

债务管理交易深入研究第三期： 交换要约

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资本市场客户于2020年5月12日举办的第三期研讨会
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，我们对交换要约进行深入探讨，包括：

- > 发起交换要约的原因；
- > 进行交换要约时所需考虑的定价及结构问题；
- > 新系列债券发行及交换要约同时进行所需考虑的实际及商业问题；及
- > 其他在设计交换要约结构时需考虑的问题，包括第三方交换要约以及锁定
主要债券持有人支持等。

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法律问题将在我们的第五期（即最后一期）的网络研讨会和客户通讯中进行讨论。

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。准备交换要约及执行交换要约所需的时间通常比公开市场回购或回购要约要多。一般而言，所需的时间与标准的新债券发行大体一致，并会视乎交换要约下的新债券发行是为单独发行还是中期票据计划下的提取发行而有所不同。

为何要发起交换要约？

发起交换要约的原因

发行人发起交换要约的原因有很多种，例如：

- > 发行人已发行的债券可能临近到期而发行人希望可通过延长到期日的形式进行再融资；
- > 若发行人有计划发行新债券，可设计在进行新债券发行的同时进行交换要约，从而使新债券发行达到基准规模；
- > 第三方要约人希望通过其信用发行新的债券交换其他发行人已发行的债券从而为已发行债券（可能已变为不良债券）的投资者提供退出投资或改善其长期投资前景的途径；及
- > 针对特定产品类型的特殊原因，例如：
 - > 若现有可转换债券的转股价远远高出发行人的现时股价，发行人希望为现有可转换债券持有人提供将现有可转换债券与新的转股价较低的可转换债券交换的机会，尤其是当现有可转换债券到期日临近或债券持有人有权要求发行人提前赎回条款中所规定的赎回日临近的情况下；及
 - > 在监管资本领域，若发行人现有的监管资本工具成为了较为昂贵的融资途径，发行人希望以新发行的监管资本工具来替代现有的监管资本工具。特别是当过渡性资本规则导致现有监管资本确认被摊销，并且预计在该监管资本工具存续期内将进一步取消其确认时，发行人希望发起交换要约，以新发行的、符合最新资本规则的监管资本工具来取代现有监管资本工具的愿望，尤为强烈。

采用回购要约还是交换要约？

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投资人持有债券而非获得现金）；及
- > 所需的监管批准（例如，中国国家发展和改革委员会备案登记）。

回购要约和交换要约同步进行？

如果发行人希望回购尽可能多的现有债券，可以设计在回购要约的同时进行交换要约，向投资者提供支付其现金或以新债券置换现有债券的选择。如果发行人的可用现金数额有限，但仍希望鼓励债券持有人退出其所持的现有债券，则可以选择对现金回购要约设定回购上限，并引入交换要约以最大限度地提高债券持有人的整体参与度。

定价及结构问题

发行人在构建交换要约初步框架时所需考虑的因素包括：

- > 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？
- > 债券利息和/或舍入金额（即低于最低可交易金额的数额）是否会以现金或新的债券的形式支付给现有债券持有人？
- > 是否会设置新债券的最低发行规模作为交换要约的条件？

发行人还需考虑在交换要约的背景下，新债券发行如何定价以及何时定价的问题。设计交换要约中新债券发行的定价有多种方式，常见的有以下三种：

- > **宣布交易时：**在宣布交易时确定新债券发行的全部定价条款（除发行规模外）。这种方式为发行人提供了更多新债券发行条款的确定性，但也导致发行人因此承受较长时间的市场风险。
- > **在要约开放期间：**若发行人选择在要约开放期间定价，则最好在开放期截止日前的两到三个工作日宣布定价信息（除发行规模外），以确保定价信息及时通知给债券持有人。
- > **在开放期截止时间后：**在宣布交易时或要约开放期间，发行人会提供新债券发行的关键定价参数（如最低收益率）给债券持有人以便其作出投资决策。新债券的全部定价条款（包括发行规模）则会在开放期截止时间后不久确定。发行人在交换要约和新系列债券发行同步进行时常采用这种定价方式。

同时进行新系列债券发行及交换要约时所需考虑的问题

- > **如何拟定交换要约与新系列债券发行的时间表？**从市场推介的角度来看，交换要约与新系列债券发行是否会同时宣布交易？两者是否会在同一天交割？鉴于新系列债券发行会有簿记建档的过程，交换要约下的新债券应何时定价？例如，发行人可能会选择在新系列债券定价前公布交换要约的结果（或在特定情况下，公布指示性未具约束力的交换要约的结果），交换要约的结果可能会向市场释放积极信号，有助于新系列债券的簿记建档及定价。

