

歐洲黃金股之研究

陳麗娟*

目次

- 前言：研究動機
- 壹、黃金股之意義
- 貳、法律背景
 - 一、歐洲資本市場之形成
 - 二、營業所設立自由與資金自由流通之界定
 - 三、共同體法與會員國法適用上的關係
 - 四、執行委員會積極促成資金自由流通
- 參、歐洲法院針對黃金股的原則判決
 - 一、葡萄牙政府持有黃金股案
 - 二、法國政府持有黃金股案
 - 三、比利時政府持有黃金股案
 - 四、歐洲法院的判決理由
 - (一)資金自由流通
 - (二)營業所設立自由
 - (三)小結
 - 五、德國福斯汽車法涉及黃金股案
 - (一)福斯汽車法之緣起
 - (二)福斯汽車法之內容
 - (三)福斯汽車法的規定是否構成『黃金股』？
 - 六、歐洲法院在 2003 年肯定與具體化黃金股原則判決
 - (一)事實
 - (二)歐洲法院之法律見解
 - (三)在資金流通自由範圍內適用 Keck 案確立的原則
- 肆、結論

投稿日：96 年 10 月 22 日

接受刊登日：97 年 6 月 26 日

校對：郭凌豪

* 淡江大學歐洲研究所專任副教授。

摘要

四大基本市場自由是歐洲單一市場的核心，近年來由於全球化的影響，使得在歐洲聯盟內的跨國投資亦逐年增加，因而也使資金自由流通愈來愈重要。由於各會員國有不同的產業結構、經濟發展的社會背景，因此國營事業在民營化的過程中，卻因為會員國擔憂對於某些大型企業喪失影響力，而給予特別的規定。

自 2000 年以來，歐洲法院相繼對涉及黃金股作出判決，黃金股判決確立的法律原則，影響歐洲單一資本市場的形。本文從歐洲法院關於黃金股具體的判決，說明歐洲單一資本市場法制的進程，尤其是德國的福斯汽車法的時代背景，在面臨歐洲單一資本市場資金自由流通時，可能在跨國企業併購上產生阻礙，而黃金股涉及公司法與金融市場法的議題，從歐洲法院的具體案例可以使我們認識歐洲單一資本市場形成，以及歐洲法院應如何發揮高度智慧，以平衡歐洲共同體與會員國間的利益衝突。

關鍵字：黃金股、歐洲聯盟、資金自由流通、營業所設立自由、民營化、敵意收購、福斯汽車法、歐洲法院、跨國直接投資

前言：研究動機

黃金股(goldene Aktien; golden share)是給與政府或公共機構特別的權利，以對民營化企業的企業決策有一定的影響力。歐洲聯盟會員國政府持有民營企業的股份而享有特別地位時，不僅在公司法上，而且在資本市場上都具有重要意義。自 2000 年歐洲法院對黃金股作成判決以來，黃金股已經成為歐洲公司法學界熱烈討論的主題。歐洲法院對黃金股的判決對於資金自由流通與跨國投資都起了相當的作用。

本文將從歐洲法院近年來的五個關於黃金股的判決，探討資金自由流通原則的解釋與適用，歐洲法院的判決對於會員國不願放棄運用黃金股開啟了一扇大門，以明瞭歐洲資本市場統合的進程。首先將闡釋黃金股的定義與特徵，接著說明歐洲共同體單一市場的資金自由流通在歐洲資本市場發展過程中的意義，資金自由流通是單一市場四大市場自由發揮功能的關鍵，但卻與營業所設立自由有密切的關係。最後將說明歐洲法院在黃金股相關的判決中確立的法律原則，足以影響歐洲資本市場的形成與建構歐洲資本市場的法制。

壹、黃金股之意義

黃金股濫觴於 1980 年代初期，首先由英國採取¹，主要的目標就是藉由享有在民營企業特別的權利，維持保護國家策略上的利益²。在 1980 年代與 1990 年代，隨著國營事業民營化的腳步，許多歐洲聯盟會員國的公營事業亦轉型為民營事業或由私人所擁有，由於這些民營化的企業常是經濟上或政策上重要的行業，例如能源供應³。1980 年代的民營化風潮影響了許多產業，政府的角色要保護國家的利益與維持國家的獨立性，但政府又希望在民營化後又能保有影響力，大部分的歐洲政府在喪失財產權人的地位後，卻仍得對民營化企業重要的決策與發展擁有主導權，進而對企業營運產生影響。為達成此一目標，遂給與政府持股享有特別的權利，例如同意權的保留、選任公司機關的參與權或人事派遣權、在外國企業進行收購時享有否決權、或在企業遷移所在地時享有否決權等。這類股票即為所謂的黃金股⁴。總而言之，所謂的黃金股，就是指給政府對於民營化的企業特別的權利，足以影響此一民營化企業股東的結構與營運的重要決策⁵。

運用黃金股的主要理由，有(1)策略性的民營化企業是國家重要的雇主與納稅人；(2)有些企業有很大的財政權，對國家的經濟有很大的影響力；(3)民營化企業對公共政策與安全有重大的影響。因此，黃金股可以協助政府有效率地維護這些在公共政策、安全上的利益，同時防止民營化企業被外國企業收購⁶。由於黃金股使企業收購更加困難，企業在本國市場上更強勢，導致影響市場競爭，因此政府持有黃金股是保護特定產業很重要的工具。

黃金股原則上係指由政府或公共機構的持股，但黃金股並不須有真正的持股，法律規定可以給與政府特別的權利，即便是政府沒有任何的持股；而這些特別的權利或利益可以

1 Christine O'Grady Putek, Limited But not Lost: A Comment on the ECJ's Golden Share Decisions, 72 Fordham Law Review 2004, p.2219.

2 Ivan Kuznetsov, The Legality of Golden Shares under EC Law, Hanse Law Review 2005 Vol.1 No.1, p.22.

3 Kerstin Stünkel, EG-Grundfreiheiten und Kapitalmärkte: Die Auswirkungen der Grundfreiheiten auf die Integration der Sekundärmärkte, 1.Auflage, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2005, S.314; Reinhard Ruge, Goldene Aktien und EG-Recht, EuZW 2002, S.421.

4 Jürgen Schwarze, Europäisches Wirtschaftsrecht, 1.Auflage, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2007, S.95; Christine O'Grady Putek, 同註 1, p.2223.

5 Grundmann/Möslein, Die Goldene Aktien, Staatskontrollrechte in Europarecht und wirtschaftspolitischer Bewertung, ZGR 2003, S.322; Ivan Kuznetsov, 同註 2, p.22; Kristian Wellige, Weg mit dem VW-Gesetz!, EuZW 2003, S.428.

6 Ivan Kuznetsov, 同註 2, p.22; Reinhard Ruge, 同註 3, EuZW 2002, S.421.

存在於黃金股上，而使得黃金股猶如特別股；甚至是政府或公共機構出售其持股後仍得行使這些特別的權利。因此特別股仍有可能存在於完全民營化的公司⁷。

原則上股份有限公司的股份為一股一表決權(one share, one vote)，但所謂的黃金股，係有特別權利的股票，例如有多數的表決權、否決權、在重要決策時有重要價值的股票，大多的情形由政府持有黃金股。有疑問的是，會員國政府在民營化企業享有的特別權利是否會符合歐洲資本市場的統合，歐洲法院在 2002 年與 2003 年時分別作了五個相關的判決⁸，認為黃金股限制了資金自由流通，僅能在很嚴格的要件下，才能阻卻違法。

在歐洲法院公佈關於黃金股的判決後，在各國學者間廣泛地討論黃金股的一般問題，即從股份法與資本市場法的觀點，是否應以歐洲的標準檢驗其合法性⁹。而在德國則是因為福斯汽車法(Volkswagengesetz)中的最高表決權限制，而引發討論黃金股判決的意義¹⁰。這些關於黃金股的案例，凸顯歐洲法院應如何平衡會員國與歐洲共同體的利益，會員國明確的利益在於促進與保護其國內的產業，但歐洲共同體卻是要致力於以最小的干預以促進實現單一市場。

貳、法律背景

一、歐洲資本市場之形成

自 1987 年單一歐洲法(Single European Act)生效後，歐洲共同體逐步自由化其資本市場，歐洲經濟暨貨幣同盟(European Economic and Monetary Union)的建立，使用單一貨幣歐元(Euro)後，更進一步形成單一的資本市場。在簽署馬斯垂克條約(Treaty of Maastricht)前與單一市場計畫的開始階段，僅有限的案例涉及資金自由流通。1985 年時，執行委員會公佈了實現單一市場的白皮書¹¹，即主張應加速自由化資金流通，此一白皮書致力於達成資金自由流通，在 1988 年時理事會公佈了第 361 號指令¹²，目標就是要達成完

7 Ivan Kuznetsov，同註 2，p.23.

8 EuGH Rs. C-367/98, Kommission/Portugal, Slg.2002, S.I-4731; Rs.C-483/99, Kommission/Frank-reich, Slg.2002, S.I-4781; Rs.C-503/99, Kommission/Belgien, Slg.2002, S.I-4809; Rs.C-463/00, Kommission/ Spanien, Slg.2003, S.I-4581; Rs.C-98/01, Kommission/Großbritannien, Slg.2003, S.I-4641.

9 Grundmann/Möslein，同註 5，ZGR 2003, S.350.

10 Kristian Wellige，同註 5，EuZW 2003, S.427-433.

11 KOM (85) 310 endg., S.33-34.

12 RL 88/361/EWG, ABIEG 1988 L 178/5，此一指令又有自由資金流通憲章之稱，明文規定自 1990 年 7 月 1 日起，應廢除所有在居住於會員國居民間仍存在的資金自由流通之限制。資金流通包括貨幣或準貨幣

全自由的資金流通，即會員國應廢除在會員國國民間對於資金流通的任何限制；僅在特定的情形下才得採取限制措施，即為保護銀行的資金流通與對短期的資金流通可能影響會員國外匯平衡時可以採取保護措施。同時此一指令亦表列資金流通的架構，包括跨國的直接投資在內，指令並明文規定在 1988 年 6 月 24 日前應完成資金自由流通，但直到阿姆斯特丹條約(Treaty of Amsterdam)修訂歐洲共同體條約第 56 條，才使資金自由流通成為憲法上的權利(a constitutional right)¹³，在會員國間、以及在會員國與第三國間對於資金流通的所有限制都應禁止，而近年來執行委員會亦優先處理資金自由流通的議題，例如涉及黃金股的案件。

二、營業所設立自由與資金自由流通之界定

歐洲共同體條約第 56 條第 1 項規定，在本章範圍的規定，在會員國間、以及與第三國間禁止所有資金流通之限制。也就是應廢除所有公開的與隱藏的限制跨國資金自由流通之措施，此一規定不僅適用於廢除禁止或管制外匯移轉，而且也適用於廢除所有可能會阻礙相關當事人作為經濟參與者或在其他會員國內從事金融業務的限制措施¹⁴。歐洲共同體條約第 58 條第 1 項第 b 款規定，第 56 條規定不得抵觸會員國採取必要措施的權利，以期防止違反本國法律規章的行為，或基於公共秩序或安全的理由採取合法正當的措施。

歐洲共同體條約第 43 條定義營業所設立自由包括有權設立獨立營業、企業的設立與管理、會員國國民得在任何一個會員國設立代辦處、分支機構或子公司。因此營業所設立自由包含投資在內¹⁵，而又與資金自由流通有密切的關係，例如收購一家公司的股票明顯地涉及資金流通，但收購持股達一定數額時，收購人又可取得公司的經營權，這又涉及營業所設立的問題。因此，原則上可以同時適用這兩個基本的市場自由¹⁶，例如總辯官 Alber 在 1998 年的 Baars 案¹⁷的最終提議¹⁸指出，在其他會員國設立營業所通常會涉及資金的移

