

北京证券法律服务 监管工作通讯

2021.12月|总第1期

北京证监局法律处
北京市司法局律师工作处
北京市律师协会

BEIJING SECURITIES LEGAL SERVICES
REGULATORY WORK NEWSLETTER

编者按：为加强北京证监局、北京市司法局与辖区内从事证券法律业务的律师事务所的专业交流，优化服务机制，拓宽信息渠道，搭建沟通桥梁，促进北京地区证券法律业务发展，提高律师执业水平，提升律师事务所服务资本市场的能力，北京证监局法律处联合北京市司法局律师工作处、北京市律师协会，将不定期刊印《北京证券法律服务监管工作通讯》，并在中国证监会北京监管局网站通知公告栏目及北京市律师协会网站发布。欢迎各单位提出意见及建议并积极投稿。投稿请注明联系人和联系方式。

投稿邮箱 jggztx@163.com

联系电话 010-88088070（陈洁）

010-55578662（张佳）



LAW

目 录

一、监管动态	02
(一) 指导精神	02
相关领导在北京证监局对律师事务所债券法律业务现场检查集中反馈会上的讲话	
北京证监局局长贾文勤讲话	02
市司法局二级巡视员、市律师行业党委书记王群同志讲话	07
(二) 监管一线	12
北京证监局组织开展辖区律师事务所从事证券法律业务“双随机”	
现场检查	12
关于辖区某律师事务所被采取行政监管措施的案例通报	13
二、法规速递	14
深化新三板改革：北京证券交易所主要制度规则发布	14
中国证监会就《保荐人尽职调查工作准则》、《证券发行上市保荐	
业务工作底稿指引》修订征求意见	14
中国证监会就上市公司监管法规体系整合涉及相关规则公开征求意见	15
北京证监局发布《关于北京辖区北交所拟上市公司辅导监管的有关	
通知》	16
三、新规解读	17
证券执法新规解读：《关于依法从严打击证券违法活动的意见》	17
四、研究前沿	28
中国企业境外上市：监管回溯与变革展望	28
美国证券法下中介机构的责任认定与借鉴	38

监管动态

（一）指导精神

北京证监局局长贾文勤在北京证监局对律师事务所债券法律业务现场检查集中反馈会上的讲话

司法局的王局长、律协的赵会长、各位律师代表：

下午好！

今天，我局联合市司法局、律师协会共同对去年底今年初开展的律师事务所从事债券法律业务现场检查情况进行集中反馈，目的是为了对各家律所反馈检查发现的问题进行充分提示，宣讲当前资本市场发展新形势对律师执业的新要求，提醒各律师事务所在注册制改革的进程中进一步勤勉尽责、谨慎执业，助力行业机构稳健发展。我讲四点意见：

一、律师事务所从事证券期货法律业务概况

根据证监会备案数据，截至今年11月5日，全国共计有520家律师事务所备案从事证券法律期货业务，其中北京辖区共计有122家律师事务所。按照辖区统计，北京地区从事证券业务的律师事务所占全国的23.46%。

2019年以来，我局持续跟进辖区律师事务所从事证券期货法律业务情况，在证监会法律部指导下，与市司法局、律协合作，通过现场检查等方式，不断强化律师证券期货法律业务监管。

二、律师事务所从事证券期货法律业务形势要求

党的十八届三中全会以来，党中央多次明确提出推进股票发行注册制改革，应该说注册制改革是党中央交给证监会的首要政治任务。注册制强调以信息披露为核心，特点之一是更加严格的信息披露制度体系，要求发行人在符合条件的基础上，保证法律的规范性

和财务数据的真实性，确保信息披露的重大方面必须真实、准确、完整。特点之二是更强化的中介机构责任，更加强调中介机构尽职调查义务和核查把关责任，要求中介机构归位尽责，对信息披露全面核查验证。对于违法违规的中介机构及其人员采取严厉的行政监管措施，甚至行政处罚。股票发行注册制改革旨在解决核准制存在的弊端和不足，让发行人、中介机构和投资者在以信息披露为核心的制度体系下归位尽责，进一步理顺政府与市场的关系。

抓好中介机构监管，是注册制改革的重要组成部分。近两年的监管实践大家都可以看到，无论是沪深交易所针对申报 IPO 企业、债券发行企业实施的现场督导，还是证监会将律师事务所从事证券法律业务首次纳入我会“双随机”检查范围，都是压实中介机构“看门人”责任的新举措。

除了上述监管实践以外，证监会近年间还在不断加强执法与司法的衔接，推动完善相关法律制度和司法解释，探索完善与注册制相适应的证券民事诉讼法律制度。大家都是搞法律工作的，应该能够看到，资本市场相关法律环境已经发生了根本性变化：一是《证券法》修订，新《证券法》增设专章对信息披露问题进行规范，监管层对中介机构信披义务的监管提出新要求，大幅提高违法违规成本。同时，因信披违法违规致使投资者在证券交易中遭受损失的，除了信息披露义务人需要承担赔偿责任外，相关主体也将承担民事赔偿责任。二是刑法修正案（十一）对中介机构提供虚假证明文件等犯罪刑罚力度大幅提高（提供虚假证明文件罪，中介组织的人员故意提供虚假证明文件，情节严重的处五年以下有期徒刑或者拘役，并处罚金；情节特别严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处罚金）。三是中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》于今年 6 月正式对外公开，进一步表明中央关于切实加强资本市场执法司法体系建设，依法打击资本市场违法活动，进一步推动资本市场高质量发展的决心。四是资本市场虚假陈述民事诉讼实践，2020 年初，最高法发布《全国法院审

理债券纠纷案件座谈会纪要》，针对发行人的民事责任、其他责任主体的责任等法律适用问题作出规定。在债券领域，“五洋建设”因欺诈发行证券的虚假陈述责任纠纷一案已经二审判决，各中介机构对“五洋建设”承担一定比例的连带责任。此案可以看出，让装睡的“看门人”不敢装睡，也是司法审判对证券市场虚假陈述行为的基本态度。

证监会系统坚持“建制度、不干预、零容忍”的方针，全面贯彻落实对资本市场违法犯罪行为零容忍的工作要求，严厉查处重大违法犯罪案件，推动强化民事赔偿和刑事追责力度，切实保护投资者合法权益。在一些上市公司、债券发行人信息披露违法违规的个案中，针对上市公司、债券发行人追责的同时，也在同步针对保荐机构、会计师事务所进行调查。后续，不排除也可能出现针对律师事务所立案调查的情形。

应该说，监管机构对中介机构的监管是整体收紧的趋势，未来查处的力度也将不断加大。

三、律师执业中存在的问题

面对上述这些新形势，律师执业是否已经发生根本性改变，从我们检查所发现的情况来看，我认为答案是否定的。刚才法律处陈洁所做的通报也反映出这一点。

从全行业看来，律师事务所在从事证券期货法律业务，存在“几轻几重”的情况，具体表现为“重股票轻债券”“重业务轻风控”、“重承揽轻承做”、“重数量轻质量”、“重结果轻过程”。现在律师执业收费水平已经提高，有的律师事务所IPO法律服务收费高达千万（金杜对“天合光能”IPO服务收费2,200万，对“东鹏控股”IPO服务收费1,500.75万，海润天睿对“爱美克”IPO服务收费1,678.79万），但是所提供的服务、所申报的文件质量是否同步提高？我认为还是存疑的。从沪深交易所、证监会发行部反馈，还有我局现场检查来看，还存在大量的申报文件编制质量差、核查验证不到位、

合规风控意识薄弱、发表意见不充分等情况。

今天这个集中反馈会，也是为了让大家都听听别家所的情况和问题，引以为戒，不要犯同样的错误。我觉得应该能取得这个效果。

四、关于律师证券执业的几点要求

“在上交所设立科创板并试点注册制、推进创业板改革并试点注册制，建立健全以信息披露为中心的发行上市制度，规范发展债券市场”“设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地”“加强多层次资本市场体系建设”等等，这些都是党中央、国务院交给证监会的任务。在可以预见的未来，大家能够看到，资本市场必将全面开花，多层次资本市场建设不断强化，相应的，律师在资本市场领域仍将大有可为。

按照证监会党委关于稳步推进全市场注册制改革工作部署安排，证监会法律部已经专门开会听取律师界对《律师事务所从事首次公开发行股票并上市法律业务执业细则（试行）》的意见，后续将择机发布施行。关于债券发行、上市公司再融资、公募基金募集、私募机构登记和私募基金备案等业务中，律师执业的基本要求应该是一致的。律师执业的监管要求也将越来越明确，越来越细化。下面，针对律师执业，我讲几点要求：

一是正确认识新形势。过去三十年资本市场发展壮大过程中，大浪淘沙，一些律师事务所沉寂下去，一些律师离开这个行业，一些律师事务所抓住时机获得发展。未来，律师这个行业一定也将面临同样的局面，坚守者必须正确认识当前资本市场发展的新形势对律师执业的新要求，切实承担起资本市场“看门人”职责，真正归位尽责，形成良好的自我约束机制。

二是熟知并不断学习新规则。律师应当不断跟进和学习新的业务规则和行业自律规范要求，对照执业规则开展尽职调查和发表意见，勤勉尽责，谨慎执业。

三是加强律师事务所内控要求。我们观察到，一些大所已经发展出专门从事内控合规建设的专业人员，而一些小所还存在着一个合伙人带着几个助理单打独斗的情况。提醒各律所，业务发展与质量把控同等重要，必须重视并不断加强内部制度建设、配齐执业人员、加强合规展业能力建设。

四是加强与监管部门和行业之间的交流。律师内部应多培训，对外应持续关注行业监管动态，加强与同行之间的交流，互比互鉴，提升执业水平。

我就讲这些，谢谢大家！



《提高政治站位 履行看门人职责 切实提升律师证券法律业务质效》

——市司法局二级巡视员、市律师行业党委书记王群同志在北京证监局对律师事务所债券法律业务现场检查集中反馈会上的讲话

非常感谢中国证监会北京监管局精心安排这次律师证券法律业务监管通报交流会。印象中，在2017年北京局专门举办了一次全市主要从事证券业务律师事务所的证券律师监管工作会，当时我也有幸参加并在会上对参会的80多家律所提出了要求。近几年贵局法律处与我局律师工作处充分发挥“联合检查、联合约谈、联合执法”协作机制作用，先后对北京的近50家律所开展了IPO、科创板、发债等业务的专项检查，一方面充分体现了证监部门对我市从事证券业务的律师及律所发展的高度重视，另一方面通过检查与反馈也极大促进了律所提高相关业务的规范化程度。借此机会，我对北京律师行业依法规范开展证券法律业务谈谈3点意见：

一、提高政治站位，增强做好证券法律业务的责任感和使命感

一是站位要高，要从推进落实全面依法治国战略的高度来理解和认识证券法律业务工作。党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央对加快建设社会主义法治国家提出更高更新要求。从律师行业看，十八届四中全会将律师明确定位为社会主义法治队伍的组成部分，突出了律师在全面依法治国中的地位和作用。从证券行业看，新《证券法》已于2020年3月1日正式施行。实际监管工作中，中国证监会对证券违法行为明确了“零容忍”原则，强化监管，进一步压实中介机构市场“看门人”法律责任，显著提高证券违法违规成本，铁腕整治资本市场乱象。因此，我们必须要从推进全面依法治国的战略高度来思考从事证券法律业务工作。

