

對沖基金低吸瑞信AT1債 賭合併告吹

分析：債權人或以訴訟阻撓賬至零 債價有機會反彈



瑞信債券事件持續發酵，最新外電引述消息指，不良債務投資者和大型對沖基金低價大手買入瑞信AT1債券，涉資數億美元。分析認為，對沖基金對賭瑞銀與瑞信的合併難以進行，甚至被瑞士監管機構推翻，從而令AT1債券價值有機會反彈。

大公報記者 李耀華

根據瑞銀收購瑞信的協議，瑞士監管機構要求瑞信把一批價值160億瑞郎（約1350億港元）的AT1債券撇賬至零，此舉震動了全球信貸市場，並惹怒了不少債券持有人，他們原本相信會得到比股票投資者更大保障。

每美元AT1債僅值0.03美仙

這批瑞信AT1債券現時的價值超低殘，每美元的價值現只剩下0.03美仙，即貶值99.97%，但對於沖基金來說，卻是大好良機，他們對賭瑞銀與瑞信的合併難以進行，甚至瑞士監管機構最終會推翻早期的合併決定。倫敦 Southey Capital 經紀 Robert Southey 表示，面值達數百億美元的瑞信債券，從上周日下午以來，主要是由美國大投資者來買賣。買家包括不同的對沖基金，以及不良資產債券基金，Southey Capital 相信他們需要持有一段長時期才會有回報。

Robert Southey 又表示，部分買家則希望可以加入訴訟團體，最終可取回債券的部分價值。Quinn Emanuel 律師行目前便正與AT1債券的持有人商談，希望透過法律訴訟取得部分賠償。他又表示，知道不少律師行已接到債券持有人和潛在買家的來電查詢。

對沖基金LNG Capital投資總監兼董事合夥人Louis Gargour表示，法律

行動會令投資者更看好瑞信AT1債的價值率，如果能趁着其他銀行發行的同類債券價格下跌而吸納，便會是更佳的投资策略。

Louis Gargour 又相信，其他資本充足的歐洲銀行，例如德意志銀行、法國興業和Intesa等，他們的同類債券更吸引，原因是AT1雖然不能轉換成股票，但卻可以收到非常可觀的長線回報。

事件影響金融業發債機制

晨星助理董事Shannon Kirwin則認為，監管機構有誘因確保AT1債券市場繼續運作，原因是銀行依靠此來維持健康的資本水平。她指出，次級債券的投資者日後很可能要求在債券發行章程中，更清楚列明投資者所得到的保障。

評級機構惠譽的全資附屬機構惠譽博華表示，瑞信最近十年間不斷陷入被監管部門調查、關聯基金股票爆倉、投資公司破產、洗錢、高管洩密等一系列負面事件，暴露出其內部風控薄弱、沉痾積弊嚴重。該機構又認為，本次由瑞士金融市場監督管理局（FINMA）認定撇賬，與相關債務工具條款匹配，AT1在違約風險和損失嚴重程度上均顯著高於一般債務和二級資本工具，不容忽視。

業務重疊 兩行整合恐裁員3萬

失業大軍

瑞銀收購瑞士信貸，業界相信將會有大裁員行動。然而，早前有報該行將會裁員萬人，最新指或裁逾3萬人，英國金融時報報道，瑞銀與瑞信合併後，新集團將有三成職位受影響。

金融時報引述消息人士指出，瑞士信貸的國內業務和投資銀行部門共有超過3萬員工，這兩個部門將會是裁員的重災區。消息人士又指出，雖然

現在要決定裁員的人數未免太早，但相信合併後，在新集團的全體12萬員工中，將有三成人，即逾3萬人受影響。瑞士銀行僱員協會在周二表示，合併造成的職位損失，將令瑞士銀行業無法消化，該工會要求瑞信把裁員的行動延至今年年底。

