

## 债务管理交易深入研究：系列网络研讨会简介及市场趋势概述

2020年4月



### 本所五期债务管理系列网络研讨会 —— 为您答疑解惑

近期亚洲债务管理活动日增，我们特别准备了五期债务管理系列网络研讨会，为您深入研究债务管理交易。在本系列网络研讨会中，我们探讨的主题包括银行家及发行人在债务管理交易中常见的商业及法律问题，例如：

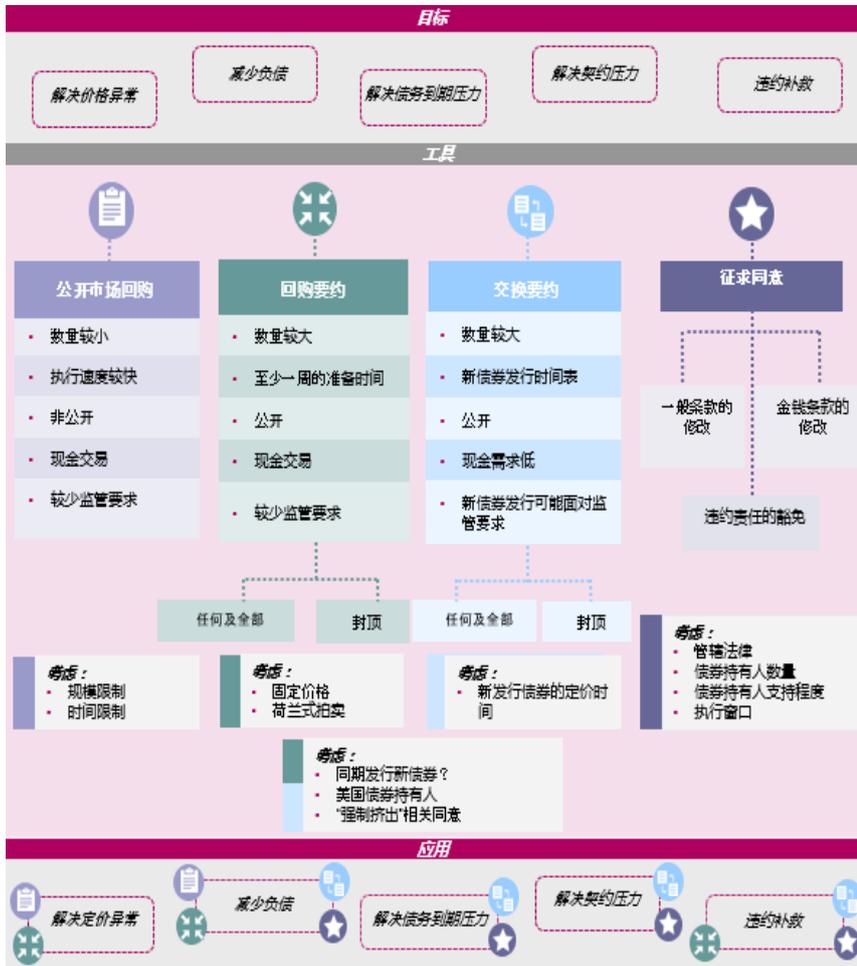
- > 第三方回购要约或交换要约是否可行？
- > 我们如何找到债券持有人？
- > 我们能否在交易启动和正式宣布交易前与债券持有人进行预沟通？如果可以，什么内容可以透露？什么内容不可以透露？
- > 在宣布回购要约前，发行人能否继续在公开市场回购其债券？
- > 在什么样的时点和情形下发行人会想要进行 (a) 回购和交换要约，(b) 回购要约和征求同意，或 (c) 交换要约和征求同意？
- > 在宣布回购要约、交换要约或征求同意前，我们可否提前锁定主要债券持有人的支持？
- > 在现有债券通过美国存管信托公司 (DTC) 清算的情况下，我们是否可以排除美国债券持有人的参与？
- > 在宣布回购要约、交换要约或征求同意后，如果有不满的债券持有人提出质疑怎么办？
- > 交换要约和延长现有债券的到期日有何区别？
- > 如发行人有新的财务数据在要约期内发布会怎样？

承销商法律顾问排名第一  
(Debtwire 2019 年度  
亚太地区 (日本除外)  
美元高收益债券排行榜)

