

## 资本市场法律热点问题

### 地方债务风险防控对境外发债的影响

2018年5月，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）与财政部联合发布了《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》（发改外资[2018]706号，以下简称“706号通知”），要求拟举借中长期外债的企业（含金融企业）要依法开展市场化融资，严禁接受地方政府为其市场化融资提供担保，严禁与政府信用挂钩，并加大对违规企业和中介机构的惩处问责力度。

706号通知是继国家发改委2015年9月颁布《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，以下简称“2044号通知”）后，关于中资企业境外发债的另一个重要规定，引起了市场较大的关注。706号通知也是继2010年以来，国务院加强地方政府融资平台公司管理、要求剥离融资平台公司政府融资职能、剥离融资平台公司信用与地方政府信用的政策压力和监管力度的进一步加码。特别是近期境内外债券违约事件的增加，这是否意味着地方债务风险已高擎？中资企业，特别是融资平台公司，申请境外发债额度的难度更大？没有政府背书后，融资平台公司发行境外债券的成本将更高？参与境外发债的中介机构执业风险也更高？

#### 一、地方政府债务风险防控立法沿革

地方政府融资平台公司（以下简称“融资平台公司”）指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。包括各类综合性投资公司，如建设投资公司、建设开发公司、投资开发公司、投资控股公司、投资发展公司、投资集团公司、国有资产运营公司、国有资本经营管理中心等，以及行业性投资公司，如交通投资公司等。

2008年，国家出台“4万亿”经济刺激计划。中国人民银行和原银监会明确提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”。

2010年6月，国务院下发《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发[2010]19号，以下简称“19号通知”），肯定融资平台公司在加强基础设施建设和应对国际金融危机冲击中的作用，但对出现举债融资规模膨胀、地方政府违规担保、金融机构信贷风险意识薄弱等问题，要求加强对政府融资平台的管理。原银监会开始每季度

更新一次地方政府融资平台公司名单。

2010年11月，国家发改委办公厅下发《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》（发改办财金[2010]2881号，以下简称“**2881号通知**”），支持融资平台公司发债，各级政府不得为融资平台公司发行债券提供担保或增信，不得将公益性资产注入融资平台公司，强化募集资金用途以及强化中介机构职责。

在此之后，相关部委相继出台了一系列文件加强对融资平台公司的管理，例如原银监会《关于切实做好2011年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知》（银监发[2011]34号）、原银监会办公厅《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题的说明》（银监办发[2011]191号）、财政部、国家发改委、中国人民银行、原银监会《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预[2012]463号）、原银监会《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（银监发[2012]12号），以及原银监会《关于加强2013年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（银监发[2013]10号）等。

2014年9月，国务院下发《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号），明确政府和企业的责任，政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还，规范地方政府举债机制。

2017年1月，中国人民银行下发《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），该通知适用的企业仅限非金融企业，且不包括政府融资平台和房地产企业。市场一般理解政府融资平台和房地产企业境外发债不适用该通知，但2018年4月，据报道国家外汇管理局新闻发言人称，除有特殊规定外，房地产企业和地方政府融资平台不得借用外债。但实践中，获得国家发改委外债备案的房地产企业和地方政府融资平台仍可发行外债。

2017年4月，财政部和国家发改委等六部委联

合下发《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“**50号通知**”），地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，金融机构为融资平台公司提供融资时，不得要求或接受地方政府任何形式的担保，对违反规定者将依法追究违规企业和中介机构的责任。

2018年2月，国家发改委、财政部联合下发《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“**194号通知**”），规范企业在境内发行企业债券行为，具体要求与706号通知几乎完全一样，比如严禁申报企业将公益性资产及储备土地使用权计入资产；严禁申报企业要求或接受地方政府为其市场化融资提供担保；不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；加大违规企业和中介机构的处罚力度等。

2018年3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号，以下简称“**23号通知**”），要求国有金融企业加强对地方政府融资平台公司境内外发行债券还款来源的尽职调查，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并明确相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。

