中華民國信託業商業同業公會委託計畫

歐洲中期發行計畫
（EMTN）制度之研究

委託單位：中華民國信託業商業同業公會
執行單位：萬國法律事務所
范瑞華律師
黃舒瑜律師

中 華 民 國 100 年 12 月 15 日

報告本文

◎法令名稱及使用之縮寫：

「公開說明書指令」（Prospectus Directive, PD）

「公開說明書指令 2010 年修正指令」（Prospectus Directive Amendment Directive, PDAD）

「公開說明書指令施行規範」（Prospectus Directive Implementing Regulation, PDIR）

「金融工具市場指令」（Markets in Financial Instruments Directive, MiFID）

◎大綱

壹、歐洲中期發行計畫之基本概念及整體法令架構..... 4

一、概說..... 4

二、適用產品..... 6

三、小結..... 8

貳、公開說明書之準備及審查..... 9

一、準備公開說明書之義務及例外..... 9

（一）發行人作成公開說明書的義務..... 9

（二）作成義務之例外..... 9

（三）公告義務之例外..... 13

（四）小結..... 17

二、公開說明書之基本規定..... 17

（一）原則規定..... 17

（二）公開說明書之摘要..... 19

（三）摘要及關鍵資訊..... 20

（四）公開說明書摘要之警語..... 21

（五）發行計畫下之基礎公開說明書..... 22
（六）小結..... 23
三、公開說明書的效期..... 23
四、公開說明書的格式及應記載事項..... 24
（一）原則規定..... 24
（二）公開說明書格式及應記載事項概要舉例..... 26
（三）基礎公開說明書及最終條款應記載的最低資訊..... 32
（四）基礎公開說明書及最終條款的格式..... 33
五、可不必揭露的資訊..... 35
六、公開說明書之補充..... 36
七 、小結 37
參、歐洲中期發行計畫申請註冊核准之程序..... 39
一、註冊國的決定..... 39
二、有關主管機關的規定..... 42
三、公開說明書的核准..... 43
（一）核准之規定..... 43
（二）公開說明書之公告及廣告..... 44
（三）最終條款的公告..... 46
（四）發行債券額度之控制..... 46
四、跨國發行之公開說明書之效力..... 47
五、申請核准註冊流程圖..... 48
六、小結..... 49
肆、歐洲中期發行計畫下所能發行的產品與投資人分類..... 50

一、「金融工具市場指令」的分類..... 50
二、英國法有關金融行銷的規定..... 53
三、小結..... 53

伍、美國證券法令下之中期發行計畫..... 55
一、證券註冊及提前註冊的規定..... 55
二、證券法下之豁免交易..... 57
三、Regulation D之豁免..... 58
四、境外銷售的例外..... 59
五、向機構性投資人銷售之例外..... 61
六、特定銀行商品證券經紀商之豁免..... 62
七、小結..... 63
陸、結論..... 64
參考文獻..... 66

壹、歐洲中期發行計畫之基本概念及整體法令架構

一、概說

1.一般而言，所謂的「歐洲中期發行計畫」（Euro medium-term note programme, EMTN），係指中期發行計畫的一種，其名稱雖有「歐洲」，但一般係泛指在美國以外的國家所註冊及發行之中期發行計畫，與歐洲美元（euro dollars）的名稱相仿，因此其應用並不限於歐洲，但歐洲為此類中期發行計畫最主要之發行地區。

2.此類中期發行計畫最早係於 1970 年代出現，其「中期」之名係由於發行計畫多半係用作短期融資（例如商業本票）或長期融資外的其他融資選項而來。早期透過中期發行計畫發行的金額有限，至 1981 年僅有大約美金八億元，且主要係由汽車融資公司所使用，最早的使用者即為通用汽車的融資部分（即General Motor Acceptance Corporation），其目的在於利用中期發行計畫發行一系列的非股權類之有價證券，以期能有效地支應該公司對消費者或經銷商的貸款，可有助於解決利用商票本票（效期常過短）或長期債券（成本可能過高）融資所產生的問題；但從 1980 年代開始，美國的其他大型公司行號及投資銀行逐漸開始利用中期發行計畫來作為債務融資的工具，1992 年美國聯邦證管會亦通過第 415 號規則來規範所謂的「提前註冊」（shelf registration）(或譯為暫時擱置註冊)(詳後第伍章所述)，此亦有助於明確化中期發行計畫的規範基礎，並節省文件準備的成本；至 1990 年代，中期發行計畫的使用已擴大至歐洲及美國以外的市場，至 1992 年，國際上透過中期發行計畫的總發行量已超過美金二千八百三十億元[1]。中期發行計畫的使用，已改變許多公司融資及投資的方式，近年來，由於衍生性金融商品市場的發展，中期發行計畫亦常結合衍生性商品而作為發行結構型債券或權證之用。

3.於歐盟境內，歐洲中期發行計畫的主要規範依據為歐盟於 2003 年所頒布之「公開說明書指令」（Prospectus Directive, PD[2]），並於 2010 年修訂（Prospectus Directive

[1] 見< http://www.thefreelibrary.com/Anatomy+of+the+medium-term+note+market-a014355426>。
[2] Prospectus Directive 2003/71/EC (“PD”).

Amendment Directive, PDAD）[3]。「公開說明書指令」的目的乃在歐洲創造有關公開說明書的單一機制，以規範在歐洲經濟體內有價證券發行前公開說明書之內容、格式、核准程序、公告的要求等規定，並有利於「單一護照」（single passport）的概念的應用。又由於該指令僅具有指令的性質，其規定並不可直接適用成為各國的內國法，而須經歐盟各會員國依該指令的規定修訂各國本國的規定後方為適用[4]，但各國的法律大體皆應與「公開說明書指令」的規定內容相仿。例如，英國亦係歐盟之會員國之一，英國法應受歐盟相關指令的規範，因此英國所設立發行的中期發行計畫，與其他歐盟會員國所發行的中期發行計畫應屬相同。此外，為協助各會員國落實「公開說明書指令」的內容，於 2004 年，依「公開說明書指令」第 24 條的授權，歐盟另制定「公開說明書指令施行規範」（Prospectus Directive Implementing Regulation, PDIR）[5]。

4. 所謂「發行計畫」（offering programme），依「公開說明書指令」的定義，指的是「一個以發行非股權有價證券（包括任何形式的權證），且該計畫下將發行之有價證券具有相似的形態或種類，且在一指定的發行期間內，以一個持續且重覆性的方式發行的計畫」（a plan which would permit the issuance of non-equity securities, including warrants in any form, having a similar type and/or class, in a continuous or repeated manner during a specified issuing period）[6]。同時，所謂的「持續且重覆的發行的有價證券」（securities issued in a continuous or repeated manner），係指至少在十二個月的期間之內，至少有二次單獨的發行，且發行的有價證券屬相似的形態或種類（issues on tap or at least two separate issues of securities of a similar type and/or class over a period of 12 months）[7]。

5. 設立「中期發行計畫」之最大優點則為，發行人不必每次發行皆重新準備一份公開說明書及相關文件，而可選擇申請核准註冊一基礎公開說明書（Base Prospectus）[8]之後，

[3] Amendment Directive 2010/73/EC (“PDAD”).
[4] 例如，英國之 2005 年公開說明書規範（Prospectus Regulations 2005）。
[5] Commission Regulation No 809/2004.
[6] PD Article 2(1)(k).
[7] PD Article 2(1)(l).
[8] 亦有翻為「基礎計畫說明書」，見中華民國信託業同業公會 2011 年 4 月 6 日中託查字第 1000000247 號函。

視有價證券不同發行時間，再準備不同的定價文件（pricing statement）或發行文件（offering circular）(於法令中稱為「最終條款」(final terms))，記載該次發行之債券的條款即可，此有助於發行人節省發行成本，而不必每次發行皆再準備整套的公開說明書文件，亦可節省主管機關審查的成本。且對美國的公司而言，成立歐洲中期發行計畫，可協助該公司在美國以外的地方募集資金。

因此，歐盟之「公開說明書指令」中，直接載明可提供較簡易迅速的註冊以及公開說明書格式，以利後續發行。其中，「公開說明書指令」中即明言，該指令提供一種較快速的審核程序，予已被允許於交易所交易，且常常在歐盟境內募集資金之發行人，但發行計畫之發行人須填具另一種新格式的公開說明書以及新的註冊文件流程。不過，發行人也可以選擇不使用這些新的格式而仍提出單一文件之公開說明書（Fast-track procedures for issuers admitted to trading on a regulated market and frequently raising capital on these markets require the introduction at Community level of a new format of prospectuses for offering programmes or mortgage bonds and a new registration document system. Issuers may choose not to use those formats and therefore to draft the prospectus as a single document.）[9]。

二、適用產品

1. 歐洲中期發行計畫最主要適用的產品對象為非股權之證券，此可由「公開說明書指令」前言第 13 項之規定，即依一發行計畫（offering programme）或依一發行計畫持續且重覆地發行，相似或相同形態或種類之非股權性質的有價證券（包括認股權證及其他種類的憑證等)，該等有價證券不僅僅限於特定相同的有價證券，並包括依大致相同的條款規範所發行之同類型有價證券；又該等有價證券亦可包括相同計畫下之相同或不同的產品（例如：債券、憑證及權證等)；而且該等有價證券可能包含不同的特色（例如：取償的優先順位、決定回贖金額的方式或利息給付）等（Issuance of securities having a similar type and/or class in the case of non-equity securities issued on the basis of an offering programme, including warrants and certificates in any form, as well as the case of securities issued in a continuous or repeated manner, should be understood as covering not only identical

[9] PD preamble paragraph (23).

securities but also securities that belong in general terms to one category. These securities may include different products, such as debt securities, certificates and warrants, or the same product under the same programme, and may have different features notably in terms of seniority, types of underlying, or the basis on which to determine the redemption amount or coupon payment.）[10]。

2.其次，在「公開說明書指令施行規範」中進一步規定，只有下列型態的證券，才能利用中期發行計畫及基礎公開說明書的方式來發行（Only the following categories of securities may be contained in a base prospectus and its related final terms covering issues of various types of securities）[11]：

(1)資產證券化證券（asset backed securities）；

(2)認購或認售（股份）之權證（warrants falling under Article 17 ）;

(3)依「公開說明書指令」第 5(4)條規定之非股權有價證券（non-equity securities provided for under point (b) of Article 5(4) of Directive 2003/71/EC）；

(4)其他所有非股權有價證券，包括非屬於(2)之認購或認售（股份）權證（all other non-equity securities including warrants with the exception of those mentioned in point (2)）。

至於前述所謂依「公開說明書指令」第 5(4)條規定之「非股權有價證券」，則包括：

(a)依一發行計畫所發行之非股權的有價證券，包括任何形式的權證（non-equity securities, including warrants in any form, issued under an offering programme）；

(b)由銀行或信貸機構以具持續性或重覆性的方式所發行的非股權有價證券（non-equity securities issued in a continuous or repeated manner by credit institutions），且

(i)所發行之證券所取得的金額，視各國的規定，係被用於支應該證券至到期日前所衍生之債務使用（where the sums deriving from the issue of the said securities, under national legislation, are placed in assets which provide sufficient coverage for

[10] PD Preamble Item (13).
[11] PDIR Article 22(6).

the liability deriving from securities until their maturity date）；或

(ii)在該銀行或信貸機構破產時，發行所取得的金額可優先作為償付到期之本金或利息，且無損於依歐盟 Directive 2001/24/EC 指令有關銀行重整或解散之相關規定（where, in the event of the insolvency of the related credit institution, the said sums are intended, as a priority, to repay the capital and interest falling due, without prejudice to the provisions of Directive 2001/24/EC of the European Parliament and of the Council of 4 April 2001 on the reorganisation and winding up of credit institutions）。

三、小結

依前述說明可知，以類似歐洲中期發行計畫之發行計畫籌資的雛形已於 1970 年出現，且因採此發行計畫具有使發行人發行一系列的非股權之有價證券，節省每次需重新準備文件之費用及勞務等成本，所以逐漸被廣泛利用。而在法規範面，除美國另訂有提前註冊的規範，歐盟亦分別在 2003 年與 2010 年頒佈、修訂「公開說明書指令」，及為落實該指令內容授權制定「公開說明書指令施行規範」，作為各會員國修訂其內國法規之依據參考。

貳、公開說明書之準備及審查

一、準備公開說明書之義務及例外

(一)發行人作成公開說明書的義務

依「公開說明書指令」的定義，所謂的「發行人」（issuer）是指「發行或準備發行有價證券之法律主體」（a legal entity which issues or proposes to issue securities）[12]。在公司法法下每家公司皆具「獨立法人格」的前提下，必須先確定「發行人」的身分，若分行僅係總行的分支機構而非獨立的子公司，則發行人之認定，應以總行為準；反之，若分行係獨立的子公司，則應以該子公司為認定標準。而所謂的「資金募集者」（person making an offer, offeror）則指「提供有價證券予公眾之法律主體或個人」（a legal entity or individual which offers securities to the public）[13]。

依「公開說明書指令」的規定，原則上，除非發行人有依本指令規定作成及公告公開說明書，否則不得在會員國境內為任何證券的公開發行（Member States shall not allow any offer of securities to be made to the public within their territories without prior publication of a prospectus.）[14]。同時，在中期發行計畫的情形，由於基礎公開說明書（base prospectus）必須搭配各檔發行的具體最終條款（final terms），因此，若最終條款並未附在基礎公開說明書或其任何補充文件內時，則最終條款應於後續各該次公開發行時儘速提供予投資人及向主管機關申報，並儘可能在發行開始前提早為之（If the final terms of the offer are not included in either the base prospectus or a supplement, the final terms shall be provided to investors and filed with the competent authority when each public offer is made as soon as practicable and if possible in advance of the beginning of the offer.）[15]。

(二)作成義務之例外

[12] PD Article 2(1)(h).
[13] PD Article 2(1)(i)
[14] PD Article 3(1) & (3).
[15] PD Article 5(4).

