行政处罚,如罚款、吐出非法获利以及向法院寻求禁令等。2014 年 12 月,SEC 也针对中国人寿的首次公开发行进行调查,于 2006 年 6 月终止调查,做出不采取行动的声明。

相比较而言,中国证监会也有权对 CDR 的发行人进行行政监管,同时由于红筹公司的主要经营实体及董监高在境内,因此对跨境执法的需求并不迫切。

(四) 不同的退市方式

基于不同的证券市场的监管差异,境内外主动退市的方式存在较大的差异。以美国为例,主要是直接合并退市和要约收购退市,前者通常是大股东吸收合并目标公司,或者是大股东设立的新公司吸收合并目标公司;后者是收购方(通常大股东)向全体股东发出全面要约收购,借此获得发行人 90% 的股份,再做无须召开股东大会的合并决议。^②

我国境内的主动退市则有更多不同方式,如深圳证券交易所《上市规则》第 14.3.1 条规定了 7 种主动退市的方式,但主要可以归纳为发行人直接主动退市、发行人因合并退市、发行人回购或第三人收购退市等三种主要方式。2015 年,沪市上市公司 *ST 二重先后采取大股东要约收购和直接主动退市两种方式,第一次因要约收购条件未满足而失败,第二次通过股东大会决议直接退市最终实现了我国 A 股市场上的第一个主动退市的案例。

(五) 四种保护措施

在主动退市过程中,投资者可以分别获得来自证券交易所自律监管的保护、证券

^① [英]蒂莫西·希利尔:《国际公法原理》,曲波译,中国人民大学出版社 2006 年版,第 119 页。

^② 参见郭雳:《上市公司私有化交易的审查标准与利益平衡》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第 12 卷),法律出版社 2014 年版,第 89 页。

监管机构的行政监管保护、公司法上基于股东权利的保护(公司治理范畴)、依据制定法上民事诉讼权利的保护(以下简称民事责任机制)。

1. 证券交易所的自律监管保护主要是指交易所通过制定相关业务规则对主动退市的公司治理做出相关要求,如涉及管理层主导的主动退市,此时涉及关联交易,根据纽交所的规则,此时需要遵守《上市公司手册》第314条“上市公司内部的适当机构应当对关联交易进行审查和评估”。通常而言,如果上市公司违反交易所的规则,交易所可以对上市公司进行停牌、退市和公开谴责等纪律处分,但投资者无法对此提起民事诉讼。

2. 证券监管机构的行政监管保护是指监管机构对违反证券法的相关违规行为给予行政处罚,如SEC可以对违反证券法的当事人给予没收违法所得、罚款以及向法院申请禁止令,以实现投资者的保护。

3. 公司法上的保护是指《公司法》赋予了股东的相关权利,如主动退市中股东可以享有表决权反对退市,以保护自己的相关权益。

4. 民事责任保护是指股东根据法律的规定对违规当事人提起民事诉讼的权利,以保护自己的合法权益。民事诉讼权利的依据主要有两个来源:一是证券法上的相关规定,如美国《证券交易法》就赋予了股东对于信息披露存在欺诈和误导的当事人提起民事赔偿的权利;二是公司法上的相关规定,如美国《特拉华州公司法》赋予了股东对退市中受到的损害可以控股股东或董事违反信托责任为由对其提起民事诉讼,也允许股东对合并的对价过低而请求法院提高收购价提起诉讼。

二、ADR 退市中的投资者保护

(一) 直接退市

1. 公司法保护。因为ADR的基础证券发行人的注册地是开曼群岛,根据开曼群岛《公司法》规定,只有在发行股份、合并等有限的几种情形,发行人才需要召开股东大会,如果仅仅是ADR发行人主动退市,ADR持有人无法获得公司法上的保护。

2. 证券交易所的保护。纽交所对于上市公司主动退市条件的规定存在变化。在2003年之前,纽交所的《规则》(Rules)第500条规定,主动退市必须经过出席股东大会的非关联股东持股2/3以上通过,且反对股东的表决权不能超过10%。但在2003年,纽交所废除了上述规定,转而适用《上市公司手册》第806.02条规定:(1)向交易

