

中资企业境外发债系列文章之三：境外发债的增信措施和资金回流

中资企业在境外发行债券（“**境外发债**”）已经成为中资企业融资的重要途径，与境内发行股票和债券等融资方式相比，境外发债具有吸引外国投资、融资成本相对较低、融资规模大以及建立国际信誉等优势。同时，因国家鼓励利用境外资本的政策引导与境外债券市场的利率优势，境外发债成为越来越多中资企业青睐的融资渠道。为更好地服务中资企业境外发债，根据境外发债的监管规则，结合我们的实践经验和一般理解，我们对中资企业境外发债的主要模式、监管要求、增信措施、资金回流、税务成本以及地方政府融资平台境外发债的特殊关注事项等内容进行了梳理和总结，形成中资企业境外发债系列文章，以期对拟境外发债的中资企业有所助益。本篇为中资企业境外发债系列文章的第三篇，主要介绍中资企业境外发债的增信措施和外债资金回流问题。

一、境外发债的增信措施

1. 直接发债的增信措施

若采取直接发债模式，由于企业自身有业务经营和相对充足的资金用于偿付债券本息，一般无需额外提供增信措施，发行的债券信用评级一般与境内企业的主体信用评级一致。

2. 间接发债的增信措施

若采取间接发债模式，由于境外发行主体通常情况下是境内企业在境外新设立的特殊目的公司（“**SPV**”），该等 SPV 往往是空壳公司，无实际业务经营，也无相关业务资产，无法直接偿付债券本息。因此，以境外 SPV 为发行人的间接发债模式通常需要境内主体提供增信措施。实践中，该等增信措施一般包括：

(1) 跨境担保（内保外贷）

(a) 具体类型

内保外贷是指担保人注册地在境内、债务人和债权人注册地均在境外的跨境担保。内保外贷的一般交易结构为境内公司（或集团）在境外设立 SPV，以 SPV 作为债券发行人，并由境内主体提供担保。根据担保人是否为银行，可分为非银行类机构担保和银行类机构担保两类。

a) 非银行类机构担保

非银行类机构提供的担保，主要是境内母公司为境外发行人（即境外子公司，下同）提供的跨境担保。

北京市柯杰律师事务所

总机: 8610 6506 9866 传真: 8610 6506 9863

北京市朝阳区工体北路8号院三里屯SOHO写字楼C座18层(100027)

www.kejielaw.com

北京 | 上海 | 深圳 | 香港

b) 银行类机构担保

由境内银行或境外银行向境外发行人出具备用信用证，若境外发行人无法偿付债券本息，则担保银行有义务代境外发行人偿付债券本息，以增加债券的信用评级。银行出具备用信用证，通常需要境内母公司提供相应的反担保。

(b) 监管要求

a) 境内母公司担保

根据国家外汇管理局于 2014 年 5 月 12 日发布的《跨境担保外汇管理规定》（汇发[2014]29 号，“《外管局 29 号文》”）的规定，境内母公司为其境外子公司发行债券提供担保构成内保外贷的，境内母公司应在签订担保合同后 15 个工作日内到所在地外汇管理局办理内保外贷签约登记手续。

b) 银行备用信用证

根据《外管局 29 号文》的规定，境内银行出具备用信用证构成内保外贷的，由作为担保人的境内银行通过数据接口程序或其他方式向外汇局报送内保外贷业务相关数据。

(2) 维好协议（Keepwell Deed）和股权回购协议（EIPU）

维好协议通常由境内母公司与境外发行人、信托人共同签署，该协议往往会约定债券存续期间境内母公司持续持有境外发行人的股权，并通过为其提供现金流动性支持等方式，以确保境外发行人有偿付到期债务的能力，而不会出现破产等情况。实践中，维好协议一般会包含境内母公司的如下承诺事项：

- (a) 密切监控发行人的财务状况；
- (b) 支持发行人保持持续运营；
- (c) 通过增资、股东贷款或其他财务援助，使发行人具有充足的流动性确保按时偿还到期债务；
- (d) 维持对发行人的持股比例，不转让持有的发行人股权，亦不增加该股权上的第三方权利负担。

