

## 境内债务管理新规简介及境内外债务管理方式比较

2022年5月5日，中国银行间市场交易商协会出台了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具置换业务指引（试行）》和《银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引（试行）》等规定，将债券置换和同意征集机制引入银行间债券市场，丰富了发行人在银行间债券市场主动管理债务的方式。在此基础上，上海清算所于2022年5月9日发布《银行间市场清算所股份有限公司现金要约收购业务操作须知》和《银行间市场清算所股份有限公司置换业务操作须知》，通过细化发行人、投资人及专业机构在标的债券锁定、资金划付及注销、新发债券登记等各环节业务流程及操作要求，进一步完善业务规则体系。

在境内交易所债券市场，上海证券交易所2019年底出台了“公司债券发行人债券购回业务监管问答”，以监管问答的形式对公司债券购回方案、公平购回原则、禁止购回期等进行了规定。2020年7月30日，上海证券交易所和深圳证券交易所同日分别发布《上海证券交易所关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》和《深圳证券交易所关于开展公司债置换业务有关事项的通知》，对公司债券置换的原则、方式、信息披露等进行了规定，确立了交易所公司债券置换的基本规则，开辟了公司债券发行人主动管理其公司债券的新路径。

近年来，中资企业无论在境内还是在境外发行

债券的数量都非常庞大。受境内外经济宏观变化和近期市场波动加剧的影响，债务管理对于每一个发行人来说都显得尤为重要。发行人的主动债务管理并非全都基于流动性危机，从主动成本管理、增强投资者信心、应对监管新变化或其他商业角度，发行人亦日益关注如何更有效地调整其债务。本文主要讨论债券置换、同意征集和要约回购三种主流债务管理方式在境内外债券市场应用的比较。

### 一、债券置换

债券置换是指债券发行人发行新债券并以新债券置换旧债券的行为。无论在境内还是境外债券市场，债券置换都是债券发行人主动优化债务结构、缓解债务危机的优选之路，实践中也不乏成功案例。2020年3月，境内银行间债券市场出现首单置换债券业务，北京桑德环境工程有限公司以其新发行的中期票据“20桑德工程EN001”置换“17桑德工程MTN001”，置换金额为4亿元，占置换标的发行金额比例为80%；同月，交易所市场亦开展首单债券置换业务，深交所上市公司华昌达智能装备集团股份有限公司（证券代码：300278）用置换债券完成对其“17华昌01”公司债券的置换，置换金额为1.5541亿元，置换成功率64.86%。中资企业在境外市场中早年较为知名的成功案例包括佳兆业集团的债券置换。

	境内银行间债券市场债务融资工具	境内交易所公司债券	境外债券市场债券
主要规定	银行间债券市场非金融企业债务融资工具置换业务指引（试行）	上海证券交易所关于开展公司债券置换业务有关事项的通知	发行人所在国法律法规 债券持有人所在国法律法规

