

● 法 学

评欧共体证券法关于证券交易的三个指令

何 易

(武汉大学法学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 何 易(1969—), 男, 湖北黄冈人, 武汉大学法学院国际法学系博士生, 主要从事国际经济法研究。

[摘 要] 制定于1979年的上市条件指令从上市条件、最低资本要求、多重挂牌等方面看都已显得过时。投资服务指令从投资服务单一执照的思路出发, 对争议较大的集中竞价交易、会员市场准入和市场透明度等问题作了规定, 这些规定虽未能完全协调各成员国的国内立法, 但它是通向欧共体证券市场一体化的重要步骤。

[关键词] 欧共体证券法; 上市条件指令; 投资服务指令; 清算终结指令

[中图分类号] DF 96 [文献标识码] A [文章编号] 1000-5374(2000)04-0533-04

伴随欧元的启动和欧共体证券市场一体化进程, “泛欧(Pan-European)证券市场”业已形成。跨国证券交易所的联合开始出现, 证券交易所之间的竞争日趋激烈。欧洲人正在讨论建立“泛欧证券交易所”, 以便让全欧最大的、资本流动性最好的公司在其中上市交易^[1](P. 3)。由于欧共体部长理事会指令构成欧共体证券法的主要渊源之一^[2](第622页), 本文将集中讨论其中最重要的三个指令: 上市条件指令(Listing Condition Directive)、投资服务指令(Investment Services Directive)和清算终结指令(Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems), 在评述其立法背景、理论依据和主要内容的基础上, 分析各自的特点和作用, 也讨论了可能存在的问题。

一、上市条件指令: 一个逐渐过时的指令

(一)关于上市条件

上市条件指令(Directive 79/279/EEC of 5, March 1979, O. J. 1979, L66)制定于1979年, 详细规定了公司证券进入欧共体(其前身为欧洲经济共同体)国家正规的证券交易所挂牌交易的条件。该指令旨在协调欧共体国家投资保护政策, 为公司股票上市提供便利, 以促成欧洲资本市场的建立。关于上市条件, 指令第3条规定: “成员国应确保, 除非本指令所规定的条件全部得到满足, 证券不得进入位于其境内的任何正规证券交易所挂牌交易, 并且不论批准上市时间是在本指令实施之前或之后, 发行人都应履行指令所创设的义

务。”指令采取的是最小的、具有灵活性的协调步骤, 将其作为通向成员国国内立法进一步整合的第一步。

然而, 朝此方向努力的进一步措施未被欧共体随后的立法所采纳。从一定意义上说, 上市条件指令反映的是一种已经过时的证券法观念。该指令制定于1979年, 当时欧洲的金融背景与今日迥然不同。指令隐含的理论假设之一是: 证券交易所要么是法律授权的垄断经营者, 要么是自然垄断经营者。依据这种假设, 证券法应当限制证券交易所的市场权力, 防止权力滥用。如果证券交易所拥有支配市场的地位, 那么证券发行人和投资者就应得到强有力的保护。基于这种理念, 指令规定了较为苛严的上市条件。其第5条第1款规定: “对于第6条和表A、表B所列禁止性规定, 成员国可以制定比之更为严格的规定, 并可制定补充(上市)条件, 只要这些条件普遍地适用于一切发行人, 并且公布于发行人提出上市申请之前。”在当今欧洲的证券市场上, 证券交易所对上市服务的争夺日趋激烈, 这不仅因为原有证交所间的竞争加剧, 而且还因为不断有新的证券交易机构加入竞争, 如伦敦证券交易所的AIM市场(Alternative Investment Market), EASDAQ系统(the European Association of Securities Dealers Automated Quotation System)、德国的NM(Neue Market)市场等等。由于卖方市场早已转为买方市场, 事实上, 现在欧洲的证交所不大可能将这样的上市条件加诸发行人, 更不会制订补充性上市条件, 因此, 苛严的上市条件显得十分不合时宜。

指令的另一理论假设是:如果不对证交所的市场权力加以限制,中小型规模的发行人将在市场竞争中处于十分不利的地位。从实践来看,欧盟法中有关反垄断法的规范(如《罗马条约》第82条和第86条)能很好地起到保护中小型发行人的作用,其效果可能更佳。上市条件指令在这方面的规定显得多余。

