

英国另类投资市场终身保荐人制度的借鉴

■ 陈 杰

内容提要：保荐制度起源于英国另类投资市场终身保荐人制度。我国自 2004 年开始引入保荐制度，深受英国另类投资市场终身保荐人制度的影响。相较于英国另类投资市场较为成熟的终身保荐人制度，我国不论是场内交易还是场外交易的推荐督导的相关制度仍有较大差距。我国保荐制度对英国另类投资市场终身保荐人制度的借鉴存在一系列问题，保荐制度的发展完善应当结合本国证券法律实践，配以相应的保荐人评价制度等提高保荐质量的制度体系，制定提高保荐质量的弹性条款，同时严格管控高风险的地方性场外交易市场。

关键词：证券法 英国另类投资市场 保荐人 终身保荐人制度

中图分类号：F832.5 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1770(2016)05-040-04

一、终身保荐人制度的背景：英国另类投资市场

保荐制度是指有资格的保荐人推荐符合条件的公司上市（挂牌）和证券发行，并对其所推荐的公司提供持续性训示、督促、辅导、指导和信用担保的制度。保荐制度的核心是推荐和督导。英国另类投资市场（Alternative Investment Market，简称 AIM 市场）是保荐制度的起源地，对我国保荐制度的建立有着深远的影响。其中，另类是指相对于伦敦证券交易所（简称伦交所）主板市场的其他投资市场。在英国，证券场内交易市场即伦交所主板市场，证券场外交易有另类投资市场和三板市场（即 OFEX 市场¹）。不论是融资门槛还是影响力，英国主板市场高于另类投资市场，另类投资市场高于 OFEX 市场。OFEX 市场挂牌企业和融资金额都较小，2012 年被英国毅联汇业（ICAP）并购。目前，另类投资市场是英国最主要的全国性场外交易市场。

另类投资市场成立于 1995 年，目前已经在 100 多个国家开展业务，累计超过 3600 家企业挂牌，累计融资超过 900 亿英镑，其中有两成左右的企业来自海外。可以说，另类投资市场是最成功的场外市场之一，甚至伦交所将另类投资市场视为世界经济的未来。也正因为此，我国在证券法律制度构建和完善时往往以另类投资市场为借鉴。

另类投资市场的目的在于帮助具有成长性的小企业发展而融资，所以加入另类投资市场的企业无市值要求，无经营记录要求，无公众持股量要求，大多数交易无需股东

事先批准²。与另类投资市场相比较，英国主板市场上市有最低市值要求、需要 3 年的经营记录、公众需最少持股 25%。可见，另类投资市场挂牌要求要宽松的多。由于另类投资市场在英国也被称为二板市场，所以在比较 AIM 市场与我国证券市场时，有学者将其对应于我国的创业板。严格的说，这种比较并不准确。我国创业板市场仍属于场内交易，上市条件有总股本不少于 3000 万等要求，这与另类投资市场的要求并不近似。准确的说，另类投资市场与我国“新三板”较为接近——“新三板”同样以中小微企业为主，同样不要求盈利、不要求企业资产，只需要股权结构清晰、经营合法规范、持续经营两年并经主办券商推荐即可挂牌。

终身保荐人制度是另类投资市场运作和监管的核心，也是常被伦交所认为是另类投资市场成功的根本原因。在另类投资市场申请挂牌的企业虽然各项条件较为宽松，但必须聘请终身保荐人（Nomad）进行挂牌前的推荐和挂牌后的持续督导。在挂牌推荐时，保荐人会进行挂牌的指导和业务的监督，确保申请挂牌的企业符合另类投资市场的各项，包括信息披露、股权清晰、合法经营、有持续盈利能力等要求。虽然在另类投资市场规则上对挂牌企业的市值和经营记录没有要求，但一般保荐人希望保荐有实力和潜力的公司挂牌。除无营业收入或者自然资源企业外，保荐人倾向于保荐具有至少三年的持续增长记录、预测显示其销售将持续增长、比同业公司有更好的业绩记录的企业。

如果企业业绩太差而得不到保荐人的推荐，即使信息披露合法规范、股权清晰经营合法也无法在另类投资市场挂牌。此外，如果申请挂牌的企业有危及另类投资市场秩序或另类投资市场声誉的可能，伦交所也会拒绝该企业在另类投资市场挂牌。

