

## 欧盟法律框架下的股本证券国际 发行

Eilís Ferran\* 著 罗培新\*\*译

**摘要:**肇始于20世纪80年代的股本证券国际发行,曾几何时美国市场风光无限,然萨班斯法案对公司治理义务的强化,加之技术、投资者信心、流动性等各方面因素的影响,美国市场不再风光旖旎,但股本证券国际发行市场的监管竞争却不断推动着监管制度的趋同化:国际财务报告标准在欧洲的适用、2007年美国SEC允许外国私人发行人适用国际财务报告标准、部分国家的相互认可协议等一系列监管制度的趋同做法都为股本证券的国际发行监管框架的建立奠定基础。本文全面分析了欧盟法律框架下的股本证券国际发行制度:《招股说明书指令》的适用与豁免、《透明度义务指令》的民事责任、欧洲证券监管机构委员会的同行评估与同行压力及对证券监管全球发展的观察等,并对有关国外发行人在美国公开发行与获取上市的法律加以概述,为两大经济体在股本证券国际发行制度

---

\* 英国剑桥大学公司法与证券法教授,剑桥大学法学院的公司法与商法研究中心主任。本文以其著作“Principles of Corporate Finance Law”(Oxford University Press, 2008)的第十四章为基础。

\*\* 华东政法大学国际金融法律学院教授,博士生导师。

方面的趋同提供了规范的分析路径。

**关键词:** 股本证券 国际发行 监管趋同 国际财务报告标准  
招股说明书护照

## 一、导 论

当发行人向其母国市场之外的投资者直接发行证券时,构成了国际(或全球)发行。发行人可以在向母国市场发行的同时进行国际发行,也可以只进行国际发行而不进行国内发行,只不过后者更为少见。股本证券的现代国际发行市场产生于20世纪80年代,彼时,东欧前共产主义国家的政治与经济变革推动了市场经济的出现,大型国有公用公司私有化,而其庞大的资金需求通常无法从国内市场获得满足,另外,发展中国家通过改革解除了交易管制并创造了对国际投资资金富于吸引力的新兴市场,与此同时,为实施分散投资策略,投资者对于国外证券的胃口越来越大,凡此种种,都推动着国际发行市场的形成。<sup>①</sup>该市场所占的份额,被认为具有重要的经济意义。例如,2005年欧洲交易所603例首次公开发行中,126例为发行人在欧洲经济区之外的国际首次公开发行。<sup>②</sup>这些国际首次公开发行筹集了96亿欧元,在发行筹资总额507亿欧元中,其占比略低于20%。<sup>③</sup>印度、澳大利亚和以色列的公司,分别占据32席、16席和14席的首次公开发行。<sup>④</sup>欧洲绝大多数的国际首次公开发行(126例中的90例)发生在伦敦。<sup>⑤</sup>直至

---

① 广泛分散投资的重要性,是现代金融理论的核心要素:M Rubinstein, Markowitz's "Portfolio Selection": A Fifty-Year Retrospective (2002) 57 *Journal of Finance* p. 1041.

② Price Waterhouse Coopers, *IPO Watch Europe Review of the Year 2005*, p. 6.

③ Price Waterhouse Coopers, *IPO Watch Europe Review of the Year 2005*, p. 6.

④ Price Waterhouse Coopers, *IPO Watch Europe Review of the Year 2005*, p. 6.

⑤ Price Waterhouse Coopers, *IPO Watch Europe Review of the Year 2005*, p. 6.

2000年前后一直是寻求国际资本的发行人无可争议之首选的美国市场,<sup>⑥</sup>现在却风光不再:2005年,只有23家海外公司选择了美国交易所作为其首次公开发行的场所,筹得资金30亿欧元。<sup>⑦</sup>2005年的这一数据毫无“亮点”可言,相反,它看起来在更为宽泛的意义上揭示了一种趋势,即国外公司纷纷回避美国市场。美国的监管制度,特别是《2002年萨班斯—奥克斯莱法案》对公司治理义务的强化,<sup>⑧</sup>以及美国的私人诉讼倾向,承载了美国市场国际吸引力下降的诸多责难,<sup>⑨</sup>虽然其他因素也被认为起到了一定的作用,这些因素包括:在技术、投资者信心和

<sup>⑥</sup> McKinsey & Co, *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, report commissioned by MR Bloomberg and CE Schumer, (January 2007) p. 45. 该报告指出,直到晚近以来,对于那些想到全球最具有深度和流动性的市场上市的非美国公司而言,美国的交易所是当仁不让的选择。

<sup>⑦</sup> McKinsey & Co, *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, report commissioned by MR Bloomberg and CE Schumer, (January 2007) p. 16.

<sup>⑧</sup> Litvak 教授关于《2002年萨班斯—奥克斯莱法案》颁布前后外国公司在美国交易情况的研究发现,与接受美国监管有关的溢价已经下降。最大的输家是那些盈利能力更强、冒险性更高、规模更小且在《2002年萨班斯—奥克斯莱法案》颁布之前披露水平较高的公司,以及那些来自于治理良好的国家的公司。她的结论是,这些结果与以下观点相一致:投资者认为,平均而论,《2002年萨班斯—奥克斯莱法案》对于交叉上市的公司而言,利大于弊,特别是对于更小型的公司和已属治理良好的公司而言,其情形更是如此:K Litvak, *Sarbanes - Oxley and the Cross - Listing Premium* (2007) 105 *Michigan Law Review*, p. 1857. 还可参见 K Litvak, *The Effect of the Sarbanes - Oxley Act on Foreign Companies Cross - Listed in the U. S.* (2007) 13 *Journal of Corporate Finance*, p. 195.

<sup>⑨</sup> The “Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation” (November 2006), 该报告的结论是,解决美国资本市场面临的竞争力问题的方法是:一方面,降低诉讼和监管负担;另一方面,增强股东权利。该委员会(通常被称为“保尔森委员会”)的报告可见于 [http://www.capmktreg.org/pdfs/11.30Committee\\_Interim\\_ReportREV2.pdf](http://www.capmktreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf), 2007年12月最后访问。还可参见 Commission on the Regulation of US Capital Markets in the 21st Century, *Report and Recommendations* (bipartisan commission established by the US Chamber of Commerce), (March 2007) report available at <http://www.uschamber.com/publications/reports/0703capmarketscomm.htm>, 2007年12月最后访问。EJ Pan, *Why the World No Longer Puts its Stock in US*, (13 December 2006). Cardozo Legal Studies Research Paper No 176 available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=951705>. 关于《2002年萨班斯—奥克斯莱法案》导致的跨境监管冲突、以及该冲突给在美国上市的外国发行人带来的问题,可参见下文的探讨 E. Tafara, and R.J. Peterson, *A Blueprint for Cross - Border Access to U. S. Investors: A New International Framework* (2007) 48 *Harvard International Law Journal*, p. 31.

流动性等方面可与美国市场相抗衡的其他市场的涌现,世界上其他地方的重要资金池的发展,投资者赖以在母国市场之外进行交易证券的机制(换言之,投资者获得发行人,而不是发行人获得投资者)的完善,等等。<sup>⑩</sup>

发行人在其母国之外发行股本证券,均有其自身的原因,但通常都会提及以下几点:进入高度发达的国外市场以满足其当下及未来的资金需求;突破母国市场投资者欲望的制约和/或者获得国外投资者的利益;出于战略/商业考虑,构建理想的投资者、特别是外国投资者基础;引起分析人士的关注;自愿接受发行所属国监管制度的约束,以提升投资者信心(以国际标准来衡量,发行人所属母国的制度相对孱弱的,该原因特别突出);<sup>⑪</sup>赢得知名度或者强化国际声望。这些原因交相重叠,对于特定的发行人而言,众多因素的交迭可能影响着其作出国际发行的决定。而抵消作出国际发行决定的因素中,突出的一点是多国别发行的额外成本,后者包括发行本身的成本、存在于若干不同证券市场和遵循每一当地法规的持续成本。

## 二、建立国际发行监管框架的战略

与其他类型的资本市场跨境活动一样,证券国际发行对监管者和政策制定者带来了深刻的挑战。一方面,它可以清除一些监管屏障,这些屏障阻遏了外国发行人进入本国市场,进而削弱了本国市场的国际竞争力,其吸引力显而易见;另一方面,放弃对国外发行人的监管要求,触及了关于国家主权、国家主管机关保护其自身市场免受欺诈或其他破坏活动的影响、确保投资者保护以及平等对待境内外市场主体等敏感问题。在实践中出现了两种策略,成为了这些竞争性考量因素的主导机制:趋同或等同,以及相互认可。目前对于这些术语并没有明确的

---

<sup>⑩</sup> *Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation* (November 2006) x.

<sup>⑪</sup> JC Coffee, *Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance* (2000) 102 *Columbia Law Review*, p. 1757.

界定,而且有关国际框架发展的论辩参与方是否在连贯一致的用语上使用这些术语,亦不得而知。

### (一) 趋同/等同

趋同意味着降低或者消除各国或各地区的要求的差异。<sup>⑫</sup>“融合”则是另一个术语,它有时与“趋同”交互使用,但人们更愿意使用“趋同”这一术语,因为它抓住了致力于达到“最佳”标准的做法这一意思,而融合则是指存在差异时达成的妥协。<sup>⑬</sup>全面的趋同意味着达成了单一的、普遍适用的标准。欧盟已经在相当部分的欧盟发行人之间,达成了招股说明书信息披露和合并财务报告的趋同标准,但该项成果必须在欧盟市场一体化项目的整体语境下来考察。出于政治原因,在全球层面以这种高要求来解读概念,并非经常现实可行,但对它的解释也并非一定可以任意为之。虽然在提高发行人进入国际市场的便捷性和投资者比较不同证券发行的便利性方面,一套单一的标准具有某些优势,但是不能孤立地看待这些优势,而应当同时考虑它可能存在的劣势,包括它不能利用、也不能及时回应市场条件和法律环境方面的重要的地区差异。在全球层面,通常更切合实际的是考虑“实践中的”趋同,也就是不同的标准达成了高度的相似,但并不一定要让它们完全一样。<sup>⑭</sup>“等同”这一术语被日益用作表达这种程度的趋同,特别是在会计领域。在确定不同的会计准则是否等同时,欧洲证券监管机构委员会

<sup>⑫</sup> G Whittington, *The Adoption of International Accounting Standards in the European Union* (2005) 14(1) *European Accounting Review*, pp. 127, 133.

<sup>⑬</sup> E Tafara and RJ Peterson, *A Blueprint for Cross - Border Access to U. S. Investors: A New International Framework* (2007) 48 *Harvard International Law Journal* p. 31, n 72; DT Nicolaisen, E Tafara and RJ Peterson, *A Blueprint for Cross - Border Access to U. S. Investors: A New International Framework* (2007) 48 *Harvard International Law Journal* p. 31, n 72; DT Nicolaisen, *A Securities Regulator Looks at Convergence* (2005) 25 *Northwestern Journal of International Law and Business*, pp. 661, 672.

<sup>⑭</sup> E Tafara and RJ Peterson, *A Blueprint for Cross - Border Access to U. S. Investors: A New International Framework* (2007) 48 *Harvard International Law Journal* p. 31, n 72; DT Nicolaisen, E Tafara and RJ Peterson, *A Blueprint for Cross - Border Access to U. S. Investors: A New International Framework* (2007) 48 *Harvard International Law Journal* p. 31, n 72; DT Nicolaisen, *A Securities Regulator Looks at Convergence* (2005) 25 *Northwestern Journal of International Law and Business*, pp. 672, 673.

