

美国证券发行承销商法律责任研究

——以承销商职责界定和判断

其是否尽职为视角

赵英杰* 杨卓**

摘要:十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确了股票发行注册制改革的方向。在实施注册制改革时,如何界定包括承销商在内的中介机构的职责成为各界关心的问题。借鉴美国注册制下有关承销商法律责任的监管经验,以承销商职责和如何判断承销商是否尽职为视角,通过比较分析美国注册制和中国现行IPO制度对承销商(保荐人)^[1]职责的规定,

* 上海证券交易所公司监管二部执行经理。

** 现供职于光大金控资产管理有限公司。

[1] 2003年,证监会颁布了《证券发行上市保荐制度暂行办法》(下称《保荐办法》)。《保荐办法》第6条规定,保荐机构负责证券发行的主承销工作,依法对公开发行募集文件进行核查,向中国证监会出具保荐意见。2008年证监会修订《保荐办法》时将其更名为《证券发行上市保荐业务管理办法》。2009年,证监会再次修订该办法。修改的第6条的相关规定为,证券发行的主承销商可以由该保荐机构担任,也可以由其他具有保荐机构资格的证券公司与该保荐机构共同担任。2008年版的证监会再次修改了《保荐办法》,但该次修改未修改上述规定。比较2008年和2009年版的《保荐办法》可以看出,保荐人和承销商的关系与2003年版

来对我国注册制下承销商法律责任的完善提出建议是十分有必要的。

关键词: 证券发行 注册制 承销商 法律责任

一、美国证券发行中承销商承担法律责任的原因

承销商的法律责任与其在证券发行中的职责密切相关,而其在发行中职责又是由证券发行中承销商的具体工作决定的,为此,我们首先需要了解美国证券发行的基本流程。

(一) 证券发行基本流程

证券发行过程中,发行人需同承销商签订承销合同,根据承销合同的不同,承销商面临的承销风险存在本质的差异。在美国,常见的承销方式主要分为承诺包销(firm commitment)、尽力承销(Best Efforts)等多种。^[2]其中,承诺包销最受发行人欢迎,也最为常见。为此,本文以承诺包销为例分析证券承销过程。

在典型的承诺包销发行中,发行人一般需先聘请主承销商。之后,主承销商会根据情况选择承销团成员,按照程序进行尽职调查,编写招股说明书草稿(preliminary prospectus),并协助发行人向 SEC 提出注册申请,以及向关键投资者和客户推介路演(road show)等。按照规定,发行人在 SEC 注册生效前不能正式招股,招股说明书草稿的发行价格只能是预计的可能价格区间。SEC 批准发行后,发行人会与承销团确定最终能够招股价格并在第二天正式招股。其中的关键过程为:^[3]

《保荐办法》有所变化,即引入了联合主承销,主承销商可由多个保荐机构担任,但仍未将保荐人与主承销商分离。可见,我国 IPO 的保荐机构与主承销商是合一的。考虑到保荐人与承销商重合的情况,为方便论述,除引用相关法规和专门论及保荐职责时,本文不区分承销商与保荐人,统一称为承销商。

[2] Issuing Corporate Securities – Types of Underwriting Commitments, <http://www.investopedia.com/study-guide/series-62/issuing-corporate-securities/types-underwriting-commitments/>, 2014年12月2日访问。

[3] See B. Espen Eckbo, Ronald W. Masulis, Øyvind Norli, Security Offerings, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume 1 (North-Holland/Elsevier, Handbooks in Finance Series), Ch. 6.

1. 选择承销商。公司履行股东大会等必要的内部流程后,首先需确定主承销商。主承销商可以为公司提供发行价格、时间、规模、路演机制等多方面的咨询。为保证发行成功,主承销商通常会联合其他投资银行共同承销证券,但承销风险将主要由主承销商承担。

2. 承销商进行尽职调查。SEC 的监管规则并未规定承销商进行尽职调查。也就是说,尽职调查非承销商的法定义务,但考虑到投资者产生损失时可基于注册声明中存在重大遗漏、重大虚假或误导性陈述起诉发行人、承销商等机构,承销商为避免诉讼风险,必须进行尽职调查。

除免责考虑外,尽职调查还有很多作用。尽职调查过程中,承销商不仅可以了解发行人的情况,还可同时准备和整理向 SEC 提交注册申请所必需的信息,为协助发行人编制申报材料做出准备。

3. 向 SEC 提交注册申请。按照证券法,发行人公开发行前必须履行 SEC 的注册程序。注册申请过程中,发行人需向 SEC 提交招股说明书等相关文件。SEC 审核无异议并接受注册后,发行人就可以公开发行了。

4. 路演。为发行成功,发行人高管和主承销商一般需到主要城市路演,与潜在投资者讨论证券发行计划。按照监管规则,在公开发行前至发行后的 40 天内,拟上市公司及其主承销商禁止披露未在招股说明书中出现的销售和盈利预测数据,这一期间被称为“静默期”(quiet period)。在静默期内,监管规则允许发行人管理人员和承销商在路演过程中做出有限的口头披露,披露对象则仅限于机构投资者。然而实务中,多数发行人和承销商均力图避免发布新的信息。因此,路演的目的很大程度上是信息收集与营销,而不是向投资者提供发行人的新信息。

5. 簿记建档(book building)。承销商了解机构投资者其他潜在投资者的意向购买需求,并据此调整发行价格区间。簿记建档有助于承销商合理估计机构投资者的购买需求。当然,小型投资者(small retail investors)的购买需求会与此不同。

6. 签署承销合同,确定发行价格。主承销商与发行人签署承销协议,同意以约定价格购买所有证券。承销合同一般在发行前 24 小时内签署。这时,最终的招股书才开始印刷。在发行日早晨,承销商会代表

发行人向 SEC 提交“价格修正”材料,说明证券的发行价格。当发行人和承销商在风险判断和承销费等方面无法达成一致,或者承销商无法满足发行人的所有潜在服务需求时,承销协议可能最终无法签署。

7. 分配和调整承销金额。由于意向购买金额可以撤销,承销团得到的意向购买量往往会超过预计发行量。这时,主承销商需确定证券分配情况。在发行热门证券时,最终投资者一般为承销商的大客户。另外,部分证券可能会分配给发行人管理层的朋友和家人,以便承销商与发行人建立良好关系,获取未来业务。

8. 分析师介入。发行过程中,主承销商和其他承销团成员通常会承诺联系行业分析师,跟踪分析发行人的股票,以提高其流动性。有研究表明,承销商是否拥有明星行业分析师是影响发行人选择的重要因素之一。

9. 主承销商做市。承诺发行后一段时间内为股票做市是多数承销商的做法。有证据表明,股票发行初期的做市做法非常重要。此后,其作用会逐渐降低。对主承销商而言,做市通常会带来丰厚的利润。

10. 价格支持。在不触犯价格操纵限制的前提下,主承销商通常会在发行后发出限价订单,支持发行证券的二级市场价格。

(二) 承销商在证券发行中的职责

从证券发行流程可以看出,承销商几乎参与了证券发行的全过程。有研究表明,承销商的参与对企业注册申请选择有重大影响。^[4]从证券发行过程看,承销商的职责主要包括咨询与服务、发行成功担保、信息沟通中介等。

1. 发行咨询与服务

承销商的咨询功能主要体现在证券发行前的发行方案设计、申报

[4] 美国的注册规则较为复杂,为方便小企业融资,SEC 设计了 A 条例。A 条例的全称为有条件小额发行豁免(conditional small issues exemption)。虽然名为豁免,A 条例实际上是一种简化的注册程序。SEC 制定 A 条例的初衷是为小企业有限融资提供适用的简化程序。但实务中,小企业很少选用 A 条例融资。GAO 认为,这一结果与小企业融资规模较小很难吸引承销商参与有着重要关系。参见 GAO, *Factors That May Affect Trends in Regulation A Offerings*, Report to Congressional Committees, July 2012, pp. 19 - 20.

