

# 保荐责任划分与界定探讨

广发证券总裁 林治海

保荐制度的产生,只有十几年的历史。我国保荐制度自2004年实施以来,也只有短短数年时间,却在很大程度上规范了证券发行行为,提高了上市公司质量和证券经营机构执业水平,保护了投资者的合法权益,促进了证券市场的健康发展。然而,保荐制度在我国的实践并非一帆风顺。

我国目前保荐制度主要借鉴香港2005年修订前的创业板保荐制度,并结合大陆证券市场特点制定。与香港地区不同,我国大陆不仅将保荐制度适用范围从首次公开发行股票(IPO)扩大到上市公司再融资,还将保荐人划分成保荐机构与保荐代表人,要求保荐机构和保荐代表人共同对保荐工作承担责任,实行双重保荐制度,强化保荐人责任。虽然《保荐管理办法》和《证券法》对保荐人的责任范围、责任划分、责任追究等作出了相应规定,但就目前来看,我国保荐制度尚存在责任定位不科学、责任界定不明确以及法律责任设置不合理等问题。

保荐人责任是保荐制度的核心,直接关系到保荐制度实际效能的发挥。实施保荐制度,不是要由保荐人来大包大揽,对证券市场所有违规行为承担责任,而是应当分清哪些责任由保荐人承担,哪些责任由中介机构承担。厘清保荐人与发行人、与其他中介机构,保荐人与保荐代表人的责任边界,有利于证券市场的有序运行。正确界定保荐人责任问题,有助于保荐人在实际工作中严格履行应尽的义务和职责。

## 科学定位保荐人责任范围

建议可以借鉴香港地区保荐制度的改革经验,把持续督导的责任从保荐人职能中分离出去,交由其他机构负责,即原来担任保荐人的机构不得再履行发行上市公司的持续督导责任。至于独立财务顾问的角色,根据目前保荐制度的实践来看,其职责很大程度上应当由具有证券期货从业资格的会计师事务所和律师事务所来承担,同时保荐人可以发表独立性意见。

