

法律快讯

2012年12月14日

中国境内上市公司的筹资新渠道： 对金地（集团）股份有限公司于境外人民币点心债券及美元 债券市场创造性登台的观察与分析

作者：Melody He-Chen (何俊华) and Norman Pai Ho (侯孟沅)

序言

长期以来，国际资本市场对公开上市的中国公司而言，基本上仅针对于境外上市的中国公司开放。这些在境外上市的中国公司可以通过发售美元债券、合成债券或人民币点心债券来进入和参与国际债券市场。但是，对仅在中国境内上市的中国公司而言，国际债券市场一直都不开放。不过最近情况发生了变化。在2012年7月，金地（集团）股份有限公司（“金地”），作为在上海证券交易所上市的第三大的房地产开发商，首次在境外人民币点心债券市场上发行了总额为人民币12亿元的三年期债券。紧接着，在2012年11月，金地通过其总额为3.5亿美元的五年期固息债券的发行而初次登上了国际美元债券市场的舞台。金地的人民币及美元债券发行不仅代表了一家纯粹在中国境内上市的公司分别进入和参与境外人民币及美元债券市场的首例，亦被市场广泛地认为是史无前例的。本法律快讯针对金地的债券发行及金地发行时所采用的交易结构进行了简略分析。金地使用的该交易结构对其他仅在中国境内上市但拟在境外融资的中国公司或许有参考或借鉴之处。

其他背景资料

对仅在中国境内上市的中国公司而言，在国际债券市场上融资有实际操作上的困难，因为这些公司会面临不少挑战及障碍，如与境外不同的披露方式（如语言、内容以及形式方面的区别）、与境外不同的会计标准以及中国法律审批及监管方面的障碍。相对而言，在境外上市的中国公司（如在香港上市的中国公司）不会面临这么多类似的问题，因为他们已经拥有以英文撰写及公布的公开披露文件，如年度报告、定期公告以及其符合国际会计准则的财务报告，所以这些公司无需花费大量时间来准备招债书（在债券发行中的关键文件），从而使这些公司更快地抓住市场机遇，而能否抓住市场机遇对于债券能否成功发行至关重要。

金地的人民币点心债券及美元债券的成功发行意味着仅在中国境内上市的公司确实是可以克服以上所说的挑战及障碍。国际投资者对符合中国公认会计准则的财务报告的认可也是金地能够成功发债的重要因素之一。虽然会计行业早已承认中国公认会计准则其实与国际会计准则是很相似的，但由于国际投资者一般对按国际会计准则编制的财务报告更为熟悉，他们通常会要求发行人按国际会计准则分析与披露其财务表现。金地的债券发行表明了国际投资者已开始接受按中国公认会计准则编制的财务披露。

法律快讯

金地两次债券发行的概括

金地是一家房地产开发公司，主要开发住宅房地产并提供房地产管理服务。金地的人民币债券及美元债券发行均是采用了具有创造性的发行结构，包括由其境外子公司提供子公司保证、支持协议（**keepwell agreement**）、股权回购承诺（**an undertaking of equity interest purchase**）以及利息储蓄账户的固定抵押（**a fixed charge over an interest reserve account**）。此结构使金地得以在境外筹资、为两次债券发行获得了信用评级并让金地减少了向中国政府机构申请批准的需要。

点心债券发行。在2012年7月，金地通过其境外全资子公司，金地国际控股有限公司，一家为发行点心债券而成立的特殊目的公司，在境外发行总额达12亿人民币、年利息为**9.15%**的担保债券（2015年到期）。此债券获得的信用评级为**Ba3**（穆迪公司）及**BB-**（标准普尔），是属于高收益债券的信用评级。该点心债券的**9.15%**年利息与香港地区截至2012年7月所发行的其他点心债券相比属于较高利息水平。但总体而言，金地的融资成本与中国房地产开发商于境内能获得的项目贷款当时的适用利息或者地下钱庄贷款利息相比，相对低多了。据报告，国内项目贷款当时的适用利息高达每年**25%**，而地下钱庄贷款的平均利息约为每月**5%**；此外，作为中国房地产开发商另一种融资来源的国内信托贷款，其去年的平均年利息约为**14%至15%**。

