

【瑞銀與瑞信達成歷史性收購，但風險仍存】

市場特報
2023年03月20日

重點摘要

- ◆ 瑞銀與瑞信於3/19晚間達成30億瑞郎歷史性收購，瑞銀有望成為全球最大財富管理機構
- ◆ 儘管壓力緩解但風險仍存，完全註銷AT1債券導致債市動盪再起
- ◆ ECB升息循環遠未結束，金融體系壓力考驗仍在持續導致信心萎靡難撐歐股估值

事件背景

儘管瑞士信貸(Credit Suisse)在3/16獲得SNB高達500億瑞郎的流動性挹注，但正如我們先前(市場特報-20230316_瑞士央行提供500億瑞郎，挹注瑞信流動性)所提到，瑞信事件的核心問題在於長期盈利能力衰退以及風控缺失所導致的信心不足，而自3/8以來的一連串事件已徹底擊垮客戶的信任，針對瑞信的恐慌性擠兌已經初步形成，3/18市場即傳聞瑞信每天正面臨高達100億美元的資金外流，而從貨幣市場表現也能發現市場的高度不信任，瑞信5年期CDS在從3/8~3/15為期8天內從294bps飆升至3701bps，1年期CDS也在3/16當天達1082bps，雙雙創下歷史新高，顯示債市持有人已經對瑞信債務完全失去信心。

對於瑞士當局而言，縱然瑞信在資本結構與流動性方面仍不具風險，但鑒於擠兌已在醞釀，為確保其金融與經濟不被衝擊，瑞信必須被拆分或合併，因此瑞士央行(SNB)、瑞士金融市場監管機構(FINMA)與瑞士政府自3/16以來開始推動合併瑞信進程，力求在3/20開盤前完成收購以減輕金融市場震盪，主要方案分為A方案：強行撮合瑞銀(UBS)與瑞信(CS)合併或B方案：直接將瑞信國有化。對於瑞士當局而言，A方案是最佳解決方案，能夠同時避免市場動盪與加重政府負擔。

合併過程一波三折

瑞士信貸(CS)的主要業務大致可分為四類，分別是財富管理、資產管理、投資銀行以及瑞士本土銀行業務，而對於投資銀行業務(Investment Banking, IB)的談判即為此次合併的關鍵，該業務長年醜聞纏身使其盈利能力備受質疑，2022以來全球股市衰退導致其股票收入同比下滑39%，並且瑞信已將IB中的證券化產品部門出售給Apollo，這將大幅減少其固定收益，因此儘管政府一路開綠燈(FINMA已提出收購不須經過瑞信股東會的要求)，UBS對於收購瑞信一事仍有擔憂，為此甚至要求政府為其承擔總計60億美元的交易法律費用和未來潛在損失。

雙方談判在政府壓力下仍進展緩慢，第一次破局在3/19上午發生，UBS提出以10億美元超低價收購瑞信，支付方式為以每股0.25瑞郎的價格兌換UBS股票(遠低於3/17收盤價1.86瑞郎)，並且附帶CDS條件，即若UBS的CDS上升幅度超過100bps，則本此收購將宣告無效，瑞信對此明確表示因報價過低且傷害股東權益，故予以拒絕。

直到3/19晚間，在瑞士政府進一步提出流動性援助並將承擔合併的部分潛在損失後，雙方的議價終於結束，UBS與瑞信達成歷史性收購協議，合併後將成為全球最大的財富管理機構。

收購合約

UBS在3/19晚間宣布將完全收購瑞信全部股票，每22.48瑞信股份將可轉換為1股UBS股份，相當於以每股0.76瑞郎價格收購(約3/17收盤價的40%)，總額將達到30億瑞郎(約32.5億美元)，收購重點如下：

1. UBS收購事宜已經由FINMA、SNB與瑞士財政部批准，無須經過瑞信股東會同意。
2. 瑞士政府為協助UBS順利接管，將提供最高90億瑞郎的損失擔保*。
3. SNB將提供總額達1000億瑞郎的流動性援助，除SNB現有工具外，UBS與瑞信也可根據緊急條例獲得破產時具特權債權人地位的流動性援助貸款。
4. 瑞信AT1** (Additional Tier 1)債券將全數用於損失吸收，即面額達160億瑞郎的AT1債券將被完全減記，以增加瑞信核心資本。

*若瑞信的投資組合產生，則將由UBS承擔前50億瑞郎的損失，瑞士政府則負擔超出50億外的額外90億損失，當損失金額超過140億(50+90)時，超過140億部份則重回UBS承擔。

**AT1 債券用於在銀行倒閉時充當資產負債表上的緩衝，如果銀行的資本適足率低於某個水平，這類債券的持有人將面臨永久性損失，或債券將被轉換為股權。

市場觀點

正如開頭所提，瑞信事件截至收購完成前仍屬於信心危機，縱使擠兌正在醞釀，但仍未爆發流動性風險，因此**UBS與瑞信合併不僅有效挹注市場信心，也解決本次歐洲金融市場震盪的核心原因**，在骨牌效應發生前就抽走第一張骨牌。