(CESR)将其任务解读为,被考虑的标准的差异是否会影响投资者的决策。欧洲证券监管机构委员会称:

作为一种直接比较不同标准的方式,欧洲证券监管机构委员会对于公认会计准则的相当性,采取以结果为基础的认定方法,即投资者在作出买入、持有或者卖出的投资决定时,不应受到运用不同会计准则的影响。通过分析和评估基于第三国公认会计准则的财务信息,投资者应当能够作出类似的决定,而不论他们获得的财务报表是否基于《国际财务报告标准》而置备。这一基于结果并兼顾市场如何反应会计差异的相当性认定方法,在评估事件的重大性时,被认为特别相关。<sup>⑮</sup>

欧盟委员会在有关招股说明书和定期披露方面的《指引》目的之下,吸收了欧洲证券监管机构委员会的建议,采纳了后者关于相当性的定义,但没有完全照搬。当根据其他会计制度置备的财务报告达到以下效果时,这些会计制度也可以被视为等同于《国际财务报告标准》:

……使得投资者可以对发行人的资产和负债、财务状况、利润和亏损以及发展前景,如同根据《国际财务报告标准》那样作出类似的评估,其结果是投资者可能作出同样的买入、持有或处分发行人的证券的决定。<sup>⑯</sup>

## (二)相互认可

相互认可至少包括两个国家,它们同意以基本互惠为基础,允许对方主体以遵循国外监管要求为条件进入它们的市场,同时放弃一些当地要求。<sup>⑰</sup> 趋同或等同以及相互认可策略,并非互相排斥。各国不太可能达成相互认可协议,除非它们确信讨论中的外国制度与其本国充

---

<sup>⑮</sup> CESR, *Equivalence of Certain Third Country GAAP and on Description of Certain Third Countries Mechanisms of Enforcement of Financial Information* (CESR/05 - 230 b) para 9. 欧洲证券监管机构委员会后来向欧盟委员会提供的建议再次强调了这一点: CESR, *Advice to the European Commission* (CESR/07 - 138)。

<sup>⑯</sup> 根据欧洲议会和欧盟理事会的 Directives (EC) 2003/71 和 (EC) 2004/109, 以及 [2007] OJ L340/66 第 2 条, 建立一套机制来确定第三国证券发行人运用的会计准则的相当性, Commission Regulation (EC) 1569/2007, 2007 年 12 月 21 日。

<sup>⑰</sup> SJ Choi and AT Guzman, *Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation* (1998) 71 *South California Law Review* pp. 903, 907, 该文运用“通常的互惠”来描述此类安排。

分相似,足以避免监管套利问题。<sup>18</sup> 对国外制度的信任与信心,是相互认可的基本支撑,而这些可以通过类似标准的趋同来培植。

在这一语境下,同样相关的是监管和执法制度的相似(或者差异)。由于对国外发行人作出减让意味着就这些事项对国外监管者及国外法律存在相当程度的依赖,一国不可能愿意在该方向上加以推进,除非它确信国外监管和执法质量至少不输于本国。<sup>19</sup> 进而言之,如果对于国外监管和执法质量的信心减弱,则会削弱对此安排的支持。<sup>20</sup> 相互认可要求参与其中的各国监管者持续相信,他们在其他国家的对等的监管机构行事公正,能够充分运用并执行标准。

### (三) 监管竞争

近期实践中的一些重大做法,已经运用趋同或相互认可策略,来为国际发行活动制定一套可接受的框架。在阐述这些做法之前,先简要梳理备受学界关注的第三种策略,并以此作为本部分的收尾。

一些学者撰文强烈呼吁开放资本市场并引入“监管竞争”。究其根本,是允许市场参与方自愿选择其愿意遵循的某一国家的监管制度,并自由参与国际市场的竞争。可以认为,就一国允许证券市场活动在遵循其他国家法律的基础上在该国领域内进行而言,监管竞争与相互认可拥有共同的基础,但前者在范围上比后者广得多,特别是就其允许

<sup>18</sup> E Tafara and RJ Peterson, A Blueprint for Cross – Border Access to U. S. Investors: A New International Framework (2007) 48 *Harvard International Law Journal*, p. 31, n 72; DT Nicolaisen, E Tafara and RJ Peterson, A Blueprint for Cross – Border Access to U. S. Investors: A New International Framework (2007) 48 *Harvard International Law Journal*, p. 31, n 72; DT Nicolaisen, A Securities Regulator Looks at Convergence (2005) 25 *Northwestern Journal of International Law and Business*, p. 31, n 79.

<sup>19</sup> 诸多作者都提到以下一点:后文提及的美国和加拿大的相互认可协议,之所以可能成就,唯一的原因是这两个国家标准相似;SJ Choi and AT Guzman, Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation (1998) 71 *South California Law Review*, p. 920; DS Ruder, Reconciling U. S. Disclosure Practices with International Accounting and Disclosure Standards (1996) 17 *Northwestern Journal of International Law and Business*, pp. 1, 11.

<sup>20</sup> W Hicks, Harmonisation of Disclosure Standards for Cross – Border Share Offerings: Approaching an “International Passport” to Capital Markets? (2002) 9 *Indiana Journal of Global Legal Studies*, pp. 361, 377. 该文列出了关于发行人披露方面的加拿大/美国相互认可协议中的一些问题,并称,由于美国对加拿大的监管质量的信心减弱,该协议几近崩坍。

市场主体选择规范其活动的法律的范围而言。例如,一些监管竞争的支持者认为,如果发行人可以自由选择规范其发行活动的法律,将会促成“奔向高端”的良性格局,因为发行人有激励来选择提供良好投资者保护的披露法律制度,其原因在于此种选择会降低融资成本。<sup>①</sup> 反过来而言,政府对监管竞争所作出的反应意味着,全球各国将调适其标准,以使其迎合发行人和投资者的偏好。<sup>②</sup> 换句话说,监管竞争会导致趋同。但有理由认为的是,市场驱动的趋同更符合市场偏好和需求。<sup>③</sup>

然而,另有他人质疑发行人是否有激励选择拥有良好的投资者保护的法律制度;<sup>④</sup>他们质疑投资者是否有能力收集和分析作出有意义评估所必须的信息,这些评估针对不同的投资者保护制度的质量差异

---

<sup>①</sup> 关于证券市场领域的监管竞争的利弊,在一流学者之间引发了激烈的论争。关键的文章包括:R Romano, Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation (1998) 107 *Yale Law Journal*, p. 2359; R Romano, The Need for Competition in International Securities Regulation (2001) 2 *Theoretical Inquiries in Law*, p. 387; SJ Choi and AT Guzman, Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation (1998) 71 *South California Law Review*, p. 903; MB Fox, Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom (1997) 95 *Michigan Law Review*, p. 2498; MB Fox, Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment (1999) 85 *Virginia Law Review*, p. 1335; MB Fox, The Issuer Choice Debate (2001) 2 *Theoretical inquiries in Law*, p. 563。以下这篇文章提供了关于这一论战的富有价值的概述:HE Jackson, *Centralization, Competition, and Privatization in Financial Regulation* (2001) 2 *Theoretical Inquiries in Law*, pp. 649, 659-662。

<sup>②</sup> HE Jackson and E Pan, Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999—Part I (2001) 56 *Business Lawyer*, p. 653, 该文称,关于监管部分的论辩的一个隐含假定是,至少一些政府会对其法律制度做出一些有意义的变更,以保存或者增加在其监管范围内的企业的数量。

<sup>③</sup> 关于监管竞争的好处,最常被援引的一点是,监管竞争为发现人们的需求,提供了一套市场驱动的机制:JM Sun and J Pelkmans, Regulatory Competition in the Single Market (1995) 33 *Journal of Common Market Studies*, p. 67。

<sup>④</sup> JC Coffee, Law and Regulatory Competition: Can They Co-exist? (2002) 80 *Texas Law Review*, p. 1729。



来进行,并将其准确地反应为融资成本。<sup>⑤</sup> 另外,是否有足够多的提供监管制度的国家和地区可供进行有意义的竞争,也不无疑问。<sup>⑥</sup> 一些评论人士把执法视为可能的一处软肋,因为发行人关于投资者保护的选择自由,意味着接受选定法律所属国家和地区的证券监管机构所实施的充满争议的域外执法,或者接受其他国家监管机构不娴熟的、缺乏经验的执法。<sup>⑦</sup> 特别是,对欺诈的担忧,使得监管者质疑监管竞争是否能够促成“奔向高端”的良性格局。<sup>⑧</sup>

### 三、为国际发行活动创建监管框架的实践做法

#### (一) 证券委员会国际组织 (IOSCO) 关于非财务信息的国际披露标准

证券委员会国际组织成立于 1983 年,该组织是从美国内部的地区性协会(创建于 1974 年)转型而来,着眼于促进证券监管者之间的合作。现在,它拥有 150 多家成员和附属单位,代表着全球的监管机构和自律组织。它的功能之一是在成员之间展开合作以促进高标准的监

<sup>⑤</sup> JD Cox, Regulatory Duopoly in U. S. Securities Markets (1999) 99 *Columbia Law Review*, pp. 1200, 1234: “在我们本着相信特定证券市场的信息披露层级将发展变化的想法,来接纳多元标准时,我们还需要更好的证据来表明,证券市场能够甄别运用不同披露标准的发行人。”根据监管竞争的经典理论(“Tiebout 模型”由下述文献提出:C Tiebout, A Pure Theory of Local Expenditures (1956) 64 *Journal of Political Economy*, p. 416),信息周全是该理论有效运作的前提条件之一;J. P. Trachtman, Regulatory Competition and Regulatory Jurisdiction in International Securities Regulation in DC Esty and D Geradin (eds), *Regulatory Competition and Economic Integrator* (OUP, 2001), pp. 289 – 310. 然而,这种严格的条件永远无法完全实现(同上);HS Scott, Internationalization of Primary Public Securities Markets (2000) 63 *Law and Contemporary Problems*, p. 71。

<sup>⑥</sup> JD Cox, Regulatory Duopoly in U. S. Securities Markets (1999) 99 *Columbia Law Review*, pp. 1200, 1232 – 1233.

<sup>⑦</sup> JD Cox, Regulatory Duopoly in U. S. Securities Markets (1999) 99 *Columbia Law Review*, pp. 1239 – 1244; JC Coffee, Law and Regulatory Competition; Can They Co – exist? (2002) 80 *Texas Law Review*, p. 1729.

<sup>⑧</sup> E Tafari and RJ Peterson, A Blueprint for Cross – Border Access to U. S. Investors: A New International Framework (2007) 48 *Harvard International Law Journal*, p. 31.

管,从而维持公正、有效而健康的市场。证券委员会国际组织也致力于促进监管者之间的信息交换,共同努力以达成有效的监管,并在运用和执行标准方面提供互助。

1998年9月,证券委员会国际组织针对股本证券国外发行人的跨境发行和首次上市,公布了《国际披露标准》(International Disclosure Standards,IDS)。<sup>②</sup>《国际披露标准》的根本目的是强化信息的可比性,确保投资者保护的高水平。<sup>③</sup>《国际披露标准》适用于国际上市和公开发行以及出售股本证券以获得现金。<sup>④</sup>它们为招股说明书、发行和首次上市文件以及与此类上市和发行相关的注册声明,规定了披露要求。<sup>⑤</sup>《国际披露标准》并不能对国家自动产生法律上的约束力,但一些国家已经采取步骤将其内化为国家的要求,这些要求或者仅适用于外国发行人,或者对国外和国内发行人均有效力。1999年,英国采纳了以证券委员会国际组织模式为基础的修正后的披露要求。<sup>⑥</sup>在欧盟内部,《国际披露标准》是《招股说明书指引》中的披露要求的起点。<sup>⑦</sup>

然而,《国际披露标准》却并非包罗万象,特别是,在有关财务信息方面,虽然《国际披露标准》列明了要求纳入的财务报表的类型,规定了它们应当涵盖的期间,并且施加了独立审计的要求,但它们并没有规定财务报表的内容。<sup>⑧</sup>它任由各国选择是否要求公司发表盈利预测或

---

<sup>②</sup> “International Disclosure Standards for Cross – border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers” (IOSCO, 1998) (下文称“IOSCO, IDS”)。这些标准可以从证券委员会国际组织网上图书馆获得:<http://www.iosco.org>。

<sup>③</sup> International Disclosure Standards for Cross – border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers’ (IOSCO, 1998), 3.

<sup>④</sup> 《2006年公司法》。

<sup>⑤</sup> 《2006年公司法》。

<sup>⑥</sup> HS Scott, *International Finance: Law and Regulation*, (Sweet & Maxwell, 2004) p. 41.