1.於符合下列例外情形時，發行人無作成公開說明書的義務[16]：

(a)僅係向「適格投資人」所發行的證券（an offer of securities addressed solely to qualified investors）；或

(b)除適格投資人外，在每一會員國發行之對象少於 150 人（含自然人及法人）（an offer of securities addressed to fewer than 150 natural or legal persons per Member State, other than qualified investors）[17]；或

(c)發行對象之投資人，每人每次發行所認購的金額超過歐元十萬元（an offer of securities addressed to investors who acquire securities for a total consideration of at least EUR 100,000 per investor, for each separate offer）[18]；或

(d)發行的證券每單位金額最少為歐元十萬元（an offer of securities whose denomination per unit amounts to at least EUR 100,000）[19]；或

(e)總發行證券金額在十二個月的期間內少於歐元十萬元（an offer of securities with a total consideration of less than EUR 100,000, which limit shall be calculated over a period of 12 months）。

2.「公開說明書指令」並規定，前述 1.所列的證券嗣後若有轉售（resale）時，即視為單獨的發行，以資判斷是否為向公眾發行之有價證券（亦即，是否需準備公開說明書）[20]。但於 2010 年修訂中亦澄清，就已發行之證券的轉售或原本該證券係透過金融中介機構來募集（placement）時，若原本已現存有依第 9 條規定有效的公開說明書，則會員國不得再要求額外的公開說明書[21]。

3.再者，前述 1.所謂的適格投資人（qualified investors），依 2003 年版的「公開說明

[16] PD Article 3(2), amended by PDAD Article 1(3)(a).
[17] 原本為 100 人，於 2010 年調高為 150 人。
[18] 原本為五萬歐元，於 2010 年調高為十萬歐元。
[19] 原本為五萬歐元，於 2010 年調高為十萬歐元。
[20] PD Article 3(2).
[21] PDAD Article 1(3)(a)(ii).

書指令」第 2 條第(1)(e)項規定的定義，包括[22]：

(1)經授權核准在金融市場運作的金融機構，包括信貸機構、投資事業、或其他經核准或規範的金融機構、保險公司、共同投資計畫及其管理公司、退休金計畫及其管理公司、貨品交易商、及其他雖未經核准或規範但其企業目標僅限於投資證券的事業（legal entities which are authorised or regulated to operate in the financial markets, including: credit institutions, investment firms, other authorised or regulated financial institutions, insurance companies, collective investment schemes and their management companies, pension funds and their management companies, commodity dealers, as well as entities not so authorised or regulated whose corporate purpose is solely to invest in securities）；

(2)國家或地區政府、中央銀行、國際或超國界組織（例如國際貨幣基金、歐洲中央銀行、歐洲投資銀行或其他類似的國際組織等）（national and regional governments, central banks, international and supranational institutions such as the International Monetary Fund, the European Central Bank, the European Investment Bank and other similar international organisations）；

(3)其他不符合本條第(f)項三項條件中之二項以上的事業（other legal entities which do not meet two of the three criteria set out in paragraph (f)）[23]；

(4)視會員國間是否有相互承認，會員國可選擇決定是否將符合本條第 2 項的條件之自然人列為適格投資人（certain natural persons: subject to mutual recognition, a Member State may choose to authorise natural persons who are resident in the Member State and who expressly ask to be considered as qualified investors if these persons meet at least two of the criteria set out in paragraph 2）；

(5)視會員國間是否有相互承認，會員國可選擇是否將在該會員國有主營業所之中小企業，經其主動要求後，列為適格投資人（certain SMEs: subject to mutual recognition, a Member State may choose to authorise SMEs which have their registered office in that Member State and who expressly ask to be considered as qualified

[22] PD Article 2(1)(e).

[23] 第(f)項之規定內容，請見下頁第 3-1 點之說明。

investors）[24]。

3-1.前述 3. 中所謂的中小企業（small and medium-sized enterprises, SMEs），指的是符合下列三個條件中二項以上的公司：(1)平均員工人數少於 250 人、(2)資產負債表總值少於歐元四千三百萬元、及(3)年度收益未超過歐元五千萬元（companies, which, according to their last annual or consolidated accounts, meet at least two of the following three criteria: an average number of employees during the financial year of less than 250, a total balance sheet not exceeding EUR 43,000,000 and an annual net turnover not exceeding EUR 50,000,000）[25]。

3-2. 又前述 3. 所稱之自然人部分，一方面固然必須視會員國間是否有相互承認，另一方面，依「公開說明書指令」的規定，將自然人列為適格投資人的條件為：

(a)投資人在證券市場上已進行過相當規模的交易，且交易頻率至少須在前四季中平均每季有十次以上之交易（the investor has carried out transactions of a significant size on securities markets at an average frequency of, at least, 10 per quarter over the previous four quarters）；

(b)投資人的證券投資組合超過歐元五十萬元（the size of the investor's securities portfolio exceeds EUR 0.5 million）；

(c)投資人在現在或過去，曾在金融產業中且須具備證券投資知識的專業職位上，工作超過一年以上（the investor works or has worked for at least one year in the financial sector in a professional position which requires knowledge of securities investment.）。

3-3. 但經 2010 年修訂之後，前述之適格投資人基本上與「金融工具市場指令」附件二所列適格投資人第 1 項至第 4 項，或依「金融工具市場指令」附件二視為係專業客戶（professional client）/適格相對人（eligible counterparty）之人（除非經其請求改列為非

[24] 須注意，於第(4)及(5)項的情形，原本有規定會員國主管機關必須確保有一適當的機制來註冊被列為適格投資人的自然人或中小企業，並應確保其資訊的安全，而此註冊機制應提供予所有的發行人，同時，該自然人或中小企業並應有選擇退出的機會（Each competent authority shall ensure that appropriate mechanisms are in place for a register of natural persons and SMEs considered as qualified investors, taking into account the need to ensure an adequate level of data protection. The register shall be available to all issuers. Each natural person or SME wishing to be considered as a qualified investor shall register and each registered investor may decide to opt out at any moment.）。見PD Article 2(3)，但本規定已於 2010 年刪除，見PDAD Article 1(2)(b)。

[25] PD Article 2(1)(f).

專業客戶）[26]相仿。

(三)公告義務之例外

1.另一方面，在符合特定規定之情形下，就公開發行的證券（offers of securities to the public），發行人亦例外無公告（publish）公開說明書的義務[27]：

(a)所發行的新股係代替原本已發行的同一種類股票，且發行的新股並未涉及公司資本額的增加時（shares issued in substitution for shares of the same class already issued, if the issuing of such new shares does not involve any increase in the issued capital）；

(b)所發行的證券與換股購併有關，但前提為發行人已另準備一載明相關資訊的文件，且該文件係主管機關依歐盟法令視為等同於公開說明書（securities offered in connection with a takeover by means of an exchange offer, provided that a document is available containing information which is regarded by the competent authority as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Community legislation）；

(c)所發行的證券與企業購併有關，但前提為發行人已另準備一載明相關資訊的文件，且該文件係主管機關依歐盟法令視為等同於公開說明書（securities offered, allotted or to be allotted in connection with a merger, provided that a document is available containing information which is regarded by the competent authority as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Union legislation）；

(d)以新股形式發行予現有的股東的股利，但前提為發行人已另準備一文件記載此些股票的數量、性質及發行的理由（dividends paid out to existing shareholders in the form of shares of the same class as the shares in respect of which such dividends are paid, provided that a document is made available containing information on the number and nature of the shares and the reasons for and details of the offer）[28]；

[26] PDAD Article (1)(2)(a)(i).
[27] PD Article 4(1).
[28] Replaced by PDAD Article 1(4)(a)(i).

(e)所發行的證券，係由公司雇主或關係企業發行予現任或前任的董事或員工，但前提為發行人在歐盟國家設立公司總部或註冊主營業所另已準備一文件記載此些股票的數量、性質及發行的理由（securities offered, allotted or to be allotted to existing or former directors or employees by their employer or by an affiliated undertaking provided that the company has its head office or registered office in the Union and provided that a document is made available containing information on the number and nature of the securities and the reasons for and details of the offer）[29]。

2. 其次，就有價證券的上市交易，若該證券符合下列情形之一者，則發行人亦可免於公告公開說明書的義務[30]：

(a)在十二個月的期間內，上市交易的股票數僅達代表同一種類的股份總數不到百分之十者（shares representing, over a period of 12 months, less than 10 per cent of the number of shares of the same class already admitted to trading on the same regulated market）；

(b)所發行的股票係代替同一種類在相同交易所已允許上市交易的股票，且該新股並未涉及公司資本額的增加（shares issued in substitution for shares of the same class already admitted to trading on the same regulated market, if the issuing of such shares does not involve any increase in the issued capital）；

(c)所發行的證券與換股購併有關，但前提為發行人已另準備一載明相關資訊的文件，且該文件係主管機關依歐盟法令視為等同於公開說明書（securities offered in connection with a takeover by means of an exchange offer, provided that a document is available containing information which is regarded by the competent authority as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Community legislation）；

(d)所發行的證券與企業購併有關，但前提為發行人已另準備一載明相關資訊的文件，且該文件係主管機關依歐盟法令視為等同於公開說明書（securities offered,

[29] Replaced by PDAD Article 1(4)(a)(i).
[30] PD Article 4(2).

allotted or to be allotted in connection with a merger or a division, provided that a document is available containing information which is regarded by the competent authority as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Union legislation）[31]；

(e)所發行的股票係無償發行予現有的股東，包含以新股形式發行的股利，但前提為發行人已另準備一文件記載此些股票的數量、性質及發行的理由，且所發行的新股與原本上市的股票同類（shares offered, allotted or to be allotted free of charge to existing shareholders, and dividends paid out in the form of shares of the same class as the shares in respect of which such dividends are paid, provided that the said shares are of the same class as the shares already admitted to trading on the same regulated market and that a document is made available containing information on the number and nature of the shares and the reasons for and details of the offer）；

(f)所發行的證券，係由公司雇主或關係企業發行予現任或前任的董事或員工，但前提為發行人已另準備一文件記載此些股票的數量、性質及發行的理由，且所發行的新股與原本上市的股票同類（securities offered, allotted or to be a allotted to existing or former directors or employees by their employer or an affiliated undertaking, provided that the said securities are of the same class as the securities already admitted to trading on the same regulated market and that a document is made available containing information on the number and nature of the securities and the reasons for and detail of the offer）；

(g)因執行附屬於其他有價證券上之轉換權等所發行的股票，且所發行的新股與原本上市的股票同類（shares resulting from the conversion or exchange of other securities or from the exercise of the rights conferred by other securities, provided that the said shares are of the same class as the shares already admitted to trading on the same regulated market）；

(h)已於其他交易所上市交易的有價證券（securities already admitted to trading on another regulated market），但須符合下列<u>所有</u>的條件：

[31] Replaced by PDAD Article 1(4)(b).

(i)該有價證券已在其他交易所上市交易超過十八個月（that these securities, or securities of the same class, have been admitted to trading on that other regulated market for more than 18 months）；

(ii)若係在本指令生效後方允許上市交易的有價證券，其允許上市交易前有審查其公開說明書，並滿足本指令第 14 條規定公告之規定（that, for securities first admitted to trading on a regulated market after the date of entry into force of this Directive, the admission to trading on that other regulated market was associated with an approved prospectus made available to the public in conformity with Article 14）；

(iii)除適用前款的情形之外，若係在 1983 年 6 月 30 日以後允許上市交易的有價證券，其上市文件（listing particular）有依 Directive 80/390/EEC 或 Directive 2001/34/EC 予以核准（that, except where (ii) applies, for securities first admitted to listing after 30 June 1983, listing particulars were approved in accordance with the requirements of Directive 80/390/EEC or Directive 2001/34/EC）；

(iv)已符合在其他交易所繼續交易的持續性義務（that the ongoing obligations for trading on that other regulated market have been fulfilled）；

(v)尋求符合本項規定之人必須以上市地會員國之主管機關所能接受的語言作成、並得公開取得的摘要文件（that the person seeking the admission of a security to trading on a regulated market under this exemption makes a summary document available to the public in a language accepted by the competent authority of the Member State of the regulated market where admission is sought）；

(vi)前款中的摘要文件，必須以符合本指令第 14 條第 2 項的方式作成，且得在尋求上市地之會員國公開取得（that the summary document referred to in (v) is made available to the public in the Member State of the regulated market where admission to trading is sought in the manner set out in Article 14(2)）；及

(vii)摘要的內容必須符合本指令第 5 條第 2 項的規定，且必須載明最新版本的公開說明書及發行人最近申報的財務資訊可於何處取得（that the contents of the summary document shall comply with Article 5(2). Furthermore the document

shall state where the most recent prospectus can be obtained and where the financial information published by the issuer pursuant to his ongoing disclosure obligations is available）。

（四）小結

在歐盟「公開說明書指令」下，發行人原則上均負有製作並公告有關其擬發行證券之公開說明書的義務，除非符合前述（二）（三）之例外豁免規定。但於此仍須重申並非所有上述之豁免規定皆適用於歐洲中期發行計畫，如前所述，因在「公開說明書指令」之下，歐洲中期發行計畫並不適用於具股權性質的有價證券，則如前揭（三）有關發行新股的規定，原則上就歐洲中期發行計畫即無適用之餘地。

二、公開說明書之基本規定

(一)原則規定

◎公開說明書可以單一文件的方式呈現，或分成數份文件組合而成，若係後者，則公開說明書 =註冊文件＋有價證券說明＋摘要。

◎ 依發行計畫發行非股權之有價證券，發行人可選擇準備一基礎公開說明書申請核准註冊。

◎在同一發行計畫之下，如基礎公開說明書並未包括最終條款時，發行人針對每一檔有價證券的發行，須另準備有關該檔發行證券之最終條款，若基礎公開說明書中的資訊有變動時，亦必須補充修訂基礎公開說明書的內容。

1.原則上，依「公開說明書指令」的規定，公開說明書中，視發行人的性質、發行的有價證券性質或是否有上市交易，必須載明「能使投資人可以對資產及債務、財務狀況、利潤或損失、發行人的未來前景、是否有保證人、及有價證券所包含的權利等事項進行判斷之所有必要資訊」（the prospectus shall contain all information which, according to the particular nature of the issuer and of the securities offered to the public or admitted to trading on

a regulated market, is necessary to enable investors to make an informed assessment of the assets and liabilities, financial position, profit and losses, and prospects of the issuer and of any guarantor, and of the rights attaching to such securities.）[32]；且這些資訊必須以容易分析及瞭解的方式呈現（This information shall be presented in an easily analysable and comprehensible form.）[33]。

2.大致上，公開說明書可包含三個主要的成份：註冊文件（registration document）、有價證券說明（securities note）以及摘要（summary note）。發行人可以將公開說明書必須記載的內容，以一份文件或以多份文件的方式呈現，若係以多份文件的方式呈現，則發行人必須將之分為註冊文件、有價證券說明以及摘要等三份文件。其中，註冊文件應包含與發行人有關的資訊，有價證券說明則應包括將被發行或上市之有價證券相關資訊（the issuer, offeror or person asking for the admission to trading on a regulated market may draw up the prospectus as a single document or separate documents. A prospectus composed of separate documents shall divide the required information into a registration document, a securities note and a summary note. The registration document shall contain the information relating to the issuer. The securities note shall contain the information concerning the securities offered to the public or to be admitted to trading on a regulated market.）[34]；摘要則如下第(二)(三)(四)節所述。

3. 此外，若一發行人已先向主管機關提出申請註冊文件（registration document）並經主管機關核准，則該發行人得僅準備有價證券說明（securities note）以及摘要（summary note，見下節）[35]，但有價證券說明及摘要應分開獲得核准（separate approval）[36]。在這種情況下，該有價證券說明必須記載通常在註冊文件中所載之事項，並應包括最近的發展或任何重大變更而足以影響投資人判斷的事項，以及任何依「公開說明書指令」第 16 條所

[32] PD Article 5(1).
[33] PD Article 5(1).
[34] PD Article 5(3).
[35] PD Article 12(1).
[36] PD Article 12(2), amended by PDAD Article 1(12).