维好协议结构下的间接发债通常也会搭配签署股权回购协议，或由境内母公司作出股权回购承诺。股权回购协议通常由境内母公司与信托人共同签署，约定境内母公司将在境外发行人出现债务偿付危机时，按照维好协议中约定的价格（一般为境外发行人未支付的债券本息及信托人执行交易文件所产生的成本、费用等金额的总和）购买境外发

行人所持有的境内子公司股权或发行人自身的资产，由境外发行人以所得款项偿付债券本息。

(3) 备用贷款额度协议

此种增信措施下，通常由境内母公司与境外发行人签署备用贷款额度协议，协议一般会约定境内母公司在特定情况（作为放款的先决条件）下为该境外发行人提供贷款，境外发行人使用该笔贷款以偿付债券本息。

该备用贷款额度协议的本质为境内企业境外放款协议，根据国家外汇管理局于 2014 年 1 月 10 日发布的《关于进一步改进和调整资本项目外汇管理政策的通知》（汇发[2014]2 号）的相关规定，境内母公司应凭境外放款协议、最近一期财务审计报告到所在地外汇管理局办理境外放款额度登记，境内母企业累计境外放款额度不得超过其所有者权益的 30%。

二、境外发债的募集资金回流

境外发债的募集资金转回国内使用通常需要两步，一是资金回流，二是结汇。其流程大致包括：境内企业将资本金账户中的外汇资本金按照外汇管理局规定的比例，自行选择时机将外汇结转为人民币，纳入结汇待支付账户管理；当境内企业因项目资金等需求需要实际使用结汇资金进行支付时，再由银行对结汇资金支付用途进行审核。

1. 直接发债的资金回流

就直接发债模式下的境外募集资金回流，经历了从不允许结汇、允许重点领域结汇使用再到允许根据所需自主调配使用的变化过程，呈现出由严转松的监管态势。具体监管规则变化如下：

- (1) 根据国家外汇管理局于 2013 年 4 月 28 日发布的《外债登记管理办法》（汇发[2013]19 号，“《外管局 19 号文》”）的规定，除另有规定外，境内金融机构和中资企业借用的外债资金不得结汇使用；
- (2) 根据国家发改委于 2015 年 9 月 14 日发布的《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（发改外资[2015]2044 号，“《发改委 2044 号文》”）的规定，鼓励资信状况好、偿债能力强的企业发行外债，募集资金根据实际需要自主在境内外使用，优先用于支持“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带与国际产能和装备制造合作等重大工程建设和重点领域投资；
- (3) 根据国家发改委于 2016 年 6 月 7 日在其官网发布的《发展改革委部署四个自贸区所在省市外债规模管理改革试点工作》和《发展改革委部署 2016 年度企业外债规模管理改革试点工作》的要求，鼓励外债资金回流结汇，由企业根据需要在境内外自主调配使用，主要用于“一带

一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家重大战略规划和城镇化、战略性新兴产业、“双创”、高端装备制造业、互联网+、绿色发展等重点领域，扩大有效投资；

- (4) 根据国家外汇管理局于 2016 年 6 月 7 日发布的《国家外汇管理局关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》（汇发[2016]16 号）的规定，境内企业（包括中资企业和外商投资企业，不含金融机构）外债资金均可按照意愿结汇方式办理结汇手续。

2. 间接发债的资金回流

(1) 内保外贷模式下的资金回流

(a) 监管政策的变化

内保外贷模式下境外发债募集资金的回流监管，经历了从仅能用于境外发行人正常支出到允许直接或间接调回境内使用的变化，目前监管层面已经进一步放开对内保外贷模式下募集资金回流的限制：

