

债务管理交易深入研究第二期： 回购要约及公开市场回购

2020年5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，与您深入探讨债务管理交易。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：

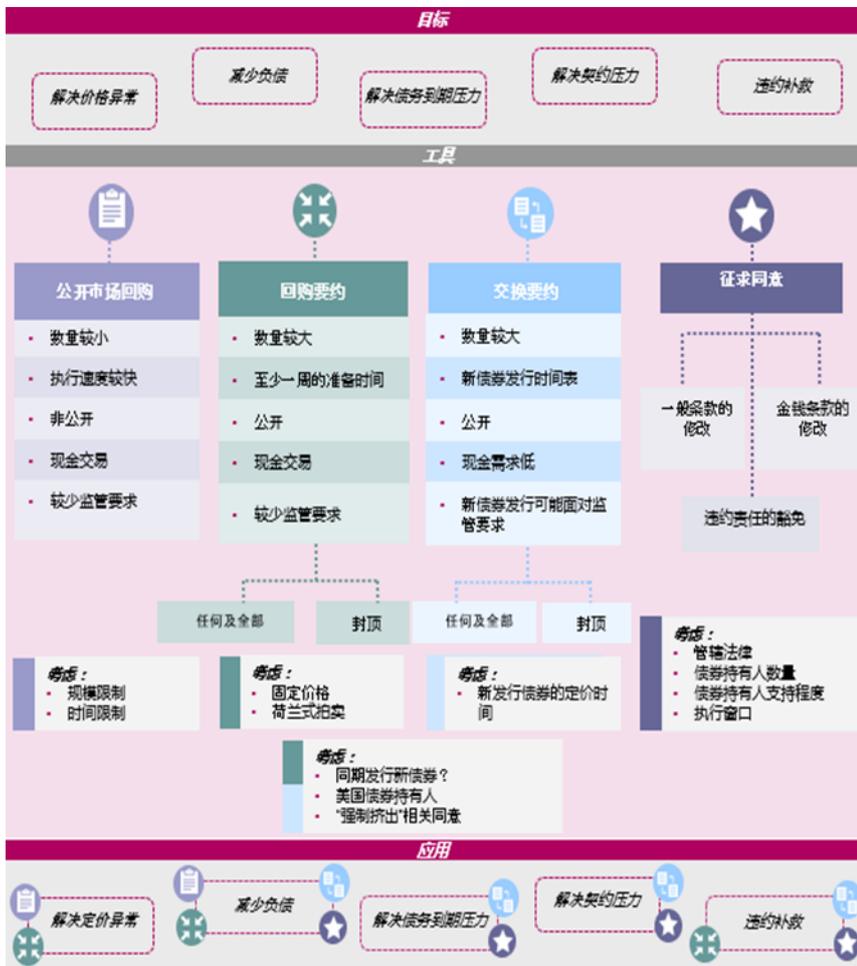
- > 第三方回购要约或交换要约是否可行？
- > 我们如何找到债券持有人？
- > 我们能否在交易启动和正式宣布交易前与债券持有人进行预沟通？如果可以，什么内容可以透露？什么内容不可以透露？
- > 在宣布回购要约前，发行人能否继续在公开市场回购其债券？
- > 在什么样的时点和情形下发行人会想要进行 (a) 回购和交换要约，(b) 回购要约和征求同意，或 (c) 交换要约和征求同意？
- > 在宣布回购要约、交换要约或征求同意前，我们可否提前锁定主要债券持有人的支持？
- > 在现有债券通过美国存管信托公司 (DTC) 清算的情况下，我们是否可以排除美国债券持有人的参与？
- > 在宣布回购要约、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五期网络研讨会中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，在该期研讨会中，我们讨论了债务管理对于发行人的巨大价值——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。

这个客户通讯是我们针对资本市场客户于2020年5月5日举办的第二期研讨会后续补充说明。

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

在本次网络研讨会中，我们对回购要约和公开市场回购进行深入探讨，包括：

- > 潜在的法律限制问题；
- > 披露义务以及内幕消息考量；
- > 债券持有人身份识别以及与美国债券持有人的交易；

- > 最短要约收购的开放期；及
- > 涉及回购要约与新债券发行的组合结构。

在本期网络研讨会中，我们主要聚焦在美国境外进行的债务管理。而在美国境内的债务管理的相关事宜将在我们的第五期（即最后一期）的网络研讨会和客户通讯中进行讨论。

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。

回购要约

回购要约是发行人向全部或绝大部分债券持有人要约以现金回购其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金额。
- > 发行人是希望设定其愿意支付的回购价格，还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金额（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。