<sup>⑦</sup> 欧洲议会和欧洲理事会2003年9月4日关于证券公开发行或者获准在受管制市场上市的招股说明书的2003年第71号(欧共体)指令,[2003] OJ L435/64, (《招股说明书指令》) rec 22。

<sup>⑧</sup> IOSCO, IDS, 20 – 23, Standard VIII (Financial Information)。

其他前瞻性陈述。<sup>③⑥</sup>《国际披露标准》另一值得关注的差别与“重大性”有关。除了特定的披露要求之外,绝大多数国家依赖在招股说明书或其他发行文件中披露重大信息这一最主要的原则。因而,例如,英国《2000年金融服务与市场法》第87A(2)条规定,招股说明书必须包含“必要的信息”,也就是指“使投资者能够对以下事实作出明智评估的必须的信息:(a)公司的资产和负债、财务状况、盈利和亏损、可转让证券发行人和保证人的情况说明;以及(b)附着于可转让证券的权利。”对于“重大性”这一概念,不同的国家解读方式各不相同。《国际披露标准》注意到了这些方式的差异,但没有去直接挑战它。<sup>③⑦</sup>这意味着采纳《国际披露标准》的国家,对于国际发行的披露预期仍然可以存在相当大的差异,这一特点削弱了《国际披露标准》作为国际发行的单一而普遍适用的披露要求的作用。另一旁落于《国际披露标准》的、可以构成跨境发行和上市活动障碍的诡异问题是非财务信息所运用的语言:直接的假定是,文件所包含的所有信息必须以东道国能够接受的语言来提供,<sup>③⑧</sup>这意味着发行人可能必须承担繁重的翻译负担。在更为一般的意义上,《国际披露标准》设想东道国有相当大的空间来改造国际披露要求以适应其母国市场,这再一次降低了其作为标准化力量而发挥的影响。<sup>③⑨</sup>或许,最好把《国际披露标准》看作蕴含着“真正融合的种子”,<sup>④①</sup>但显然它们并非完全长成的大树。在为债券发行活动创建普遍标准的一项近期活动中,证券委员会国际组织的技术委员会自身对《国际披露标准》所取得的成就,表现得相对低调。<sup>④②</sup>它将《国际披露标准》称为被广泛接受的一项披露的基准,而且它还提及,证券委员会国

<sup>③⑥</sup> IOSCO, IDS, 14.

<sup>③⑦</sup> IOSCO, IDS, 5 and Pt II.

<sup>③⑧</sup> IOSCO, IDS, 6.

<sup>③⑨</sup> W Hicks, *Harmonisation of Disclosure Standards for Cross – Border Share Offerings: Approaching an ‘International Passport’ to Capital Markets?* (2002) 9 *Indiana Journal of Global Legal Studies*, pp. 361, 372.

<sup>④①</sup> TG Siew, *Regulatory Challenges in the Development of a Global Securities Market—Harmonisation of Mandatory Disclosure Rules* [2004] *Singapore Journal of Legal Studies*, pp. 173, 186.

<sup>④②</sup> IOSCO, “International Disclosure Principles for Cross – border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers” (Consultation Report, 2005).

际组织许多成员的股本证券发行制度都以它们为基础。<sup>④②</sup>

## (二) 国际会计准则理事会的国际财务报告标准

国际会计准则委员会创建于1973年,以设定国际会计准则并就国际会计事宜发布意见征询文件。<sup>④③</sup> 它的目标是整合现有的多元标准,为公众利益制定并发布财务报表陈述中应遵循的会计准则,并促成通用的国际办法。1997年,该委员会的理事会对其目标和组织结构开展了研究。研究的结果是产生了一套新的组织结构,其中,设在伦敦的、由私有资金支持的<sup>④④</sup>独立机构——国际会计准则理事会(IASB),承担了设定标准的任务。这一新的组织结构自2001年4月开始生效。根据修订后的宪章性安排,国际会计准则理事会的作用是:

(1) 为公众利益创建一套高质量、易理解并且具有执行力的全球会计准则,该标准要求财务报表及其他财务报告中包含高质量的、透明的并且具有可比性的信息,以帮助全球资本市场的参与方和其他使用者作出经济决策;

(2) 促进运用并严格适用那些标准;

(3) 在实现第(1)和第(2)项目标时,适当考虑中小型企业和新兴经济体的需求;

(4) 促成国家会计准则和国际会计准则趋同于高质量的解决方案。

多年来,国际会计准则委员会发布了一系列国际会计准则(IAS)。自2001年4月以来,国际会计准则理事会制定的所有新标准,均被称为国际财务报告标准(IFRS),但现存的既有国际会计准则并没有更

---

<sup>④②</sup> IOSCO, "International Disclosure Principles for Cross-border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers" (Consultation Report, 2005), 1.

<sup>④③</sup> 本段采用的信息源于国际会计准则理事会的网站:<http://www.iasb.co.uk>。关于该理事会的结构及其在实践中如何运作的更为详尽的解释,参见G Whittington, *The Adoption of International Accounting Standards in the European Union* (2005) 14 (1) *European Accounting Review*, p. 127。

<sup>④④</sup> 在历史上,国际会计准则理事会的运营资金主要来自私人公司、会计师事务所、国际组织和中央银行的自愿捐赠,捐赠者数量较少。随着对理事会的需求和预期提升,这些资金安排日益显得捉襟见肘,无法持续,有动议提出,应当转而运用通行国际的强制性征收费用的制度安排:International Accounting Standards Committee Foundation, *Annual Report* 2006, 6。

名。除了特定的语境要求援引国际会计准则,本章运用更为现代的术语。

国际会计准则理事会本身并不是监管机构。它无权执行国际标准,也无权要求他人执行该标准。只有通过国家输入国际财务报告标准的程序,或者使国家标准的内容向国际财务报告标准趋同从而使其成为国内法的一部分,或者市场参与方在特定交易语境下采纳该标准,国际会计准则理事会的标准才具有法律效力。<sup>④5</sup> 国际会计准则理事会致力于与其他标准的制定者合作,特别是与已经采纳或者向国际财务报告标准趋同、或者正处于这一进程之中的国家和地区合作,以达成其目标。<sup>④6</sup>

### (三) 国际财务报告标准的采用,特别是在欧洲的适用

在实践层面,国际财务报告标准已经获得了相当程度的关注。<sup>④7</sup> 在2007年年初,全球将近100个国家要求或者允许使用国际财务报告标准,或者采取了向国际财务报告标准趋同的政策。<sup>④8</sup> 将国际财务报告标准作为具有执行力的披露标准的最强有力的支持之一,来自于欧洲。2000年6月,欧盟委员会宣布了法律改革计划,即到2005年1月,在欧盟受管制市场上市的所有公司,均应按照国际会计准则理事会的会计准则来置备合并的财务账目。<sup>④9</sup> 欧洲议会和欧盟理事会于2002年7月19日就国际会计准则的适用,发布了2002年第1606号(欧盟)

<sup>④5</sup> Whittington G Whittington, *The Adoption of International Accounting Standards in the European Union* (2005) 14(1) *European Accounting Review*, p. 127. 提出,国际标准以市场为基础,赢得了最初的成功,而且称,由于该标准在实践中确立了重要地位,许多政府被迫对其予以关注。

<sup>④6</sup> *Statement of Best Practice: Working Relationships between the IASB and Other Accounting Standard - Setters* (February 2006) available at <http://www.iasb.co.uk>.

<sup>④7</sup> Whittington [G Whittington, *The Adoption of International Accounting Standards in the European Union* (2005) 14(1) *European Accounting Review*, p. 127. ] pp. 127 - 128, 对全球接受国际标准提供了背景介绍。

<sup>④8</sup> <http://www.iasb.co.uk>, 2007年1月最后访问。

<sup>④9</sup> European Commission Communication, *EU Financial Reporting Strategy* [COM (2000) 359]. 一位SEC的首席会计师将这一步称为《国际财务报告准则》被广为运用的首要驱动力: DT Nicolaisen, *A Securities Regulator Looks at Convergence* (2005) 25 *Northwestern Journal of International Law and Business*, p. 661. European Commission, *EU Financial Reporting Strategy: The Way Forward* [COM (2000) 359].

规章。<sup>⑤</sup> 该《国际会计准则规章》规定,2005年1月1日及以后的每一财务年度,成员国法律规制之下的公司,如果在其结算日其证券在任一成员国的受管制市场上市,则其必须根据欧盟采纳的《国际财务报告标准》来置备其合并账目。<sup>⑥</sup> 该规章既适用于欧盟成员国,也适用于欧洲经济区的非欧盟成员国。《国际会计准则规章》规制下的发行人,在其发布的招股说明书中,必须根据《国际财务报告标准》提供历史财务信息,<sup>⑦</sup>而且对于此类发行人而言,《透明度义务指令》所要求的定期财务披露,也必须遵循欧盟采纳的《国际财务报告标准》。<sup>⑧</sup> 《招股说明书指令》和《透明度义务指令》原则上也将强制适用《国际财务报告标准》的要求,扩展至适用于第三国的发行人,但为非欧盟发行人颁布了规则,允许其使用未根据《国际财务报告标准》置备的财务报表,只要根据欧盟的机制,该报表置备所遵循的会计准则“相当”于《国际财务报告标准》。<sup>⑨</sup>

了解以下一点是重要的:《国际会计准则规章》所达成的后果是,它对于《国际财务报告标准》的强制性适用,施加了欧盟层面的过滤机制。该规章规定了欧盟采纳《国际财务报告标准》的程序,并要求上市公司只根据那些已经被采纳的《国际财务报告标准》来置备其合并账目。因而,采纳机制使欧盟得以监控《国际财务报告标准》的适用,尽管欧盟委员会称,该机制的作用并不是改写或者取代《国际财务报告标准》,而是监督新标准及其解释的适用,而且只有在它们存在重大缺陷或者未能适应欧盟特有的环境时,它才予以介入,<sup>⑩</sup>也有一些人担

<sup>⑤</sup> [2002] OJ L24311 (the “IAS Regulation”).

<sup>⑥</sup> IAS Regulation, Art 4.

<sup>⑦</sup> 欧洲议会和欧洲理事会2004年4月29日关于招股说明书所含信息及其格式、引文和此类招股说明书的发布和广告的散播([2004] OJ L149/1)而实施2003年第71号(欧共体)指令的欧洲委员会(欧共体)条例809/2004(《招股说明书指令条例》),附录1,第20段。

<sup>⑧</sup> 欧洲议会和欧洲理事会2004年12月15日关于证券获准在受管制市场上市的发行人信息透明度要求之融合、以及修订2001年第34号(欧共体)指令的2004年第109号(欧共体)指令,[2004] OJ L390/38, (《透明度义务指令》)第4~5条。

<sup>⑨</sup> 《招股说明书指令条例》附录1,第20.1段,和《透明度义务指令》第23条。本文后面将更为详尽地分析关于相当性的论辩。

<sup>⑩</sup> European Commission, *EU Financial Reporting Strategy* (COM (2000) 359) 7.

心,采纳机制使欧盟有空间来干预《国际财务报告标准》,从而阻碍了国际层面为构建共同会计准则的更为广泛的努力。<sup>⑤</sup> 此种担忧在 2003 年至 2004 年一场关于衍生工具和其他复杂金融工具的争议中,成为了实践中关注的焦点,因为欧盟委员会在采纳相关标准(《国际会计准则第 39 号》)之前,为确保向该标准转变而作出的努力,被美国监管者视为潜在的危险的举动,后者的目的是想达成《国际会计准则》/《国际财务报告标准》和美国《公认会计准则》(US GAAP)之间的趋同。<sup>⑥</sup> 最后,欧盟投票通过了《国际会计准则第 39 号》的另一版本,该版本从国际会计准则理事会公布的《国际会计准则第 39 号》中去除了两个事项。<sup>⑦</sup> 欧盟委员会试图通过以下描述,将偏离国际会计准则理事会标准的行为正当化:“它是由特别审慎的、技术的复杂性导致的特殊情

---

⑤ N Moloney, EC Securities Regulation (OUP, 2002) 240. 2007 年 9 月,美国证券交易委员会作出一项历史性的决定,允许外国发行人按照《国际财务报告准则》置备财务报表,但要求按照国际会计准则理事会(而不是其区域性分部)发布的《国际财务报告准则》来置备账目;SEC Press Release, 'SEC Takes Action to Improve Consistency of Disclosure to U. S. Investors in Foreign Companies' (15 November 2007) available at <http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-235.htm>, 2007 年 11 月最后访问。然而,这里存在 2 年的过渡期。在过渡期里,运用欧盟《国际会计准则第 39 号》除外规则的外国发行人可以按照国际会计准则理事会发布的《国际财务报告准则》来置备其财务报表,而不须使其财务报表遵从美国《公认会计准则》。如果 2 年过渡期届满,那些发行人依然适用除外规则,则其必须转而使其财务报表遵从美国《公认会计准则》的要求。本文后面将进一步分析美国证券交易委员会的这一决定。

⑥ A Michaels and A Parker, US Warns Europe on Accounting Rules, *Financial Times*, 2 February 2004, 1.

