



侨兴债： 过度包装的“击鼓传花”

我国各区域性金融交易市场由各地方金融办监管。地方政府对于金融资源的争夺，极有可能导致各场外市场的“逐底竞争”，纷纷架空合格投资者制度，以吸引投资者和企业。

文 | 林海

不久前，中国银监会通报了“侨兴债”处罚结果，对广发银行开出 7.22 亿的天价罚单——这个数额，超过了 2017 年前 10 个月银监会对所有金融机构的罚没总额。

但针对侨兴债的处罚，这张大罚单或许只是开始。12 月 26 日，根据媒体报道，有多家银行业金融机构或将因此案被处罚。

侨兴债事件，要溯及到三年前的五方协同“金融创新”。

2015 年 7 月，蚂蚁金服旗下的招财宝平台与重庆金融资产交易所、天津滨海柜台交易市场、广东金融高新区股权交易中心等 17 家区域性股权及金融资产交易平台合作，开展包括“私募债”等金融资产的打包、拆分销售及后期具有流转性质的变现业务。

当时有专家表示，传统区域交易所与新兴电商的“联姻”，或将孕育出万亿规模的“民间版债市”。然而不久后，这个“民间版债市”就受到重大打击。

有人说，这就是一场将不应当拆分的债权重重包装之后，拆分卖给散户的“击鼓传花”。既然不靠谱，风险迟早会爆发，不是在这，就是在那。

“垃圾债”引发连锁反应

当时，侨兴集团欠广发银行惠州分行巨额债务。为偿还贷款，侨兴集团旗下两家公司侨兴电讯、侨兴电信在广东金融高新区股权交易中心有限公司（以下简称粤股交）发行了 10 亿元私募债，各分 7 期，销售给“合格投资者”。其中，就包括蚂蚁金服旗下的“招财宝”产品的认购者们。

这些认购者并不是直接买私募债，而是通过招财宝的拆分，买份额更小的“金融产品”，加上招财宝的合格投资者检验基本形同虚设，因此，许多个人投资者成了最终“接盘侠”。

当然，招财宝也进行了相应的保障措施，如要求浙商财险为侨兴电讯和侨兴电信的私募债提

供履约保证保险。随后，浙商财险又找广发银行惠州分行出具一份保函，为其进行反担保来降低风险。此外，侨兴集团董事长吴瑞林“以个人全部合法资产为本期债券的还本付息，提供不可撤销的无限连带责任保证担保”。

然而，当侨兴集团由于资金周转出现问题而最终违约时，具有承保责任的浙商财险拿着保函找到广发银行惠州分行，结果却被告知保函系赝品。这下浙商银行成了最后的风险承担方，当然不干了，遂向当地公安机关报警。

正当前述五方（广发银行、粤股交、招财宝、浙商财险、侨兴集团）因保函真假争论不休时，诸多投资者坐不住了。可怕的是，由于互联网金融平台的销售能力极强，已有上万人通过招财宝购买了“侨兴电信”、“侨兴电讯”。矛盾爆发后，顶不住压力的浙商财险宣布，为践行保险企业的社会责任，表示对侨兴电信、侨兴电讯 2014 私募债第一、二期保证保险的被保险人展开预赔工作，同时启动追偿程序。

