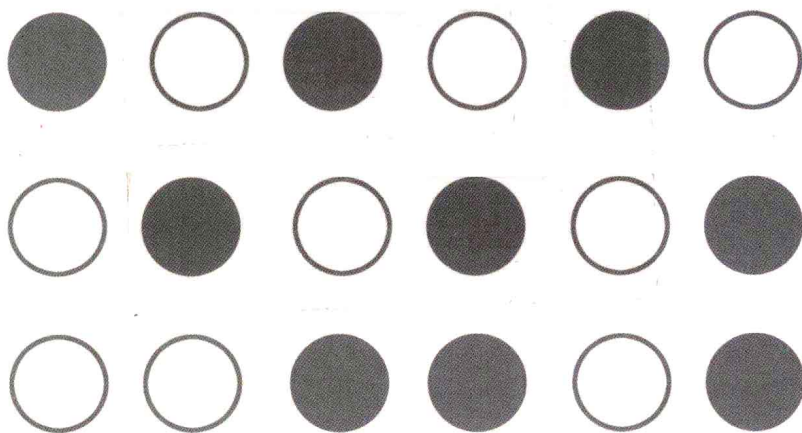


欧盟证券投资服务 监管

Regulation of EU Securities Investment Service

张磊 韩露 著

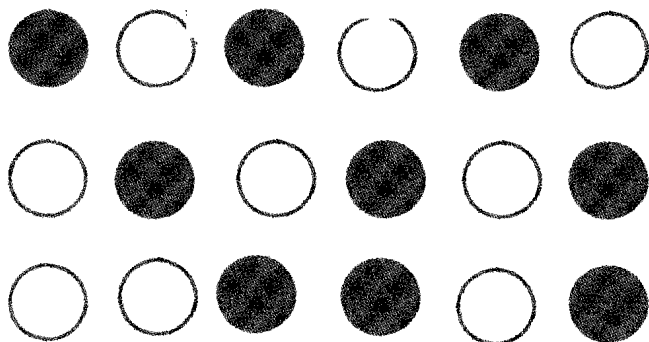


湘潭大学出版社

欧盟证券投资服务 监管

Regulation of EU Securities Investment Service

张磊 韩露 著



湘潭大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

欧盟证券投资服务监管 / 张磊, 韩露著. —湘潭:
湘潭大学出版社, 2011.12

ISBN 978-7-81128-368-6

I. ①欧… II. ①张…②韩… III. ①欧洲国家联盟
—证券投资—金融监管—研究 IV. ①F835.01

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 268295 号

欧盟证券投资服务监管

张磊 韩露 著

责任编辑: 雷 勇

封面设计: 罗志义

出版发行: 湘潭大学出版社

社 址: 湖南省湘潭市 湘潭大学出版大楼

电话(传真): 0731-58298966 邮编: 411105

网 址: <http://xtup.xtu.edu.cn>

印 刷: 长沙瑞和印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 787×1092 1/16

印 张: 14

字 数: 259 千字

版 次: 2011 年 12 月第 1 版 2012 年 2 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-81128-368-6

定 价: 35.00 元

(版权所有 严禁翻印)