⑦ 欧盟委员会在 2004 年 10 月 1 日会计监管委员会的会议上关于采纳《国际会计准则第 39 号》的《宣言》, available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/ias/declaration-ias39\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/ias/declaration-ias39_en.pdf), 2007 年 8 月最后访问。该正式的采纳生效于:根据欧洲议会和欧洲理事会关于引入《国际会计准则第 39 号》的(欧共体)条例 1606/2002 而采用某些国际会计准则的(欧共体)条例 1725/2003,后又于 2004 年 9 月 19 日通过了对该条例进行修订的欧洲委员会(欧共体)条例 2086/2004, [2004] OJ L36311。

形……目前还未获得解决。”<sup>⑤</sup>国际会计准则理事会后来根据已被去除的事项之一,修订了《国际会计准则第39号》,因而欧盟委员会采纳了就该事项修订后的国际会计准则理事会的标准。<sup>⑥</sup>

证券委员会国际组织也支持《国际财务报告标准》,但证券委员会国际组织成员中的一些主要经济体,特别是美国,在把《国际财务报告标准》全面适用于国内或国外发行人方面,从历史上看,向来行动迟缓。然而,2007年年底,美国证券交易委员会(SEC)作出了一项被证明是历史性的决定,批准在其市场中运用《国际财务报告标准》。以下段落勾勒出了作出该决策的背景信息。

#### (四) 美国的立场——从遵从美国《公认会计准则》到接受《国际财务报告标准》

在20世纪80年代,美国对受制于该国报告要求的国外发行人采取的立场是,允许它们运用美国之外的公认会计准则来置备财务报表,但如果它们这样做,必须遵从以美国《公认会计准则》为基础的重要的变体。<sup>⑦</sup>当引入这一安排时,遵从的本意是创造一种有利于国外发行人的减让,但它结果却被认为是一种成本高昂的、耗费时日的进程,成

---

<sup>⑤</sup> 《宣言》(欧盟委员会在2004年10月1日会计监管委员会的会议上关于采纳《国际会计准则第39号》的《宣言》, available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/ias/declaratjon-ias39\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/ias/declaratjon-ias39_en.pdf), 2007年8月最后访问。该正式的采纳生效于:根据欧洲议会和欧洲理事会关于引入《国际会计准则第39号》的(欧共体)条例1606/2002而采用某些国际会计准则的(欧共体)条例1725/2003,后又于2004年9月19日通过了对该条例进行修订的欧洲委员会(欧共体)条例2086/2004, [2004] OJ L36311)。

<sup>⑥</sup> 根据欧洲议会和欧洲理事会关于引入《国际会计准则第39号》的(欧共体)条例1606/2002而采用某些国际会计准则的(欧共体)条例1725/2003,后又于2005年12月25日通过了对该条例进行修订的欧洲委员会(欧共体)条例2106/2005, [2005] OJ L337/16。

<sup>⑦</sup> 美国证券交易委员会在发表于2007年7月的一份文件中回顾了这段历史,该文件称,证券交易委员会建议放弃要求运用《国际财务报告准则》来置备财务报表的发行人遵从美国的标准: SEC, *Acceptance From Foreign Private Issuers of Financial Statements Prepared in Accordance With International Financial Reporting Standards Without Reconciliation to U. S. GAAP*, Release Nos 33 - 8818; 34 - 55998; International Series Release No. 1302; File No S7 - 13 - 07 (July 2007) (下文称: SEC, Proposed Rules on Reconciliation')。



为国外发行人进入美国市场的障碍。<sup>⑤</sup> 1994年,对于根据《国际会计准则》/《国际财务报告标准》置备的账目,美国相对温和地放宽了遵从的要求,但市场参与方对于单一的高质量国际会计准则的需求不断提升,他们希望这一标准既能提升投资者对不同发行人进行比较的便利,又能促进发行人对资本池的利用,因而,这一问题受到了强烈的关注。

消除遵从需要的一种方法是趋同。自2002年10月以来,国际会计准则理事会和美国财务会计准则理事会(FASB)一直在开展关于《国际财务报告标准》和美国《公认会计准则》趋同的长期项目。在这一命名为“Norwalk Agreement”的项目中,双方均致力于尽最大努力使其现有财务报告标准在可能的情况下全面兼容,并协调未来的工作项目以确保达成该状态后维持其兼容性。<sup>⑥</sup> 诺沃克协议(Norwalk Agreement)既包括相对简单的短期项目,又包括期限更长的、更富于雄心的项目。短期项目的目标是消除不同标准之间技术层面的细微差异,因而降低遵从的需要,而长期项目则着眼于为原则问题寻求共同的解决方案。根据国际会计准则理事会和美国财务会计准则理事会于2006年2月签署的《谅解备忘录》,合作的目标是在2008年之前就某些短期的趋同事宜形成结论。<sup>⑦</sup>

在这一语境下,同样重要的是,日本会计准则理事会(ASBJ)和国际会计准则理事会发起一项合作项目,以减少《国际财务报告标准》和日本《公认会计准则》之间的差异,同时努力使日本《公认会计准则》与《国际财务报告标准》实现趋同。2006年1月,加拿大会计准则理事会公开宣称,其目标是使公众公司适用单一的全球接受的高质量标准,并且下结论称,实现这一目标的最好方式是,在5年内使加拿大的会计准

<sup>⑤</sup> HS Scott, *International Finance: Law and Regulation* (Sweet & Maxwell, 2004), 41.

<sup>⑥</sup> IASB and FASB, *Memorandum of Understanding* (October 2002) available at <http://www.fasb.org/news/memorandum.pdf>, 2007年1月最后访问。

<sup>⑦</sup> [http://www.fasb.org/intl/mou\\_02-27-06.pdf](http://www.fasb.org/intl/mou_02-27-06.pdf).

则趋同于《国际财务报告标准》。<sup>65</sup>

在国际证券发行或上市活动中,避免发行人承担高昂的遵从成本的另一种方式是,证券活动发生地所属每一国家的监管机构同意,他们置备财务报表所遵循的制度,尽管存在差异,但彼此“相当”。当采纳《招股说明书指令》和《透明度义务指令》时,他们设想从2007年后,欧洲的立场是,遵守那些“指令”的披露要求的国外发行人,将被要求使用《国际财务报告标准》或相当的会计披露制度。<sup>66</sup>在该时间表之内,朝着作出相当的决定这一目标,已经采取了一些步骤。特别是,2005年6月,欧洲证券监管机构委员会向欧盟委员会提出建议称,加拿大、日本和美国的《公认会计准则》,总体看来,在遵循某些额外披露和补充型财务报表要求后,每个会计准则都相当于欧盟采纳的《国际财务报告标准》。<sup>67</sup>然而,“指令”所设想的国外发行人实施披露制度的期限,后来被推迟至2009年,然后在遵循某些条件的基础上,进一步推迟至2010年。<sup>68</sup>\*为外国的国内会计制度趋同于《国际财务报告标准》这一项目的运作留下更多的时间,从而能够作出关于“相当性”的决定,是作出这些延期决定的重要考量因素。<sup>69</sup>基于相当性的国际框架

---

<sup>65</sup> 这些发展变化在关于以下文件的重述中被提及:欧洲委员会关于实施欧洲议会和欧洲理事会有关招股说明书所含信息及其格式、引文和此类招股说明书的发布和广告的散播的2003年第71号(欧共体)指令的欧洲委员会(欧共体)条例809/2004,后该条例于2006年12月4日为欧洲委员会(欧共体)条例1787/2006([2006] OJ L337/17)所修订,以及2006年12月4日欧洲委员会关于第三国证券发行人根据国际通行会计准则来置备信息的决定,[2006] OJ L343/96。

<sup>66</sup> 《招股说明书指令条例》附录1,第20段;《透明度义务指令》第23条。

<sup>67</sup> CESR, *Equivalence of Certain Third Country GAAP and on Description of Certain Third Countries Mechanisms of Enforcement of Financial Information* (CESRIO5 -230 b)。

<sup>68</sup> 欧洲委员会关于实施欧洲议会和欧洲理事会有关招股说明书所含信息及其格式、引文和此类招股说明书的发布和广告的散播的2003年第71号(欧共体)指令的欧洲委员会(欧共体)条例809/2004,后该条例于2006年12月4日为欧洲委员会(欧共体)条例1787/2006([2006] OJ L337/17)所修订,以及2006年12月4日欧洲委员会关于第三国证券发行人根据国际通行会计准则来置备信息的决定,[2006] OJ L343/96;欧洲委员会于2007年12月21日关于建立一套机制来确定第三国证券发行人根据欧洲议会和欧洲理事会的(欧共体)2003年第71号指令和(欧共体)2004年第109号指令来运用会计准则的相当性的条例1569/2007,[2007] OJ L340/66,第4条。

<sup>69</sup> 原文为“2001年”,应为“2010年”属笔误。

<sup>70</sup> 同注,recs4-5。

的发展进程中的一个关键事件,是欧盟委员会和美国证券交易委员会宣布,它们已经达成了使《国际财务报告标准》和美国《公认会计准则》具有“相当性”的“路线图”。<sup>①</sup>该路线图勾勒出了迭代系列的研究,这些研究使美国证券交易委员会能够决定是否建议废除遵从的要求。这些步骤包括美国证券交易委员会官员审查外国发行人按照《国际财务报告标准》置备财务报表的质量。<sup>②</sup>根据路线图,最初宣布的作出决定的目标日期是2009年。然而,时局变化快得多,2007年9月,美国证券交易委员会投票通过了规则,允许外国私人发行人提交根据《国际财务报告标准》置备的财务报表,而无需遵从美国的标准。<sup>③</sup>

美国证券交易委员会关于放弃其遵从的决定,对于欧洲一方关于相当性的决定,肯定产生了重大的影响。在对美国证券交易委员会放弃其遵从要求的决定表示欢迎时,欧洲内部市场专员称:“现在,轮到欧洲来接受根据美国《公认会计准则》置备的账目了。这一决定必须在第二年(2008)作出。我肯定会建议,根据美国《公认会计准则》置备账目的公司,不必遵从《国际财务报告标准》。”<sup>④</sup>在快要作出该决定时,欧盟的立场是,第三国发行人可被许可运用根据第三国会计准则置备的财务报表,只要该国的标准制定机构已经作出了以下公开而可靠的承诺:要么在2011年12月前采用《国际财务报告标准》,要么在该

<sup>①</sup> SEC, *Proposed Rules on Reconciliation*, sec D. 进一步参见 DT Nicolaisen, A Securities Regulator Looks at Convergence (2005) 25 *Northwestern Journal of International Law and Business*, p. 661.

<sup>②</sup> 2006年,美国证券交易委员会的官员审查的年度报告中,有一百多家外国私有发行人的年度报告中包含了首次基于《国际财务报告准则》而置备的财务报表;SEC, *Proposed Rules on Reconciliation*.

<sup>③</sup> SEC Press Release, *SEC Takes Action to Improve Consistency of Disclosure to U. S. Investors in Foreign Companies* (15 November 2007), available at <http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-235.htm>, 2007年11月最后访问。这项许可只及于按照国际会计准则理事会(而不是其区域性分部)发布的《国际财务报告准则》来置备账目。

<sup>④</sup> C McCreevy, Speech, 27 November 2007, 文本可见于 <http://www.europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/07/757&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>, 2007年11月最后访问。

最后期限到来之前使该国标准趋同于《国际财务报告标准》。<sup>⑥</sup> 欧洲证券监管机构委员会在监督趋同的进程和建议欧盟委员会视情况推行所采纳的项目方面,发挥着重要的作用。<sup>⑦</sup>

### (五) 一些相互认可的协议

美国和加拿大之间存在协议,据此协议,加拿大的公司可以基于加拿大的披露规则而在美国发行证券;同样地,美国的公司也可以基于美国的披露规则而在加拿大发行证券。<sup>⑧</sup> 这一协议被称为《跨辖域披露制度》(MJDS)。《跨辖域披露制度》在诸多方面存在种种限制,并且要满足许多重要条件,特别是要满足财务报表遵从于美国《公认会计准则》的要求。相对而言,《跨辖域披露制度》很少使用,其前景疑窦丛生。<sup>⑨</sup>

在历史上,欧洲也有相互认可的制度安排,但在实践中绝少使用。在现行披露制度之前的监管框架中曾有规定,一国证券监管机构批准的招股说明书,其他成员国将予以相互认可。<sup>⑩</sup> 然而,利用此种安排的发行人少之又少。<sup>⑪</sup> 人们认为,此种安排存在缺陷,因为作为东道国的成员国可以要求招股说明书为其当地市场提供额外信息,并且还可以坚持要求获得发行文本的全文翻译。裁剪文本以满足不同标准的国家监管要求,面临着额外的、成本高昂的种种复杂情形,降低了相互认可程序的吸引力。而在新近的2003年《招股说明书指令》中,<sup>⑫</sup> 这些设计缺陷已经得到了纠正。新的指令保留了以下基本做法:一旦招股说明书在一国已获批准,它即可适用于其他欧洲经济区的发行活动,而无须获

---

<sup>⑥</sup> 欧洲委员会于2007年12月21日关于建立一套机制来确定第三国证券发行人根据欧洲议会和欧洲理事会的(欧共体)2003年第71号指令和2004年第109号指令来运用会计准则的相当性的条例1569/2007,[2007] OJ L340/66,第4条。

<sup>⑦</sup> 欧洲委员会于2007年12月21日关于建立一套机制来确定第三国证券发行人根据欧洲议会和欧洲理事会的(欧共体)2003年第71号指令和2004年第109号指令来运用会计准则的相当性的条例1569/2007,[2007] OJ L340/66,第4(5)条。

<sup>⑧</sup> Securities Act Release No. 6902 (21 June 1991)。

<sup>⑨</sup> HS Scott, *International Finance: Law and Regulation* (Sweet & Maxwell, 2004), p. 53.

