

证券发行保荐人的合理信赖及免责抗辩

汤欣 张鑫渝

(清华大学法学院, 北京 100084)

摘要: 保荐人在证券发行尽职推荐工作中应有权合理信赖证券服务机构出具的专业意见并在民事诉讼中主张免责, 但这一抗辩在我国较早期的证券司法和监管环境下难以落地。成熟市场已广泛承认保荐人(承销商)的合理信赖抗辩, 近期则有强化信赖前置义务的趋势。保荐人应主动评估专业意见中的关键事项, 以自有信息比对复核, 审核专家资质、专业意见的前提假设、分析方法和程序合规性, 发现其中有无“重大异常”, 但该复核义务应严格限制在确有必要的情况下。我国司法机关和证券监管机构近来已逐步承认保荐人的合理信赖抗辩, 值得肯定。今后的司法和执法实践宜坚持个案分析的方法, 避免“后见之明”, 适度放宽保荐人合理信赖抗辩的空间。

关键词: 保荐人责任; 证券虚假陈述; 合理信赖; 免责抗辩; 勤勉尽责

Abstract: Securities sponsors should be entitled to reasonably rely on professional opinions provided by securities service institutions and exercise defense of exemptions in civil litigation. However, this defense was difficult to exercise in China's earlier securities judicial and regulatory environment. In mature capital markets, the defense of reasonable reliance of sponsors (underwriters) has been widely recognized. There is a trend to strengthen pre-reliance obligations, recently. The sponsors should actively evaluate the key issues in the professional opinions, compare and review them with their own information, review the qualifications of experts, the premise of professional opinions, analysis methods, and procedural compliance, and identify any "significant anomalies" among them. However, the above reviewing obligations should be strictly limited to necessary situations. Recently, the judicial and securities regulatory authorities in China have gradually recognized the defense of reasonable reliance of sponsors, which is worthy of recognition. In future, in terms of judicial and law enforcement practices, it is advisable to adhere to the method of case analysis, avoid "hindsight", and moderately relax the regulation of the defense of reasonable reliance of sponsors.

Key words: sponsor responsibility, securities misstatement, reasonable reliance, defense of exemptions, diligent and conscientious

作者简介: 汤欣, 法学博士, 清华大学法学院教授、博士生导师, 研究方向: 公司治理、金融法、证券法。张鑫渝, 清华大学法学院硕士生, 研究方向: 公司法、证券法。

中图分类号: D922.287 **文献标识码:** A

一、问题的提出

我国证券发行保荐人制度于2003年《证券发行上市保荐制度暂行办法》首次提出, 并在2005年《证券法》中进一步确立, 继而发展至今。近二十年来, 保荐人始终在我国上市公司股票等证券的首发和增发中扮演着中介机构“牵头人”的关键角色。注册制改革背景下, 以保荐人为首的证券发行“看门人”机制更被立法者、监管者和市场各方赋予了阻遏虚假陈述的高度期待。

在中办、国办“依法从严打击证券违法活动”的总体要求下, 中国证监会出台《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》(以下简称《归位尽责指导意见》), 提出对保荐人既要“明确基本职责和执业重点, 压实投行责任”, 也要“充分发挥各中介机构专业优势, 适度减少证券公司与其他中介机构之间的重复工作”。可见, 实现保荐人归位尽责的关键在于形成一套中介机构“各司其职、各负其责、相互制约”的责任体系, 在强调保荐人法定义务和责任的同时, 为其留出

自证已勤勉尽责、不存在过错，进而减免责任的空间。其中，允许保荐人对证券服务机构出具的专业意见主张“合理信赖”便是实现其权责一致的重要途径。尤其在当下保荐人涉诉风险和个案赔偿额度均大幅提高的背景下，允许保荐人提出合理信赖抗辩更能激励其积极复核专业意见，避免保荐人从“尽职推荐”滑向“兜底保险”。

我国较早期的证券法规、行政处罚、司法判决并没有给保荐人预留合理信赖抗辩的空间。保荐人要在专业意见的基础上，对发行人信息进行“客观中立的实质验证”，但这一独立验证义务相当沉重。2020年新《证券法》实施后，虽然司法机关和证监会逐渐认识到允许保荐人提出合理信赖抗辩的必要性并通过一系列新规初步确立了该制度，但受制于中介机构“牵头人”的法律定位，保荐人这一抗辩权利的实现仍然存在一定难度，而现行信赖抗辩制度本身也有进一步完善的空间。

本文将讨论证券发行保荐人在尽职推荐工作中对证券服务机构出具的专业意见，能否形成、如何形成合理信赖，进而在民事诉讼中主张减免责任，并就国内相关制度设计进行评析。鉴于美国等成熟资本市场已经形成较为完备的合理信赖制度，本文也将适当参考其经验，为完善A股市场保荐人合理信赖制度提出建议。

二、我国保荐人合理信赖制度的演进历程与实践困境

（一）我国保荐人合理信赖制度的演进历程

1.2020年前的司法裁判与行政监管：未保留保荐人合理信赖抗辩的空间

在《证券法》未对保荐人的合理信赖抗辩做出明文规定的情况下，最高人民法院和证监会曾给保荐人设置了相当高的独立审核义务，对合理信赖抗辩持消极态度。例如，2019年最高人民法院《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》就曾要求保荐人“在证券服务机构履行特别注意义务的基础上，仍应对发行人的经营情况和风险进行客观中立的实质验证，否则不能满足免责的举证标准”。虽然该意见未对保荐人复验的详尽程度、是否要重复服务机构的全部审核流程做出解释，但“客观中立的实质验证”的表述与另起炉灶的独立尽职调查相比并无太大差异，保荐人的合理信赖抗辩似乎也无从谈起。

