

美国SEC拟重塑外国私人发行人定义——兼论对中国发行人的影响

作者：蓝洁 魏玉姬 郭桦荣 赵文佳

在过去的二十多年里，赴美上市的中国企业基本上都是以FPI（Foreign Private Issuer，外国私人发行人）的身份登陆美国资本市场。这一身份使得这些企业不仅在IPO的过程中适用与美国本土发行人不同的披露要求，更在上市之后的持续合规和信息披露中享受诸多美国证券法规的豁免待遇。然而，2025年6月4日，美国证券交易委员会（SEC）刊发了一份“概念发布”（Concept Release）[1]。文件内容表明，SEC正在考虑对FPI的定义进行修订。该文件回顾了FPI概念设立的历史和初衷，分析了FPI群体的变化趋势，并质疑现有的FPI群体是否仍应享受原有便利，进而提出一系列可能的修改方向并公开征求意见。征求意见的截止日为2025年9月8日。

需要指出的是，SEC的“概念发布”并非正式规则修订草案，而是规则修改前就关键概念进行的公众意见征询，因此相关规则修订仍处于早期阶段。但从文件内容可见，SEC已就此问题进行了深入研究 with 数据论证。结合近年地缘政治格局的变化，SEC对1983年确立的FPI制度作出某种程度的修订似乎已在所难免。

在此背景下，这一监管动态将如何影响已上市或拟赴美上市的中国企业？本文拟从以下方面展开分析。

一、SEC眼里FPI群体的变化

SEC首先回顾了FPI概念的历史和现状。这一概念正式确定于1983年，根据现行定义，判断一个发行人是否属于FPI需要经过两个测试：股东测试（Shareholder Test）和美国商业联系测试（Business Contact Test）。如果美国居民持股某发行人不超过50%，则该发行人属于FPI；即便美国居民持股超过50%，但是如果该发行人跟美国不存在以下任何一种“商业联系”，则该发行人也属于FPI：（1）大部分管理层和董事属于美国公民或居民；（2）超过50%的资产位于美国境内，或（3）业务主要在美国境内进行。

SEC认为，之所以给予FPI一系列的豁免和灵活措施，是为了减轻因为母国和美国之间的重复监管和监管冲突而给外国发行人带来的负担，便利它们来到美国市场，从而使得美国投资者有机会投资到这些外国公司。但是这些便利措施始终需要在（1）使美国投资者享有投资外国公司的机会和（2）确保美国投资者能够获得关于外国公司的足够信息之间取得平衡。而SEC在设立FPI概念之初是基于这样一个理解的：**大部分FPI在其母国是受到实质的披露和其他监管要求的，并且它们的证券也是在其他市场上交易的。**随着时间的推移，SEC认为现在的FPI群体可能已经不再符合当初的这个理解。

SEC经济风险分析部门的金融经济学家详细分析了2003年至2023年的二十年间FPI群体画像的变迁，指出了如下重大变化：

- **FPI注册地的变化：**2003年最多的FPI注册地为加拿大（224家），其次为英国（106家），第三是以色列（81家）；到2023年，前三名的排名为开曼群岛（322家）、以色列（97家）和加拿大（75家）；
- **FPI总部所在地的变化：**2003年最多的FPI总部位于加拿大（218家）、英国（106家）和以色列（81家）；到2023年，前三名的排名为中国大陆（219家）、以色列（103家）、加拿大（70家）；
- **注册地与总部所在地不一致的情况显著提升：**2003年仅7%的FPI的注册地与总部所在地不一致，到2023年这一比例提升到48%。并且，带来这一比例显著提升的主要原因是中国背景发行人（在这个“概念发布”中，SEC称其为China-based issuer（CBI），包括注册于或者总部位于中国大陆、香港和澳门的发行人）所占比例大幅增加。几乎所有的CBI的注册地都是在总部所在地之外（绝大部分注册于开曼群岛（Cayman Islands）和英属维尔京群岛（British Virgin Islands, BVI）），而CBI在整体FPI中的占比，在2003年仅为5%，到2023年提升到了28%。当然，SEC同时也认识到，来自其他国家/地区的FPI中注册于开曼群岛和BVI的数量也在提升。
- **FPI对美国市场的依赖在提升：**从2014年到2023年的十年间，全球范围内FPI在股权交易中对美国市场的依赖程度呈持续上升态势。如果将99%以上股权交易量集中于美国资本市场的FPI定义为US Exclusive FPI，其在所有FPI中的占比由2014年的大约44%提升到2023年的约55%。而在2023年的US Exclusive FPI中，51.1%注册地为开曼，34.1%总部位于中国。与之相对应的是，在2023年的Non US Exclusive FPI中，14.4%注册地为加拿大（仅12.5%注册地为开曼），13.4%总部位于加拿大（仅9.2%总部位于中国）。