<sup>⑩</sup> N Moloney, *EC Securities Regulation* (OUP, 2002), pp. 198 - 205.

<sup>⑪</sup> N Moloney, *EC Securities Regulation* (OUP, 2002), pp. 209 - 213.

<sup>⑫</sup> Directive (EC) 2003/71 [2003] OJ L435/64.

得进一步的批准。但新指令取消了东道国要求发行人提供额外的当地信息和全文译本的权利。目前,这一修订后的制度安排尚属运作早期,但有迹象表明,发行人愿意积极运用这一安排。本文稍后将更为详细地阐述其运作的情形。

可以认为,欧洲和北美的经验支持着以下的观点:在重要领域缺乏共同的标准,阻碍了有效的相互认可:《跨辖域披露制度》少被运用的一种解释是,必须遵从《公认会计准则》;而原有相互认可程序少被使用的一种解释是,只要招股说明书在那个成员国使用,就必须增加有关该成员国的当地信息。它们也可以被解读为,重要的是对于监管和执法的质量彼此保持着信任和信心;传说中的《跨辖域披露制度》的死亡,与美国缺乏对加拿大执法的信心息息相关。<sup>②</sup>

然而,同样重要的是要提及,这些安排少被使用,在很大程度上应归因于其内部设计详情缺陷之外的原因。一个直观的例子是,监管政策的设计与市场的重大需求相脱节。全球化的力量不仅影响着发行人,而且还影响着资本市场活动的方方面面。投资者、特别是机构投资者和金融中介机构,在投资眼光且经常在组织结构方面,都已经国际化了。股票交易所和其他证券交易平台,亦复如是。现在,机构投资者可以相对便利地交易在国外交易所上市的证券,甚至是对于个人投资者而言,他们强烈的属地投资策略偏好可能开始削弱,而已经能够找到投资国外上市的证券的路径。<sup>③</sup> 由于在二级市场交易外国证券变得更为容易且更为普遍,一些在历史上可能使公司决定在另一国一级市场直接发行证券以及/或者使其在该国上市的考量因素,开始失去其影响力。即便对于那些因对新的股权资本需求过大以至于国内一级市场无法满足的公司而言,根据有关招股说明书的法律作出跨辖域的公开发行人,也并非唯一选择,因为可以通过国内的全面零售发行、以及向国外专业投资者的批发发行来满足那些需求,这里的批发发行被构造成符

---

<sup>②</sup> W Hicks, *Harmonisation of Disclosure Standards for Cross - Border Share Offerings: Approaching an "International Passport" to Capital Markets?* (2002) 9 *Indiana Journal of Global Legal Studies*, pp. 361, 377.

<sup>③</sup> HE Jackson, *A System of Selective Substitute Compliance* (2007) 48 *Harvard Journal of International Law*, p. 105.

合同专业投资者的发行和其他豁免适用招股说明书要求的情形。<sup>④</sup>

即使说服力很强的观点认为,制定国际政策的重点应从一级市场转向二级市场,相互认可招股说明书的国际制度安排继续上演。例如,2006年,澳大利亚和新西兰达成了协议,相互认可有关证券发行的制度。考虑到两国地缘相近,以及紧密的历史、政治和经济联系,它们能够充分自如地适应彼此的制度,从而达成此种安排,这并不令人吃惊。<sup>⑤</sup>

#### 四、欧洲经济区运用招股说明书护照的跨境发行

##### (一) 护照的取得

拟将其证券发行给公众,以及/或者申请其证券获准在欧洲经济区的受管制市场交易的发行人,在置备招股说明书时,必须从形式和内容上遵循《招股说明书指令》本身以及《招股说明书指令条例》的要求。《招股说明书指令条例》是欧盟委员会采取的第二项措施,规定了招股说明书应当披露的信息详情。<sup>⑥</sup>《招股说明书指令》和《招股说明书指令条例》中的披露制度,实现了最大程度的融合。这意味着一国的监管机构不能颁布一般的规则,要求招股说明书包含未纳入《招股说明书指令条例》的相关清单与防护栏中的信息项目。<sup>⑦</sup>前面的第十三章详细地阐述了英国国内语境下该制度的实施与运用。接下来,本书对该规则在欧共同体法律制度中的总体情形,予以概述。

在招股说明书发布之前,发行人必须向其母国主管机构申请批准。<sup>⑧</sup>对于欧洲发行人而言,母国即为其注册办事处所在的国家。<sup>⑨</sup>一

<sup>④</sup> E Ferran, *Building an EU Securities Market* (CUP, 2004), pp. 200 - 201.

<sup>⑤</sup> 2006年2月22日,澳大利亚和新西兰政府关于相互认可证券发行的协定的全文,可参见 [http://www.med.govt.nz/templates/MultipageDocumentTOC\\_22301.aspx](http://www.med.govt.nz/templates/MultipageDocumentTOC_22301.aspx), 2007年8月最后访问。

<sup>⑥</sup> [2004] OJ L149/1.

<sup>⑦</sup> 《招股说明书指令》rec 15.

<sup>⑧</sup> 《招股说明书指令》第13条。

<sup>⑨</sup> 《招股说明书指令》第2.1(m)(i)条。

且招股说明书获得批准,该批准及于欧盟区域,这意味着它对欧盟区域内的诸多国家均有效力。<sup>④</sup> 母国监管机构必须应发行人的请求,通知东道国监管机构,招股说明书已经按照《招股说明书指令》获得批准,并且向其发送一份副本。<sup>⑤</sup> 东道国不能施加其自身的审批要求。<sup>⑥</sup> 东道国可以要求发行人将其招股说明书的摘要、而不是全部的文件翻译成东道国的官方语言(以原来语言计算,通常不超过 2500 字),只要该招股说明书以那些成员国的主管机构能够接受的语言或者国际财务领域中通用的语言置备。<sup>⑦</sup> 经批准的招股说明书必须以规定的方式之一公布,这些方式包括在证券发行所在地或者寻求证券获准上市所在地的成员国所发行的报纸中插入信息,并且在发行人的网站上公布,但除非投资者要求,无须直接送达投资者。<sup>⑧</sup> 与公开发行或者获准在受管制市场上市相关的广告,属于规制的范围。<sup>⑨</sup> 在某些情形下,还必须提供补充型招股说明书,而且应当至少按照公布最初的招股说明书同样的安排,来公布补充型招股说明书。<sup>⑩</sup>

这一制度设计,可谓“吃一堑长一智”之结果:标准化了披露要求,东道国不能要求为母国市场加入额外的当地信息,翻译的负担大为减轻。当然,还必须在实施和监督的制度框架内审视该制度。对招股说明书的监督在国内的层面上进行,而且这主要是发行人的母国证券监管机构的职责。当母国发现存在违规情事时,它必须知会成员国的母国主管机构,而且只有在成员国的母国主管机构采取了措施但违规情事继续存在,或者因为此种措施被证明并不得力时,东道国自身才能采取适当的措施以保护投资者。<sup>⑪</sup> 这种职责的分割会产生标准化目标无法实现的风险,因为各国监管机构解释和运用规则的方式的差异,削弱了目标的实现。应对此种风险的一种策略,是制定规则时基本上不留

④ 《招股说明书指令》第 17 条。

⑤ 《招股说明书指令》第 18 条。

⑥ 《招股说明书指令》第 18 条。

⑦ 《招股说明书指令》第 19.2 条。

⑧ 《招股说明书指令》第 14 条。

⑨ 《招股说明书指令》第 15 条。

⑩ 《招股说明书指令》第 16 条。

⑪ 《招股说明书指令》第 23 条。

不同的解释的空间。招股说明书披露要求在本质上非常详尽,在某种程度上运用了这一策略。另外,选择包含了这些要求的法律工具,也反映了这一点:《招股说明书指令条例》直接适用于成员国,而无须通过国内的工具予以转化。而指令本来需要通过国内工具予以转化,而这提供了通过转化程序而悄悄塞入不同的解释的机会。然而,内容过分详细有其自身的危害,因而通过撰写规则的内容来达到效果的策略不能走得太远。另外,也不能过分依赖法律工具的选择,因为监管可能经常是不适当的,其原因可能在于,必须考虑当地的合法的特殊情事,或者因为需要遵循欧盟的附属原则,以使其决策以最方便的方式送达民众。<sup>98</sup> 在原则上,对于不同国家的监管机构存在观点分歧这一问题,另一种解决方式是取消这些机构的监管职责,而代之以专门为此目的而设立的超越国家层面的泛欧机构。然而,无论对所有金融市场部门负有职责的欧洲版证券交易委员会或者欧洲版金融服务监管局金融服务局有何优势(这些尚存争议),<sup>99</sup>在中短期均不可能建立此种机构。相反,另一种方法更为可行,即各国国内监管机构保留监管职责,但必须建立一套适得其位的制度框架,以促进各国监管机构履行监管职责的方式趋同。

## (二) Lamfalussy 和欧洲证券监管机构委员会的建立

2000年7月,欧洲理事会(以其经济和财务大臣的形式(“ECOFIN”),委任了由智者(“wise men”)组成的委员会,由 Baron Alexandre Lamfalussy 担任该委员会的主席,对欧盟证券市场的监管机制进行广泛的研究。Lamfalussy 委员会于2000年9月发布了首次报告,并于2001年2月发布了最终报告。<sup>100</sup> Lamfalussy 委员会的报告具有很大的影响。它导致证券市场活动的规则制定和监管活动采取了新的框架(通常命名为“Lamfalussy 进程”),该框架包括以下四个层面:

<sup>98</sup> Inter - institutional Monitoring Group, *Second Interim Report Monitoring the Lamfalussy Process* (January 2007), para 34.

<sup>99</sup> 关于这一主题的广泛论辩的梳理,参见 E Ferran, *Building an EU Securities Market* (CUP, 2004) pp. 119 - 122.

<sup>100</sup> The “Regulation of European Securities Markets: Final Report” (Brussels, 15 February 2001), in which “The Regulation of European Securities Markets: Initial Report” (Brussels, 9 November 2000) appears as Annex 5, with the ECOFIN Council’s terms of reference included as Annex I to the “Initial Report”.



