

债券追责重心转“民事” 券商风控将精打细算

本报记者 李慧敏 北京报道

近日,《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《纪要》)发布,追责体系重心由“行政处罚”转向“民事诉讼”,《纪要》同时对于中介责任做了明确划定。

专业人士表示,《纪要》的出台,是中介机构“看门人”责任明晰的一个历史关键时点,对于中介责任的划定更具时代意义。而中介责任的划定,对整个市场生态具有根本性影响,上述变化将给证券公司带来全方位的挑战。

明确债券中介机构责任

“‘看门人’制度是资本市场最重要的治理方式之一,经过中介机构把关之后,相关主体即可进入证券市场。那么,中介机构的责任边界、连带赔偿责任边界到底在哪儿?这是个异常重要的问题。”一位资深市场分析人士认为,而边界这条线如何画,对整个市场的生态有根本性的影响。

“太左,券商可能不愿做业务,导致直接融资的债券市场活性丧失;太右,则约束不够,可能又会出现投资者利益没法得到充分保护的问题。”该人士表示,最高法此次划了一条合理的线,总的原则是过罚相当,是个辩证的平衡,在《纪要》当中以比较明确的方式确定下来。

《纪要》明确,债券中介机构依过错程度承担欺诈发行、虚假记载的民事赔偿连带责任,共涉及五个方面内容。

第一,《纪要》规定了债券承销机构、债券服务机构等中介机构的核查把关责任,细化明确了债券承销机构的过错认定和免责抗辩细则,同时对债券服务机构的过错认定做了明确规定。

第二,受托管理人的赔偿责任。受托管理人未能勤勉尽责,未履行受托管理职责,损害债券持有人合法权益,债券持有人请求其承担相应赔偿责任的,人民法院应当予以支持。

第三,债券发行增信机构与发行人的共同责任。监管文件中规定或者增信文件中约定增信机构

司带来全方位的挑战。

《中国经营报》记者了解到,中介机构法律责任加大,将促进其业务进一步规范开展。同时,对于业务激进的证券公司来说尤其不利,可能面临被淘汰出局的风险。而前置程序取消等系列维权,未来可能让证券公司疲于应诉。

而就《纪要》关于证券公司的责任豁免内容,有证券公司人士表示,相关条款应坚决执行,司法机关在判断证券公司是否存在过错方面要综合考虑实际情况。

的增信范围包括损失赔偿内容的,对债券持有人、债券投资者要求增信机构对发行人因欺诈发行、虚假记载而应负的赔偿责任承担相应担保责任的诉讼请求,人民法院应当予以支持。增信机构承担责任后,有权向发行人等侵权责任主体进行追偿。

第四,发行人与其他责任主体的连带责任。发行人的控股股东、实际控制人、发行人的董事、监事、高级管理人员或者履行同等职责的人员,对其制作、出具的信息披露文件中存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,足以影响投资人对发行人偿债能力判断的,应当与发行人共同对债券持有人、债券投资者的损失承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。

第五,为债券发行、上市提供服务的债券承销商、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等债券服务机构,知道信息披露文件存在虚假记载、重大遗漏或者误导性陈述,仍然参与信息披露文件的制作或分发,或对相关事项出具肯定性意见的,应当与发行人共同对债券持有人、债券投资者的损失承担连带赔偿责任。

“打破刚性兑付以后,如果发行主体在债权到期时不能兑付,投资者就会找各种专业机构去算账。经济、信用下行期,特别是注册制推开以后,慢慢就会把民事责任各方的主体推到一个司法的轨道上来。”前述资深分析人士表示。

尽职调查临考

国泰君安相关人士认为,《纪要》对中介责任做出的明确界定,给券商提出了全方位挑战。

“《纪要》赋予了投资者大量的维权方式,特别是取消了债券虚假陈述民事诉讼的处罚前置程序,未来可能让证券公司疲于应诉。”该相关人士表示,券商需要明确选择发行人的成本,适用更加严格、更明确的规章制度约束自己的行为,提升自己的工作质量,进而有效降低债券违约事件的发生。未来证券公司会更加独立,所受到的监管兜底服务、政策服务、监管保护将逐渐减弱。