另类投资市场挂牌企业涉及四十多个行业。另类投资市场对不同行业的企业挂牌的要求准确的说并不一致。尽管原则上任何一个行业的企业都可以申请在另类投资市场挂牌，但在中期具有成长空间行业的更容易获得挂牌；衰退的行业中的企业如果有强有力的管理层，并不断扩大市场份额进行行业整合的话也可以获得挂牌。对自然资源、生物技术、投资基金这些行业而言，企业的业绩最为重要。此外，另类投资市场对特定企业还有特定要求。如果申请挂牌的企业主要业务是一项新业务且营业不到两年、经营不独立，那么必须确保业务相关方在企业挂牌后一年内不处分其证券市场上任何权益³。如果申请挂牌的企业是一家投资公司，则需至少通过股权融资300万英镑，同时需陈述并执行其投资策略。同时，这个投资策略及其任何重大改变需经其股东大会同意。当然，这些特殊的规定，企业在申请挂牌时，其所聘任的保荐人都会对其进行告知并予以辅导。

二、英国另类投资市场终身保荐人制度的规定

英国另类投资市场挂牌条件较为宽松，这些宽松的规定无疑增加了场外交易的风险，为了实现有效监管，另类投资市场制定了极具特色的终身保荐人制度。所谓“终身”是指加入另类投资市场的企业挂牌过程中及挂牌后任何时候都需要指定一名符合条件的保荐人进行指导和监督。在任何时间，如果企业没有符合条件的保荐人，其股票将会停牌；如果保荐人空缺多达一个月，将会被摘牌。另类投资市场关于终身保荐人制度的规范性文件主要为另类投资市场规则，其针对企业和保荐人分别制定，目前版本为2016年1月的《另类投资市场企业规则》(AIM Rules for Companies - January 2016)和2014年5月的《另类投资市场保荐人规则》(AIM Rules for Nominated Advisers - May 2014)。

终身保荐人制度可以分为三个方面，一为保荐人对企业的推荐和督导，二为保荐人的资格标准，三为对保荐人的日常监管。

在保荐人对企业的推荐督导方面，保荐人一方面是企业

申请挂牌过程中和挂牌后的主要顾问，另一方面对企业进行监督担保。其主要职责有对申请人董事、财务状况、业务活动、战略及相关资料尽职调查，确保申请人适合在另类投资市场上市；对申请人及每一位董事和潜在顾问进行适合性和声誉方面的评估，确保其符合另类投资市场的要求；提供首次发行的全面指导；协调、监督上市文件的准备；向伦交所确认申请人适合在另类投资市场上市；申请人上市后，作为另类投资市场挂牌期间主要监督人，跟进其最新动态，确保公司符合另类投资市场规则所规定的信息披露、持续遵守另类投资市场规则等方面的要求。可以说，保荐人是另类投资市场运作的核心，另类投资市场正是通过保荐人为桥梁对另类投资市场上市的公司进行监管。

在保荐人资格标准方面，伦交所对另类投资市场保荐人资格标准非常严格。另类投资市场保荐人可以是投资银行、企业融资公司或是会计师事务所等，但其作为保荐人必须经过伦交所的批准。另类投资市场保荐人批准所要求的资格标准规定在《另类投资市场保荐人规则》之中。简要的说，申请者必须符合以下几个条件：1. 申请者必须是一个公司，而不能是自然人；2. 从事企业金融业务至少两年，且这两年中至少从事相关交易3次；3. 至少有4名具备保荐业务资格的从业人员。除了上述三个条件，伦交所还会考虑申请者是否有危害另类投资市场的声誉或廉正的可能，并有权以此为由拒绝那些符合上述条件的申请。判断这种危害的可能性会参考如下因素：1. 申请者是否经过合法授权、接受管理并与管理者立场一致；2. 申请者的口碑；3. 申请者及其成员是否接受过法律、金融监管机构的处罚；4. 申请者在金融业务相关交易中的表现。同时，《另类投资市场保荐人规则》还对保荐人内部成员、金融相关交易进行了一系列要求。诸如会对成员进行面试。伦交所对保荐人资格标准的要求非常严格。目前，另类投资市场共有37家保荐人。经伦交所批准的保荐人仍然需要接受伦交所的管理，并持续履行其义务(Continuing Obligations)。保荐人必须保证其所推荐的公司持续符合另类投资市场的要求，如果保荐人认为其推荐的公司不再符合另类投资市场的要求必须及时告知监管机构。

