

企业发行外债“问”与“答”专题系列之三

一企业境外发债，募集资金如何回流

第一部分 募集资金回流的可行性

境内企业境外发债项目中，受限于交易结构的不同，募集资金回流的方式不尽相同。

本文以常见的三种境外发债交易结构（直发结构、内保外贷结构、维好结构）为比较维度，具体分析三种境外发债交易结构项下资金回流的可行性。

一、直发结构：原则上必须回流境内，经批准可留存境外

根据《资本项目外汇业务操作指引》的规定，“非银行债务人借用外债或对外发行债券的，原则上应将所涉资金调回境内使用，经外汇局批准存放境外的除外。境内非银行机构境外发债募集资金境外使用，应符合现行外汇管理及相关法律法规要求。经外汇局批准存放境外的，境内债务人应按照现行规定到所在地外汇局**办理逐笔非资金划转类提款备案。**”据此，直发结构的境外发债募集资金原则上需要全部回流，部分回流或不回流均需要获得外汇局的批准并办理非资金划转类提款备案。

此外，需要特别注意的是，如果债务人经外汇局批准将募集资金存放境外、不回流境内，则后续不得从境内汇出资金用于债券还本付息。

二、内保外贷结构：法规上的限制已放开，实践中亦可以回流

受限于《跨境担保外汇管理规定》（汇发[2014]29号）（以下简称“29号文”）第十一条的约束，2017年之前跨境担保结构的境外债交易

均无法实现募集资金回流境内。为避免29号文的限制，境内发行人拟将募集资金回流境内使用的，纷纷退而求其次选择了维好结构或成本相对较高的直发结构。

2017年1月，国家外汇管理局下发《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）（以下简称“3号文”），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。3号文出台后不久，国家外汇管理局紧接下发《〈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）》（以下简称“3号文政策问答”），进一步明确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。自此，内保外贷结构境外发债的募集资金回流途径打开，募集资金回流不再是困扰市场上融资主体的难题。

三、维好结构：对资金回流没有限制

如前所述，维好结构的创设目的之一是为了解决29号文对内保外贷境外发债资金回流的限制，维好结构并不构成中国法项下的担保法律关系，其资金回流并不受限，发行人可以选择债券募集资金全部回流、全部不回流或部分回流。

但维好结构对债权人的保护有赖于维好提供方的资信；近期出现的维好结构下发行人的债券违约，引起市场的广泛关注。

综上，除直发结构境外发债募集资金原则上需回流境内外，内保外贷或维好结构项下的境外发债项目，发行人均可自主安排募集资金回流与否。直发结构的境外发债项目，原则上募集资金需回流境内，发行人亦可经外汇局批准将募集资金存放境外。

第二部分 募集资金回流额度

发行人募集资金后，是否需要全额回流资金？能否部分回流、部分不回流？是否可以在境外扣掉中介费后回流？这一系列的细节问题均是境外发债项目上困扰发行人的常见问题。为回答这一系列的问题，我们同样区分三种发债结构进行论述。

一、直发结构：原则上必须全额回流，经批准可部分回流、部分不回流

如前所述，直发结构的境外发债募集资金原则上需要全部回流，部分回流或不回流均需要获得外汇局的批准并办理非资金划转类提款备案。

实践中，鉴于境外发债的中介机构多为境外主体，很多发行主体为避免资金多次跨境的繁琐程序，会在募集资金到账（境外信托人账户）的第一时间要求信托人代为扣除中介费用，继而将扣除中介费用后的净值划转至境内发行人开立的外债专用账户，避免发行人收款之后另行跨境支付中介费用。需要注意的是，中介费用先行扣除会导致募集资金和回流资金金额的不一致，属于“非资金划转类提款”情形，应该在办理外债签约登记时一并办理非资金划转类提款备案。

需要再次强调的是，外管局在监管跨境资金时严格遵循“进多少、出多少”的原则，回流资金额度必须与出境资金额度一致，如直发结构项下募集资金征得外管局批准后不回流境内，当债券届还本付息时点，发行人亦无法将资金自境内汇出境外用于还本付息。

二、内保外贷结构、维好结构：法规上并无限制

内保外贷结构和维好结构的境外发债交易均未限制资金回流的比例，发行人可以选择部分回流境内，也可以选择全部回流/不回流境内。

综上，法律法规对于内保外贷或维好结构境外发债项目的募集资金回流额度并无限制，发行人可自主决定全部回流、全部不回流或部分回流。直发结构项下的募集资金原则上必须全额回流，经批准可部分回流、部分不回流。

