

首发标准、发行审核流程、审核方式和沟通渠道

中美IPO体制存四大差异

核准制和注册制是两个大概念，简单用这两个概念来总结中美两国证券监管理念并不太准确。从海内外经验来看，在强调未经批准(核准或宣布生效)不能完成发行，以及强调披露质量的问题上，注册制和核准制没有实质差异。中美两国在首发审核和流程上的差异，更多地表现为监管方式的具体细节上。

2012年2月初，脸谱(Facebook)向美国证监会递交了S-1注册表，启动了它在美国首发的审核程序，而本周脸谱将在位于美国加州门罗帕克的总部召开首次公开发行股票(IPO)路演说明会，但它的S-1注册表招股说明书还缺很多信息。比如，价格区间信息、发行股数信息都还是空白。因此，目前尚不清楚美国证监会是否有审核意见、路演何时开始、发行价格如何、美国证监会什么时候给出“批文”(即宣布注册表生效)。

脸谱及其创始人扎克伯格有着传奇经历，脸谱的首发在国内引起热议。借此机会，本文对中美两国发行审核制度进行比较，对国内读者比较关注的方面做简要的分析，并小结两国在几个主要问题处理上的异同。

监管理念存差异

我国证券发行实行核准制，美国证券发行实行注册制。近年来，业内人士在这个问题上有着详细的讨论。部分人士认为，核准制强调实质审核，监管机构对实质问题要把关，注册制强调信息披露，只要如实披露了，由投资者自己判断。从多年自身操作的经验看，这种看法有一定道理，但也不完全准确。

一方面，我国监管机构对证券发行的监管范围比较广、内容比较细。比如，《证券法》规定了首发标准和上市标准，《首次公开发行股票并上市管理办法》和交易所上市规则又做了进一步细化。因此，监管机构核准首发，前提之一是它符合这些标准。但在美国，1933年《证券法》除了规定公开发行需要注册外，没有再规定其他任何首发标准，更没有规定上市标准，发行人需要遵守的上市标准留给交易所来制定和执行。因此，认为核准制强调实质审核，注册制强调信息披露，这有一定道理。

但是，如果把注册制做简单理解，认为首发申请文件交给美国证监会，美国证监会只是起到个“转发”文件、保持信息透明的角色，等上20天，发行人就可以开始路演、发行，这种理解也比较片面。实际上，美国证监会对于注册表(主体部分为招股说明书)的审核还是很严格的。美国证监会在某一轮审核意见中提出一两百个问题，反复提出十几轮意见也不少见。注册制侧重信息披露，并不意味着发行人自己想写什么就写什么，美国证监会会有格式准则要求，也要看文件，要提意见，有的时候意见还很尖锐。同时，美国证监会也要给“批文”，也就是宣布注册表生效的文件，会挂在美国证监会网上。没有这个文件，承销商不能销售证券，具体表现为它不能签署承销协议。

因此，核准制和注册制是两个大概念，简单用这两个概念来总结中美两国证券监管理念，可能会不准确。从海内外的操作经验来看，在强调未经批准(核准或宣布生效)不能完成发行，以及强调披露质量的问题上，注册制和核准制没有实质差异。中美两国在首发审核和流程上的差异，更多地表现为监管方式的具体细节上。

IPO体制四大区别

在监管方式上，在不少具体问题和具体细节上，中美两国的确存在不少差异。本文仅就其中几个业内人士比较关心的问题，对两国的差异做一简单介绍。

1、首发标准。上面提到，美国1933年《证券法》没有规定具体的首发标准，只要求公开发行必须注册，同时，列举了一些不需要注册的证券(如商业银行的存款单)和不需要注册的行为(如私募发行)。在是否需要注册这个问题上，美国

证监会主要通过界定私募发行来确定自己的监管范围，由此衍生出一整套关于私募的规则。其逻辑是，私募发行不需要注册，公开发行需要注册。限于篇幅，本文在此不做讨论。除此之外，其他标准则一概留给交易所，由后者通过上市标准来加以界定。由于发展历史和上市公司群体存在差异，纽约交易所和纳斯达克有各自的一套上市标准。脸谱2月1日的注册表中，还没有披

现现金流、市值、股价、收入、总资产等财务和市场指标也做出了规定，而这些指标是可以交叉的。也就是说，纳斯达克对“全球精选板块”又分成四套标准，发行人不需要同时满足前面的所有财务指标，而是根据自己情况，检查符合一套标准即可。比如，有的发行人可以选择达到收入指标，达不到盈利指标也没有关系。对于首发时没有办法获得的信息，比如市值、股价(不低于4美元)，交易所给发行人留有弹性，只要求承销商出具信函，说明其认为这些指标在上市后能够达到即可。