第一章 欧盟证券监管体系简介 /1

第一节 欧盟证券市场与监管 /1

一、欧洲证券监管的历史演进 /1

二、金融投资服务计划 /4

三、欧洲层面上的协调与整合 /9

第二节 欧盟证券监管立法框架 /14

一、市场监管环境 /14

二、立法框架的发展进程 /17

三、莱姆法鲁西立法程序框架 /23

第三节 欧盟证券监管的实施体系 /30

一、监管实施环境 /30

二、监管实施体系的特点 /34

三、欧洲层面上的监管实施 /38

第二章 证券投资服务监管概述 /46

第一节 证券投资服务监管的基本原理 /46

一、监管的理论依据 /46

二、投资服务监管的主要手段 /47

三、证券投资服务监管中可能遇到的问题 /48

第二节 欧盟证券投资服务监管机制的演进过程 /49

一、早期的探索 /49

二、欧盟金融工具市场指令诞生前的监管机制 /51

三、向金融工具市场指令的过渡 /53

第三节 金融工具市场指令 /56

一、金融工具市场指令的形成与实施 /56

二、金融市场工具下的主要监管机制 /58

三、金融工具市场指令的不足与修正 /62

第三章 欧盟证券投资服务准入监管 /67

第一节 欧盟证券投资服务准入机制的发展进程 /67

一、金融工具市场指令实施前的准入机制 /67

二、向金融工具市场指令准入机制的过渡 /70

三、金融工具市场指令下的证券投资服务准入机制 /73

第二节 MiFID 下的证券投资服务准入机制 /75

一、适用范围 /75

二、核准授权程序 /82

三、证券投资服务准入机制的协调整合 /88

第三节 证券投资服务准入机制的实施 /93

一、基本实施框架 /93

二、主要的监管实施机关 /94

三、监管职能机关之间的协调合作 /97

第四章 预防性审慎监管机制 /99

第一节 审慎监管机制概述 /99

一、预防性审慎监管机制的发展演进 /99

二、审慎监管的基础性理论依据 /103

三、审慎监管的基本目标和手段 /104

第二节 资本充足率监管 /106

一、资本充足率监管的理论依据 /106

二、《资本充足指令》(CAD)框架下的资本要求监管机制 /107

三、《资本要求指令》(CRD)下的资本充足率监管 /109

第三节 组织结构与所有权控制监管 /114

一、《金融工具市场指令》下的组织结构监管 /114

二、有关所有权控制的审慎监管机制 /122

第四节 利益冲突监管 /125

一、金融工具市场指令下的利益冲突监管机制概况 /125

二、主要的利益冲突监管机制 /130

三、对欧盟利益冲突机制的评价 /134

第五章 市场看门人监管机制 /136

第一节 市场监管机制概况 /136

一、市场主体进行监管的市场环境 /136

二、基本的市场监管机制 /138

第二节 主要的市场监管机制 /141

- 一、投资建议指令下的市场监管机制 /141
- 二、市场滥用指令下的市场监管机制 /145
- 三、金融工具市场指令下的市场监管机制 /146

第三节 投资分析师监管机制 /153

- 一、投资分析师机制的发展演进 /153
- 二、投资分析师机制的特点与缺陷 /155
- 三、投资分析师机制的基本构建 /158

第六章 保护性监管机制 /162

第一节 保护性监管机制概述 /162

- 一、保护性监管原理 /162
- 二、制度范畴分析 /163
- 三、保护性监管机制的构建与整合 /163

第二节 保护性监管机制的发展演进 /168

- 一、制度的起源 /168
- 二、投资服务指令(ISD)下的保护性监管机制 /168
- 三、保护性监管机制的正式形成与实施 /169

第三节 业务操作规则指令 /170

- 一、业务操作规则指令简介 /170
- 二、基本监管构架 /172
- 三、业务操作规则指令中的信息披露机制 /175
- 四、业务操作规则指令下的最佳执行机制 /180

第七章 投资者赔偿机制 /185

第一节 欧盟投资者赔偿机制概况 /185

- 一、理论依据 /185
- 二、欧洲现有投资者赔偿机制的特点 /188
- 三、投资者赔偿机制的发展演进 /191

第二节 欧盟投资者赔偿计划指令简介 /193

- 一、投资者赔偿计划指令的理论依据与基本目标 /193
- 二、投资者赔偿机制的适用范围 /196
- 三、投资者赔偿计划指令的基本构架 /199

第三节 投资者赔偿指令下的具体监管机制 /201

- 一、投资者赔偿的启动机制 /201
- 二、投资者赔偿的支付机制 /203
- 三、投资者赔偿计划的管理 /209
- 四、欧洲投资者赔偿计划指令的监管实施与改革完善 /212

第一章 欧盟证券监管体系简介

第一节 欧盟证券市场与监管

一、欧洲证券监管的历史演进

要对欧洲证券投资服务及其监管体系进行阐述和分析,我们首先应该对整个欧洲证券市场以及相应的监管大背景有所了解。随着欧洲经济政治环境的发展变化,金融市场也随之出现了一系列的变化,与此相对应的,欧盟证券监管的体系和相关制度设置也处在不断变动和调整的过程当中。

从整个欧洲金融市场及其相关证券监管的发展过程来讲,其大致经历了以下四个阶段的发展过程。第一阶段,欧洲方面将其主要的精力都集中在构建单一内部市场方面。这一阶段的主要任务在于通过构建单一市场促进欧盟范围内的高流动性,并确保全欧盟的发行人都可以基于融资需要而进入该内部一体化的市场。而此阶段证券投资监管的重点则在于,对各成员国有关发行人公开发行人或者正式上市交易证券所应满足的信息披露规则以及正式上市程序许可规则进行协调整合。事实上,这一阶段的欧盟证券监管还处在萌芽时期,具体的制度设置和规定等诸多方面还存在着较大程度的不完整性和不成熟性。

1966年,欧盟方面对外发布了塞格雷报告。该报告的发布标志着欧共体开始对欧洲证券监管进行重点干预,这也是欧洲方面第一次对证券市场进行重点干预。同时该报告还指出了欧洲证券投资监管在市场整合和监管方面所存在的一些问题,而这些问题在今天依旧为监管者和立法者所重视。值得注意的是,该报告还着重强调了当时欧共体证券资本市场缺乏整合性的问题,并进一步指出了对市场整合形成阻碍的相关因素,这其中市场参与者在适用监管规则方面的差异以及重复监管和纳税问题尤为突出。对此,该报告提出了一些应对措施,特别是在资金募集程序和信息披露标准的整合方面给出了较为详细的指导意见。在此期间,欧洲证券监管在资本流动自由化以及成员国规则协调整合方面取得了一定程度的进展。1972年,欧洲方面提出了第一部关于证券监管整合的行动计划,而该计

