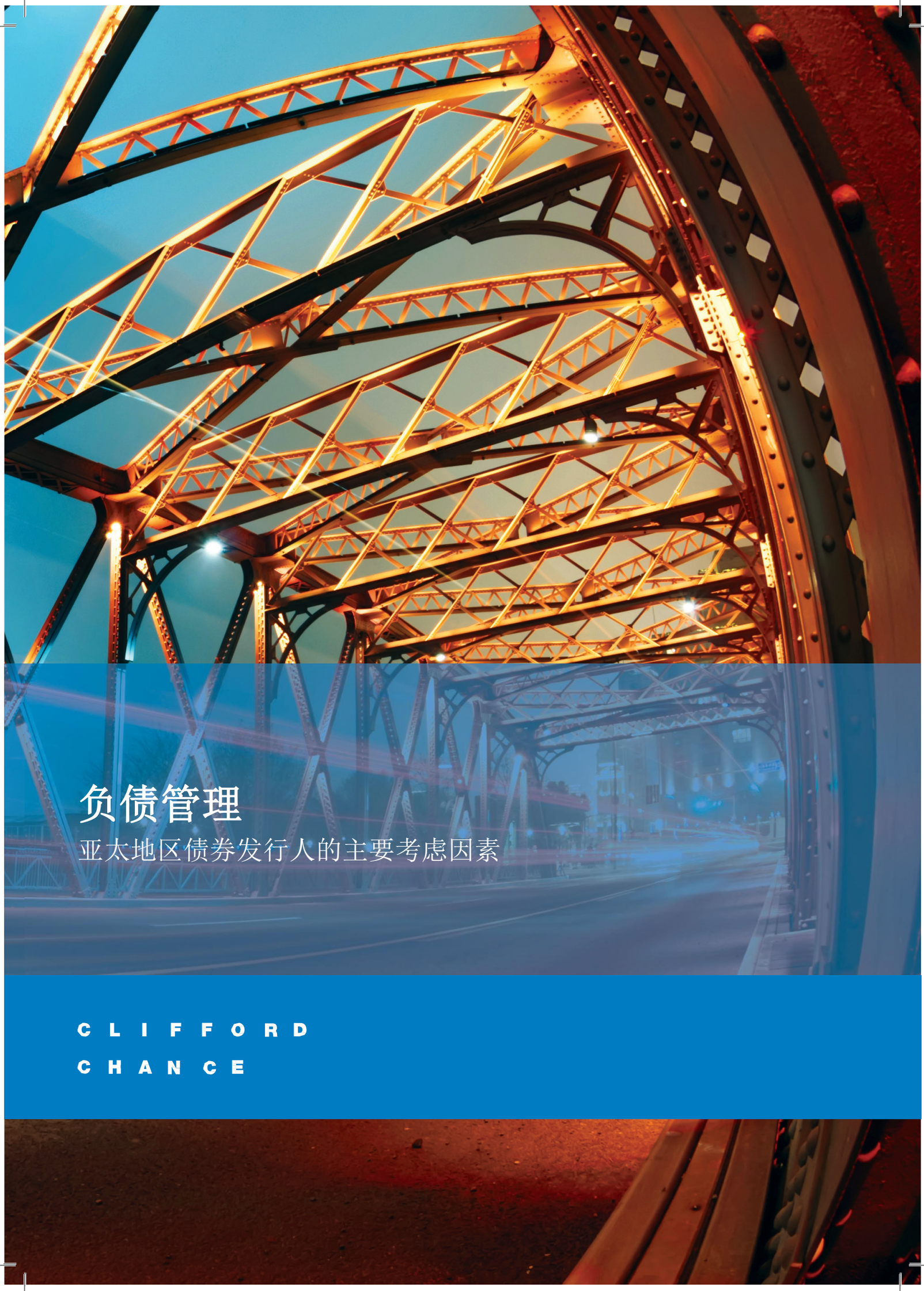


负债管理

亚太地区债券发行人的主要考虑因素

CLIFFORD
CHANCE

简介

近年来，由于量化宽松和低利率环境，亚太地区（日本除外）的各类公司债和主权债发行人发行的债券数额达到创记录水平。

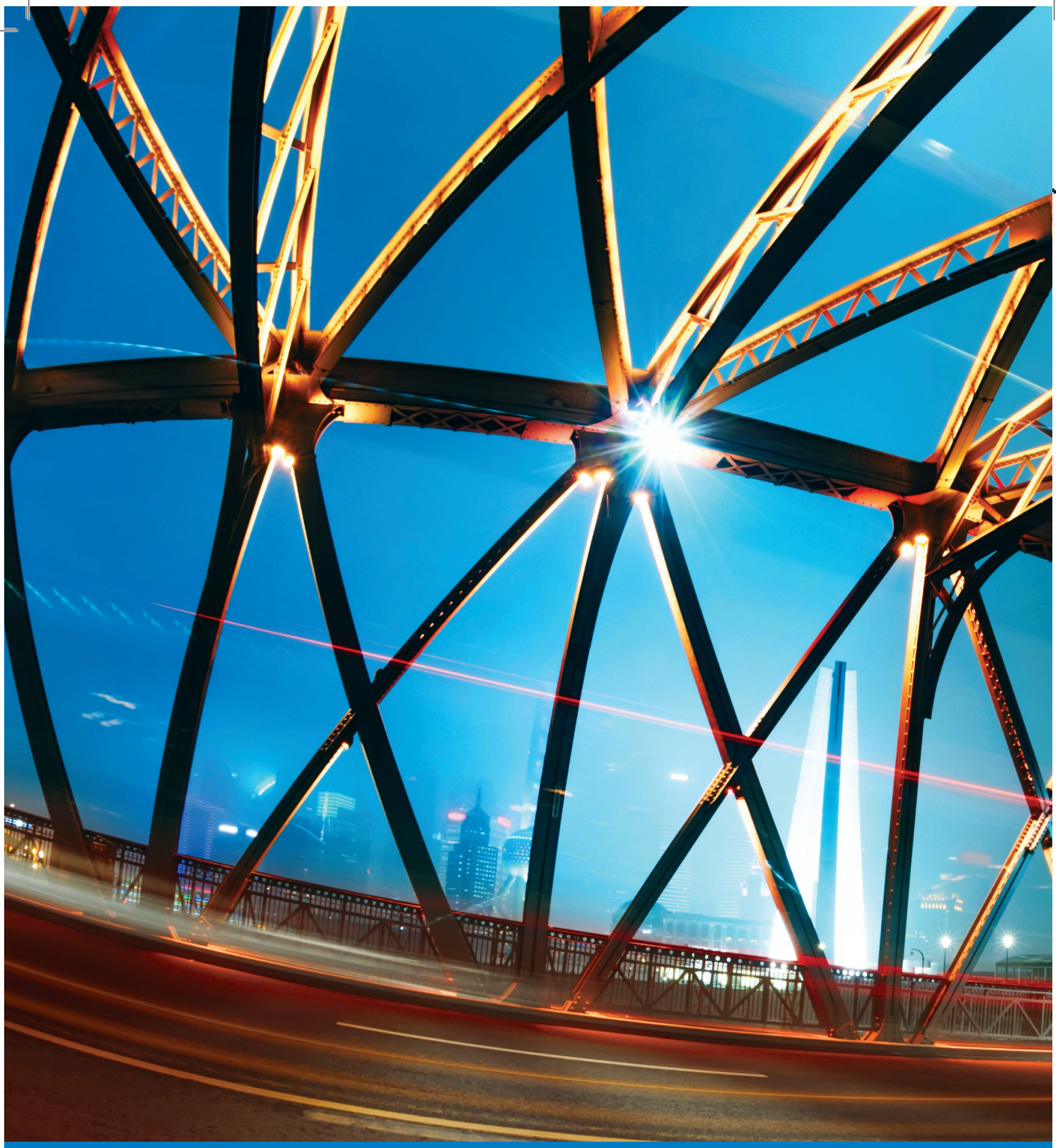
然而，亚洲G3(美元、欧元和日元)信贷市场的不确定性，货币市场持续波动（包括美国结束量化宽松政策、即将到来的美联储加息以及美元快速升值），亚太地区许多国家的有关国际债券资本市场准入的监管环境不断变化，使得亚太区许多的债券发行人日益青睐积极管理负债余额，并重新平衡企业的资产负债表，并从中受益。此外，某些资本市场债券占资产负债表的比例较高的公司以及因经济环境波动而面临财务困境的公司也可能被迫重新评估其资本结构，并接洽债权人（包括债券持有人），以避免或者消除即将发生或现存的违约或资不抵债。此外，除了直接破产或资不抵债情形之外，某些财务状况良好的公司也会使用负债管理技术，以积极降低现有债券条款下企业契诺正在或者将会面临压力的风险（例如，在杠杆收购背景下），并消除未来可能存在违反企业契诺的情况，因为该违反可能导致债券条款项下的违约事件和发行人整体债务资本结构内交叉违约的发生。

本文件简述了亚太区发行人在主动管理债务资本结构或财务困境情形下而考虑负债管理有可能采用的主要方法，并提示发行人以及其财务顾问需要注意的法律问题。本文件假设负债管理的对象为面向专业或机构投资者的通过初始发行而发售的债券，并不寻求解决亚太地区零售债券市场特有的问题。

Matt Fairclough
合伙人
代表亚太区债务资本市场业务团队

Gareth Deiner
资深顾问律师
债券资本市场

目录



1. 什么是负债管理，为何要进行负债管理?

