

C L I F F O R D

C H A N C E



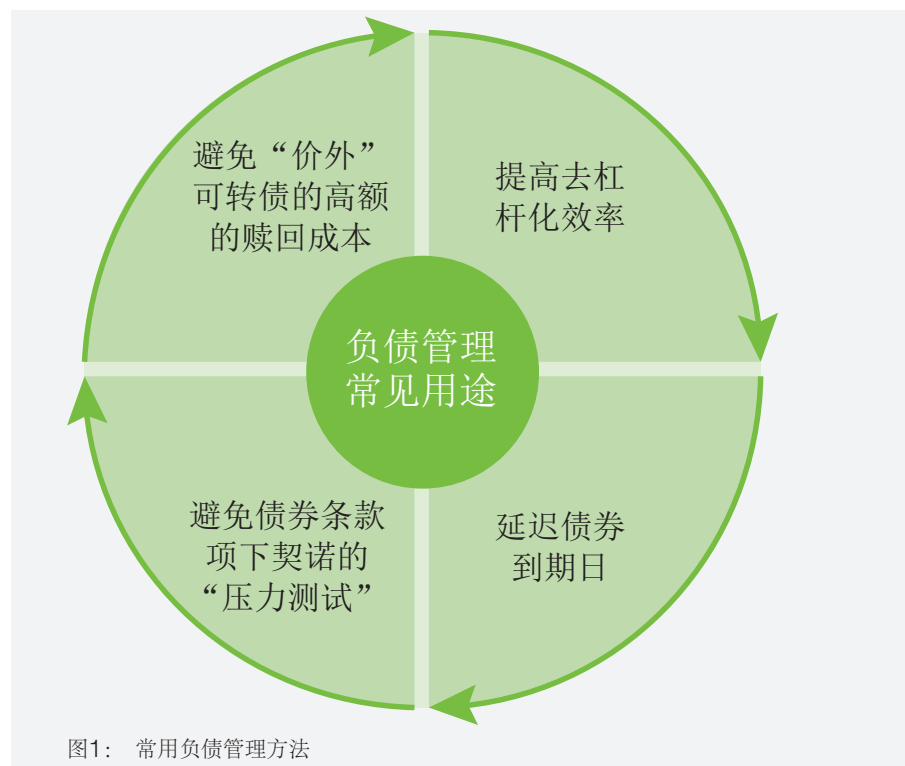
# 负债管理

亚太地区债券发行人的主要考虑因素





## 1. 什么是负债管理，为何要进行负债管理？



资本市场（或“债券”）与传统银行债务（或“贷款”）之间的根本区别之一在于债券作为证券具有可交易性：与银行债务不同，国际资本市场中的借款人（例如，债务证券发行人），由于全球总额证券代表发行的总本金额是以清算系统的提名人的名字登记（如果登记债券），或由相关清算系统的提名人持有（如果不记名债券），所以通常不知道其债权人是谁。

因此，“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，并考虑到由于债券持有人的匿名性为重组资本市场债务所造成的固有的困难。

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

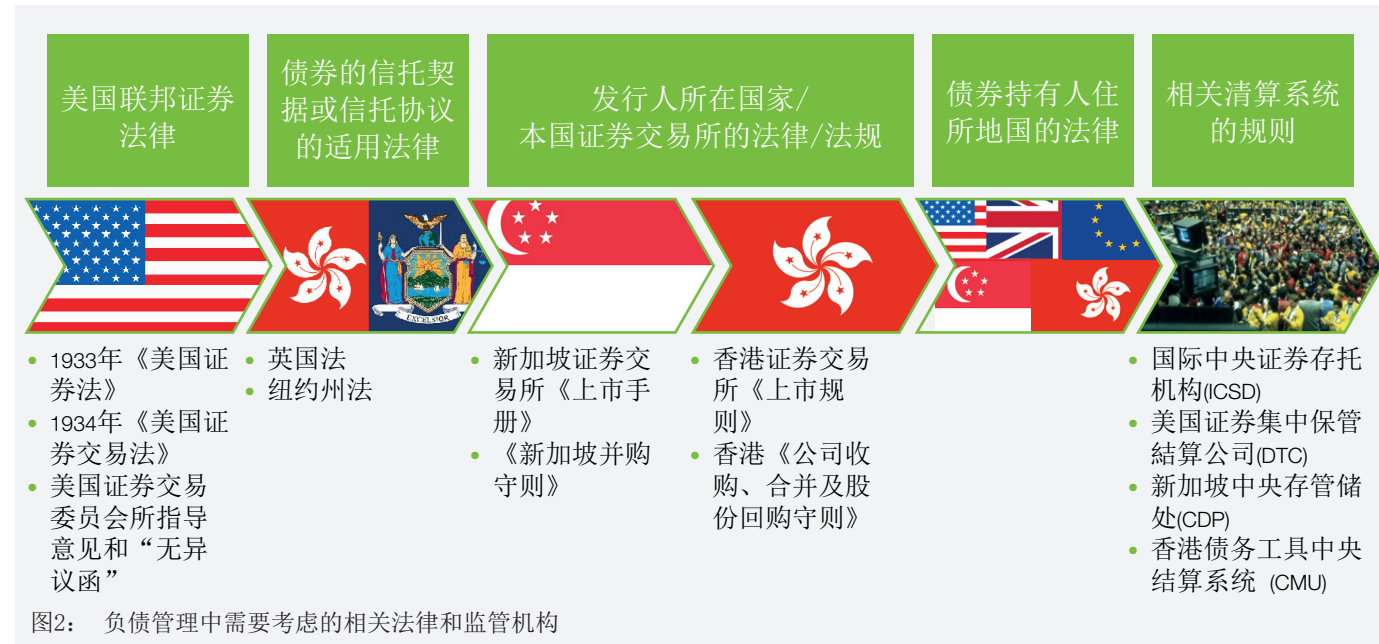
合使用，该方案要求债券持有人同意修改债券条款作为要约收购或交换要约的前提，从而鼓励债券持有人参与整个交易。参见下文“负债管理方法—同意征集，强制交换和退出同意”。

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约的“压力测试”—如果由于宏观经济或商业方面的环境，现有契约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约。此外，发行人如果预期会在近期实施收购（而现有债券契约条款实际禁止收购），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；
- 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?



