



MAYER | BROWN

好士打

亚洲高收益债券

发行人完整指南 (第二版)

亚洲高收益债券

发行人完整指南 (第二版)

本文就所关注法律问题及其发展情况提供的相关信息及意见专供本行的客户和朋友阅读使用。本文旨在就相关主题事项作一般性介绍, 不应视作就具体情形提供法律意见或其他具体意见。在就本文所述事项采取任何行动前, 请征询相关法律意见。



上世纪九十年代末亚洲金融危机以来，亚洲高收益债券资本市场迅速扩大，呈现出一派欣欣向荣、多姿多彩的景象，正如其众多的国家和文化一样。受此吸引，追求高收益的债权投资者蜂拥而至，将亚洲高收益债券市场发行量推升至创纪录的水平。除了投资者兴趣日益浓厚、发行后交易市场愈加平稳及资深发行人大量涌现之外，我们还发现，随着亚太高收益债券市场日趋成熟，不断有新的行业乃至新的国家加入到这个市场之中。

自从2015年《高收益债券指南》初版发布以来，在持续较长时间的低波动率和稳定的投资者需求支撑下，亚洲高收益债券市场不断演进和成熟。为了迎合新的发行人及复杂多变的市场状况，项目结构及条款持续发生变化。尽管如此，高收益债券的核心原则及基本结构依然有效，而欧美高收益债券市场的创新依然源源不断地被引入到亚洲市场上来。

本指南站在亚洲发行人的视角探讨了高收益债券交易过程中各项核心要素。我们试图为新老发行人提供一个参考工具，帮助其理解并探索亚洲高收益债券的合同、结构及交易执行。此外，我们希望该指南可以帮助发行人更好地管理其债券发行后的合规分析工作。

感谢阁下对新版《高收益债券指南》的关注。我们相信它必将成为亚洲高收益债券市场新老发行人的重要工具，并衷心期待它能为阁下的公司增添助益。



A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Yeh Zhi-xian'.

叶知贤

注册外国顾问 (美国纽约州)
合伙人, Mayer Brown LLP



A handwritten signature in black ink, appearing to read 'T. Guo'.

郭涛敏

合伙人, 孖士打



目录

高收益债券实务概览	1
高收益债券与传统银行融资的比较	1
高收益债券准发行人的理想条件	3
借款人集团与打造信用故事	4
发行人	5
子公司: 受限子公司与非受限子公司	5
担保人	6
综述	7
高收益债券合同的总体目标及谈判过程	7
“触发性条款” vs “维护性条款”	8
篮子	8
限制性条款的有效期	9
次级化	9
合同次级化	10
结构性次级化	10
留置权次级化	11
赎回	12
高收益债券合同	13
债务限制	13
“比率债务”豁免	15
债务限制: 基本说明	16
被允许的债务	17
可用的豁免	18
其他需要考虑的条款	19

偿付限制	19
受限偿付的定义	22
净收入篮子的计算	22
限制偿付计算: 示例	23
受限偿付: 基本说明	23
使用净收入篮子的条件	24
可允许的受限偿付	25
可允许的投资	25
例外的可得性	26
其他需要考虑的条款	26
从受限子公司收取的股利和其他收入的限制	26
其他需要考虑的条款	27
留置权限制	27
其他需要考虑的条款	28
对出售资产及子公司股票的限制	29
关联交易限制	32
对受限子公司与非受限子公司指定的限制	32
对合并、整合及出售绝大部分资产的限制	34
控制权变更	35
报告要求	35
经营活动限制	36
提供债务担保的限制	36
募资用途	36
同意费	36

高收益债券合同的国际间比较 37

对亚洲发行人发行的高收益债券的进一步研究 45

亚洲发行人的一般性注意事项	45
币种	45
提升信用评级的举措	45
发行方式	45
中国发行人的主要发行注意事项	46
信用支持及结构性次级化	46
担保品	46
债券合同	46

印尼发行人的主要发行注意事项	47
预扣税	47
新加坡税收影响	49
印尼税收影响	49
重大交易	49
担保品	50
法律方面的注意事项	51
管辖法律	51
交易结构及美国联邦证券法律	51
美国证券法第4(2)条	52
144(A)规则	52
S条例	53
注册交易所发行VS终身私募	55
宣传方面的限制	56
交易执行	58
发行启动前	58
尽职调查	60
一般指导原则	60
进行尽职调查	61
“10b-5函规则”	62
发行文件	62
发行备忘录	62
债券契约	65
债券认购协议	65
债权人协议	65
法律意见书及披露函	66
安慰函	66
发行启动后	66

高收益债券实务 概览

高收益债券与传统银行融资的比较

对于发行人而言，高收益债券（或票据）既具备长期债务融资的各项优点，其条款一般又不像标准信用条款那样繁复，同时还可自行管理而无须与债权人保持持续的信息沟通，也无需接受银行借款人的定期核查。传统银行融资附有维持性条款，规定发行人须维持某种程度的良好财务状况，否则借款人可以提前或加快收回贷款，而高收益债券合同基本不含有此类条款。但相对的，高收益债券合同中包含触发性条款，规定当发行人（及其受限子公司）采取某些行动时，例如举债、派发股利或投资，就会触发相应条款。

高收益债券合同以额外的灵活性奖励正面的财务状况，而财务状况欠佳则会导致灵活性减少以保护投资者，但财务状况本身并不会引发违约或者加快收回贷款。

传统银行融资	高收益债券
含有维持性条款及触发性条款	仅含有触发性条款
一般期限为三至五年	一般期限为五至十年
分期偿还本金	到期一次性偿还本金
随时可提前还款	不可赎回期三至五年，之后提前还款/赎回溢价逐步下降 提前赎回的一般特点：前5年不可赎回后两年可赎回、前7年不可赎回后3年可赎回、前8年不可赎回后4年可赎回以及前10年不可赎回后5年可赎回 在“不可赎回期”间，发行人通常仍可被允许赎回债券，但须支付提前赎回补偿溢价（基本上为所有余下本息按照美国国债与某一利率差（通常为50个基点）之和折现的现值）
修订相对多见且不复杂，但拥有众多贷款人的银团贷款除外	修订须征集债券持有人同意，可能产生巨大成本且耗时长久
属于高级顺位，通常有抵押或有担保	可能更为灵活；属于高级或次级顺位，且通常无抵押
鲜少引起公开市场关注	引起公开资本市场关注，可作为未来集资活动的参考基准，为上市或后续债务资本市场交易带来便利
无需信用评级	需要信用评级（一般要取得惠誉、穆迪及标普三家评级机构中两家的评级）
投资者一般为银行及金融机构	投资者一般为共同基金、对冲基金、保险公司、养老基金及私人理财账户
无证券法责任，但可能须遵守持续保存相关记录的要求并赋予贷款银行查阅权	可能须履行与发行备忘录相关的披露责任，但债权人不具有查阅权或浏览权

总体而言，高收益债券条款旨在(1)防止借款人集团（包括发行人，任何担保人和所有的受限子公司）过度借款或在产生现金的资产减少的同时未减少债务，从而导致杠杆过高；(2)限制借款人集团通过结构性次级化或留置权次级化实际降低债券偿付顺序的能力，从而保护债券持有人在借款人资本结构中的地位；以及(3)保全借款人集团的资产及保障发行人对相关资产的使用。债券条款保护了正现金流以偿付债务，并监控可能导致产生该现金流资产耗损的交易。此外，考虑到债券存续期间发行人业务规模增长，这些条款设计为与发行人业务规模保持一定比例。

高收益债券条款对借款人集团如下各方面的能力施加了限制 (附有诸多例外条款, 将在后文加以探讨) :

- 发行额外债务;
- 派发股利、对借款人集团以外投资或导致价值流失至借款人集团之外的其他受限偿付;
- 将其资产的担保权益赋予他人 (为高收益债券以外的债务提供担保) ;
- 出售资产及子公司股票;
- 订立关联交易;
- 为他人的债务出具担保函;
- 进行合并、整合或出售发行人或担保人绝大部分资产;
- 开展新的业务活动;
- 订立会导致借款人集团所有权结构受到根本性改变的交易; 以及
- 同意针对在借款人集团内部分派利润及转让资产施加限制。

高收益债券准发行人的理想条件

高收益债券发行人通常为(1)拟发行债务但不具备投资级评级的成熟公司; (2)拟进行资本结构重组的私人公司; 或(3)杠杆收购融资下的目标公司。高收益债券发行人一般具有如下部分或全部特征:

- 稳健的业务模式;
- 卓越的财务往绩;
- 成长故事或复苏故事;
- 在行业或地区内居于市场领先地位;
- 有利的行业发展趋势;
- 经验丰富、业绩卓越的管理团队;
- 稳定的现金产出能力及未来去杠杆空间; 以及
- 至少1亿美元的融资需求。



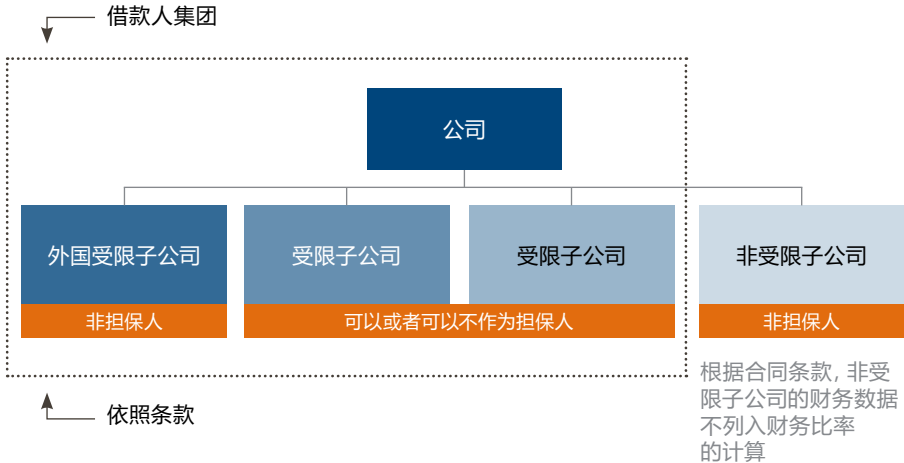
实务指南

从多个角度来看，典型的亚洲高收益债券合同对投资者的保护程度均强于美国及欧洲的惯常债券合同，因此，发生违约后，在许多亚洲司法管辖区均面临着诸多执行挑战（以及众多负面的执行体验）。

借款人集团与打造信用故事

理解高收益债券需要了解在一个企业集团中哪些实体需要遵守债券条款。这一基本概念会影响到本指南稍后将要讨论的条款分析和应用。对于复杂的公司结构而言，该因素会变得相当复杂，不过基本原则仍然适用：条款适用于产生正现金流并持有偿付债券持有人所需关键运营资产的实体。

发行人、任何担保人及所有受限子公司共同构成借款人集团，即下图所示的“方框”内的部分。只有构成借款人集团（或处于方框内）的实体方须遵守债券合同，而债券合同条款也旨在保证借款人集团在债券存续期间不出现财务状况恶化。借款人集团的实力及质量奠定了向投资者及评级机构呈现的信用故事的基础，并最终影响到债券的市场推介及定价。借款人集团的典型构成如下所示，虚线部分即是“方框”：



发行人

发行实体的选择取决于诸多因素，例如公司资本结构及公司当前负债状况下允许发行的高级债务。不过，高收益债券产品倾向于控股公司与子公司之间双向自由流动的现金流融资。该发行架构完美匹配许多亚洲发行人的控股结构，即境外的控股公司作为发行主体，而境内经营的子公司使用募集资金。

尽管从技术层面而言，发行主体可以是最终的控股母公司，一个中间层级的经营控股公司，或者较低层级的经营公司，比较典型的做法是由控股母公司充当发行人。该决策会产生重要的税收影响，甚至在某些司法管辖区该影响会大到改变发行结构。典型的例子正如印尼发行人使用的交易架构。参见“对亚洲发行人发行的高收益债券的进一步研究——印尼发行人的主要发行注意事项”。

子公司：受限子公司与非受限子公司

债券合同将所有子公司分为受限子公司与非受限子公司两类。受限子公司受合同约束，以确保正现金流用来偿还债券。除明确指定为非受限子公司之外，发行人旗下所有子公司均为受限子公司，这即意味着其活动均受到债券合同的约束及限制。对一个首次发行人而言，将一个子公司从借款人集团中排除需要有充分理由。对于亚洲发行人而言，将一个子公司排除在外的典型理由是该项目新公司尚未产生正向现金流。该实体在发行日与投资者并无直接关联，因为其现金流并不能支持信贷故事，且其资产可能已经抵押给第三方项目借款人。之后，当该项目完成建设并投入运营，发行人可以考虑将该项目公司重新指定为受限子公司，以换取债权合同条款规定的受限制子公司的正向现金流带来的各项利益。有关重新指定的限制和程序，请参阅“高收益债券合同——对受限及非受限子公司指定的限制”。

回到借款人集团。同样重要的是换个角度思考问题：哪些实体适合放在借款人集团之外？根据定义，非受限子公司不属于借款人集团，不受债券合同约束。这意味着它们举债无上限（借款人集团中实体无追索权），并可以不受债权合同约定进行各种交易。非受限子公司与借款人集团独立利益的关系会导致合同下的各种影响，比如：

- 非受限子公司的财务数据不计入合同中相关财务比率的计算，因此不会影响（正面或者负面）借款人集团对于合同的遵守；及
- 非受限子公司作为一方，与发行人和受限子公司作为另一方的公司间的交易，所受的限制要大于仅仅局限于受限子公司和发行人之间的交易。

高收益债券合同寻求限制借款人集团将价值转移出方框的活动，并在业务衰退时阻止降低信用的行动。不过，发行人可以通过设立非受限子公司或者将受限子公司重新指定为非受限子公司，从而在债券合同限制之外开展新业务。

担保人

高收益债券通常由发行人的绝大多数乃至全体受限子公司提供担保（“上行担保”）。在有抵押债券的发行中，这类担保人通常还会为相关债券提供资产抵押。上述安排赋予债券持有人在发行人违约时对相关子公司担保人及其资产直接的求偿权，从而避免了某些结构性次级问题。请参阅“综述—次级化—结构性次级化”。倘若发行人是最终母公司之外的实体，还可以采用母公司担保（“下行担保”），以为其附属发行人提供额外的财务支持。



实务指南

在中国高收益债券的典型结构下，债券持有人仅拥有中国境外子公司提供的附属担保（及相关股份质押）。发生违约时，这一结构性次级特征将极大地限制债券持有人对发行人境内资产的掌控，从而可能将境外债权人置于相对于境内债权人的不利境地。

然而，在很多时候，一个受限子公司只有在担保发行人或者另一个担保人其他债务的情况下才会被要求担保债券。在某些司法管辖区，外国子公司提供担保可能会产生负面的税务影响，因此有必要在设计交易结构的初期咨询税务专业人士的意见。举例而言，美国发行人的外国子公司鲜少作为担保人，因为除若干豁免情况外，美国税法将外国子公司对美国母公司债务提供的担保视作股利。此外，在某些司法管辖区，外国子公司无法作为担保人，纯粹是因为对于此类外国子公司为境外债务提供担保存在监管限制或禁制。

一般而言，发行人及承销商应咨询当地法律顾问，从而明确在适用的反欺诈性让与、破产及相关法律下对母子公司担保的所有要求及有效性的认定。

综述

本节概述了高收益债券合同的一般性原则。

高收益债券合同的总体目标及谈判过程

架构“恰当的”高收益债券合同需要在对债券持有人的充分保护和保持必要的经营灵活性之间取得平衡，发行人从而可以继续实施其业务计划。换句话说，经过谈判获得一个高度“偏向发行者”的合同，而被潜在投资人视作“远离市场”并要求更高的票息，这一做法毫无意义。同理，发行人需要仔细评估债券合同可能对其现有及未来业务的影响，以确保其活动不会受到不必要的限制并保留未来的灵活性。

然而，要获得皆大欢喜的结果，发行人与所有各方在架构交易的时候需要全力以赴，全神贯注。因此，在债券合同起草过程中，所有各方必须仔细分析并充分了解发行人现有的公司架构和资本结构，以及在债券存续期间的业务规划。在架构设计阶段，发行人应该考虑并探究在债券未偿付之前，所有合理可预见的可能被此债券合同限制的交易和活动，包括

(1) 未来收购、合资或者其他投资，(2) 未来融资计划和需求（比如设备融资、销售和回租交易，应收账款融资或者其他抵押债务交易），(3) 在一般经营过程中产生的债务或者偏债安排，(4) 潜在区域扩张计划和/或新业务线，(5) 信用证或其他信用增强需求，尤其发生在发行债券的同时，(6) 预期的集团内部资金流动，及(7) 潜在的关联方交易。通过这一练习，发行人可以更加深入地理解债券条款的寓意，并找到使其业务有别于同行或者本国类似企业的运作方式。

