

一文看懂非金融企业境内发行熊猫债最新政策

作者：朱俊 | 黄茜茜 | 邱哲

近期，在通胀高企的压力下，美联储等多个国家央行均持续收紧货币政策、采取加息措施。在此背景下，中国采取了稳健的货币政策，境内人民币融资成本优势突显。同时，中国推出多项进一步便利熊猫债发行及资金使用的政策，为境外非金融企业在境内发行熊猫债券提供了良好的政策环境。

本文通过汇总关于非金融企业境内发行熊猫债的最新政策，供境外非金融企业的熊猫债发行人及相关方参考。

一、“熊猫债”的发行主体

“熊猫债”通常指境外机构在中国境内银行间市场或交易所债券市场发行的人民币计价的债券。

当前可以发行熊猫债的境外机构包括：

- 外国政府类机构
- 国际开发机构
- 在境外合法注册的金融机构法人
- 在境外合法注册的非金融企业法人

从 2022 年的熊猫债发行数据来看，境外非金融企业法人在熊猫债的发行人中占比超过 50%。

二、熊猫债的发行市场

熊猫债当前在境内仍分两个发行市场发行：银行间债券市场（由人行主管），和交易所债券市场（由证监会主管）。从 2022 年的熊猫债发行数据来看，银行间债券市场是熊猫债发行的主要场所，占到总体发行量的近 97%。

对于境外非金融企业而言，其在交易所债券市场发行的熊猫债通常是公司债券，在银行间债券市场发行的通常为非金融企业债务融资工具。

在银行间债券市场发行熊猫债需要申请成为银行间市场交易商协会特别会员。

三、熊猫债与其他跨境发行债券的比较

	熊猫债	自贸区债券	中资境外美元债
发行人	境外机构	境内机构、境外机构	境内机构、境外机构
发行币种	人民币	人民币、外币	人民币、外币
挂牌上市	银行间债券市场或证券交易所，目前熊猫债也在中华（澳门）金融资产交易所试点开展挂牌信息展示	无特别限制，可按规定在全国银行间债券市场的自贸区国际金融资产交易平台内交易流通，也可以选择中华（澳门）金融资产交易所、新加坡交易所等就挂牌	香港、卢森堡、澳门、伦敦、新加坡相关交易所等，可自由选择
发行文件及信息披露规则	<ul style="list-style-type: none"> ■ 按照交易商协会以及境内债券发行的信息披露规则执行 ■ 对于银行间债券市场的熊猫债，按照境外非金融企业债务融资工具注册文件表格注册和披露，募集说明书按照 FM 表格式准备 ■ 交易所熊猫债按照公司债券的信息披露和发行文件要求准备 	按照上市流通场所的信息披露规则，同时也需要根据依据相关规则通过中国债券信息网进行信息披露	S 规则发行或 144A 条例发行
适用法律	中国法	可选择适用境外法	境外法
投资人	银行间债券市场/交易所债券市场合格投资者	境内外合格投资者	境外投资者，以及境内合格投资者
投资方式	通过银行间市场交易账户或交易所账户投资	可以通过自贸区电子平台交易，或通过自贸区柜台市场承办机构投资	根据发行、挂牌市场规则认购和投资
发改委 56 号文的外债审核登记	不涉及	视投资人确定，一般需办理发改委的外债审核登记	需办理发改委企业发行外债备案（包括直接发行和间接发行）

四、熊猫债的发行流程

熊猫债发行通常包含以下阶段和工作：

注册/发行材料准备阶段	确定主承销商及各中介机构
	召开项目启动会
	协调各中介机构准备各项申报文件
	签署承销协议并组建承销团
申报发行注册或核准阶段	制作全套材料并上报交易商协会或交易所
	推进注册并根据协会或交易所意见修改材料
	获得发行注册通知书或核准
路演阶段	制作推介材料
	主承销商配合发行人向投资者推介
发行阶段	开立发债专户，公告发行文件
	簿记建档发行
	缴款
	挂牌交易

五、熊猫债募集资金的使用要求

境外机构境内发行债券募集资金可汇往境外，也可留存境内使用，资金用途应与募集资金说明文件等所列内容一致。

留存境内使用的，需要符合相关的外商直接投资及外债等管理规定。

按照境内投资、外债管理相关规定以及最新注册表格体系的要求，熊猫债资金用途需受限于相应的负面清单限制（在申报过程中，发行人需要书面承诺遵守募集资金用途限制），包括：