所提交董事会主动退市的决议复印件,并且该复印件必须由发行人秘书(the secretary of the issuer)鉴证;(2)遵守 SEC 根据《证券交易法》第 12d 条授权制定 12d2-2(c) 规则。总体上而言,证券交易所对于主动退市的要求是非常简单的,主要依赖于 SEC 的保护。

3. SEC 的保护。由于美国州法及其判例对上市公司的董事及控股股东规定了退市中对中小股东的信义义务,即中小股东可以退市方案损害了其权利而对上市公司及其董事、控股股东提起民事赔偿诉讼。因此,SEC 对退市中的投资者保护只是补充性的,主要建立在信息披露方面。^①《证券交易法》第 12d 条规定,发行人可以根据 SEC 关于保护投资者的规定撤回或取消上市,并授权 SEC 制定具体规则。SEC 根据这一授权制定了 12d2-2(d) 规则。

SEC 在 12d2-2(d) 规则中规定,发行人申请主动退市的,应当提前 10 日向 SEC 提出申请,SEC 将申请退市的报告在《联邦公报》中公布,任何利害关系人有权对此提出异议,SEC 有权就此异议举行听证。在历史上,SEC 仅在 1944 年对一家主动退市的发行人施加了必须召开股东大会进行表决的要求,其他情况下仅以发行人的信息披露存在遗漏要求补充而将申请退市的时间往后推迟。^②

4. 民事责任。投资者可以依据证券法上主动退市中存在信息披露违规向发行人及其董事提起民事赔偿诉讼。根据美国理论界的认识,如果发行人在报送 SEC 的主动退市信息披露中存在欺诈或重大遗漏,投资者可以向联邦法院提起民事赔偿诉讼。但到目前为止,美国还没有出现类似案例,主要原因是实践中采用这种直接主动退市的案例很少发生,因为直接退市只是不在交易所上市交易了,但根据美国证券监管的要求,如果股东人数超过一定数量如 500 人,仍然必须履行“报告公司”的信息披露义务,因此实践中很少采用这种直接主动退市方式。

(二) 发行人(及其控股股东)回购股份的退市

1. 公司法上的保护。根据开曼群岛《公司法》第 37 条规定,公司董事会可以在章程的授权下决定自由赎回股份,而在开曼群岛注册的公司通常都在章程中作了类似授权,因此上市公司回购无须召开股东大会。同样,如果是上市公司的控股股东收购其他股东的股份,开曼群岛《公司法》也没有在程序上作特别的要求。

^① [美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社 2003 年版,第 543 页。事实上,SEC 在 1975 年颁布的 13e-2 规则中曾经要求发行人在主动退市过程中,不仅需要履行信息披露义务,还对发行人退市的实质公平性做出了要求,但在 1979 年颁布的 13e-3 规则中删除了这一要求,认为这构成了过度干涉。

^② [美]路易斯·罗思、乔尔·塞里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社 2008 年版,第 380 页。

2. 交易所的保护。纽交所对于上市公司(及其控股股东)回购自己的股份无特别要求。

3. SEC 的保护。理论上,发行人为了退市进行股份回购可以采取二级市场上回购和向所有股东发出回购的要约收购的两种方式。第一种方式实践中用得比较少,因为耗时较长,中概股的聚美优品在 2014 年就曾经使用这种方式。第一种方式主要存在的问题就是可能涉及内幕交易,SEC 对此颁布了两个规则以杜绝出现内幕交易。

第一个规则是 10b-18 规则,规定如果发行人满足四个条件,即可随机选择回购股票的时间:(1)方式上:通过一个人或经纪商;(2)时间上:不在开市时或闭市的敏感期内;(3)成交量:不超过前四周日均成交量的 25%,其中董事、高管和大股东等关联人士需要合并计算成交量;(4)价格上:不超过交易时最高的独立竞价或最新的独立成交价。发行人根据这一规则回购,可以豁免操纵市场的指控,但是如果回购中掌握着不为公众知悉的信息,仍然需要承担内幕交易的指控。第二个规则是 SEC 的 10b5-1 规则,规定如果发行人按照与经纪商回购协商好的计划进行回购,则无须承担内幕交易的责任。这种事先约定的回购计划的内容主要包括交易时间、数量、价格,回购计划完全交给经纪商完成,发行人失去了对回购的控制权。^① 如果发行人没有按照上述两个规则进行回购,可能会触发内幕交易,SEC 将依据《内幕交易制裁法》对其处以没收违法所得以及三倍的罚款。