在实际操作中，一般会由承销人的国际法律顾问为发行备忘录起草“债券描述”的初稿，其中会详细描述（逐字逐句）未来合同中的相关条款。尽管发行人的国际法律顾问将会主导对此初稿的“修订”，发行人的高

管及其财务和会计人员必须深入参与这一过程，因为外部顾问无法预见到在债券存续期间发行人所需的所有灵活性。

“触发性条款” vs “维护性条款”

与典型的优先信贷工具不同，高收益债券合同不包含任何所谓的维持性条款，要求借款人集团在一段时间内保持或者改善某些财务比率或者指标。违反维持性条款不一定是因为发行人或者其子公司自身主动采取行动，而可能仅仅是因为发行人或其子公司经营或者财务业绩变差。高收益债券触发条款的启动可能只是因为发行人采取了某些行动，比如额外借债或者进行了所谓的受限偿付（见下文定义）。在由宏观经济因素而非管理层业务决策导致的不利市场条件下（比如EBITDA下降导致负债率上升），这一关键的差异可以给发行人带来好处。

篮子

发行人和每个受限子公司能否从事某一特定条款限制的交易类型经常取决于所谓“篮子”的容量。“篮子”这个词形容一种方法，该方法描述了条款界定借款人集团从事某一条款所限制活动的的能力。举例而言，债务限制条款可能包含几个以债券货币计价的特定篮子，如由境外子公司发行的本币债务篮子（补充运营资本），以及最为重要的，发行人优先信贷工具下的债务篮子。

某些篮子会随着时间的推移增长或者耗损（如，基于发行人累积合并净收入的篮子，减去自债券发行日起受限偿付的总金额）和/或“可重复填充”，而其他的篮子则是“一次性的”。发行人显然偏好可重复填充篮子，比如随着某一特定篮子下的债务偿付之后，可重复填充篮子越来越普遍。尽管许多篮子一般以固定的债券货币金额来表述，越来越多的交易使用“软上限”，即在固定金额和比如总资产的一个比例两者之间取较大值。这些“软上限”奖励发行人的强势财务表现，并在债券存续期内提供增长的灵活性。

除了针对特殊类别交易的特殊篮子之外，条款还可能包含一个所谓的“一般性”或者“无条件”篮子，举例而言，该篮子可允许发行某一限额的债务用作任何用途。发行人应该谨慎地守护这一篮子，因为“无条件”时间在债券存续期内发生的概率往往大于各方初始的预期。非常重要的一点是，发行人尽可能维持各种篮子下的偿付能力。因为一般而言，对某项交易采用一般性条款豁免（即“非美元限制篮子”）或特定类型篮子，比采用一般性篮子对发行人更为有利。

限制性条款的有效期

一般情况下，只要债券尚未清偿，各项条款均继续有效。在传统的高级信用借贷中，豁免及修订条款相对常见也并不复杂，而高收益债券的豁免及修订，通常需要发行人征得达到规定多数的债券持有人，乃至全体债券持有人的同意，这一过程可能产生高昂费用，并且耗时耗力。

然而，对于处于投资级边缘的高收益债券发行人，则有可能协商约定“废止条款”或“暂停条款”。在废止条款下，倘若发行人的长期债务获得三家评级机构中的两家给予的投资级评级，则绝大多数高收益条款即自动视同取消（即永久性废止），仅保留投资级条款。在典型的废止情形下，予以保留的投资条款包括：留置权限制条款；合并、整合及出售绝大部分资产的限制条款；控制权变更条款；以及报告条款。

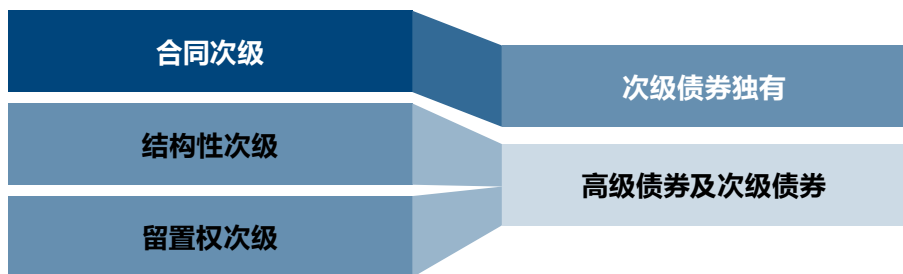
然而，仅当发行人获得“次投资级”评级后，暂停条款方会生效。倘若发行人取得投资级评级，高收益条款即暂停生效。然而，倘若发行人丧失投资级评级，则高收益条款将重新生效（即高收益债券合同恢复原状）。

次级化

在某些情况下，高收益债券的偿付顺序会被设计为低于银行债务（即进行次级化），因为与发行人的所有债务均为高级债务的情形相比，发行人可通过次级化以低廉的成本发行更多的债务。高收益债券的次级化可以采取以下形式：

(1)明确次级化并称为次级债券；或者(2)实际次级化但仍称为高级债券。

次级化的主要类型有合同次级化、结构次级化及留置权次级化。明确的合同次级化条款为次级债券所独有，而高级债券及次级债券可能均具有结构性次级及留置权次级特征。



合同次级化

如果高收益债券自身的条款明确将其项下债务次级化，则称之为合同次级化。尽管对次级化引发的诸多问题的全面讨论不属于本指南的范畴，在一个典型的次级化高收益债券结构中，次级化债券持有人同意：

- 在发行人破产或清算时，在高级债务未得到足额偿付前，不会对其进行偿付；以及
- 在高级债务得到足额偿付前，任何收到的资金均将分配予任何高级债务持有人。

当高级债务出现违约时，次级化债券即受制于债券契约中的偿付阻断条款，不得在指定期间内向次级债务作出任何偿付。此外，还可在债券契约中纳入冻结条款，规定高收益债券持有人须事先通知高级贷款人并等待一定时间后，方可要求提前偿还全部剩余次级债务。

请注意，一个次级化债券契约中的某些条款在某些方面与高级债券契约不同。比如说，大多数无抵押次级化债券合同允许发行人及其受限子公司对其所有高级债务进行担保。



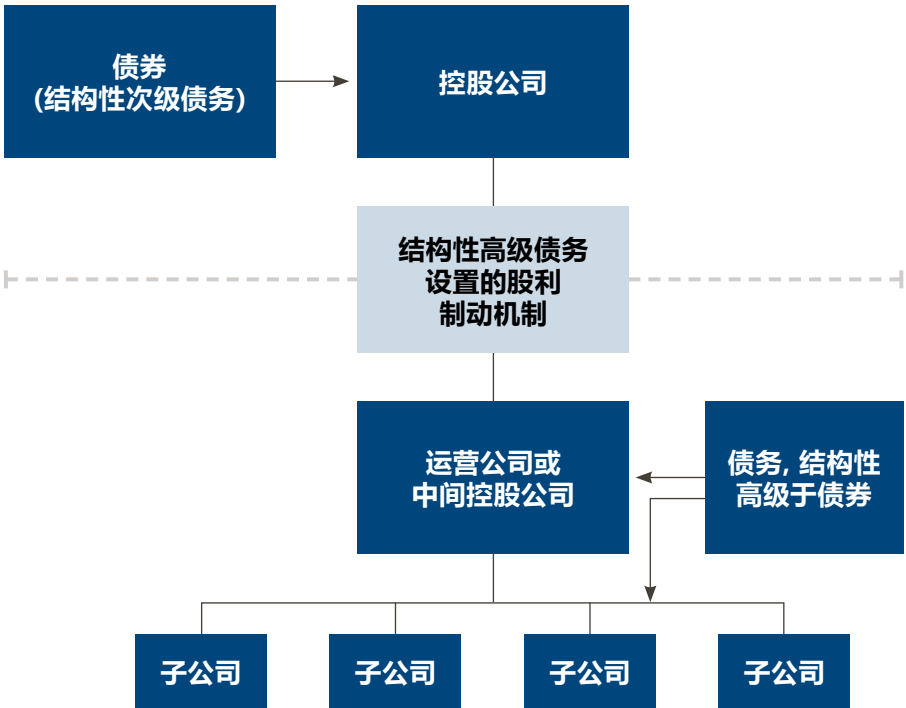
实务指南

在评估其他交易以决定何为“市场先例”时，请不要比较高级债券合同的条款与次级化债券合同的条款，也不要比较抵押债券合同条款与无抵押债券合同条款，因为两者之间的差异极大。收集发行者同行的先例也是很好的做法，而无抵押高级债券合同只会允许有限数量的其他高级债务获取担保。

结构性次级化

结构性次级化最常采取的形式是，由控股公司发行无上行担保的高收益债券，同时由运营公司或持有发行人业务及资产的子公司发行结构性高级债务。该结构性高级债务可包含限制条款，限制该运营公司向发行人控股公司派发股利及作出其他偿付的能力（“股利制动机制”）。

在结构性次级结构中，次级债务的偿付顺序实际次于其他债务，因为不存在运营公司或其子公司提供的上行担保。因此，运营公司及其子公司没有义务对该债券进行偿付。从而，债券持有人及控股公司的其他债权人不享有对运营公司及其子公司资产或现金的直接求偿权。控股公司债权人对运营公司及其子公



司享有的惟一求偿权，只能通过控股公司持有的运营公司股票实现（即股东求偿权）。在运营公司破产或清算的情况下，控股公司债权人（包括结构性次级债务持有人在内）的求偿权次于运营公司及其子公司的全体债权人（包括无抵押债权人，例如次级债务持有人及贸易债权人）的求偿权。

留置权次级化

多数的非投资级债券发行人通常会以自身及其子公司的全部或绝大部分资产的第一留置权，为其高级银行债务提供担保。高收益债券则有无担保皆可。对于有担保的，既可以是第一留置权担保债务（即不被次级化），也可以是第二留置权担保债务。第一留置权债务与高级债务在分享抵押品收入方面具有同等权益，而第二留置权担保债务仅当高级债务得到足额偿付后方可取得抵押品收入。然而，在上述两种情形下，高收益债券条款一般均不含有处置抵押权益的决策权，即由银行债务决定对抵押品的强制执行救济措施。对于有担保的高收益债券，债权人协议明确规定各个有担保的债权人对抵押品的权利及限制条件。参阅“发行文件——发行人协议”。

赎回

高收益债券一般有三种主要的赎回机制：“补偿”赎回，在不可赎回期结束后可选赎回，以及股权“回收”。一般而言，在新发债券的早期限制赎回，以保护投资者在进行初始投资决策后不会被马上返还资金。这类提前偿还增加了投资人的财务负担，尤其是在完成了购买债券的信用分析之后。因而，定价条款提高了发行人在不可赎回期之内赎回的成本，而在债券存续后期则提供了更大的灵活性。

可选赎回期在不可赎回期（7年期债券的前5年，5年期债券的前3年）结束后开始。对于可选赎回的定价，市场参与者广泛地赞同应为本金加应计利息及一定的溢价。可选赎回溢价为债券赎回第一年利息的一半加之后每一年按照票面利率逐步递减的一个百分比。

在最初不可赎回期结束之前，发行人可以赎回全部或者部分债券，但是必须支付提前赎回“补偿”溢价。该溢价代表回购的本金加上应计利息，以及在可选赎回日债券应付所有利息，再加上首次赎回溢价。换句话说，“补偿”溢价将赎回视作发生在可选赎回日期的首日，因此一般而言对于发行人来说赎回成本很高。

在发行日开始的首个三年期内，股权“收回”条款让发行人可以使用发行股票募集的资金赎回最多35%的债券。股权“收回”的赎回定价一般为本金，加上应计利息，加上一年应付利息的溢价。股权“收回”条款会要求在执行股权“收回”后发行在外的债券不少于65%（在35%赎回的情况下），这样早先的回购或者赎回就会限制本次赎回的金额。

高收益债券合同

本节为高收益债券最重要条款的概览。专门为发行准备的发行备忘录“债券描述”一节中将描述债券的具体条款。这些条款适用于无担保非次级债券，这在多数高收益债券发行中最为典型。担保或者次级债券的条款与下述条款有巨大差异。发行人应该和法律顾问一起仔细评估并分析发行备忘录中描述并在合约中体现的高收益债券的所有合同条款，以确保债券合同能够满足其特定的经营需求。

债务限制

债务限制条款旨在：

- 限制借款人集团可额外增加的债务数量，除非现金流足以清偿所有债务；以及
- 通过指定允许增加额外债务的级别，控制结构性次级化。请参阅“次级化 - 结构性次级化”。

以下为该条款的示例：

4.05节 债务及优先股限制

- (a) 公司不会，也不允许任何受限子公司增加债务（包括收购债务），且公司不会允许任何受限子公司发行优先股，但于下列情况下公司或者任何子公司担保人可以增加债务（包括收购债务）且任何受限子公司（除子公司担保人外）可以增加允许的子公司债务，假设于增加这些债务且收到并使用募集资金后 (x) 没有发生违约且持续发生及 (y) 固定费用覆盖比率不低于3.0比1.0。尽管有上述规定，公司不会允许任何受限子公司增加任何不合格股票（公司或者子公司担保人持有的不合格股票除外）。
- (b) 尽管有上述规定，在下述条件下，公司和任何受限子公司可以增加一个或者全部下述的（“**可允许的债务**”）：

[以下为约定和协商的清单]

该条款包含对增加债务的一般性禁止，除非满足某项比率测试（称为“**比率债务**”）以及该一般性禁止的若干例外（被定义为“**可允许的债务**”）。债务通常采用广义定义，包含担保、信用证、资本租赁义务、套期保值义务、发行人的不合格股票及受限子公司的优先股，以及在特定时间段内尚未支付的任意资产的延期采购价格。如果增加的债务符合比率测试要求，通常称之为比率债务。

不过，发行人可能希望通过谈判将某些项目排除在债务之外，如（1）废除的债务，（2）或有信用证和履约保证，（3）可用股权偿还的债务，及（4）采购价格调整。这里还可以包含特定行业特殊或者独特的经营要求，以确保即便达不到比率债务要求，发行人现有的业务也不受影响。举例而言，石油天然气公司发行高收益债券时，额外排除的项目可以包括（1）矿权受让协议，（2）商品套期保值及（3）开采权益协议和其他在生产中需要支付的义务。



实务指南

在计算固定费用覆盖比率时，必须预估在计算期内增加和偿还的债务。在计算中往往被忽视排除的项目是循环信用借贷和偿付。为了避免这一不确定性，债务限制条款中应该将这类借贷和偿付排除在EBITDA外。

“比率债务”豁免

债务限制条款中最常用的比率测试就是“**固定费用覆盖比率**”（即，发行人及其受限子公司（或者经常仅指那些充当担保人的受限子公司），在考虑到增加额外债务并使用募集资金后，只有当预估固定费用覆盖比率至少等于一个预先设定的比率时，才可以被允许增加额外债务）。一般而言，发行人在发行债券时不得增加比率债务，因此一开始必须借助可允许的债务之例外来增加额外的债务。

固定费用覆盖比率是借款人集团息税折旧摊销前利润（“EBITDA”）与借款人集团固定费用的比率。要求的比率一般在2.0和3.5到1.0之间，代表发行人的EBITDA与总的利息和相近费用之比。对于某些资本密集型行业，如电信，比率债务的计算为未偿还债务与EBITDA的杠杆比例。考虑到资本结构的特征，该比率被认为能够更好地衡量资本充足率。

EBITDA的定义非常复杂，而且往往需要根据发行人独特的行业会计方法进行调整，不过一般被定义成GAAP净收入加上所得税，折旧和摊销费用。¹ 不过比较宏观地看，EBITDA考察的是去除某些一次性事件之后企业的“运行速度”。换句话说，EBITDA试图描述发行人正常化的现金流。但是需要仔细考虑每个发行人的具体EBITDA细节，并与同行或者类似经营环境中的企业进行比较。

¹ EBITDA通常采用以下计算公式：经调整后净利润+利息+税费+折旧及摊销+导致净利润减少的非现金费用+导致净利润增加的非现金项目；其中，经调整后净利润的计算方法如下：借款人集团按公认会计原则（“GAAP”）净利润（或亏损），调整时剔除以下项目：(1)任何资产出售利得（非损失）；(2)任何特殊收益（非损失）；(3)非受限子公司的净利润（非损失），但分派予发行人或受限子公司的部分除外；(4)受限子公司净利润中因受到限制而不能分派予发行人或其他受限子公司的部分；以及(5)会计准则变更的累积影响数。



实务指南

上文描述的全部或者部分操作可以直接调整到EBITDA上, 这与净收入不同。这个差别很重要。净收入被用来计算受限偿付的净收入篮子。因此, 发行人偏向于调整净收入, 而投资人偏向于在债务限制条款下只对EBITDA进行调整。承销人一般偏向于只有发行担保人被允许增加比率债务, 以限制由于非担保人受限子公司增加未受限制的比率债务所造成的结构次级化。