材料制作和向 SEC 提交注册等方面。一般来说,发行人希望能够以最小成本融入所需资金,承销商作为专业化的金融中介,不仅熟悉证券发行流程和监管机构规则、而且熟悉包括融资方和投资方在内的各种客户的不同需求,以及金融市场最新动态,可以有针对性的设计适合发行人的发行方案,如发行的证券种类、发行条款、发行时间窗口、目标客户群等。

在申报材料制作过程中,承销商可以协助发行人制作各种申报文件,如编制招股说明书。尽管美国证券发行的招股说明书多由律师执笔撰写,但律师的作用更多的体现在保证招股说明书的严谨性和合规性,以避免潜在的法律纠纷。在准备相关资料方面,承销商的作用仍不可忽视。在尽职调查过程中,承销商可以针对 SEC 的监管要求准备和整理所需的各种资料,从而保证申报材料的顺利编制。

与我国证监会审核企业发行上市申请材料相似,SEC 也需对拟发行人提交的申报材料进行审核。承销商较为熟悉 SEC 的监管思路,可以协助企业回答 SEC 在审核过程提出的问题,加快审核进程。

2. 发行成功的准担保人

在承诺包销方式下,无论最终能否找到其他投资者,承销商均需购买所有拟发行证券。从这一角度看,承销商对发行成功做出了准担保。实际上,只要承销商承接了发行业务,即使在其他承销模式下,承销商也具有不同程度的担保作用。因为承销收入与发行是否成功关系密切,承接项目本身就意味着承销商对发行成功具有一定的信心。

在意向投资量超过发行量时,主承销商还需调整分配和调整承销同的承销金额,确定最终的发行对象。在这一过程中,主承销商必须保证分配方案的合理性,避免分配方案缺陷影响发行结果。

3. 发行人与投资者的信息沟通中介

证券发行过程中,承销商需陪同发行人拜访重要客户,进行推介和路演。路演时,承销商需向潜在投资者介绍发行人情况,发行证券的种类和价格等要素,还需回答潜在投资者的提问。由于更加了解不同类别客户的需求差异,承销商的参与对提高路演时的沟通效率具有重要意义。

事实上,承销商的声誉和经验本身即可向潜在投资者传递证券的

投资价值信息。一般来说,承销商的选择是双向的,为避免发行失败或者发行人诚信问题影响承销商声誉,承销商对发行人也有所选择。现有关于承销商的文献中,多数学者认为承销商对投资者的选择具有重要影响。如 Dana B. Klinges 认为,声誉卓著的投资银行的名字如出现在墓碑广告的承销商名单中,可以提高先前不为人知的发行人的可信度,投资者则可能仅以承销商的声誉为依据决定是否购买所发行的证券。^[5]

4. 发行人市场形象的维护者

证券上市后大幅下跌或者没有流动性均有损发行人的市场形象,不利于其日后进行再融资。为此,发行人非常希望投资者持续关注公司的证券,在市场波动时维护其交易价格。鉴于对发行人较为了解,很多时候承销商成为发行人的最优选择。承销商还可以联系分析师跟踪公司情况,在证券缺乏流动性时提供做市服务,同时在不违反相关规则的情况下维护新发证券的二级市场交易价格。

5. 证券市场的“守门人”(gatekeeper)

这一职责与前述各项职责有所差异,是美国证券监管机构赋予承销商的职责。美国在制定 1933 年《证券法》时尚无“守门人”一词,该词最早出现在 20 世纪 80 年代证券法律学者的论文中。在 Ronald Gilson 和 Reinier Kraakman 教授的经典论文中,守门人的工作是阻止公司的错误行为。其中,“声誉卓著的中介”可以通过为投资者提供验证和认证服务阻止公司的错误行为。承销商声誉越好,认证的作用越强。理论上,守门人是独立的,如果能够坚持职业操守,公司是不能从事某些交易的。

尽管 1933 年《证券法》没有使用“守门人”一词,但该词却形象的描述了国会制定《证券法》第 11 节时设想对承销商角色定位。按照《证券法》制定时的设想,承销商是典型的守门人,其在证券发行中的职责是保护投资者免受注册声明中重大不准确的损害。

守门人职责的理论基础是,声誉卓著的中介会小心地保护自己最

[5] See Dana B. Klinges, *Expanding the Liability of Managing Underwriters Under the Securities Act of 1933*, Fordham L. Rev., Vol. 53, 1985.

重要的资产——声誉。因此,可以假定承销商愿意在每单发行中通过充分的尽职调查给市场提供优质的证券,以提升自己的声誉。事实上,SEC也清楚的将承销商描述为“独立的守门人”。〔6〕

(三) 承销商的法律责任分析

承销商在证券发行中的任何一项职责均对其行为产生约束,并随之产生法律责任。从承销商的工作看,与其关系最密切的责任应为信托责任。信托责任广泛存在于证券发行过程中,其中与承销商有关的主要有两类。

1. 承销商对投资者负有信托责任

为保证发行成功,承销商需通过路演等方式与潜在投资者接触。在接触过程中,承销商有义务将投资有关的重大信息传递给投资者,协助投资者进行投资决策,承销商对投资者的信托责任由此产生。信托责任理论是美国证券监管法规保护投资者利益重要的法律理论基础。

在证券发行的相关立法中,信托责任一再被提及。1933年《证券法》最初实施时,第11节(c)明确规定“承销商是具有信托责任的人”(a person occupying a fiduciary relationship)。此后,由于业界抱怨这一标准过于严格,美国在1934年对这一措辞进行了修改,但并没有明确排除承销商作为受托人进行尽职调查的要求。

立法史说明,美国在修改《证券法》第11节(c)时,国会的意图是使用标准的普通法信托语言,而无意对其原则做出重大改变。尤其需注意的是,新的措辞通过用普通法信托责任的定义替代原来的语言,消除了合理性标准可能存在的不确定性。〔7〕可见,承销商对投资者负有信托责任已经得到了美国证券监管立法的认可,并已在实践加以运用。

事实上,美国证券法监管法规中承销商法律责任的界定基本上是以承销商对投资者的信托责任为基础加以设计的。

2. 承销商对发行人负有信托责任

在证券发行过程中,承销商的首要职责是为发行人提供发行相关

〔6〕 See Joseph K. Leahy, *The Irrepressible Myths of Barchris*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 37, 2012.

〔7〕 See Joseph K. Leahy, *The Irrepressible Myths of Barchris*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 37, 2012.

事项的咨询与服务,准确地将潜在投资者决策投资所需的公司重大信息传递给出去,并(可能)承担维护公司形象的职责等。这些职责均构成承销商对发行人的信托责任。司法实践中,部分法庭也已认可承销商与发行人的信托关系(fiduciary relationship),如纽约上诉法庭(The New York Court of Appeals)认为,尽管IPO承销协议本身并未构成信托义务,但承销商与发行人咨询关系的基础是信任(trust and confidence),构成了信托关系。^[8]

考虑到证券监管的主要目的是保护投资者的权益,证券监管立法和实践均较少提及承销商对发行人负有的信托责任,但在探讨承销商民事责任的归责原则时,多数学者认为承销商对发行人负有的信托责任是不可回避的,且对承销商履行法定职责具有重大影响。不过,这一问题已经超出本文讨论的范围,本文不拟深入讨论。

二、证券监管法规对承销商法律责任的规定

美国的证券监管法规非常复杂。然而,最基本的法律为1933年《证券法》和1934年《证券交易法》两部基本大法。承销商法律责任的规定则主要规定体现在《证券法》及其相关解释中。

(一)《证券法》中承销商责任基本规定

美国《证券法》的核心理念是通过充分的信息披露保证投资者权益。为满足这一要求,发行人需向公众公平、全面的披露所有证券发行相关的重大事项,以便潜在投资者做出投资决策。为保证第5节的规定有效执行,《证券法》第11节则通过注册过程中相关各方的严格责任标准,明示购买证券的任何人均可以诉讼方式获得赔偿。

《证券法》第11(a)规定,为避免注册声明中任何部分存在重大事实的不实陈述,或者遗漏重大事实,以致注册声明产生误导,任何购买证券的人均可在有司法管辖权的法院,请求普通法或者衡平法上的救

[8] See Arthur B. Laby, *Differentiating Gatekeepers*, Brook J. Corp. Fin. & Com. L. Vol. 1, 2006.