	银行间市场清算所股份有限公司置换业务操作须知	深圳证券交易所关于开展公司债券置换业务有关事项的通知	债券托管清算系统规则 债券上市地交易规则
债券置换定义	本指引所称置换,是指非金融企业发行债务融资工具用于以非现金方式交换其他存续债务融资工具(以下统称置换标的)的行为。	公司债券置换业务是指公司债券发行人发行公司债券置换本所上市或挂牌的公司债券,对现有债券进行主动管理,优化债务期限结构和财务成本的行为。	债券发行人发行新债券向存续债券持有人置换存续债券。
置换方式	企业开展置换业务应向置换标的全体持有人(以下简称持有人)发出置换要约,持有人可以其持有的全部或部分置换标的份额参与置换。	发行人开展债券置换业务应当采用要约方式,以公告形式向标的债券全部持有人发出要约,并明确置换方案。	基于对于现有债券持有人的平等保护原则,发行人开展债券置换业务通常采用要约方式,以公告形式向标的债券全部持有人发出要约,并明确置换方案。
信息披露	企业启动置换应披露置换公告,置换公告中应至少包括置换标的及拟发行债务融资工具的基本信息、置换背景、置换时间安排及操作流程、配售机制、要约的发送方式、持有人申报方式、联系人信息及对置换标的是否具有其他主动负债管理计划等。 前款所称置换公告仅为市场知悉目的,不构成置换要约本身。 企业应在置换公告披露之日同步披露置换要约文件。前款所称置换要约文件包括募集说明书或定向发行协议、法律意见书等发行文件以及要约回执。	发行人应当在债券置换要约起始日前披露本次债券置换目的、标的债券、要约对象、置换比例、置换债券已获注册或确认情况、置换债券基本要素、要约期限、标的债券持有人申报方式、申报撤销条件、超额认购后的配售安排、置换后标的债券注销安排、置换债券的上市/转让安排等相关信息。	根据惯例,发行人会披露置换的具体详情,包括本次债券置换目的、标的债券、要约对象、置换对价、最低接受比例、置换方式和程序等。 此外,由于债券置换涉及新债券的发行,因而针对新债券发行的披露要求与一般新债券发行相同,通常包括发行人的财务及运营情况。 进一步,如果现有债券是上市债券,一般发行人需披露对其履行债券义务能力有重大影响的信息。
置换要约期限	置换要约期原则上不得少于5个工作日,且不得超过10个工作日。债务融资工具置换要约期起始日应晚于置换公告日。	无明确规定,发行人可视商业安排确定。	无明确规定,一般会持续5-10个工作日。
不得接受要约的情形	置换标的处于被冻结或被质押等受限状态的,持有人不得就相应份额接受置换要约。	接受债券置换要约的标的债券存在质押或冻结等其他权利受限情形的,持有人所持标的债券不得接受要约。	置换标的处于被冻结或被质押等受限状态的,持有人不得就相应份额接受置换要约。
置换结果披露	企业应于置换标的锁定日后2个工作日内披露要约结果。	发行人应当在债券置换期限届满后2个交易日内披露结果公告。标的债券受托管理人应当在前述期限内披露受托管理事务临时报告。	发行人应当在债券置换期限届满后尽快披露结果公告。
专业机构职责	企业开展置换业务,应指定主承销商等专业机构履行以下置换管理职责: (一)协助企业披露置换要约文件; (二)收集要约回执、计算配售数额、核对并统计要约结果; (三)根据企业或持有人的委托,申请办理相关债务融资工具的锁定、解除锁定、登记及注销等手续,并妥善保管相关原件材料; (四)承销协议等约定的其他内容; (五)交易商协会相关自律规则规定的其他职责。	发行人应当及时通知标的债券受托管理人债券置换事宜,受托管理人应当在知悉相关事宜后2个交易日内披露受托管理事务临时报告,向标的债券持有人提示相关事项。	发行人一般会委任交易商牵头开展置换业务,履行交易商协议中约定的内容。 另外会委任信息、交换和计算代理,提供债券置换中的技术性支持。
特别注册	企业因债务融资工具风险处置需要,	发行人申请发行置换债券并在本	发行人可以选择申请发行置换

	<p>拟通过置换业务进行债务重组的，可申请按照定向协议发行方式在交易商协会进行特别注册。</p> <p>特别注册按照定向发行注册流程开展核对工作，可豁免提交注册会议评议，充分尊重发行人与投资人双方协议约定。</p>	<p>所上市交易或挂牌转让的，应当符合《公司债券管理办法》《公司债券上市规则》《挂牌转让规则》及公司债券发行等相关规则要求。</p>	<p>债券并在交易所上市。新发行债券应当符合现有债券持有人所在地关于新发行证券的法律法规。</p>
--	---	--	---

由上表可以看出，境内外债券置换的实践操作大体相似。债券置换不会产生新的现金流，置换原有债券的对价为新发债券。从公平对待全体投资人的角度出发，债券置换必须以公告形式向标的债券全部持有人发出要约，同时发行人需履行充分的信息披露义务。境外债券市场针对例如置换公告的内容、置换期限及置换结果披露的期限等，在符合相关原则性法规规定以及遵循市场先例的基础上，实操中有更强的灵活性。另外，境外债券置换操作中除主承销商/交易商外，还有信息、交换和计算代理等专业中介机构的参与。我们理解未来在境内债券市场也欢迎引入类似专业中介机构，深入参与债券置换业务。