固定费用主要包括(1)利息费用 (现金及非现金); (2)债务发行成本及原始发行折扣的摊销; (3)资本租赁的利息部分; (4)优先股股利; 以及(5)套期保值义务下的偿付净额。对于某些类型的企业, 还可能会包含其他开支或费用 (例如, 对于零售业及房地产发行人而言, 固定费用还可能会包含租金费用)。

固定费用覆盖比率的计算以借款人集团已编制财务报表的最近四个季度的运营结果为基础, 考虑拟增加债务的模拟影响, 并包含从上述四个季度期初至计算日期间增加及偿还的其他债务以及上述期间的收购及处置交易。

因为该条款为“触发”条款, 只有当发行人或者受限子公司寻求增加额外的比率债务时才会测试比率。即便后续的财务表现使发行人以后无法增加额外的比率债务, 发行人也被允许维持比率债务。

债务限制: 基本说明

FCCR: 3.0x

例外: 5亿美元信用借贷

情景 A

(百万美元)		债务触发测试禁止了在比率测试和例外下增加额外债务。
信用借贷	500	» 当前 FCCR (2.5x)已经低于 FCCR (3.0x), 且信用借贷例外已经被完全使用了。 请注意, 除非发行人增加额外债务, 否则并不会违反条款。这一点很重要。 如果发行人流动性充分且不增加额外债务, 即可避免违反本条款。
高级次级化债券	200	
债务总额	US\$700	
FCCR	2.5x	
允许的额外债务	US\$0	

情景 B

(百万美元)		
信用借贷	400	尽管计算后发行人的FCCR 低于要求的3.0x FCCR, 由于它只使用了信用借贷额度5亿美元中的4亿美元, 它还有额外的借款能力。
高级次级化债券	200	
债务总额	US\$600	
FCCR	2.5x	
允许的额外债务	US\$100	



实务指南

此外, 合同经常错误地不提供被允许的债务篮子, 以容纳通过被允许的再融资例外所产生的债务, 因此不应该“清空”该被允许的债务篮子。除非每个被允许债务篮子在计算时考虑了再融资债务的上限, 不然就会导致这样的后果, 并让发行人的负债率超过债券持有人的设想。

被允许的债务

该条款允许发行人及其受限子公司, 无论其财务表现或者条件如何, 也无需满足固定费用覆盖比率测试, 即可增加各种类型的“**可允许的债务**”。这种例外的债务种类取决于发行人和承销人的谈判, 并在债务限制条款中写明。

可允许的债务一般包括:

- “**信用借贷篮子**”下的债务, 包括发行人现有的信用协议和任何再融资, 以及任何其他满足“信用借贷”定义的债务 (通常有一限额, 但有时包含“增长限额”部分);
- 日常经营产生的债务, 例如对工伤保险、自保险义务、履约保函、保证保函、上诉保函及类似保函提供支持的信用证;
- 在发行日现有的债务, 且没有包含在任何其他可允许债务例外中。该例外一般排除在发行日信用借贷篮子或者其他确认的可允许债务例外允许的未偿还债务, 以防止发行人通过重新指定该债务为“发行日现有的债务”从而“清空”这些篮子;

- 发行日当天发行的债券所代表的债务和任何相关的保证 (以及任何已注册的可交换债券和相关的保障)。因为“债券”一般被定义为债券合同下发行的所有债券 (具有相同权利和相同条款的单一系列), 如果债券合同允许未来发行后续债券的话, 一般而言该例外仅限于最初的债券, 任何额外的债券发行必须符合其他的豁免;
- 可允许的再融资债务 (即为比率债务或其他可允许的债务进行再融资而产生的债务);
- 资本租赁、抵押融资及购买款义务, 均不得超过某一上限;
- 借款人集团内的公司间借款;
- 出于非投机目的产生的套期保值义务 (注: 此类限额可能有别于按照适用会计准则取得套期保值处理的交易);
- 发行人和所有受限子公司 (不仅仅是担保人) 协商的用于任何用途的篮子 (通常为某一固定数额, 但有时包含“增长数额”部分); 及
- 其他特定的例外条款 (例如, 外国子公司在当地信用额度下的债务)。



实务指南

从业人员经常会问, 一项初始债务是否可以分为比率债务和可允许的债务两部分, 如果可以的话, 在计算划入可允许债务部分的固定费用覆盖比率时是否需要给予相应的形式上调整。

许多债务合同明确回答了这一问题, 即初始债务被划入可允许的债务部分, 以及由此而释放的可允许的债务, 在计算比率债务金额的时候都不予考虑。

可用的豁免

如果某一特定债务满足了不止一个豁免或者篮子, 发行人有权根据债务限制条款指定此项债务发生属于某一特定的豁免或者篮子。

一般而言, 发行人可以在任意时间, 对此时满足一个或者更多豁免 (除信用借贷篮子以外的债务) 的债务重新分类。如果发行人的财务状况改善 (在固定费用覆盖比率豁免下债务增加能力提升), 一般会允许发行人将最初在一个或者更多可允许的债务篮子下的债务重新分类为比率债务。该行为可以释放相关可允许的债务篮子的容量。该重新分类也有利于对可允许的债务再融资。举例而言, 用比率债务再融资不需要遵守可允许的再融资债务定义的限制。



实务指南

对发行人而言,尽可能将债务指定为比率债务,而不是关联在一个特定的可允许的债务篮子,总是有利的。因为任何与篮子相关的债务都会影响未来固定费用覆盖比率下债务的计算,同时也会占用特定可允许债务篮子的额度。



实务指南

一般而言,可允许的再融资定义会限制再融资债务的金额、到期日、分期偿还、债务人、抵押品和次级化。这些限制的一个典型例外是信用借贷篮子下的债务,再融资时可以不受这些约束。同样,可允许的再融资债务的定义往往也不会明确禁止非担保人的受限子公司通过增加债务对担保人的债务再融资。发行人和投资人应该考虑是否同意允许通过高级债务对次级化债务再融资,并通过对债务的结构性次级化对同等权益的债务进行再融资。

其他需要考虑的条款

在评价财务限制条款是否为发行人提供了足够的灵活性时,发行人和顾问还应该考虑:

- 留置权限制条款,发行人是否有意通过留置权担保增加债务;
- 对受限子公司派发股利及其他偿付的限制的条款,因为增加额外债务可能会引发合同对于借款子公司发放股利、资产转移和其他偿付的限制;及
- 资产出售条款,常常要求以资产出售所得偿还债务的同时必须作出减少贷款承诺。

偿付限制

在借款人集团的财务业绩未达到应有水平的情况下,偿付限制通过限制收入外流防止现金及资产转移到借款人集团之外(也称为“流失”)。偿付限制对债券持有人提供了重要的保护,因为它确保在无力清偿债务或破产时,借款人保有偿债能力,同时也把资产留存在借款人集团内。一旦被转移出去,现金就很少能回到借款人集团;该条款限制了发生此等流失的风险,除非这种转移权利是赢得的。

在讨论偿付限制条款时，必须仔细考虑时机。受限支付生成篮子在发行日为零，除非开始一个启动额度。如下文所述，如果财务表现正面，额度会逐渐增加。不过，发行人应该考虑在最初的6到12个月是否需要任何的受限偿付。比如说，在此期间是否会宣布或者派发股利。如果发行人作为一家上市公司过往有派发股利的历史，工作小组需要考虑发行人以何种方式支付股利以满足股东预期，尽管从债券持有人看来这是一种“流失”。

该条款从结构上包含三个部分：(1)受限偿付的定义；(2)净收入篮子的计算（有时被称为“受限偿付生成篮子”），以及在净收入篮子下可以进行受限偿付的条件；以及(3)偿付限制的例外（即，即使不满足净收入篮子的条件，仍可进行受限偿付的情形）。条款示例如下。

4.06节 受限偿付。(a)公司不会，也不会允许受限子公司，直接或者间接（下文条款(i)到(iv)中描述的偿付或者其他任何行为被统称为“受限偿付”）：

- i. 以公司或者其任意受限子公司的股本（以股票形式发放的股利除外，不合格股票及优先股除外）宣布或者派发股利，或者发放由公司或其全资受限子公司之外的人持有的期权、权证或者其他获得股份的权力）；
- ii. 购买、赎回、注销或者以其他方式获得公司或者任意受限子公司，或者任何除公司或任意全资受限子公司以外的人直接或者间接拥有的母公司的股本（包括期权、权证或者其他获得股本的权利）；
- iii. 对次于债券或者其他子公司担保的债务进行自愿或者可选的本金偿付，或者自愿或者可选赎回、回购、废止或者其他获取或偿付；或者
- iv. 投资，可允许的投资除外；

如果，在受限偿付的当时，以及受限偿付生效后：

- a. 违约已经发生并将持续发生或者将因为受限偿付而发生；
- b. 公司在4.05(a)²条款下不可发行至少1.00美元的债务；或者
- c. 该受限偿付，与公司及其受限子公司在测量日所有的受限偿付的总额，不应超过：

² 该参阅条款涉及债务限制条款下的比率债务。

1. 期间累积合并净利润的50% (如果净利润为亏损, 则减去任何亏损的100%), 该期间是指自测量日所在财政半年度的第一天到公司最近财政季度的最后一天为止, 并参阅在此期间内可获得的该季财务报表 (公司应该尽合理最大努力及时编制该合并财务报表), 可能包括内部的合并财务报表; 加上
 2. 100%净现金收入, 该收入为在测量日后公司收到的向非其子公司所发行的普通股或者发行或出售股本 (不合格股票除外) 所得的认购款, 包括从以下活动获取的净现金收入: (x)将债务 (次级化债务除外) 转换为公司股本 (不合格股票除外), 或者 (y)非其子公司的实体行使期权、权证或者其他权利以获取公司股本 (不合格股票除外), 在每种情况下都要排除用来赎回、回购、废除或者其他获取或者偿付公司的次级化债务或者股本的净现金收入; 加
 3. 在测量日后公司或者其受限子公司通过将公司或者其受限子公司的债务转换或者交换成公司的股本 (不合格股票除外, 减去公司在进行这一转换或者交换时支付的现金, 或者其他任何财产的公平市场价值) 从而在公司合并资产负债表中减少的债务金额; 加
 4. 任何实体在测量日后通过下述活动导致的投资净额减少 (可允许的投资除外): (v)债务利息, 股利或者贷款偿付, 或者该实体在测量日后支付给公司或受限子公司的贷款偿付或预付款 (除非该偿付或者收入已经计入合并净收入), (w)公司或者受限子公司在测量日后无条件解除对另一实体的担保义务, (x) 在测量日后的投资被出售或者清算或者以现金偿还, 在以下两者中的较小值(1)该投资的现金资本回收 (减去或有的处置成本) 及 (2) 该投资的初始金额, (y)将非受限子公司重新指定为受限子公司, 在每种情况下都不超过公司或者某一受限子公司在测量日后对该实体的投资金额 (可允许投资除外), (z)任何实体成为受限子公司 (此时公司或者受限子公司自测量日开始对该实体的投资应被视为遵守“可允许投资”定义项下的条款 (1), 不过仅限于公司或者受限子公司对该实体的投资被视作在本篇段落 (c) 中为受限偿付的情况下; 加
 5. 2,000万美元 (或其他等值币种)。
- d. 上述条款不可因以下原因违反:

[下文为例外清单]

受限偿付的定义

受限偿付的定义一般涵盖借款人集团以下任一行为：

- 向股东派发现金股利或分派其他资产；但股票股利（不合格股票除外）及向发行人或其他受限子公司派发的股利除外（即不属于受限偿付或者为其他允许的例外）；
- 发行人的股本回购；
- 在到期前偿还次级债务；以及
- 对借款人集团之外进行投资（可允许的投资除外，参见下文讨论）。

“投资”一词的定义非常宽泛，一般包括：

- 购买另一个实体的股权或者债券；
- 对任何实体的注资；和
- 为任何实体提供的贷款、担保或者其他信用支持。

投资通常被处理成受限偿付，因为一般会设计发行人或其受限子公司的资产被转移到借款人集团外部的第三方。因为投资既可以是可允许的投资又可以是受限偿付，很重要的一点是记住发行人可以被允许汇总多个篮子进行投资。

条款并不限制成员公司之成为受限子公司的收购公司，也不限制资本支出和大多数集团间的贷款和担保，因为所有这些交易都是借款人集团“内部”的投资。

净收入篮子的计算

净收入篮子的计算如下：

- 累积经调整后净利润的50%（减去任何亏损的100%），该累积的期间是指自债券原始发行日前后最近一个季度（或六个月会计期间，如果发行人不编制经审计或经审阅的季度财务报表）开始至已编制财务报表的最近一个季度期末；*加上*
- 自下列活动所得的现金收入（经常是任意资产的市场公允价值）：
(1)对发行人的注资；(2)发行人发行股票（不包括(x)不合格股票，及(y)向子公司发行）；以及(3)在债券发行日之后发行人及其受限子公司发行同等权益债务或者优先债券，且该债务随后转换或交换为发行人的股票（不合格股票除外，且并非由发行人的子公司转换或交换）；*加上*
- 协议约定的金额（在某些情况下）；*加上*

- 在净收入篮子下 (不包含在调整后净收入内) 的投资减少净额, 如:
 - » 发行人或者受限子公司在净收入篮子下出售或者投资处置中获取的收入净额 (包括除现金之外的资产的公允价值);
 - » 在净收入篮子下的投资减少净额, 来源为向发行人或者受限子公司发放股利、贷款偿还、预付款或者其他资产转移;
 - » 若由于非限制子公司的重新指定而造成的在净收入篮子下投资净额的减少, 则该非受限子公司被重新指定、或者清算、或者合并入一个受限子公司时净资产公允价值的部分 (即发行人在该子公司中的股权比例); 和
 - » 由于信用证偿付、未使用信用证到期、或者担保撤销造成的在净收入篮子下的投资减少净额。

限制偿付计算: 示例

(百万美元)	1期	2期	3期
净收入.....	100	100	100

期内净收入的50% = 3亿美元x 50% =
1.5亿美元减去期内的受限偿付金额

受限偿付: 基本说明

篮子计算: 净收入的50%

例外额度: 1亿美元

FCCR: 3.0x

情景A

(百万美元)		
FCCR	3.5x	该发行人可以使用整个1.5亿美元篮子, 因为其FCCR 3.5x 超过了要求的3.0x FCCR和尚未使用的1亿美元的例外额度。
已使用的例外额度	US\$0	
限制偿付篮子计算	US\$150	
可允许的限制偿付	US\$250	

情景B

(百万美元)		尽管发行人的篮子计算为1.5亿美元，
FCCR	2.5x	发行人不能够增加额外的1.00美元债务，
已使用的例外额度	US\$0	因为发行人的FCCR为2.5x，而最小的FCCR为3.0x。
限制偿付篮子计算	US\$150	
可允许的限制偿付	US\$100	不过，发行人还是可以使用尚未使用的1亿美元例外额度。

情景C

(百万美元)		尽管篮子的计算为1.5亿美元，限制偿付测试限制了发行人进行限制偿付。
FCCR	2.5x	
已使用的例外额度	US\$100	限制因素是，要求的FCCR为3.0x，而发行人当前的FCCR是2.5x，因此发行人不能够增加1.00美元的额外债务。
限制偿付篮子计算	US\$150	
可允许的限制偿付	US\$0	此外，发行人已经完全使用了例外额度。

使用净收入篮子的条件

受限偿付不能够动用净收入篮子，但以下情况除外：

- 建议的受限偿付总额加自债券最初发行日期以来所有的受限偿付（下文讨论的例外情况除外）不超过净收入篮子的金额；
- 发行人在受限债务条款下（给予受限偿付形式上调整之后）可以增加US\$1.00的比率债务；及
- 在受限偿付之后没有或者不会产生违约（即，发行人在计算受限偿付条款是否被遵守时必须给予受限偿付形式上调整）。



实务指南

为了避免重复计算，投资人希望确保，若注资或者资本金在进行可允许投资或者可允许受限偿付时是做为不同基础分别计算的，则任何用于这些特定例外情况的注资或者资本金不能同时用来增加净收入篮子的金额。

可允许的受限偿付

某些受限偿付可以不考虑净收入篮子或者使用净收入篮子的条件（“**可允许的受限偿付**”），它们包括：

- 用同步发行新股筹措的资金或者以交换股份的方式所收购的股份；
- 用同步发行的新股或者新次级化可允许再融资债务筹措的资金回购次级化债务；
- 一个受限偿付的通用篮子，受制于一个总的限额；
- 受限子公司按比例派发给第三方的股利；和
- 其他磋商的例外（如，有限的投资、有限的管理层股票回购或者根据发行人资本结构所必须的特殊例外情况）。

