

# 嵌入减值条款的应急可换股债券

余陈杨律师行  
2023年3月27日

## 历史背景

瑞士政府早前策划了一项举措，促成两家瑞士知名银行达成一项收购交易，以试图平息对金融危机的忧虑。但该收购交易存在一项具争议及令人惊讶的安排，即：其中一间瑞士银行发行的价值约 170 亿的债券被减值为零。换言之，债券的投资者将会损失全部投资款额。被减值为零的债券并非普通债券，而是应急可换股债券（下称为「CoCo 债券」）（亦被称为「额外一级资本债券」）。



CoCo 债券是一种十分流行的债务工具，并主要由欧洲银行于 2008 年的金融危机后发行，以支撑银行发行人能够符合巴塞尔协议三的资本要求。特别是，CoCo 债券可作为额外一级资本<sup>1</sup>令欧洲银行通过发行 CoCo 债券而达致可遵循巴塞尔协议三项下的要求。

CoCo 债券的核心用途为加强关键金融业的监督、风险管理及监管框架。

## 可换股债券及 Coco 债券的区别

可换股债券（下称「可换股债券」）采用规定利率计息，并于银行发行人违约时能获优先清偿。可换股债券持有人可按照指定的行使价<sup>2</sup>将可换股债券转换为股权。因可换股债券可于银行发行人的股价上升时转换成股权，投资者因此能从中获利。

CoCo 债券亦有指定的行使价，而一旦 CoCo 债券突破行使价，其持有人便可将 CoCo 债券转换成股权。此外，CoCo 债券属于高收益及高风险产品，具备专门的期权，以使银行发行人吸收其资本亏损。

1. 据巴塞尔协议三，一级资本包括股东权益及保留收益。

2. 行使价为事先议订的价格水平，并可触发换股的发生。

## CoCo 债券的特点

CoCo 债券在可换股债券的架构上进行了拓展，并将修改之转换条款作为附加项。与可换股债券一样，CoCo 债券亦内含指定的行使价，以触发转换的发生。发生以下事件时，CoCo 债券将转换成股权：

- (i) 银行发行人的指定股价达至规定的价格水平；
- (ii) 银行发行人须符合监管的资本要求；或
- (iii) 当主管或监管机构作出转换要求时。

CoCo 债券的投资者包括欧洲及亚洲的高资产净值人士及私人银行。 CoCo 债券存在一项规定，即：银行发行人可减值 CoCo 债券项下的全部债务，以符合一级资本要求。

通过容许银行发行人于规定的资本情况出现时将其债务转换成股权，CoCo 债券能支撑银行发行人的资产负债表。银行发行人通过 CoCo 债券吸收其财务亏损。投资者并非仅根据股价上升而将债券转换成股权，相反，投资者同意，于银行发行人的资本比率低于监管标准，而股价可能不升反降时，通过转换股权获得固定的债权收益。



## CoCo债券的利与弊

在一个充斥安全但低收益产品的市场，CoCo 债券凭借其高收益获得越来越多的青睐。发行 CoCo 债券可令银行发行人增添更大的资本稳定性及更多的资本流入。大多数投资者购买 CoCo 债券，均期望银行发行人日后会回购并赎回 CoCo 债券。而直至银行发行人回购前，投资者将获得高回报，但同时要承担高于平均水平的风险。



投资者将按银行发行人设定的转换比率获得股权。银行发行人可设定与 CoCo 债券发行时、转换时的市场价格或任何其他合适的价格水平等值的股权转让价。转换股权的其中一个缺点为，股价将会被摊薄，并进一步地降低单位收益比率。

此外，银行发行人并不保证 CoCo 债券一定能转换成股权或能被全部赎回。因此，投资者可能须长年持有 CoCo 债券。另外，CoCo 债券亦嵌入减值条款。监管机构容许银行发行人发行 CoCo 债券的期望是，银行发行人具充足资本，由此可能导致投资者难以售出 CoCo 债券或将其部位平仓。特别是，如监管机构禁止出售 CoCo 债券，投资者可能无法售出 CoCo 债券。