

与中介机构责任有关的债券业务前沿问题（二）：债券“自融”与“结构化发行”中的虚假陈述及其法律责任

作者：刘冬 | 邓晓明 | 王雨菲

“自融”与“结构化发行”曾经是债券发行领域并不鲜见的业务操作。2019年起，监管部门明令禁止发行人自融，有关交易开始萎缩，但是实践中发行人变相自融的情况仍有发生。同时，此前部分存在自融情形的债券经历违约、发行人破产等程序，目前已出现针对中介机构的虚假陈述纠纷。

本文认为自融与结构化发行中发行人以自己控制的资金认购债券，掩盖了真实发行规模、利率与交易价格，涉嫌证券虚假陈述与操纵市场。鉴于有关行为的违法性及其对投资者身份、动机的影响，涉及自融的债券持有人在主张虚假陈述民事赔偿时，其权利应当受到合理限制。具体而言：

一、本文所指“自融”、“结构化发行”的内涵及其违法性

（一）无论称呼或交易方式，具有违法性的自融与结构化发行的核心在于发行人以“自有资金”购买自己债券

债券行业使用的“自融”或“结构化发行”不是法律概念，有关语义内涵也有区别：并非所有自融的债券发行都有结构化设计；但是通常所指“结构化发行”，其中一定会有发行人控制的资金，即存在“自融”情节。

“自融”即发行人在发行阶段借助通道购买自己的债券。这种明显违反法律逻辑的行为，已被监管机构明令禁止。2019年上海与深圳证券交易所《关于规范公司债券发行有关事项的通知》中明确“发行人不得在发行环节直接或者间接认购自己发行的债券”；交易商协会《关于进一步加强债务融资工具发行业务规范有关事项的通知》也规定“发行人不得直接认购，或者实际由发行人出资，但通过关联机构、资管产品等方式间接认购自己发行的债务融资工具”。

“结构化发行”是根据字面意思更难准确理解的说法。实践中，多指发行人借助可以分级的金融产品，以“自有资金”作为劣后级，搭配外部投资者的优先级资金放大杠杆的发行行为。其中，发行人劣后资金部分属于自融行为。由于结构化交易本身不具有违法性，“结构化发行”的核心问题还是发行人以“自有资金”担任劣后，这也是六部门联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》中“禁止结构化发债行为”的原因。

发行人的“自有资金”，并非仅表现为发行人直接拥有的资金。实践中，发行人可能向信托、资管或私募基金等金融产品投资，再指示产品购买自己的债券；或者约定由关联企业购买债券，再与关联企业进行债务核算；或者先借助外部第三方过桥资金购买债券，待债券发行完毕后，再通过质押融资等方式偿还过桥资金。无论交易安排如何，本文认为只要有关交易由发行人最终决策，且债券名义持有人并不承担兑付风险，就属于本文讨论的发行人以“自有资金”购买自己的债券的情况¹。这也大体符合下文所述“操纵市场罪”有关行为人“自己实际控制的账户”的判断标准。

（二）“自融”或“结构化发行”使得原本不应存在的债券出现在证券市场上，掩盖了真实发行规模、利率与交易价格，具有严重违法性

1. “自融”或“结构化发行”导致债券发行规模、利率及后续交易价格等影响投资者判断的关键信息出现虚假陈述

发行人在债券发行阶段进行自融或结构化安排的主要目的是虚构发行规模，控制（压低）发行利率，这也是其行为核心违法性所在。

第一，以《证券法》第78条和《公司债券发行与交易管理办法》第4条为代表，债券发行人“披露的信息，应当真实、准确、完整”。这里所指的披露信息，除非指向“重大遗漏”，否则不限于法律法规明确要求披露的事项。换言之，只要是发行人针对债券（潜在）投资者披露的信息，都应真实、准确、完整。

第二，如果有关已披露信息与真实情况不符，则当不实信息满足“重大性”要求时，即构成虚假陈述。就此，以《证券法》第81条、《公司债券发行与交易管理办法》第54条和最高法院《债券座谈会纪要》第27条为代表，债券虚假陈述“重大性”的主要标准是“可能对上市交易公司债券的交易价格产生较大影响”和“足以影响投资人对发行人偿债能力判断”。