一般而言，在以下情况下，所有可允许的受限偿付应从净收入篮子中扣除，而不是从受限偿付中扣除：

- 明确表明该可允许的受限偿付所使用的资产或者现金不会同时构成净收入篮子的一部分（如，通过发行新股筹措的资金或者以交换股份的方式）；
- 信用中立（如，次级化债务下可允许的再融资）；或者
- 微不足道（如，给高级管理层的贷款）。

可允许的投资

根据定义，可允许的投资不是受限偿付。

在决定可允许的投资时，需要实际考虑发行人如何开展业务，及其过往实际进行拟议的投资。尽管一些债券结构采取了“最小公分母”的方法，即提出了所有可能的例外，但更好的方法应该是根据发行人当前和未来的需求精确定制一份债券合同。

可允许的投资一般包括：

- 对发行人、受限子公司（有时候仅限于对担保人的投资，且不包括非担保人的发行人之子公司，即便该子公司被分类为受限子公司）或成为受限子公司的任何实体的投资；
- 某些列明的套期保值交易；
- 对高级管理层或董事的贷款或垫款，但不得超出某一上限；
- 对合资企业的投资，但不得超出某一上限；以及
- 其他投资，但不得超出某一上限。



实务指南

在受限偿付的定义中特别排除了可允许的投资。因此，可允许的投资不是受限偿付，也就不计入净收入篮子内。所以，发行人倾向于将一项投资算作可允许的投资，而非可允许的受限偿付，以便保留篮子用作他途。

发行人也会希望根据一般例外进行的任何投资，在导致该实体成为子公司后，能够自动归入“投资于子公司”的例外，这样可以“清空”一般例外。

发行人会希望有总额上限的任何受限偿付或者可允许的投资篮子的限额可以根据该篮子自分配和投资收益中抵消。

例外的可得性

如果一个受限偿付或者可允许的投资满足净收入篮子和超过一种可允许的受限偿付或者可允许的投资类型的标准，多数合同一般允许发行人自行决定分类，或者不时对其重新分类。尤其当发行人的财务状况改善时，净收入篮子的可得性提升，这时发行人一般会（但不总是会）被允许将之前在一个或更多受限偿付篮子或者可允许的投资篮子里的项目重新分类为净收入篮子下的受限偿付，以释放相关篮子的容量。

其他需要考虑的条款

对他人债务的担保需要同时作为债务和投资进行评估。因此在提供担保之前，发行人必须确保在受限偿付条款和债务限制条款下，存在可用的例外。

从受限子公司收取的股利和其他收入的限制

这一条款（通常称为“**股利制动机制限制条款**”）旨在防止偿债所需现金被限制在子公司层面（即债券持有人希望受限子公司产生的所有现金可以自由地汇集到发行人，以便发行人用于履行债券项下的义务）。因此，该条款是一种一般性禁止，禁止设置任何制约受限子公司（或者，仅局限于非担保人的发行人之子公司）向发行人或任何其他受限子公司支付股利、偿还债务、发放贷款或以其他方式转让资产的机制。该条款对投资者十分重要，因为投资者是以发行人及其受限子公司的整体信用质量及财务状况作为偿还债券的保障，而非仅仅是发行人。

该条款存在如下例外：

- 现有债务的制约机制（有时候包含被允许产生的其他债务）；
- 收购一个子公司时已经存在的制约机制（但这些限制不能是因为预期该收购会发生而设置的限制）；
- 适用的法律；
- 惯常租赁条款；以及
- 现有债务的再融资限制，但再融资后的受限程度不可超过拟进行再融资的现有债务。

就本条款而言，发行人或其受限子公司成立的合资企业可能会带来一些障碍，因为合资方通常对股利分派拥有否决权。一种可能的解决方案是成立合资企业时发行人持股比例控制在50%以下，因为此类合资企业并不属于并表子公司，也就不会是受限子公司，因而不受债券契约条款的限制。然而，对此类合资企业的任何投资将会属于受限偿付的范畴，从而须遵守受限偿付条款的限制。无论如何，应该仔细考虑发行人通过合资企业形式开展业务的历史及未来预期。在亚洲一个相关和普遍的例子是房地产开发商通过合资企业的形式持有某个项目。

其他需要考虑的条款

股利制动机制限制条款应该与负债限制条款一起评估，因为如果额外负债条款含有与借款人集团内部移动现金或资产有关的限制的话，则该条款会限制本可以增加的债务。

留置权限制

留置权限制条款制约了发行人通过留置权次级化实际降低债券偿付顺序的能力。除若干例外（“**可允许的留置权**”）之外，该条款限制对资产设置留置权，除非该债券也可按比例得到同等担保。

该条款的示例如下:

4.07节 留置权限制

- a. 公司不会,也不允许其任何受限子公司,直接或者间接,产生、承担或者允许存在抵押品留置权(可允许的留置权除外)。
- b. 公司不会,也不允许其任何受限子公司,直接或者间接,产生、承担或者允许存在对其任何种类的资产或者财产(抵押品除外)的任何性质的留置权,不管这些资产或者财产是在初始发行日即有的或是之后收购的,但可允许的留置权除外,除非该债券也可按比例得到同等担保。

不过,与其他高收益债券合同类似,必须仔细核查可允许的留置权定义中包含的例外情况。可允许的留置权一般包括:

- 为信用借贷篮子下所允许之债务的留置权;
- 购买款留置权;
- 已收购资产的留置权,且该等留置权并非在筹划该资产收购时所产生;
- 有担保允许再融资债务的留置权,但该留置权为仅仅针对再融资债务的同一资产;及
- 在发行日当天存在但未包含在任何其他可允许留置权例外中的留置权。

对亚洲地区的发行人而言,可允许的留置权定义可以扩展到一般发行人惯常项目之外,以满足亚洲发行人所处经营环境中当地银行的借贷习惯操作和行业特殊的留置权要求。

其他需要考虑的条款

重要的一点是该条款需要和债务限制条款一起评估,因为产生有担保的负债需要可允许的留置权定义中对增加相关留置权能力的同步提升。

对出售资产及子公司股票的限制

出售资产及子公司股票会导致创收资产转移出借款人集团之外，因此该条款通过确保在资产及子公司股票出售时须遵守的程序，以限制可能导致发行人财务状况恶化的外部流失。因此，该条款的限制并不针对借款人集团被允许出售的资产的数量；而是规定了可收取的对价类型，并定义了该出售所得收入的恰当用途。在该条款下，出售所得对价的某一最低比例（通常介于75%至85%之间）须为现金或“视同现金”。为了增加灵活性，发行人往往要求这一比例基于自债券契约日期以来历次资产出售交易收取的对价总额。



实务指南

在无担保非次级化契约资产出售条款中，“高级债务”应被定义为结构上优先于债券的债务（如，第一留置权义务或者非担保人受限子公司债务（公司间债务除外））。在此条款下，与债券享有同等权益的债务只能按照比例与债券一起偿付。同样，“净现金收益”的定义在偿还“高级债务”之前不可以抵扣任何其他债务的偿付。

“视同现金”的定义由磋商确定，通常包括：(1)买方承担的非次级债务，条件是借款人集团获无条件免除责任；(2)在指定期间内（通常90天至180天）被转换为现金的现金等价物。有些契约还允许将“重置资产”或者发行人业务中使用或者有用的长期资产、以及将会成为受限子公司实体的股权作为“视同现金”。



实务指南

为避免是否需要隔离出售资产所得收入的不确定性，发行人会希望要求条款中使用“与可用现金净额同等数量的现金”，而不是实际的现金所得收入。由于现金的可替代性，只要发行人或相关受限子公司在资产出售后的一定时间框架内进行资本支出，遵守此出售资产及子公司股票的限制通常不会有太大难度。

一般而言，债券条款对“资产出售”采用广义定义，通常涵盖传统的资产处置以及任何直接和间接对受限子公司权益的出售，包括受限子公司新股发行以及通过合并、整合或类似交易实施的任何股权处置。此外，资产出售的定义还包括各类无须满足资产出售测试条件的资产处置，包括日常业务经营交易以及对于公允价值未达到指定下限的交易的例外情况。

如果在发行债券时，发行人正考虑一个未来的资产出售，各方应该考虑设置一个特别的例外。不过考虑到本条款对投资人主要仅为行政性质的保障，需要评估该例外在合规方面的成本和负担。

作为一个主要用来确保适当资产出售的条款（而非禁止此类出售），资产出售测试要求：

- 发行人或其受限子公司收取的对价等于所售资产的公允市价；
- 资产出售所得对价中至少有某一最低比例（通常介于75%至85%之间）为现金或“视同现金”形式；以及
- 发行人或相关受限子公司在指定期限内（通常为365天）将资产出售的净现金收入用于收购同一行业内其他实体（并成为受限子公司）的非流动资产或股票、进行资本支出、和/或偿还高级债务（在某些情况下还要求永久性减少贷款承诺）。

倘若资产出售所得净现金收入未在指定期限内用于指定用途，该未使用的净现金收入称为“超额收入”。如果此类超额收入超出某一既定金额，则发行人须按比例以上述超额收入，依债券面值与应计未付利息之和以及其他具有类似还款要求的同等权益债务回购债券。

该条款的示例如下：

4.13节 出售资产的限制

- a. 公司不会，也不允许任何受限子公司出售资产，除非：
- i. 该资产出售不会立即引发违约并持续发生违约，或可能引发违约；
 - ii. 公司或受限子公司收到的对价至少等于被出售或者处置资产的公允市场价值；
 - iii. 若出售资产构成了资产处置，则在给与该资产处置形式上调整之后，公司可能会在第4.05(a)³条款下产生至少1美元的债务；和
 - iv. 收到的对价中至少75%为现金、短期现金投资或者重置资产。但在使用重置资产的情况下，如果公司或者受限子公司收到

³ 该参阅条款涉及债务限制条款下的比率债务。

的重置资产的总对价超过1,000万美元 (或者其他等值币种), 公司应该向信托人提交一份由国际知名会计师事务所、评估事务所或者投资银行出具的财务意见书, 证明该资产出售对公司或者受限子公司而言是公允的。在本条款中, 以下各项将被视作“现金”:

1. 公司最近期的合并资产负债表上显示的, 公司或者任何受限子公司 (不包括或有债务、条款上规定次级于债券的债务或者任何子公司担保) 的任何债务, 且这些债务由于资产受让方通过一般市场惯常的承担、转让、约务更替或者类似情况而免除公司或受限子公司承担进一步的责任; 和
 2. 从受让方收到的任何证券、债券或者其他债务, 且马上 (无论如何不晚于交易结束后的30天) 由公司或者受限子公司转换成的现金。
- b. 在收到资产出售所得净现金收入后的360天内, 公司 (或任何受限子公司) 可以将该净现金收入用于:
- i. 永久性偿还公司或子公司担保人的高级债务, 或者非子公司担保人的其他受限子公司的任何债务 (如果该高级债务为循环信用负债, 则相应减少负债) 给公司或者受限子公司以外的债权人; 或者
 - ii. 收购用于置换资产出售或资产置换之标的的财产或资产。
- c. 资产出售所得净现金收入如果没有按照上述4.13(a)(i)和 4.13(a)(ii) 应用或者投资, 将会构成“超额收入”。少于1,000万美元的超额收入 (或者其他等值币种) 将会被累积计算。当累积的超额收入超过1,000万美元 (或者其他等值币种), 在10天内, 公司必须回购债券, 本金金额计算方式如下:
- i. 累积的超额收入, 乘以
 - ii. 一个分数: 1.分子等于债券未偿付的本金金额, 及2.分母等于债券的本金金额加所有同样需要就资产出售而被要求偿还、赎回或者要约收购的同等权益的债务。
 - iii. 取整到最近的1,000美元。

- d. 购买价格等于债券本金的100%加上到购买日止累计未支付的利息, 并将以现金支付。
- e. 如果完成回购债券后超额收入还有结余, 公司可以在本契约不禁止的条件下随意使用剩余的超额收入。如果要约收购的债券总金额 (和其他同等权益债务) 超过超额收入, 信托人将依据第3.02条下的程序选择购买的债券 (和其他同等权益债务)。在完成上述收购之后, 超额收入的金额将重设为零。

关联交易限制

关联交易限制条款旨在防止透过异常有利的定价或者架构的交易导致财产自借款人集团流向控股股东及其他关联方, 而进一步损害了借款人集团的价值。关联方的定义通常包含控制发行人的人士或与发行人共同控制的人士, 通常也还涵盖超过既定持股比例 (通常介于5%与10%之间) 的股东。

本条款提出了一系列必须满足的要求, 但并不完全禁止关联交易。它规范了此类交易 (考虑到自我交易的风险)。该条款禁止借款人集团与任何关联方进行交易, 除非满足如下条件:

- 交易是基于公平的基础进行的;
- 倘若交易额超出某一商定的金额 (取决于债券发行时发行人的规模, 通常介于100万美元至500万美元之间), 交易获得发行人董事会多数董事的批准, 包括多数无利益冲突董事的批准 (但有时仅需获得一名高级管理人员的批准); 以及
- 倘若交易额超出该金额, 发行人取得独立投资银行、会计师事务所或评估机构出具的公允意见 (但有时仅需取得发行人董事会的批准)。

关联交易条款常见的例外通常包括: (1)发行人与受限子公司之间的交易; (2)向董事支付合理、惯常的费用; (3)按照受限偿付条款进行的受限偿付及可允许的投资; 以及(4)向杠杆收购发起人支付的管理费。

对受限子公司与非受限子公司指定的限制

对受限子公司与非受限子公司指定的限制旨在确保无法通过指定及重新指定受限子公司及非受限子公司而规避其他各项限制条款的实践。

一般而言，除非在债券条款中把某家子公司列为非受限子公司，或者发行人在债券发行后根据债券条款的规定把一家受限子公司明确指定为非受限子公司，否则发行人的所有子公司均为受限子公司。发行人可根据债券条款随时将其子公司指定或重新指定为受限子公司或非受限子公司。然而，由于各项条款不适用于非受限子公司，债券持有人可能会将发行人作出的指定及重新指定视作故意绕开条款行事，以规避适用的投资、增加债务或实施收购及资产处置等限制。

通过把某家子公司指定为非受限子公司，发行人被视同对该子公司进行了一笔投资。该投资额等于在指定作出时发行人或其受限子公司所持该子公司权益的公允价值，但是，把受限子公司指定为非受限子公司须满足如下条件：

- 发行人须遵守偿付限制条款（即在指定作出时发行人对相关子公司的视同投资的公允价值须符合受限偿付条款或属于可允许的投资。该投资的估价指为指定作出时该子公司净资产总和的公允市场价值，和该子公司对发行人和任何受限子公司负债的金额）；
- 发行人须遵守债务限制条款（即发行人或其受限子公司对该非受限子公司的任何债务作出的任何担保将被视作新增债务）。一般而言，非受限子公司只能发行“无追索权债务”，即禁止了非受限子公司发行由发行人或者任何受限子公司担保的债务。此外，发行人及其受限子公司往往被禁止借款给一个非受限子公司；
- 被新指定的非受限子公司不得持有发行人及其受限子公司的股本、债务、资产的留置权或对发行人及其受限子公司的任何投资；
- 发行人须遵守关联交易限制条款（即发行人、新非受限子公司及发行人其余受限子公司之间订立的任何协议、交易或安排均须遵守关联交易限制条款）；
- 发行人及其受限子公司不得对新非受限子公司负有如下义务：(1) 认购新非受限子公司的额外股份；以及(2)（通过担保或授信）维持或保持新的非受限子公司的财务状况；以及
- 该指定不会导致违约或违约事件。

把非受限子公司指定为受限子公司须满足如下条件：

- 指定必须符合受限偿付条款（即新指定的受限子公司持有的任何投资须符合受限偿付条款或归属于可允许的投资）；
- 新指定的受限子公司的任何债务须符合债务限制条款；
- 新指定的受限子公司资产的任何留置权须符合留置权限制条款；以及
- 该项指定不会导致违约或违约事件。

对合并、整合及出售绝大部分资产的限制

合并、整合及出售绝大部分资产的限制条款（“**合并条款**”）旨在避免导致存续实体财务状况不佳的企业合并（按照固定费用覆盖比率）。该条款禁止发行人与其他实体合并或整合为另外的实体，或把借款人集团全部或绝大部分资产整体转让给其他实体，但满足如下一般性条件的除外：

- 发行人作为存续实体，或者存续实体是在指定司法管辖区的法律下成立的实体（例如，发行人注册成立所属的司法管辖区），并且该存续实体明确承担发行人在债券及债券契约项下的各项义务；
- 相关交易完成并给与形式上的调整之后，发行人或存续实体能够在债务限制条款下再发行至少1.00美元的比率债务（但即使其无法再发行1.00美元的债务，有时这一条件仅要求发行人的固定费用覆盖比率没有恶化即可）；及
- 交易之前未违约且交易不会导致违约。



