

開曼群島優先股融資和贖回權

引言

開曼群島獲豁免公司通常被創投投資者和私募股權投資者用於首次公開招股前的優先股融資。開曼群島憑著以英國普通法為基礎的完善法律制度、健全且便利營商的監管框架、專業服務提供商網絡以及稅務中立的環境，開曼群島成為卓越的初創企業融資和創投融資離岸司法管轄區。

由於開曼群島公司法制度非常靈活，許多商業條款都可以適用。起草公司章程大綱細則以及優先股融資中使用的其他合約文件時，往往訂明各種條款，以保障投資者的權益，包括股息權、清盤優先權，以及在特定時間框架內（通常為兩至五年）預期首次公開招股、出售或其他形式的退出權。這種退出權通常獲得相應的支持安排，就是在預期的退出事件沒有發生的情況下，投資者擁有贖回其股份的權利從而實現投資退出。

然而，近年來，這些退出策略變得越來越難以實現。許多公司的財務業績受到通脹、利率上升和投資環境變化等宏觀經濟因素的影響，這意味著它們可能達不到成功退出所設定的基準。地緣政治的發展也擾亂了市場和供應鏈，打擊了投資者的熱情，進一步使投資者及時退出並獲利的前景更加複雜。由於無法通過較傳統的方式變現或退出投資，許多投資者必須依靠強制執行贖回權，或考慮其他強制退出策略。本所在本簡訊中將會探討與此類強制執行息息相關的一些主要議題。

股息和清盤優先權事宜

股息與清盤優先權是優先股融資的主要特點。股息權為投資者提供（定期的）投資回報，而清盤優先權確保，如果公司清盤，優先股股東先於普通股股東獲得其初始投資的回報（有時是其倍數）。

根據開曼群島法律，股息的支付取決於公司在債務到期時的償債能力——這不僅涉及立即應付的債務，還包括「可預見的」債務部分。此外，在公司清盤的情況下，只有公司在向所有債權人償付後剩餘的資產才能分配給股東。

開曼群島公司董事的受信人責任要求他們以其認為符合公司最佳利益的方式行事。在通常情況下，公司的最佳利益將與公司股東的最佳利益保持一致。然而，當公司遇到財務困難、無力償債或瀕臨無力償債時，董事必須考慮債權人的利益，而這也是董事為公司最佳利益行事的職責。董事必須按照情況的嚴重程度，將普通債權人的利益優先於股東及／或已贖回股份的前股東的利益。

此外，開曼群島的《公司法》（**Companies Act**）也規定，除非在支付贖回其股份的款項之後，公司能夠立即償還其在業務日常運作過程中到期應付的債務，否則公司以資本支付贖回其股份的款項是不合法的。隨著公司財務狀況惡化，投資者往往會驚訝地發現，儘管在優先股融資合約文件和公司章程大綱細則中仔細協商了股息優先權和贖回條款，但公司無法滿足其贖回要求、支付股息或向其投資者進行任何分配（這符合董事履行其受信人責任和開曼群島法律的要求）。

贖回事宜與考慮因素

程序上合規

贖回的第一步是股東提交有效的贖回要求。贖回要求是否有效，可能是一個關鍵問題，因為它將決定股東作為債權人或股東的地位，從而決定股東是否有權獲得公司償付，以及如果公司進入清盤，任何此類償付在付款順序中與其他股東和債權人的優先次序。

單單提交贖回要求的行為，可能已經不簡單，因為公司章程細則或股東協議可能要求股東遵

守複雜的程序步驟，包括在規定的時間內提交文件。因此，公司有足夠的空間以程序為由質疑股東的贖回要求，實際上是推遲贖回。此外，公司章程細則或股東協議通常要求公司確認收到有關要求，如果公司未能履行其自身在程序上的義務，就會導致有關該贖回要求狀態的問題。

因此，股東應仔細研究贖回條款，如有必要，在提交贖回要求之前徵詢法律意見。

不償付與不參與

法律上途徑

如果有有效的贖回而投資者沒有得到償付，那麼投資者就成為次級無擔保債權人（下文簡稱「贖回債權人」）而不是股東。法律上有兩種常見途徑。雖然每個案件都將根據事實而定，但應牢記以下一般指引。

贖回債權人可能能夠啟動法律程序（通常，管轄投資者投資的合約文件會規定爭議必須通過仲裁解決）。啟動這些法律程序可能導致公司支付贖回款項，如果勝訴，會導致可對公司強制執行的判決或仲裁裁決。然而，即使如此，在公司無法償債的情況下，上述關於償付次級債務的考慮因素，在償付這些債務時可能仍有問題。