第二种回购方式主要涉及回购的公平性问题,SEC 主要侧重于信息披露的监管,SEC 在 13e-3 规则中对发行人要约收购自己的股份的信息披露做了要求,发行人必须向 SEC 报送 13E-3 表格,主要包括:(1)发行人的身份;(2)对交易重大条件的描述;(3)发行人及其附属公司有关交易后的计划;(4)资金来源或对价的来源;(5)交易的目的是及考虑过的代替该交易的其他途径;(6)对发行人、附属公司、非关联股东的利弊的详细分析,包括对税收后果的讨论;(7)管理层是否可以合理地期望交易的公平性及其依据;(8)发行人证券的所有合同,谅解和协议的详细描述;(9)内部人员对当前交易的意图及建议;(10)股东法定公平回购权(请求公司用合理价格现金收购自己股票的权利)可利用性和概述^②;(11)交易结构是否符合正当程序;(12)退市交易是否经过由代表小股东利益的非关联代表进行了谈判。^③ 特别值得指出的是,发行

^① 张巍:《资本的规则》,中国法制出版社 2017 年版,第 190 页。

^② [美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社 2003 年版,第 543 页。

^③ 参见 SEC13e-3 规则第 8c 和 8d。

人必须详细合理地探讨上述看法基于的重要因素,并且不允许用含糊其辞的说法,如“发行人没有足够的信息对交易的公平性形成看法”。^①有学者认为 SEC13e-3 规则的起草策略非常聪明,它使那些通过退市而获利的内部人处于一种两难境地。如果它们没有真实披露,投资者可以对信息披露提起诉讼。如果它们真实披露,则投资者可以依据这些披露的细节在州法院提起违反信托责任的民事诉讼。^②

4. 民事责任。如果在回购中涉嫌内幕交易,投资者可以在美国联邦法院依据《证券交易法》10b 和 SEC10b-5 规则起诉回购人,要求承担欺诈性交易的民事责任。

此外,如果发行人向 SEC 提交的 13E-3 表格中的信息披露存在重大遗漏或欺诈,ADR 的投资者可以对此提起民事诉讼。^③

实践中,在美国各主要证券交易所上市 ADR 的退市很少采用由上市公司回购股份的方式,因为一是需要上市公司巨大的现金储备,二是即使有现金储备进行回购,也不一定能够实现所有的公众股东愿意向上市公司出售股票的情形,可能无法彻底实现退市。实践中更常见的是控股股东联合私募股权基金通过要约收购方式实现退市,但此时控股股东和私募股权基金受到的监管与发行人进行退市是一样的。

(三) 将上市公司吸收合并而退市

1. 公司法的保护。根据开曼群岛《公司法》,将公司吸收合并需要召开股东大会,并且出席股东大会 2/3 以上表决权通过。

2. 交易所的保护。如果是大股东发出的合并,此时被视为是关联交易,但纽交所对关联交易仅做原则规定,其《上市公司手册》第 314 条规定,所有的关联交易必须经过上市公司内部的适当机构进行审查和评估,纽交所建议审计委员会或承担类似职能的机构从事上述工作。

3. SEC 的保护。如果是注册在美国境内的公司进行合并,必须由股东大会表决。SEC 要求在上市公司召开股东大会时必须根据《证券交易法》第 14(a) 条的要求,报送委托投票公告,即 14A 表格。如果报送信息有遗漏或不实,SEC 将给予行政处罚,如罚款或请求法院发出禁止令。但是,如前文所述由于 ADR 的发行人是外国发行人,可以豁免这一要求,因此,ADR 的投资者无法获得 SEC 的相关保护。