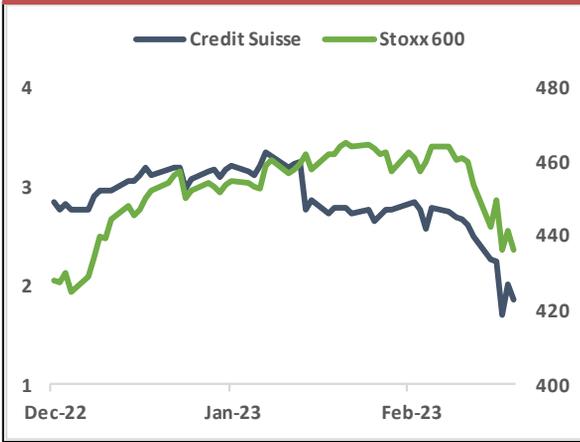
然而，**本次收購過程仍存在瑕疵，首先是AT1債券被完全減記，屬於債券持有人卻優先股東承擔損失**，而根據瑞信2022年財報，其CET 1比率为14.1%，仍高於最低監管要求10.4%，相當於擁有380bps或226億美元的緩沖，除非23/Q1的資金外流導致其在短短一季中CET 1比率即降至危險水準，否則按正常流程不應由AT1債券持有人優先承擔損失，**該舉措意味後續當其他歐洲銀行面臨財務困境時，AT1債券可能被優先於股東犧牲，歐洲其他銀行的AT1債券將可能面臨拋售，導致融資成本被進一步推高。**

其次，不同於美國只救儲戶不救銀行的做法，**本次收購中政府的寬容態度存在道德風險**，由於瑞信本身是一間G-SIB(全球系統重要性銀行)，瑞士當局無法坐視瑞信倒閉，同時為避免金融市場動盪一度擴大，瑞士政府被迫在短時間內解決瑞信事件，這雖導致瑞信股東承擔60%的價值減損，但考慮到瑞信股價自2008年以來長期下跌，透過瑞信至UBS的股份轉換，瑞信股東卻不必再承擔因瑞信盈利能力衰退所導致的股價下滑風險，這有可能助長相關風險追求。

除瑞信本身因素外，**ECB升息循環仍在持續也不利於市場信心回穩**，由於天然氣價格傳遞至商品成本時間較長，商品價格增速仍維持高檔，預期將在2Q達到高峰，歐元區通膨壓力猶存，不過因整體通膨已呈下行趨勢，核心通膨也臨界峰值，5月貨幣政策會議前公布的3、4月HICP可能出現較明顯降溫並支持ECB放緩升息步伐，預期ECB將於5月放緩升息幅度至1碼。

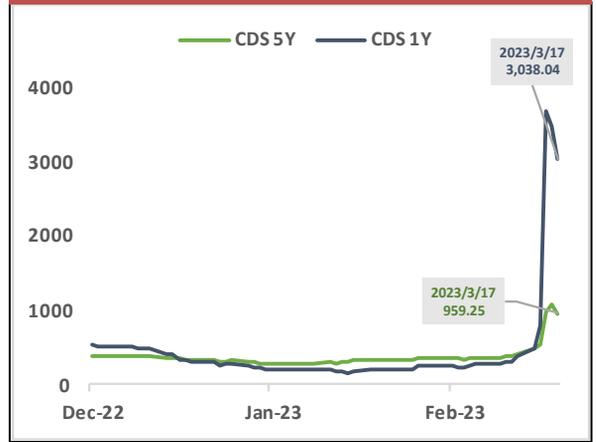
整體而言，**UBS與瑞信完成合併後將會使市場壓力緩解，但本次收購所種下的風險隱患可能導致銀行業融資成本攀升以及風險承擔能力下滑，並且因歐洲核心通膨仍存在上行風險，ECB官員在3/16升息兩碼後仍堅稱升息循環遠未結束，這意味金融系統的動盪雖然止穩，但市場緊繃態勢仍將持續，信心疲弱難以支撐歐股自年初以來由盈利修復與信心反彈所帶動的估值上調，短期內預估走勢持續震盪。**

瑞信股價持續走低

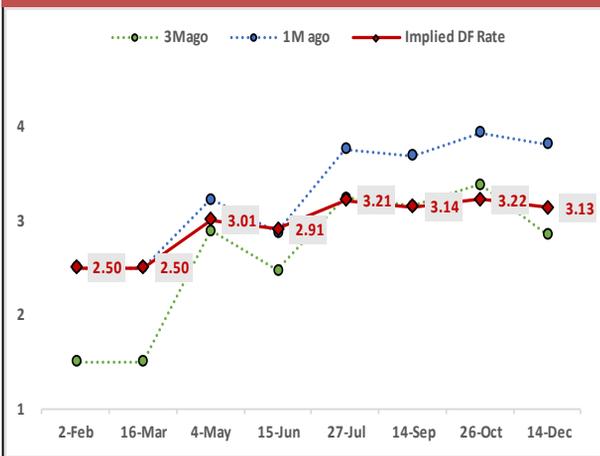


資料來源：Bloomberg

壓力緩解，但瑞信CDS仍居高點

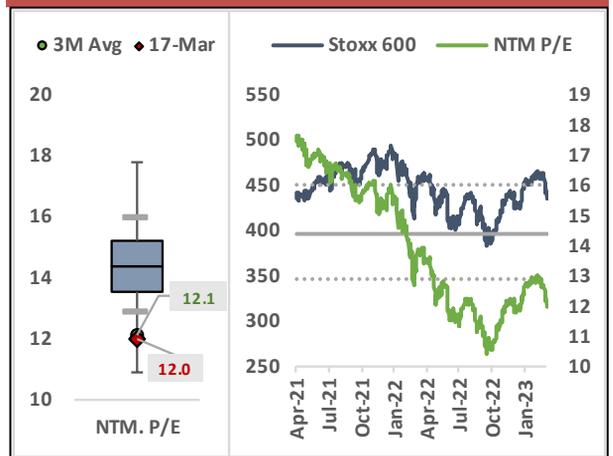


市場利率峰值預期持續下調



資料來源：Bloomberg

信心重創難以支撐歐股估值



投資聲明

本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。