“负债管理”一词是指债券资本市场发行人通过回购或交换发行在外的债券或修订债券的条款从而重组－或“管理”其资产负债表负债的各种程序和方法。

上述负债管理方法包括要约收购（发行人发出“公开”要约以现金向投资者回购全部或部分流通债券），交换要约（发行人发出要约以条款不同的新债券交换既有流通债券），同意书征集（发行人向债券持有人提出修订债券条款的方案），以及公开市场回购（发行人在公开市场中通过非公开谈判的方式择机回购债券）。上述方法还可以（而且经常）结合使用，以便增加主要负债管理成功的可能性。例如，交换或要约收购经常与同意书征集（在被称为“退出同意书”的程序中）结合使用，该方案要求债券持有人同意修改债券条款作为要约收购或交换要约的前提，从而鼓励债券持有人参与整个交易。参见下文“负债管理方法－同意书征集”。

实施负债管理是解决债务高企时的一个重要组成部分，但又不限于此。债券发行人可以使用上述一种或多种负债管理方法（详见本文件所述），达到下列目的：

提高去杠杆化效率－如果因为二级市场价格下降，而导致流通债券以显著折价交易，发行人可以用现金回购债券（通过要约收购或公开市场回购），并以相对便宜的价格注销债券，优化其财务杠杆。此外，发行人可以考虑用以一种货币计价的债券交换用另一种货币计价的债券，前提是对冲成本和资金成本更低，同时投资者也愿意获得该等其他货币的债券；

延迟债券到期日－如果流通债券将在近期到期，发行人可以要约发行新一系列长期债券，交换既有流通债券，从而延长债券到期日；

避免债券条款项下契诺的“压力测试”－如果由于宏观经济或商业方面的环境，现有契诺正在或可能承受压力，发行人可以通过同意书征集，寻求放弃或修改相关契诺。此外，发行人如果预期会在近期实施收购（而现有债券契诺条款实际禁止收购），可能希望用灵活性比较大的中期银行贷款来取代固定的、长期的资本市场债券；

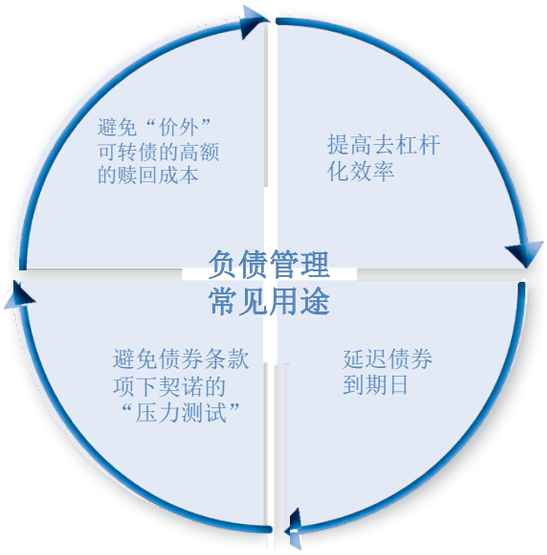
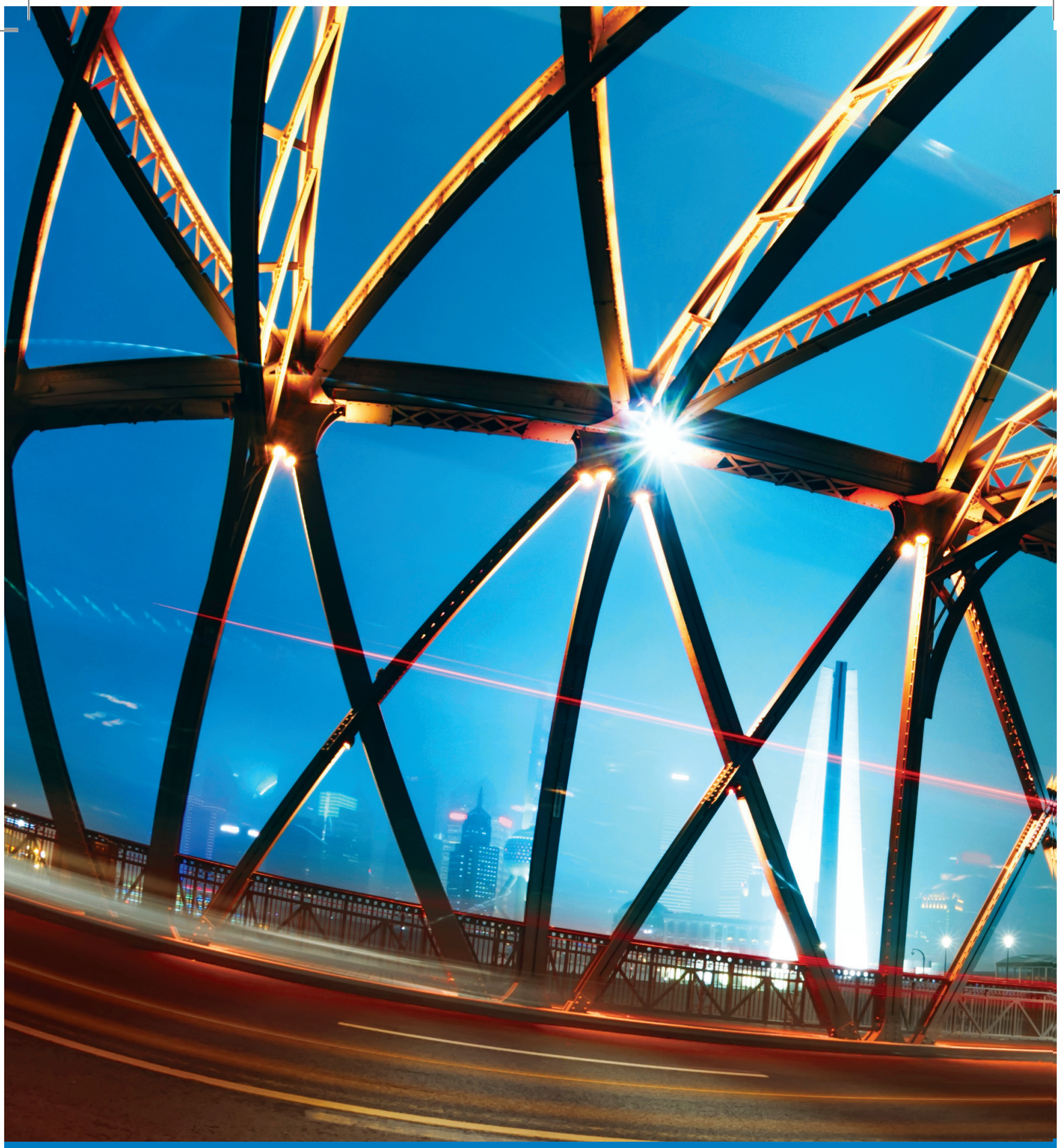


图1：常用负债管理方法

避免“价外”可转债的高额赎回费用－如果发行人存在发行在外的可转债，而债券持有人无法像发行人所希望的将债券转换为股票，发行人可以考虑发出交换要约，用新条款的债券替换现有可转债，从而减轻当前的现金流压力，同时保持投资者的信心。

此外，投资者们倾向欢迎发行人对表内负债管理方面的积极行动，让他们有机会直接与发行人联系以考虑重组机会，从交易的债券中获得更高的流动性，避免出现技术性违约情况或提高其在发行人资本结构中的地位。积极进行负债管理更可以提升发行人在国际债券资本市场中的形象。



2. 相关法律法规?