自融或结构化发行对债券真实发行规模、利率及二级市场交易价格的掩饰，完全符合上述标准：

首先，按照现有发行程序与商业惯例，发行规模与利率是债券发行前必然对外披露的信息。其中，监管部门在债券注册备案时，会给予发行人一定期限内可以发行债券的总额度，发行人根据与投资者的沟通及对市场情况的判断，确定当期发行的具体额度，并于《募集说明书》中进行披露。利率方面，目前无论公开还是非公开发行债券，多采用簿记建档的配售方式，利率在簿记建档完成后才会最终确定。但是，在投资者提出簿记申请前，发行人都会根据此前的询价情况，确定并对外公告“债券票面利率预设区间”，投资者只能在此区间内提出簿记申请。因此，在债券发行、投资者做出投资决策前，发行人都对外披露本期债券的发行规模与相对明确的利率区间。

其次，交易惯例表明某一企业在证券市场对外发行债券的能力及其能够吸引到投资者的利率价格，是市场判断该企业信用水平、偿债能力非常重要和直接的依据。这也是大量素质不足的发行人甘愿付出较高的额外成本进行自融与结构化发行的主要原因。实践中，我国债券市场几乎没有年化10%以上的债券发行，但是通过结构化发行的债券综合成本普遍在12%以上；相反部分背景强大的央企国企，发行利率可以低于年化4%。就此，行业共识是企业能以越低的利率发行越多债券，企业信用就越为市场所认可，甚至许多银行等金融机构都将企业过往发债规模、利率水平作为信贷审核的重要指标。以上情

¹ 实践中，绝大部分此类交易都是在发行阶段即有安排，涉及发行的虚假陈述行为。同时，近两年出现发行人为了避免债券违约，在债券临近到期时私下借通道购买自己债券并展期的情况。如果此后发行人又将有关债券在二级市场转卖，也会涉及下文讨论的违法性问题。

况，充分证明有关信息对投资者的投资决策具有重要影响。

最后，债券发行完毕后，发行人会将本期发行情况对外公告，包括实际发行规模与最终确定的利率。有关信息对债券在二级市场后续交易，以及发行人再次发债、申请银行贷款等都有影响。而且，债券配售是一个非常严肃的交易活动，甚至需要律师就此专门出具法律意见书，审查见证“发行活动”、“发行对象”、“发行方式”等方面的合法性。显然，自融或结构化发行隐藏真实投资者身份、资金来源，掩盖发行人操纵发行规模与利率、与相关主体进行利益输送、勾兑等违法违规行为，是无法构成合法有效的发行行为的。

因此，如果发行人对上述自融或结构化发行的全部真实情况进行充分披露，该自融与结构化发行的（部分）债券很可能无法成功发行。相关发行行为，涉及非常严重的虚假陈述甚至欺诈发行。

2. “自融”或“结构化发行”侵害市场对债券的价值发现功能，相关参与主体涉嫌“操纵市场”的证券违法犯罪行为

相比虚假陈述可能带来的严重民事责任，自融或结构化发行所导致的“操纵市场”还会产生行政与刑事方面的责任。就此，特别是在2019年《刑法修正案（十一）》及最高法、最高检《关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》（“《操纵市场司法解释》”）颁布实施后，行政监管与刑事追究的判断标准高度一致。

由于自融与结构化发行必然涉及发行人以自有资金认购自己发行的债券，并由此导致债券发行规模、利率被扭曲，该行为首先涉嫌《证券法》第55条第3项和《刑法》第182条第1款第3项“（三）在自己实际控制的帐户之间进行证券交易，或者以自己为交易对象，自买自卖期货合约的”的情形。其中，就“自己实际控制的帐户”，《操纵市场司法解释》第5条明确“（四）行为人通过投资关系、协议等方式对账户内资产行使交易决策权的他人账户；（五）其他有证据证明行为人具有交易决策权的账户”都属于此范围，这显然覆盖许多自融与结构化发行的交易活动。