二是视野要宽，要从律师行业服务国家经济高质量发展、实现中华民族伟大复兴的角度来理解和认识证券法律业务工作。证券律师的工作水平在一定程度上与国家经济发展质量存在关联。中国证监会和司法部联合制定的《律师事务所从事证券法律业务管理办法》和《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》中，明确规定了证券律师在证券法律业务中开展核查和验证、制作和出具法律意见书等执业活动应遵循的原则和程序，就是希望借助律师的专业法律知识和良好道德素质，发挥证券市场“看门人”作用，维护投资者合法权益，保障社会主义市场经济的健康发展。但在实际中我们律师行业中有极少数人对此缺乏正确的理解和认识，视野狭窄，格局不大，自我轻视，把严肃的证券法律服务工作当作生意来做，将法律赋予的责任当作交易的筹码，一味地压价揽活，一味地降低成本，无原则地迎合委托人意愿，最终导致违法违规问题发生。我们认为，这样既是对证券工作的不负责，更是对自己职业的不尊重，也严重损害了律师行业的社会声誉和形象。

三是思虑要远，要从促进北京证券法律服务市场良性长远发展来理解和认识证券法律业务工作。9月2日，习近平主席在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上提出：“我们将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。”这对北京的证券法律服务市场既是机遇，更是挑战。目前，北京律师事务所超过3千家，执业律师超过4万人。2020年全市律师事务所营业收入近300亿，全市收入过亿元的所共有50家左右，基本都是规模大所。北京律师的非诉业务量和业务收入不仅在北京市场占有绝对优势，在全国的市场也占据了半壁江山。我们取得这样的成绩，靠的是什么？从一个方面看，一是区位优势。北京是首都，具有得天独厚的政治资源、经济资源，上市公司多，创新企业多，证券、期货机构多，带来的非诉业务也就多。二是业务水平。非诉业务专业性很强，北京律师事务所人才多，经验多，规模大，办理的业务质量、效率比较高。三是品牌效应。

近年来，北京律师活跃于资本市场，办理了一批重要法律服务事项，提供了高质量的服务，在全国赢得一定的口碑，形成了品牌效应，吸引了相当一部分外地机构委托北京律师。从另一个方面看，我们通过分析，可以看出北京律师除了区位优势，其他优势都是动态、不稳定的，在激烈的市场竞争环境下，其他省市都在努力提高。因此，我们要有危机意识，要从北京律师行业的发展壮大，从律所自身长远发展来认识和看待这个问题。

二、提高思想认识，牢固树立正确的证券法律服务业务执业理念

一是严格依法。律师是法律职业人员，理应成为法律的模范执行者和自觉维护者。表现在证券律师工作上，就是必须严格遵守《律师法》《证券法》《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》《证券期货违法行为行政处罚办法》等法律、规章的有关规定，严格按法定的程序、法定的标准、法定的条件办理业务，绝对不能心存侥幸，自降标准，知法违法。

二是诚实守信。司法部领导多次强调，律师是法律职业者，是一个需要严格规制的职业。所谓严格规制，就是严格准入和保持标准，严格执业监督和管理。同时，诚实守信也是维护投资人合法权益的要求。根据相关规定，我们律师在证券业务中的责任和义务是：根据专业知识对信息进行调查和审核，并提出公正、客观的专家意见，保证所披露信息真实、准确、充分、完整。作为法律职业人员，经我们律师审核调查后认可的信息和出具的专家意见，普遍为公众所信赖，公众将其作为投资决策的重要依据。因此，一份不诚信的法律意见，将会对广大公众利益造成侵害，这也是证券律师所必须坚持和重视诚信的重要原因。

三是客观公正。我们证券律师的权利来自于委托人，接受委托人的委托和报酬，为后者提供法律服务。但同时，证监部门根据相关规定又希望证券律师能作为资本市场的“看门人”，分担一部分对委托人证券业务监管的责任。因此，证券律师天然存在角色冲突。

而平衡两者最好的选择，就是将坚守客观标准，保持公正立场作为处理问题的根本准则，一切忠于事实，忠于法律，忠于良知。

三、提高协作水平，充分发挥律师在做好证券法律业务方面的职能作用

证券法律业务的特点，体现在工作量大，分工日趋精细，需要多部门多领域配合协作。因此，律师事务所要想在证券法律业务领域实现发展，必须自觉接受监管机关监督指导，密切与监管机关配合，依法强化律师事务所内部管理，不断规范执业，切实提高法律服务质量。

一是司法行政机关和证监部门要加强监管合作，切实维护执业秩序。根据职责分工，对证券律师，证监部门的监管是业务管理，主要是对事，即对律师在证券业务中行为的监管。司法行政机关主要是行业管理，即对律师、律所内部秩序和执业活动的日常监管。2016年4月，经我们两局共同研究，双方建立了北京市从事证券法律业务律师及律所联合监管执法工作机制，形成了定期联络、合作培训、联合执法等系列工作制度，开展联合监管、联合执法活动，努力实现证监、司法行政对证券律师依法监管、从严监管、全面监管，切实维护北京证券律师的执业秩序。

二是要压实律师事务所的管理责任。近几年，我们看到北京的一些律所、律师受到了中国证监会的处罚，其中不乏综合水平较高的大所、强所。这反映出了部分律所、律师对于从事证券法律服务相关法律、规则的忽视甚至是漠视。律师事务所要不断建立健全执业管理和其他各项内控制度，规范本所律师执业行为，履行监管职责，对本所律师遵守法律、法规、规章及行业规范，遵守职业道德和执业纪律的情况承担监管的主体责任。律师事务所主任必须切实承担管理责任，发挥第一责任人作用。律师事务所必须自觉接受社会监督和同行监督。通过本所网站等，依法公开本所律师和辅助人员的基本信息和奖惩情况，如实介绍办理案件情况，诚信、规范、审慎

执业。

三是要加强对具体负责律师的法律业务和职业道德培训。市、区两级律师协会及其相关法律专业委员会要把对证券业务律师的法律法规、职业道德、警示教育等培训放到更加突出位置，抓紧抓实抓出成效。培训要突出时效性，及时把政策法规的变化情况普及到位；培训要突出实用性，及时把执业中的经验教训甚至是典型案例宣讲到位；培训要突出针对性，深化与证监部门合作，请一线执法监管者授课，把联合培训做到位。

我认为与证监部门联合对律师事务所从事证券法律业务进行监督管理是司法行政机关的法定职责，在这项工作上，市司法局律师监管部门责无旁贷，义不容辞，一定会全力支持配合北京证监局的相关工作。最后，我希望市司法局和中国证监会北京监管局可以通力合作，共同打造高起点、高质量、高层次、高水平北京证券法律服务市场。



监管一线

北京证监局组织开展辖区律师事务所从事证券法律业务“双随机”现场检查

为贯彻落实《国务院办公厅关于推广随机抽查规范事中事后监管的通知》（国办发〔2015〕58号）《国务院关于在市场监管领域全面推行部门联合“双随机、一公开”监管的意见》（国发〔2019〕5号）《国务院关于加强和规范事中事后监管的指导意见》（国发〔2019〕18号）精神，按照中国证监会推广随机抽查工作实施方案及中国证监会法律部的相关要求，结合北京辖区律师事务所从事证券法律业务监管工作实际，北京证监局组织开展了2021年辖区律师事务所从事证券法律业务“双随机”现场检查抽取工作。

按照依法监管、公开透明、公正高效的原则，参照《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定》（中国证监会公告〔2020〕52号）第五条、《律师事务所从事证券法律业务管理办法》（中国证监会、司法部令第41号）第六条相关规定，合理确定本次检查范围。检查对象和检查人员均采用随机抽取的方式，纪检人员全程监督，保证了抽取工作的公平性。

后续，北京证监局将有序推进“双随机”现场检查工作，对检查中发现的违法违规问题，依法予以处理，其中达到行政处罚立案标准的，将及时移交立案调查，严格追究相关方的违法责任。从事证券法律业务的律师事务所应当尽快形成与注册制相匹配的理念、组织和能力，不断加强内部制度建设、配齐执业人员、加强合规展业能力建设，切实承担起资本市场“看门人”职责。

关于辖区某律师事务所被采取行政监管措施的案例通报

近期，辖区某律师事务所在为上市公司股东大会出具法律意见书的执业过程中，因违反《律师事务所从事证券法律业务管理办法》（中国证监会、司法部令第41号，“《管理办法》”）的相关规定，被采取出具警示函的行政监管措施。现将相关情况通报如下：

该律师事务所在执业过程存在的具体问题包括：一是从事该业务未编制核查和验证计划。二是工作底稿中缺少对法律意见书中各具体意见所依据的事实、国家相关规定以及律师的分析判断作出说明的内容。三是未对出具的法律意见讨论复核，并制作相关记录作为工作底稿留存。四是法律意见书仅为1名律师签字，无律师事务所负责人签名。

上述行为违反了《管理办法》第十三条、第十八条、第二十三条和第二十四条的规定。按照《管理办法》第三十一条的规定，该律师事务所被采取了出具警示函的行政监管措施。

对于律师事务所来说，为上市公司股东大会出具法律意见是一项传统业务，业务内容并不繁杂，在执业过程中存在的诸多问题直接反映了相关律师事务所及从业人员对证券监管规则的漠视，必须引起高度重视，具有较强的警示作用。北京证监局将继续加大对辖区内证券法律业务的日常监管和现场检查，持续督促律师事务所及其从业人员依法履行职责，有效维护资本市场健康发展秩序，切实保护广大中小投资者合法权益。

法规速递

深化新三板改革：北京证券交易所主要制度规则发布

深化新三板改革，设立北京证券交易所，是习近平总书记对资本市场服务构建新发展格局作出的新的重大战略部署，是落实国家创新驱动发展战略要求、支持中小企业创新发展的重要举措。为夯实改革制度基础，中国证监会发布北京证券交易所发行上市、再融资、持续监管三件规章以及相关的十一件规范性文件；同时，为做好制度衔接，进一步丰富全国股转系统融资工具，配套修改了非上市公众公司监管两件规章，制定了挂牌公司定向发行可转债两件内容与格式准则。

上述规章和规范性文件，连同北京证券交易所配套制定的自律规则，共同构建起一套能够与创新型中小企业特点和成长阶段相符合的北京证券交易所制度规则体系，充分体现错位、包容、灵活、普惠的市场特点。从规则体系看，相关规章、规范性文件、自律规则相互衔接，分别就主要制度安排、信息披露内容和自律管理要求作出规范。从规则内容看，涵盖了发行融资、信息披露、公司治理、监督管理等各个方面。从规则特点看，坚持市场化原则，突出交易所的主体责任，在法律法规及规章的基础上，充分授权北京证券交易所根据市场实际情况制定自律规则。

上述规章、规范性文件于2021年11月15日起施行。

中国证监会就《保荐人尽职调查工作准则》、 《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》修订征求意见

为贯彻落实《证券法》《证券发行上市保荐业务管理办法》等

相关规定，适应注册制改革发展需要，贯彻《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》精神和原则，进一步规范和指导保荐人对境内拟发行股票、可转换债券或存托凭证的公司的尽职调查工作，提高保荐人尽职调查工作和信息披露质量，2021年11月19日晚，中国证监会就《保荐人尽职调查工作准则》（“《工作准则》”）公开征求意见，并出台配套规则《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》（“《底稿指引》”）。这是中国证监会对2006年出台的旧规的一次全面升级。