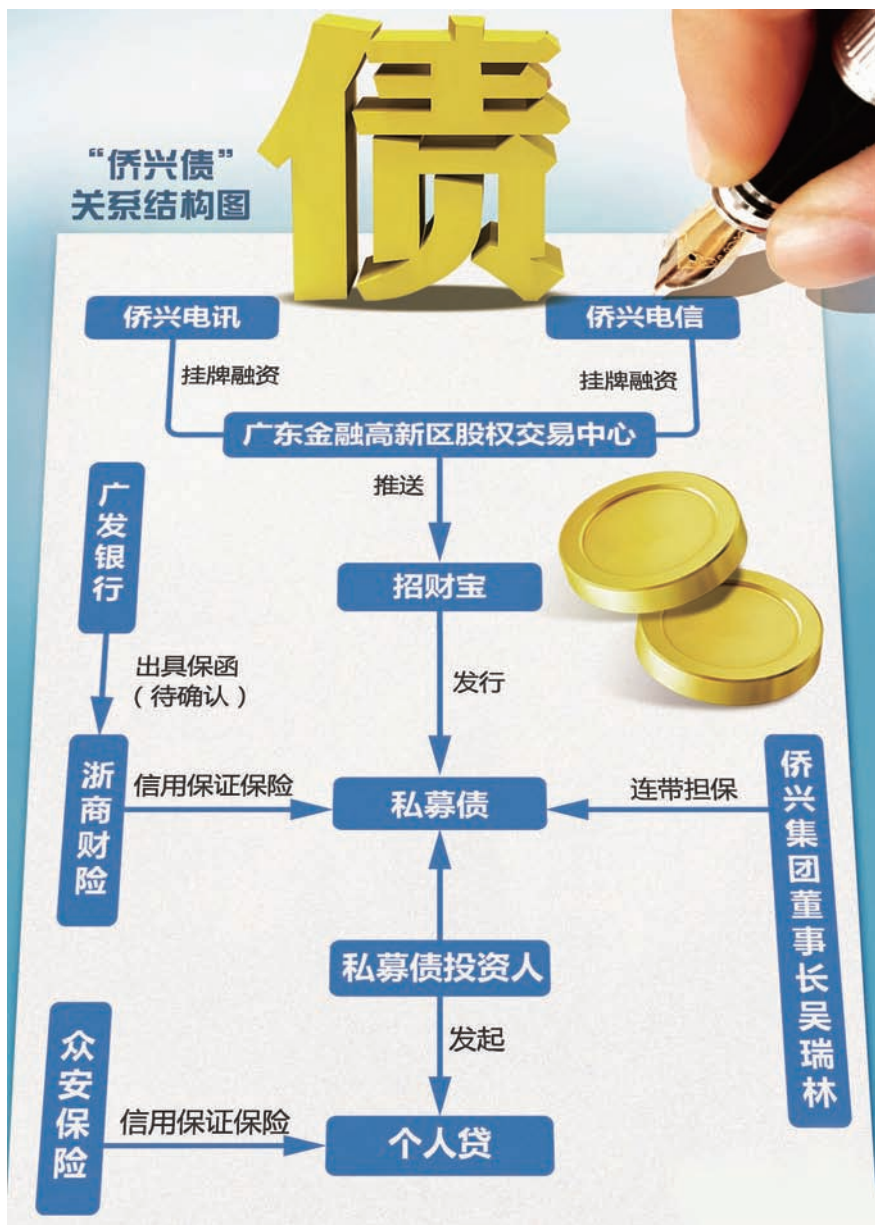
重重包装的底层资产

纵然侨兴债表面的纠纷是“保函真假”问题，但在这场各家机构及融资企业博弈的背后，无数投资者完全处于被动的地位。风波最核心，是我国资产管理业务中的普遍软肋：资金穿过重重包装、经过层层渠道，投向的那个底层基础资产，投资者是根本看不清楚的。

当时，侨兴集团已欠广发银行巨额贷款，无法再通过正常渠道融资。购买侨兴债的投资者中鲜有人能够想到，自己是在为一个根本还不起钱的企业凑钱还给银行填补窟窿。市场当时甚至猜测，广发银行推动企业去发私募债还贷，就是为了掩盖表内不规范操作“埋下的坑”，这也是为何在一年后，监管机构剑指广发开出天价罚单的根本原因。

为了圆一个谎，需要撒更多的谎。为了处理

看上去是五方共赢，然而一旦哪一环节出现问题，最先受伤的就是完全蒙在鼓里的“合格投资者”。



2000万元，广发行收取2亿元保证金，另有中间收入费用。看上去是五方共赢，然而一旦哪一环节出现问题，最先受伤的就是完全蒙在鼓里的“合格投资者”。

在技术上，投资者面对的产品结构之复杂，即使在今天回顾起来也觉得难以想象。摆在投资者面前的，是招财宝发行的一种叫作“迷你私募债”的衍生品种。招财宝通过拆分私募债，在平台上显示的产品名称为“XX债001-N”，其中XX债表示私募债名称，N表示拆分期数，N的数量不固定，少则10期以下，多则100期以上。招财宝用户点击前述区域性股权市场网上开户协议后，可预约购买，最低认购金额为1万元。而在预约购买时，招财宝平台自动为投资者分配N期中的某一期，每一期对应一份产品合同，但各期产品合同的内容相同。

