

资本市场法律

做好公司债券承销“看门人”——证券业协会发布公司债券承销业务尽调新规评

作者：汉坤律师事务所¹

2019年12月28日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议表决通过了《中华人民共和国证券法》（“《新证券法》”），在2020年3月1日起施行的《新证券法》全面推行注册制的背景下，中国证券业协会（“证券业协会”）结合公司债券市场的发展实践和特点，对2015年10月16日发布实施的《公司债券承销业务尽职调查指引》（“《原尽调指引》”）进行了修订，并于2020年1月22日发布了《公司债券承销业务尽职调查指引（修订稿）》（“《新尽调指引》”），同时首次发布了《公司债券业务工作底稿内容与目录指引》（“《工作底稿指引》”），自发布之日起施行。

证券业协会发布的《新尽调指引》对承销机构公司债券业务的执业行为做了进一步细化的要求和调整，强化了对发行人偿债能力等重点事项的核查和分析要求，对公司债券承销机构的勤勉尽责义务与执业行为提出了更高的要求，与《新证券法》全面推行注册制和强化中介机构职责的整体理念一脉相承。

在本文中，我们将结合《新证券法》中针对公司债券发行与交易制度的重大修订，详细分析《新尽调指引》在《原尽调指引》基础上所作的重点调整及其对公司债券承销机构的影响，并展望后续与公司债券发行和交易制度相关的规则修订与调整。

一、《新证券法》中的公司债券公开发行与交易制度

我们在此前的汉坤法律评述 [《新<证券法>十大看点》](#) 中曾对《新证券法》修订的具体内容进行过详细的解读。根据《新证券法》，包括公司债券公开发行在内的“公开发行证券”领域将全面推行注册制，但“证券发行注册制的具体范围、实施步骤，由国务院规定”。具体而言，在注册制的大背景下，《新证券法》中与公司债券公开发行与交易制度相关的重要修订包括：

1. 取消了公开发行公司债券的部分条件。一方面，取消了对发行人的最低净资产的要求以及债券余额与公司净资产的百分比的要求，而以“具备健全且运行良好的组织机构”替代；另一方面，取消了募集资金投向的核准用途和债券的利率不超过国务院限定的利率水平的要求，体现了更为市场化

¹ 参与本文撰写的律师包括（以姓氏拼音字母为序）：冯立娟、乔梦晶、薛冰、杨铁成、张钊、周颖等。

的债券定价机制；

2. 增加了对公司债券交易价格可能产生较大影响的重大事件的披露要求；
3. 删除了现行《中华人民共和国证券法》中与公司债券在证券交易所上市相关的规定，包括公司债券上市条件、申请公司债券上市应向证券交易所报送的文件、交易所暂停及终止公司债券上市交易的情形等内容；以及
4. 进一步压实中介机构市场“看门人”法律责任，明确承销机构及其直接责任人员未履行职责时对受害投资者所应承担的连带赔偿责任及责任豁免规则，提高证券服务机构（包括债券承销机构、受托管理机构等）未履行勤勉尽责义务的违法处罚幅度。

《新证券法》所做出的前述调整，为在公司债券发行领域推行注册制及赋权证券交易所制定公司债券在证券交易所上市交易的具体制度预留了空间。《新尽调指引》正是在《新证券法》全面推行注册制的大背景下推出，与其核心理念也一脉相承。《新尽调指引》基于注册制的整体要求，同时结合了债券市场的特点以及相关市场实践，对公司债券承销机构从事公司债券业务的执业行为做出更为细化的要求，积极发挥公司债券承销机构的主动性、独立性和专业性，进一步督促其履行好债券市场“看门人”职责。