同时，由于有关体系主要以股票市场为预设，适用到债券市场，相应行为的入罪标准是较低的。《操纵市场司法解释》第2条规定，“（二）实施刑法第一百八十二条第一款第二项、第三项操纵证券市场行为，连续十个交易日的累计成交量达到同期该证券总成交量百分之二十以上的”，即属“情节严重”；第4条规定上述比例达到50%以上的，即属“情节特别严重”。而实践中，一只债券的大部分，甚至全部都由发行人自融的情况并不鲜见。

此外，《证券法》和《刑法》规定“利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券、期货交易的”，也构成操纵市场行为。因此，如果发行人和其他行为人在结构化交易中不披露债券“自融”情节，甚至以债券发行情况“良好”为由，诱导其他投资者购买债券，则涉嫌上述违法犯罪行为。同时，如前所述，自融与结构化发行债券的发行规模及利率构成对二级市场投资者的误导，如果发行人及其实际控制的账户在二级市场转卖有关债券，同样涉及利用虚假信息诱导证券投资的操纵市场行为。

最后，刑事责任追究的“共犯”范围不限于直接行为主体。理论上，如果发行人构成操纵市场罪，协助甚至主导有关过程的关联企业、金融产品管理人、投资顾问等，都可能成为犯罪行为的共犯，其也当然属于有关刑事报案、侦查的对象。

二、涉及“自融”、“结构化发行”的债券持有人主张虚假陈述民事责任的¹权利及限制

既然涉嫌虚假陈述，对自融不知情并信赖有关披露信息的投资者可以向发行人等责任主体主张民事赔偿。但是，“自融”与“结构化发行”中的债券持有人往往并不简单，其特殊身份和参与债券投资的动机等情节，应当成为是否支持其主张侵权责任，或者分配举证责任的重要考虑因素。就此，除了“自融”这项虚假陈述行为，有关债券发行与存续过程中还可能涉及其他虚假陈述事项，各类持有人是否可以对此主张赔偿，亦是一个值得讨论的问题。

本文根据持有人介入“自融”交易的程度，将其分为三类进行讨论，具体而言：

（一）不知晓自融行为、未参与结构化发行的债券投资者，可就“自融”及其他虚假陈述事项正常主张民事赔偿

如果按照介入“自融”的程度，从左到右描绘一个持有人的分布光谱，那么处于最左边的是完全不知晓自融安排，基于对发行人披露信息的信赖决定购买债券的投资者。其典型群体，是发行后于二级市场购买有关债券的持有人。

这一群体在做出投资决策时，受自融与结构化发行营造出的“虚假繁荣”影响，有权对此主张虚假陈述责任。同时，作为普通债券投资者，其也有权根据法律法规主张其他虚假陈述事项的民事赔偿责任。

（二）担任发行人“通道”，投资资金实际来源于发行人的债券持有人，不得就自融或其他虚假陈述事项向中介机构等责任主体主张民事赔偿

前述“光谱”的最右端，是投资资金实质来源于发行人（包含通过交易安排，由发行人承担融资成本的情况，也包含结构化发行金融产品中发行人“自融”份额），自身不承担债券清偿风险的名义持有人。他们最多是发行人的代理人，并未真正与发行人建立债权债务关系，不承担投资损失。而且，其投资行为也并非对披露信息的信赖，因此不应向中介机构等主体主张虚假陈述侵权损害赔偿。具体而言：

1. 发行人通过名义持有人与自己进行了债券交易，名义持有人并未与其建立债权债务关系

债券是发行人与持有人间债权债务关系的凭证，主张虚假陈述损害赔偿的前提是存在合法有效的债权。但是，自融与结构化发行中发行人向名义持有人提供资金购买自己的债券，无论名义持有人是作为“通道”的资管产品，还是基于种种原因愿意配合发行人的其他合格投资者，其“认购”债券都不是为自己进行法律行为，而是为发行人购买债券。

这一过程，可以解释为名义持有人是发行人的代理人。根据《民法典》第925条，“第三人在订立合同时知道受托人与委托人之间的代理关系的，该合同直接约束委托人和第三人”。发行人同时是代理关系的第三人和委托人，对代理事项当然完全知情，其应直接承受名义持有人代理行为的法律效果。换言之，发行人和名义持有人通过发行、认购债券的意思表示，自始设立了发行人自行持有债券的法律关系。

