

美国证监会发布“外国私人发行人”定义修订意见征询

2025 年 6 月 4 日，美国证券交易委员会（SEC）发布了一份概念性意见征询文件（concept release），就是否修订“外国私人发行人”（foreign private issuer，以下简称“FPI”）的定义公开征求意见。这一举措的背景为 2003 至 2023 年间，FPI 的数量显著增加，其构成也发生了显著变化。

背景

现行 FPI 的监管框架可追溯至 1935 年。当时 SEC 认为，大多数符合条件的 FPI 将主要受到其本国实质性的信息披露及其他监管要求约束，并且其证券主要在美国以外的市场交易。

然而，SEC 于 2024 年 12 月完成并于 2025 年 5 月更新的《FPI 趋势白皮书》显示，近年来 FPI 群体的公司注册地、总部所在地及主要交易市场等方面均已发生显著变化。

根据白皮书中的数据与分析，SEC 担心现行 FPI 监管框架可能已偏离其制度设计初衷——即无法精准覆盖本应享受优待政策的发行人群体，却可能被某些未受充分监管的公司利用，从而规避信息披露义务。

因此，SEC 就修订现行 FPI 定义征求公众意见。意见征询的截止日期为 2025 年 9 月 8 日。

什么是“概念性意见征询”？

概念性意见征询是 SEC 在规则制定程序启动前广泛获取公众意见的重要工具，通常会围绕监管议题的焦点展开，列举不同的方案路径，提出一系列问题，并鼓励市场参与者提供反馈意见。外国发行人、投资者及其他市场参与者应密切关注 SEC 对 FPI 定义及其监管安排可能做出调整的整体评估进程。

现行监管框架

根据当前 SEC 监管体系，FPI 相较于美国本土发行人享有多项优待，包括但不限于：

- 延长年度报告提交期限
- 简化年度信息披露
- 豁免 10-Q 表格季度报告义务
- 豁免遵守联邦代理权规则和《证券交易法》第 16 条义务
- 可采用国际财务报告准则（IFRS）或本国会计准则，而非美国公认会计准则（U.S. GAAP）

- 简化即时报告要求
- 有条件豁免 Regulation FD 以及 Regulation G 下关于非 U.S. GAAP 信息披露的要求

现行 FPI 资格的认定标准（1999 年最后一次实质性修订）采用双重测试方法：

- 股东测试：美国居民持有的有表决权证券不超过 50%
- 业务联系测试：考虑公司高管和董事的国籍/居住地、资产所在地及主要行政办公地点等因素

FPI 身份每年需重新评估；新发行人则需在提交《证券法》或《证券交易法》项下首次注册声明前 30 天内完成认定。

FPI 群体的最新变化趋势

配合概念性意见征询，SEC 研究发现 2003 年至 2023 年间提交 20-F 表格的 FPI 呈现以下特点：

1. 注册地和总部发生转移

- 截至 2023 年，注册地最多为开曼群岛，占比 33%；总部最多为中国大陆¹，占比 22%。
- 注册于开曼群岛的 FPI 数量从 2003 年的 13 家增至 2023 年的 322 家；总部位于中国大陆²的 FPI 则从 22 家增至 219 家。相比之下，2003 年注册地和总部所在地主要集中于加拿大和英国。

2. 注册地与总部所在地分离比例大幅上升

- 注册地与总部不一致的 FPI 比例从 2003 年的 7% 上升至 2023 年的 48%。
- 一大原因是采用离岸注册架构（如开曼群岛、英属维尔京群岛）的中国发行人³显著增多。

3. 以小市值 FPI 为主，且几乎只在美国交易

- 2023 年，约 55% 提交 20-F 表格的 FPI 其全球证券交易量几乎全部集中于美国市场。这一比例在 2014 年和 2004 年分别为 44% 和 15%。
- 上述 FPI 通常市值较小，并且大量注册于开曼群岛、总部设于中国。

监管焦点

SEC 核心关注点在于部分 FPI 既缺乏本国监管又享受美国宽松的监管豁免：

- 越来越多 20-F 表格申报的 FPI 的证券仅在美国交易所交易。

- 注册于披露要求宽松的司法辖区（例如开曼群岛、英属维尔京群岛、百慕大和马绍尔群岛）的 FPI 可能不受本国实质性监管。
- 现行制度可能导致监管真空（某些司法辖区规则对具有美国 FPI 身份的发行人豁免披露要求）。
- 离岸注册与美股集中交易趋势可能使外国发行人规避严格监管却仍享受 FPI 优待，造成与适用美国本土披露制度的发行人之间的竞争失衡

SEC 征询的潜在改革方向

SEC 正在考虑多种改革方案并征求公众意见，包括但不限于：

- **更新 FPI 资格认定标准：**修订股东/业务联系测试，如降低美资持股门槛、调整资产所在地标准或增设新指标。
- **增加境外交易量测试：**例如要求 FPI 每年评估其在美国与美国以外市场的交易量，以确定其是否仍符合 FPI 资格。该交易量测试可作为对现行股东测试或业务联系测试的补充，并可能要求 FPI 过去 12 个月内在美国以外市场的交易量达到一定比例。
- **要求在“主要外国交易所”上市：**要求 FPI 须在 SEC 认定的“主要外国交易所”上市，方可享受当前的信息披露优待，以确保其接受实质性的境外监管。SEC 将有权界定“主要外国交易所”的范围，并可能参考其其他规则框架（如 Regulation S）中采用的认定标准。
- **外国监管质量评估机制：**仅允许注册地或总部位于 SEC 认定为具备“健全”监管制度的司法辖区的发行人保留 FPI 资格。
- **扩大监管互认机制：**借鉴美国与加拿大之间的“多司法辖区信息披露制度”（MJDS），将此类监管互认安排向其他具有相当监管水平的国家/地区推广。
- **强化国际合作机制：**FPI 所在司法辖区必须是国际证监会组织（IOSCO）⁴《多边谅解备忘录》（MMoU 或增强版 MMoU）的签署方，以促进跨境执法合作。

SEC 同时就以下问题征集意见：

- 制度调整的过渡安排
- 对资本形成与市场竞争的潜在影响
- 非申报类 FPI 和美国存托凭证（ADR）项目的处理方式
- 制度改革的成本效益问题，包括对财务报告要求的具体影响。

后续安排

公众意见征询截止日期为 2025 年 9 月 8 日。当前 FPI 暂无需采取任何行动。科律将持续关注相关进展并及时分享最新动态。

¹ 不包括位于中国香港特别行政区的 45 家 FPI，占比 4.7%。

² 2003 年有 30 家 FPI 位于香港特别行政区，2023 年为 45 家，均未包含在内。

³ SEC 将“中国发行人”定义为注册地或总部位于中国大陆、香港特别行政区或澳门特别行政区的公司。

⁴ 国际证监会组织（IOSCO）是一个全球性证券监管机构组织，负责制定并推广国际认可的金融市场监管标准。