

## 债券回购：选择要约收购还是公开市场回购？

全球经济和大环境已在全球范围内导致严重市场错置，国际债务资本市场也不例外。现金流受限的债券发行人会更多得考虑负债管理以及征求债券持有人同意的流程，从而减轻债券发行人资产负债表的压力，放松财务承诺约束；其他债券发行人会考虑利用市场错置带来的机遇，在债券成交价低于债券面值时，回购并注销已发行债券，优化资产负债表。尤其是，在经济形势承压时，债券基金为应对基金赎回义务，需要流动资金，加剧了债券价格下行压力。

债券发行人以低于面值的价格回购已发行债券，除了能优化资产负债表外，还可能因价差产生利润（即债券面值和回购价的差额）。如果回购资金来自其他融资渠道（例如贷款市场），还能降低发行人的债务资本的整体成本。

发行人可以通过两种方式回购债券并注销该部分债务，一种是公开市场回购(OMR)，另一种是向全体债券持有人发出公开收购要约。公开市场回购，通常是在时机合适时，以非公开议定的价格，在公开市场回购部分（而非全部）已发行债券。要约收购，是指发行人向特定系列债券的全体债券持有人发出要约，回购全部或部分发行在外债券，回购价格为所有接受要约的债券持有人统一适用的价格。

同要约收购不同，公开市场回购通常是非公开的协议交易，由两个券商完成：一方为发行人委托执行公开市场回购的券商，另一方为代表卖方执行交易的券商。因此，二级市场债券卖方通常不知晓发行人在回购债券。经验性经济研究显示，在经济困难时期，公开市场回购对于发行人购买债券的成交价存在有利的影响。在公开要约收购中，债券持有人往往对发行人的偿债能力的信心更高，故债券持有人在公开市场回购中要求的溢价会低于公开要约收购中债券持有人要求的溢价。然而，虽然在经济层面有利，国际证券法体系确立了若干反欺诈原则和规则，以避免发行人和债券持有人之间的信息不对称，从而确保公平的交易环境。因此，发行人在选择适当的回购方式时，需要仔细权衡法律和合规风险以及经济利益。

下表概述公开市场回购和要约收购在交易执行和法律风险方面的主要差异，有助于发行人及其顾问选择回购交易的适当方式和架构。本简报内容可以结合高伟绅出版物《[负债管理：亚太地区债券发行人的主要考虑因素（第二版）](#)》一并阅读，该出版物提供了亚太地区负债管理交易相关的问题的详细评注。

### 内容提要

- 全球资本市场动荡，市场错置，发行人可以借此机遇，通过回购发行在外、低于其面值交易的债券以重新配置优化其资产负债表。
- 发行人可以选择通过公开市场回购或发出公开收购要约方式，在债券到期或赎回日前赎回债券，依发行人所选方式，其所需考虑的经济、合规和法律层面风险特征亦有所不同。
- 本简报比较了公开市场回购和要约收购之间的主要差异，探讨了适用性；公开性；定价机制；披露、反欺诈和反内幕交易规定；文件；交易执行时间；证券交易所公告；美国要约收购规则；对现有承诺的影响；同等待遇规定以及回购债券的条款等问题。

