



金融纠纷法律风险防范系列报告（2022）
Financial Industry Legal Risk Report Series（2022）

债券纠纷法律风险防范报告

Report on Legal Risks of Bond Disputes

上海金融法院
SHANGHAI FINANCIAL COURT

目 录

第一部分 债券行业现状及风险分析	1
一、债券市场现状概述	1
（一）债券市场规模不断扩大	1
（二）债券市场统一逐步推进	2
（三）债券市场对外开放水平持续提升	3
（四）债券市场法治体系日益完善	3
二、债券市场风险分析	5
（一）债券市场违约风险持续显现	5
（二）信息披露等违法违规行为时有发生	5
（三）私募债和民营企业债风险相对突出	6
（四）结构化发行引发市场风险	6
（五）境内外债券市场风险联动	7
三、债券市场风险成因	7

(一) 宏观层面因素	8
(二) 微观层面因素	8
第二部分 债券纠纷情况	10
一、案件数量冲高回落，纠纷联动效应明显	10
二、原告以机构投资者为主，被告类型呈多样化趋势 ...	12
三、纠纷覆盖全周期，债券违约占主体	14
四、违约债券种类多样，违约情形以到期违约为主	16
五、案件程序性问题较多，实体法律争议较为典型	17
六、案件处理方式多元，申请强制执行超六成	19
第三部分 债券纠纷类型及法律风险揭示	20
一、涉债券发行纠纷及法律风险揭示	20
(一) 债券欺诈发行	20
(二) 结构化发行	22
二、涉债券交易纠纷及法律风险揭示	25
三、涉债券存续期间纠纷及法律风险揭示	27
四、涉债券违约纠纷及法律风险揭示	30
(一) 程序性纠纷	30
(二) 实体性纠纷	31

五、涉特殊类型债券纠纷及法律风险揭示	35
(一) 永续债	35
(二) 可转债	37
六、涉跨境债券纠纷及法律风险揭示	39
(一) 境内持有人的诉权行使	40
(二) 跨境债券纠纷的管辖	41
(三) 跨境债券纠纷的法律适用	43
(四) 境外债券纠纷裁判的承认与执行	44
(五) 涉跨境债券监管问题	45
第四部分 债券纠纷法律风险防范建议	47
一、对投资者的建议	47
(一) 充分关注债券投资法律风险	47
(二) 采用规范方式进行债券交易	48
(三) 合理利用投资者债权保障机制	48
二、对发行人的建议	49
(一) 完善公司内控治理	49
(二) 规范债券文件内容记载	50
(三) 充分履行信息披露义务	50

(四) 妥善安排违约债券处置	51
三、对中介机构的建议	52
(一) 承销商	52
(二) 受托管理人	53
(三) 债券服务机构	54
四、对监管机构的建议	55
(一) 持续打击债券市场违法行为	55
(二) 加强监管合作协调	55
(三) 发挥自律管理优势	56
(四) 强化跨境监管合作	56
五、对立法部门的建议	57
(一) 健全债券受托管理人制度	57
(二) 完善债券持有人会议制度	57
(三) 完善信息披露制度	58

上海金融法院

债券纠纷法律风险防范报告

我国债券市场作为资本市场的重要组成部分，发行和交易规模不断扩大，对外开放稳步推进，已成为全球第二大债券市场，在推动实体经济高质量发展和提升金融市场运行效率方面发挥积极作用。同时，我国债券市场面临诸多风险问题，仍需不断完善市场制度基础和治理体系，妥善应对和管理风险。上海金融法院在详细统计分析 2018 – 2022 年上海法院审理的债券纠纷案件的基础上，系统梳理债券纠纷类型，分析揭示风险成因，并就债券领域的法律风险防范提出对策建议。

第一部分 债券行业现状及风险分析^①

一、债券市场现状概述

（一）债券市场规模不断扩大

我国债券按照发行主体可以大致分为 7 大类 24 小类，已形成门类基本齐全、品种结构较为合理、信用层次不断拓展的市场

^① 本部分系在上海金融法院委托上海财经大学上海国际与经济研究院课题《债券市场风险及其管理机制研究》基础上归纳形成。

结构。截至 2022 年 12 月末，我国债券市场托管余额人民币（以下币种同）144.8 万亿元，同比增长 11.3 万亿元。其中，银行间债券市场托管余额 125.3 万亿元，交易所市场托管余额 19.5 万亿元，商业银行柜台债券托管余额 416.1 亿元。2022 年，债券市场共发行各类债券 61.9 万亿元，同比基本持平。地方政府债、国债和金融债依然是我国主要发行的债券，这三种债券发行量合计占全国各券种发行量的 43%。

（二）债券市场统一逐步推进

我国债券市场的交易场所主要分为柜台市场、银行间市场以及交易所三大类，此外还包括区域股权交易中心、机构间产品报价系统等。从登记、托管与结算机构来看，银行间债券市场为中央国债登记结算有限责任公司和银行间市场清算所股份有限公司，交易所债券市场为中国证券登记结算有限责任公司。从监管方面看，目前我国债券主管机构主要有中国人民银行、发改委、证监会等，此外还有财政部负责国债、地方政府债和政府机构支持证券的监管，银保监会负责金融债（不含券商发行的金融债）的初步监管等。由于债券市场长期处于分割状态，导致境内债券市场在价格发现、流动性等方面存在不足。2018 年 12 月，中国人民银行、发改委、证监会联合发布《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》，明确债券市场执法职责，强化执法统一。2020 年 7 月，中国人民银行和证监会发布联合公告

(〔2020〕第7号)，推动债券市场基础设施机构开展互联互通合作。2022年1月，上海证券交易所、深圳证券交易所、全国银行间同业拆借中心、中国证券登记结算有限责任公司、银行间市场清算所股份有限公司联合发布了《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》，债券市场互联互通机制建设取得重大进展。

(三) 债券市场对外开放水平持续提升

我国债券市场高水平对外开放稳步推进，投资者结构进一步多元化。2010年8月，中国人民银行发布《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》，为中国债市全面扩大开放奠定了基础。截至2022年末，境外机构在中国债券市场的托管余额为3.5万亿元，占中国债券市场托管余额的比重为2.4%；共有1071家境外机构主体入市，其中526家通过直接投资渠道入市，784家通过“债券通”渠道入市，239家同时通过两个渠道入市。分券种看，境外机构持有国债2.3万亿元、占比67.7%，政策性金融债0.7万亿元、占比22.0%。上海积极开展自贸区离岸债券业务创新，2019年发行了首单公司类债券，2022年发行量达到55.3亿美元等值。自贸区离岸债的主要发行币种为人民币，占发行量的96.3%。

(四) 债券市场法治体系日益完善

近年来，债券市场法律法规体系不断完善，债市治理约束机

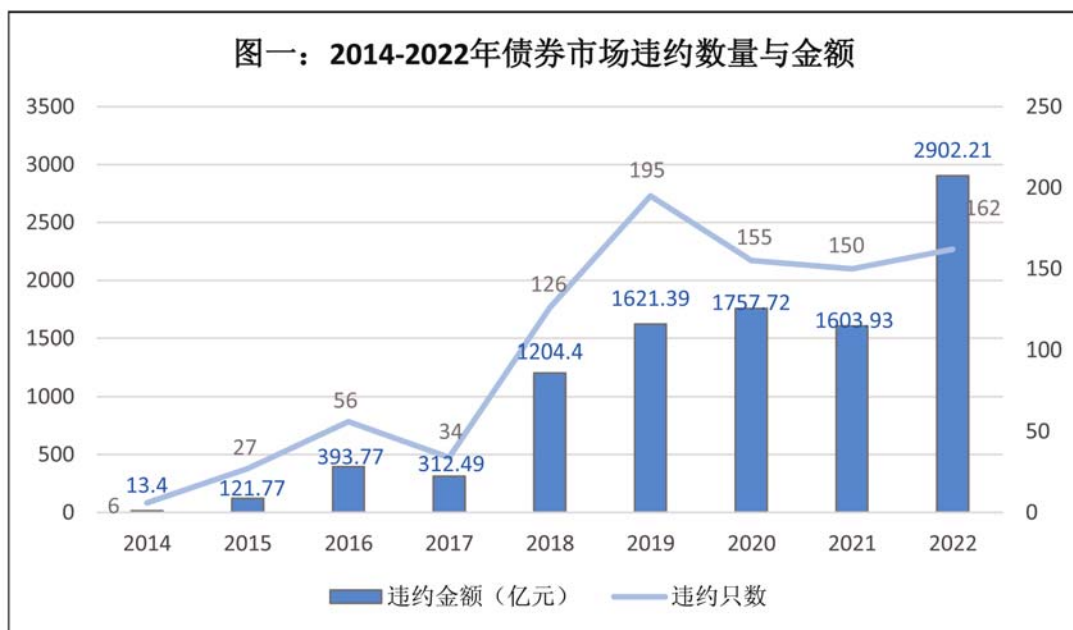
制逐步成形，债券违约和侵权的法治化救济渠道进一步畅通。基础制度方面，2019年修订的《中华人民共和国证券法》区分了普通投资者和专业投资者、建立上市公司股东权利代为行使征集制度、规定债券持有人会议和债券受托管理人制度、建立普通投资者与证券公司纠纷的强制调解制度、规定了代表人诉讼，提高证券违法违规成本，畅通投资者维权渠道。债券发行及存续期管理制度方面，中国人民银行、发改委、证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，提高信息披露要求，进一步推动债券市场统一监管。银行间市场交易商协会先后发布《非金融企业债务融资工具募集说明书投资人保护机制示范文本》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期管理工作规程》，交易所发布了《公司债券持有人会议规则（参考文本）》、《上海证券交易所公司债券存续期管理业务办理指南》等，给予市场较为明确的操作指引。违约债券处置机制方面，2020年7月，中国人民银行、发改委、证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，通过完善受托管理人和持有人会议制度，在集体行动的基础上提高违约债券处置效率。债券纠纷民事诉讼方面，最高人民法院发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下简称《债券纠纷座谈会纪要》），明确了债券纠纷诉讼主体的资格认定标准、债券案件管辖与诉讼方式、债券持有人的权利保护、债券发行人的民事责任，以及其他

责任主体的连带赔偿责任等，为公正高效处理债券民事纠纷提供了依据。

二、债券市场风险分析

（一）债券市场违约风险持续显现

自 2014 年 3 月“超日债”违约事件发生以来，我国信用债市场陆续爆发债券违约事件，打破了我国债市投资者长期以来存在的“刚性兑付”信仰。进入 2018 年以来，随着经济增速承压叠加金融去杠杆政策的持续推进，违约债券只数和违约债券金额明显上升，至今尚未得到有效缓解（见图一）。