- a) 根据《外管局 29 号文》的规定，内保外贷的外债资金仅能用于境外发行人正常经营范围内的相关支出；
- b) 根据国家外汇管理局于 2017 年 1 月 26 日发布的《国家外汇管理局关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》（汇发[2017]3 号，“《外管局 3 号文》”）的规定，**允许内保外贷项下资金调回境内使用，债务人可通过向境内进行放贷、股权投资等方式将担保项下资金直接或间接调回境内使用；**
- c) 根据《<关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知>政策问答（第二期）》（“《政策问答（第二期）》”）的规定，内保外贷项下资金可以通过外债及股权投资方式调回境内使用，但仍不得通过证券投资方式将内保外贷项下资金直接或间接调回境内使用。

(b) 资金回流方式

根据《外管局 3 号文》，目前内保外贷模式下间接发债的募集资金回流主要通过向境内放贷或股权投资的方式进行。

a) 募集资金向境内放贷形式

如选择通过放贷的形式实现资金回流的，根据《政策问答（第二期）》的相关要求，境内借用资金的机构应满足现行外债管理的相关要求，按规定办理外债登记，并应按照

全口径跨境融资宏观审慎管理模式或《外管局 19 号文》模式的相关要求控制资金调回规模。具体而言，需要履行如下审批手续：

- (i) **外管局外债登记：**根据《外管局 19 号文》的规定，通过外债回流，资金是以债权债务的形式存在，属于境外机构对境内机构提供的直接贷款，须进行外债登记。根据《外债登记管理操作指引》的规定，非财政部门及银行的其他境内债务人应当在外债合同签约后 15 个工作日内，到所在地外汇局办理外债签约登记手续。办理外债签约登记后，外汇局应发给债务人加盖资本项目业务印章的《境内机构外债签约情况表》。
- (ii) **发改委外债备案：**根据《发改委 2044 号文》的规定，若境外放贷的债务期间为 1 年期以上（不含 1 年期），境内企业须向国家发改委申请办理外债备案登记。

b) 股权投资形式回流

根据《外管局 3 号文》及《政策问答（第二期）》的相关规定和要求，境外发行人用内保外贷项下资金向境内机构进行股权投资，应满足相关主管部门对外商直接投资(FDI)的管理规定，接受股权投资的境内机构应按规定办理返程投资的外汇登记。

(2) 维好协议模式下的资金回流

对于维好协议模式下的资金回流，目前监管层面并无特殊要求，只需根据各类资金回流方式的特点遵守相应的监管要求即可。

(a) 通过外债方式回流

发行人或境内维好提供方无需就债券发行行为本身赴外汇管理局办理备案手续，但境外发行人将债券募集资金通过借贷方式提供给境内维好提供方的行为，将构成一笔新的外债，境内维好提供方应就该笔外债办理外债登记手续，如借款期限超过 1 年期（不包含 1 年期）的，则还需要办理发改委外债备案登记。

(b) 境外发行人借贷给境内融资租赁公司，境内融资租赁公司通过售后回租的形式将资金提供给境内实际用款方

根据商务部于 2013 年 9 月 18 日发布的《融资租赁企业监督管理办法》（商流通发[2013]337 号）及《外管局 19 号文》的规定，外商投资租赁公司对外借款，应根据外商投资租赁公司提供的上年度经审计的财务报表，按总资产减去现金、银行存款、国债和

委托租赁资产后的剩余资产确定上年度末风险资产总额（A），再计算净资产的 10 倍（B），然后将（B-A）计算所得金额作为新年度期间该公司可新借外债的余额的最高限额。借用外债形成的资产全部计算为风险资产。

(c) 通过跨境双向人民币资金池回流

根据全国外汇市场自律机制于 2021 年 6 月 15 日发布的《银行跨境人民币业务展业规范(2021)版-跨境双向人民币资金池展业规范》（汇律发[2021]3 号，“《展业规范》”）的规定，跨境双向人民币资金池业务是指跨国企业集团根据自身经营和管理需要，在境内外成员企业之间开展的跨境人民币资金余缺调剂和归集业务。