二、目前监管框架下FPI享受的便利

在美国证券监管框架下，FPI享受的便利林林总总，散布于多个不同的规则，其中比较重要的包括：

具体事项	便利内容
Form 20-F (年度报告)	FPI在提交年报时通常适用20-F表格，需在公司财年结束后的四个月内提交； 相比之下，美国本土发行人适用10-K表格，需在财年结束后60、75或90日内提交。
Form 6-K (基本相当于临时公告，用于披露对投资者而言重要的信息)	FPI免于提交8-K表格，而只需按照专门为FPI设计的6-K表格披露其母国法律要求公开的信息、母国证券交易已公开的信息或其他自愿披露信息
Form 10-Q (季度报告)	FPI免于提交10-Q表格，但出于市场考虑以及纽约证券交易所和纳斯达克要求发布未经审计的半年度财务报表，许多公司会在6-K表格上提交季度财务信息
U.S. Proxy Rules (美国投票代理规则)	FPI豁免
高管薪酬	FPI披露高管薪酬时可以披露汇总金额，而非具体个人的金额
Regulation FD (公平披露规则，核心要求是信息披露必须公平对待所有投资人，不能选择性披露)	FPI豁免
1934年法案Section 16 (短线交易、内幕人持股比例报告等)	董监高等内部信息知情人和10%股东免于披露持股比例变动情况，不受限于短线交易规则
公司治理规则	除了一些特别规定（例如审计委员会职责、设置“财务专家”、独立性、不得向董事或高管进行财务资助等）之外，FPI一般可以继续遵循母国的治理规则和法规
会计准则	财务报表可以按照以下之一编制：(i) 美国公认会计原则 (U.S. GAAP)，(ii) IASB所采用的国际财务报告准则 (IFRS)，或 (iii) 母国会计原则（或非IASB的IFRS），并根据美国会计准则进行调整。

三、SEC考虑的修订方式

在回顾了FPI群体的变迁之后，SEC针对FPI的定义是否需要修改以及如何修改提出了7个大问题，66个小问题，广泛征求公众意见。这7个大问题包括：

1. 总体背景：FPI群体的变化是否导致需要重新审视这个定义？如需，在重新定义中应该考虑哪些因素？美国投资人投资于FPI是否受到足够的保护？是否获取了足够的信息？美国本土发行人是否处于相对的竞争劣势？有意思的是，在这个问题之下，SEC特别提及“CBI VIE”的概念，即适用VIE架构的中国背景的发行人，并提请公众考虑美国投资人投资于CBI VIE是否受到了足够的保护，CBI VIE当前享受的FPI待遇，是否与风险特征、监管实质匹配？

2. FPI定义现有的标准适配性：FPI定义依托“股东测试”与“美国商业联系测试”两大标准，需审视该标准是否准确捕捉到了立法者设想的目标群体（即在母国受到了实质的披露和其他监管要求的发行人）、是否需要更新、如何更新；

3. 是否增加境外交易量的要求：SEC测试了六种不同的境外交易量要求（1%，3%，5%，10%，15%，50%）对既存FPI的影响。由于大部分FPI仅在美国上市交易，哪怕是1%的要求也将影响到55.04%的FPI群体。

