

资本市场法律热点问题

扑面而来的 IPO 新政简评

2013 年 11 月末的一个周六，中国证监会出乎预料却又在情理之中地制定并发布了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》（以下简称“《意见》”），随后又紧锣密鼓的推出一系列细则，大力度推进新股发行体制由核准制向注册制转型，中国证监会“简政放权”，沉寂了一年多的 IPO 审核宣布开闸。

在《中华人民共和国证券法》（2005 年 10 月 27 日中华人民共和国第 10 届全国人民代表大会常务委员会第 18 次会议修正，自 2006 年 1 月 1 日施行）（以下简称“《证券法》”）尚未修订前，《意见》在现行法律框架下在技术层面对现行新股发行审核、承销的规定做了多处重大修改和补充，主要包括：

一、以信息披露为核心

1、强化合法合规与淡化实质判断

注册制的核心是信息披露，中国证监会不再为企业的投资价值进行背书。《意见》指出，中国证监会仅依法对发行申请文件和信息披露内容的合法合规性进行审核。发行人作为信息披露第一责任人，应当及时向中介机构提供真实、完整、准确的财务会计资料和其他资料，全面配合中介机构开展尽职调查。中介机构必须严格履行法定职责，遵照本行业的业务标准和执业规范，对发行人的相关业务资料进行核查验证，确保所出具的相关专业文件真实、准确、完整、及时。

注册制要求充分发挥中介机构“看门人”的作用，其内在逻辑在于如发行人诚信信息披露，中介机构勤勉尽责，中国证监会无须过多干预，投资者自然会作出准确判断。而上述逻辑有赖于诚信的市场环

境和成熟的投资者。《意见》虽然从正面规定了发行人应全面配合中介机构开展尽职调查，但是并未就发行人违反上述规定如何向中介机构承担责任进一步明确。保荐机构、律师或会计师很可能遭遇发行人刻意隐瞒、政府机构访谈不予接待、客户供应商函证不予回复等情形的尴尬。穷尽一切核查手段，查清“万福生科”模式的系统性造假也比较困难。在新股发行核准制向注册制改革的过程中，需要从法律层面及实践操作层面给予中介机构履行职责必要的保护和支持。

注册制不是不审，而是如何“审”。虽然企业的盈利能力不再受监管层关注，但企业是否合法合规经营、其信息披露的真实、准确、完整成为了考量重点。中介机构从保护自身利益的角度出发，在目前基础上，势必会对拟上市企业提出更为纷繁复杂的尽职调查要求。鉴于目前尚处于核准制向注册制的转型期，固有工作习惯的改变需要时间磨合，审核部门、中介机构都在摸索之中，有待实践的检验。新股发行从择优录取到坦白从宽，是否会带来其他潜在风险，也有待实践的检验。

2、受理即披露

《意见》规定，发行人招股说明书申报稿正式受理后，即在中国证监会网站披露。申请文件与预先披露材料同时提交，披露时间大幅提前，所披露的信息必须一次性真实、完整、准确，否则将追究相关当事人的责任。这意味着中国证监会不再担任“家长”的角色，发行人及其控股股东、董事、监事及高级管理人员的诚信水平，中介机构的工作态度、履责情况及专业能力都将在第一时间接受市场的检

验。发审会前，保荐机构还应持续关注媒体报道情况，并主动进行核查。

我国市场的总体诚信水平滞后于经济发展水平，而“阳光是最好地杀毒剂”，期待本次立法导向的调整能够敦促市场参与者转变固有的思维模式，提高法律和诚信意识，规范自身的行为方式。在打击恶意造假的同时，也建议监管层能够出台措施加强对于恶意造谣的打击力度，强化造谣者的法律责任，避免发行人及中介机构在正常审核过程中受到不必要的干扰，增加发行人的成本和负担。

3、 允许存量发行与超募强制减持老股

《意见》规定，鼓励持股满 36 个月（自取得股权之日起至股东大会决定老股转让方案之日）的股东将部分老股向投资者转让，增加新上市公司可流通股票的比例，但老股转让后，公司实际控制人不得发生变更。这种有限制条件的存量发行，其目的在于增大供给，缓解市场供需矛盾，避免新股发行价格虚高。

新股发行超募的资金，要相应减持老股。但如何减持，需要老股东协商减持方案，老股东能否就减持方案达成一致，存在诸多疑问：例如股改未满一年发起人持有的股份不能转让，如何解决？控股股东处于相对控股状态，其他老股东持股均不满 36 个月，如何转让？全部老股东都不愿意减持或减持比例不足以与超募的资金相匹配的情形下，如何操作？老股东转让触及上限，仍无法消除超募，如何处理？期待中国证监会能出台更具体的细则解决上述问题。对于发行人而言，需要进一步明确落实募集资金投资项目，尽可能使募集资金金额与募股数量、行业市盈率相匹配。

4、 审核期缩短与发行期延长

《意见》规定，中国证监会自受理证券发行申请文件之日起三个月内，依法作出决定；发行人通过发审会并履行会后事项程序后，中国证监会即核准发行，新股发行时点由发行人自主选择；放宽首次公开发行股票核准文件的有效期限至 12 个月。

前述规定提高了审核效率，但在以往审核过程中，通常需要完成三至四轮的书面及口头反馈意见回复，发行人和中介机构不能在规定时间内提交反馈意见回复材料，只能延期一次，并不得超过 2 个月，无法在上述期限内提交相关材料，则需申请中止审