在对保荐人的日常监管方面，伦交所对保荐人的监管十分严格，以确保另类投资市场保荐人和其推荐的公司符合另类投资市场的各项要求。保荐人及其成员必须接受伦交所正式的检查、回答任何相关的问题。如果出现其所推荐的公司

出现破产、受到处罚等情形，抑或保荐人自身无法符合另类投资市场对其的各项要求时，伦交所将会撤销其保荐人资格。除了撤销保荐资格外，伦交所还可以视情节严重对保荐人实施以下处罚：警告、罚款、谴责、公示处罚及处罚理由。当然，保荐人对此有申诉的权利⁴。

三、相关建议

证监会 2004 年开始实施《证券发行上市保荐制度暂行办法》，标志我国开始了对英国另类投资市场保荐制度的借鉴。目前我国证券市场关于推荐、督导的相关规定已经从场内交易扩张到场外交易。细言之，要求保荐及其类似制度的相关市场有沪深主板、中小企业板、创业板、“新三板”、天津股权交易所等。依据市场层次的不同，对保荐制度的要求也不尽相同。总体而言，随着市场层次的降低、风险的增加，对保荐制度的规定也就越来越严格，持续督导的期限也相应延长。例如场内交易和部分场外交易中，证券的上市和公开发行都需要保荐。主板和中小企业板上市情形下，持续督导期限至少为 2 个会计年度；主板和中小企业板上市公司发行新股、可转换公司债券的，持续督导期限至少为 1 个会计年度；创业板上市的，督导期限至少为 3 个会计年度；创业板上市公司发行新股、可转换公司债券的，持续督导期限至少为 2 个会计年度；“新三板”挂牌和公开发行证券的，需要主办券商终身持续督导；天津股权交易所挂牌和公开发行证券的，需要督导服务机构终身持续督导。可以说，我国多层次资本市场保荐制度的建立是全面的，成体系的。“新三板”和天津股权交易所为代表的终身持续督导制度也是深受英国另类投资市场终身保荐人制度的影响。毕竟我国保荐人制度建立尚晚，仍有较多不尽如人意之处。与英国另类投资市场终身保荐人制度相比较，本文有如下建议。

首先，我国保荐人制度的建立和完善应当与我国国情相适应。最具有可比性的是我国“新三板”市场和英国另类投资市场——虽然二者都有终身保荐人这类制度，但是毫不夸张的说，制度运行效果有天壤之别。我国对域外法律制度的法律移植往往重形式轻实质，忽略我国实际国情。诸如有学者认为应当借鉴英国另类投资市场终身保荐人制度，借鉴的建议是延长保荐人督导期限。而我国的保荐人制度运行的现状是重推荐、轻督导，保荐工作流于形式、

低质量执业行为过多。在不提高执业质量的情形下即使延长至终身持续督导也无济于事；而如果高质量的保荐工作成为主流，目前的持续督导期限也已足够。而我国保荐人制度初建时，更是严重忽视我国基本国情。在保荐人资格和保荐代表人资格稀缺的情形下，“一刀切”地要求马上建立保荐人制度，所有证券上市和公开发行都需相应保荐。后果是不但没有实现保荐制度的目的，没有提高证券上市和公开发行质量，反而让低质量的保荐行为横行进而形成行业陋习。时至今日，保荐人制度的运行效果仍为业内所诟病。

其次，建立和完善提高保荐人执业质量的制度体系。英国另类投资市场终身保荐人制度中虽然对保荐人也有严格的监管，诸如被推荐的公司破产或受到处罚则会撤销相应保荐人的资格。但这种监管还没有达到提高执业质量的制度体系的地步。我国从主板到“新三板”各层资本市场都面临着如何提高保荐人执业质量的问题，为此又不得不制定各类评级标准和奖惩措施。诸如《深圳证券交易所上市公司保荐工作评价办法》、《全国中小企业股份转让系统主办券商执业质量评价办法（试行）》等等。这些评价办法往往针对目前执业实践问题而制定，更符合我国国情。但这种评价办法并不普遍适用，仅由证券交易场所自己制定并实施。例如上海证券交易所就没有相应的保荐工作评价办法；已经建立终身持续督导制度的天津股权交易所对保荐服务机构和督导服务机构也缺乏相应的评价办法。