发行人法律顾问排名第一  
(彭博 2019 年度亚洲  
(日本除外) 发行人 G3  
货币债券排行榜)

承销商法律顾问排名第一  
(彭博 2019 年度亚洲  
(日本除外) 发行人 G3 货  
币债券排行榜)

下图阐释了我们将在未来五周探索的一些关键课题。



我们在2020年4月28日举办了债务管理系列网络研讨会的第一期，这个客户通讯是这次研讨会的后续补充说明。

我们殷切期望这一系列的网络研讨会及相关的客户通讯能对您有所帮助。如果您有任何疑问，欢迎随时与我们或您的日常年利达联系人联系。

## 简介

对于发行人来说，债务管理在今时今日比以往任何时候都更具价值——无论是为了优化资产负债表和资本结构，管理与投资者的关系，应对业务和市场的新发展或监管格局的新变化，或出于其他商业和法律考量，发行人日益关注如何更有效地重新调整其负债权益。鉴于过去几年来中国大陆、香港和亚洲其他主要司法管辖区的债券发行数量庞大且种类繁多，加上近期市场波动加剧，债务管理变得尤为重要。

在本个客户通讯中，我们会讨论中国大陆、香港和亚洲其他主要司法管辖区的近期市场走势并将对债务管理的几个主要类型进行概述，重点关注交易中经常出现的一些关键定价问题及其他结构性问题，我们也将会在后续的网络研讨会中对这些问题进一步详细介绍。本系列网络研讨会主要侧重在美国以外进行的

债务管理，但我们的第五期即最后一期网络研讨会和客户通讯将会主要讨论美国法下关于债务管理的法律问题。

## 近期市场走势

自2020年三月以来，全球金融市场出现了前所未有的动荡，几乎令亚洲的公开债券市场陷于停滞，并导致大幅定价异常。信用较强的发行人已经开始计划，其中一些已经完成，利用价格的异常来进行公开市场回购及回购要约。

与此同时，许多面临遵守契约压力及债务即将到期压力的发行人也正在考虑以回购要约、交换要约及征求同意的形式以积极管理其债务风险。鉴于息差大幅增加，许多潜在发行人在考虑管理其现有债务的同时，也在同步考虑计划向市场发行新的债券。

对于中国大陆的发行人而言，近期出现了两个有趣的趋势。第一，政府或其代理人在债券市场中的干预导致发行人姊妹公司作为回购要约或交换要约的要约人或保荐人的情况有所增加。第二，债券持有人也更加活跃，更主动地采取行动维护自身的权益，而许多亚洲发行人对债券持有人态度的转变仍然相对缺乏准备。

在亚洲的债务重组领域，我们看到的机遇主要分为两类——其一为，借款人迫切地期望得到“即时”的再融资方案，但很难寻求到解决方案；其二为，已进行过重组的现有客户难以履行其重组后需履行的义务，尤其是当重组时贷款人提供的融资额度是基于以往所预期的现金流而定，而现金流却因为市场环境的恶化而受到严重影响。

债务重组的机会可能对债务即将到期的公司、接近再融资日期并且再融资将面临极高利率的公司以及出售资产以偿还借款的公司而言尤为重要。某些行业公司也更有可能会面临压力，例如休闲及酒店行业、天然资源行业以及近期受影响非常严重的航空及零售行业。

## 主要债务管理类型

### 公开市场回购

发行人若希望从市场上回收少量债券，则通常会选择进行市场回购。这种回购往往择机进行，主要利用价格或市场异常时，在二级市场价格水平的基础上以较低的溢价回购相对少量的债券。公开市场回购的价格和其他条款通常由发行人（一般通过金融中介）与卖方私下协商。

发行人经常关注的一个问题是其在回购之前或之后是否负有任何披露义务。我们将在下一期网络研讨会和客户通讯中对该问题进行详细讨论。一般而言，在以下两个条件满足的情况下，无需披露公开市场回购：(i) 回购的债券数量不超过相关的证券交易所上市规则所规定的披露标准（例如，就香港交易所而言，为原始发行规模的10%及其后的每5%；就新加坡交易所而言，为本金总额（根据首次债券上市时的本金金额计算）的每5%），且(ii) 回购本身根据相关证券交易所的内幕交易（或其他等效）规则不会被视为价格敏感信息。