4. 民事责任。如果发行人是美国境内公司,根据美国各州公司法及其相关判例,

^① [美] 罗伯特·C. 克拉克:《公司法》,胡平等译,工商出版社 1999 年版,第 426 页。

^② 同上。

^③ 在 1987 年的 Howing 公司诉 Nationwide 公司案件中,美国联邦第六巡回法院判决支持原告对被告回购对价公平性未做充分的披露主张民事赔偿的请求。

股东的保护分为三个部分:一是如果目标公司的股东认为并购的价格不合理,可以在注册公司的州法院提起诉讼,要求控股股东或董事会承担责任。^①通常只有被告能够证明以下三点才有可能免于承担民事责任:其一在并购过程中没有进行欺诈;其二是在成立了真正独立的特别委员会,是否独立由被告举证证明;其三是得到了非控股股东的多数股东批准。^②

二是在并购中投反对票的股东可以请求法院确定一个公平的回购价格。2013年戴尔电脑私有化过程中,在并购中投反对票的股东就向特拉华衡平法院提起诉讼,要求法院为其确定一个公平的回购价格。特拉华法院最终在2016年作出裁决,认为戴尔公司的股票的公平价值应为17.62美元,而不是私有化交易价格的13.75美元。

三是投资者也可以根据上市公司在14A表格中的虚假陈述在联邦法院提起民事赔偿诉讼。

但是,由于ADR的发行人是外国发行人,因此,ADR的投资者无法获得上述保护,只能在开曼群岛法院寻求以下两种保护:(1)如果上市公司的董事会没有谨慎评估并购方案,受到损害的ADR投资者在将ADR转换为股票后,可以在开曼群岛法院对董事会提起损害赔偿诉讼,但至今还没有出现类似案例。^③(2)在并购的股东大会投反对票的股东,可以向开曼群岛法院提起请求确定其股票的“公正价格”的诉讼。2014年8月,开曼群岛法院在Integra Group案中对开曼群岛公司的股东判决了首例案件,但还没有出现ADR投资者提起类似诉讼。^④

三、TDR 主动退市中的投资者保护问题

我国台湾地区针对TDR的特殊性,制定了TDR投资者保护的相关规定,但由于台湾地区没有集团诉讼制度,因此,民事诉讼机制并不是有效的保护机制,故忽略,以下仅讨论公司法、交易所和行政监管三个方面的保护。

^① 参见李文莉:《上市公司私有化的监管理论与路径选择》,载《中国法学》2016年第1期。

^② 颜炳杰:《美国上市公司私有化相关法律问题》,载《北大法律评论》编辑委员会编:《北大法律评论》(第9卷),北京大学出版社2008年版,第203页。

^③ 2013年2月,中概股分众传媒的CDR持有人在美国加利福尼亚州法院对分众传媒的退市方案(私有化)提起诉讼,提出了两项诉讼请求:其一是告董事会违反《证券交易法》第14(a)条关于征集投票权的公告中存在虚假陈述;其二是依据开曼群岛《公司法》第92条e款,请求法院解散分众传媒。此案最终双方达成和解。参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第208页。

^④ 参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第207页。

(一) 直接退市

1. 公司法的保护。适用发行人注册地的法律,因此,如果 TDR 的发行人是开曼群岛的话,与 ADR 投资者一样,没有特别保护。

2. 交易所的保护。台交所《股份公司经营细则》第 50-3 条规定,“外国发行人”主动将 TDR 退市的,必须满足两个条件:一是应经董事会或股东会决议通过,且表示同意之董事或股东,其持股需达已发行股份总数 2/3 以上;二是必须有回购的承诺保护,至少应由外国发行人及其独立董事以外之全体董事承诺无限制收购其余在外流通存托凭证。

3. 金监会的保护。我国台湾地区“金融监督管理委员会”(以下简称“金监会”)没有对主动退市作出规定。

(二) 第三方要约收购退市

1. 公司法的保护。适用发行人注册地法律,开曼群岛《公司法》对此没有相关规定。

2. 交易所的保护。台交所无相关规定。

3. “金监会”的保护。“金监会”颁布的“公开收购公开发行公司有偿证券管理办法”第 14 条规定,如第三方向发行人发出公开要约收购的,被收购公司的董事会应就本次公开收购人身份与财务状况、收购条件公平性,及收购资金来源合理性之查证情形,对其公司股东提供建议,并应载明董事同意或反对之明确意见及其所持理由。