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。因为，如果要对美国债券持有人进行要约收购或交换要约，发行人可能需要遵守1934年美国证券交易法第14条规定的美国要约收购规则（“**美国交易法**”）和根据其颁布的第14E条（统称为“**威廉姆斯法案**”）。

实质上，“美国交易法”第14(e)条规定任何要约收购（包括交换要约）相关的欺诈，欺骗或操纵行为或做法均属于非法行为，并授权美国证券交易委员会（“**SEC**”）定义和规定旨在防止此类行为或做法的手段。因此，美国证券交易委员会通过第14E条的立法工具行使了这个权利。以下是对美国持有人要约收购需要满足的此规则下一些主要要求的摘要：

#### (1) 20个工作日规则

规则14e-1要求投标或交换要约必须在要约首次公布或发送给债券持有人之日起至少开放20个工作日。

#### (2) 延长优惠期限和优惠条款的变更

规则14e-1(b)要求在对要约价格、要约寻求的债券比例、或者经销商的征求费进行修改后，要约收购或交换要约必须再至少保持开放10个工作日。此外，规则14e-1d 要求，如果对要约收购或交换要约

的条款进行任何其他变更，要约必须至少再保持开放五个工作日。

#### (3) 即时付款规则

规则14e-1 c 要求要约人必须在终止或撤回要约收购或交换要约后“及时”支付给予的对价，或者“及时”退还（或解除封锁）已投标的债券。这些“及时”行动的构成在规则中没有定义，然而，美国证券交易委员会工作人员，结合金融界的做法和目前的结算做法，已经发布了指导意见，即在终止或撤回之后的第三个工作日之前支付资金以及交付或解除债券封锁。<sup>1</sup>

#### (4) 延长报价期限的通知

如果要约期延长，则规则14e-1(d)要求要约人通过新闻稿或其他公告披露此类延期，也需要披露迄今为止要约的接受程度。就新加坡证券交易有限公司（「新交所」）或香港联合交易所有限公司（「港交所」）上市的证券而言，这包括在有关交易所的网站上载相关的公告，以及通过彭博等新闻服务发布新闻。

#### (5) “最高价格”规则

第13e-4(f)(8)(ii)条规则要求，在要约收购中向任何证券持有人对于已招标的债券支付的对价必须是支付给其他任何证券持有人在要约收购中所投标的证券的最高对价。作为技术问题，人们普遍认为，“最高价格”规则并不适用于“纯”债券（只适用于股票证券的要约收购），但其实际在美国要约收购中被遵循，因此“荷兰式拍卖”（请参阅下面的“**责任管理技术 - 要约收购**”）不会被采用以避免违反此规则。

对相关美国要约收购规则和证券法的更详细介绍超出了本文件的范围，但由于其规定的要求，如果美国人持有的相关证券的比例不重，则通常会将其排除在要约收购或交换要约之外。

在决定是否排除美国人参与要约收购或交换要约时，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，是否按照美国要约收购规则来构建要约可能是显而易见的。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要约收购规则的严苛要求和应用，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），则必须遵守上述强调的相关美国要约收购规则和其他美国证券法律，例如：美国证券交易法下第



10(b)条和第10b-5条反欺诈条款（特别是有新证券发行的交换要约）。然而，美国证券交易委员会的公司财务部门发布了一份“无行动函”<sup>2</sup>，其中包括为不可转换债券提供一类加速要约，在某些情况下，该类要约开放期可以仅为五个工作日。五日要约收购的具体要求将在下面的“加速美国要约收购”中进一步详细讨论。

### 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。需要注意同意征集。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，以及要约收购，在这种机制下任何回购债券需要被债券条款和条件所允许。具体请参阅下面“适用于债管理的具体法律考虑因素-现有债券条款和条件允许回购吗？”。

### 发行人所在国家的适用法律和债券上市所在证券交易市场的法规

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市场的法规。例如，如果债券在新交所上市交易，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<sup>3</sup>。此外，2016年5月6日对新加坡证券交易所上市手册作出修订后，每当占本金总额 5%（根据首次上市时的本金总额计算）的债券被赎回或注销<sup>4</sup>，公司需要立即宣布赎回或取消其债券。参见“适用于债券管理工作的具体法律考虑因素”——“爬行”要约收购和在公开市场回购中的整合风险”。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。

如果债券在港交所，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<sup>5</sup>。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<sup>6</sup>，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。<sup>7</sup>

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机构的管理规则。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》。

此外，2016年7月3日欧洲议会和欧盟理事会第596/2014号条例（“市场滥用条例”或“MAR”）的通过，将欧盟的市场滥用监管扩大到欧盟多边贸易平台或“MTF”。因此，如果发行人的债券在欧洲受监管的市场或MTF交易，任何负债管理（特别是要约收购，公开市场回购或交换要约）都可能会受到MAR所规定的主要义务的影响。请参阅下文“市场滥用和内幕交易考虑 - 市场滥用及条例”。