2018年5月，国家发改委与财政部联合发布706号通知。

## 二、706号通知对境外发债的影响

如前所述，2018年5月颁布的706号通知与2018年2月颁布的194号通知在实质内容上几乎完全一致，只是706号通知规范的是境外发债，194号通知规范的是境内发债；而且，706号通知的相关要求在此前年度颁布的诸多文件中均不同程度的涉及，此次是进一步的加码和强调而没有更新的要求，但为何706号通知会引起境外债券市场相关方的高度关

注呢？我们认为主要有以下几个原因：

一是国家更加关注地方债务风险防控，直接的体现就是2018出台更多的防控地方债务风险的规范性文件；

二是2018年始境内外债券违约事件较此前年度有增加的趋势，市场的神经更加紧绷；

三是国家发改委继2017年实名公布五家未备

案境外发债企业后，2018年5月又约谈了八家未备案境外发债企业及相关中介机构，监管态势趋严；

四是706号通知较此前的规定更加具体，虽然还有很多不确定的规定，但相关要求已开始体现在境外发债的具体实践中。

现就706号通知对境外发债的实践影响逐条分析如下：

706号通知条款	706号通知具体规定	其他类似规定	对境外发债的影响以及我们的建议
一	拟举借中长期外债企业（含金融机构，下同）要实现实体化运营，依法依规开展市场化融资，充分论证发行外债的必要性、可行性、经济性和财务可持续性，同时依托自身资信状况制定外债本息偿付计划，落实偿债保障措施。严禁企业以各种名义要求或接受地方政府及其所属部门为其市场化融资行为提供担保或承担偿债责任，切实做到“谁用谁借、谁借谁还、审慎决策、风险自担”。	<ul style="list-style-type: none"> <li>194号通知就此有与706号通知类似的规定。</li> <li>2881号通知规定，债券发行人应制定偿债资金计划，各级政府不得为投融资平台公司发行债券提供担保或增信；</li> <li>50号通知规定，融资平台公司应转型为市场化运营的国有企业，依法开展市场化融资，地方政府不得为任何单位或个人的债务以任何形式提供担保。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>706号通知的适用主体不仅仅为融资平台公司，也包括金融机构及其他企业，但我们认为主要适用于国有企业，因为地方政府为非国有企业增信的可能性较小；</li> <li>申报企业不得接受地方政府的任何增信措施，对于自身信用较弱的融资平台公司境外发债的难度将增大；</li> <li>建议企业在“申请报告”中论证发行外债的必要性、可行性、经济性和财务可持续性并在发债文件中披露；</li> <li>建议企业制定外债本息偿付计划并在发债文件中披露；</li> <li>建议中介机构对申报企业的财务情况和来自于政府的增信和支持措施（比如资产无偿划转、资产注入等）进行全面尽职调查。</li> </ul>
二	要紧密围绕推进供给侧结构性改革的方向，着力支持综合经济实力强、国际化经营水平高、风险防控机制健全的大型企业赴境外市场化融资，募集资金重点用于支持创新发展、绿色发展、战略性新兴产业、高端装备制造业以及“一带一路”建设和国际产能合作等。	<ul style="list-style-type: none"> <li>2044号通知规定，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。</li> <li>2881号通知规定，对于发债资金主要用于节能减排、生态环保、保障性住房、城市轨道交通、新疆和藏区发展、重大自然灾害灾区重建，以及其他国家产业政策鼓励发展领域项目建设的，可优先获得核准。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>此规定与此前的2044号通知大体一致；</li> <li>建议企业在境外发债“申请报告”中说明募集资金的用途，并优先用于国家鼓励的方向；</li> <li>建议中介机构将申报企业的募集资金用途纳入尽职调查范围。</li> </ul>
三	拟举借中长期外债企业要建立健全规范的公司治理	<ul style="list-style-type: none"> <li>194号通知就此有与706号通知类似的规定。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>如果申报企业存在公司治理结构的不规范，或过往存在将</li> </ul>

