

《首次公开发行证券网下投资者管理规则》 起草说明

为配合做好全面实行股票发行注册制改革工作，进一步加强网下投资者管理，引导和督促网下投资者积极发挥专业定价能力，促进市场化定价机制有效发挥作用，维护首次公开发行证券（以下简称首发证券）网下发行秩序，中国证券业协会（以下简称协会）研究制定《首次公开发行证券网下投资者管理规则》（以下简称《管理规则》）。现将起草情况说明如下：

一、起草背景

为规范首发证券网下投资者管理，协会分别制定了《首次公开发行股票网下投资者管理细则》《注册制下首次公开发行股票网下投资者管理规则》等自律规则，并配套发布了一系列工作通知，持续强化主板、科创板和创业板等板块网下投资者自律管理。

为配合做好全面实行股票发行注册制改革工作，在充分借鉴吸收科创板和创业板网下投资者管理先进经验和实践做法的基础上，有必要对各板块网下投资者管理规则以及通知要求进行系统梳理和整合，进一步形成统一的网下投资者管理规则。同时，市场化定价机制能否有效发挥作用，有赖于网下投资者是否具备与之相匹配的投资经验、研究定价、合规风控、投资实力等方面的专业能力。为确保网下投资者

真正具备参与网下发行业务所需的专业能力，市场化定价机制能够正常发挥作用，需结合当前的市场环境、投资者结构、业务实际以及自律管理工作实践等情况，对网下投资者的注册条件、行为规范、自律管理等要求进一步予以明确和细化，引导督促网下投资者科学、独立、客观、审慎地参与网下发行业务，持续提升自律管理的针对性和有效性。为此，协会研究制定了《管理规则》，为全面实行股票发行注册制下网下投资者自律管理提供依据和指导。

二、起草思路

《管理规则》在起草过程中，主要遵循以下思路：

一是整体框架保持不变。目前，协会已建立起涵盖事前注册管理、事中行为规范、事后违规处理在内的全链条自律管理体系，总体运行良好有效。为确保全面实行股票发行注册制改革平稳落地，《管理规则》在网下投资者自律管理框架方面与原有规则保持一致，不作出调整。

二是借鉴吸收注册制板块经验。科创板和创业板等注册制板块为市场化发行定价机制下网下投资者管理积累了宝贵经验。《管理规则》在起草过程中充分吸收借鉴科创板、创业板网下投资者管理经验和实践做法，构建适应全面实行股票发行注册制改革需要的网下投资者管理制度机制。

三是统一板块适用标准。为适应全面实行股票发行注册制改革需要，《管理规则》对主板、科创板、创业板等不同板块，以及专业机构、一般机构、个人等不同类型的网下投

投资者总体适用统一的标准和要求进行管理，全面提升网下投资者自律管理水平。

四是强调专业能力要求。为促进市场化定价机制有效发挥作用，在注册条件、行为规范等方面，进一步明确网下投资者在内部管理、研究定价、合规风控、投资实力、专业人员配置等方面的具体要求，确保网下投资者具有参与网下发行业务所需的专业能力，配售对象的产品性质和投资策略与网下询价和配售业务相匹配。

五是压实市场主体责任。通过引导和督促网下投资者加强内部管理、强化行为约束，压实证券公司作为推荐券商和主承销商在适当性管理、投资者教育服务、资产规模核查、信息报送等方面的主体责任，加大自律处罚力度，提高违规处理时效性等方式，进一步强化市场主体责任意识，促进各方主体归位尽责，共同维护网下发行秩序。

三、主要内容

《管理规则》共六章七十二条，分别是第一章总则、第二章网下投资者注册管理、第三章网下投资者行为规范、第四章证券公司责任、第五章自律管理、第六章附则以及附件。主要包括：

（一）明确规则适用范围。《管理规则》第一章对规则的制定目的和依据、适用范围、协会自律管理职责等作出明确规定。《管理规则》适用于证券交易所主板、科创板、创业板等各板块的首发证券网下投资者管理工作。

（二）完善网下投资者注册条件。《管理规则》第二章对网下投资者及配售对象的注册条件作出具体规定。为优化网下投资者队伍，充分发挥投资者价格发现的核心关键作用，《管理规则》从投资经验、专业能力、内部控制、风险承受能力等方面，对网下投资者注册条件作出进一步细化规定。

1. 参与主体类型基本沿用当前各板块网下投资者主体范围安排。科创板、创业板的网下投资者由证券公司、基金管理公司、保险公司及前述机构资产管理子公司、期货公司、信托公司、财务公司、合格境外投资者、符合一定条件的私募基金管理人等专业机构投资者构成；主板网下投资者由前述专业机构投资者、符合一定条件在中国境内依法设立的其他法人和组织（以下统称一般机构投资者）以及个人投资者构成。期货资产管理子公司参照私募基金管理人进行管理。网下投资者参与首发证券网下询价和配售业务，应当符合协会规定的条件，并在协会完成注册。