就投资者情绪而言，7月的债券发行总体而言受到投资者的欢迎，有许多市场评论家表示，此发行可以显示出，投资者对点心债券恢复了兴趣。此发行收到的投资者认购数量超过公司期望差不多4倍以上。就投资者地区分布而言，香港投资者占发行总量的**63%**、新加坡占**31%**、欧洲占**5%**以及其他国家占**1%**。就投资者身份而言，基金经理占**41%**、私人银行占**39%**、银行及对冲基金占**19%**以及公司占剩下的**1%**。

美元债券发行。在2012年11月，金地以其另外一家名为金地国际投资有限公司的全资子公司发行了总额为**3.5**亿美元、固定年利息为**7.125%**的五年期美元债券（即2017年到期）。与金地7月发行的人民币债券相似，此美元债券的发行人亦是为发行而专门成立的特殊目的公司。此美元债券得到的信用评级跟金地7月发行的点心债券一样，为**Ba3**（穆迪公司）及**BB-**（标准普尔）。该次发行也引起了投资者的广泛注意，其中**89%**的认购额来自于亚洲。在相近的时间，SOHO中国有限公司，一家在香港联交所上市的中国大型房地产开发商，发行了两组美元债券，一组为总额**6**亿美元、年利息为**5.75%**的五年期债券（2017年到期），另一组为总额**4**亿美元、年利息为**7.125%**的十年期债券（2022年到期）。SOHO中国的美元债券评级为**Ba1**（穆迪公司）及**BB+**（标准普尔），同样也是高收益债券的评级，但比金地的债券高两小级。今年较早时候，广州富力地产股份有限公司，另一家在香港联交所上市的中国大型房地产开发商，在8月发行了总额为**2.38**亿美元、年利息为**10.875%**的美元债券（2016年到期），这一次发行与富力地产在今年4月发行的总额为**1.5**亿美元、年利息为**10.875%**的美元债券（2016年到期）构成同一系列的发行。

法律快讯

金地两次债券发行结构的概述

金地在点心债券和美元债券发行中都使用了同样的具创造性的发行结构。点心债券及美元债券都是通过境外的特殊目的公司发行。两次发行均由金地境外的全资子公司，包括由其境外中间控股公司提供担保。此公司中间控股最初为向境外客户出售金地的地产项目而在香港设立的销售办公室，现在发展成一个境外控股公司，专门持有金地在中国的地产项目并且作为金地在境外市场的重要融资主体。两次发行债券的发行主体皆为上述这家中间控股公司的全资子公司。

虽然金地的美元债券属于高收益债券，值得注意的是，金地没有采用传统的高收益美元债券平常会采用的发行结构或协议文件。相反，金地却采用了和其人民币债券一样的条款结构。有别于传统的由境内母公司向境外发行人提供担保的方式，金地的两次发行都采用了由支持协议（**keepwell agreement**）、股权回购承诺（**an undertaking of equity interest purchase**）以及利息储蓄账户的固定抵押（**a fixed charge over an interest reserve account**）组成的更具创造性的发行结构。

支持协议主要是金地对债券提供保证，以避免无偿付能力的风险，此协议要求金地必须保证中间控股公司有足够的流动资金来确保债券项下的给付义务。支持协议最初仅由一些中国国有企业，如中国石油天然气集团公司和中国中化集团公司，在发债时采用，不过该等支持协议在今年的债券发行中被更为广泛地运用。金地是中国第一家采用支持协议发债的房地产开发商。采用支持协议的重要原因之一是为了避免来自中国监管机构对境外担保的审批障碍。根据中国法律法规，未经中国国家外汇管理局的事先批准，境内母公司不得对外担保债券发行，而该批准通常耗时良久。此外，在传统的境内母公司为境外发行主体提供担保的结构下，境外子公司不得将债券发行所募集资金调回中国境内。虽然支持协议在中国的可执行性未经考验，但支持协议给予投资者一些安慰，并为中国公司提供了一种更为有效的境外融资渠道。