浙商资产管理公司副总经理陈健认为,在发债流程更规

“行政”转“民事”影响可预见

“追责体系理论上包括民事、行政、刑事,以前行政一条腿独大,民事几乎没有,刑事也很少。”前述资深市场分析人士表示,追责重心向民事诉讼转移后,包括所有的市场参与者,直接面对的不再是证监会,而是所有的投资者和全国各地的法院。

李一峰认为,《纪要》第9条明确持券人和投资人以欺诈发行、虚假记载起诉要求发行人等承担侵权赔偿责任时,无需有生效的行政处罚或者生效的刑事裁判文书为前提要件,是《纪要》将追责重心从“行政处罚”转向“民事追责”的一大体现。

“《纪要》增加了持券人要求管理人进行积极起诉的依据和筹码,债券管理人在处理债券违约纠纷上的工作投入需要增加。这个投入对于更好地服务于市场长期发展是有益的。同时,明确券商等债券管理人可以自身信誉提供担保,减小了持券人维权成本,也加大了券商的信誉风险。”李一峰表示,然而,对作为债券管理人的证券公司等机构而言,债券管理人本身仅是中介机构,而非最终权利人,是否以自身信誉为持券人追索做

范、责任边界更明确的环境下,券商一方面面临日益激烈的竞争环境,另一方面面临强化规范的市场环境。

“当意识到通过降低风控来应对竞争是一条死路时,券商会更加注重评估项目合规性,做好尽职调查和信息披露,通过质控合规来赢得更多投资者、市场、监管层的信任,以应对激烈的竞争环境。”陈健表示。

“券商面临的不仅是业务承接工作量的加剧,也面临如何确保其他中介服务机构工作质量的问题。”海通证券债券融资总部总经理李一峰如是总结。

针对承销商尽职调查工作,

《纪要》将“不适当省略工作计划中规定的步骤”作为确定承销商过错的标准之一,并在第29条免责抗辩中详细罗列了尽职调查的各个步骤。由此,承销商在尽职调查上投入的工作量和分配的精力都亟待提升,否则将面临最终被追责的后果。

“由此看来,《纪要》对于现有市场中承销商尽职调查工作的开展无疑是一次规范化的洗涤,也是对现有市场中承销商机构进行的一次正面筛选,对于市场中介机构服务质量提升是一个重要时机。”李一峰强调。

“按照《纪要》要求,承销商不能再简单依赖于其他债券服务机

构出具的专业意见,而需要自行进行核查,甚至是调查和复核。在此种要求之下,如果其他债券服务机构工作质量不高,将直接导致承销商工作量加大,也加大承销商最终承担风险的责任。”李一峰进一步分析称,由此,在业务承接过程中,承销商应当适当关注具体业务其他中介服务机构的质量和数量,尽量确保尽职调查工作量投入可控,以及最终风险可控。

“承销一只债券会有多大的风险敞口?不用证监会每天盯着喊着加强内控,机构自己就能算出来可能面临多大的风险。”前述资深人士表示,券商在做内控的时候有一个可预期性。



本报资料室/图

保,以及该等担保是否应该收获相对应价,也是各大券商需要思考的问题。

上述国泰君安相关人士强调,追责体系重心的变化,对证券公司无疑会产生诸多影响,对于业务寂静公司尤其不利。

其一,《纪要》的发布提高了投资者的参与权,加大了虚假信息披露的惩罚力度。证券公司未来在信息披露工作方面要更加真实透明,经办人员要树立严格的合法合规及保护投资者利益意识,同时要进一步提高证券公司内部风险识别的专业能力。