第一层面在本质上,欧盟理事会和欧洲议会在通过主要的法律时,根据既有的立法程序来进行——《招股说明书指令》即一适例;

第二层面欧盟委员会在决定采取措施或者制定更为细致的规则时,应根据欧盟专家委员会程序进行——《招股说明书指令条例》即一适例;

第三层面在成员国层面推动法律的连贯一致的实施和转化;以及第四层面更为强调监督和执行。

2001年6月,欧盟委员会正式创建欧洲证券监管机构委员会(CESR)(虽然它的起源可以追溯至欧洲证券委员会论坛于1997年创建的非正式基础),该委员会履行着推动法律连贯一致的实施的第三层面的功能,并且就立法议案向欧盟委员会提供技术建议。<sup>⑩</sup>现在,银行业和保险业也有类似的协调委员会。<sup>⑪</sup>欧洲证券监管机构委员会的成员包括来自于成员国的国家监管机构代表(在实践中通常是国内证券监管机构的负责人),外加挪威和冰岛的代表,这两个国家是欧洲经济区成员,但不属于欧盟成员。作为第三层面的功能的一部分,欧洲证券监管机构委员会发挥着标准设定功能,也就是说,它可以发布标准、规则和指引,后者并不是具有拘束力的欧盟规则,但它们拥有一种类似于其他形式的国际“软法”的“可执行性”,这种“可执行性”的基础是,欧洲证券监管机构委员会的成员作出松散的承诺,将其引入国内监管制度之中。<sup>⑫</sup>该委员会还发挥着同行评估功能,监督着单一市场内部的监管活动。<sup>⑬</sup>根据设想,随着时日的推移,欧洲证券监管机构委员会的有关同行评估和同行压力的功能,会使整个欧洲的证券监管做法产

<sup>⑩</sup> 参见2003年9月5日欧洲委员会关于修订(欧共体)2001年第527号决定的(欧共体)2004年第7号决定,关于建立欧洲证券监管机构委员会的决定[2004] OJ L3/32。关于欧洲证券监管机构委员会第三层级的功能,参见N Moloney, *Innovation and Risk in EC Financial Market Regulation: New Instruments of Financial Market Intervention and the Committee of European Securities Regulators* [2007] *European Law Review*, p. 627。

<sup>⑪</sup> 参见2003年9月5日欧洲委员会关于建立欧洲银行监管机构委员会的(欧共体)2004年第5号决定, [2004] OJ L3/28,以及2003年9月5日欧洲委员会关于建立欧洲保险和职业养老金委员会的(欧共体)2004年第5号决定, [2004] OJ L3/30。

<sup>⑫</sup> 《欧洲证券监管机构委员会章程》第4条。

<sup>⑬</sup> 《欧洲证券监管机构委员会章程》第4条。

生相当程度的趋同。<sup>⑩</sup> 欧洲证券监管机构委员会还承担着观察证券监管的全球发展、研究其对金融服务单一市场的影响的职责。<sup>⑪</sup>

欧洲证券监管机构委员会制定“软”标准的功能的一个实例,是其对连贯一致地实施招股说明书要求的建议。<sup>⑫</sup> 该建议对诸如营运资金披露、盈利预测、资本和负债以及《招股说明书指令条例》规定的详细披露项目等相关事项,予以了澄清。这些建议并不能像欧洲法律那样具有约束力,但欧洲证券监管机构委员会的成员目前正在自愿将其引入国内的要求。英国已经发生了这种自愿引入的情形:金融服务监管局金融服务局要求发行人关注欧洲证券监管机构委员会的建议,并会在招股说明书的审批程序中将其考虑在内。<sup>⑬</sup> 在此种语境下,同样息息相关的是欧洲证券监管机构委员会发布的与招股说明书有关的“问与答”文件,后者简要列出了欧洲证券监管机构委员会成员所赞同的共同立场,以及观点歧异的若干方面。<sup>⑭</sup> 这一应市场参与方要求而置备的文件,试图对于向欧洲证券监管机构委员会秘书处或者欧洲证券监管机构委员会成员提出的日常问题,以迅捷、高效的方式向市场作出回应。对于基于真实的交易实践的总结提炼而寻找到的监管要领,欧洲证券监管机构委员会孜孜以求于改善收集和发布该要领的机制,这是明智的做法。市场参与方和监管者可以轻易知悉该做法会产生的结果,其好处显而易见。<sup>⑮</sup>

### (三) 招股说明书的责任——标准化日程中的一项差距

对于基于虚假的招股说明书而买入证券的投资者,国家法律制度提供专门的民事救济,此种做法司空见惯。这种专门的救济措施通常

---

<sup>⑩</sup> C Scott, *The Governance of the European Union: The Potential for Multi - Level Control* (2002) 8 *European Law Journal*, pp. 59, 68. 该文认为,后来出现的欧洲证券监管机构委员会,负责实施和运用欧盟证券法,“取代了”欧盟委员会这方面的功能。

<sup>⑪</sup> 《欧洲证券监管机构委员会章程》第4.5条。

<sup>⑫</sup> CESR, *Recommendations for the Consistent Implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses No 809/2004* (CESR/05 - 054b).

<sup>⑬</sup> 《金融服务局手册》、《招股说明书规则》1.1.6G和1.1.8G。

<sup>⑭</sup> CESR, *Frequently Asked Questions Regarding Prospectuses: Common Positions Agreed by CESR Members* (CESR/07 - 651).

<sup>⑮</sup> 在国家层面也会发布实践指引:参见 FSA, *Passporting Fact Sheet* (UKLA Publications, Factsheet No 4, October 2006)。

比根据一般法律提出的诉请更有利于投资者,例如,因为投资者为赢得诉请而必须证明的事项更少,或者该诉请针对的被告范围更宽。英国《2000年金融服务与市场法》第90条,为此类诉请提供了示例。

《招股说明书指令》并没有试图为投资者可获得的民事救济的内容进行协调。它所做的一切就是称,国内法应规定此种责任,并且适用于对招股说明书负有责任的人。<sup>⑩</sup> 具体是谁应被认定负有责任,并没有详尽无遗的规定,但规定了发行人或其管理层应承担责任。<sup>⑪</sup> 这种相对轻度的干预意味着,各成员国责任制度存在差异的空间相当大。而当它与所适用的冲突法规则相结合时,会对那些从事证券跨境发行活动的人产生潜在的不利影响。欧盟内部的民事管辖由欧共体2001年第44号条例(“布鲁塞尔条例”)予以规制,<sup>⑫</sup>后者在通常情况下基于被告住所地来分配管辖权,<sup>⑬</sup>但在侵权诉请(也就是说,系争的是被告的非合同民事责任)中,该条例规定侵害行为发生地的法院拥有管辖权。<sup>⑭</sup> 根据调整非合同义务的《欧共体罗马II条例》的一般规则,损害

<sup>⑩</sup> 《招股说明书指令》第6条。

<sup>⑪</sup> 《招股说明书指令》第6条。

<sup>⑫</sup> 欧洲议会和欧洲理事会于2000年12月22日关于管辖权和判决的承认与执行的(欧共体)2001年第44号条例, [2001] OJL 2/1。

<sup>⑬</sup> 法人的住所地由第60条确定,该条提供了三种可能的解决方案:法定本座说、公司管理中枢所在地、公司营业首要地。

<sup>⑭</sup> Brussels Regulation, Art 5(3)。该地可以是损害直接发生地,也可以是导致损害的行为完成地(Case C-21/76 *Bier v. Mines de Potasse* [1976] ECR 1735)。原告可以在这两个(或者更多)法院之间进行自由选择,以替代被告住所地的法院。确定金钱损失会面临挑战(例如,参见案件 C-364/93 *Marinari v Lloyds Bank* [1995] ECR I-2719 和 Case C-220/88 *Dumez France v. Hessische Landesbank* [1990] ECR I-49)。在确定哪里可以提起诉讼时的这些情形,给发行人带来了不确定性。然而,现在的动向是,限制法院根据第5(3)条对其辖区内的损害事件行使管辖权(Case C-68/93 *Shevill v. Presse Alliance* [1995] ECR I-415)。这可以防止对同样的损害事实提起并行的诉讼,但允许原告分割诉请,对若干不同辖区的发起人提起诉讼。

行为发生地的法律,是调整侵权诉请的准据法。<sup>⑭</sup>在运用这些规则时,那些基于招股说明书护照而从事跨境发行活动的参与方,面临着承担在运用招股说明书的不同国家的多重责任的风险;如果是这样的话,将根据不同的国内法和不同的民事程序规则来确定责任。一些群体会发现,他们在某国属于应承担责任的人员,而在另一国则不属于应承担责任的人员。总体而言,在民事责任地位方面欠缺标准化的安排,会极大地削弱招股说明书护照的吸引力。

### 五、《透明度义务指令》之下的民事责任地位

在这里,同样值得研究的是《透明度义务指令》之下的民事责任地位。<sup>⑮</sup>该指令大体遵循了《招股说明书》的做法,要求成员国确保对于证券获准在受管制市场交易的发行人的定期财务信息披露负有责任的人士承担民事责任,至少发行人要承担责任;但它并没有详细勾勒责任制度的轮廓。<sup>⑯</sup>一些成员国可能决定,一般的民事法律所提供的救济已经满足了这一要求;而其他成员国则可能会认定,需要一个新的、专门的特定救济方式。英国持后一种观点,并且为了满足《透明度义务指令》的要求,英国制定了《2000年金融服务与市场法》第90A条。

《透明度义务指令》与《招股说明书指令》的差异足以对责任事宜产生重大影响,与信息的公布途径有关。根据《招股说明书指令》,发行人可以选择:它并不要求发行人基于护照化的招股说明书面向所有成员国发行。然而,根据《透明度义务指令》,证券获准在受管制市场

---

<sup>⑭</sup> 欧洲议会和欧洲理事会于2007年7月11日关于非合同义务的法律适用的(欧共体)条例864/2007,(Rome II) [2007] OJ L199/40。该条例第4(1)条规定,适用该国的法律,而无论造成损害的事件发生于哪个国家,也无论该事件在哪个或者哪些国家间接造成损害。这一一般规则存在某些例外,这些例外包括,如果存在与其他国家“明显更为紧密的联系”,则适用该国的法律。这种“联系”可以基于以前的关系或者诉讼主体之间的合同。如果事实表明,欧共体涉及合同义务的相当法令出现了类似的语汇,欧洲法院必须对例外的限制和适用性进行阐释。

<sup>⑮</sup> [2004] OJ L390/38.

<sup>⑯</sup> 《透明度义务指令》第7条。

上市的发行人,必须在整个欧共体向公众有效地传播受规制信息。<sup>⑭</sup>根据《透明度义务指令》作出的实施措施,进一步指出了它的含义:

欧共体 2004 年第 109 号指令规定了高标准的受规制信息的传播要求。因而,仅仅是信息可以获得,也即意味着投资者必须积极努力以获取该信息,并不足以满足该指令的目的。相应地,传播应当包括为了使信息到达投资者,发行人积极地将其传播给媒体。

受规制信息的传播的最低质量标准是,必须确保投资者(即便其位于发行人所在国家之外的成员国)可以平等地获得受规制信息……

另外,根据最低标准,传播受规制信息的方式必须确保最大范围的公众可以获得该信息,并且可能在成员国中的发行人的母国内外同时到达公众……<sup>⑮</sup>

因而,证券一旦获准在受管制市场上市,发行人必须接受因其定期披露的信息而面临多辖域诉讼的可能,因为在投资者接收该信息并据此展开行动的每一辖域,都会产生责任。<sup>⑯</sup>当然,在某种意义上说,这并无任何新奇之处,因为即便在《透明度义务指令》颁布之前,股份公开上市的发行人也面临着以下风险:不同国家的投资者可能买入其证券,后来在当地法院提起诉讼。然而,《透明度义务指令》已经引发了不同国内法之下的多重民事责任的诉讼风险增大的担忧,例如,因为即使国内法的规定一致,投资者可能发现,证明存在责任的因素(例如,在辖域内接收到了信息)更为容易,或者因为《透明度义务指令》对于成员国关于责任的法律产生了动态的影响,并导致颁布了新的更有利于投资者的救济措施。

<sup>⑭</sup> 《透明度义务指令》第 21 条。

<sup>⑮</sup> 2007 年 3 月 8 日,欧洲委员会(欧共体)2007 年第 14 号指令,为实施以下指令的某些条款规定了详细的规则:关于证券获准在受管制市场交易的发行人的信息透明度要求之融合的 2004 年第 109 号(欧共体)指令,[2007] L69/27, recs 15-17。

<sup>⑯</sup> 英国金融市场法律委员会(FMLC)较为详细地分析了这一问题,分析认为,在批发金融市场的框架下,它存在一些法律方面的不确定性,并考虑了应当如何解决这些问题。参见第 76 期——《透明度义务指令》(2004 年 1 月);第 76 期——《透明度义务指令》(2004 年 10 月)以及第 76 期——《透明度义务指令》(2006 年 9 月)。这些备忘录以及 Woolf 法官(金融市场法律委员会)和 Alexander Schaub(欧盟委员会)之间对此的交换意见,可参见英国金融市场法律委员会的网站:<http://www.fmlc.org>。

来自第三国的发行人有权将护照运用于已在发行人母国获得批准的招股说明书。对于股本证券的第三国发行人而言,母国是《招股说明书指令》生效之后证券首次公开发行所在地的成员国,或者首次申请批准在受管制市场交易的市场所在地的成员国,这两者任由发行人选择。<sup>⑫</sup>

第三国发行人参考《招股说明书指令》并遵循基于第三国法律的相当性的减让,来置备招股说明书的内容。正如本文前面所阐述的,这里的主要掣肘之处与财务披露的会计准则有关,而在这方面,至2011年届满的临时性安排已经妥当作出。