(三) 发行人回购股份退市

1. 公司法的保护。开曼群岛《公司法》规定,公司章程可以授权董事会作出回购股份的决议,无须召开股东大会审议。

2. 交易所的保护。另外,根据台交所《第二上市买回台湾存托凭证办法》第 2 条规定,如果发行人回购股份的,必须经过 2/3 以上董事出席,且全体董事的 1/2 以上通过。

3. “金监会”的保护。根据我国台湾地区“证券交易法”第 28-2 条规定,上市公司回购股份,必须经董事会 2/3 以上董事出席及出席董事超过 1/2 同意。根据“金监会”的“公开收购公开发行公司有偿证券管理办法”第 10 条规定,上市公司必须向“金监会”报送两份文件:一是董事会决议买回股份的会议记录;二是董事会出具已考虑公司财务状况,不影响公司资本维持之声明书;三是董事会决议前最近期依规定公开经会计师查核或核阅之财务报告;四是会计师或证券承销商对买回股份价格之合理性评估意见。

综上所述,发行人回购股份只需召开董事会会议并作相关信息披露即可,无须召开股东大会审议。如果 TDR 发行人违反上述规定,“金监会”可以给予行政处罚。

四、HDR 投资者在主动退市中的保护

我国香港特区没有集团诉讼以及律师费用风险分担机制,因此,民事诉讼并不是有效的投资者保护机制,故忽略,仅讨论公司法、交易所和行政监管三个方面的保护。此外,根据联交所《主板上市规则》的规定,香港特区的退市途径主要是通过协议安排或直接主动退市和要约收购两种。此外,香港特区对于 HDR 的监管主要区分双重主要上市、双重第二上市和仅在联交所上市三种情形,适用不同的规定。以阿里为例,如果它在香港特区以 HDR 上市,将属于双重第二上市。

(一) 协议安排的主动退市

通过协议安排私有化,指控股股东通过发行人向公众股东提出支付对价以交换其股份的协议安排,然后在法院的监督下召开股东大会(习惯称作法院会)对此进行表决,表决程序必须依据发行人注册地的《公司法》,如协议获得通过,协议对所有股东均具约束力,小股东所持有的股份将被注销,控股股东将因此持有该公司 100% 的股权。

1. 公司法保护。理论上而言,退市不涉及《公司法》适用的问题,但是如果交易所要求根据注册地《公司法》的规定对股东进行保护,则此时公司法仍然具有价值。由于这种协议安排的退市方案属于开曼群岛《公司法》规定的重组情形,因此需要按照开曼群岛《公司法》第 86(2)条的规定,此时必须经过出席股东过半数股东同意(俗称“数人头”),还需按表决权超过 75% 的股东同意。

2. 交易所的保护。

(1) 双重上市且在联交所主要上市

香港联交所《主板上市规则》第 6.11 条规定,如果发行人在联交所认可的证券交易所上市^①,同时又在联交所主要上市^②,则发行人主动退市必须满足两个条件:一是必须召开股东大会对退市进行表决,但此时遵守普通决议程序;二是必须自召开股东

^① 港交所判断一个交易所是否属于认可的交易所主要依据是,该市场是否是允许香港投资者随时买卖的市场。

^② 根据《主板上市规则》第 19C.13 条规定,发行人在最近会计年度的上市股份的全球成交量总金额 55% 在港交所的,则将港交所视为主要上市地。

大会前的三个月前向股东发出退市的通知。

(2) 双重上市但在联交所第二上市

双重上市的上市公司中除了主要上市以外都属于第二上市。根据《主板上市规则》第 6.16 条规定,如果是在港交所第二上市的发行人申请主动退市,则必须满足以下两个条件:一是遵守主要上市地及发行人公司注册地的相关规定,二是提前三个月通知股东。