2020年以前，虽然司法实践中涉及保荐人且投资者胜诉的虚假陈述民事案例较少，少数几起保荐人赔偿也都是通过先行赔付解决，但观察同时期行政处罚，可以发现监管机构并不支持保荐人直接引用专业机构的意见以及经专业机构审核的发行人信息。

例如，万福生科案中，证监会指出“保荐书中的财务数据系直接引自经审计的财务报告，而非在获得充分证据的基础上独立判断”，实际上对保荐人信赖审计意见的主张做出了否定性评价；证监会认定保荐人未能发现律师的访谈笔录、询证函回执及经律师鉴证的合同中签名、日期、客户名称的不一致，同时对保荐人已采取的调取合同、执行穿行测试、走访供应商和客户等多种核验手段未予回应。¹欣泰电气案中，证监会指出保荐人“未对银行存款账户进行独立函证，直接引用审计工作底稿”，实际上要求保荐人不仅要审查专业意见的核查方法和基本假设，还要核验工作底稿中的具体数据和科目是否真实准确。²在振隆特产案、天能科技案中，证监会也指出保荐人无权直接引用会计师函证、存货盘点文件，必须自行发函向客户了解情况。³华泽钴镍案中，证监会指出保荐人“关于发行人无关联方资金占用的表述依据了审计结论，未进行必要的审慎核查”。⁴但该行政处罚未给出保荐人“审慎核查”的具体行为指引，仅援引监管规定和职业守则中的原则性义务来论证保荐人的抽象过错。

由此可见，证监会要求保荐人不仅要审核专业意见的合理性、完整性，更需要实质审核其真实性，尤其是重要财务科目、函证、底稿的真实性。若保荐人在工作中无其他已知信息进行比照，却仍需保证上述信息的真实性，就只能自行或聘请第三方重复审计工作，负担沉重。此外，由于保荐人须独立核验的会计、经营科目繁杂，包括存货、收入确认、大额资金流动、关联关系等等，在案后追责的思维模式下，总能找出保荐人的工作瑕疵，这使得保荐人主张合理信赖抗辩的空间变得相当狭窄。

2.2020年后的保荐人规范改进：逐步承认合理信赖抗辩

随着新《证券法》实施，华泽钴镍案、五洋债案等民事案件涌现后，国内保荐人（五洋债案中为承销商）的合理信赖制度开始有所改观。

司法规则方面，2022年最高人民法院出台《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以

下简称《虚假陈述司法解释》), 其中第17条第1款第3项肯定了形成合理信赖的保荐机构没有过错无需担责, 但同时强调在形成合理信赖前, 保荐人仍应进行“审慎核查”“必要调查复核”, 坚持“排除职业怀疑后的合理信赖标准”, 不过相比于第2项对无专业意见支持的内容须“审慎尽职调查”“独立判断”的义务相比, 此种标准显然更为宽松。然而, 前述两项标准在保荐人执业过程中具体有何区别, 《虚假陈述司法解释》及现有的权威说明未予阐释, 有待未来司法实践的充实。

证监会在《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》(以下简称《信披质量指导意见》)中强调, 保荐人的合理信赖工作流程已是“目前与各方达成的最大共识”。如能大胆揣测, 司法机构也应参与了该意见的形成过程, 成为“最大共识方”中的一员, 故或可预期司法机关未来在处理保荐民事责任案件时, 不仅会适用《虚假陈述司法解释》, 也会适当参考证监会的规定。

监管规则方面, 历经证监会2020年《证券发行上市保荐业务管理办法》第22条、2021年《归位尽责指导意见》第7条、2022年《信披质量指导意见》第3章第3条等规则的发展, 合理信赖已被明确纳入行政处罚的免责事由, 上升为保荐人处理专业意见的一般原则。

《信披质量指导意见》明确了保荐人应完成“发现异常情形前的核查印证手段”, 意即保荐人不能仅在阅读专业意见后认为没有重大异常就决定信赖该意见, 也不能仅在发现了异常后再采取核实措施, 而是在形成合理信赖之前就应核实重要项目, 依情况选择“实地走访、补充函证、补充盘点”等核实手段。但保荐人的前述审查应限制在“有必要”的范围, 没有义务全面复核专业意见, 调取专业机构的工作底稿也并非必需流程, 这相较于此前行政处罚案例中的严格要求已有所放松。同时, 证监会也指出中介机构在部分查验事项上存在“必要的重合”, 故专业意见的存在并不能必然免除保荐人对特定事项的尽职调查义务。⁵例如, 保荐人有义务核查印证的重要事项包括“发行人财务状况和经营成果、股权结构与公司治理、重大无先例事项、不可复核的基础数据及底层资料”等, 尤其和审计师的工作范围存在相当大的重叠。⁶可见至少在财务、经营领域, 保荐人的独立审查义务和对审计师的合理信赖并非泾渭分明, 相比于法律等专业意见, 保荐人主

张信赖审计意见应更困难。

证监会及证券业协会也对保荐人形成合理信赖的具体前置行为要求做了有益探索。保荐人义务包括但不限于: (1)全面阅读专业文件; (2)评估证券服务机构人员的专业资质、经验及独立性; 评估专业意见的前提假设、核查范围、依据的核查资料、关键证据及核查程序; (3)采取必要的手段印证, 要求服务机构对重大异常做出解释; (4)就解决重大异常、形成信赖的过程制作工作底稿; (5)建立合理信赖的质控制度。⁷

