

“未勤勉尽责”离“民事赔偿”有多远？

——新监管态势下保荐及财务顾问业务的民事责任风险及应对建议

在证券发行由核准制转向注册制、重组政策进一步松绑的背景下，监管部门为了压实证券公司在保荐及财务顾问业务中的“看门人”责任，更加重视民事责任追究对于促进资本市场健康发展的作用，预计未来证券公司等中介机构承担民事赔偿责任将进一步常态化；与此同时，中国证券监督管理委员会（下称“证监会”）的行政处罚认定在民事诉讼中仍将继续起到重要作用。因此，通过提升执业质量，避免证监会的行政处罚或者减轻证监会在行政处罚中的违规责任认定，是防控民事赔偿风险的重要途径。

本文旨在通过分析证券公司的保荐及财务顾问业务在新监管态势下所面临的民事责任风险以及行政处罚在其中起到的重要作用，结合证监会自2016年以来对证券公司保荐及财务顾问业务所作出的行政处罚案例，供相关中介机构在执业过程中“举轻以明重”地防范风险。

一、保荐及财务顾问业务涉及的证券虚假陈述民事责任风险增大

（一）最高院确立了“通过民事责任追究震慑证券虚假陈述”的司法倾向

在以往，法院判决证券公司承担证券虚假陈述民事连带赔偿责任的案例并不多见，但在2019年以来有增加趋势。

2019年11月，最高人民法院在《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民纪要》”）中提出“通过民事责任追究震慑证券虚假陈述”的司法倾向，并采取了诸多提升证券虚假陈述诉讼效

率的举措。市场普遍认为，这是与注册制相配套的责任追究机制之一。

（二）对投资者保护力度显著增强

《九民纪要》规定了诸多提高诉讼效率的措施，在今后的证券虚假陈述诉讼中，立案登记、案件审理将呈现批量化和集中化的特点，投资者通过诉讼维权的效率将显著提升。

与此同时，新《证券法》及《九民纪要》规定在证券虚假陈述民事诉讼中推行代表人诉讼制度，以及保护力度更大的所谓“中国版”集团诉讼制度，这些举措扩大了投资者的保护范围，增强了投资者的诉讼能力，证券公司未来面对投资者索赔的应诉难度和可能赔付金额将大幅增加。

二、证监会的行政处罚仍是证券虚假陈述民事诉讼中的重要依据

除了民事赔偿责任的风险显著提升，就目前而言，证券公司承担的民事责任从实体和程序角度很大程度上还受到证监会行政处罚的影响。

（一）行政处罚仍然是案件进入实体审理的前置标准

根据《最高人民法院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》（法明传〔2001〕43号）和《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》（法释〔2003〕2号），投资者以自己受到虚假陈述侵害为由提起民事诉讼时，应以行政处罚决定或刑事

裁判文书为前置条件，该规定目前仍为大多数法院所遵循。

2019年12月，最高人民法院起草了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要（征求意见稿）》，拟取消债券领域的行政处罚、刑事判决的前置规定，其中规定“欺诈发行、虚假陈述行为人以债券持有人、债券投资者主张的欺诈发行、虚假陈述行为未经有关机关行政处罚或者生效刑事裁判文书认定为由请求不予受理或者驳回起诉的，人民法院不予支持。”

我们认为，由于证监会的行政处罚是证券虚假陈述行为重大性认定的重要依据，未来实践中是否会对涉及股票、债券的所有证券虚假陈述案件都取消行政处罚前置程序，仍有待观察。

（二）证监会行政处罚是后续民事审判的重要依据

在侵权行为的重大性认定上，最高人民法院在其于2015年12月颁布生效的《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中明确，证券虚假陈述侵权行为应当具备重大性。同时，《九民纪要》肯定了被证监会行政处罚的证券虚假陈述行为的重大性，在民事实体审判中，法院应当承认证监会在行政处罚中的认定。

在中介机构承担连带责任案件的审理中，法院一般会将证监会的《行政处罚决定书》作为侵权行为事实认定的重要依据。例如，在某证券虚假陈述案件中，法院认定“《行政处罚决定书》认定会计师事务所存在未对销售与收款业务中已关注到的异常事项执行必要的审计程序等多项违法事实，违反《证券法》……规定。据此，会计师事务所作为证券服务机构与上市公司承担连带赔偿责任的事实基础已经存在……”

