

争议解决法律

跨市场联合执法机制终见成效：证监会对两只银行间市场债券发行人做出行政处罚

作者：刘冬 | 邓晓明

近日，中国证监会分别做出〔2021〕44号与57号《行政处罚决定书》，对在中国银行间市场交易商协会（“交易商协会”）发行非金融企业债务融资工具过程中存在虚假陈述行为的两个发行人做出行政处罚。前述处罚，是中国证监会依据《证券法》及相关业务规则，对银行间债券市场违法违规行为履行行政监管职责的第一批案件，具有标志性意义。

一、债券违法违规行为联合执法机制的建立过程

作为我国最大的债券发行与交易市场，长期以来银行间债券市场由中国人民银行主管，交易商协会自律管理，主要市场参与主体为在人民银行备案的合格投资者及相关中介机构，独立于中国证监会和交易所体系，也不适用《证券法》及有关业务规则。但是，随着市场发展，银行间市场主要债券品类在法律性质与公开发行这一关键特征上，与《证券法》中的债券已无本质区别，其所面临的虚假陈述等违法行为，也与证券市场基本一致。

在此背景下，为落实第五次全国金融工作会议要求，2018年12月3日人民银行、证监会、发改委联合发布《关于进一步加强债券市场执法工作的意见》（银发〔2018〕296号，下称“《执法工作的意见》”），决定“建议统一的债券市场执法机制”，由“证监会依法对银行间债券市场、交易所债券市场违法行为开展统一的执法工作。对涉及公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具、金融债券等各类债券品种的信息披露违法违规、内幕交易、操纵证券市场以及其他违反证券法的行为”，依据证券法相关规定“进行认定和行政处罚。”

2020年4月9日，中共中央、国务院公布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，要求“统一公司信用类债券信息披露标准，完善债券违约处置机制。”这也是官方第一次公开在高规格文件中，提出涵盖公司债、企业债、非金融企业债务融资工具的“公司信用类债券”概念。

在此基础上，2020年12月25日，人民银行、发展改革委、证监会再次联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，于第36条明确规定“中国人民银行、国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会按照职责分工负责债券信息披露的监督管理。**中国证券监督管理委员会依照证券法有关规定，对公司信用类债券信息披露违法违规行为进行认定和行政处罚，开展债券市场统一执法工作。**”

至此，由中国证监会负主责的债券违法行为执法机制再三被制度所确认。只是由于涉及跨市场、跨监管主体，且对象是债券虚假陈述、内幕交易、操纵市场等新兴、复杂证券违法行为，自2018年底发布《执法工作的意见》后两年多时间里，中国证监会并未实际根据有关机制对银行间债券市场参与主体做出监管处罚。有关机制的实际运行情况，一直为外界所观望。最近，中国证监会对前述两债券发行人做出行政处罚，且《行政处罚决定书》明确引用《证券法》与《执法工作的意见》相关条款，有关工作机制终见成效。

二、“联合执法”工作机制的运行要点

虽然无论是《执法工作的意见》还是《公司信用类债券信息披露管理办法》，都规定由中国证监会一个机关对债券市场违法行为统一执法，但是由于被监管业务和市场参与主体都超出了传统证券监管范畴，有关机制在实际运行中，需要人民银行、交易商协会等业务主管机关的支持与协助。例如，《执法工作的意见》第2条规定：“对不配合调查的责任人员，**证监会**有权建议有关金融监督管理机构或者业务主管部门依法责令责任人员所在单位给予纪律处分，或者建议依法取消其任职资格、禁止其从事有关金融行业工作。”第3条规定：“人民银行、发展改革委积极支持证监会开展债券市场统一执法工作，配合证监会进行案件会商，就案件涉及的专业问题出具书面意见，配合做好行政复议和行政诉讼的答复、应诉工作。”

目前，两大债券市场相关监管机构之间已就执法工作形成一定协调机制，称为“跨市场联合执法”。例如本次处罚的两个债券虚假陈述行为，都是此前交易商协会首先启动自律调查，做出自律处分决定后，将案件相关线索报送人民银行，再移送中国证监会展开稽查，并做出行政处罚。

实践中，就银行间市场债券，除协会自行发起的自律管理程序外，投资者可以依据《银行间债券市场自律处分规则》第15条向交易商协会投诉举报。协会自律处分会议办公室将对涉嫌违规线索进行评估会商，**对于线索指向主体明确、涉嫌违规事项属于交易商协会自律管理范围，且情形不属于明显轻微的，应启动自律调查。**经过调查，如果发现“违规事项情形严重、影响重大，涉嫌违反法律法规、行政机关管理要求的，交易商协会可移交有关部门进一步处理。”