（二）信息披露等违法违规行为时有发生

据近年来相关网站公开发布信息，2019 年监管部门查处债券市场违法违规案件 19 件。2020 年最高人民检察院与证监会联

合发布 12 件证券违法犯罪案例，其中包括欺诈发行债券、出具证明文件重大失实、非国家工作人员受贿案例。2021 年证监会处理债券信披违法案件 4 起，2022 年为 5 起，涉及多家债券中介机构。债券市场违法违规行为主要表现为：通过篡改报表、虚构业务等财务造假手段粉饰公司业绩；对于影响公司偿债能力的重大信息披露存在虚假记载、重大遗漏；中介机构未勤勉尽责，风险识别、评估及应对程序不到位等。

（三）私募债和民营企业债风险相对突出

从不同券种来看，私募债的整体风险较高，在违约债券中占比 26.22%。在我国信用债市场中，私募债余额小于一般公司债，私募债在违约债券中占比最高表明其违约概率高于风险更低的一般公司债。一般公司债、一般中期票据和短期融资券违约，占比分别为 22.90%、16.61% 及 15.21%。从债券发行主体看，67.46% 的违约债券发行主体为民营企业，21.53% 的违约债券发行主体是国有企业。因国有企业所发行债券在我国债券市场中占大多数，故民营企业债券违约率高于国有企业。

（四）结构化发行引发市场风险

结构化发行是指发行人在发行环节违规直接或间接认购自己发行的债券的行为，其本质是通过自购形成的影响力将发行利率降至均衡利率之下。在结构化发行的运作模式中，发行人需要自己提供一部分资金，此外还可能从资管产品、债券回购交易等其

他渠道获得一部分资金，即以发行人自己的资金为基础，层层放大以支持债券发行。结构化发行形成了金融市场中的噪声利率，阻碍了市场价格发现功能的发挥，干扰了市场化利率的形成和传导，降低了金融资产定价的有效性，对其余投资者形成误导。违规自购是结构化发行的关键特征，自购还带来了发行人净融资额、融资期限的不确定，形成了金融风险向其它领域扩散的渠道。

（五）境内外债券市场风险联动

随着境内外债券市场的联通，更多企业进行双向融资，风险传递更加频繁，境内外债券市场风险联动进一步显现。近年来，房地产行业境内融资受限，促进了境外债券市场的快速发展。而随着房地产行业经营环境变化，企业流动性风险显露。自 2021 年下半年来，境外债券市场新增违约主体以民营房地产行业为主，集中兑付压力明显攀升，风险持续释放。境内外债权人要求发行人追加担保或提供现金存款，作为维持或信贷展期的条件。这些措施极大地减少了企业可支配现金，同时境外评级调整对企业再融资进一步形成限制，引发更大范围违约风险。

三、债券市场风险成因

总体而言，影响债券风险的因素既有近年来宏观经济金融环境的变化，又有发行人自身的微观因素。

（一）宏观层面因素

从整体经济形势看，2014 年至今，受经济体量不断增长、适龄劳动力人数下行、“三去一补一降”及金融环境等因素影响，我国宏观经济增速承受较大压力，部分企业净利润或现金流受到较大影响，并最终表现为信用债违约事件。从行业来看，部分债券发行人所处行业在去产能、去库存的背景下，利润空间不断压缩、现金流显著恶化、再融资渠道受限，如煤炭、钢铁及玻璃等“两高一剩”行业均有类似表现。房地产等行业因具有周期性，在下行周期容易出现产能过剩情形，短期内债务集中到期，资产变现能力降低，造成流动性风险积聚。从金融环境来看，在流动性较为宽松时期，众多信用债发行人依靠发行新券所得归还旧券欠款，从而维持其顺利运转；而一旦金融体系进入去杠杆周期，发行新券的融资成本和难度增加，难以足额及时偿付到期旧券本息，最终宣告债券违约。

（二）微观层面因素

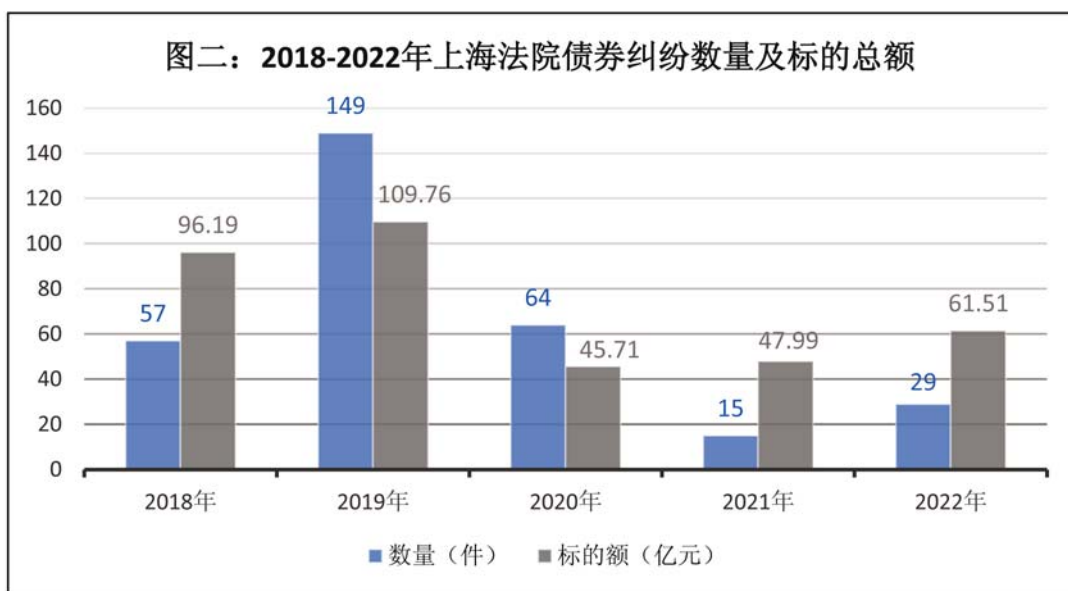
从违约债券发行人来看，债券违约表现为现金流短缺，无法及时足额支付到期本息，可归因于发行人盈利能力不足、应收账款变现速度缓慢、公司治理不善等。部分发行人经营策略较为激进，虽然经营活动现金流尚可，但其本身资产负债率已较高，仍漠视客观规律，进行“短债长投”、“短贷长投”，资产久期与负债久期严重错配，大量利用类似方式盲目投资，导致发行人无序

扩张，现金流也在此过程中接近枯竭。部分发行人发债结构潜藏风险，在“母弱子强”集团型企业中，子公司集合了大量集团优质资产，而母公司层面基本无实质业务，其资产以长期应收款等不易变现的资产为主，即使出现经营业绩不佳的情形，也能够被合并报表掩盖。母公司以整个集团的名义进行融资，面临较大的债务压力，在不利因素叠加时，最终使得母公司资金链断裂，进而导致违约。部分发行人内控合规机制不足，出现了财务舞弊等违规行为，具体表现为发行人通过关联方交易、提前确认收入等手段虚增营业收入及货币资金等项目，营造发行人流动比率高、偿债能力强等财务状况良好的假象，吸引投资者认购并持续持有债券，而流动性水平实际较低，导致其所发行债券在到期时发生违约。

第二部分 债券纠纷情况

本报告以上海法院 2018 年至 2022 年受理的债券纠纷案件为样本进行统计分析，发现此类案件呈现以下特点：

一、案件数量冲高回落，纠纷联动效应明显



上海法院 2018 - 2022 年受理的债券纠纷案件共 314 件，其中 2018 年 57 件、2019 年 149 件、2020 年 64 件、2021 年 15 件、2022 年 29 件（见图二）。比较而言，2018 年之前案件总数仅为 22 件，2018 年之后案件数量上升明显，于 2019 年达到高峰，自 2020 年起明显下降。比较全国范围案件可见大致相同趋势，中国裁判文书网公司债券交易纠纷一审裁判文书数量分别为 2018

年 102 件、2019 年 383 件、2020 年 437 件、2021 年 87 件、2022 年 29 件。同期，据上海国际经济贸易仲裁委员会、上海仲裁委员会数据统计，上海市债券纠纷仲裁案件数量波动较为平缓，分别为 2018 年 21 件、2019 年 44 件、2020 年 30 件、2021 年 12 件、2022 年 15 件。整体来看，近两年案件数量呈现出整体回落趋势，债券市场信用风险有序暴露。

分析上述案件数量变化成因，一是债券市场新增违约债券数量在 2019 年达到高峰后有所回落，法院和仲裁机构受理的债券纠纷案件数量变化与之大体同步；二是随着相关监管部门对债券违约处置监督指导力度不断加大，多元化处置渠道不断拓展，债券展期情况显著增多，持券人通过司法途径寻求救济有所减少；三是从上海地方层面来看，《债券纠纷座谈会纪要》规定债券违约案件由发行人住所地集中管辖，而上海市辖区内债券发行人违约情况相对较少，导致上海市法院受理的案件数量减少。

债券纠纷案件的起因多系发行人偿债能力不足，故通常与其他融资类案件联动出现，如金融借款合同纠纷、金融不良债权追偿纠纷、票据追索权纠纷、保证合同纠纷等等，债务人同一时期的应诉压力较大。此外，因债券经常作为资管产品的投资标的或担保品，围绕债券评级下调、估值调整后资管产品的风险出现较大变化，管理人是否负有相应的信息披露义务、触及平仓线后是否恰当履行平仓义务、是否采取合理的风险应对措施等也引发一

系列衍生纠纷，多表现为投资者起诉资管计划管理人的证券投资基金交易纠纷、私募基金合同纠纷、其他侵权责任纠纷等。

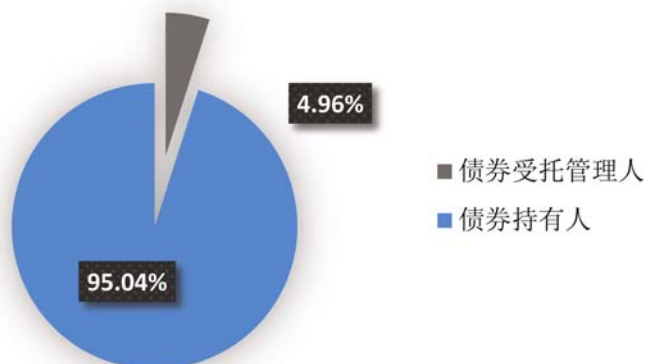
债券纠纷案件的标的额较高，2018－2022 年案件标的总额为 361.16 亿元，平均标的额达 1.15 亿元，单一案件的最高标的额达 29.46 亿元。原告向法院申请财产保全的案件占比为 63.06%。

二、原告以机构投资者为主，被告类型呈多样化趋势

债券纠纷案件的原告以机构投资者为主，占比 96.17%，其往往也是作为资管计划、基金或集合信托计划的管理人提起诉讼，在其名下有多个资管计划持有同一债券的情况下，通常批量提起诉讼。此类原告共涉及 20 家资产管理公司、19 家商业银行、18 家证券公司、15 家基金管理公司、11 家信托公司、11 家投资管理公司、2 家保险公司和 2 家期货公司等。