此外，根据《侵权责任法》的相关规定，连带责任人根据各自责任大小确定相应的赔偿数额。在已有的相关案例中，存在法院判决不同中介机构（如证券公司、会计师事务所等）按照不同的比例分摊连带责任的情形。可以合理预计，未来法院在确定连带责任的分摊比例时，应当综合考虑《行政处罚决定书》认定的各方具体违规行为与损害结果间的因果关系。

三、证监会对未“勤勉尽责”的具体认定

由于证监会的行政处罚对于之后的民事赔偿责任具有重大影响，因此设法避免和减轻行政处罚中的违规认定，有助于证券公司在后续民事赔偿责任归责中占据主动。

从《行政处罚决定书》看，证监会认定保荐机构和财务顾问是否“勤勉尽责”的主要依据是《证券法》、《保荐人尽职调查工作准则》、《证券发行上市保荐业务管理办法》、《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》等法律法规，然而与实际项目中面临的复杂情况相比，这些规定原则性更为突出，但缺乏明确的可操作性。以下我们以具体核查程序为线索，梳理及分析2016年以来证监会在保荐及财务顾问业务相关的《行政处罚决定书》中作出的违规认定，供相关机构在项目执行过程中参考，防患于未然。

（一）资金核查

（1）处罚事由

从处罚案例看，证监会在资金核查方面认定的“未勤勉尽责”主要集中在未关注大额资金变动、未关注资金变动的交易背景和未关注资金变动对应的内控措施和会计处理。

（2）违规案例

① 未关注资金流异常

在某处罚案例中，为解决应收账款期末余额过大的问题，拟上市公司采用外部借款、使用自有资金或伪造银行单据的方式虚构应收账款的收回，在会计期末冲减应收款项，虚增经营活动产生的现金流；在下一会计期初将资金返还，并恢复冲减的应收款项。

证监会认定，证券公司未审慎核查该拟上市公司是否存在期末收到销售款项在期后不正常流出、大额货币资金的流出和流入等情形，导致出具的相关文件存在虚假记载。

② 未形成工作底稿

在某处罚案例中，上市公司的全资子公司通过与其他公司进行无真实交易背景的资金往来，间接地将资金转移至其关联方。

证监会认定，证券公司未对该公司及下属企业的资金往来及大额资金变化进行必要的关注，也未形成银行流水及现金收支工作底稿，导致未发现无真实交易背景的资金往来及资金被关联方占用的事实。

③ 会计处理及内控措施

在某处罚案例中，拟上市公司存在对外借款未经股东大会或董事会同意的违规情形，部分违规借款存在转账后不入账或不规范入账（例如收回借款时，该公司会计记账借贷科目均为“银行存款”），以及经供应商转账（未发生实际采购）的情形。

证监会认定，证券公司未保持应有的职业谨慎，未对大额资金往来中的异常情形予以关注，未严格按照程序对大额资金往来进行核查，从而未能发现该公司未有效执行资金内控制度，导致其出具的相关文件中关于“内部控制制度健全且被有效执行”的结论性意见存在虚假陈述。

（二）关联方识别

（1）处罚事由

根据相关处罚案例，处罚事由主要包括未对疑似关联方的股权结构、名称重合、实际经营情况进行审慎核查。相对而言，前两项核查事项在尽调中较容易实现，第三项存在一定难度，这对尽调工作提出了更高的要求。

（2）违规案例

① 未对股东穿透核查

在某处罚案例中，拟上市公司时任董事、总经理欧某持有 A 公司 90% 的股权，A 公司持有 B 公司 80% 的股权，B 公司持有 C 公司 50% 的股权，C 公司持有 D 公司 100% 的股权，前述公司均属于该拟上市公司的关联方。

证监会认定，证券公司在核查中取得了 C 公司的登记信息查询结果，但并无 C 公司的股东信息，

未对 C 公司股东信息采取进一步的措施予以核查，导致未能识别关联方。

② 未关注名称重合

在前述案例中，证券公司工作底稿中收集的 D 公司登记基本情况显示，D 公司名称曾与该拟上市公司名称重合。

证监会认定，证券公司未对此异常联系予以充分关注，导致未能识别关联方。

③ 未从“实质重于形式”角度识别关联方

在前述案例中，E 公司是该拟上市公司美国子公司的客户，E 公司对外销售的装箱单上联系地址、联系方式、与美国子公司的联系地址、联系方式相同，装箱单的制作人与美国子公司仓库的装箱单制作人相同，均为美国子公司员工。此外，报告期内该拟上市公司时任副总经理王某曾持有 E 公司股份。根据“实质重于形式”原则，证监会将 E 公司认定为拟上市公司的关联方。