- 不得进入土地、房地产、股权、股票、期货等领域；
- 不用于理财投资等金融业务；
- 不用于涉及非经营性项目的融资行为；
- 不用于归还涉及非经营性项目的金融机构贷款；
- 不投放于还款来源主要依靠政府性资金的非经营性项目建设；
- 募集资金投向合法合规，符合有关地方政府性债务管理的相关文件要求，不会增加政府债务规模，不会划转给政府或财政使用，政府不会通过财政资金直接偿还所投放项目的本金及利息。

根据人行 2017 年发布的《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》第四条的规定，自用熊猫债（企业的境外母公司在中国境内发行人民币债券并以放款形式用于境内子公司）不计入境内子公司借取的外债。

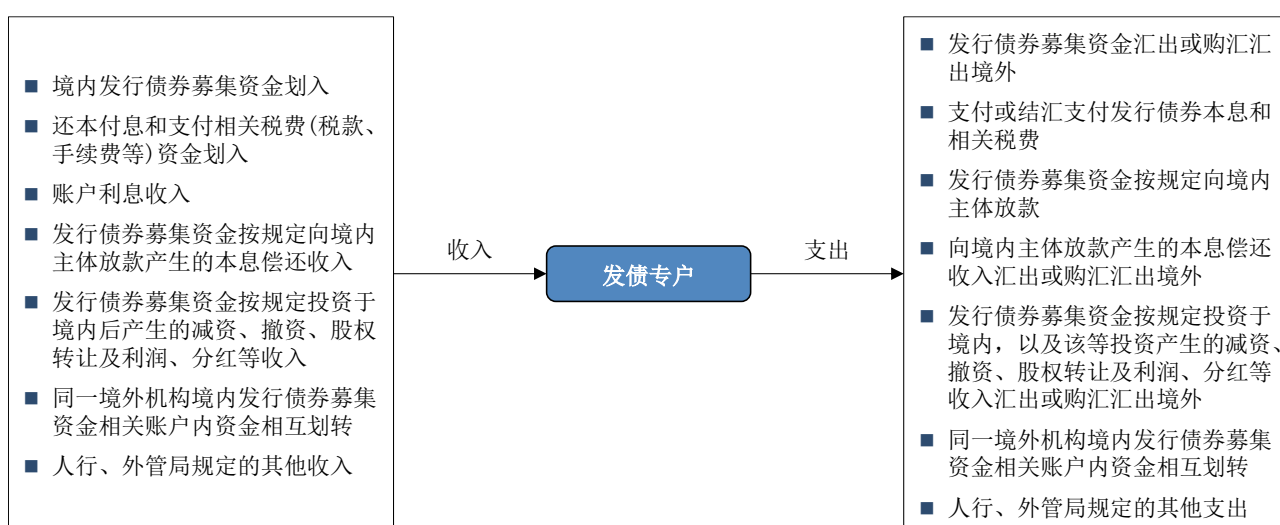
六、“熊猫债”发行的账户安排

根据人行及外管局 2022 年 11 月 23 日发布的《关于境外机构境内发行债券资金管理有关事宜的通知》的相关规定，自 2023 年 1 月 1 日起，银行间债券市场和交易所债券市场的熊猫债资金登记、账户开立和资金汇划统一适用以下规则：

- 在债券根据发行市场和发行方式完成有关的核准、注册或备案后且首期发行前，由发行人的境内主承销商凭《境外机构境内发行债券基本信息登记表》、发行核准注册或备案等相关文件、募集说明书或定向发行协议等相关文件，在拟为发行人开立募集资金账户的银行办理登记，并取得加盖银行业务印章的业务登记凭证；
- 完成登记后，发行人凭加盖银行业务印章的业务登记凭证在银行开立发债专户，用于处理熊猫债发行资金收取，使用以及偿还相关的资金划付；
- 在每期债券发行结束后 20 个工作日内，凭业务登记凭证、《境外机构境内发行债券募集资金信息登记表》，到当期开户银行更新实际募集资金登记信息（分期发行可以共享一个发债专户）。

七、“熊猫债”发债专户及其收支范围

发债专户可以是人民币账户或外汇账户（NRA 账户）。开立人民币账户的，可由发行人直接开立人民币银行结算账户或委托其主承销商开立托管账户，账户性质为专用存款账户。



八、银行间债券市场熊猫债发行人条件及分层管理

就银行间市场的熊猫债，境外非金融企业需要满足的条件较为简单，仅需满足在中国境外合法注册成立并具有独立法人资格。

境外非金融企业在银行间市场发行的熊猫债实行注册制，需向交易商协会申请注册方可发行。

根据交易商协会 2020 年 9 月发布的《境外非金融企业债务融资工具分层分类管理细则》，境外非金融企业发行人按“境外成熟层企业”和“境外基础层企业”分层管理。

境外成熟层企业可以选择对不同的债务融资工具（包括超短期融资券、短期融资券、中期票据、永续票据、资产支持票据、绿色债务融资工具）编制同一注册文件进行统一注册（此阶段无需设置注册额度），并