实务指南

亚洲发行人发行的高收益债券，一般要求发行人或存续实体的综合资产净值等于或大于交易前发行人的综合资产净值。

由于此合并条款限制的某些交易可能同时也构成控制权变更，从而赋予债券持有人提前将债券回售予发行人的选择权，因此，这一条款应与控制权变更条款共同议定。如果债券由发行人的子公司担保，则本合并条款也禁止任何子公司担保人与另一个实体合并或者被整合，或者将子公司担保人资产的所有或者绝大部分转移给另一个实体，除非满足以下一般条件：

两者之一：

- (1)交易将导致子公司担保人不再生是发行人的子公司，(2)交易符合资产出售限制条款，和(3)子公司担保人对债券所提供的担保根据债券条款被解除；或者
- (1)子公司担保人是存续的实体，或者该存续实体是依照指定司法管辖区法律设立的实体，并且该存续实体明确继承了子公司担保人的债权债务义务，及(2)交易之前未违约且交易不会导致违约。

控制权变更

在发行人股权结构及/或董事会组成发生根本性变化的情况下，控制权变更条款为债券持有人提供保障。传统上，投资者会要求设置控制权变更回售权，因为发行人最终控制人的身份、往绩记录以及财务和业务战略均可能成为投资者整体投资决策的重要影响因素。作为高收益债券市场的常客，旗下拥有多家公司的私募股权投资者尤其关注这一点。如果在债券的存续期内公司的控制权发生重大变化，投资人希望有机会能够退出投资。

倘若一系列控制权变更事件中的任一件发生，发行人即须作出要约（即控制权变更回购要约），按照债券本金的某一百分比（通常为101%）回购债券。尽管具体的控制权变更事件很大程度上有赖于发行人与承销商的协商（特别是如果在债券条款规定中发行人首次公开募股或部分资产出售的可能性极高时），但通常控制权变更事件会包括如下事件：

- 一名或一组人士（除了定义中的可允许持股人外）收购发行人具表决权的股本超出某一比例（通常介于30%至50%之间）；
- 发行人董事会出现争议性变化（例如，因投票委托斗争所致）；以及
- 处置全部或绝大部分的借款人集团资产。



实务指南

“可允许的持有人”可以扩大到包括在债券存续期内可能的潜在收购方的种类或是类别，尤其当投资人可能欢迎这种所有权的参与。实例包括半主权或是主权财富基金或者在新领域市场环境中的开发机构。

许多控制权变更条款还会有一个“双重触发机制”，要求控制权的任意变更在触发控制权变更回售权之前有一个债务评级的下调。这一额外要求背后的逻辑是，如果控制权变更不伴随评级下降，则不会负面影响债券价格，因此不应该触发投资人的回售权。

控制权的变更对发行人而言是一个重大的流动性事件，因此需要精心架构，并在债券的存续期内保持监控。

报告要求

报告条款旨在确保可以持续获取发行人财务业绩的最新资料。虽然从表面来看似乎属于制式条款，但潜在投资者可能对该条款内容高度敏感，而且通常会

要求发行人在债券存续期间进行全方位的公开信息披露，不论发行人是否须遵守美国证监会（“SEC”）或其他报告要求。发行人公开发布最新的财务业绩资料，不仅对发展相关债券市场的流动性至关重要，而且还可保护拟出售债券的投资者免于潜在的市场滥用责任。此外，按照144A规则，美国投资者在美国境内转售所持债券，也需要发行人发布最新的财务业绩资料。请参阅“法律方面的注意事项 - 交易结构与美国联邦证券法 - 144A规则”。

在亚洲，考虑到发行人可能要遵守的各种现有的公开信息披露要求，需要慎重地对这些要求进行定制。一般而言，最基础的公开信息为经审计的半年度财务报表加某些年度报告信息。发行人需要评估这些要求，以确保对于按一般程序准备的信息要求的扩充得到了慎重考虑。对于财务报表的要求应该与净收入篮子的计算一致。参见“受限偿付的限制——净收入篮子的计算”。

经营活动限制

经营活动限制条款旨在限制发行人进入债券发行时投资者未能意想不到的新行业。例如，该条款禁止发行人进入如下行业：(1)与截至债券发行日时发行人及其子公司所从事业务类型不同（亦非合理相关）的行业；或者(2)未在发行备忘录中披露的行业。因此，在就业务活动限制条款进行谈判前，发行人须慎重考虑在债券存续期间其可能从事的行业，同时还要权衡投资者限制发行人进入缺乏可靠经营业绩的行业及地区的要求。

提供债务担保的限制

提供债务担保的限制条款可防止发行人通过结构次级化使高收益债券的偿付顺序低于发行人的其他债务。为实现这一目的，该条款限制非担保人受限子公司直接或间接地为发行人或任何其他作为担保人的子公司的任何债务提供担保，除非其也对债券提供与任何其他该等债务至少具有同等权益的担保。

募资用途

募资用途条款旨在确保债券发行收入按照发行备忘录中既定的方式使用。

同意费

同意费条款规定，为取得债券持有人对债券条款的同意及豁免而作出的全部要约对价须同等地向全体债券持有人作出，并且须向所有同意的债券持有人支付要约对价。

高收益债券合同的国际间比较

各国际市场的高收益债券合同普遍采用同一类结构,对现金流失、高风险投资、杠杆率上升、次级化及公司治理变化等主要风险进行管理。然而,在美国、欧洲及亚洲这三大高收益债券市场中,高收益债券合同亦在国际化结构的基础上因地制宜地微作调整。下表汇总了各大国际市场中典型高收益债券合同的主要差异:

担保人		
对债券持有人的保护程度		
美国及欧洲的保护程度最高		
特点差异	美国	除外国子公司(很大程度上出于节税考虑)及无关紧要的子公司之外,通常由所有受限子公司对债券进行担保。 通常仅要求对发行人其他债务提供担保的受限子公司和/或增加债务的受限子公司成为担保人。
	欧洲	作为基本起点,“高级债券”通常具备相当高的担保人覆盖率(EBITDA、收入及资产占比至少达80%以上或尽可能接近100%),这也是市场期望的水平。 在理想状况下,担保人涵盖所有(重大)国内及外国子公司。但在实务中,欧洲许多司法管辖区的公司及破产法律大大限制了上行担保的使用及可执行范围,除非对相关子公司担保人员具有明确及直接的好处。
	亚洲	非中国内地发行人发行的亚洲高收益债券沿用美国或欧洲担保模式。 对于中国发行人发行的高收益债券,中国境外的债券持有人只获得中国境外子公司提供的附属担保,通常仅相当于发行人资产的象征性比例。因此,如果发行人在中国内地有大量的资产或者业务,结构次级化问题就成为其发行的高收益债券的主要特点。

债务限制

对债券持有人的
保护程度

亚洲的保护程度最高, 美国与欧洲相近皆次之

特点差异

美国

固定费用覆盖比率通常为2.0, 但可介于2.0至2.5之间。非担保人受限于子公司一般不得增加比率债务, 此举可减少结构性次级化。

现行趋势是对信用借贷的例外进行定义, 以便囊括债务证券发行及商业银行信用借贷。

现行趋势是对其他债务篮子如购买款债务篮子或一般性债务篮子设定上限, 上限为某一固定金额与某一增长项目 (例如综合有形资产净值的某一百分比) 两者中的较高者。

发行人倾向于规定如果未来可以满足固定费用覆盖比率条件, 允许把某一篮子下的债务重新划分为比率债务, 从而“恢复”相关篮子规模。

欧洲

固定费用覆盖比率通常为2.0, 但可介于2.0至2.5之间。非担保人受限于子公司一般不得增加比率债务, 此举可减少结构性次级化。

为了解除评级机构及投资者对发行人过度增加杠杆的顾虑, 对于以留置权为担保新增比率债务, 通常会增设“综合担保债务比率”测试 (综合债务总额/综合EBITDA)。

特别是对于当期EBITDA很高的周期性企业而言, 综合担保债务比率 (而非固定费用覆盖比率) 能作为限制比率债务增加的主要方式。信用借贷例外一般包含债务证券发行及商业银行信用借贷。发行人倾向于规定如果未来可以满足比率测试条件, 允许把某一篮子下的债务重新划分为比率债务, 从而“恢复”相关篮子规模。

亚洲

固定费用覆盖比率通常介于2.0至3.5之间⁴。

对于中国发行人发行的高收益债券, 非担保人受限于子公司不得在固定费用覆盖比率测试下增加债务。此外, 中国发行人发行的高收益债券通常把受限于子公司发行的债务限制在不超过总资产的10%至15%, 但其中可能不包含公开发行的债务或向机构投资者配售的私募债务。中国发行人发行的绝大多数高收益债券不设置信用借贷豁免条款。就可允许的债务而言, 中国发行人发行的高收益债券把一般性债务篮子 (及其他篮子) 规模限定在某一固定金额或总资产某一比例, 但质量次之的债券通常采用某一固定金额与总资产 (包含若干无形资产) 某一比例两者中的较高者。

在有些情况下, 印尼发行人发行的高收益债券包含可允许的优先债务的概念, 即在满足如下条件时, 非担保人可增加结构性次级债务: (1)结构性次级与合同性次级债务合计低于总资产的15%; 且(2)符合适用的比率测试。

⁴ 中国发行人发行的高收益债券, 其固定费用覆盖比率通常介于2.5至3.5之间。印尼发行人发行的高收益债券, 其固定费用覆盖比率通常介于2.0至3.5之间。

偿付限制

对债券持有人的
保护程度

亚洲的保护程度最高, 美国与欧洲相近皆次之

特点差异

美国

一般需就以下内容进行协商:

- 在计算一般性受限偿付篮子的构成项时, 非现金股权投资及发行收入可否按公允市价计算, 还是仅限于现金。
- 在不可赎回期内, 为赎回债券而发行的股票是否也可计作一般性受限偿付篮子的构成项。
- 计算一般性受限偿付篮子的“投资回报”项时, 是基于各个投资项目逐一计算 (在此情况下篮子规模增加幅度不得超过单项投资的金额), 还是以全部投资项目的合计数为计算基础 (对发行人更有利)。
- 未来, 发行人是否可把在某特定篮子下作出的受限偿付 (因为在投资时未能满足固定费用覆盖比率条件) 重新划分为一般性篮子下的受限偿付 (一旦发行人能够满足固定费用覆盖比率条件时)。
- 对管理层持股的回购, 每年不超过某一上限同时未使用的额度可转至下一年。
- 如果可把相关股利计入固定费用, 是否可按照相关债务条款对不合格股票派发股利。
- 与某些欧洲发起人发行的高收益债券不同, 美国高收益债券一般不允许仅以通过杠杆测试为条件无限额地作出受限偿付。

欧洲

一般需就以下内容进行协商。

- 在计算一般性受限偿付篮子的构成项时, 非现金股权投资及发行收入可否按公允市价计算, 还是仅限于现金。
- 在不可赎回期内, 为赎回债券而发行的股票是否也可计作一般性受限偿付篮子的构成项。
- 一般性受限偿付篮子、合资公司可允许的投资篮子及一般性可允许的投资篮子的规模。

亚洲

中国发行人发行的高收益债券通常把受限偿付篮子作为“累积篮子”的一部分, 而不作为单独一项豁免条款, 从而发行人须满足固定费用覆盖比率测试, 方可使用一般性受限偿付篮子。

在印尼发行人发行的高收益债券中, 可允许提前偿还公司之间的次级债务, 同时一般性受限偿付篮子规模最高可达1,000万美元。

留置权限制

对债券持有人的保护程度		亚洲的保护程度最高, 美国与欧洲相近皆次之
特点差异	美国	<p>应当注意的是, 可允许的留置权是否可向“信用借贷”下的所有可允许的债务提供担保 (包括比率债务), 还是仅限于特定信用借贷篮子下的债务。</p> <p>留置权用作债务担保通常会触发该条款, 但留置权作其他用途则不会触发。</p>
	欧洲	<p>应当注意的是, 可允许的留置权或可允许的抵押品留置权 (对于有担保的交易) 是否可向所有可允许的比率债务及“信用借贷”债务提供担保, 还是仅限于特定信用借贷篮子下的债务。</p> <p>留置权用作债务担保通常会触发该条款, 但留置权作其他用途则不会触发。</p>
	亚洲	<p>一般情况下, 可以对相关债务条款下可允许的债务提供担保。</p> <p>中国发行人发行的许多高收益债券均未设置信用借贷债务篮子, 因此也没有相应的留置权篮子。中国发行人发行的有担保债券通常允许发行人发行享有同等权益的债务, 而无须通过比率测试, 这实际上允许抵押品权益的无限稀释。</p>

对出售资产及子公司股票的限制

对债券持有人的保护程度		亚洲的保护程度最高, 美国与欧洲相近皆次之
特点差异	美国	<p>当前市场环境下, 该条款持续弱化。一般需就以下项目进行协商:</p> <ul style="list-style-type: none"> 就75%的现金对价要求而言, 构成“视同现金”的对价类型。近年来, 有些交易允许把不超过某一上限的出售收入指定为“视同现金”。 作为资产出售收入可允许的用途之一, 可用该类收入偿还的债务类型 (结构性优先于高级收益债券的债务或任何未被次级化的债务)。 “资产出售”定义排除的交易。 资产出售收入通常无须在365天内 (或其他指定期限内) 使用, 但条件是在上述期限内签订具约束力的合同, 并且在其后180天内实际使用该收入。

对出售资产及子公司股票的限制

对债券持有人的保护程度		亚洲的保护程度最高, 美国与欧洲相近皆次之
特点差异	欧洲	<p>一般需就以下项目进行协商:</p> <ul style="list-style-type: none"> 就75%的现金对价要求而言, 构成“视同现金”的对价类型。 作为资产出售收入可允许的用途之一, 可用该类收入偿还的债务类型 (结构性优先于高级收益债券的债务或任何未被次级化的债务)。 “资产出售”定义排除的交易。 资产出售收入通常无须在365天内 (或其他指定期限内) 使用, 但条件是在上述期限内签订具约束力的合同, 并且在其后180天内实际使用该收入。
	亚洲	<p>在中国发行人发行的高收益债券条款中, 资产出售测试通常还包含一项额外要求, 规定发行人须满足与受限子公司、部门或业务板块出售相关的固定费用覆盖比率。中国发行人发行的高收益债券通常限制受限子公司订立任何售后回租协议。</p> <p>印尼发行人发行的某些高收益债券也禁止受限子公司订立售后回租协议, 但允许母公司在若干情形下订立售后回租协议。印尼发行人发行的许多高收益债券均设有一项额外要求, 规定拟进行资产处置或出售受限子公司、部门或业务板块的发行人, 须有能力发行比率债务。</p>

关联交易限制

对债券持有人的保护程度		亚洲的保护程度最高, 美国与欧洲相近皆次之
特点差异	美国	<p>现行趋势是不再要求出具独立公允意见, 而是依赖独立董事的决策。</p> <p>该条款的例外十分广泛, 包括可允许的受限偿付及可允许的投资。</p>
	欧洲	<p>需要协商的项目一般包含必须取得公允意见的交易的临界规模。</p> <p>该条款的例外十分广泛, 包括可允许的受限偿付 (可允许的投资除外)。</p>
	亚洲	<p>在中国及印尼发行人发行的高收益债券中, 该条款的适用范围经常扩大至持股比例在5%至10%之间的股东。</p>

对合并、整合及出售绝大部分资产的限制

对债券持有人的保护程度	
亚洲的保护程度最高，美国与欧洲相近皆次之	
特点差异	<p>美国</p> <p>现行趋势是要求，在交易完成后，发行人可在满足备考固定费用覆盖比率要求的情况下再发行1.00美元债务，或者交易完成后的备考固定费用覆盖比率不次于或优于交易之前的水平。</p> <p>逐渐少见要求满足杠杆比率条件。</p>
	<p>欧洲</p> <p>谈判中经常涉及的项目包含，在交易完成后，发行人是否需要在满足备考固定费用覆盖比率要求的情况下有能力再发行1.00美元债务，或者交易完成后的备考固定费用覆盖比率是否须不次于或优于交易之前的水平。</p> <p>一般要求存续公司的注册地为“扩大前”（即2003年前）的某一欧盟成员国、瑞士或美国（即假设发行人不是在扩大后的欧盟成员国成立）。</p>
	<p>亚洲</p> <p>除美国及欧洲市场的通常要求之外，中国发行人发行的高收益债券还规定：(1)发行人或存续实体的综合资产净值超过于或等于交易前发行人的综合资产净值；以及(2)信用评级未下降。</p> <p>印尼发行人发行的许多高收益债券也要求发行人或存续实体的综合资产净值超过于或等于交易前发行人的综合资产净值。印尼发行人发行的某些高收益债券还要求存续实体的注册地为印尼、新加坡或美国。</p>