2、发行审核流程。美国企业上市的发行审核流程强调公开，实际操作中表现为高效、有预期。就公开而言，脸谱2月1日向美国证监会提交注册表，文件放在美国证监会网上，所有人都能看到，这是脸谱第一次向证监会递交首发申请文件，而这是1933年

股说明书)时，则作出相应修改。美国证监会表示没有审核意见之后(此时还没有出具批文)，根据市场情况，发行人和承销商可以印刷初步招股说明书，披露价格区间，开始2周~3周的路演。路演结束时，发行人和承销商确定发行价格，将价格填入招股说明书中，再次提交给美国证监会，美国证监会宣布注册表生效，发行人和承销商立刻签署承销协议，当天股票在交易所上市。三天后完成价款交割，整个首发过程结束。

一般而言，美国首发审核流程非常紧凑。比如，从事信用卡业务的维萨公司(VISA)2007年11月9日提交首发注册表，2008年3月19日美国证监会就宣布注册表生效，100多亿美元的发行项目，4个多月就完成了整个流程。从笔者的经验看，前几年大型国企的首发，大致能够在一年内完成，但其他企业首发的项目周期差别很大，一个项目

做上两三年相对常见。近期媒体报道，创业板还有几百家企业在排队等候核准，这也说明我国目前审核效率存在很大的提高空间。

3、审核方式。部分国内人士认为，美国的审核侧重信息披露。从一定程度上讲，这是对的。的确，美国证监会的审核集中在注册表，其主体部分是招股说明书。发行人需要提交的附件也很多，但美国证监会对附件的审核力度要弱一些。国内许多申请文件，类似法律意见书、国内券商的尽职调查过程和结果，美国证监会都不管，主要留给市场来管。这些市场机制包括市场中介机构的竞争机制，也包括支撑市场运作的司法体系。究竟哪一种方式好，这需要实践来判断，毕竟中国市场有自己的特点。比如，中介机构相对较弱、历史发展不长、水平参差不齐。

在申请文件的审核方面，美国证监会的审核方式有几个特点。第一，审核

的文件集中，即包含招股说明书和各种附件的注册表。从律师角度来讲，集中文件比较好管理、传送、也便于公开和查询。比如，读者如果上网查询脸谱提交的附件，当所有附件齐全后，就能发现承销协议一定是附件1、章程一定是附件3、重大协议一定是附件10等。我国“9号准则”虽然规定了首发申请必备文件，但不同文件之间没有一个编纂的体系，不太利于传送、存档和今后的查询。

第二、审核员比较专业和友好。审核员大致分成几个行业领域，审核员有一定的专业性。但更重要的是，许多审核员曾经是律师或者会计师，他们自己就做过发行项目，知道一个文件是如何做出来的，提出的问题也相对比较到位。同时，这些审核员一般都会比较友好，除了美国人个性比较友善外，这和监管机构“服务”市场的理念也有很大关系。从操作的经验看，许多沟通都可以通过电话进行，审核员也愿意交流。当然，如果律师自己希望有更正式的交流、甚至希望有书面的说法，那是另外一回事。比如，在很长一段时间里，宣布注册表生效的正式文件发出之前，都是通过发行人律师和审核员口头沟通确认的，然后由律师告知承销商和会计师，这时美国证监会网站往往还没把生效通知挂出来。这种口头通过的方式，在通讯技术日益发达、互相之间缺乏信任的时代，几乎被认为是不可能的事情，但至少上世纪八九十年代不少项目就是这么做出来的。

4、沟通渠道。在美国具体项目的沟通上，审核员同发行人律师和会计师打交道比较多，基本不和承销商打交道。有时，承销商可以通过其律师参与与发行人律师与美国证监会的沟通。同律师打交道，不同承销商打交道，这是美国发展出来的一套做法。我国正好相反：中国证监会主要同保荐机构沟通。两种不同制度，很难说究竟哪一个更好，因为中美两国各有自己不同的国情。但是，即便美国证监会主要和律师、会计师沟通，这并不意味着承销商只能“听任宰割”。承销商有自己的律师，可以请律师与美国证监会沟通。在脸谱注册表的首页，除了脸谱首席财务官的姓名和联系方式外，下面紧接着列出的就是发行人美国律师和承销商美国律师的姓名和联系方式。

