

债务管理交易深入研究第四期： 征求同意

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。



这个客户通讯是我们针对债务资本市场客户于2020年5月19日举办的第四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

在本期网络研讨会中，我们对征求同意进行深入探讨，包括：

- > 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；及
- > 债券持有人委员会及其坚持所带来的挑战。

本期网络研讨会及本客户通讯会侧重讨论英国法管辖下的征求同意，我们也会在以后章节简要介绍相关纽约法管辖下的情况。

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。

什么是征求同意？

征求同意指发行人征求债券持有人同意，以修改现有债券的条款与条件而进行的一种债务管理手段。征求同意可以采取多种形式，譬如书面同意、电子同意、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。我们将会在下文详细探讨每一种形式。

如果发行人希望通过某种方式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。

为何要进行征求同意？

发起征求同意的原因

我们根据其背后的经济和商业驱动因素，将征求同意分为下图所示的三类。我们也在下图中分别列出每一类征求同意，在一般情况下，通常适用的表决门槛和时间上的考虑因素。

[insert table]

征求同意与回购要约及交换要约的区别

征求同意与回购要约或交换要约的关键区别在于，回购要约及交换要约的机制设置为投资者提供了完全自主选择的权利——投资者可以自由选择是否参与债务管理活动。与此相反，征求同意的机制让多数债券持有人通过的决议对少数债券持有人具有约束力，因此，一旦投赞成票的债券持有人达到相应的表决门槛，这多数债券持有人通过的决议，对任何不愿意参与征求同意的债券持有人或反对相关决议的债券持有人，具有同样的约束力。同样地，这也意味着，有别于回购要约或交换要约，在进行征求同意时，发行人没有选择排除任何债券持有人投票的权利，而在进行回购要约或交换要约时，由于管辖权限制，发行人可仅针对特定的债券持有人发起（例如，排除美国境内的债券持有人）。

与回购要约及交换要约相比，征求同意的另一个主要特点为现有债券的条款会包含对进行征求同意的时间、结构及实施的相关规定。因此，发行人的灵活性一般会受到相应限制——例如，现有债券的条款可能规范了：

- > 召开及举行债券持有人会议的特定程序（包括最短通知期限）；
- > 债券持有人投票的程序规程；
- > 通过决议的法定人数和/或表决门槛；及
- > 征求同意可对条款作出哪些修改。

征求同意作为现有债券再融资的一种方式

发行人如果希望对临近到期的现有债券进行再融资，需要考虑是采用征求同意的形式（延长现有债券的到期日，或增加发行人提前赎回权以发行到期日较晚

的新债券赎回现有债券），还是进行交换要约（以到期日较晚的新债券交换现有债券）。需要考虑的一些关键因素包括：

- > 发行人需要在征求同意中向债券持有人提供激励措施，例如支付同意费（发行人应确保有足够的现金）或建议有利于债券持有人的条款修改；
- > 交换要约可能需要额外的监管批准（例如，中国国家发展和改革委员会备案登记，或相关证券监管机构或证券交易所对发行或上市文件的批准），而征求同意，取决于具体的事实情况，可能不需要该等额外的监管批准。然而，征求同意也可能会带来其他复杂的结构性问题，例如新证券原则的应用（我们将在下一期（即最后一期）的网络研讨会中进行讨论）以及金融工具市场指令（俗称MiFID II），尤其是针对零售债券持有人发起的征求同意；
- > 如果发行人只需再融资部分现有债券，交换要约可以为发行人提供较多的确定性，使其至少有部分现有债券可以完成再融资。相反地，由于无法确保所有持有人均参与交换，单单进行交换要约不太可能实现全部债券的再融资。如果发行人希望进行全部债券的再融资，则可能需要进行征求同意（无论是只进行征求同意或是与交换要约相结合（详见下文“强制挤出”））；及
- > 与召开债券持有人会议所需的时间相比，发行人如选择进行交换要约则可在更短的时间内完成（尤其当发行人是在其中期票据计划下发行新债券的情况下）。