2. 统一主板、科创板和创业板对私募基金管理人的风险承受能力要求。市场化发行定价机制下，需要网下投资者具备较高的风险承受能力，鉴于实践中部分私募基金管理人存在风险管控体系不严、执行力度不足、投资决策缺乏稳定性、市场风险分散难度较大等问题，为减少对证券发行一级市场的不利干扰因素，在充分借鉴科创板、创业板网下投资者自律管理经验的基础上，统一私募基金管理人的风险承受能力

要求。私募基金管理人管理的在中国证券投资基金业协会备案的产品总规模最近两个季度应均为 10 亿元（含）以上，且近三年管理的产品中至少有一只存续期两年（含）以上的产品。

3. 提高机构投资者独立定价能力、投资管理能力、合规风控能力要求。科创板、创业板注册制改革过程中，暴露出部分机构投资者独立性、合规风控能力以及专业研究定价能力不足、报价搭便车、抱团报价等问题，为进一步规范网下投资者行为，《管理规则》从四个方面提出了具体要求。一是人员配置要求，明确专业机构和一般机构投资者均应配备首发证券研究和投资业务人员，且具有两年（含）以上权益类资产研究或权益类、混合类产品投资管理经验；二是投资独立性要求，机构投资者应自主作出投资决策；三是合规性要求，机构投资者尤其是私募基金管理人应将参与首发证券网下询价和配售业务纳入整体合规风控体系，并指定专门人员加强合规管理和风险控制，并对首发证券网下询价和配售业务合规管理人员工作经验和专业要求作出规定；四是对一般机构投资者风险承受能力要求进行细化，要求其风险承受能力等级应为 C4 级（含）以上。以上要求旨在进一步提高网下投资者的专业化水平和合规风控水平，促进后续自律管理工作正常开展。

4. 完善个人投资者注册条件。《管理规则》明确个人投资者应为中国公民或者具有中国永久居留资格的外国人，并

对个人投资者证券投资交易经验要求进行了细化和完善，明确证券投资交易经验包括但不限于投资者从事证券交易时间达到五年（含）以上，且具有上海市场和深圳市场证券交易记录，最近三年持有的从证券二级市场买入的非限售股票和非限售存托凭证中，至少有一只持有时间连续达到 180 天（含）以上等。同时《管理规则》对个人投资者风险承受能力要求进行细化，要求能够独立承担投资风险，其风险承受能力等级应为 C4 级（含）以上，旨在进一步完善网下投资者的专业化要求，确保在市场化发行条件下参与首发证券网下询价和配售业务的个人投资者具备丰富的证券投资交易经验和较强的风险承受能力。

（三）优化配售对象注册管理。为适应全面实行股票发行注册制改革要求，突出证券投资账户的专业定价能力，《管理规则》对配售对象注册条件作出更加详细和明确的规定。

1. 明确配售对象注册类型。配售对象应为网下投资者所属的自营投资账户及（或）直接管理的证券投资产品。

2. 提高证券投资产品注册要求。为服务全面实行股票发行注册制改革，在充分借鉴科创板和创业板网下投资者自律管理经验的基础上，进一步提高网下投资者专业定价能力要求。一是突出投资者的股票投资管理能力，明确金融机构资产管理产品和私募证券投资基金配售对象注册类型仅限于权益类和混合类产品；二是为规避私募证券投资基金通过多层嵌套等方式进行套利投资以获得超额收益，明确其直接投

资于非公开募集的金融机构资产管理产品和私募投资基金的资产不得超过 20%。

3. 统一主板、科创板和创业板配售对象投资实力的要求。结合当前各板块网下发行实践中对配售对象账户市值的统一要求，规则对配售对象注册条件予以统一，明确除公募基金、社保基金、养老金、年金基金、保险资金、合格境外投资者账户以外，其他配售对象账户从上海证券交易所和深圳证券交易所二级市场买入的非限售股票和非限售存托凭证截至最近一个月末总市值应不低于 6000 万元。

4. 强化投资经验要求。为规范配售对象账户运作，提高账户独立定价能力，明确产品投资经理应具备两年（含）以上权益类资产研究或权益类、混合类产品投资管理经验。

5. 完善休眠账户管理。针对实践中部分网下投资者所管理的配售对象在一定期限内未参与首发证券网下询价和配售业务的情形，为进一步提高网下投资者注册管理效能，优化网下投资者管理系统运行效率，完善对注册账户的跟踪分析评价，建立网下投资者休眠账户管理制度，完善账户的分类管理。

（四）统一主板、科创板和创业板配售对象询价前市值规模要求。《管理规则》根据各板块网下询价和配售业务要求，在总结实践经验的基础上，将实践做法明确规定到自律规则中，给予主承销商更加明确的指导。