### 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基本的了解，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）<sup>8</sup>，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。

对于同意征集的情况下，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。

参见“适用于债券管理工作的具体法律考虑因素”——“同意征集以及“‘新证券’原则”。

### 相关清算系统的规则和程序

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“ICSDs”，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 and 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。因此，ICSDs同CDP、CMU等地方清算系统之间的差异主要是ICSD拥有自动化的流程和电子平台，能够在负债管理中支持关键功能，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。ICSDs和DTC与地方中央证券存管（如CDP和CMU）之间的一些主要差异摘要如下：

#### (1) 沟通

ICSDs和DTC的设立旨在促进与参与者和持有者的自动沟通。例如，ICSD创建和分发DACE<sup>9</sup>通知并促进邀请文件的电子传输<sup>10</sup>对于DTC而言，这包括创建和分发摘要通知，以及为所有各方提供“电子平台”。相比之下，对于CDP和CMU，没有准备和分发自动的通知，并且主要邀请文件需要通过实际发布或通过电子邮件发送给系统参与者。同样，只有第一级持有人能够确定（例如，持有CDP或CMU直接账户的持有人，或其他持有人的被提名人），这反过来又会影响负债管理工作的仓位报告的时间和生成。此外，ICSD和DTC能够支持通过SWIFT与代理商协调最终仓位，并为所有持有人提供自动的通信，而这些职能需要由发行人通过其CDP和CMU代理人手动执行。

#### (2) 投票和封锁

虽然ICSDs，DTC和CDP能够在收到指令时自动封锁仓位<sup>11</sup>，但CMU没有类似的概念，这意味着，在债券仓位需要被封锁的情况下（主要是在仓位被投票的情况下），需要设置人工支持的托管机制，并且如果债券文件（例如信托契约）排除发行人为实际受益人的债券的投票权，则还需要发出信托声明以阻止这些被托管债券投票。这个过程，包括托管机构和信托机制，除了需要正式的文件之外，都需要代理的手动操作支持。

#### (3) 资金结算

ICSDs和DTC能够直接为持有人提供资金（例如，收取要约收购价或支付同意费），而通过CDP和CMU清算的债券，类似付款需要由代理手动操作。

#### (4) 正式通知

对于通过ICSDs清算的债券，债券文件（通常是全球票据或全球票据凭证）通常会规定虽然此类债券以全球形式持有，任何通知如果递交给了ICSDs，则被视为有效地发出通知。因为发行人可以通过ICSDs提供的电子平台直接与债券持有人沟通，这去除了需要在发行人和/或债券的上市地的管辖区内，在具有广泛流通的报纸上实际公布通知的需要。由于CDP等本地系统没有类似的电子通信平台，发行人仍有必要依据债券条款和条件中通知要求的规定，在报纸上公布会议通知（以及根据债券的条款和条件需履行的其他通知义务）。结算系统中的这些差异将对拟议的负债管理工作的时间表产生重大影响，并且。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

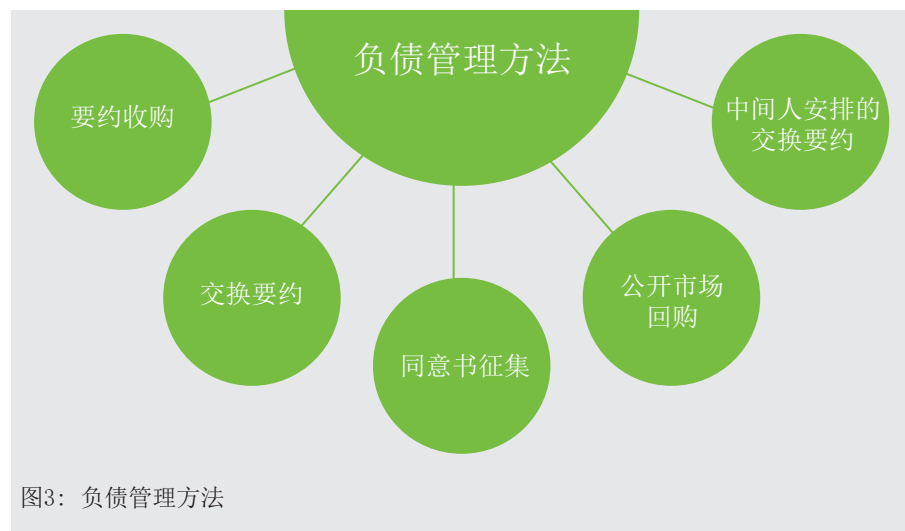


图3：负债管理方法

#### 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。除了以上强调的美国要约收购规则规定了要约的开放期限不存在其他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“荷兰式拍卖”，让投资者报价（通常是在规定的范围内）。然后，发行人会依据其想回购的数量接受各自报价的投标。

由于“最高价格”的规则，这种技术通常被视为不被美国要约收购规则所允许，如果要约是受美国要约收购规则的约束。或者，发行人可以使用所谓的“修改后的荷兰式拍卖”，在结算价格的出价会被按比例接受，如果完全接受将导致发行人购买的债券总数超过发行人在招标邀请中设定的总体限额（如果有）。

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邀请，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邀请进行审阅或审批，所以要约收购可以通过清算系统公告发起（如果相关清算系统有所需要的

通讯平台）。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，新债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, 强制交换和退出同意

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，香港或新加坡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。