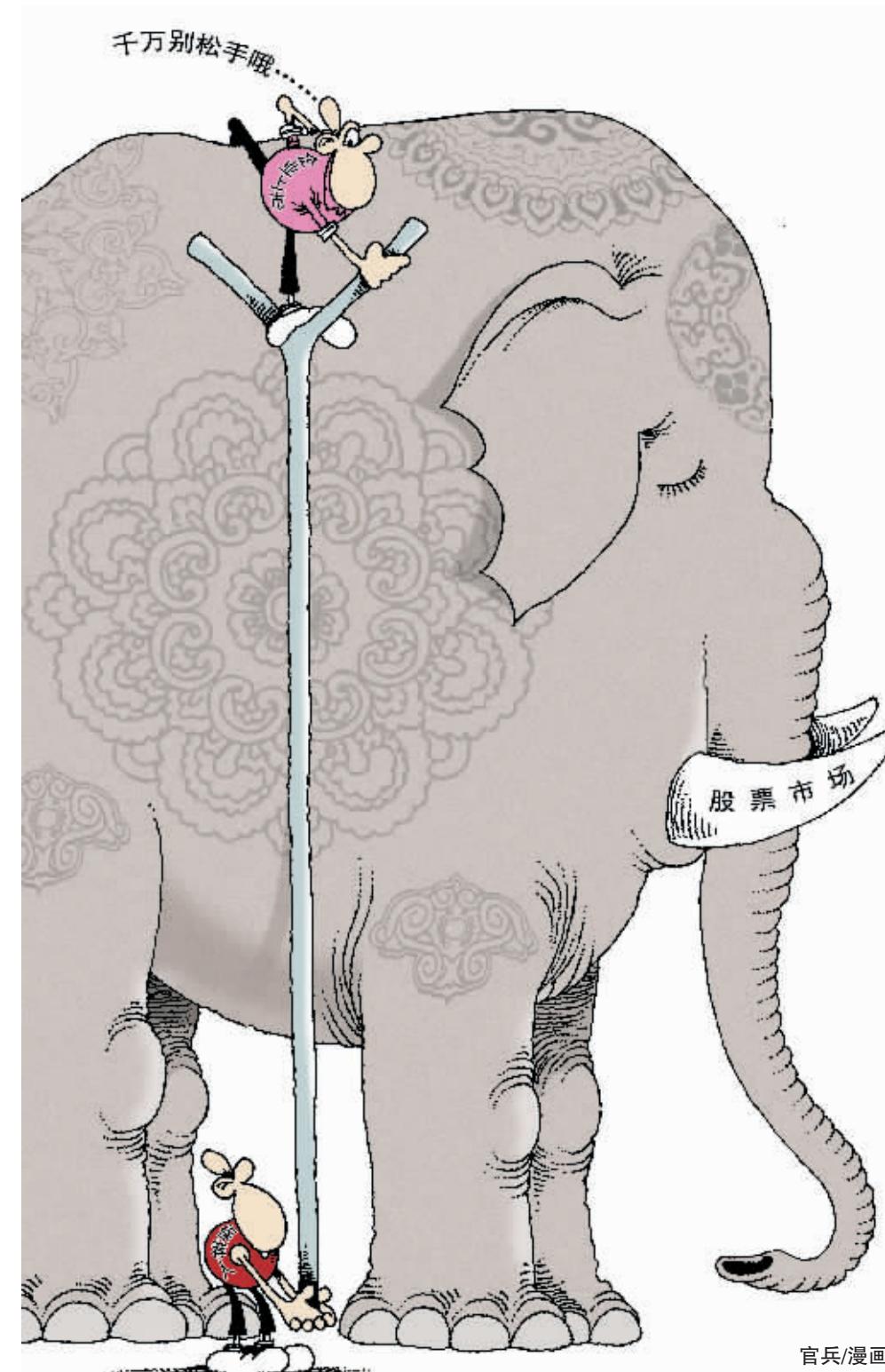
从阶段上看,我们可以将保荐人职责划分为尽职推荐阶段的职责和持续督导阶段的职责。就尽职推荐阶段来看,中国大陆、香港和英国的规定大同小异,但是英国伦敦证券交易所的上市规则中并没有规定保荐人须对发行人上市材料的真实性、准确性和完整性负连带责任。因为,英国的金融法规体系相对比较完善,保荐人审核上市材料的目的是为了减轻发审压力,当发行人材料出现虚假的情况下,责任追究是通过相关法规来进行的。从持续督导阶段的职责来看,香港在2005年对保荐制度作了修订,清晰地界定了保荐人、合规顾问和独立财务顾问在证券市场上的角色与责任:保荐人承担对新申请人上市前的推荐和辅导责任,合规顾问承担发行人上市后的持续协助和督导责任,独立财务顾问可以是申请阶段的保荐人,也可以是上市后另行委聘的合格专业机构。这种角色的分解融合了美国的财务顾问制度、马来西亚的“接力”保荐人制度和英国“终身”保荐人制度的特点。

由此我们可以看出,与香港地区及英国保荐人的职能相比,我国保荐人不仅要充当保荐人的角色,还负有持续督导的责任,实际上也充当了独立财务顾问和合规顾问的角色。保荐人所从事的保荐工作本来就繁重,若还须将有限资源分配到后期督导的工作上,会影响保荐人在证券发行和承销阶段的专业努力。因此建议可以借鉴香港地区保荐制度的改革经验,把持续督导的责任从保荐人职能中分离出去,交由其他机构负责,即原来担任保荐人的机构不得再履行发行上市公司的持续督导责任。至于独立财务顾问的角色,根据目前保荐制度的实践来看,其职责很大程度上应当由具有证券期货从业资格的会计师事务所和律师事务所来承担,同时保荐人可以发表独立性意见。保荐人承担对新申请人上市前的辅导责任,合规顾问承担发行人上市后的持续协助和督导责任,独立财务顾问则承担发行人重大交易或安排的审查责任。由此,不仅强化了保荐人在证券发行和证券承销阶段的专业工作努力,更能够通过合规顾问和独立财务顾问与保荐人的协作,形成中介机构对发行人的监管合力,从而有利于中介机构的发展,提高上市公司的质量,避免出现发行人对保荐人过分依赖的局面。

