

在中国境外发行债券

运用专业知识和经验视角。

概览

中国公司如果想要通过发行国际债券的方式募集资金，存在着一些挑战。本文提供了国际债券市场的概况，以及进入该市场时需要考虑的问题。

国际债券的发行——亦称“欧洲债券”的发行——描述的是一个公司在国际资本市场或“欧洲市场”——而非在发行人所属国的资本市场——发行债券。

容易混淆的是，“欧洲债券”这一术语最早是指在欧洲发行以美元计价的债券。但是这一术语的使用现在更为广泛，并不一定局限于在欧洲发行的债券。

欧洲债券最常以美元计价，但亦可以以其他任何可自由转让的货币计价。最近中国法律已经允许在香港和英国发行以人民币计价的债券。

欧洲债券通常在发行期内为固定利率，每年或每半年付息一次，持续一段固定的时间（称为“债券合约期”），通常为3年、5年或7年。

债券发行各方

债券发行所涉及的主要各方如下：

- 牵头行：受发行人委托，安排发行并为债券物色投资者的一个或多个银行。
- 联合牵头行：银团中为债券物色投资者的其他银行。
- 投资者：购买债券的机构，通常为投资基金或养老基金。
- 受托人：在债券发行期内代表债券持有人的信托公司。许多债券发行没有受托人：在这些发行中，债券持有人自己管理他们作为债券持有人的利益。
- 财务或支付代理：作为发行人的代理，向债券持有人支付利息和本金的银行。
- 结算系统：债券通常通过Euroclear和Clearstream结算。这些系统使债券持有人能够以电子方式而非纸质凭证，持有并交易证券。
- 证券交易所：大多数机构投资者根据其投资方针，要求其所投资的债券在一家国际证券交易所上市，通常为新家坡、伦敦或者卢森堡。这些交易所要求发行人准备一份发行说明书或募集说明书（见下文“文件”）。

文件

债券发行中的主要文件，通常由律师（以不同方式）为发行人和以上所列的其他主要各方准备如下：

认购/承销协议：发行人与牵头行和联合牵头行之间订立的协议，根据该协议，牵头行和联合牵头行同意认购债券或者物色债券投资者，而发行人则给予牵头行和联合牵头行陈述、保证、承诺和弥偿。该协议规定发行的先决条件：法律意见书、审计师确认函，以及发行人及全球金融市场无实质性变化。

信托契约：发行人与受托人之间订立的协议，列明发行人与受托人之间的契约。

财务及支付代理协议：发行人与支付代理之间订立的协议，规定由支付代理代表发行人向债券持有人付款的条款。

发行说明书：亦称募集说明书，该文件由发行人公布，其中包含债券说明、在发行人所属司法管辖区的债券税收待遇、发行人的业务和最近两年的审定财务报表以及此后未经审核的中期财务报表。

债券：债券的条款与条件中将规定所有实质性条款，如利率、到期日、违约事件、负抵押（由发行人承诺不在财产上设定有利于其他贷款人的负担）及管辖法律（通常为英国法或纽约州法律）。

全球债券：不发行个人记名债券。向作为清算系统的共同保管机构的一家银行发行并交付全球债券。全球债券是证明所有债券存在的单一凭证。不发行单独的正式债券。

发行程序

欧洲债券的发行分为几个不同的阶段。

准备文件及尽职调查

牵头行受到任命后，聘用国内外律师事务所对发行人进行尽职调查，并为债券发行准备法律文件。发行人聘用律师事务所作为其代表，协商文件并发布关于结算的法律意见书（见下文）。牵头行和律师与发行人的管理层举行尽职调查会议，以准备发行说明书。

识别法律法规问题

债券的发行、以及债券发行期内的付款是否须经国内政府或中央银行的批准。律师还将核查根据发行人现有的贷款协议，发行人是否必须为本次发行征得现有贷款银行的同意。他们还将核查发行债券以及支付利息和本金无须支付预扣税或印花/登记税。