此外，同意征求也可用于要求持有人同意强制替换或交换另一系列债券（如果相关结算系统的规则和程序允许，并且债券的会议条款明确规定了持有人有权力这样做）。然而，强制性交换的“压缩”效应在商业背景下很少使用，因为有可能疏远少数群体持有人（他们否则可能不会参与交换要约，或者更愿意得到现金兑现他们持有的债券，例如通过有退出同意的交换要约一见下文），从而可能使未来的市场进入变得困难，并且可能仅在重组中特定的资产不良的情形中如果没有其他替代方案可行的情况下才适用。

要约收购和交换要约也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*”“*退出同意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。



退出同意和强制交换在有必要赎回整个系列债券的情况下，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，<sup>12</sup>尤其是市场滥用行为和内幕交易问题。参见“*市场滥用以及内部交易考虑*”

### 中间人安排的交换要约和替换

中间人安排的交换要约（也被称为中间人安排的要约收购）是一种将要约收购与新债券发行结合起来的方法。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并且取得交换会计处理。

虽然在亚洲司法管辖区和市场的发行人可能并不总是可以获得交换会计处理，但是中间交换要约越来越多地被用以允许发行人及其银行家加速执行交易（通过招标和新发行程序在同一天执行），并尽量减少如果长时间保持开放而产生的市场波动的风险，可能会对成功的投标或交易产生不利影响。

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。

相比之下，转换交易的结构与中间人交换要约的结构非常类似，不同之处在于要约收购由发行人直接提出，而非第三方中间人。虽然过去亚洲的主权发行人使用过，但如果公司发行人考虑这种直接转换交易，则需要谨慎行事，因为根据其报告的会计准则，其可能无法受益于中间人交换要约可以提供的交换会计处理。

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，受美国2010年“Dodd-Frank华尔街改革和消费者保护法”下“Volcker Rule”管辖的投资银行中介机构也需要仔细分析中间人要约或交换可能违反对他们适用的自营交易禁令，并在必要时确保交易的结构能够获得适用的豁免（例如，“做市豁免”如存在“合理预期客户的近期需求”）。

此外，如果债券是通过ICSDs结算，交易管理人需要使ICSDs确信发出的要约已得到发行人的同意，否则他们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

##### 退出同意压迫少数持有人利益

英国高等法院在*Assenagon Asset Management S.A 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<sup>13</sup>），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<sup>14</sup>，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<sup>15</sup>。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，少数异议担保债权人



（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<sup>16</sup>。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，发行人通常会经济鼓励债券持有人及时对特别决议进行表决；通常被称为“早鸟同意费”。有时候每一票（无论是赞成还是反对）都会有奖励，但更高的鼓励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，而在这个日期之后，则不提供或者只提供显著降低的鼓励费。

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<sup>17</sup>。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，要确保在同意征集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；以及
- 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。

如上所述，虽然发行人通常可以排除某些提出繁重要求的司法辖区的投资者，但通常不能阻止持有人参与寻求修改债券条款的同意征求。因此，如果在这些进行同意征求的司法辖区内有大量持有人被排除参与要约收购或交换要约，则通常包括“不合格债券持有人”的概念，即不能参与要约收购或交换要约的债券持有人，但可以构成退出同意的特别决议投票赞成或反对，因此可以与合格持有人平等地接受任何奖励费。

### 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。此外，自2016年5月6日对新加坡证券交易所上市手册作出修订后，每当占本金总额5%（根据首次上市时的本金总额计算）的债券被赎回或注销，公司需要立即宣布赎回或取消其债券。<sup>18</sup>

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的法定人数以及表决比例。

### 债券持有人的同等待遇—要约收购和市场回购

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<sup>19</sup>）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



乎限制对涉及债券所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。<sup>20</sup>

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<sup>21</sup>或者英国金融市场行为监管局所强加的平等待遇规定。<sup>22</sup>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。

#### “爬行”要约收购和在公开市场回购中整合的风险

“爬行”收购要约通常被认为是指一系列公开市场回购，在市场上私下谈判（并且可能以不同的价格），但没有达到以相同价格同样对所有投资者的完整公开要约收购。这种“爬行”的做法一般被用来避免适用要约规则，并且在亚太地区，作为在作出全面要约收购前测试市场的胃口和衡量定价水平的方法。

如上所述（参见“相关法律法规？ - 美国联邦证券法”），“美国交易法”对向美国投资者提出的证券要约收购提出了严格要求。因此，与公开市场回购（以及爬行行为）相关的主要风险之一是，一次或多次私下协商的交易可被视为构成不符合美国要约收购规则的“要约收购”。在这种情况下，心怀不满的参加公开市场回购的投资者提出大量索赔，例如涉及违反“最高价格”规则，即正式要约收购中提供的价格高于要求索赔的投资者私下协商交易收到的价格。

虽然一些美国法院采用了严格的解释，并确定要约收购从公开发布开始到退出或终止结束，但其他法院在确定公开市场回购（要约回购的任何一方）是否构成要约收购整体的一部分则采取了更细致的审阅，

从而得出公开市场回购与正式要约收购“整合”的结论，因此违反了法规规定的规则。<sup>23</sup>

因此，在考虑要约收购并且将包括向美国投资者提出要约时，需要从整合的风险角度出发仔细看待围绕正式要约收购期前后的任何公开市场回购活动，并且最常用的方法是，由于美国现行的按例法，最好避免这些公开市场回购活动。如上所述，排除美国投资者的负债管理交易不受美国规则的严格要求的约束，因此，鉴于缺乏法规或普通法（至少美国范围之外）规定发行人向所有投资者提供相同的价格，任何此类整合风险都要低得多。<sup>24</sup>