4. 是否增加需在境外主要交易所上市的要求，以及如何确定“境外主要交易所”的定义：SEC注意到，现有的Regulation S[2]中已经有designated offshore securities market[3]的定义，但同时也警示到，这个定义不一定能满足FPI监管的要求。如果要求FPI需在美国境外的主要交易所上市，那么应该如何确定SEC能够接受的“境外主要交易所”的标准？对此SEC提出市场总值、公司治理要求、披露要求、执行机构等因素供公众考虑。同时SEC也指出，如果采用这样一个修改方式，SEC将需要持续地衡量境外交易所的监管情况，而这又取决于与这些境外交易所的合作、信息共享的水平。

5. 注册地/总部所在地限定：SEC提出的另一个修改思路是要求FPI注册于或总部位于SEC认定具有充分健全监管体系的司法管辖区内，方可继续适用监管上的相应便利措施。然而，采取这个标准将要求SEC对外国法律进行持续的评估，因此在字里行间中SEC似乎对这一标准持一定保留态度。

6. 双向认可机制：目前美国SEC与加拿大存在双向认可机制，符合条件的加拿大发行人可以按照MJDS（Multijurisdictional Disclosure System）机制较为便利地到美国发行上市。SEC认为可以考虑将这个双向认可机制扩大到适用于其他国家，但是同时指出这将需要与多个国家开展一对一的谈判，可能耗时漫长。

7. 国际合作安排要求：SEC提出的最后一个修改思路是，以FPI注册地或者总部所在的国家是否属于国际证监会组织（International Organization of Securities Commissions, “IOSCO”）正式成员、是否签署了多边谅解备忘录（MMoU）或加强版多边谅解备忘录（EMMoU）作为判断标准。[4]中国已经是IOSCO的正式成员国并签署了MMoU。但是，考虑到IOSCO相关备忘录并非强制适用的法律，无法替代母国的信息披露法规，SEC认为这一措施或许只能作为其他措施的补充。

四、对中国公司而言，这一潜在规则变化意味着什么

SEC启动本次规则修改显然是经历了深思熟虑、进行了长时间的研究。SEC所认为的给予FPI便利始终需要在（1）使美国投资者享有投资外国公司的机会和（2）确保美国投资者能够获得关于外国公司的足够信息之间取得平衡的原则，本身无可指摘。SEC指出的二十年来FPI群体画像的变迁也是客观事实。但是关键在于，这些变化是否真的导致FPI制度的实施偏离了初衷？美国投资人是否真的因此受到伤害？笔者认为，在这些核心问题的回答上，SEC显然有些避重就轻。

在指出FPI群体的重大变化之后，SEC主张重新审视FPI的定义，是基于两个原因：

第一，基于FPI的母国的变化，如今更多的FPI在母国（主要是中国大陆和开曼群岛，笔者注）所受到的披露监管，尤其是临时公告（current reporting）的监管，既区别于美国本土发行人的监管要求，也不同于早年更加能代表FPI的母国的国家（主要是加拿大和英国，笔者注）的监管要求，导致美国投资者能获取的关于FPI的信息质量下降。