关键事项

审阅债券条款

在筹备任何债务管理前，需要谨慎审阅债券的条款与条件。虽然通常来说，亚洲地区大多数债券的条款与条件允许发行人在公开市场上回购债券或通过要约回购债券，但并非总是如此。譬如，对于高收益债券的发行人来说，以公开市场回购或回购要约的方式回购债券通常被视为受限支付，因此除现有条款特别允许了特定的除外条款的情况外，发行人如要以公开市场回购或回购要约的方式进行回购将会受到限制。

此外，债券条款与条件可能会禁止发行人对所回购的债券再次出售。亚洲地区的债券的条款与条件通常规定发行人在回购债券后需立即注销所回购的债券。

遵守披露义务

市场上的大多数债券会选择在证券交易所上市，或由其股票在证券交易所上市的发行人发行。因此，发行人在回购任何债券（无论是通过市场回购还是回购要约）之前，应仔细考虑相关证券交易所的相关要求。

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)** 回购的债券金额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。另一方面，对于回购要约而言，由于回购要约是发行人向全部或绝大部分债券持有人提出的，所以大多数情况下都需要在宣布交易、回购要约接纳及结果和回购要约交易完成时进行公开披露。

关于内幕消息和内幕交易的问题往往十分复杂，应寻求具体的法律意见。一般来说，内幕消息是指通常不为市场所知、但可能会对债券价格产生重大影响的实际信息。虽然对于何为内幕消息没有详尽的清单可作为参考，但在认定内幕消息时通常应考虑以下问题：

- > 债券回购本身是否为内幕消息？
- > 发行人是否有未公开的财务数据？新一期财务数据是否符合市场预期？
- > 发行人是否存在任何重大重组、并购活动或业务变化？

如果发行人的债券在欧盟的受监管市场或多边交易平台交易挂牌，也需考虑欧盟法规《市场滥用条例》（俗称“MAR”）的相关要求。

债券持有人身份识别

在筹备回购要约或其他债务管理时，为更准确地确定具体的债务管理形式和框架，发行人可选择提前确定当前的债券持有人身份。尽管欧洲清算系统（Euroclear）和明讯银行（Clearstream）对债券持有人的具体信息保密，但仍可以通过进行司法管辖区调查以确定债券持有人的地点、托管账户数量和所持债券的集中度。例如，可以从司法管辖区调查中判断债券持有人是否来自亚洲、美国或欧洲，以及债券持有人类型（机构投资者或是私人银行客户）。作为准备和计划回购要约的一部分，对债券持有人所在的司法管辖区有大致的了解对发行人的具体计划会有所帮助。

市场上有专门提供债券持有人身份识别相关服务的供应商，其提供的服务主要为：

- > 基本服务：确定托管人（和债券持有人）所在国家。该服务通常按每ISIN代码所代表的债券收费（即若发行人有增发债券，该增发债券与原债券为同一ISIN代码，则按一笔收费），每个ISIN代码收费约为**500至800美元**。该流程相对较快，通常在五个工作日内即可获得相关信息。
- > 高级服务：确定债券持有人以及其主要决策人员的名单。此过程较为复杂，涉及尝试从原始债券持有人分配列表中追踪当前债券的所有权，以及要求债券持有人通过清算系统自愿披露其身份。根据具体所需的高级服务，每个ISIN代码收费约为**10,000至15,000美元**，整个过程大约需要两到三周的时间。

排除美国债券持有人

亚洲发行人进行的回购要约通常会设计将美国债券持有人排除在外，以避免需遵守适用美国证券法规定的回购要约规则。如果仅有一小部分债券由美国债券持有人持有，则设计回购要约的结构以符合美国回购要约规则可能会不必要地使流程复杂化，并增加发行人的成本。

对于以144A规则发行债券的亚洲发行人而言，设计将美国债券持有人排除在外的回购要约可能有较大难度，因为发行人所发行的债券可能已被大量的美国人士持有。但即使在这种情况下，仍可以通过巧妙设计回购要约的结构排除美国债券持有人以确保债券将不进入美国境内交易。例如，回购要约应仅通过Euroclear和Clearstream进行，而非通过DTC进行，且要求债券持有人确认其不是美国人士。这种结构具体是否可行也要取决于债券发行时的清算安排——以144A规则发行的债券可以通过多种方式清算，包括DTC和/或Euroclear和Clearstream的各种组合。

此外，对于通过DTC所清算的债券，尽管回购要约可设计为不通过DTC进行，但仍有涉及DTC的实际问题需考虑，包括所需发布的通知和回购要约完成时的结算必须通过DTC进行。关键是要确保涉及DTC的此类程序仅在开放期截止后进行。