划在5年之后才获得欧洲委员会的通过，不过应当肯定的是该计划的提出和通过是欧洲方面在构建欧洲统一证券市场以及监管体系方面做出的重要尝试。在随后的1979至1982年间，欧洲相继出现了第一批有关正式上市准入和信息披露的指令，这一系列立法的主要目的在于构建有效的一体化证券投资市场，以确保发行人能够在该市场上高效便捷地获得资金。

相比于第一阶段，第二阶段欧洲证券监管则将其工作的中心转移到了构建欧洲投资服务领域单一市场的问题上。欧洲方面构建单一投资服务市场主要依靠以下方面的原则和机制：附属原则前提下的相互承认原则、最低限度的监管标准、母国控制原则等。而值得注意的是，要想建立起完善的欧洲证券投资服务市场还应当格外注重市场的审慎监管以及整合后证券投资服务市场的稳定性和安全性。我们发现，此种规则的适用领域极为有限，许多核心的领域并不在其规制的范畴之内，也就是说其他领域不必遵守足够保障母国控制和相互承认规则的整合标准。

事实上，欧洲证券发展的第二阶段可以追溯到1985年。当时，欧洲委员会发布了一项关于建立欧洲内部统一市场的白皮书，该白皮书提议在1992年之前建立统一市场的相关机制。与此同时，欧委会还下决心通过加强和完善现有的相互承认、最低标准整合以及母国控制等机制来进一步促进欧洲证券市场的整合进程。《1985年白皮书》对欧洲金融服务领域的发展与监管状况进行了一般性审查，并表示此阶段的金融服务自由化在很大程度上提高了欧洲范围内金融市场的流动性，可以说这是欧洲方面在构建单一金融市场和相应监管体系过程中迈出的重要一步。

与此同时，欧委会还号召欧洲方面对上一阶段欧洲证券服务发展和监管所存在的不足进行进一步的调整和完善，以确保欧洲证券市场以令人满意和最有利于投资人的方式运行，最终推动整个欧洲证券市场体系的发展。此外，欧洲方面还专门发布了“1992年计划”。该计划中包含了四项具体的完善措施，这四项措施在一定程度上扩展了欧洲证券监管的规制和适用范围，其中有两项就使得原有的证券监管机制超出了发行人市场准入内容的范围：集合投资计划制度（1985年制定，按计划生效）、公开招股制度（1988年制定，1989年生效）、大额股份收购公开信息的相关制度（1988年制定，按计划生效）和投资顾问制度（1989年制定，作为投资服务指令在1993年适用）。

由此可见，在欧洲证券投资服务发展的第二阶段，欧洲就出现了有关集合投资服务方面的共同市场框架，这对整个欧洲证券投资服务的发展与完善起到了极为重要的作用。为了进一步改进和完善当时的证券投资服务制度，欧洲方面通过并采用了所谓的欧洲通行证制度，该制度为证券投资服务设定了较为统一的门槛，在很大程度上有利于欧洲金融市场的协调与

整合，当时此种制度很快就成为了欧洲证券监管的主流机制。随后，欧洲方面出台了第二代的披露指令（1986—1994 年适用）。该指令通过第一代措施的标准等同方法将相互认可的概念移植到了整合之中，并提出了与公开募集证券相关的统一披露规则。这样一来，发行人就可以依靠一份用于正式发行申请和公募的统一披露文件而在全欧盟境内募集资本，可以说这是当时欧洲证券信息披露机制的一大转变。1989 年，欧洲通过并实施了用以保护新市场诚信和信任的反市场内幕交易制度，这就标志着欧洲证券监管的范围开始扩大到了参与者的内部，这在一定程度上触及了监管问题的内在部分。

经过长期的协商和谈判，基础性投资服务制度（投资服务指令）于 1993 年正式通过并建立起来，这使得整个欧洲证券投资服务监管机制取得了巨大的进步。1997 年，欧洲范围内另一项指令——投资者赔偿计划的诞生，进一步加快了上述进程。从某种意义上讲，1997 年可以看做是第二阶段的结束年，整合性的欧洲证券投资服务监管结构包含证券监管的基本要素，例如适用于大多数成员国的基本规则的共同核心。此外，相应监管主管机构的框架也已经建立起来，其核心目的在于整合监管规则并提供一个共同市场监管并将其作为欧洲层面上的基础性共同合作体系。