作为既有规则的对照, 司法实践中虽已有判决侧面承认了律师事务所所有权信赖无保留审计意见, 但这一思路尚未应用到保荐人领域。⁸保荐人往往被判决对投资者全部损失承担连带赔偿责任, 尚未出现证券服务机构担责而保荐人免责的案例。虽然已有对保荐人责任进行区别考量的尝试, 如华泽钴镍案一审判决认识到保荐人在公司实控人恶意欺诈的情形下审查能力有限, 主观上应以一般过失甚至无过失为多数情况, 在会计专业事项上所负责任也应轻于审计师⁹, 值得肯定。但该判决仅为个例且已被二审判决更正, 二审判决仍然在直接援引行政处罚的内容后, 指出保荐人未履行执业准则构成重大过错, 应负全额连带责任, 但并未论述为何保荐人的失职行为达到了主观上“知道或应知”虚假陈述的程度。¹⁰除去此案具体案情, 该“不合规即构成重大过失”的泛化论断或忽视了保荐人尽职调查时仅存在程序性瑕疵或轻微过失, 但仍得合理信赖审计师意见的可能性。司法机关会否落实前述的合理信赖规则, 避免结果性归责的“后见之明”, 还有待今后的持续观察。

(二)我国保荐人主张合理信赖抗辩的实践困境

前述关于保荐人合理信赖抗辩制度及实践演进历程的分析, 已经部分反映了当前面临的实践难题。我国现行《证券法》的条文安排给保荐人的合理信赖抗辩带来了一定解释上的困难。《证券法》有意将“证券中介机构”划分为“保荐人、承销商”和会计师、律师、资产评估师等“证券服务机构”两类。保荐人因过错未能发现虚假陈述, 与发行人及有过错的控股股东、实际控制人、董监高等主体承担连带赔偿责任的规定位于《证券法》第85条, 未与第163条证券服务机构出具不实报告的民事责任一同规定。如果说从《证券法》第163条证券服务机构“勤勉尽责

义务”和对文件资料“核查验证义务”的文义中，尚有推断出“已勤勉尽责”和“合理信赖”抗辩的空间，但保荐人在《证券法》第85条项下却无此类文字的直接支持。

客观来看，保荐人形成对专业意见的合理信赖的确比证券服务机构更为困难。保荐人信息获取能力更强，收费更多，工作涉及上市公司的融资、财会、法律、评估等多方面，保荐意见与其他专业意见多有交叉重叠，没有类似于证券服务机构较为明确的专业工作领域来限定尽职调查范围和责任范围。相关司法案例、监管规定也曾要求保荐人对信息披露资料承担“全面核查验证”义务、“独立作出专业判断”，而非适用证券服务机构的“特别注意义务”和“普通注意义务”的二元标准。¹¹尤其对财务事项，“保荐人承担的不是一般的注意义务，而是专业注意义务，只是这种专业注意义务与会计师专业注意义务的侧重点有所不同”。¹²如果此说不疑，则保荐人应自负其责地进行审查的范围及审查审计师意见时的注意义务都应广于、高于非审计类证券服务机构，这确实压缩了保荐人合理信赖抗辩的空间。至少迄今为止，尚难观察到保荐人成功主张合理信赖减责、免责的民事判决，反观司法裁判对律所等非审计类证券服务机构的合理信赖抗辩则已经相对宽容。¹³

然而，尽管法律法规如此规定，但保荐人作为第三方中介机构的本质定性并不因此改变。虽然基于专业能力，保荐人的审查义务可能会高于发行人的独立董事，但至少不应和发行人的双控人和特定内部董事等明知公司存在虚假陈述并因此不能主张信赖的“关键少数”等量齐观。“保荐人牵头”模式下，虽然保荐人承担了更全面、更严格的信息审查义务，但其仍然是基于发行人提供的信息，参考其他中介机构意见，依靠自身专业能力来评估发行人信披质量，这与证券服务机构同大于异。因此，在承认证券服务机构有权合理信赖其他领域专家意见的同时，也应允许保荐人主张合理信赖抗辩。在专业意见和该意见对应的发行人信息存在不实记载时，应首先由发行人和相关专业机构承担民事赔偿责任，能够自证合理信赖的保荐人或无需担责；即使担责，保荐人对外所负责任至少应轻于全额连带责任，对内追偿后最终分担的责任比例也应更低。总之，保荐人的合理信赖抗辩本身不应被全然否定。

三、成熟市场合理信赖制度考察 ——以美国证券承销商为例

美国证券发行并没有以“保荐人”(sponsor)为名的证券中介机构，但在法律定位上，美国的证券承销商(underwriter)与我国的保荐人并无实质性差异。至少在储架发行推广之前的美国资本市场，承销商掌握着发行证券的决定权，有权在发行人信息披露不合规时拒绝承销。美国国会在1933年《证券法》立法时即指出担任承销商的投资银行是发行过程中的“保荐人”(sponsor)，以其声誉资本担保发行质量。¹⁴判例法下，法院也指出承销商是唯一有能力独立调查发行文件(审计师负责部分除外)的第三方主体，是对抗虚假陈述的“第一道防线”。¹⁵不论是承销团中的主承销商还是其余成员，都应保持高度谨慎，后者亦不得轻易信赖前者的尽职调查结果。¹⁶因此，美国证券承销商实际上同时承担了我国股票发行保荐人和承销商的双重职责。