济,除非其在购买证券时已经知道该重大遗漏或不实陈述。尽管如此,按照第 11 节(a),原告不需证明购买证券时依赖了注册声明中的不真实陈述,或者不知道注册表中的遗漏,除非购买行为发生在发行人向其证券持有人提供了涵盖注册声明生效后至少 12 个月的利润表之后。该节规定的可诉对象较为广泛,既包括发行人,也包括会计师等中介机构。承销商在证券发行中的法律责任即源于该部分规定。

(二) 承销商的辩护依据

在明确承销商责任的同时,《证券法》第 11 节(b)同时对承销商的免责情形做出了规定。SEC 将注册声明分为专家(expert)意见和非专家意见。对于非专家意见,作为被告的承销商可以说明“经过合理调查,有合理理由确信,且实际确信(he had, after reasonable investigation reasonable ground to believe and did Believe)注册声明生效时,相关声明中的重大事实没有误导或者遗漏”。对于专家意见部分,承销商可以说明“经过合理调查,没有合理理由确信,且实际不相信(had no reasonable ground to believe and did not believe)注册声明生效时,相关部分存在重大事实的虚假陈述或者遗漏”。

从上述规定看,《证券法》对承销商使用不同材料时的责任采取了不同的标准,如果虚假陈述和遗漏出现在“声称是在专家意见做出的声明部分”(any part of the registration statement purporting to be made on the authority of an expert),可以适用较低的合理信赖(reasonable reliance)标准,不需进行调查;如果虚假陈述和遗漏出现在“没有声称是在专家意见做出的声明部分”(any part of the registration statement not purporting to be made on the authority of an expert),则适用较为严格的合理调查标准。有学者将其概括为:对专家意见适用的标准是合理信赖标准,对非专家意见适用的标准是合理调查(reasonable investigation)标准。^[9]

(三) 何为专家

《证券法》没有对专家的含义做出明确规定。但是,《证券法》第 7

[9] See William K. Sjostrom, Jr., *The Due Diligence Defense Under Section 11 of The Securities Act of 1933*, Brandeis Law Journal, Vol. 44, 2006.

节注册“声明需要的信息”中规定,“会计师、工程师、鉴定人或任何其他职业赋予权力的人,如因准备或核实注册声明的一部分,或因准备或核实与注册声明有关的报告或评价书被列入名单,必须经该人书面同意,并与注册声明一起提交”。^[10] 一般认为,被列入名单的人和机构可视为专家,需在招股说明书“专家”部分披露。因此,只要查阅招股说明书“专家”部分,或者注册声明中的类似部分即可知道那些中介机构是专家。

虽然《证券法》有此规定,但通常招股说明书中被称为专家的只有出具了审计报告的会计师事务所。同时,尽管部分会计师事务所审阅了注册声明和招股说明书,并为未审计财务报告和其他引用数据出具了例行的安慰函(comfort letter),但安慰函并不被视为专家意见。也就是说,一般情况下只有经审计的财务报告才被招股说明书列为专家意见。^[11]

(四) 何为合理调查和合理理由确信

在判断何为合理调查和合理理由确信时,11节(c)规定,“合理性的标准应为谨慎的人在管理自己财产时所要求的标准”(the standard of reasonableness shall be that required of a prudent man in the management of his own property)。

考虑到合理调查标准较为原则,在实务和司法实践中难以把握,SEC于1982年发布了176规则“影响《证券法》第11节合理调查与合理理由确信标准的环境”。该规则并非专为承销商设计,而是适用所有发行人之外的所有相关机构和人员。根据该规则,在确定承销商是否进行了合理调查,以及是否有合理理由确信时需考虑:发行人类型;证券种类;人员类别(the type of person);该人员为管理层时在组织中

[10] 《证券法》第7节原文为:If any accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, is named as having prepared or certified any part of the registration statement, or is named as having prepared or certified a report or valuation for use in connection with the registration statement, the written consent of such person shall be filed with the registration statement.

[11] See William K. Sjostrom, Jr., *The Due Diligence Defense under Section 11 of the Securities Act of 1933*, Brandeis Law Journal, Vol. 44, 2006.

的职务(the office held when the person is an officer);该人员为董事或候选人(proposed director)时是否与发行人存在其他关系;合理信赖管理人员(officers)、员工和其他人员(这些人员的职责使其具有特殊事项的知识);当相关人员是承销商时,需考虑承销协议的类型,承销商的角色以及在注册时可获得的信息;当引用某一事实或文件时,该人员是否对该事实或文件负责。

为便于理解,SEC还发布了相关解释,其中与承销商关系较为密切的为:

1. 发行人类型。发行人类型表明了需要特殊关注的信息类别,以及通常需要的调查程度。分析发行人业务类型及行业特点对分辨潜在重要披露事项至关重要。

2. 证券种类。证券种类与财务状况评估和发行人前景分析相关。例如,如果发行的短期债券,发行人目前的财务状况和近期经营成果至关重要,而在普通股发行中,对公司长期以及短期前景更为广泛的分析是恰当的。

3. 人员类别(the type of person)。国会认为不同人员在发行中重要性不同,公众对证券法规保护程度的期待有所差异,因此对不同人员进行调查时的彻底性要求应该有所区别。

4. 在组织中的职务。组织中人员的职位和责任不同,调查的性质会随之变化。

5. 董事或候选人时与发行人的其他关系。国会认为,在诚实和能力方面,对相关人员要求应该与对该人员的信任程度相称。判例法表明,相对没有特别知识和额外责任的外部董事而言,在专业、知识或责任方面与发行人存在关系的董事适用更高的调查和确信标准。

6. 合理信赖其他人员。采用这一标准说明国会意图允许下列依赖:要求受托人(fiduciary)亲自履行责任不合理时,受托人可以授权其他人履行义务,这种情形尤其适用于受托人不具备履行相关责任所需的职业技能或者设备时。也就是说,如果受托人的信赖在所有情形下都是合理的,信赖关系可以免除受托人的责任。

7. 承销协议类型,承销商角色以及可获得的信息。该规则的目的是区别传统的承销商还是技术上的“法定”承销商,因为“法定”承销商

虽符合承销商的法律定义,但无法履行投资银行作为承销商时需履行的调查程序。需注意的是,尽管承销团其他成员(participating underwriter)在承销方面的重要性小于主承销商,证券法对承销团成员适用了同样的责任标准。

8. 是否对该事实或文件负责。当承销商以相关人员此前按照《证券法》提交的报告存在遗漏或误导性陈述为依据进行辩护时,这一规则可能被采用。在司法实践中,法庭可以考虑编制前面文件的人员的责任。但是,当前面报告中的重大信息的错误或误导产生于报告之后的事件发展时,就没有理由考虑是否有人对此前的事实或文件负责,加以区别对待了。^[12]

三、Escott v. BarChris Construction Corp. 案及其对承销商责任的影响

Escott v. BarChris Construction Corp. 案发生于 20 世纪 60 年代初,是美国承销商民事法律责任的第一案。尽管已过去 50 余年,该案中法庭的观点仍对承销商责任的判断具有重大影响。

(一) Escott v. BarChris Construction Corp. 案情^[13]

1. BarChris 及其证券发行的基本情况

BarChris 是一家主要从事保龄球道建设的公司。20 世纪 50 年代,自动摆球机的引入带动了保龄球行业的快速发展,保龄球行业迅速成为一项受欢迎的运动。BarChris 的业务因人们对保龄球兴趣增加而受益。

在发展过程中,BarChris 遇到了资金瓶颈。BarChris 的资金问题很大程度上与其收款模式相关。一般情况下,BarChris 与顾客签订的是分期付款合同。合同签订后客户只需支付金额较小的预付款,公司即

[12] See William K. Sjostrom, Jr., *The Due Diligence Defense Under Section 11 of The Securities Act of 1933*, Brandeis Law Journal, Vol. 44, 2006.

[13] 黄振中:《美国证券法上的民事责任与民事诉讼》,法律出版社 2003 年版,第 119 ~ 134 页;高如星、王敏祥:《美国证券法》,法律出版社 2000 年版,第 115 ~ 139 页。

开始进行保龄球道建设。工程完工并交付使用时,客户以本票形式价款余额,这种票据可在出票之后若干年内分期支付。这种收款方式决定了公司经营过程中只能收到少量资金。随着行业的快速发展,公司的业务规模不断扩大,公司的资金压力也越来越大。

为维持日常经营,公司于1959年12月以每股3美元发行了56万股普通股。1961年年初,公司又以年利率5.5%发行了15年期的可转换公司债券。但真正引起诉讼的是BarChris在1961年发行的公司债券,该债券的发行注册提交于1961年3月30日,经过几次修正,注册申请于5月16日生效。5月24日,融资结束,BarChris收到债券融资款。

回顾历史可以发现,1961年至1962年美国保龄球行业已经明显供大于求,球道过剩使很多保龄球经营者出现了经营困难,甚至倒闭,BarChris的客户也不例外。由于BarChris建设球道采取的是分期收款方式,客户经营困难自然会影响到账款的回收。1962年5月,BarChris试图发行普通股募集资金,但最终没有成功。10月29日,BarChris走到了尽头,向法院申请破产。由于无法在12月1日支付债券利息,债券投资者根据《证券法》第11节提起诉讼,被告包括发行人董事、高管、承销商和会计师等。