的資金流通、貸款、外幣投資或有價證券的交易。

13 Christine O'Grady Putek, 同註 1, p.2219.

14 陳麗娟, 歐洲聯盟法精義, 2006 年, 165-166 頁

15 EuGH Rs.C-251/98, Baars v. Inspecteur der Belastingen Particulieren/Ondernemingen Gorinchem, Slg. 2000, S.I-2787.

16 Thomas Jaeger, Gemeinschaftsrechtliche Probleme einer Privatisierung, EuZW 2007, S.502.

17 EuGH Rs.C-251/98, Baars v. Inspecteur der Belastingen Particulieren/Ondernemingen Gorinchem, Slg. 2000, S.I-2787。在本案，荷蘭法律規定對於企業唯一股東的租稅豁免(tax exemption)，以防止企業唯一股東必須繳財賦稅與公司稅的雙重課稅，但荷蘭法院否決給荷蘭人 Baars 是一家愛爾蘭公司的唯一股東，Baars 認為荷蘭政府的規定不僅侵害營業所設立自由，而且也抵觸資金自由流通，但執行委員會與荷蘭政

轉，因此資金流通事實上無法排除適用營業所設立自由的規定。在關於黃金股的案件中，系爭事項即是同時會涉及營業所設立與資金流通兩個基本市場自由。但歐洲法院最近的判決則是以取得持股的數量來界定應適用那一個基本市場自由，即持股對公司的經營有重大的影響時，則應只適用營業所設立自由¹⁹。

三、共同體法與會員國法適用上的關係

黃金股普遍適用於歐洲聯盟的會員國、中歐與東歐國家，這些黃金股的案例顯示執行委員會挑戰有些會員國的法律可能抵觸歐洲共同體條約，而歐洲法院在這些案例所持的法律見解，對於會員國持有的黃金股或在民營化的程序中想要保有特別的權利具有重要的指標意義。無疑的，歐洲法院的黃金股判決對於完成單一市場扮演著關鍵的角色。

歐洲法院最重要的作用，就是要確保共同體法的解釋與持續的一致適用於歐洲聯盟的全部領域²⁰。也由於歐洲法院並非一個政治性的機關，而可以保證政治考量不會影響法律的施行²¹。共同體的義務常與會員國法有衝突，主要的原因在於會員國常未及時轉換立法共同體法，致使會員國的措施常會違反共同體法²²。

歐洲法院確立共同體法至高性(supremacy)的原則，即在1964年的Costa v. ENEL案²³，歐洲法院認為在共同體法與會員國法間產生直接衝突時，應優先適用共同體法。在1968年的Wilhelm案²⁴，歐洲法院更進一步明確的闡釋共同體法與會員國法間的關係，即會員國的機關在採取措施時，應注意適用會員國法時不得侵害共同體法完全與一致的適

府卻認為荷蘭的規定符合此二基本的市場自由。在本案可以看出很難界定資金流通的投資與涉及營業所設立權的投資之差異。

18 總辯官的主要任務，是向歐洲法院提出一個完全獨立的、不具拘束力的判決建議。依據歐洲法院訴訟程序法第59條之規定，最終決議係言詞辯論的構成部分，且應與判決彙編一起公告，由於總辯官並不參與判決的諮商與表決，總辯官僅得在最終提議的論證說服力影響歐洲法院的判決。通常，總辯官的最終決議會針對是時的背景詳細描述，並且討論個別的法律問題。陳麗娟，同註14，68頁。

19 EuGH Rs.C-208/00, Überseering, Slg.2002, S.I-9919.

20 L. Neville Brown/Tom Kennedy, The Court of Justice of the European Communities, 5th ed., London: Sweet & Maxwell, 2000, p.1.

21 T. C. Hartley, The Foundations of European Community Law, 4th ed., Oxford: Oxford University Press, 1998, p.52

22 Court of Justice of the European Communities, Statistics of Judicial Activity of the Court of Justice, Annual Report 2002, p.165.

23 EuGH Rs.6/64, Costa v. ENEL, Slg.1964, S.585, 593.

24 EuGH Rs.14/68, Wilhelm v. Bundeskartellamt, Slg.1969, S.1, 9

用。換言之，在共同體法與會員國法間沒有直接衝突的情形，應確立共同體法優先於會員國法適用的原則。若共同體法在會員國間有不同的法律效力，將會阻礙達成歐洲共同體條約之目標，並會損害歐洲共同體的正常運作，因此在具體的個案中，在會員國間應一致的適用共同體法，而不應適用抵觸共同體法的會員國法。

歐洲法院亦進一步闡釋基本市場自由的適用範圍，即禁止差別待遇，並且發展出一個比例原則特別的檢驗標準，以作為阻卻違法的一般要件，由一會員國採取的法律或行政措施均會阻礙在歐洲聯盟內跨國的商業活動。歐洲法院認為，不僅是基於國籍的理由會對聯盟人民造成不平等的待遇，而無差別待遇的措施也會限制營業所設立自由²⁵、商品的自由流通²⁶、人員自由遷徙²⁷、勞務自由流通²⁸或資金自由流通²⁹。因此，歐洲法院嚴肅的釐清會員國自主的規範市場交易的職權。

歐洲法院在 1999 年的 *Church of Scientology* 案³⁰ 解釋公共秩序與公共安全的概念時，認為會員國基於國家的需要，可以自由決定公共秩序與公共安全的依據。但歐洲法院又認為應狹義的解釋這些概念，也就是只有在直接與嚴重的威脅到所要保護的社會利益時，會員國才可以適用歐洲共同體條約第 58 條的例外規定³¹，而合法正當的限制資金自由流通。

四、執行委員會積極促成資金自由流通

黃金股判決可以說是執行委員會為自由化跨國投資的策略³²，即消除會員國的限制規定與在共同體層次調適會員國的法規。1997 年時，執行委員會公布關於在歐洲聯盟境內投資特定的法律觀點函示(*Communication on certain Legal Aspects Concerning Intra-EU Investment*)³³，宗旨為針對由會員國採取會造成跨國投資障礙之措施關於共同體法解釋與適用的準繩。執行委員會強調在確定歐洲共同體條約第 56 條的適用範圍上可以引用 1988

25 EuGH Rs.C-55/94, Gebhard, Slg.1995, S.I-4165.

26 EuGH Rs.8/74, Dassonville, Slg.1974, S.837; Rs.120/78, Cassis de Dijon, Slg.1979, S.649; Rs.C-267 und 268/91, Keck und Mithouard, Slg.1993, S.I-6097.

27 EuGH Rs.C-415/93, Bosman, Slg.1995, S.I-4921.

28 EuGH Rs.33/74, van Binsbergen, Slg.1974, S.1299; Rs.279/80, Webb, Slg.1981, S.3305.

29 EuGH Rs.C-148/91, Veronica, Slg.1993, S.I-513.

30 EuGH Rs.C-54/99, Association Église de Scientologie de Paris, Slg.2000, S.I-1335.

31 EuGH Rs.36/75, Rutili, Slg.1975, S.1219; Rs.C-348/96, Calfa, Slg.1999, S.I-11.

32 Kristian Wellige, 同註 5, EuZW 2003, S.429.

33 OJ 1997 C 220/15-18.

年第 361 號指令³⁴，在該指令的附錄 I 列舉了形成歐洲共同體條約第 56 條資金自由流通特定的交易類型，尤其是有價證券的取得³⁵。執行委員會認為，由來自其他會員國的投資人取得一家公司的股票，應視為是資金流通，所以應適用歐洲共同體條約第 56 條之規定³⁶。而執行委員會批評會員國現存的一些防禦措施，例如同意程序、對特定重大決策政府享有否決權、政府有權任命公司的董事³⁷。因此會員國運用黃金股的策略不法地限制在共同體內的資金自由流通與營業所設立自由，已經抵觸了歐洲共同體條約。

執行委員會認為 1988 年第 361 號指令對跨國直接投資的定義，會員國的措施分為有差別待遇特徵的措施與無差別待遇特徵的措施兩大類³⁸。原則上有差別待遇特徵的會員國措施係抵觸歐洲共同體條約第 56 條與第 43 條，除非有阻卻違法的事由存在而成為合法正當的措施；無差別待遇特徵的會員國措施並不一定會抵觸共同體法，這些措施是無差別的適用於所有的投資人。由執行委員會公佈的跨國投資函示，可以清楚的看出歐洲聯盟不再容忍會員國對資金自由流通與關於跨國投資的營業所設立自由所採取不正當的限制措施。2002 年歐洲法院關於黃金股的判決，可以視為是指標的訴訟程序(Pilotverfahren)³⁹，而執行委員會陸續對持有黃金股的會員國向歐洲法院提起違反條約之訴。

黃金股對於策略性的投資人(strategic investor)直接產生阻礙的限制，因為即便是持有公司大部分的股份，亦無法積極的參與公司的經營決策，但黃金股事實上也會對純粹的證券投資(portfolio investment)造成衝擊，因為會員國公司法運用黃金股的規定而阻礙企業收購出價者取得公司的經營權，可能的收購目標公司的股東無法處分其純粹的證券投資，通常出價者會以高於市價的價格收購目標公司股東的持股，因此黃金股的特別規定形同剝奪股東處分其純粹的證券投資的機會⁴⁰。黃金股的策略實際上已經阻礙在歐洲企業併購的順利進行，因為黃金股的特別權利使得收購者持股額受到限制，無法完全行使人事任命權、對於特定的經營決策有被否決之虞、無形中黃金股已經對於投資人取得公司經營設下了許多的限制。因此，2001 年 9 月時，由執行委員會公司法的高級專家小組(High Level Group of Company Law Experts)提出報告⁴¹，即建議應建立一個適當的經營分配，以作

34 OJ 1988 L 178/5-18.

35 有價證券的取得包括股票與債券的取得。

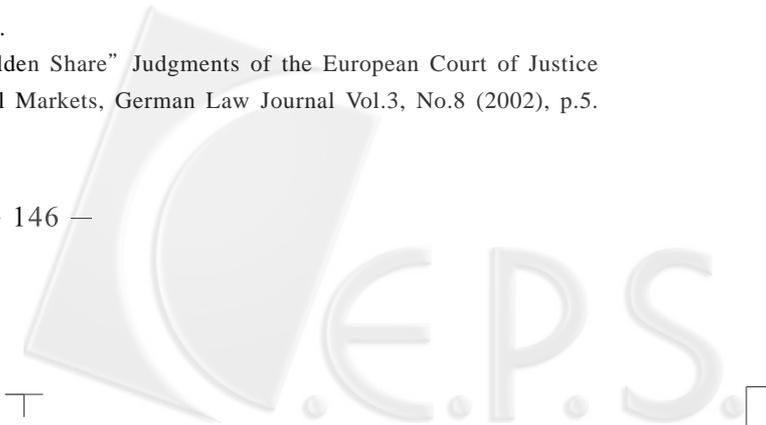
36 OJ 1997 C 220/4

37 OJ 1997 C 220/8

38 OJ 1997 C 220/6

39 Kristian Wellige, 同註 5, EuZW 2003, S.429.

40 Johannes Adolff, Turn of the Tide?: The "Golden Share" Judgments of the European Court of Justice and the Liberalization of the European Capital Markets, German Law Journal Vol.3, No.8 (2002), p.5.