图2： 负债管理中需要考虑的相关法律和监管机构

根据交易实际情况，负债管理一般涉及到多个司法辖区的法律，包括：

美国联邦证券法律

发行人首先要确定美国投资者所持有债券的比例，这一点非常重要。如果债券的初始发行包括根据1933年《美国证券法》（下称“美国证券法”）144A规则进行的转售，答案是显而易见的。但是发行人应当了解，即使债券最初是依据《美国证券法》S条例配售的，债券中有很大部分也可能在债券初始发行后，流入美国或在二级市场上由美国人持有。

虽然在某些情况下，通过避免让美国投资者参加拟议的负债管理可以规避美国证券法律的严苛要求和适用，但是如果美国投资者持有的证券比例比较高（而且将美国投资者排除在要约范围之外有可能损害负债管理操作在商业方面的成功），则必须遵守相关美国条例和美国证券法律。

就要约收购而言，上述规定可能会包括1934年《美国证券交易法》（下称“美国证券交易法”）第10(b)条和第10b-5条有关各项行动的最短期限以及所谓的反欺诈条款。例如，如果《美国证券交易法》第14e-1条规定，任何要约收购的有效期限应至少为自要约首次发送给持有人起至少20个工作日；如果请求对有价证券的比例进行变更，或者变更支付对价，则要约的有效期还必须从将变更通知发送给持有人之日起额外增加10个工作日。鉴于债券投资者往往是成熟投资者，而且关于是否参与某些基本类型的债券要约收购的决定不同于对某些股权证券的考虑，美国证券交易委员会（“美国证券交易委员会”）于1986年开始批准“无异议函”以解除投资级债券要约收购的20日期间要求。2015年1月美国证券交易委员会的企业部发出了一份“无异议函”，该函的效力是为非可转换型债券创造一个加速要约收购期，在某些情况下，该种类别的债券有效期可以仅为5个工作日。关于新增的5日要约收购的具体要求，请见高伟绅客户简报（《证券交易所对加速债券要约收购提供了新的指南》），详见高伟绅金融市场工具包[2]。

本文不涉及相关美国要约收购规则和证券法律的具体研究，但是，由于其实施的规定，如果美国持有人持有的证券所占比例不大，则一般会排除美国持有人的参与。

债券的信托契据或信托协议的适用法律

发行人需要注意债券初始发行的相关交易文件的适用法律。对于重大跨境国际债券发行，特别是在欧元债券市场，最常见的适用法律是英国法（通常适用于依据条例S向美国境外投资者进行的债券发行交易）和纽约州法（通常适用于针对发行内容中包括依据规则144A对投资者进行配售的债券发行交易）。在进行负债管理设计时，需要考虑债券涉及的各种文件（英国法规定的信托契据和纽约州法的信托协议）的相关适用法律的特征和细微差别，因为同一法律机制可能会约束负债管理的条款。具体而言，在设计负债管理时，首先需要仔细分析债券的条款条件以及构成债券的信托契据或协议的条款，确保负债管理的架构设计符合债券条款规定。需要特别注意的是同意征集书。在这种机制下，信托契据将按照要求修订或弃权的条款，列出对于普通决议或特别决议的通过所需的特定表决权比例。

发行人所在国家的适用法律和债券上市所在证券交易所的法规

除美国联邦证券法律和债券文件的适用法律外，发行人在考虑负债管理时，还需要了解发行人住所地国家的适用法律和债券上市交易所在地证券交易所的法规。例如，如果债券在新加坡证券交易有限公司（“新交所”）上市交易，发行人需要继续履行新交所《上市手册》规定的持续义务。《上市手册》规定，发行人如获悉任何可能会对债券的价格或价值或者对投资者有关是否交易该等债券的决策存在重大影响的信息，需要立即向新交所披露[3]。具体而言，新交所要求外国债券发行人对债券赎回或注销行为以及任何信托契据（或协议，视情况而定）的修订（二者均可能构成更加广义的负债管理）进行公告。如果债券在在香港证券交易所有限公司（下称“港交所”）上市交易，债券发行人也要承担类似的后续义务。港交所《上市规则》第37.44 -37.53条规则规定了上述后续义务。具体而言，发行人在获悉任何可以避免其上市债券（如港交所认为在其上市债券中有或可能有虚假市场）中出现虚假市场所需的任何信息后，发行人（在与港交所协商后）应立即公告[4]。同新交所类似，港交所同样要求发行人尽快对总额超过债券发行额10%（及后续每增加5%）的赎回或注销进行公告[5]，并将任何有关替债券持有人替换信托人或对信托契据或债券进行修订的议案提前通知港交所。[6]

对于可转债而言，如果可转债上市交易的证券交易所同相关可转债转股后股份上市交易的证券交易所不同，发行人还需要考虑债券转股后股份上市证券交易所的所属国家的法律，以及适用于发行人股权的任何相关证券交易所或上市管理管理机构的规则。例如，相关股票（债券转股后的股票）在港交所上市的，发行人及其顾问需要依据香港证券及期货事务监察委员会颁布的《公司收购、合并及股份回购守则》分析，如果该等股票是在新加坡上市，则依据《新加坡并购守则》分析。

此外，如果要约有可能在英国发出，向英国投资者发出或从英国往外发出，还将涉及到英国证券法律，例如2000年《金融服务与市场法》。

债券持有人住所地国的法律

在进行交换要约或要约收购情况下，发行人需要考虑债券持有人住所地国的相关法律。发行人及其顾问可能对重大持有人所在地有大致的了解，并可能决定发起持有人调查，以获取更加详细的资料。但是由于大部分债券都留在清算系统中，准确地查明所有投资者的确切身份的可能性不大。但是，在当地要求相对严苛的国家（特别是美国和意大利），如果这些国家的投资者人数未达到足够数量来使得潜在合规收益超过从事相关法定程序的成本，则通常不允许该持有人参与。

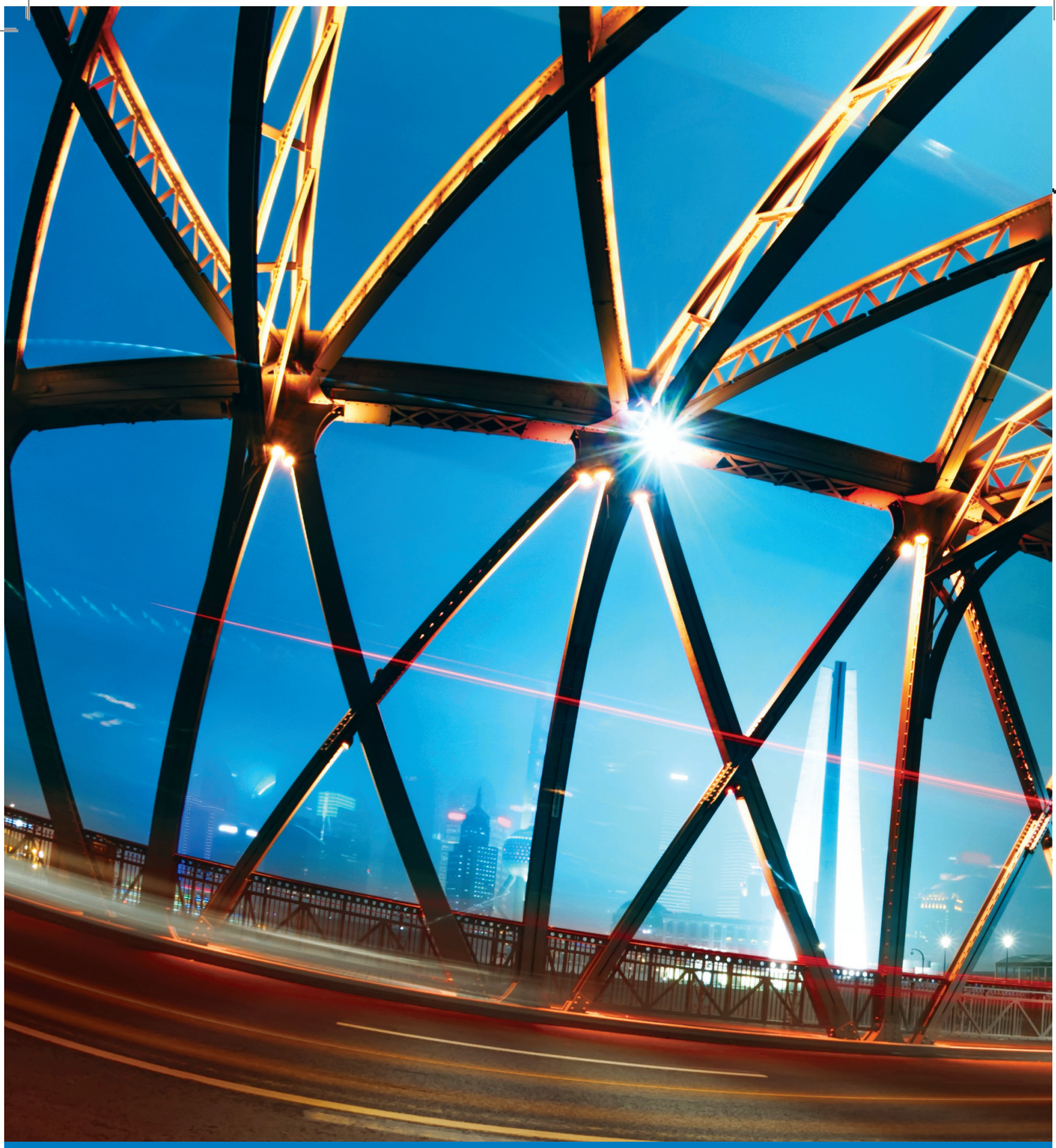
对于同意书征集的情况，应当注意，债券持有人无法被排除在任何寻求修订其所拥有债券的条款的同意书征集过程之外。但是，由于同意书征集不涉及债券发行或销售，不需要依据《美国证券法》规定进行登记，在其他方面也无须受到美国联邦证券法律的反欺诈条款或欧洲类似的反欺诈或市场滥用行为法律的约束，因此从证券监管角度看问题较少，并最大限度地减少排除在某些司法辖区的持有人的商业或实际需要。然而，还需要小心谨慎确保对债券条款的修订不会对债券持有人的权利产生实际影响，即修订内容不会被视为构成了新证券的发行。一般而言，只有在提议的债券条款修订内容修改了基本的融资和经济条款情况下，才会被视为实质地影响持有人权利。[8]在此情况下，同意书征集可能会被视为新证券发行，并需要和其他证券发行一样受证券法律约束。因此，应当逐案仔细研究债券条款的方案，以确定其是否可能构成新证券发行。