就前述“境内外成员企业”，《展业规范》根据地区划分的不同进行了分别规定：

- a) 就全国版和天津、广东、福建自贸区版的资金池，境内成员企业是指在中华人民共和国境内依法注册成立，经营时间 1 年以上，且未被列入跨境人民币业务重点监管名单的跨国企业集团非金融企业成员；全国版资金池上年度营业收入合计金额不低于 10 亿元人民币；天津、广东、福建自贸区版资金池上年度营业收入合计金额不低于 5 亿元人民币；境外成员企业是指在境外（含香港、澳门和台湾地区）依法注册成立，经营时间 1 年以上的跨国企业集团非金融企业成员；全国版资金池上年度营业收入合计金额不低于 2 亿元人民币；天津、广东、福建自贸区版资金池上年度营业收入合计金额不低于 1 亿元人民币；且境内外成员企业不能包含房地产企业和地方政府融资平台；
- b) 就上海自贸区版的资金池，对成员企业成立时间及营业收入无明确要求。

就跨境双向人民币资金池的建立及汇入的具体流程，《展业规范》做出了如下规定：

- a) 主办企业所选择的结算银行向其所在地人民银行副省级城市中心支行以上分支机构进行跨境双向人民币资金池业务备案；
- b) 跨国企业集团主办企业凭人民银行出具的备案通知书、营业执照、基本存款账户开户许可证（或基本存款账户信息表）、法定代表人或负责人有效身份证件（或授权经办人身份证件及员工证明文件）及开立单位银行结算账户申请书向银行申请开立人民币专用存款账户；

c) 提交跨境人民币结算收款说明（可使用企业提交的纸质形式或电子形式的收款指令代替）、人民银行副省级城市中心支行以上分支机构出具的资金池备案通知书以及银行进行真实性、合规性审核所需的其他材料申请跨境双向人民币资金池跨境汇入。

(d) 通过股权投资形式回流

境外债务人用内保外贷项下资金向境内机构进行股权投资，应满足相关主管部门对外商直接投资(FDI)的管理规定，接受投资的境内机构还应按规定办理返程投资的外汇登记。

(e) 其他回流方式

在实践中，在维好协议模式的境外发债交易中，还可能会采取其他相对冷门或者迂回的回流方式：

a) 外存内贷：境外发行人收到募集资金后，将募集资金存放在境内某银行的境外分行，该境外分行收到募集资金后向该银行的境内分行出具信用证或保函，该境内银行向发行人的境内母公司或实际用款主体提供贷款/票据贴现等形式的融资；

b) 变相“外保内贷”：境外发行人收到募集资金后，将募集资金对应的银行存单质押给境内某银行的境外分行，质押办理完毕后，该银行的境内分行向境外发行人的境内母公司或实际用款主体提供贷款/票据贴现等形式的融资；

c) QFLP（合格境外有限合伙人）模式：境外机构投资者在通过资格审批和外汇资金的监管程序后，将境外资本兑换为人民币资金，投资于境内的私募股权投资市场。

3. 红筹架构发债的资金回流

对于红筹架构发行模式下的资金回流目前暂无明确的禁止性规定，类似于间接发债，境内企业与境外发行人同样可结合自身情况采取外商投资企业增资、股东贷款、跨境双向资金池等安排实现债券募集资金的回流。

综上，自 2014 年的《外管局 29 号文》以来，境外发债的资金回流监管总体上呈现逐步宽松的态势，不仅是资金回流和结汇上有更大的自由度和选择权，审查上也给了境外发债企业更大的自主性和便利性。原因在于：(i)自 2015 年 8 月中国人民银行宣布调整人民币兑美元汇率中间价报价机制以来，外汇监管的整体态势逐步由《外管局 29 号文》出台时的“控流入、扩流出”向当前的“控流出、扩流入”转变；(ii)企业境外发债，能进一步发挥国际资本市场低成本资金在促投资、

稳增长方面的积极作用，给相关企业带来更好的效益，还有利于中资企业国际形象的提升。

◇◇◇◇

本文作者为柯杰律师事务所何杰（管理合伙人）、陈彦锟。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的研究。