证券获准在欧洲经济区受管制市场交易的第三国发行人,必须遵守《透明度义务指令》具有法律效力的义务,而且还应遵守基于相当性的减让。除了允许继续适用会计准则直至2011年这一临时安排之外,欧盟委员会在确定《透明度义务指令》的相当性方面,已有一些进展。为此目的,欧盟委员会认为,在以下情况下应宣布具有相当性:第三国的一般披露规则向使用者提供了关于发行人状况的可以理解且大体相当的评估,使其能够像被提供了根据《透明度义务指令》所要求置备的信息那样,作出类似的决策,即使一般披露规则与《透明度义务指令》的要求并不相同。<sup>⑬</sup>一些国家的监管机构已经就某些事项的相当性,作出了自身的决定。例如,英国金融服务局已经决定,美国、日本、以色列和瑞士关于大宗持股的法律规定,与实施《透明度义务指令》的规则之下的通知要求具有相当性,而且在这些国家中的任一国家成立、并且其证券获准在英国受管制市场交易的发行人,豁免适用金融服务局的要求。<sup>⑭</sup>瑞士发行人还拥有关于“相当性”的进一步的豁免。<sup>⑮</sup>

---

<sup>⑫</sup> 《招股说明书指令》第2(1)(m)(iii)条。

<sup>⑬</sup> 委员会指令(欧共体)2007/14 [2007] OJ L69/27, rec 18 和第13~23条。

<sup>⑭</sup> 该清单发表于 [http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/company/non\\_eea/index.shtml](http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/company/non_eea/index.shtml), 2007年12月最后访问。

<sup>⑮</sup> 该清单发表于 [http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/company/non\\_eea/index.shtml](http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/company/non_eea/index.shtml), 2007年12月最后访问。

## 六、欧洲经济区没有护照的跨境股份发行活动 ——豁免的利用

作为一种在许多国家基于招股说明书护照的全面公开发行的替代方式,《招股说明书指令》规定了许多例外,使得发行人在没有招股说明书的情况下得以开展跨境股份发行活动。当发行人对资金的需求或者国际投资者对要约的兴趣有限,或者诸多不同法律制度所带来的多重招股说明书责任的诉讼风险,看起来超过了向群体宽泛的投资者公开发行所带来的利益,则它可以是一种富于吸引力的选择。一项关于1999年欧盟筹资状况的研究发现,欧洲发行人在欧洲资本市场发行证券,绝少使用招股说明书护照,而更为普遍的结构是,包含母国要素的发行以招股说明书为基础,而包括跨境因素的发行则被构造成符合豁免的条件。<sup>②</sup> 该项研究显然是在新的《招股说明书指令》颁布和对护照制度设计作出重大改善之前作出的。然而,一些诸如招股说明书责任等阻挠护照使用的因素,仍然存在。因而,在母国市场通过招股说明书向投资者全面零售发行,并同时向其他国家的专业投资者进行豁免性的批发发行,这种选择仍然具有相当的吸引力。

私募发行必须被构造成符合当地法律关于转售限制的要求,后者的目的在于防止发行活动潜入只面向专业人士的、基于豁免招股说明书要求的证券零售市场。每一国家的当地法律的相关豁免的准确范围,也需予以核查。由于豁免源于《招股说明书指令》的要求,而且它是一项最大限度的融合措施,在理论上,在整个欧洲经济区内它们都是一致的,但正如本文前面所提及的,当指令转化为国内法律时,解释上的差异会随着这一过程偷偷潜入其中。2003年《招股说明书指令》试图解决的欧洲原有制度的一个弱点是,招股说明书豁免的行文不精确,致使对其的解释五花八门。《招股说明书指令》的用语严苛得多,因而

---

<sup>②</sup> HE Jackson and E Pan, Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999 – Part 1 (2001) 56 *Business Lawyer*, p. 653.

问题应会有所减缓,尽管从事跨境活动的审慎的发行人,可能仍会就豁免范围的解释事宜,寻求辖区内当地律师的意见以求心安。

### 相关的豁免

一般的规则是,在招股说明书公布之前,成员国不会允许在其辖区内公开发行业务。<sup>⑳</sup> 同样地,成员国必须确保,批准在位于或运作于其辖区内的受管制市场上市交易的申请,也要遵守招股说明书的公布要求。<sup>㉑</sup> 然而,在某些情况下,公布招股说明书的义务被认为已经履行。与跨境证券发行活动最为相关的公开发行业务招股说明书的豁免,是只向合格投资者的证券发行,以及向每一成员国中合格投资者之外的低于100名的自然人或法人的证券发行。<sup>㉒</sup> 只要发行人没有寻求将其证券在作出发行的任何辖区的受管制市场上市(在此情况下,除非可以适用相关的豁免,将会产生该条目之下的招股说明书义务),它可以依赖这些豁免来发行证券。合格投资者的种类包括运作于金融市场的公司、中央和地方政府、中央银行、国际机构和超越国家的机构、非中小企业的法律主体、明确请求将其考虑为合格投资者的中小企业、以及明确请求将其考虑为合格投资者的自然人,只要后者满足至少两项与证券市场交易经验、资产规模、金融领域的专业雇员等相关的特定标准。<sup>㉓</sup> 经豁免而发行的证券,如果随后将其转售,除非适用豁免被认为是单独的发行行为,将被要求置备招股说明书。<sup>㉔</sup>

就这些豁免的解释而言,不同监管者可能观点歧异的一个方面是,当向信托或者合伙组织发行证券时:就100人以下的豁免发行的目的而言,它是被认为向每一受托人或者每一合伙人的发行,还是视为向信托或合伙组织的单个人的发行?<sup>㉕</sup> 另一可能存在分歧的地方在于向经纪商的发行,当这些经纪商可以代表客户决定买入证券而无须征得后者同意时,这种情况应视为向经纪商这一应为合格投资者的发行,还是

⑳ 《招股说明书指令》第(1)条。

㉑ 《招股说明书指令》第3(3)条。

㉒ 《招股说明书指令》第3(2)条。

㉓ 《招股说明书指令》第2(1)(e)~(g)条和第2(2)条。

㉔ 《招股说明书指令》第3(2)条。

㉕ 《2000年金融服务与市场法》第86(3)条将这些情形均视为向单一的人发行。



向其背后的客户这些可能并不是合格投资者的发行?<sup>⑩</sup>

## 七、美国的证券法律及相关豁免

美国《1933年证券法》第5条通常禁止发行人在美国公开发行或者出售证券,除非有关该证券的登记文件已提交给证券交易委员会并已生效,而且,作为登记文件一部分的招股说明书与出售的确认函同时(或者早于后者)提交。在某些情况下,这一禁令可能拓展至适用于在美国之外的向美国人出售证券的行为。与股本证券国际发行相关的最重要例外是:在美国之外出售证券(S规则);私募(第4(2)条和D规则);以及向合格机构购买者的转售(144A规则)。

### (一) S规则:在美国之外出售和转售证券<sup>⑪</sup>

1990年,美国证券交易委员会通过S规则,以阐明在何种情况下,《1933年证券法》第5条的注册要求在域外不会适用。S规则以一种适用美国法律更为倚重地域的方法,取代了一套复杂的出售限制规则。<sup>⑫</sup>当S规则的要求得以满足时,美国的登记要求将不再适用。S规则不会影响美国联邦证券法关于反欺诈规定的域外适用。

根据S规则,就《1933年证券法》的登记要求的目的而言,“发行”和“出售”这些术语被认定为是排除了发生于“美国之外”的发行和出售。通过非排他性的安全港设计,如果以下两个笼统的条件得以满足,发行或者出售就被认为发生于美国之外:(a)它是一项“离岸”交易,以及(b)在美国没有发生引导性的销售行为。另外,S规则关于首次发行的安全港还设有其他条件,即通过考察发行人的证券是否包含实质性美国市场利益(SUSMI)来加以运作。

<sup>⑩</sup> 《2000年金融服务与市场法》第86(2)条。该条将这种情形视为合格投资者的豁免情形。

<sup>⑪</sup> [http://www.sec.gov/about/forms/reg\\_s.pdf](http://www.sec.gov/about/forms/reg_s.pdf).

<sup>⑫</sup> HS Scott, *International Finance: Law and Regulation* (Sweet & Maxwell, 2004), p. 59.

### 1. 离岸交易

离岸交易是指以下的交易:在美国之外发出要约、而且在购买订单作出之时买方位于美国之外或者卖方合理地相信买方位于美国之外。或者它是以下一项交易:在美国之外发出要约,而且交易通过美国之外的证券交易所(首次发行)或者离岸证券市场的交易设施(在转售的情况下)来完成。离岸交易并不限于对非美国人士的销售行为。

### 2. 在美国没有进行引导性销售行为

引导性销售行为是指可以被合理期待对在美国发行证券的市场条件产生影响的行为。引导性销售行为包括在美国进行的电视或者电台广告(特殊类型的广告有某些特定的豁免)。本来可豁免适用《1933年证券法》登记要求的在美国的证券发行营销行为,根据S规则,通常不会被当作美国之外的同步发行的引导性销售行为。

### 3. 实质性美国市场利益

S规则中的首次发行安全港规则区分了三种类型的发行行为。这种三层结构的思想是,最初以豁免适用相关规则为基础而售出的证券,会通过未受规制的通道流回美国市场,而且发行人与美国市场的联系越紧密,证券回流的风险也就越高。

类型I的发行涵盖了不存在实质性美国市场利益的外国发行人的股本证券发行行为。而其中是否存在实质性美国市场利益,必须参考美国是否属于该证券发行人的最大的单一市场,或者比较通过美国市场交易设施而进行的该种证券的交易和通过单一外国证券市场交易设施而进行的交易比重,从而加以确定。在实践中通常被接受的想法是,拥有实质性美国市场利益的国外发行人寥寥无几,甚至那些在美国证券交易所上市的外国发行人也是如此。类型I的发行只须遵守以上讨论的一般条件即可。

类型II的发行涵盖了必须遵循美国证券法定期报告要求的国外发行人发行股本证券的行为,由于其存在实质性美国市场利益而不属类型I的范围。对于类型II的发行而言,除了必须满足离岸交易和引导性销售要求外,发行人还必须遵守一定的销售限制。在长达40天的限制期内,不得在美国或者向美国人(参考其住所而不是其国籍确定)发行或者销售证券。在发行人为遵循安全港要求而必须提供的所有发行

材料和协议中,还必须遵循一定的叙事方面的程序性要求。

类型Ⅲ的发行涵盖了无须遵循美国证券法定期报告要求的国外发行人发行股本证券的行为,由于发行该类别的证券存在实质性美国市场利益而不属类型Ⅰ的范围。属于该类型的国外发行人的发行寥寥无几。美国发行人发行股本证券的行为,也属于这一类型。在这种情形下适用最为严格的限制:除了必须遵循一般的条件,还必须遵循发行股本证券的一年的销售限制,此外还有其他程序性要求。

#### 4. 转售

证券还可以根据 S 规则进行转售,只要该交易属于离岸交易而且在美国不存在引导性销售行为。该转售的规定并不限于最初根据 S 规则售出的证券。在美国通过私募获得或者根据另一出售豁免规则而买入的证券,也可以根据 S 规则而离岸转售。同样地,在美国之外运用 S 规则的豁免规定而发行的证券,可以运用 144A 规则的豁免而在美国立即转售,本文稍后将探讨这一问题。

#### 5. 私募和 D 规则<sup>⑤</sup>

《1933 年证券法》第 4(2)条豁免了不涉及任何“公开发行”的交易的登记要求。在 D 规则中,证券交易委员会通过规定第 4(2)条之下的发行的非排他性安全港规则,来解决是否存在“公开发行”这一不确定的问题。通过 D 规则的背景是,国会要求降低小规模发行人的登记负担。<sup>⑥</sup> D 规则为小型的发行提供了许多安全港规则,但就本文论述的目的而言,向私募提供的安全港规则最为重要。规则 D 允许向不做数量限制的合格投资者出售证券。“合格投资者”的类别包括银行、保险公司、注册的小企业投资公司、某些商业发展公司、某些雇主受益计划、总资产超过 500 万美元的组织 and 某些富有的个人(个人拥有或者与其配偶共有的净资产超过 100 万美元,或者在最近两年的每一年度内个人收入超过 20 万美元(或者与其配偶的总收入超过 30 万美元),并且

<sup>⑤</sup> <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/ccfrlinks.shtml>.