有意思的是，这里SEC并没有对中国大陆或开曼群岛对当地的公司是否进行了有效监管进行任何评价，而仅仅强调**国家变了，早年是我们的邻居和朋友，现在变成了中国和开曼群岛（其实核心还是中国）**。其实近年来伴随着《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》的颁布和实施，中国对于赴美上市公司的监管已经实质强化，本可缓解SEC对“母国监管缺失”的担忧，但这一关键进展被SEC完全忽视。在“概念发布”发表的当天，若干SEC的委员对此发表了声明，其中一名委员Hester M. Peirce的发言或许能反应部分美国监管者的心态。[5]她的声明的标题就是“从加拿大到开曼——关于外国私人发行人适格性概念发布的声明”。她指出：“早在2003年，绝大多数提交20-F报告的FPI都是在我们北边的邻国加拿大注册成立并设立总部的。快进到2023年，情况看起来有些不同；开曼群岛和中国现在分别是首选的注册地和总部所在地。此外，我们正逐渐走向一个FPI都只在美国进行股票交易的世界。深入探究这一趋势，我们会发现，那些几乎只在美国交易的FPI有更大可能是在开曼群岛注册、总部位于中国的公司”。言下之意，境外母国的监管质量是否变差了先不论，国家本身发生了变化才是最令人不安的。就好似SEC精心设宴，结果该来的客人没来，不该走的却都走了，主人的郁闷可见一斑。另一名委员Caroline Crenshaw的发言[6]则更为露骨，她说，“公司似乎在一个国家设立总部（可能是基于创始人的位置、廉价劳动力、资源、引渡法律或其他原因）；然后在另一个国家寻求注册，该国可能提供较少的监管、信息披露或报告要求；最后，最终来到美国以满足其资本需求。我们允许这些公司，很大程度上是开曼注册的中国公司，享受我们市场的好处，无论他们的本国规则是否提供了在FPI框架下历史上所设想的有意义的透明度和问责制。”这里对于中国营商环境的揣测不仅带有明显偏见，其反应的价值取向也偏离了保护美国投资者的证券立法的初衷。

第二，越来越多的FPI的股票仅在美国市场交易，意味着它们在母国受到的证券监管也不足。这一点也颇值得推敲。FPI制度设立之初就没有强制要求FPI在美国之外的证券市场上市并受到监管，大量外国公司将美国视为首次登陆资本市场的首选，既彰显了美国资本市场的吸引力，也为其持续繁荣源源不断地注入了动力。从SEC自己研究的数据上来看，US Exclusive FPI的占比从2014年的44%提升到2023年的55%，并算不得多么巨大的一个变化；而且SEC自己也承认，虽然US Exclusive FPI从公司数量来看占比达到55%，但是从市值来看占比却更低，仅为9.2%（对此SEC虽隐晦提示未来或上升，却未充分论证必然性），美国投资者实际面临的风险敞口也更为有限，是否必要对FPI定义进行如此重大的调整？或许真正促使SEC启动这一立法修改的，还是前文提到的第一条原因。

那么，既存的FPI制度的实施，是否对美国投资者造成了实质伤害？是否实际上造成了美国投资者无法获得足够的信息从而导致投资受损？这一点，SEC也并未深度回应。另一位SEC委员Mark T. Uyeda的声明[7]则展示了较为冷静客观的思考。他说，

“尽管存在这些担忧，但重要的是要指出，到目前为止，我们**并没有看到由于美国本土发行人和外国私人发行人之间不同的披露制度而导致的大规模市场失败**。在涉及外国私人发行人的问题中，往往涉及直接的欺诈以及重要的不实陈述和遗漏。

换言之，无论发行人提交的文件形式如何，或所依赖的豁免依据为何，欺诈都是可能发生的。在权衡投资者保护考虑时，我们应该意识到，美国投资者通过持有外国证券来实现资产多元化，本身具备积极意义。”

也就是说，FPI制度的运行，以及FPI所享受的这样那样的便利措施，并没有发生重大问题，并没有令美国投资人遭受额外的重大损失。令美国投资人遭受损失的还是披露本身涉及的欺诈和不实陈述，但这是证券信息披露固有的问题，而不是由给予FPI的便利措施带来的。