## 进一步明确和细化保荐人责任

### (一) 保荐机构与保荐代表人的责任

保荐机构与保荐代表人是保荐制度的两个



核心主体,保荐机构必须依靠保荐代表人开展具体的保荐工作,而保荐代表人必须依附于保荐机构才有资格从事保荐工作。虽然《证券法》和《保荐管理办法》均对保荐人的违法行为作出了规定,但是仍存在责任承担主体、承担比例不清等问题。要厘清保荐机构与保荐代表人的责任,我们认为应当区分保荐代表人的个人行为和保荐机构的行为。首先,无论是行政责任、刑事责任还是民事责任,保荐机构作为公司法人均应该承担首要责任。如保荐人违规操作,监管机构应追究的是保荐机构的法律责任而非保荐代表人的个人责任,尤其是关系到投资者利益的民事责任。因为经济赔偿责任只有保荐机构才有足够的能力承担。而保荐代表人的责任可交由保荐机构进行内部追究。其次,如果仅是保荐代表人有个人违规行为,而保荐机构已经履行了勤勉尽责、审慎审查的义务,即可一定程度上减轻保荐机构的责任。若违法行为造成的结果较轻,则可减免保荐机构的责任。

要厘清保荐机构与保荐代表人的责任,我们认为应当区分保荐代表人的个人行为和保荐机构的行为。首先,无论是行政责任、刑事责任还是民事责任,保荐机构作为公司法人均应该承担首要责任。如保荐人违规操作,监管机构应追究的是保荐机构的法律责任而非保荐代表人的个人责任,尤其是关系到投资者利益的民事责任。

### (二) 保荐人与发行人的责任

保障发行人所公开披露的信息真实性、及时性和完整性是保荐人职责的主要内容。保荐人承担保荐职责,必须具备相当的专业能力和审慎的执业态度,勤勉尽责,按照规定的执业准则完成操作,保证工作质量。保荐人一旦出现执业错误,就应承担相应责任,接受处罚。要分清券商与发行人之间的责任,首先需要明确以下两层意思:一是如果发行人刻意隐瞒事实甚至弄虚作假,而券商切实进行了尽职调查,并做到了勤勉尽责,对重大问题进行了提示和说明,券商应该可以免责;二是要分清券商作为资本运作专家与顾问所应承担的责任与

◎保荐人责任是保荐制度的核心,直接关系到保荐制度实际效能的发挥。实施保荐制度,不是要由保荐人来大包大揽,对证券市场所有违规行为承担责任,而是应当分清哪些责任由保荐人承担,哪些责任由中介机构承担。厘清保荐人与发行人、与其他中介机构,保荐人与保荐代表人的责任边界,有利于证券市场的有序运行。正确界定保荐人责任问题,有助于保荐人在实际工作中严格履行应尽的义务和职责。

◎保荐制度改革的一些措施正在有序推进。如2012年3月16日,证监会发布实施《关于进一步加强保荐业务监管有关问题的意见》,要求保荐机构建立对保荐代表人和项目组成员的问责制度;4月28日,证监会出台《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》,突出加大了对发行人及证券中介机构的市场化约束,同时加重了依法治市的力度。市场上愈来愈多中小企上市,跟以往较多大型企业上市的情况不同,监管法规必须与时俱进。

关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》中鼓励由律师撰写招股书,此举主要目的就是促使产业链上各个角色归位。保荐人应当站在中立的位置上替中小股民把好关,把真正好的企业保荐给证监会。而招股书的撰写由更擅长语言严谨性和逻辑严密性的律师完成,保荐人就可以将更多的精力放在资源整合和审核工作上。

总之,作为证券市场中介机构的一员,保荐人不应成为所有责任的连带承担主体。保荐制度的实施,还要依靠其他市场中介机构和上市公司诚信意识的提高,加强对各个中介机构的资格管理,使各个市场参与主体都本着“各司其职、各负其责、各尽所能、各担风险”的基本原则,共同促进证券发行市场的规范运作。

## 合理确定保荐人法律责任

### (一) 实行责罚相当原则

根据法律法规的规定,目前对保荐人的法律责任存在责任过严、处罚面过宽、责罚不当的情况。当事人应当为自己的行为承担法律责任,接受相应的处罚,但必须有所控制。责罚不当将导致保荐人承担过多过重的责任,损害保荐人的合法利益,影响保荐工作的顺利进行。我们应当充分调研,完善保荐人法律责任规定,明确定保人的法律责任及相应法律后果,实行责罚相当原则,对保荐人责任的追究既不能过严也不能过轻,注意把握适当的度,综合考察保荐人的行为与后果来确定责任的承担。