## 回购要约

回购要约是发行人向债券持有人要约以现金回购其部分或全部债券的一种债务管理形式。回购要约所采取的具体结构将取决于发行人的商业目标，例如：

- > 发行人是希望从市场上回购尽可能多的债券还是仅回购部分债券并设定所希望回购的封顶数额。
- > 发行人是否希望设定其愿意支付的回购价格，或是希望由债券持有人投标回购价格。在以下几种情形时，发行人会选择后者：(i) 发行人仅回购部分债券并设定所希望回购的封顶数额（在这种情况下，荷兰式拍卖对于要约价格的决定方式会在债券持有人决定所要投标的回购价格时造成一定的价格竞争）；(ii) 二级市场价格波动相对较大；或(iii) 发行人在发起回购时不希望明确其所愿意支付的回购价格。

发行人要考虑的另一个结构性因素是，是否希望在回购要约的同时发行新债券以形成一个“合成”交换。在这种结构下，出售现有债券的债券持有人可以选择以现有债券置换新的债券或要求发行人支付现金。另外值得注意的是，在某些特定情况下有些发行人会选择在清算系统之外进行加速回购要约，但这样做可能会带来额外的风险。所有这些问题将在我们的下一期网络研讨会和客户通讯中进一步详细讨论。

## 交换要约

交换要约是发行人以新发行债券交换其现有债券的一种债务管理形式。在决定采用交换要约还是回购要约时，发行人需要考虑多种因素，包括：

- > 可用现金数额；
- > 采用交换要约所需的额外时间及成本；
- > 现有债券的性质和债券持有人的总体意愿（例如，债券持有人可能仍希望作为贷方持有债券，同样的，永续债券的持有人也可能更愿意获得新债券而非获取现金）；
- > 若同时发行新债券，交换要约可以设计以基准规模发行新债券；及
- > 所需监管批准的性质（例如，中国国家发展和改革委员会备案登记）。

这些问题将在第三期网络研讨会和相应的客户通讯中进行更深入的分析。

## 征求同意

征求同意指发行人为修改现有债券的条款与条件而发起的征求债券持有人同意的一种债务管理形式。征求同意可以采取多种形式，譬如书面同意、债券持有人会议，或在纽约法律管辖下的债券可采取的在限定时限内随时递交同意的形式。一般而言，通过征求同意所需取得的债券持有人同意的相关门槛取决于修订的性质（例如，通常情况下，针对一般条款的修订或豁免仅需要获得多数债券持有人的同意，而针对“金钱”条款（如还本付息的期限和金额）的任何修订则需要绝对多数债券持有人的同意，但若相关债券文件对此门槛有任何特别规定，征求同意需遵守该等规定）。

如果发行人希望通过某种方式可修改债券的条款与条件进而达到约束现有全部尚未偿还的债券的目的，征求同意是适合的方式。事实上，如果发行人进行征求同意的目的是加入提前赎回权进而全数赎回所有尚未偿还债券，则征求同意可与交换要约或回购要约相互结合，从而实现100%的赎回（一般称为“强制挤出”）。通常强制挤出的做法为，征求同意与交换要约或回购要约相互结合，若债券持有人接受交换要约或回购要约，则其将被视为就增加发行人提前赎回权的特别决议投赞成票，从而满足修订该条款所需的门槛，进而允许发行人提前赎回未接受交换要约或回购要约的债券持有人所持有的债券，以达到赎回所有现有债券的目的。然而，若采取这种形式，发行人应认真考虑设计强制挤出的结构，避免多数债券持有人压制少数债券持有人或者多数债券持有人滥用权力，尤其是在有情况显示多数债券持有人并非真诚地以债券持有人整体利益作为出发点行事时。我们将在第四期网络研讨会与相应的客户通讯中深入讨论这一问题，我们也会一并讨论征求同意其他常见问题，如信托人的角度及发行人面临的债券持有人不同意修改条款的挑战。