配售对象在项目发行上市所在证券交易所基准日前二

十个交易日（含基准日）的非限售股票和非限售存托凭证总市值的日均值应为 6000 万元（含）以上。科创和创业等主题封闭运作基金与封闭运作战略配售基金，在该基准日前二十个交易日（含基准日）的非限售股票和非限售存托凭证总市值的日均值应为 1000 万元（含）以上。首发证券项目的发行人和主承销商可以设置网下投资者的具体条件，并在相关发行公告中预先披露，具体条件不得低于《管理规则》规定的基本条件。

（五）细化网下投资者行为规范要求。《管理规则》第三章从基本要求、研究定价、报价申购、合规风控、禁止性行为等几个方面规范网下投资者行为，并针对网下投资者在展业过程中存在的薄弱环节和潜在风险点，对网下投资者主要业务环节提出进一步规范要求。

1. 加强制度建设。为推动网下投资者不断提升与市场化定价机制相匹配的专业能力，持续加强内部管理，要求网下投资者应建立完善的内部控制制度和业务操作流程，对业务开展情况进行全面管理。

2. 强化合规风控要求。为督促网下投资者提高合规风控意识，加强合规和风险管理，增加了机构投资者合规审查和 risk 监测监控方面的具体规定，明确初步询价环节网下投资者拟申购金额的具体确定标准和要求。同时，市场化发行定价机制下，配售对象获配金额不确定性增加，为避免出现一般机构和个人投资者因流动性管理能力不足而无法及时缴

款的情形，对一般机构和个人投资者提出了现金资产规模的要求，其配售对象在证券公司开立的资金账户中最近一月末资金余额应不得低于其证券账户和资金账户最近一个月末总资产的 1%，询价前资金余额不得低于其证券账户和资金账户总资产的 1%。

3. 细化研究定价标准。为引导有专业能力的网下投资者在首发证券定价中积极发挥中枢作用，促进市场化发行定价机制发挥有效作用，《管理规则》对机构和个人网下投资者定价依据作出进一步细化规定，明确要求机构投资者的定价依据应包括基本面研究、盈利能力和财务状况分析、估值定价模型等内容，个人投资者定价依据应包括估值定价方法、假设条件、估值参数说明及逻辑推导过程等内容，并对网下投资者最终报价的决策形式、依据和过程提出明确要求。

4. 细化禁止性行为种类。结合网下投资者自律管理实践经验，在对网下投资者违规行为进行全面梳理的基础上，补充增加“报送信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的”、“通过嵌套投资等方式虚增资产规模获取不正当利益的”、“委托他人开展首发证券网下询价和申购业务，经行政许可的除外”、“未审慎报价的”、“未严格履行报价评估和决策程序，及（或）定价依据不充分的”、“向主承销商提交的资产规模报告等数据文件存在不准确、不完整或者不一致”等违规情形，引导网下投资者合规展业，降低业务操作风险，不断提高报价行为的规范性。

（六）压实证券公司主体责任。《管理规则》第四章对证券公司责任作出全面规定，并进一步压实证券公司作为推荐券商、托管机构或经纪商，以及主承销商的主体责任，强化证券公司主体责任意识，督促各方主体归位尽责。

1. 证券公司适当性管理责任。为确保网下投资者持续符合协会规定的基本注册条件，进一步明确证券公司在适当性自查工作中，发现推荐的网下投资者或其管理的配售对象不符合投资者适当性要求的，应当及时向网下投资者进行书面提示，告知其未持续符合网下投资者适当性管理要求情况及后续拟采取的措施，并列举了向协会报告以及申请暂停或注销账户的具体情形，为证券公司采取适当性管理措施提供依据。

2. 证券公司出具证明材料责任。为配合主承销商开展网下投资者资产规模核查工作，要求证券公司为其经纪业务投资者及受托管理的配售对象参与网下发行业务出具资产规模报告等证明材料，并保证证明材料真实、准确、完整。

3. 证券公司资产规模核查责任。为进一步提高主承销商资产规模核查工作的实效性，将资产规模核查的执行口径调整为网下投资者最近一个月末产品资产规模报告或在证券公司开立的证券账户和资金账户中的总资产，以及一般机构和个人投资者配售对象资金账户资金余额情况。明确要求主承销商应对网下投资者资产规模报告数据和填报的资产规模数据进行比对，对资产规模报告等证明文件的合法性和齐

备性、拟申购金额是否超过配售对象总资产、现金资产金额是否符合申购要求等进行核查。

4. 证券公司信息报送责任。要求证券公司切实做好核查、询价、配售、监测等信息报送工作，并确保信息真实、准确、完整、及时。同时，进一步明确主承销商向协会报送信息的种类、时限和要求。主承销商应于首发证券上市之日起十个交易日内向协会报送配售对象资产规模等信息。主承销商发现网下投资者存在违规情形的，原则上应于发现之日的次日前向协会报送。