强制挤出

什么是强制挤出？

如果进行征求同意的目的是全数赎回所有尚未偿还的债券，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，让发行人可以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。这种债券条款的修订可以分为两大类：(i) 针对受英国法律管辖的债券，加入新的赎回权或提前到期日，使发行人得以全数赎回现有债券（支付现金或新债券）；或(ii) 针对受纽约法律管辖的债券，由于加入新的赎回权需要取得90%到100%债券持有人的同意，所以发行人通常会选择对现有债券进行“契约剥离”，删除所有保护债券持有人的条款（例如财务指标或其他限制性条款，降低债券持有人继续持有的意愿）。

进行强制挤出需考虑的问题

在任何英国法律管辖下的强制挤出中，发行人实际上都是通过取得多数债券持有人同意的方式，对现有债券的条款进行的修改。各方应考虑，根据

*Redwood*¹ 案和 *Assénagon*² 案中所述原则，所提出的对条款的修改是否会受到持反对意见的少数债券持有人的质疑。这两个案例的其中一项关键原则是，防止以下情况，多数人投票赞成的决议造成权利的滥用或对少数人的欺诈：

- > 多数债券持有人在行使表决权时显示出他们并非本着善意行事，因为对现有债券的拟议修订显然存在恶意、不公平、具有压迫性或通过该等决议会造成歧视的效果（给予多数债券持有人少数债券持有人无法取得的权利），因此显示其并非真诚地以债券持有人整体利益作为出发点行事；或
- > 多数债券持有人收到了未经披露的款项以作为对其就相关决议投赞成票的激励。

为更好的阐释这一原则，我们列出了以下设计强制挤出时需谨慎考虑的关键问题：

- > 如果投赞成票的债券持有人因支持决议而获得不赞成的债券持有人无法获得的额外奖金或奖励（如同意费、较好的赎回价格或较优惠的交换比例等），该额外奖金或奖励对债券持有人投赞成票的决定是否有重大影响？
- > 不赞成决议的债券持有人会因不赞成决议遭受多少损失？相较于赞成决议的债券持有人，不赞成决议的债券持有人会得到怎样的赎回价格或交换比例？
- > 发行人将于何时宣布其所同步进行的回购要约或交换要约下回购现有债券的结果？任何该等公告不得在征求同意特别决议被批准或否决之前进行，否则投票的有效性可能会受到质疑，原因是在发行人宣布回购结果后，在回购要约或交换要约下所回购现有债券的实际权益已从原债券持有人手中转移到发行人手中，可能导致在征求同意下的投票及所通过的决议无效。
- > 强制挤出背后的商业考量是什么？是否以象征性的对价有效地剥夺了现有债券下少数债券持有人的权利从而造成对少数债券持有人的胁迫？
- > 征求同意所希望修改的条款是否在现有债券的信托契据或财务代理协议下规定可修改的范围内？如果征求同意所希望修改的条款不在现有债券的文件规定可修改的范围内，所通过的决议可能会因此无效。

从实际案例引申出需考虑的其他问题

定价及结构问题

一旦发行人决定进行征求同意，就需要考虑如何设计交易的结构和定价。以下是发行人在早期需要考虑的一些常见问题：

- > 是否加入早鸟期及早鸟费？
- > 如果涉及多个系列的现有债券，是否可以采用汇总多系列的方式，统一召开一次债券持有人会议？如果该方法不可行，是否可以或应该在设计征求

¹ *Redwood Master Fund Ltd v TD Bank Europe Ltd* [2002] EWHC 2703

² *Assénagon Asset Management S.A. v Irish Bank Resolution Corporation Limited (Formerly Anglo Irish Bank Corporation Limited)* [2012] EWHC 2090 (Ch)

同意时加入机制使得每一系列的决议获得通过，成为各系列的决议生效的先决条件？

- > 是否可以在结构中加入“书面同意”选项（在召开债券持有人会议的基础上），以便在达到较高的90%表决门槛时，发行人可以更快地通过决议？
- > 如果发行人需要在短时间内完成对条款的修订，会议延期后是否还有足够的时间通过决议？在这种情况下，发行人是否有其他选择？
- > 在强制挤出的情况下，非“自愿”参加的现有债券持有人在征求同意中仍会获得新债券或股份，如何解决将会收到新债券或股份的债券持有人可能为零售持有人或美国持有人的问题？