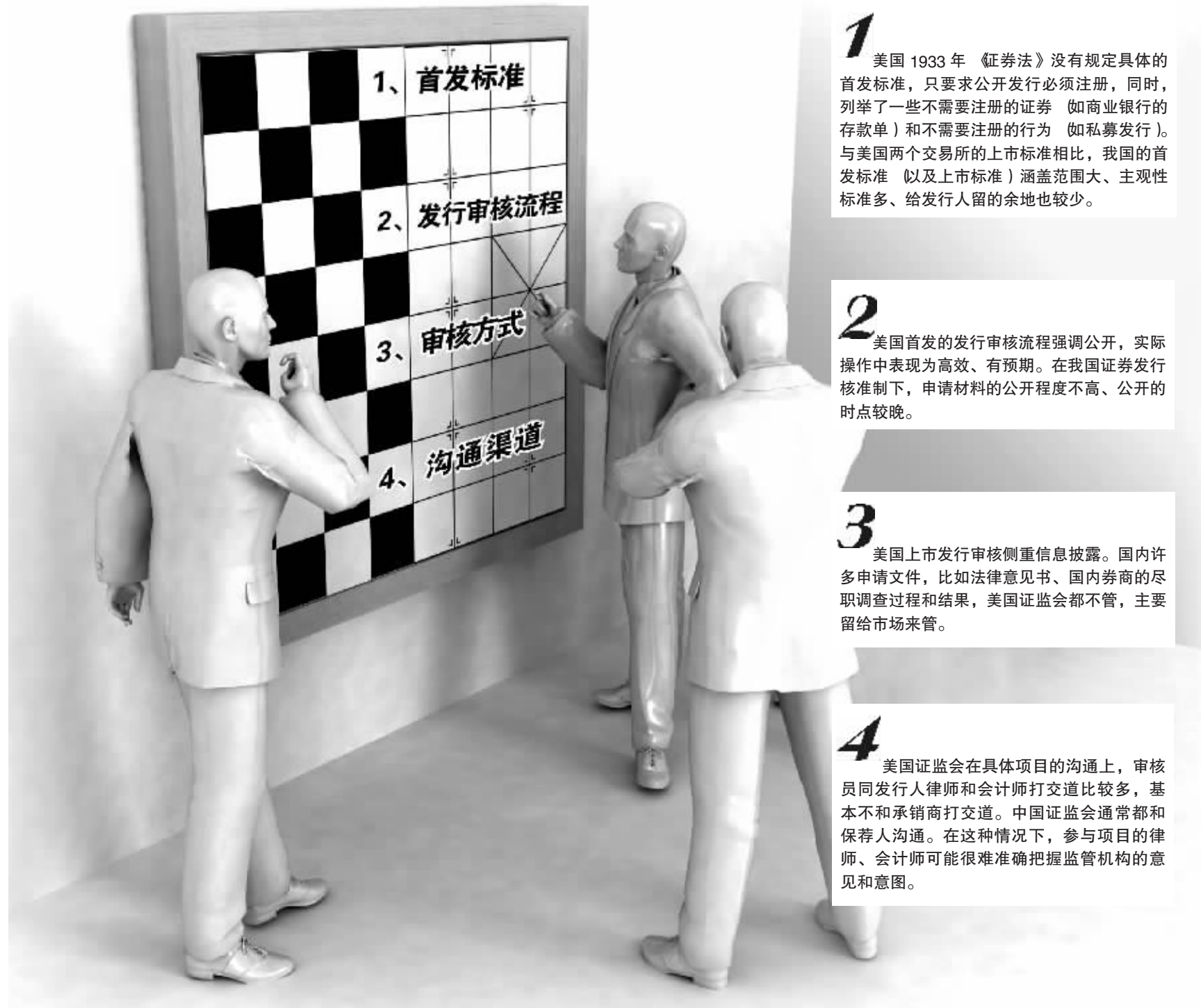
同时，美国证监会还有其他公开渠道与业内人士保持沟通，回答业内人士问题，指导业内的实践。比如，从事美国证券律师业务的专业人士，遇到问题，除了查询法律、美国证监会的规章、格式准则以外，还需要查询美国证监会定期公布的“电话答复汇编”。业内人士遇到问题，可以直接打电话给美国证监会有关部门官员，后者能够立刻回答的立刻回答，不能立刻回答的，则回去研究、请示后，再约时间答复。而“电话答复汇编”则定期总结这类问题和答复，作为法律、规章、格式的补充或操作细则，并公之于众，供业内人士参考。这种做法，既保证了美国证监会与业内人士沟通渠道的畅通，也在来不及修改相关规则前，作为美国证监会指导业内人士操作的办法。

最近几年，尤其是保荐制度施行后，我国证监会同业内的沟通已经有了很大的进步。比如，证监会就具体项目文件出具审核意见，该项目的保荐机构、会计师、律师都能看到，并能根据意见准备答复。我国证监会每年定期举行保荐人培训，传达最新的审核尺度和标准，便于保荐机构掌握最新监管动向。不过，这些措施似乎仍然有进一步完善的空间。比如，保荐人培训只能由保荐人参加，律师、会计师无法参加，而其中涉及的问题，可能是后者负责处理的问题。又比如，国内审核员口头沟通时，通常都是和保荐人沟通，哪怕其中问题涉及法律问题和财务问题。在这种情况下，参与项目的律师、会计师可能很难准确把握监管机构的意见和意图。而目前允许这类机构与证监会进行沟通的正式渠道又缺乏，这都可能造成不必要的问题。