規定的補充[37]。然而，若註冊文件尚未經主管機關核准，則發行人仍應依法準備整套的完整文件，以供主管機關核准[38]。

4. 最後，「公開說明書指令」規定公開說明書上應明確記載作成此公開說明書應負責的人員[39]，各國並應確保有相關的民事及行政責任[40]，但除非有誤導、不精確或不一致的情況，準備摘要之人不應僅因該摘要而負民事責任[41]。

(二)公開說明書之摘要

1.就內容上，公開說明書應包含有關發行人及公開發行有價證券等資訊（The prospectus shall contain information concerning the issuer and the securities to be offered to the public or to be admitted to trading on a regulated market.）。這些資訊中應包括一份「摘要」（summary），而該摘要中應以簡短並較不具技術性的用語，表達發行人（及保證人）及發行之有價證券的重要特質與其風險。摘要的語言則必須和公開說明書原始作成的語言相同（It shall also include a summary. The summary shall, in a brief manner and in nontechnical language, convey the essential characteristics and risks associated with the issuer, any guarantor and the securities, in the language in which the prospectus was originally drawn up.）[42]。同時，摘要的格式及內容，必須與公開說明書一起，提供有關將發行的有價證券的重要要素之適當資訊，以協助投資人考慮是否投資（The format and content of the summary of the prospectus shall provide, in conjunction with the prospectus, appropriate information about essential elements of the securities concerned in order to aid investors when considering whether to invest in such securities.）[43]。

2.不過，若公開說明書僅係關於發行單位金額超過十萬歐元的非股權有價證券之上市

[37] PD Article 12(2). Amended by PDAD Article 1(12).
[38] PD Article 12(3).
[39] PD Article 6(1).
[40] PD Article 6(2), amended by PDAD Article 1(6).
[41] PD Article 6(2), amended by PDAD Article 1(6).
[42] PD Article 5(2).
[43] PD Article 5(2), inserted by PDAD Article 1(5)(a)(i).

交易，則除非各會員國另有要求，可不必要準備公開說明書的摘要（Where the prospectus relates to the admission to trading on a regulated market of non-equity securities having a denomination of at least EUR 100 000, there shall be no requirement to provide a summary except when requested by a Member State as provided for in Article 19(4).）[44]。

(三)摘要及關鍵資訊

1.「公開說明書修正指令」將摘要應提供適當資訊之規定更為具體化，並稱為關鍵資訊（key information)，以助投資人決定是否投資之用。其所使用之語言則如前所述，須和原作成公開說明書的語言相同（It shall also include a summary that, in a concise manner and in non- technical language, provides key information in the language in which the prospectus was originally drawn up.）[45]。

2.所謂的「關鍵資訊」（key information），乃指具重要性且經適當架構整理的資訊（essential and appropriately structured information)。因其目的在提供投資人一個概括的理解，以助其瞭解發行人、保證人、及被發行的證券的性質及風險，而在無損於其他摘要規定之前提下，協助投資人考慮是否投資（to be provided to investors with a view to enabling them to understand the nature and the risks of the issuer, guarantor and the securities that are being offered to them or admitted to trading on a regulated market and, without prejudice to Article 5(2)(b), to decide which offers of securities to consider further）[46]；所謂的關鍵資訊，至少應包括下列的要素：

(i)簡短描述與發行人、任何保證人之重要特性有關的風險，包括：其資產、負債以及財務狀況（a short description of the risks associated with and essential characteristics of the issuer and any guarantor, including the assets, liabilities and financial position）；

(ii)簡短描述與投資有價證券之重要特性有關的風險，包括：任何與該證券有關的權利在內（a short description of the risk associated with and essential characteristics of the

[44] PD Article 5(2), amended by PDAD Article 1(5)(a)(ii).
[45] PD Article 5(2), inserted by PDAD Article 1(5)(a)(i).
[46] PD Article 2(1)(s), inserted by PDAD Article 1(2)(a)(ii).

investment in the relevant security, including any rights attaching to the securities）；

(iii)有關發行的一般條款，包括：發行人或資金募集者預估將向投資人所收取的費用（general terms of the offer, including estimated expenses charged to the investor by the issuer or the offeror）；

(iv)上市交易的細節（details of the admission to trading）；

(v)發行的理由以及資金的使用方式（reasons for the offer and use of proceeds）。

(四)公開說明書摘要之警語

公開說明書的摘要中，同時必須包含下列的警語[47]：

(a)本摘要應被理解為本公開說明書的介紹（ it should be read as an introduction to the prospectus）；

(b)投資人為任何有價證券投資的決定，應基於閱讀完整的公開說明書後所作的考量（any decision to invest in the securities should be based on consideration of the prospectus as a whole by the investor）；

(c)若將來在法院提出與公開說明書中所載資訊有關的法律請求時，基於各該會員國的內國法，投資人（原告）可能必須自行承擔翻譯的費用（where a claim relating to the information contained in a prospectus is brought before a court, the plaintiff investor might, under the national legislation of the Member States, have to bear the costs of translating the prospectus before the legal proceedings are initiated）；及

(d)提供及翻譯本摘要之人，就本摘要可能會有民事責任，但其責任僅限於本摘要與公開說明書其他部分對照後，具有誤導、不準確或前後不一致的狀況（civil liability attaches to those persons who have tabled the summary including any translation thereof, and applied for its notification, but only if the summary is misleading, inaccurate or inconsistent when read together with the other parts of the prospectus.）。

[47] PD Article 5(2).

(五)發行計畫下之基礎公開說明書

1.依「公開說明書指令」規定，若係依一發行計畫來發行非股權的有價證券，其發行人可選擇準備一「基礎公開說明書」(base prospectus)。「基礎公開說明書」的定義為「包含本指令第 5 條、第 7 條及第 16 條（若有補充時）所列所有涉及發行人、將被公開發行之證券或其最終條款等相關資訊之公開說明書」(a prospectus containing all relevant information as specified in Articles 5, 7 and 16 in case there is a supplement, concerning the issuer and the securities to be offered to the public or admitted to trading, and, at the choice of the issuer, the final terms of the offering.）[48]。

基礎公開說明書中必須載明有關發行人、公開發行的有價證券等相關資訊，而不必每次發行皆單獨準備一份公開說明書[49]，而在依該計畫的每一次發行，發行人僅須準備一份「最終條款」(final terms)，載明該次發行的發行條件即可，而不必每次發行皆重新準備一份公開說明書，因此對發行人而言，可用較為簡便的方式完成發行。

2.然而，**最根本的原則仍為：儘管歐洲中期計畫可以基礎公開說明書搭配最終條款的方式作成，而無須每次發行時均製作獨立的公開說明書，但此形式不能妨害投資人取得該次發行的重要資訊[50]。因此，基礎公開說明書的內容必要時應依指令第 16 條規定，視情況進行補充或修訂，以更新相關的資訊**（The information given in the base prospectus shall be supplemented, if necessary, in accordance with Article 16, with updated information on the issuer and on the securities to be offered to the public or to be admitted to trading on a regulated market.）[51]。

若基礎公開說明書或其補充皆尚未包含該次發行的最終條款，則有價證券的最終條款應於後續各該次公開發行時儘速提供予投資人及向主管機關申報，並儘可能在發行開始前提早為之（If the final terms of the offer are not included in either the base prospectus or a supplement, the final terms shall be provided to investors and filed with the competent authority

[48] PD Article 2(1)(r).
[49] PD Article 5(4).
[50] PDIR Preamble Item (25).
[51] PD Article 5(4).

when each public offer is made as soon as practicable and if possible in advance of the beginning of the offer.）[52]。

該**最終條款（final terms）**應包含所有與「有價證券說明」有關的資訊，但**不可用來修訂基礎公開說明書**，本指令第 8(1)(a)條應適用本款所訂的情形（The final terms shall contain only information that relates to the securities note and shall not be used to supplement the base prospectus. Article 8(1)(a) shall apply in those cases.'）[53]。

（六）小結

依「公開說明書指令」規定，公開說明書可以是一份完整的文件，也可以拆成三份不同的文件來準備，若分成三份不同的文件，則應包括註冊文件、有價證券說明、及摘要等三部分，若三部分皆分別取得核准時，即會構成一有效的公開說明書。無論係以單一份文件呈現或分不同文件組合呈現，一旦公開說明書整體經核准註冊生效後，即發生公開說明書的效力。不過，摘要部分，需具備可助投資人決定投資與否之「關鍵資訊」，除非符合例外規定可不必準備摘要。

又如係依發行計畫發行時，發行人亦可選擇以基礎公開說明書方式申請核准註冊，該基礎公開說明書應記載發行人、該發行之有價證券等相關資訊，且若該基礎公開說明書或其更新補充中並未包含該次發行之最終條款時，發行人要在額度內繼續發行特定的債券時，針對該檔債券即應再準備一最終條款以記載該檔債券的實際交易條件（並同時需向註冊母國之主管機關申報[54]）。

三、公開說明書的效期

(一)原則上，依「公開說明書指令」的規定，任何公開說明書的有效期間為自經核准之時起 12 個月，但前提為該公開說明書已按該指令第 16 條的規定完成補充。(A

[52] PD Article 5(4), amended by PDAD Article 1(5)(c).
[53] PD Article 5(4), amended by PDAD Article 1(5)(c).
[54] PD Article 5(4). Amended by PDAD Article 5.c.

prospectus shall be valid for 12 months after its approval for offers to the public or admissions to trading on a regulated market, provided that the prospectus is completed by any supplements required pursuant to Article 16）[55]。在公開說明書並非以單一文件作成的情形，發行有價證券的註冊文件，其效力亦為 12 個月[56]；且如前二所述，經核准的註冊文件（且有依該指令第 12 條第 2 項及第 16 條的規定更新補充時)，連同有價證券說明以及摘要時，亦可被視為係一有效的公開說明書（The registration document, updated in accordance with Article 12(2) or Article 16, accompanied by the securities note and the summary note shall be considered to constitute a valid prospectus）[57]。因此，若一經核准的公開說明書有經補充（supplement）且該補充業經主管機關核准時，則可以發生延長公開說明書效期的效果，其效期會自公開說明書的補充或更新核准時重新開始計算 12 個月。

（二）就歐洲中期發行計畫而言，其基礎公開說明書，原則上亦僅於 12 個月內有效[58]，不過，若係依「公開說明書指令」第 5(4)(b)條由信貸機構所發行且係非股權有價證券的持續及重覆的發行（continuous and repeated manner）[59]，基礎公開說明書的效期則至相關證券無法再持續及重覆發行為止[60]。

四、公開說明書的格式及應記載事項

(一)原則規定

1.依「公開說明書指令」第 7 條第 1 項的規定[61]，公開說明書的最低應記載事項，應由歐盟執行委員會另外頒布施行細則（implementing measures）定之，為此，歐盟於 2004 年 4 月 29 日頒布「公開說明書指令施行規範」(Commission Regulation implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information

[55] PD Article 9(1), amended by PDAD Article 1(9)(a).
[56] PD Article 9(3), amended by PDAD Article 1(9)(b).
[57] PD Article 9(3), amended by PDAD Article 1(9)(b).
[58] PD Article 9(2).
[59] See PD Article 5(4)(b).
[60] PD Article 9(3).
[61] PD Article 7, amended by PDAD Article 1(7).

contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements）[62]，針對公開說明書所應記載的內容有詳細的規定。公開說明書中亦可採引用（incorporation by reference）先前已經會員國主管機關核准或經公告的文件或資訊之方式[63]，但在此情況下，公開說明書中必須備有引用清單（cross-reference list），以利投資人確認[64]。

2.就歐洲中期發行計畫而言，依「公開說明書指令施行規範」之規定，原則上基礎公開說明書（base prospectus）及其最終條款（final term）應該與一般的公開說明書包含相同的資訊（A base prospectus and its final terms should contain the same information as a prospectus）[65]，相同的規則亦適用於最終條款的制定[66]；同時，基礎公開說明書中必須以清楚的方式說明哪些條款將來會包含在最終條款之中，例如：於基礎公開說明書中適當處留白並載明將由最終條款補充，或在基礎公開說明書中準備一份清單載明未記載的資訊（With respect to base prospectuses, it should be set out in an easily identifiable manner which kind of information will have to be included as final terms. This requirement should be able to be satisfied in a number of different ways, for example, if the base prospectus contains blanks for any information to be inserted in the final terms or if the base prospectus contains a list of the missing information.）[67]。