二、《尽调指引》重点修订的分析与解读

《新尽调指引》相对于《原尽调指引》，主要调整内容体现在如下几个方面：

（一）对承销机构尽调执业行为提出了更明确的要求

首先，明确要求承销机构应根据《新尽调指引》制定完善的尽职调查内部管理制度、根据尽调阶段撰写项目工作日志，并要求承销机构对发行人就债券发行进行必要培训。

第二，新增了对持续融资发行人的尽职调查要求。同一承销机构对发行人再次发行公司债券进行尽职调查的，可以援引前次尽职调查结果，对出现变化的内容进行补充调查即可。

第三，进一步强化和明确中介机构的责任。具体体现在：

1. 强调尽职调查的原则应当“勤勉尽责和诚实信用”；强调尽职调查的方法应当是“通过各种有效的方法和步骤”；强调尽职调查的目的是“掌握（而非《原尽调指引》所规定的了解）发行人经营情况、财务状况和偿债能力”，并结合发行人的基本情况“分析对发行人持续经营能力和偿债能力的影响”。
2. 区分发行文件中相关内容是否有其他中介机构提供专业意见支持的情况，要求承销机构分别履行普通注意义务和特别注意义务，并要求承销机构对报告期内各中介机构的业务资质、资格及合规性等情况进行核查。
3. 对承销机构的尽职调查由《原尽调指引》规定的“可能影响发行人偿债能力的重大事项”进行调查，扩大到“可能对发行人偿债能力或者投资者做出投资决策有重大影响的其他事项”。实质上对承销机构尽调的注意范围做出了更宽泛的要求。
4. 承销机构需严格按照《新尽调指引》的要求履行责任，并能够证明其在执业过程中无过错。根据《新尽调指引》，证券业协会认为承销机构违反《新尽调指引》，可对承销机构采取自律措施，除非承销机构能证明自己无过错。

第四,《新尽调指引》增加了对特殊债券品种(如绿色债、可交换债等)及特定行业(如房地产行业等)发行人的特定发行条件的核查要求。

第五,《新尽调指引》扩大了其适用范围。《新尽调指引》删除了《原尽调指引》中关于非公开发行公司债券参照执行的规定,我们认为,此举意在不区分公司债券的发行方式,公司债券承销业务均应适用《新尽调指引》的规定开展相关尽职调查工作。

第六,为进一步明确承销机构在尽职调查中应遵守的规则,作为行业自律组织,证券业协会在《新尽调指引》中规定“法律法规、规范性文件”等位阶高于自律规则的文件另有规定的,应当从其规定;《新尽调指引》未规定而其他自律规则规定的,应当从其规定。

(二) 突出债券思维,注重债券业务信用风险防范

为提升债券市场业务核查效率,《新尽调指引》结合债券自身的特点,强化了对影响发行人信用与偿债能力相关事项的核查和关注,主要体现在以下几个方面:

1. 在发行人业务经营层面,删除了《原尽调指引》要求承销机构对发行人主要产品/服务产销情况、原材料/能源供应情况进行核查的内容,保留并细化要求承销机构调查发行人与主要客户、供应商之间的业务往来情况,以判断对供应商和客户的依赖程度对发行人偿债能力的影响。
2. 在诚信情况调查方面,新增要求承销机构取得发行人征信报告的内容,并要求承销机构对发行人重要权益投资实体的诚信情况、重大诉讼仲裁情况进行核查,而在诚信情况的核查方式上,以必要性为标准,不再指定具体核查方式。
3. 新增对发行人的重要财务报表项目及偿债能力核查的专项要求,并细化了对有关核查项目的核查方法和核查要求。
4. 在对债券保证人及增信措施有效性的核查方面,新增要求对保证人对公开市场信用类债券担保履约情况、诚信情况、偿债能力情况的调查,对担保合同合法性、有效性进行核查,以及对担保物的权属证明、评估报告或其他可证明担保物价值的文件、抵质押合同的调查。
5. 在债券评级情况的调查方面,发行人债项评级高于主体评级的,要求承销机构关注其合理性。
6. 在风险防范方面,增加承销机构应当核查发行人与中介机构重要人员之间的重大利害关系的风险防范措施的要求。

