

“正本清源，归位尽责”：2023版《非金融企业债务融资工具尽职调查指引》修订亮点与重要意义

作者：邓晓明 | 李明之

2023年8月3日，中国银行间市场交易商协会（“交易商协会”）发布《非金融企业债务融资工具尽职调查指引（2023版）》（“《尽调指引（2023）》”）。在《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引（2020版）》（“《主承尽调指引（2020）》”）的基础上，《尽调指引（2023）》梳理了非金融企业债务融资工具（“债务融资工具”）注册发行中各中介机构的角色定位，顺应近年来资本市场“厘清债券市场参与主体职责，强化制度约束，压实发行人主体责任和中介机构‘看门人’责任”¹的发展趋势，明确包括主承销商在内的各类中介机构的尽职调查职责与相互关系，对中介机构“归位尽责”具有重要意义。

本文将着重梳理《尽调指引（2023）》相较于《主承尽调指引（2020）》的修订亮点，分析其对主承销商等中介机构勤勉履职和法律责任承担的重要意义。

一、全面梳理中介机构角色定位，基本建立起各司其职、有效监督的中介机构业务格局

整体而言，《尽调指引（2023）》最主要和重要的变化是提高站位，首次明确了银行间债券市场各中介机构的角色定位与尽调职责。《主承尽调指引（2020）》及更早版本规则仅规定主承销商的尽职调查工作，将“尽职调查”定义为主承销商对企业的资产权属、债权债务等重大事项以及企业业务、管理及财务状况等各方面信息进行调查的活动，没有规定会计师及律师事务所等其他中介机构在债务融资工具发行过程中应当扮演的角色和尽调事项。

《尽调指引（2023）》改变了延续十几年来仅调整“主承销商”的做法，从标题到内容都以“中介机构”作为规范对象，将适用范围扩展至主承销商、会计师事务所、律师事务所、信用评级机构和第三方评估认证机构等为债务融资工具发行提供专业服务的主体，全面规范其尽职调查行为²。

上述变化体现了注册制下压实中介机构责任的发展趋势，有助于实现中介机构“归位尽责”、更好发挥“看门人”作用的目标。《主承尽调指引（2020）》及更早版本对主承销商提出的要求看似全面，实则存在超出主承销商专业能力与合理商业成本，实践难以落地的问题。同时，旧规则对会计师事务所、律师事务所等

¹ 参见中国证监会2023年6月20日发布的《关于深化债券注册制改革的指导意见》（文号：〔2023〕46号）“（二）基本原则”部分。

² 《尽调指引（2023）》第二十九条：“本指引所称中介机构，是指为债务融资工具注册发行提供中介服务的主承销商、会计师事务所、律师事务所、信用评级机构和第三方评估认证机构等相关中介机构。”

其他专业中介机构的要求不够明确，导致中介机构间要么重复劳动，要么边界不清。《尽调指引（2023）》跳出“主承销商”限制，一方面详细规定各中介机构主要职责及工作范围，另一方面明确规定主承销商对其他中介机构专业意见的合理信赖权利与核查验证义务，基本建立起各中介机构各司其职、有效监督的业务格局，有助于科学配置中介机构资源，充分发挥不同中介机构专业优势，提高发行人信息披露质量。

二、归位尽责，具体明确各中介机构尽调职责与工作边界

《尽调指引（2023）》第五条至第八条根据不同中介机构在债务融资工具注册发行中的角色分工，首次为包括主承销商、会计师事务所、律师事务所在内的各中介机构履行尽职调查职责提供了明确依据。而且，有关条款结合债务融资工具注册发行实践，相对合理地配置了各中介机构的履职边界，以专业为核心各有侧重，明确了不同中介机构在自己职责范围内应当独立发表的专业意见，并由此承担相应法律责任。具体而言：

对于会计师事务所，《尽调指引（2023）》第五条以审计报告为核心划定了财务事项的尽调边界³。尽管第五条没有进一步明确审计报告应当包含的内容，但是要求会计师事务所应当符合会计准则、行业自律规范及“会计师行业公认的业务标准”，因此实际内容其实较为成熟、固定，即反映公司运行状况、财务状况、经营成本等重要指标的会计信息。会计师事务所需对发行人的有关会计信息进行审计，对其会计资料的公允性、合法性、一贯性发表意见。