在发行阶段再确定每期发行产品、发行规模、发行期限等要素。

交易商协会 2022 年 7 月发布的《关于开展熊猫债注册发行机制优化试点的通知》将统一注册模式扩大适用至“境外基础层企业”，但“境外基础层企业”需在注册阶段明确注册额度。

“境外成熟层企业”需满足一些条件要求，包括其股权类证券在境外主要证券市场上市，且最近 12 个月持续进行公开信息披露；最近 36 个月在全球累计发行债券不少于等值人民币 100 亿元，并且其最近 36 个月内无债券或其他重大债务违约，控股股东、控股子公司无债券违约；以及，最近 36 个月内，发行人（及担保人，若有）无因重大违法违规行为导致被相关司法管辖区限制股权融资或债券融资的情形，未受到境内外证券监管机构处罚、境内外证券交易所处罚或交易商协会警告及以上自律处分，且发行人（及债券担保人，若有）实际控制人不存在受到重大行政、刑事处罚。

九、交易所债券市场熊猫债发行人条件

就交易所债券市场熊猫债而言，对非金融企业法人作为发行人的主体要求比较统一，但视发行方式不同，适用的注册及核准要求不同，具体如下：

发行人类型	发行人需要符合的条件		注册及核准要求
境外注册公司	大公募发行	(1) 具备健全且运行良好的组织机构； (2) 最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息； (3) 具有合理的资产负债结构和正常的现金流量； (4) 国务院规定的其他条件。 (5) 不存在不得再次公开发行债券的情形 ¹ 。	注册制，由证券交易所负责受理、审核，并报证监会核准注册
	小公募发行	同面向公众投资者公开发行条件	注册制，由证券交易所负责受理、审核，并报证监会核准注册
	私募发行	(1) 符合《公司法》、《证券法》、《公司债券发行与交易管理办法》的规定； (2) 不存在《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》规定的负面情形。	证券业协会自律管理，交易所审核上市后，报证券业协会报备
一带一路沿线国家（地区）企业	企业及金融机构	视不同的发行方式，同境外注册公司在交易所债券市场发行债券的发行人条件	视不同的发行方式，同境外注册公司在交易所债券市场发行债券的手续要求 ²

¹ 即：（一）对已公开发行的公司债券或者其他债务有违约或者延迟支付本息的事实，仍处于继续状态；（二）违反《证券法》规定，改变公开发行公司债券所募资金用途。

² 《关于开展“一带一路”债券试点的通知》第三条：三、“一带一路”沿线国家（地区）的企业及金融机构发行的公司债券，以及境内外企业发行的、募集资金用于“一带一路”建设的公司债券，在本所发行、上市交易或挂牌转让参照《公司债券发行与交易管理办法》《上海证券交易所公司债券上市规则》和《上海证券交易所非公开发行公司债券业务管理暂行办法》等业务规则的规定办理。

发行人类型	发行人需要符合的条件		注册及核准要求
区) 境外企业			

十、熊猫债发行的评级要求

人行 2021 年 8 月发布的《关于试点取消非金融企业债务融资工具发行环节信用评级要求有关事项的公告》中明确，非金融企业发行债务融资工具暂时停止适用《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第九条的评级要求。因此，银行间债券市场熊猫债的发行并不强制要求信评机构的评级。如果境外机构发行银行间市场熊猫债选择进行评级并公开披露信用评级报告的，其评级报告应由经认可的银行间债券市场评级机构出具。

当前交易商协会认可的国际评级机构包括标普信用评级(中国)有限公司和惠誉博华信用评级有限公司(仅金融机构债券、结构化产品)。

根据 2021 年 2 月发布的修订后的《公司债券发行与交易管理办法》，公开发行公司债券强制评级的规定被取消。因此，境外非金融企业在交易所发行公司债券性质的熊猫债是否评级亦由发行人自主决定。

十一、常发行计划(FIP)机制

对于交易所市场的熊猫债而言,自 2022 年 8 月 1 日起,境外非金融企业可以试点通过常发行计划(FIP)发行熊猫债。在常发行计划下,发行人可以在基础募集说明书框架下,后续注册发行采用续发募集说明书进行简便信息披露(续发募集说明书可以引用方式纳入已在银行间市场披露的半年报(及季报,如有)以及重大事项)。