3.並且因「公開說明書指令」授權其施行規範作更細節的規定，所以就公開說明書應記載的內容，「公開說明書指令施行規範」視發行人以及有價證券的性質，分別規定以附則（Schedule）、附件（Annex）以及構成元素（building block）呈現（A prospectus shall be drawn up by using one or a combination of the following schedules and building blocks set out in Articles 4 to 20, according to the combinations for various types of securities provided for in Article 21. A prospectus shall contain the information items required in Annexes I to XVII

[62] Commission Regulation (EC) No 809/2004.
[63] PD Article 11(1), amended by PDAD Article 1(11)(a).
[64] PD Article 11(2).
[65] PDIR Preamble Item (21).
[66] PDIR Preamble Item (21).
[67] PDIR Preamble Item (26).

depending on the type of issuer and securities involved, provided for in the schedules and building blocks set out in Articles 4 to 20.）[68]。「公開說明書指令施行規範」的大部分規定，即在定義必備的構成元素。

例如：(1)如以發行面額金額區分，其單位發行面額在歐元五萬元以下時（若該債券無單獨的面額，總發行金額少於歐元五萬元），則其註冊文件(registration document)應依附件四來作成(包括一般債券（debt）或結構型證券（derivative securities）)（For the debt and derivative securities registration document concerning securities which are not covered in Article 4 with a denomination per unit of less than EUR 50 000 or, where there is no individual denomination, securities that can only be acquired on issue for less than EUR 50 000 per security, information shall be given in accordance with the schedule set out in Annex IV.）[69]，其中一般債券(debt)之有價證券說明(securities note）則依附件五（Annex Ⅴ）作成；反之，若在歐元五萬元以上時，則應依附件九（Annex IX）作成註冊文件(registration document)提供資訊[70]。(2)以發行人區分，若發行人係銀行，則另應依附件十一（Annex XI）的規定辦理[71]。(3)如以發行之證券種類區分，結構型證券的有價證券說明（securities note）須依附件十二（Annex XII）製作；若係資產證券化證券（asset backed securities ），則應依附件七（Annex VII）來作成其註冊文件（registration document）[72]，並依附件八（Annex VIII）在其有價證券說明提供相關資訊[73]。

(二)公開說明書格式及應記載事項概要舉例

1.歐元五萬元以下之債券（一般或結構型債券）之<u>註冊文件</u>所應記載事項概要：

依「公開說明書指令施行規範」附件四（Annex IV），就發行金額（或面額）歐元五萬元以下之債券，其註冊文件之應記載事項概要如下表：

[68] PDIR Article 3.
[69] PDIR Article 7.
[70] PDIR Articles 8(1), 12 and 16.
[71] PDIR Article 11(1).
[72] PDIR Article 10.
[73] PDIR Article 11.

1.應負責之人	包含所有對註冊文件內資訊之全部或一部應負責之人；若係涵蓋發行人經營與管理階層之自然人其姓名及職稱。若係法人，應記載其名稱及主事務所；並應包含這些應負責之人出具已盡適當注意作成此公開說明書之聲明。
2.法定之審計人	發行人在其所揭露的歷史財務資訊期間內，擔任審計之人及其隸屬的專業機構。
3.經選擇之財務資訊	發行人在其所揭露的歷史財務資訊期間內，以及後續期中財務期間(interim financial period)中，經選擇之逐年度財務資訊，並以相同貨幣單位呈現。上開經選擇之歷史財務資訊應提供發行人財務狀況之重要描述。且若提供期中財務期間之財務資訊，應同時提供其一財務年度同時期數據以供比較，但若附有該年度之資產負債表者，不在此限。
4.風險因素	發行之證券的相關風險。
5.發行人的資訊	發行人的歷史及過去的發展，包括其名稱、註冊地（及編號）、設立的時間、於註冊國的組織型態及設立所依據之法令、及任何特別事件（特別係有關發行人的償債能力有關之重大事件）。 *另外，尚包括自最新財務報表公告後發行人所為重大投資活動之描述、發行人未來重大投資活動相關資訊、管理團隊所為公司承諾及為完成此承諾之資金來源相關資訊。*
6.商業概況	包括發行人的主要活動、產品或服務、以及有關其競爭力陳述的證明文件。
7.組織架構	若發行人係一集團中的成員，該集團之簡介及發行人在集團中所扮演的角色。
8.趨勢資訊	包含發行人聲明自前次財務報表審計後，無重大的負面變化。若發行人無法為上述聲明，則應提供重大負面變化之細節資訊。 *至少最新會計年度內，任何已被知悉且合理相信可能將對發行人之預測造成重大影響之趨勢、不確定性、需求、承諾等相關資訊。*

9.獲利的預測或預估	包括發行人對獲利的預測及預估，發行人並應單獨聲明說明該預測的基礎或假設，且須附有證明確認該預測係經適當準備後所作成並與發行人的會計政策相符。
10.行政、管理或監督機構	說明發行人的經營與管理階層及其姓名，並應包含無利益衝突的聲明。
11.委員會運作	發行人審計委員會之相關資訊，包括成員姓名以及委員會運作所依據條文之摘要。另包括就發行人是否符合其註冊國公司治理規定之陳述，若未符合則尚須檢附其影響評估與解釋。
12.主要的股東	就發行人所知之主要股東，及相關的描述。
13.有關發行人之資產及負債、財務資訊及獲利或損失之資訊	包括歷史的財務資訊、財務報表(包括資產負債表、損益表、*現金流量表*、會計政策及附註解釋)、財務資訊經審計的聲明、最新財務資訊作成的時間（不得超過十八個月以上)、任何法律或仲裁程序、發行人之顯著財務或交易部位等。
14.其他資訊	股本資訊：就已發行股本之數量、其相關股份之編號及等級、是否已繳足股款等詳細資訊。 備忘錄與公司章程：註冊及設立登記編號(entry number)。
15.重大契約	發行人在一般營運之外的重大交易的摘要。
16.第三人資訊及專家之聲明	若包含專家的報告或聲明，此專家的名稱及地址等資訊。若資訊係由第三人所提供，應由第三人提供聲明確認該資訊有被準確地重製。
17.相關文件的展示	包括可取得該相關文件（例如發行人的章程等）之處所。

2.歐元五萬元以下之債券（一般債券）之有價證券說明所應記載事項概要：

依「公開說明書指令施行規範」附件五（Annex V）的規定，就發行金額（或面額）歐元五萬元以下之一般債券，其有價證券說明之應記載事項概要如下表：

1.應負責之人	包含所有對公開說明書製作應負責之人；若係法人，應記載其名稱及主事務所；並應包含這些應負責之人出具已盡適當注意作成此公開說明書之聲明。
2.風險因素	發行之證券的相關風險。
3.關鍵資訊	含利益衝突的揭露，及發行的理由與資金的使用方式。
4.有關將發行之證券的資訊	包含有關將被發行之證券的描述（含 ISIN 等）、創造此證券所適用的法律、標明該證券是否係記名證券、發行的貨幣、發行之證券的優先順位、附著於該證券上的權利及這些權利的時效與行使的程序、給付之利率、到期日及還款程序、殖利率之決定方式、證券持有人之陳述、發行人之董事會或股東會決議、預計發行日、有關是否可自由轉讓的描述、有關發行人之註冊國及上市地國及稅務相關資訊等。
5.發行的條款	發行條件、統計數據、時間表等、經銷及發行的方式；定價方式；募集及承銷。
6.上市的安排	是否計畫上市交易的安排、相同的證券是否有在交易所交易、次級市場中已確定的交易安排及相對人名稱與地址。
7.其他資訊	若有價證券說明已提到本次發行的顧問，則有關該顧問能力的聲明；有價證券說明中的資訊是否有經審計；若有價證券說明中有提及特定專家的報告，則該專家的個人資訊；若資訊係由第三人提供，則有關該資訊準確性的聲明；且相較於附件十二，尚包括*信用評等的資訊等。*

3.超過歐元五萬元之債券（一般及結構型債券）之註冊文件所應記載事項概要：

依「公開說明書指令施行規範」附件九（Annex IX）之規定，一般債券或結構型債券之註冊文件（registration document），其應記載事項之概要如下：

1.應負責之人	包含所有對註冊文件製作應負責之人；若係法人，應記載其名稱及主事務所，並應包含這些應負責之人出具已盡適當注意作成此公開說明書之聲明。
2.法定之審計人	發行人在其所揭露的歷史財務資訊期間內，擔任審計之人及其隸屬的專業機構。
3.風險因素	發行之證券的相關風險。
4.發行人的資訊	發行人的歷史及過去的發展，包括其名稱、註冊地（及編號）、設立的時間、於註冊國的組織型態及設立所依據之法令、及任何特別事件（特別係有關發行人的償債能力有關之重大事件）。
5.商業概況	包括發行人的主要活動、產品或服務，以及有關其競爭力陳述的證明文件。
6.組織架構	若發行人係一集團中的成員，該集團之簡介及發行人在集團中所扮演的角色。
7.趨勢資訊	包含發行人聲明自前次財務報表審計後，無重大的負面變化。若發行人無法為上述聲明，則應提供重大負面變化之細節資訊。
8.獲利的預測或預估	包括發行人對獲利的預測或預估，發行人並應單獨聲明該預測的基礎或假設，且須附有證明確認該預測係經適當準備後所作成並與發行人的會計政策相符。
9.行政、管理或監督機構	說明發行人的經營與管理階層及其姓名，並應包含無利益衝突的聲明。
10.主要的股東	就發行人所知之主要股東，及相關的描述。
11.有關發行人之資產及負債、財務資訊及獲利或損失之資訊	包括歷史的財務資訊、財務報表(包括資產負債表、損益表、會計政策及附註解釋)、財務資訊經審計的聲明、最新財務資訊作成的時間（不得超過十八月以上)、任何法律或仲裁程序、發行人之顯著財務或交易部位等。
12.重大契約	發行人在一般營運之外的重大交易的摘要。
13.第三人資訊及專家之聲明	若包含專家的報告或聲明，此專家的名稱及地址等資訊。若資訊

	係由第三人所提供，應由第三人提供聲明確認該資訊有被準確地重製。
14. 相關文件的展示	包括可取得該相關文件（例如發行人的章程等）之處所。

4.結構型債券的有價證券說明之最低應揭露事項：

就結構型債券（derivative securities）之「有價證券說明」（securities note）之最低應揭露事項，係記載於「公開說明書指令施行規範」之附件十二（Annex XII），茲摘要如下表所示：

1. 應負責之人	包含所有對公開說明書製作應負責之人；若係法人，應記載其名稱及主事務所，並應包含這些應負責之人出具已盡適當注意作成此公開說明書之聲明。
2. 風險因素	發行之證券的相關風險。
3. 關鍵資訊	包括在此次發行具有利害關係的自然人與法人出具之聲明、發行的理由及資金之使用方式。
4. 有關將發行之證券的資訊	包括有關將被發行之證券的描述（含 ISIN 等）、有關證券的價值如何受到標的（underlying instrument）影響的詳細解釋、創造此證券所適用的法律、標明該證券是否係記名證券、發行的貨幣、發行之證券的優先順位、附著於該證券上的權利，包含這些權利的時效及行使的程序、（若係新發行）發行人之董事會或股東會決議、發行日、有關是否可自由轉讓的描述、到期日或權利行使日、有關衍生性商品工具描述、有關發行人之註冊國及上市地國，稅務相關資訊等。 *此外，須包括作為衍生性商品基礎之工具的相關資訊（例如到期日、利率等）以及是否有發行市場重大事件。*
5. 發行的條款	發行條件、統計數據、時間表等、經銷及發行的方式；定價方式；募集及承銷。

6. 上市或交易的安排	是否計畫上市交易的安排、相同的證券是否有在交易所交易、次級市場中已確定的交易安排及相對人名稱與地址。
7. 其他資訊	若有價證券說明已提到本次發行的顧問，則有關該顧問能力的聲明；有價證券說明中的資訊是否有經審計；若有價證券說明中有提及特定專家的報告，則該專家的個人資訊；若資訊係由第三人提供，則有關該資訊準確性的聲明。

(三)基礎公開說明書及最終條款應記載的最低資訊

1.原則上，基礎公開說明書中，應視證券及發行人的性質，依前揭相關的規定及附件記載相關事項，並依附件十八（Annex XVIII）辦理[74]，且附件十八的規定具有強制性[75]。不過，由於基礎公開說明書所涉及的發行有發生在將來之可能，所以發行人可以忽略在製作基礎公開說明書時所未知，而必須於將來發行時才會決定的事項（The issuer, the offeror or the person asking for admission to trading on a regulated market may omit information items which are not known when the base prospectus is approved and which can only be determined at the time of the individual issue.）[76]。

2.基礎公開說明書中必須包含下列的資訊[77]：

(1)標示將會在最終條款中出現的資訊（indication on the information that will be included in the final terms）；

(2)最終條款所會公告的方式（the method of publication of the final terms; if the issuer is not in a position to determine, at the time of the approval of the prospectus, the method of publication of the final terms, an indication of how the public will be informed about which method will be used for the publication of the final terms）；

(3)若係依「公開說明書指令」第 5(4)條所發行的非股權有價證券，該發行計畫的一般

[74] PDIR Article 22(1).
[75] PDIR Article 22(3).
[76] PDIR Article 22(2).
[77] PDIR Article 22(5).

性描述（ in the case of issues of non equity securities according to point (a) of Article 5(4) of Directive 2003/71/EC, a general description of the programme）。

3. 大體上，歐盟的「公開說明書指令」的規範體制，係採以揭露為基礎的規範模式（disclosure-based regulatory system），若一發行人欲成立一中期發行計畫，該發行人原則上必須準備下列文件：

- 基礎公開說明書；
- 發行人與經銷商或交易商之間有關成立計畫及發行的協議；
- 發行程序備忘錄（有關發行及付款機制的程序）；
- 債券的一般條款；
- 與債券的受託人及代理人的協議；
- 專業人士（例如律師或會計師）的報告或意見、發行人之董事會決議等。

又若一發行計畫已成立，則發行人通常不需要另外取得核准，但在發行時實際上通常會準備下列文件：

- 發行條款（term sheet）；
- 認購同意書以及交易商或經銷商的確認書；
- 完整的最終債券條款
- 公開說明書的補充（如果有的話）；
- 發行人證明無重大變化的聲明書等。

4. 此外，最終條款（final terms）中，僅能按基礎公開說明書所列各「有價證券說明」文件中之附則規定，記載該資訊項目（The final terms attached to a base prospectus shall only contain the information items from the various securities note schedules according to which the base prospectus is drawn up.）[78]。

(四)基礎公開說明書及最終條款的格式

[78] PDIR Article 22(4).