第三，增加保障证券发行保荐质量的弹性规定。我国借鉴英国另类投资市场终身保荐人制度更多的是借鉴其硬性规定。如另类投资市场要求保荐人资格申请至少需 4 名具有保荐业务从业资格的人员；我国则规定具有保荐代表人从业资格的从业人员不少于 4 人。但相应的弹性规定借鉴较少。如另类投资市场挂牌申请时，申请企业只要是有可能损害于另类投资市场秩序或声誉都会被拒绝挂牌；另类投资市场保荐人资格准入时，只要申请者有可能损害另类投资市场声誉或廉正就会被拒绝申请。这种弹性规定在我国保荐制度中并不常见。而在我国保荐人开展保荐业务时却存在着大量有损于相应市场声誉的行为，尤其是低质量的保荐行为。所以，我国保荐制度可以借鉴英国另类投资市场终身保荐人制度中的各种弹性规定，从实质上提高保荐人准入门槛、保障证券发行质量。

最后，严格管控地方性场外交易市场。地方性场外交易

市场是我国多层次资本市场的重要组成部分，但其存在较多隐患不容忽视。目前我国地方性证券场外交易市场“遍地开花”，基本各省都有本地的股权交易市场，各地级市也纷纷建立本地的产权交易市场。全国几十个股权交易市场、几百个产权交易市场给资本市场所带来的高风险值得关注。各地方性证券市场重融资轻风险的倾向非常明显。除了天津股权交易所等规模较大、制度较成熟的场外交易市场外，大部分地方性场外交易市场缺乏相应的保荐人推荐、持续督导等自律监管制度。即使是建立相应保荐制度的地方性场外交易市场，其保荐制度的运行也不容乐观。在我国当前经济下行的压力下，企业破产、债务违约不断发生，各地方性场外交易市场无疑成为我国多层次资本市场建设的隐患。所以，应当严格管控地方性场外交易市场，减少不必要的地方性场外交易市场，重点监管已经建立的地方性场外交易市场，并对其逐步实施终身保荐人制度。

总之，英国另类投资市场终身保荐人制度是使其成为世界上最成功场外交易市场的关键，确实有很多值得我国学习借鉴之处。但我们在学习借鉴过程中，有时会“引喻失义”，达不到相应的预期。本文对此建议，对英国另类投资市场终身保荐人制度的学习和借鉴应当从我国证券业发展的国情出发，建立和完善保荐人执业质量的保障体系，增加提高保荐质量的弹性规定，同时应当严格管控“遍地开花”的证券场外交易市场。

注：

本文为天津市高等学校人文社会科学研究项目“我国证券场外交易市场保荐制度研究”，项目编号20122701。

1. 三板市场即OFEX市场（Off-Exchange市场），也称为Plus Markets。与主板和AIM对应，OFEX市场可称为三板市场。2012年6月，英国毅联汇业（ICAP）并购了OFEX，成为英国毅联汇业证券期货交易所。

2. 一般情况下，重大出售和收购时都无需股东事先批准。只有在反向收购和令企业发生根本性改变的出售的情形下才需要经过股东的事先批准。

3. 这条例外不适用于法院判决、权利人死亡等情形。

4. 英国另类投资市场就处罚和申诉制定了规范性文件AIM Disciplinary Procedures and Appeals Handbook。目前适用的是

2014年5月的版本。

参考文献：

[1] AIM. A Guide to AIM[M]. Published by White Page Ltd, 2015.

[2] AIM. AIM Rules for Companies[M]. London Stock Exchange Group plc, 2016.

[3] 周文英. 英国AIM终身保荐人制度对我国保荐人监管的启示[J]. 暨南学报(哲学社会科学版), 2013(4): 79-84.

[4] 叶林. 证券法[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2013.

[5] 张承惠. 场外股权交易市场的困境摆脱: 国际借鉴及启示[J]. 改革, 2012(5): 110-119.

[6] 苏鹏. 对我国创业板保荐制度探析——基于AIM终身保荐人制度[J]. 新西部, 2011(33): 48-58.

作者简介：

陈杰 法学博士 天津科技大学法政学院