<sup>⑥</sup> JD Cox, RW Hillman, and DC Langevoort, *Securities Regulation Cases and Materials* (Aspen Law & Business, 3rd edn, 2003), pp. 400-401.

可以合理预期在当前年份里达到相同的收入水平)。<sup>⑭</sup> 规则 D 也允许向满足特定复杂标准的不超过 35 名的非合格投资者出售证券。<sup>⑮</sup> 向非合格投资者出售证券的一个重大不利之处在于,必须遵守相当繁冗的披露要求,此点在下文将作分析。

#### 6. 披露要求

当只向合格投资者发行证券时,规则 D 并不设定特定的披露要求。然而,即便只向一位非合格的投资者出售证券,发行人也应在出售证券之前的合理时间内向所有投资者提供一份披露文件,该文件通常被称为私募备忘录,包含着许多向证券交易委员会备案的登记文件中涵盖的信息。另外,投资者应被给予机会来向公司管理层询问对其作出明智的投资决策有重大关联的问题。

#### 7. 转售

根据第 4(2)条和规则 D 发行的证券属于“受限制证券”,除非它们进行了登记或者满足了豁免登记的要求,它们不能被转售。

#### (二)144A 规则:受限制证券向合格的机构投资者的转售<sup>⑯</sup>

144A 规则是非排他性的安全港规则,按照它的规定,如果非公开发行的证券与在美国的交易所或市场上市的证券不属于同一类别或可替代证券,当它向合格的机构购买者(QIBs)转售时,可豁免登记要求。就此而言,该规则针对的是以下情形:在一场本身豁免适用《1933 年证券法》登记要求的交易(例如根据 S 规则的离岸交易或者根据 D 规则的私募)中,从发行人中购买证券的人,在不会破坏原先豁免情形的情况下,可以转售那些证券,否则要遵守证券法的登记要求。144A 规则的豁免规定的理念是,当证券只向富有经验的老练投资者发行时,更为迅捷地利用资本市场所产生的收益,超过了以披露为基础的投资者保

---

<sup>⑭</sup> 2007 年 8 月,美国证券交易委员会建议对规则 D 的安全港规则进行某些修订,包括向“大型合格投资者”创建一套新的安全港规则,适当扩大能够纳入“合格投资者”门类的范围,增加根据通胀的调整方法,以与时俱进地调整关于合格投资者和大型合格投资者的最低资金标准。

<sup>⑮</sup> JD Cox, RW Hillman, and DC Langevoort, *Securities Regulation Cases and Materials* (Aspen Law & Business, 3rd edn, 2003), pp. 409 - 410.

<sup>⑯</sup> HS Scott, *International Finance: Law and Regulation* (Sweet & Maxwell, 2004), pp. 46 - 49.

护所带来的收益。

### 1. 安全港的标准

根据 144A 规则,只要符合以下条件,个人可以向任何合格的机构购买者出售证券:(a)发行人在发行该证券时,该证券与在纳斯达克市场或者美国证券交易所上市的证券不属于同一类别(可替代性的禁止);(b)买方被告知卖方依赖 144A 规则(通知的要求);以及(c)公开了某些信息(尽管这最后一项要求并不经常适用)。

### 2. 谁是合格的机构购买者

144A 规则之下的转售行为,必须只能向合格的机构购买者作出。合格的机构购买者是:(a)拥有并且可以自主地投资于适格证券的资产至少为 1 亿美元(如果其为美国的经纪商,则该数额为 1000 万美元);或者(b)合格的机构购买者所拥有的企业;或者(c)为转售给合格的机构购买者而作为代理人买入证券的美国经纪商;或者为转售给合格的机构购买者而从事无风险的本人交易的经纪商。如果该人是银行或借款机构,它必须满足至少拥有 2500 万美元的净资产的要求。

### 3. 适格的证券——可替代性的禁止

根据 144A 规则,债权证券和股本证券都可以转售,只要它们在发行时与在全国交易所或纳斯达克系统上市的证券不属于同一类别。这意味着,例如,美国上市公司的普通股不能根据 144A 规则进行销售。这一要求是为了防止基本相同的证券同时在公开市场和私募市场进行交易。

### 4. 通知买方

证券的卖方必须采取“合理措施”来确保买方知道卖方依赖 144A 规则。从买方获得表态并且/或者在发行备忘录中加入此一陈述,可以满足这一条件。在二级市场中,还使用一种特殊的确认函,后者明确规定了卖方对规则存在潜在的依赖。

### 5. 可获得的信息

应当向投资者提供的信息,必须保持合理的及时性,并应当包括:(a)关于发行人营业的性质及其提供的产品和服务的非常简要的描述;以及(b)发行人最近的资产负债表、损益表及留存收益表,以及发行人运作中的前两个财务年度中的类似财务报表(应合理地提供给投

投资者的财务报表的部分应予审计)。就国外发行人而言,“合理的及时”是指,要求提供的信息必须满足发行人母国或者主要交易市场的时点要求。如果发行人要遵守美国证券法的定期报告要求,它无须使此类信息可以获得。

#### 6. 责任的状况

根据 144A 规则的销售行为,无须遵守适用于注册公开发行的严格责任规定,但却要适用《1934 年证券交易法》10b-5 规则的责任规定。这是联邦证券法中基础性的反欺诈规定。它禁止欺诈性方法、计划和做法,以及有重大事实的误述/遗漏(过失并不够)。它使受害的投资者拥有私人救济的手段。

#### (三)在美国公开发行和获取上市——有关国外发行人的法律的概述

本文收尾于对调整国外发行人(非豁免)公开发行和上市的法律框架的非常简要的概述。国外发行人<sup>⑩</sup>公开发行会触发《1933 年证券法》之下的注册义务,上市则会触发《1934 年证券交易法》第 12 条之下的注册义务。而公开发行和上市的披露要求则大体相同。上市证券的发行人还必须遵守《1934 年证券交易法》第 13 条和第 15 条规定的其他要求。

外国私募发行人运用证券交易委员会表格 20-F 以完成其最初注册和后续的定期报告。外国公司属于这一目的之下的“外国私募发行人”,除非其发行在外的有表决权证券超过 50% 由美国居民直接或者间接持有,并且满足以下条件:(a)大多数执行高管/董事属于美国公民或居民;(b)发行人的超过 50% 的资产位于美国境内;或者(c)公司业务主要在美国开展。

---

<sup>⑩</sup> 详细的阐述,参见 Cox, Hillman, and Langevoort (E Tafara and RJ Peterson, A Blueprint for Cross - Border Access to U. S. Investors: A New International Framework (2007) 48 *Harvard International Law Journal*, p. 31, n 72; DT Nicolaisen, E Tafara and RJ Peterson, A Blueprint for Cross - Border Access to U. S. Investors: A New International Framework (2007) 48 *Harvard International Law Journal*, p. 31, n 72; DT Nicolaisen, A Securities Regulator Looks at Convergence (2005) 25 *Northwestern Journal of International Law and Business*, pp. 3, 205。

1999年,美国证券交易委员会通过了表格20-F的完整版本,用证券委员会国际组织的国际披露标准取代了绝大多数的其他要求。正如本章前面部分所阐述的,在历史上,通常要求外国发行人的财务报告按照美国《公认会计准则》或者遵从该标准来置备,但证券交易委员会已经投票放弃了该要求。美国证券监管体制的某些其他要求,也针对外国发行人进行了相应的修订。<sup>④</sup> 这些调整反映了美国证券交易委员会努力在投资者保护和维持美国证券市场的国际竞争力方面求取平衡。

《2002年萨班斯—奥克斯莱法案》既适用于在美国上市的外国发行人,也适用于本国发行人。该法案关注公司治理事项,包括高管必须在财务报表上签署确认函、建立独立审计委员会、审计合伙人轮换以及审计监督制度。该法案颁布之初,对国内外公司一视同仁,但在执行时,证券交易委员会针对外国公司作出了调整,以避免该法案与发行人国内法有关公司治理的要求和做法产生冲突。<sup>⑤</sup> 《2002年萨班斯—奥克斯莱法案》最具争议的方面之一是第404条,该条要求公司年报中载入管理层针对公司财务报告的内控报告,而且要求公司审计师见证并对管理层关于公司财务报告的内控报告的评估的有效性作出报告。置备第404条之下的报告不仅耗费时日,而且成本高昂。<sup>⑥</sup> 在原则上,外国发行人被要求遵循第404条,但延长了一些遵循该要求的到期日,证券交易委员会规定的以下表格显示了这一点。<sup>⑦</sup>

---

<sup>④</sup> R de la Mater, Recent Trends in SEC Regulation of Foreign Issuers: How the U. S. Regulatory Regime is Affecting the United States' Historic Position as the World's Principal Capital Market (2006) 39 *Cornell International Law Journal*, p. 109, 提供了概述。

<sup>⑤</sup> JC Coffee, Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance (2000) 102 *Columbia Law Review*, pp. 1757, 1824 - 1826.

<sup>⑥</sup> 一项针对70家在英国成立的公司的调查估计,这些公司关于《2002年萨班斯—奥克斯莱法案》的合规成本总计高达8.6亿美元。以下文献引用了这一数据: EJ Pan, Why the World No Longer Puts its Stock in Us, *Cardozo Legal Studies Research Paper No 176* (13 December 13, 2006) available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=951705>.

<sup>⑦</sup> <http://www.sec.gov/news/press/2006/2006-210.htm>, 2007年2月最后访问。

	加速申报公司的状况	修订后的关于公司财务报告内控要求的遵守期限和最终规则	
		管理层的报告	审计师的见证
美国发行人	大型加速申报公司或者加速申报公司(流通市值等于或高于7500万美元)	已经在遵守(2004年11月15日及此后结束的财务年度的年度报告)	已经在遵守(2004年11月15日及此后结束的财务年度的年度报告)
	非加速申报公司(流通市值低于7500万美元)	2007年12月15日及此后结束的财务年度的年度报告	2008年12月15日及此后结束的财务年度的年度报告
外国发行人	大型加速申报公司(流通市值等于或高于7亿美元)	2006年7月15日及此后结束的财务年度的年度报告	2006年7月15日及此后结束的财务年度的年度报告
	加速申报公司(流通市值等于或高于7500万美元并低于7亿美元)	2006年7月15日及此后结束的财务年度的年度报告	2007年7月15日及此后结束的财务年度的年度报告
	非加速申报公司(流通市值低于7500万美元)	2007年12月15日及此后结束的财务年度的年度报告	2008年12月15日及此后结束的财务年度的年度报告
美国或外国发行人	新的公众公司	第二个年度报告	第二个年度报告

来源: Securities and Exchange Commission, Further Relief from the Section 404 Requirements for Smaller Companies and Newly Public Companies, 2006年12月15日向新闻媒体所作的官方发布。

延长到期日与使外国发行人更容易终止承担美国证券法之下的义务这一想法有关。《2002年萨班斯—奥克斯莱法案》的颁布,使这一问题更为迫切,因为它带来的额外的合规成本(特别是与第404条报告有关的成本)影响着成本—效益的考量。发行人将其证券从美国市场退市



相对容易,但这并不能终止登记及与登记相关的义务。<sup>④⑧</sup> 直至 2007 年,发行人无权终止未在美国交易所上市的某一种类的证券的注册,除非该种类的证券持有者在全球范围内少于 300 人,或者少于 300 名美国居民。这一“300 居民持有者”的检验标准并没有跟上资产投资的国际化步伐,后者意味着许多外国发行人拥有的美国投资者人数大大超出了该数额。2007 年,证券交易委员会认识到该检验标准的不足,修订了规则以允许外国私募发行人基于特定的标准取消登记:该标准主要通过参考比较该类证券在美国的交易额和在主要交易市场的交易额,从而测量美国市场利益。<sup>④⑨</sup> 根据修订后的规则,如果在最近的 12 个月内,该类证券在美国的日常平均交易量,低于该同样的证券在全球范围内的日常平均交易量,另外还满足其他一些条件,则外国私募发行人有权终止该证券在交易法之下的注册和报告义务。<sup>④⑩</sup>

---

<sup>④⑧</sup> R Pozen, Can European Companies Escape U. S. Listings?, *Harvard Law and Economics Discussion Paper No 464* (March 2004) available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=511942>.

<sup>④⑨</sup> SEC Release No 34 - 55005, File No S7 - 12 - 05 (2006 年 12 月 22 日).

<sup>④⑩</sup> <http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-55.htm>, 2007 年 12 月最后访问。