1.基礎公開說明書有固定的格式，依「公開說明書指令施行規範」的規定，基礎公開說明書應以下列順序呈現相關的資訊[79]：

(1)清楚及詳細的目錄（a clear and detailed table of contents）；

(2)依公開說明書第 5(2)條製作的摘要（the summary provided for in Article 5 (2) of Directive 2003/71//EC）；

(3)與發行人、有價證券種類及與有價證券發行有關之風險因素（the risk factors linked to the issuer and the type of security or securities covered by the issue(s)）；

(4)其他在作成公開說明書所依據之附則及構成元素中所包含的資訊（the other information items included in the schedules and building blocks according to which the prospectus is drawn up）。

但除上述之外，發行人可自由決定提供資訊的順序，不一定要照「公開說明書指令施行規範」所列的附則中所列的資訊順序來提供，但不同種類的有價證券的資訊應予以分隔[80]。若基礎公開說明書中涉及不同種類的證券，則應有單一摘要來說明所有的證券，但各證券之說明於該摘要中應清楚區分（Where a base prospectus relates to different securities, the issuer, the offeror or the person asking for admission to trading on a regulated market shall include a single summary in the base prospectus for all securities. The information on the different securities contained in the summary, however, shall be clearly segregated.）[81]。

2.就最終條款而言，有二種不同之呈現方式，發行人可選擇以另外之文件記載該次發行的最終條款，發行人亦可將最終條款併入基礎公開說明書（The final terms attached to a base prospectus shall be presented in the form of a separate document containing only the final terms or by inclusion of the final terms into the base prospectus）[82]，但皆應明確標明有關該發行的相關資訊必須綜合基礎公開說明書及最終條款來決定[83]；若係以另外文件記載該次發行之最終條款時，則在最終款條中可援用已經核准的基礎公開說明書中的資訊，但一定

[79] PDIR Article 26(1).
[80] PDIR Article 26(2).
[81] PDIR Article 26(6).
[82] PDIR Article 26(5).
[83] PDIR Article 26(5).

要以可資區別的方式來呈現該最終條款[84]。

五、不必揭露的資訊

（一）公開說明書中原則上不得記載證券發行之最終價格（final price）及數量（amount）[85]，這些資訊應由發行人向發行母國之主管機關申報後才能公告。有鑑於「公開說明書指令」係一般性適用的特質，因此，若應記載事項對發行人的業務或其法律上的組織架構而言並不適當（inappropriate）時，發行人應自動記載等同的資訊，若未有同等的資訊時，得不予記載[86]。例如，某國容許商業信託上市交易，但商業信託並未明見於公開說明書指令，此時發行人應因應實際商業信託的狀況，記載揭露等同之相關資訊。

（二）另一方面，經 2010 年修訂之後，若證券係由會員國的政府予以擔保，則該發行人或資金募集者得省略有關保證人的資訊（Where securities are guaranteed by a Member State, an issuer, an offeror or a person asking for admission to trading on a regulated market, when drawing up a prospectus in accordance with Article 1(3), shall be entitled to omit information about such guarantor）[87]。

（三）此外，針對「公開說明書指令施行規範」中規定的應記載事項，在符合若干條件之下，各會員國仍得授權發行人在公開說明書予以省略（omission）[88]，例如若相關資訊涉及國家安全時，發行人得於公開說明書中省略記載該等相關資訊。這些條件包括：

(a) 若相關資訊的公開會違反公共利益時（disclosure of such information would be contrary to the public interest）；或

(b) 資訊的公開會對發行人造成嚴重損害，但其前提為相關資訊的省略不會誤導公眾判斷有關發行人、資金募集者或保證人等重要事實、重要情況或證券的重要權利（disclosure of such information would be seriously detrimental to the issuer, provided

[84] PDIR Article 26(5).
[85] PD Article 8(1).
[86] PD Article 8(3).
[87] PD Article 8(3a), inserted by PDAD Article 1(8)(b).
[88] PD Article 8(2).

that the omission would not be likely to mislead the public with regard to facts and circumstances essential for an informed assessment of the issuer, offeror or guarantor, if any, and of the rights attached to the securities to which the prospectus relates）；或

(c)被省略的資訊僅具有很低的重要性，且僅係有關特定的發行，而不會影響有關發行人、資金募集者或保證人之財務狀況或前景的判斷（such information is of minor importance only for a specific offer or admission to trading on a regulated market and is not such as will influence the assessment of the financial position and prospects of the issuer, offeror or guarantor, if any）[89]。

六、公開說明書之補充

（一)公開說明書允許發行人在符合若干條件下修改或補充（supplement）公開說明書的內容。首先，任何與公開說明書中所提供的資訊有關且具顯著性的新因素、重大錯誤或不精確之處，而可能影響投資人對證券的判斷時，公開說明書應以「補充公開說明書」（supplement prospectus）的方式予以修正（Every significant new factor, material mistake or inaccuracy relating to the information included in the prospectus which is capable of affecting the assessment of the securities and which arises or is noted between the time when the prospectus is approved and the final closing of the offer to the public or, as the case may be, the time when trading on a regulated market begins, shall be mentioned in a supplement to the prospectus.）[90]。

（二)補充公開說明書應以與公開說明書相同之申請核准模式，但至遲於七日內取得主管機關之核准並公告，相關的摘要或翻譯等亦應隨同修正補充（Such a supplement shall be approved in the same way in a maximum of seven working days and published in accordance with at least the same arrangements as were applied when the original prospectus was published. The summary, and any translations thereof, shall also be supplemented, if necessary to take into

[89] PD Article 8(2).
[90] PD Article 16(1).

account the new information included in the supplement.）[91]。若有投資人在補充公開說明書公告前已認購該有價證券，則該投資人有權在該補充公告二個工作日內（但發行人得延長其期間）撤回其認購，但其前提為該補充所修訂之錯誤或不精確之處係在該次發行結束前所出現[92]。

七、小結

在歐盟「公開說明書指令」下，除非符合前述（二）（三）之例外豁免規定，否則發行人原則上均負有製作並公告有關其擬發行證券之公開說明書的義務。但於此仍須重申並非所有上述之豁免規定皆適用於歐洲中期發行計畫，如前所述，因在公開說明書指令之下，歐洲中期發行計畫並不適用於具股權性質的有價證券，則如前揭（三）有關發行新股的規定，原則上就歐洲中期發行計畫即無適用之餘地。

公開說明書可以是一份完整的文件，也可以拆成三份不同的文件來準備，若分成三份不同的文件，則應包括註冊文件、有價證券說明、及摘要等三部分，若三部分皆分別取得核准時，即會構成一有效的公開說明書。無論係以單一份文件呈現或分不同文件組合呈現，一旦公開說明書整體經核准註冊生效後，即發生公開說明書的效力。不過，摘要部分，需具備可助投資人決定投資與否之「關鍵資訊」，除非符合例外規定可不必準備摘要。

又如係依發行計畫發行時，發行人亦可選擇以基礎公開說明書方式申請核准註冊，該基礎公開說明書應記載發行人、該發行之有價證券等相關資訊，且若該基礎公開說明書或其更新補充中並未包含該次發行之最終條款時，發行人要在額度內繼續發行特定的債券時，針對該檔債券即應再準備一最終條款以記載該檔債券的實際交易條件（並同時需向註冊母國之主管機關申報 ）。

原則上，依「公開說明書指令」的規定，公開說明書的有效期間為自經核准之時起 12 個月，但若一經核准之公開說明書有經補充(supplement)且該補充業經主管機關核准

[91] PD Article 16(1).
[92] PD Article 16(2), amended by PDAD Article 1(16).

時，則可以發生延長公開說明書效期的效果，其效期會自公開說明書的補充或更新核准時重新開始計算 12 個月。至於公開說明書的格式及應記載事項，於歐盟 2004 年 4 月 29 日頒布之「公開說明書指令施行規範」，有詳細的規定。

參、歐洲中期發行計畫申請註冊核准之程序

一、註冊國的決定

(一)發行人採用歐洲中期發行計畫，其申請註冊核准的程序，必須視其註冊之國家之法律而定，亦即，其程序係取決於該計畫註冊之「母國」(home Member State)，其相對的概念則為「發行地國」(host Member State)。

依「公開說明書指令」的規定，所謂的「母國」[93]，可依三種方式決定：

(1)除非符合下(2)的狀況，其母國指的是發行人所註冊之主營業所所在地的會員國（for all Community issuers of securities which are not mentioned in (ii), the Member State where the issuer has its registered office）；

(2)發行任何非股權的有價證券，且其單位金額至少在一千歐元以上時，或發行任何非股權且具轉換權（無論係轉換為其他權利或現金）之有價證券，而該非股權之有價證券的發行人並非轉換標的之有價證券的發行人（且亦不屬同一集團）時，此際發行人之母國係依發行人之選擇，以該發行人註冊之主營業所所地之國家、或以該有價證券預計或即將被獲准於市場上交易之國家、或該有價證券將公開發行之國家；相同的機制亦適用於以歐元以外的貨幣發行之非股權有價證券，且其最低之單位發行金額高於歐元一千元（for any issues of non-equity securities whose denomination per unit amounts to at least EUR 1 000, and for any issues of non-equity securities giving the right to acquire any transferable securities or to receive a cash amount, as a consequence of their being converted or the rights conferred by them being exercised, provided that the issuer of the non-equity securities is not the issuer of the underlying securities or an entity belonging to the group of the latter issuer, the Member State where the issuer has its registered office, or where the securities were or are to be admitted to trading on a regulated market or where the securities are offered to the public, at the choice of the issuer, the offeror or the person asking for admission, as the

[93] PD Article 2 section 1(m).

case may be. The same regime shall be applicable to non-equity securities in a currency other than euro, provided that the value of such minimum denomination is nearly equivalent to EUR 1 000）；

(3)對其他於第三地註冊的發行人而言，除前項規定之外，其母國的決定須視發行人的選擇，得以設定該有價證券將作第一次公開發行所在地之國家、或以該有價證券第一次被允許在交易所交易之國家而定（for all issuers of securities incorporated in a third country, which are not mentioned in (ii), the Member State where the securities are intended to be offered to the public for the first time after the date of entry into force of this Directive or where the first application for admission to trading on a regulated market is made, at the choice of the issuer, the offeror or the person asking for admission, as the case may be, subject to a subsequent election by issuers incorporated in a third country if the home Member State was not determined by their choice）。

（二）相對地，所謂的「發行地國」，若與母國不同時，則指實際上發行的國家或允許被交易的國家（the State where an offer to the public is made or admission to trading is sought, when different from the home Member State）[94]。例如，假設瑞士銀行在愛爾蘭成立一特殊目的公司作為發行人，而目標在英國發行一結構型債券(設立特殊目的公司是發行結構型債券的常態，但並非必要條件)，則此際，瑞士銀行係在歐盟境外設立的公司（瑞士非歐盟會員國)，因此係第三地成立的公司，但因為發行人係在愛爾蘭設立的公司，因此得以愛爾蘭為註冊國，英國為發行地國。又如瑞士銀行不成立特殊目的公司，而自己為發行人，則其得以發行地國即英國為註冊母國，並向英國主管機關申請核准註冊。茲簡介流程圖如下：

流程	**說明**
1. 決定發行機構	設立特殊目的公司是發行結構型債券的常態，但並非必要條件（特殊目的公司需依設立地的公司法或相關法令辦理公司設立)。

[94] PD Article 2 section 1(n).

2. 決定註冊地的母國（home Member State）	愛爾蘭為母國。
3. 發行人準備基礎公開說明書(Base prospectus)，並向母國之主管機關申請核准註冊	須向愛爾蘭的主管機關為之。
4. 基礎公開說明書經母國的主管機關核准生效	
5. 證券交易所的同意（若要上市交易）	若有計畫上市交易，尚須經愛爾蘭之證券交易所申請同意（此須視交易所的內部規則而定）。
6. 發行人公告基礎公開說明書	須依「公開說明書指令」或相關規範的規定為之。
假設該中期發行計畫係有美金一億元的額度：	
7. 第一個月：就第一檔發行（美金三千萬），須準備第一檔發行的最終條款，同時，就該檔債券必須同時準備承銷、經銷等事宜	最終條款須向愛爾蘭的主管機關申報。由於銷售地在英國，銷售過程應受英國法規範，債券的準據法則需視合約約定而定。
8. 第一檔發行之募集及發行	包含承銷、經銷、發行等過程。
9. 第六個月：就第二檔發行（美金五千萬），須準備第二檔發行的最終條款，同時，就該檔債券必須同時準備承銷、經銷等事宜	最終條款亦須向愛爾蘭的主管機關申報。由於銷售地在英國，銷售過程應受英國法規範，債券的準據法則需視合約約定而定。
10. 第二檔發行之募集及發行	包含承銷、經銷、發行等過程。
11. 第十個月：就第三檔發行（美金二千萬），須準備第三檔發行的最終條款，同時，就該檔債券必須同時準備承銷、經銷等事宜	最終條款亦須向愛爾蘭的主管機關申報。由於銷售地在英國，銷售過程應受英國法規範，債券的準據法則需視合約約定而定。

12.第三檔發行之募集及發行	包含承銷、經銷、發行等過程。
N.…額度已用盡，該發行計畫無法再繼續發行	
……第一檔至第三檔債券分別到期回贖，該發行計畫結束	

＊ 注意：實際具體之發行程序應尋求發行地及註冊地的專家意見為準，例如實際發行的方式及上市與否，程序又會有差異。

(三)在單一護照的概念之下，公開說明書一經其母國核准，在其他發行地國亦一併生效，發行人不必重覆再為申請核准。

二、有關主管機關的規定

「公開說明書指令」不論是就母國或是發行地國之主管機關（competent authority）均訂有一些規定。首先，各會員國必須指定一集中負責審查公開說明書的專責機構[95]，不過主管機關得將部分工作委託（delegate）其他機構辦理，但須定期審查（review）[96]；各會員國之主管機關必須具有完整的功能及權力，以行使其職權，其中最低限度至少必須包括下列的權力：要求發行人補充提供資訊、要求控制發行人之人或發行人所控制之人提供資訊、要求發行人的審計人員、經理人或金融中介機構提供資訊、禁止或暫停交易或公開發行、禁止或暫停公開發行的廣告、禁止違反的公開發行繼續進行、及就發行人違反其義務之行為為公告的權力等[97]。此外，若發行地國發現發行人有違反之虞時，一方面發行地國之主管機關必須通知母國之主管機關，同時，「公開說明書指令」亦容許發行地國，在通知之後先行採取必要手段來保護投資人[98]。惟應注意者係，「公開說明書指令」之相關機制，係保障投資人在投資前會有足夠的資訊以作為告知後同意的基礎，因此，整套機制在於確保會有適當且正確的資訊透過公開說明書及最終條款提供予投資人，主管機關並不負實質審查產品內容條件的責任。

[95] PD Article 21(1).
[96] PD Article 21(2).
[97] PD Article 21(3) and (4).
[98] PD Article 23.