本节即着重探讨美国承销商的合理信赖抗辩。总体来看，美国法在承认承销商合理信赖抗辩的基础上，近期制度、判例发展也有强化其“信赖前必要复核义务”的趋势。

(一)有关“合理信赖”抗辩的成文法规定

美国1933年《证券法》Section 11(b)(3)(c)明文规定了作为非专业人士的承销商有权主张信赖专家报告进而免于民事责任。在重要性与安然公司(Enron)造假案等量齐观的世界通讯案(Worldcom案，以下简称世通案)中，法院更直接将此项下的抗辩称为“合理信赖抗辩”(reliance defense)，进而与(a)项对非专家部分完成合理调查的狭义“勤勉尽责抗辩”(due diligence defense)区分。承销商有权合理信赖的专家报告一般包括独立审计报告、资信评级分析、律师法律意见。¹⁷但仅经审计师审阅(review)或出具安慰函(comfort letter)¹⁸，未经正式审计(audit)的中期财务报告不构成专家报告。¹⁹发行人内部财务预测、合同、会议记录、经营计划、产品资料等重要文件属于承销商应主动调查的非专家内容，故此类信息即使在专家报告中有所论述，承销商也不能径行信赖。²⁰

观察立法沿革，Section 11的合理信赖抗辩最初以积极事实为要件，要求承销商“有合理的理由相信并确实相信专家陈述真实”。从这一初版规定看，承销商对

专家的合理信赖与对“非专家信息”的调查义务在这一要件的表述上并无区别。但在1934年，美国国会有意将合理信赖抗辩改为消极事实的表述，即承销商“没有合理理由相信并确实不相信专家陈述有误”。²¹虽承销商仍承担证明自身不存在过错的举证责任，但若无确定的事实表明承销商知道或应知专家意见有误，法院就不应认定其有过错。²²这一文字表述的变更似乎表明承销商对专家的合理信赖抗辩由例外转变为常态化事由。也因为这一差异化表述，虽然合理信赖和合理调查均须达到“谨慎的人在管理自己财产时”的标准，但保荐人在前者中应尽的复核义务显然低于后者的自行调查义务。

此外，合理信赖抗辩并不限于1933年《证券法》Section 11，也可适用于Section 12(a)(2)所述的“合理注意”(reasonable care)情形。²³忽视“红旗警报”(red flag)²⁴进而否定合理信赖的事实也可以成为证明承销商在1934年《证券交易法》Section 10(b)项下有主观故意或重大过失(scienter)的重要证据。²⁵

(二)法院判例对合理信赖的理解

1. “合理性”高度依赖个案事实，形成“滑动标准”

“个案判断”的思路始终贯穿于美国法院关于合理信赖的判例之中。较早的BarChris案和Feit案虽未聚焦于承销商对专业意见的信赖，但已初步建立了因人因事而异的“滑动注意义务标准”(sliding scale)，指出合理调查和合理信赖取决于不同主体在发行工作中的“参与程度、专业知识，获取信息的难易以及公众投资者对其保护能力的预期”。²⁶

1981年，美国证监会(SEC)第176号规则总结了判断承销商能否形成合理信赖的重要因素，其中特别提及应考虑承销商的承销类型、在发行中的具体角色、信息的获取难易度等要素。²⁷但该规则仅具有指导性，未被法院接纳为承销商免责的“安全港”。1998年，SEC第176号规则修正案列明了六项承销商尽职调查时须考虑的重点，包括：(1)是否审查了发行注册声明并对可疑问题进行询问；(2)曾否与发行人管理层讨论招股说明书；(3)是否收到审计师专家报告；(4)是否收到发行人律师的支持性意见；(5)是否自行聘请律师审阅发行人文件；(6)是否聘请或咨询了跟踪发行人和发行人行业的研究分析师。²⁸不过，该修正案最终未正式颁行。

而在后续讨论承销商是否忽视“红旗警报”的案例中，法院也强调判断“红旗警报”和“重大警示”(storm warning)应考虑“虚假陈述的严重性，问题再次出现的可能性以及发行人为了避免再次出现虚假陈述而采取措施的力度”等多种因素。²⁹

2.合理信赖规则的发展：从“已知”到“应知”，从“被动”到“主动”

(1)世通案前的司法态度：仅在发现非专家部分有异常后再作调查

较早期美国法判例对合理信赖的把握较为宽松，承销商原则上无需预先审核审计报告。例如在Sanders系列案中，美国最高法院Powell法官在反对意见中指出，承销商只要没有合理理由就当然没有义务(explicitly absolved)复核专家文件的任何部分，不必独立审查报告的真实性和完备性。这是《证券法》Section 11的“固有规定”(by definition)。³⁰

在1994年Software Toolwork案中，第九巡回法院指出，承销商虽应审查重要合同的真实性，但没有义务确认与合同有关的收入及审计报告中的计算结果、会计方法。案涉承销商在发现倒签合同、提前确认收入等明显问题后，质询了审计师并且聘请第三方会计核查审计报告，不存在过错。³¹在同年的相似案件Worlds of Wonder中，法院指出收入确认是否符合会计准则应由审计师独立判断，审计师的误判不可能引起承销商的怀疑。只要发行人已将全部信息披露给审计师，即使承销商知晓承销合同可能带来会计处理争议，也有理由信赖审计专业判断，无需复查。³²

上述案例中的“红旗警报”均与发行人的经营状况以及合同瑕疵有关，落入承销商本应合理调查的非专家信息范围内，而不是出现在经审计财务报表的具体数据当中。这说明若承销商审核非专家部分时没有发现重大异常，即可转而合理信赖专家报告，没有义务另行审查专家意见。尤其对专业机构基于正确事实之上的专业判断，如会计数值和方法选取，承销商可以直接信赖。承销商对非专家部分进行合理调查时，如确实发现了可疑事实，并且审计师未明确表示知悉的，才有必要采取进一步行动。