证监会认定，证券公司未能发现 E 公司注册信息中预留的联系方式与王某及员工预留的联系地址相同，从而未采取进一步的措施予以核实；其工作底稿中未收集 E 公司的注册信息，也未收集其他可以反映 E 公司股东情况的信息，未能发现拟上市公司时任副总经理王某在报告期内曾持有 E 公司股份。据此认定证券公司未对 E 公司进行全面充分核查，导致未能发现 E 公司与拟上市公司的关联关系。

（三）合同审核

（1）处罚事由

根据处罚案例，处罚事由主要包括未能取得关键合同，以及未对合同材料中反应的明显异常进行充分关注。

（2）违规案例

① 遗漏关键合同

在某处罚案例中，上市公司称巴基斯坦 F 公司于 2014 年从巴基斯坦某公共机构承包了某项目，并将该项目中 13 个地铁公交站站房的建设工程再次分包给 G 公司，G 公司在承接该工程后，将工程

发包给上市公司。后经核实，上市公司并未承接项目，相关事实为虚构。

证监会认定，虽然证券公司在持续督导及后续监管机构组织的专项核查中，获取了《工程建设工程施工合同》、直接从上市公司取得 F 公司《确认函》、收集了其他一系列尽调材料和执行了访谈程序，但项目一级承包商巴基斯坦 F 公司是核查的关键对象，证券公司并未调取该项目的中标文件、G 公司的中标文件、总包方巴基斯坦 F 公司将工程分包给 G 公司的分包合同等关键材料。证监会认定，证券公司获取的核查资料不足以支持核查结论。

② 未关注明显疑点

在某处罚案例中，平台服务费是重组标的公司（下称“**标的公司 A**”）的重要来源，标的公司 A 通过虚构业务、改变业务性质等多种方式虚增服务费收入。

证监会认定，证券公司在业务收入核查过程中收集的业务资料反映出较多异常，但其未予以充分关注，导致未能发现标的公司 A 虚构收入，与合同相关的包括：部分合同存在要素不完整、逻辑错误、用印和签字不一致等诸多瑕疵；部分供应商收入统计表显示，同一控制下的两家企业之间的业务由标的公司 A 撮合并据此确认服务费收入；部分供应商收入统计表显示的平台客户系采购业务为招投标方式的党政机关或国有企事业单位，标的公司 A 却为双方提供撮合服务并据此确认服务费收入。

(四) 走访程序

(1) 处罚事由

走访是识别项目风险的重要手段，但在实践中走访质量较容易受各种因素影响。从处罚案例看，证监会认定走访程序中存在的瑕疵主要包括走访范围不充分、访谈对象不适当、访谈内容流于形式、走访缺乏独立性、以及访谈记录制作不规范。

(2) 违规案例

① 走访范围不充分

在某处罚案例中，报告期内（2012-2014 年）拟上市公司前十大客户大部分为境外客户，证券公司仅在 2011 年 11 月至 12 月期间现场走访了 8 家

境外客户，这 8 家客户销售额合计占 2012 年—2014 年外销收入比重为 28.12%、22.47%、及 22.32%，在报告期内证券公司未走访任何境外客户。证监会认定，证券公司对境外客户走访不充分。

在某处罚案例中，上市公司非公开发行的目标资产之一为 H 公司的 100% 股权。非公开发行前，H 公司从 I 公司获取某采矿权，但青海省资源整合政策可能导致 H 公司持有的采矿权存在风险。在股权收购完成后，采矿权被转回 I 公司。

证监会认定，证券公司未对 H 公司采矿权获取过程中涉及的主要交易对手方 I 公司、相关政府部门青海省国资委、以及行业主管部门青海省国土资源厅的相关人员进行访谈，未充分了解交易背景和青海省煤炭资源整合政策对采矿权的权属构成的重大影响，亦未据此形成访谈记录在工作底稿中归档，应当属于未勤勉尽责。

② 走访流于形式

在某处罚案例中，在实地走访过程中，证券公司走访人员完全按照统一的访谈提纲访问和记录，未根据走访企业与尽调对象之间业务合作特点有针对性的索取业务资料或制定访谈提纲；较多访谈对象为供应商的财务人员，只能根据财务入账数据核对往来账目，并未参与和了解双方的业务合作模式。