第三部分 募集资金回流途径

实践中，境外发债募集资金常见的回流方式有以下几种：

一、直发结构：直接回流至发行人境内账户

境内机构在境外发行债券的，无论期限长短，均应在境外债券交割后 5 个工作日内，按规定到所在地外汇局办理外债签约登记手续。外债签约登记手续办理完毕后，外汇局会向发行人出具加盖外汇局公章的《境内机构外债签约情况表》及业务登记凭证，发行人需持《境内机构外债签约情况表》及业务登记凭证自行至银行开立外债专用账户，账户开立后发行人即可指令信托人将募集资金划转至发行人的外债专用账户，从而实现募集资金回流。

出于业务范围及资金用途的考虑，多数城投企业或地方国企在境外发债中优先选择采用直发结构，并利用前述回流途径将募集资金调回境内使用。

二、内保外贷结构、维好结构

（一）通过外债方式回流

1、境外发行人借贷给境内担保人/维好提供方

根据 3 号文及其政策问答的规定，境外发行人可以通过向境内担保人/维好提供方放贷的形式将资金回流境内。境内担保人/维好提供方作为借用资金的机构，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《外债登记管理办法》模式的相关要求控制资金调回规模。

内保外贷交易结构项下，通常境内担保人可以在办理内保外贷登记时一并向外汇局提供外债合同（境外发行人借贷给境内担保人），同时完成内保外贷登记（针对本次发债的内保外贷事项）和外债登记（针对资金回流事项，即境外发行人借贷给境内担保人）。部分地方外汇局（比如广东省）可能存在不同的监管口径，如要求境内担保人先行办理内保外贷登记，待内保外贷登记办理完毕后方可就“境外发行人借贷给境内担保人事宜”办理外债登记。

维好结构项下，发行人或境内维好提供方无需就债券发行本身赴外汇局办理备案手续，但境外发行人借贷给境内维好提供方构成一笔新的外债，境内维好提供方应就此笔外债办理外债登记手续。

此外，该种回流途径项下需要澄清或注意以下两点：第一，境外发行人借贷给境内担保人/维好提供方，虽然构成一笔新的外债，但并不需要就该笔新外债办理国家发改委的外债备案手续。在国家发改委的监管口径，此笔新外债和境外发债的既有外债实质上是一笔外债；第二，境外发行人借贷给境内担保人/维好提供方，如何约定利息？这个问题会涉及到融资成本问题：如果利息过高，利息部分可能会被征收所得税及增值税；如果利息为零，则有可能被税务机关挑战，认为公司在故意规避纳税义务。实践中，建议借贷双方提前与当地外汇局及税务局沟通，协商确定借款利息，保证税务合规的前提下尽量控制融资成本。

2、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《融资租赁企业监督管理办法》及《国家外汇管理局关于发布〈外债登记管理办法〉的通知》（汇发〔2013〕19号）（以下简称“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报表，计算出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）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。2017年5月27日，国家外汇管理局发布《全口径跨境融资宏观审慎管理政策问答（第一期）》，进一步重申外商投资租赁公司、外商投资性公司等特殊类型的外商投资企业，如未选择宏观审慎管理模式，可继续适用19号文中明确的外债数量控制方式借用外债。

相较于一般企业净资产2.5倍的外债余额上限，融资租赁企业的外债余额上限（最高可达净资产10倍）更高，所以，有此类需求的境外发行人可以通过借贷给境内融资租赁公司、境内融资租赁公司通过融资租赁的形式将募集资金提供给实际用款人的方式回流资金。

（二）通过资金池回流

根据《中国人民银行关于进一步便利跨国企业集团开展跨境双向人民币资金池业务的通知》（银发〔2015〕279号）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。前述“境内成员企业”是指在境内依法注册成立，经营时间1年以上，且未被列入出口货物贸易人民币结算企业重点监管名单的跨国企业集团非金融企业成员。

据此，境外发行人发行外债募集资金后，可以通过跨境双向人民币资金池的形式将资金回流境内。

（三）通过股权投资形式回流

根据3号文及政策问答的规定，境外发行人可以通过股权投资的形式将募集资金投向境内。股权投资的形式多种多样，比如新设外商投资企业、并购境内企业等。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。

（四）其他回流方式

实践中，在内保外贷/维好结构的境外发债交易中，还可能会采取其他相对冷门或者迂回的回流方式。由于该类回流方式在合规性方面稍有欠缺或回流方式过于复杂，并不受市场主体青睐。简单介绍如下：

- 1、**外存内贷**：境外发行人收到募集资金后，将募集资金存放在 A 银行的境外分行，该境外分行收到募集资金后向 A 银行的境内分行出具信用证或保函，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；
- 2、**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 A 银行的海外分行，质押办理完毕后，A 银行的境内分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；
- 3、**QFLP（合格境外有限合伙人）模式**：境外机构取得合格境外投资者资格审核后，将境外资金投资到境内 PE 市场。