十二、会计准则的等效与差异说明

就境外非金融企业在银行间债券市场公开发行熊猫债,其应在募集说明书及财务报告的显著位置声明其财务报告所使用的会计准则,若未使用中国企业会计准则或等效会计准则编制所披露的财务报告,应同时提供如下补充信息:

- 其所使用会计准则与中国企业会计准则的重要差异;
- 按中国企业会计准则调节的差异调节信息,说明会计准则差异对境外机构财务报表所有重要项目的财务影响金额。

如发行人仅面向达成书面定向认购约定的合格机构投资者披露财务报告,则可由境外机构与定向合格机构投资者自主协商确定财务报告所采用的会计准则,并在书面定向认购约定中充分提示风险,确认投资者风险自担。

当前与中国实现会计准则等效的国家和地区包括中国香港,瑞士等。

十三、对发行人审计机构的要求

如发行人采用中国企业会计准则编制财务报告的,应当聘请中华人民共和国境内具有证券期货业务资格的会计师事务所对财务报告进行审计。

发行人采用其他会计准则编制财务报告的，应当聘请中华人民共和国境内具有证券期货业务资格的会计师事务所或符合以下条件的境外会计师事务所进行审计：

- 在境外所在国家或地区依法注册成立，取得从事审计业务的执业资格并处于正常执业状态；
- 具有良好的国际声誉和市场认可度；
- 在其所在国家或地区可以从事公开发行证券相关审计业务，并具备五年以上从事公开发行证券相关审计业务经验；
- 中国财政部规定的其他条件或监管要求。

境外机构发行债券所提供的按照中国企业会计准则调节的差异调节信息应当经中华人民共和国境内具有证券期货业务资格的会计师事务所鉴证。如发行人委托境外会计师事务所对银行间债券市场熊猫债相关财务报告进行审计，则该境外会计师事务所应当根据《境外会计师事务所从事全国银行间债券市场境外机构债券发行相关财务报告审计业务报备暂行办法》于发行人提交发债申请前 20 个工作日向财政部进行首次报备，并在债券存续期间每年 5 月 31 日之前进行年度报备。

十四、 小红筹及 VIE 架构的境外非金融企业发行熊猫债

从 2022 年的熊猫债发行数据来看，红筹架构的发行人占到总发行人的 68%。红筹架构的发行人绝大部分为大红筹。但市场上已有小红筹及 VIE 架构的境外非金融企业成功发行或获得发行注册额度。根据我们之前的项目经验，对于小红筹及 VIE 架构的境外非金融企业发行人，需额外关注以下事项并在法律意见书中出具对应的法律意见：

- VIE 与重要子公司的筛选标准；
- VIE 架构及相关协议本身的合法合规性。

同时，在募集说明书中，通常发行人还需要披露与 VIE 架构相关的协议以及主要条款概要、会计处理、存在的风险以及相应的风险控制措施。

十五、 发行信息披露文件的语言

对于银行间债券市场的熊猫债而言，如发行人公开披露发行文件（包括募集说明书、法律意见书、合并财务报告等），则披露的发行文件应为简体中文或提供简体中文译本。

对于交易所市场的熊猫债而言，则披露的发行文件应为简体中文。

十六、 发行后的持续信息披露

银行间债券市场和交易所债券市场各自有其债券存续期间的信息披露要求和规则。

对于已上市的境外非金融企业发行人而言，需特别注意境内外市场之间信息披露的一致性及时效性。

如境外非金融企业以英文在其他证券市场披露《境外非金融企业债务融资工具业务指引》第二十五条要求的财务信息的，发行人应同时或在合理的最短时间内在银行间债券市场披露英文信息，并且按照注册发行文件指定的时间披露重要内容的中文版本。

如境外非金融企业以英文在其他证券市场披露《境外非金融企业债务融资工具业务指引》第二十六条要求的重大事项的，应同时或在合理的最短时间内在银行间债券市场披露英文信息，并且不晚于 7 个工作日披露中文版本或摘要。

就非公开发行的熊猫债而言，信息披露要求在披露范围、披露对象、披露语言等方面与公开发行相比更为宽松，一般仅需按照书面定向认购约定的内容、文字与形式对定向发行的对象进行信息披露。

注：本文中所引用的 2022 年熊猫债的数据及占比均引自中诚信国际发布的《2022 年熊猫债市场回顾与 2023 年展望》。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

朱俊

电话： +86 10 8525 4690

Email: jun.zhu@hankunlaw.com