另一個途徑是啟動針對公司的清盤程序。在這些清盤程序中，如果成功，公司的資產將被變現，並按照規定的付款順序在其債權人之間分配（如果在向債權人償付後仍有剩餘款項，則在其股東之間分配）。

通常第一步是向公司發出法定償債書（**statutory demand**），要求其根據贖回要求支付應付的款項。然後，公司由法定償債書送達之日起 21 天內，要麼滿足法定償債書的要求，要麼對債務提出爭議。如果公司未能在 21 天限期內滿足法定償債書的要求，或對此不採取任何行動，這就提供了無可辯駁的證據，證明公司無力償還債務。這些證據可以作為公司清盤的依據。簡言之，如果公司不按照法定償債書的要求償付，公司可能會被清盤。這迫使公司為免清盤而償付。

贖回債權人下一步可以向開曼群島法院提出將公司清盤的呈請（**petition**）。該呈請書將被刊登，而且法院將安排聆訊，以決定公司是否應該被清盤。與法定償債書不同的是，這將是一個公開的程序，其他利益相關方（包括其他已贖回其股份但尚未獲得償付的投資者和未贖回股份的股東）有權參與法律程序，並提出自己的立場（甚至代替提出呈請的人）。這意味著原來提出呈請的一方可能無法控制法律程序。如果公司不償還債務、不與債權人達成和解，或不提出真實且實質性的抗辯指出債務未到期的原因，公司通常會被清盤。

請注意，清盤可能不會（實際上，幾乎不會）導致立即償付。如果任命了清盤人，他們的職務是接管公司、變現公司資產，並按優先次序進行分配。這將意味著首先向普通債權人償付，然後再向（次級）贖回股份的股東償付。在這種情況下，清盤是否最好的結果，將取決於事實情況。

先發優勢

在較早階段提交贖回要求及針對公司展開法律程序，有一些好處：

- (a) 這可能會導致公司償付，或者至少在一定程度上參與，而在有眾多其他相互競爭的贖回股份股東的情況下，這可能會較困難。
- (b) 先發者可能受益於對強制執行程序上的過程和時間有一定程度的控制。
- (c) 如果公司最終進入清盤程序，贖回債權人的索賠是否可以優先於未提交贖回要求（或未有效贖回）的投資者的任何索賠，在這方面不明確，是因為開曼群島上訴法院（**Court of Appeal**）目前正在審理一宗案件，其判決可能影響上述索賠的優先次序。如果未提交贖回要求（或未有效贖回）的投資者的索賠被視為股東（而不是作為次級無擔保債權人）的索賠，那麼他們很可能在清盤中一無所獲。

為了盡量提高追回的機會，需要考慮許多策略因素，以採取最適當的方案。邁普思集團擁有經驗豐富的專家，能夠在這些領域提供協助，策劃適當的方案。

申請展開清盤程序——三個考慮因素

投資者在贖回債權人未獲償付的情況下尋求啟動清盤程序時，可能出現三個常見問題。

以「合法可用的資金」支付贖回金額——潛在抗辯？

公司章程細則中的贖回條款往往規定，只能以「公司合法可用的資金」（或類似措辭）支付贖回價格。

這在很大程度上取決於對贖回條款的解釋，但一般來說，開曼群島法院已經裁定，如果以「合法可用的資金」支付贖回價格，但公司沒有足夠的合法可用資金來滿足贖回要求，那麼在公司擁有合法可用資金之前，這些債務將不會成為應付款項。換句話說，公司支付贖回價格的義務的前提是它有足夠的「合法可用資金」來支付。法院已經裁定，這構成了真正和實質性的債務爭議，並在此基礎上駁回了清盤呈請。

然而，如果公司的財務狀況不可避免地出現現金流枯竭的情況，公司永遠沒有合法可用的資金來支付遞延債務，那麼情況就可能不同了。如果很明顯需要無限期推遲償付（或無限期暫停償付），那麼贖回債權人可能能夠辯稱，公司實際上已經無力償債，且沒有任何償債的希望，永遠無法滿足贖回要求，因此應該將其清盤。

投資文件中的仲裁條款

相關股東協議或投資協議往往載有與公司章程細則中相同的贖回條款，並可規定凡因這些協議引起的任何爭議，首先提交其他司法管轄區的仲裁（例如根據香港國際仲裁中心或新加坡國際仲裁中心¹的規則進行仲裁）。

