

碧桂园千亿债券重组追踪 境内外有何不同

美元债“压哨”付息，境内债展期方案存在争议，碧桂园的境内外债券面临不同的解决路径？

在首只境内债“16碧园05”在经历波折终成功展期后，头部民营房企碧桂园（02007.HK）也将剩余境内债批量展期提上了日程。

据获悉，9月4日晚，碧桂园两家并表子公司碧桂园地产集团有限公司（下称“碧桂园地产”）、广东腾越建筑工程有限公司（下称“腾越建筑”）向债券持有人披露，将于9月7日早间9时至9月11日晚间10时召开债券持有人会议，对存续的8只境内债展期方案分别进行投票，这8债债券本金存续规模约123亿元。

另有知情人士称，碧桂园地产另有两笔将于12月回售的公司债，因存在独立第三方增信，将不做展期，这两只债券规模合计10亿元。

9月5日，碧桂园在当日早间汇出了两笔美元债票息。这两笔美元债票息共2250万美元，原定于8月7日到期，宽限期为30天。碧桂园最终“压哨”付息，得以避免了这两只美元债违约和触发其他境外债务违约。

“境外债短期内没有大的压力，付完这两笔票息，碧桂园或许会在12月境外转债到期时再谈重组。”一位香港固收投资人士表示。

不同于其他出险房企，近期的财报显示，截至2023年6月底，碧桂园账上仍有现金及银行存款1305.69亿元，其中未受限规模约为1011.15亿元，而碧桂园将在12个月内到期的债务约1087亿元。这意味着，当前碧桂园的现金勉强可以覆盖短债。

多位“16碧园05”的债权人表示，碧桂园在手现金足够拿出更好的展期方案，而最终碧桂园选择了将债券展期3年，仅给予债权人10万元小额偿付，这样的方案虽已投票通过，但仍有债权人感到不满，为此提出了若干公开异议。

I. 境内债有展有还

8月14日，碧桂园及碧桂园地产、腾越建筑宣布境内存续规模共157亿元的11只债券进入停牌，这11只债券包括碧桂园地产发行的——“21碧地01”、“21碧地02”、“21碧地03”、“21碧地04”、“22碧地02”、“22碧地03”、“19碧地03”、“20碧地03”、“20碧地04”，和腾越建筑发行的“16腾越02”，以及碧桂园发行、已于9月2日达成展期的“16碧园05”。

知情人士称，上述债券中，除已展期的“16 碧园 05”，以及“20 碧地 03”和“20 碧地 04”，剩余 8 只债券都将在原有到期日后展期 3 年。“20 碧地 03”和“20 碧地 04”特殊之处在于，这两只债券存在第三方增信措施，若也进行展期将可能会触发代偿。

两只债券的发行应该追溯至 2022 年 11 月，中央发布“金融十六条”后，作为示范性民营房企，碧桂园地产获得深交所落地的首批“央地合作模式”下民营房企融资支持项目试点，分两个品种在 2022 年 12 月对外发行了 10 亿元公司债。

品种一即“22 碧地 02”，规模为 8 亿元，由中金公司、承销商中信建投联合创设全额信用保护凭证，即“央”级层面的增信；品种二即“22 碧地 03”，规模为 2 亿元，由三级国资参股的融资担保公司——中盈盛达融资担保投资股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，即“地”级层面的增信。发行信息显示，两只债券期限均为 1+1 年，将在 2023 年 12 月回售。

据获得的会议通知显示，批量展期的 8 只债券，各自的展期方案都与“16 碧园 05”大体保持一致，到期后只付利息，次月向每个持债账户给予不超过 10 万元小额兑付，剩余本金将分 7 次兑付：到期后第一个月至第三个月分别支付 2%的本金；到期后第 12 个、24 个及 30

个月分别支付 10%、15%和 25%的本金，最后 44%的本金将在到期后第 36 个月支付。展期期间利息保持不变，且利随本清。

8 只债券中，除将在 9 月 14 日和 9 月 24 日各自回售行权的“21 碧地 03”和“20 碧地 03”，对于剩余 6 只债券，碧桂园提议增加三十个交易日宽限期，将同展期方案同步投票。

此次投票展期的债券，增信措施各有差异。腾越建筑为“16 腾越 02”债权人提供位于广东陆丰碣石半岛、海南文昌高隆湾的项目公司股权作为质押担保。

碧桂园则将展期债券分为两组，其中“21 碧地 01”、“21 碧地 02”为一组，以河北怀来、广东湛江、山西太原、内蒙古临河等地项目公司股权为质押担保，同时以碧桂园西南国际商贸城项目商业资产为抵押担保；剩余“21 碧地 03”等 5 只债券为一组，以青岛即墨、广东陆丰、陕西云辰、河北邯郸、等地项目公司股权为质押担保，另以江苏沛县的相关土地资产提供抵押担保。

此前“16 碧园 05”展期时，碧桂园提供了福建龙岩、山东烟台及江苏沭阳等地项目公司股权质押，无其他特别增信资产。

“碧桂园地产的展期增信方面目前看更有诚意，除了股权质押，还给

足了抵押物。”一位碧桂园的债券持有人表示。

II. 美元债“压哨”付息

一名接近碧桂园的人士此前称，碧桂园境内债将在9月面临集中偿付，公司在手现金不足以应对，计划先对境内债进行展期再谋境外债，以期缓解资金压力，完成“保交付”任务。

8月7日，碧桂园未能按时支付两笔离岸美元债的利息，金额合计2250万美元。这两笔美元债规模均为5亿美元，由碧桂园直接发行，于2026年2月6日及2030年8月6日到期，每六个月付息一次。超过30天宽限期仍未支付，即构成正式违约。