查。新政下，反馈意见回复时间必然缩短，能否按时完成，发行人和中介机构将面临较大压力，由此更突显了首次申报文件信息披露全面、准确性的重要性。

二、 遏制“炒新”，保护中小投资者的利益

1、 约束控股股东、董事及高级管理人员持股

《意见》规定，发行人控股股东、持有发行人股份的董事和高级管理人员应在公开募集及上市文件中公开承诺：所持股票在锁定期满后两年内减持的，其减持价格不低于发行价；公司上市后 6 个月内如公司股票连续 20 个交易日的收盘价均低于发行价，或者上市后 6 个月期末收盘价低于发行价，持有公司股票的锁定期限自动延长至少 6 个月。

从立法原意出发，这一规定旨在降低发行人新股发行价格过高的冲动，破解新股发行价格破发的难题，减少中小投资者高位套牢的风险。从另一个角度上看，发行人在成功挂牌上市后，其控股股东和持有股份的董事和高级管理人员将努力保持股票的市场价格，否则需要承担更严格地锁定义务，如此，可能会增加内幕交易、市场操纵的风险。

2、 改革新股定价、配售机制

与 2012 年 4 月 1 日中国证监会发布的《关于进一步推进新股发行体制改革的指导意见（征求意见稿）》相比较，《意见》主要有以下变化，发行人和主承销商应当允许符合条件的个人投资者参与网下定价和网下配售；公开发行股票数量在 4 亿股（含）以下的，有效报价投资者的数量不少于 10 家，不多于 20 家；公开发行股票数量在 4 亿股以上的，有效报价投资者的数量不少于 20 家，不多于 40 家；公开发行股票筹资总额数量巨大的，有效报价投资者数量可适当增加，但不得多于 60 家；发行人和主承销商应当剔除拟申购总量中报价最高的 10% 部分；明确网上投资者采用先缴款再配售的方式；网上投资者有效认购倍数在 50 倍以上但低于 100 倍的，应从网下向网上回拨，回拨比例为本次公开发行股票数量的 20%；网上投资者有效认购倍数在 100 倍以上的，回拨比例为本次公开发行股票数量的 40%。据此，个人投资者参与网下定价不再强制，有效报价家数下限也有所下调，同时增加了有效报价家数的上限，网上配售方式给予投资者更大的选择权，大幅增加了网上回拨比例，新规定旨在通过限制不合理报价，进而实现发行价格合理回归。同时，《意见》还规定

最高报价的 10%部分的投资者将被剔除，借以限制发行价格。

三、明确中介机构及人员的责任

中国证监会表示，中介机构是证券市场的看门人，中介结构的尽职履责情况将直接决定发行人的信息披露的质量。

1、进一步明确中介机构在发行过程中的独立责任

除保荐机构需要对其他中介机构出具的专业意见进行核查并全面负责外，会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等证券服务机构及人员，必须严格履行法定职责，遵照本行业的业务标准和执业规范，对发行人的相关业务资料进行核查验证。

在过往审核反馈中，监管部门往往要求律师就发行人的财务问题发表意见，但我们理解，作为律师我们并不具备核查并评价这些财务数据、结论的适当资格，因此如何清晰地界定“本行业”，冀望监管部门能有明确的指导细则，真正划清各中介机构的责任边界。

2、遏制突击申报

从发行申请文件提交之日起，中介机构即需要对所披露的信息负责。正如前文所述，这一举措令中介机构首次出具申报文件将需要慎之又慎，必须充分做好迎接各方质疑和挑战的准备。

3、明确信息披露重大违法时中介机构的赔偿责任

信息披露重大违法给投资者造成损失的，中介机构必须依法赔偿投资者的损失。

这意味着律师的执业风险越来越大，律师执业的成本显著增加。对于律师事务所而言，证券侵权赔偿不同于一般赔偿责任，律师收取的律师费与可能涉

及的赔偿金额相去甚远，除需在执业中必须如履薄冰地勤勉尽责外，落实律师执业责任保险制度也十分必要。

4、引入主承销商自主配售机制，在定价时平衡发行人与客户的利益

5、加强过程监管，现场检查常态化

监管部门将会抽查相关中介机构尽职履责情况，发现涉嫌违法违规重大问题的，立即移交稽查部门介入。监管部门虽然不再对申报文件进行实质性审查，但对中介机构尽职履责情况的现场核查可能更为严格。

6、加强对业绩“变脸”的处罚力度

确认业绩“变脸”，即暂不受理相关保荐机构推荐的发行申请，并移交稽查部门查处。这一举措对于保荐机构项目的选择和内部质量控制提出了较高要求，内核不再是流于形式、走走过场。如果保荐机构的任何一个项目出现问题，都将导致其他项目连带暂不受理，在暂不受理期间，其他发行人则可能会更换保荐机构，或者发行人也应关注保荐机构推荐的其他项目是否存在业绩变脸的风险，要求其对此作出承诺，避免发行人的时间成本。

7、公示中介机构的诚信记录、执业情况

综上所述，新股发行体制改革大踏步向着强化信息披露、淡化实质审核、强调各主体责任的改革方向迈进，但受限于《证券法》的现有规定，目前新股发行体制改革仍处于“计划经济”向“市场经济”的转型期，新股发行注册制能否最终实现，还有待《证券法》的修订结果。目前，中国证监会正在陆续落实与《意见》相配套的各项实施细则，与之相关的退市制度也在完善之中，我们期待新股发行体制改革达到预期目的，实现证券市场的平稳健康发展。

曲惠清 合伙人 电话：86-010 8519 1281 邮箱地址：quhq@junhe.com

金奂佶 律师 电话：86-010 8519 2435 邮箱地址：jinhj@junhe.com