(2)世通案判决的转变：承销商应主动审查专家报告中“红旗警报”

在2004年世通案中，纽约南区法院对承销商合理信

赖的“前置义务”做出了相较前案更为严格的判决。法院指出，适用合理信赖抗辩的前提是承销商主动先行查明披露文件中不存在“红旗警报”，否则不得主张免责。“红旗警报”的判断标准有二：一是在主观标准上使承销行业内的谨慎人士产生合理怀疑；二是使理性投资者对信息披露的真实性存疑。但本案法院对“红旗警报”的具体选取争议颇多。

争议之一在于，法院认定世通公司的成本收益比远低于同行业相似规模的竞争对手(约10%)，构成“红旗警报”。承销商辩称发行人年报中的成本收益比已经过审计确认，不应成为“红旗警报”的来源，并且市场从未质疑过这一数据，难谓达到令理性投资者产生怀疑的程度。但法院指出承销商了解电信行业，深知世通公司的行业地位和成本收益比的行业意义，故应当主动对比世通公司竞争者的财务数据来发现异常。法院总结道，“红旗警报”并不一定是显而易见的(clear and direct)，即使是日常营业活动的信息也可能构成“红旗警报”。除此之外，尽管未经审计的中期财报有审计师安慰函，但不构成专家意见，不足以免除承销商的合理调查义务。

本案裁判思路和之前的判例有明显不同。其一，承销商对“红旗警报”的调查范围已延伸至具体会计项目等专业领域。承销商对专业意见由被动审查转向主动审查，复核时间从“发现异常之后”提前到“发现异常之前”。承销商不能仅在发现非专家信息有异常之后再询问专家，更应直接关注专家意见的内容，既要重视公司内部已有的信息，还要用同行业的其他公司数据和审计意见作比对。其二，与前述案件已有证据证明承销商在尽职调查中确实发现了特定瑕疵事实，形成内心“确知”，但因后续核实充分而免责不同，法院在世通案中对成本收益比等事项的归责是在没有特定证据证明承销商已知的情况下，仅从承销商的专业经验和行业水准的应然角度推断其“应当调查”。此处的合理信赖已逐步从美国1933年《证券法》Section 11原文表述的“主观上有合理依据善意相信”转变为“客观上不存在危险信号”。³³对承销商主观过错的判断趋向客观化标准，对是否违反义务的判断从实然转向应然。

不可否认，本案还存在其他证明承销商明知世通公司财务风险的有力证据，否定了其合理信赖，并且考虑

到摩根大通等头部投行的专业实力、发行人造假规模和持续时间等情况，要求承销商审查重要财务数据并非毫无道理。但争议在于，在该案储架发行(shelf registration)的特殊情境下，承销商并无能力、也无时间详尽审查信息，确实难以充分发挥“保荐人”的作用。在SEC第176号规则已明确指出应考虑“承销类型、承销商在发行中的具体角色、信息的获取难易度”等因素判断合理信赖的前提下，法院仍未放松对承销商的要求。

究其原因，或可归结于法院和SEC在融资大提速的背景下为保护公众投资者，有意维持了承销商的义务标准。从SEC实施统一披露制度(integrated disclosure)改革到扩大储架发行适用范围，SEC因人力不足已基本上不再对简易注册(short-form registration)进行审查。³⁴但为了保证信息披露质量，SEC又不得不令承销商坚守“看门人”岗位。³⁵这使得承销商面临的法律风险不断升高且往往不可控。对此，尽管SEC承认承销商履职的现实困难，但始终没有直接免除或减轻承销商的法定尽职调查负担，而是要求其主动适应市场变化，提前通过“预测性和持续性尽职调查”(anticipatory and continuous due diligence)了解发行人，且这些信息审验手段应达到和非简易注册审验同等的详尽程度(equally thorough)。³⁶SEC尤其反对承销商“仅阅读披露文件并和发行人、专家讨论即可完成尽职调查”的观点，强调“统一披露制度的目的从来就不是放松承销商义务。若承销商认为不能完成尽职调查，有权延后发行或拒绝承销，否则就应核验S-3等表格中包括过往披露在内的全部内容。”³⁷可见，SEC认为承销商在储架发行等情况下的合理信赖也应以必要的初步评估印证为前提，而不能仅仅被动接受。为了解决承销商发行审验时间不足的问题，在实践中发行人会在年报季报发布后定期和潜在承销商召开尽职调查会议，并提前聘请律师代承销商履行日常尽职调查工作。虽然这些做法受到SEC欢迎³⁸，但至少，SEC尚未实质地放松承销商合理调查和合理信赖的“审慎人”法定标准，而世通案也正是法院对这种监管态度的延续。事实上，SEC作为监管机构面对承销商的勤勉尽责抗辩和合理信赖抗辩一直保持着谦抑的态度，未曾尝试突破《证券法》的解释，也无意干预司法判断。³⁹在世通案判决后，SEC仍拒绝在储架发行中设置承销商“安全港”制度，只是将承销商在储架