就此，交易商协会与中国证监会在工作上会有协调：如果投资者直接向后两者投诉举报，后者会告知投资者向前者举报，或将有关材料转交前者，以尊重自律组织对自律规则是否被违反的判断。同时，交易商协会将评估有关事项是否可能违反《证券法》或其他法律行政法规。如果可能引发中国证监会“行政处罚”甚至更严重后果的，其将向证监会移送案件，由证监会进一步处理。这里，除非遇到极端情况，交易商协会的判断实质上将成为中国证监会启动有关跨市场执法工作的前提。这比较符合银行间市场这一合格投资者自愿参与的高门槛金融市场的定位。

三、联合执法机制落地对市场参与主体民事责任的影响

中国证监会作出上述两项行政处罚，并不会实际加重发行人的民事责任，但将对银行间市场债券中介机构产生深远影响。

第一，发行人本就承担债券还本付息义务，行政处罚不会明显加重其民事责任。而且与股票不同，债券虚假陈述仅在债券违约、发行人丧失偿付能力后产生实际损失。此时，投资者早已失去追究发行人责任的兴

趣，实践中也已出现多起原告仅起诉中介机构的债券虚假陈述案件，这在股票领域是不存在的。因此，中国证监会对有关债券发行人的行政处罚，并不会引发新一轮针对后者的诉讼；其对投资者的意义，主要是在行政监管层面确定了虚假陈述事实和相关责任人。

第二，有关机制落地将成为银行间市场债券适用《证券法》的重要依据。长期以来，银行间市场债券是否适用《证券法》是一个广为争议的问题。《执法工作的意见》明确规定，由中国证监会“对涉及公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具、金融债券等各类债券品种的信息披露违法违规、内幕交易、操纵证券市场以及其他违反证券法的行为，依据证券法第一百九十三条、第二百零二条、第二百零三条、第二百二十三条、第二百二十六条等有关规定进行认定和行政处罚。”有关《证券法》条款是针对行为人行行政责任的规定。未来，在最高法院《债券座谈会纪要》明确要求统一三大债券法律适用，《公司信用类债券信息披露管理办法》第39、40条明确规定中介机构与发行人承担连带责任的情况下，由中国证监会依据《证券法》做出行政处罚的银行间市场债券适用该法有关民事责任的规定，似乎是水到渠成之事。

第三，有关行政处罚将成为法院认定各主体民事责任的重要基础。虽然最高法院《债券座谈会纪要》取消了债券虚假陈述领域的“行政前置程序”，但是实践中法院在认定基本事实与违法违规事项等方面，一直都非常重视监管机构的意见。可以说，有无行政处罚，相关案件的起点是不同的。目前，中国证监会对债券发行人做出的行政处罚，已在很大程度上方便原告定位虚假陈述行为，据此主张中介机构未能勤勉尽责；未来，如果中国证监会直接对中介机构做出行政处罚，则将成为证明后者过错的直接证据。

最后，有关行政处罚落地，证明中国证监会与人民银行、交易商协会就银行间债券市场执法工作的工作机制已经理顺，流程已经打通。未来，有关监管活动将会规范化、常态化。这一变化的意义是重大的，因为历史原因，银行间市场由人民银行主管，中国银保监会极少对有关市场主体及业务活动进行监督管理。而人民银行作为中央银行，是国家宏观货币管理机关，就债券发行与交易过程中非常具体的违法违规行为进行监管，相对而言并非其所长。同时，交易商协会仅是行业自律组织，基于会员的认可开展自律管理工作，没有法定监督检查权，其自律处分也不具有行政处罚效力。因此，由中国证监会依据《证券法》第170条授权，在强大的监督检查权、充足的监管力量与丰富的监管经验支持下开展工作，其所产生的监管压力将不可同日而语。

综上，虽然目前公布的两项行政处罚是广为市场所知的典型案件，不至于在短时间内引发诉讼激增，但是有关处罚标志着十余年银行间债券市场没有行政处罚时代的终结。未来，在依据《证券法》统一法律适用、依托中国证监会统一执法的影响下，银行间债券市场违法违规行为的监管格局将发生深刻改变。

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