尽管《债券纠纷座谈会纪要》规定债券违约纠纷以债券受托管理人或者债券持有人会议推选的代表人集中起诉为原则，但实践中仍以债券持有人自行起诉为主，占比达 95.04%，由债券受托管理人集中代为起诉的仅占比 4.96%（见图三）。

图三：2018-2022年上海法院债券违约纠纷原告类型



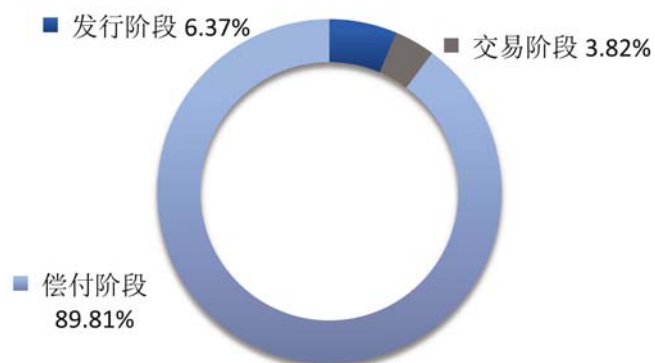
债券纠纷的涉诉被告主要可分为四类（见表四）：一是债券发行人，多因债券违约涉诉。二是债券担保人，包括发行人的关联公司、实际控制人等，涉诉比例为 28.3%，担保方式包括保证、股权质押、房产抵押、第三方回购等，部分案件存在被告与个别投资者单独签订担保合同的情况。此外，也有原告主张被告关联公司之间存在人格混同、资金挪用而一并起诉。三是中介机构，包括主承销商、会计师事务所、信用评级机构等，涉诉比例为 7.6%，涉诉原因包括未履行信息披露义务、未勤勉尽责，以及因债券虚假陈述、欺诈发行承担连带赔偿责任等。四是债券投资者，涉诉原因主要系二级市场的债券交易合同、回购合同等履约行为引发纠纷。

表四：被告类型及主要涉诉原因	
被告	涉诉原因
债券发行人	债券违约
	债券虚假陈述
债券发行人的关联公司、 实控人等	担保责任
	人格混同
中介机构	债券欺诈发行、虚假陈述
	未尽信息披露义务
	未盡管理义务
债券投资者	债券交易合同违约
	债券回购合同违约

三、纠纷覆盖全周期，债券违约占主体

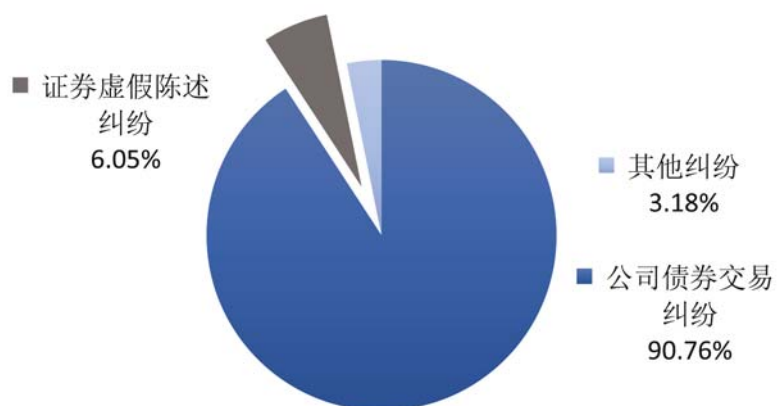
债券纠纷案件涉及债券发行、交易、偿付等各个阶段：一是在债券发行阶段，诉结构化发行侵权纠纷、债券欺诈发行纠纷等，占比为 6.37%；二是在债券交易阶段，包括诉债券交易合同、互换合同的履约纠纷，债券存续期间存在虚假陈述、受托管理人未盡管理义务等纠纷，占比为 3.82%；三是在债券偿付阶段，诉债券发行人偿还债券本息，占比为 89.81%（见图五）。

图五：2018-2022年上海法院债券纠纷
所涉债券阶段分布



债券纠纷的案由分布较为集中，涉及公司债券交易纠纷、公司债券回购合同纠纷、证券虚假陈述责任纠纷、质押式证券回购纠纷、财产损害赔偿纠纷、其他合同纠纷等，其中以公司债券交易纠纷居多，占比为 90.76%，其次为证券虚假陈述责任纠纷，占比为 6.05%（见图六）。

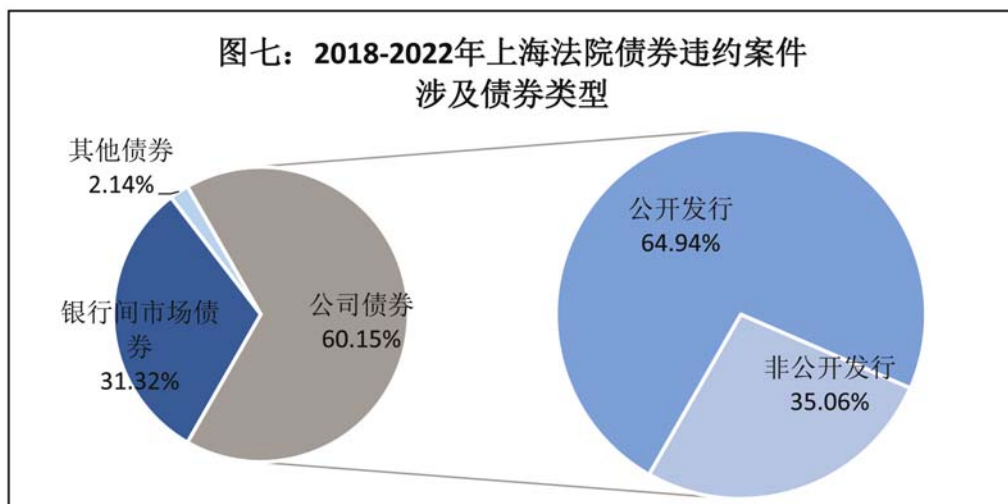
图六：2018-2022年上海法院债券纠纷案件类型



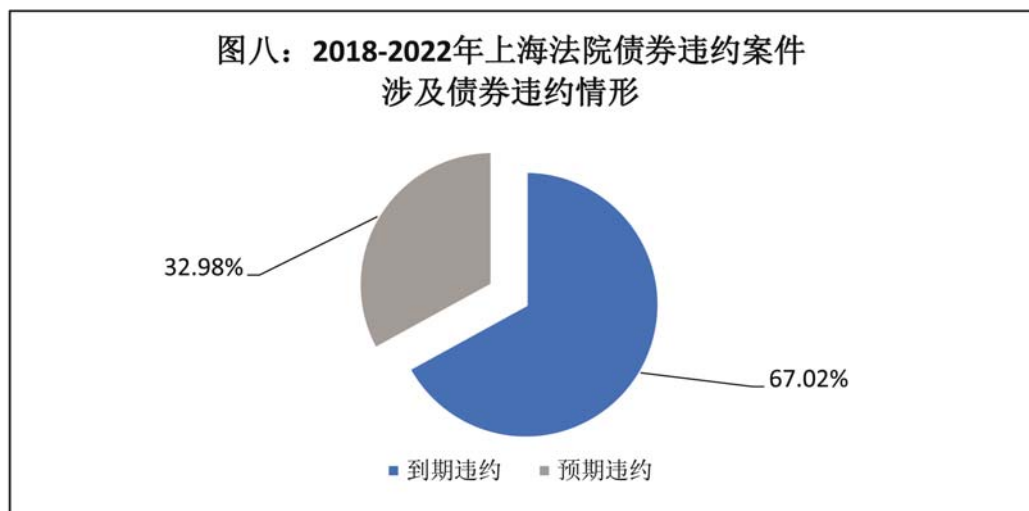
债券纠纷案件类型以债券违约为主，共涉及 51 家发行人、112 只债券。此外，因债券募集文件多约定有交叉违约条款，同一发行人发行的不同债券在同一时期均因违约涉诉的情况比较常见。

四、违约债券种类多样，违约情形以到期违约为主

涉诉违约债券种类包括公司债券、非金融企业债务融资工具、其他债券等。细分类型包括：在沪深交易所挂牌的一般公司债、可交换公司债，在银行间市场挂牌的中期票据、短期融资券、超短期融资券，以及在地方交易所挂牌的债券融资计划、私募债券、定向债务融资工具等。上述违约债券种类中，以一般公司债券居多，占比为 60.15%，其中的 64.94% 为公开发行（见图七）。



从起诉时的债券违约情形来看，以到期出现实质性违约居多，包括未能按约兑付本息、债券回售款等情形，占比为67.02%（见图八）。原告主张预期违约而诉请债券本息加速到期或要求解除合同、赔偿损失的占比为32.98%，此类情形下原告诉请的依据包括交叉违约条款下的其他融资工具出现违约、信用评级下调、公司面临重大诉讼、公司资产被查封冻结、公司账面货币资金不足以偿还短期债务、公司因虚假陈述受到立案调查等。

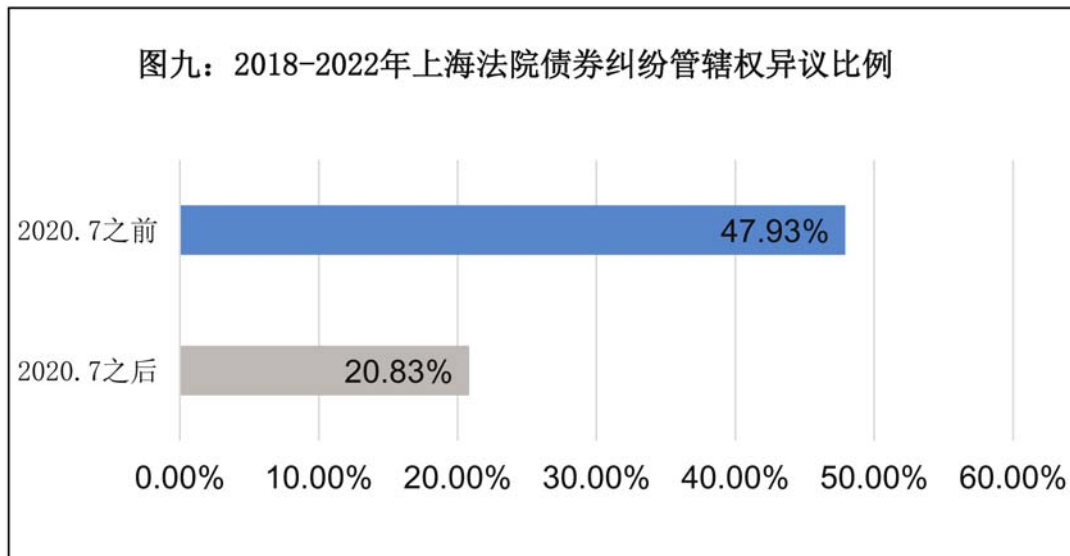


五、案件程序性问题较多，实体法律争议较为典型

债券纠纷案件审理过程中，处理管辖权异议、公告送达、因破产中止诉讼等程序性问题较多，对诉讼进程造成一定影响，该类案件一审的平均审理天数为188.48天。其中管辖权争议较为突出，被告提起管辖权异议申请的案件占比为41.72%。