证监会认定，证券公司走访过程流于形式，访谈对象身份不适当，在尽职调查中未保持应有的职业谨慎。

③ 走访缺乏独立性

在某处罚案例中，证券公司拟定的走访计划内，相当部分供应商和客户因尽调对象无法安排而被变更，计划内走访比例不高。证监会认定，该情形导致证券公司对尽调对象的供应商和客户的实地走访核查程序完全受制于尽调对象的安排，独立性丧失。

④ 访谈记录不规范

在某处罚案例中，在 IPO 报告期之前的境外客户走访中，证券公司相关人员未取得境外客户对访谈记录的确认签字，并在回国后制作与境外客户的

访谈记录，记录里的销售数量和金额是回国后根据财务资料补充的。证监会认定，访谈记录的制作程序存在明显瑕疵，访谈记录的法律效力待定。

(五) 函证程序

(1) 处罚事由

函证程序在实践中被保荐机构、财务顾问、会计师、律师广泛应用于尽调过程中，函证的独立性和回函结果的准确性直接决定了相关机构函证程序的执行效果。从处罚案例看，证监会的处罚事由主要包括函证执行程序不独立及未跟进回函异常。

(2) 违规案例

① 函证程序不独立

在某处罚案例中，尽调对象安排自身员工参与填写询证函快递单并寄出，发函工作自始至终均有尽调对象员工参与；部分资金询证函由尽调对象代为送达和取回。

证监会认定，证券公司未按照业务规则对函证实施过程进行控制，导致函证过程缺乏独立性。

② 未跟进回函异常

在某处罚案例中，证券公司于 2016 年初向银行发函询证尽调对象截至 2015 年底的存款情况及是否存在抵押、质押情形，但截至重组交易报告书和独立财务顾问报告出具日，银行一直未回函，证券公司也未采取现场走访银行等进一步核查措施，导致未能发现尽调对象虚增 3 亿元银行存款及未披露 3 亿元定期存单质押的违法事实。证监会认定，证券公司在尽职调查过程中未勤勉尽责。

值得注意的是，在该案中，虽然证券公司采取了核对企业信用报告、查看回款记录、访谈尽调对象高管、取得尽调对象书面确认等替代性核查手段证明 3 亿银行存款的真实性，但由于未实地走访银行查清银行未回复函证的缘由，证监会仍认定证券公司未获取足够证据支持其结论。

(六) 依赖其他中介机构的工作但未审慎核查

(1) 处罚事由

《保荐人尽职调查工作准则》规定了保荐机构对其他中介机构出具的意见应当审慎核查，但在实

践中中介机构各有分工，保荐机构不可能大范围重复其他中介机构的工作，因此实践中对于审慎核查的程度较难把握。

从处罚案例看，证监会在该事项上的处罚事由，大多属于其他中介机构的工作存在较为明显的瑕疵，但保荐机构或财务顾问在利用其他中介机构的工作成果时并未审慎核查，导致未能发现风险。

(2) 违规案例

① 依赖其他中介机构执行的核查程序，但未审慎核查

在某处罚案例中，由于担心巴基斯坦存在战乱等安全问题，证券公司核查人员并未前往项目所在地核查该项目，而是委托其他中介机构人员前往，但该被委托人并未真实前往，而是将伪造的现场照片提供给证券公司等中介机构。该被委托人提供的现场照片与其他材料中反应的项目进展情况存在明显出入，但证券公司并未审慎核实现场照片的真实性，而是直接使用该虚假施工现场照片作为核查工作底稿。证监会认定，证券公司未对该被委托人提供的核查结果进行必要的核实，导致未发现项目风险。

在某处罚案例中，某拟上市公司在 2012、2013、2014 年共亏空存货数量 3,254.13 吨，金额 7,631.24 万元，且在 2012 年至 2014 年存放在天津代工厂的存货未被纳入盘点范围。证监会认定，证券公司并未根据《保荐人尽职调查工作准则》实地抽盘大额存货，而是引用了会计师的存货盘点文件，但又未对会计师存货盘点工作进行审慎核查和独立判断，导致未能发现账实不符、虚增存货。

② 依赖其他中介机构的结论性意见，但未审慎核查

在某处罚案例中，上市公司 2013 年末和 2014 年末应收票据快速增加，并于期后迅速减少，证券公司并未对该异常情况进行必要关注，且其出具的相关文件中关于不存在关联方资金占用的表述主要依据了审计结论，但并未就审计专业意见进行必要的审慎核查。