相关清算系统的规则

严格地说，虽然不是法律问题，但对负债管理相关债券进行清算的清算系统的相关规则和程序也需要被包括在考虑范围内。

通常，以美元计价的债券会通过国际中央证券存托机构（或“ICSD”，即，Euroclear and Clearstream）（就仅依据条例S发行的债务）和存托信托公司（ 或“DTC”，就依据规则144A进行的配售而言）清算；以新加坡元计价的债券通常（但不必然）会通过新交所下属的新加坡中央存管储处(Central Depository (Pte.) Limited，下称“CDP”）清算；以港元计价的债券通常会（但不必然）通过香港金融管理局的债务工具中央结算系统（Central Moneymarkets Unit，下称“CMU”）清算。

虽然债券的交易和结算交收的清算系统大概不会对负债管理方案设计的考虑因素产生实质性影响，但是需要注意在负债管理中向付款代理人和制表/转换代理人提供支持方面，需要注意不同清算系统的流程有所不同。例如，ICSD同CDP、CMU等地方清算系统之间的差异主要是ICSD拥有系统化的流程和电子平台，能够在负债管理中支持关键功能（例如，在债券投票和停止交易、协调投票及/或对同意书征集或要约收购的接受，以及资金结算），而地方清算系统则不能，换言之，代理机构在相关过程中需要手动运行上述功能。对于制定时间表和选择制表或转换代理人（以确保他们拥有手动运行所需的充分经验）方面，这是重要的考量因素。



3. 负债管理方法

图3: 负债管理方法

要约收购

发行人如果在国际资本市场上拥有流通的债券，可以考虑发出公开要约，回购债券。该等要约邀请能够让发行人回购大部分发行在外的债券。假设无需遵守美国要约收购规则，则不存在有关要约期限的规则： 实际上，这一期限必须够长，以留出通过清算系统分发资料以及让投资者回复的时间。在大多数情况下，发行人会选择7-10个工作日作为要约期限。发行人可以在一开始时就按照固定价格发出要约（其好处是简单），或者在基准利率基础上选择一个范围（在要约结束时定价），这或多或少有助于将价格变动风险转嫁给投资者。作为一个备选方案，发行人可以考虑所谓的“荷兰式拍卖方法”，让投资者按照其希望出售的价格报价（通常是在规定的范围内）。然后，发行人会依据该等出价确定一个清算价格（能够实现其招标目的的报价），并接受所有等于或低于此清算价格的报价。如果全部接受相当于清算价格的出价会导致发行人总体上购买的债券数量超过发行人在要约邀请中所设定的总体上限（若有），则按比例接受。

发行人通常会指定一个在负债管理业务方面经验丰富的投资银行担任“交易管理人”(dealer manager)。通常，发行人会提供要约收购备忘录或声明，说明要约的条件、适用的参与限制规定和债券实益拥有人接受要约的方式。对于获准在新交所或港交所交易的债券，没有相关规定要求主管当局就要约收购备忘录或声明进行审批，所以要约收购可以通过清算系统公告发起。就获准在新交所交易的债券而言，公告应通过新交所网站门户网站同步发布，如果是在港交所上市的债券，则应在“披露易”上同步发布公告。在此过程中应当特别小心谨慎，以确保通知和要约资料的分发符合相关法律和证券交易所或上市管理当局的规则，例如在新交所上市的债券的后续义务。

交换要约

交换要约通常涉及发行人向流通债券的持有人要约用该等债券交换一定数量的新发行债券。要约可以就全部或部分（例如，以某个最大数量为限）流通债券发出。此方法使得发行人能够延长流通债券的到期日或者实际地修订其条款，而同时保持投资者基本群体（该群体相对地熟悉发行人及其信用状况）不变。取决于发行人的个人状况、其进行交换要约所要实现的目标和届时交易环境，要约的经济意义（例如，适用于新债券的息率或承诺）也会有所不同。

因交换要约涉及到新债券发行，而且通常还涉及到新债券在证交所上市及交易，所以与上述公开现金要约收购不同。考虑到这一点，发行人需要特别小心谨慎，遵守现有债券持有人住所地司法辖区的相关法律和监管规定，因为同要约现金收购现有债券相比，新证券发行通常要受到更为严格的监管。此外，如果在当地要求相对严苛的国家（特别是美国和意大利）的投资者人数未达到足够多的数量使得潜在合规收益超过采取某些措施的成本，则通常不允许这些持有人参与。

交换要约文件通常包括交易管理人协议（指定一家投资银行作为交易管理人）及交换要约备忘录。该备忘录应说明要约条款，更应载有有关新债券条款和发行人的披露信息。如果新债券获准在新交所等证券交易所上市交易，则发行说明书（说明新债券的条款、以及相关业务、适用于发行人的风险和财务披露内容）将附在交换要约备忘录后，这些文件共同构成须要证券交易所进行常规上市审批的“发行文件”。鉴于发行说明书内容更加复杂，特别是所需的制作时间比较长，发行人通常需要在发行前留出比公开现金要约收购长得多的准备时间。

同意书征集

发起人可以考虑发起同意书征集，从而向债券持有人提出修改流通债券的条款。在由英国法信托契据构成的债券发行情况下，这还可能涉及召开债券持有人会议来对修订方案进行审议并表决。为了避免可能发生的违反特定契诺的情况、纠正或放弃对已经发生的违约行为或事件的追究，或者引入使得发行人能够以规定价格在规定的到期日之前赎回债券的“赎回”权等新条款，都可以发起同意书征集。通过特别决议获得债券持有人审批的好处是其对于整个类别的债券持有人均具有约束力： 换言之，如果达到了必要的最低法定人数和表决人数，则有可能回购整个系列的债券。

要约收购和交换要约可以与债券持有人会议结合，在该等会议上，债券持有人受邀对特别决议进行审议，以授予发行人提前赎回债券的权利（通常称为“退出同意书”）。接受要约的债券持有人还将自动发出不可撤销的对特别决议投赞成票的指令。倘若满足了必要的法定人数和表决权规定，则发行人就能够以支付现金或者以现金加新证券为对价方式赎回整个系列的债券。但是，需要注意确保作为退出同意书一部分而对现有债券的条款进行的修改不会给不同意或不参与的债券持有人带来不公平或者惩罚性的后果（上述考虑因素的详细讨论参见以下“负债管理的相关具体法律考量因素－债券持有人的同等待遇以及在退出同意书中损害少数持有人利益”）。如果特别决议在债券持有人会议上未获得通过，则发行人可以决定同意赎回接受要约的持有人所持的部分债券，并该系列债券剩余的部分继续保持流通。