不得不承认，第二阶段结束时欧洲证券投资服务系统及其监管框架依旧存在一些不足。一方面，支撑市场协调整合的相关机制还不够完善，有关证券监管的诸多领域仍然没有完成相应的整合（包括市场操纵行为和商业行为规则监管的权限）。另一方面，当时的监管制度也存在很多方面的缺陷，比如说披露机制的相互认可结构会受到来自例外规定和保留机制的冲击；由于制度和监管机制的差异性，发行人还将承担不同国家之间存在的制度差异所带来的成本。除此以外，此类监管指令在实际中的实施与履行过程也充满了艰辛，其常常会因各种因素而被拖延，这在很大程度上归结于欧洲层面上监管合作机制的缺乏。从总体上来讲，这一阶段所建立起来的欧洲证券投资监管机制还不足以应对来自金融市场的冲击。欧洲货币联盟的出现、互联网爆炸时代的到来以及欧洲范围内的大规模证券交易市场 and 产业布局的调整和重组，都给这一阶段欧洲的证券监管带来了巨大的挑战。

经历了第一、第二阶段，欧洲方面已经制定了一系列整合金融市场和监管的计划和策略，到了第三阶段欧洲方面就开始致力于如何促进整合性措施和机制的具体贯彻和实施。为了建立起完整的欧洲证券和投资服务共同市场，欧盟立法者和决策者以 FSAP 为基础，采取了一系列有针对性的措施来贯彻和实施先前议定的促进金融市场整合和监管一体化的措施和计划。然而值得注意的是，这同样也导致了欧盟证券监管适用范围和复杂程

度的扩展和增加。

在这一时期，证券投资服务监管问题得到了欧洲方面的高度重视，并被列入了欧盟议事日程且具备相当的优先权。其间欧盟方面发布了一系列重要的报告，这其中就包括了莱姆法鲁西报告以及欧委会半年度的会议决议等。总的来说，第三阶段的监管进程具有极强的实践性，此阶段的监管变革大多是在市场实践、科技和工业结构发展等因素的推动下而产生的。而这一系列的改革在很大程度上弥补了原有协调整合框架所存在的巨大漏洞，并且及时对那些无法满足现有需求的立法措施进行了彻底的修正。与此同时，还对整合所要完成的模式进行了适当的调整和改进，越来越重视母国的管理权，并将其与相互认可原则紧密结合。

2005年，欧洲方面发布了《2005年欧洲委员会白皮书》，该白皮书设定了2005年到2010年的政策议程。事实上，这也开启了欧洲证券监管发展历程的第四阶段。这一阶段的总体政策性目标并没有FSAP时期（第三阶段）那么引人注目，但是其所引入的“更佳监管”的议程和政策性倾斜机制同样具有极为重要的意义。该政策倾斜制度的主要目的在于促进监管和执行机制在更大的范围内有效实施，并能够根据实际情况和具体需求的变化作出及时的修改和调整。此外，这一阶段欧洲所进行的金融监管立法和相关措施规定更加具体精细且具备较强的适用性和实用性，同时其监管实施机制的设置也更加复杂，例如支持发行人信息和市场透明信息宣传的机制以及针对可转让证券集合投资计划招股说明书和债券市场透明度的处理中，显而易见的新信息披露机制设置都极为复杂。与此同时，本阶段的欧洲证券投资市场和相关的监管机制逐步走向国际化，其与世界证券市场及其他国家（特别是美国）和地区的证券监管机构之间的联系更加密切。

二、金融投资服务计划

（一）金融服务行动计划（FASP）的诞生

众所周知，金融服务行动计划，即FSAP，对整个欧洲金融市场及其相应监管机制的发展有着极为重要的作用。我们接下来将对FSAP进行较为细致的分析和阐述。

通过上文的叙述我们已经了解到，在欧洲证券监管发展的第二阶段，证券和投资服务内部市场发生了巨大的变化，这给欧洲证券监管带来巨大的冲击。一方面，欧元的出现消除了货币风险并增强了欧元区内部的价格透明度，而投资者们也开始转变其传统的投资模式，不再依赖于原有的以单个国家为基础的投资方式，而是将投资视角和范围扩大到了整个欧洲层面。这可以说是欧洲证券投资领域的一大变革。另一方面，新技术，特别

是网络技术的采用为各成员国本国市场以及整个欧洲内部统一市场带来了更多的投资者，同时也在很大程度上简化了原有的跨境投资服务程序，并进一步强化了市场信息披露机制和交易成型的推动机制。

事实上，正是这种技术上的革新使得金融交易相关领域发生了翻天覆地的变化，替代贸易系统的产生与发展彻底改变了传统社会贸易的具体形式，并进一步强化了市场竞争、降低交易成本，进而对跨境贸易的发展起到了极大的促进作用。此外，当时欧洲范围内爆发了大规模的并购与联合浪潮，一些著名的证券交易所间的合并引起了全世界的关注，其间成员国国内以及成员国之间的投资服务业务也开始出现了协调整合的趋势。而人口统计学在公立养老金项目方面所取得的研究成果也在一定程度上推动了集合投资计划、投资基金产业以及零售投资活动的发展。