发行中的参与度作为一个责任考量因素而已。⁴⁰因此,虽然承销商的合理信赖抗辩从未被否定,但在储架发行情形下,其形成合理信赖的确比常规发行更难。

上述世通案及SEC的观点也遭到了诸多批评。有学者指出,在储架发行情形下,只有举报信等明确可靠的信号才能触发承销商问询义务。⁴¹虽然世通案法院也认识到“红旗警报”应当以极端异常为前提,须与行业注意义务高度背离以致被告必然或应当知道,但最终世通案判决中较为宽泛的认定反而有滑向结果论的风险。⁴²原告可以轻易举出所谓的“红旗警报”挑战被告的合理信赖,这在已有的举证责任倒置的基础上,进一步加重了被告的举证责任,客观上架空了合理信赖抗辩。⁴³认定承销商不能信赖专家的安慰函也模糊了合理调查与合理信赖的界限,造成职责重叠,减损市场效率。世通案后的美国市场实践中,承销商为降低执业风险只能另行聘请第三方审计人员复核,并将费用转嫁到发行人身上。⁴⁴有学者即直言:令发行人、承销商和审计机构为同一类信息承担三次责任毫无必要。⁴⁵

综上,在世通案的判决思路下,承销商需结合自身已有信息和执业经验,主动发现专业意见中的“红旗警报”。相较于美国早期判例,承销商对专业意见的初步审核义务在广度和深度上都被显著放大。同时也应当注意,世通案并非美国联邦最高法院做出的具有约束力的判例,美国各地法院对承销商形成合理信赖前,是否要积极审阅专家意见,审阅的广度、深度如何,仍有一定差别化的认识。虽已有成文法中“谨慎的人”这一宏观标准,但仍缺乏足够的清晰度,不过从存量不多的重要案件看,适度加强承销商对专家意见的审核义务已成为司法趋势。至少,承销商不能走马观花地阅读专业意见,而应当在熟知发行人业务的前提下,发现专家报告和其他信息之间的不一致。⁴⁶

此外,加强保荐人(承销商)合理信赖前置义务的趋势不仅出现在美国,也可从其他成熟市场的保荐人合理信赖规则中观察到。例如,新加坡主板市场发行经理和凯利板保荐人就负有贯穿于事前专家选任、事中监督及事后文件审查各环节的义务。保荐人须审查专家的经验、资质、合规记录、独立性、工作资源⁴⁷;检查专业意见依据的前提假设、分析方法以及工作流程,并对比已有信息

发现专家报告的不足。⁴⁸对待财务数据应更进一步,审查关键的财务指标,但无需重复所有审计流程。⁴⁹同样,我国香港地区证监会(SFC)也要求保荐人考察中介机构的资质;评估财务资料的重大会计政策和预测,并利用保荐人自行掌握的信息、发行人同行业可比较公司的信息与专业意见作对比。⁵⁰SFC表示虽然保荐人不必对会计师意见做进一步的尽职调查,但仍应以“积极主动的态度评估专家报告”,对存疑事宜做出必要查询。⁵¹这些规定的具体要求和美国世通案的司法态度相比并无显著差异。

四、对比与启示

(一)监管和司法宜考虑适度放宽保荐人合理信赖的空间

经对比可以发现,我国A股市场保荐人合理信赖规则大体上与美国世通案判决中的承销商合理信赖标准和新加坡、我国香港地区的保荐人成文规定趋近:保荐人需承担必要的“信赖前的复核义务”,但审查内容仅限于“关键事项”和“重大异常”;保荐人应复核专家选任的适当性和意见书中的重要项目、前提假设和方法,在初步调查排除重大异常后,即可合理信赖专家报告,不过保荐人在合理信赖涉及发行人财务、经营的专家意见时的前置要求和注意义务相对较高。比较过去,我国现行合理信赖规则已有显著进步。

同时,保荐人的责任尺度也应当与本土证券市场的建设背景相符。在《信披质量指导意见》的起草说明中,证监会指出:“目前有关合理信赖的标准、程序与保荐制度要求和内地市场诚信环境相适应。”考虑到我国证券市场诚信建设和市场化约束机制仍在持续加强,可以预估法院和证监会在实践中仍会将保荐人义务置于高位,实质性改变先前严控保荐人合理信赖的态度当下不大可能。在合理信赖抗辩的配套制度上,我国仍对是否引入境外证券发行实务中的安慰函制度存疑,安慰函尚未成为判断保荐人合理信赖或减轻其责任的考量因素之一。⁵²而在保荐人的具体执业行为指引上,我国现行规定的清晰度仍待进一步加强,这给司法裁判和行政处罚的自由裁量留下了较大空间。

更加值得思考的是,在“发行人-看门人”市场格局的现实变化下,继续强化保荐人责任是否必然能实现理想的规制效果?这一问题在成熟市场并非没有争议。以美国

为例，自引入储架发行制度以来，“看门人机制”屡屡失灵，承销商逐渐失去话语权，不但尽职调查时间不足，而且在高度行业竞争下只能屈从于发行人的发行要求，降低审核力度，但这又会招致法律责任。此时的承销商与其说是担保发行质量的“声誉中介”，不如说只是连接发行人和投资者的买卖中介。⁵³这也正是世通案和SEC仍然维持、甚至强化承销商储架发行的审查义务广受美国实务界、学界质疑的原因之一。法院是否还应坚持“保荐人担保发行质量”的价值预设，为其加以高标准的审查义务？司法应在维护保荐行业运行和保护投资者之间如何做出权衡？从不同的立场与角度切入，可能会有见仁见智的答案。

虽然我国未正式引入储架发行制度，保荐人尽职调查时间至少不像美国储架发行般紧张，但保荐人在现实中能对发行人和专业机构起到多强的制约作用仍值得怀疑。监管和司法裁判在坚持“保荐人牵头”的同时，至少应当关注保荐人审查信息时的客观局限性，宽容对待保荐人复核专业意见时的程序性瑕疵和轻微过失，适度放宽合理信赖的空间。

