

债务管理交易深入研究第五期： 美国境内有关债务管理的法律问题

2020年6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后，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。



这个客户通讯是我们针对债务资本市场客户于2020年5月26日举办的第五期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

在本期网络研讨会中，我们对影响到债务管理交易的一系列常见美国法律问题进行深入探讨，包括：

- > 如何在交易中排除美国债券持有人；
- > 交换要约中涉及的美国法律考虑因素；
- > 征求同意交易中的“新证券”原则；

- > 受纽约法管辖债券的征求同意交易的程序和条件；以及
- > 美国“简易回购要约”结构的常见问题。

美国法法律问题概览

我们之前四期网络研讨会所涵盖的种类广泛的债务管理交易已涉及到美国法律的不同方面。这些美国法律问题通常可归为以下四个方面的考量：

- > 规范回购要约的法律。就债券而言，主要考虑是若此回购要约受美国法约束，则需提供至少20个工作日的最短回购要约开放期，以及其他相关的时间考虑。
- > 规范对任何证券的要约和销售的法律。除非受到豁免，否则向美国购买者进行的任何证券相关的要约或销售必须根据美国证券法进行注册。为了获得美国证券法下的豁免，相关证券交易必须以满足适用的豁免条件的方式进行文件准备和结构设计。在进行交换要约交易，以及进行被视作就新证券进行要约的征求同意交易时，应将上述法律纳入考虑。
- > 与披露相关的法律。根据美国法律，在进行证券的要约和出售时需要准备一份达到特定标准的披露文件，以向投资者提供所有重大信息。就回购要约而言，即使没有要约出售债券，其仍然受限于所谓的10b-5责任，以确保受要约人能够获得与回购要约本身有关的所有重大信息。
- > 与相关合同和协议的适用以及解释相关的美国法律。尤其亚洲的许多债券交易文件都以纽约法为管辖法，应当考虑到受纽约法管辖的契约与受英国法管辖的信托契据在债券条款修改及豁免的规定方面有关键性的不同。

排除美国债券持有人与避免使用受美国司法管辖之方式

我们经常提及“排除美国债券持有人”，但这并不是准确的说法。

在S规则下进行的要约中的“美国债券持有人”的概念与回购要约无关。为了避免适用美国回购要约条例，我们希望避免的是使用受美国司法管辖之方式，即，避免向美国境内或通过设在美国境内的机制进行沟通和交易。这不仅意味着排除在美国境内的债券持有人的参与，还意味着：

- > 不联系或招揽在美国的债券持有人，也不向其传播材料（即使在美国的债券持有人进行反向询问）；
- > 要约文件中的限制性文字；
- > 持有者声明（或视作声明）其不在美国；以及
- > 在公开宣传上的限制。

对于最初根据S规则发行的，并且通过欧洲清算系统（Euroclear）/明讯银行（Clearstream）清算的债券的发行人来说，这通常没有问题。在这样的情况下，回购要约材料将只在美国境外分发，加上适用的限制性文字和持有人声明，发行人没有理由会被认为通过受限于美国司法管辖的要约方式进行回购要约。

然而，对于曾按照144A条例进行债券发行的亚洲发行人来说，避免使用受美国司法管辖的方式可能是一项挑战，因为美国债券持有人可能持有大量的债券，而且这些债券很大可能曾通过美国存管信托公司（DTC）进行清算。在这样的情况下，可能需要其他更多的程序来避免使用受美国司法管辖的方式：

- > 回购要约材料只能通过Euroclear和Clearstream分发给“S规则”的债券部分（即美国境外部分），而不能通过美国存管信托公司（DTC）分发（且不可向在美国的债券持有人分发，即使在美国的债券持有人进行反向询问）；
- > 参与的债券持有人需要确认（或被视为确认）他们不在美国；
- > 任何需要通过DTC向债券持有人提供的通知仅能在回购要约到期后发出；以及
- > 在回购要约通函中加入限制性文字。