这次升级主要是增加三条新内容：“一是，增加对其他证券服务机构专业意见的相关复核资料；二是，增加内核阶段工作底稿要求；三是，增加分析验证过程的相关底稿。”就此次调整，中国证监会表示，随着法律环境、市场环境的变化，特别是新《证券法》和《证券发行上市保荐业务管理办法》的修订实施，对保荐机构专业能力和专业质量提出了更高要求，因此有必要对《工作准则》及其配套规则《底稿指引》进行修订。

《工作准则》（征求意见稿）中要求，“保荐人对其他证券服务机构出具专业意见的内容，在评估其相关工作充分、可靠的基础上可以合理信赖，但应进一步核查验证，保荐人应审慎使用第三方外聘机构，不得将法定职责予以外包，保荐人应当依法承担的责任不因聘请第三方机构而减轻或免除。”

中国证监会就上市公司监管法规体系整合及相关规则公开征求意见

为深入贯彻国务院金融委“建制度、不干预、零容忍”的工作方针，构建更加科学规范的上市公司监管法规体系，让法规变得“科学、易懂、管用”，提升市场规则的友好度，增强市场主体的获得感，扎实推进党史学习教育“我为群众办实事”实践活动落实落地，中国证监会和沪深证券交易所共同开展了上市公司监管法规体系整

合工作。法规整合工作将证监会现行关于上市公司监管的部门规章以下层级规则、沪深证券交易所关于上市公司监管的自律监管规则归并整合为 182 件。2021 年 11 月 26 日，中国证监会就整合涉及中国证监会的 27 件规范性文件（合并后制定规则 6 件、修改 17 件、废止 4 件）向社会公开征求意见。

北京证监局发布《关于北京辖区北交所拟上市公司辅导监管的有关通知》

2021 年 11 月 23 日，北京证监局网站发布了《关于北京辖区内北交所拟上市公司辅导监管的有关通知》（“《通知》”）。《通知》指出，北交所拟上市公司辅导执行《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》，北交所拟上市公司辅导期原则上不少于三个月，确有特殊情况需要缩短辅导期的，保荐机构应出具专项申请，说明原因及保证辅导质量的措施，北京证监局将酌情把握。



新规解读

（声明：本部分内容为相关律师的原创文章，仅代表作者本人观点，不视为监管部门或作者所在机构的意见或立场。如需转载或引用任何内容，请注明出处。）

证券执法新规解读：《关于依法从严打击证券违法活动的意见》

作者：北京德恒律师事务所，陈波 宋旭博

2021年7月6日，中共中央办公厅（“中办”）、国务院办公厅（“国办”）印发了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》（“《意见》”）并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。从发布主体上来看，《意见》由中办、国办联合印发，引发各界高度关注。根据《意见》精神，中国证监会于7月14日发布《证券期货违法行为行政处罚办法》，并于近日集中部署专项执法行动，集中打击财务造假、资金占用、违规担保及操纵市场、内幕交易等严重违法行为，依法从严从快从重查办16起重大典型案件。

此次监管部门以雷霆之势打击证券违法活动，既获得了资本市场的高度赞誉，也引发了资本市场的高度关注。在此背景下，细致解读近期出台的一系列“打击证券违法活动”新规，对于进一步做好证券合规法律工作，更好提供证券法律服务具有重要意义。

一、《意见》的出台背景和总体要求

近期以来，证券类违法案件频频发生，上市公司虚假陈述、内幕交易案件呈高发态势，打击了投资者信心，破坏了市场生态。而随着全市场实行注册制的节奏逐步明确，我国经济金融环境正在经历深刻变化、资本市场改革开放程度正在不断加深。为进一步推动资本市场高质量发展，扫清阻碍资本市场发展的一切障碍，打击证券市场违法行为作为维护资本市场秩序、有效发挥资本市场枢纽功

能的重要保障，必然成为下一阶段证券执法工作的重中之重。面对资本市场违法犯罪案件多发，案件查处难度加大，相关执法司法等工作面临新形势新挑战的局面，中办、国办发布《意见》，对下一阶段的证券立法执法工作提出纲领、作出部署，正当其时。

《意见》指出，打击证券违法活动必须坚持市场化、法治化方向，坚持“建制度、不干预、零容忍”，加强资本市场基础制度建设，健全依法从严打击证券违法活动体制机制，并进一步明确了打击证券违法活动的基本原则和主要目标。

第一，四个基本原则。《意见》指出，要坚持零容忍要求、坚持法治原则、坚持统筹协调、坚持底线思维四个基本原则，要将依法从严打击证券违法活动与有效防范化解风险、维护国家安全和社会稳定相结合，既要加大对证券违法犯罪案件的惩戒力度，强化震慑效用，也要加强重点领域风险排查，强化源头风险防控，严防风险叠加共振、放大升级；既要提高证券执法、司法专业化水平，提升透明度，增强公信力，也要加强证券期货监督管理机构与其他部门的工作协同，形成高效打击证券违法活动的合力。

第二，两个主要目标。《意见》重点强调了两个时间节点，即到2022年，资本市场违法犯罪法律责任制度体系建设取得重要进展，依法从严打击证券违法活动的执法司法体制和协调配合机制初步建立，重大违法犯罪案件多发频发态势得到有效遏制，投资者权利救济渠道更加通畅，资本市场秩序明显改善。到2025年，资本市场法律体系更加科学完备，中国特色证券执法司法体制更加健全，证券执法司法透明度、规范性和公信力显著提升，行政执法与刑事司法衔接高效顺畅，崇法守信、规范透明、开放包容的良好资本市场生态全面形成。

总而言之，《意见》出台后的证券执法工作将会持续保持高压态势，打击证券违法犯罪活动的力度将会不断加大，证券违法犯罪的成本也将越来越高，这就对各市场主体的证券合规工作提出了更高要求。

二、《意见》的主要内容和核心制度

在“建制度、不干预、零容忍”的方针指引下，《意见》提出要在以下几个方面加强制度建设：

（一）完善资本市场违法犯罪法律责任制度体系

《意见》强调打击资本市场违法犯罪要贯穿证券立法、执法、司法全过程，健全证券刑事、行政、民事责任，进一步完善证券相关法律制度。在立法层面，要加快立法效率，保障立法供给，尽快出台《期货法》等证券相关法律，加快制定修订《上市公司监督管理条例》、《证券公司监督管理条例》等配套法规制度；在刑事司法层面，要同步修改有关刑事案件立案追诉标准，完善相关刑事司法解释和司法政策；在民事司法层面，要加快推进证券纠纷代表人诉讼制度实施，取消民事赔偿诉讼前置程序。同时，要加快退市制度改革，严格执行强制退市制度，完善自律监管制度。

（二）建立健全依法从严打击证券违法活动的执法司法体制机制

《意见》高度重视证券执法司法部门之间的有效衔接和证券执法部门内部之间的互联互通，着力提高证券执法司法效率。在执法机关内部，要成立打击资本市场违法活动协调工作小组，加大对重大案件的协调力度，完善信息共享机制；要进一步发挥公安部证券犯罪侦查局派驻中国证监会的体制优势，完善线索研判、数据共享等方面的行政刑事执法协作机制等。在执法司法衔接方面，要完善证券案件检察体制机制，研究在检察机关内部组建金融犯罪办案团队，探索在中国证监会建立派驻检察的工作机制，加强最高人民检察院与中国证监会、公安部的协同配合等。同时要探索统筹证券期货领域刑事、行政、民事案件的管辖和审理，加强金融审判队伍专业化建设。

（三）强化重大证券违法犯罪案件惩治和重点领域执法

针对证券领域大案要案频发和近期债券市场违法集中出现等现象，《意见》强调要依法严厉打击，从严从快从重查处。对于大案要案，要坚持分类监管、精准打击，加大对证券发行人控股股东、实际控制人等有关责任人的追责力度，压实中介机构责任，依法严厉打击非法证券活动，加强场外配资监测，重点打击欺诈发行债券、信息披露造假、中介机构未勤勉尽责等债券市场违法行为，强化私募违法行为的法律责任。

（四）进一步加强跨境监管执法司法协作

对于近期“滴滴”等企业赴境外上市所引发的网络安全和数据安全问题，《意见》要求加强跨境监管合作。完善数据安全、跨境数据流动、涉密信息管理等相关法律法规。抓紧修订关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定，压实境外上市公司信息安全主体责任。加强跨境信息提供机制与流程的规范管理。同时，要切实采取措施做好中概股公司风险及突发情况应对，推进相关监管制度体系建设，制定《证券法》有关域外适用条款的司法解释和配套规则。

（五）着力提升证券执法司法能力和专业化水平

《意见》高度重视证券执法司法工作能力提升，强调提高证券执法司法的专业化水平。要求加强证券执法力量，优化证券稽查执法机构设置，增强证券执法能力；有效运用大数据、人工智能、区块链等技术，建立证券期货市场监测预警体系，构建以科技为支撑的现代化监管执法新模式，丰富执法手段，提高执法效能。切实提升执法司法专业性、规范性、权威性和公信力，规范执法行为，强化对监管执法机构的规范与监督，营造公平公正的法治环境。

（六）加强资本市场信用体系建设

《意见》要求夯实资本市场诚信建设制度基础，建立资本市场诚信记录主体职责制度，明确市场参与主体诚信条件、义务和责任；要求建立资本市场行政许可信用承诺制度，将信用承诺事项及其履

行情况纳入信用记录，作为事中事后监管的重要依据；要求强化资本市场诚信监管，建立健全全国统一的资本市场诚信档案，健全诚信信息共享机制，加大信息归集、查询、公示力度，形成各方共建共治共享的资本市场诚信建设格局。

三、《意见》出台后的监管格局

《意见》高屋建瓴地回应了长期以来资本市场热切关注的问题，旨在遏制资本市场违法犯罪的抬头趋势，为我国全市场推行注册制铺平道路，顺应了近年来我国的证券市场发展趋势，具有深远的积极意义。《意见》对我国资本市场的制度建设提出了全方位的要求，必将对未来中长期的监管格局产生深远影响，主要有以下特点：

第一，法治化。《意见》强调要坚持法治化方向，坚持法治原则，严格执法、公正司法，统一标准、规范程序，提高证券执法司法的法治化水平。随着我国资本市场法律体系不断健全，中国特色证券执法司法体制更加健全，证券执法司法透明度、规范性和公信力显著提升，法治化的监管格局将会显现。一方面，证券监管的相关法律和配套法规将会越来越体系化、精细化；另一方面，证券执法司法的规范性和专业性也将有更强大的法治保障。未来的市场必然是法治的市场，未来的监管必然是法治的监管。

第二，系统化。《意见》高度重视证券执法司法部门之间的统筹协调，要求加强证券执法部门之间的工作协同，形成高效打击证券违法活动的合力。在执法层面，中央将建立打击资本市场违法活动协调工作小组，对证券违法领域的大案要案进行工作协调，同时证券监管机构、公安机关、地方执法部门之间的执法配合将更加密切，对证券领域违法犯罪的打击力度将大大增强，证券违法犯罪的成本将显著提高；在司法层面，检查机关、审判机关将投入更多资源组建专业团队从事金融犯罪的刑事司法工作，同时将与执法机关密切协同配合，提高司法质量与效率。行政执法与刑事司法的衔接将更加高效顺畅，依法从严打击证券违法活动的执法司法体制和协调配合机制将快速形成。