然而，除了相关的证券交易所规则，可能要求发行人宣布未偿还债券的具体回购百分比（参见“需要考虑哪些法律？ - 发行人所在国家的适用法律和债券上市的交易规则”，发行人及其投资银行顾问应仔细考虑在正式要约收购前后进行的公开市场回购问题。虽然没有法定权利和义务来正式规范仓位，但在收购要约之前以低于要约收购价格的价格签订的私下协商交易中出售债券的不满投资者仍可以基于侵权行为要求赔偿损失，基于发行人知道并且没有透露三要约收购这一事实（并且如果知道了这一事实，投资者将参与后来的要约）。





### 同意征集和“新证券”原则

美国法中存在一系列美国法院案例认为投资性质或投资风险的重大变化等于新投资。<sup>25</sup> 美国法院已经将此延伸应用到通过同意征求或债券持有人会议的方式修改债券的基本经济条款（如利率，本金，到期日，等级或货币种类），认为这些变更涉及到债券的基本性质，从而构成新证券的发行，并且此类要约对发行人施加了附带的披露义务。

在新加坡币债券市场，近期面临财务困境的发行人中出现了一种常见做法，即发行人希望通过同意征求程序或持有人会议的方式修改其未偿还债券的基本经济条款（例如，到期日，利率和资本结构中的排名），而不是通过交换要约或要约收购再加上退出同意(如上所述（见“责任管理技术”）)传统的技术。这种方法和发展很大程度上是基于现有可使用现金和交易成本相关的商业考虑所驱动，而不是对所涉及的法律风险进行评估。

基于美国判例法（以及惯常的联邦证券法），在这些情况下的同意征求被视为提供新证券的风险将变大。在英格兰和威尔士，香港和新加坡等普通法的司法管辖区，没有理由认为法院会采取不同的观点。因此，由于没有任何披露，需要承担发行证券却不具有披露和尽职调查的风险。在财务困境情形下，这可能会导致投资银行作为同意征集代理人面临更大的风险，因为在战术上，无担保债券持有人从发行人那里收回投资的希望渺茫时，他们可能会将重大遗漏或错误陈述的索赔针对投资银行。

因此，对于每个案件都应谨慎考虑修改债券条款的建议，以确定他们是否可能构成发行新证券，即使通过同意征求和债券持有人会议进行，也需要考虑是否要额外向债券持有人提供披露，以便他们决定如何投票。

## 5. 市场滥用行为以及内部交易考虑

### 市场滥用条例

英关于市场滥用的指令2003/6/EC（“市场滥用指令”或“MAD”）已被废除，并于2016年7月3日由欧洲议会和欧盟理事会通过的第596/2014号条例取代（“市场滥用规定”）或“MAR”）。

在采用MAR之前，MAD的要求仅适用于债券在欧盟受监管的市场（如伦敦证券交易所主板市场）上市并被允许进行交易的发行人。然而，MAR带来的一个关键变化是将欧盟市场滥用规则的范围扩展到允许在欧盟多边交易平台（“MTF”）上进行交易的证券，其中包括交易监管市场，如伦敦证券交易所的专业证券市场，爱尔兰证券交易所的全球交易市场和卢森堡证券交易所的欧元MTF市场。<sup>26</sup> 此外，2018年1月2日欧盟金融工具市场指令（或MiFID II）的实施进一步扩大MAR应用于其他有组织的交易设施。

虽然对MAR的详细分析超出了本文的工作范围，但足以说MAR对在受监管市场或MTF上交易的债券发行人施加的主要义务包含了更严格的内幕信息披露要求（第17条），保留内幕人员名单的要求（第18条）以及对履行管理责任的人员的交易的交易的管理（第19条）。

此外，MAR通过把未经发行人许可而在MTF交易的证券纳入其禁止内幕交易和市场操纵的范围内，从而有更广泛的适用范围。虽然第17条至第19条的主要条款仅适用于发行人已经申请或已被批准进入MTF交易的证券，但从负债管理角度考虑，关键问题是MAR制度下潜在的非





故意监管违规的状况要比2016年7月前大很多。那时，市场滥用考虑主要适用于公开市场回购，而不是公开负债管理活动，如要约收购和交换要约。

此外，MAR的第2(4)条有效地规定，MAR的要求既适用于返生在欧盟内部也适用于发生在第三国（如香港和新加坡）的行为和不作为，并且特别适用于在第11条规定下的市场试探，如果与在欧盟监管市场或MTF上交易的发行人的现有证券存在价格或价值联系。因此，在为可能拥有在欧盟或MTF交易的证券的发行人进行的债券管理工作时应特别小心，即使该负债管理针对的债券没有在在欧盟监管市场或MTF上交易，而是在第三国市场交易所交易，如新交所或港交所。

### 市场滥用

本文件分析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并且MAR的采纳只会对发行人想要进行的任何市场回购增加监管风险。

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，已像市场参与者一样，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。

在妥善记录并执行的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。因为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。例如，MAR第7条规定内幕消息包括准确的，但是非公开的，直接或间接和发行人或特定的证券相关并且如果公开将会有可能对于相关证券的价格有重大的影响。

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定，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。

#### 税务

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。



## 6. 加速收购要约

如上所述（参见“需要考虑哪些法律？ - 美国联邦证券法”），“美国交易法”第14e-1条要求任何要约收购自要约首先发送给债券持有人之日起至少开放20个工作日。然后在要约对价或要约寻求的债券比例变更发送给债券持有人之日起另外至少再开放10个工作日。认识到债券投资者往往是老练的投资者，关于是否参与某些基本类型的债务要约收购的决定与股权证不同，美国证券交易委员会的工作人员在1986年开始给予“无行动”豁免投资级债务的现金要约收购的20个工作日规则。