在没有必要赎回整个系列债券的情况下，这对于发行人而言是一个有益的方法： 例如，在要约和征集目的不是为了清除“问题”契诺。在交换要约或现金要约收购与同意书征集结合进行的情况下，则需要遵守会议的通知要求（通常是21天，具体见债券的信托契据中的会议条款），而且这会对相关要约的持续时间产生影响。

公开市场回购

发行人可以逐案考虑，通过接受二级市场参与人的报价，回购一定比例的流通债券。发行人也可以委托银行代其完成该等回购业务。此方法能够让发行人以相对低调的方式收回部分已发行债券，但需要仔细考虑相关监管问题，尤其是市场滥用行为和内幕交易问题。

中间人安排的交换要约

中间人安排的交换要约是一种将要约收购与新债券发行结合起来的方法。虽然在亚洲不常用，但是中间人安排的交换要约在欧洲债券市场一直被成功运用，以实现交换会计处理，即，现有债券按照高于面值的价格交易，要约收购过程中为债券支付的溢价可以在依据发行人所在司法辖区的交换会计准则和适用于财务报表编制的会计原则在所发行的新债券的寿命期内摊销。为了能够让交换顺利进行，作为要约人的交易管理人，必须充当交易的中间人。

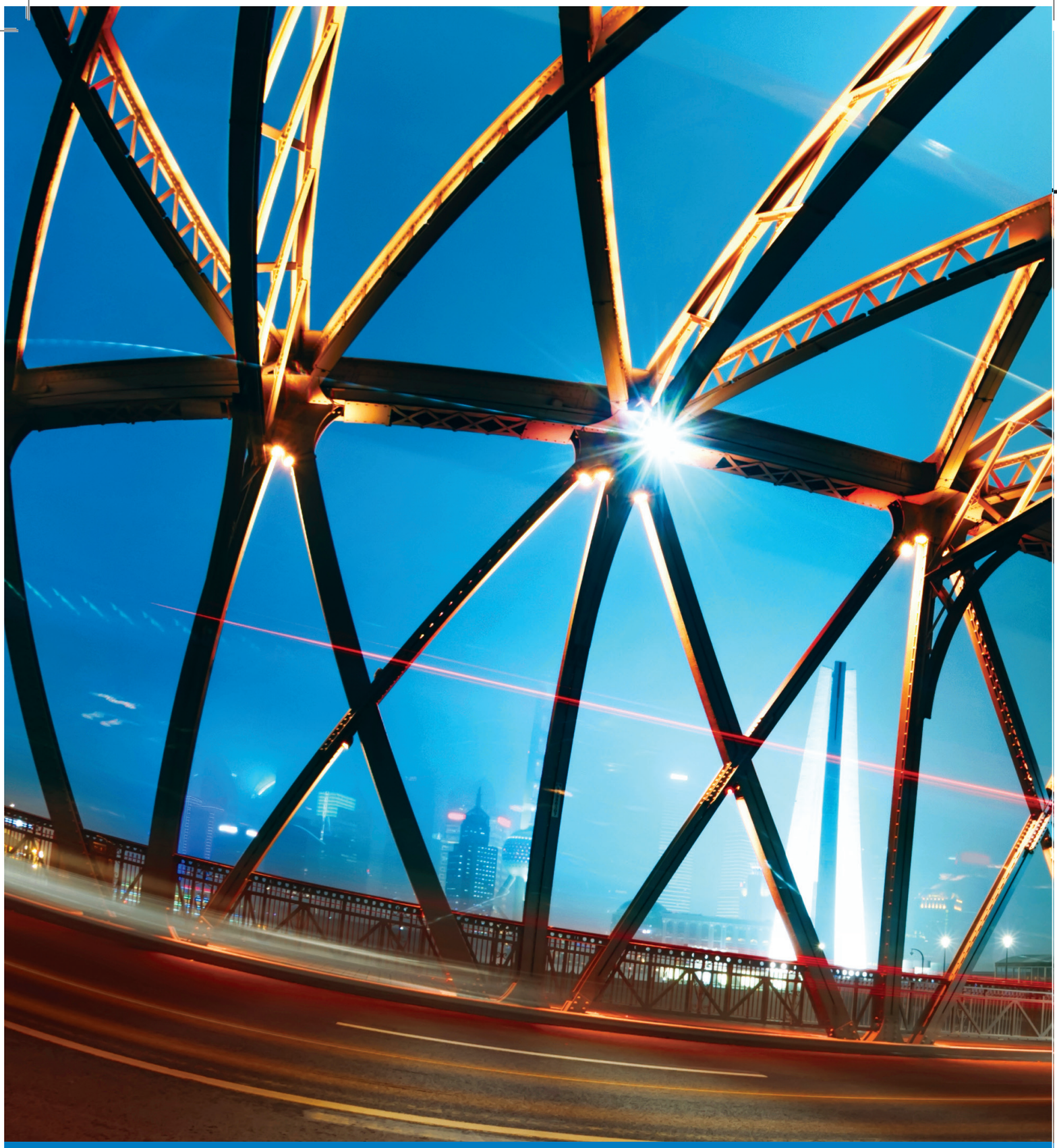
实质上，在文件处理和交易执行上，中间人安排的交换要约是作为要约收购及新债券发行同时进行的。交易管理人在要约收购中将扮演要约人的角色，并向同意出售其债券的持有人支付收购价格。因此，要约收购是第三方要约（即不是由发行人或其集团成员进行的）。要约人支付新债券收购价格的资金来源于新债券的发行收入。

中间人安排的交换要约的相关文件基本上与要约收购外加新债券发行所需的文件相同，但是，交易管理人将与发行人签订交换结算协议，其中将记录发行人和交易管理人之间就用旧债券换取新债券业务签订的协议，并考虑旧债券的收购价格和新债券的发行价格（及费用）之间的差异。

从风险角度看，值得注意的是交易管理人在要约收购结算和新债券发行时差的期间内将会承担旧债券的信用风险。因此，重要的是要约收购结算和新债券发行的时间要尽可能地一致。

同样，也需要谨慎小心的是，需要确保能够获得适当的金融推广竞争制度的相关豁免，原因在于适用于纯要约收购的豁免规定不适用于中间人安排的交换要约（因为中间人是交易管理人，是中介机构而不是负责与发行人的债权人进行沟通的。）

此外，从实践角度看，交易管理人需要使清算系统确信发出的要约已得到发行人的同意，否则清算系统不会允许其向持有人发布必要的通知。同样，交易管理人并未被严格要求一定要发布有关要约收购的新交所或港交所公告。但是，考虑到发行人在此交易结构中的整体参与，一般建议在从事相关交易前需要发行人了解要约收购程序，并签订了将会促使债券回购和注销的交换结算协议，方为稳妥。此外，中间人安排的交换要约总体上可能构成新交所《上市手册》第745条下对债券的价格或价值或者投资者是否交易该等债券的决策具有重大影响的信息，而且可能属于适用于债券的、港交所《上市规则》第37章的公告要求范围。同样，在市场滥用行为和内幕交易背景下，有关重要价格敏感性信息的考虑因素也可能适用。