為在歐洲公司經營爭奪市場的平順運作場所的基礎，各會員國公司法關於股票複雜的規定與公司的結構均會阻礙企業併購的順利進行⁴²。

參、歐洲法院針對黃金股的原則判決

由於歐洲法院是由每個會員國的一名法官組成⁴³，歐洲法院是一個超國家的法院，在共同體層次必須注意維護創設共同體法與正確的適用共同體法，而歐洲法院在解釋共同體法時係依據有效原則，以期使共同體法發揮最大可能的效果⁴⁴。換言之，歐洲法院的判決形成必須兼顧各會員國間利益的平衡，而不同於會員國國內法院的判決是在判斷當事人間的是非曲直，歐洲法院的判決對於共同體法的形成與在全體會員國一致適用具有重要的意義。以下將就歐洲法院對於黃金股相關案例，在解釋黃金股與資金自由流通、營業所設立自由之關連上，在形成原則的過程，針對具體的案例一一說明。

早在1997年時，執行委員會已經指出以國家措施掌控民營化企業財產有可能違反歐洲共同體條約⁴⁵，因而要求相關的會員國修改相關的法規。這些會員國對於執行委員會的警告置之不理，執行委員會遂對葡萄牙、法國、比利時向歐洲法院提起違反條約之訴。在2002年時，歐洲法院對於黃金股是否符合基本的市場自由，作了原則性的判決。

一、葡萄牙政府持有黃金股案⁴⁶

葡萄牙的法律規定，來自其他會員國的投資人不得取得葡萄牙企業超過25%的持股，同時這些葡萄牙企業也不得再民營化。另外，葡萄牙法律又規定財政部長對於取得一家公司超過10%表決權的持股時，有同意的保留權。因此，在葡萄牙有許多企業對外國人資本持有比例有上限的限制，且在讓與資本給外國人超過10%時須經同意。相關的會員國在本案舉出的財政利益只是作為單純的經濟考量，並不構成基於維護公眾利益的理由，而使得限制基本的市場自由成為合法正當。

41 Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, January 10, 2002, p.74.

42 Adolff/Meister/Randell/Stephan, Public Company Takeover in Germany, Munich/London, 2002, pp.249-319.

43 歐洲共同體條約第221條第1項規定。

44 EuGH Rs.26/62, van Gend & Loos, Slg.1963, S.1.

45 ABIEG 1997 C 220/15

46 EuGH Rs.C-367/98, Kommission/Portugal, Slg.2002, S.I-4731.



二、法國政府持有黃金股案⁴⁷

法國法律創設法國政府享有 Société Nationale Elf-Aquitaine 公司的特別股，在取得這家公司的股份與表決權超過一定的門檻值時，必須經過經濟部長的同意。法國政府持有特別股，而對於每個讓與 Société Nationale Elf-Aquitaine 子公司半數持股的決定或使用時，享有提起異議的權利。在本案歐洲法院認為，黃金股造成對來自其他會員國投資人資金流通自由的限制，僅得在係作為維護公眾利益的強制要件與符合比例原則的條件下，才得成為合法正當。法國的規定不符合此一檢驗的要件，法國政府的影響不受具體客觀狀況的拘束，且因而使法國政府有更大的裁量權。

三、比利時政府持有黃金股案⁴⁸

在 1994 年時，比利時政府公佈法律優惠政府取得 Société Nationale de Transport Par Canalisation 公司的特別股，並規定在轉讓這家技術設備公司、作為擔保或用途變更時，應向主管的部長履行申報義務，若措施在策略上涉及重要的財產標的，而部長認為在能源領域損害國家利益時，部長有權對此一措施提出異議。尤其是特別股給與政府對於特定的、違反在比利時能源政策準繩的行政決定有異議權，但部長的異議權應附具形式上的理由與受司法的審查。對持股人的限制，一方面限制外國人只能持有一定限額的股票，或應有主管部長的同意；另一方面，若主管部長對於相關公司管理機關對特定財產標的之處分未異議時，相關的公司管理機關才得處分特定的財產標的。

四、歐洲法院的判決理由

在這些判決中，歐洲法院檢視資金流通自由與營業所設立自由。

(一) 資金自由流通

在此三個判決中，歐洲法院首次檢驗資金流通自由，由於歐洲共同體條約並沒有定義資金自由流通的概念，歐洲法院首先援引在 Trummer und Mayer 案⁴⁹，對於資金流通交易的描述，並以資金流通指令附件 I 的表列作為檢驗標準。在系爭的股份使其持有人可以參與公司的管理與監督時，持有存在企業的股票與在資本市場上交易有價證券的行為是屬於資金流通，而持有股份有限公司股份視為直接投資。歐洲法院確認必須依據資金自由流

47 EuGH Rs.C-483/99, Kommission/Frankreich, Slg.2002, S.I-4781.

48 EuGH Rs.C-503/99, Kommission/Belgien, Slg.2002, S.I-4809.

49 EuGH Rs.C-222/97, Trummer und Mayer, Slg.1999, S.I-1661.

通檢驗會員國採取的措施⁵⁰，過去涉及資金自由流通的案例通常為租稅法的問題，而涉及公司法與資本市場法的爭議，通常是以營業所設立自由解決⁵¹。

1. 資金自由流通保障的內容

歐洲共同體條約第 56 條所規定的資金自由流通保障的內容，不僅是會員國對於來自其他會員國資金自由流通予以差別待遇的措施，而且還包括基於國籍的理由，而所形成對於市場參與者不平等待遇的措施。針對取得一公司的持股，會員國同意保留或享有否決權，會員國的同意保留或否決權會阻礙資金流通與阻止來自其他會員國的投資人在相關的企業投注其資金，因此葡萄牙的差別待遇規定不僅限制了在共同體內的資金流通自由，而且葡萄牙的規定對於與本國人相同無差別待遇的適用核准義務，已經抵觸了資金流通自由。歐洲法院對於黃金股得判決，可以說是對於資金流通自由解釋的證明與作為廣泛的限制禁止⁵²。

歐洲法院亦援引在 *Dassonville* 案⁵³ 對商品自由流通所確立的原則，即直接或間接、實際或潛在的阻礙、限制或禁止資金的匯出、匯入或轉匯，都屬於歐洲共同體條約第 56 條第 1 項的禁止規定⁵⁴。*Dassonville* 案確立的原則是共同體最有效率的解除管制的方法，而歐洲法院的案例法(case law)已經將基本的市場自由作為一個新的法律制度的核心要素⁵⁵，共同體法是一個新的法律制度，具有直接適用的效力，不僅是對共同體機關，而且也對聯盟人民有法律拘束力⁵⁶。

在關於黃金股的判決中，歐洲法院闡明會員國在民營化國營事業的過程中使用黃金股的策略，影響一個統合的金融市場，對於外國投資人已經造成了差別待遇，已經抵觸了歐洲共同體條約。無可否認的是，歐洲法院關於黃金股判決對於建立一個真正完整的金融市場所作的努力⁵⁷。

50 EuGH Rs. C-367/98, *Kommission/Portugal*, Slg.2002, S.I-4772; Rs.C-483/99, *Kommission/Frankreich*, Slg.2002, S.I-4781f; Rs.C-503/99, *Kommission/Belgien*, Slg.2002, S.I-4831.

51 Grundmann/Möslein, *Die Golden Shares Grundsatz-Entscheidungen des Europäischen Gerichtshofs*, BKR 2002, S.760.

52 Kerstin Stünkel, 同註 3, S.319.

53 EuGH Rs.8/74, *Dassonville*, Slg.1974, S.837.

54 Grabitz/Hilf, *EUV/EGV*, München: Verlag C.H.Beck, 2003, Art.56 EGV Rn.35.

55 EuGH Rs.26/62, *van Gend en Loos*, Slg.1963, S.1.

56 T. C. Hartley, 同註 21, p.197f.

57 Klaus J. Hopt, *Europäisches Kapitalmarktrecht – Rückblick und Ausblick*, in Stefan Grundmann (Hrsg.), *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrecht*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2000, S.307.

2. 黃金股的阻卻違法事由

歐洲法院在 1997 年的 *Konle* 案⁵⁸ 強調，在會員國內現存的財產制度必須符合歐洲共同體條約的基本原則，而只有在歐洲共同體條約第 58 條列舉的阻卻違法事由是為維護公眾利益的強制要件而阻卻違法，且係符合比例原則時，會員國的措施才得限制資金流通自由⁵⁹。

歐洲共同體條約第 58 條第 1 項規定成文的阻卻違法事由，尤其是歐洲法院解釋了公共安全(*öffentliche Sicherheit; public safety*)的概念，由於自 1984 年的 *Campus Oil* 案⁶⁰ 以來，歐洲法院認為確保石油產品最低供應屬於公共安全的理由，法國與比利時可以主張係為公共安全而採取限制措施⁶¹。由於葡萄牙的規定適用於銀行、保險、能源與交通跨行業的領域、逾越基本生存供應的領域，而葡萄牙政府主張為保護財政利益，並無法阻卻違法⁶²，也就是經濟政策上的理由不得作為損害基本的市場自由的阻卻違法事由⁶³。歐洲法院認為，葡萄牙的規定是要選擇策略上的伙伴以加強系爭市場的競爭結構、現代化和提高製造方法的產能，都已經違反了資金流通自由原則⁶⁴。

歐洲法院也闡明，只有在事實上與足夠的影響社會基本利益而造成嚴重危害時，才得主張公共安全⁶⁵。因此要依據比例原則檢驗對於自由資金流通的損害是否會達成保障公共安全之目的，且不會超過必要的程度⁶⁶。歐洲法院認為會員國主管機關的干預不受任何要件的拘束，會員國政府的干預並不是為維持能源供應所必須的，法國的法規已經逾越在危機時石油供應所必須的限度⁶⁷。

針對比利時法規定的異議權，歐洲法院強調異議權的規定至少原則上應從企業的決策自由來看，一方面歐洲法院認為，比利時規定的異議要件只適用於在相關的企業策略上資

58 EuGH Rs.C-302/97, *Konle*, Slg.1999, S.I-3099.

59 EuGH Rs.C-367/98, *Kommission/Portugal*, Slg.2002, S.I-4731; Rs.C-483/99, *Kommission/Frankreich*, Slg.2002, S.I-4803f; Rs.C-503/99, *Kommission/Belgien*, Slg.2002, S.I-4832.

60 EuGH Rs.72/83, *Campus Oil*, Slg.1984, S.2729.

61 EuGH Rs.C-483/99, *Kommission/Frankreich*, Slg.2002, S.I-4804; Rs.C-503/99, *Kommission/Belgien*, Slg.2002, S.I-4832f.

62 EuGH Rs.C-367/98, *Kommission/Portugal*, Slg.2002, S.I-4775.

63 Kerstin Stünkel, 同註 3, S.321.

64 EuGH Rs.C-367/98, *Kommission/Portugal*, Slg.2002, S.I-4776.

65 EuGH Rs.C-483/99, *Kommission/Frankreich*, Slg.2002, S.I-4803; Rs.C-503/99, *Kommission/Belgien*, Slg.2002, S.I-4832.

66 EuGH Rs.C-367/98, *Kommission/Portugal*, Slg.2002, S.I-75; Rs.C-483/99, *Kommission/Frankreich*, Slg.2002, S.I-4803; Rs.C-503/99, *Kommission/Belgien*, Slg.2002, S.I-4832.

67 EuGH Rs.C-483/99, *Kommission/Frankreich*, Slg.2002, S.I-4806.

產處分權的決策與特別是有關連的管理決策；另一方面，歐洲法院又強調，比利時的法規已經規定在形式上要求附具理由的要件、與受有效的司法審查⁶⁸。歐洲法院認為，根據客觀與法院可審查的標準來看，比利時的法規保障了能源供應事實上的支配⁶⁹。因此比利時的規定在危機時，以保障能源供應的安全為目的，所以可以成為阻卻違法的事由，但法國的規定已經抵觸了資金流通自由。

歐洲法院對於法國與比利時的法規有不同的評價，顯然是因為比利時規定的異議權應在短的期限內行使與必須附具理由，同時必須受司法的審查；但法國規定主管部長的同意權有太大的自由裁量權。總而言之，歐洲法院判決的關鍵點應該是會員國的規定應對採取干預措施時有具體的要件，且應明確的界定能採取措施的範圍，尤其是主管機關的干預必須受嚴格期限的限制與包含在形式上附具理由。

(二)營業所設立自由

依據歐洲法院的法律見解，對於資金自由流通的阻礙直接地也限制了營業所設立自由⁷⁰，且適用相同的阻卻違法事由⁷¹。由歐洲共同體條約第 43 條之文義來看，企業之設立與管理(Gründung und Leitung von Unternehmen)，營業所設立自由似乎不包含企業持股的情形，也就是營業所設立的概念首先應是指公司設立或設立分支機構⁷²。因此，持有黃金股似不應適用營業所設立自由。

早在 1987 年的 Daily Mail 案⁷³，歐洲法院即指出營業所設立自由亦包含只是單純的參與新設立企業。在 1998 年的 Baars 案⁷⁴，歐洲法院更進一步具體的指出持有一家位於其他會員國公司的股份，持股人有權確定此一公司業務決策時，亦得主張適用營業所設立自由。很明顯的是，若只是投資，則不適用營業所設立自由，至少應是持股人對公司可以掌控，取得持股才得適用營業所設立自由⁷⁵。

但值得思考的問題是，資金流通自由與營業所設立自由的關係是否存在特別關係，而在取得足以掌控一家公司的持股時，究竟應適用營業所設立自由或資金流通自由。通說認

68 EuGH Rs.C-503/99, Kommission/Belgien, Slg.2002, S.I-4834.

69 EuGH Rs.C-503/99, Kommission/Belgien, Slg.2002, S.I-4834.

70 EuGH Rs.C-367/98, Kommission/Portugal, Slg.2002, S.I-4777; Rs.C-483/99, Kommission/Frankreich, Slg.2002, S.I-4806.

71 EuGH Rs.C-503/99, Kommission/Belgien, Slg.2002, S.I-4836.

72 Ulrich Wackerbarth, Von golden shares und poison pills, Waffengleichheit bei internationalen Übernahmeangeboten, WM 2001, S.1749.