《债券纠纷座谈会纪要》出台之前，上海法院确定管辖权的依据主要是管辖条款约定的受托管理人住所地，或者接受货币一

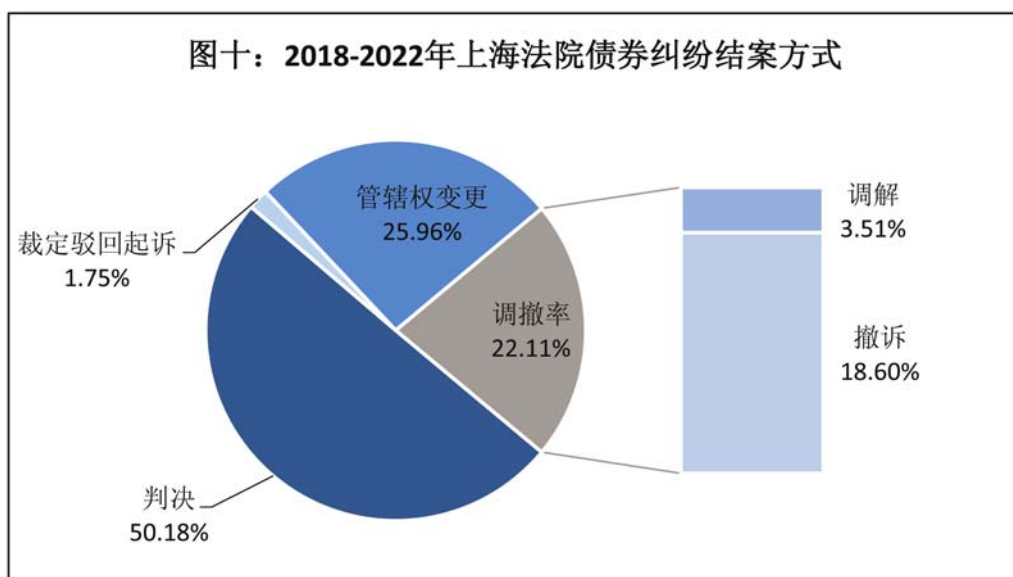
方的所在地即原告住所地等。债券违约案件涉及的 51 家发行人中，其住所地位于上海市的仅 6 家，外地发行人占比达 88.24%。《债券纠纷座谈会纪要》出台之后，管辖权异议数量大幅减少，由 47.93% 下降至 20.83%（见图九）。



在债券违约案件中，被告通常对应付债券本息没有异议。各案件争议焦点比较类似，包括债券是否符合加速到期条件，加速到期日如何确定，律师费、保全担保费是否应予支持，逾期利息及违约金的计算基数、计算标准与起止时间，担保是否有效，各债券持有人可以实现的担保比例认定等问题。其他类型债券案件中，争议焦点还包括被告是否应负虚假陈述赔偿责任、受托管理人是否勤勉尽责、债券交易合同是否成立等问题。

六、案件处理方式多元，申请强制执行超六成

从债券纠纷的结案方式来看，以判决结案占比 50.18%，以裁定驳回起诉结案占比 1.75%，以调解、撤诉结案为 22.11%。此外，法院最终以管辖权变更方式结案的占比达到 25.96%，包括移送其他法院管辖、指定其他法院管辖、移交下级法院管辖等（见图十）。



以判决、调解方式结案的 152 件案件中，有 98 件进入强制执行程序，申请强制执行率为 64.67%。2018 - 2022 年执行案件共 133 件，执行标的总金额为 109.39 亿元，执行到位总金额仅为 4.25 亿元，执行到位率 3.89%。

第三部分 债券纠纷类型及法律风险揭示

一、涉债券发行纠纷及法律风险揭示

(一) 债券欺诈发行

【纠纷类型】

1. 债券投资者起诉发行人，以发行人未真实准确完整地披露信息，进行虚假陈述、虚假宣传，骗取债券公开发行核准，构成欺诈发行为由，要求发行人就未能兑付债券本息产生的损失承担赔偿责任。

2. 债券投资者起诉发行人的实控人及相关责任人员，以实控人或相关责任人员对发行人违规行为负有直接责任为由，要求其对债券不能兑付产生的损失承担连带赔偿责任。

3. 债券投资者起诉债券承销商，以承销商违反合理性、必要性和重要性原则，未对公司债券发行文件的真实性、准确性和完整性进行审慎核查，诉请承销商与发行人承担连带赔偿责任。

4. 债券投资者起诉其他中介机构，以会计师事务所、律师事务所、评级机构等在债券募集说明书或其他募集文件制作过程中未勤勉尽责为由，诉请中介机构与发行人承担连带赔偿责任。

【风险揭示】

1. 债券发行人需对欺诈发行导致的投资者损失承担赔偿责任

任。债券发行过程中，发行人通过虚假信息披露，误导投资者购入债券，并导致投资者在债券到期后未能获得本息兑付而产生损失，则可能就其欺诈发行行为对购入债券的投资者承担赔偿责任。例如，投资者诉五洋建设集团股份有限公司（以下简称五洋建设）等证券虚假陈述责任纠纷案〔浙江省杭州市中级人民法院（2020）浙01民初1691号〕，法院最终认定五洋建设不符合发行条件，以虚假财务数据骗取债券公开发行核准，已构成欺诈发行；其行为误导投资者在一级市场购入债券，导致投资者在债券到期后未能获得本息兑付而产生损失。五洋建设应就其欺诈发行行为对购入债券的投资者承担赔偿责任。

2. 发行人的实际控制人及参与公司经营的董事、监事、高级管理人员等对欺诈发行存在过错的，应就投资者损失承担赔偿责任。由于上述人员对公司的经营情况、利润水平等理应知晓，如其在公司报表利润与实际情况存在重大差异的情况下，在相关募集文件上签字确认，积极推进公司债券的发行，且未能证明自己没有过错，可能面临与发行人承担相应连带赔偿责任的后果。

3. 债券承销商未尽注意义务的，应就欺诈发行导致的投资者损失承担赔偿责任。其就公司债券发行文件中包含或引用证券服务机构出具专业意见的内容，原则上可以在履行普通注意义务的基础上主张合理信赖；存在合理怀疑的，应当履行审慎核查和必要的调查、复核程序，排除合理怀疑。承销商对公司债券发行

文件中无证券服务机构专业意见支持的内容，应当审慎核查。承销商应举证证明其有合理谨慎的理由确信发行文件披露的信息不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，否则可能就投资者损失与发行人承担连带赔偿责任。

4. 相关中介机构就欺诈发行存在过错的，应就投资者损失承担赔偿责任。如在债券项目尽职调查过程中，未严格按照监管规则和机构内部规定，对项目进行全面核查，制作出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，客观上导致债券违约和投资者损失，而中介机构不能证明自己没有过错的，可能与发行人承担连带赔偿责任。

（二）结构化发行

【纠纷类型】

1. 结构化债券兑付纠纷。债券的结构化发行区别于普通债券发行的主要特点在于，前者往往通过“优先－劣后”的分级结构，由发行人指定的主体出资并作为劣后级受益人，或进行差额补足，以实现发行人自购和增信。结构化安排既可以出现于信托产品中，也可以出现于基金产品中。

2. 涉差额补足义务纠纷。债券发行结构化产品通常含杠杆性配资，优先级份额委托人为劣后级份额委托人提供融资，存在劣后级份额委托人给予优先级份额委托人单向风险补偿机制，优先级份额委托人的收益有保障，劣后级份额委托人往往是投资的

最终决策人。由此可能引发优先级份额委托人起诉劣后级份额委托人，要求后者履行差额补足义务的纠纷。

3. 因“债券互持”操作引发的纠纷。部分债券结构化发行通过更为隐蔽的“债券互持”方式进行，即以发行人指定方作为劣后级受益人的资管计划或信托计划资金认购第三方指定债券，第三方同步认购发行人债券。实践中，因没有明确约定债券互持期间的风险承担规则，或约定了“换回”条款但债券在“换回”时点之前发生违约，以及原安排用于接券的资管计划或信托计划等因自身原因无法按约履行，可能扩大资管计划或信托计划的投资者及债券发行人的投资风险，进而引发纠纷。

【风险揭示】

1. 结构化发行可能因违法违规导致相关约定无效。上海、深圳证券交易所于2019年12月13日发布《关于规范公司债券发行有关事项的通知》，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，债券发行的利率或者价格应当以询价、协议定价等方式进行，发行人不得操作发行定价、暗箱操作，不得以代持、信托等方式谋取不正当利益或向其他相关利益主体输送利益，不得有其他违反公平竞争、破坏市场秩序等行为。中国人民银行、发改委、财政部等于2021年8月联合发布的《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》明确应限制高杠杆企业过度发债，强化对债券募集资金的管理，禁

止结构化发债行为。2022年5月31日施行的中国证监会《关于加强注册制下中介机构廉洁从业监管的意见》，亦明确严格禁止“结构化发行”。实践中，承销机构、发行人如进行结构化发债，不但涉嫌违反监管规定，且相关结构化融资行为也可能因违反法律、行政法规的禁止性规定或违反公共秩序，而面临无效的风险。

2. 管理人在结构化发行中消极管理可能承担相应赔偿责任。在主动型普通资管计划或信托计划中，投资者出于对专业机构能力和声誉的信任，将自有资金交给管理人作出投资、管理、处分等决策。而在债券结构化发行资管计划或信托计划中，管理人通常扮演的是消极、被动的角色，资管计划或信托计划在大多情况下可能变为一种“通道”，资金用于结构化发债，而非用于投资。管理人虽抗辩其为“通道”，但如未尽到应有的注意义务，仍可能对投资者的损失承担一定的赔偿责任。

3. 投资者因存在过错可能自担部分损失。投资者可能因债券结构化发行中存在“换券”等更为隐蔽的操作，而面临更大的债券违约信用风险。发生诉讼后，投资者作为发行人的关联方或被指定方，是否明知或应知债券结构化发行的交易安排，自身是否存在过错，往往成为争议焦点，投资者可能因自身参与结构化发债被认定自担部分损失。

二、涉债券交易纠纷及法律风险揭示

【纠纷类型】

1. 因债券交易合同的要式性引发的纠纷。当事人通过即时通讯工具等方式进行磋商，就交易公司债券达成合意，但后续未按照交易规则在监管部门规定的特定电子平台进行债券交易，因能否认定债券交易合同成立、是否违约以及如何认定损害赔偿范围而引发纠纷。