另一方面，这一过程也可以认为构成《民法典》第146条的“通谋虚伪表示”。由于发行人和名义持有人在这一过程中都明知后者不是真正的债券购买人，两者就彼此间的债权债务关系构成《民法典》第146条的“通谋虚伪表示”，应以实际的法律关系，也就是发行人购买自己债券的行为认定其性质。

无论哪一种理解，结果都是名义持有人从未成为债券项下债权债务关系的当事人，自然也不能代表自身利益对中介机构要求损害赔偿。客观上，其也确实没有因为债券投资行为遭受损失。

需注意，一旦名义持有人在二级市场将有关债券转让给善意第三人，该善意第三人即取得对发行人的完整债权。这一过程有别于一般的“债权转让”，因为名义持有人自己也不拥有对发行人的债权。其类似《民法典》第16章“保理合同”第763条所述场景，即“应收账款债权人与债务人虚构应收账款作为转让标的，与保理人订立保理合同的，应收账款债务人不得以应收账款不存在为由对抗保理人，但是保理人明知虚构的除外。”换言之，发行人即是该条所述“应收账款债务人”，二级市场投资者是“保理人”。因发行人虚构转让标的（债券），导致善意第三人基于合理信赖参与了债权转让交易，法律拟制了有关债权债务。在此情形下，善意第三人取得了**对发行人的完整权利**，就标准化证券而言，也应一并取得潜在的对**中介机构的权利**。

2. 可能的虚假陈述并非名义持有人购买债券的原因

通常认为债券虚假陈述责任中的因果关系包括两重含义，一是投资者的交易决定是否因信赖虚假陈述而做出，即交易因果关系；二是投资者的损失是否因虚假陈述而产生，即损失因果关系。包括我国在内的主要市场都在有关虚假陈述信息满足“重大性”要求后，推定**证券投资者是信赖有关信息做出的投资决策**，即推定“交易因果关系”。但是同样通说认为，这种推定是可以在个案中被证据推翻的。

自融与结构化发行中名义持有人对虚假陈述信息的信赖即应当被推翻。其一，由于认购资金来源于发行人而非名义持有人，后者不承担投资风险，自然没有必要认真审查发行人的资信状况，一般案件中投资者基于披露信息做出投资决策的场景并不存在。其二，如前所述，名义持有人是发行人的代理人，实际决定购买债券的是发行人，其自身当然不会被自己的虚假陈述所欺骗。第三，很多时候，名义持有人愿意配合发行人进行结构化发行，还是因为他们之间存在非正常的商业联系。在此情况下，名义持有人对发行人的真实情况应有超乎一般投资者的认知，更难为虚假陈述信息所欺骗。综合以上，有理由认为名义持有人并非因虚假陈述信息购买债券，其投资决策与虚假陈述间不存在因果关系。

（三）结构化发行的产品管理人就非自融份额，无权主张自融的虚假陈述责任，同时主张其他虚假陈述事项时不应享有“推定信赖”利益

处于前述“光谱”的中间区域，具体情况根据交易实践可能有所差异的，是结构化发行中的金融产品管理人代表金融产品投资者利益主张虚假陈述责任的情况。此时，结构化产品中来自发行人自有资金的份额属于“自融”行为，如前所述有关份额没有真实债权债务，不应主张任何虚假陈述赔偿。除此之外结构化发行中的“配资”部分，需要进一步分析讨论：

首先，就配资部分无论底层投资者情况如何，法律上都是产品管理人履行投资决策职权的结果，在界定原告认知时要以管理人自身为准。而管理人主导、组织了结构化发行产品，后续还要协助发行人进行“过桥方”的退出、滚动质押融资续作等操作，几乎不可能不知晓发行人“自融”情节。因此，就整个产品的投资，管理人对“自融”事项属于“知假买假”，整个产品都不应就此主张侵权损害赔偿。