4. 关于负债管理的法律具体考量因素

退出同意书压迫少数持有人利益

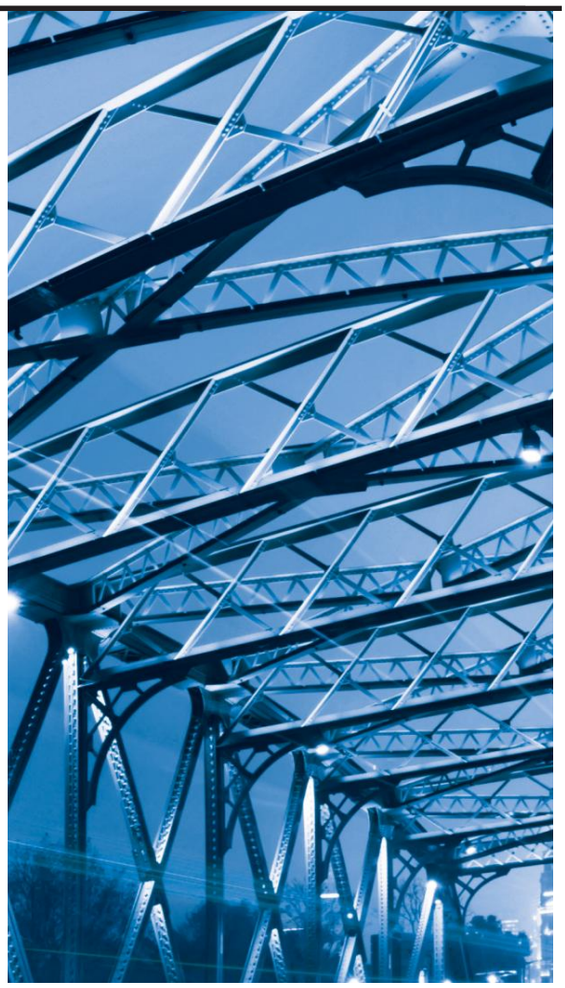
英国高等法院在Assenagon Asset Management S.A 诉 Irish Bank Resolution Corporation Limited（前身是 Anglo Irish Bank Corporation Limited）[2012] EWHC 2090 (Ch)一案作出的判决中依据英国法对退出同意书的合法性进行了详细分析，并特别强调英国法院不会维护试图给不同意的或未参与债券持有人带来不公平或惩罚性后果的结构。对于Assenagon案例判决的详细分析见高伟绅客户简报（《负债管理：退出同意书和损害少数持有人的利益》，详见高伟绅金融市场工具包[9]）， 但因为涉及退出同意书结构设计的相关考虑因素，该案值得参考且概述如下：

- 表面看来对债券持有人不利的债券条件修订仍属于债券修订权的一部分；
- 如果债券条款已如此规定，发行人在相关会议（试图通过债券条款修订的会议）之前购入的债券不得参与表决；
- 但是，若半数以上债券持有人通过了试图给不参与要约收购或交换的持有人强加不公平价格或后果的决议，法院有可能推翻该决议；
- 即使公开披露修订方案的条款，也不会导致对少数持有人不公平或具压迫性的决议得以生效。

Assenagon案件的事实明显地揭示了对少数债券持有人进行压迫的情况[10]，因此相对地容易评估，但其他修改条款的例子可能不会同样明确，并需要被仔细逐案研究。

除了法院在Assenagon案件中所采用的关于退出同意书的普通法原则之外，还应当慎重考虑不同司法辖区对债券持有人的法定保护。例如，《新加坡公司法》第50章第216(b)款规定了少数债券持有人在遭受大多数持有人进行不公平压制的情况下有权对决议提出挑战的法定补救。在美国1939年《信托债券法》第316(b)款有效地禁止了在未经债券持有人同意情况下损害其获得利息和本金的权利。

在存在不良债务或者破产情形下，负债管理中的压制问题有可能会（视所涉及司法辖区）因为通过协议安排(scheme of arrangement)等法院批准的正式程序而减轻[11]。该等计划通常涉及对相关公司的全部或部分金融债务进行重组，并有时候与控股公司层面上的相关股权重组有关，使得现有债务人能够继续经营公司。在成功实现的方案中，少数有异议债权人的利益会因为法院程序而被“压低”，即只要达到了通过方案所需的投票权比例和得到法院的批准后，少数异议债权人（例如债券持有人）的主张就会在未经一致同意的条件下被妥协[12]。因此，如果可能出现损害少数持有人利益等问题，应在相关重组计划进行战略审阅的最初阶段及过程中，详细研究替代方案。



表决激励措施

在同意书征集的情况下，发行人通常会鼓励债券持有人及时对特别决议进行表决。有时候每一票（无论是赞成还是反对）都会有奖励，但通常只会提供给在同意书征集程序时间将近过半之日或之前就特别决议投出赞成票的持有人。

在Azevedo 诉 Imcopa Importacao等被告一案[2013] EWCA Civ. 364中，英国上诉法院考虑了该等款项是否构成了贿赂，并最终认定如果该等款项是公开支付给全体债券持有人的，而且并未阻止任何债券持有人的表决，则支付上述款项并不违法[13]。虽然Azevedo一案的判决确认奖励费用的支付不会使债券持有人会议通过决议无效，但仍需慎重考虑该等费用的安排和支付方式。具体而言：

- 可以规定该等奖励费用只能支付给对决议投出赞成票的持有人；但是，要确保在要约收购或交换要约备忘录中向全体债券持有人公开披露该等费用安排，这一点非常重要；
- 主动给予所有债券持有人同意费并不一定解决或在其他方面消除对于不公平或损害少数债券持有人利益的行为（如上文所述）的问题，本身也不会导致所产生议案变成公正。
- 需要注意确保任何此类款项都不是通过债券持有人的受托人发送，以避免出现信托契据中的平等地位条款应予以适用的主张，从而迫使受托人以其中所述的方式使用发行人支付的资金。

此外，在同意书征集与交换要约或要约收购结合进行时应当特别注意，亦最好拒绝某些类型的投资者参与。

现有债券条款允许回购吗？

债券文件中通常会载有允许发行人（及其关联机构）不受限制地回购债券的明确条款。但是，仔细检查各项条款不失为稳妥的做法，因为限制回购时间和方式的规定虽不常见，但也有先例。同样，债券文件中通常还会指明发行人是否有义务注销以此方式收购的债券或者是否可以持有并转售以此方式收购的债券。

最好的做法是查看股票和债券据以获准交易的证券交易所或上市管理当局的规则或者证券交易所或上市管理当局所属国家的相关法律是否有对回购或发行时间或方式的限制规定。例如，新交所《上市手册》规则747(1)要求发行人通过新交所网站对其债券的任何注销或赎回行为予以明确公告。

同样，对于同意书征集，如上文所述（参见上文“相关法律法规？ 债券的信托契据或信托协议的适用法律”一节），需要仔细分析债券的条款和构成债券的信托契据或协议，以确保发行人及其顾问熟知需要债券持有人同意方能修改的事项以及通过该等修正案所需的相关表决比例。

债券持有人的同等待遇

债券条款中的顺位契诺以及在某些司法辖区中适用于债券发行的《上市规则》和后续义务中通常会规定给予债券持有人平等待遇。

优先债券的发行中一般会含有债权人地位（或平等权利[14]）契诺，其中规定债券之间是平等的，不存在任何优先权，而且至少与发行人的其他无担保、非次级债为平等的。

英国法中有关“债券之间是平等的，不存在任何优先权”之规定具有合同承诺的效果，也是发行人对债券持有人作出的承诺：即发行人将平等对待所有债券持有人，不会厚此薄彼。同样，作为合同约定事项，发行人不得向某些（而不向其他）债券持有人偿还本金（除非债券条款中另有规定）或者只同意修改一定比例债券的条款。

然而，无论在要约收购或其他方式的债券回购背景下试图拒绝某些持有人参与（例如，在美国），都需要仔细分析这是否违反了此承诺： 就英国法而言，“债券之间是平等的，不存在任何优先权”之规定似乎限制对涉及债券拥有权的一切事项方面给予优惠待遇，而并不仅限于债券的合同条款。[15]因此，在债券条款没有明确规定发行人（或其任何子公司）可以在公开市场上随时收购债券的情况下，试图拒绝某些债券持有人参与要约收购或其他债券回购的发行人有可能违反债券契约规定。此类回购条款在受英国、新加坡或香港法律约束的大部分债券发行中是相当常见的，但是，如果没有此类条款，则部分回购已有可能充分构成违反地位协议的行为，并应当对要约收购的结构予以仔细考虑。

从相关上市规则角度看，还应当指出，在新交所或港交所的《上市规则》中都没有类似于欧盟透明度指令[16]或者英国金融市场行为监管局所强加的平等待遇规定。[17]但是，即使这种规定存在（且不同于上述合同式做法），回购或要约收购都不会违反平等待遇规则，因为这通常只适用于可对发行人执行的债券条款中的合同权利，而不是因要约回购所形成的独立合同。话虽如此，还是应当对债券条款进行仔细审查，以确保没有任何要求在同等条件下向全体债券持有人发出收购的条款，因为这具有可对发行人执行的合同权利的作用，并有可能禁止发行人拒绝某些债券持有人参与要约收购。

市场滥用行为

本文件假设发行人只是为了商业目的而设法回购其债券。但是，某些司法辖区的法律架构使得某些评注者暗示债券回购有机会构成市场滥用行为。

即使是在发行人没有不良动机的情况下，监管机构也可能将非流通性市场的大额交易量视为将价格控制在非正常或人为水平的行为。因此，发行人必须确保自己（以及代其行事的交易管理人）在进行任何市场收购行为时，已像市场参与人一样，考虑了市场整体上需要公平及有效地运营的需求，这是非常重要的。