经过审理,法院支持投资人的请求,拒绝了承销商的“尽职”辩护,认为承销商应该负有责任。

2. 注册文件中的重大遗漏和误导性陈述

联邦纽约地区法院对债券注册申请文件及指控不准确的地方进行了多次讨论,认定了多处重大事实。例如,1960年和1961年第一季度的销售和经营收入有所夸大、或有负债少报、虚构订单、“球道建设具体规格”部分披露不准确、高管欠公司款项偿还情况虚假、前期募集资金适用披露不实等。另外,法院还在毕马威为BarChris出具的1960年审计报告中发现了重大不实陈述。

3. 承销商的辩护与法庭的观点

在该案中,为BarChris在1962年发行的企业债券提供承销服务的Drexel & co.确实进行了尽职调查,其调查是在合伙人Coleman的领导下展开的。除Drexel & co.外,其律师作为整个承销团的律师也参与了

调查工作,律师的工作由 Ballard 负责,Stanton 协助。

对本案对承销商最为不利的事实是,尽职调查负责人 Coleman 于 4 月 17 日出任了 BarChris 的董事职务,并签署了之后提交给 SEC 的注册申请文件。法院认为,作为公司的董事,Coleman 可以了解到一般承销商不可能了解到的内部消息。法庭承认承销商 Drexel & co. 在 Coleman 成为 BarChris 董事后确实对招股说明书的准确性进行了独立调查,但认为其调查是不充分的。例如:

(1)虽然发行前每星期有一次“尽职调查会议”,但会议之后承销商未作进一步调查。

(2)Drexel & co. 声称阅读了 BarChris 的年度报告、其他保龄球道制造商的招股说明书、BarChris 早些时候的报告、BarChris 董事和行政会议纪要,以及部分分支机构的会议纪要等资料,也接触了 BarChris 的银行,并与 BarChris 主管召开了若干次会议,会上也讨论了日后成为法律争议的一些要点。但法院发现,Drexel & co. 既未坚持索要丢失的会议记录,也未对根本不存在的会议纪要进行检查;对于客户的过错,Drexel & co. 没有详细了解,也没有审查相关合同,而相关合同条款表明 BarChris 已面临资金困境;

(3)Drexel & co. 声称其依据了自己律师的调查意见,但法庭发现,Drexel & co. 的律师从业经历很短,在调查时未查阅公司档案,未查阅公司合同,也未找到公司行政会议纪要,因而认为律师的调查也是不充分的,不能作为 Drexel & co. 的依据,并以此拒绝接受 Drexel & co. 的这一辩护。

据此,法庭拒绝了 Drexel & co. 的合理调查和合理理由确信辩护,认为 Drexel & co. 对注册申请文件的重大遗漏和误导性陈述负有责任。

(二) Escott v. BarChris Construction Corp. 案的影响

Escott v. BarChris Construction Corp. 一案影响深远,判决宣布后立刻被认为是里程碑式的决定,至今仍被认为是承销商尽职调查责任的相关的关键性决定。该案对司法实践的影响主要表现在:^[14]

[14] See Joseph K. Leahy, *The Irrepressible Myths of BarChris*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 37, 2012.

1. 如果可行,承销商需独立验证发行人注册声明中所有重要事实。在 *Escott v. BarChris Construction Corp.* 案的判决中, *Herman McLean* 法官的观点非常明确:允许承销商以公司管理层提供材料的表面表达 (face value representations) 为依据逃避尽职责任……不会给投资者任何额外的保护。为实现立法宗旨,对“合理调查”一词解释时,其要求不仅是……准确报告公司向承销商“提供的数据”。这一数据是承销商询问公司管理人员 (officers) 获取的,还是承销商当时即信任公司管理人员是没有区别的。为使其参与……对投资者具有价值,承销商必须采取合理的努力验证管理层提供的材料。他们不能仅依赖公司的管理人员或者公司的法律顾问。审慎的人在管理自己的财产时不会依赖他们。

该案之后, *Herman McLean* 法官的大段表述立刻被评论者表述为,要求承销商独立验证发行人注册声明中的重要信息。事实上,包括学生笔记、学术论文、律师月刊等当时的所有评论均将其表述为独立验证。此后,似乎没有学者和法官对此提出异议。

2. 独立意味着承销商为外部人。在说明承销商必须独立验证注册声明中事实时, *Escott v. BarChris Construction Corp.* 案法官认为,管理层的口头声明必须与公司的内部文件核对。 *Herman McLean* 法官解释道,避免错误的方法之一是通过核对原始书面记录检验口头信息的准确性。在 *Escott v. BarChris Construction Corp.* 案中,如果承销商采取了这些措施,不实陈述就会被发现。

3. 确认了当时流行的销商是证券发行的保荐人 (sponsor) 的观点。1933 年《证券法》制定前后,投资银行普遍被认为是所发行的证券保荐人。根据当时的评论,投资者在决定是否参与证券发行时,看中的是承销商的声誉,而不是发行人的声誉。因此,一般认为,聘请声誉卓著的投资银行作为主承销商是任何证券发行成功的关键一环,在 IPO 时更是如此。

在制定《证券法》时,国会似乎接受了当时流行的观点,即认为承销商声誉是发行人能否成功将证券卖给公众的关键。根据国会成员和国会证人的评论,《证券法》的立法历史在很多方面都提及了承销商声誉对证券销售的影响。在强调承销商的关键作用时,《证券法》的设计

者断定,承销商应该为注册声明的重大不准确之处负严格责任,只有其能够证明已勤勉的对发行人进行了调查时才能免责。

在 *Escott v. BarChris Construction Corp.* 案的时代,法庭和评论者普遍认为承销商是证券发行的保荐人,而该案的判决无疑确认了承销商对证券发行的保荐作用。

4. 明确承销商与发行人的对立地位。*BarChris* 虽未说明承销商与发行人的独立程度,但法庭说明“在某种意义上,承销商和公司管理人员的地位是对立的”。很多学者似乎没有看到“在某种意义上”这一句话,迅速将其理解为承销商需采取与发行人对立的立场。某位学者写道,法庭非常清楚地表明承销商与发行人的是对立的。其他学者则大部分附,甚至有人认为承销商在尽职调查时应该扮演魔鬼代言人(*devil's advocate*)。从司法实践看,尽管这一角色与承销商的其他角色明显存在矛盾,法庭已经认可承销商的这一角色。

四、储架发行对承销商尽职调查的影响

(一) 储架发行制度基本情况

1982年,美国为简化再融资的流程对注册发行制度进行了改革,推出了“综合信息披露系统”(integrated disclosure system),并开始试行415条规则。经过讨论和修改,415规则于1983年正式推出。415规则即著名的储架注册(shelf registration)规则。储架注册是相对于传统发行的概念,是指证券发行实行注册制的基础上,发行人一次注册,多次发行的机制。

SEC对发行人是否适用储架注册发行进行了明确规定。通过一些规范性的前提条件,SEC排除了近三年存在各种违规记录的公司、非实体经营性公司等多种情形,并对适用储架注册注册的合格发行人分为“成熟发行人”(seasoned issuers)和“知名成熟发行人”(well-known seasoned issuers, WKSIs)。储架注册主要适用于以下情形:

1. 新证券的发行项目,要求非关联方持有发行人的普通股市值不低于7500万美元;

2. 在全国性交易系统挂牌交易的原有证券存量发行项目;
3. 不可转换投资级债务证券发行项目;
4. 配股发行、权证、期权和股利再投资方案等项目。

发行人在引用储架注册制度再融资时,SEC 的审核速度大大加快,尤其是对于知名成熟发行人,除注册按揭证券和业务合并中发行证券这两类情形外,储架注册和发行被允许自动生效。

(二) 承销商对储架注册制度的态度

SEC 推出储架注册制度时市场的反应差别很大。由于可以大大简化注册流程,多数发行人欢迎这一制度。然而,承销商的态度多与此相反。在尽职调查时间紧迫性带来的影响方面,Goldman Sachs 的评论较为尖锐:在 415 规则下……发行人已试图在证券投标时支配合同条款,承销商只能获得发行人会计师安慰函的情况已很普遍,安慰函中信息的完整性也大大降低。同时,发行人代表和律师的法律意见也明显变少。由于 415 规则造成的时间和竞争压力,承销商在这些领域中的保护能力已大打折扣,投资者将为此遭受损失。

Merrill Lynch 则希望能够减轻承销商的责任:通过阻止承销商及其法律顾问进行独立和有经验的审查,415 规则加速降低了披露水平和质量。然而,考虑到市场投资者以机构为主的性质,我们建议将 415 规则限定在评级不低于投资级的非可转换债券和优先股的发行。同时,我们认为减轻承销商责任是 415 规则持续有效的前提。

Morgan Stanley 虽支持 415 规则,但和其他承销商一样在寻求责任保护:我们相信,即使不是不可能,现在也已很难回到 415 规则前的发行环境了。无论我们是否愿意,这些变化都将伴随我们……我们相信,为保证资本市场监管环境发展的稳定性,是支持 415 规则永久适用的时候了……然而,正如我们过去指出的,我们强烈敦促 SEC 在依据 415 规则最终采取行动的时候能够考虑承销商的责任问题。^[15]

(三) 储架发行制度对尽职调查的影响

尽管面临多数承销商的强烈反对,SEC 仍在 1983 年正式推出了

[15] See James C. Treadway, Jr., *An Over View of Rule415 and Some Thoughts about the Future, Remarks to Securities Industry Association Thirteenth Annual Meeting Middle Atlantic District, Hot Springs, Virginia October 8, 1983*, pp. 7 - 8.