706号通知条款	706号通知具体规定	其他类似规定	对境外发债的影响以及我们的建议
	<p>结构、管理决策机制和财务管理制度。申报企业拥有的资产应当质量优良、权属清晰，严禁将公立学校、公立医院、公共文化设施、公园、公共广场、机关事业单位办公楼、市政道路、非收费桥梁、非经营性水利设施、非收费管网设施等公益性资产及储备土地使用权计入企业资产。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 19号通知及2881号通知规定，不得将公益性资产作为资本注入投融资平台公司。 <b>“公益性资产”是指主要为社会公共利益服务，且依据国家有关法律、法规不得或不宜变现的资产。</b>对于已将上述资产注入投融资平台公司的，在计算发债规模时，必须从净资产规模中予以扣除。</li> <li>• 50号通知规定，地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司。</li> </ul>	<p>公益性资产计入企业资产的情形，是否不能申请发行外债？我们倾向于认为应视情况具体分析，并不必然影响企业境外发债，但需要进行充分披露，并将公益性资产从净资产规模中扣除；</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 建议中介机构在尽职调查时关注申报企业的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度；</li> <li>• 建议中介机构特别是律师和会计师关注公益性资产及储备土地使用权计入企业资产的情况。</li> </ul>
四	<p>利用外债资金支持的募投项目，要建立市场化的投资回报机制，形成持续稳定、合理可行的财务预期收益。如募投项目取得投资补助、运营补贴、财政贴息等财政资金支持，有关决策程序必须依法合规，必须把地方财政承受能力和中长期财政可持续作为重要约束条件，坚决杜绝脱离当地财力可能进行财政资金支持。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 194号通知就此有与706号通知类似的规定。</li> <li>• 23号通知规定，国有金融企业为地方政府融资平台公司等地方国有企业在境内外发行债券提供中介服务时，应审慎评估举债主体财务能力和还款来源。对于发债企业收入来源中涉及财政资金安排的，应当进行尽职调查，认真核实财政资金安排的合规性和真实性。</li> <li>• 2881号通知规定，发行人应按照核准的投向使用企业债券募集资金，不得擅自改变资金用途。各级发展改革部门要加强对本地企业债券募集资金使用的监督检查，防止发行人随意改变并挪用发债所募资金。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 境外发债项目的募集资金并没有强制要求用于项目，2044通知也没有要求报备时提供前次募集资金使用情况的报告，但我们认为如果存在违约行为，将极大影响企业的后续境外发债；</li> <li>• 如果项目涉及财政资金支持，建议中介机构对财政资金支持合法性及其决策程序合法性进行尽职调查。</li> </ul>
五	<p>拟举借中长期外债企业要统筹考虑汇率、利率、币种及企业资产负债结构等因素，灵活运用货币互换、利率互换、远期外汇买卖、期权、掉期等金融产品，稳妥选择融资工具，合理持有外汇头寸，密切关注汇率变动，有效防控外债风险。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 不适用。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 建议申报企业在申请境外发债额度时不明确发行币种，而是申请等额的美元额度，以获得按照汇率情况发行美元、欧元、人民币或其他币种债券的灵活性。</li> </ul>
六	<p>拟举借中长期外债企业要规范信息披露。在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等可能存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并在相关文件中</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 23号通知规定，在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>这是706号通知和23号通知最重要的规定之一，直接触及融资平台公司的要害。</b></li> <li>• 我们认为该等禁止性披露规定（不得披露政府信用支持文件）和强制性披露规定（明确地方政府以出资为限承担）不</li> </ul>