由此可见，这一时期的欧洲金融市场及其内在模式正发生着相应的变化，整个欧洲金融市场开始步入以市场为基础导向的新时代，而传统的以银行为主导的金融市场和金融系统模式正在逐渐衰退。在这种环境下，发行人更倾向于借助证券市场来获得其所需要的资金，而不再仅仅依靠银行贷款来满足其资金需求。而对于原有的欧洲金融投资市场监管系统来讲，其已经很难满足现有市场监管的需求。为了进一步促进欧洲范围内的跨境贸易活动，对市场的新需求和新挑战予以回应，并实现欧洲证券投资和服务市场的协调整合，欧洲金融监管者以及相关立法者、决策者们从1990年末开始对此进行深入的审查和研究。经过一系列的研究和审查，学者们发现，作为普遍意义上的金融服务共同市场一部分的投资服务和证券共同市场，将在促进经济发展和就业中发挥极为重要的作用。而就当时的情况而言，证券投资和服务市场的发展和构建并不完善。而与此同时，欧元的即将问世毫无疑问也将成为推动后续改革和磋商浪潮的直接催化剂。

在这样的环境背景之下，欧洲金融监管可谓是挑战与机遇并存，一方面监管体系面临着来自市场的众多挑战，而另一方面这也是欧洲监管立法者、决策者对现有金融监管体系进行彻底改革的大好时机。1998年，卡迪夫欧洲理事会就对欧洲委员会提出具体要求：欧洲委员会应当起草一份金融服务行动纲领，以确保金融服务领域能够充分实现欧元诞生所带来的益处，并维持欧盟金融市场的稳定和竞争。对此，欧洲委员会在1998年发布了一份关于“在金融服务领域建立相应行动框架”的通讯。该通讯进一步强调了金融服务业对促进经济增长和就业增长所具有的重要作用，同时证券投资服务也会使得消费者和投资人获得更宽广的投资选择余地。为此，欧洲方面应当极力促进欧洲证券投资服务市场的协调整合，建立起有效运行且透明的市场，优化资本的配置，并拓宽权益融资途径的范畴，使得中小型企业得到发展，进而提高就业水平。

此外，欧委会在该通讯中还指出，虽然当时欧洲在证券投资服务监管机制方面已经取得了一些进步，但金融服务市场总体上的整合程度依旧太低，各成员国之间仍存在较大的差异性，且金融服务的跨境交易供应（特别是在零售领域内）水平有待进一步提高。在金融市场整合的过程中，以下两方面问题得到了各方的广泛关注：一方面，构建更深层次的、富有流动性的欧洲资本市场，为发行人和投资人提供更好的金融服务；另一方面，进一步扫除不利于跨境零售金融服务供给的现有障碍，更好地维持消费者信心、保护消费者权利并保障消费者在金融市场上的充分选择权。此外，以下领域也是欧洲证券投资服务监管者所应关注的重点：对立法工作的全面审查，以确保面对监管需求能做出更有效的回应；推行一项由市场推动的大宗交易市场的现代化改革，扫除在跨境股票首发和相关投资活动上的障碍（法律上、行政上和会计处理上）；完成对零售金融产品共同市场基础的进一步夯实，在该市场中消费者将因高水平的消费者保护而获利；改革和明确监管合作机制；为金融市场的彻底整合创造条件，包括在款项支付方面整合性基础设施的构建，对有关竞争和国家补助方面的条约规则进行更严格的适用，以及税收的统一。

在上述基础性计划的基础之上，维也纳欧洲理事会进一步要求欧洲委员会将上述目标转化为具体的工作计划，并采取相应的应对措施。当时负责构建、实施这些计划的是新近成立的金融服务政策部，该部门由欧盟经济财政理事会的部长、欧盟中央银行和委员会的代表组成。当时，该部制订了一项具体的工作计划（即所谓的金融服务行动计划 FSAP）。该工作计划包括了 42 项具体改革措施，而这些措施极有可能彻底改变欧盟金融服务和证券监管的传统模式。可以说该计划对欧洲投资服务和证券领域共同市场所具有的重要性丝毫不逊于“1992 年计划”。FSAP 议案明确指出，原有金融监管协调制度已经难以适应新市场环境下的监管需求，这将对欧洲金融市场和监管的进一步整合造成不利影响。值得注意的是，保护市场本身不受更大程度整合带来的风险损害、应对市场发展带来的监管挑战和保障整合市场中零售消费者权益的需要也是 FSAP 所关注的重要问题。

从总体上来讲，FSAP 下的投资服务和证券提议主要围绕批发市场、零售市场、审慎规则和监管以及最优金融市场更广泛的条件等方面。具体来讲，此类提议包括：修订《投资服务指令》以确保其相互承认规则能更有效的运作，进一步明晰那些不尽如人意且导致重复监管的商业行为制度，并更新其证券贸易市场规定，同时在监管的同时将诸如市场间竞争的加剧和管理终端系统的交付使用等市场发展因素考虑在内；改革信息披露制度，以确保在跨境资本募集中使用统一的招股说明书；采用防止市场违规操作制度；修订集合投资计划，以便于更新投资的限制性规则；制定上