指令的起草者认为,对证交所的市场权力加以限制,不仅有利于保护投资者的利益,还能增强上市资本的流动性,避免市场风险和金融动荡。然而,从经济学的角度看,证券交易所是在市场竞争条件下提供资本流动性服务的机构,很难想象哪一家证交所会追求流动性差的市场。从另一角度来看,资本流动性并非单靠满足上市条件和程序来保证,这就如同公司的注册条件不能保证公司的赢利性一样。资本流动性依赖其他许多重要因素,如市场微观结构、市场透明度等。因此,对证交所市场权力严格限制的理论依据在今天看来是值得怀疑的。

(二)关于最低资本要求

指令附件表A的1—2部分规定了“公司最小规模”(Minimum Size of the Company)。指令对上市公司最低资本要求是一百万埃居(ECU)。这一要求在今天看来已显得太低。在实践中,即使是资本大得多的公司的股票,其流动性也可能不高。资本流动性取决于诸多因素,如市场微观结构、市场透明度、经纪商的干预等。例如,经纪商的干预能使证券市场股票流动性显著增强。根据证券法理论,设立最低资本要求是为了保证上市资本的流动性,以保护投资者的利益。从实践来看,资本较小的公司其资本流动性可能很高,而资本较大的公司资本流动性也可能很差。当然,降低最低资本要求只有在某种股票有足够大的市场时才能考虑。

根据指令,成员国最低资本要求高于指令规定的情形只在下述情形下是允许的:小型发行人在同一成员国中有机会接受另一证交所的服务,而该国法律与指令相比,规定了相同或较为优惠的上市条件。一位叫H. Schmidt的学者分析了小型发行人寻求第二市场^[3](第78—79页)的情况。有关最低资本要求的规定,一般认为,小型发行人的股票风险太大,不适合公众投资。H. Schmidt认为,这种主张不一定正确,因为在今天的股市上:1. 投资者都会意识到证券投资的高风险与高回报是相伴相生的;2. 现今的投资者对于多样化的投资组合已经十分熟悉;3. 小型发行人股票的风险性反映了公司的创新能力和其业务特色。

(三)多重挂牌(Multiple Listing)

指令关于建立统一的欧洲资本市场的目标,在欧共体委员会1985年白皮书Completing the Internal Market中得到了进一步阐明。其107节提出“打破证券交易所之间的壁垒”,以电子手段将其连接起来,“使会员能为客户提供最优越的交易条件。”作为这种理想的实践,欧洲证交所联合会提议创立了“Euroquote”,在1991年又创立了“Eurolist”。“Euroquote”的目标旨在:1. 收集和传播市场信息和上市公司信息;2. 开发和运作证交所之间及其与会员间的自动通讯网络;3. 开发自动清算服务系统及其他便利设施。关于“Eu-

rolist”,原来设想它于1995年起用(稍晚于1994年5月30日的94/18/EC号指令,该指令对上市条件作了进一步放宽),使发行人在本国之外的成员国更容易获得上市。然而,作为上市条件指令重要成果的“Euroquote”和“Eurolist”,最终都被放弃了。其原因,一是人们对指令中的“多重挂牌”普遍缺乏兴趣,证券交易总是继续集中于股票流通性最好的地方,如本国的证券交易所或伦敦国际证券市场。二是欧洲证券交易市场正在趋向一体化,包含“交叉会员制”安排的联合正在形成之中,这种安排比多重挂牌的安排更具吸引力。这些都表明:上市条件指令已逐渐过时,它所确立的目标已被取代了。

二、投资服务指令(ISD): 证券交易所间的竞争

投资服务指令(Directive 93/22/EEC of 10 May 1993, O. J. 1993, L141)没有完全协调各成员国国内证券法,但从投资服务单一执照(single licence)的角度,对争议较大的问题作出了规定,如集中竞价交易(第14条)、会员市场准入(第15条)和市场透明度问题(第21条)。分述如下:

(一)市场集中(Market concentration)

在欧共体成员国中,法国、意大利、比利时国内法有集中竞价交易的规定,另外一些国家如英国、德国的国内法没有集中交易的规定,场外交易(off-board transactions,亦称为店头交易)是允许的。在指令起草过程中,有人对集中交易的反竞争效果提出了批评,称它妨碍了欧洲资本市场自由化的进程。赞成者却认为,集中交易比场外交易更为安全可靠,有利于保护投资者,通过统一交易指令以提高效率,加速证券流通,降低交易成本。指令在此问题上采取了折衷方案。指令第14条第3款规定:成员国得要求一定范围的与投资服务有关的证券交易在证券交易所内完成。第14条第4款又特别指出,提出这种要求的成员国,应给予投资者一定范围的在场外进行交易的权利。证交所可以自由决定是否采用限制场外交易的规则,只要欧共体的反垄断法得到遵守。禁止多重挂牌被视为具有反竞争的性质,允许多重挂牌被认为有助于促成欧洲资本市场的形成。然而,问题的另一面是,禁止多重挂牌能够增加资本流通性,提高交易效率,并有助于解决免费搭车(free-riding)问题——当证交所会员将其从某一证交所获取的信息用于其在另一证交所的交易或场外交易时,往往产生这个问题。