在要约收购或交换要约情况下，上述问题发生的可能性小很多。提前就拟进行的要约予以的公告以及投资者应当对于拟进行的要约具有同等知情权这一事实应当会大大减少导致市场无序或其他市场扭曲现象的风险。

非公开的价格敏感信息

不同的国家可能会就哪些信息会构成非公开的价格敏感信息或“内幕信息”而进行不同的测试，但是，这通常是指任何倘若公开便有可能对债券（以及在可转债情况下的转股）的价格具有重大影响的信息。就本文件而言，区分信息在哪些情况下可能构成非公开价格敏感信息，不无裨益。

第一种情况，是当发行人拥有与拟进行的回购或交换要约无关的信息（例如，有关发行人可能进行的并购交易的信息）。如果发行人拥有此类非公开价格敏感信息，发行人不得回购自身债券或者发起要约收购或交换要约，除非在其准备进行上述收购或要约之前公开该信息。

其次，是当拟进行的回购或交换本身对发行人的财务状况具有重大影响。对于在此等情况下进行的要约收购或交换要约，发行人可能需要在发起要约之日或之前就有关该要约的重大事实以及预期的影响进行有效的公开披露。对于在新交所上市的债券，新交所《上市手册》规则745在这种情形下适用，而发行人也必须立即通过新交所网站，向新交所披露任何可能对其债券的价格或价值或者投资者是否交换该等债券的决策具有重大影响的信息。香港《上市规则》第37.47款对在港交所上市的债券也有类似规定。

如果发行人未经提前公告就在市场上回购债券（因为它不想处于相对于其他市场参与者不利的地位上进行交易），发行人可能很快就需要被迫做出公告，因为收购规模将会构成非公开的价格敏感信息或已构成了其他类型的非公开价格敏感信息（亦即剩余债券市场流动性的减少，因为这会对投资者的投资决策具有重要意义）。这可能会意味着发行人不能够再按照同等条件进行市场收购行为。因此，对于希望大规模回购其债券的发行人而言，公开市场回购的吸引力会比要约收购要小。

无论发行人是计划进行要约收购、交换要约还是市场收购，推迟公开其意图都是合法的，但是发行人必须对其计划予以保密，并确保向任何人的披露都出于合法目的（例如，与其顾问进行商业谈判），并以遵守保密承诺的条件下披露。

第三种情况，是当发行人计划回购的信息，像其它投资者计划大额交易一样，本身对于债券市场（以及在可转债情况下的相关股票）具有重大影响。如上所述，发行人推迟公布其意图通常是合法的，但是发行人必须对其计划谨慎保密，并确保披露只出于合法目的而披露。同样地，发行人知道其自己要进行市场收购的意图以及该等信息是价格敏感性信息这一事实通常不会阻止发行人实现该等意图或阻止券商执行发行人的指令。

第四种情况，正如上文所述，是在发行人完成了一定数量的债券回购后，发行人对其自有债券进行收购的行为对于剩余的债券可能会构成价格敏感性信息，因为剩余债券市场流动性的降低可能会对投资者的投资决策具有决定性影响。在债券条款要求发行人注销其所收购债券的情况下（通常的做法）尤其如此。

禁止交易期间

债券或任何可转债转股上市交易的相关证券交易所或上市管理当局的规则，或相关证券交易所或上市管理当局所属国家的相关法律可能会规定一些期间，而在此期间内发行人不得对其自身证券进行或者仅可在某些条件下进行交易。例如，一般来说，如果发行人的主要股票是在新交所上市的，发行人在定期公布财务报表前的各个期间内不得发起或进行要约收购或回购。

税

如发行人以低于其资产负债表中相应负债价值的价格回购债券，可能会产生收入，从而需要承担纳税义务。但是，根据情况，该等债务有时候可以避免。因此，发行人如果有意进行债券回购，应在计划初期寻求适当的税务咨询。

结论

根据实际情况，负债管理，无论作为前瞻性资产负债表管理的一种方式，还是在更广义的不良债权或重组方案中，都可以给发行人带来重大的经济利益。但是，负债管理存在多种具体的方法，而各种法律和监管制度也可能对负债管理程序产生影响，这意味着发行人在进行负债管理前，应该仔细考虑本文件中所述问题。

参考资料

1. 简化版不可转换债券的收购或交换要约，证券交易所“无异议函”（2015年1月23日）
2. http://financialmarketstoolkit.cliffordchance.com
3. 新交所《上市手册》第745条
4. 港交所《上市规则》第37.47条
5. 港交所《上市规则》第37.48条
6. 港交所《上市规则》第37.49(a)-(b)条
7. 但是，2012年在进行了有关要约收购法规的市场咨询程序后，CONSOB（意大利的证券监管机构）批准了新的次级法规，旨在简化适用于债券收购和交换要约的程序，以及降低上述交易的费用和管理责任，并确定有关债券发行的规定符合欧洲惯例。参见高伟绅客户简报《负债管理：意大利的绿灯》，该客户简报见金融市场工具包：http://financialmarketstoolkit.cliffordchance.com
8. 例如，美国的判例法表明基础经济条款主要包括利率、赎回的日期或时间表、本金（及任何溢价）的支付、在违约情况下加速支付的权利、付款货币和地点。
9. http://financialmarketstoolkit.cliffordchance.com
10. 在该种情况下，作为退出同意书组成部分而提出的决议具有将“赎回”权纳入债券文件的作用，这会让爱尔兰银行能够以发行人身份，按照流通债券本金每1欧元0.001欧元的价格赎回所有未被要约交换的债券。
11. 偿债的协议安排通常是在法院监督下执行的一个程序（在英国，依据2006年《公司法》规定），旨在在债务人及其债权人之间达成协议。无论发行人是在哪个司法辖区注册成立的，英国法对于批准与英国有“充分联系”的公司的偿债安排计划拥有管辖权。“充分联系”通常是依据公司的“主要利益中心地” 或者相关融资文件中的适用法律和司法管辖权条款来确定的。因此，如果一个在英国之外注册成立的公司的债券条款以及构成债券发行的信托契据明确规定受英国法管辖，则该等公司就能够依据英国2006年《公司法》使用偿债计划安排。
12. 该等“减损”计划将偿债安排计划与对有担保债权人不具有约束力的公司自愿安排区别开来。因此，如果债券有担保，则备用方案在商业上或实践中就可能不可行。
13. 对于Azevedo案例判决的详细分析，参见高伟绅的两份客户简报《债券持有人会议：支付变更代价》和《同意费和债券持有人会议》的主题， 详见金融市场工具包: http://financialmarketstoolkit.cliffordchance.com).
14. 字面意思是“并肩”或“同步”。
15. 参见Geoffrey Fuller，《国际资本市场法律与实践》，第三版，9.16。
16. 欧洲委员会规定2004年第109号 第18.1条。
17. 《信息披露和透明度规则》 第6.1.3(2)条。

高伟绅亚太地区联系人

Crawford Brickley
新加坡合伙人
电话：+65 6661 2051
电邮：crawford.brickley
@cliffordchance.com

James Booth
香港顾问
电话：+852 2826 2430
电邮：james.booth
@cliffordchance.com

Angela Chan 陈菀淇
香港合伙人
电话：+852 2825 8891
电邮：angela.chan
@cliffordchance.com

Gareth Deiner
新加坡顾问
电话：+65 6410 2202
电邮：gareth.deiner
@cliffordchance.com

Matt Fairclough
香港合伙人
电话：+852 2825 8927
电邮：matt.fairclough
@cliffordchance.com

Fang Liu 方刘
香港合伙人
电话：+852 2825 8919
电邮：fang.liu
@cliffordchance.com

Rahul Guptan
新加坡合伙人
电话：+65 6410 2295
电邮：rahul.guptan
@cliffordchance.com

Connie Heng 王彦琳
香港合伙人
电话：+852 2826 2457
电邮：connie.heng
@cliffordchance.com

Johannes Juette
新加坡合伙人
电话：+65 6410 2293
电邮：johannes.juette
@cliffordchance.com

Eiichi Kanda
东京合伙人
电话：+81 3 5561 6643
电邮：eiichi.kanda
@cliffordchance.com

Andrew Kelly
香港顾问
电话：+852 2825 8846
电邮：andrew.kelly
@cliffordchance.com

Hyun Kim 金炫锡
首尔合伙人
电话：+82 2 6353 8118
电邮：hyun.kim
@cliffordchance.com

Leng-Fong Lai
东京合伙人
电话：+81 3 5561 6625
电邮：leng-fong.lai
@cliffordchance.com

Richard Lee 李硕浚
香港合伙人
电话：+852 2825 8911
电邮：richard.lee
@cliffordchance.com

Satoshi Nomura
东京顾问
电话：+81 3 5561 6312
电邮：satoshi.nomura
@cliffordchance.com

Doungporn Prasertsomsuk
泰国顾问
电话：+66 2401 8820
电邮：doungporn.prasertsomsuk
@cliffordchance.com