415 规则。总的来说,承销商反对 415 规则最冠冕堂皇的理由是储架注册制度将导致承销商尽职调查质量的降低,不利于投资者的保护。平心而论,储架注册制度确实对承销商尽职调查产生了严重影响。^[16]

1. 储架注册制度削弱了承销商讨价还价的能力。储架注册制度改变了传统上承销商与发行人间的关系。发行人在实施储架注册时,一般通过招标确定承销商,加剧了承销商间的竞争。由于发行人并不依赖于某家承销商来实施发行,当承销商尽职调查的时间过长或对某些问题较真时,发行人完全可以找另外一家承销商。这会迫使承销商放松尽职调查的要求。

2. 储架注册留给承销商尽职调查的时间非常有限。储架注册时,从发行人做出发行决定到具体实施发行之间所间隔的时间往往很短,有时只有一天甚至几个小时,承销商根本没有足够的时间进行全面深入的尽职调查。但在美国证券法中,没有足够的时间并不是承销商抗辩的理由,因此承销商只能在放弃承销业务与承担尽职调查不充分的风险间进行选择。不管承销商做出何种选择,对公众投资者而言都是失去了传统尽职调查所提供的保护。

3. 承销商未参与注册过程。与一般注册不同的是,承销商并未参与储架注册过程,而只是在准备实施储架发行时才与发行人联系。储架注册声明也多是由发行人自己制作,有时也有律师参与,但一般情况下承销商没有参与。注册声明的撰写过程对于承销商的尽职调查十分重要,因为撰写过程给予承销商提问发行人的管理层和发现潜在问题的许多机会。

此外,承销商需要在极短的时间内完成尽职调查工作,这将导致承销商尽职调查成本的增加。

(四) SEC 的意见

SEC 也关注到储架注册对承销商尽职调查的影响,并积极研究应对之策。1999 年 4 月,SEC 发布拟议规则通知(notice of proposed rulemaking),试图修改 176 规则,对储架发行时承销商的尽职调查进行

[16] 参见杨文辉:“美国证券市场的储架注册制度及启示”,载《证券市场导报》2006 年第 9 期。

指导。SEC认为,法庭应该考虑承销商在迅速注册发行(expedited offerings)^[17]中可以作为积极因素(positive factors)的六点做法:^[18]

1. 对于注册声明中理性人(reasonable person)可能质疑存在重大事实不实表述,或者遗漏了重大事实,或者需要进行说明以免误导的部分,承销商是否进行了复查(reviewed),并对相关事实和环境行了询问。

2. 承销商是否与相关执行官[至少包括首席财务官(CFO)、首席会计师(CAO)或者其制定人员]讨论了注册声明,且CFO或CAO说明已对注册声明进行了鉴证(certified),说明就CFO或CAO所知,注册声明中不含任何不实陈述、或者遗漏了重大事实,或者需要进行说明以免误导的部分。

3. 承销商是否收到发行人审计师发出的依据审计标准声明72号做出的安慰函。

4. 承销商是否收到发行人法律顾问发出的有利意见(favorable opinion),认为没有需要其关注,以致认为注册声明中含有不公平或不实表述、或者遗漏重要事实的事项。

5. 在复查了发行人注册声明、《证券交易法》相关申报文件和其他信息后,承销商聘请了法律顾问,且法律顾问认为没有需要其关注,以致认为注册声明中含有不公平或不实表述、或者遗漏重要事实的事项。

6. 承销商是否聘请并咨询了分析师,且分析师:

(1) 在发行开始之前至少持续跟踪了发行人和发行人所在行业6个月;

(2) 在发行开始之前至少12个月内发布过发行人和发行人所在行业的报告。

[17] SEC并未对expedited offerings进行定义,从相关规则看,expedited offerings与储架发行的含义基本一致。例如,SEC在解释资产支持证券(ABS)发行时曾说明,多数公开发行的ABS仅是通过被称为“储架发行”的SEC迅速注册(expedited SEC registration)完成的。参见<http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/assetbackedsecurities.shtml>, 2014年12月10日访问。

[18] SEC, Notice of Proposed Rulemaking, RELEASE NO. 33-7606A; 34-40632A; IC-23519A, INTERNATIONAL SERIES RELEASE NO. 1167A, RIN 3235-AG83, April 5, 1999.

在拟议规则中,SEC 特别说明了分析师在承销过程中的作用。SEC 认为,持续跟踪发行人及其行业的分析师熟悉并且审查过可获取的发行人及其行业的公共信息,与发行人或其竞争者有着定期沟通,会对风险和发行人业务前景进行分析,可以积累大量的有用信息,因此有助于迅速完成尽职调查。

SEC 承认,广泛使用分析师提供的信息会带来发行人重大非公开信息泄漏等潜在问题。但 SEC 认为,很多公司在分析师和承销商之间建有防火墙,且有法规约束分析师在发行之前发布的报告,可以避免这些潜在问题的发生。另外,拟议规则似乎建议在分析师和承销商之间建立“单向(one-way)防火墙”,只允许分析师向承销商提供信息,不允许承销商向分析师泄露重大非公开信息。但拟议规则并未充分考虑单向防火墙在实务中存在的困难(发行建议本身就构成了重大非公开信息),也未考虑档案记录遇到的问题 and 单向防火墙的完整性(integrity)。^[19]也许是由于这些原因,上述意见至今也未正式发布。

五、In re WorldCom, Inc. Securities Litigation 案及其对承销商责任的影响

(一) WorldCom, Inc. 案的基本情况^[20]

WorldCom, Inc. 的前身是创办于 1983 年的长途电话折扣公司(LDDS),20 世纪 90 年代以来,该公司利用兼并、收购等手段疯狂扩张,迅速发展为全美第二大长途电话公司、全球第一大互联网供应商。

2001 年,公司高额负债的状况引起美国证券监管机构的关注,2002 年 3 月,SEC 宣布对 WorldCom, Inc. 过往的兼并事件和公司向

[19] See Underwriter Due Diligence in Securities Offerings, Underwriter Due Diligence in Securities Offerings, <http://corporate.findlaw.com/finance/underwriter-due-diligence-in-securities-offerings.html>, 2014 年 11 月 24 日访问。

[20] 世通事件,参见 http://baike.baidu.com/link?url=ZxmdApbVDoHACZYbHkoMl-gty-Pawr-_beB8ROvjxiEbd7c_o36dMc2z1WQcAfKt3otKljhIJZ-vSCSrmIE4Sq, 2014 年 12 月 11 日访问。

CEO 伯纳德·埃伯斯提供 3.66 亿美元巨额贷款一事进行调查。4 月 30 日,埃伯斯迫于董事会和大股东的强大压力黯然辞职。6 月,WorldCom,Inc. 新任 CEO 主持的一次内部审计暴露出更大的丑闻:从 2001 年开始,WorldCom,Inc. 与扩建电信系统工程有关的大量费用没有被作为正常成本入账,而是作为资本支出处理,这一会计“技巧”为 WorldCom,Inc. 带来了 38 亿美元的巨额“利润”。

6 月 25 日,迫于 SEC 的压力,WorldCom,Inc. 不得不发布声明,承认至少有 38 亿美元的支出被做了手脚,用来虚增现金流和利润;同时,该公司 2001 年的 14 亿美元利润和当年第一季度的 1.3 亿美元赢利也属于虚乌有。

假账丑闻给 WorldCom,Inc. 带来了灭顶之灾。丑闻曝光的第二天,SEC 即以民事欺诈罪正式起诉 WorldCom,Inc.;正在加拿大出席西方七国首脑会议美国总统布什怒不可遏,表示要全面调查 WorldCom,Inc. 一案。与此同时,WorldCom,Inc. 股票市值急剧缩水到 3.35 亿美元,信用等级被降为最低级。