控制权变更

对债券持有人的保护程度	
美国的保护程度最高，欧洲与亚洲相近皆次之	
特点差异	<p>美国</p> <p>评级触发条款一般仅见于较为强劲的债务发行及发起人发行的债券。在美国司法管辖区，债务转移允许条款（portability）较为少见。</p> <p>近年来，有些交易规定仅当未通过杠杆测试的情况下，方会触发控制权变更条款。</p> <p>近年来债权人开始担忧，与委托投票权争夺相关的回售条款（proxy put）可能无法执行，而且/或者导致发行人的董事为此承担法律责任。</p>
	<p>欧洲</p> <p>债务转移允许条款设有双重触发条件（即控制权变更且信用评级下调或未通过杠杆测试），该条款一般仅见于较为强劲的债务发行及发起人发行的债券。</p>

控制权变更

对债券持有人的保护程度		美国的保护程度最高, 欧洲与亚洲相近皆次之
特点差异	亚洲	在中国发行人发行的高收益债券中, 双重触发条件较为常见 (规定在控制权变更事件发生后的6个月内发生信用评级下调事件)。印尼发行人发行的高收益债券可以设置单一或双重触发条件。

报告要求

对债券持有人的保护程度		美国的保护程度最高, 欧洲与亚洲相近皆次之
特点差异	美国	<p>发行人须提交10-Q表格、10-K表格及8-K表格所要求的所有季度、年度或其他若干报告。</p> <p>通常对报告逾期给予补救期, 有时还会提高利率。</p> <p>一般还会把报告逾期排除在作出限制性偿付及发行债务等其他行动须满足的“无违约”条件之外。</p> <p>此外, 一般还会要求发行人举行投资者季度电话会议, 对财务业绩加以讨论。</p>
	欧洲	<p>发行人须在财年结束后的120天内提交年报, 在每年前三个财务季度结束后的60天内提交各季度报告, 并在某些重大事件发生后及时进行说明。首次发行人一般有90天时间提交首个季度报告。</p> <p>谈判中经常会涉及报告的获取及报告质量/范围, 同时这一事项也日益引起投资者重视, 特别是, 报告是否须基本沿用(144A规则)发行备忘录的范围及内容, 还是可以适用较低标准。</p> <p>某些非上市(例如家族持股企业)发行人仅在受密码保护的投资者关系网站上发布报告。</p>
	亚洲	亚洲发行人发行的高收益债券一般采用欧洲要求, 但不同项目亦有所差异。

废止条款

对债券持有人的保护程度		
美国、欧洲及亚洲保护程度相当		
债 类 转 型	美国	<p>“暂停条款”比永久性“废止条款”更为常见。</p> <p>控制权变更条款及留置权限制条款均不属于废止条款，原因与其他地区相同。</p>
	欧洲	<p>“暂停条款”比永久性“废止条款”更为常见。</p> <p>控制权变更条款及留置权限制条款均不属于废止条款，因为控制权变更以及为其他债权人设立留置权均无法撤销。</p> <p>“消极担保”条款是（投资级）欧洲债券的特征条款，因此债券提升为投资级不构成废止或暂停留置权限制条款生效的理由。</p>
	亚洲	<p>“暂停条款”比永久性“废止条款”更为常见。</p> <p>控制权变更条款及留置权限制条款均不属于废止条款，原因与其他地区相同。</p>

对亚洲发行人发行的高收益债券的进一步研究

为亚洲发行人筹备发行高收益债券时，须对亚洲及具体国家的特色事项予以考虑。因此，该地区高收益债券的发行结构与合同条款与美国及欧洲存在根本性差异。

亚洲发行人的一般性注意事项

币种

亚洲发行人发行高收益债券的默认币种仍是美元。然而，其他的币种安排（例如点心债及以新加坡元等当地货币计价的债券）也呈日渐增多之势。（点心债是在中国内地以外发行的、以人民币计价的债券。）

提升信用等级的举措

在为亚洲发行人设计发行结构时，需要特别留意通过结构设计提升债券评级的方法。亚洲发行人可采用如下方法改善高收益债券评级：(1)抵押担保；(2)募集资金的境外托管；(3)第三方担保；(4)设立偿债准备金或募集资金账户；(5)分期偿还计划；(6)附设股票奖励，例如附认股权的债券；以及(7)以境外资产及收入为抵押。

发行方式

按照144A规则发行与按照S条例发行两种发行方式的选择并不单纯取决于发行规模。例如，目标投资者群体也是一项重要考虑因素。信用评级较高的中国房地产公司债券可以仅面向亚洲私人银行客户销售，而信

用评级较低的发行人则着眼于更为专业的美国投资者群体。此外，还需要注意预留必要的提前准备时间。144A规则发行所需的准备时间要长于S条例发行，因为144A规则发行需要履行的尽职调查程序及信息披露要求更高、范围更广。请参阅“法律方面的注意事项-交易结构及美国联邦证券法律-144A规则”。

中国发行人的主要发行注意事项

信用支持及结构性次级化

在中国监管体制下，非国有企业公司（即境外控股公司）几乎不可能取得所需的中国监管机构审批，从而无法为面向境外投资者发售的证券提供担保。受此影响，中国发行人发行的高收益债券属于结构性深度次级债券，因为高收益债券持有人的偿付顺序次于发行人在中国境内子公司的债权人。对于结构性次级常用的补救方法是要求运营子公司提供上行担保。请参阅“次级化-结构性次级化”。在中国，这就需要发行人旗下现有的及拟设立的全部境外子公司提供上行担保。

然而，上述上行担保的效力可能会受到如下因素的制约：

- 倘若子公司担保人未在合理范围内因提供担保而获得同等价值，则相关担保可能会因涉嫌欺诈性转让而受到其他债权人质疑；
- 现有协议可能禁止现有贷款人或少数股东提供担保；
- 倘若子公司拥有持股比例较高的少数权益股东，该等少数权益股东可能反对由相关子公司提供担保；以及
- 按照经修订的《1940年美国投资公司法》，倘若子公司被视作投资公司，则其不能为债券提供担保。

担保品

虽然市场青睐以实物资产质押为债券提供担保，但该方法并不可行。中国监管机构禁止以国内运营公司的股票及资产质押作为境外债务的担保。尽管中国债券发行代之以中间层级境外控股公司的股份为担保，但即使对相关股份设置止赎权，也无法让债券持有人控制作为资产持有实体及收入来源的中国境内运营公司。因此，某些中国发行人发行的高收益债券略去了股份质押条款。

债券合同

由于中国发行人发行的高收益债券属于结构性深度次级，因此在设计债券条款时会尽最大可能地限制发行优先于境外高收益债券的境内债务。请参阅“信

用支持及结构性次级化”。然而，因中国实际的商业状况所致，众多高收益债券发行人均要求保留相当多的灵活性 - 即使其杠杆率已居高不下。相应的，其债券合同在设计时允许这类发行人以购买款等例外形式额外发行相当规模的境内债务，但至多不超过总资产（随业务扩大而增加）的一定比例。

印尼发行人的主要发行注意事项

预扣税

为印尼发行人设计高收益债券结构时，预扣税是一项重要的考虑因素。在印尼法律下，高收益债券的本金偿还无须缴纳预扣税，但来自印尼的利息收入适用预扣税，因缺少适用的税收协定来减少该等税收。鉴于印尼预扣税税率可能高达20%，因此发行人有动力最大限度地减少预扣税或者对税费予以相应补偿。为了理解印尼发行人目前采用的方法，有必要很快地翻阅一下节税架构的演化史。

印尼的税法 and 规定一般要求在向一个在印尼没有永久业务的境外纳税居民支付利息或者应付利息时（二者中较早的时间）预扣20%的所得税。在新加坡和印尼双重税收协定下（“新加坡-印尼税收协定”），在向一个新加坡纳税居民（同时也是利息的实益所有权人）支付或者应付利息时（二者中较早的时间），该预扣税降低到10%。

2004年1月1日，印尼与荷兰之间签署的一项税收协定生效，规定满足如下条件的利息收入适用0%的预扣税税率（此前税率为10%）：

- 利息收入取得方并非在印尼永久设立；
- 生息贷款的期限长于两年；以及
- 利息收入取得方是该利息的实益所有权人。

如上文所述，在新加坡-印尼税收协定下，如果利息是支付给或者应付给一个新加坡的纳税居民（该利息的实益所有权人），则利息的预扣税税率从20%降至10%。受此影响，许多印尼发行人为规避印尼预扣税，均在荷兰或新加坡设立特殊目的机构（“SPV”），通过SPV发行债券，同时由印尼母公司及其运营子公司提供担保。2017年，印尼和荷兰在现有税收协定之上签署了一份补充协议，在满足上述三个条件的基础上将预扣税税率从0增加到5%。

2009年11月，印尼税务总局颁布了条例61和62（“条例”）以防止对印尼税收协定的滥用。根据该条例，如果海外收税协定公司没有足够的实质性业务（经海

外税收协定公司的董事在所需表格里确认), 则印尼不会承认其税收协定中的利益。

2017年6月19日, 印尼税务总局颁布了一条新的条例(“DGTR/10”)来替代上述条例, 进一步收紧了享受印尼税收协定中的利益所需的实质性条件。

因此, 为取得税收协定待遇资格, 发行人须证明:

- 利息收入取得方在税收协定缔约国设立的一个主要目的并非仅仅为了取得税收协定待遇;
- 利息收入取得方拥有独立的管理层及自己的雇员;
- 足够的资产;
- 利息收入取得方拥有活跃的运用或业务; 以及
- 利息收入取得方用于向他人履行利息、特许权使用费或其他报酬偿付义务的数额低于其印尼收入的50%。

这些要求标志着税收条例的进一步演变, 即印尼税务当局要求在享受双重税务协定赋予的优惠前, 必须先先在税收优惠司法管辖区有实际业务运营, 而且必须确保海外的税收协定公司满足DGTR/10的条件。

受其影响, 印尼高收益债发行人通常采用如下结构之一, 以便在遵守印尼法律规定的同时最大限度减少预扣税:

- **双层结构或双重发行人结构**—在此结构下, 印尼母公司在荷兰或新加坡设立两家公司。其中一家实体是SPV, 用于发行债券并把相关发行收入交予一家直接持有的全资运营子公司, 由其通过公司间贷款将发行收入转贷给母公司。
- **荷兰公司结构**—在此结构下, 印尼母公司在荷兰设立一家SPV作为发行人, 用于将债券收入作为股权注入荷兰运营子公司, 并由该子公司与印尼借款人签订贷款协议。
- **新加坡公司发行人结构**—在此结构下, 印尼母公司设立一家新加坡公司, 由其发行债券并通过公司间贷款将部分发行收入转贷给运营子公司, 剩余部分发行收入作为对该新加坡公司的股权投资。

尚不清楚的是, 该结构是否明确符合利息收入取得方用于向他人履行利息、特许权使用费或其他报酬偿付义务的数额低于其收入50%的要求。大家对此尚存争议。但该结构的支持者依据的概念是, 新加坡实体适用较高的10%的预扣税率, 因此相对荷兰结构, 税收监管机构不太会对这一结构进行审查。

新加坡税收影响

为了适用10%的税率，新加坡-印尼税收协定要求利息由印尼的借款人汇入新加坡。

在新加坡税法下，一个发行人，如果其业务的控制权和管理是在新加坡执行的，则被视作新加坡的纳税居民。一般而言，一家公司的控制和管理执行地，即其纳税居住地为公司召开董事会的地方。为了从新加坡税务当局获取纳税居住地证书，证明利息的新加坡接收人是新加坡的纳税居民（新加坡-印尼税收协定要求），IRAS会要求新加坡公司在新加坡有某一最低限的实质性业务。

相比较而言，对印尼纳税居民的确定基于“公司注册地”或是“永久居住地”。另一个必须关注的问题是，新加坡对新加坡公司向海外贷款人支付的利息收取15%的预扣税，除非存在优惠的税收协定或被国内税法豁免。根据国内税法，如果新加坡借款人发行一个主要在新加坡安排的债券，则可以豁免预扣税。⁵

印尼税收影响

此外，只有当公司遵守DGTR/10中有关双重税收协定的规定时，新加坡公司才能享受降低的税率。如上文所述，DGTR/10的颁布对发行人满足受益所有人的标准提出了额外的实质性要求。

另外，印尼财政部最近发布了对印尼控股的外国公司规定的更新，从2017财年开始生效。印尼税收当局尚未对该更新的印尼控股的外国公司条例发布实施细则。因此，发行人的税后利润应该计入母公司担保人的应税收入。

重大交易

2011年11月28日，发布了有关重大交易和核心业务变化的OJK IX.E.2条例，替代了之前在2009年发布的条例（“**重大交易条例**”）。该条例适用于在印尼的上市公司及其未上市合并报表子公司。根据该重大交易条例，为了某一特定意图或者活动的一笔或者一系列关联交易的每笔借款或者贷款，按照最新经审计的年度财务报表，半年度经审阅的财务报表或者经审计的中期财务报表（如果有），交易价值达到上市公司股权价值的20%到50%的话，必须向公众披露，且上市公司必须准备一份评估报告。

关于该重大交易的信息披露必须在不晚于该重大交易相关协议签订后的第二个工作日刊登在至少一份全国发行的印尼语日报上。信息披露的内容包括关于

⁵ 债券必须是符合条件的债务证券(QDS)。

交易的概述, 对于该重大交易的考虑和理由的解释, 交易对于公司财务状况的影响, 评估报告概述 (包括其意图、目标、涉及的各方、假设、评估报告使用的条件和方法、对于交易价值的结论以及有关交易公平性的意见, 且该评估报告概述不能早于重大交易发生前6个月)、借款的金额以及借款条款和条件的概述。上市公司必须在不晚于重大交易相关协议签订日后的两个工作日向OJK提交上述信息披露的证据, 包括独立的评估报告。

除非满足重大交易条例的例外情况, 如果一个重大交易 (本例中为借款和贷款) 的价值超过公司股本的50%, 则必须由超过半数拥有有效表决权的现场或者代表股东表决。除了满足评估披露要求以外, 超过半数的上述在场或者代表股东必须批准该交易。

担保品

印尼的司法系统很难保护境外债权人的合法权益。执法的困难导致投资人通常低估印尼境内硬资产作为担保品的价值。因此, 许多印尼的高收益债券均采用无担保形式发行。但是, 如果发行人能够获取境外的应收账款或者其他营收渠道, 则经常使用境外账户担保来为一个交易结构提供有价值的担保品。这同时也降低了外汇暴露, 因为这些应收账款通常是美元计价的。

法律方面的注意事项

管辖法律

高收益债券的条款和限制条件会在一份契约中列明，管辖法律通常为纽约法。根据契约，会指定一位托管人代表债券持有人的利益。完备的纽约案例法让发行人和债券持有人双方在解释债券和契约相关的条款和法律问题时具有相对的确定性。适用案例法的丰富可以在违约或者纠纷时提供有力的解释性保护，这也意味着纽约法仍然是高收益债券管辖法律的首选。

然而，发行人、承销商及各自的法律顾问应在交易初期讨论管辖法律事宜，并且对于某项具体发行，还应注意适销性及目标投资者群体（即取决于具体的发行人及现阶段市况，美国投资者可能成为重要的目标投资者群体，而该类投资者可能倾向于纽约法）。不论采用何种管辖法律，高收益债券条款的内容及起草过程应大致相似。

交易结构及美国联邦证券法律

经修订的《1933年美国证券法》（简称“**美国证券法**”）第5条禁止向任何人出售或要约出售任何证券，除非已事先向美国证券交易委员会提交注册声明并已生效（含符合法律要求的募集说明书），或者除非取得对该等注册的豁免。绝大多数高收益债券发行采取私募配售的形式⁽¹⁾在美国境内同时按照美国证券法第4(2)条和美国证券法144A规则（“**144A规则**”）；以及⁽²⁾在美国境外按照美国证券法S条例（“**S条例**”）发售。不管发行人是一家私人公司，或者已经是一家公共信息披露的公司，上述发行形式一般都成立。这主要是因为注册会有延迟，而高收益债券的目标市场主要是互助基金、保险公司、养老基金、对冲基金和其他合资

格机构买家 (“QIB”) 的大型金融机构, 而144A规则有效地减轻了这些机构持有 “受限证券” 相关的负面影响。⁶

美国证券法第4(2)条

债券发行的第一步是发行人按照美国证券法第4(2)条通过私募配售把债券售予初始认购人 (即承销商)。该条款对发行人不涉及公开发行的交易给予注册豁免。紧接着向初始认购人出售债券后, 初始认购人分别按照144A规则向 QIB, 及S条例向美国境外的人士转售相关债券。