对于律师事务所，由于“法律意见书”的标准化程度远不如“审计报告”，《尽调指引（2023）》第六条明确要求律师在充分尽职调查的基础上，对发行主体、发行程序、注册发行文件及相关中介机构的合法合规性、募集资金用途等重大法律事项、潜在法律风险、投资人保护机制等发表明确法律意见，出具法律意见书。

信用评级机构、第三方评估认证机构所做工作需要考虑的因素更为复杂，专业边界不像会计师与律师那样明确，也没有特别统一的行业规范与行为准则，因此《尽调指引（2023）》第七条主要要求其对其出具的专业报告内容负责，没有规定报告的具体事项⁴。

本部分最重大的修改是《尽调指引（2023）》不再要求主承销商对发行人的财务、资信、风险等信息全面负责，而是根据其自身特点有所侧重。具体而言，《尽调指引（2023）》第八条要求主承销商对企业控股股东和实际控制人、公司治理、主要业务板块的生产经营情况、重大会计科目的重要增减变动、信用情况、重大资产重组、信用增进情况以及其他对投资人判断企业偿债能力的重要事项开展尽职调查，撰写尽职调查报告⁵。未来，主承销商的工作重点不是重复甚至代替会计、法律、评估等专业机构，而是发挥其商业与金融专业优势，综合评估、判断发行人的企业健康度与营业合理性，并在此过程中保持职业谨慎，对其他中介机构的尽职调查成果与自身掌握的信息、资料比对验证，查找矛盾或有悖常理之处。例如，《尽调指引（2023）》不要求主承销商核查发行人的财务状况⁶，仅要求关注重大会计科目的重要增减变动，大大限缩了主承销商

³ 《尽调指引（2023）》第五条：“会计师事务所及其指派的会计师应当在充分尽职调查的基础上，依据法律、法规、规章、审计准则、企业会计准则、交易商协会相关自律规则，以及会计师行业公认的业务标准，出具审计报告。”

⁴ 《尽调指引（2023）》第六条：“律师事务所及其指派的律师应当在充分尽职调查的基础上，依据法律、法规、规章、交易商协会相关自律规则，以及律师行业公认的业务标准，对发行主体、发行程序、注册发行文件及相关中介机构的**合法合规性**、募集资金用途等**重大法律事项、潜在法律风险、投资人保护机制**等发表明确法律意见，出具法律意见书。”

⁵ 《尽调指引（2023）》第八条：“主承销商重点对企业控股股东和实际控制人、公司治理、主要业务板块的生产经营情况、重大会计科目的重要增减变动、信用情况、重大资产重组（如有）、信用增进情况（如有），以及其他主承销商认为对投资人判断企业偿债能力有重要影响的事项开展尽职调查，撰写尽职调查报告。”

⁶ 《主承销商尽调指引（2020）》第十条：“尽职调查的内容包括但不限于：...（六）**财务状况**；（七）资信状况...”。

尽职调查的范围。这一改变符合香港等发达资本市场的商业实践，具有重要意义⁷。

最后，《尽调指引（2023）》特别强调主承销商可以合理信赖其他中介机构出具专业意见的内容，对相关内容的普通注意义务⁸。同时各中介机构应对发行文件中包含或引用的其专业意见内容进行书面确认⁹。结合前述第五至八条的具体规则，《尽调指引（2023）》比较明确地确定了债务融资工具发行中各中介机构对于自身专业事项应尽特别注意义务，做到充分的尽职调查；对于其他机构已出具专业意见的事项应尽普通注意义务，进行审慎核查的工作体系。该体系与最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第六条以及《最高人民法院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》第十八条所体现的司法裁判规则契合，有效衔接了业务规则与审判规则，具有非常重要的司法实践价值。

三、提出分层尽职调查机制，体现银行间债券市场特点

相比于证券交易所债券市场，银行间市场是参与门槛更高、更专业化的债券交易场所，在市场公平、投资者保护与市场效率、企业融资成本的平衡方面，理应更偏向后者，充分发挥其市场特点与优势。就此，交易商协会培训教材《非金融企业债务融资工具实用手册》指出：“非金融企业债务融资工具目前包括的产品有短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、超短期融资券等。这些产品都是面向机构投资人发行的，具有典型的私募市场特征¹⁰。”中国人民银行原副行长吴晓灵表示银行间市场投资者“具有足够的风险识别和承担能力，不需要行政资源的过度保护”。