7 月 21 日,WorldCom,Inc. 不得不申请破产保护。

WorldCom,Inc. 财务丑闻和申请破产保护不可避免会影响其在 2010 年 5 月和 2010 年 5 月分别公开发行的 50 亿美元和 119 亿美元公司债券的价值。于是,公司债券的债权人向法院提起诉讼,被告包括发行人及董事和高管、安达信和债券发行的承销商,诉讼依据则是《证券法》第 11 节。

(二) 承销商的尽职调查过程

在 2000 年的发行中,承销商提供的书面尽职调查记录是其法律顾问编制的一份备忘录,该备忘录记录了 2000 年 5 月 17 日承销商与 WorldCom,Inc. 首席财务官(CFO)的一段对话。对话中,承销商向 CFO 询问了其 Sprint 的未定合并事项,包括合并前 WorldCom,Inc. 是否遇到问题,以及是否有其他重要事项等。备忘录同时概述了 WorldCom,Inc. 的董事会记录,列示了其公开披露的报告、公司新闻

稿,并讨论了 Sprint 的文件。承销商也收到了会计师的安慰函。^[21]

2001 年发行时的尽职调查主要是两次电话记录。第一次是在 4 月 30 日,承销商和其法律顾问从 WorldCom, Inc. 的 CFO 了解到,半数募集资金将用来偿还债务和补充公司现金流。调查过程中,承销商发现公司有 11 亿美元的坏账准备,WorldCom, Inc. 的 CFO 告诉承销商行业竞争不是问题,经济下滑也没有对公司造成重大影响。该次电话中承销商还了解了 WorldCom, Inc. 当时的财务状况,CFO 告诉承销商公司情况良好,没有进一步需要讨论的问题。

第二次电话调查是在 5 月 9 日,参加人员包括承销商、WorldCom, Inc.、安达信的代表和 WorldCom, Inc. 的会计人员,WorldCom, Inc. 告诉承销商上次电话之后公司没有重大变化,安达信也表示公司没有会计问题。^[22]

(三) 承销商的辩护和法庭的观点^[23]

1. 原告说明尽管经过审计,WorldCom, Inc. 的关键财务比率线路成本(line costs)与收入比为 43%,比两个最大竞争对手 Sprint(53.2%)和 AT&T(46.8%)低很多。原告认为,这一指标差异触发了承销商调查公司状况的义务,因为最终线路成本重述是导致公司财务报告重述的重要原因。因此,承销商有合理理由质疑公司财务数据的可靠性。

承销商认为,因为经过会计师鉴证(expertised),经审计的数据永远也不会构成警示信号(red flag)并触发调查义务。但法庭认为,警示信号的存在构成了调查义务,财务报告也不例外。在该问题上,法庭判定,理性人将进一步询问经审计的数据与竞争者可比数据的差异原因。

[21] See Gideon A. Schor, *The Due Diligence and Reliance Defenses in WorldCom: Retrospect and Prospect*, http://www.wsgr.com/PDFSearch/Due_Diligence_after_WorldCom.pdf, 2014 年 12 月 11 日访问。

[22] See Young_Note_Final, *Looking Back on WorldCom: Addressing Underwriters' Due Diligence in Shelf Registration Offerings and the Need for Reform*, Suffolk University Law Review, 2007.

[23] See Gideon A. Schor, *The Due Diligence and Reliance Defenses in WorldCom: Retrospect and Prospect*, http://www.wsgr.com/PDFSearch/Due_Diligence_after_WorldCom.pdf, 2014 年 12 月 11 日访问。Valerie Ford Jacob, *The Due Diligence Process from the Underwriter's Perspective*, 2006, pp. 21 - 25.

2. 考虑到 MCI 的长途电话业务恶化已为公众所知,原告认为承销商应该质疑报告资产的准确性。WorldCom, Inc. 收购 MCI 的 470 亿美元价款中,有 290 亿美元是无形资产商誉,原告认为承销商应该知道资产减值的必要性。法庭判定,对于 WorldCom, Inc. 的资产表述,陪审团可能认为构成警示信息,并认为承销商有义务询问了解。

3. 对于被指控的未审计财务报告中的不实表述,承销商认为其可以依赖会计师的安慰函,且其不知道其中含有会计数据警示信息,因而要求法庭采取有利于承销商的即决判决。法庭认为,对于未审计财务报告,为保证尽职辩护成功,承销商需证明其对注册声明的非鉴证部分进行了合理的调查,有合理的理由相信中期财务报告是真实的。收到安慰函是重要证据,但不足支持尽职辩护。

承销商认为,审计师尚未发现 WorldCom, Inc. 的财务舞弊问题,其调查更是难以发现。然而法庭认为,即使尽职调查无法揭露舞弊,承销商仍旧必须进行合理的调查,以赢得辩护。

承销商认为,如果对未审计财务报告进行尽职调查时其不能依赖安慰函,承销商以后将需要自己聘请会计师对发行人经审计的财务报告进行检查。法庭表示无意要求在承销商所有发行中聘请审计人员,因为“合理调查”一词涵盖了多种质询方式,可以少至获取安慰函后几乎不做什么,也可以多至重新审计公司的账务。然而,如果在合理调查时发现了重大事项的激进或不正常会计处理,谨慎的承销商可能咨询会计专家,以确信会计处理是恰当的,且公司没有额外披露的必要。

4. 原告质疑承销商在 2000 年和 2001 年均未进行合理的调查。原告指出,承销商与发行人或其审计师的沟通能有限,质询流于形式,没有对程式化的问题解答做出进一步调查,也没有针对承销商内部关注的发行人财务状况或者金融媒体特别关注事项进行询问。原告特别提及了 2001 年的发行,说明承销商内部已经降低了对 WorldCom, Inc. 的信用评级,并收紧了作为贷款人对 WorldCom, Inc. 风险暴露,承销商非常清楚 WorldCom, Inc. 的财务状况已经恶化,合理调查要求其进行更彻底的审查。考虑到两次债券发行量均很大,以及 WorldCom, Inc. 财务状况恶化的情况,至少在 2001 年的发行中,谨慎的承销商应该进行特别的调查询问。针对这些问题,法庭质疑承销商的尽职调查是否充

足,并将这些问题交由陪审团裁决。

该案的最终决定直至 2004 年 12 月才做出。法庭认为,承销商单纯依赖安慰函和未审计财务报告,没有对注册声明的准确性进行合理调查,尽职辩护不成立。法庭进一步说明,警示信号触发了调查义务,承销商单纯依赖经审计的财务报告不能使合理依赖辩护成立。

(四)对 WorldCom, Inc. 案的质疑

WorldCom, Inc. 案的法庭认为,尽管时间紧迫且对相关文件的编制参与较少,176 规则中储架注册发行和传统注册发行对承销商要求的调查程度是相同的。法庭同时警告承销商,他们有充足机会通过持续尽职调查满足这一要求。然而,与 Escott v. BarChris Construction Corp 案不同,对 WorldCom, Inc. 案判决的争议很大。很多学者和业界人士均表示储架注册的尽职调查将陷入一种不知所措的窘境,并称为“尽职调查困境”(due diligence dilemma)或者“承销商困境”(underwriter conundrum)。例如:

证券监管领域的权威教授 Coffee 认为,WorldCom, Inc. 案使承销商陷入两难境地,旧的监管规范要求承销商进行合理的调查,但这一要求在实务中并不可行,因为承销商无法在紧迫时间压力下遵守这些规则。^[24]

监管者对此也表示出不同意见,当时的 SEC 主席 William Donaldson 在 2005 年的一份演讲中表示,一项交易在二十年前需要六个月,五年前需要两周,现在只能在当夜(overnight)完成,明年也许时间更短。但是,法律要求却没有变,你不能想多快就多快,但你的客户却受到同样的保护。承销商责任原则和尽职调查辩护是在节奏较慢的年代制定的。二十多年前储架注册出现后,由于时间压力,承销商必须判断是否有能力在很短的时间窗口内满足尽职调查辩护的要求。^[25]

Wise 则代表证券业协会(Securities Industry Association)和债券市

[24] See *What Due Diligence Dilemma? Re - Envisioning Underwriters' Continuous Due Diligence After WorldCom*, *Cardozo Law Review*, Vol. 30, 2009.