三、公開說明書的核准

(一)核准之規定

1.首先，在經母國之主管機關核准前，公開說明書不得公告（No prospectus shall be published until it has been approved by the competent authority of the home Member State.）[99]。所謂的「核准」（approval），為免疑義，「公開說明書指令」定義為「母國之主管機關就公開說明書完整性（包括其中包含的資訊的一致性及可瞭解性）之審查後結果的正面決定」（positive act at the outcome of the scrutiny of the completeness of the prospectus by the home Member State's competent authority including the consistency of the information given and its comprehensibility）[100]。因此，原則上歐盟的公開說明指令下的機制，較屬於以資訊揭露為基礎的規範模式（disclosure-based regulatory system），各國的主管機關原則上並不以證券的發行實益（merit）作為核准的基礎，而僅就公開說明書上的資訊及記載完整性作審查。

2.原則上，主管機關應於收到發行人申請後十日內通知發行人其決定[101]，若該發行人未有其他公開發行或交易的有價證券時，該期限得延至 20 日[102]；不過，若主管機關未於十日內通知，不應推定主管機關已核准該公開說明書[103]。申請時所需提供的資訊，依「公開說明書指令施行規範」之規定，皆應記載於公開說明書（或其構成文件）中，必要時則需佐附一些證明文件（例如，會計師的意見、發行人的財報等），至於詳細內容須視發行的證券的性質，再對照相對應的「公開說明書指令施行規範」的附件內容。例如，於英國申請核准註冊時，英國金融監理局即要求一併提供如本文附件十、附件十一及附件十二所示之確認清單。若主管機關認為公開說明書中的資訊係不完整或必須有其他補充資訊時，

[99] PD Article 13(1).
[100] PD Article 2(1)(q).
[101] PD Article 13(2).
[102] PD Article 13(3).
[103] PD Article 13(2).

則相關的期限應自補充提供相關資訊至主管機關之日起起算[104]。若情況適當，母國之主管機關亦得將公開說明書的審核移轉至其他適當的國家，但必須通知發行人[105]。

3. 發行人另得要求母國的主管機關在三工作日內提供一證書（certificate），證明該公開說明書係依「公開說明書指令」的規定所撰擬（a certificate of approval attesting that the prospectus has been drawn up in accordance with this Directive and with a copy of the said prospectus）[106]。

4. 於各會員國內部核准之細節程序規定，應視各會員國主管機關的法令而定。至於在歐盟境外的第三地發行時，則必須視第三地的法令而定。

(二)公開說明書之公告及廣告

1.公開說明書若經發行人母國之主管機關核准註冊，則發行人應向母國之主管機關申報（file）並儘速向公眾公告（made available to the public），並應在開始公開發行前的合理期間為之（at a reasonable time in advance of, and at the latest at the beginning of, the offer to the public）[107]，但若係未曾在交易所上市過之證券之初次公開發行，則公開說明書至少應在發行結束前六工作日前公告（In addition, in the case of an initial public offer of a class of shares not already admitted to trading on a regulated market that is to be admitted to trading for the first time, the prospectus shall be available at least six working days before the end of the offer.）[108]。

2. 有關公告的方式，「公開說明書指令」規定，若採下列方式者，視為已經公告[109]：

(a)刊登在發行地國家公開流通的一份或多份報紙中（by insertion in one or more

[104] PD Article 13(4).
[105] PD Article 13(5).
[106] PD Article 17(1).
[107] PD Article 14(1).
[108] PD Article 14(1).
[109] PD Article 14(2), amended by PDAD Article 1(14)(a).

newspapers circulated throughout, or widely circulated in, the Member States in which the offer to the public is made or the admission to trading is sought）；或

(b)印成單行本，以免費方式，在證券將被發行或上市的市場的營業處所（包括發行人的營業處所、得保管及銷售有價證券之金融中介機構或支付代理人其營業處所）中提供予公眾（in a printed form to be made available, free of charge, to the public at the offices of the market on which the securities are being admitted to trading, or at the registered office of the issuer and at the offices of the financial intermediaries placing or selling the securities, including paying agents）；或

(c)以電子方式在發行人的網站以及得保管及銷售有價證券之金融中介機構或支付代理人（如可行的話）之網站上提供（in an electronic form on the issuer's website and, if applicable, on the website of the financial intermediaries placing or selling the securities, including paying agents）；或

(d)以電子方式在將來會上市交易的交易所的網站上提供（in an electronic form on the website of the regulated market where the admission to trading is sought）；或

(e)以電子方式在發行人母國之主管機關的網站上提供（若主管機關有提供此一服務）（in electronic form on the website of the competent authority of the home Member State if the said authority has decided to offer this service）。

不過，母國的主管機關應強制要求發行人若選擇依(c)的方式公告時，必須同時再依(a)或(b)的方式為之[110]；被公告的公開說明書（含任何修正或補充）其文字及其格式，皆必須與經主管機關核准的版本相同[111]；且若發行人選擇以電子方式提供，則發行人仍得主動或應要求提供實體的版本，但不得向投資人收取費用[112]。同時，母國的主管機關，亦必須要在其網站上公告其過去十二個月內曾核准的公開說明書的內容（或至少其清單），若適當時，並得包括一連結至發行人或交易所的網站中特定公開說明書的超連結[113]。

此外，母國的主管機關亦得要求發行人公告一個通知（notice），告知投資人公開說明書公告的方式及如何能被公眾取得[114]。若公開說明書包含有數份文件時，發行人可選擇以

[110] PD Article 14(2), amended by PDAD Article 1(14)(a).
[111] PD Article 14(6).
[112] PD Article 14(7).
[113] PD Article 14(4).
[114] PD Article 14(3).

不同的方式公開，但其前提為相關文件必須讓投資人可以無償的方式取得，且任何單獨的部分皆必須標明其他部分可被取得的方式[115]。

3. 在符合若干條件之下，除公開說明書外，發行人亦得為廣告（advertisement）[116]。首先，廣告中必須指明公開說明書在何處可以取得[117]；其次，廣告必須明確可辨認（recognisable），且其內容不得有不精確或誤導之嫌，廣告所包含的資訊亦必須與公開說明書一致[118]。

(三)最終條款的公告

依「公開說明書指令施行規範」的規定，最終條款（final term）的公告，並不一定要與基礎公開說明書公告的方式一致，但仍必須符合「公開說明書指令」第 14 條規定的方式（已見上述）（The publication method for final terms related to a base prospectus does not have to be the same as the one used for the base prospectus as long as the publication method used is one of the publication methods indicated in Article 14 of the Directive 2003/71/EC.）[119]。

(四) 發行債券額度之控制

1. 由發行人的角度，於發行計畫核准的額度之內，由發行人之董事會或經營階層在內部予以控管。
2. 由主管機關的角度，在發行人申報每次發行的最終條款時，主管機關將審查發行金額是否有超過當初發行計畫設立時基礎公開說明書上所記載的金額。
3. 至於發行之債券額度(amount)，在「公開說明書指令施行規範」已明定應記載在發行條件中（term and conditions of the offer)，作為最低揭露資訊之一，發行人提交發行

[115] PD Article 14(5).
[116] PD Article 15(1).
[117] PD Article 15(2).
[118] PD Article 15(3) and 15(4). See also PDIR Article 34.
[119] PDIR Article 33.

計畫時自應載明。但「公開說明書指令施行規範」亦容許發行人彈性調整發行額度，惟須說明將如何安排發行與何時將公布最後之發行額度（5.1 Conditions, offer statistics, expected timetable and action required to apply for the offer…5.1.2 Total amount of the issue/offer; if the amount is not fixed, description of the arrangements and time for announcing to the public the definitive amount of the offer）（參照「公開說明書指令施行規範」附件五第 5.1 及 5.1.2 項）。此外，就發行總額度並無明文之上限規定。

四、跨國發行之公開說明書的效力

一旦一歐洲中期發行計畫經發行人向其母國申請核准註冊其基礎公開說明書（base prospectus）並經核准及公告之後即已在所有會員國內生效，而不論核准之母國與發行地國是否一致。因此，若發行地與核准地不同時，發行人亦不必就該公開說明書另行申請核准，但母國的主管機關必須通知各發行地國的主管機關（Without prejudice to Article 23, where an offer to the public or admission to trading on a regulated market is provided for in one or more Member States, or in a Member State other than the home Member State, the prospectus approved by the home Member State and any supplements thereto shall be valid for the public offer or the admission to trading in any number of host Member States, provided that the competent authority of each host Member State is notified in accordance with Article 18.）[120]，且發行地國的主管機關不可另為核准（Competent authorities of host Member States shall not undertake any approval or administrative procedures relating to prospectuses.）[121]。

若有指令第 16 條所規定，有重要新事實、重大錯誤或不一致等情事發生，致公開說明書的內容有必要進行補充時，補充公開說明書的核准及公告亦為母國的主管機關的責任，不過發行地國的主管機關得通知提醒母國主管機關相關新資訊之需求（If there are significant new factors, material mistakes or inaccuracies, as referred to in Article 16, arising

[120] PD Article 17(1).
[121] PD Article 17(1).

since the approval of the prospectus, the competent authority of the home Member State shall require the publication of a supplement to be approved as provided for in Article 13(1). The competent authority of the host Member State may draw the attention of the competent authority of the home Member State to the need for any new information.）[122]。

若發行人係在歐盟以外第三地註冊之公司時，則首先，若有價證券僅在一國發行時，則公開說明書的語言必須以母國的主管機關能接受的語言撰擬[123]。若該第三地之人企圖在母國以外的其他國家（但不包含母國）同時發行該有價證券時，則公開說明書並應以發行地國的主管機關能接受的語言，或依發行人的選擇以國際金融通用的語言（in a language customary in the sphere of international finance）來撰擬[124]。各發行地國僅能要求將公開說明書的摘要翻譯為其官方語言[125]。這些規定發展的自然結果則為，通常跨國發行的有價證券的公開說明書多半應會以英語（通用的國際金融語言）作成。在符合若干條件之下，發行人之母國亦得接受以國際標準（例名IOSCO標準）或第三地國法律所作成的公開說明書[126]。

五、申請核准註冊流程圖

1	發行人決定發行機構
2	發行人決定註冊地的母國（home Member State）
3	發行人準備公開說明書或基礎公開說明書，並向母國主管機關申請核准註冊
4	母國的主管機關於送件後 10 日內通知是否核准生效，若該發行人未有其他公開發行或交易的有價證券時，該期限可延至 20 日
5	證券交易所的同意（若要上市交易）
6	發行人公告公開說明書或基礎公開說明書
7	發行人提交補充公開說明書（若有需要，且可將最終條款包含於內）並於 7 日內取

[122] PD Article 17(2).
[123] PD Article 19(1).
[124] PD Article 19(2).
[125] PD Article 19(2) to 19(4).
[126] PD Article 20, amended by PDAD Article 1(19).

	得主管機關核准
8	發行人公告補充公開說明書
9	若最終條款未包含於基礎公開說明書或補充公開說明書中，便須向母國(home Member State)主管機關申報，並通知發行地國主管機關(host Member State)
10	發行人公告最終條款

六、小結

本章主要是介紹一發行機構於決定採用歐洲中期發行計畫後，因核准註冊申請須遵守註冊國的法律，因此必須先決定申請核准註冊之母國，進而由該母國主管機關進行公開說明書之審核乃至要求發行機構補充公開說明書內容等。又一旦公開說明書經母國核准，發行機構應向該主管機關申報並向公眾公告，另「公開說明書指令」對公告方式訂有規定。因單一護照的機制，母國的核准在其他發行地國亦生核准效力。

肆、歐洲中期發行計畫下所能發行的產品與投資人分類

相對人是否係適格投資人，於「公開說明書指令」之下，係決定發行人是否可豁免於製作公開說明書的義務之條件之一[127]；而就金融產品的銷售，亦即金融機構與客戶間的行為規範(包括客戶分類、說明義務、適當性義務等)，則按 2004 年之「金融工具市場指令」（Markets in Financial Instruments Directive, MiFID）[128]的規定辦理。前揭指令之規範目的，就在於調合（harmonization）歐盟境內各國有關公開說明書以及產品銷售法制的差異，因此，各會員國的法令皆必須依「公開說明書指令」及「金融工具市場指令」等相關規範所設置的標準來制定，相對地各國法令間的差異也因這些相關規範而減少。此外，關於發行人發行後的持續揭露的義務，係另規範於「資訊透明指令」(Transparency Directive）之中，惟已非屬本報告討論範圍之內，併此述明。有關公開說明書中就投資人的分類的規定，則已如前揭「(二)作成義務之例外」所述。

一、「金融工具市場指令」的分類

(一)原則上，依「金融工具市場指令」（Markets in Financial Instruments Directive, MiFID）[129]之規定，除非符合豁免的態樣[130]，就投資服務及產品的提供者，包括發行人、投資顧問、證券承銷商或經銷商等機構，必須先經過會員國主管機關的核准（authorisation）[131]。「金融工具市場指令」之另一重點則為強化金融機構之行為規範[132]。

(二)依歐盟之「金融工具市場指令」之規定，金融服務之客戶，指的是一個投資事業（investment firm）提供投資服務（investment services）或附屬服務（ancillary services）

[127] PD Article 3(2).
[128] Commission Directive 2004/39/EC.
[129] 2004/39/EC. 金融工具市場指令係承接及整合先前之投資服務指令（Investment Services Directive），並於 2007 年 11 月 1 日正式生效施行。
[130] MiFID Articles 2 and 3.
[131] MiFID Article 5(1)and 6(1).
[132] MiFID Article 19 et seq.