确实，我们纵观FPI目前享受的便利措施就不难发现，这些本质上就只是“便利”措施，并没有实质地豁免FPI的披露义务或披露责任。数十年来，美国证券法的体系的运营对于FPI而言也是有效的，未出现FPI利用制度漏洞导致美国投资者严重受损的情况。而且，虽然FPI被赋予了不少便利和豁免，但是在实践中，从市场反应、公司治理和整体证券披露风险把控的角度出发，不少FPI自愿选择参照适用美国本土发行人的标准，比如披露季报、聘任独董、聘任审计专家出席审计委员会等。这使得FPI的披露和治理与美国本土发行人之间的差距进一步缩小。

当然，同样的问题的另一面就是，除非SEC采取更为极端的立法手段限制外国发行人赴美上市，那么即便FPI定义修改（不论SEC采取在“概念发布”中列举的哪种或哪几种方式），对于中国的投资者而言，最坏的结果就是失去FPI的资格从而不能享受目前的便利措施，而需要遵守和美国本土发行人一样的披露和治理标准。这虽会抬升赴美上市成本，但不至于彻底阻断赴美上市路径。我们初步判断，如果失去FPI资格，中国发行人将需要采用U.S. GAAP编制财报（取代IFRS），财务转换成本增加；增加季度报告（10-Q）、实时重大事项披露，适用1934年法案第16条下的内幕交易报告及利润返还规则，高管薪酬披露适用更严格的标准。这些将增加中国企业的持续合规披露成本。而如果中国企业选择保持FPI地位，则可能需要满足境外交易量需求，若要求1%以上交易量来自境外，则预计现有FPI群体中（1）83.33%的开曼注册公司和/或（2）81.94%的总部位于中国的公司将受影响，需在香港、新加坡等市场发行上市并拓展流动性，可能分流美股交易深度，导致估值折价。额外的上市也会带来额外的成本。此外，注册于开曼、BVI等地区的小红筹企业，若当地监管机构未签署IOSCO的合作协议，可能被SEC认定为“监管薄弱地区实体”，面临注册地重新评估压力；VIE架构合法性也可能再次成为焦点，SEC可能要求企业证明“实际控制权”与注册地监管的一致性。

回顾近年来中美之间在资本市场上的合作与博弈，从审计底稿之争，到2020年《外国公司问责法案》（Holding Foreign Companies Accountable Act）颁布，再到SEC强化对中国发行人的审查、强化中国相关的风险因素披露，直到如今整体反思FPI的优惠是否“错配”于中国的公司，我们不难看出，SEC对于来自中国的发行人的不信任感在持续提升。这是地缘政治的影响波及到资本市场的具体体现。下一步美国是否还会出台进一步的针对中国发行人的措施，或许是更加值得我们关注的重点。

[1] <https://www.sec.gov/files/rules/concept/2025/33-11376.pdf>

[2] 简言之，是对在美国之外发行证券的豁免规则。

[3] 目前包括香港联交所，但不包括中国大陆的任何交易所。参见美国联邦法规电子汇编，17 C.F.R. 230.902 Definitions, <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/section-230.902>, 2025年06月17日访问。

[4] (1) 《关于磋商、合作与信息交换的多边谅解备忘录》（Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information），https://www.iosco.org/v2/publications/?subsection=public_reports&publicdocid=386, 2025年06月17日访问。

(2) 《关于磋商、合作与信息交换加强版多边谅解备忘录》（Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information），<https://www.iosco.org/v2/about/?subSection=emmou>, 2025年06月17日访问。

[5] Commissioner Hester M. Peirce, *From Canada to the Caymans: Statement on Concept Release on Foreign Private Issuer Eligibility*, <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-remarks-foreign-private-issuer-eligibility-060425>。

[6] Commissioner Caroline A. Crenshaw, *Statement on the Concept Release on Foreign Private Issuer Eligibility*, <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/statement-crenshaw-concept-release-foreign-private-issuer-eligibility-060425>。

[7] Commissioner Mark T. Uyeda, *Statement on the Concept Release on Foreign Private Issuer Eligibility*, <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/uyeda-statement-foreign-private-issuer-eligibility-060425>, 2025年06月17日访问。

2025-06-18