73 EuGH Rs.81/87, Daily Mail, Slg.1988, S.5483.

74 EuGH Rs.C-251/98, Baars, Slg.2000, S.I-2787.

75 Ulrich Wackerbarth, 同註 72, WM 2001, S.1749.

為，從歐洲共同體條約第 43 條第 2 項與第 58 條第 2 項規定之文義來看，營業所設立自由與資金流通自由各自有其適用範圍，並不會互相排擠⁷⁶。換言之，若資金的投資人與企業的業務活動有關連時，則應適用營業所設立自由；但若只是純粹的證券投資(Portfolioinvestment)時，與企業的經營無關，而只是單純的金錢投資時，則不應適用營業所設立自由的規定⁷⁷。

在黃金股相關的判決前，歐洲法院對於這些問題亦未明確的闡釋其法律見解，營業所設立自由與資金流通自由應是平行的關係，也就是可以同時存在⁷⁸。至少可以確定的是，歐洲法院對於黃金股明顯的是在資金流通自由的適用範圍討論，而不是在營業所設立自由的適用範圍討論，因此可以推論黃金股應屬於資金流通自由的議題。

(三)小結

歐洲法院針對黃金股是否符合基本的市場自由的法律見解，亦成為公司法的一個里程碑。在許多會員國內都是藉由政府持有黃金股的機制，以掌控重要的軍火與能源企業。根據歐洲法院判決的法律見解，會員國政府的特別權利雖然一般未必會被認為是違反資金流通自由，但關鍵是歐洲法院認為會員國現存的財產制度不得依據歐洲共同體條約第 295 條之規定影響歐洲共同體條約的基本原則，歐洲共同體條約並不干預會員國的財產制度，因此決定民營化或國有化企業並不屬於歐洲共同體的職權，會員國可以自行決定其政策，但會員國必須遵守共同體法的原則。歐洲法院認為在民營化的情形，會員國不得主張適用歐洲共同體條約第 295 條所規定本國的財產制度保護，而讓民營化的企業享受永遠的資金流通限制的保留特權，歐洲共同體條約第 295 條僅係給與會員國權利，防禦共同體法影響現行的財產制度，若會員國決定要民營化國營事業，就不可以再允許民營化的企業可以主張歐洲共同體條約第 58 條的例外規定，而造成資金流通的限制。總而言之，歐洲共同體條約第 295 條是一個有利於國營事業的現狀保留規定，並不是一個可以作為成為限制資金自由流通的正當化理由，而可以主張例外的構成要件。

1990 年代，許多會員國開始運用股份有限公司作為民營化的工具，但卻又擔憂會喪失在民營化企業的影響力，因此又運用許多的限制以期保有在民營化後的影響力，例如限制外資的比例、限制股東持股的上限、或對特定的企業決策享有專屬的否決權。黃金股這種策略與傳統的國營事業有很明顯的區別，黃金股可以說是一種會員國在民營化國營事業採

76 Grabitz/Hilf, 同註 54, Art.43 Rn.114; Jürgen Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, 2000 Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, Art.56 Rn.12.

77 Grundmann/Möslein, 同註 5, ZGR 2003, S.327.

78 Reinhard Ruge, 同註 3, EuZW 2002, S.422.

用的混合結構，會員國政府仍享有很大的權力，基本上在公司法的架構下，只有大股東才享有這麼大的權力，但在共同體法的架構下，要思考的問題並不是會員國享有民營化企業特別的權利是否掌控民營化企業的業務決策，而是在共同市場的概念下，會員國的這些特別的權利會對歐洲共同市場造成何種影響。

因此，會員國的特別優先權應遵守歐洲法院確立的嚴格要件，也必須要符合公共安全或維護公眾利益的強制要件，才得主張阻卻違法，尤其是在對一般社會大眾民生供應的範圍，才能符合有公眾利益的勞務提供⁷⁹。黃金股中事前的主管機關同意權已經違反了比例原則，黃金股的適用亦必須符合比例原則，以便投資人可以獲得充分的訊息去作投資的決定。顯然歐洲法院傾向於事後同意權制度，可以使投資人基於客觀的事實作投資決定與可預見主管機關的決定⁸⁰。除此之外，會員國主管機關的干預權應明確的規範政府得干預的要件與可採取措施的範圍，同時亦應針對適用期限、附具理由或司法審查等規範程序上的要件。整體而言，歐洲法院關於黃金股的判決對於會員國阻礙企業收購是一個重要的突破，已經逐步邁向一個完整的歐洲資本市場⁸¹。

五、德國福斯汽車法涉及黃金股案⁸²

2005年3月18日歐洲聯盟(European Union)的執行委員會⁸³向歐洲法院對德國於1960年公布的福斯汽車法(Volkswagen-Gesetz)⁸⁴中的法律規定提出控訴。執行委員會在2004年10月13日時在經過多年的討論後作成決議，認為福斯汽車法的個別規定已經違反歐洲共同體條約的規定，尤其是限制了歐洲共同體條約第56條第1項規定的資金自由流通與歐洲共同體條約第43條規定的營業所設立自由⁸⁵。

79 EG-Kommission, 21.5.2003, Gründbuch zu den Dienstleistungen von allgemeinem Interesse, KOM (2003) 270 endg.

80 C. Bernard, *The Substantive Law of the EU: The Four Freedom*, 1st ed., Oxford: Oxford University Press, 2004, p.478.

81 Walter Bayer, *Zulässige und unzulässige Einschränkungen der europäischen Grundfreiheiten im Gesellschaftsrecht*, Betriebsberater 2002, S.2290.

82 ABIEU 2005 C 143/15ff, 已經在2007年作成判決。

83 ABLEU 2005 C 143/15

84 Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand vom 21.07.1960 (BGBl. I. S.585ff), 分別在1966年與1990年修正過, BGBl. 1966 I. S.461; BGBl. 1990 I. S.1149f.

85 Pressemitteilungen der Europäischen Kommission vom 19.03.2003 (IP/03/410), 30.03.2004 (IP/04/400 und 13.10.2004. (IP/04/1209)

(一) 福斯汽車法之緣起

1960年時福斯汽車有限公司(Volkswagen GmbH)由100%的國營事業改組轉型為目前的福斯汽車股份有限公司(Volkswagen AG)，福斯汽車廠在第二次世界大戰結束時由盟軍佔領，至1949年止，一直由英國軍政府(Militärregierung)掌控，由於福斯汽車廠在戰爭末期飽受砲轟，殘破不堪，根本無法再製造可以出售的民用汽車，被視為是一無是處的賠錢貨，因此英國軍政府一直想將福斯汽車廠出售給外國的大汽車廠，例如福特汽車與通用汽車，但這些外國的大汽車廠也不願接手這個燙手的山芋。1945年底，英國軍政府委託勞工製造福斯的金龜車，在最簡單的條件下開始為盟軍製造福斯汽車。1947年11月時，英國軍政府取代過去歐寶(Opel)董事 Heinrich Nordhoff 對工廠的經營，而福斯也漸漸地取得來自國外的訂單⁸⁶。

在戰後的幾年，福斯汽車廠的財產關係不僅是德國聯邦政府、下薩克森邦政府(Niedersachsen)、工會與公司員工都主張有財產法上的請求權。在1949年時，過去的福斯汽車儲蓄者也請求交付汽車，因為大約有33萬6千儲蓄者在銀行的凍結戶頭裏儲蓄了2億64800萬帝國馬克(Reichsmark)，至戰爭結束止，因為國家的號召為購買汽車而儲蓄，而這些福斯汽車儲蓄者懷疑福斯汽車是否能繼續經營下去。1949年10月時，英國軍政府退出福斯汽車廠，福斯汽車廠一時成為事實上的無主物⁸⁷。

在1950年代，福斯汽車廠逐漸發展成為一家不錯的企業，但聯邦政府與下薩克森邦政府的糾紛不斷，而且愈演愈烈，1959年時終於達成和解⁸⁸，協議規定福斯汽車廠有限公司的法律關係與設立福斯汽車廠基金會。聯邦政府與下薩克森邦政府和解協議在第一步中將有限公司所有的股份移轉給聯邦政府與下薩克森邦政府⁸⁹，並將有限公司轉換成股份有限公司的型態。聯邦政府與下薩克森邦政府應各持有20%的股票，其他的60%的股份則轉為民營化由一般人持有。和解協議並要求在監事會應有聯邦政府與下薩克森邦政府各派遣2名代表，且有80%的加重多數要件，應對公司適用表決權限制(Stimmrechtsbeschränkung)，民營化的股份所得主要部分應設立福斯汽車基金會(Volkswagen-Stiftung)⁹⁰。依據福斯汽車

86 Zur Geschichte des VW - Gesetzes, <http://www.bmj.bund/de/enid>, last visited 2008/7/4.

87 Zur Geschichte des VW - Gesetzes, <http://www.bmj.bund/de/enid>, last visited 2008/7/4.

88 Vergleich über die Regelung der Rechtsverhältnisse bei der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung und über die Errichtung der Stiftung Volkswagenwerk vom 11/12. November 1959, BGBl. 1960 I. S.301f.

89 Gesetz über die Regelung der Rechtsverhältnisse bei der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung vom 09.05.1960, BGBl. 1960 I. S.301.

90 Thomas Oppermann, Zur Finanzkontrolle der Stiftung Volkswagenwerk, 1.Auflage, Frankfurt am Main: Alfred Metzner Verlag, 1972, S.15f.