(二)会员市场准入

指令第15条第1款规定,作为东道国的成员国应保证,被本国有权机构授权提供经纪服务的证券公司,得直接或间接地成为东道国证交所会员或清算系统成员。如果东道国的现行法律或技术容量限制了市场准入,应作适当调整以与指令的要求相一致。这条规定给予欧共体其他国家的证券公司以国民待遇。第15条第4款规定了“遥距准入”(remote access)规则。它指的是对那些在操作上没有任何现场存在要求的(without any requirement for a physical presence)的证交所的准入,例如对以电子交易系统为基础的证交所的准

入。这一规则被普遍看做是欧洲以屏幕交易系统为基础的“单一通行证”(single passport)。遥距准入规则是泛欧证券形成的重要例证。

第15条旨在消除限制投资服务提供者操作自由的障碍,反映了欧共体委员会一些决定的意见。第15条是以《罗马条约》中的竞争法条款为依据制定的,但由于它没有明示地提及证交所的所有制结构或市场权力的差别,所有投资者市场准入的申请均在同等条件下审批,因而遭致了许多批评,认为从反垄断法的角度来看它恶化了部分证交所的地位。要求证交所调整其技术容量以容纳新会员的规定也遭到了一些反对。反对者认为该规定沿袭了从前的老观念,将证交所视为公共企业,以为政府有权命令证交所的所有者从社会公共利益出发去做新的投资。若将证交所看做会员制的私有企业(现代流行的观念),那么证交所的任何投资决策均应通过其管理机构作出,而不是听命于政府。

(三)市场透明度

根据证券法理论,较高的市场透明度能够增进资本流动性,减少客户在缺乏信息的情况下参与交易的机会。正如美国证券交易委员会(SEC)所指出的那样:“……透明度在二级市场的公平和效率方面扮演着至为重要的角色。它保证股票价格完全反映市场信息并降低交易成本,增进投资者全面评估市场供求关系的机会。通过让全体投资者及时了解市场信息,透明度有助于保持市场公正。”在投资服务指令起草过程中,市场透明度是最有争议的问题。以法国为代表的一些国家主张全面和立即实行透明度措施,而以英国为代表的国家则主张在交易后的适当时间公开信息。这一冲突与成员国国内金融体制的区别紧密相联:前者是电子竞价市场(Electronic Auction Markets),后者是电话交易市场(Telephone Dealing Markets)。巴黎证交所和伦敦证交所分别是两类市场的代表。

一般来说,资本流动性和透明度是两个相互矛盾的目标,增进透明度的措施可能影响到资本流动性。为确保资本的流动性,市场透明度不应是毫无限制的。但从欧洲大陆国家及其电子竞价市场的观点来看,任何对市场透明度的限制都是难以接受的。经过反复谈判,成员国达成了一项妥协。投资服务指令第21条为投资市场后交易透明度(post-trade transparency)设置了最低标准,并为成员国解释该标准提供了相当的灵活性。第21条显然考虑到两类证交所之间的竞争。由于竞价市场要求比交易商市场更高的透明度,对后者透明度的任何要求将会影响到两类证交所之间的竞争。事实上,调整透明度的法律措施若不考虑两类市场的不同构造是没有意义的。如果交易商市场被迫立刻公开后交易信息,其竞争地位将明显受到歧视。第21条的妥协方案为:禁止对公开信息的长时间拖延,但对高度非流动性资本或债券的交易允许有一定灵活性。这明显是英国与法国观点的折衷。指令在强调市场透明度要求时,没有牺牲市场微观结构的复杂性。有人批评指令关于“透明度的要求是如此模糊不清,以至没有任何实际意义。”尽管有以上批评,企图完全通过法律条文来调整透明度问题的作法是值得怀疑的。有人批评美国证