然而，美国证券交易委员会的公司财务部门在2015年发布了一份“无行动函”，取代之前所有美国证券交易委员会工作人员关于加速要约收购的指导，并且产生了一类非可转换债券的加速要约收购，即满足以下条件下则要约期限可以减少到五个工作日：

#### 债券类型

可以对任何等级或系列的不可转换债务证券提出要约。且无论评级，包括高收益债务证券。该要约必须对该等级或系列的所有债券进行要约。

#### 谁提出要约

要约必须由 (i) 债务证券的发行人，(ii) 发行人的全资子公司，或 (iii) 拥有发行人100%的母公司作出。

#### 要约收购对价

要约的对价可以是现金或交换某些“合格债券”<sup>27</sup>。这中债券被定义为除了到期日变更（不能早于未偿还债券的到期日），利息支付和记录日期，赎回条款和利率（利息必须现金支付），在所有其他重大方面相同的不可转换债务证券（包括担保权益优先级，发行人和/或担保人，抵押品，限制条款和其他条款）。

所提供的对价可能是固定的，或者基于基准差价得出的现金和/或合格债券的数量。如果是合格债券，利息可以为基准差价。基准包括。美国国债利率，伦敦银行同业拆借利率，<sup>28</sup>掉期利率。以及如果是美元以外的货币计价的债券，则为和要约债券同币种的主权债券或掉期利率。无论何种情况，该基准需要可以随时在彭博或类似的交易屏幕或报价服务获得。

对价不能以任何“高级债务”的所得款项拨付。高级债务的定义是指 (i) 有要约债券没有的债务人，担保人或抵押品（或抵押品有更高优先权）的债务；(ii) 加权平均寿命到到期日少于要约债券；或 (iii) 比要约



债券的支付权有限，但不限制使用要约收购开始前就存在的信贷或债务融资下产生的债务或借款的所得款。

### 要约的机制

该要约必须对此等级或系列的债券的所有记录和受益持有人开放。

当提供合格债券作为对价时，在免于美国证券法注册要求的交易中，交换要约必须限于规则144A (“QIB”) 中定义的合格机构买家和/或非美国人（在规则S中定义，并与QIB一起为，“符合条件的交换要约参与者”）。任何非符合条件的交换要约参与者必须被给予对其持有债券的现金选择权。该现金选择必须是固定数额，由要约人基于合理判断以接近所提供的合格债券的价值。

该要约不能与征求退出同意或任何形式的同意征求结合，并且必须通过广泛传播的新闻或有线服务新闻稿公布。该新闻或有线服务披露要约的基本条款并包含有效的链接或者互联网地址，记录或受益持有人可以由此获得要约的副本以及其他与债券的要约有关的指示或文件。此类“立即广泛传播”必须在五个工作日的第一个工作日的美国东部时间上午10点或之前发布。

如果发行人或要约人是美国交易法下的报告公司（包括“自愿申报人”），则必须在五个工作日的第一个工作日美国东部时间中午12:00之前提交的8-K表格中提供新闻稿。

此后，要约人必须通过立即广泛传播通知对价的任何变化，并将要约再延长五个工作日（将该直接广泛传播的日期计算为五个工作日延长期的第一个工作日）；如果发行人或要约人是报告公司，需五个工作日延长期的第一个工作日美国东部时间中午12点之前提供一份8-K表格，说明对价变更。

要约的任何其他重大变更必须通过立即广泛传播进行沟通，并将要约收购期再延长三个工作日，将此类即时广泛传播的日期计算为三个工作日延长期的第一个工作日。

要约必须允许在到期前通过有保证的交付程序投标。持有人或代表持有人的证明表明该持有人对其为实际受益人的债券投标，并且该等证券的交付将在不迟于在要约到期后的第二个工作日结束之前进行。

要约必须规定可以行使的撤销权。撤销权可以在 (i)(x) 要约到期日或 (y) 如果要约延长，其生效后第10个工作日内中较早发生的时间前行使，

以及 (ii) 如果由于任何原因该要约未在该日前完成，在开始后第60个工作日之后的任何时间，。

要约不能包括任何提前付款机制，但必须说明直到要约到期后才会立即支付对价。

### 附加条件

如果一下任何情况发生，不能由简化版要约收购：

- 如果要约债券或发行人为一方的任何其他契约或重大信贷协议的条款下有违约或者交叉违约事件，或者在要约时，发行人 (i) 处于破产或破产程序；(ii) 已开始征求“预先打包”破产程序的同意书；或 (iii) 发行人的董事会已授权与发行人的债权人讨论以实现发行人未偿还债务的一致同意的重组；
- 预期、回应或同时发生涉及发行人的控制权或其他重大交易，例如合并（或类似的业务合并），重组或清算或出售所有或几乎全部的合并资产；
- 预期或回应发行人证券的其他要约收购；
- 和发行人任何其他系列证券的要约收购同时发生，如果此次要约一旦完成（通过修改，交换或以其他方式完成）将给改另一系列证券增加债务人，担保人或抵押品（或增加该另一系列证券留置权的优先级），或缩短该其他系列证券加权平均寿命到；或者
- 首次公告或发行人或其任何子公司完成，购买，出售或转让重大业务而该业务需要根据S-X条例第11条提供备考财务信息的资产数量（无论发行人是否为美国交易法下的注册人），后10个工作日内。