瑞士信貸截至去年底只有5萬名僱員，本來已準備有裁員計劃，今年已裁去了4000個職位。

恒大重組外債 建議發最長12年期債替換

【大公報訊】恒大（03333）公布，與境外債權人小組就擬議重組的核心條款達成具有約束力的協議。恒大表示，與個別項目一些主要持有人談判取得進展，這些項目包括本金總額139.225億美元的美元高級擔保票據，及由景程發行本金總額52.26億美元的美元優先票據。最新擬議重組的主要條款刊載於三份具有約束力的條款清單，包括「恒大條款清單」、「景程條款清單」、「天基條款清單」。重組生效日預計為今年10月1日，最後期限日為今年12月15日。

達成三份具約束力條款清單

在恒大協議安排中，協議安排對價的分配為：對於A組，A組債務基於A組的全部應計索賠；對於C組，C組債務基於「差額索償」。A組和C組債權人都有權就其待分配的可獲償金額的處理方式選擇兩種選擇之一。

方案1：協議安排債權人可以按其可獲償金額1：1的轉換比率獲得將由恒大發行的新票據，新票據期限為10至12年，將隨著時間的推移償還。方案2：協議安排債權人可以選擇將其可獲償金額轉換為：（1）期限為5至9年的將由恒大發行的新票據；（2）由五筆與恒大物業（06666）、恒大新能源汽車（00708），或恒大股票掛鈎的股權掛鈎票據構成的組合；或（3）兩者的組合。

在景程協議安排中，債權人將獲得五筆由景程發行的期限為4至8年的新票據，本金為65億美元。在天基協議安排中，債權人將獲得四筆由天基發行的期限為5至8年的新票據，本金為8億美元。

境外無擔保債權人料回收110億

根據初步分析，境外無擔保債權人的預估回收預計約為97.28億元人民幣（約110億港元），而各組別債權人預計回收率分別為，境外無擔保債權人為3.53%；現有恒大票據持有人為5.92%；現有景程票據持有人為6.49%至9.34%；天基的境外無擔保債權人為2.05%。

關於恒大物業股份的處理。按恒大條款清單的構想，由恒大持有的（a）恒大物業24.93億股股份（相當於已發行總數的約23.1%）及（b）恒大物業7.49億股股份，存入證券賬戶，並質押以分別為A2恒大物業股票掛鈎票據，和C2恒大物業股票掛鈎票據提供擔保。此外，恒大將發行強制可交換債券，可交換為恒大物業約23.31億股股份（佔已發行股份總數約21.57%），這些恒大物業股份應存入質押的證券賬戶。

關於恒大新能源汽車股份的處理。按恒大條款清單的構想，恒大持有的合計：（a）與A2恒大新能源汽車股票掛鈎票據相關的恒大新能源汽車17.49億股股份（相當於已發行股份總數約16.1%）；（b）與C2恒大新能源汽車股



▲市場分析指出，瑞銀與瑞信的合併方案有可能難以進行，甚至被瑞士監管機構推翻。

投資界評論瑞信AT1債券

倫敦Southey Capital經紀 Robert Southey

●面值達數百億美元的瑞信債券，自從上周日的下午以來，主要是由美國大投資者來買賣，但相信需要持有一段長時期才會有回報

對沖基金LNG Capital投資總監兼董事合夥人 Louis Gargour

●法律行動會令投資者更看好瑞信AT1債的價值率

晨星助理董事 Shannon Kirwin

●監管機構有誘因確保AT1債市繼續運作，因為銀行要依靠這種運作維持健康的資本水平

惠譽博華

●瑞信AT1在違約風險和損失嚴重程度上，均顯著高於一般債務和二級資本工具

合併案股東無投票權 備受批評

極具爭議

瑞銀與瑞信合併，除了因為把AT1撇賬至零而遭批評外，另一項極具爭議的決定，是股東在合併案中並無投票權，瑞信股東顧問因此怒斥權利被剝奪。

瑞士信貸其中一個最大的股東顧問集團Ethos Foundation表示，瑞銀與瑞信的倉卒合併，是對股東權益史無前

例的踐踏，並會嚇怕機構投資者。瑞士監管機構為了盡快促成合併，在未經股東表決下宣布落實併購。

Ethos Foundation是瑞信股東顧問集團，代表着退休基金和其他持有瑞信3%至5%股份的投資者的利益，其在周一表示，正在研究是否就兩者合併採取法律行動，然而，目前對簿公堂的