Reiko Sakimura
东京合伙人
电话：+81 3 5561 6616
电邮：reiko.sakimura
@cliffordchance.com

Jean Thio 张珮真
上海合伙人
电话：+86 21 2320 7229
电邮：jean.thio
@cliffordchance.com

Raymond Tong 汤伟明
新加坡合伙人
电话：+65 6410 2253
电邮：raymond.tong
@cliffordchance.com

David Tsai 蔡重阳
香港顾问
电话：+852 2826 2466
电邮：david.tsai
@cliffordchance.com

附注

在全球26个国家设有36*个办事处

阿布扎比
Clifford Chance
9th Floor
Al Sila Tower
Sowwah Square
PO Box 26492
Abu Dhabi
United Arab Emirates
Tel +971 (0)2 613 2300
Fax +971 (0)2 613 2400

布加勒斯特
Clifford Chance Badea
Excelsior Center
28-30 Academiei Street
12th Floor, Sector 1
Bucharest, 010016
Romania
Tel +40 21 66 66 100
Fax +40 21 66 66 111

香港
Clifford Chance
28th Floor
Jardine House
One Connaught Place
Hong Kong
Tel +852 2825 8888
Fax +852 2825 8800

马德里
Clifford Chance
Paseo de la Castellana 110
28046 Madrid
Spain
Tel +34 91 590 75 00
Fax +34 91 590 75 75

珀斯
Clifford Chance
Level 7, 190 St Georges Terrace
Perth, WA 6000
Australia
Tel +618 9262 5555
Fax +618 9262 5522

上海
Clifford Chance
40th Floor
Bund Centre
222 Yan An East Road
Shanghai 200002
China
Tel +86 21 2320 7288
Fax +86 21 2320 7256

阿姆斯特丹
Clifford Chance
Droogbak 1A
1013 GE Amsterdam
PO Box 251
1000 AG Amsterdam
The Netherlands
Tel +31 20 7119 000
Fax +31 20 7119 999

卡萨布兰卡
Clifford Chance
169, boulevard Hassan 1er
Casablanca 20000
Morocco
Tel +212 520 132 080
Fax +212 520 132 079

伊斯坦布尔
Clifford Chance
Kanyon Ofis Binasi Kat 10
Büyükdere Cad. No. 185
34394 Levent
Istanbul
Turkey
Tel +90 212 339 0001
Fax +90 212 339 0098

米兰
Clifford Chance
Piazzetta M.Bossi, 3
20121 Milan
Italy
Tel +39 02 806 341
Fax +39 02 806 34200

布拉格
Clifford Chance
Jungmannova Plaza
Jungmannova 24
110 00 Prague 1
Czech Republic
Tel +420 222 555 222
Fax +420 222 555 000

新加坡
Clifford Chance
12 Marina Boulevard
25th Floor Tower 3
Marina Bay Financial Centre
Singapore 018982
Tel +65 6410 2200
Fax +65 6410 2288

曼谷
Clifford Chance
Sindhorn Building Tower 3
21st Floor
130-132 Wireless Road
Pathumwan
Bangkok 10330
Thailand
Tel +66 2 401 8800
Fax +66 2 401 8801

多哈
Clifford Chance
QFC Branch
Suite B, 30th floor
Tornado Tower
Al Funduq Street
West Bay PO Box 32110
Doha
State of Qatar
Tel +974 4491 7040
Fax +974 4491 7050

雅加达**
Linda Widyati & Partners
DBS Bank Tower
Ciputra World One 28th Floor
Jl. Prof. Dr. Satrio Kav 3-5
Jakarta 12940
Indonesia
Tel +62 21 2988 8300
Fax +62 21 2988 8310

莫斯科
Clifford Chance
Ul. Gasheka 6
125047 Moscow
Russian Federation
Tel +7 495 258 5050
Fax +7 495 258 5051

利雅得
Clifford Chance
Building 15, The Business Gate
King Khaled International Airport Road
Cordoba District, Riyadh
P.O. Box: 90239, Riyadh 11613,
Kingdom of Saudi Arabia
Tel +966 11 481 9700
Fax +966 11 481 9701

悉尼
Clifford Chance
Level 16
No. 1 O'Connell Street
Sydney NSW 2000
Australia
Tel +612 8922 8000
Fax +612 8922 8088

巴塞罗纳
Clifford Chance
Av. Diagonal 682
08034 Barcelona
Spain
Tel +34 93 344 22 00
Fax +34 93 344 22 22

迪拜
Clifford Chance
Building 6, Level 2
The Gate Precinct
Dubai International Financial Centre
PO Box 9380
Dubai
United Arab Emirates
Tel +971 4 362 0444
Fax +971 4 362 0445

基辅
Clifford Chance
75 Zhylyanska Street
01032 Kyiv
Ukraine
Tel +380 44 390 5885
Fax +380 44 390 5886

慕尼黑
Clifford Chance
Theresienstraße 4-6
80333 Munich
Germany
Tel +49 89 216 32-0
Fax +49 89 216 32-8600

罗马
Clifford Chance
Via Di Villa Sacchetti, 11
00197 Rome
Italy
Tel +39 06 422 911
Fax +39 06 422 91200

东京
Clifford Chance
Akasaka Tameike Tower, 7th Floor
17-7 Akasaka 2-Chome
Minato-ku, Tokyo 107-0052
Japan
Tel +81 3 5561 6600
Fax +81 3 5561 6699

北京
Clifford Chance
33/F, China World Office 1
No. 1 Jianguomenwai Dajie
Chaoyang District
Beijing 100004
China
Tel +86 10 6535 2288
Fax +86 10 6505 9028

杜塞尔多夫
Clifford Chance
Königsallee 59
40215 Düsseldorf
Germany
Tel +49 211 43 55-0
Fax +49 211 43 55-5600

伦敦
Clifford Chance
10 Upper Bank Street
London, E14 5JJ
United Kingdom
Tel +44 20 7006 1000
Fax +44 20 7006 5555

纽约
Clifford Chance
31 West 52nd Street
New York, NY 10019-6131
USA
Tel +1 212 878 8000
Fax +1 212 878 8375

圣保罗
Clifford Chance
Rua Funchal 418 15th Floor
04551-060 São Paulo SP
Brazil
Tel +55 11 3019 6000
Fax +55 11 3019 6001

华沙
Clifford Chance
Norway House
ul. Lwowska 19
00-660 Warszawa
Poland
Tel +48 22 627 11 77
Fax +48 22 627 14 66

布鲁塞尔
Clifford Chance
Avenue Louise 65 Box 2
1050 Brussels
Belgium
Tel +32 2 533 5911
Fax +32 2 533 5959

法兰克福
Clifford Chance
Mainzer Landstraße 46
60325 Frankfurt am Main
Germany
Tel +49 69 71 99-01
Fax +49 69 71 99-4000

卢森堡
Clifford Chance
10 boulevard G.D. Charlotte
B.P. 1147
L-1011 Luxembourg
Grand-Duché de Luxembourg
Tel +352 48 50 50 1
Fax +352 48 13 85

巴黎
Clifford Chance
9 Place Vendôme
CS 50018
75038 Paris Cedex 01
France
Tel +33 1 44 05 52 52
Fax +33 1 44 05 52 00

首尔
Clifford Chance
21st Floor, Ferrum Tower
19, Eulji-ro 5-gil
Jung-gu, Seoul 100-210
Korea
Tel +82 2 6353 8100
Fax +82 2 6353 8101

华盛顿特区
Clifford Chance
2001 K Street NW
Washington, DC 20006 - 1001
USA
Tel +1 202 912 5000
Fax +1 202 912 6000

*高伟绅在伦敦另设有第二个办事处，位于4 Coleman Street, London EC2R 5JJ
** 高伟绅与Linda Widyati & Partners为联盟律师事务所

CLIFFORD

CHANCE

Clifford Chance, 27th Floor, Jardine House, One Connaught Place, Hong Kong

www.cliffordchance.com

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Jakarta* ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh ■ Rome ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.