2. 因债券代投缴行为引发的纠纷。债券代投缴是指一家机构代替另一家机构在债券分销时进行投标，并按照债券发行公告指定的时间向承销商缴款的行为。当事人约定债券代投缴加上市后回购协议，即一方当事人委托另一方代为申购债券，在该债券上市后数日内，前者在交易所固定收益证券电子平台向后者购买该债券，完成债券接回，因该交易模式是否构成行业惯例以及该类债券回购合同是否有效引发纠纷。

3. 因远期债券交易合同的履行引发的纠纷。一方当事人未按照债券交易合同约定的指定日期、指定机构等交易要素履行购入或回购债券义务，合同相对方主张未履约的一方构成违约，并要求其承担违约责任。未履行购入或回购债券义务的一方当事人抗辩认为因债券停牌等第三方原因未能履行合同义务，构成不可抗力，属于免责事由，继而引发纠纷。

【风险揭示】

1. 投资者未按相应的要式要求交易债券可能导致合同不成立。公司债的交易须在规定场所遵循交易规则实施报价、交收等行为。当事人仅通过即时通讯工具就债券数量、价格确定方式等达成合意，但未按照交易规则在相应平台上进行正式交易，不符合债券交易合同要式要求，债券交易合同不成立。在债券交易合同因不符合要式要求未达到缔结本约的情况下，若符合预约合同的特征，可以认定为构成预约合同，违约方仍存在就其不诚信行为赔偿守约方相应损失的风险。例如，在百年保险资产管理有限责任公司与上海明寓投资发展有限公司等公司债券交易纠纷一案〔上海金融法院（2021）沪74民终1264号〕中，法院认为，微信记录中双方当事人就案涉债券数量、价格确定方式等所形成的意思表示虽不符合债券交易合同要式要求，但因交易对象、交易标的、交易数量以及价格确定方式等已明确，故可以认为就案涉债券交易形成了预约合同，违约方应就交易对手方的预期利益损失承担赔偿责任。

2. 投资者从事债券交易时未审慎核查交易对手身份可能导致合同效力瑕疵。投资者若使用不具有实名认证、权限管理、信息留痕及记录保存等功能的即时通讯工具规范开展业务，或未能注意审核交易对手经办人从事交易是否取得授权，在该经办人不属于职务行为、未取得事后追认且不构成表见代理的情况下，存

在经办人行为不具有法律约束力的风险。

3. 债券代投缴业务可能因违规被认定无效。当事人出于获取收益、申购灵活等原因考虑，采取约定债券代投缴加上市后回购协议的方式完成债券的购入，可能涉嫌违反相关法律强制性规定，破坏债券市场秩序，有关交易行为存在被认定无效的风险。

4. 当事人订约预期可能因市场变化而落空。当事人之间约定远期债券交易协议叠加回购协议以达成债券互持的效果时，若发生债券信用级别下调等影响债券价格的情形，债券交易方应自行承担债券价值波动或无法兑现的风险。债券停牌等事件不属于不能预见、不可避免且不能克服的客观情形，通常难以构成不可抗力。若触发合同约定的违约条款，违约方应承担相应违约责任。

三、涉债券存续期间纠纷及法律风险揭示

【纠纷类型】

1. 债券存续期间的虚假陈述责任纠纷。因发行人在债券存续期间，未披露可能影响其偿债能力或债券价格的重大事项或定期披露的事项中存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏，投资者要求发行人对债券价格波动或债券本息未能兑付产生的损失承担赔偿责任而引发纠纷。

2. 主承销商或受托管理人未尽债券存续阶段的后续管理义务引发的纠纷。债券存续期间，主承销商或受托管理人未能及时

发现并要求发行人披露募集资金被挪用、银行贷款发生逾期等信息，债券持有人要求主承销商或受托管理人就后续管理义务履行不当而承担损害赔偿责任。

3. 因受托管理人多重身份之间的利益冲突而引发的纠纷。具体表现为：（1）当受托管理人同时作为债券持有人进行债券交易时，因受托管理人在管理债券期间所获得的与债券发行人偿付能力相关的信息是否属于内幕信息而引发纠纷。（2）金融机构既作为受托管理人，又与发行人之间存在信贷业务，发行人偿债不能时，因金融机构自营业务与受托管理业务之间存在利益冲突而引发纠纷。

【风险揭示】

1. 发行人、债券承销机构和债券服务机构未依法履行信息披露义务，应对由此导致的投资者损失承担赔偿责任。若在债券存续期间存在证券虚假陈述等侵权行为，发行人应向债券持有人承担民事侵权赔偿责任。债券承销机构和债券服务机构对各自专业相关的业务事项未履行特别注意义务，对其他业务事项未履行普通注意义务的，也应承担相应的民事赔偿责任。

2. 债券受托管理人未履职尽责，应对由此导致的投资者损失承担赔偿责任。债券存续期间，对于交易所债券市场，由债券受托管理人维护债券持有人的利益。对于银行间债券市场，长期以来是由主承销商同时负责发行承销和存续阶段的后续管理义

务，2019年后引入受托管理人制度。若主承销商或受托管理人未勤勉尽责，包括未尽到动态监测、及时督导、应急响应等存续期间的管理义务等，造成债券持有人利益损失的，应当承担相应民事赔偿责任。

3. 债券受托管理人利用其信息优势从事内幕交易，需承担相应法律后果。当受托管理人同时作为债券持有人进行债券交易时，受托管理人在管理债券期间获得可能对投资决策产生重大影响的尚未公开信息，并就所涉债券先行交易，存在被认定为内幕交易并向合同相对方承担相应赔偿责任的风险。例如，在中国一拖集团财务有限责任公司与上海浦东发展银行股份有限公司侵权责任纠纷〔上海金融法院（2019）沪74民初22号〕一案中，法院认为浦发银行作为主承销商，应基于诚信原则，在得知发行人偿债能力有重大不利信息时，不得在市场价格敏感窗口期进行交易。然而，其却利用身份优势，在相关事实信息公开披露前，转让了其自身持有的债券，与保护投资者利益的后续管理职责相悖，违背诚信原则，应承担侵权赔偿责任。

4. 主承销商与受托管理人身份重合时未采取合理措施防范利益冲突，可能导致承担相应赔偿责任。主承销商与受托管理人身份重合时，应建立完善的风险内控和隔离制度并记录留痕，排除合理怀疑。若未能将利益冲突情形在债券募集文件及债券存续期间的信息披露文件中予以充分、及时披露，并采取适当的方式

予以解决，损害债券持有人合法利益，则也可能构成对受托管理人勤勉尽责义务的违反，并存在向债券持有人承担相应赔偿责任的风险。

四、涉债券违约纠纷及法律风险揭示

（一）程序性纠纷

【纠纷类型】

1. 因争议解决方式引发的纠纷。债券募集文件与受托管理协议中对于争议解决方式或管辖地约定不一致，受托管理人提起债券违约之诉后，发行人提出主管或管辖异议。另外，在债券到期未能兑付时，债券持有人大多选择提起违约之诉，但也有部分债券持有人选择提起证券侵权之诉，关于侵权诉讼中债券持有人及被诉中介机构应否受到债券募集文件中约定的仲裁条款约束引发争议。

2. 因诉讼主体资格认定引发的纠纷。（1）债券受托管理人在债券发行人不能偿还债务时，根据协议约定或债券持有人会议决议的授权，接受部分持有人的委托，以自己的名义代表债券持有人提起诉讼后，未授权受托管理人起诉的债券持有人能否另行起诉引发纠纷。（2）通过各类资产管理产品投资债券的，资产管理产品的管理人能否依据资产管理文件的约定以自己的名义提起诉讼引发纠纷。

【风险揭示】

1. 相关协议中管辖约定不一致，可能导致约定无效。债券违约案件中，受托管理人、债券持有人以发行人或者增信机构为被告提起的要求依约偿付债券本息或者履行增信义务合同纠纷案件，债券募集文件与受托管理协议中关于管辖的约定不一致，不能确定管辖法院的，应由发行人住所地人民法院管辖。

2. 债券持有人提起侵权之诉不能按一般管辖规则选择受诉法院。债券到期未能兑付，债券持有人选择以发行人、债券承销机构、债券服务机构等为被告提起侵权损害赔偿的，统一由发行人住所地的省、自治区、直辖市人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院或者专门人民法院管辖。

3. 如果欠缺相关协议约定或授权，受托管理人可能无法代表债券持有人提起诉讼。受托管理人根据债券募集文件、债券受托管理协议的约定或者债券持有人会议决议的授权，可以自己的名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼。其他债券持有人可以另行单独或者共同提起、参加民事诉讼。资产管理产品管理人根据相关规定或者资产管理文件的约定可以自己的名义提起诉讼。

（二）实体性纠纷

【纠纷类型】

1. 要求发行人还本付息引发的纠纷。发行人未能按照债券募集文件的约定到期还本付息，或在债券持有人选择回售债券后

未能支付回售价款，在宽限期（如有）届满后仍不能偿还，构成债券募集文件项下的违约事项时，因债券持有人或受托管理人要求发行人还本付息而引发纠纷。

2. 因主张债券加速到期引发的纠纷。（1）发行人出现影响其履约能力的重大事实或存在已严重缺乏实际履约能力等情形足以影响债券持有人利益，因是否构成加速到期事件而引发纠纷。（2）在触发债券募集文件中约定的加速到期条款时，因应否就债券提前到期进行通知及如何认定加速到期日产生纠纷。

3. 因发行人违约责任范围的认定引发的纠纷。（1）在债券募集文件未明确约定逾期付款违约金的计算标准时，债券持有人或受托管理人起诉要求发行人支付违约金，双方就违约金的起算时间、利率标准等方面存在争议。（2）债券持有人或受托管理人向发行人主张律师费、财产保全担保费等为实现债权支付的费用引发争议。

4. 因债券发行人、实控人与持有人签订“抽屉协议”的效力引发的纠纷。发行人或实控人出于避免债券持有人行使回售权等目的，与个别持有人签订清偿协议、提供额外的增信措施。发行人到期未能兑付时，因前述“抽屉协议”是否有效、是否有违债券公平清偿原则而引发纠纷。

5. 因实现担保物权或增信措施引发的纠纷。（1）在发行人到期不能按约还本付息或触发加速到期的情况下，债券持有人要

求就登记于受托管理人名下的担保物行使担保物权而引发纠纷。(2) 对于以流动性支持、差额补足、安慰函或承诺函、维好协议等方式作为增信措施发行的债券，当触发履约条件时，因对上述增信方式性质上属于保证、债务加入、独立合同及其是否具有法律效力而引发纠纷。(3) 公司未经股东（大）会或董事会的同意对债券发行提供担保，因担保是否有效而引发纠纷。

6. 因债券持有人会议的效力认定引发的纠纷。因债券持有人会议未按照约定或规定履行通知程序、决议事项超出约定或规定的范围等原因，债券持有人对持有人会议的召集和表决的合理性及合法性提出质疑引发纠纷。