第三，市场化。《意见》不仅强调要加快建设中国特色证券执法司法体制，还强调加强资本市场基础制度建设，坚持市场化导向。

《意见》出台后，证券纠纷代表人诉讼制度将会推进、民事赔偿诉讼前置程序将会取消，证券行业仲裁制度试点将会开展，退市制度将会更加健全。在证券民事诉讼、自律监管和资本市场信用体系持续完善的推动下，我国资本市场将会更加规范、透明、开放、有活力、有韧性。

综上，《意见》出台后的短期之内，对证券违法犯罪活动的打击将会更加严厉，证券违法犯罪活动将会显著减少；中长期之内，我国证券监管法律体系将会更加完善，证券执法司法体制将会更加健全。

四、《意见》出台后的合规趋势

《意见》发布以来，证券监管部门加大了对证券违法行为的打击力度，查处多起虚假陈述、内幕交易案件，对“宜华生活”、“广东榕泰”、“中潜股份”等系统性财务造假案件进行了通报，证券执法“用重典、出重拳”效果初现。可以预见的是，随着《意见》进一步落地，证券市场主体和市场投资者的合规风险将进一步提高，企业与投资者合规需求将进一步扩大。未来的证券合规将呈现出以下几个趋势：

第一，证券合规将成为市场的“主旋律”。随着监管格局的进一步调整，我国证券市场法律规范将不断完善，证券执法手段将趋于多元化。对于上市公司而言，必须依法依规做好信息披露等合规工作，规范企业经营和证券市场活动；对于中介机构而言，必须进一步突出合规工作在执业活动中的地位，在压实中介机构责任的大背景下，中介机构必须首先做好合规工作，防止合规缺口给自身带来更大的风险敞口。

第二，证券合规工作必须加强全市场协同。《意见》旨在推动监管部门的统筹协调与资本市场自律监管和信用体系建设，此举必

将加快证券市场的整合程度，推动证券市场各主体以统一步调应对统一监管，上市公司与中介机构之间的密切配合将更加关键。尤其是在合规领域，上市公司与中介机构必须进一步加深合作，上市公司要规范诚信经营，中介机构要持续勤勉尽责，二者的“共同体”关系将更加凸显，“一荣俱荣，一损俱损”的协作体系将更加健全。

第三，专业中介机构的责任将更加重大。由于我国资本市场的体制机制建设趋于完善，合规工作所依据的法律规范、业务规范将更加细密，合规工作的专业化程度将会显著增强。例如，随着《期货法》、《上市公司监督管理条例》、《证券公司监督管理条例》、《新三板市场监督管理条例》等配套法律规范的制定修改工作完成，证券市场的合规工作将进一步细分，企业所需要完成的合规任务将更加繁重。因此，专业的中介机构将会发挥其专业优势，以专业合规服务助力企业合规工作顺利推进。

第四，合规法律服务的地位将更加突出。本次《意见》相比以往更加强调“规范”，坚持“建制度、不干预、零容忍”，着力完善资本市场法律制度。短期之内，证券执法将继续保持高压态势；长期之内，资本市场法律制度将不断健全。无论是应对持续高压的证券执法还是不断完善的法律制度，企业想要做好合规工作都必须高度重视合规体系的维护和合规信息的更新。“合规”的本质在于其对于法律规范的妥善依循，因此，优质的合规法律服务将不可或缺地成为企业合规工作的重要组成部分，也将帮助企业在更加严峻的形势之下取得合规工作的“先发优势”。

综上，在未来较长阶段之内，国家将持续高度重视证券执法和证券市场合规工作，证券市场中的各主体都必须将合规工作摆在自身发展的重要地位，充分认识到在监管趋严背景下的合规工作将决定自身能否在资本市场中行稳致远，自觉做好合规工作，中介机构尤其是专业法律服务机构应充分履职尽责，为证券市场主体守法合规提供保障。

五、《意见》出台后的律师事务所证券类业务创新要点

如前文所表，《意见》的出台释放了国家高度重视资本市场法规体系建设和资本市场合规工作的强烈信号，律师事务所作为提供公共法律服务的市场主体，应当积极为《意见》及其相关配套制度出台实施后的法律合规工作做好充分准备，尤其要切实提高自身证券法律服务水平，既要为市场主体提供高质量的法律服务，也要切实防范自身法律风险。根据《意见》及其出台后的监管动向，律师事务所应将以下几个方面作为接下来一个阶段的创新要点。

第一，做好证券纠纷代表人诉讼制度逐步推进实施，取消民事赔偿诉讼前置程序背景下的证券诉讼跟进研究工作。《意见》明确指出：“健全民事赔偿制度，抓紧推进证券纠纷代表人诉讼制度实施。修改因虚假陈述引发民事赔偿有关司法解释，取消民事赔偿诉讼前置程序”。随着首单证券纠纷特别代表人诉讼——“康美药业案”一审判决的落地，证券虚假陈述类诉讼案件呈现出新的态势，投服中心作为原告特别代表人参与诉讼将成为资本市场诉讼的“新常态”，原告规模、追偿金额较之以往将显著扩大，诉讼难度、案件复杂度将大大提升，这就需要资本市场律师持续跟进类案动态，摸清证券纠纷特别代表人诉讼的业务特点，进一步提高执业质量。而取消民事赔偿诉讼前置程序同样给律师事务所的证券诉讼业务带来了机遇和挑战。取消前置程序可以大大便利当事人诉讼、维护自身权利，但降低证券市场民事赔偿诉讼门槛的同时，也无形中增加了受害投资者取证的难度。相比于专业的证券监管机关，一般投资者在调查取证、参与诉讼等各方面都处于劣势地位，这就为专业证券律师提供了更广阔的执业空间，但随之而来的是对证券律师的新挑战，即在无前置处罚决定书或判决书的情况下，如何高质量完成取证工作，更好帮助当事人参诉进而胜诉。面对这一难题，证券律师需要加强对证券赔偿诉讼的研究工作，规范调查取证流程，充分利用自身在法律方面的专业优势更好服务于当事人，推动证券诉讼整体质量的提高。

第二，紧跟证券行业仲裁制度试点步伐，为制度实施落地提供更专业法律服务。《意见》要求开展证券行业仲裁制度试点，意在为证券纠纷提供多元解决路径，此项制度可以提高证券领域商事活动的便利性、保密性，防止诉讼裁判后引发的次生灾害，减少对证券市场的冲击和影响，专业证券律师将在此项制度中发挥不可或缺的作用。除了为当事人提供专业证券法律服务，帮助当事人参与仲裁以外，证券律师可以以仲裁员的身份参与到证券行业仲裁当中，需要就案件事实以专业知识作出专业判断。因此，随着此项制度逐渐铺开落地，证券律师将能够进一步发挥自身专业技能，助力高效化解证券类纠纷，使当事人能够便利地获得权利救济，起到稳定市场的重要作用。

第三，强化自身责任意识，提高全市场合规风险把控能力。《意见》要求加大对证券发行人控股股东、实际控制人、董监高等责任人证券违法行为的追责力度，同时要求加强对中介机构的监管，存在证券违法行为的，依法严肃追究机构及其从业人员责任，对参与、协助财务造假等违法行为依法从重处罚。因此，律师事务所作为直接面向市场主体以及《意见》中明确强调需要高度关注的市场主体相关责任人的中介机构，必须强化自身责任意识，提高执业质量。在监管层要求充分压实中介机构责任的大背景下，律师事务所应当率先垂范，履职尽责，在执业规范与业务流程上落实监管要求，尤其要高度重视在债券市场、私募基金领域的新动向、新业态，充分把握相关市场执业活动中的合规风险要点，将提高全市场合规风险防控能力作为证券律师研究培训的重中之重。

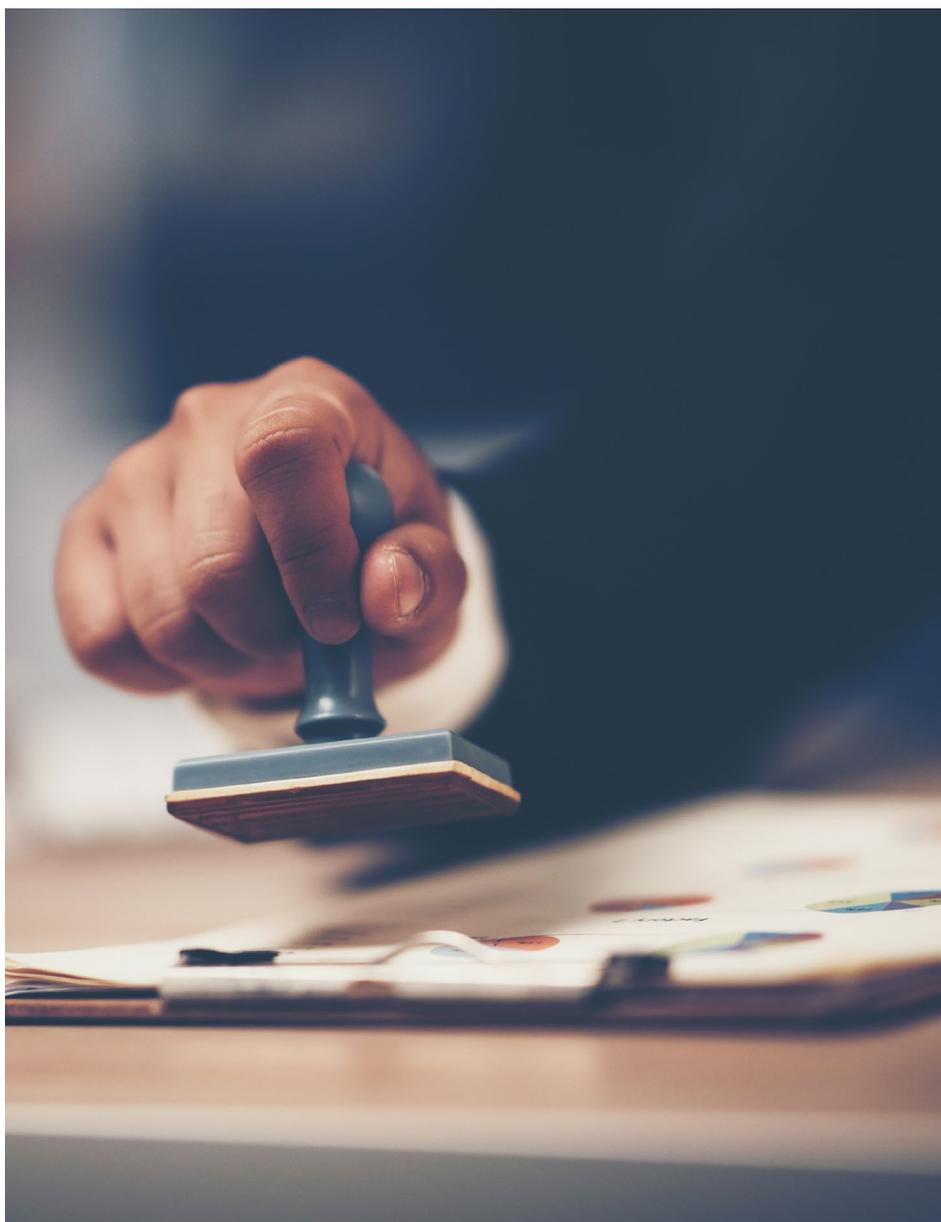
第四，提高对私募领域法律合规的重视程度，注重在相关领域市场执业中的风险防范。《意见》明确要求强化私募违法行为的法律责任。加大对私募领域非法行为的刑事打击力度。加快制定《私募投资基金管理暂行条例》，对创业投资企业和创业投资管理企业实行差异化监管和行业自律。面对当前私募行业存在的“私募公募化”、“非法集资”、“违规侵占挪用基金财产”等行业乱象，监