证监会认定，证券公司在利用审计专业意见等方面未勤勉尽责，导致未能发现上市公司关联方非

经营性占用资金和采用无效票据入账掩盖资金占用的事实。

(七) 误导性陈述

(1) 处罚事由

从处罚案例看，该事项的处罚事由主要是财务顾问在其出具的文件中作出与事实情况不符的陈述。

(2) 违规案例

在某处罚案例中，证券公司于 2015 年 2 月通过现场走访得知甲项目、乙项目并未施工，且在后续并未采取有效措施获取项目真实进展的证据的情况下，在其出具的相关文件中将甲项目、乙项目描述为“正常施工中”、“工程进展良好”。证监会认定，相关描述与事实不符，属于误导性陈述。

此外，证券公司于 2015 年 7 月取得的数据显示，甲项目、乙项目上半年的实际收入数据仅为其 2015 年 5 月出具的《独立财务顾问报告》中全年预测收入的 2.12%、1.08%，与预测数据存在重大差异，但其在后续出具的相关文件中，仍继续沿用《独立财务顾问报告》中的预测数据，导致甲项目、乙项目 2015 年度的实际收入与预测收入存在重大差异。证监会认定，证券公司忽视了项目进展的不确定性，未对获取的财务数据保持应有的职业谨慎，相关行为构成误导性陈述。

四、我们的观察与建议

自 2014 年 IPO 重启以来，投资银行业务快速发展，行业内一定程度存在“重规模、轻风险”、“重前端承做、轻后期督导”等现象，在相当一部分处罚案例中，证监会认定证券公司在执业过程中存在较为明显的瑕疵。

从当前的司法倾向看，证券公司在保荐及财务顾问业务中因“未勤勉尽责”而引致民事追责的风险越来越高，民事赔偿责任可能是投资银行业务未来面临的最主要风险，而这与境外资本市场的整体趋势是一致的。在这样的背景下，提升投资银行业务的执业质量显得更加重要，我们建议，可以分别从内部和外部机制建设两个方面予以加强：

第一， 完善内部管控机制。

证监会发布并于 2018 年 7 月生效的《证券公司投资银行类业务内部控制指引》对投资银行类业务的内部控制作出明确规范，其中强调了投资银行类业务内部控制应当遵循健全、统一、合理、制衡、独立的原则，建立以项目组和业务部门、质量控制、内核和合规风控为主的“三道防线”基本架构。证券公司无论从合规遵循，还是从实质把控项目风险的角度，都应当严格遵循前述指引。实践中，证券公司投行业务部门在公司内部通常处于较为强势的地位，因此第二道防线、第三道防线如能保持较强的独立性和专业性，将有利于发挥其制衡和风险控制作用。

第二， 引入外部中介力量。

证监会在早期曾要求由主承销商聘请律师承担招股说明书的验证工作。证监会在 1998 年发布的《关于发布公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第八号〈验证笔录的内容与格式（试行）〉的通知》中，要求合理划分发行人律师与主承销商律师的职责，主承销商聘请律师从事招股说明书的验证工作，凡企业公开发行、上市，必须报送由主承销商律师出具的验证笔录，费用由主承销商支付。此后，证监会在 2012 年发布的《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》中也明确，提倡和鼓励具备条件的律师事务所撰写招股说明书。

可以预见到，未来《招股说明书》、《独立财务顾问报告书》、《详式权益变动报告书之财务顾问核查意见》等证券公司需承担责任的公开披露文件将不仅主要由交易所、证监会监管和审核，也将更多地面对投资者的检验，其撰写的规范性、客观性将与其承担民事责任的大小挂钩，相关文件的撰写及验证过程需要从合规层面有更审慎的把握。因此，参考境外资本市场的实践，推广保荐人、主承销商律师制度，能够在项目风险把控上引入外部制衡，提升公开披露文件质量，有效控制虚假陈述导致的法律责任风险。

此外，在证券公司应对证监会虚假陈述行政调查阶段，通过聘请律师进行有效抗辩，争取避免或减轻证监会对证券公司在违规责任上的认定，亦能够有效减轻证券公司在后续民事赔偿中的责任。

董剑萍 合伙人 电话：86 21 2208 6297 邮箱地址：dongjp@junhe.com
吴 曼 合伙人 电话：86 755 2587 0866 邮箱地址：wum@junhe.com
刘迎旭 律 师 电话：86 21 2283 8297 邮箱地址：liuyx@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com” 或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