	公开市场回购	要约收购
适当性	适合择机回购某系列已发行债务证券中的较少部分。	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 适合大规模回购，且发行人有意赎回并注销某系列已发行债券中尽可能高的本金金额</li> <li>• 特定情况下，可以结合其他负债管理方法，例如征集债券持有人同意，以便强制买断所有债券持有人持有的债券。</li> </ul>
公开性	无。	广泛公开：考虑到要约收购的公开性，在交易的各关键节点需要在证券交易所发布公告。
定价机制	买方和二级市场卖方协商定价，通过场外交易市场执行交易。	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 发行人在设计适当定价机制方面具有全面的灵活性。</li> <li>• 市场认可的机制包括，固定价格要约、基准利率差价，或者经修改的或反向“荷兰式拍卖”竞价流程。</li> </ul>
披露、反欺诈和反内幕交易规定	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 不要求，通常也无需准备要约文件或披露文件。</li> <li>• 因发行人及其聘请的券商实际在二级市场交易，发行人和券商必须确保在公开市场回购交易执行前不掌握任何重大非公开价格敏感信息或者其他相关内幕信息，或者通过其他方式确保信息在公共领域公开。</li> <li>• 重大非公开价格敏感信息可能包括关于下列内容的信息：(i) 涉及发行人的业务、前景、财务状况、经营业绩或现金流有关、可能对发行人证券的投资人而言是重要的信息；(ii) 具体于公开市场回购有关的信息，即发行人有意进行回购交易并注销一部分债务，且可能在将来某个时刻触发证券交易所公告。</li> <li>• 如果发行人回购规模达到显著金额，或者在更宽泛的情况下，因发行人知晓回购规模可能构成非公开价格敏感信息或者回购的规模本身构成其他类型的非公开价格敏感信息（即市场上剩余债券的流动性减少），则根据证券交易所规则发行人可能必须发布公告，</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 发行人通过要约收购备忘录，披露要约收购的理由以及回购条款，并以此为基础（同时结合相关证券交易所公告）向市场做公开披露。</li> <li>• 左栏中关于非公开价格敏感信息的考量同样适用。</li> </ul>
<p><b>实务要点：</b>如果债券获准在英国或欧盟的受监管市场或多边交易平台（如伦敦国际证券市场或卢森堡欧元多边交易平台市场）交易，适用欧盟法规第 596/2014 号 (Regulation (EU) No. 596/2014)》（“<b>市场滥用条例</b>”，简称“<b>MAR</b>”）。根据市场滥用条例规定，发行人还负有内幕信息披露、保存内幕知情人名单以及监管履行管理层职责人士交易方面的义务。</p>		

	公开市场回购	要约收购
文件	通常没有；券商可要求委托书，明确实施公开市场回购的授权范畴。	全套文件，包括： <ul style="list-style-type: none"> <li>一份详细的要约收购备忘录或要约收购文件；</li> <li>发行人（及任何其他义务人）和受托券商之间的券商—管理人协议；</li> <li>相关证券交易所公告；以及</li> <li>法律顾问意见。</li> </ul>
<p><b>实务要点：</b>虽然委托书可能有助于券商受托执行公开市场回购（如规定赔偿条款和发行人重复与非公开价格敏感信息相关的陈述及保证条款），但鉴于公开市场回购（视该公开市场回购规模及届时其他因素）自身及其相关内容可能涉及非公开价格敏感信息，因此在起草委托书条款时需审慎行事。</p>		
交易执行时点	无最短或最长期限规定；交易通常在若干营业日内完成，取决于市场条件及授权范畴。	<ul style="list-style-type: none"> <li>如果面向美国债券持有人发出要约收购的，根据 1934 年《美国证券交易法》第 14e-1 条，要约至少在其公布之日起而是 (20) 个美国工作日内保持开放，除非根据美国证券交易委员会 (SEC) 指引，该要约符合缩短的 5 天公开期的要求。</li> <li>如果不向美国债券持有人发出要约，无最短或最长要约期规定，但需考虑向持有人分发要约文件以及持有人考虑并答复要约所需时间。</li> </ul>
证券交易所公告	无明确规定—但提请注意 <ul style="list-style-type: none"> <li><b>新交所上市债券：</b>如债券赎回注销金额达债券本金总额（基于债券发行时本金总额）5%，发行人即需公告（每达 5% 即需公告）。</li> <li><b>港交所上市债券：</b>如债券赎回金额合计超过债券发行时本金金额的 10%（及其后每赎回 5%），发行人需尽快公告。</li> <li>一般而言，发行人有义务披露非公开价格敏感信息：如果发行人意图回购全部债券或超过最低份额部分的债券，可能构成非公开价格敏感信息。</li> </ul>	鉴于购买全部或大部分未偿债券的要约本身就属重要信息，需在交易过程中的各关键时点，包括要约开始时和要约期届满之时（以及任何“提早报价(early bird)”同意的截止日）作出证券交易所公告，就最终确定的要约收购结果以及交割作出证券交易所公告。
美国要约收购规则	<ul style="list-style-type: none"> <li>不适用。但请注意，公开市场回购一系列债券存在被认定为“逐步增持(creeping)”的风险，监管机构会将不符合美国要约收购规定的要约收购（如面对所有投资人的要约报价相同）视作不合规要约收购处理。</li> </ul>	适用于向美国债券持有人发出的要约。