（二）严格控制司法裁判的“后见之明”，审慎认定“重大异常”

保荐人合理信赖抗辩往往会面临法院事后判断的挑战，这一问题在境内外都难免出现。在我国，若延续先前事后结果论的裁判导向，在虚假陈述民事诉讼前置程序已经取消的背景下，保荐人即使无行政处罚侧面印证其违规行为的严重性，也可能被法院认定为重大过失。

境内外规则均指出保荐人应予以注意的事项限于“重大异常”“前后重大矛盾”和“重大差异”，须达到相当明显的程度。在适用美国1934年《证券交易法》Section 10(b)规则的判例中，如“红旗警报”这样的“重大异常”更是论证承销商存在主观“明知或重大过失”的证据，要求其达到高度异常、严重偏离一般情况。⁵⁴

因此，司法机关应审慎认定专业意见中的“重大异常”。若保荐人未受行政处罚，法院更应在裁判文书中详尽说明保荐人违反义务的程度，或可径行指令同行业第三方保荐机构匿名复盘或者提供第三方专家意见，以提高裁判标准的包容性和精准性。这也与《虚假陈述司法解释》第13条保荐人仅承担过错原则下的民事赔偿责任，并且仅在“故意和严重违反注意义务”时承担连带

责任的规则意旨一致。何为“重大异常”或可结合虚假记载的重大性程度、是否为市场投资者关注、保荐人有无重大过失甚至故意的主观心态等方面来佐证。

（三）坚持个案判断，结合具体情境分析保荐人合理信赖的边界

在《归位尽责指导意见》中，证监会强调“按照定性与定量相结合原则，细化需要证券公司复核的‘重大事项’的标准及程序”。所谓定性与定量的指标，可参考美国法的“滑动标准”及我国香港地区经验，综合考量发行上市所处市场、发行证券类型、保荐人已任职时长、发行人虚假陈述严重程度等因素判断保荐人合理信赖的边界。

例如，从是否公开发行的角度，保荐人在非公开发行中对专家文件的注意义务应低于公开发行。证监会《保荐人尽职调查工作准则》第3条授权保荐人在非公开发行中根据发行人的情况自行确定尽职调查范围。除非保荐人的判断、取舍极不合理，否则司法和监管应予以充分尊重。⁵⁵在五洋债案中，一审法院也举轻以明重，指出承销商承销公募债券的注意义务应当高于私募发行，这一梯度式注意义务对保荐人同样成立。⁵⁶

从多层次市场的角度出发，应当考虑主板、创业板、科创板的特点，结合各板块的特别发行上市要求认定保荐人应重点关注的专业意见内容，如保荐人应特别重视专业意见中论证科创板公司“科技创新属性”的部分等。

五、结语

正如美国法院在世通案判词中指出的：“承销商(保荐人)的信赖不能是盲目的(blind)”。虽然境内外规则对保荐人所需复核的专业意见的深度广度、涵盖的具体科目仍有差别，但其共通之处是保荐人须履行必要性原则下的“信赖前复核义务”。而保荐人在证券发行尽职推荐全过程中对专家资质、专业意见关键内容和前提假设的复核，正是合理信赖中“合理性”的根基所在。至少，保荐人不能仅阅读报告或仅依据专家的专业资质外观就直接形成信赖。

保荐人作为发行牵头人，有更强的审查能力，在尽职调查中与专业服务机构的工作存在必要重合，故要求其承担复核、比对专业意见的“信赖前义务”确有一定正当性，但也应特别避免这一义务的设置过犹不及。法院应充分尊重各中介机构的专业分工和保荐人的专业判

断，在适当支持保荐人合理信赖抗辩的同时，注重于抓实虚假陈述“关键少数”的责任，避免过于严厉的责任导致保荐行业出现“寒蝉效应”。我国现行司法和行政监管规则已承认了保荐人的合理信赖抗辩，虽然在民事

诉讼规则方面最高人民法院《虚假陈述司法解释》还不够详尽，但也不可不说已经实现了显著进步。不过，法律的生命力在于实施，具体规则的落实尚须司法机关对虚假陈述个案中各方利益进行审慎权衡。 ■

