

债券法律热点问题

传统境外债券与上海自贸区债券的对比与简析

中国（上海）自由贸易试验区（以下简称“上海自贸区”）债券作为近年来新兴的债券类型，吸引了众多发行人及投资者的目光，促进了人民币的国际化；特别是最近由于美元等货币加息等因素导致传统境外债券的债息大幅提升，更多发行人转而考虑发行上海自贸区债券。

一、上海自贸区债券的主要政策法规

2013 年 9 月，国务院颁布《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》，提出在上海自贸区内加快金融制度创新，深化外债管理方式改革，促进跨境融资便利化。

2013 年 12 月，中国人民银行颁布《关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区建设的意见》，提出了促进上海自贸区内对外融资便利化的指导意见。

2016 年 9 月，中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）发布《中国（上海）自由贸易试验区债券业务

指引》，为上海自贸区债券的发行、登记、托管及交易结算提供业务操作流程指引。

2019 年 1 月，中国人民银行，国家发展改革委、科技部等部门联合印发《上海国际金融中心建设行动计划（2018-2020 年）》，提出要扩大金融市场对外开放，开展跨境投融资业务，扩大境内机构境外发行债券的主体类型和地域范围，规范境外机构在境内发行人民币债券，并支持“一带一路”沿线国家和地区在上海发行债券。

在上述政策支持的背景下，上海自贸区债券应运而生。上海自贸区债券与传统境外债券既有区别、又有联系。本文旨在基于相关法律法规的规定以及目前的市场实践，对比传统境外债券与上海自贸区债券，并解析其主要区别与联系。

二、传统境外债券与上海自贸区债券的对比与简析

类别	项目	传统境外债券	上海自贸区债券	君合解析
境内 监管	国家发展改革委外债备案/审核 ¹	企业申请发行境外债券，须事前向国家发展改革委申请办理备案登记/审核手续	企业申请发行上海自贸区债券，须事前向国家发展改革委申请办理备案登记/审核手续	➤ 根据目前实践，已取得境外债券备案登记证明的额度可以用于发行上海自贸区债券 ➤ 建议企业在申请外债额度时，不限定币种（比如美元（等值））和债券类型，以保持灵活性
	各地外汇管理局（以下简称“外管局”）外债登记	➤ 境内主体直发结构需办理外债登记 ➤ 担保结构需办理内保外贷登记	多地外管局认为，在投资人全为上海自贸区区域内投资人（以下简称“区内投资人”）的情况下，无需办理外债登记；即使存在境外投资人，外管局也可能认为上海自贸区债券并非外债，从而不予办理登记	➤ 企业发行前应尽快与外管局沟通能否办理外债登记，以便决定发行文件的约定和募集资金的流动方式 ➤ 在无法办理外管局外债登记的情况下，应与中央结算公司沟通募集资金的流转方式
	中央结算公司结算管理	不适用	发行上海自贸区债券需在中央结算公司开立债券发行账户并与之签署《发行、登记及代理兑付服务协议》（以下简称“《服务协议》”）	➤ 中央结算公司虽并非监管机构，但为上海自贸区债券提供发行、登记、托管及交易结算服务及相关指导，发行人需与中央结算公司保持密切沟通
发行 要素	发行规则	采用国际发行规则，例如 S 条例、144A		➤ 传统境外债券与上海自贸区债券在发行规则上并无区别
	发行方式	公开发行和非公开发行均可		➤ 传统境外债券与上海自贸区债券在发行方式上并无区别
	发行币种	多为美元、欧元等外币，也存在人民币	目前多为人民币，也存在美元等其他外币	➤ 与境外登记清算机构类似，中央结算公司支持人民币及其他外币计价债券的登记、托管及交易结算

¹ 国家发展改革委 2022 年 8 月 26 日颁布的《企业中长期外债审核登记管理办法》（征求意见稿）将外债管理由此前国家发展改革委 2044 号文规定的“备案制”改为“审核制”。

类别	项目	传统境外债券	上海自贸区债券	君合解析
	发行主体	境内外主体均可发行	境内外主体均可发行，实践中多为境内主体直接发行，发行主体未限定在注册于上海自贸区内的企业	考虑税负、监管、资金使用等因素，部分传统境外债券采取境外主体发行的结构，而上海自贸区债券多采取境内主体直接发行的结构，以便于募集资金在境内使用
	管辖法	交易文件主要为境外法(英国法/纽约法/中国香港法)管辖	除《服务协议》外，交易文件主要为境外法(英国法/中国香港法)管辖	- 传统境外债券和上海自贸区债券交易文件一般适用境外法律 《服务协议》为中国法管辖
结构设计	信托人 vs 财务代理人	多为信托人结构，发行人与信托人签署信托契据(Trust Deed)	多为财务代理人结构，中央结算公司担任财务代理人，发行人出具承诺契据(Deed of Covenant)	在少量上海自贸区债券发行案例(特别是含有备用信用证的发行结构)中，也设置信托人
	清算托管	欧洲清算所和明讯银行为主	中央结算公司	中央结算公司为上海自贸区债券发行提供发行、登记、托管及交易结算服务
交易流通	主要交易文件(以英国法管辖为例)	- 发行通函(Offering Circular) - 认购协议(Subscription Agreement) - 信托契据(Trust Deed) - 代理协议(Agency Agreement)	- 发行通函(Offering Circular) - 认购协议(Subscription Agreement) - 承诺契据(Deed of Covenant) 《服务协议》(Service Agreement)	上海自贸区债券的主要交易文件与传统境外债券基本一致，特殊之处在于： - 上海自贸区债券项目多采取财务代理人结构，发行人签署承诺契据(Deed of Covenant) - 上海自贸区债券项目中，发行人与中央结算公司签署的《服务协议》
	与中央结算公司的《服务协议》	不适用	需签署	《服务协议》在中央结算公司提供的模板上起草，以中文书就，中国法管辖，争议解决在境内
	债券上市地	多为香港联交所，也包括新加坡证券交易所、中华(澳门)金融资产交易股份有限公司等其他交易所	多为新加坡证券交易所或中华(澳门)金融资产交易股份有限公司	中央结算公司与新加坡证券交易所或中华(澳门)金融资产交易股份有限公司维持良好合作关系