很显然，这种拆细再卖的模式一方面降低了投资者购买的门槛，让更多中小投资者“有机会分享私募债券的收益”。另一方面，按照当时互联网平台的逻辑，拆分之后的债券成为新的独立债券。因此，每一期“迷你私募债”（子债券）都能够各自容纳200名投资者，直接突破了私募债发行不得超过200人的监管底线。

然而，事实证明这一逻辑并不成立——平台销售的私募债虽然拆分成多期发行，形式上相互独立，但本质上不同的“迷你私募债”投资人对应的债权债务关系内容一致，则各期应当被视为同一次发行，本质上应当属于同一债券。

以招财宝平台的销售环节为例，私募债虽然分期销售，但各期“迷你私募债”共同使用同一介绍页面，对应的发行人、收益率、担保方式等要素全部一致。而且，这些期“迷你私募债”整合起来，其实只是同一个债权债务关系，其中发

行人与投资者的权利义务，指向是同一批发行的债券。因此在认定发行人人数时应当将各期“迷你私募债”产品合并对待。然而，当时招财宝平台并未如此操作。这一思路的偏差，也导致侨兴债出现了上万名投资者共同持有的情况。一旦危机爆发，后果不堪设想。

将合格产品卖给合格的人

这一事件，需要触发对互联网金融的严肃反思：为何互联网金融平台与地方股权交易中心合作时，一些无法通过银行、信托渠道融资的企业发行的风险较大的私募债，能够经拆细、再拆细，售卖给“合格投资者”。

原本，合格投资者制度是多层次金融市场的基础性制度。真正有风险识别能力的投资者，可以对私募债和互联网金融产品进行穿透尽调。这也是为什么私募债等品种只能以非公开形式向“专业选手”进行销售的原因。遗憾的是，经过互联网平台这个“既公又私”的平台，这一制度实际形同虚设。

专业人士与散户之间的区别对待，是世界各国金融市场的基本共识。在欧盟《金融工具市场指令》(以下简称 MiFID) 中，将投资者分为：零售投资者 (Retail clients)、专业客户 (Professional Clients) 以及合格对手方 (Eligible Counterparties)。专业客户和合格对手方都是专业人士，他们拥有作出投资决定以及适当评估风险的经验、知识和专业能力。

而零售投资者，也就是中国资本市场上俗称的“散户”。散户可以买私募产品，但有比较严格的要求。MiFID 规定，经评估的零售客户可以成为私募的合格投资者。但是，需要一系列配套制度，识别一个投资者的知识、经验和技能是

否符合要求——在侨兴债的拆分销售中，这一制度显然被架空。

这一方面与互联网金融平台缺乏监管有关，也与作为私募债发行场所的粤股交有密切的关系。由于我国目前的各区域性金融交易市场，归口各地方金融办监管，地方政府对于金融资源的争夺，极有可能导致各场外市场的“逐底竞争”，纷纷架空合格投资者制度以吸引投资者和企业。

从 2017 年各监管机构出台的政策来看，监管层也已经意识到了这一点。因而，证监会出台了统一的投资者适当性管理制度和区域股权市场的监督管理办法。各部委联合出台了最严资管新规，要求向下层层穿透至基础资产，向下重重揭示最终的投资者，避免再出现侨兴债这样，投资者也非合格投资者，底层资产也非好资产的“葫芦僧、葫芦案”。

不过，还应看到，无论是广发银行表外业务、私募债券还是互联网金融产品，本质上都是为企业提供融资渠道、为投资者提供投资理财产品的中介机构。固然可以通过提高技术水平和管理能力，让“买家少花钱，卖家多卖钱，避免中间商赚差价”，但是也不应当因为出现过风险，就因噎废食、矫枉过正，彻底一棍子打死私募市场，关停区域股权市场，或是禁绝互联网金融业务。因为，最终真正出问题的，仍然是那些失去了偿债能力的企业。

监管机构要做的，不是将机构从市场上清理出去，而是明确监管要求、统一监管标准，确保机构能更为主动地审视企业标准，维护客户利益，“开正道、堵后门”，让他们真正勤勉履职尽责，扮演好资本市场“真正的主人翁”，并唤醒他们作为行业共同体的自觉和自律，来维护这个原本已十分脆弱的金融生态圈。■

监管机构要做的，不是将机构从市场上清理出去，而是明确监管要求、统一监管标准，确保机构能更为主动地审视企业标准，维护客户利益。