(3) 仅在联交所上市

如果仅在香港市场上市的发行人申请主动退市,则必须满足以下四个条件:一是必须召开股东大会进行审议;二是在股东大会的表决过程中,控股股东及其关联人不得投赞成票,如果没有控股股东,则董事(不包括独立非执行董事)和最高行政长官及其关联人不得投赞成票;三是赞成票必须占出席股东大会的 75% 以上票数,反对票不能高于出席股东大会的 10% 票数(如果上述不得投赞成票的人士投了反对票,则反对票纳入出席股东大会的票数;如果是投了赞成票,则不再纳入出席股东大会的票数);四是对股东或种类证券持有人给予现金回购或其他合理安排以代替他们持有的上市证券。

具体而言,如果是阿里在联交所的 HDR 通过协议安排退市,则属于第二上市的退市,则必须按照开曼群岛《公司法》第 86(2) 条的规定,必须经过出席股东过半数股东同意(俗称“数人头”),还需按价值计超过 75% 的股东同意。这种要求比单纯在香港单一上市的退市条件还要高,因为“数人头”规则实质上已经突破了同股同权的原则。^①

3. 证监会的保护。香港证监会没有对协议退市作出要求。

(二) 要约收购退市

1. 公司法的保护。适用开曼群岛《公司法》的规定,第三方收购无相关要求。

2. 交易所的保护。无相关要求。

3. 证监会的保护。香港证监会颁布的《公司收购及合并守则》主要涉及要约收购中的董事会的义务和股东大会表决的要求。首先,《公司收购及合并守则》第 2.1 条规定,目标公司的董事会必须在收到要约收购后,有四项义务:一是设立由独立董事组成的独立委员会;二是独立委员会对要约并对该项要约是否公平和合理,及是否接纳该项要约或如何表决,提出建议;三是董事局必须在合理切实可行的范围内尽快聘

^① 郭雳:《上市公司私有化交易的审查标准与利益平衡》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第 12 卷),法律出版社 2014 年版,第 89 页。

请称职的独立财务顾问,就该项要约尤其是就该项要约是否公平及合理,以及就是否接纳该项要约或如何表决,向独立委员会提供书面意见,任何独立财务顾问在获得委任前,其委任必先得到独立委员会的核准;四是独立财务顾问的书面意见,包括有关理由,须连同独立委员会就该项要约而作出的建议,一并纳入受要约公司董事局的通告内,公开予股东知悉。

其次,在因为要约收购导致退市而召开的股东大会方面,《公司收购及合并守则》第2.2条规定了三项要求:一是要约人或任何与该要约人一致行动的人士,均不得在此次股东大会上投票;二是在适当地召开的无利害关系股份的持有人股东大会上,获得亲身或委派代表出席的股东附于该等无利害关系股份的投票权75%以上投票批准;三是投票反对决议的票数不得超过所有无利害关系股份的投票权的10%。

五、CDR 主动退市中投资者保护必须考虑的问题

(一) 保护力度与豁免问题

从境外DR主动退市中投资者保护制度的介绍来看,相对于其境内的证券发行人而言,我们可以简单归纳如下:

1. 美国给予豁免最多,形式上保护力度最弱,但其特有的民事诉讼机制对投资者发挥替代保护作用

相对于美国境内的发行人,美国给予ADR的发行人大量的豁免,使美国对ADR持有人的保护力度较弱,一些学者将这些注册在开曼群岛的公司称为“天高皇帝远的极乐世界”。^① 但一个不容忽视的一个事实是,美国对投资者保护主要是依赖于民事诉讼机制,特别是它特有的集团诉讼(默示加入、明示退出机制)以及律师费用胜诉后分成制度,使它的保护力度仍然较强。据2012年的一项统计,美国上市公司的93%并购(包括退市在内)都遭到股东的诉讼。^②

2. 香港采取的不低于本地标准,给予适当豁免,保护力度居中

香港由于缺乏美国特有的民事诉讼机制,因此,在对待投资者保护方面显得稍微慎重一些,采取不低于本地投资者保护的标准。如HDR属于第二上市而实行主动退市的,则无须按照香港的要求召开股东大会进行表决,原因在于即使第二上市的证券