## 二、同意征集

同意征集的本质为债券发行人通过征得债券持有人同意的方式对债券条款等可能影响债券持有人权利的事项进行修改或豁免的行为。与债券置换类似，同意征集与债券违约及风险处置并不必然相关，生产经营稳健、现金流良好的发行人亦可以通过同意征集的方式对其债务结构进行优化，降低融资成本；流动性紧张或信用危机的发行人可以通过同意征集的方式缓解债务压力、避免违约风险；针对已经发生违约的发行人，也可以通过同意征集

对于债券进行重组。

从境内外债券市场的规定和实践来看，境外债券市场的同意征集制度已然十分成熟、案例不胜枚举，《银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引（试行）》首次以成文的形式对银行间债券市场的同意征集制度进行了规定，而交易所债券市场尚未出台同意征集的相关制度。境内的同意征集制度远迟于境外且未全面展开，究其原因，笔者猜测同意征集制度与持有人会议机制的功能存在一定程度上的重合可以算作原因之一。事实上，如经细致考证可发现，同意征集制度与持有人会议机制并不能混为一谈，同意征集制度更不是浓缩版的持有人会议机制，两者的本质区别在于启动机制的主体不同，同意征集制度的启动主体是债券发行人，债券发行人可以主动通过同意征集的方式修改债券条款，满足生效条件的同意征集结果对持有人和发行人均有约束力；而持有人会议机制的启动主体通常为债券存续期管理机构或受托管理人，其设置的初衷为保障债券持有人的权利，属于投资者保护机制，持有人会议决议仅能约束持有人，不能当然约束发行人。同意征集制度的设立，为债券发行人债务管理开辟了更多的出路，也为债券持有人提供了搏取更大利益的可能性。

	境内银行间债券市场债务融资工具	境外债券市场债券
主要规定	银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引（试行）	债券构成文件中的约定及债券所适用的管辖法律，尤其是关于债券持有人会议的协议约定或者法律

		<p>发行人所在国法律法规</p> <p>债券托管清算系统规则</p> <p>债券上市地交易规则</p>
同意征集定义	<p>本指引所称同意征集,是指债务融资工具发行人针对可能影响持有人权利的重要事项,主动征集持有人意见,持有人以递交同意回执的方式形成集体意思表示,表达是否同意发行人提出的同意征集事项的机制。</p>	<p>发行人发起同意征集,征求债券持有人意见,通常通过债券持有人会议进行表决,也可通过书面决议或者电子决议方式通过决议。</p>
同意征集的条件	<p>发行人实施同意征集,应按照本指引及相关自律规则要求事先在发行文件中明确约定征集事项范围、征集程序、表决比例、征集结果的生效条件和约束力等重要事项,约定内容不得低于本指引要求,并且应就同意征集机制对投资人权益的影响进行风险提示。</p>	<p>发行人需要事先在同意征集文件中约定征集事项范围、征集程序、表决比例、征集结果的生效条件和约束力等重要事项。</p>
可实施同意征集的事项	<p>(一)变更债务融资工具发行文件中与本息偿付相关的发行条款,包括本金或利息金额、计算方式、支付时间、信用增进协议及安排;</p> <p>(二)新增或变更发行文件中的选择权条款、投资人保护机制或投资人保护条款;</p> <p>(三)解聘、变更受托管理人或变更涉及持有人权利义务的受托管理协议条款;</p> <p>(四)发行人拟转移债务融资工具清偿义务;</p> <p>(五)发行人拟变更其他发行文件中可能会严重影响持有人收取债务融资工具本息的约定;</p> <p>(六)其他按照交易商协会自律管理规定可以实施同意征集的事项。</p>	<p>事项范围较为广泛,包括修改债券条款、豁免违约或其他任何投资人会议有权同意修改或豁免的事项。</p>
同意征集的效力	<p>除法律法规另有规定外,满足生效条件的同意征集结果对本期债务融资工具持有人,包括所有参与征集、未参与征集、反对征集方案或者弃权、无表决权的持有人,以及在相关同意征集结果生效后受让债务融资工具的持有人,具有同等效力和约束力。</p> <p>除法律法规另有规定或发行文件另有约定外,满足生效条件的同意征集结果对本期债务融资工具的发行人和持有人具有约束力;对提供信用增进服务的机构、受托管理人等第三方机构,需根据法律法规规定或当事人之间的约定产生效力。</p>	<p>通常对所有债券持有人均具有约束力,不管是否参加会议,不管是否投票赞成或者反对。在完成同意征集后,通常通过与发行人签署进一步补充协议的方式进一步约束发行人。</p>
信息披露	<p>发行人实施同意征集,应在交易商协会认可的渠道披露同意征集公告。同意征集公告内容应包括但不限于下列事项:</p> <p>(一)本期债务融资工具基本信息;</p> <p>(二)同意征集的实施背景及事项概要;</p> <p>(三)同意征集的实施程序:包括征集方案的发送日、发送方式、同意征集开放期、截止日(开放期最后一日)、同意回执递交方式和其他相关事宜;</p> <p>(四)征集方案概要:包括方案标题、主要内容等;</p> <p>(五)发行人指定的同意征集工作人员的姓名及联系方式;</p> <p>(六)相关中介机构及联系方式(如有);</p> <p>(七)一定时间内是否有主动负债管理计划,如债务融资工具置换、要约回购等安排。</p>	<p>同意征集函通常披露债券基本信息、同意征集的实施背景及事项概要、实施程序及预期时间表、相关中介信息。</p>
同意征集流程	<p>发行人披露同意征集公告后,应当向银行间债券市场登记托管结算机构(以下简称登记托管机构)申请查询债务融资工具持有人名册。持有人名册查询日与征集方案发送日期间隔应当不超过3个工作日且不少于1个工作日。发行人应当于征集方案发送日向持有人发送征集方案。征集方案内容与提供信用增进服务的机构、受托管理人等机构有关的,方案应同时发送至相关机构。持有人及相关机构如未收到方案,可向发行人获取。</p> <p>发行人应当设置合理的同意征集开放期,给持有人判断同意征集方案、递交同意回执等预留必要的合理时间。同意征集开放期最短应设</p>	<p>一般程序为公告同意征询、截止收到参与投票指示、召开债券持有人会议、宣布投票结果、(如涉及同意对价支付)现金对价结算以及(如涉及及补充协议的签署)签署补充协议。</p>

