

嵌入減值條款的應急可換股債券

余陳楊律師行
2023年3月27日

歷史背景

瑞士政府早前策劃了一項舉措，促成兩家瑞士知名銀行達成一項收購交易，以試圖平息對金融危機的憂慮。但該收購交易存在一項具爭議及令人驚訝的安排，即：其中一間瑞士銀行發行的價值約 170 億的債券被減值為零。換言之，債券的投資者將會損失全部投資款額。被減值為零的債券並非普通債券，而是應急可換股債券（下稱為「CoCo 債券」）（亦被稱為「額外一級資本債券」）。



CoCo 債券是一種十分流行的債務工具，並主要由歐洲銀行於 2008 年的金融危機後發行，以支撐銀行發行人能夠符合巴塞爾協定三的資本要求。特別是，CoCo 債券可作為額外一級資本¹令歐洲銀行通過發行 CoCo 債券而達致可遵循巴塞爾協定三項下的要求。CoCo 債券的核心用途為加強關鍵金融業的監督、風險管理及監管框架。

可換股債券及 CoCo 債券的區別

可換股債券（下稱「可換股債券」）採用規定利率計息，並於發行人違約時能獲優先清償。可換股債券持有人可按照指定的行使價²將可換股債券轉換為股權。因可換股債券可於發行人的股價上升時轉換成股權，投資者因此能從中獲利。

CoCo 債券亦有指定的行使價，而一旦 CoCo 債券突破行使價，其持有人便可將 CoCo 債券轉換成股權。此外，CoCo 債券屬於高收益及高風險產品，具備專門的期權，以使銀行發行人吸收其資本虧損。

1. 據巴塞爾協定三，一級資本包括股東權益及保留收益。
2. 行使價為事先議訂的價格水平，並可觸發換股的發生。

CoCo 債券的特點

CoCo 債券在可換股債券的架構上進行了拓展，並將修改之轉換條款作為附加項。與可換股債券一樣，CoCo 債券亦內含指定的行使價，以觸發轉換的發生。發生以下事件時，CoCo 債券將轉換成股權：

- (i) 銀行發行人的指定股價達至規定的價格水平；
- (ii) 銀行發行人須符合監管的資本要求；或
- (iii) 當主管或監管機構作出轉換要求時。

CoCo 債券的投資者包括歐洲及亞洲的高資產淨值人士及私人銀行。CoCo 債券存在一項規定，即：銀行發行人可減值 CoCo 債券項下的全部債務，以符合一級資本要求。

通過容許銀行發行人於規定的資本情況出現時將其債務轉換成股權，CoCo 債券能支撐銀行發行人的資產負債表。銀行發行人通過 CoCo 債券吸收其財務虧損。投資者並非僅根據股價上升而將債券轉換成股權，相反，投資者同意，於銀行發行人的資本比率低於監管標準，而股價可能不升反降時，通過轉換股權獲得固定的債權收益。



CoCo 債券的利與弊

在一個充斥安全但低收益產品的市場，CoCo 債券憑藉其高收益獲得越來越多的青睞。發行 CoCo 債券可令銀行發行人增添更大的資本穩定性及更多的資本流入。大多數投資者購買 CoCo 債券，均期望銀行發行人日後會回購並贖回 CoCo 債券。而直至銀行發行人回購前，投資者將獲得高回報，但同時要承擔高於平均水平的風險。



投資者將按銀行發行人設定的轉換比率獲得股權。銀行發行人可設定與 CoCo 債券發行時、轉換時的市場價格或任何其他合適的價格水平等值的股權轉換價。轉換股權的其中一個缺點為，股價將會被攤薄，並進一步地降低單位收益比率。

此外，銀行發行人並不保證 CoCo 債券一定能轉換成股權或能被全部贖回。因此，投資者可能須長年持有 CoCo 債券。另外，CoCo 債券亦嵌入減值條款。監管機構容許銀行發行人發行 CoCo 債券的期望是，銀行發行人具充足資本，由此可能導致投資者難以售出 CoCo 債券或將其部位平倉。特別是，如監管機構禁止出售 CoCo 債券，投資者可能無法售出 CoCo 債券。