管层意图“出重拳”坚决打击，这与《刑法修正案（十一）》所体现出的立法精神高度统一。作为近年来律师事务所快速增长的私募基金业务，执业律师必须擦亮眼睛，牢固树立底线意识，提高重视程度，对《意见》中明确坚决打击的行为一定要做到精准识别、防患未然，通过合规咨询、尽职调查等各项专业手段帮助客户完善私募基金管理制度，降低私募基金管理人违规风险。由于私募基金行业近年来增长迅速，部分制度尚不完善，《意见》出台后将密集出台一系列规章制度，尤其是多年来呼声甚高的《私募投资基金管理暂行条例》，律师事务所应及时跟进相关法规制度的各项变化，为私募基金行业合规水平提高保驾护航。

第五，高度重视企业数据安全合规和信息安全合规，为关键数据采集流通“筑基铺路”。《意见》突出强调“完善数据安全、跨境数据流动、涉密信息管理”，以期加强跨境监管合作，加强中概股监管，建立健全资本市场法律域外适用制度。值得注意的是，随着诸多专家学者在数据安全、信息安全等方面的研究日趋深入，国内多家知名律所也纷纷开展了数据合规业务，形成了资本市场业务的数据合规创新浪潮。对数据安全和信息安全的关注，是近年来新形势发展总体要求在资本市场的体现。随着我国注册制改革进一步深化，企业上市以及日常经营所带来的数据信息采集、大规模流通，以及在跨境上市背景下，数据的跨境传输流通所带来的大量数据合规和信息安全合规问题，都亟待律师行业解决，由此将产生巨大的数据合规行业市场，律师事务所应加强数据合规和信息安全合规领域的相关研究，推出成熟的业务模式、业务流程和全行业解决方案，以期实现自身在新业态中的领先优势。

总而言之，《意见》出台后的我国资本市场改革的整体面貌已经初现峥嵘，新常态背景下的资本市场必将是更加法治化、制度化的资本市场，也必将是各项制度趋于完善、各项责任充分落实的资本市场。《意见》出台后的证券市场更是机遇与挑战并存，各市场主体必须在做好合规工作的前提下才能“千帆竞逐”，充分显现我

国资本市场的活力。而律师事务所作为资本市场中的专业法律服务机构，是我国资本市场中的重要组成部分，将在《意见》出台后的资本市场中发挥愈加重要的作用，只有律师事务所充分履职尽责，方能提高资本市场主体的法律合规水平，进而提升我国资本市场整体质量。随着《意见》各项目标任务逐步落实，法治保障更加坚实、市场信心更加坚定，一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场终将显现！



研究前沿

（声明：本部分内容为相关律师的原创文章，仅代表作者本人观点，不视为监管部门或作者所在机构的意见或立场，亦不视为相关律师出具的正式法律意见或建议。如需转载或引用任何内容，请注明出处。）

中国企业境外上市：监管回溯与变革展望

作者：北京大成律师事务所，李寿双

引言：中国企业境外上市发端于上世纪九十年代初期。1993年7月15日青岛啤酒在香港联交所上市，被誉为第一家在境外上市的中国公司。实际上，在前一年的10月9日，华晨汽车即在美国纽约股票交易所上市，不同于青岛啤酒这家中国注册的股份公司经中国监管机构批准后在中国香港上市的H股直接上市模式，华晨汽车采取的是后来通常所说的“小红筹”方式。这两种模式奠定了中国企业后三十年在境外上市的基本路径。一家中国企业境外上市，通常会选用两种基本模式中的一种。一是类似青岛啤酒采用的直接上市模式，即一家中国公司经改制成股份公司后，发行部分新股并在境外（目前主要是中国香港的交易所）上市交易；另一种则是华晨中国采用的“小红筹”模式，即上市主体通常是在开曼群岛等地设立的SPV（特殊目的公司），然后将境内企业并入而后以境外开曼群岛设立的壳公司上市¹。而人们所熟知的所谓“VIE”模式，从逻辑上是“小红筹”方式的下位概念，其旨实现境内SPV控制境内从行业上本不允许外资控制的公司（典型的如互联网企业）而设计的一种法律结构，利用会计准则的空间，通过协议安排而非股权持股达到控制及合并报表的目的。最早采用“VIE”模式的是2000年4月13日在美国上市的新浪公司，其后发展成为互联网企业在境外上市的通行模式。

一、中国企业境外上市监管规则回溯

1、通常民营企业采用“小红筹”模式上市，而也有部分国有企业（如中国联通等）采用类似模式在境外上市，一般被称为“大红筹”，其基本法律结构相似，仅是其体量通常较大。

青岛啤酒等一批企业在境外上市属于改革试点，此后 1994 年 8 月 4 日国务院发布《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》（“《特别规定》”，国务院令第 160 号），确立了中国企业境外直接上市的基本规则。《特别规定》距今已经过去了近 30 年，但仍然是这一领域有效的基础性法律规则。我国法律体系处于快速发展变化当中，不仅很多新的法律法规层出不穷，而且老的法规更新迭代也非常快，但在境外上市这个领域，规则变化的却似乎非常慢，甚至显得颇为陈旧。中国企业境外直接上市规则体系，近三十年来，重要变化屈指可数，一是 1999 年颁布的《关于企业申请境外上市有关问题的通知》（证监发行字 [1999]83 号）确立了所谓的“456”标准，二是后来在 13 年后的 2012 年颁布《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》（证监会公告 [2012]45 号）取消了这一标准，大幅度简化了申报文件，三是 2017 年底启动的 H 股全流通改革以及 2019 年落地的《H 股公司境内未上市股份申请“全流通”业务指引》（证监会公告 [2019]22 号），全面实施全流通。最近两办发布的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》（“《两办意见》”）第 21 条第一次明确提出，修改国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定，明确境内行业主管和监管部门职责，加强跨部门监管协同。《两办意见》把《特别规定》的修改提上了议事日程。

表 1：中国企业境外直接上市主要法律法规简表

颁布时间	名称	要点
1994 年 8 月	《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》（国务院令第 160 号）	境内公司境外发行股份并上市涉及的事项的基础性规定
1994 年 8 月	《到境外上市公司章程必备条款》（证委发 [1994]21 号）及其修订》	境内公司到境外上市章程必备条款的规定
1999 年 7 月	《关于企业申请境外上市有关问题的通知》（证监发行字 [1999]83 号）	境内公司申请 H 股上市的条件、申报文件及批准程序作出规定，主要是“456”的要求及 28 项申请文件等。

2009年10月	《关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定》（中国证监会、国家保密局、国家档案局公告[2009]29号）	对境外发行证券与上市过程中保守国家秘密和加强档案管理作出规定
2012年12月	《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》（证监会公告[2012]45号）	主要是废止“456”要求，同时将申请文件由28项简化为了13项
2014年12月	《国家外汇管理局关于境外上市外汇管理有关问题的通知》（汇发[2014]54号）	对H股上市涉及的外汇事项的规定
2015年8月	《股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审核关注要点》（2015年版）	境外上市证监会的审核要点
2016年2月	《股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审批》	将申请文件由13项简化为了7项
2017年12月 ~ 2019年11月	《H股“全流通”试点业务实施细则（试行）》 《H股“全流通”试点业务指南（试行）》	开展H股“全流通”试点
2019年7月	《股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审核关注要点》（2019年版）	中国证监会对2015年版审核关注要点进行了更新，同时将申请文件由7项简化为了6项
2019年10月	《国务院关于调整适用在境外上市公司召开股东大会通知期限等事项规定的批复》（国函[2019]97号）	在中国境内注册并在境外上市的股份有限公司召开股东大会的通知期限、股东提案权和召开程序的要求统一适用《公司法》相关规定
2019年11月	《H股公司境内未上市股份申请“全流通”业务指引》（证监会公告[2019]22号）	全面实施H股全流通
2019年11月 修订	《证券法》	第224条，境内企业直接或者间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易，应当符合国务院的有关规定。

而“小红筹”上市则在很长一段时间并未纳入监管视野。直到1997年6月20日，香港回归前夕，国务院发布了《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》（国发[1997] 21号，俗称“《97红筹指引》”），该通知第三条规定：凡将境内企业资产通过收购、换股、划转或其他任何形式转移到境外中资非上市公司或者境外中资控股上市公司在境外上市的，境内企业必须事先经省级人民政府或者国务院有关部门同意，并报中国证监会审核，由国务院证券委按照国家产业政策、国务院有关规定审批。而该通知开篇针对的问题是，最近一个时期，一些机构和企业违反规定，未经批准，擅自将境内资产以各种形式转移到境外上市，造成了不良影响²。《97红筹指引》成为监管“小红筹”上市的基本规范，而且至今仍然有效。但在实践中，一般认为“中资控股”指的是中国企业控股，更有甚者认为其特指国有企业控股。因境外“小红筹”的上市主体一般由境内自然人控制的BVI公司控股，所以不在此列，也因此，这个通知目前只是限制住了国有企业的所谓非H股的“大红筹”。

在2000年到2003年短暂期间，中国证监会曾根据《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》实施“无异议函”监管。但在2003年终止了前述监管方式³，自此，“小红筹”不再需要中国证监会监管，虽然搭建红筹架构过程中仍然出现过很多曲折⁴。但2005年10月颁布2006年1月1日实施的《证券法》第238条，就明确规定了境内企业直接或者间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易，必须经国务院证券监督管理机构依照国务院的规定批准。其中所谓的“间接到境外上市”就是通

2、笔者（指李寿双）认为指1992年来。其中影响比较大的是所谓的“中策现象”。

3、主流说法说是因为2003年8月《行政许可法》的出台，清理了“无异议函”这类没有明确法律依据的准行政许可措施。

4、所谓“曲折”是指在搭建“小红筹”架构时，通常需要完成两个关键步骤，一是中国境内企业股东到境外设立SPV并持股，二是将境内公司转入境外SPV。对于前者，国家外管局2005年，先后出台《关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》（汇发[2005] 11号）和《关于境内居民个人境外投资登记和外资并购外汇登记有关问题的通知》（汇发[2005] 29号），首提境内自然人境外设立SPV的外汇登记要求并一度很难通过申请，直至2005年11月1日，《国家外汇管理局关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》正式实施，使得个人外汇登记常态化，“返程投资”的概念逐渐为大家所熟悉。对于后者，主要是2006年六部委颁布的《关于境外投资者并购境内企业的规定》，其第11条要求境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批。而实践中却不予批准关联并购。