基金會章程（以下簡稱基金會章程）(Stiftungssatzung)第2條之規定，福斯汽車基金會應以在德國促進學術與技術研究、以及傳授知識為設立宗旨⁹¹。

1959年的和解契約中規定將福斯汽車有限公司轉換改組成福斯汽車股份有限公司，而依據福斯汽車民營化法(VW - Privatisierungsgesetz)（以下簡稱為福斯汽車法）⁹²第1條與第5條之規定出售公司60%的股份，為能使股份對一般投資人更有吸引力，依據福斯汽車法第6條與第7條之規定小股東與公司員工享有優惠的待遇，例如社會折扣(Sozialrabatte)⁹³與員工股(Belegschaftsaktien)⁹⁴，同時應致力於限制個人股東的影響力，也就是應盡可能讓更多的股東獲得發言權，但又不能讓個人型的股東掌控所有的決策。

在這樣的歷史背景下，雖然福斯汽車法有爭議，但至目前為止還是具有重要意義，儘管德國股份法(Aktiengesetz)有許多的修訂，但福斯汽車法超過四十年來幾乎沒有重大的改變，主要是因為福斯汽車法謹慎地規範所有利害關係人間的利益平衡。根據福斯汽車2003年的營業報告數據，2003年時下薩克森邦政府透過漢諾威控股有限公司(Hannoversche Beteiligungsgesellschaft mit beschränkter Haftung)佔13.7%的資本額⁹⁵，德國聯邦政府在1988年時即已出售其持股而退出福斯汽車公司⁹⁶。

(二)福斯汽車法之內容

歐洲聯盟執行委員會在2003年的函示中批評福斯汽車法第2條第1項的法定最高表決權(Höchststimmrechte)、第4條第3項規定的降低抵制少數(Sperrminority)至20%的表決權、以及第4條第1項關於在公司監事會派遣權(Entsenderecht)之規定。以下將分別說明此三個規定：

1. 最高表決權

福斯汽車法第2條第1項規定，若一股東的持股額超過公司資本總額的五分之一以上時，即其表決權限於其持股額佔公司資本總額五分之一股票所得行使的票數。福斯汽車股份有限公司章程第24條第1項第4句規定⁹⁷，若一股東持有超過公司股份的五分之一以上

91 福斯汽車基金會設立於1961年5月19日，Niedersächsisches Ministerialblatt 1989, S.488f; 1992, S.1315; 1995, S.866.

92 <http://www.volkswagen-stiftung.de>.

93 所謂社會折扣即係依據婚姻狀況、所得狀況與子女數目給予社會大眾10%至15%的折扣，以便使社會大眾可以持有福斯汽車的股票。

94 所謂員工股，即為出售給福斯汽車廠員工的股票。

95 Geschäftsbericht der Volkswagen AG 2003, S.19.

96 Kristian Wellige, 同註5, EuZW 2003, S.428.

97 www.volkswagen.de 即可點閱福斯汽車股份有限公司章程。



時，則其表決權限於五分之一股份所給與的票數。

福斯汽車法的規定與章程的相關規定造成個別的股東不可能行使超過 20% 以上的表決權，而此一上限規定適用於全體股東，亦包括聯邦政府與下薩克森邦政府在內。自 1998 年實施在企業範圍的監督與透明化法(Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich)⁹⁸ 以來，依據德國股份法(Aktiengesetz) 第 134 條第 1 項第 2 句之規定，僅在非上市公司才得實施最高表決權的規定。換言之，上市公司不得適用最高表決權的規定，福斯汽車公司為一上市公司，且為在德國股票指數(Deutscher Aktienindex，通稱為 DAX) 的一家企業，因此福斯汽車法實際上已經違反德國股份法中一般的規定⁹⁹。

(1) 直接持股與間接持股

依據福斯汽車法第 2 條第 1 項與第 2 項之規定，表決權的阻斷(Stimmrechtskappung) 適用於直接持股與間接持股，一位股東無法將其持股轉讓給第三人，由該第三人行使特定的表決權，而規避最高表決權的限制，依據德國股份法第 15 條與第 17 條之規定，該第三人為從屬者或與其結合者。

(2) 表決權代理行使的特別規定

福斯汽車法第 3 條一方面規定不得以自己的名義行使他人的表決權，即為禁止隱藏的代理(versteckte Stellvertretung)，另一方面第 3 條第 1 項第 2 句却又規定公開的代理(offene Stellvertretung)，即僅得由股東以書面授權或僅法定代理人才得代理行使表決權。依據第 3 條第 3 項之規定，在符合業務的(geschäftsmäßig)代理，股東必須以書面授權，針對議程上的各項事務必須再加上對表決行為明確的指示，表決權代理人因此不得自由的裁量就表決事項作反應，並不得將自己的持股與他人的持股合併為更多的表決權¹⁰⁰。顯然的福斯汽車法第 3 條同時是要達到維持表決權上限之目的。

依據福斯汽車法第 3 條第 5 項之規定，即便是在合法的表決權代理的情形，由一人行使的表決權仍只限於資本額的 20% 之表決權，即符合福斯汽車法第 2 條第 1 項最高表決權之限制。

2. 提高變更章程的多數

福斯汽車法第 4 條第 3 項規定修改關於抵制少數的股份法規定，依據法律規定應有超過 75% 的資本多數的決議，特別是在變更章程的情形，在福斯汽車股份有限公司則需要有 80% 以上的表決權的資本¹⁰¹。因此，一位股東持有 20% 資本額的表決權時，則可抵制任何

98 BGBI. 1998 I. S.786.

99 Michael Pießkalla, Goldene Aktien aus EG-rechtlicher Sicht, Hamburg 2006, S.296.

100 Uwe Hüffer, Aktiengesetz, 6.Auflage, München 2004, § 135 Rn.3.

的章程變更決議。

若從邦政府的持有約 20% 的普通股來看，此一規定的經濟效果更明確，在 2000 年至 2003 年的股東大會股東出席率為 40% 以下，因此下薩克森邦雖然僅持有 18.2% 的資本額，但卻可以掌控 50% 以上的出席票數¹⁰²。所以下薩克森邦政府隨時可以阻撓變更章程的決議。雖然有可能剝奪邦政府的抵制少數，但在股東大會應有 91% 以上的表決權資本額的股東出席，這種情形在福斯汽車股份有限公司或其他 DAX 的公開發行公司都是不可能的。

3. 派遣權

德國股份法第 101 條第 2 項第 1 句與第 2 句規定，股份有限公司的章程得規定特定的股東或持有特定類型股份的股東有權指派監事會的監事，但派遣權有最高數額的限制，只得派遣依法或依公司章程規定三分之一的監事名額。德國股份有限公司的監事係由股東會選舉產生，進而由監事會選任董事會，因此特定股東的派遣權會影響監事會的組成，進而間接的影響董事會的運作¹⁰³。

執行委員會還嚴厲指責下薩克森邦政府對於福斯汽車股份有限公司監事會享有派遣權的規定，即依據福斯汽車法第 4 條第 1 項之規定，聯邦政府與下薩克森邦政府只要有持股，即有權各派遣兩名公司監事會的成員。由於聯邦政府目前已無持股，因此不再享有此一派遣權，但下薩克森邦政府的兩名代表可以出任一般股東的監事與勞工監事。依據文義解釋，此一派遣權與持股的多寡無關，依據 1976 年的共同參與決定法(Mitbestimmungsgesetz)第 7 條第 1 項第 1 句第 3 點之規定，20 名的監事會成員應有一半是勞工監事，目前僅有 8 名監事是由一般的股東選舉產生，下薩克森邦政府的兩名代表亦算作是資方的監事代表，因此由股東大會選舉產生的資方監事代表並無法主導監事會的決議，同時資方亦無法掌控公司¹⁰⁴。

若仔細觀察福斯汽車法第 4 條第 2 項之規定，即授權監事會的委員會針對設立工廠與遷移工廠有同意權，派遣權的適用範圍明確，而依據福斯汽車法第 4 條第 2 項第 2 句規定與福斯汽車股份有限公司章程第 16 條第 4 項之規定，應有監事會成員三分之二的多數，才算通過決議，也就是必須有 14 票才能通過決議。資方的監事代表並無法獨立的通過決議，即便是 8 名資方的監事代表全數贊成遷移工廠，依據福斯汽車法第 4 條第 2 項之規定，尚須有 6 名的勞工監事或邦政府代表的同意才能通過遷移工廠的決議。若從決議對國內工作

101 此一資本係專指有表決權的資本，並不考慮優先股，而除了需有資本額的多數外，依據德國股份法第 133 條之規定，尚須有表決權的多數，也就是必須有雙重的多數(doppelte Mehrheit)。

102 Michael Piebkalla, 同註 99, S.297.

103 Adolff/Meister/Randell/Stephan, 同註 42, p.212.

104 Michael Piebkalla, 同註 99, S.299.

機會的影響來看，很難期待監事會會作出同意遷移工廠的決議。某種程度而言，對於福斯汽車股份有限公司的員工提供了工作保障，但有時後卻會成為因應實際經濟情勢的絆腳石。

(三)福斯汽車法的規定是否構成『黃金股』？

下薩克森邦政府雖然持有股票，但特別權並不受個別的持股的拘束，但特別權却又給與政府機構特別的利益，即可構成所謂的黃金股。

1. 派遣權：福斯汽車法第 4 條第 1 項規定

下薩克森邦政府對於公司監事會有權派遣兩名監事，即已經符合特別權利的特徵¹⁰⁵，下薩克森邦政府可在正常的選舉程序¹⁰⁶外任命 10 名資方監事中的兩名代表。其他的股東並不可能對此一委員會的成員有任何的影響¹⁰⁷。因此下薩克森邦政府擁有真正的特別權利。

2. 與表決權有關的規定

有疑問的是，最高表決權、表決權代理之限制和提高變更章程的多數是否可以和黃金股的特別權作比較而相提並論。由於目前福斯汽車法已經不同於 1960 年 7 月 27 日最原始版本的內容，依據當時的版本規定，聯邦政府與下薩克森邦政府不受福斯汽車法第 2 條第 1 項表決權限制，但自 1970 年第二個修訂版生效時起，最高表決權一致的適用於所有的股東，持股人直接在法律上有較好的地位，並不存在黃金股的特徵。

雖然持股人欠缺特別的地位，但並不排除對資金的限制與對營業所設立限制的影響，歐洲共同體條約的基本的市場自由只要在單一市場內防止所有的限制措施，給與特別的地位並不是關鍵所在，而是以干預是否可以依據歐洲共同體條約第 56 條第 1 項與第 43 條所列舉的事由加以確定。執行委員會認為，福斯汽車法有類似與已經宣告不合法特別權的效果¹⁰⁸。

3. 干預在歐洲共同體條約第 56 條第 1 項與第 43 條第 1 項規定的特別範圍

(1) 派遣權

聯邦政府與下薩克森邦政府極力否認福斯汽車法有限制的效果，但可從下列各點檢驗是否已經抵觸歐洲共同體條約之規定。

105 Kristian Wellige, 同註 5, EuZW 2003, S.427ff.

106 依據德國股份法第 101 條第 1 項與第 133 條第 1 項之規定，資方監事代表應由股東大會以普通多數決議選舉產生。

107 Günter Henn, Handbuch des Aktienrechts, 7.Auflage, Heidelberg 2002, Rn.631.

108 Pressemitteilung der Europäischen Kommission, IP/04/1209 vom 13.10.2004.

A、會員國的措施

福斯汽車法可視為是會員國的措施，是無庸置疑的。依據福斯汽車法第 4 條第 3 項之規定，關於章程的規定是強制的規定，且抵觸股份法第 101 條第 2 項所規定應由股東大會選任股東的全部監事會成員的原則。此一規定並不是根據章程自主的維護，而是根據主權的行為¹⁰⁹。此一規定從會員國的國內法檢驗是否是合法的措施，並不會影響依據共同體法的判斷。

B、限制

依據歐洲法院在 *Dassonville* 案¹¹⁰所確立的原則，係指若會員國的措施會直接或間接、事實的或潛在的限制資金自由流通或營業所設立自由時，則構成限制的要件。歐洲法院在與營業所設立自由¹¹¹、資金流通¹¹²、黃金股¹¹³有關的判決亦採取相同的見解。此一原則亦適用於無區別的適用法規的情形，是否有因果關係或是否達到可感覺到限制的門檻，都不是必須的要件¹¹⁴。

派遣權造成非國家的投資人無法影響在監事會內所選出的部分監事，這會嚴重影響公司業務的執行，也就是會影響福斯汽車股份有限公司章程第 9 條所規定的僅經監事會同意的董事會決議，例如設立或遷移分公司或工廠、設立或解散其他關係企業、取得或轉讓關係企業的持股、接受大量他人的資金、處分土地財產等。在法定的一般情形監事會的監事是平等的，但在贊成與反對同票數時，由股東選舉的主席有最後的決定權，因此贊成的決議取決於資方，但在福斯汽車公司的監事會資方監事只佔少？。若資方與勞方針對個別的問題有不同的意見時，要執行資方的意思還必須有邦政府代表的贊成票。換言之，就像在為企業的利益上剝奪發言一樣。依據福斯汽車法第 4 條第 2 項之規定，針對設立或遷移工廠的就業政策上敏感的議題甚至需要有監事會三分之二的監事同意。不僅員工代表、同時邦政府都會反對可能對福斯汽車總廠造成競爭威脅的設立國外工廠之提議¹¹⁵。

由於下薩克森邦政府有兩名監事代表，不僅在直接投資、而且在純粹的證券投資的情形，都有可能剝奪股東重要的決議權限。這已經構成在歐洲共同體條約第 56 條第 1 項與第 43 條干預的構成要件，但實際上這兩名監事相較於全體十名資方監事代表而言僅為少數，

¹⁰⁹ Michael Piebkalla, 同註 99, S.301.