激励性付款

发行人也会希望了解是否可以向一部分债券持有人提供额外的激励，以鼓励他们参与征求同意并对所要通过的决议投赞成票。这个分析相当复杂，需考虑具体事实，以下为一些主要需考虑的注意事项：

- > 基本原则仍然是所有债券持有人应得到平等和公平的待遇。这意味着，如果发行人提供额外激励，应提供机会，让所有的债券持有人均可以取得该额外激励（即使并非所有债券持有人都选择接受）。如果仅向特定债券持有人提供额外激励，可能会引起对该等债券持有人投票有效性的质疑，并引发上文所述的Redwood案及Assénagon案中的一些问题。例如，这些被选定的债券持有人的投票时是否与其余债券持有人的经济利益相同？这种诱导对他们的决定产生了多大的影响？该等债券持有人在投票赞成决议时，是否是真诚地以债券持有人整体利益作为出发点行事？
- > 即使是由第三方（例如发行人的主要股东）而不是由发行人本身提供额外激励，上述原则也可能仍然适用。同样，第三方支付额外激励的根本原因是什么？是否是为了诱使某些债券持有人投票赞成决议，使得这些被选定的债券持有人存在有别于其他债券持有人的经济利益考虑？
- > 透明度是问题的关键。所有激励和其他同意费（以及任何支付所要满足的附加条件）都应在征求同意备忘录中明确披露。
- > 发行人可能希望在宣布征求同意前与选定的债券持有人针对征求同意相关条款进行预沟通，并就任何同意费的指示性条款进行谈判和商定。虽然事先与选定的债券持有人就同意费的指示性条款达成共识本身没有较大争议，但一旦宣布征求同意，便应向所有债券持有人提供同等的同意费。此外，在进行预沟通时，应特别注意我们在第二期网络研讨会中所讨论的关于预沟通的原则。

债券持有人委员会及其坚持

在征求同意的背景下成立债券持有人特设委员会，主要存在两个问题——其一为，有组织的、统一的债券持有人群体可能会在征求同意的结构中寻找“漏洞”，对其合法性提出质疑；其二为，债券持有人委员会可能有能力联合一定比例的债券持有人，以阻止决议的通过。债券持有人委员会的人数、是否有任命主要“代言人”或负责人，以及委员会的意见是否代表其他非委员会债券持有人的意见，往往难以确定。

话虽如此，成立债券持有人特设委员会也有一定的好处，特别是在债券重组的情况下。例如，如果方案事先已经得到了委员会的同意，从而得到了一定比例债券持有人的支持，那么相关决议获得通过的可能性会增大，会议达到法定人数的概率也会增加。如果委员会中的债券持有人的经济利益与其他债券持有人相同，那么他们的意见很可能具有代表性，因此能够对征求同意的过程做出重要的而有益的贡献。

在特定情况下，债券持有人委员会成员可能甚至会通过决议，明确委员会的谈判任务，免除委员会成员的责任，授予委员会成员决策权，或允许委员会履行一些原本由信托人承担的职责，将特设委员会正式化。

敬请期待: 2020 年 5 月 26 日 —— 本所第五期（即最后一期）网络研讨会 — 美国境内有关债务管理的法律问题

敬请参加本所下一期关于美国境内债务管理的法律问题的网络研讨会，我们将深入讨论以下内容：

- > 构建不受美国回购要约规则管辖的债务管理交易；
- > 美国证券法下交换要约的考虑因素；
- > 征求同意下的新证券原则；及
- > 受英国法管辖的信托契据与受纽约法管辖的契约下的征求同意之比较。

主要联系人



刘克诚

合伙人, 香港特别行政区

电话: (+852) 2901 5257

william.liu@linklaters.com



张可儿

合伙人, 香港特别行政区

电话: (+852) 2842 4830

gloria.cheung@linklaters.com



Arjun Muddu

顾问, 伦敦

电话: (+44 20) 7456 5548

arjun.muddu@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.