其二,这种转变对于业务激进的证券公司来说不利。此类证

券公司可能因为民事索赔导致其未来债券业务风险敞口、风险准备金计提增加,进而导致其相应的经营成本和管理成本增加,甚至面临被淘汰出局的风险。

“当然,守法合规经营的证券公司有可能在将来获得更多的业务机会,具有更多的市场份额。”该相关人士补充道,为应对《纪要》提出的挑战,证券公司应进一步提高专业能力,建立证券公司内部评级体系,确保承销债券的质量。同时,债券市场需要多方维护,包括证券公司、律所、会计师事务所、评级机构等中介机构,在整个债券发行合作过程中能各司其职,在债券风险识别方面提

供专业、有底线的服务。

“《纪要》关于证券公司的责任豁免条款必须坚决执行,司法机关在判断证券公司是否存在过错方面应当综合考虑实际情况,不能‘唯结果论’和‘唯维稳论’”。上述相关人士同时提醒,以尽职调查为例,如果发行人或者实际控制人主观上存在故意隐瞒,证券公司可能穷尽了所有调查手段也无法获取全面真实的信息,譬如现实过程中,发行人存在违规担保、隐瞒重大案件,甚至一些商业银行出具的函证回复也存在虚假表述,在这些情形下,推定证券公司承担连带责任将有失偏颇。

债券市场开放提速 在华外资银行获准参与现券交易

本报记者 郝亚娟 张琛 上海报道

近日,中国人民银行、证监会联合发布公告(2020)第7号(以下简称“7号文”),同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作,在华外资银行亦可通过互联互通机制参与债券市场现券协议交易。

据了解,7号文发布之前,在华外资银行已通过银行间、交易所参与债券市场。不过,此前由于两大市场并未“打通”,在华外资银行还面临融资成本、投资者选择等问题。“7号文对外资行的影响主要有两个方面,一是银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作;二是在华外资银行可通过互联互通机制参与债券市场现券协议交易,拓宽了在华外资银行在交易所债券市场的参与渠道,其潜在交易规模、交易对手方以及可交易券种等范围都扩大了很多。”一位外资银行人士指出。

而从投资意向来看,穆迪投资者服务公司金融机构部分分析师李燕认为,在华外资银行有意愿参与,但总体规模不会很大。目前在华外资银行资产规模的市场占比很小,其中用于债券投资,特别是信用债的规模也有限。其未来的增长不仅取决于国内的债券市场,更取决于外资商业银行自身的发展战略。

银行间与交易所“互联互通”

近年来,我国债券市场对外开放不断提速。

2019年,中国证券监督管理委员会、中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》(证监发[2019]81号)指出,参与证券交易所债券交易的银行范围由前期试点的少数境内上市商业银行扩大至政策性银行和国家开发银行、国有大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、在华外资银行、境内上市的其他银行。

此次,由中国人民银行和中国证券监督管理委员会联合发布的7号文进一步允许外资银行参与交易所债券市场现券协议交易。其中载明,银行间债券市场和交易所债券市场互联互通实现的同时,国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、在华外资银行以及境内上市的其他银行,可以选择通过互联互通机制或者以直接开户的方式,参与交易所债券市场现券协议交易。

谈及从“现券竞价”拓展到“现券协议”的具体意义,穆迪投资者服务公司金融机构部分分析师李燕向《中国经营报》记者分析:“理论上,所有类型的交易所债券都可以使用协议交易。现实中,资质好的比如

国债更多使用竞价交易,信用债等更多使用协议交易。由于商业银行是债券市场上比较大的机构投资者和发行人,商业银行参与度的提升,能减小甚至消除不同市场之间的债券价差,提高市场有效性。”

东方金诚研究发展部分分析师从晓莉表示,允许在华外资银行参与现券协议交易,不仅意味着投资者之间的一对一协议交易变得可行,并使得交易类型和交易方式选择更加自主多样,还将为在华外资银行进行大额交易提供显著便利,弥补此前其仅可参与小份额现券竞价交易的局限,充分提振在华外资银行的参与热情和市场活跃度。

制度,降低外资机构投资者进入国内债券市场的复杂度,这会提高中国债券市场对境外投资机构的吸引力,能够促进资金的自由流动。同时,李燕认为,争取服务外资机构投资者是在华外资银行与中资商业银行未来的一个重点竞争和竞争的领域。