需要特别注意的是，在进行债务管理交易时（尤其是在征求同意的情况下），排除美国债券持有人并非总是可行。在本系列网络研讨会第五期中，我们将更深入地探讨这一问题以及回购要约和债务管理在美国证券法下的相关内容。

时间至关重要

最短开放期

通过Euroclear和Clearstream进行的回购要约，开放期需至少为5个工作日。这是为了确保所有债券持有人都有足够的时间对其通过Euroclear和Clearstream收到的任何信息作出决定。如果回购要约受限于美国证券法规定的要约收购规则，则开放期需至少为20个工作日，若回购要约的重要条款发生变化，该期限需再延长10个工作日。

发行人在为鼓励债券持有人尽早接受要约对价而设置早鸟激励机制（例如早鸟费）时，也需谨慎考虑相关早鸟激励机制的期限，如果期限太短，Euroclear和Clearstream有可能会提出反对。在特定情况下，将早鸟激励机制设计为在清算系统外进行可能更为符合发行人的需求。

加速回购要约

加速回购要约是指发行人直接在清算系统外与债券持有人取得联系以加速进行回购的要约形式。这种要约形式在两种情况下比较常见：(1) 可转换债券和可交换债券：这类债券通常由相对少量的投资者持有，并且债券持有人习惯于以较快的速度作出投资决定；(2) 由主权信用发行债券：大多数的债券持有人购买该类债券采取买入及持有的策略。在加速回购要约中，交易商将协调回购要约的整个进程：直接与债券持有人联系，结算并支付要约对价以及债券的转让——这有效地取代了清算系统通常会扮演的角色。加速回购要约的开放期通常不超过1个工作日。

加速回购要约一般不适用于其他公司债券。与加速回购要约相关的一些额外风险包括：

- 由于没有准备正式的披露文件，因此确保回购要约过程中所传播信息的一致性非常重要；

- > 各方需要合理地相信可与全部或绝大部分债券持有人取得联系（并考虑发行人是否会向任何错过初始报价的债券持有人后续提出同样回购要约条款）；及
- > 交易商作为结算银行需行使结算支付要约对价以及债券转让的职能，这会增加交易商的风险（例如在交易失败的情况下）。

回购要约的其他结构

回购要约与新债券发行相结合

鉴于全球长期利率预计将在一段时间内保持在历史低位，发行人也会寻求回购要约和发行新债券相结合的方式。这种方式实际上为变相的交换要约，但执行起来更为简单。对于发行人而言，这种变相的交换要约使其能够主动地延长债务期限，并降低总体融资成本。在回购要约和新债券发行相结合的交易中，回购要约和新债券发行通常相互关联，因此新债券的发行需要在回购要约对价向债券持有人支付之前完成。发行人也可以选择向参加回购要约的现有债券持有人提供新债券的优先配发权，通过优惠安排增加交易的吸引力。

在新债券发行和回购要约相结合时，需注意以下事项：

- > 确保回购要约与新债券发行在商业目标上保持一致（例如，对于发行人来说，回购要约中债券持有人接受的比例和新债券发行规模哪个更为重要）；
- > 考虑将回购要约与新债券发行明确关联是否存在任何法律限制（例如在某些情况下，可能无法为投资者提供优先配发代码）；及
- > 考虑发行人是否有足够的资金（或已安排过渡性融资）来进行回购要约的结算。虽然实践中新债券的发行和回购要约通常在同一天结算，以避免投资者对发行人的风险敞口“加倍”，但通常新债券发行的所得收益无法在相关清算系统付款截止时间到位以用来结算回购要约的对价。

敬请期待: 2020年5月12日 —— 本所下一期网络研讨会 — 交换要约

敬请参加本所下一期关于交换要约的网络研讨会，我们将深入讨论以下内容：

- > 进行交换要约的原因；
- > 如何在交换要约中对新债券定价；
- > 交换要约与新债券发行的相互作用，包括对时间表的考量；及
- > 进行交换要约与延长现有债券的到期日的区别。

主要联系人



刘永扬

合伙人, 香港特别行政区

电话: (+852) 2842 4182

terence.lau@linklaters.com



俞汉文

合伙人, 香港特别行政区

电话: (+852) 2901 5439

hanwen.yu@linklaters.com



纪泰旭

顾问律师, 香港

电话: (+852) 2901 5442

taiki.ki@linklaters.com

关于一般性询问, 请联系

年利达律师事务所

中国香港 香港特别行政区

遮打道, 历山大厦11楼

电话: (+852) 2842 4888

传真: (+852) 2810 8133/2810 1695

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. 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 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.

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.