¹¹⁰ EuGH Rs.8/74, *Dassonville*, Slg.1974, S.837.

¹¹¹ EuGH Rs.C-55/94, *Gebhard*, Slg.1995, S.837; Rs.C-19/92, *Kraus*, Slg.1993, S.I-1663.

¹¹² EuGH Rs.C-35/98, *B.G.M. Verkooijen*, Slg.2000, S.I-4071.

¹¹³ EuGH Rs.C-483/99, *Goldene Aktien Frankreich*, Slg.2002, S.I-4781.

¹¹⁴ EuGH Rs.12/74, *Herkunftsbezeichnungen*, Slg.1975, S.181; Rs.C-126/91, *Yves Rocher*, Slg.1993, S.I-16.

¹¹⁵ Michael Piebkalla, 同註 99, S.302.

並無法對抗股東大會的多數¹¹⁶。德國聯邦政府與下薩克森邦政府提出抗辯，認為福斯汽車法並沒有嚇阻的效果¹¹⁷，但依據歐洲法院的實務見解，只要有潛在的嚇阻效果即為以足¹¹⁸，個別投資人的進入並不表示福斯汽車法不會嚇阻其他的投資人。事實上美國的大投資人仍買進福斯汽車的股票，主要是預期歐洲法院的判決會廢除黃金股的特別權利¹¹⁹。

(2)與表決有關的規定

A、最高表決權的限制效果

福斯汽車法第2條第1項規定的最高表決權是國家的立法措施，使可行使表決權只限於全部發行股票的20%，超過此一門檻值的持股雖然增加了股利與清償分配的財產權，並不會增加參與權。表決權亦屬於財產權的一部分¹²⁰，具有財產的價值，雖然無表決權的優先股(Vorzugsaktie)對於公司盈餘有優先的利潤分配請求權，但普通股仍是具有財產價值，只是持有超過一定門檻值時，持股人不得行使表決權，因此對於投資人較無吸引力¹²¹。對於表決權的喪失，並無給與財務補償，因此投資人有可能會不想取得福斯汽車公司的股票，也就是存在間接的取得限制¹²²。另外，剝奪表決權也會影響投資人的持股比例與在股東大會決議上因無法行使表決權而有經濟上的風險，而表決權20%的上限也會影響有效的監督公司業務執行或貫徹自己企業利益的維護¹²³。

實際上實施最高表決權之目的，就是要降低大股東的影響¹²⁴與阻止外來的影響¹²⁵。很清楚的是，投資人會因為最高表決權的限制而無法貫徹其持股所要追求的企業目標，因此也會降低其投資意願。因為最高表決權的限制無法使投資人有效率地參與公司管理和取得公司的經營¹²⁶。由於歐洲共同體條約第56條第1項與第43條亦保護由個別投資人取得公司的經營權，因此亦有可能與其他投資人共同取得公司的經營權，若使個別投資人有困難

116 Wolfgang Kilian, Vom sinkenden Wert der "Golden Aktien" ,NJW 2003, S.2655.

117 Handelsblatt vom 23/24.04.2004, S.1; vom 13.07.2004, S.4.

118 EuGH Rs.8/74, Dassonville, Slg.1974, S.837; Rs.C-55/94, Gebhard, Slg.1995, S.I-4165; Rs.C-35/98, B. G. M. Verkooijen, Slg.2000, S.I-4071; Rs.C-483/99, Kommission/Frankreich, Slg.2002, S.I-4781.

119 Michael Pießkalla, 同註 99, S.304.

120 Wienand Meilicke, Eigentumsschutz für Stimmrechtsbeschränkungen, DB 1971, S.1145.

121 Grundmann/Möslein, 同註 5, ZGR 2003, S.353.

122 EuGH Rs.C-483/99, Kommission/Frankreich, Slg.2002, S.I-4781.

123 Michael Pießkalla, 同註 99, S.305.

124 Kristian Wellige, 同註 5, EuZW 2003, S.431.

125 Theodor Baums, Höchststimmrechte, AG 1990, S.222.

126 EuGH Rs.C-463/00, Kommission/Spainien, Slg.2003, S.I-4581; Gerald Spindler, Deutsches Gesellschaftsrecht in der Zange zwischen Inspire Art und Golden Shares? RIW 2003, S.957.

取得公司的經營權時，即有嚇阻的效果。

B、提高修改公司章程的多數

依據德國股份法(Aktiengesetz)之規定，股份有限公司可以將修改公司章程的多數決議由 75% 提高至有表決權資本額的 80%，但股份法第 111 條第 4 項、第 5 項與第 141 條第 3 項第 2 句與第 3 句有例外規定。依據福斯汽車法第 4 條第 3 項之規定，降低了足以阻礙變更公司章程的多數，將使修改公司章程更容易，投資人會擔憂僅極少數的股東可以主管公司的經營，而這些投資人若想要變更章程卻是因為阻礙的少數而受到不利益，因此福斯汽車法第 4 條第 3 項規定亦抵觸了歐洲共同體條約第 56 條第 1 項與第 43 條之規定¹²⁷。尤其是在下薩克森邦政府僅持有少數的股份，在股東大會上僅有少數的表決權，但卻享有阻礙變更公司章程的權利，實際上已經是對資金自由流通產生了限制的效果¹²⁸。

(3)表決權代理的限制

福斯汽車法第 3 條應阻止金融機構結合自己的持股與所代理的股東的持股，公司內部的利益衝突在這種情形並不存在，但外國投資人仍必須依據股東大會的日程表作成意見和給與指示。外國投資人無法透過金融機構的代理行使其表決權，也會影響外國投資人取得福斯汽車股份有限公司股票的意願¹²⁹。依據福斯汽車法第 3 條第 5 項之規定，表決權的代理行使不得超過資本額的 20%，此一上限亦符合自己的股票的最高表決權，因此金融機構在保管超過 20% 的資本額時，應拒絕代理個別的股票提存人行使表決權，同時應要求提存人委託其他的代理人，因而會造成提存人額外的花費，尤其是對散戶型的小投資人造成不符合比例原則的待遇，因此也會產生歐洲共同體條約第 56 條第 1 項的嚇阻效果¹³⁰。

總而言之，福斯汽車法的規定嚇阻投資人取得持股，也因而會造成投資人進入德國資本市場的限制，福斯汽車法潛在的會限制資金流通的基本的市場自由¹³¹。

4. 是否可主張阻卻違法？

歐洲法院在 2002 年與 2003 年關於黃金股的判決中，闡釋黃金股的阻卻違法事由為公共秩序與安全，福斯汽車股份有限公司為汽車製造商，基本上與公共安全無關，亦與公共的生存供應無關，因為汽車並不是生活必需品。而自 1960 年以來，德國政府致力於使福斯汽車的股份分散持股，超過 40 年來的民營化，早已經使得福斯汽車股份有限公司的股份成為全民股票，而保留特別權利給下薩克森邦政府只是一般經濟上的考量，並不涉及保障公

¹²⁷ Kristian Wellige, 同註 5, EuZW 2003, S.431.

¹²⁸ Michael Piebkalla, 同註 99, S.306.

¹²⁹ Michael Piebkalla, 同註 99, S.308.

¹³⁰ 同前註, S.309.

¹³¹ Gerald Spindler, 同註 126, RIW 2003, S.957; Kristian Wellige, 同註 5, EuZW 2003, S.432.

眾利益之目的¹³²。再者，德國政府主張福斯汽車法係為保障就業，以福斯汽車法作為防止外來企業收購的機制是否足以維持公司原有員工的就業機會，此一主張亦有疑問¹³³。歐洲共同體條約第2條明文規定，共同體的任務就是要藉由建立共同市場，以實現協調、均衡與持續發展的經濟生活、高的就業水準、高的社會保護標準、持續、無通貨膨脹的成長、以及高度的競爭力。福斯汽車法的觀點已經抵觸了歐洲共同體施行就業保護的目標¹³⁴。

5. 歐洲法院的判決結果¹³⁵

歐洲法院在2007年時作成判決，歐洲法院在本案引用在對荷蘭黃金股判決的見解，認為持有新的企業或已經存在企業的股份，目的為建立或維持持續的經濟關係，而前提要件是這些股票依據國內的股份法規或基於其他的理由，給予股東機會可以有效率的參與這家公司的管理或經營。歐洲法院認為，以法律規定對上市公司限制表決權的最高行使上限是違法的；對特定優惠的派遣權，基於法律或公司章程之規定有三分之一的監事成員授與股東，明顯的已經是違法地限制了股東表決權的行使。歐洲法院認為，福斯汽車法是一種在德國聯邦政府、邦政府與工會間私法上的協議，而聯邦政府卻通過福斯汽車法，係以會員國公權力的措施限制資金自由流通。

德國聯邦政府在訴訟上主張，會員國的立法機關有權公布法規，以規範國內的公司法，並不是要拘束在一家公司的持股與股東表決力的相互關係；但執行委員會認為，下薩克森邦政府依據福斯汽車法第4條第3項的阻礙少數(Sperrminorität)而享有特權，卻可以違反德國普通公司法的規定，基於其持股額阻擋有修改公司章程多數的公司決議。在上市公司章程中規定表決數限制，但德國股份法¹³⁶第134條第1項第1句新規定已經廢除表決權限制，但下薩克森邦政府與聯邦政府卻仍遵守福斯汽車法規定的最高表決權限制，而仍對修改章程、關於公司的資本與財務結構的每個決議享有否決權，歐洲法院認為福斯汽車法第4條第3項規定已經是一種利用少數而阻礙公司重要決策的工具，因此福斯汽車法是表決權限制與限制股東大會決議的混合，已經構成違反歐洲共同體條約第56條限制資金自由流通的構成要件。相同的此一規定有利於下薩克森邦政府與聯邦政府的派遣權，亦屬於違反普通公司法的特別權利，且可視為是有利於會員國公權機關的立法措施。會員國不可

¹³² Wolfgang Kilian, VW-Gesetz und Wissenschaftsförderung, NJW 2002, S.3600.

¹³³ Hartmut Krause, Von "goldenen Aktien", dem VW-Gesetz und der Übernahmereichtlinie, NJW 2002, S.2750.

¹³⁴ Michael Pießkalla, 同註99, S.311.

¹³⁵ Marcus C. Kerber, Staatliche Aktionärsprivilegien weiterhin ungeklärt - Anmerkungen zum Urteil des EuGH 2007, 742, NZG 2008, S.9-11.