[25] See William H. Donaldson, *Speech by SEC Chairman: Remarks before the Bond Market Association*, <http://www.sec.gov/news/speech/spch042005whd.htm>, 2014 年 12 月 12 日访问。

场协会(Bond Market Association)表示,储架注册发行的速度很快,承销商几乎没有时间进行尽职调查,两协会均支持承销商在 WorldCom, Inc. 中的做法。^[26]

六、完善我国证券发行承销商的法律责任的建议

(一) 我国 IPO 基本流程及承销商在 IPO 过程中的工作

在我国,承销商的工作可以证监会发放批文为标志,分为两个阶段。在取得证监会批文之前,承销商的主要作用是对拟上市公司进行辅导,使其经营运作符合上市公司的基本要求,并协助拟上市公司通过地方证监局的辅导验收。在这一过程中,承销商需完成与美国承销商类似的尽职调查工作。但与美国不同,我国 IPO 相关规则同时要求承销商对公司的董监事高管等人员进行发行上市、规范运作等方面的培训。之后,承销商的主要作用是帮助拟上市公司撰写招股说明书,编制上市申请材料,提交证监会审核。与美国相似,证监会会针对拟上市公司的情况提出各类审核问题,承销商则可以协助拟上市公司准备答复材料,直至证监会认可并提交发审委讨论。发审审核通过后,证监会会根据情况逐渐发放批文。

拿到证监会批文后,一般情况下承销商会立即与公司启动发行程序,并开始路演、询价等工作,直至完成发行。按照《证券发行上市保荐业务管理办法》,公司上市后,承销商还需履行持续督导义务。其中,在主板上市的,持续督导的期间为证券上市当年剩余时间及其后2个完整会计年度,在创业板上市的,持续督导的期间为证券上市当年剩余时间及其后3个完整会计年度。

(二) 现行发行监管制度下承销商法律责任的规定

与美国不同,我国的证券发行审核监管是分割的,证监会负责股票和公司债券发行监管,发改委负责企业债券发行监管,银行间市场交易

[26] See Michael Bobelian, *Uncertainty Looms for Underwriters after WorldCom*, New York Law Journal, March 17, 2005.

商协会负责中期票据、短期融资券等债务性质类证券的监管。其中,最为市场关注的是首次公开发行股票发行(IPO)的监管。本文即以IPO发行监管制度为依据探讨承销商的法律责任。

1. 综合性法规

我国IPO过程中关于承销商法律责任的综合性法规主要体现在《证券法》、《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》和《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》等规则中,分析这些规则,可以承销商在发行过程中法律责任的主要规定主要有以下方面:

(1) 独立核查

例如,《证券法》第31条规定,证券公司承销证券,应当对公开发行募集文件的真实性、准确性、完整性进行核查。证监会《进一步提高首次公开发行股票公司财务信息披露质量》中规定,保荐机构要切实履行对发行人的辅导、尽职调查和保荐责任。保荐机构要对发行人的财务管理、内部控制、规范运作等方面制度的健全性和实施的有效性进行核查和判断,并在发行保荐书和发行保荐工作报告中客观反映基本情况和风险因素,对重要事项应当独立核查和判断。

(2) 对发行文件申报的信息披露质量负责

例如,《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》规定:“……中介机构对信息披露的真实性、准确性、完整性、充分性和及时性承担法律责任。”《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》的规定更加明确:“……保荐机构应当严格履行法定职责,遵守业务规则和行业规范,对发行人的申请文件和信息披露资料进行审慎核查,督导发行人规范运行,对其他中介机构出具的专业意见进行核查,对发行人是否具备持续盈利能力、是否符合法定发行条件做出专业判断,并确保发行人的申请文件和招股说明书等信息披露资料真实、准确、完整、及时。”

(3) 信息披露责任

除对发行人申请文件中质量负责外,承销商还需披露其他辅导工作等IPO过程中的文件,如《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》规定:“……保荐机构与发行人签订发行上市相关的辅

导协议后,应及时在保荐机构网站及发行人注册地证监局网站披露对发行人的辅导工作进展;辅导工作结束后,应对辅导过程、内容及效果进行总结并在上述网站披露。”

(4) 公开承诺

《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》规定:“……保荐机构……应当在公开募集及上市文件中公开承诺:因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给投资者造成损失的,将依法赔偿投资者损失。”

(5) 违法处罚

《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》规定:“发行人、中介机构报送的发行申请文件及相关法律文书涉嫌虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的,移交稽查部门查处,被稽查立案的,暂停受理相关中介机构推荐的发行申请;查证属实的,自确认之日起36个月内不再受理该发行人的股票发行申请,并依法追究中介机构及相关当事人责任。”

“……发行人及其董事、监事、高级管理人员未能诚实履行信息披露义务、信息披露严重违规、财务造假,或者保荐机构、会计师事务所、律师事务所等相关中介机构未能勤勉尽责的,依法严惩。”

2. 专门性规则

为提高保荐人执业质量,提高上市公司信息披露水平,证监会发布了《证券发行上市保荐业务管理办法》、《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》等专门适用股票发行过程中保荐人工作职责的规则,相关规则不仅涵盖了综合性规则中保荐人职责的要求,而且对保荐人工作内容进行了详细的规定。

(三) 承销商责任案例

证监会早在十余年前即开始加强承销商监管,对追究其责任。2003年12月,证监会出具行政处罚决定书,对重庆长江水运股份有限公司上市过程中涉嫌虚假陈述进行了处罚:经调查,长运公司招股说明书中存在重大虚假陈述。主承销商联合证券虽对长运公司公开发行募集文件的真实性、准确性和完整性进行了核查验证,但核查中在某些环节和线索上还有所疏漏,未能勤勉尽责地保证公开发行募集文件的真

实性、准确性和完整性。为此,证监会决定对联合证券处以罚款 50 万元。该案件为承销商承担法律责任较早的案例。

该案的处罚决定书仅说明主承销商联合证券“有所疏漏,未能勤勉尽责”,但未描述具体情形。之后,证监会的处罚决定书有所变化。近期出具的处罚决定书不仅说明了违规事实,而且说明了承销商未能尽职的具体情形。例如,由于天丰节能 IPO 材料存在重大不实陈述,2014 年 2 月证监会对光大证券出具的行政处罚决定书。该决定书说明光大证券在货币资金、固定资产、销售、采购、关联交易、独立性和现金回款七个方面未能勤勉尽责,同时说明了判定依据。如在货币资金方面,光大证券“执行货币资金尽职调查程序时,未独立获取天丰节能银行账户资料,未独立获取银行对账单,未独立实施函证,对存在明显异常的银行对账单未予以审慎核查,导致未能发现天丰节能伪造银行对账单、伪造银行业务原始凭证入账、银行资金划转与财务记账严重不符等情况”。

(四) 我国与美国关于承销商责任规定的异同

分析相关规则和案例,结合 IPO 过程可以发现我国与美国关于承销商责任的规定既有相似之处,也存在较大差异。

1. 保荐职责

美国证券监管法规未明确规定承销商对发行人的保荐职责,但如前所述,保荐职责已隐含在相关法规中,且因承销“声誉理论”的存在早已为公众所认可。尽管无明文规定,美国承销商对发行人的保荐职责似乎相对清晰,主要是保证发行人申报材料中不存在重大不实陈述、误导性陈述或重大遗漏。

比较而言,我国承销商的保荐职责非常清晰。从相关法规看,承销商在 IPO 过程中的保荐职责相当广泛,包括尽职推荐发行人证券发行上市;持续督导发行人履行规范运作、信守承诺、信息披露等义务;对发行人进行全面调查,充分了解发行人的经营状况及其面临的风险和问题;对发行人进行辅导,对发行人的董监事和高级管理人员进行培训;对发行人提供的资料和披露的内容进行独立判断,以及发行上市后的持续督导等。

2. 归责原则

在发行人的申报材料存在重大不实陈述、误导性陈述或重大遗漏时,两国对承销商的责任的归责原则大致相同,均为尽职辩护下的严格责任。^[27]也就是说,除非承销商能够证明已经进行了充分的尽职调查,否则承销商需对发行人申报材料中存在的重大不实陈述、误导性陈述或重大遗漏负法律责任。

3. 如何判断保荐人(承销商)是否尽职

我国《保荐人尽职调查工作准则》等业务规则对IPO保荐人工作内容的规定相当细致。从某种程度上说,保荐人若想免责,在重大事项方面必须重复注册会计师和律师等证券服务机构的工作。如货币资金方面,《保荐人尽职调查工作准则》对尽职调查要求为:“通过取得发行人银行账户资料、向银行函证等方式,核查……大额银行存款账户,判断其真实性;分析金额重大的未达账项形成的原因及其影响;关注报告货币资金的期初余额、本期发生额和期末余额。”《中国注册会计师审计准则第1312号—函证》则规定:“注册会计师当对银行存款……实施函证;”同时规定:“在询证函中指明直接向接受审计业务委托的会计师事务所回函……询证函经被审计单位盖章后,由注册会计师直接发出。”可见,两者的措辞虽有差异,但工作要求基本一致。前述证监会处罚光大证券在天丰节能IPO材料重大不实陈述责任的处罚决定书也证实了这一点,具体表现在:在货币资金方面,光大证券“执行货币资金尽职调查程序时,未独立获取天丰节能银行账户资料,未独立获取银行对账单,未独立实施函证……”