证券交易所

律师将草拟的发行说明书呈交给证券交易所或其监管机构，以供审查及评论；发行人安排支付上市费，并签署上市承诺事项。

路演

一旦完成尽职调查，牵头行将在主要的全球金融中心进行路演，让发行人与潜在投资者见面，把准发行说明书（“红鲱鱼”）发给潜在投资者。在路演过程中，牵头行接受潜在投资者的预订单，制定成册。

开始

路演之后，牵头行与有兴趣的投资人及发行人就债券发行的定价达成一致，然后正式“开始”发行，在彭博社公布细节，与投资者确认申购订单。这是发行的正式出售阶段。

签约

一旦与投资者确认了申购订单，经理行和发行人签署认购协议，发行人公布规定了约定价格、发行价格、发行规模、到期日和利率的发行说明书。

结束

签约后三天，发行“结束”：(i) 满足先决条件（已签署信托契约和支付代理协议、已出具法律意见书和审计师确认函，等等）；(ii) 投资人按购买价格，付款给牵头行，牵头行扣除承销费用及开支后，向发行人支付净收益；(iii) 发行人签署全球债券，并将其交付给共同保管银行；(iv) 投资者将资金存入结算系统账户，和 (iv) 债券交易开始。证券交易所许可债券上市。发行于此时“结束”。

发行人需考虑的风险和要点

任何考虑发行欧洲债券的中国公司应该注意一些风险和其他问题。

货币风险

为了在债券发行期内支付利息，以及在到期日归还本金，发行人需要能获取充足的债券发行货种的资金。发行人通常以其营业现金流量可以满足债券支付的货币发行。如有必要，也可由发行人与一家银行安排货币和利率互换，以确保能满足债券支付。在中国进一步放松外汇管制之前，发行人民币债券使发行人须承担可能无法在每个支付日提供足够的离岸人民币的风险。

利率风险

在债券发行期内，全球利率可能上下波动。尤其是在目前低利率的环境下，在债券发行期内不变的固定利率，应该能为发行人提供有吸引力的利率。但是如果债券采用浮动利率（例如，超出LIBOR（伦敦银行同业拆息率）一定幅度），那么在债券的每个派息期开始时LIBOR的增长，将导致发行人成本的增加。

预扣税

通常债券发行的安排使发行人【在发行人所属的司法管辖区】无须扣缴支付利息和本金的国内预扣税。中国公司最近在中国大陆以外的债券发行假定在中国境内无须扣缴这些税项。根据这一安排，如果发行人的母国政府以后征收预扣

境内无须扣缴这些款项。根据这一安排，如果发行人的母国政府以后征收预扣税，发行人必须“补足”所扣税项，从而使债券持有人获得全部数额。在这种情况下，债券的条款应为发行人提供提前偿还债券的选项，因为融资总成本将会增加。

发行说明书责任

公布发行说明书使发行人须承担发行说明书责任。如果发行说明书包含任何重大不真实陈述或遗漏任何重大事实，发行人将承担责任。因此，在公布发行说明书之前，牵头行和律师要进行尽职调查，并与发行人的管理层开会；发行人的审计师必须出具一封确认函，确认发行说明书中的所有财务信息都是从发行人的财务报表和内部记录中正确提取的。但是，对于发行说明书准确性和完整性的法律责任仍由发行人承担，发行人必须投入时间和内部资源去确保发行说明书的制备得当而准确。

担保债券

许多首次发行人没有足够的信用评级（或者根本没有任何国际信用评级）来发行无担保债券。在这种情况下，牵头行可以要求发行人以某些资产抵押担保，在债券违约的情况下，受托人/债券持有人有优先权执行该抵押物。关于执行担保的法律权利的详细法律分析，以及是否需要经政府批准以设置/执行担保，应作为尽职调查过程的一部分进行。