¹³⁶ 德國股份法主要為規範股份有限公司與股份兩合公司。

以主張為保護勞工利益而阻卻違法，進而限制資金自由流通，最高表決權規定並不是適當的方法，不符合比例原則，以達到保護勞工利益的目的。另外，歐洲法院亦駁回德國聯邦政府提出最高表決權條款保護少數股東的論點，歐洲法院認為福斯汽車法的規定形成一個法律架構，給予德國聯邦政府與下薩克森邦政府特權，而可以行使遠超過其持股的影響力。

六、2003 年歐洲法院肯定與具體化黃金股原則判決之法律見解

(一)事實

在 2000 年與 2001 年時，執行委員會分別對西班牙與英國就涉及黃金股的爭議，向歐洲法院提起違反條約之訴¹³⁷。歐洲法院趁此機會再次具體地闡明在黃金股原則判決所確立的標準。

在西班牙的案件中，由於西班牙法律規定政府持有在香菸、銀行、石油、電力與電信領域企業的股份，若政府持股減少至一定的門檻值以下時，對於特定的策略性決策與個別處分財產，必須事前經得主管機關的同意¹³⁸。在英國的案子，則是涉及國家機場營運公司民營化的問題，即英國機場營運公司(British Airport Authority)的章程一方面限制取得股票超過 15% 的表決權的上限，另一方面又規定對於策略上的企業決策，政府享有同意的保留¹³⁹。歐洲法院如同在 2002 年的黃金股相關判決，亦是侷限於資金自由流通的範圍內檢驗此二案件。

(二)歐洲法院之法律見解

歐洲法院再次確認解釋歐洲共同體條約第 56 條為廣泛的禁止採取限制措施，並作成結論，認為西班牙與英國的法律規定已經限制了資本流通自由¹⁴⁰。由於英國並未主張係為維護公眾利益的強制要件，因此歐洲法院並未檢驗是否有阻卻違法事由存在，因而宣告英國的規定違反共同體法。針對西班牙的香菸製造商與商業銀行合併的企業，歐洲法院認為並不是提供公共的服務，因此無法使西班牙的規定阻卻違法，成為合法正當的規定¹⁴¹；而對於西班牙的石油、電信與電力公司部分，原則上可以主張基於公共安全的阻卻違法事由，

¹³⁷ EuGH Rs.C-463/00, Kommission/Spanien, Slg.2003, S.I-4581; Rs.C-98/01, Kommission/Groß-britannien, Slg.2003, S.I-4641.

¹³⁸ EuGH Rs.C-463/00, Kommission/Spanien, Slg.2003, S.I-4581.

¹³⁹ EuGH Rs.C-98/01, Kommission/Großbritannien, Slg.2003, S.I-4641.

¹⁴⁰ EuGH Rs.C-463/00, Kommission/Spanien, Slg.2003, S.I-4630ff; Rs.C-98/01, Kommission/Groß-britannien, Slg.2003, S.I-4662ff.

¹⁴¹ EuGH Rs.C-463/00, Kommission/Spanien, Slg.2003, S.I-4634.

但西班牙的規定欠缺客觀的與明確的標準，並不符合比例原則¹⁴²，因此歐洲法院也認為西班牙的規定違反共同體法。

(三)在資金自由流通範圍內適用 Keck 案確立的原則

不同於 2002 年歐洲法院所做的黃金股原則判決，英國政府援引 Keck 案¹⁴³作為抗辯，認為西班牙政府的同意保留與英國的規定並沒有限制市場進入，因此也不會阻礙在共同體內的資金自由流通¹⁴⁴。就 Keck 案的例外規定來看，歐洲法院認為系爭的西班牙與英國的規定並沒有像在 Keck 案的銷售方式有可以比較的效果¹⁴⁵。歐洲法院認為這些系爭的規定會影響持股取得的狀態，會嚇阻來自其他會員國投資人進行投資，因此會影響市場進入¹⁴⁶。

雖然歐洲法院駁回適用 Keck 案的原則，但歐洲法院其實還是將 Keck 案的原則直接適用於資金流通自由，而許多學者也主張在 Keck 案建立的區別銷售方式與製造相關的規定所確立的原則應適用於資金流通自由¹⁴⁷。因此要區別交易方式與投資方式¹⁴⁸，與資本有關的規定應完全適用資金自由流通，例如資金的來源或要求流入一家公司的資金¹⁴⁹。至於交易方式則是指在資金自由流通的範圍內，對於資金流通的交易行為外在的綱要條件，例如在不動產的登記簿規定或公證人義務、對投資人保護的法律範圍、在會員國形式上租稅制度的規定等¹⁵⁰。

有爭議的是，英國機場營運公司的章程是由國務院(Secretary of State)批准的，因此

142 EuGH Rs.C-463/00, Kommission/Spanien, Slg.2003, S.I-4634f.

143 EuGH Rs.C-267 und C-268/91, Keck und Mithouard, Slg.1993, S.I-6097.

144 EuGH Rs.C-463/00, Kommission/Spanien, Slg.2003, S.I-4638; Rs.C-98/01, Kommission/Groß-britannien, Slg.2003, S.I-4662.

145 EuGH Rs.C-463/00, Kommission/Spanien, Slg.2003, S.I-4631; Rs.C-98/01, Kommission/Groß-britannien, Slg.2003, S.I-4641.

146 EuGH Rs.C-463/00, Kommission/Spanien, Slg.2003, S.I-4631; Rs.C-98/01, Kommission/Groß-britannien, Slg.2003, S.I-4663.

147 Grabitz/Hilf, 同註 54, Art.56 Rn.37; Thomas Eilmansberger, Zur Reichweite der Kapitalverkehrsfreiheit, ÖBA 2001, S.380ff; Jochen Glöckner, Grundverkehrsbeschränkungen und Europarecht, Zugleich ein Beitrag zum Anwendungsbereich der Kapitalverkehrsfreiheit, EuR 2000, S.616; Johannes C. W. Müller, Kapitalverkehrsfreiheit in der Europäischen Union: Bedeutung, Inhalt und Umfang, Weiterentwicklung, Auswirkung auf Völkerrecht und nationales Recht, Berlin 2000, S.165; Christoph Ohler, Die Kapitalverkehrsfreiheit und ihre Schranken, WM 1996, S.1806.

148 Kerstin Stünkel, 同註 3, S.330.

149 Kristian Wellige, 同註 5, EuZW 2003, S.432.

150 Grabitz/Hilf, 同註 54, Art.56 Rn.37.



歐洲法院認為阻礙資金自由流通係為行使公權力¹⁵¹。另一個問題是，一家股份有限公司依據私法上的規定訂立的公司章程是否應該要符合基本的市場自由；個人的法律行為是否亦應受基本的市場自由之拘束，因此基本的市場自由亦有直接的第三效果(Drittwirkung)。歐洲法院至目前為止的實務見解，都是針對勞工自由遷徙、勞務自由流通與歐洲共同體條約第 12 條規定的一般的禁止差別待遇，認為第三人亦直接受基本的市場自由之拘束¹⁵²。同時應考慮效果原則(effet utile)，而使得共同體法的規範發揮最大的效果¹⁵³。基本的市場自由禁止會員國的限制措施，不應被個人利用私法自治(Privatautonomie)¹⁵⁴的行為規避基本的市場自由之適用¹⁵⁵。學者們普遍認為由基本的市場自由產生的直接第三效果只在機構的規定有準國家權力(quasi-staatliche Gewalt)或個別的權力行使的效果¹⁵⁶。

歐洲法院在 1998 年的 Angonese 案¹⁵⁷，針對準國家權力的情形承認第三效果。在 Angonese 案，因位於義大利北部 Südtirol 的一家私人銀行在招募員工時，要求應徵者要出示雙語的證明，而此一雙語證明僅適用於 Südtirol 地區，實際上係對來自其他會員國國民的差別待遇，因此是抵觸了勞工自由遷徙。歐洲法院明白地指出，在歐洲共同體條約第 39 條直接適用的效力並不排除效果原則的想法，才能真正地維護共同體法的一致適用，以及和歐洲共同體條約第 12 條與第 141 條並駕齊驅。

個人的行為不得直接抵觸基本的市場自由，若會員國未制止個人損害單一市場的行為，會員國亦違反了基本的市場自由，歐洲法院在 1997 年時即在判決¹⁵⁸中指出，歐洲共同體條約第 28 條不僅禁止可歸責於會員國的措施、會對會員國間貿易往來造成限制的措

¹⁵¹ EuGH Rs.C-98/01, Kommission/Großbritannien, Slg.2003, S.I-4663.

¹⁵² EuGH Rs.36/174, Walrave, Slg.1974, S.1405; Rs.251/83, Haug-Adrion, Slg.1984, S.4277; Rs.C-415/93, Bosman, Slg.1995, S.I-4921; Rs.C-5/96 und 191/97, Deliège, Slg.2000, S.I-2549.

¹⁵³ Matthias Herdegen, Europarecht, 5.Auflage, München: Verlag C.H.Beck, 2003, Rn.184; Bernhard Nagel, Wirtschaftsrecht der Europäischen Union, 2.Auflage, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 1999, S.57f.

¹⁵⁴ 私法自治在共同體的層次係屬一般的行為自由，至目前為止均視為是不成文的共同體基本權利而加以保護，共同體的基本權利是固有的限制，在適用相關的基本的市場自由時，亦應考量私人的基本權利。Rudolf Streinz, EUV/EGV, München: Verlag C.H.Beck, 2003, Art.49 Rn.69.

¹⁵⁵ EuGH Rs.36/74, Walrave, Slg.1974, S.1419; Rs.C-415/93, Bosman, Slg.1995, S.I-5066.

¹⁵⁶ Michael Jaensch, Die unmittelbare Drittwirkung der Grundfreiheiten, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 1997, S.263ff; Thorsten Kingreen, Die Struktur der Grundfreiheiten des Europäischen Gemeinschaftsrechts, Berlin, 1999, S.74; Matthias Herdegen, 同註 153, Rn.284; Lenz/Borchardt, EUV/EGV - Kommentar, 3.Auflage, 2003 Köln: Bundesanzeiger, Art.12 Rn.10.

¹⁵⁷ EuGH Rs.C-281/98, Angonese, Slg.2000, S.4171f.

¹⁵⁸ EuGH Rs.C-265/95, Kommission/Frankreich, Slg.1997, S.I-6959.

施，而且也適用於即便是不可歸責於會員國，但卻會對自由的商品流通造成損害的措施。換言之，會員國積極的作為可以損害共同體內的貿易往來，會員國消極地不制止個人阻礙自由商品流通的行為時，同樣的也會對單一市場造成損害¹⁵⁹。

因此，會員國負有保證人的義務(Garantenpflicht)，應防止個人對商品自由流通造成損害。依據歐洲共同體條約第 10 條之規定，會員國必須採取所有適當的措施，以履行此一義務。至於應採取何種措施來履行此一義務，會員國享有裁量權¹⁶⁰。歐洲法院的判決本質上是以單一市場為目標，因此會員國的保證人義務不僅是適用於自由的商品流通，而且也適用於人員自由遷徙、勞務自由流通與資金自由流通¹⁶¹。

為能真正地落實單一市場，歐洲法院對於由黃金股所引發的私法自治與基本的市場自由間的爭議，似應更明確地闡釋會員國究竟應採取何種措施，而能使會員國履行其保證人的義務，又能繼續追求基本的市場自由的直接第三效果。

肆、結論

黃金股會對取得持股造成直接的限制效果，歐洲法院在 2002 年與 2003 年關於黃金股的判決依據資金自由流通原則檢驗，但在企業收購法中的防禦措施亦會造成間接的取得持股限制。由於黃金股享有的特別權利限制了歐洲共同體條約所保障的基本的市場自由，黃金股的特徵使政府直接限制取得持股數額或間接影響企業的決策。因此，歐洲法院認為不論是直接的限制或是間接的限制，都會降低投資人的投資意願，因而會產生限制資金自由流通的效果。歐洲法院認為，只有在黃金股是為維護公眾利益或係符合公共安全與秩序的強制要件而阻卻違法時，黃金股才得合法存在。通常是在能源供應、電信公司、軍火工業或關於基本設施的企業，例如機場的營運，才會例外的允許政府持有黃金股。但仍必須遵守比例原則，也就是黃金股所持有的特別權利不得逾越為達成目標強制必須的範圍。除此之外，亦必須考量透明化原則與有效的法律救濟途徑，因此歐洲法院認為法國、葡萄牙、西班牙、英國、義大利政府持有的黃金股，均已抵觸上述的這些原則，而處罰這些會員國，僅比利時政府未受罰，在比利時的案例中是涉及電力與瓦斯供應會影響公眾的利益，因此可以阻卻違法。

歐洲法院對於限制資金流通自由的法律見解，不僅是指事實的阻礙取得企業的股份，

¹⁵⁹ Friedemann Kainer, Grundfreiheiten und staatliche Schutzpflichten, JuS 2000, S.433.