【风险揭示】

1. 触发加速到期条款或构成预期违约，发行人将面临提前兑付债券本息的风险。若债券发行人存在经营状况不良、流动性风险等问题，例如因涉诉导致资产被冻结、被评估公司下调信用等级、质押股票价格下跌且无法提供新的担保、发行人及其合并财务报表范围内子公司等主体发生其他债务违约或发生重大不利事件时，可能产生债券加速到期方面的法律纠纷。在债券尚未到期时，若触发发行文件约定的加速到期条款，或者虽无约定，但构成预期违约，债券发行人存在提前兑付债券本息的风险。

2. 签订“抽屉协议”存在被认定无效的风险。发行人出于避免债券持有人行使回售权等目的，与个别投资者私下签订清偿

协议，或额外提供增信措施的，该类“抽屉协议”可能因违反市场交易风险共担原则、损害其他债券持有人利益、破坏债券交易秩序等，存在被认定为无效的风险。

3. 投资者对债券违约关键条款认识不足，可能导致误判发行人违约风险。若债券投资者在债券发行时未能认真阅读募集说明书等债券发行文件，没有特别关注与构成债券违约情形密切相关的宽限期条款、交叉违约条款及豁免机制、加速到期条款等，未能了解违约责任及其承担方式以及债券发生违约后的诉讼、仲裁或其他争议解决机制，则可能因未能综合评估发行人的违约风险而加大债权实现的成本。

4. 各方未作明确约定可能导致债券违约的赔偿范围不确定。在募集说明书等发行文件未明确约定债权实现费用的情况下，对于律师费、财产保全担保费或财产保全责任保险费等为实现债权而支出的费用，存在难以得到法院支持的风险；对于债券持有人因逾期兑付债券而主张的违约金，发行文件如有约定的，按约处理，如无约定或约定不明，则参照期内利息的利率执行。

5. 债券担保存在权利瑕疵可能导致投资者行权障碍。发行人或第三方以抵押、质押的方式为债券兑付提供担保，若受托管理人未对设置抵押权、质权的有效性、是否存在权利瑕疵以及其他不利情形等方面进行充分核查，债券持有人亦因其集体行动难题无法有效行权，担保品存在难以变现的风险。另外，个别债券

持有人单独提起诉讼要求实现受托管理人名下担保物权时，难以就全部担保物受偿，而应按照其占当期发行债券的比例受偿。

6. 债券持有人会议存在程序问题可能导致决议效力瑕疵。未根据债券募集文件规定的决议范围、议事方式和表决程序所作出的决议，存在被认定为无效的风险。对于债券持有人会议授权的受托管理人或者推选的代表人作出可能减损、让渡债券持有人利益的行为，如未获得债券持有人会议特别授权或事先征求各债券持有人的意见，亦存在对债券持有人不生效力的风险。

五、涉特殊类型债券纠纷及法律风险揭示

（一）永续债

【纠纷类型】

1. 永续债违约纠纷。根据《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——特定品种公司债券（2022年修订）》的规定，附续期选择权的公司债券，即发行人在约定时间有权选择延长本次债券期限的债券，称为可续期公司债券，也就是通常所指的永续债。理论上，发行人可以无限期续期。然而，实践中永续债也可能被“终结”，即债券持有人以发行人出现违约事件导致主体信用评级或债项评级下降，债券发行人以其行为表明无法履行还本付息义务，出现根本违约为由，诉请发行人要求解除双方之间的合同关系，发行人偿还本金并赔偿利息损失。

2. 永续债信息披露纠纷。因永续债发行人有权选择延长债券期限，对于投资者预期利益有较大影响，因此，一旦发生债券信用违约，投资者可能以发行人未尽到信息披露义务，如未对永续债特殊发行事项，包括续期选择权、递延支付利息选择权、强制付息事件、利息递延下的限制事项、利率调整机制等重大事项进行提示，未揭示永续债的特有风险，进而诉请发行人要求承担相应的赔偿责任。

【风险揭示】

1. 投资者未关注永续债特有风险可能导致承受损失。对于债券投资者而言，应充分关注永续债客观上相对普通债券流通性较差，变现能力较弱的特点；充分了解债券基本情况、发行人主体信用评级及债项评级情况，以及续期选择权、续期期限、利率确定和调整方式、强制付息事件等关键合同条款。如投资者并未充分了解永续债的特有交易安排，可能面临无法如期获得投资收益，甚至承担投资本金损失的风险。

2. 发行人如未适当履行信息披露义务或风险管理义务，永续债可能无法“永久持续”。例如，发行人如未按约定披露信息或者未满足企业重大事项信息披露的最低要求，可能直接影响投资者对企业信用风险、投资价值的判断，使投资者丧失投资信心的，诉讼中可能被认定发行人的违约行为导致债券缺乏市场流通性，持有人欲通过转让债券收回本金的目的难以实现。在此情况

下，发行人可能被认定构成根本违约，持有人有权通过解除合同要求提前还本付息。例如涉“15 中城建”债券，即景顺长城基金管理有限公司诉中国城市建设控股集团有限公司公司债券交易纠纷案〔上海市黄浦区人民法院（2017）沪 0101 民初 13670 号〕中，法院认定发行人在募集期及存续期违反信息披露义务，已构成实质性违约，债券持有人有权解除合同，发行人应向债券持有人还本付息并赔偿损失。

3. 永续债发行人未履行特殊监管要求可能导致承担相应赔偿责任。如在募集说明书中应提示永续期公司债券的特有风险，包括发行人行使续期选择权、利息递延支付、会计政策变动等风险，并披露关于永续期公司债券特殊违约情形的约定，包括未发布利息递延支付公告的情况下拖欠利息、发生强制付息事件下拖欠利息、未发布续期公告的情况下拖欠本息等。发行人如未履行上述特殊披露义务，可能被认定对投资者的损失承担相应的赔偿责任。

（二）可转债

【纠纷类型】

1. 持有人起诉债券发行人要求按照约定的收益率支付投资本息引发纠纷。可转债指公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成本公司股票的公司债券，属于《证券法》规定的具有股权性质的债券。可转债通常包含两个交易阶段，第一

阶段是投资者购买“可转债产品”，第二阶段是特定条件下投资者有权要求将债券转为上市公司股权，如转股不成功则要求发行人按照约定收益率还本付息。在因目标公司股票未如期上市或股票被退市、暂停上市等导致转股不成功，目标公司出现生产经营困难，债券持有人的本息亦无法得到兑付的情况下，可能因持有人起诉债券发行人要求按照约定的收益率支付投资本息，相关主体履行增信承诺而引发纠纷。

2. 可转债赎回纠纷。部分可转换债的募集说明中含有约定赎回或约定回售条款，即规定上市公司股东可以按事先约定的条件和价格赎回尚未换股的可转债，或规定债券持有人可以按事先约定的条件和价格将所持债券回售给上市公司股东。实践中，债券持有人、上市公司股东双方可能因债券是否达到约定的条件和价格，是否触发赎回或回售权而产生纠纷。

3. 涉投资者适当性义务纠纷。因可转债有自身特点，多通过资管计划、信托计划等金融产品进行融资，交易结构往往较为复杂，同时又涉及相应股票所属板块的投资者适当性要求。实践中，出现部分投资者以可转债产品的发行机构、销售机构违反适当性义务，导致其作出错误投资决定、购买不合适的产品并遭受投资亏损为由，诉请赔偿本金及资金占用损失。

【风险揭示】

1. 可转债产品的投资者未充分了解产品导致风险判断错误。

在投资前应充分了解产品投向、投资路径和方式、转股条件及相关政策限制、转股不成情况下债权实现的保障、增信措施的合规性、管理人义务的具体内容和违反义务的法律后果等合同关键条款，审慎选择可转债项目管理人及可转债产品，形成合理投资预期，否则可能造成对投资风险的误判。

2. 募集说明书未明确约定债券赎回或回购的条件、价格、程序等导致行权障碍。发行人应在赎回条件满足后及时披露，明确说明是否行使赎回权，否则可能出现赎回通知时间、赎回价格难以明确认定的风险。

3. 销售机构、管理人未依法履行投资者适当性义务导致对投资者损失承担赔偿责任。因可转债产品关涉“债”“股”的转换及不同情况下投资者权益的实现，往往投资结构复杂，如产品的销售机构、管理人未按照“穿透”原则全面了解可转债产品，向投资者全面披露产品交易、投资机构等信息，充分评估并揭示产品风险，尤其满足与正股所在板块的投资者适当性要求相适应，对客户是否符合可转债投资者适当性要求进行核查和评估，则可能因违反适当性义务或管理义务，而向投资者损失承担相应赔偿责任。

六、涉跨境债券纠纷及法律风险揭示

本报告所指的跨境债券，除了指在我国内地以外发行的债券，如在香港等地发行的中资美元债，也包括在我国境内发行的

离岸债券（“明珠债”），境外主体在我国境内发行的债券（“熊猫债”）以及境内投资者投资的其他境外债券。

（一）境内持有人的诉权行使

【纠纷类型】

境内持有人就境外债券违约提起诉讼。境内投资者持有境外发行债券，在发生债券违约等情形时，向境内法院起诉或赴境外诉讼。

【风险揭示】

1. 境内债券持有人面临跨境诉讼的风险。境内投资者投资境外发行债券已不鲜见，因持有境外债券而产生的相应纠纷，其管辖和准据法选择受到发行文件和相关规则的约束，境内投资者一般不能依据我国法律在境内提起相应诉讼。

2. 依据发行文件或纠纷适用的准据法，境内债券持有人可能无法直接行使诉讼权利。根据我国《证券法》的相关规定，当债券发行人未能按期兑付债券本息的，债券受托管理人可以接受全部或者部分债券持有人的委托，以自己的名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼或者清算程序。同时，债券持有人本人也可以直接提起、参加民事诉讼或者清算程序。但在境外，可能会在发行文件中约定或由法律规则明确规定以债券受托管理人作为诉权行使主体，代表所有债券持有人统一行使救济权利，而不允许持有人直接对发行人提起诉讼。因此，债券持有人投资境外发

行债券时，若对该相关法域规则未全面了解，可能会面临无法直接行使诉讼权利的风险。

3. 境内债券持有人可能因境外受托管理人怠于履行职责而利益受损。在只能由受托管理人直接提起诉讼的情形下，若债券持有人在购买相应债券时，未对债券受托管理人的资质或既往业务表现进行详细调查，可能会面临债券受托管理人怠于行使相关诉讼权利的情况，致使债券持有人的相关权利不能得到及时有效的救济。因此，对受托管理人的考察就显得尤为重要。

（二）跨境债券纠纷的管辖

【纠纷类型】

跨境债券纠纷争议解决过程中，由于跨境债券发行的发行人、实际融资人、债券持有人分处不同法域，凡与债券发行、承销、托管、增信存在密切联系的法院，都可能存在管辖权，由此引发管辖冲突。

【风险揭示】

1. 发行文件未约定管辖时，存在多重管辖的风险。跨境债券，尤其是中资美元债的发行过程中，发行人、实际融资人、债券增信主体可能分处不同法域，如果发行文件中未对管辖作出明确约定，可能存在多重管辖和平行诉讼的风险。