## 7. 伊斯兰债券 (sukuk) 的负债管理

伊斯兰金融机构会计和审计组织 (“AAOIFI”) 将伊斯兰债券定义为 “代表有形资产，使用权和服务，或者特定项目资产（其所有权）或特殊投资活动所有权的不可分割份额的等值凭据。因此，虽然 *sukuk* 通常被称为伊斯兰债券（因为它们基本上以符合伊斯兰教法的方式复制有息债券的经济特征），但它们更好地被描述为 “资产为本的投资”，因为投资者（“*sukuk*” 持有人” 或 “凭证持有人”）按照其投资比例拥有相关资产的不可分割权益，因此承担相关资产的风险也从该资产获益。这种所有权权益由投资者持有的 *sukuk* 证书证明，其结构为信托证书。

虽然对 *sukuk* 结构的详细介绍超出了本文的工作范围，但总体来说，*sukuk* 凭证的发行所筹集的资金是用于投资相关资产。对于此资产声明信托关系，从而凭证的持有人根据其投资比例拥有该资产不可分割的权益，并有权获得该资产产生的所有利益，包括该资产产生的一定比例的经济回报。这种所有权利益由投资者持有的 *sukuk* 凭据证明，其结构为信托凭据。

与所有伊斯兰金融交易一样，*sukuk* 基于伊斯兰教义和法理（伊斯兰教法），这些教义和法理有许多来源，包括主要来源古兰经。基本的伊斯兰教义是货币不是商品，因此，它不可能从简单的使用中获利，因



为它没有内在价值，仅仅是一种交换手段。利润必须通过交易赚取并参与交易的风险。

因此，尽管本文中强调的所有考虑因素同样适用于与 *sukuk* 相关的负债管理活动，但 *sukuk* 的资产为本的性质引入了额外的复杂性。在为一系列的 *sukuk* 考虑负债管理交易时需要考虑到这一点。忽略 *sukuk* 所依据的伊斯兰教法教义可能产生 *sukuk* 利润回报所依赖的相关资产不再符合伊斯兰教法的风 险。此外，伊斯兰投资者还可能要求与负债管理（特别是交换要约）相关的 *fatwa*（即伊斯兰学者就伊斯兰债券符合伊斯兰教法而作出的判断），因为在负债管理完成后保证 *sukuk* 符合伊斯兰教义是必不可少的。

### 同意征集

就通常的债券而言，可以通过票据持有人的投票提议和征求对票据（以及相关信托契约或契约）的条款和条件的变更来执行同意征求，并且通常伴随着旨在激励投资者参与的同意费用，可能包括增加票面利率。在财务困境中，发行人可能会反过来寻求降低票面利率，以便在经济压力状况下管理现金流。

然而，在 *sukuk* 交易中，任何此类的票面利率变化（通常为依据相关资产的现金流的利润定期分配）反过来也需要修改相关资产的文件以确保凭据的利润回报与相关资产的利润一致。如果凭据增加回报，则可能需要在相关资产结构中加入额外资产（例如，*sukuk-al-wakala* 销售和回租结构中的附加财产）。

### 要约收购

以 *sukuk-al-ijara* 结构为例，相关债务人（即最终信用）将实物资产出售给 SPV 发行人（也宣布对资产声明支持投资者的信托），此收购资金是通过出售 *sukuk* 给投资者筹集。然后，SPV 发行人将资产租赁给债务人。债务人的租赁租金支付对应给 *sukuk* 投资者的定期分配付款（即相当于票面利息）。

因此，如果债务人将来希望对 *sukuk* 进行现金要约收购，那么确保 SPV 发行人与债务人之间存在某种联系会非常重要，以便允许债务人回购部分或全部要约收购标的的 *sukuk*，然后有效地解除信托以及 SPV 发行人与债务人之间的合约安排。

虽然在伊斯兰金融背景下，要约收购可能不那么复杂（鉴于交易的现金性质以及如果要回购和取消 *sukuk*，则不需要维持 *sukuk* 的伊斯兰教法的合规性质的可能性），但仍需要仔细考虑债务人和 SPV 发行人解除结构的能力：在这方面，最佳方法可能是 SPV 发行人进行要约收购，债务人购买相应数量的资产，同时信托声明以及其他 *sukuk* 文件下的资产（或与回购的 *sukuk* 相对应的资产）信托解除。



## 交换要约

*sukuk*的交换要约，特别是一系列符合伊斯兰教法的信托义务取代另一系列符合伊斯兰教法的信托义务的情况，基于相关资产的结构和可能需要维持新证券对伊斯兰教法的遵守（这可能也需要伊斯兰学者的*fatwa*），可能是最复杂的负债管理工作。

鉴于原始SPV发行人通常会向凭据持有人不在原始*sukuk*发行范围之外进行任何活动（所有*sukuk*产品共同的特征），SPV发行人很可能会因为*sukuk*的条款被禁止进行交换要约。与要约收购相似，发行人SPV和债务人之间也需要有一些联系，以允许交换要约在保留*sukuk*所依赖资产的基础经济和现金流和维持*sukuk*伊斯兰教法合规的方式完成。

为实现此目标，潜在的方法是建立第二个SPV作为新的*sukuk*发行人用来交换。此SPV发行人需要由具有类似经济和现金流特征的资产基础进行抵押。此外，还需要建立一个合约机制以消除债务人在原系列*sukuk*下的义务，并将其替换为新系列下的相应义务。