¹⁶⁰ EuGH Rs.C-265/95, Kommission/Frankreich, Slg.1997, S.I-6990.

¹⁶¹ Friedemann Kainer, 同註 159, JuS 2000, S.434f.

而且也包括任何一種會產生嚇阻效果的措施，也就是間接的取得持股限制。因此最高表決權、多數表決權的行使都會限制資金自由流通，只有在系爭企業是提供具有一般性或策略意義的勞務時，才得阻卻違法，而成為合法正當的措施。

基本的市場自由是形成歐洲資本市場統合的重要方法，歐洲法院的相關判決也起了相當大的作用，在金融服務行動計畫(Aktionsplan für Finanzdienstleistungen)的範圍已經公布了許多相關的指令，形成了歐洲聯盟的金融法規。雖然歐洲聯盟的法規調適在理論上是消除單一市場障礙最有效的方法，但仍須藉助會員國切實地施行這些金融法規，因此歐洲資本市場繼續的統合，即便是在實現金融服務行動計畫後，仍須在歐洲法院解釋主要共同體法的基本的市場自由與在次要共同體法的法規調適間相配合。歐洲法院近年來關於黃金股的判決，對於資金流通限制在歐洲法上的正當化有更進一步的闡釋，對於未來在歐洲聯盟內落實資金自由流通有更進一步的助力。

會員國對於歐洲法院關於黃金股的判決有不同的反應，例如法國已經廢止其黃金股的規定；英國表示亦將遵守歐洲法院判決確立的原則，但英國政府在許多大企業例如 BAE System、British Energy 與 Rolls-Royce 等至少 20 家公司仍持有黃金股；西班牙擔憂共同體法立法的缺點將造成西班牙的經濟衰退，而使由政府掌控的公司陷入法規鬆綁的風險，因此西班牙聲稱將不會放棄在 Indra（國防與電子公司）、Telefonica（電信公司）、Repsol（石油公司）或 Endesa（電力公司）等的黃金股，但將修改其黃金股的規定，以符合比利時的模式¹⁶²。尤其是會員國質疑歐洲聯盟不會真正地為全體會員國的最佳利益立法，但執行委員會作為共同體法的施行機關，勢必不會坐視個別會員國忽視歐洲法院的判決。因此若會員國不遵守歐洲法院的判決時，執行委員會勢必會依據歐洲共同體條約第 228 條之規定向歐洲法院訴請對違反的會員國課以罰金的制裁。當然雖然執行委員會的建議無法拘束歐洲法院，但從歐洲法院同意執行委員會的見解，也認為會員國的黃金股策略限制了資金自由流通來看，為達成真正的資金自由流通，未來歐洲法院在類似的案件中將會貫徹過去一貫的法律見解。

民營化並不是只是一種歷史的產物，而中歐與東歐國家等新加入歐洲聯盟的會員國亦有類似的問題，例如匈牙利政府持有 MOL 石油與煤氣公司的黃金股，很顯然的匈牙利政府必須修法以符合歐洲法院的法律見解，否則將難逃遭執行委員會糾舉，甚至被控訴的命運¹⁶³。2007 年新加入歐洲聯盟的羅馬尼亞與保加利亞在民營化國營事業的過程亦有類似政府仍持有黃金股的問題¹⁶⁴。

¹⁶² Christine O'Grady Putek, 同註 1, p.2279.

¹⁶³ 同前註, p.2281.



國營企業民營化持續在歐洲聯盟的會員國中進行，對於策略性產業的保護而使得政府保有特別的權利，足以影響企業的決策，然而會員國政府持有的黃金股必須注意歐洲法院在相關判決中所確立的法律原則，尤其是比例原則的適用與無差別待遇的適用標準。

會員國政府對於某些企業持有特別權利的股票，無形中已經阻礙了在歐洲聯盟內企業收購的順利進行，另一方面也保護本國的大型企業免於被外國競爭者併購。歐洲法院在關於黃金股的判決中所確立的法律原則的確也消除了對歐洲聯盟單一的企業收購法上的許多障礙，而 2003 年底時理事會與歐洲議會終於成功地通過企業收購指令，歐洲法院關於黃金股判決對於促成完成歐洲聯盟企業收購立法功不可沒，未來黃金股的原則亦在歐洲聯盟的法律發展扮演著重要的角色，尤其是對於要達成一個單一的、統合的歐洲金融市場，資金自由流通是一個重要的關鍵，在限制使用黃金股上，歐洲法院已經採取了重要的步驟。明顯的歐洲法院確立的原則已經限制了會員國使用黃金股作為有效防禦收購的強有力工具的能力。在某種程度上，黃金股的原則的確也促成了一個平順的運作場所，除非是會員國基於保護重大的國家利益而阻卻違法。歐洲法院關於黃金股的判決對於完成一個統合的金融市場實際上又向前邁進了一大步，也對未來的黃金股案件確立了判決的準繩。

164 同前註，p.2282.

參考文獻

一、中文文獻

陳麗娟，歐洲聯盟法精義，台北，新學林出版股份有限公司，2006年。

二、英文文獻

Adolff/Meister/Randell/Stephan, Public Company Takeovers, Munich/London 2002.

C. Bernard, The Substantive Law of the EU: The Four Freedom, 1st ed., Oxford: Oxford University Press, 2004.

Court of Justice of the European Communities, Statistics of Judicial Activity of the Court of Justice, Annual Report 2002.

Christine O’Grady Putek, Limited But not Lost: A Comment on the ECJ’s Golden Share Decisions, 72 Fordham Law Review 2004, pp.2219-2285.

Ivan Kuznetsov, The Legality of Golden Shares under EC Law, Hanse Law Review, Vol. 1 No.1 (2005), pp.22-29.

Johannes Adolff, Turn of the Tide?: The “Golden Share” Judgments of the European Court of Justice and the Liberalization of the European Capital Markets, German Law Journal Vol.3, No.8 (2002), pp.1-21.

L. Neville Brown/Tom Kennedy, The Court of Justice of the European Communities, 5th ed., London: Sweet & Maxwell, 2000.

T. C. Hartley, The Foundations of European Community Law, 4th ed., Oxford: Oxford University Press, 1998.

三、德文文獻

Bernhard Nagel, Wirtschaftsrecht der Europäischen Union, 2.Auflage, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 1999.

Christoph Ohler, Die Kapitalverkehrsfreiheit und ihre Schranken, WM 1996, S.1801-1808.

Friedemann Kainer, Grundfreiheiten und staatliche Schutzpflichten, JuS 2000, S.431-436.

Gerald Spindler, Deutsches Gesellschaftsrecht in der Zange zwischen Inspire Art und Golden Shares? RIW 2003, S.949-957.

Grabitz/Hilf, EUV/EGV, München: Verlag C.H.Beck, 2003.

Grundmann/Möslein, Die Golden Shares Grundsatz-Entscheidungen des Europäischen Gerichtshofs, BKR 2002, S.758-765.

- Grundmann/Möslein, Die Goldene Aktien, Staatskontrollrechte in Europarecht und wirtschaftspolitischer Bewertung, ZGR 2003, S.317-366.
- Günter Henn, Handbuch des Aktienrechts, 7.Auflage, Heidelberg, 2002.
- Hartmut Krause, Von "goldenen Aktien", dem VW-Gesetz und der Übernahmerichtlinie, NJW 2002, S.2747-2751.
- Jochen Glöckner, Grundverkehrsbeschränkungen und Europarecht, Zugleich ein Beitrag zum Anwendungsbereich der Kapitalverkehrsfreiheit, EuR 2000, S.592-622.
- Johannes C.W. Müller, Kapitalverkehrsfreiheit in der Europäischen Union: Bedeutung, Inhalt und Umfang, Weiterentwicklung, Auswirkung auf Völkerrecht und nationales Recht, Berlin, 2000.
- Jürgen Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2000.
- Jürgen Schwarze, Europäisches Wirtschaftsrecht, 1.Auflage, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2007.
- Kerstin Stünkel, EG-Grundfreiheiten und Kapitalmärkte: Die Auswirkungen der Grundfreiheiten auf die Integration der Sekundärmärkte, 1.Auflage, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2005.
- Klaus J. Hopt, Europäisches Kapitalmarktrecht - Rückblick und Ausblick, in Stefan Grundmann (Hrsg.), Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrecht, Tübingen: Mohr Siebeck, 2000, S.307-330.
- Kristian Wellige, Weg mit dem VW-Gesetz!, EuZW 2003, S.427-433.
- Lenz/Borchardt, EUV/EGV - Kommentar, 3.Auflage, Köln: Bundesanzeiger, 2003.
- Matthias Herdegen, Europarecht, 5.Auflage, München: Verlag C.H.Beck, 2003.
- Marcus C. Kerber, Staatliche Aktionärsprivilegien weiterhin ungeklärt - Anmerkungen zum Urteil des EuGH 2007, 742, NZG 2008, S.9-12.
- Michael Jaensch, Die unmittelbare Drittwirkung der Grundfreiheiten, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 1997.
- Michael Pießkalla, Goldene Aktien aus EG-rechtlicher Sicht, Hamburg, 2006.
- Reinhard Ruge, Goldene Aktien und EG-Recht, EuZW 2002, S.421-424.
- Theodor Baums, Höchststimmrechte, AG 1990, S.221-231.
- Thomas Eilmansberger, Zur Reichweite der Kapitalverkehrsfreiheit, ÖBA 2001, S.377-383.
- Thomas Jaeger, Gemeinschaftsrechtliche Probleme einer Privatisierung, EuZW 2007, S.499-502.
- Thomas Oppermann, Zur Finanzkontrolle der Stiftung Volkswagenwerk, 1.Auflage, Frankfurt am Main: Alfred Metzner Verlag, 1972.
- Thorsten Kingreen, Die Struktur der Grundfreiheiten des Europäischen Gemeinschaftsrechts, Berlin, 1999.
- Ulrich Wackerbarth, Von golden shares und poison pills, Waffengleichheit bei internationalen

Übernahmeangeboten, WM 2001, S.1741-1753.

Uwe Hüffer, Aktiengesetz, 6.Auflage, München: Verlag C.H.Beck, 2004.

Walter Bayer, Zulässige und unzulässige Einschränkungen der europäischen Grundfreiheiten im Gesellschaftsrecht, Betriebsberater 2002, S.2289-2291.

Wienand Meilicke, Eigentumsschutz für Stimmrechtsbeschränkungen, DB 1971, S.1145-1153.

Wolfgang Kilian, VW-Gesetz und Wissenschaftsförderung, NJW 2002, S.3599-3601.

Wolfgang Kilian, Vom sinkenden Wert der "Golden Aktien", NJW 2003, S.2653-2655.

The Study of the European Golden Share

Li-Jiuan Chen*

Abstract

The four fundamental freedoms (free movements of goods, persons, services and capitals) are core of the European Single Market. With the globalization, the cross-border investment is increasing in the European Union. As a result, the free movement of capitals has become much more important. The EU Member States have various industrial, social and economic structure. Public undertakings have played an important role to some degrees in different Member States. The golden share is an instrument to keep government's influence on the privatized undertakings. The nature of golden share is disputable against the free movement of capitals within the EU. The European Court of Justice made some decisions related to the legal issue of golden share since 2002. The legal doctrines of the European Court of Justice related to golden share have influence on the establishment of European capital market. This article works on the concrete cases of golden share in the European Court of Justice to explain the recent development of the European capital market. Golden share implies legal issues of corporate law and capital market law. It is useful to understand the establishment of a level playing field of the European capital market for the takeover from the practice of the European Court of Justice.

Keywords: golden share, European Union, freedom of capital movement, freedom of establishment, privatization, hostile takeover, Volkswagen Act, European Court of Justice, cross-border direct investment

* Associate Professor, Graduate Institute of European Studies, Tamkang University.