因此，《尽调指引（2023）》的另一个重要亮点是有效总结了近年来债务融资工具发行尽职调查的工作实践，明确“分层尽职调查机制”的主要内涵。此前，《主承尽调指引（2020）》只是原则性地提出“主承销商可以针对不同企业安排分层分类的尽职调查工作机制”，缺乏可操作性，也难以在司法实践中与裁判者有效沟通。《尽调指引（2023）》根据银行间市场特点与主承销商尽职调查工作实践，明确规定了适用分层尽职调查机制的三种情形，包括：（1）对于成熟企业，主承销商可根据具体情况选择查阅、访谈等方式进行尽职调查，换言之不明确要求列席会议、实地调查等成本更高的现场尽调方法；（2）对于多次主承销的企业，主承销商可以在满足同类事项尽职调查要求的基础上，合规使用本机构前次公司信用类债券尽职调查工作底稿；（3）对于银行主承销商的授信企业，在满足同类事项尽职调查要求的基础上，主承销商可合规使用授信业务形成的工作底稿。

以上分层尽职调查机制更具可操作性，有助于减少主承销商的重复工作、降本增效。当然诸如什么是“成熟企业”等概念，还需要交易商协会进一步予以明确。此外，银行主承销商可以使用授信业务底稿在制度层面属于首创，但是同时也是交易商协会对行业持续、广泛实践的归纳与总结，是行业通行做法上升为业务规则的典型代表，对判断与评价《尽调指引（2023）》发布之前的银行主承销商尽职调查工作水平也具有参考意义。

四、以底稿目录形式进一步明确主承销商的尽职调查范围

《尽调指引（2023）》对其他中介机构尽职调查职责的规范与强调并不意味着放松对主承销商的要求，

⁷ 郭雳：《香港保荐制度改革新概述评与镜鉴》，载《证券市场导报》2014年第2期。

⁸ 《尽调指引（2023）》第九条：“主承销商在尽职调查过程中，对其他中介机构出具专业意见的内容，可以合理信赖，履行普通注意义务”。

⁹ 《尽调指引（2023）》第十条：“注册发行文件包含或引用其他中介机构出具专业意见的内容，相关中介机构应当对包含或引用的内容进行书面确认。”

¹⁰ 参见时文朝《非金融企业债务融资工具实用手册》，中国金融出版社2012年版，第2页。

后者在尽职调查工作中的地位仍是重中之重。

形式上，相比《主承尽调指引（2020）》，《尽调指引（2023）》不再设“尽职调查内容”专章，而是以附《主承销商尽职调查工作底稿目录》（“《底稿目录》”）的形式基本穷尽列举了主承销商尽职调查工作底稿的主要内容，进而划定了尽职调查工作范围¹¹。

内容上，《底稿目录》主要包括七大内容板块（在除“公司治理”以外的六个板块内容均有更新），与《尽调指引（2023）》第八条基本对应，充分体现各类中介机构的职责划分，实际范围明显小于《主承尽调指引（2020）》“第二章 尽职调查内容”。具体详见下表：

《底稿目录》对于主承销商尽职调查的内容的更新变化	
七大方面	主要内容
控股股东及实际控制人	自然人控股股东及实际控制人直接或间接持有企业股份/股权的质押情况、与其他主要股东关系；
	法人控股股东近一年合并财务报表主要财务数据，及持有发行人股权的质押情况。
主要业务板块生产经营情况	与企业主要业务板块相关的业务资格许可证或者其他重要资质文件。
	要求核查工程名称及基本内容，投资金额及已投资金额，立项、土地、环评等合规性文件，自有资本金及资本金到位情况等。
重大会计科目的重要增减变动	经审计的财务报告、重大会计变化的分析说明文件。
发行人信用情况	企业近一年主要贷款银行授信额度、已使用额度及未使用额度。
重大资产重组 信用增进/担保	报告期近一年至募集说明书签署日期间内完成重大资产重组的，近一年经审计或审阅的模拟/备考合并财务报告或标的资产近一年经审计的合并财务报告。
	专业信用增进/担保机构的营业执照、相应业务资质证明，通过国家金融信用信息基础数据库（征信系统）以及其他信用查询系统获得的相关资料，近一年经审计的财务报告及近一期会计报表（如需），近一年及一期对外担保情况的说明性文件（债券担保责任余额、注册企业集中度等）、对公司信用类债券及其他债券的担保履约情况的说明性文件（如有）。
	抵押或者质押担保情况，包括担保物的权属证明文件、评估报告或其他担保物价值证明文件，以及抵押或质押合同。
相比《主承尽调指引（2020）》“第二章 尽职调查内容”减少：	
募集资金用途	调查企业募集资金用途、使用计划、相关承诺及资金管理安排。主承销商需调查募集资金是否符合国家宏观调控和产业政策要求。