其次，理论上管理人并非必然知晓自融以外的其他虚假陈述事项，可以就配资部分主张相应赔偿责任。但是有关诉讼权利应当受限，核心是原告不应再享有因果关系的“推定信赖”利益。理由包括：

第一，虚假陈述“推定信赖”原则是公开发行证券市场正常交易环境中的法律假设²。但是，实践中结构化发行的组织实施涉及复杂的交易安排与多方协调，在达成有关交易之前，管理人会与发行人、

² 目前“推定信赖”最广为接受的理论基础是有关披露信息已经为市场所消化并体现为证券价格，因此投资者基于对交易价格的合理认识，无须证明自己信赖了具体的虚假陈述行为才做出投资决策，这就是所谓的“欺诈市场理论”。这一理论实际承认投资者并没有直接、具体接受虚假陈述信息。实际上很多投资者也确实不会阅读招股说明书与债券募集说明书的全部内容。

配资方等进行大量私下沟通，其与发行人联系之紧密，常常超过承销商等债券中介机构。同时，管理人会就结构化发行本身收取高额费用，实践中高达债券发行规模的1%。因此，管理人肯定是在发行人对外披露信息之前就已经做出了购买债券的决定，且影响其投资决策的因素远不限于披露信息。此时“推定信赖”的预设场景并不存在，管理人做出投资决策的实际过程也与正常投资者大相径庭。

第二，发行人愿意付出额外成本进行结构化发行，主要原因是其自身信用资质有欠缺，正常发行存在困难。而且如前所述，有关行为涉嫌违法犯罪，并从2019年起被监管机构明令禁止。因此，结构化发行产品管理人愿意调动配资资金投资有关债券，属于极高风险投资行为。同时，相关管理人不仅是机构投资者和金融产品管理人，实践中很多更是长期、反复从事结构化发行、以此为业的特定机构与金融从业者。这些“投机型投资者”不应享受法律制度为一般证券投资者提供的倾斜保护。

综上，如果中介机构等被告可以证明原告存在参与结构化发行，特别是担任结构化发行产品管理人的事实，则司法机关不应再适用“推定信赖”原则，而是要求原告举证证明其是基于对有关虚假陈述事项的信赖做出的投资决策。

代结语：打击自融与结构化发行，杜绝有关参与者因此获利是债券市场健康发展的重要工作。

如前所述，自融与结构化发行是性质恶劣的证券违法行为，其严重损害证券市场价格发现功能，蒙蔽市场，积累系统性金融风险。有关行为不仅具有民事违法性，还很可能构成“操纵市场”的刑事犯罪。

但是，目前对此类行为严重性的认识，以及查处、打击力度有待进一步加强。特别是对自融名义持有人、结构化发行金融产品管理人、投资顾问等教唆、协助发行人进行自融的主体的事实查明与责任追究不够充分，导致自融交易的土壤始终存在。甚至有些产品管理人在发行人资不抵债，债券违约后摇身一变，以虚假陈述受害人的身份向承销商等中介机构主张侵权损害赔偿。这显然有违公平正义，也与虚假陈述民事责任制度的初衷不符。

有观点认为自融与结构化发行之所以存在，是我国高收益债市场不够成熟的现实结果，具有一定合理性。但是，一方面我国债券发行制度并没有明确的最低发行规模和最高利率限制，自融与结构化发行并非中低资质企业发债的唯一选择。另一方面，合法市场的建立与发展同对违法行为的打击是相辅相成的。如果违法成本很低，甚至相关主体在投资失败后还可以从中介机构身上挽回损失，那么即使有合法路径，利益驱动也会导致劣币驱逐良币。

因此，对自融与结构化发行在行政、刑事方面的严厉打击，以及民事责任认定方面的否定评价，不仅是对待有关违法犯罪行为的应有之意，也是建立健全多层次、多维度债券发行体系，促进我国证券市场健康繁荣发展的重要工作。就此，监管机构与司法机关应给予更多关注与投入，有关债券中介机构在处理民事责任纠纷时，也应更积极的通过监管投诉、举报、刑事报案等手段揭露自融情节，维护自身合法权益。

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：

刘冬

电话： +86 10 8525 5519

Email: eric.liu@hankunlaw.com