常所说的“小红筹”上市，这就为间接上市的行政许可提供了明确的法律依据。在“小红筹”上市领域另外一部特别重要的规范，即2006年六部委颁布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》第40条也特别要求，特殊目的公司境外上市交易，应经国务院证券监督管理机构批准。实际上，审核窗口却始终没有开启。直到2015年12月21日，中国证监会曾公开“境内企业间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易”事项的审核规定，明确了审核程序及需提交的26项文件，但后来并未落地，因此，实践中并没有案例真正通过审核程序。历次修订的《证券法》中一直保留着这一条，直到最近一次修改，这一条发生了一个较大的表述上的变化，在现行《证券法》中改为了第224条，即境内企业直接或者间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易，应当符合国务院的有关规定。所谓“符合国务院的有关规定”，对直接上市而言，规定是清楚的，那就是上文提及的《特别规定》，实践中通常根据《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》（证监会公告[2012]45号）及审核要点的要求进行审核。但对于“小红筹”应当符合国务院的什么有关规定，是不清楚的。是回到《97红筹指引》，还是如何处理并没有明确说法。实践中，共识仍然是，除了国企大红筹，其他的是不需要考虑中国证监会这个审批环节的。

表 2：中国企业境外间接上市主要法律法规简表

颁布时间	文件名称	要点
1997年6月	《国务院关于进一步加强对在境外发行股票和上市管理的通知》（国发[1997]21号）	又称《97红筹指引》。凡将境内企业资产通过收购、换股、划转或其他任何形式转移到境外中资非上市公司或者境外中资控股上市公司在境外上市的，境内企业必须事先经省级人民政府或者国务院有关部门同意，并报中国证监会审核，由国务院证券委按照国家产业政策、国务院有关规定审批。

2000年6月	《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》（证监发行字[2000]72号）（已失效）	要求对“中国律师出具的关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市的法律意见书审阅”。
2005年10月 （2019年11月修改）	《证券法》	境内企业直接或者间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易，必须经国务院证券监督管理机构依照国务院的规定批准。（第238条）后修改为第224条，见上表。
2006年9月 （2009年6月修改）	《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“10号文”）	1. 境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批。当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避前述要求。（第11条）2. 特殊目的公司境外上市交易，应经国务院证券监督管理机构批准。（第40条）
2014年7月	《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发[2014]37号）	境内居民设立或控制境外特殊目的公司之前，应持相关材料向所在地外汇分局、外汇管理部申请办理境外投资外汇登记手续。

二、法律挑战及变革展望

（一）新时期新挑战

对于直接上市，虽然这一领域法规更新缓慢，但这并未影响其正常运转，相反，直接上市（目前主要是H股）审核的模式、节奏一直广为市场认可，特别是2015年颁布并后续又更新简化的《股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审核关注要点》（“《审核关注要点》”），使得审核更加简洁高效。境外直接上市领域可谓是很早实现了“注册制”（虽然不是法律意义上的）。2012年的简政及2019年放开全流通激活了这个市场，2020年特别是2021年以来，H股项目开始井喷，不少企业开始接受并拥抱“H+A”的新路径⁵。H股上市因为有中国证监会的前置审核，因此，挑战并不那么突出。

5、当然这与A股IPO之梦被“银行卡流水核查”加“股东穿透核查”两大利器频频暴击也有很大关系。

相较之下，“小红筹”上市从经济实质上是一家中国公司上市，但却并未受到中国证监会监管（除短暂的无异议函时期），而且所谓“VIE”模式，更是一开始就是涉嫌规避法律的技术安排，因此，“小红筹”上市自始至终都备受争议。过去争议的焦点主要包括两个，一是“小红筹”上市到底是否应该纳入中国证监会监管范畴。二是“VIE”这种模式是否应视作外商投资的一种方式，或者说，“VIE”绕开外资准入的做法是否应该允许其存在。前一个问题上文已有分析，此处不再赘述。后一个问题在当年“支付宝VIE事件”中，就备受关注⁶。后来2015年1月《外国投资法》征求意见稿的说明中，第一次明确提及对“协议控制”的处理，征求意见稿将协议控制明确规定为外国投资的一种形式，《外国投资法》生效后，以协议控制方式进行投资的，将适用《外国投资法》。当时在国际上引起强烈反应。当时很长一段时间，中国企业在香港上市，一个必答题就是假如“VIE”政策变化了之后应当如何应对。后来司法部牵头《外国投资法实施条例》制定工作，原本征求意见稿中第35条规定，中国的自然人、法人或者其他组织在中国境外设立的全资企业在中国境内投资的，经国务院有关主管部门审核并报国务院批准，可以不受外商投资准入负面清单规定的有关准入特别管理措施的限制。但在正式稿中并没有采纳，“VIE”问题仍悬而未决。

2020年初发生的“瑞幸事件”让监管机构意识到中概股跨境监管的难题。“瑞幸事件”发生后，中国证监会即公开对该公司财务造假行为表示强烈的谴责，并声明不管在何地上市，上市公司都应当严格遵守相关市场的法律和规则，真实准确完整地履行信息披露义务。中国证监会将按照国际证券监管合作的有关安排，依法对相关情况进行核查，坚决打击证券欺诈行为，切实保护投资者权益。但中国证监会对此类事件并没有直接的监管依据，很难采取有效措施应对。后来是财政部门和市场监管部门，以其境内相关主体违反

⁶、2011年6月中旬，阿里巴巴集团将支付宝的所有权转让给马云控股的另一家中国内资公司。这一转让让雅虎心有不甘。后马云回应支付宝股权转让不完美但是正确。7月29日，阿里巴巴集团、雅虎和软银，就支付宝股权转让事件正式签署协议，支付宝的控股公司承诺在上市时予以阿里巴巴集团一次性的现金回报。回报额为支付宝在上市时总市值的37.5%（以IPO价为准），回报额将不低于20亿美元且不超过60亿美元。

了我国《会计法》、《反不正当竞争法》的相关规定为由，进行了程度非常轻微的处罚。这凸显了我国证券监管机构应对此类危机的窘境，这也是《两办意见》提出“切实采取措施做好中概股公司风险及突发情况应对，推进相关监管制度体系建设”的主要背景。

而最近发生的“滴滴事件”则从数据安全角度，把境外上市的法律挑战推向了一个新高潮。网信办紧急推出《网络安全审查办法》（征求意见稿）作为回应，其中第6条规定“掌握超过100万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。”这导致很多大型平台企业境外（特别是美国）上市陷入停顿。

另外，中美两国有关审计机构监管及底稿出境问题的争议，始终没有得到很好的解决⁷。“瑞幸事件”也让美国对问题的态度更加激进，直至出台《外国公司问责法》，对审计师检查及审阅底稿的要求变得非常刚性，也给我们提出了新的挑战。中国证监会反复强调，中国法律法规要求的实质是，审计工作底稿等信息交换应通过监管合作渠道进行，这是符合国际惯例的通行做法，但仍未能与美方有效地解决这一问题，这已经成了悬在美上市中概股公司的“达摩克利斯之剑”。

（二）变革展望与建议

“滴滴事件”后，包括网信办等在内的各大相关部委都在密集研究和计划出台有关中国企业境外上市的规则，一场重大变革呼之欲出。备受关注的网信办《网络安全审查办法》（征求意见稿）对境外上市的网络安全审查，应当说只是其中的措施之一。而《两办意见》提出的方向性规定⁸，因为其通过时间在2020年11月2日，因此，也应当并不能涵盖下一步政策变革的全部方向。

本文认为，未来境外上市制度的变革，其一是对《特别规定》

7、张雅、王淋淋，中概股跨境审计监管争议及解决路径探析，载于《金融与经济》2021年第5期。
8、即“切实采取措施做好中概股公司风险及突发情况应对，推进相关监管制度体系建设。修改国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定，明确境内行业主管和监管部门职责，加强跨部门监管协同。”

及其配套制度的修改，其核心是明确境内行业主管和监管部门职责，加强跨部门监管协同。这其中一方面目前已经实施的对于特定行业（如金融行业）的前置监管同意函（俗称“出门条”）要求，预期有扩充的可能，比如将教育等行业也纳入需取得主管部门前置同意函的范围。此外，必然会增加列入主管部门协同范围的是网信办根据《网络安全审查办法》进行的网络安全审查环节。但对间接上市如何监管，则是个复杂的问题。一方面毕竟发行股票的主体是一家境外公司。根据《证券法》第2条第3款确立的域外管辖的基本原则，在中华人民共和国境外的证券发行和交易活动，只有在扰乱中华人民共和国境内市场秩序，损害境内投资者合法权益的，才予以管辖。另一方面，虽然上市主体通常是开曼公司，但毕竟在经济实质上又是中国经营实体在上市，进行适度监管也有其必要性。特别是考虑到，在完全不监管的情况下，出现类似“瑞幸”这样的事件，国内监管部门缺乏抓手去应对，法律也没赋予中国证监会在这方面过多的监管权，有时甚至连配合国际监管合作都会出现一定的困难。当然，另一方面需要考虑的是监管政策对中国新经济企业的发展会产生巨大影响，直接关乎经济发展和就业。

本文建议应整体性考虑中国企业境外上市的政策变革，建立统一适用于直接上市和间接上市的“境外上市审查机制”及相应规定。审查机制的设计应包括审查适用主体、审查适用行为、审查内容、审查机构和审查程序等重点问题。

就适用主体而言，首先应将所有直接上市纳入审查范围。对于间接上市，建议可考虑建立“负面清单+事后备案”模式。建立分类分级的负面清单，对于存在禁止事项、禁止行业的不允许境外上市（比如目前对于义务教育阶段的学校已经明确不得上市）；对于存在限制类事项、限制行业的，需经主管机关、证券监管机关同意后方可上市（比如对于涉及国家安全的重要设施类企业的数据安全事项），即跟直接上市一体对待。对于不存在负面清单事项（比如完全不涉及任何数据安全和各类敏感事项的普通企业）的，不需要

特别审核。但对于所有“小红筹”境外上市，应由境内主体负责事后在中国证监会备案，并同意在特定情况下接受中国证监会对若干事项的管辖，逐步建立两办文件所说的加强中概股监管的制度体系，为采取措施做好中概股公司风险及突发情况应对找到抓手。

就审查适用行为而言，首次公开发行自然应当纳入。其次不将增发作为单独审查行为，而是将其作为“重大股本变动行为”，比如单次或一个或多个一致行动人导致累计超过一定比例（如总股本5%）的股本变动或虽未达到该比例但可能触发控制权变化的情形等，纳入再审查范畴，但对不触及控制权变动的，应可采取事后备案方式。此外，考虑到境外上市方式的多样性，比如近期非常盛行的SPAC方式以及不发新股的直接上市（direct listing）方式等，应将此类方式视同首次公开发行对待。

就审查内容而言，则是此次应重点考虑的问题。一方面，首先从审查制视角，先说哪些不需要审查。比如通常证券发行相关的可以不必审查，自有发行地监管机构去管。再比如，《到境外上市公司章程必备条款》应考虑同步调整并不再有必要专门审查⁹。除此之外，这次《两办意见》特别强调的是“明确境内行业主管和监管部门职责，加强跨部门监管协同”，目前《审核关注要点》上的问题显然不足以覆盖了，所以应扩充跨部门协同审查事项和范围，除此外《网络安全审查办法》（征求意见稿）规定的网络安全审查，应综合考虑中国企业境外上市对我国带来的影响，增加部分重大审查事项。

就审查机构而言，仍应由中国证监会（国际部）作为牵头单位，统一对口申请对象，而应避免让申请对象自行到各个部委走各自的流程，这不仅会导致效率较低，而且会造成部门之间工作的不衔接甚至冲突。就审查程序而言，应坚持透明高效原则，此外，建议可引入类似安全审查或反垄断审查中的“默示同意”的规则。