[133]對象之自然人或法人（any natural or legal person）[134]。基本上，「客戶」分為應「零售客戶」（retail client）與「專業客戶」（professional client）兩大類。所謂零售客戶，即非專業客戶之客戶[135]，而所謂專業客戶，通常係指列舉於「金融工具市場指令」附件二（Annex II）內之機構[136]。

(三)依「金融工具市場指令」附件二的規定，一客戶可能依其性質被認定為係專業客戶，也可依自己請求被分類為專業客戶。一般而言，下列機構會被認定為「專業客戶」[137]：

a. 依法必須取得核准或執照才能在金融市場（financial market）運作之機構（entities）：包括信貸機構（credit institution）（主要為銀行）、投資事業（investment firm）、保險公司（insurance companies）、基金及其管理公司（collective investment schemes and management companies of such schemes）、退休基金及其管理公司（pension fund and management companies of such funds）、貨品及貨品衍生性商品之交易商（Commodity and commodity derivatives dealers）、以及其他機構性投資人（institutional investor）；
b. 大型企業（large undertakings）：其標準為必須符合下列三個標準中之其二者：(1)資產負債表上超過二千萬歐元；(2)淨週轉率超過四千萬歐元；或(3)自有資金超過二百萬歐元；
c. 國家或地方政府、發行公債之機構、中央銀行以及國際或超國家組織（例如世界銀行、國際貨幣基金、歐洲中央銀行等等）；
d. 其他主要以投資金融工具為主要行為之機構性投資人（包括為證券化為目的所設置之特殊目的機構在內）。

(四)除對一般零售客戶報價的相關規定外[138]，**「金融工具市場指令」本身並未對零售**

[133] 有關投資服務及附屬服務之態樣及定義，參見MiFID Annex 1。
[134] MiFID Article 4(1)(10).
[135] MiFID Article 4(1)(12).
[136] MiFID Article 4(1)(11).
[137] MiFID Annex II section 1.
[138] MiFID Article 27.

或專業客戶設計特別規定，也沒有特別限制哪些產品僅能銷售予專業客戶或不能銷售予零售客戶，亦即就依歐洲中期發行計畫所發行之證券產品銷售予一般人的規定，大致上與對專業投資人的規定相同，一併適用同一套的行為規範（conduct of business）。**但「金融工具市場指令」授權歐盟於執行命令中就行為規範部分有差別化的設計**[139]，就零售客戶而言，特別包括金融機構就零售客戶必須設置客服及紛爭解決部門[140]、與零售客戶間的協議應經明示及簽名同意[141]、提供予零售客戶的資訊必須包含一些必備的資訊並以公平的方式呈現[142]、通知零售客戶成交價量及交割時間[143]、在與零售客戶簽約前提供合約條款等資訊[144]及提供零售客戶有關該金融機構的一般資訊[145]、提供金融工具的相關資訊[146]以及相關的保管或擔保的資訊[147]、提供所收取費用之相關資訊[148]、對零售客戶通知的格式[149]、及就複雜金融產品應提供零售客戶適當可理解該產品特性的相關資訊[150]等。相對地，若客戶係專業客戶，則就適當性（suitability or appropriateness）的審查上可假設該專業客戶有足夠的知識及經驗並承擔風險[151]，此即代表對專業客戶金融機構必須進行積極及實質的審查。

不過，專業客戶也可以要求金融機構提供較高程度的保護（higher level of protection），但是必須經過客戶及金融機構間以書面協議才會生效[152]。

另一方面，零售客戶可以自願放棄（waive）對零售客戶的保護，而自願接受被分類為專業客戶。然而，自願改變分類屬性的前提為金融機構必須分析該客戶之知識、經驗及能力，以及合理確信該客戶就特定的交易有能力自行作出投資判斷並評估其風險，且最低標準為該客戶在特定市場至少每季進行十件以上有顯著數量的交易、其投資組合之金額必須超過五十萬歐元，且該客戶必須在金融產業專業職位工作超過一年以上[153]。簡言之，只

[139] MiFID Articles 19(10) and 20(6).
[140] MiFID Implementing Directive (2006/73/EC) Article 10.
[141] MiFIDID Article 19(1)(a).
[142] MiFIDID Article 27.
[143] MiFIDID Article 28(1).
[144] MiFIDID Article 29(1).
[145] MiFIDID Article 30.
[146] MiFIDID Article 31(1).
[147] MiFIDID Article 32.
[148] MiFIDID Article 33.
[149] MiFIDID Article 40(1).
[150] MiFIDID Article 38(d).
[151] MiFIDID Articles 35(2) and 36.
[152] 同前註。
[153] MiFID Annex II section 2.

有在零售客戶具有相當的投資知識、能力與經驗（並有相當實績可證明）的前提下，金融機構方可接受將一客戶由零售客戶之分類提升至專業客戶。

(五)除此之外，「金融工具市場指令」亦規定，歐盟之會員國可規定，一金融機構在為其他客戶與適格相對人（eligible counterparties）交易時，該金融機構對該適格相對人，可豁免適用於一些行為規範的規定[154]。

一般而言，其他投資事業、信貸機構、保險公司、基金及其管理公司、退休基金及其管理公司以及其他依法核准之金融機構、貨品及貨品衍生性商品交易商、政府機構（含中央銀行與超國家機構等）等係屬適格相對人之範圍[155]，論其實際，此等範圍與專業客戶大致相同，但當然各會員國可保有設置一些不同的規定的空間[156]。

二、英國法有關金融行銷的規定

於英國法下，依前揭歐盟「金融工具市場指令」的規定，在金融服務局（Financial Services Authority，FSA）之規範手冊（FSA Handbook）中，有針對專業客戶及零售客戶，訂與「金融工具市場指令」相仿的規範。

除此之外，英國依 2000 年金融服務暨市場法（Financial Services and Markets Act 2000, FSMA）的規定，原則上除非係經授權（authorization）取得金融服務執照之人，否則不得為金融行銷（financial promotion）[157]。但此規定不適用於相對人係屬具備投資專業之人（investment professional）[158]或係屬高淨值（high net worth companies）之公司或事業[159]，但綜觀有關投資專業之人或高淨值事業的定義，相關規定應不適用於一般零售客戶。

三、小結

[154] MiFID Article 24 section 1.
[155] MiFID Article 24 section 2.
[156] MiFID Article 24 section 3.
[157] FSMA 2000 s 21(1) and (2).
[158] Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 section 19.
[159] Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 section 49.

不論是「公開說明書指令」或 2004 年的「金融工具市場指令」均有關於適格投資人的規定，但二者區別的目的不同，前者為決定發行人可否豁免公開說明書製作的義務，後者涉及提供金融服務時之行為規範有無差別的問題。但後者之行為規範區別並非絕對，即使是專業客戶也可要求較高程度的保護，反之零售客戶也可自願放棄而自願接受被分類為專業客戶。

伍、美國證券法令下之中期發行計畫

以結論而言，在一般實務上發行人製作歐洲中期發行計畫的文件會儘可能試圖符合美國 1933 年證券法或 1934 年證券交易法下的各種豁免規定，以避免同時受到美國及歐盟法令的規範。

一、證券註冊及提前註冊的規定

（一）依美國 1933 年證券法（Securities Act 1933）第 5 條的規定，原則上發行有價證券之前，必須先向聯邦證管會（Securities Exchange Commission, SEC）登記核准後方能為之[160]。美國的證券法，除每一次發行而單獨向證管會申請核准註冊之外，在符合若干條件下，有些證券得在完成一「提前註冊」（shelf registration，或有翻譯為「暫時擱置註冊」）之後，得在將來作為持續或延遲（continuous or delayed basis）發行，亦即，發行人在取得證管會提前註冊之核准後，即可在預先指定的未來期間內發行一定數額的證券，故後續發行毋須再經證管會核准。而有關提前註冊的規定，則規範在證管會Regulation C之中。此與歐盟之「發行計畫」（offering programme）的概念相似，但**相較於歐盟「公開說明書指令」中的發行計畫，在美國的提前註冊制度之下，不僅可發行債券，也可以發行股票**[161]。就依美國法所設立的MTN program，一方面美國法的法令用語不同，且美國法未直接使用「發行計畫」（offering program）一詞；其次，依美國法所註冊的發行計畫，除非符合豁免的相關規定，否則必須符合美國證券法令的相關規範。

（二）依Regulation C的規定，能依提前註冊的規定發行的證券，包括[162]：

(a)僅向申請註冊人之子公司或母公司發行的證券（Which are to be offered or sold solely by or on behalf of a person or persons other than the registrant, a subsidiary of the registrant or a person of which the registrant is a subsidiary）；

(b)僅為註冊人發行股利或依一利息再投資計畫或員工分紅計畫所發行的證券

[160] 15 USC 77e.
[161] 17 CFR 230.415(a)(x) and (a)(4).
[162] 17 CFR 230.415(a)(1).

（Which are to be offered and sold pursuant to a dividend or interest reinvestment plan or an employee benefit plan of the registrant）；

(c)為因應已流通之選擇權、權證或權利之執行（Which are to be issued upon the exercise of outstanding options, warrants or right）；

(d)為其他已流通證券之轉換而發行的證券（Which are to be issued upon conversion of other outstanding securities）；

(e)與其他綜合之商業交易有關而發行的證券（Which are to be issued in connection with business combination transactions）；

(f)所發行的證券將來會以持續的方式發行，且發行會持續超過註冊最初生效日起三十日以上（The offering of which will be commenced promptly, will be made on a continuous basis and may continue for a period in excess of 30 days from the date of initial effectiveness）；

(g)符合依 S-3 or F-3 表格註冊的條件，且將被發行人（或其多數控制的子公司）立即以持續或延遲的方式發行及銷售的證券（Registered or qualified to be registered on Form S-3 or Form F-3, which are to be offered and sold on an immediate, continuous or delayed basis by or on behalf of the registrant, a majority-owned subsidiary of the registrant or a person of which the registrant is a majority-owned subsidiary）。

(h)與房地產抵押貸款有關的證券，包括抵押擔保債券等（Mortgage related securities, including such securities as mortgage backed debt and mortgage participation or pass through certificates）。

若係在前揭(e)及(f)的情形，註冊文件上所載的發行金額，必須限於合理預期能在註冊二年內將被發行與銷售（reasonably expected to be offered and sold within two years）的範圍內[163]。在前揭(f)、(g)及(h)的情形，該提前註冊文件僅在三年內有效，因此，超過最終註冊日三年之後，即不得再予發行，必須重新申請核准註冊[164]。

[163] 17 CFR 230.415(a)(2).
[164] 17 CFR 230.415(a)(6).

（三）一般而言，若係中期發行計畫，在完成提前註冊核准之後，發行人通常會將核准註冊的發行金額的一部分指定至一特定的中期發行計畫，之後，發行人及承銷商會依 Rule 124[165]準備一份補充公開說明書（prospectus supplement），上面記載整體中期發行計畫的總金額以及一般的條款與經銷的方式等。在此中期發行計畫之下，每一檔的發行的細節資訊（包括到期日、利率、定價資訊等），應另以補充公開說明書的方式（此文件相當於歐盟法下之最終條款，但於美國法下係以補充公開說明書的方式為之），且於各補充公開說明書之第一頁應註明相關公開說明書及其他補充公開說明書之日期，以便相互參照(cross reference)[166]，但因為具補充公開說明書的性質，因此每一檔的發行資訊等，亦應向證管會申報（但不須經證管會核准）[167]，且經申報後，即將視為係註冊文件的一部分，而使註冊文件有新的生效日。

二、證券法下之豁免交易

依 1933 年證券法第 4 條之規定[168]，在符合若干條件之下，發行人可豁免於不得銷售未經註冊之證券的規定[169]，此即所謂的「豁免交易」(exempted transactions)，總共有六項：

(一)並非由發行人、承銷商或證券經紀商所為的交易（transactions by any person other than an issuer, underwriter, or dealer）[170]；

(二)發行人未有任何「公開發行」的交易（transactions by an issuer not involving any public offering）[171]；

(三)在符合若干條件下，若干證券自營商的交易（transactions by a dealer (including an underwriter no longer acting as an underwriter in respect of the security involved in such transaction)）[172]；

[165] 17 CFR 230.424.
[166] 17 CFR 230.424(c).
[167] 17 CFR 230.424(b).
[168] 15 USC 77d.
[169] 15 USC 77e.
[170] 15 USC 77d(1).
[171] 15 USC 77d(2).
[172] 15 USC 77d(3).

(四)證券經紀商依客戶的指示在交易所或櫃檯市場中所為的交易，但不包括對交易單的要約在內（brokers' transactions executed upon customers' orders on any exchange or in the over-the-counter market but not the solicitation of such orders）[173]；

(五)在符合若干條件下，不動產所擔保之匯票相關交易[174]；

(六)發行人僅向若干「適格投資人」所發行或銷售之有價證券交易，總共之發行價格未超過美金五百萬元[175]，且未經公開廣告或要約，發行人並須先向證管會申報後方能發行（transactions involving offers or sales by an issuer solely to one or more accredited investors, if the aggregate offering price of an issue of securities offered in reliance on this paragraph does not exceed the amount allowed under section 77c(b) of this title, if there is no advertising or public solicitation in connection with the transaction by the issuer or anyone acting on the issuer's behalf, and if the issuer files such notice with the Commission as the Commission shall prescribe）[176]。此即所謂私募的例外。

三、Regulation D 之豁免

與前揭豁免交易相關者，為美國聯邦證管會Regulation D[177]之豁免規定。若符合規定者，即可免於 1933 年證券法下發行證券應先行註冊的規定。大致上，Regulation D的例外規定共可分三項，符合規定者應提供一些必備的資訊[178]，並填具法定之表格（即Form D）並通知聯邦證管會[179]。

（一)首先，若累積的總發行金額未超過美金一百萬元，且其發行人並不須依 1934 年證券交易法申報資訊，且非屬投資公司（investment company）或尚未具有營運計畫的新設公司，同時其發行僅限於有公開申報及資訊揭露規定的一州或數州，該發行人亦已符合

[173] 15 USC 77d(4).
[174] 15 USC 77d(5).
[175] 15 USC 77c(b).
[176] 15 USC 77d(6).
[177] 17 CFR 230.501 to 508.
[178] 17 CFR 230.502.
[179] 17 CFR 230.503.