市公司收购制度；推行统一国际账目标标准；处理通过诸如金融服务远程销售这类方式提供的跨境投资服务中消费者权益保护的问题；强化各监管人员间的合作。

（二）FSAP 的贯彻实施

欧洲金融市场的变化和发展对新环境下的欧洲监管机制提出了新的要求。从某种程度上来讲，FSAP 正是欧洲金融市场不断变化发展的产物，该计划为欧洲金融市场的发展和监管体制的完善提供了良好的借鉴。事实上，上述计划在实际中的实施与适用情况较为良好，截止到 2004 年底，共有 39 项措施得到了实施。

然而我们应当注意的是，要想顺利实施上述行动计划并不是一件容易的事，其需要一系列因素之间的相互作用和配合，尤其需要各成员国就多方利益的有效整合与协调达成政治、市场和制度上的高度一致。在实际中，上述成果主要得益于以下因素的促进和保障：首先，欧委会在相关文件中就该计划对推动一体化进程的作用作了较为详细的阐述，且当时欧洲证券投资服务市场需要进行深层次的协调与整合，由此欧洲各方面都对此予以了热切的关注与支持。其次，欧洲委员会所实行的日常监管程序也对该计划的顺利实施起到了较大的推动作用。与此同时，来自数任欧洲理事会政治上的大力支持也给上述计划的顺利实施带来了强劲的动力。

此外，欧洲方面在 2000 年设立的里斯本欧盟理事会也通过相关决策和措施，进一步推动了上述计划的实施和欧洲证券投资市场的协调与整合。里斯本欧盟理事会在其所作出的决议和相关调查结论中强调，大宗金融市场需求的成长带动了整个经济的发展，而金融市场整合程度的加深将为金融活动提供更广的选择余地和可用途径。在当时的环境下，欧洲证券市场整合的作用日益显现。里斯本欧盟理事会同时还强调了证券市场在促进发展和就业上的决定性作用，并将整合程度、效率以及稳定性确定为评价欧盟证券市场运行表现的基准。此外，国家流动资金在统一市场中的共享将使得私人的储蓄余钱得到最大限度的有效利用，其在某种程度上起到了补充法定公积金计划的作用，并为企业提供了一种银行贷款之外的更具灵活和竞争性的选择途径，这样一来就能够增加投资者的数量，并通过价格竞争来实现交易成本的最低化，进而促进欧洲经济的增长和就业率的增加。

最后，欧洲方面于 2001 年 2 月发布的莱姆法鲁西报告也是 FSAP 顺利推行的一大促进因素。2000 年 7 月，欧洲理事会授权成立了证券投资监管领域的市场监管委员会，时任主席为亚历山大·莱姆法鲁西男爵。当时该委员会的主要任务在于，对欧洲证券和投资服务市场的整合状态进行评估，并经过调查研究以确定如何对欧洲证券投资市场监管机制进行有效

的调整，以应对金融市场的新变化与监管的新需求。此外，为了推动欧洲证券市场的进一步协调整合，该委员会还应当提出一系列具体的调整建议和意见。从某种意义上讲，该委员会的研究发现更多的是一种指责和批判，该委员会的研究和调查结果明确指出了欧洲当时的监管协调整合机制所存在的不足，特别是相关立法在效率和适应性方面存在较大的弊端，假使不采取措施完善监管框架，打开国内市场并修改立法程序，那么欧洲经济发展、就业和市场的繁荣都将受到不利的影响，而作为整体的欧盟也将将在与世界其他国家所进行的相应竞争中失去优势地位。同时，整个欧洲还将失去实现和强化欧元地位并深化欧盟整合的大好机会。

假使欧洲方面采取了积极的监管整合措施，那么欧洲金融市场的整合程度将大大提高，资本和金融服务在整个共同市场中流动的自由度也将大幅度提升。从微观经济层面上来讲，这将使得欧盟商业能在融资活动中接触到实力雄厚的资本集团，而欧盟储蓄的资本供应将得以和欧盟商业的资本需求相匹配。与此同时，消费者们将能够从最佳的供应方处更好地购买金融服务和证券。而从宏观经济层面上来看，该报告提供了更多能够提高资本生产力、增加劳动力、促进 GDP 增长以及创造更多就业机会的有效途径。