	置 2 个工作日，最长不超过 10 个工作日。 发行人应当在同意征集截止日后的 5 个工作日内在交易商协会认可的渠道披露同意征集结果公告。	
同意征集结果	在同意征集截止日前，单独或合计持有 10%以上本期债务融资工具余额的持有人，书面反对发行人采用同意征集机制就本次事项征集持有人意见的，本次同意征集终结，发行人应披露相关情况。 除法律法规另有规定外，持有本期债务融资工具表决权超过总表决权数额 90%的持有人同意发行人的征集方案，本次同意征集方可生效。发行文件可以约定高于 90%的表决权通过比例。	取决于债券的管辖法律以及具体债券发行文件的约定。英国法下，在第一次召集债券持有人会议时，对于重要事件，通常参与法定投票人数的持有债券金额的 75%或者 66%（2/3）的持有人同意发行人的征集方案；对于一般事项，则为超过 50%。纽约法下，通常对于部分事项例如付款，则需 100%或 90%的表决权；对于一般事项，则为超过 50%。
表决限制	发行人及其重要关联方持有债务融资工具的，不得参与表决，其所持有的表决权数额不计入总表决权数额。利用、隐瞒关联关系侵害其他人合法利益的，承担相应法律责任。 前款所称重要关联方包括但不限于： （一）发行人控股股东、实际控制人； （二）发行人合并范围内子公司； （三）债务融资工具清偿义务承继方； （四）为债务融资工具提供信用增进服务的机构； （五）其他可能影响表决公正性的关联方。	通常债券协议约定发行人自持或者代其持有的债券，不计算在存续债券金额内。
持有人会议	征集事项触发持有人会议召开情形的，持有人会议召集人应根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》规定及发行文件约定，另行召集持有人会议。 发行人可以在发行文件中约定，征集事项触发持有人会议召开情形的，发行人主动实施同意征集后，召集人可以暂缓召集持有人会议；实施同意征集形成征集结果（包括发行人与持有人形成一致意见或未形成一致意见）后，召集人针对相同事项可以不再召集持有人会议。	根据债券条款约定及债券适用的法律法规召集召开债券持有人会议。