144(A)规则

144A规则项下的安全港条款允许仅向QIB转售证券。QIB包括所列举的各类型的成熟机构投资者 (所管理的非附属机构证券不少于1亿美元), 银行或者储蓄贷款社 (自有和投资的非附属机构证券不少于1亿美元, 且经审计的净资产不少于2,500万美元), 以及在SEC登记的自营经纪商 (自有及投资的非附属机构证券不少于1,000万美元)。

此外, 若要符合144A规则安全港的资格条件, 必须告知买方拟议出售是根据144A规则进行的 (一般通过发行备忘录中载列适当的说明及免责声明的方式告知), 而且相关证券不得出现以下情况: (1)与已在美国交易所上市或在美国证券交易商自动报价系统 (例如NASDAQ) 挂牌的证券属于同一类; (2)可转换或交换成实际溢价低于10%的上市或挂牌证券; 或(3)由开放式投资公司发行。

相关证券的持有人和潜在买方须有权从发行人处获得关于发行人的某些合理最新的资料。这是因为根据144A规则进行的证券转售 (与美国的其他证券发行及出售一样) 受美国证券法律中责任和反欺诈规定的规制 (包括经修订的《1934年美国证券交易法》(简称“**美国证券交易法**”) 下10b-5号规则)。有鉴于此, 市场惯例是基本参照美国证监会注册发行所要求的披露质量及范围对144A规则发行进行披露。也是因为这一点, 144A规则交易中工作组进行的尽职调查非常严格, 与注册发行的尽职调查非常类似。请参阅“文件制备 - 法律意见及披露函”。

⁶ 出于各种理由, 包括私募配售之后进行后续A/B交换发行 (下文讨论) 的相对简单性, 高收益债券的发行在少数时候还可以采取“现成的”操作 (即, 使用之前提交的且被SEC宣布有效的现成的注册文件)。

S条例

S条例项下的安全港规定，美国境外的某些发行及境外证券转售无须遵守美国证券法第5条的注册要求。符合S条例项下条件的交易被视作发生在美国境外，从而不会触发美国证券法第5条的注册要求。

S条例项下在满足如下条件时，证券的发行或出售即被视作发生在美国境外：(1)证券的发行或出售是境外交易；以及(2)发行人、承销商、任何其他分销商、任何上述各方附属公司以及代表上述各方行事的任何人士在美国境内未作出导向性销售努力。

境外交易定义为非对在美国境内的人士（包括实体）作出的要约，以及符合以下任一条件的交易：

- 在买入指令发出时，买家处于美国境外，或者卖家及代表卖家行事的任何人士合理相信该买家处于美国境外；
- 交易在或者通过位于美国境外的成熟的外国证券交易所的实体交易大厅执行（适于发行人安全港）；或者
- 交易在或者通过某指定的境外证券市场机构执行，并且据卖家及代表卖家行事的任何人士所知，没有与美国境内的买家预先安排进行交易（适于转售安全港）。

导向性销售努力是指出于为根据S条例发行的任何证券诱导美国市场的目的、或者按照合理预期能够达成这类效果而实施的任何活动。参与证券发行的法律顾问须从受众、时间及内容等方面，以及从导向性销售努力定义所包含的各种特例以及美国证监会人员的解释性指引的角度，对任何相关活动或通讯加以分析。



实务指南

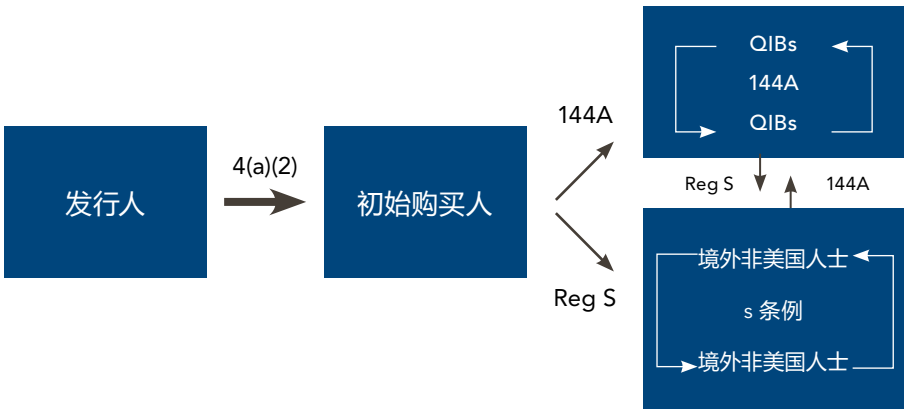
建议及早与承销商确定交易结构是仅按照S条例发行，还是按照S条例/144A规则发行，这一点非常重要。因为这会对尽职调查、披露要求等事项乃至整个交易时间安排产生重要影响。

为取得S条例项下的某个安全港的资格，可能还须满足其他要求，例如实施其他发行限制条件以及规定一个“分销合规期”。这些要求主要因发行人身份不

同以及按照S条例在美国境外发行的相关证券流回美国市场的可能性而异。在S条例下的三种类型的交易（每种有其自己一套要求）如下所述：

- 类型一（限制最为宽松）：类型一的交易包括外国发行人的证券发行，在发行开始时合理相信，对于发行或者出售的相关证券无美国市场重大投资兴趣（“SUSMI”）；有“外国发行人”，或者在不可转换债券中，美国发行人，在海外市场直接发行或者出售的证券；由外国政府或者主权国家的完全信用支持的证券，包括由外国政府或者主权国家或者其政治分支机构直接发行（或者担保）的证券；以及由外国发行人为根据外国法律建立的员工福利计划发行的证券。对于这些交易，发行的证券不太可能会流入美国市场，所以除S条例的基本条件外无需满足其他要求；
- 类型二：类型二的交易包括需要公开披露的外国发行人发行的权益性证券；需要公开披露的美国或者外国发行人发行的债券；以及不需要公开披露的外国发行人发行的债券。对于这些交易，必须采取某些发行限制，包括在40天的分销合规期内，不可以向美国人士或者代表其账户或利益的人士发行或者销售；以及
- 类型三（限制最为严格）：类型三的交易包括不能满足类型一或类型二的交易。对于此类交易，现有的潜在美国市场投资兴趣足够大（即，对于相关的证券有SUSMI），致使发行人在美国境外发行的证券可能不仅仅停留在境外。须采取类型二下的所有限制（其中分销合规期进一步延长），同时还须出具若干买家资格证明及满足其他限制条件。

下图是一般交易的结构和相关美国证券法的豁免：



注册交易所发行VS终身私募

根据144A规则和S条例进行的债券初始私募配售和后续的转售导致债券持有人持有受限证券。但是由于内部政策, 经营协议条款或者监管限制, 有一小类的投资者不可以持有无限数量的受限债券, 这就产生了问题。根据证券交易法报告要求, 发行人非关联企业持有的受限证券一般有6个月的持有期; 而非公开披露发行人的持有期为1年。之后, 受限证券才可以不受证券法144规则的限制转售受限证券。不过, 证券持有人可以在144规则规定的持有期到期日之前, 根据144A规则将债券出售给其他QIB, 或是在S条例下将债券出售给外国投资者。

在过去, 为了将债券推广并分销给尽可能多的合格投资者, 高收益债券的发行人常常会在发行结束后与债券的初始购买人签订一份注册权协议。在该协议中, 发行人同意在债券发行的一定期限内进行“A/B交换发行”。按照SEC在某些无异议函中提供的指引(包括SEC最早批准该流程的Exxon资本无异议函), A/B交换发行允许发行人将最初在私募配售中发行的债券用在SEC注册发行的相同新债券交换。注册权协议要求发行人在初始债券发行的一定期限内为A/B交换提交一份注册文件(表S-4), 并在额外的一定期限内获得SEC对该文件的有效性认可。不然, 发行人要支付罚金, 金额为到SEC宣布注册文件有效日止的额外的利息。完成交换发行的期限差异巨大(取决于发行人的性质, 可以从120天到365天)。额外利息的支付一般延续到交换发行或者一个外部日期中较早的那个日子(取决于允许完成交换发行的时间)。

交换发行注册文件与发行备忘录几乎相同, 不过要随着时间更新并就A/B交换发行的机制和相关问题作出说明。SEC可能对注册文件进行审阅并发表意见, 尤其对于初次注册者。如果发行人非公众公司, A/B交换发行也会对投资人有吸引力, 因为为了发行注册债券, 发行人就要受SEC的规则和条例管制, 包括提交定期和最新的报告(即, 表10-K, 10-Q和8-K), 这样可以确保SEC指令的财务和其他信息可以源源不断地流向债券持有人和投资公众。非公众公司需要平衡这些市场效益和成为公众公司带来的额外成本, 包括增加的报告要求和责任, 以及由于发行注册债券成为公共信息披露公司对公司未来计划造成的负面影响, 如初次公开招股(即传统的IPO)。综合考虑这些因素, 私人公司往往选择以“终身私募”或者“终身144A”的形式发行债券, 也就是, 不需要任何注册权或者让发行人成为公共披露公司的要求。

注册权协议在明确发行人有完成A/B交换发行义务的同时也一般会要求发行人提交一份现成的注册文件, 以允许在某些情况下进行SEC注册的债券转售, 比如交换发行由于法律或者SEC政策变化而无法完成, 或者债券持有人是发行人的关联机构而没有资格参与交换发行。

不管是公众公司还是私人公司都需要深入考虑1939年信托契约法 (“TIA”) 的适用性。TIA旨在保护债券持有人在债券发行时不受公司和承销商的欺诈。在证券法4(a)(2)条下豁免注册的债券私募配售不受TIA管制；但是，注册的债券，包括A/B交换发行的债券，必须遵守TIA。TIA包含适用于受托人、发行人和管辖债券的契约条款的众多要求。许多TIA要求均被亚洲的债券发行契约所采纳。尤其在担保债券中，TIA有适用于解除抵押的资质和意见要求，非常繁复和昂贵，尤其对第一留置权担保的债券。⁷

近来，由于纽约的几个决定，TIA 316(b)条的操作遭到了质疑。316(b) 条要求在寻求损害或者负面影响债券持有人获取偿付本金或者利息的权利时，需要每一个债券持有人的同意。之前，316(b) 条被认为仅仅是保护偿付条款不会被非自愿修改，或者是债券持有人通过诉讼获得偿付的权利；但是在最近的决定中，纽约法庭回顾了立法历史，扩大了该条文的适用范围，也可以阻止发行人的行动，不管该行动是否涉及对于债券或者契约条款的更改（至少不在法庭监督的重组中，可能导致债券持有人收到少于最初商定的偿付金额）。有关对这些决定的恰当应用和解释带来的不确定性导致终身私募债券发行的增多，以及对这类发行契约相关条文的修改。

宣传方面的限制

针对拟进行的证券发行计划，许多司法管辖区（特别是美国）的证券法律均对宣传及信息发布设有各种限制。对证券发行“宣传”的定义范畴非常广泛，可以包括符合以下条件的书面、口头或电子等任何格式的通讯：(1)与发行有关或涉及发行的；(2)与发行人业绩、资产、负债、财务状况、营收、利润、亏损、交易记录、前景、估值或市场地位有关；(3)可能会影响投资者对发行人财务状况及前景的评估；或(4)出于在某个司法管辖区诱导市场、影响或鼓励投资者对发行人、发售的兴趣或其作出购买相关证券的决定，或在合理情况下可能产生此类效果的其他方式。

不应发布不准确、具误导性或与发行备忘录不相符的信息，因为这样做可能会引起对发行备忘录准确性的质疑。倘若违反宣传方面的规定，可能须按照相应司法管辖区的证券法律进行注册或其他类似要求，以及执行冷静期规定并可能导致发行夭折。因此，慎重对待宣传对于发行的成功和及时完成必不可少。发行人经常遇到的一个问题就是发行人网站上的信息。因此，应在交易前详细检阅发行人在其网站披露的信息，再撤下一切不准确、具误导性或与发行备忘

⁷ SEC在由第二优先（或者更低）留置权担保的债券中出具了无异议函，减少了在这类条款中的合规负担。

录不相符的信息。此外,发行人在征求法律顾问和工作组意见之前,还应避免在发行过程中在网站上刊发信息。

为确保遵守所有适用证券法律和法规的要求,在发行开始之初,发行人的法律顾问通常会制定一系列宣传指引。经承销商法律顾问审阅后,参与发行的各方均须遵守这些宣传指引。发行人的所有代表及其他发行参与方均应熟知这些宣传准则,因为在发行过程中,媒体或证券分析员可能会与其接洽或联系。一般会建议指定一名发行人代表作为与新闻媒体和证券分析员的第一联络点,同时负责发行过程中所有广义宣传及沟通事宜。



实务指南

应在交易进程之初即着手实施宣传方面的限制,绝大多数是在交易启动后的很短时间内即落实到位。

交易执行

发行启动前

在条件理想且参与发行的各方全力以赴的情况下, 首次发行人从最初的项目启动会到发行启动 (即正式对外宣布拟议发行), 大约可以在六到十周左右的时间内协助首次发行高收益债券的发行人完成发行准备工作。可延误这一过程的因素包括: (1)缺乏可作为编制发行备忘录内有关发行人与其业务披露的基础的、现成的高质量英语披露信息; (2)发行人内部会计团队及外部审计师按照要求编制财务资料所需的时间; (3)与发行人的现有债权人进行必要谈判过程中出现的各类难题及延迟; (4)解除现有担保权益 (有利于债务将得到清偿的债权人) 及设立新的担保权益 (有利于债券持有人) 的相关难题; (5)评级过程中出现的各类难题及延迟; (6)第三方KYC程序; 以及(7)总体市场状况。

发行开展前的时间安排如下表所示:

时间 任务

- | | |
|-----|--|
| 第1周 | <ul style="list-style-type: none">• 发行人的法律顾问撰写初步发行备忘录提纲, 并与发行人进行讨论。• 发行人、承销商及各自的法律顾问就发行结构达成一致。• 发行人及其法律顾问讨论债券条款。• 发行人的法律顾问与承销商就债券条款的关注事项进行讨论。• 发行人按照发行人的法律顾问及承销商的法律顾问提出的尽职调查资料需求清单准备资料室。• 承销商传阅管理层尽职调查问卷。• 发行人的法律顾问传阅宣传指引。• 承销商的法律顾问传阅证券研究指引。 |
| 第2周 | <ul style="list-style-type: none">• 发行人向工作组传阅管理层演示报告。• 发行人、承销商及各自法律顾问就现有贷款人及抵押品受托人的处理方式达成一致。• 工作组对发行备忘录拟稿从较高层次提供反馈意见。• 发行人及发行人的法律顾问修改发行备忘录拟稿。• 发行人的法律顾问及承销商的法律顾问开始文件尽职调查。• 承销商及承销商的法律顾问起草债券说明、条款及条件以及债券文件。 |
| 第3周 | <ul style="list-style-type: none">• 选择债券挂牌的证券交易所。• 甄选受托人及受托人的法律顾问。• 发行人的法律顾问再次传阅发行备忘录拟稿。• 承销商的法律顾问传阅债券说明拟稿。• 起草受托人加入信托关系的安排文件 (如适用)。• 承销商及承销商的法律顾问审阅发行备忘录拟稿并提出综合修改意见。• 发行人及发行人的法律顾问就债券说明进行讨论。• 召开发行备忘录起草会议。• 起草会计师委聘函并传阅安慰函。• 承销商及承销商的法律顾问传阅债券认购协议拟稿。• 发行人及承销商撰写信用评级演示材料。• 发行人、承销商及各自的法律顾问进一步讨论对现有贷款人及抵押品受托人的处理方式 (如需)。 |
| 第4周 | <ul style="list-style-type: none">• 发行人的法律顾问再次向工作组传阅发行备忘录。• 发行人的法律顾问传阅对债券说明的修改意见。• 承销商及承销商的法律顾问审阅发行备忘录拟稿并提出综合修改意见。• 承销商、发行人及各自的法律顾问讨论债券说明。• 召开发行备忘录起草会议。• 发行人及发行人的法律顾问讨论债券认购协议并向承销商及承销商的法律顾问传阅修改意见。• 发行人及承销商撰写信用评级演示材料。 |