为解决境外投资者对金地境内财产无追诉权的问题，金地两次债券发行都采用了股权回购承诺。根据此股权回购承诺，如果发生违约事项，金地必须回购其“目标子公司”（即中间控股公司直接或间接持股的中国子公司）的股权，回购价格必须足以支付债券项下的任何应付但未付的债务。回购措施开始执行之后，金地必须与相关转让人签署股权转让协议或其他的相关协议，并向中国有关政府部门提交所需的审批申请。与支持协议相似，股权回购承诺也可以减少所需申请的政府审批。一般而言，一家中国公司向其境外子公司贷款或提供其他资金必须取得中国国家发展和改革委员会的批准。由于金地两次债券发行中的股权回购承诺仅牵涉到境内主体（即金地）购买境内财产，该财产收购将被视为境内主体集团内的资产转移，因此无需取得国家发展和改革委员会的批准。若执行该回购交易，亦仅需要取得中国商务部和国家外汇管理局的批准，并向有关的工商行政管理机关就根据股权回购承诺而发生的股权转让进行登记备案。如标准普尔所评论，虽然支持协议和股权回购承诺都不能等同于担保，支持协议和股权回购承诺仍给予投资者安慰，并且证明了母公司对子公司的强力支持。

此外，金地两次债券发行都由利息储蓄账户的固定抵押提供担保，每个发行人都必须在一个利息储蓄账户存入至少与债券两个利息期间所需支付的利息总额相同的金额。在债券到期日前一个利息支付日之前的任何时间，发行人利息储蓄账户中必须一直存有此最低金额。

法律快讯

债券上市情况

金地的人民币和美元债券均在新加坡交易所上市，并都是根据美国证券法S规例向在美国境外的投资者进行发售。因此根据新加坡交易所规则的要求，金地会披露其年度及季度财务报表。

结论

如上所述，金地的独特发行结构不仅可以减少监管障碍，还可以给仅在中国境内上市的中国公司一个机会在境外债券市场融资、将债券发行募集资金调回国内使用、获得信用评级并提高企业品牌形象和公司名誉。金地的发行结构也许可以成为在融资及对境外主体进行担保方面受到限制的中国境内房地产开发商的模式。此外，此模式及金地所采纳的融资通道也许可能成为没有境外上市平台的中国公司在境外融资的另一变通途径。

欲取得更多关于以上内容或关于本所的中国资本市场业务的信息，请联系：

白士文

香港

电话：+852 2585 0818

电邮：sbirkett@mofo.com

周致聪

香港

电话：+852 2585 0828

电邮：cchau@mofo.com

何俊华

香港

电话：+852 2585 0887

电邮：mhechen@mofo.com

莫德华

香港

电话：+852 2585 0869

电邮：johnmoore@mofo.com

陈于财

香港

电话：+852 2585 0836

电邮：vtan@mofo.com

王飞鸿

香港

电话：+852 2585 0856

电邮：gwang@mofo.com

关于美富：

美富律师事务所是一家在多方面领先的国际律师事务所。本所客户包括全球规模最大的金融机构、投资银行、《财富》100强企业、及科技和生命科学公司。过去八年来，美富连续入选《美国律师》杂志“A级律师事务所”名列。《财富》杂志曾将本所评选为“百佳雇主”之一。我们致力于为客户提供有创造性和商业意识的专业服务，同时保留使我们优胜的特点。这就是美富。请访问本所的网页：www.mofo.com。

本信息更新提供的是一般性的信息，不适用于所有的情况，在没有对特定情况提供特定的法律意见的情况下，不应根据该等信息行事。