如果已針對公司啟動清盤程序，則該清盤程序有可能被中止或駁回，理由是根據相關優先股融資合約文件中的仲裁協議，有關贖回要求的爭議需要通過仲裁來解決。

然而，這種提交仲裁的做法並非自動進行的。開曼群島法院已經裁定，為了仲裁而中止或駁回清盤程序之前，法院在行使其酌情決定權時，應首先確信存在有實質理由的真實爭議（*bona fide dispute*）。開曼群島最高法院最近認可了這一做法。因此，法院將審查證據，以確定是否存在這種真實且真正的爭議（*bona fide genuine dispute*），或者公司是否只是採取拖延策略，以避免清盤程序。

全方位解決方案

如果公司沒有足夠的資金償付其所有債權人（包括贖回債權人），那麼公司與投資者可能達成一致的重組協議。如果無法與所有利益相關者達成一致交易協議，這可能包括使用法院程序，例如債務償還協議安排來實施重組（由法院任命或不任命重組人員）。² 這可能會比公司清盤給投資者帶來更好的回報。

如果公司採取主動，積極與其贖回股份的股東達成全面的解決方案，也可能會有好處。通過與其利益相關者積極接觸，公司可能會找到方法，而不是逐一處理個別索賠——當潛在索賠、仲裁通知和清盤威脅多得使公司應接不暇時，這就變得更加不可能。在這種情況下，需要在某一時刻採取全面解決方案，以解決問題並避免進一步受到法律程序的威脅。

結語

對於許多投資者來說，退出投資和進行贖回並非易事，因為可能涉及多個司法管轄區爭議或破產／重組程序的複雜性和問題。重要的是協調開曼群島法律顧問與在岸法律顧問之間的強制執行策略，包括確保採取措施監督或可能直接在資產所在地強制執行。

當投資者就一家無力償債或可能無力償債的公司評估其不同的途徑時，應就每個途徑的風險、機會及收回率徵詢意見。

¹ 香港國際仲裁中心（Hong Kong International Arbitration Centre）及新加坡國際仲裁中心（Singapore International Arbitration Centre）。

² 開曼群島最近對重組制度進行了改革之後，於 2022 年推行這一制度。如需瞭解更多詳情，請參閱本所關於此主題的客戶

簡訊。 <https://maples.com/en/knowledge-centre/2024/1/cayman-islands-restructuring-officers-key-guidance-from-the-court> 及 <https://maples.com/-/media/files/pdfs/client-updates/legal-update-july2022-ky-litigation-good-news-for-debtors-seeking-access-to-the-cayman-islands-r.pdf>

聯絡我們

邁普思集團擅長為公司、股東和債權人有關公司章程大綱細則和投資文件中的贖回條款、尋求或抗辯清盤程序的潛在補救措施和策略，以及債務重組等事宜提供法律諮詢服務。本所在這些領域的專家持續獲譽為業界中最優秀的專家。

如有垂詢，請聯絡您慣常聯絡的邁普思集團成員或以下任何一位聯絡人。

香港分所

Matt Roberts 馬伯茨
+852 6013 7108
matt.roberts@maples.com

Derrick Kan 簡立基
+852 9384 9006
derrick.kan@maples.com

Juno Huang 黃子容
+852 9860 9094
juno.huang@maples.com

Karen Zhang Pallaras 張那
+852 9313 1190
karenzhang.pallaras@maples.com

Nick Stern 施禮康
+852 6407 7898
nick.stern@maples.com

Vivian Lee 李海寧
+852 9669 8094
vivian.lee@maples.com

Jessica Zhan 詹欣彤
+852 9856 0157
jessica.zhan@maples.com

新加坡分所

Cherrin Wong 黃詩齊
+65 8129 3260
cherrin.wong@maples.com

開曼群島分所

James Eldridge
+1 345 814 5239
james.eldridge@maples.com

Caroline Moran
+1 345 814 5245
caroline.moran@maples.com

Daniel Lee
+1 345 814 508
daniel.lee@maples.com

2024 年 7 月

© 邁普思集團

本簡訊僅向邁普思集團的客戶及專業聯絡單位提供一般資訊，其內容並非巨細無遺，亦非提供法律建議。

本文乃其英文版本的中文譯本，僅供參考，如有歧義，概以英文版本為準。