同惯常债券的负债管理类似，同意征集、要约收购以及交换要约能够以优化的方式结合以满足债务人的具体目标。但是如上简要总结，需要在安排项目结构是需要考虑根本的合约安排如果需要维护其伊斯兰教法的合规行。

## 8. 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. 美国证券交易法释放，No.34-30967，1992年7月28日
2. 简化版不可转换债券的收购或交换要约，证券交易委员会“无异议函”（2015年1月23日）
3. 新交所《上市手册》第323条，第VII部分（持续上市义务）
4. 新交所《上市手册》第324(1)条，第VII部分（持续上市义务）
5. 港交所《上市规则》第37.47条
6. 港交所《上市规则》第37.48条
7. 港交所《上市规则》第37.49(a)-(b)条
8. 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括：<http://financialmarketstoolkit.cliffordchance.com>
9. ICSDs使用的“截止日期以及公司事件”提前通知的缩写。
10. 在要约收购情况，“邀请备忘录”，“要约购买”，或“要约收购备忘录”；在交换要约情况下，“交换要约备忘录”；和在征求同意情况下，“同意征求声明”。
11. 对于CDP，一旦登记持有人手动递交指示，封锁就生效。此递交需要中介手动操作支持。
12. 例如，当某些门槛时，需要公告回购或者赎回，如上面“相关法律法规？—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”。
13. <http://financialmarketstoolkit.cliffordchance.com>
14. 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。
15. 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。
16. 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。
17. 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>）。
18. 新交所《上市手册》第324(1)条，第VII部分（持续上市义务），替代了规则747 1。此曾经要求发行人通过SGXNet具体公布债券的取消和回购。
19. 字面意思是“并肩”或“同步”。
20. 参见Geoffrey Fuller，《国际资本市场法律与实践》，第三版，9.16。
21. 欧洲委员会规定2004年第109号第18.1条。
22. 《信息披露和透明度规则》第6.1.3(2)条。
23. 参见，例如，Field v. Trump, 850 F.2d 983（第二巡回法庭，1988）。
24. 假设债券的条件条款没有从合约角度要求发行人在要约收购或其他市场回购中对投资者给同样的价格。不然会有同样的风险，无论要约实在哪个法律辖区进行。
25. 参见，例如，Keys v. Wolfe, 709 F.2d 413（第五巡回法庭，1983）。
26. 传统上这些交易监管市场受发行人欢迎，因为其在欧盟招股说明书和透明指令范围之外，意味着无论是最初上市还是持续上市过程中，需要承担义务不会那么繁重。
27. 此“合格债券”不能与新加坡QDS方案下的“合格债券”混淆。
28. 对于2015年“异议函”LIBOR应该结合市场从LIBOR转移至其他基准比率的背景考虑。

主要联系人  
大中华地区



王彦琳  
亚太区资本市场业务  
主管合伙人  
T: +852 2826 2457  
E: connie.heng@cliffordchance.com



马凡特  
合伙人  
T: +44 20 7006 1717  
E: matt.fairclough@cliffordchance.com

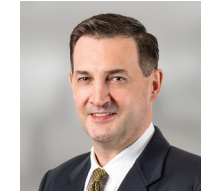


雷懿德  
合伙人  
T: +852 2826 3447  
E: alexander.ilyod@cliffordchance.com



陈苑淇  
合伙人  
T: +852 2825 8891  
E: angela.chan@cliffordchance.com

新加坡



Johannes Juette  
合伙人  
T: +65 6410 2293  
E: johannes.juette@cliffordchance.com



汤伟明  
合伙人  
T: +65 6410 2253  
E: raymond.tong@cliffordchance.com



Rahul Guptan  
合伙人  
T: +65 6410 2295  
E: rahul.guptan@cliffordchance.com



Gareth Deiner  
合伙人  
T: +65 6410 2202  
E: gareth.deiner@cliffordchance.com



蔡重阳  
合伙人  
T: +852 2826 2466  
E: david.tsai@cliffordchance.com



方刘  
合伙人  
T: +852 2825 8919  
E: fang.liu@cliffordchance.com



张珮真  
合伙人  
T: +65 6506 1956  
E: jean.thio@cliffordchance.com



陈方中  
合伙人  
T: +852 2826 3424  
E: mark.chan@cliffordchance.com

首尔



李硕浚  
合伙人  
T: +852 2825 8911  
E: richard.lee@cliffordchance.com

东京



Leng-Fong Lai  
东京联席管理合伙人  
T: +813 6632 6625  
E: leng-fong lai@cliffordchance.com



Reiko Sakimura  
东京联席管理合伙人  
T: +813 6633 6616  
E: reiko.sakimura@cliffordchance.com



洗国贤  
合伙人  
T: +852 2826 3493  
E: scott.bache@cliffordchance.com



James Booth  
高级资深顾问律师/  
亚太区公司信托业务主管  
T: +852 2826 2430  
E: james.booth@cliffordchance.com



C L I F F O R D

C H A N C E

This publication does not necessarily deal with every important topic nor cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

Clifford Chance, 10 Upper Bank Street,  
London, E14 5JJ

© Clifford Chance 2020

Clifford Chance LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales under number OC323571  
Registered office: 10 Upper Bank Street,  
London, E14 5JJ

We use the word 'partner' to refer to a member of Clifford Chance LLP, or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications.

If you do not wish to receive further information from Clifford Chance about events or legal developments which we believe may be of interest to you, please either send an email to [nomorecontact@cliffordchance.com](mailto:nomorecontact@cliffordchance.com) or contact our database administrator by post at Clifford Chance LLP, 10 Upper Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JJ.

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

Clifford Chance has a co-operation agreement with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.