9月5日，据从两位知情人士处获悉，碧桂园已在当日早间“压哨”汇出了这两笔票息，避免了违约。不过，受访的香港投资人均认为，碧桂园境外债务重组只是时间问题，合适的时机或是12月30亿港元可转债到期之时。

此前出险中资房企境外债务重组大致分为两类，一类如融创、奥园等，将债券与贷款等其他债务打包协议大重组，一类如富力、绿地等，只对债券进行交换要约和同意征求展期。香港一位跨律师事务所律师认为，若境外贷款较多，房企一般会选择整体重组。

碧桂园境外债务量不小，债券为大头。据市场机构 YY 评级统计，截至 2023 年 8 月 15 日，碧桂园尚有存续境内外公开市场债务约 1020.36 亿元，包括境外债约 785.90 亿元、境内债 199.02 亿元以及 ABS 约 35.44 亿元。其中，155.4 亿元债务将在 2023 年底前到期，343.06 亿元将在一年内到期。

专于处理跨境争议的国际律所——高博金律师事务所（Kobre & Kim LLP）近期召开了一场公开视频会，探讨碧桂园离岸债权人如何在未来重组谈判中获得一席之地。

高博金相关律师称，截止到 2022 年年底，碧桂园的整体债务超过 390 亿美元，虽低于恒大的 880 亿美元，但海外债务比例高于恒大，碧桂园海外占比 28%，恒大则为 21%。其中，碧桂园光境外发行债券就有 25 只，采取不同币种发行，既有美元也有港币、马来西亚币等，受到不同的司法管辖。

多位市场人士指出，相比境内债权人，和众多境外发债的中资房企一样，碧桂园绝大部分资产位于境内，这使得境外债持有人在企业陷于流动性危机时，将面临更艰难的局面，“（碧桂园）境外没有多少资产，主要是指望着境内的现金流，估计债券展期也得从 3 年后开始还钱。”一位碧桂园债权人表示。

高搏金也提到境外债权人维护自身权益面临更大挑战。“地产开发是碧桂园最重要的业务部门，在未来任何重组中可能都会作为增信方案的一部分，但这个占比碧桂园价值 80% 的业务，其中 94% 都在中国内地，对离岸法律程序也有着比较严密的防御。”高搏金律师称。

碧桂园境外资产方面，高搏金重点提到了马来西亚“森林城市”项目，该项目由碧桂园多家境内子公司和境外位于开曼的 BVI 公司持有，曾是碧桂园国际计划的重要布局之一，原预计最高投资 2500 亿元人民币，后因种种原因 2018 年后陷入搁浅，目前竣工部分仅约 15%，“据称该项目竣工的物业价值约 19.4 亿美元，排除项目债务预计可回收金额约 15 亿美元。”高搏金律师称。

除马来西亚的“森林城市”项目，碧桂园在香港、美国、英国、澳大利亚及新西兰等国家亦有地产项目，碧桂园正在“卖卖卖”回血当中，比如澳大利亚墨尔本的 Windermere 地产项目，项目售价约 1.6 亿美金，同时也在出售的还有碧桂园位于澳大利亚悉尼 Wilton Greens 的项目。

III. 首只债券展期仍有争议

在 8 月 30 日晚间的财报中，碧桂园虽披露账面非受限现金仍有约千

亿元，但该公司同时表示，面临阶段流动性压力，当前将“保交楼”作为首要任务，承诺资金将优先用于住宅建造，及时将物业交付给购房者。

碧桂园流动性危机自7月下旬以来急剧显现，投融资两端同时遭遇资金难题，在资本市场股债双杀。碧桂园在8月初聘请中金公司作为财务顾问，着手于公开市场债务重组。

其中，“16碧园05”作为碧桂园在境内直接发行的债券最先展期，期间经历争议颇多，与债权人博弈激烈，余波仍在。

在经历两次延期投票，9月2日，该只债券展期三年才获债券持有人会议表决通过，展期同意票比例56.08%，反对票比例43.64%，另有0.28%的弃权。据该债券募集条款，债券持有人会议作出的决议，经总表决权的二分之一以上通过方为有效。这意味着，“16碧园05”展期的通过率并不算高。

反对债权人心有不甘。多位消息人士表示，9月4日，多家“16碧园05”的机构债权人发表《公开异议声明》，指责“16碧园05”近期两次会议存在多项违法违规，包括会议召开的前提条件和流程不符合要求、多次无故延期等，欲联合宣告展期议案等无效。

需要指出的是，碧桂园近期两次债券持有人会议，北京德恒(深圳)律师事务所指派律师出具了法律意见，认可相关决议效力。

一位资深债市人士认为，这样的局面下，持反对立场的债权人已难改碧桂园展期大局，“只能说，交易所债券对于展期这种重大条款同意票只要求 50%，这样的现有规则是有待商榷的，对于中小投资人有失公平，银行间债券以及境外债券展期大部分是要求三分之二甚至 90%同意票才可以。”该人士称。