### (二) 完善保荐制度法律责任体系

目前“冷淡对待”是保荐责任承担的主要方式,即相关监管部门在一定时间内不受理保荐人或相关保荐代表人具体负责的项目,或将其从注册名单上去除。但“冷淡对待”在责任性质上属于行政责任,发行人的违规成本不足以确保保荐制度的正常进行。保荐人从事保荐工作的主要目的是从保荐行为中获取经济利益,对这种逐利的行为建立民事赔偿责任无疑是一种有效的约束机制。当保荐人失职、发行人文件不真实、不完整、不准确,此时投资者才是真正的受害人。投资者受到的侵害如果不能得到补偿,就会挫伤投资的热情,那么保荐制度设立的初衷就不能实现。《保荐暂行办法》与《保荐管理办法》均未对保荐人的民事责任作出明确规定,导致追究保荐人的民事赔偿责任在实践中缺乏可操作性。

因此,建议可分别从民事和刑事责任上完善保荐制度法律责任体系,强调保荐机构的法律责任,例如:(1)引入经济处罚方式。鉴于保荐代表人个人经济实力有限,让其弥补证券市场的所有损失不够现实。因此经济处罚措施可以限于没收其从保荐工作中获得的经济利益;

(2)在保荐代表人违法行为过于严重、给证券市场造成重大影响和损失的时候,可以考虑剥夺保荐代表人的市场准入资格,使其终身不得从事与证券相关的任何工作等更为严厉的处罚。法律责任体系的健全,一则可以对保荐人在工作中形成约束,即预知自己如不积极履行职责而给投资者造成经济损失的,将承担经济赔偿责任及刑事处罚;二则可以满足投资者对安全

感的需要。

### (三) 完善保荐人监管制度

完善保荐人监管制度,我们建议延长保荐人任期,实行保荐人任期终身制。在调整保荐人结构组成、明确保荐人角色功能定位的前提和基础上,延长保荐人任期。对于履行监督、审核职责的保荐机构,建议采取英国的立法模式,将证券上市保荐人的保荐期限与证券上市交易期锁定,要求保荐人承担“终身”的保荐责任,使上市公司在整个持续上市期间处于保荐人的监督、审核和辅导之下,这样可以保证保荐人对上市公司形成持续的监督机制,促使上市公司严格履行信息披露义务,完善公司治理结构,防范上市公司违法犯规行为的发生,提高上市公司质量,从而达到保护投资者的目的。另外,实行保荐人任期终身制能真正落实保荐人的保荐责任,能有效促使保荐人认真履行自己的职责。

“希望保荐制度改革能够尽快全面启动,进一步明确保荐责任,把好企业进入资本市场的第一道关口”,进而提高上市公司质量,恢复和增强普通投资者的信心,进一步发挥证券市场优化资源配置的功能。”

综上,随着证监会新一届领导班子的上任,我们欣喜地看到了证券监管机构对保荐制度改革的重视。一些措施正在有序推进:2012年3月16日,证监会发布实施《关于进一步加强保荐业务监管有关问题的意见》,要求保荐机构建立对保荐代表人和项目组成员的问责制度。与之前保荐代表人担负绝大部分责任相比,这次保荐监管新规把责任范围扩大到所有项目工作人员,并增强了保荐机构的责任;2012年4月28日,证监会出台《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》,突出加大了对发行人及证券中介机构的市场化约束,同时加重了依法治市的力度。《指导意见》中提出了新股发行的审核重点将从盈利能力判断到强化信息披露,推进以信息披露为中心的发行制度建设,逐步淡化监管机构对拟上市公司盈利能力的判断,改进发行条件和信息披露要求,落实发行人、各中介机构独立的主体责任等。不过,《指导意见》只是提出了相关的建议,在具体操作的细节上并未给出明确规定。

市场上愈来愈多中小企业上市,跟以往较多大型企业上市的情况不同,监管法规必须与时俱进。希望保荐制度改革能够尽快全面启动,进一步明确保荐责任,把好企业进入资本市场的第一道“关口”,进而提高上市公司质量,恢复和增强普通投资者的信心,进一步发挥证券市场优化资源配置的功能。我们期待着保荐制度给我国证券市场带来新的发展!



2011年7月证监会保荐信用监管系统上线,方便市场各参与方了解保荐机构及保荐代表人包括污点在内的各类信息,有利于发挥社会监督功能。

IC/供图