該條的相關規定或豁免規定，則可符合Regulation D而豁免於聯邦法的註冊規定[180]。

(二)其次，若累積發行金額未超過美金五百萬元，且發行人並非投資公司，而認購的投資人並未超過 35 人，且未符合若干Regulation A的規定時，亦符合Regulation D而得豁免於聯邦法的註冊規定[181]。

(三)不論發行金額，在符合以下若干條件下，得視為不構成證券法第 4 條第 2 項所謂之公開發行而可豁免於註冊的規定。相關的條件包括：認購的投資人不得超過 35 人，認購的投資人若非適格投資人（accredited investor），則該投資人必須具有財務或商業上的知識及經驗，以證明其足以評估該投資的實益及風險，但發行人僅須合理相信（reasonably believes immediately prior to making any sale）該投資人符合此項描述即已足[182]。

大體而言，Regulation D中所謂的「適格投資人」[183]，包括銀行（bank）或儲蓄機構、證券商、保險公司、投資公司、政府組織、退休金計畫等，以及依 1940 年投資顧問法所定義的私人商業發展公司、符合聯邦稅法第 501(c)(3)條之公司或組織且其總資產超過美金五百萬元、任何發行人的董事或經理人、總資產超過美金一百萬元的自然人、最近兩年其個人所得超過美金二十萬元的個人、資產超過美金五百萬元的信託、以及前揭適格投資人的股東等。

四、境外銷售的例外

(一)除了上述的豁免交易外，若一有價證券的發行與銷售係在美國之外，則可豁免於 1933 年證券法第 5 條之註冊規定（For the purposes only of section 5 of the Act, the terms offer, offer to sell, sell, sale, and offer to buy shall be deemed to include offers and sales that occur within the United States and shall be deemed not to include offers and sales that occur outside the United States.）[184]，此等相關規範係訂在證管會的Regulation S之中[185]，這是

[180] 17 CFR 230.504.
[181] 17 CFR 230.505.
[182] 17 CFR 230.506.
[183] 17 CFR 230.501(a).
[184] 17 CFR 230.901.
[185] 17 CFR 230.901 – 905.

聯邦證管會所提供的安全港（safe harbor）措施之一。

(二)一般而言，適用境外銷售例外的一般條件有二：其一，該發行與銷售必須係境外交易（offshore transaction），且所謂「境外」，意指發行人必須合理相信買方在發行時係在美國境外，且該交易係在若干指定的境外證券市場上交易[186]，且不得與在美國境內的買方有任何期前約定；其次，發行人（及其經銷人或任何相關人）沒有直接試圖（direct selling efforts[187]）在美國銷售[188]。

除此之外，證管會又分三大類情況，並分別附有其他額外的條件，此三大類為：

(1) 第一類[189]：發行人必須係外國人，且該發行人在美國市場無顯著的利益（substantial US market interest[190]），另該發行係在海外的直接發行，亦不得係美國的發行人在海外發行的可轉換的債券，此發行並需經外國主管機關核可；

(2) 第二類[191]：由合格的外國發行人所發行的股權或不可轉換的債券，發行人必須盡一定報告（reporting）的義務[192]且不得銷售予美國人（US Person）；

(3) 第三類[193]：外國發行人所發行的其他證券，包括：在美國國內已盡報告義務的發行人所發行的股權、在外國未盡報告義務而在美國市場有顯著利益的外國發行人所發行的股權、及未盡報告義務的美國發行人所發行的證券等，則另有更嚴格的適用要件。

此外，在美國以外地方發行的有價證券，若經轉售（resale），在若干條件下亦可豁免於註冊的義務（亦即，若不符此條件，則該證券的轉售，仍應依證券法來註冊）[194]，例如除前述的一般條件之外，轉售時的賣方或其代理人不知買方係美國人，且若買方係證券商時，則應由賣方向買方出具聲明確認該證券係依Regulation S及美國聯邦證券法的豁免規定來發行。

[186] Defined in 17 CFR 230.902(b).
[187] Defined in 17 CFR 230.902(c).
[188] 17 CFR 230.903(a)(1) and (2).
[189] 17 CFR 230.903(b)(1).
[190] Defined in 17 CFR 230.902(j).
[191] 17 CFR 230.903(b)(2).
[192] Defined in 17 CFR 230.902(i).
[193] 17 CFR 230.903(b)(3).
[194] 17 CFR 230.904(a).

（三)在前揭規定下，有若干定義值得注意。首先，所謂「境外交易」（offshore transaction）[195]，指的是該交易並未向在美國境內之人提出要約（The offer is not made to a person in the United States)，且買方在認購時係在美國之外或證券係在境外的證券交易所交易；但若該發行係明顯以海外的美國人為目標時（specifically targeted at identifiable groups of U.S. citizens abroad)（包括海外的美國軍人)，則不應視為係境外交易。

其次，依美國聯邦法規 17 CFR 230.902(k)規定，所謂的「美國人」(US Person）[196]，原則上包括任何美國的自然人居民（natural person resident in the United States)、依美國法組織設立的合夥或公司、遺產管理人係本條定義之美國人的遺產信託、受託人係本條定義之美國人之信託、外國事業在美國境內的分支機構或代理機構（Any agency or branch of a foreign entity located in the United States)、由證券商或其他受託人為本條定義之美國人所持有之不具管理權限的帳戶（Any non-discretionary account or similar account (other than an estate or trust) held by a dealer or other fiduciary for the benefit or account of a U.S. person)、由證券商或受託人為美國之居民或事業所持有之具管理權限帳戶（Any discretionary account or similar account (other than an estate or trust) held by a dealer or other fiduciary organized, incorporated, or (if an individual) resident in the United States)、以及主要由本條定義之美國人為投資於未依本法註冊之證券而在海外成立的合夥或公司（除非該投資人係適格之投資人)。但同時，美國人的定義亦有相當多的例外[197]。

五、向機構性投資人銷售之例外

依美國聯邦證管會Rule 144A的規定[198]，在符合若干條件下，將有價證券轉售（resale）出去的行為，並不構成對有價證券的經銷或承銷，而可豁免於 1933 年證券法註冊之規定[199]，亦不必經由美國之金融產業規範機構（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)（為一自律機構）予以審查。相關條件為該有價證券僅能係向「合格機構買方」

[195] 17 CFR 230.902(h).
[196] 17 CFR 230.902(k).
[197] 17 CFR 230.902(k)(2).
[198] 17 CFR 230.144A.
[199] 17 CFR 230.144A(b)

（qualified institutional buyer）銷售[200]，且賣方有採取合理步驟來確保買方依仰賴此項豁免規定方為銷售[201]，而被銷售的證券亦不得為已在美國的證券交易所或櫃檯買賣市場上交易的證券或係開放型投資公司的證券[202]。

而所謂的「合格機構買方」[203]，大體包括任何保險公司、投資公司、依法設立之小型商業投資公司、員工退休金計畫、受託人為銀行或信託公司之信託、依投資顧問法設立之商業發展公司、或依聯邦稅法第 501(c)(3)條定義之組織或公司、依投資顧問法所註冊之投資顧問等。

六、特定銀行商品證券經紀商之豁免

在符合若干條件下，一金融機構若交易符合「特定銀行商品」（identified banking product）之條件，則可豁免於證券經紀商相關規定[204]。而所謂的「特定銀行商品」[205]，包括各式存款帳戶、信用狀、信用卡帳戶、銀行在次級貸款的參與或銷售、交換協議（廣泛而言，包括各式衍生性金融商品）等。但若係有關次級貸款的參與或銷售或交換協議，則須限於向「合格投資人」（qualified investor）為之。

原則上，所謂之「合格投資人」[206]，包括依 1940 年投資公司法註冊的投資公司（investment company）、銀行或存款機構、證券商、保險公司、小型商業投資公司（small business investment company）、政府資助之員工退休金計畫（State sponsored employee benefit plan）、依前揭機構指示買賣證券之信託（trust）、外國銀行（foreign bank）、外國政府、任何具投資權限且投資金額至少達美金二千五百萬元之公司、合夥或自然人（若係

[200] 17 CFR 230.144A(d)(1).
[201] 17 CFR 230.144A(d)(2).
[202] 17 CFR 230.144A(d)(3).
[203] Defined in 17 CFR 230.144A(a)(1).
[204] Gramm-Leach-Billey Act (GLB Act) section 206. *See also* 15 USC 78c(a)(4)(B)(ix) and 15 USC 78c(a)(5)(C)(iv) (exemption for brokers/dealers).
[205] Defined in Gramm-Leach-Billey Act (GLB Act) section 206.
[206] 15 USC 78c(a)(54), inserted by GLB Act section 207.

投資於資產證券化證券，則金額至少達美金一千萬元)、具投資權限且投資金額至少達美金五千萬元之政府單位、以及跨國或超國家組織[207]等。

七、小結

在美國證券法令下有所謂提前註冊之規定，與歐盟「公開說明書指令」概念相近，但具體規定上存有若干不同。主要的規定在證管會 Regulation C 中，包括可以提前註冊發行的證券種類、中期發行計畫後詳載每檔發行細節資訊的補充公開說明書方式，與若干豁免規定。因此實務上發行人為免法令遵循成本等過高，於設計中期發行計畫時多會儘可能符合美國法令之豁免規定，以免同受美國與歐盟法令的規範。

[207] 17 USC 78c(a)(54)(A).

陸、結論

依第壹章之說明可知，以類似歐洲中期發行計畫之發行計畫籌資的雛形已於 1970 年出現，且因採此發行計畫具有使發行人發行一系列的有價證券，節省每次需重新準備文件之勞務成本等費用，所以逐漸被廣泛利用。而在法規範面，除美國另訂有提前註冊的規範，歐盟亦分別在 2003 年與 2010 年頒佈、修訂「公開說明書指令」，及為落實該指令內容授權制定「公開說明書指令施行規範」，作為各會員國修訂其內國法規之依據參考。

在歐盟「公開說明書指令」下，發行人原則上均負有製作並公告有關其擬發行證券之公開說明書的義務，除非符合第貳章第一節（二）（三）之例外豁免規定。且依「公開說明書指令」規定，公開說明書可以是一份完整的文件，也可以拆成三份不同的文件來準備，若分成三份不同的文件，則應包括註冊文件、有價證券說明、及摘等三部分，若三部分皆分別取得核准時，即會構成一有效的公開說明書。無論係以單一份文件呈現或分不同文件組合呈現，一旦公開說明書整體經核准註冊生效後，即發生公開說明書的效力。不過，摘要部分，需具備可助投資人決定投資與否之「關鍵資訊」，除非符合例外規定可不必準備摘要。

又如係依發行計畫發行非股權之有價證券時，發行人亦可選擇以基礎公開說明書方式申請核准註冊，該基礎公開說明書應記載發行人、該發行之有價證券等相關資訊，且若該基礎公開說明書或其更新補充中並未包含該次發行之最終條款時，發行人要在額度內繼續發行特定的債券時，針對該檔債券即應再準備一最終條款以記載該檔債券的實際交易條件（並同時需向註冊母國之主管機關申報[208]）。

原則上，依「公開說明書指令」的規定，公開說明書的有效期間為自經核准之時起 12 個月，但若一經核准之公開說明書有經補充(supplement)且該補充業經主管機關核准時，則可以發生延長公開說明書效期的效果，其效期會自公開說明書的補充或更新核准時重新開始計算 12 個月。至於公開說明書的格式及應記載事項，於歐盟 2004 年 4 月 29 日

[208] PD Article 5(4). Amended by PDAD Article 5.c.

頒布之「公開說明書指令施行規範」，有詳細的規定。

另因申請核准註冊須遵守註冊國的法律，因此必須先決定申請註冊之母國，進而由該母國主管機關進行公開說明書之審核乃至要求發行機構補充公開說明書內容等。且一旦公開說明書經母國核准，發行人應向該主管機關申報並向公眾公告，另「公開說明書指令」對公告方式訂有規定。因單一護照的機制，母國的核准在其他發行地國亦生核准效力。

另一方面，不論是「公開說明書指令」或 2004 年的「金融工具市場指令」均有關於適格投資人的規定，但二者區別目的不同，前者為決定發行人可否豁免公開說明書製作的義務，後者涉及提供金融服務時之行為規範有無差別的問題。但後者之行為規範區別並非絕對，即使是專業客戶也可要求較高程度的保護，反之零售客戶也可自願放棄而自願接受被分類為專業客戶。

至於美國證券法令下之提前註冊規定，與歐盟「公開說明書指令」概念相近，但具體規定上存有若干不同。其主要的規定在證管會 Regulation C 中，包括可採提前註冊發行的證券種類、中期發行計畫後詳載每檔發行細節資訊的補充公開說明書方式，與若干豁免規定。因此實務上發行人為免法令遵循成本等過高，於設計中期發行計畫時多會儘可能符合美國法令之豁免規定，以免同受美國與歐盟法令的規範。

參考文獻

1. EU Prospectus Directive (2003)

2. EU Prospectus Directive 2010 Amendment

3. EU Prospectus Directive Implementation Regulations (2004)

4. EU MiFID (2004)

5. US Securities Act 1933 sections 4-5

6. US SEC Regulation C

7. US SEC Regulation D

8. US SEC Regulation S

9. US SEC Rule 144A

10. UK FSA Checklist Annex 4

11. UK FSA Checklist Annex 5

12. UK FSA Checklist Annex 9