随着外资银行在我国债券市场的参与渠道逐渐拓宽,外资银行与本土金融机构的“竞合”也受到关注。对此,从晓莉表示,外资银行在资本市场业务方面长期积累了服务特色及核心竞争力,其全球布局和境外业务网络为跨境投资者多元化投资组合提供了明显的便利。尽管这些外资机构在投行和资管等业务领域加剧了国内市场竞争,但与此同时,本土金融机

构可发挥自身优势,与外资银行开展互补合作。

在南洋商业银行(中国)有限公司相关负责人看来,目前境外机构通过债券通、CIBM等方式积极参与我国境内债券市场,外资银行在开展债券通、服务境外机构方面具有较大优势。外资银行与中资银行在服务外资资产管理机构方面有较大合作空间。另外,外资银行可以助力国内优秀企业海外发债、融资,降低负债成本。

“目前来看,银行间债券市场和交易所债券市场在交易系统、托管、清算结算等方面差异较大,统一难度较大。下一步监管需要进一步明确上述三个方面的细则。”上述南洋商业银行(中国)有限公司相关负责人补充道。

据央行发布的最新数据显示,目前,中国债券市场余额为108万亿元人民币,位居世界第二。截至2020年6月末,共有近900家境外法人机构进入银行间债券市场,覆盖全球60多个国家和地区,持有人民币债券规模约2.6万亿元,2017年以来每年以近40%的速度增长。目前,境外机构持债规模占我国债券总量的比重为2.4%,持有国债规模占比达9%。

从在华外资银行参与我国债券市场的程度来看,李燕指出,在资产端,主要的在华外资银行均配置有国债、金融机构债、同业存单、公司债,资产配置以高评级债券为主;从债券市场参与角度,以一级市场为主,二级市场交易的活跃程度远低于主要中资银行,也有少数

制和债券登记托管制度,如债券登记托管制度,国外是多级托管,国内是中央托管;最后是相关法律文书。”兴业银行(601166.SH)首席经济学家、华福证券首席经济学家鲁政委表示。

“外资银行有意愿参与我国债券市场,但总体规模不会很大。目前在华外资银行资产规模的市场占比很小,其中用于债券投资,特别是信用债的规模也是有限的。其未来的增长不仅取决于国内的债券市场,更取决于外资商业银行自身的发展战略。”李燕如是说。

谈及具体原因,李燕分析,因为在外资银行可用于债券投资,尤其是信用债投资的资金规模比较小,短期内没有明显的冲击。长期来看,互联互通能够提升投资便

利性,降低外资机构投资者进入国内债券市场的复杂度,这会提高中国债券市场对境外投资机构的吸引力,能够促进资金的自由流动。

同时,李燕认为,争取服务外资机构投资者是在华外资银行与中资商业银行未来的一个重点竞争和竞争的领域。

随着外资银行在我国债券市场的参与渠道逐渐拓宽,外资银行与本土金融机构的“竞合”也受到关注。对此,从晓莉表示,外资银行在资本市场业务方面长期积累了服务特色及核心竞争力,其全球布局和境外业务网络为跨境投资者多元化投资组合提供了明显的便利。尽管这些外资机构在投行和资管等业务领域加剧了国内市场竞争,但与此同时,本土金融机

构可发挥自身优势,与外资银行开展互补合作。

在南洋商业银行(中国)有限公司相关负责人看来,目前境外机构通过债券通、CIBM等方式积极参与我国境内债券市场,外资银行在开展债券通、服务境外机构方面具有较大优势。外资银行与中资银行在服务外资资产管理机构方面有较大合作空间。另外,外资银行可以助力国内优秀企业海外发债、融资,降低负债成本。

“目前来看,银行间债券市场和交易所债券市场在交易系统、托管、清算结算等方面差异较大,统一难度较大。下一步监管需要进一步明确上述三个方面的细则。”上述南洋商业银行(中国)有限公司相关负责人补充道。