券交易委员会(SEC)撰写的《市场2000年报告》所宣称的市场透明度的最理想状况可以通过法律调整来达到是一个不能实现的梦想。”另一个不同的方案是将透明度问题交由私人合同来处理。指令提供的是折衷方案。一方面,指令第31条限制了证交所的价格决定权,另一方面又规定了例外:指令向成员国有权机构作了特别授权,由其作出关于透明度的进一步决定,交由证交所执行。

三、清算终结指令(SFD)

投资服务指令第15条第1款规定,欧共体的证券交易所及其清算服务系统均应对持单一执照的欧洲投资服务机构开放。市场的遥距准入(remote access)增加了交易商的跨国活动,同时也增加了资金清算的难度和风险。为预防证券清算系统风险,欧共体制定了清算终结指令(Directive 87/267/EC of 19 May, 1988)。该指令主要包括:

(一)清算净值(netting)可执行性原则。指令建议草案的解释备忘录指出:“按照一些成员国的现行立法,清算净值,特别是多边清算净值是不可执行的,这就导致了清算人的清算失败(cherry-picking)。……清算失败破坏了支付系统的正常运转,并导致其它会员不能履行债务”。因此,指令第3条第1款规定,即使在清算参加人进入破产程序时,资金转移和清算净值在法律上也是可执行的,并且对第三方具有约束力,只要清算指令进入系统的时间早于第6条第1款定义的破产程序开始的时间。

(二)清算指令不可撤销原则。系统中的资金转移指令从被系统定义哪一时刻起,不得被清算参加人撤销,亦不得被第三人撤销。即使清算参加人已进入破产程序,指令亦不得被撤销。此规定旨在排除成员国国内法的干预,以维护清算系统的功能。

(三)排除与本指令第6条第1款所定义的破产程序有关的权利义务的溯及效力。(指令第6条第1款规定:“为本指令目的,破产程序开始的时间是有关司法或行政当局送达破产程序决定的时间。”)指令1996年备忘录特别指出:某些成员国实行所谓的“零点规则”(zero-hour rule),给予破产宣告以溯及既往的效力。据此规则,在清算参加人宣告破产当日零点之后发出的清算命令,如果早于破产宣告,其效力将受到清算机构的审查。第8条进一步规定,清算参加人的破产程序,应受清算系统准据法支配。将清算系统准据法确定为破产准据法,不仅避免了难于确定破产准据法的问题,而且突显了对清算系统和清算净值可执行性的保护。按照本指令,清算参加人与清算系统的权利义务关系也应受清算系统准据法支配。

指令第9条规定:附属担保品(collateral security)持有人对担保物的权利不受担保品提供者破产程序的影响。关于法律冲突问题,第9条第2款规定,如果附属担保品合法地登记于位于成员国境内的登记机构,则附属担保品将受该成员国法律管辖。这一规定显然来自冲突法上的“物之所在地法”规则(lex situs)。

欧洲经济货币联盟(EMU)认为,清算终结指令对于保

持清算支付系统的高效平稳运行,维护金融和证券市场的稳定具有十分重要的意义。当然,仅靠清算终结指令是不能实现上述目标的,必须有其他法规或机构的参与。

综上所述,制定于 20 年前的上市条件指令已显得过时,它所确立的目标已被取代。投服务指令虽然未能完全协调各成员的国内立法,但它是通向欧共体证券市场一体化的重要步骤。清算终结指令确立的清算净值可执行性原则、清算指令不可撤销原则以及破产程序不溯及既往原则,对预防清算系统风险,保持清算系统的高效安全运行,维护欧洲金融和证券市场的稳定具有十分重要的意义。

[参 考 文 献]

- [1] GRAHAM. Europe: Tyrannosaurus Lex? [N]. London: Financial Times, 1998-07-11.
- [2] 王贵国. 国际货币金融法[M]. 北京:北京大学出版社, 1996.
- [3] 陈 共. 海外证券市场:第七分册[M]. 北京:中国人民大学出版社,1998.

(责任编辑 车 英)

European Community Security Law: Three Directives

HE Yi

(Wuhan University Law School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biography: HE Yi(1969-), male, Doctoral candidate, Wuhan University Law School, majoring in international economic law.

Abstract: Listing Condition Directive which came into force 20 years ago is obsolete as its stipulations for listing condition, minimum size of company and multiple listing are concerned, hence the legislative goal it pursued is superseded; Investment Services Directive made regulations on contentious issues such as market concentration, member market access and market transparency from a perspective of single licence, though it didn't completely coordinate the internal legislation of members states, it is viewed as an important step to Pan-European security market.

Key words: Listing Condition Directive; investment services directive; settlement finality in payment and securities settlement systems