^① 张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第210页。

^② 同上书,第138页。

退市,投资者可以转换为基础证券,随后在第一上市地出售。但是对于注册地在开曼群岛的HDR发行人则可能存在较大的不利,因为如果采取的是协议退市的话,必须遵守“数人头”的做法,这可能导致发行人的退市难度大大增加,因为香港特区2014年修改的《公司条例》取消了原来的“数人头”的规定,导致HDR的退市难度高于香港注册地的公司。

3. 我国台湾地区不仅没有给予豁免,而且还附加了额外的要求,保护力度最强

从台交所的相关规定来看,在TDR主动退市过程中台交所不仅没有给予TDR发行人相关的豁免,还增加了必须经过已发行股份总数2/3以上股东同意,以及发行人及其独立董事以外之全体董事承诺无限制收购的要求。

(二) 限制转股产生的特殊问题

香港之所以对第二上市发行人的主动退市豁免其召开股东大会,原因是其退市后,HDR的投资者可以转换为基础证券,然后在第一上市地卖出。由于目前CDR采取的是限制转股的规定,这意味着如果CDR主动退市,其持有人将失去通过转股而卖出的权利,因此,这就意味着我们不能采取类似于美国和我国香港特区的豁免制度。

(三) CDR 民事诉讼机制问题

如果依据《公司法》起诉发行人,起诉者的身份必须是股东。在DR的法律关系中,由于名义上存托机构才是发行人的股东,DR持有人要么通过存托机构向发行人提起诉讼,要么在转换为基础证券后再起诉。目前在存托协议中,如阿里的存托协议中就没有约定存托机构代理存托凭证持有人向发行人提起诉讼的职责,由此,ADR的持有人只能通过转股后行使相关权利,但转股的费用不菲,以阿里的存托协议来看,每100份ADR转股需要向存托机构缴纳5美元的费用,目前在美国尚未出现ADR的持有人通过转股以股东身份向发行人提起诉讼的案例。因此,虽然相关文件中确立的中证中小投资者服务中心有限责任公司支持诉讼模式,可以一定程度上缓解CDR民事诉讼中存在的集体行动困境,但转股障碍以及成本和跨境诉讼问题仍然是制约CDR民事诉讼机制的重要因素。

(四) 境内经营实体问题

目前CDR的发行人都属于离岸红筹架构,其发行人通过协议控制我国境内的经营实体,此外,发行人的董事及其实际控制人都在中国境内有住所,因此,这便于CDR的后期执法和相关法律责任的承担。因此,这要求我们针对这些特殊情况做相

应的制度安排。我们可以在交易所的相关业务规则中要求,CDR 主动退市时,境内经营实体及其发行人除独立董事以外的董事承担连带回购义务。

六、关于 CDR 主动退市投资者保护的建议

综上所述,对 CDR 主动退市的投资者保护问题,做如下几点建议:

(一) 保护方式上,侧重于证券法的保护

目前,CDR 持有人寻求公司法上的保护存在三个方面的障碍:一是依据公司法主张股东权利特别是向发行人提起民事诉讼的话,DR 持有人必须向存托机构申请转换为基础证券后,才能行使相关股东权利,但目前 CDR 转股是受限制的;二是即使将来允许 CDR 转股,转股的费用较高,前述阿里的存托协议就规定每 100 份 ADR 转股需要支付 5 美元;三是依据公司法起诉必须根据发行人的注册地法律,管辖法院也通常是注册地法院,这也增加了 CDR 持有人的维权成本。因此,我们应侧重于证券法上的保护,因为证券法的适用是以行为地为依据的,可以对退市程序和信息披露方面做出要求。

(二) 保护机制上,侧重于行政监管和自律监管方面的保护

由于美国的集团诉讼以及律师费用分成制度是植根于特定的社会经济结构中的,同时这些制度本身也存在滥诉以及律师偏好和解等弊端。^① 因此,我国的 CDR 持有人的保护应侧重于证监会的行政监管和交易所的自律监管。

(三) 保护力度上,参照 A 股的监管要求,不宜设置过多的豁免性规定

从美国 ADR 的监管实践来看,无论是在 SEC 层面还是在交易所层面都给予境外公司很多豁免性规定,但鉴于我国证券市场以及司法环境的现实情况,建议保持 CDR 的监管与 A 股的一致性,如根据深圳证券交易所《上市规则》第 14.3.2 条规定,无论其注册地公司法如何规定,CDR 的直接主动退市必须召开股东大会,并同时由内部股东和公众股东所持表决权 2/3 以上分类表决通过。