在肯定现有成就的同时，该报告还指出了当时建立统一证券市场所面临的冲击和挑战，这其中就包括：阻碍相互认可规则运行的统一监管制度中的缺口、效率低下的监管系统、规则执行上的矛盾反复、清算结算系统的低效率、法律制度的差异性（例如在如何处理破产程序上的差异）、税收差异、为了庇护本地供应商及国内市场而以各种创造性方法表现出来政治障碍、对外贸易壁垒，以及像企业文化这样的文化差异和诸如在公司治理、信息披露和竞争重要性上不同的处理方法等对监管的不同态度。而该报告最为担心的问题在于，现有的立法程序框架过于陈旧且缺乏灵活性与适应性，没有办法针对金融环境的变化采取及时的应对和改革措施。

从总体上来讲，莱姆法鲁西报告在很大程度上准确地发现了当时欧洲证券投资服务监管框架所存在的问题，并提出了一系列具有适用性的合理化建议。对此，2001 年的斯德哥尔摩欧盟会议表示了充分的支持，该理事会进一步强调了金融市场在整个欧盟经济中所扮演的重要角色，并呼吁欧洲方面尽快建立起高效且充满灵活性的欧洲证券投资服务市场以及相应的监管框架。然而在实际操作运行中，此种新框架的改革以及欧洲证券市场一体化的进一步发展还将面临诸多潜在的威胁和挑战，而这就需要欧洲各成员国在相关领域积极合作，达成欧洲层面上的一致意见，并采取相应的应对措施。

三、欧洲层面上的协调与整合

(一) 监管整合与监管竞争

随着欧洲金融市场整合进程的不断推进,对于欧洲金融市场的监管越来越需要来自欧洲层面上的干预;而反过来说,欧洲层面的干预(包括授权欧洲层面的机构以及设定统一协调性的法律规定)对于欧洲证券市场的一体化整合发展也具有重大的影响。因此,我们在探讨欧洲证券监管问题的时候应当分外重视欧洲层面整合程度以及具体方式等因素对市场的影响。所谓规则的协调整合就是指(对欧洲证券监管而言),欧洲立法者和决策者在整个欧洲的层面上制定相应的规则以约束和指导各成员国规则之间存在的分歧。而通常来说,在通过单个成员国的监管行为无法应对市场失灵的情况下,或者是在考虑到整合的成本后认为进行规则协调整合将带来福利增长的情况下,就需要此种欧洲层面上的干预和协调整合。^①我们通常所指的典型的市场失灵包括贸易保护障碍、复合机制带来的监管费用和低效率,以及像在这场金融危机中所暴露的、因为一国监管(或不监管)而给另一国带来的负外部效应。

在证券监管领域,往往需要面对中介机构、投资人等主体的市场活动所产生的诸如欺诈、系统性风险以及监管成本和执法风险跨境外部性等多方面的冲击,这就需要在整个欧洲层面上进行适当的协调整合。除此以外,整合还能够增强监管制度间的信任并限制成员国国内监管人员对非本国市场的参与者适用本国监管规则的范围。尽管整合将对各国监管机制的协调和统一起到巨大的作用,从而成功地推动欧洲证券监管市场的一体化发展,但与此同时我们还应当注意的是,要形成此种类型的一体化整合规则往往需要经过较为缓慢的过程,同时还必须就相关问题在政治上达成一致。另外,就目前欧洲证券市场的发展速度来看,上述新的一体化标准很有可能在刚一投入实际适用就因无法满足现实的需求而被迫被废止。

而在实际中,上述情况正在发生着微妙的改变,国际标准制定主体逐步拥有了相应的一体化的协调性职权。此类主体就包括了国际证券委员会组织(IOSCO)和国际会计准则理事会(IASB),这对包括欧盟证券监管在内的国内和地方性的制度都将产生巨大的影响。与此同时,这种整合性的规定还能有效约束成员国在国家层面上的监管革新,限制市场为了针对不同市场参与者和交易情况而苛加过度费用并修改其本国监管要求。另外

^① Farrarini, G., 'Securities Regulation and the Rise of Pan-European Securities Markets: An Overview', in Ferrarini, G., Hopt, K., and Wymeersch, E. (eds.), *Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-border Translations, Listed Companies and Regulation* (2002) 249.

需要注意的是,这种协调性机制相比于传统的法律来说,将面临来自灵活性和适应性方面的更大挑战。由于涉及的监管范围和领域较为广阔,因此这种整合规则制定容易受到“俘获理论”和有发言权以及影响力的利益集团的冲击,同时该机制本身也会因设置过于复杂、成本过高、适用和修改过于僵化等原因而受到各方的质疑。此外,制定此类整合性规则主体本身的能力和执行状况也将对该机制的有效性产生重大的影响,一旦制定此类整合规则的主体本身职能或责任基础不明确,那么出现上述问题和风险的可能性就进一步增加。同时,受到国家强制制度和国内规则的影响,此种整合的程度往往不够充分,同时还有可能带来监管成本上升以及公共选择等多方面的风险。