美国回购要约条例不适用于征求同意的情况，除非它是结合了回购要约和征求同意的“强制挤出”或“同意退出”交易。独立的征求同意的邀请通常可以向所有债券持有人（包括美国的持有人）发出。但是，如果该征求同意涉及修改核心的经济性条款，则对该同意的征求可被视为就一支新债券的出售要约，该交易的文件准备以及结构设计将按照新债券发行进行。本文稍后将讨论这一“新证券”原则。

交换要约的美国法律问题考量

从美国法律分析的角度来看，交换要约是回购要约和发行新债券的结合。因此，交换要约需要遵守上述讨论的所有关于回购要约的限制，并且需像正常发行一样准备披露文件和遵守销售限制。

对于被设计成以避免美国司法管辖的交换要约，其新债券应在S规则下发行，并排除美国受要约人的参与。

对于面向包括美国债券持有人在内的交换要约，新债券通常会发行给合格机构投资者（QIBs）。在美国，受要约人的QIB地位需要在派送要约材料之前通过陈述函/证书进行预认证。要约材料应按照144A条例发行的标准准备。

由于向美国债券持有人提出交换要约必然涉及到使用受美国司法管辖的方式，并因此受到美国回购要约条例约束，所以从时间角度而言更好的选择可能是发行人将交换要约设计为“简易回购要约”，如本文稍后详述。

“新证券”原则

一般来说，对债券条款的修改不被视为要约与出售债券，故其无需符合美国证券法对于债券出售的方式和披露的要求。然而，如果对债券条款的某项修改影响到了该债券最基本的“经济性条款”，则该修改可被视为发行和出售新债券，因为债券持有人将对旧债券作出新的投资决定。

因此，任何会影响到下列条款的征求同意需要经审慎考虑：

- > 延长到期日；
- > 减少应付本金或利息；
- > 修改提前赎回的价格；
- > 修改支付地点或支付货币种类；以及/或
- > 修改债券违约时债券人的权利。

一般而言，对约束性条款的修改不被视为发售新的证券。

如果征求同意涉及了会使之成为新证券的条款修改，则发行人须遵守发行债券通常涉及的所有限制，即准备发行通函中的适当披露、遵守销售限制等。在实践中，发行人一般很少实施该种征求同意。

受纽约法管辖债券的征求同意的条件和程序

根据144A条例和S规则发行的债券的契约无需符合美国1939年信托契约法的规定。因此，对于此类债券条款的修改而言，其要求本质上属于合同约定。

受纽约法管辖的债券契约通常允许三类修改：（一）不会对债券持有人造成重大不利影响，且因此不需要债券持有人事先同意的技术性修改；（二）需要所有或接近所有债券持有人同意的对基本条款的修改；（三）通常需要持有存续债券本金50%以上的债券持有人同意才能进行的其他修改。

需要所有债券持有人一致同意才能修改的条款通常包括（但不限于）：（一）改变债券的到期日；（二）降低债券的本金或利率；（三）改变债券的货币种类；（四）降低为同意某项修改或豁免，债券持有人必须合计达到的债券本金持有额门槛；（五）损害债券持有人在相关到期日当天或之后对任何付款提起强制执行的诉讼的权利；（六）解除任何担保人对债券的担保义务，或解除以债券持有人为受益人的抵质押，除非债券契约另行允许此类解除；以及（七）对修改和豁免条款本身作任何修改。

发行人一般很难获得所有债券持有人对此类修改的一致同意。因此，如果发行人想要修改这些条款，其最好同时进行其他债务管理交易，例如同时进行“退出”回购要约或就新证券进行交换要约，以达到修改相关条款的效果。

纽约法管辖的契约中约定的征求同意程序通常以“电子同意”或“书面同意”的形式进行。这与英国法管辖的文件下的征求同意程序不同。在英国法管辖的文件下，发行人通常可以召开债券持有人会议以期通过建议修改相关的决议。英国法所管辖的文件通常规定了此类会议的法定人数和在此类会议上通过决议所需的表决门槛，而在延期会议中，法定人数的要求通常更低。