9、《到境外上市公司章程必备条款》是在当时首批H股试点期间为了解决《股份有限公司规范意见》（当时尚未出台《公司法》）与香港《公司条例》之间巨大差异而提出的创造性解决方案。这一伟大创举已经非常好地完成了其历史使命，应当考虑适时退出。因为这部分内容也写入香港联交所上市规则19章A，因此，也可能还需涉及香港上市规则的调整的复杂问题。

结语：中国企业境外上市的历史接近 30 年，期间监管规则从无到有，从有到优，经历了纷繁复杂的变迁过程。过去存在的老问题和近期暴露的新问题，都迫切需要一场政策大变革来回应和解决，当前呼之欲出的新规则备受关注，也势必影响巨大。在厘定新规时，应当避免一刀切卡住卡死，应考虑针对问题入手，建立统一的境外上市审查机制，重点审核中国企业境外上市可能对我国带来影响的主要问题，在维护行业秩序、保障国家安全的基础上，仍应鼓励企业利用好境内境外两个市场融资发展。

美国证券法下中介机构的责任认定与借鉴

作者：北京市中伦律师事务所，张保生 牛馨雨

近期，全面压实中介机构“看门人”责任，成为资本市场的热点之一。不仅执法部门秉持对中介机构违法违规行为“零容忍”的态度，而且司法实践中也涌现出“五洋债”“华泽钴镍”“中安科”等一系列判决中介机构承担民事责任的案例。证券中介机构的虚假陈述民事责任认定问题引发各界关注和热议。中国《证券法》关于中介机构的责任认定在一定程度上借鉴了美国证券法，但“免于承担责任”与“连带责任”的二选一规定较为粗放，在司法实践中更多演变为以“后见之明”判决中介机构承担全部连带责任，有将中介机构的过错责任演变为保证责任的趋势。本文通过介绍美国证券法下的中介机构责任认定，以期对我国立法及司法中对中介机构既夯实责任又精准定责提供借鉴。

一、美国证券法下投资者提起证券虚假陈述诉讼的主要法律依据——1933 年《证券法》第 11 条、1934 年《证券交易法》10 (b) 及 10b-5 规则

在美国证券法下，投资者提起证券虚假陈述诉讼的实体法依据通常为 1933 年《证券法》第 11 条、1934 年《证券交易法》第 10 (b) 条以及美国证监会 (“SEC”) 依据 1934 年《证券交易法》第

10(b)条制定的规则10b-5(Rule 10b-5)。由于1933年《证券法》第11条对原告设置的起诉门槛较低,投资者依据该条提起的诉讼不乏将中介机构列为被告的情形。而1934年《证券交易法》10(b)及规则10b-5对原告施加了证明主观故意等较重的举证责任,投资者依据该条款起诉中介机构的情形相对较少。

(一) 1933年《证券法》第11条:仅适用于证券发行文件中的虚假陈述,无需证明中介机构的“主观故意”

1、较低的起诉门槛与严格的连带责任

针对证券发行阶段的虚假陈述,1933年《证券法》第11条规定,只要注册说明文件存在虚假记载或重大遗漏,发行人、董事、注册文件的签署人、因核准或编制注册文件的某部分而被列名的专家(例如:会计师、工程师、评估师等)、承销商均需对注册文件中的虚假陈述承担连带赔偿责任。

投资者依据该条起诉的门槛极低,只需证明自身为相关证券购买方,相关证券的注册说明文件中存在“重大的”虚假记载或导致误解的遗漏。投资者无需证明因信赖注册文件中的虚假陈述而买入股票,也无需证明被告在主观上具有故意或过失ⁱ。如被告无法证明其符合11(b)列举的法定抗辩事由,则应当承担连带责任。由于起诉门槛较低,在发行文件包含虚假陈述的情况下,投资者往往选择依据1933年《证券法》第11条将法定责任主体均列为共同被告。

2、区分专业人士与非专业人士的“勤勉尽责”抗辩

1933年《证券法》第11条规定了三种抗辩事由,其中前两种抗辩事由仅适用于发行人董事,可适用于中介机构的抗辩事由仅为11(b)(3)规定的“勤勉尽责抗辩”。“勤勉尽责”抗辩事由针对虚假陈述部分是否为专业人士出具的专业部分,并结合责任主体是否为专业人士,区分了不同主体(是否为专业人士)对不同虚假陈述内容(是否为专业人士出具的专业意见)的不同勤勉尽责标准:

(1) 非专业人士对于非专业意见部分,需要承担较高的勤勉尽

责标准或注意义务，即需要通过展开“合理调查”，获取适当理由相信并且确实相信相关陈述真实；

(2) 非专业人士对于由专业人士出具的专业意见部分或引用的官方文件，需要承担的勤勉尽责标准或注意义务相对稍低，其无需进行“合理调查”，仅需证明没有合理理由相信并且确实不相信相关陈述虚假或存在遗漏；

(3) 专业人士仅需对自身出具的专业部分负责，需证明经过合理调查，有适当理由相信并且确实相信相关陈述真实。

根据该规定，非专业人士对于非专业部分、专业人士对其所出具的专业意见均需进行“合理调查”，1933年《证券法》11(b)(4)对“合理调查”给出的原则性规定是，理性人在管理自己的财产时所需要的标准即为“合理”标准。

需注意的是，根据 *Escott v. BarChris* 案等判例（详阅下文），承销商不构成该条规定的专业人士，招股说明书等文件也不因律师起草而整体构成专业人士出具的专业意见。

(二) 1934年《证券交易法》10(b)及10b-5规则：适用于与证券买卖相关的一切欺诈和操纵情形，要求证明“欺诈故意”

1、广泛的调整范围及当事人范围

1934年《证券交易法》10(b)及SEC相应制定的10b-5规则是反证券欺诈的一般性条款，调整范围非常广泛，包括证券虚假陈述、操纵市场、内幕交易、中介机构欺诈客户等一系列证券欺诈行为。该规定是投资者提起证券虚假陈述最常依据的条款，是美国证券集团诉讼中最为主要的请求权基础规范。尽管规定条文中没有包含明示的私人诉权(private right of action)，但联邦法院在司法判例中创设了投资者依据以上两条起诉的私人诉权。

该规定适用于证券购买与销售的所有相关活动，不限于发行阶段或持续信息披露阶段，因此任何证券的买受者或出售者均可作为该规定项下原告。不同于1933年《证券法》第11条明确规定的被

告范围，任何行为人只要实施了与证券买卖有关的欺诈或操纵行为，即可构成1934年《证券交易法》10(b)及10b-5规则的责任主体，当事人范围及适用情形均十分宽泛。

2、对“主观故意”的较高证明标准

由于1934年《证券交易法》10(b)及10b-5规则属于“反欺诈”条款，因此证明被告具有“欺诈”故意成为该条款的鲜明特点。条文明确采用“欺诈”、“欺骗”等表述，美国判例根据文义解释、目的解释等方法认定，原告依据该条款起诉，必须证明被告对虚假陈述的主观状态为“明知”(scienter)，并把“明知”定义为“欺骗、操纵或者欺诈的故意”。此外，绝大部分联邦法院认为接近于“明知”的“高度轻率”(recklessness)也符合该条款下的主观要件。

1995年通过的《私人证券诉讼改革法案》进一步要求，原告必须以“清楚具体的事实”证明得出被告具有主观故意的“强有力推论”(strong inference)，否则将会直接被驳回起诉。由于原告通常难以证明中介机构具有欺诈的主观故意，故依据该条起诉中介机构的情形相比依据1933年《证券法》第11条而言较为少见，即使依据该条对中介机构提起诉讼，法院也通常以未证明“主观故意”为由判决中介机构不承担责任。

对于违反该条款的责任形式，《私人证券诉讼改革法案》对1934年《证券交易法》新增的第21D(f)规定，只有明知违法(不包括轻率)的被告才承担连带赔偿责任，除此之外，其余被告原则上只承担与自身过错相应的按份责任。连带责任人在承担责任后可向其他责任主体提起内部追偿权之诉。

二、美国判例法下中介机构的责任认定——“勤勉尽责”的滑动标准与虚假陈述的“作出主体”认定

美国证券市场的活跃引发了大量证券虚假陈述诉讼，本文选取五起经典案例以说明美国判例法对证券中介机构虚假陈述责任认定的几项重要准则。

（一）“合理调查”原则要求中介机构应当进行独立核查，而不能仅依赖发行人声明：Escott V. BarChris Construction Corporationⁱⁱ

BarChris 公司发行债券后陷入破产，以 Escott 为代表的债券持有人作为原告，根据 1933 年《证券法》第 11 条，对 BarChris 公司、在发行注册文件上签字的董事等所有人员、会计师事务所和承销商提起证券虚假陈述诉讼。法院查明 BarChris 公司的注册文件对收入、或有负债等存在虚假记载，且隐瞒了管理人员贷款、募集资金部分用于归还借款、客户拖欠回款、业务方向有所调整等，判决：（1）内部董事的勤勉尽责抗辩不成立；（2）外部董事对“非专业部分”的勤勉尽责抗辩不成立；（3）承销商对“非专业部分”的勤勉尽责抗辩不成立；（4）会计师事务所对其审计事项的勤勉尽责抗辩不成立。

法院认为，本案中仅会计师事务所构成“专业人士”，仅其审计的 1960 年财务数据构成“专业部分”。承销商对“非专业内容”是否勤勉尽责，关键在于其是否进行“合理调查”。法院认为承销商必须做出适当努力对公司提供的资料进行独立认证，而不能仅询问发行人或者依赖聘请的律师。在本案中，主承销商没有全部核查 BarChris 公司的重大合同、没有独立核查财务数据及未完成订单的具体构成，在访谈中发现的疑点没有进一步验证，反而信赖了公司管理层的解释；联合承销商未做调查，而主要依赖主承销商意见，均不构成勤勉尽责。

对于会计师事务所，唯一涉及其责任的内容即为审计的 1960 年数据。法院认为，对于在审计材料中存在的大量“危险信号”，审计机构没有根据公认的会计准则做进一步调查，仅提出问题不足以证明勤勉尽责。例如，对于虚构的资产出售，案涉审计机构未获取合同，未注意到账册中还存在该“已售出”资产的成本明细等“危险信号”；在期后事项审计中，审计机构未核查重大合同，仅对一位管理层进行访谈，存在不合理的疏忽。但是，对于现金流存在的问题，由于是公司管理层故意找合作方将资金临时转入公司账户，

审计机构获取了第三方银行出具的说明，在审查时也难以识别背后的隐秘安排，法院认为审计机构对此事项已经勤勉尽责，不能苛求审计机构在公司故意不告知的情况下知悉此事。

（二）“合理调查”原则需要考虑中介机构对发行人的信息可及性：*Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp.*ⁱⁱⁱ

Leasco 公司计划收购 Reliance 公司，收购方式为发行可转换优先股凭证，与 Reliance 公司股东置换 Reliance 股票。原告 Feit 及其所代表的投资者，原持有 Reliance 公司股票，在收购中置换为 Leasco 公司股票，认为基于发行文件的虚假陈述低价置换了 Reliance 股票，根据 1933 年《证券法》第 11 条、1934 年《证券交易法》10（b）等条款对 Leasco 公司及其董事、承销商提起证券虚假陈述诉讼。法院认定注册说明书未披露 Reliance 公司可以充分利用的高度流动性资产金额（surplus），判决：（1）Leasco 公司董事与公司承担连带赔偿责任；（2）两名承销商提出的勤勉尽责抗辩成立，免于承担责任。