（七）健全完善自律管理机制。《管理规则》第五章对措施类型、违规行为处理以及处理程序等事项作出规定，通过加大违规行为处罚力度，优化违规行为处理，完善违规处理程序性规定，在充分保护网下投资者合法权益的前提下，进一步提高违规行为处理的有效性和针对性，对违规主体形成有效震慑，持续净化网下发行生态。

1. 加大违规行为处罚力度。为适应全面实行股票发行注册制改革需要，统一各市场板块名单管理机制，将原主板黑名单并入限制名单进行管理。针对网下投资者“报送信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”、“使用他人账户、多个账户报价”、“委托他人开展首发证券网下询价和申购业务，经行政许可的除外”、“网下投资者之间协商报价”、“与发行人或承销商串通报价”、“故意压低、抬高或者未审慎报价的”、“未履行报价评估和决策程序，及（或）无

定价依据的”以及多次发生违规情形等严重影响网下发行秩序的违规行为，通过延长网下投资者或配售对象被列入限制名单期限的方式，进一步加大违规处罚力度。同时增加对不适格网下投资者违规行为的处理措施，严厉打击通过提供虚假注册信息资料等方式进行注册的违规失信行为，对违规主体进行严肃惩戒，形成有效震慑。

2. 优化违规行为处理措施。为做好新旧规则的有效衔接，贯彻落实“以人民为中心”的发展思想，各市场板块网下投资者违规行为处理原则保持协调统一。同时，在总结自律管理实践经验和对违规行为进行全面梳理评估的基础上，对不同性质的违规行为采取差异化的处理措施，切实做到“惩教结合”和“过惩相当”。

针对“提供有效报价但未参与申购”、“未按时足额缴付认购资金”等违规情形，调整原主板可免予一次处罚¹和科创板、创业板首次违规即纳入限制名单的规定，各市场板块统一调整为采取要求参加合规教育并提交合规承诺的自律措施；针对多次出现上述违规行为，有关违规行为造成明显不良影响或后果，或者网下投资者未在规定时间内完成合规教育或提交合规承诺的，协会将对其进一步采取警示、责令改正、列入限制名单等自律措施。

针对实践中容易出现的“向主承销商提交的资产规模报

¹ 依据《首次公开发行股票网下投资者管理细则》第二十四条的有关规定，网下投资者所属的配售对象在一个自然年度内首次出现“提供有效报价但未参与申购”或“未按时足额缴付认购资金”情形，未造成明显不良后果，且及时整改，并于项目发行上市后十个工作日内主动提交整改报告的，可免予一次处罚。

告等数据文件存在不准确、不完整或者不一致”等违规行为，鉴于主要由于人工操作失误等原因造成，实践中主承销商发现后会剔除该网下投资者所管理的配售对象报价，未对网下发行秩序造成较大危害，因此对此类违规行为，按照违规次数分别采取要求参加合规教育并提交合规承诺、不得参与网下询价和配售业务、列入限制名单等自律措施。

3. 增加人员违规自律惩戒。网下投资者或者证券公司的工作人员存在违规行为的，协会可对相关责任人员采取发送监管工作函、约谈、要求回应、作出声明等工作措施，或者谈话提醒、要求提交承诺、要求参加合规教育、警示、责令改正、责令所在机构给予处理等自律措施，通过进一步压实有关责任人员的主体责任，强化相关工作人员的合规意识，提高执业行为的规范性。

4. 提高违规处理时效性。在进一步提高主承销商向协会报送违规信息时效性要求的基础上，对协会违规处理的时间要求作出具体规定，包括调查、初审、复审、事先告知、复核等程序和环节，通过优化案件处理程序，在充分保护网下投资者合法权益的前提下，积极采取措施提高网下投资者违规案件办理效率，切实维护网下发行秩序。

5. 完善自律管理程序。《管理规则》中明确规定，网下投资者及其管理的配售对象、工作人员，证券公司及其工作人员等违反《管理规则》的案件适用特别程序，由协会网下投资者自律管理部门负责案件的调查、初审。采取自律管理

措施的案件，由网下投资者自律管理部门复核；采取纪律处分措施的案件，由协会自律处分与内审专业委员会进行复审和复核。网下投资者自律管理部门办理网下投资者违规案件，可由一名工作人员独立完成案件的非现场调查，并可由一名工作人员独任审理或进行复核。同一案件的调查、审理和复核人员不得相互兼任。

（八）其他规定。为做好《管理规则》与原有主板、科创板和创业板有关规则的新旧衔接，《管理规则》第六章对规则实施后的配套安排作出明确规定。规则实施前已注册的网下投资者及其管理的配售对象，可按照规则规定在原有业务权限内参与首发证券网下询价和配售业务。