- > **交换要约是否应以新系列债券发行的完成为前提？**若发行人希望通过交换要约及新系列债券发行确保整体新债券的发行达到一定的发行规模，且如果没有新系列债券发行则很难实现这一目的，则发行人可以将新系列债券发行的完成作为交换要约的前提条件。
- > **新系列债券发行应如何定价？**例如，若新系列债券发行下新债券的条款（比如发行价格）比交换要约下的新债券条款对债券持有人更有利，参与交换要约的债券持有人是否受到了不公平的对待？

其他需考虑的问题

第三方交换要约

第三方交换要约（或任何由第三方发起的债务管理形式）为我们呈现了一些有趣的问题，需要在构建交易架构初期予以考虑。例如：

- > **现有发行人应以何种程度参与交换要约？**这一问题会影响现有发行人是否会作为交易文件的签署方以及交换要约有关的相关公告将如何发布。此外，如果现有发行人完全不参与交换要约，第三方要约人可能无法完全掌控或知悉与现有债券及现有债券持有人相关的全部事项。例如，若现有债券的到期日在要约开放期内，现有债券的发行人可能在债券到期时赎回全部或部分现有债券；发行人也可能在要约开放期发布对现有债券价格具有重大影响的公告。
- > **第三方交换要约的商业考量是什么？**第三方要约人在交换要约完成后是否还会继续持有现有债券还是会选择注销因交换要约所获取的现有债券？
- > **第三方要约人是否有购买全部尚未偿还的债券的意图？**如有，要约人应在进行交换要约的同时（而非在交换要约完成以后）进行征求同意，在征求同意中加入提前赎回权进而有权在交换要约完成后全数购买所有未参与交换的债券从而达到强制挤出的目的。此外，第三方要约人应尽早与信托人沟通以便尽早地解决任何可能出现的问题或顾虑。
- > **尽早与清算系统进行沟通。**第三方要约人应尽早地聘请交换要约代理人，以便代理人可在交易启动初期就开始与清算系统进行沟通以便在宣布交易前取得清算系统对交易架构的认可。清算系统可能会对第三方交换要约的架构及原因提出特别的疑问或顾虑。他们可能还会要求第三方要约人提供其与现有发行人关系的相关信息。
- > **是否需要考虑涉及内幕消息相关问题，尤其是存在预沟通的情况下？**这个问题很大程度上取决于具体的事实情况并且需要综合考量现有债券的整体情况（例如，现有债券是否已变为不良债券或已处于违约）。

锁定主要债券持有人支持

发行人可能希望在宣布交换要约或进行其他债务管理活动前锁定一名或多名主要债券持有人的支持。若发行人有这方面的考虑，应当谨慎思考如何在宣布交易前与这类债券持有人进行预沟通（请特别注意我们在第二期研讨会中所讨论的预沟通原则）。若发行人已锁定主要债券持有人的支持，应考虑该情况是否

以及如何在发行通函中予以披露。例如，发行人可在发行通函中以指示性的表述披露其已收到特定比例的债券持有人的指示性意向表示将会参与交换要约。

在要约开放期内发布新的财务数据

如果发行人计划在要约开放期内发布新的财务数据，则应考虑如何从商业以及法律的角度处理这种情况。例如：

- > **推迟指令窗口：**发行人可选择推迟提交要约交换指令的窗口，使得该指令窗口在相关财务数据发布后（而非在宣布交易时）才予开启。
- > **授予自动撤销权：**发行人也可选择授予债券持有人自动撤销权，即允许债券持有人在财务数据发布后撤销其先前提交的指令的权利。然而此种方式较为繁琐，且从商业角度考虑也可能并非发行人愿意接受的方式。

敬请期待: 2020 年 5 月 19 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征求同意、债券持有人的坚持与挑战的网络研讨会，我们将深入讨论以下内容：

- > 发起征求同意的原因；
- > 以“强制挤出”为目的的征求同意以及需要注意的相关事项；
- > 债券持有人委员会及其坚持所带来的挑战；
- > 征求同意中信托人的角色。

主要联系人

	崔继伟 合伙人, 香港特别行政区 电话: (+852) 2842 4134 sherry.cui@linklaters.com		郑采姚 顾问, 香港特别行政区 电话: (+852) 2901 5566 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 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.