除“合理调查和合理理由确信”这一原则性规定,以及一些不具有法律效力的原则性指导外,美国证券监管法规未对承销商的尽职调查工作进行详细指导。从相关案例看,美国法院对承销商尽职调查的要求是,首先履行注册会计师执行审计工作时的舞弊分析过程和分析性复核过程,如果分析和复核过程发现警示信息,需进一步调查,以确定

[27] 本文仅涉及承销商不知发行人申报材料存在重大不实陈述、误导性陈述或重大遗漏时承销商的重任,承销商与发行人或其他相关人员合谋欺诈发行的情况不在本文探讨范围之内。

公司相关材料是否存在重大遗漏、不实陈述或误导性陈述,如没有警示信息,则可完成尽职调查工作。不过,美国的证券监管法规未给出警示信息的判断标准,只规定“合理性的标准应为谨慎的人在管理自己财产时所要求的标准”。

4. 民事责任与行政处罚风险

前述两案美国均是承销商承担民事责任的案例。事实上,在承销商未按要求履行职责时,SEC的行政执法也是不容忽视的力量。例如,2013年7月,SEC指控印第安纳州的一个学区(school district)和其承销商City Securities在市政债券发行前错误地向投资者说明,该区已恰当提供了年度财务信息和相关提示。SEC调查后发现,在City Securities承销的West Clark Community Schools市政债券的官方声明中,学区声明其债券发行披露符合要求。然而,West Clark并未提交所需的年度报告或提示,City Securities也没有进行充分的尽职调查,以发现该发行中的披露错误。最终,City Securities为该指控支付了58万美元以获得和解。^[28]

再如,2011年,大韦纳奇区域活动中心区公共设施(Greater Wenatchee Regional Events Center Public Facilities District)债券违约。SEC在调查时发现,债券发行的官方声明存在重大错误和误导,且债券承销商Piper Jaffray & Co.的尽职调查是不充分的。尽管Piper Jaffray & Co.并非自始至终均是该债券的承销商,而是在发行前最后一刻才替代原来的承销商为该债券提供承销服务,SEC仍对其罚款30万美元。^[29]

在我国,IPO过程中承销商未能尽职时受到处罚的多为行政处罚,民事责任虽有明文规定,但实务中非常少见。这种情况与两国的法律文化差异关系密切。美国不仅高素质律师众多,法官的理论素养深厚,

[28] See *SEC Charges School District and Muni Bond Underwriter in Indiana With Defrauding Investors*, <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539734122>, 2014年11月21日访问。

[29] See SECURITIES ACT OF 1933 Release No. 9472/November 5, 2013, SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 Release No. 70804/November 5, 2013, ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3 - 15603.

民众的权利意识也很强,各方面相得益彰,造成“现在各个阶层的美国人都被深埋在堆积如山的诉讼案件之中”。^[30] 证券民事诉讼只是美国各类诉讼案件的其中一部分,直接反映了美国的诉讼文化特点。与美国相比,我国现阶段尚则不具备这样的法律环境。

我国证券虚假陈述的民事诉讼程序也不利于投资者通过民事诉讼维护自身权利。2001年9月21日,最高人民法院下发的《关于涉证券民事赔偿案件暂不受理的通知》规定,各人民法院暂不受理各类证券民事赔偿案件。2002年,最高人民法院又下发了《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》,明确了人民法院自通知下发之日起,可受理因虚假陈述引发的民事证券侵权案件,并对案件性质、受案范围、受理的前置程序、诉讼可采的方式、案件的管辖等五个方面作了原则性规定。但该通知同时规定,虚假陈述民事赔偿案件的诉讼时效为两年,从证监会及其派出机构对虚假陈述行为作出处罚决定之日起计算。这一规定被称为证券民事赔偿的前置程序。

2003年,最高人民法院发布《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》。其中第6条规定,投资人提起虚假陈述证券民事赔偿诉讼,必须提交行政处罚决定或者公告,或者人民法院的刑事裁判文书。这一规定虽较2002年有所进步,但仍未取消前置程序,对投资者通过民事诉讼维护权利造成了不良影响。

(五)注册制下完善承销商法律责任的建议

1. 重新界定承销商职责

十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确指出,“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重”。这一决定明确了股票发行注册制改革的方向。

在实施注册制改革时,如何界定包括承销商在内的中介机构的职责成为各界关心的问题。从现有规则看,承销商的工作很大程度上与注册会计师和律师是重复的。对于重点风险领域,承销商、注册会计师

[30] 汤维建:“试论美国的民事诉讼法律文化”,载《法律科学》(西北政法学院学报)2000年第3期。

与律师的重复工作可以相互验证,因此是有必要的。但对于风险程度一般的领域,重复工作的必要性似乎不大。因此,建议梳理 IPO 过程中可能出现的风险,进行风险分类,并在此基础上重新研究界定承销商与注册会计师、律师等中介机构的职责。

2. 强化承销商职责的原则化规定

从现实情况看,现行 IPO 发行审核制度关于承销商的众多职责规定中,尽职调查职责应该不会改变,但如何确定承销商是否尽职呢?从前述分析可以看出,美国的监管规则相对原则化,而中国的监管规则相对规则化。理论上说,规则化的规则和原则化的规则各具优势,规则过于原则化,承销商可能无所适从,不知如何执业,这也是 SEC 试图拟定相关解释,指导承销商实务工作的原因。而规则过于规则化,则会使承销商忙于细节工作,只见树木不见森林,或者勤于材料的收集整理,疏于分析,最终导致工作无效。同时,过于规则化的规则易于为承销商规避,在承销商疏于履行职责需要惩戒时,可能造成难以找到依据的情况。

为此,建议结合规则化规则和原则化规则的优点,加强现有保荐人尽职调查职责中的总体分析要求,如要求保荐人对发行人存在重大舞弊风险的领域进行分析,重点关注分析中出现的警示信息,并对相关信息指向的业务领域重点核查等。

3. 完善民事诉讼程序

前已述及,在 IPO 过程中,我国承销商责任可能承担的责任主要为证监会的行政处罚。行政处罚可能影响承销商的业务资格,也可能影响保荐代表人等相关人员的未来职业发展,威慑力很强。但民事责任的震慑仍不能放弃,因为证监会和交易所人力有限,不可能发现 IPO 过程中所有的虚假陈述和误导性陈述,以及重大遗漏。也就是说,只有通过相关利害关系人的共同努力,才能真正保证 IPO 过程中信息披露的质量,保证注册制的顺利实施。

投资者是 IPO 过程中最重要的利害关系人,如果不能在民事诉讼程序上有所完善,方便其起诉具有虚假陈述责任的发行人和保荐人等中介机构,则很难起到市场的约束和震慑作用。

事实上,证券虚假陈述民事诉讼程序问题早已为监管层和业界关

注。如2008年报送最高人民法院的《证券法》司法解释《关于审理证券侵权纠纷案件的若干规定》(建议稿),已建议取消证券侵权行政诉讼前置程序。^[31]今年全国两会期间,深交所总经理宋丽萍在就推进相关司法改革、深化证券投资者保护等提交了多项建议,其中之一即为取消证券民事诉讼的行政前置程序。^[32]

4. 丰富规则层次

现有保荐人职责的规定主要体现在《证券发行上市保荐业务管理办法》和《保荐人尽职调查工作准则》中。《证券发行上市保荐业务管理办法》中对承销商职责的规定过于原则,《保荐人尽职调查工作准则》的规定则过于详尽,中间缺少指导承销商具体工作的相对原则性的规定,建议对《保荐人尽职调查工作准则》进行修改,增加相对原则性的工作规定。

另外,考虑到案例在工作中具有一定的指导作用,建议根据实际情况,将实际工作中发现的问题进行抽象总结,作为《保荐人尽职调查工作准则》的补充。

[31] 参见王光平:“证券法司法解释建议取消证券民事诉讼前置程序”,载中证网,http://www.cs.com.cn/xwzx/14/200812/t20081209_1677591.htm,2014年12月15日访问。

[32] 参见宋丽萍:“取消证券民事诉讼的行政前置程序”,载经济网,<http://www.ceweekly.cn/2014/0312/77161.shtml>,2014年12月15日访问。