## 债务重组

如果在特定情况下发行人不可能或不适合采用债务管理的形式，发行人也可有若干债务重组的选择。基于多种原因，债务管理未必是最合适发行人的方法，例如(i) 发行人可能无法满足为避免违约所需的债券持有人同意的门槛要求以实施对债券条款的修订，(ii) 发行人可能面临其债券技术性付款违约的情况，从而可能触发其他融资项下的契约违约，或(iii) 发行人可能希望在其各类的债权人之间实施“强制破产”。

在发行人希望修订债券条款与条件但无法或不想通过债务管理的方式完成时，主要有三种方式供发行人选择。其一为实行一个暂缓还款协议，该协议的主要目的是为债权人和发行人创造一个安全的空间，以便在保留各方权利的同时，就重组条款进行讨论。其二为通过一项债务偿还安排达成一致同意的交易，该债务偿还安排实际上是一项法庭程序，对发行人的债务作出妥协。在债务偿还安排中，倘若满足所需的门槛要求，各反对的债权人也将受该机制的约束，而其债券或其他债项将根据债务偿还安排下的条款予以修订。其三为美国《破产法》中第11章的相关程序。在亚洲该方式通常只适用于面临困难的大型公司，发行人将面临的法律程序也更加密集且费用也更加高昂。

## 敬请期待: 2020年5月5日 —— 本所下一期网络研讨会 — 回购要约和公开市场回购

敬请参加本所下一期关于回购要约和公开市场回购的网络研讨会，我们将讨论以下内容：

- > 公开市场回购之前与之后的披露义务以及内幕消息问题；
- > 回购要约的不同定价机制及其他结构性特点；
- > 回购要约与新债券发行的结合；及
- > 在清算系统外进行的加速回购要约。

## Contacts



**刘克诚**  
合伙人, 中国香港  
电话: (+852) 2901 5257  
[william.liu@linklaters.com](mailto:william.liu@linklaters.com)



**吴文杰**  
合伙人, 中国香港  
电话: (+852) 2842 4172  
[michael.ng@linklaters.com](mailto:michael.ng@linklaters.com)



**Andrew Payne**  
合伙人, Singapore  
电话: (+65) 6692 5890  
[andrew.payne@linklaters.com](mailto:andrew.payne@linklaters.com)



**温爱玲**  
顾问, 新加坡  
电话: (+65) 6692 5837  
[grace.wee@linklaters.com](mailto:grace.wee@linklaters.com)



**郑采姚**  
高级律师, 中国香港  
电话: (+852) 2901 5566  
[karen.cheng@linklaters.com](mailto:karen.cheng@linklaters.com)

关于一般性询问，请联系

年利达律师事务所

中国香港

遮打道, 历山大厦 11 楼

电话: (+852) 2842 4888

传真: (+852) 2810 8133/2810 1695

[linklaters.com](http://linklaters.com)

This publication is intended merely to highlight issues and not to be comprehensive, nor to provide legal advice. Should you have any questions on issues reported here or on other areas of law, please contact one of your regular contacts, or contact the editors.

© Linklaters. All Rights reserved 2020

Linklaters operates in Hong Kong through the Hong Kong branch of an English law partnership under the name of Linklaters. Linklaters is affiliated with Linklaters LLP, a limited liability partnership registered in England and Wales with registered number OC326345. Linklaters LLP is a law firm authorised and regulated by the Solicitors Regulation Authority. The term partner in relation to Linklaters LLP is used to refer to a member of the Linklaters LLP or an employee or consultant of Linklaters LLP or any of its affiliated firms or entities with equivalent standing and qualifications. A list of the names of the members of Linklaters LLP and of the non-members who are designated as partners and their professional qualifications is open to inspection at its registered office, One Silk Street, London EC2Y 8HQ, England or on [www.linklaters.com](http://www.linklaters.com). This document contains confidential and proprietary information. It is provided on condition that its contents are kept confidential and are not disclosed to any third party without the prior written consent of Linklaters. Please refer to [www.linklaters.com/regulation](http://www.linklaters.com/regulation) for important information on our regulatory position.

We process your data in line with our Global Privacy Notice. You can view this at [www.linklaters.com/en/legal-notices/privacy-notice](http://www.linklaters.com/en/legal-notices/privacy-notice).

To opt-out of receiving any marketing emails from us, or to manage your email preferences and the personal details we hold for you, please contact: [marketing.database@linklaters.com](mailto:marketing.database@linklaters.com).