

財經事務及庫務局
(庫務科)

香港下亞厘畢道
中區政府合署

**FINANCIAL SERVICES AND THE
TREASURY BUREAU
(The Treasury Branch)**

Central Government Offices,
Lower Albert Road,
Hong Kong

傳真號碼 Fax No. : 2801 7126
電話號碼 Tel. No. : 2810 3743
本函檔號 Our Ref. : FIN CR 1/4651/01
來函檔號 Your Ref. :

BY FAX

16 January 2004

Ms. Connie Szeto
Assistant Legal Adviser
Legislative Council Secretariat
(Fax No. 2877 5029)

Dear Ms. Szeto,

Subcommittee on
Proposed resolution under section 3(1) of the
Loans Ordinance

Chinese version attached for your further action.

Yours sincerely,

(Tommy Yuen)
for Secretary for Financial Services
and the Treasury

建議的政府隧道及橋樑證券化計劃

證券化—背景

政府所建議的證券化計劃涉及發行一些由隧道或橋樑收入支付還款的債券（證券化債券）。證券化債券將會被國際信貸評級公司，例如標準普爾及穆迪發出一個高的投資評級，例如 A+或 AA-。證券化債券的信貸評級將反映有關隧道或橋樑過往的交通流量及在未來獲取足夠路費收入以作還款的能力。政府不會為證券化債券的回報及償還作出擔保。計劃只包括將在有限時間內的路費淨收入證券化。債券投資者只有權利收取固定的債券利息和本金。當證券化的債券全部還款後，所有的路費會全數屬於政府。

有別於首次公開招股，建議中的證券化計劃不包括出售有關隧道或橋樑，或出售擁有該等物業的公司的股份。在證券化後，隧道和橋樑的物業權益，包括運作者的安排及路費的調整全由政府控制。如果路費收入多於預期或在證券化後大幅增加，政府將可擁有所有在償還債券本金及利息之後的餘數。隧道和橋樑的「額外回報」將屬於政府所有，而非投資者所有。因此證券化與私有化或首次公開招股有很大分別。

A. 已考慮的選擇

1. 政府已考慮過所有可以達到其集資目標的方案。其中包括對不同的資金來源的評估及可保留隧道和橋樑控制運作及未來政策改變靈活性的方案。

正如上述所提及，有別於首次公開招股，證券化計劃將可讓政府保留隧道和橋樑的物業權益和控制權。首次公開招股有可能對政府推行運輸政策，釐定路費及與運作者的關係有明顯限制。此外，政府亦不能保留路費增長的「額外回報」。首次公開招股亦很可能需要更多時間及成本才能推行，所以並不能符合政府現有的目標。首次公開招股的成本包括龐大的安排，法律及會計費用。

傳統由政府債券涉及政府對投資者的固定利息回報及本金償還作出擔保。但政府並不會對證券化債券作出有關擔保。雖然證券化的利息成本會受到推出時市場因素的影響，證券化債券的投資評級（預期等同於政府本身的評級）將可確保債券可引發

最大部份的投資者的興趣，從而可在最有競爭力情況下釐定利息成本，在沒有政府擔保的情況下與傳統債券的利息成本相若。

證券化的安排費用與發行傳統債券相若。這些費用主要用於發行證券化債券時付給投資銀行，代理人，法律及稅務顧問及評級機構。後者所收取的年度費用也將與發行傳統債券的年度費用相若。這些費用只可在政府經一般競投過程後聘用安排方可釐定。

2. 政府已小心考慮現有的各種方案及內部和財務顧問的意見。在能否達到政府財務政策及發展香港資本市場的目標的大前提下，考慮的方案包括直接出售有關資產。政府的結論是提議的證券化計劃（如立法會參考資料摘要所述的計劃架構及形式）可為基本工程儲備基金獲取一次過資本性收益，為本港散戶及機構投資者提供多一種投資選擇及進一步發展本港資本市場。
- 3.&4. 政府以就證券化計劃與財務顧問，法律顧問及律政司作出詳細討論。結果顯示證券化在本地及國際資本市場將甚受歡迎。

雖然市場發展並非進行本次證券化的唯一目的。然而，透過在市場發行有收入支持的票據，可配合香港按揭證券公司在進一步發展香港的資本市場所作的努力。此舉並會為市場參與者，包括投資散戶，提供另外一項投資選擇，最終有助香港維持國際金融中心的地位。

政府及其財務顧問已就證券化債券的可能評級和主要評級機構（標準普爾，穆迪及惠譽）作出詳細討論。三間機構的回應都認為在沒有政府擔保的情況下證券化債券的港元部份亦可達到AA-或Aa3評級（等同政府的評級）。這投資評級將可確保證券化債券可獲投資者的歡迎，從而達到最有競爭力的利息成本，與傳統債券的利息成本相若。

提議中的證券化計劃並不包括由政府提供任何額外保證因路費收入所能支持的投資評級已足夠吸引大部份投資者。

5. 我們將在證券化計劃之中加入可保留靈活推行運輸政策的結構。例如可在一段初步時間後剔出其中一條隧道以推行當時需

要的運輸政策。我們亦會盡量縮短證券化債券的年期。因此，證券化並不會對未來運輸政策的推行構成限制。這亦是證券化的其中一項吸引之處。

B. 證券化市場

因有一套健全的法律系統及一個高流量的債券市場所支持，香港擁有在亞洲區其中一個最為成熟及已發展的證券化市場。第一次證券化於 1993 年推行。在 2003 年的最後三個月內，就售出總值 HK\$60 億的證券化債券(其中包括 HK\$30 億的按揭證券化及 HK\$30 億的的士及小巴貸款證券化)。