706号通知条款	706号通知具体规定	其他类似规定	对境外发债的影响以及我们的建议
	明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担责任，相关举借债务由发债企业作为独立法人负责偿还。有关信用评级机构不得将企业信用与地方政府信用挂钩。申报企业应对申请材料的真实性、合规性负责。	<p>为独立法人负责偿还。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 194号通知就此有与706号通知类似的规定。</li> </ul>	<p>仅适用于募集说明书的披露，也应适用于路演等文件的披露。同时，也建议一年期以内的债券募集文件遵守上述禁止性规定。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 信用评级机构应按照该等规定相应调整对融资平台公司的评级。</li> <li>• 该等规定具有较强的操作性，考虑到可能的法律责任，发行人和中介机构应特别注意遵守该等规定。</li> </ul>
七	发展改革部门要切实加大事中事后监管力度，利用社会信用体系建设、大数据预警监测分析等多种创新方式，加强对外债资金使用情况 and 项目后续建设运营情况的督促检查工作。财政部门对依法合规承接政府投资项目的企业，应当按规定和批准的预算及时拨付资金，不得拖欠。	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 194号通知就此有与706号通知类似的规定。</li> <li>• 2044号文规定，国家发改委加强事中事后监管，确保负债率、债务率、偿债率等主要外债指标控制在安全线以内，切实有效防范外债风险。</li> <li>• 2881号通知规定，债券承销机构也应加强对所承销债券的后端管理，提醒并督促债券发行人按照有关规定和要求，及时披露企业经营等方面的相关信息。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 建议发行人在债券资金使用情况等与承销商和中介机构沟通，以保证使用情况的合规性。</li> </ul>
八	建立健全责任主体信用记录，对涉及地方政府违法违规融资和担保的企业、承销机构、会计师事务所、律师事务所等主体及其主要负责人，加大惩处问责力度，纳入相关领域黑名单和全国信用信息共享平台归集共享，实施跨部门联合惩戒，及时公开通报，并限制相关责任主体新申请或参与外债备案登记工作。	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2044号通知规定，对于恶意虚报外债备案登记规模的企业，国家发改委将其不良信用记录纳入国家信用信息平台。</li> <li>• 2018年5月，国家发改委公告，对发行外债不履行事前备案登记手续或存在其他违规行为的相关企业和有关中介机构，将加大问责力度，视严重程度纳入相关领域黑名单和全国信用信息共享平台，及时公开通报，并限制相关责任主体新申请或参与外债备案登记工作。</li> <li>• 2881号通知规定，债券市场中介机构应提供公正、客观、准确的相关文件，不得弄虚作假，以错误信息和文件误导投资人和核准机构。</li> <li>• 50号文通知规定，对中介机构违法违规为融资平台公司出具专业意见的，依法追究中介机构及相关从业人员的责任。</li> <li>• 194号通知就此有与706号通知类似的规定。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 我们注意到对违规行为的处罚力度越来越大，由纳入“黑名单”到公开通报、联合惩戒及限制新的备案。</li> <li>• 因境外发债备案登记的规定有一定的不明确性，申报企业，特别是小红筹企业在决定不申报或申报企业发行非标准的境外债券品种时，应及时咨询律师的意见或直接与地方发改部门和国家发改委沟通，咨询主管部门的意见。</li> <li>• 如果未能及时获得备案，建议发行人可以考虑先行发行年限低于一年的短期债券（可以附条件在获得外债额度后延长期限）或将原有债券展期。</li> </ul>

### 三、小结

706号通知虽然在境外发债市场引起较多的关注，但其实质内容在此前的多个规范性文件均不有同程序的体现，并不是新要求，而是原有政策的进一步加码。地方政府债务问题重在疏而不是堵，相信融资平台公司在符合706号通知要求的情况下，

仍可申请境外发债。但2018年高频次的政策重申和加码，值得引起市场的足够重视，重视国家化解地方政府债务的决心，重视融资平台公司本身而不是地方政府的真实财务情况，重视中介机构的专业敏感性和法律风险意识。同时，各市场参与方也应有引导融资平台公司走向真正市场化融资的担当。

余永强      合伙人      电话：86 10 8553 7648      邮箱地址：yuyq@junhe.com  
滕晓燕      律 师      电话：86 10 8519 1268      邮箱地址：tengxy@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](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