关于承销商的勤勉尽责认定，法院认可 BarChris 案的判决思路，认为承销商不能仅依赖于管理层的解释，应当进行合理调查。但是，法院同时认为，不能期望承销商如公司内部董事一般深刻了解公司事务，应根据他们有限的访问权限（limited access）来衡量调查责任。基于下列事实，法院认定案涉承销商对所争议的可流动资产情况完成了“合理调查”，符合“勤勉尽责抗辩”标准：（1）承销商对所有可用的财务数据进行了全面审查，独立审查了审计报告及精算报告，查询了公司主要账户信息；（2）承销商对公司会议记录及主要协议进行了调查研究；（3）对于案涉可流动资产事项，承销商在查询时非常谨慎，其意识到该事项计算问题的复杂性，在多次尽职调查会议上都提及了相关研究报告，但是 Leasco 公司告知承销商 Reliance 公司负责人对于交换要约怀有敌意，该内容与当时承销商获得的相关信函等客观资料相符，因此，承销商认为在缺乏收购公司帮助下，可流动资产数据无法准确计算出来。

(三) 对于经审计数据等专业内容，中介机构有“合理信赖权”：

In re Software Toolworks Inc. Securities Litigation^{iv}

Toolworks 公司是一家计算机和游戏软件生产商，在 1990 年 7 月公开发行证券，3 个月后股价下跌逾 87%。投资者主张该公司 OEM 收入虚假、对 SEC 回函的收入预计不实等，根据 1933 年《证券法》第 11 条等条款对 Toolworks 公司、会计师事务所及承销商提起证券虚假陈述诉讼，但在二审中撤回了对会计师事务所在 1933 年《证券法》第 11 条下的起诉。法院认定：（1）针对 OEM 事项，承销商已勤勉尽责；（2）针对 SEC 回函事项及新增虚假订单事项，承销商未尽到 1933 年《证券法》第 11 条下的勤勉尽责义务，且具有 1934 年《证券交易法》10（b）要求的主观故意。

针对原告依据 1933 年《证券法》第 11 条对承销商提起的诉讼，法院认为 OEM 收入确认属于经审计的“专业内容”，承销商无需进行主动调查，关键在于其对经审计数据的信赖是否合理。原告指出，某制造商出具的备忘录称倒签合同以使收入确认到 1990 年，构成“警示信号”。法院指出，承销商采取的下列措施说明其对审计机构的信赖合理：（1）听取会计师事务所解释，会计师事务所确认相关合同实际发生在 1990 年，收入确认无误；（2）要求会计师事务所以书面形式确认该制造商与公司的缔约情况及公司其他 OEM 合同情况；（3）联系其他会计师事务所确认案涉审计机构对本案 OEM 收入处理方法是否适当。

原告还指出部分 OEM 合同具有不确定性，收入确认不当。法院认为，承销商审查了每一份 OEM 合同即尽到了勤勉尽责义务，无需分析收入确认的合理性，这是会计师事务所的责任；鉴于软件许可收入确认的复杂程度，在制造商已经出具书面确认意见的情况下，不应要求承销商发现经审计的收入确认不当。

对于非专业内容，法院认为承销商应当进行“合理调查”。例如，原告主张 Toolworks 公司向 SEC 出具的回复函披露了虚假的收

入预计，法院认为多名证人作证承销商积极参与了 Toolworks 公司给 SEC 回函的讨论，有获取全部信息的途径，却故意隐瞒了真实情况，其勤勉尽责抗辩不能成立。再如，原告主张 Toolworks 公司在销售淡季的 6 月新增的几笔大额订单构成财务造假，法院认为承销商仅依赖公司出具的承诺函承诺订单所涉交易合法，不足以证明“勤勉尽责”，并且具有 1934 年《证券交易法》10(b) 要求的主观故意。

（四）教唆者和帮助者不承担 1934 年《证券交易法》10(b) 和规则 10b-5 责任：Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver^v

美国某地区公共发展署发行债券，以相关地产为抵押物，发行文件中称该抵押物价值于任何时候都不得低于债券面值的 160%，实际上地价已经减值，无法满足规定的最低担保条件。丹佛中央银行作为债券托管人，在了解到地价已经减值后，未在债券发行前聘请外部评估师重新评估。其后债券违约，债券持有人 First Interstate Bank of Denver 等作为原告起诉了发行人、承销商、抵押人违反 1934 年《证券交易法》10(b) 及规则 10(b)-5，并起诉丹佛中央银行因对其协助行为 (abetting and aiding) 构成前述主体的帮助者，应当承担连带责任。原审法院认为丹佛中央银行构成协助欺诈，应当承担连带责任，联邦最高法院判决丹佛中央银行免于承担责任。

联邦最高法院认为，本案的主要争议焦点是 1934 年《证券交易法》第 10(b) 是否对那些没有“实施”操纵或欺诈行为，而仅构成教唆和帮助者施加民事赔偿责任。法院认为，基于下列理由，教唆者和帮助者不构成 1934 年《证券交易法》第 10(b) 条责任主体：

（1）根据文义解释及体系解释等方法，该规定仅禁止“作出”重大欺诈行为，不包括提供教唆或帮助；（2）如果允许教唆、帮助者与主行为人承担连带责任，则原告对教唆、帮助者的起诉规避了对虚假陈述的“信赖”要件；（3）从社会效果来看将导致法规丧失“确定性”和“可预测性”，诉讼风险提高及和解金的相关成本也会转

嫁到发行人并最终转嫁给投资者，最终提高美国融资成本。

（五）虚假陈述责任人仅为“作出”虚假陈述的主体，协助准备人不构成虚假陈述“作出者”：Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders^{vi}

Janus Capital Group (“JCG”) 是一家上市公司，其旗下设立公募基金 JCF，JCG 的子公司 JCM 担任该公募基金的投资顾问。JCF 发布募集说明书称该基金不适合择时交易 (market timing)，随后被指控 JCG 实际秘密安排 JCF 择时交易，导致 JCG 股价大跌。原告 First Derivative Traders 代表 JCG 股票持有人，依据 1934 年《证券交易法》10(b) 和规则 10b-5 对 JCG 和 JCM 提起诉讼，称 JCF 募集说明书构成误导性陈述，JCM 作出了虚假陈述，JCG 作为 JCM 的实际控制人应当承担连带责任。原审法院支持了原告诉讼请求，联邦最高法院判决 JCM 和 JCG 无需承担责任。

法院认为，本案争议焦点为 JCM 作为基金投资顾问，是否可能因其管理基金的募集说明书中存在虚假记载而承担规则 10b-5 下的民事赔偿责任。对此，法院认为规则 10b-5 禁止的是在购买或销售证券时“作出” (making) 关于重大事实的不实陈述，虚假陈述作出者是对最终的虚假陈述内容有控制权的主体，仅协助准备募集说明书不构成规则 10b-5 下的“作出”陈述行为。如果对“作出陈述”采取宽泛解释，扩展到对发布内容没有最终控制的主体上，将会导致“帮助者”和“教唆者”也成为虚假陈述“作出者”，从而背离丹佛中央银行案判例。

JCM 即使协助准备募集说明书，最终的陈述内容也处于独立的 JCF 控制之下。因此，JCF 才是“作出”陈述者。JCM 没有在募集说明书中“作出”任何陈述，无论其是否协助 JCF 准备募集说明书，均不构成规则 10b-5 下的“作出”陈述行为，JCG 作为 JCM 的实际控制人，也不应承担连带责任。

三、美国证券法及实践对中国证券中介机构责任认定的启示与借鉴

1、针对归责原则和责任形式，美国对证券发行阶段信息披露设定了更为严格的要求，采用过错推定原则，由中介机构自证勤勉尽责，且规定有过错的各被告均应承担连带责任。但是，对于持续信息披露阶段，仍需由投资者证明中介机构等被告存在“欺诈故意”或者“高度轻率”，且除非被告明知欺诈，否则根据过错承担按份责任。

我国《证券法》统一规定过错推定原则，在中介机构不能证明无过错时，对虚假陈述一律承担连带责任。在之前司法实践中，各地法院往往也仅根据《证券法》的统一规定，一刀切地判决被诉中介机构对虚假陈述造成的全部损失承担连带责任，未免过于严苛。近期出现的“中安科”等新近案例开始尝试认定中介机构在一定比例内承担责任，体现出过责相当的认定倾向。

2、针对勤勉尽责标准，美国证券法区分相关主体是否为专业人士，相关虚假陈述事项是否属于专业人士发表意见的专业内容，从而确定不同责任主体的勤勉尽责标准。对于专业人士出具的专业意见，允许非专业人士“合理信赖”，除非发现异常事项；对于非专业内容，非专业人士需进行独立的“合理调查”，但法院仍会考虑其对发行人信息的可获取程度。

我国《证券发行上市保荐业务管理办法》等规定虽借鉴了美国证券法的上述规定，允许承销商等非专业人士对专业意见进行合理信赖，但上位法《证券法》并未作出类似规定，司法实践中也鲜有应用。近期，上海高院在“中安科”案二审判决中认定，独立财务顾问对收入确认等财务会计、审计问题的虚假陈述事项仅承担一般注意义务，审核过程不存在明显过错，对该事项不应承担责任。该判决基于不同中介机构的职责和专业能力，进行了较为合理的责任认定。

3、美国联邦最高法院通过相关判例明确，1934年《证券交易法》10(b)及规则10b-5仅适用于主要责任人，不适用于“帮助者”和“教

唆者”。而且，该规定仅适用于“作出”虚假陈述的行为人，即能实际控制相关陈述内容和使用方式的主体，而不包括协助其准备陈述的主体。据此，1934年《证券交易法》10(b)和SEC规则10b-5的适用范围被明确界定于“故意作出”虚假陈述的行为主体，投资者依据该规定起诉中介机构的难度极高，往往选择仅起诉发行人及实际知情的CEO等责任主体，减少了对未实际参与造假的中介机构的滥诉情形。

尽管我国《证券法》规定证券服务机构只有“制作、出具的文件”有虚假陈述内容的，才应当承担责任，但在“康得新”“美吉特灯都”等多个虚假陈述案中，部分投资者已开始将并未实际“作出”虚假陈述，而是仅在部分环节向发行人或发行人以外的其他主体提供了帮助的主体列为共同被告，要求其承担连带责任。美国证券法的上述规则对我国有积极借鉴意义，随着相关争议的发生，未来应考虑对“实施”违法行为和仅对违法行为起到部分“帮助”作用的主体进行区分，合理限制证券虚假陈述民事赔偿纠纷的责任主体。

-
- i、除第11(a)第二款规定情形
 - ii、Escott V. BarChris Construction Corporation, 283 F.Supp. 643 (1968)
 - iii、Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp., 332 F. Supp. 544 (1971)
 - iv、In re Software Toolworks Inc. Securities Litigation, 38 F. 3d 1078 (1994)
 - v、Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A., 511 U.S. 164 (1994)
 - vi、Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, 564 U.S. 135 (2011)



本期编委成员：

张佳、陈洁、徐建军、李寿双

BEIJING SECURITIES LEGAL SERVICES
REGULATORY WORK NEWSLETTER