2. 投资者从二级市场获得跨境债券的，是否受发行文件中管辖条款的约束，存在不确定性。债券在境外发行，投资者在二

二级市场获得并持有债券，发行文件中虽有争议管辖约定，但是否拘束该二级市场投资者，不同法域的裁判标准并不统一。比如欧盟法院判例中认为，虽然发行文件中的管辖约定原则上约束二级市场投资者，但该约定需要符合一定条件。因二级市场投资者是否受管辖约定的约束存在不确定性，可能造成不同法域的投资者在选择管辖过程中产生冲突。

3. 跨境债券发行人破产的，因发行主体、融资主体分离而产生管辖风险。目前在中资美元债券、离岸债券发行中往往采用境外特殊目的载体（SPV）作为发行主体，境内实际融资主体提供增信的方式。当债券不能及时兑付而引发破产风险时，SPV所在地和境内法院都具有破产管辖权。当根据“主要利益中心”原则确定管辖时，因何为企业的主要利益中心往往发生争议，导致破产程序之间的协助与配合陷入困境。如果境内法院的破产程序是主程序，境外破产裁判需要通过境内承认后才能并入破产主程序，境外债券持有人也需要在境内申报债权，才能获得破产清偿。反之，如果境外主体存有资产的，境内破产裁判也需要境外法院承认后才能获得执行。

4. 跨境担保可能引发管辖冲突。境外主体发债、境内主体提供担保，因债券发行和担保分处不同法域，且境内主体可能是实际融资主体，在债券发生违约情形时存在平行诉讼管辖的可能，此时依照民事诉讼法司法解释的规定，如我国判决在先，则

境外判决不能被承认和执行。

（三）跨境债券纠纷的法律适用

【纠纷类型】

跨境债券在不同法域发行和交易，债券纠纷发生后，因所处法域不同，准据法的选择和适用引发争议。

【风险揭示】

1. 债券间接持有导致复杂的准据法适用规则。目前，债券的间接持有模式在国际上较为常见，根据《关于中间人持有证券特定权利的法律适用公约》（又称《海牙证券公约》），券商、银行等中间人作为名义持有人，投资者作为实际权利人，双方通过协议方式，由中间人代表投资者行使相应债券持有人权利，中间人可以与投资者在协议中约定债券纠纷的准据法。但如果跨境债券存在多级托管，因此存在多份债券持有协议，不同协议中约定的准据法可能不同。同时，在未约定准据法的情况下，依据《海牙证券公约》所确立的，以“相关中间人所在地”法为准据法（Place of the Relevant Intermediary Approach, PRIMA）的原则，因多级托管的情形也存在多种准据法的适用可能。其次，不同法域对证券准据法的选择方式也存在不同，比如欧盟法律中将债券交易区分为合同要素和财产要素两方面，合同要素的冲突法规则由《关于合同义务的法律适用条例》（ROME I）予以统一，而证券的财产权利所适用的冲突法规则主要由《金融担保指令》《结

算最终性指令》《清盘指令》构成。而美国《统一商法典》中对证券准据法适用则以中间人所在地法为原则，但在证券证书交付争议中适用证书所在地法。因此，在跨境债券争议中当债券交易涉及多法域时，准据法适用可能较为复杂。

2. 境内外规则差异导致某些增信措施的法律效力存在争议。在跨境债券内保外贷模式中，以“维好协议”（Keepwell Deed）提供增信的，不同法域的认定标准并不统一，在我国不同诉讼程序中的认定也可能存在不一致。比如在北大方正破产重整过程中，维好协议作为增信措施的债权在破产重整程序中能否确认产生了较大的争议。而在上海金融法院审理的全国首例涉“维好协议”的申请承认和执行我国香港特别行政区法院民事判决案中，则认为虽然维好协议这一增信措施与内地担保制度并不一致，但香港特区法院判决并不涉及违反我国公共利益的情形，因此仍准予执行。

（四）境外债券纠纷裁判的承认与执行

【纠纷类型】

债券持有人就其境外裁判申请承认和执行。跨境债券所引发的争议，经境外法院判决或仲裁裁决后，因债务人或其财产在境内，持有人向境内法院申请承认与执行。

【风险揭示】

1. 境外债券持有人可能面临实体权益较长时间无法实现的

风险。因债务人或其财产在我国境内，外国法院裁判、国外仲裁机构裁决必须依照《民事诉讼法》的规定，经人民法院审查并作出准予执行裁定后，才具备执行力，在此期间当事人利益处于待定状态，须承担债务人资产状况进一步恶化的期限风险。

2. 境外裁判并不必然得到我国的承认和执行。在人民法院承认和执行境外裁决、裁判过程中须对相关法律程序是否正当，该裁判是否违反我国法律基本原则或社会公共利益进行审查。

（五）涉跨境债券监管问题

【纠纷类型】

1. 因外汇监管政策导致的纠纷。一是境外债券的融入资金汇入境内使用过程中，因外汇监管规则要求发生障碍，资金接收方与债券发行人之间产生纠纷。二是境内公司为境外关联公司发行的债券提供担保，因债券违约承担担保责任时，担保资金因外汇监管无法及时购汇，影响担保责任的承担，从而引发纠纷。

2. 因境外监管引发的纠纷。跨境债券发行中，因债券流通、投资的跨境属性，易受境外监管机构的监管，影响相关合同义务的履行，从而引发纠纷。

【风险揭示】

1. 跨境债券的相关资金流动受到外汇监管政策的规制。根据国家外汇管理局《外债登记管理办法》、《跨境担保外汇管理规定》等外汇监管规定，境外发行债券的资金进入境内流通，

需要符合相应监管规定。同时，境内公司为境外关联公司发行债券提供增信的，也需要遵循内保外贷的监管规则。比如《跨境担保外汇管理规定》第十一条规定：“内保外贷项下资金用途应当符合以下规定：（一）内保外贷项下资金仅用于债务人正常经营范围内的相关支出，不得用于支持债务人从事正常业务范围以外的相关交易，不得虚构贸易背景进行套利，或进行其他形式的投机性交易。（二）未经外汇局批准，债务人不得通过向境内进行借贷、股权投资或证券投资等方式将担保项下资金直接或间接调回境内使用。”第二十二条规定：“担保人与债权人之间因提供抵押、质押等物权担保而产生的跨境收支和交易事项，已存在限制或程序性外汇管理规定的，应当符合规定。”相应资金流转过程中，因外汇流通不符合监管规定，可能造成资金支付、担保责任无法及时承担等客观障碍，对跨境债券的履约带来了一定的监管风险。

2. 跨境债券的参与者可能面临境外监管。由于跨境债券的跨域属性，在发行以及二级市场交易过程中往往涉及多个法域和多重监管。比如跨境债券适用美国 144A 或 S 规则，以规避美国证监会的严格监管，但是在金融消费者保护、公共利益维护等方面仍可能面临相关监管机构的监管。

第四部分 债券纠纷法律风险防范建议

一、对投资者的建议

（一）充分关注债券投资法律风险

投资者需要仔细阅读债券募集说明书、受托管理协议等债券募集文件，了解债券期限、利率、主要风险等发行基本情况，尤其关注加速到期、交叉违约、赔偿范围、担保实现方式等与债券违约密切相关的条款。

对于永续债、可转债等特殊类型的债券，需了解其产品交易结构特点和特殊风险，永续债流通性较差，变现能力弱，可转债则是价格波动较大、交易速度快、债券价格不设涨跌幅限制等，投资者应根据自身风险承受能力选择合适的债券产品，不可仅认准票面利率或收益率高就买入，也不可超出自身投资能力和承受能力盲目运用杠杆。

对于跨境债券的投资，应充分认识债券间接持有和多级托管可能带来的法律风险，对可能面临的跨境诉讼中产生的诸如沟通障碍、执行困难等问题引起重视并做好相应预案；在债券投资前，需详细调查了解债券受托管理人的资质或既往业务表现，评估其履职尽责情况；充分了解不同国家和地区的法律规则差异，知悉纠纷所适用的准据法以及相关的诉讼权利义务规定；审慎评

估增信文件的法律效力，避免因牵涉社会公共利益等问题导致境外裁判不能被承认与执行。

（二）采用规范方式进行债券交易

在进行债券交易的过程中，应遵守相关的交易规则，采用规范的形式进行交易。了解不同交易模式的交易流程，对于选择采用的交易模式，应严格按照《公司债券发行与交易管理办法》、交易所债券交易规则及特定债券交易规范文件的规定，在规定的交易平台，以特定的方式进行交易操作。如指定对手方交易，交易参与人在交易系统外达成交易意向后，需及时进行交易申报，通过交易平台以电子化方式对交易价格、数量等要素进行确认，以保证债券交易合同的有效缔结。

交易参与人在磋商过程中，应秉承诚实信用的原则，尽量使用传真、公司邮箱等较正式联络渠道，沟通过程全程留痕，并及时做好保存留底工作。在采用即时通讯等方式洽谈合作意向时，还需注意核实相对方的身份信息和授权情况，可要求对手方提供内部授权文件，以免影响沟通内容在债券交易中的效力认定。要严格遵守相关的监管规定，不得违规通过代投缴方式申购债券。

（三）合理利用投资者债权保障机制

合理利用持有人会议制度、受托管理人制度等投资者保护制度。积极参与债券持有人会议，对发行人不能按期支付本息，增信主体、增信措施或者其他偿债保障措施发生重大不利变化，发

行人或其控股股东、实际控制人无偿或以明显不合理对价转让资产或放弃债权、对外提供大额担保等严重影响偿债能力的重大事项发生，需决定或授权采取相应措施，如要求停止损害、恢复价值以及要求补充担保、提前清偿或提存，通过投票表决有效表达诉求，保障自身合法权益。当债券违约涉讼时，债券持有人应结合案件的基本情况，提前确定适当的诉讼方案和被告对象，以便减少后续诉讼过程中诸如管辖等程序性障碍以及实体问题的举证障碍，尽早实现回款目标。

二、对发行人的建议

（一）完善公司内控治理

对当前信息披露不真实、不及时、不准确现象频发反映出的发行人治理独立性不够、内控缺失等深层次问题，要进一步健全发行人治理结构，加强对控股股东、实际控制人及其关联方的约束，从源头上减少信息披露违规的可能性。

发债前企业应结合自身发展的实际需要，适度发债，同时确定合理的资金使用计划和债券偿付规划，预防债券违约情形的出现。要按照募集文件约定使用融得资金，落实债券担保承诺，确保增信措施合法性。不得为达到融资目的虚增营业收入、净利润等方式伪造粉饰财务报表等企业经营数据。在发行人被审计过程中，发行人的负责人及经营管理人员应提供真实的、公允的会计信息，并对发行人的会计工作和会计资料、财务会计报告的真实