	公开市场回购	要约收购
	<ul style="list-style-type: none"> <li>而且，如果采用公开市场回购系列债券旨在规避可能适用的证交所公告和其他合规要求的，“逐步增持”也存在合规风险。</li> </ul>	
<p><b>实务要点：</b>发行人及其顾问应注意，即便债券的初始发行是在美国境外进行（依据 S 规则“安全港”规定或美国证券法规定注册规定的其他豁免），仍需遵守美国要约收购规则：特别是以美元计价的高收益债券，极有可能出现债券回流美国二级市场的情况。在这种情况下，将美国投资人完全排除在要约收购之外可能会对顺利完成要约收购产生显著影响。</p>		
对现有承诺的影响	<ul style="list-style-type: none"> <li>对于公开市场回购以及要约收购而言，都有必要评估和了解债券回购对发行人其他融资安排的影响（例如银行信贷融通和其他不作为回购标的系列债券）</li> <li>对其他系列未偿债券的高收益债券发行人而言，应审慎考虑债务条款限制（通过其他借贷进行再融资的债券回购）和限制性付款条款（假设回购的债券依合同就其他债项而言为后偿债券）</li> </ul>	
同等待遇规定以及回购债券的条款	<p>无论是公开市场回购还是要约收购，都需要审查债券的条款条件和/或债券契约的下列条款：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>允许发行人回购债券的具体规定 — 如无此条款，部分债券回购可能涉嫌违反“平等待遇 (<i>pari passu</i>)”条款。</li> <li>要求任何债券回购必须采用向全体债券持有人以同等条件发出要约收购的条款：此类条款常见于亚太区发行人的高收益债券条款中，该条款可能使发行人无法实施灵活公开市场回购，以及将美国债券持有人排除在公开要约收购的范围之外。</li> </ul>	

## 联络人



**Connie Heng**  
合伙人

**T** +852 2826 2457  
**E** connie.heng  
@cliffordchance.com



**Angela Chan**  
合伙人

**T** +852 2825 8891  
**E** angela.chan  
@cliffordchance.com



**David Tsai**  
合伙人

**T** +852 2826 2466  
**E** david.tsai  
@cliffordchance.com



**Fang Liu**  
合伙人

**T** +852 2825 8919  
**E** fang.liu  
@cliffordchance.com



**Mark Chan**  
合伙人

**T** +852 2826 3424  
**E** mark.chan  
@cliffordchance.



**Jean Thio**  
合伙人

**T** +65 6506 1956  
**E** jean.thio  
@cliffordchance

以上有关中国的内容系基于我们作为国际法律顾问就客户在中国的经营活动中代表客户的经验，不应视为就中国法律的适用的法律意见。与所有在中国设有办公室的国际律师事务所相同，尽管我们可以提供有关中国法律环境影响的信息，但我们不能从事中国法律事务。我所具有中国法律职业资格证书的雇员现在不能作为中国律师执业。如您需要本地律师事务所的服务，我们将很乐意推荐。高伟绅律师事务所为本文的版权所有人，其中所提供的信息仅供本所客户读用。如需转载，请注明本文为本所的著作。本文仅供一般参考，其内容不一定论及各相关重要课题，也不一定涵盖论题的各个方面。本文并非为提供法律意见或其他咨询意见而编写，对于依赖本文的行动后果，本所概不负责。如欲进一步了解有关课题，欢迎联系本所。

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

Clifford Chance Pte Ltd, 12 Marina Boulevard,  
25th Floor Tower 3, Marina Bay Financial  
Centre, Singapore 018982

© Clifford Chance 2020

Clifford Chance Pte Ltd

Abu Dhabi • Amsterdam • Barcelona • Beijing •  
Brussels • Bucharest • Casablanca • Dubai •  
Düsseldorf • Frankfurt • Hong Kong • Istanbul •  
London • Luxembourg • Madrid • Milan •  
Moscow • Munich • Newcastle • New York •  
Paris • Perth • Prague • Rome • São Paulo •  
Seoul • Shanghai • Singapore • Sydney •  
Tokyo • Warsaw • Washington, D.C.

Clifford Chance has a co-operation agreement  
with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm  
in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship  
with Redcliffe Partners in Ukraine.