(三) 充分发挥债券承销机构的主动性、独立性和专业性

现行自律规则文件对承销机构在财务会计方面的核查要求以查阅资料和复核其他中介机构专业意见为主,《新尽调指引》要求承销机构充分发挥积极主动性,重点强调承销机构对于重大异常、综合情况等方面的独立判断。《新尽调指引》对财务会计相关内容的修订主要体现在以下几个方面:

1. 针对报告期内合并财务报表范围发生重大变化的情况,一方面,对发行人持股比例超过 50%但未纳入合并报表或持股比例不高于 50%但纳入合并报表的重要权益性投资,要求承销机构核查其合理性;另一方面,要求承销机构对发行人报告期内重大会计政策、会计估计变更的情况及重大会计差错更正的情况进行核查与分析。
2. 新增对发行人重要财务报表项目的核查要求,明确要求对在报告期末对发行人偿债能力有重大影响的资产的情况、报告期内金额较大的非经营性往来占款或资金拆借情况进行核查。

3. 针对发行人偿债能力，要求承销机构核查报告期内发行人资产负债率的变化情况及未来三年到期债务情况，特别对于一年内到期债务占比较大的，应确认到期债务的偿还是否有保障。
4. 针对或有信息的核查，一方面，要求承销机构对期后事项的核查手段不应局限于查阅发行人会计报表附注的方式；另一方面新增了对发行人重要被担保人诚信情况及财务状况的核查要求，以评估发行人代偿风险。

三、《工作底稿指引》将推动公司债券业务工作底稿电子化、规范化发展

证券业协会首次制定与发布了《工作底稿指引》，明确了债券业务工作底稿的主要内容、基本要求和归档形式，同时《新尽调指引》明确要求公司债券承销机构应当参照证券业协会于同日发布的《公司债券业务工作底稿目录》（“《工作底稿目录》”）编制工作底稿，有关规则的明确将有利于推动公司债券业务工作底稿电子化、规范化发展。

在工作底稿的编制方面，《工作底稿指引》列明了公司债券承销机构及受托管理人工作底稿的主要内容，但《工作底稿指引》仅为编制工作底稿的一般要求，对于其他对公司债券发行有重大影响资料及信息，也应当作为工作底稿予以留存。在工作底稿的归档形式方面，《工作底稿指引》明确规定工作底稿可以采取纸质、电子文档或其他介质形式的文档留存。针对工作底稿目录的编制，《工作底稿指引》明确要求公司债券承销机构与受托管理人应当对工作底稿建立统一目录，该目录应当便于查阅与核对。《工作底稿目录》针对公司债券承销业务尽职调查文件、公司债券承销业务发行阶段文件、公司债券受托管理业务相关文件和其他备查文件等四个方面进行了详尽的整理和列示。

四、展望

如本文第一部分所述，《新证券法》的修改为注册制及公司债券在证券交易所上市交易的具体制度设计预留了空间。我们理解在《新证券法》正式实施后，相关监管机构会针对公司债券公开发行的注册制及在证券交易所上市交易相关事宜对《公司债券发行与交易管理办法》（“《管理办法》”）等原有规则进行修订，同时也会陆续制定完善相关的配套规章制度以及具体规则。

实际上，自2015年1月《管理办法》发布实施以来，公司债券公开发行领域已经逐步实施了公司债券上市预审核制度以简化审核程序，预审核制度的安排已在很大程度上接近注册制的要求。《新证券法》的实施也将为公司债券发行注册制的正式实施提供明确的法律依据。与此同时，在全面推行注册制的大背景下，随着公司债券市场的不断发展与成熟，监管机构对债券承销和受托管理机构以及其他的中介机构在勤勉尽责、规范执业等方面将提出更高、更严的要求，证券中介机构的“看门人”角色也将不断强化。有鉴于此，相应规则和配套制度均需要根据《新证券法》进行相应的修改和完善，为证券市场全面深化改革落地、维护投资者合法权益保驾护航。我们也将进一步关注相关制度的修订情况，并及时与各位读者分享我们的观点。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

杨铁成

电话： +86 10 8516 4286

Email: tiecheng.yang@hankunlaw.com