¹¹ 《尽调指引（2023）》第二十一条第二款：“主承销商可以参考交易商协会最新发布的《主承销商尽职调查工作底稿目录》编制尽职调查工作底稿。尽职调查工作底稿应客观反映主承销商尽职调查工作开展情况，**作为主承销商撰写尽职调查报告的基础**。尽职调查工作底稿涉及的说明性文件，如无特别说明，一般由企业提供。”

《底稿目录》对于主承销商尽职调查的内容的更新变化	
七大方面	主要内容
独立性	调查企业与控股股东、实际控制人在资产、人员、机构、财务、业务经营等方面的独立性情况。
重要权益投资	对于持股比例超过 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，应当调查其原因。针对企业重要子公司、主要参股公司及对企业有重要影响的关联方，应当调查其基本情况、主要财务数据及重大变动情况。
关联方	关联交易、关联方。
合规性	发行文件中关于持有人会议机制、受托管理机制、投资人保护条款、违约、风险情形及处置的相关约定是否符合法律法规。
其他	或有事项、衍生产品情况、重大投资理财产品、海外投资、直接债务融资计划情况。

值得注意的是，由于尽职调查要求范围较广，此前主承销商主要依据交易商协会发布的《非金融企业债务融资工具注册文件表格体系》（“《表格体系》”）来组织尽职调查工作。《尽调指引（2023）》实施后，将形成《底稿目录》与《表格体系》并存的局面。我们理解，《表格体系》作为注册文件的基础，构成发行人与包括主承销商在内的各中介机构对投资者负责事项的最大外延¹²，而《底稿目录》划定其中主承销商的主要履职范围。《表格体系》中未被《底稿目录》涵盖的其他事项，由发行人对外披露，其他中介机构相应履行专业职责。

五、其他修订内容

除上述重要亮点外，《尽调指引（2023）》还有其他诸多修订。有关修订基本围绕归位尽责、压实中介机构责任，提高信息披露质量的目标。具体如下表所示：

对应条款	修订内容
第二条	明确尽职调查的期间为债务融资工具债权债务关系成立前；
第三条第二款	新增尽职调查过程中，中介机构不得以商业秘密谋取不正当利益；
第四条	相较于《主承尽调指引（2020）》，不再强调中介机构应建立内部风险隔离制度；
第十四条第二款	新增新增访谈记录应当由访谈人员和访谈对象签字或盖章（所在机构公章或经授权的业务章）的要求；
第二十条第二款	新增尽职调查人员访谈、实地调查等相关内容的文件的签字或盖章（所在机构公章或经授权的业务章）的要求；
第二十二条第二款	将《主承尽调指引（2020）》关于尽职调查报告应当由“调查团队”签字的要求，变更为由“尽职调查人员”签字；
第二十五条	自律管理条款中删去了对于负有直接责任的发行人董事、监事、高管等人员的自律

¹² 关于发布《非金融企业债务融资工具注册文件表格体系》的公告第一条：“在银行间债券市场发行注册债务融资工具，**发行企业**及提供专业服务的**中介机构**应按照有关规则指引和《表格体系》要求，编制、披露注册文件。”

对应条款	修订内容
	措施，增加了可移交有关部门进一步处理的规定；
第二十六条	中介机构未按要求履行尽职调查必要工作程序的，可采取的最严重的自律措施由“严重警告”变更为“警告”；
第二十九条	新增明确“中介机构”、“主要业务板块”、“重大会计科目”、“重要增减变动”的定义；
第三十条	新增定向债务融资工具中介机构尽职调查另有规定或约定的，从其规定或约定，新增银行间企业资产证券化中介机构适用《尽调指引（2023）》。

六、结语

本次《尽调指引（2023）》是在 2019 年全面实施注册制改革、强化信息披露与压实中介机构责任大背景下，充分考虑近两年债券虚假陈述纠纷处理中暴露的法律法规、监管规则、裁判观点与意见、行业实践等方面存在的问题，结合银行间市场特点进行的全面、系统化修订。其中有关主承销商与其他中介机构角色定位、履职范围、相互关系的构建，不仅对债务融资工具的尽职调查及虚假陈述争议解决具有“正本清源”的指引作用，对其他公司信用类债券有关问题同样具有重要的借鉴意义，值得各方深入研究与讨论。

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：

邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: xm.deng@hankunlaw.com