注释

1. 中国证监会行政处罚决定书〔2013〕48号。
2. 中国证监会行政处罚决定书〔2016〕91号。
3. 中国证监会行政处罚决定书〔2013〕44号、〔2016〕109号。
4. 中国证监会行政处罚决定书〔2018〕46号。
5. 中国证监会《〈关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见〉的起草说明》第3章第3条。
6. 详见中国证券业协会《证券公司保荐业务规则》第42条。
7. 详见中国证监会《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》第3章第3条、《保荐人尽职调查工作准则》第83条；中国证券业协会《证券公司保荐业务规则》第41条。
8. 上海金融法院，(2019)沪74民初1049号；上海市高级人民法院，(2020)沪民终666号。
9. 四川省成都市中级人民法院，(2019)川01民初1626号。
10. 四川省高级人民法院，(2020)川民终293号。
11. 例如中国证监会2020年《科创板首次公开发行股票注册管理办法》第6条。2023年《首次公开发行股票注册管理办法》第7条将表述修改为“审慎核查”，不再刻意强调保荐人审查的全面性。
12. 参见陈洁：《证券虚假陈述中中介机构连带责任的厘清与修正》，《中国法学》，2021，(6)：220。
13. 同注8。
14. H.R. REP. 73-85 (1933), 1st Sess., at 5; S. REP. 73-1455 (1934), 2nd Sess., at 84 and 117.
15. See BarChris: due diligence refined[J]. Columbia Law Review, 1968, 68(7): 1421; Chris-Craft, 480 F. 2d at 370; In re WorldCom, Inc. Sec. Litig., 346 F. Supp. 2d 628, at 662.
16. Escott v. BarChris Constr. Corp., 283 F. Supp. 643, at 142; and see S.E.C. Release No. 5275(1972), at 6.
17. See Loss L, Seligman J, Paredes T. Fundamentals of securities regulation[M]. 7th ed. Wolters Kluwer, 2018: 1789.
18. 本文所称“安慰函”特指审计机构向承销商出具的确保发行人信息披露符合会计准则的文书。在美国证券发行实务中，承销商多会要求审计师对经审计的财务报告、审计财务报告出具后发行人在申请披露的新财务信息、无需严格审计的其他非发行用财务数据(如不用于发行申请的中期财务报告)等发行人文件出具安慰函。See Resnik B L. Understanding comfort letter for underwriters[J]. Business Lawyer, 1979, 34(5): 1725-1754.
19. 17 CFR 230.436.
20. In re International Rectifier Securities Litigation, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 99,469, 1997 WL 529600; Weinberger v. Jackson, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95693, 1990 WL 260676.
21. H.R. CONF. REP. 73-1838 (1934), 2nd Sess., at 41.
22. 参见邢会强：《证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩》，《清华法学》，2021，15(5)：76。
23. John Nuveen & Co., Inc. v. Sanders, 450 U.S. 1005; In re Software Toolworks Inc. v. Painewebber Inc., 50 F.3d 615.
24. 本文所称“红旗警报”特指能够引起承销商注意的“重大异常”。在美国证券虚假陈述判例中，“红旗警报”往往是判断承销商主观过错的关键，其具体认定标准在后文所述世通案中有重点讨论。
25. Chill v. Gen. Elec. Co., 101 F.3d 263, at 269.
26. Supra note 16, BarChris; Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp., 332 F. Supp. 544.
27. 17 CFR 230.176.
28. S.E.C. Release No. 7606A (1998), at 94.
29. LC Capital Partners, L.P. v. Frontier Ins. Group, 318 F.3d 148.
30. John Nuveen & Co., Inc. v. Sanders, 450 U.S. 1005.
31. Supra note 23, Software.
32. In re Worlds of Wonder Securities Litigation, 814 F.Supp. 850, and 35 F.3d 1407.
33. Supra note 15, WorldCom, at 680; and see Sjoström W K Jr. The due diligence defense under Section 11 of the Securities Act of 1933[J]. Brandeis Law Journal, 2006, 44(3): 608.
34. See Seitz E. Underwriter due diligence: it's [not] a whole new ballgame[J]. SMU Law Review, 2008, 61(4): 1650; 吴前煜：《美国证券储架注册制度及其对我国证券市场再融资的借鉴》，《清华法学》，2011，5(4)：160。
35. See Greene E F. Determining the responsibilities of underwriters distributing securities within an integrated disclosure system[J]. Notre Dame Law, 1981, 56(5): 796.
36. S.E.C. Release No. 6335(1981), at 11; S.E.C. Release No. 6499 (1983), at 6.
37. S.E.C. Release No. 6335(1981), at 10-11.
38. S.E.C. Release No. 6499 (1983), at 6.
39. S.E.C. Release No. 6335 (1981), at 11.
40. S.E.C. Release No. 8591 (2005), at 79; S.E.C. Release No. 7606A (1998), at 92.
41. Supra note 33, William K. Sjoström Jr., at 608.
42. Rothman v. Gregor, 220 F.3d 81, cited by supra note 15, WorldCom.
43. See Leahy J K. What due diligence dilemma? re-envisioning underwriters' continuous due diligence after WorldCom[J]. Cardozo Law Review, 2009, 30(5): 2011-2012, note 50.
44. See Schor G A. The due diligence and reliance defenses in WorldCom: retrospect and prospect[EB/OL]. (2006-08-15)[2023-03-10]. https://www.wsgr.com/a/web/215/Due_Diligence_after_WorldCom.pdf.
45. Supra note 34, Eric Seitz, at 1661.
46. See Young C A. Looking back on WorldCom: addressing underwriters' due diligence in shelf registration offerings and the need for reform[J]. Suffolk University Law Review, 2007, 40(2): 529-530.
47. SGX, Assessing the Suitability and Competence, and Reviewing the Scope of Engagement and Reports and Opinions of Professionals/Consultants and Their Firms, 2019.
48. ABS Listings Due Diligence Guidelines. 2020. Article 2.1.4 & 3.3.
49. Supra note 47, SGX, 2019; and SGX Compliance Guidance: Review of Financial Statements and Annual Reports, Singapore Exchange, 2017.
50. 我国香港证监会《持牌人或注册人操守准则》第17.7条。
51. 我国香港证监会《有关监管首次公开招股保荐人的咨询总结》第143-152段及第160段。
52. 同注5，第3章第5条。
53. See Report of task force on sellers' due diligence and similar defenses under the federal securities laws[J]. Business Lawyer (ABA), 1992, 48(3): 1214.
54. Supra note 25, Chill; supra note 42, Rothman.
55. 参见邢会强：《上市公司非公开发行股票中券商的勤勉尽责标准与民事责任》，《法律适用》，2022，(8)：22-24。
56. 浙江省杭州市中级人民法院，(2020)浙01民初1691号。

(责任编辑：陈起阳)