时间 任务

第5周	<ul style="list-style-type: none">• 召开发行备忘录起草会议 (如需)。• 与受托人及受托人的法律顾问等相关方讨论债券说明及受托人加入债券信托关系的安排文件。• 讨论债券认购协议 (如需)。• 发行人及承销商撰写信用评级演示材料。• 准备路演演示报告。
第6周	<ul style="list-style-type: none">• 发行人向证券交易所提交发行备忘录拟稿并送交印刷商 (如果足够完备)。• 召开发行备忘录起草会议 (如需)。• 讨论债券认购协议 (如需)。• 会晤信用评级机构。• 准备路演演示报告。
第7周	<ul style="list-style-type: none">• 发行人收到证券交易所对发行备忘录的反馈意见, 针对该等反馈意见进行修订并重新向交易所提交发行备忘录拟稿。• 承销商的法律顾问完成债券说明最终稿。• 讨论债券认购协议 (如需)。
第8周	<ul style="list-style-type: none">• 发行人的法律顾问征求交易所等方面的意见, 完成初步发行备忘录的最终稿。• 债券认购协议定稿。• 路演演示报告定稿。• 取得抵押品受托人及所有借款人的同意。• 收到信用评级机构的初步反馈意见。• 印刷初步发行备忘录。

尽职调查

一般指导原则

为了更好地了解发行人的业务, 并帮助起草一份精确和有意义的发行备忘录, 经办人, 其法律顾问, 和发行人的法律顾问需要同时对发行人经营相关的法律、业务和财务状况进行广泛的评估。这一般包括对所有重大合同、政府授权和业务的其它关键文件进行评估。此外, 各方还需和发行人的高级管理层、财务人员 and 负责编制报告的会计师进行一系列的讨论。

取决于实际情况, 不同案例中所需尽职调查的程度各不相同, 而且不可避免地涉及主观判断。在尽职调查过程中获取的信息有助于起草文件, 并帮助确保发行人业务的所有重大事项都得到了恰当的披露。尽职调查还能帮助确保发行备忘录中的信息披露是精确的, 并基于最新可获得的数据。

进行尽职调查

尽职调查可以被宽泛地分为三大类，即法律、业务和财务尽职调查。尽职调查一般由承销商的国际法律顾问主导，辅之以发行人的国际法律顾问，其职能是帮助发行人回答问题。

法律和业务尽职调查包括对发行人公司结构和组织、董事会会议纪要、财务和会计流程、股东信息、发行人的陈述和报告、重大协议、知识产权、税收问题、资产、环境问题、现有和未来诉讼、战略、竞争和行业展望等方面的审查。承销商及其法律顾问向发行人提供一份为起草发行备忘录所需审阅文件的清单。该尽职调查需求清单非常广泛全面。由于需求方并不充分知晓发行人的文件档案，该清单必定包含承销商预期在同行业类似公司数据室里能够找到的文件。

在收到尽职调查需求清单后，发行人开始设立一间数据室，除了对应尽职调查需求清单上的文件之外，还包括需求清单上没有但发行人认为重大的任何文件。数据室的地点不一而论，取决于文件和需要审阅文件各方的位置。对大多数发行人而言，更为高效和经济的方法是将文件上传到一个密码保护的安全网站上，只有发行相关方才能够获取这些文件。对某些发行人而言，更为高效和经济的方法是在其办公地点设立一个空间，集中放置所有需要审阅的文件。发行人的国际法律顾问可以帮助发行人的管理团队解释尽职调查需求清单，并就如何最好地为工作组组织材料提供建议。

财务尽职调查涉及发行人的财务、会计和资金部门。一般包括对发行人全年及中期财务报告、经营结果、预测、现金流、财务负债和发行人财务状况的其他方面的审查。承销商及其法律顾问尤其重视驱动发行人财务表现的因素，以及发行人各期财务状况的显著变化。此外，财务尽职调查还关注发行人的利润和运营资本预测。惯常的做法还包括与发行人的外部审计师召开尽职调查会议，讨论诸如审计师相对于发行人的独立性，在审计中发现的任何问题，以及对于发行人内部会计政策、控制和流程的意见。高级管理层可以行使酌情权或者主观判断的会计政策会受到特别关注，目的是检验高级管理层是否酌情权合理地行使酌情权。

在尽职调查和起草阶段，管理层和尽职调查会议须由发行人的高级管理层参加。这些会议让承销商和双方的法律顾问可以深入了解发行人的业务，从而更好地撰写发行备忘录。

“10b-5函规则”

尽职调查还可以建立一个记录以表明承销商进行了充分合理的调查，以便在发生潜在责任时作为自己的辩护。在144A规则和S条例下的发行可以豁免证券法对于注册的要求，但仍受到证券法和证券交易法反欺诈条款的管制，包括10b-5规则。但是一个仔细开展的尽职调查可以被视作合理的努力，从而被相关人士（尤其是承销商和发行人的董事会）作为有效的辩护，驳斥存在欺诈、欺骗或操纵的意图。因此，承销商尽职调查已经成为对144A规则下发行责任进行辩护的关键部分。为此，承销商惯常会要求国际法律顾问签发一封“10b-5规则披露函”，以帮助其将辩护记录在案。10b-5规则披露函是由国际法律顾问寄送给承销商（以及由发行人的国际法律顾问寄送给发行人的董事会），确认其已经采取特定流程，在此基础上，没有理由相信发行备忘录存在对重大事实的不实陈述，或者遗漏陈述有关陈述所必需的重大事实，也没有理由相信发行备忘录具有误导性。

发行文件

发行备忘录

发行备忘录是一份披露文件，旨在向潜在投资者提供一切所需重大资料，让投资者在充分了解情况后作出投资决策。它包含的信息与公开发行说明书中的信息类似。除向潜在投资者提供关于拟议发行的信息之外，发行备忘录还可保护公司及承销商，使其免于承担适用证券法项下因债券发行及出售中的重大错误陈述或遗漏产生的责任。

发行备忘录主要包含如下披露项目：

- **发行概述或者“方框”**：初始购买人和潜在投资人专注于方框，即对发行的推介，内容涵盖(1)发行情况概览；(2)发行人业务概览（包括公司战略及竞争优势）；(3)公司及交易结构；以及(4)财务状况概览。
- **风险因素**：风险因素列明发行人及其行业相关风险，以及与债券和私募配售相关的风险。风险因素常常与同行业中其他发行人的发行备忘录和说明书中的风险因素类似，还有针对性地描述了本次发行公司的特殊风险。根据SEC的指引，在描述特定风险时不能使用淡化风险的语言。
- **募集资金用途**：募集资金用途一节概述了本次发行筹集资金的来源和用途，以及资金的其他来源。
- **资本状况**：资本状况一节阐述发行人的实际资本状况及发行后模拟的资本状况，以反映发行筹集的资金及净募集资金的使用。

- **财务报表:** 发行人被要求提供经审计及审阅的财务报表 (编制标准采用《国际财务报告准则》 (“IFRS”)、发行人所属国家的公认会计原则 (“GAAP”) 或《美国公认会计原则》), 包括资产负债表 (截至前两个财年末及最近中期期末)、损益表、现金流量表及所有者权益变动表 (前三个财年、最近中期及上个财年可比中期) 。发行人还需要在发行备忘录中提供过去五年中的有关财务数据。

财务报告的制备和审计需要花费大量时间, 尤其当发行人不需要按照证券法要求进行披露, 或者在过去没有提交过经审计的财务报告。没有经审计的财务报表的发行人应该尽早开始这一工作。以下描述了发行人应该了解并在发行开始阶段就考虑的与发行人财务报告陈述相关的其他方面。

对于已经收购的公司, 或在满足下述三大测试后发行人有可能收购的公司, S-X条例的3-05规则要求发行人提供该公司独立的财务报告:

- “收入测试” 对最近一个完整财政年度发行人在目标公司持续经营收入 (去除税收、非经常性项目以及财务准则变化累积调整之前) 中的权益, 与发行人的同类收入进行比较;
- “投资测试” 对目标公司的GAAP收购价格, 与在最近一个完整财政年度末发行人的合并资产进行比较; 以及
- “资产测试” 对发行人在被收购企业总资产中的份额, 与发行人合并的总资产进行比较。

如果没有一个重大测试超过20%, 发行人无需提供被收购公司的财务报告。如果任何一个测试 (1) 在20%到40%之间, 则发行人应提供最近一个完整财政年度及后续期中的财务报告; (2) 在40%到50%之间, 则发行人必须提供最近两个财政年度和后续期中的财务报告; 以及 (3) 超过50%, 则发行人必须提供最近三个财政年度和后续期中的财务报告。

此外S-X条例的第11条要求, 如果在本财年已经发生或者很可能发生一个重大收购, 则发行人须提供单独的预估财务报告。预估报告将收购视作发生在适用财季的期初, 并显示该交易对发行人财务状况的影响以及向投资者提供合并财务资料。预估财务报告包含根据S-X条例的3-01规则提供的最近财季期末的预估资产负债表, 以及最近财年和最近期中的预估损益表。



实务指南

各工作组（即审计师、承销商、发行人及法律顾问）应当及早明确拟纳入发行备忘录中的财务报表范畴，方便各方明晰尽职调查、信息披露及安慰函工作成果涵盖的范围，并对各项任务流程进行适当管理以达成既定的时间安排。

此外，S-X条例的3-01规则要求发行人为每一个子公司担保人提供单独的财务报表，除非（1）子公司为发行人全资拥有；（2）担保是连带的；（3）担保是完整和无条件的；以及（4）发行人的财务报告有一个脚注，提供精简的合并财务信息，分别列出母公司，全部子公司担保人，全部发行人的所有其他子公司，合并的调整和总的合并金额。如果发行人是一家财务子公司，并发行由母公司担保的债券，则3-10规则有类似适用于子公司担保人的除外情况。

如果发行人发行由关联企业的担保品作担保的注册债券，且关联企业的担保品占到为发行的注册债券进行担保的抵押品的相当大的比例，则S-X条例的3-16规则要求发行人单独提供该关联企业的审计和中期财务报表。相当大的比例指关联企业的担保品的总金额占到担保债券的抵押品的20%或以上。3-16规则既适用于注册证券，也适用于有注册权的未注册证券。尽管需要考虑3-16规则，有担保的高收益债券发行一般不会出现这种情况。

- **管理层讨论和分析(MD&A):** 从发行人管理团队的视角在MD&A部分阐述发行人的财务表现，着眼于历史的视角和发行人对未来的预期。MD&A会分析比较并讨论发行人逐期的财务表现，并解释差异的原因，以及业绩趋势。发行人还会讨论其流动性和资金来源，包括发行人对于发行高收益债券募集资金的使用情况。MD&A还会讨论发行人的一般市场风险暴露，商品价格和利率风险。
- **业务:** 这部分讨论发行人的业务、行业和相关竞争、其战略和优势、经营、产品和服务，以及发行人业务的特殊之处；
- **管理层简介:** 这部分列出了发行人董事和关键管理成员的特定信息，包括薪酬、个人经验和教育，以及发行人和其高管、董事和重要股东之间的关联交易。
- **对其他债务的说明:** 这部分概述了发行人的现有债务，包括信用借贷和其他债务。
- **债券描述 (DoN):** DoN讨论了债券的特定条款和条件，并概述了债券契约。有关DoN更加详细的讨论，请参阅“概览”和“高收益债券条款”。

- **其他部分:** 发行备忘录还会包括其他内容, 如分销计划、转让的限制、重大税收考虑、外部专家或者顾问等。此外, 石油与天然气、银行及房地产等某些行业可能需要采用不同的行业具体信息披露程度要求, 例如, 美国证监会信息披露指引即对某些行业提出特定要求。发行备忘录中可能还需要包含专家报告和技术评估报告。

债券契约

债券契约是发行人、各担保人及受托人之间签订的合同。债券契约载有全部债券条款, 包括利率、到期日及债券条款等。发行备忘录中的“债券描述”一节概述了契约条款, 但是在发行后, 债券契约代表了管制债券的核心法律合同。

发行人向我们提了许多有关托管人角色的问题。简单来说, 托管人由发行人指定, 代表债券持有人的利益, 并在债券存续期间管理日常的各种事务。这些事务包括纯粹的行政功能, 如协调偿付并接收合规证书。在没有违约的情景下, 托管人一般会指派各种代理机构来处理支付、转账和登记事项。发行人可以委托托管人就责任管理实务帮助发行人透过清算系统与债券持有人进行沟通并协助取得债券持有人的同意。在违约后的情况下, 托管人的角色转变为保护债券持有人利益的受托人并将宣布违约及接受债券持有人指令采取强制手段。

债券认购协议

债券认购协议是发行人与初始认购人之间签订的合同, 按照该合同发行人同意发行和向初始认购人出售债券, 初始认购人同意在满足若干先决条件的情况下, 于交割时按照议定的价格向发行人认购债券。此外, 在债券认购协议中, 发行人要做出多项陈述与保证, 包括诸如公司业务以及发行备忘录的完整性及准确性等事宜, 并同意赔偿初始认购人由于发行备忘录中信息披露存在重大不实陈述或者遗漏而造成的任何损失。

债权人协议

债权人协议规定了发行人债务的共有条款及各债权人之间的关系。债权人协议的签署方包括发行人主要的有担保债权人。该协议条款限制各债权人变更其各自权益的能力并解决表决权、违约告知及用债务追讨(含出售抵押品)收益偿还债务的顺序。如果某些债权人团体的偿付顺序次于其他债权人团体, 债权人协议还会规定次级化条款及其他适用原则。请参阅“次级化-留置权次级化”。

法律意见书及披露函

交割时，发行人及初始认购人各自的法律顾问均会向承销商就若干法律事宜出具法律意见书及正式披露函（又称之为“消极保证函”或“10b-5号规则函”）。如上我们讨论尽职调查过程中所述，10b-5号规则函阐明，根据法律顾问对发行的相关工作及其自行实施的调查结果，没有察觉到有任何事项引致其认为发行备忘录存在重大事实的不实陈述或者遗漏。上述披露函是交易过程中法律顾问对发行人实施全面尽职调查的终结，表明法律顾问相信发行备忘录的信息披露符合美国证券交易法10b号规则及10b-5条下的反证券欺诈规定。对于按照144A规则发行的任何高收益债券，初始认购人均需要10b-5号规则函。

安慰函

安慰函由发行人的会计师在定价时向初始认购人出具。在安慰函中，发行人的会计师通常：(1)重申其独立性；(2)确认其对发行备忘录中所载发行人的经审计财务报表出具的审计意见；(3) 阐述其对载于发行备忘录中的任何中期财务资料，或发行人的最新经审计或经审阅财务报表日期与发行备忘录日期之间（“汇报期末段非完整会计期间”）的任何内部管理账目，执行的任何审阅程序；(4)阐述其针对发行备忘录中所载发行人财务资料所执行的任何附加“议定程序”；以及(5)就若干具体的财务项目在汇报期末段非完整会计期间内不存在重大变动，提供“消极保证”。发行结束时，发行人的会计师还将出具一份“后续”安慰函，核实原安慰函在交易交割日仍然有效。

发行启动后

为了推介债券及营造声势，发行人及承销商一般在发行启动后即进入路演环节（路演持续时间从几天到两周不等）。在此期间，工作组的其他成员将确定发行上市、债券评级及合同文件的最终稿。已发行过债券的发行人可以只进行电子路演，或者在“隔夜”基础上发行债券，而不用进行实际路演。

路演结束后，召开各方与发行人管理层的后续尽职调查电话会议。发行人的会计师交付安慰函，发行人与初始认购人召开定价会议以确定发行条款。定价会议后，发行人、各担保人及初始认购人签订债券认购协议。至此，在满足若干交易交割先决条件的情况下，发行人及承销商势将完成发行。然后，由发行人的法律顾问与初始认购人的法律顾问编制最终发行备忘录和交割所需的交割文件。交割日一般是定价日之后第五个营业日（“T+5”）。交割时发行人正式发行和交付债券，初始认购人支付发行款。







微信扫一扫
关注孖士打公众号

微信号: MayerBrown

孖士打 (Mayer Brown) 是一家领先的国际律师事务所, 其定位是向世界主要公司、基金与金融机构就极为重要和复杂的交易及争议提供法律服务。

请浏览 mayerbrown.com 获取更多有关各办事处的详细资料。

孖士打 (Mayer Brown) 是由各个属于独立实体的联合法律执业机构所组成的全球服务提供机构, 包括 Mayer Brown LLP (美国伊利诺伊州)、Mayer Brown International LLP (英格兰及威尔斯)、孖士打律师行 (一家香港的合伙) 和 Taulil & Chequer Advogados (一家巴西的合伙) 以及提供顾问服务而非法律服务的服务提供机构 (合称 "Mayer Brown Practices")。Mayer Brown Practices 在各司法管辖区成立, 它们可以是一个法人或合伙。PK Wong & Nair LLC ("PKWN") 是组成我们在新加坡的合资律师事务所 Mayer Brown PK Wong & Nair Pte. Ltd. 的新加坡律师事务所。有关个别 Mayer Brown Practices [和 PKWN] 的详情, 可在我们网站法律公告部分找到。"Mayer Brown" 和 Mayer Brown 标志是 Mayer Brown 的商标。

版权所有 © 2024 Mayer Brown。保留一切权利。

律师通告: 以往的成功案例并不能保证取得相同的结果。