可能性仍然不大。

Ethos Foundation 行政總裁 Vincent Kaufmann 指出，今次是企業管治的大敗，並會令國際機構投資者對瑞士的金融管理有不良的印象。Ethos 又表示，正要求瑞士當局和瑞士銀行研究在合併後，把瑞銀與瑞信分開為兩個獨立實體，各自掛牌上市的可行性。

積金局：MPF投資瑞信AT1債比重近零

影響極微

積金局回覆傳媒查詢時表示，根據強積金受託人提供的資料，強積金基金投資於瑞信發行的額外一級資本債券（AT1債券）的佔比近乎零，因此有關瑞銀收購瑞信的事件，對強積金計劃成員沒有任何影響，亦沒有對強積金投資構成任何風險。

積金局表示，會繼續密切留意事態發展，並與相關監管機構及受託人保持聯繫，以確保強積金計劃成員的利益得到保障。

本港多家監管機構包括金管局、證監會、保監局早前都已發表聲明，指瑞信事件沒有對香港金融市場構成重大風險。據金管局與證監會發出的聯合聲

明，瑞士信貸在香港的業務包括一家受金管局監管的瑞士信貸香港分行，以及兩家受證監會監管的持牌法團，其市佔率並不顯著。保監局亦說，本地獲授權保險公司甚少在瑞信集團存放資金或持有其發行的債券和衍生產品，風險敞口不大，受到這事件的影響微乎其微。

未來3年需額外融資3400億

【大公報訊】恒大（03333）的通告指出，恒大未來3年預計需要額外2500億至3000億元（人民幣，下同，約2847至3416億港元）融資，預計2026年至2036年均可實現無槓桿自由現金流約1100億元至1500億元，前述現金流尚未考慮償還項目層面存量債務。

恒大物業（06666）預計到2026年將擁有5.33億至6.52億平方

米的在管面積。暫時不考慮恒大物業質押所涉及的134億元，2023年至2026年的累計無槓桿現金流預計將達到130億元至170億元之間。

恒大新能源汽車（00708）如果在未來獲得超過290億元的融資，並且推出旗艦車型，實現量產，在此計劃下，2023年至2026年的累計無槓桿現金流預計將達負70億至負50億元之間。

雅居樂預告盈轉虧 最多蝕171億 股價挫6%

【大公報訊】雅居樂（03383）發盈警，估計去年將錄得淨虧損介乎約125億至135億元（人民幣，下同，約142億至154億港元），而2021年則錄得淨利潤90.98億元。股東應佔虧損則估計介乎140億元至150億元（159億至171億港元）之間，2021年同期股東應佔淨利潤則錄得67.12億元。

雅居樂稱，虧損主要由於房地產行業經營環境不利及疫情影響持續，削弱買家信心，致物業銷售放緩，交付規模下降，導致整體物業銷售面積和平均售價下降，毛利率較去年同期有所下跌。此外，以權

益法入賬之合營企業所佔份額錄得虧損，而上年同期為盈利。

另外，去年雅居樂出售附屬公司所獲得的收益有所減少，外匯波動造成淨匯兌損失，上年同期則為淨匯兌收益。按香港財務報告準則要求，對物業項目及應收賬款計提減值增加，都是去年錄得虧損的原因之一。

瑞銀認為，雅居樂發盈警雖然屬預期之內，但虧損金額之大，遠遠超過瑞銀和市場預期，該行預料雅居樂盈利為13.86億元，而市場則預期虧損約39億元。雅居樂發盈警後股價急挫，收跌6%至1.88元。