上面提到，即便美国证监会不和承销商沟通，但承销商可以通过自己的律师沟通，同时，美国证监会还通过“电话答复汇编”这类方式来指导业内的实践，尽量保持与业界沟通渠道的畅通。

(本稿件由金杜律师事务所证券部杨小蕾(合伙人)、唐应茂(顾问)撰写)

中美IPO审核方式差异



1 美国1933年《证券法》没有规定具体的首发标准，只要求公开发行必须注册，同时，列举了一些不需要注册的证券(如商业银行的存款单)和不需要注册的行为(如私募发行)。与美国两个交易所的上市标准相比，我国的首发标准(以及上市标准)涵盖范围大、主观性标准多、给发行人留的余地也较少。

2 美国首发的发行审核流程强调公开，实际操作中表现为高效、有预期。在我国证券发行核准制下，申请材料的公开程度不高、公开的时点较晚。

3 美国上市发行审核侧重信息披露。国内许多申请文件，比如法律意见书、国内券商的尽职调查过程和结果，美国证监会都不管，主要留给市场来管。

4 美国证监会在具体项目的沟通上，审核员同发行人律师和会计师打交道比较多，基本不和承销商打交道。中国证监会通常都和保荐人沟通。在这种情况下，参与项目的律师、会计师可能很难准确把握监管机构的意见和意图。

IC/供图 吴比较/制图

我国监管机构对证券发行的监管范围比较广、内容比较细。在美国，1933年《证券法》除了规定公开发行需要注册外，没有再规定其他任何首发标准，更没有规定上市标准，发行人需要遵守的上市标准留给交易所来制定和执行。

一般而言，美国首发审核流程非常紧凑。比如，从事信用卡业务的VISA公司2007年11月9日提交首发注册表，2008年3月19日美国证监会就宣布注册表生效，100多亿美元的发行项目，4个多月就完成了整个流程。

美国交易所的上市标准则不同。以纳斯达克为例，纳斯达克分成好几个板块，不同板块要求不一样。在要求最高的“全球精选板块”，公司治理标准相对较为主观，但发行人基本可以通过打勾选择来判断是否符合该要求(比如有几个独董)，有很强的操作性。

从事美国证券律师业务的专业人士，遇到问题，除了查询法律、美国证监会的规章、格式准则以外，还需要查询美国证监会定期公布的“电话答复汇编”。业内人士遇到问题，可以直接打电话给美国证监会有关部门官员。

露究竟在哪个交易所上市。估计是两个交易所都在争夺上市资源，脸谱还在谈判过程中。一般来讲，纽交所的上市标准高一些，纳斯达克上市标准相对低一些，或者说更灵活一些。

同美国两个交易所的上市标准相比，我国的首发标准(以及上市标准)涵盖范围大、主观性标准多、给发行人留的余地也较少。比如，我国《首次公开发行股票并上市管理办法》对主体资格、独立性、规范运行、控股股东和管理层的连续性、财务状况以及募集资金运用做了很多规定，发行人律师根据“12号准则”出具的法律意见书，是首发申请的必备文件之一，它相当多的篇幅都在论证发行人是否符合这些标准。

而美国交易所的上市标准则不同。以纳斯达克为例，纳斯达克分成好几个板块，不同板块要求不一样。以要求最高的“全球精选板块”为例，公司治理标准相对较为主观，这些标准是2002年“索克斯法案”出台后规定的。但发行人基本可以通过打勾选择来判断是否符合该要求(比如有几个独董)，比国内的“规范运行”、“独立性”等要求有很强的操作性。除此之外，纳斯达克对利润、

《证券法》就已确立的要求。公开的文件不仅仅包括招股说明书，也包括注册表要求的所有附件，比如章程、重大合同等。脸谱2月8日提交了注册表修正案，主要目的不是修改招股书，而是提交那些必须提交的附件。此外，美国证监会审核注册表后提出意见，发行人作出的答复也挂在美国证监会网上，所有人都能看到。截至写稿日，脸谱还没有走到这一步。

在我国证券发行核准制下，申请材料的公开程度不高、公开的时点较晚。从范围来看，在预披露之前，发行人向中国证监会递交申请材料、中国证监会的书面审核意见、发行人对中国证监会书面意见的回复以及对申请材料的修改都不公开。而预披露的时间相对较晚，申请材料通常在发审会审阅的几天前才以预披露的方式向投资者公开，并且，公开的材料仅限于招股说明书。

除了公开之外，发行审核的效率也比较高。发行人提交注册表后，美国证监会需要在20个工作日之内给出反馈意见。之后每一轮，也会大体遵守这个时限要求。发行人、承销商、律师在收到美国证监会反馈意见后，通常也会尽早提交答复意见，需要修改注册表(即