政府的財務顧問認為港元市場有充足的能力吸納提議中的 HK\$60 億證券化債券。但現階段政府並未有否決發行已外幣計算的證券化債券的可能性。這還需進一步研究。

1. 政府打算向散戶及機構投資者發行對各類型投資者都有吸引力的證券化債券。投資者會在債券到期日前持有該等債券，但政府會聘任市場製做者來加強債券的二手交投量及流量。
- 2.&3. 因為有（由大型銀行及投資銀行所組成）市場製做者的出現證券化債券將有一個活躍的二手市場。正如上述所提及，香港擁有一個非常成熟的證券化市場。政府已諮詢過財經市場（包括透過財務顧問及直接接收有意參與是次證券化計劃的銀行的意見），認為是次證券化計劃並沒有任何不尋常的市場風險。
4. 雖然在政府接獲及考慮到由銀行投標內所包括的各項具競爭性的條款及正式聘用安排以前，輔助性支出及年度非主要費用將不能作實。但估計則如下表：
 - (i) 輔助性支出：約 1000-1500 萬港元另加安排費（將以債券總金額的百份比表達,並會由銀行投標）。

以此發行量為例，這些典型的費用是用於支付債券化交易及其他債券發行(包括發行零售債券)及法律諮詢、信貸評級機構、會計及稅務、信託，以及其他對此發行項目提供服務的單位所收取的費用等。

- (ii) 年度非主要費用：約每年 150 萬港元用於支付獨立代理執行人，會計師及信貸評級機構等的收費。

在售出證券化債券後將沒有其它投資銀行收取的費用。

C. 控制

1. 政府將保留收費道路的擁有權，包括對經營者的管制安排及只有政府才可訂定收費。建議中的證券化計劃將容許政府未來在推行運輸政策時有充分彈性。

證券化將容許政府因應政策調整收費。倘若因改變收費引致道路收費收入改變，以下便是政府和投資者會面對的情況：

- (i) 如果因政府調整收費，而引致道路整體淨收費收入增加：
- 投資者可能會於一段較短的時間內，獲得相同的利息回報和償還本金。
 - 政府可在證券化年期完結後收取多出的收入，而證券化的還款期亦可能會縮短。
- (ii) 如果因政府調整收費，而引致道路整體淨收費收入減少：
- 若減幅多於某一程度，政府或須向投資者支付某些款項，以彌補少了的收入。政府會在委任安排行及信貸評級機構後與他們商討他們能接受因調整收費而引致的風險的程度。
 - 投資者仍會按預期獲得相同的利息回報和償還本金。

因此，證券化將不會影響政府在訂定或調整道路收費方面的權力。至於因改變收費而引致整體道路收費收入改變的風險，投資者可從政府在有需要時可能向他們所支付的款項而獲得保障。

建議中的證券化並不涉及出售任可隧道或橋樑。政府只在特定的時間內將其從收費道路獲得的淨收入證券化。不論在施行證

券化之前、其間、或以後，政府均全部擁有有關隧道和橋樑。因此不存在政府可能以折讓價或以提供保證股息方式出售相關資產的問題。

與首次公開招股不同（投資者通常預期日後會有增長），建議中的證券化將會以出售證券化債券獲取資金。因為證券化債券的投資者只可享有利息回報及最後可獲償還本金，他們通常都會受以往長時間而穩定的業績而不是增長潛力所吸引。有關的收費道路，如獅子山隧道和海底隧道，擁有長期而穩定的業務表現，該些業績會受一般證券化債券的投資者所歡迎。

政府不會就證券化債券的利息和本金償還提供任何保證。另外，政府不會為交通流量作出保證；該等風險將由證券化債券的投資者所承擔。

倘若證券化後的交通流量（及所帶來的收費收入）比預期高，則政府（而不是投資者）將可享比預期為好的業務表現所帶來的好處：

- 投資者可能會於一段較短的時間內，獲得相同的利息回報和償還本金。
- 政府可在證券化年期完結後收取多出的收入，而證券化的還款期亦可能會縮短。

D. 交易評估

1. 建議中的證券化毋須政府就證券化債券作出保證。
2. 在建議的證券化下，從有關收費道路獲得的收費所帶來的淨收入會用以支持向投資者支付證券化債券的利息及本金。交易本身不會為政府帶來現金流問題。證券化架構亦可用政府從有關收費帶來的收入為每個不同級別的債券在還款期結束前成立償款基金。
3. 有關收費道路的收入可能不足以支付證券化債券的利息和本金的風險會由投資者承擔（儘管有關收費道路過往良好的表現及

有關的證券化債券可能獲發較高的投資評級，都會大大減少該等風險)。除了「立法會參考資料摘要」第七段所述的情況外，政府毋須因收費收入不足以償還證券化債券而需以現金填補不足。

E. 顧問/安排所的篩選

1. 視乎立法會對本事項的決定政府才會委任建議證券化的安排行。

政府會以公開和有競爭性的投標方式篩選和委任安排行。有興趣的金融機構會在它們遞交建議前獲政府告之評選準則，而政府會按該客觀準則進行評選。

為使政府能得益於高質素的財務意見，獲選的財務顧問亦可競逐成為安排行。鑒於上述已確立的公開和有競爭性的篩選過程，財務顧問並不會因為它的顧問工作而享有不恰當的好處。

2. 所有已在財經事務及庫務局庫務科財務顧問服務公司名冊內登記的機構均獲邀請就出任證券化建議的顧問或安排行遞交意向書。

按機構對本港和/或海外類似證券化交易的認識和經驗、建議委派進行工作的成員的經驗和專業知識、機構的背景、財務狀況和對香港的承擔及其收費建議，並在一個公開和有競爭性的過程下，我們已委出財務顧問。若在《借貸條例》下提出的議案獲立法會通過，我們亦會在不久將來按類似步驟委出安排行。