由上表可以看出，境内外债券市场同意征集的机制的不同点主要体现在以下几个方面：

（1）同意征集事项的范围：境内银行间债券市场同意征集事项的范围严格限定在《银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引（试行）》规定的范围内，发行人不得超出该范围实施同意征集，而境外债券市场同意征集事项的范围较为广泛，理论上发行人可以就任何事项启动同意征集程序；

（2）同意征集事项的事先约定：境内银行间债券市场的发行人如需实施同意征集，其债券发行文件中必须已事先约定征集事项范围、征集程序、表决比例、征集结果的生效条件和约束力等重要事

项，如未事先约定的，需先通过持有人会议修改发行文件，在发行文件中加入同意征集相关事项并公告，再实施同意征集的流程。针对境外市场，其债券发行文件中通常对同意征集和与之相关的持有人会议机制已有约定，在同意征集函中通常需披露债券基本信息、同意征集的实施背景及事项概要、实施程序及预期时间表、相关中介信息；

（3）同意征集事项通过比例：境内银行间债券市场要求持有当期期债务融资工具表决权超过总表决权数额 90%的持有人同意，方可通过发行人的征集方案，这一比例要求较高，与债券持有人会议通过特别议案的决议的表决权要求一致。境外债券市场通过同意征集事项的比例则根据事项的不

同以及发行文件的约定不同，设置不同的比例，但通常仅在与付款相关的重要条款变更时，才要求表决权总额 90%以上持有人同意。

另外，境外债券市场中，发行人为顺利通过同意征集事项，通常会向债券持有人支付一笔同意征集费，费用一般为同意征集完成时以现金方式支付；境内债券市场尚无向债券持有人支付同意征集费的操作惯例。

要约回购是指债券发行人通过现金形式回购其发行在外的债券并予以注销的行为。相较于债券置换和同意征求，要约回购在境内债券市场并非新制度，早在 2019 年，上海证券交易所就出台了“公司债券发行人债券购回业务监管问答”，中国银行间市场交易商协会也在 2020 年末出台了《关于试行非金融企业债务融资工具现金要约收购业务的通知》及其配套文件，对债券要约回购制度进行了详细规定。

### 三、要约回购

	境内银行间债券市场债务融资工具	境内交易所公司债券	境外债券市场债券
主要规定	关于试行非金融企业债务融资工具现金要约收购业务的通知 银行间市场清算所股份有限公司现金要约收购业务操作须知	上海证券交易所公司债券发行人债券购回业务监管问答	发行人所在国法律法规 债券持有人所在国法律法规 债券托管清算系统规则 债券上市地交易规则
现金要约收购定义	本通知所称现金要约收购是指发行人向特定债务融资工具（以下称“标的债券”）的全体持有人发出要约，以现金方式收购全部或部分流通中标的债券并注销的行为。	现金要约收购是指发行人向公司债的持有人发出要约，以现金方式收购全部或部分流通中的公司债券并注销的行为。	发行人向债券持有人发出要约，以现金方式收购全部或部分流通中标的债券并注销的行为。
债券收购的顺序要求	收购净价低于每百元面值标的债券剩余本金的，发行人应同步收购到期日早于标的债券的其他各期存续债务融资工具，且收购条件不劣于标的债券，发行人与相关存续债务融资工具持有人另有约定的除外。	发行人应当公平对待各期公司债券投资者，购回指定债券时，原则上应当同等比例要约购回到期（含回售等）日在该只债券之前的所有公司债券。	发行人应当公平对待同一期债券的投资者。针对某一期债券的回购，如果发行人接受少于投资人有效提交的债券总额，则发行人按同等比例接受投资人有效提交的债券。
信息披露	要约公告应当披露收购价格及其确定方式、依据和过程，充分说明定价机制的合理性，同时应披露开展收购的背景及目的、计划收购规模、收购资金来源、持有人集体行动和决议机制安排（如有）、风险提示等内容；明示要约期限、要约起始日、要约截止日、债券注销日等。其中，要约期限应不少于 5 个工作日且不多于 20 个工作日，债券注销日应不晚于要约截止日后 5 个工作日。	发行人应当严格按照相关规定履行决策程序和信息披露义务。未履行合规的公司决策程序，发行人不得对外发布债券购回的相关信息。 发行人应当在债券购回开始的至少十个交易日前披露债券购回基本方案，包括但不限于本次债券购回的目的、债券购回资金总额、债券购回资金来源、债券购回价格、价格确定机制及其合理性、公司债券持有人申报方式、申报撤销条件、债券购回的申报期限（申报期限不得少于三个交易日）、申报金额高于资金总额时等比例分配方案、债券购回后债券处置安排等相关信息。	通函通常披露收购价格、背景、发售限制、预期时间表、风险提示等内容。 美国证券交易法规定要约收购公开申报至少持续 20 个工作日。否则，通常没有法定时间限制，一般会持续 5-10 个工作日。
回购结果披露	发行人于债券注销日后 2 个工作日内发布要约完成公告，披露标的债券注销数量与注销后存续数量等。	发行人应当在完成债券购回或购回期限届满后两个交易日内披露购回结果。受托管理人应当同时披露受托管理事务临时报告。	截止接受提交指令发行人尽快公告结果。
现金要约收购	发行人开展现金要约收购，应当符	以下情形下禁止开展公司债券购回：	发行人开展现金要约收购，应