性、完整性负责，不得与中介机构合谋损害投资者利益。债券发行的利率或者价格应当以询价、协议定价等方式确定，发行人不得以违规自购的结构化方式发行债券误导投资者，不得操纵发行定价、暗箱操作，不得以代持、信托等方式谋取不正当利益或向其他相关利益主体输送利益。

（二）规范债券文件内容记载

在募集说明书、担保协议等文件中应就律师费、财产保全担保费或财产保全责任保险费等为实现债权而支出的费用的承担、债券持有人因逾期兑付债券而主张的违约金计算标准等进行明确约定，以消除潜在的违约风险处置争议。根据发债主体的财务状况等具体情形设置更有针对性的担保条款，充分考虑和预计追加担保的可能情形和行使困难，避免不严谨的条款约定带来权利行使的障碍。

在约定如差额补足承诺等债券增信措施时，应尽量规范文本表述，明确双方真实意思表示，明晰相关概念在法律上的含义究竟是保证、债务加入、独立的合同或者仅仅是不具有强制约束力的安慰函，以免涉讼后就文件性质产生争议。

（三）充分履行信息披露义务

发行人应按规定进行信息披露，充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，文件内容应真实、准确、完整。对交易价格产生较大影响的重大事件，如重大财务指标变化、重大

法律事件、违约行为等应及时报送临时报告并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。

对于永续债、可转债等债券品种，应根据其特殊监管要求，履行其信息披露和风险提示义务，如关于永续债应及时披露重大资产变更、评级下调等可能对债券流通性造成影响的因素，以免被认定为根本违约；关于可转债，需关注赎回条件是否满足，预计可能触发赎回条件的，应当在规定的时间内发布提示性公告，说明是否行使赎回权。

发行人的董事、监事和高级管理人员应当保证发行人及时、公平地披露信息，对于文件中经营情况、利润水平等重要信息应重点关注，对有异议的内容应发表意见并予披露。对于发行人关联方的认购严格落实信息披露要求，以“事先承诺披露”结合“事后结果披露”，保障投资者知情权。

（四）妥善安排违约债券处置

强化发行人的契约精神，明确发行人积极履行清偿责任的义务，不得恶意逃废债或蓄意损害投资者合法权益。出现债券违约情形时，积极通过协商方式达成后续偿债方案。对于涉讼债券，在具有良好偿债意愿和一定偿付能力的情况下，可“以诉促谈”，为纾解债务困境，寻求债务和解谈判或引进第三方参与进行债务重组的机会。同时积极推进债券违约的市场化处置，采用现金要约收购、债券置换等工具，妥善化解违约债券风险。通过

多元化违约债券处置，尽量压缩债券违约处置的时间及资金成本，以实现效率的最大化。

三、对中介机构的建议

（一）承销商

主承销商应当尽到审慎核查义务。一是关于发行文件的核查。按照合理性、必要性和重要性原则，对发行人的经营情况、财务状况、偿债能力和意愿等重大事项开展尽职调查，不得随意改变尽职调查工作计划或者不适当地省略工作计划中规定的步骤。对公司债券发行文件中包含或引用证券服务机构出具专业意见的内容，应在履行普通注意义务的基础上形成合理信赖。对存在合理怀疑的事项，主承销商应当履行审慎核查和必要的调查、复核程序，如逐项核查、逐项释疑、逐项排除，跟踪落实，避免有关合理怀疑的反馈意见有去无回或者敷衍了事，确保所有针对反馈意见的核查工作均有证据支持。对公司债券发行文件中无证券服务机构专业意见支持的内容，主承销商应当审慎核查，需有理由确信发行文件披露的信息不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。在债券存续期间，主承销商应当尽到督导信息披露义务，督促发行人按照相关规定及时、公平地履行信息披露义务，并对披露信息的真实性、准确性、完整性进行核查，确保信息披露的文件处于有效期内，在不同媒体上披露的信息保持一致。二是对于担保物的调查审核。发行前对设置抵质押权的有效性、是

否存在权利瑕疵以及其他不利情形等方面进行充分核查；债券存续期间则应持续关注后续担保物管理，采取必要的权利保障措施。

（二）受托管理人

一是识别与评估利益冲突风险。债券承销机构的职责与义务主要在债券发行阶段，而受托管理人的职责与义务则是在债券发行后的持续交易阶段，两者可能产生内部利益冲突，受托管理人对此应高度关注。可通过建立防火墙等内部控制措施进行管理和防范，在组织架构、人员设置、业务流程方面进行有效隔离。存在潜在利益冲突的，要及时采取措施并予以披露，可能严重影响投资者权益的，还要履行回避义务。不得利用管理人身份获得的可能对投资决策产生重大影响的未公开信息从事内幕交易。二是持续关注发行人和保证人的资信状况、担保物状况、增信措施及偿债保障措施的实施情况，出现可能影响债券持有人重大权益的事项时，及时召集债券持有人会议。预计发行人可能无法按时偿还债务时，应当要求发行人追加担保，督促发行人或其他主体履行受托协议约定的其他偿债保障措施。必要时，可以依法申请法定机关采取财产保全措施。受托管理人还应当督促发行人、增信机构和其他具有偿付义务的机构等落实相应的偿债措施。三是做好定期及临时报告。按照规定有效监督发行人募集资金使用及信息披露，保证报告内容与实际情况相符合。

（三）债券服务机构

会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、资信评级机构等债券服务机构作为资本市场的“看门人”，对提高发行人信息披露质量，维护投资者合法权益至关重要。从审判实践来看，部分发行人从事财务造假、欺诈发行等严重损害投资者利益的行为与证券服务机构不专业、不独立有着密切关系。

各债券服务机构应勤勉尽责，严格履行核查验证、专业把关等法定职责，督促发行人规范运作、真实披露。加强行业自律，培育勤勉尽责的行业文化，不断提高执业质量，提升信息披露文件的针对性、客观性和公允性。对出具专业意见所依据文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行查验，审慎发表意见。对出具文件中所依据的事实、相关规定以及分析判断等作出说明，形成记录清晰的工作底稿。

实践中，不同服务机构因提供服务性质不同，查验亦各有所侧重。律师事务所应对其所依据的文件在合理范围内进行核查验证，编制完整的查验计划及过程证明，查验过程由律师全程亲身参与，律所还需对包括法律意见书、律师工作报告以及工作底稿在内的证券法律业务的实际成果进行质量控制，避免出现形式或实质上的瑕疵，对法律意见书则需根据规定进行复核、讨论。会计师事务所应严格遵守审计业务的行业规定，获取充分、适当的审计证据加以验证，以确保出具的审计报告不存在虚假记载。资

信用评级机构应当对可能涉及债券发行条件、偿债能力的重大债权债务、重大资产变化等事项给予关注和提示。

四、对监管机构的建议

（一）持续打击债券市场违法行为

积极落实中国人民银行、证监会、发改委联合发布的《关于进一步加强债券市场执法工作的意见》，重点对欺诈发行、虚假陈述、内幕交易、操纵市场等债券市场违法违规行为进行查处，提高违法成本。督促中介机构提高执业水平，对执业过程中未能勤勉尽责、甚至与发行人等串通造假中介机构，应加大处罚力度，起到对市场的警示作用。完善资本市场诚信监管制度，建立健全失信联合惩戒机制，发挥声誉约束机制对市场主体的引导作用。加强行政执法与刑事司法的衔接，及时移送涉嫌犯罪的案件与线索，有效遏制重大违法行为。

（二）加强监管合作协调

明确监管机构内部的权责分界，在有所区分的基础上对同类型债券产品适用统一监管标准，解决制度真空、监管套利问题。建立跨市场的风险传递、风险预警以及风险防范机制，以整体市场性思维来应对风险，对接交易所市场和银行间市场的债券交易数据，及时发现和处理违规交易，提高制度监控的威慑力。构建长效信息传递以及监管沟通、协调机制，定期就所监管市场现状沟通交流，并对重大风险事件的监管协调作出妥善安排。

（三）发挥自律管理优势

交易所、登记结算机构等金融基础设施要积极发挥一线监管优势，健全全链条的债券信用风险防控工作机制，把风控工作嵌入到融资审核、持续监管、风险处置和责任查处各个业务环节。一是重点关注发行人公司治理、债务篮子和偿债信用情况，合理把握融资审核标准。二是落实公司债券风险监测机制，加强相关行业、地区存在个别风险隐患企业的风险排查，及时发现、及时预警、及时督促化解处置，及时回应市场关切，防范个案风险外溢。三是丰富多种市场工具，如债券购回和债券置换相关业务，完善债券违约市场化处置机制。四是相关行业组织要突出前瞻性引导、预防性规范作用，加强与行政监管的协同配合，充分发挥自律管理的补位作用，加强对信息披露的监管：做到强化及时性要求，严肃处理未按时披露行为；压严压实主体责任，切实提升年度报告披露质量；聚焦风险导向，关注债券偿付重大事项披露。五是制定完善相关自律规则和业务规范，指导行业机构合规展业，构建市场化的自律约束、道德约束、诚信约束、声誉约束机制。

（四）强化跨境监管合作

在债券市场对外开放力度不断加大的背景下，通过相关政府部门签订双边、多边的合作协议或谅解备忘录等形式，以及金融基础设施之间的互联互通等方式，加强国内外政府部门和自律组

织层面的协调，不断健全完善跨境风险监测、跨境调查、跨境执法等跨境监管合作机制，提升跨境监管能力，有效防范债券市场跨境风险。

五、对立法部门的建议

（一）健全债券受托管理人制度

一是进一步规范债券受托管理人制度，明确受托管理人的资格条件、权利义务，完善相关配套性制度。制定相应的履职激励机制，如强制留存一定比例承销报酬作为受托管理业务的返还留存等，从而提高受托管理人在处置违约债券的积极性和自律性。二是修订《全国银行间债券市场债券交易管理办法》《公司债券发行与交易管理办法》等规章，完善银行间市场和交易所规则，进一步细化、落实债券受托管理人制度的相关要求。三是加强受托管理人制度与债券持有人会议制度的衔接，既发挥持有人会议集体决议最高效力的特点，也全面激活受托管理人灵活高效的优势，双管齐下形成制度合力，构建高效的债券投资者集体维权机制。

（二）完善债券持有人会议制度

完善债券持有人会议制度功能，规范和引导持有人会议规则的制定，明确债券持有人会议召开的触发条件，降低会议召集门槛，优化会议参与方式和表决方式。可参照公司决议的制度设计，从效力认定和瑕疵救济两个方面完善债券持有人会议效力制

度。

（三）完善信息披露制度

优化信息披露的内容，强化信息披露的时效性与针对性。一是细化信息披露的具体事项，强化披露内容的准确性。二是进一步明确信息披露的时效性要求，提高信息披露的频率。三是对于资产重组、资产查封、资产抵质押、股权变动等重大事项，明确披露的量化标准。四是完善信息披露的责任主体，压实相关责任主体违法违规信息披露所应承担的责任。