简易回购要约（ATOs）

2015年，美国证券市场的主要监管机构—美国证券交易委员会（SEC）发布了一份“不采取行动函”，此函实质上允许发行人将20个工作日的最短要约开放期缩短至5个工作日。

简易回购要约的关键要求如下：

- > **非可转换债券** - 简易回购要约只适用于非可转换债券，但它可以包括多个系列或级别的债券；
- > **非第三方要约** - 简易回购要约应仅由债券发行人、发行人母公司、担保人或其子公司发出；
- > **“任何和全部”要约** - 简易回购要约必须向所有债券持有人发出，并且必须接受“任何和全部”债券，即，不能对收购的金额设置上限或仅接受某些债券持有人的投标；

- > **现金或“合格债券”** – 发行人必须向接受简易回购要约的债券持有人支付现金或“合格债券”（即，以与旧债券条款基本相同的新债券交换旧债券的交换要约，其只能以现金支付利息，并且新债券距其到期日必须比旧债券距该旧债券到期日的时间更长）作为对价；
- > **固定定价或基准定价** – 回购要约定价在很大程度上是固定的，或基于投标开始时宣布的基准利率与价差；
- > **无征求同意** – 简易回购要约不能与征求同意相结合，即不可同时进行“同意退出”；
- > **不以优先级别更高的债务进行融资** – 不能以比旧债券优先级别更高的债务的募集资金为简易回购要约融资；若某债务拥有额外的义务人/担保人/抵押品、或离其到期的平均加权时间更短、或以其他方式在受偿上具有优先级，则被视为优先债务。

以下事项可能导致回购要约不具备符合简易回购要约的条件：

- > **违约事件** - 发行人在重大信贷协议或契约下违约；
- > **破产** – 发行人处于破产程序中或正与债权人的协商程序中；
- > **控制权变更** – 因为预期有控制权变更或其他涉及发行人的重大特殊交易（例如合并）发生，或作为对此类事件的回应，而提出回购要约；
- > **其他投标要约** – 因为预期、或作为对对发行人的证券的其他回购要约的回应而提出的回购要约；
- > **资本结构的变化** – 回购要约与发行人对其所发行的另一系列证券的回购要约同时提出，以增加义务人、担保人、抵押品或缩短该另一系列证券离到期的平均加权时间；
- > **重大收购/资产处置** – 回购要约在重大收购或资产处置开始或公开宣告的十个工作日内开始，该等收购或资产处置需要根据SEC规则提供交易后“模拟”财务信息。

为避免简易回购要约不符合要求，我们还需仔细考虑以下情况：

- > **根据美国时区和某些公告要求选择要约时机** – 当发行人决定回购要约时间表时，需要考虑美国东部时区。例如，要约必须开放至发出要约的第五个美国工作日美国东部时间下午五点。此外，如果发出回购要约或交换要约时尚未确定对价或定价，则最终利率或价差必须在要约到期日的前一个工作日美国东部时间上午9点前公布，且确切的对价或利率必须在要约到期日的美国东部时间下午2点前公布。这不同于不受美国法管辖的回购要约，即最终定价可以在回购要约到期后才公布。
- > **融资条件** – 简易回购要约可以以获得必要的融资（例如发行新债券）为条件，只要该条件满足与否不是由发行人自行酌情确定，且该条件已明确披露。
- > **“瀑布”结构** – 只要明确披露，使用“瀑布”结构可以为多系列债券提出简易回购要约，且回购可按一定付款顺序进行排序。但是，发行人需要仔细考虑融资条件，以及这些条件会如何影响特定系列的要约的终止。此外，美国简易回购要约机制不赞成跨系列“挑选”债券。

主要联系人



安炯重

合伙人, 香港特别行政区
电话: (+852) 2842 4199
hyung.ahn@linklaters.com



Shan Jiang

高级美国律师, 香港特别行政区
电话: (+852) 2901 5037
shan.jiang@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.