由此可见,整合性的监管机制在实施过程中将会面临诸多的困难和挑战。为了进一步提高监管的有效性和适应性,欧洲方面在实际操作中通常需要其他替代性的机制加以补充和完善。就欧洲现存的监管情况而言,还存在着另一种能有效促进跨境金融活动的替代性机制——监管竞争机制。从原则上来讲,协调整合所追求的、消除障碍的目标同样可以通过政府间监管竞争的方式来实现。这种竞争性的监管模式还具有一系列其他的优点,尤其是在欧盟以及公司法联邦化之后的美国。^① 具体来讲,要建立良好的竞争监管模式首先必须处理好监管套利问题,同时还应当敏锐地发觉并确定各监管制度之间的不同特点。在各成员国监管制度存在不同程度差异的背景下,竞争监管模式假定消费者都会选择符合他们价格和质量要求的产品和服务。在实际中,企业家们往往会选择将企业迁址到具有更高效监管制度的国家境内;从投资人自身利益考虑的角度来看,投资人往往会倾向于将他的资金投向最能实现风险与回报平衡关系的国家或地区。

与此同时,从现实中的作用来讲,监管竞争模式能够在一定程度上缓解信息不对称的问题,同时该机制还允许信号从市场传达到监管人员,这样一来就进一步提高了监管干预的质量。此外,监管竞争还能够有效降低出现规制俘获的风险,还将进一步提高监管模式的灵活性和适用性,并能够反应更为多样的利益诉求,允许监管创新和选择,且能阻止政府扩张性的监管倾向。除此以外,竞争性的监管机制还能有效降低监管成本,而监管成本的降低则将有利于该国吸引更多的金融市场参与者和投资者。

我们在肯定监管竞争机制优点的同时,还应当清晰地认识到该机制所存在的不足。我们在采用监管竞争机制的情形下,鉴于其对信息披露方面统一标准所带来的利益,外部性和对第三人的侵害风险,以及保护性障碍将仍旧存在风险等因素的存在,此种监管方式将极有可能会产生监管环境

^① Bainbridge, S, *The Creeping Federalization of Corporate Law* (2003), p. 26.

不确定和监管重复等诸多方面的风险。^① 此外，在确定具体的监管强度的时候，此种监管竞争机制还将面临严峻的考验。我们知道由于投资者保护规则、政府对监管的态度以及利益相关人保护等因素的存在，在监管竞争机制下往往会发生“逆向竞争”或“向上竞争”。但是一般而言，考虑到市场参与者倾向于选择那些有助于市场稳定性而不会吓退投资人的平衡监管制度，证券监管竞争不大会导致“逆向竞争”。例如，关于招股信息披露和交叉上市的大量研究文献表明，市场参与人员寻求着高标准，债券动态会刺激发行人在监管好的证券交易所交叉上市。监管竞争还有可能造就一种新的监管模型，这种模型包含着不同的监管标准修改制度，以标准的修改来吸引不同类型的证券和投资服务业务。然而，由于路径依赖关系、国家想要参与竞争的意愿和市场失灵（市场失灵要求要有以统一的一般性规则形式表现出来的干预）的缺乏等一系列因素的影响，有效的监管竞争还需要一系列条件的支持和保证，这其中就包括市场参与者的流动性和他们选择不同监管制度的能力、投资人漠视监管选择的相关意愿和能力（这将加剧其风险）、监管人员得以从市场参与者处破解出市场信号的程度和他们在政治上倾向于起作用的程度。

（二）FSAP 后的监管机制及其风险

通过对欧洲证券监管中的监管竞争和整合所进行的相关描述，我们已经对欧洲证券市场及其监管机制的优点与不足有了初步的认识。而实际上，欧洲各界已经就监管竞争和监管整合两种不同方案展开了激烈的讨论，相当一部分学者认为相比于监管整合机制来说监管竞争具有一些独特的优势。这种观点在十八世纪八九十年代主导了欧洲证券投资监管的发展，并进一步滋生了一种以相互认可、最低标准整合和母国管理制度为基础的混合模式。

事实上，在选择监管模式的时候往往会涉及欧盟方面进行干涉的风险，欧洲方面在针对监管竞争和整合进行谈论的时候主要围绕由谁来担当欧共体证券市场法律制定者的问题。值得注意的是，学术界越来越倾向于以公司法的视角来研究这一问题，研究监管竞争和整合的动态和风险，而这也获得了来自欧盟法院针对有关公司竞争问题所作出判决的大力支持。

如今，欧盟证券监管范围和欧盟资本市场（随着欧盟资本市场参与人员数量的日益增多，相关风险也在不断地增大）性质已经发生了较大的变化，证券监管权已经集中到了欧洲层面监管机构的手中，可以说欧盟已经成为了整个欧洲证券市场的总体监管者。在新的环境条件下，欧盟证

^① Choi, S., Law, Finance, and Path Dependence: *Developing Strong Securities Markets* (2002), available at <http://ssrn.com/abstract=299386> (also published in (2002) 80 Texas LR 1657), p. 56.