综上，募集资金回流境内的形式多种多样，包括直接回流至发行人账户、境外发行人向境内母公司/关联方借贷、境外发行人通过境内融资租赁公司回流、资金池及股权投资等形式，发行人可根据具体情况自主选择。

第四部分 回流资金的用途

根据《跨境担保外汇管理操作指引》及《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）的相关规定，监管机构要求资本项目收入（包括境外发债募集资金）应遵循在经营范围内真实、自用的原则，对境外发债募集资金回流后的用途采用“负面清单”管理制，即发行人在遵循经营范围内真实、自用

原则的基础上，可将募集资金用于不在“负面清单”里的任何合法用途。“负面清单”主要包括以下内容：

- （一）不得直接或间接用于企业经营范围之外或国家法律法规禁止的支出；
- （二）除另有明确规定外，不得直接或间接用于证券投资或除银行保本型产品之外的其他投资理财；
- （三）不得用于向非关联企业发放贷款，经营范围明确许可的情形除外；
- （四）不得用于建设、购买非自用房地产（房地产企业除外）；
- （五）境内机构与其他当事人之间对资本项目收入使用范围存在合同约定的，不得超出该合同约定的范围使用相关资金；
- （六）内保外贷项下资金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。

以上“负面清单”中，需要特别注意第（一）条和第（五）条的规定。

根据“负面清单”第（一）条，境内机构的资本项目外汇收入及其结汇所得人民币资金不得直接或间接用于企业经营范围之外的支出。据了解，实践中很多企业境外发债募集资金后，试图将资金用于股权投资，包括新设子公司、向子公司增资或进行其他投资并购行为，但一些当地外汇局认为，在发行人营业执照的证载经营范围不包括“投资”字样的情况下，利用境外发债募集资金进行股权投资属于“企业经营范围之外”的支出，属于“负面清单”的范畴，应该受到限制。据此，如发行人拟利用境外发债募集资金进行股权投资，需重新设计交易结构，比如可先将募集资金出借给子公司，后续再进行债转股操作（受限于外汇局是否会采取穿透的核查方式）。

2019年10月25日国家外汇局发布《国家外汇管理局关于进一步促进跨境贸易投资便利化的通知》(汇发〔2019〕28号)(以下简称“28号文”)针对“负面清单”第(一)条的限制从“外商投资企业”的角度打开了一点缺口。根据28号文的规定,无论非投资性外商投资企业经营范围内是否含有“投资”字样,只要符合外商投资准入特别措施(负面清单)以及境内所投项目真实、合规的要求,均可以用结汇资金进行境内股权投资。但是,28号文并没有赋予非外商投资企业同样的特权,囿于“负面清单”第(一)条的限制,非外商投资企业取得外债募集资金后仍不可以用于股权投资。

根据“负面清单”第(五)条,境内机构与其他当事人之间对资本项目收入使用范围存在合同约定的,境内机构的资本项目外汇收入及其结汇所得人民币资金不得超出该合同约定的范围使用。基于以上,境外发债申请文件和交易文件对募集资金用途进行约定时应尽量笼统、保持灵活性。

第五部分 回流资金的币种

根据《中国人民银行关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》(银发[2017]9号)的规定,企业和金融机构的跨境融资签约币种、提款币种和偿还币种须保持一致。据此,境外发债交易中,如签约币种为美元,则提款币种和偿还币种也必须为美元,其他币种亦是如此。

但是,根据我们的了解,部分地区在该问题上没有专门的规定且持有更为宽松的监管口径,仅要求境外发债交易的提款币种和偿还币种必须一致,但对签约币种不做要求。

第六部分 非资金划转类提款备案

如前文第一部分所述,直发结构项下发行人经外汇局批准将发债募集资金存放境外的,境内发行人应到所在地外汇局办理逐笔非资金划转类提款备案。

非资金划转类提款是指非银行债务人外债提款额或外债本金余额发生变动,但未通过境内银行办理收款从而无法向资本项目信息系统反馈外债提款信息的情形。

余永强 合伙人 电话: 86 10 8553 7648 邮箱: yuyq@junhe.com
孙凤敏 律师 电话: 86 10 8553 7830 邮箱: sunfm@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息,敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。



附件：主要发行结构的比较

	直发结构	跨境担保结构	维好结构
募集资金回流的可行性	原则上必须回流境内，经批准可留存境外	法规上的限制已放开，实践中亦可以回流	对资金回流没有限制
募集资金回流额度	原则上必须全额回流，经批准可部分回流、部分不回流	可以选择部分回流境内，也可以选择全部回流/不回流境内	
募集资金回流途径	直接回流至发行人境内账户	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 境外发行人借贷给境内担保人/维好提供方 ✓ 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 ✓ 通过资金池回流 ✓ 通过股权投资形式回流 ✓ QFLP 等其他方式 	