的限制	<p>合相关法律法规和自律规则的规定并遵守标的债券募集说明书等发行文件的约定，不得通过挑拣履行债务等方式损害标的债券及其他各期债务融资工具持有人的合法权益，不得收购自身变相持有的债务融资工具。发行人违反相关规定或募集说明书等发行文件、现金要约收购文件约定造成持有人损失的，应当承担相应的责任。</p> <p>要约公告发布前，相关机构应采取有效措施妥善管理非公开信息。任何机构和个人不得从事与现金要约收购相关的内幕交易、操纵市场、利益输送、证券欺诈等违法违规活动，不得通过影响市场价格、利用非公开信息等方式获取不当利益。</p>	<p>(一) 公司债券发行人定期报告，业绩预告或者业绩快报（仅发行人为上市公司适用）公告前十个交易日内。</p> <p>(二) 自《管理办法》第四十五条中规定的影响发行人偿债能力或债券价格的重大事项的发生之日至依法披露后两个交易日内。</p> <p>(三) 其他可能损害公司债券持有人合法权益、造成内幕交易、操纵市场、利益输送等违法违规情形。</p> <p>发行人、债券投资者、受托管理人等相关责任主体不得利用债券购回业务从事内幕交易、操纵市场、利益输送和证券欺诈等违法违规活动。</p>	<p>当符合相关法律法规的规定并遵守标的债券募集说明书等发行文件的约定。</p>
-----	---	--	--

由上表可以看出，境内外债券市场要约收购的机制和流程大体相同。其不同点主要体现在以下几个方面：

(1) 从要约收购的顺序上来说，境内交易所公司债券要求发行人应当公平对待各期公司债券投资者，购回指定债券时，原则上应当同等比例要约购回到期（含回售等）日在该只债券之前的所有公司债券；而银行间债券市场则明确在平价或溢价收购的情况下，前述按同等比例要约收购到期日在

该债券之前的所有债券的要求并不适用；在境外债券市场，则无论按何等价格收购，对是否收购到期日在该只债券之前的其他债券并无要求。

(2) 境内交易所公司债券对债券回购有财报前静默期的明确规定；境内债券市场对于债券回购，均有不得从事内幕交易、操纵市场、利益输送和证券欺诈等原则性规定；境外债券市场虽无明确规定，但前述原则我们理解也应适用。

余永强	合伙人	电话：86 10 8553 7648	邮箱地址：yuyq@junhe.com
雷天啸	合伙人	电话：86 10 8553 7690	邮箱地址：leitx@junhe.com
孙凤敏		电话：86 10 8553 7909	邮箱地址：wangx_Shawn@junhe.com
汤光珺	合伙人	电话：852 2167 0033	邮箱地址：ctang@junhe.com
施丽滨		电话：86 21 2208 6272	邮箱地址：shilb@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