(四) 保护的具体路径上,借鉴我国台湾地区经验,规定发行人的境内经营实体、控制人和执行董事必须承诺回购

在证监会和交易所的相关规定中,要求 CDR 主动退市过程中,发行人的境内经

^① 参见郭雳:《美国证券集团诉讼的制度反思》,载北大法律评论编委会编:《北大法律评论》(第 10 卷),北京大学出版社 2009 年版,第 428 页。

营实体、实际控制人及独立董事以外的董事必须承诺回购,以保护 CDR 持有人的权益。由于上述主体的住所地基本上是在境内,因此,一旦他们违反承诺而受到证监会的行政处罚或交易所的纪律处分,将会进入失信人名单,其在境内的相关权利将受到影响,如不能乘坐高铁和飞机等,这将产生较大的威慑力。

(五) 在主动退市程序中恢复一股一权表决权机制

目前拟采取 CDR 在境内上市的红筹公司在表决权方面都作了背离“一股一权”的差异化安排,现有规则对其监管的思路仅集中于信息披露方面。这可能导致实践中部分红筹公司利用其实现监管套利,如采取吸收合并方式主动退市的,根据开曼群岛《公司法》只需出席会议的表决权 2/3 以上表决通过,此时将对中小股东的利益产生侵害。由于我国《公司法》无法适用,可以通过交易所的自律规则设置专门的规定,当 CDR 发行人因主动退市而召开的股东大会表决程序中,不再遵守差异化的表决权制度,而是恢复遵守“一股一权”的表决机制。

(六) 进一步完善现有主动退市的投资者保护制度

不可否认的是,我国现有退市制度的重点是强制退市,主动退市由于出现较少而被忽略,相关制度有待进一步完善。有如下建议:

1. 目前只有在吸收合并退市中才赋予中小股东的现金选择权,而直接主动退市只有单独表决机制,这容易造成控股股东对中小股东的实质上的胁迫。^① 未来在 CDR 中问题可能更为突出,因为一旦 CDR 退市,由于转股的限制,CDR 持有人更容易受到胁迫。因此未来应该在直接主动退市中赋予中小股东现金选择权制度。

2. 我国现有的要约收购制度关注的是第三方对上市公司的收购,但缺乏对上市公司回购或控股股东要约收购而退市的收购过程中对中小股东利益的关注,最终结果是现有规则没有规定中小股东在此过程中的表决机制。^② 因此,可以借鉴我国香港特区的做法,如果上市公司采取回购或控股股东采取要约收购而退市的,不仅需要遵循回购或要约收购的一般要求,同时也必须由无关联股东的 2/3 表决通过。

3. 现有规则欠缺主动退市中的信息披露要求,借鉴美国 SEC 规则 13e-3 的相关

^① 参见臧俊恒、黄慧颖:《上市公司主动退市中监管逻辑与路径选择》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第 22 卷),法律出版社 2017 年版,第 226 页。

^② 郑观:《资本市场、社团及契约三重维度内的中小投资者的保护——以上市公司主动退市为例》,载《证券市场导报》2014 年第 3 期。

规定,通过信息披露的做法强化对中小股东的保护。^① 具体建议如下:(1)发行人的身份;(2)对退市方案重大条件的描述;(3)发行人及控股股东退市后的计划;(4)资金来源或对价的来源;(5)交易的目的及考虑过的代替该交易的其他途径;(6)退市方案对发行人、控股股东及非关联股东的利弊的详细分析;(7)管理层是否可以合理地期望交易的公平性及其依据;(8)内部人员对当前交易的意图及建议;(9)给予异议股东现金选择权的定价及其合理性;(10)独立董事对退市方案的意见;(11)经过由代表中小股东利益的非关联代表进行了谈判的情况。

^① 郑人玮、刘晶:《我国上市公司私有化过程中的小股东权益保护》,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第7卷),法律出版社2015年版,第377页。