类别	项目	传统境外债券	上海自贸区债券	君合解析
				➤ 债券存续期间发行人应按照上市地点要求履行披露义务
投资人相关	持票人制度	登记处 (Registrar) 将债券登记在 Nominee of Common Depositary (共同存托人的代表人处), 持票人通过多级托管持有债券而不显名	持票人实名制	➤ 持票人不显名与持票人实名, 对持票人影响不一
	债券证书	全球凭证 (Global Certificate)	无债券证书; 中央结算公司签发“发行确认书”	➤ 上海自贸区债券采用境内债券市场的惯例为无债券证书
	投资人范围	境外投资人, 投资者数量较大	区内投资人和境外投资人均可投资	➤ 目前, 相较境外投资人而言, 区内投资人参与投资自贸区债券较多
	投资人资质	通常要求是在各个法域的合格投资人 (包括机构投资者和高净值个人等)	投资人需为: - 已设立自贸区分账核算单元并经过验收的境内机构 - 已开立自由贸易账户 (FT 账户) 的境内、外机构 - 已开立境外机构人民币银行结算账户 (NRA 账户) 的境外机构 - 其他符合条件的境外合格机构等	➤ 实践中, 中央结算公司对参与上海自贸区债券投资的投资人采取“一事一议”口径, 即使不满足前述条件, 也建议与中央结算公司沟通, 以确认是否可以上海自贸区债券投资
	投资人境内税务	以直发结构为例, 境外企业投资人: 所得税 10%, 增值税 6%, 无印花税	以直发结构为例 ➤ 境外企业投资人: 所得税 10%, 增值税 6%, 印花税 0.005% (如适用) ➤ 区内企业投资人: 所得税 25%, 增值税 6%, 印花税 0.005% (如适用)	➤ 上海自贸区债券同时面对区内投资人和境外投资人, 而区内投资人和境外投资人面临不同的税务处理, 例如税率不同、缴税方式的不同, 因此可能存在税务方面的不同安排

类别	项目	传统境外债券	上海自贸区债券	君合解析
业务执行	中介机构组成	承销商、发行人境内外律师、承销商境内外律师、审计师		➤ 上海自贸区债券发行人聘请的中介机构与传统境外债券并无明显区别
	执行流程	➤ 承销商负责对接投资人、路演、协助发行人定价发行 ➤ 境外律师负责起草发行通函及交易文件，并协助承销商进行管理层尽职调查 ➤ 中国律师协助境内审批备案、进行中国法律尽职调查，并出具法律意见书 ➤ 审计师出具安慰函并协助圈阅财务数据		➤ 上海自贸区债券执行方式与传统境外债券并无明显区别
	执行期限	通常为 1-3 个月		➤ 上海自贸区债券执行期限与传统境外债券并无明显区别
	承销商资质	境外承销商（包括境外证券公司和商业银行）	多为境外承销商（包括境外证券公司和商业银行），有少量境内承销商（多为境内证券公司）参与	➤ 出于业务资质和承销牌照的考虑，目前仅有少量境内承销商参与上海自贸区债券项目，且即使有境内承销商参与项目，该等境内承销商在多数情况下并未参与债券认购，而仅担任境内协调人的角色
资金划转	资金归集、划转以及还本付息	➤ 直发结构下，办理外债登记后，境外发债募集资金可回流境内，并可通过外管局办理对外还本付息 ➤ 担保结构下，办理内保外贷登记后，境内担保人可通过外管局对外汇出资金履行担保义务	中央结算公司利用其 FT 账户协助上海自贸区债券发行人进行资金的归集、划转以及还本付息	➤ 因上海自贸区债券一般未办理外债，登记，实践中上海自贸区债券均通过中央结算公司的 FT 账户进行资金归集、划转以及还本付息

近年,君合以不同角色参与了众多上海自贸区债券项目,尤其包括如下一些里程碑项目:

- 南京东南国资投资集团有限责任公司——全国首单企业上海自贸区债券
- 上海地产(集团)有限公司——全国第二单企业上海自贸区债券和上海首单企业自贸区债券
- 苏州工业园区国有资本投资运营控股有限公司——期限最长、利率最低的上海自贸区债券
- 湖州新型城市投资发展集团有限公司——首单备证结构上海自贸区债券
- 新疆中泰(集团)有限责任公司——中西部地区首单上海自贸区债券、全国首单引入境外投资人的企业上海自贸区债券
- 郑州地产集团有限公司——中西部地区首单投资级上海自贸区债券
- 德清县文化旅游发展集团有限公司等多个自贸区债券

余永强	电话: 86 10 8553 7648	邮箱: yuyq@junhe.com
汤光珺	电话: 852 2167 0033	邮箱: ctang@junhe.com
马晴旸	电话: 86 10 8540 8615	邮箱: maqingyang@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”。

