

回购协议

余陈杨律师行
2022年9月22日

国际资本市场协会（下称「**ICMA**」）于1969年成立，总部设于苏黎世，是一所行业协会及自我监察的组织。**ICMA**的使命是促进具弹性、保持良好运作的国际及全球统一的跨境债务证券市场。为履行其使命，**ICMA**致力于通过制定适当的、广泛接受的准则、规则、建议及标准文件，以促进国际公认的最佳行事标准，从而建立市场信任。

证券行业和金融市场协会（下称「**SIFMA**」）成立于1912年，是代表美国的证券公司、银行及资产管理公司的主要的证券行业交易协会。**SIFMA**作为一个行业协调机构，旨在促进公平有序的市场、符合状况的监管合规以及高效的市场运作及弹性。

回购协议也称为**Repo**。在回购协议下，有两个交易分支。于第一分支交易中，卖方应出售证券，在第二分支交易中，卖方应回购证券。简单地说，卖方以约定的现金价格向买方出售证券。同时，卖方承诺在约定的未来日期从买方回购回购协议项下出售的等价证券（见下解释说明及图表）。

买方在回购协议第一分支交易支付的价格与其在回购协议第二分支交易收到的价格之间的差额属买方的回报，该回报以年利率的百分比报价，称为回购利率。

总回购协议

2011年5月16日，**ICMA**及**SIFMA**发布了《2011年总回购协议》（下称「**GMRA**」）。**GMRA**的文件架构为：-

- (1) 主协议；
- (2) 附件包括：
 - (a) 附件一补充条款或条件；
 - (b) 附件二确认书格式；
 - (c) 俄罗斯附件；
 - (d) 代理人附件及附录；
 - (e) 公债附件；
 - (f) 股权附件；
 - (g) 买入/卖出附件；
 - (h) 加拿大附件；及
 - (i) 印度附件。



双方可根据需要选择通常不作谈判及修订的附件。

GMRA的常见特点包括：-

- (1) 交易结构为直接出售及回购；
- (2) 转让证券及现金的全部所有权；
- (3) 买方有义务返还等价的同质化证券（即：由同一发行人发行的、同一发行的及具有相同票面价值的证券，但不是买方最初收到的相同编号的证券）；
- (4) 调整初始保证金及追加保证金的规定；
- (5) 经买方同意，卖方有权替换以证券作出之保证金；
- (6) 如果可能的话，买方在同一天向卖方支付从证券发行人收到的息票之等值；及
- (7) 抵押物的法定所有权十分完整。

回购的用途

回购协议的传统用途是在有担保的基础上提供融资。回购协议也可作为获得证券的有效途径，以涵盖其他交易下的交付义务。回购协议的另一个用途是提供杠杆，据此，卖方可以根据回购协议借入现金，以获得购买持有证券所需的大部分现金。

三方回购

三方回购是指交易后的处理环节（例如：抵押品选择、支付及交付、抵押品证券保管、抵押品管理及回购期间的其他操作）由回购协议各方外判予第三方代理（下称「**第三方代理**」）的回购交易。第三方代理可以是托管银行、国际中央证券托管机构或国家中央证券寄存处。在欧洲，主要的第三方代理是卢森堡明讯银行、欧洲清算银行及纽约梅隆银行。在美国，现时只有纽约梅隆银行为第三方代理。

抵押品

一般而言，回购协议下的抵押品应免受信用及流动性风险所影响，并与抵押品提供者的信用风险的关连性最小。中央政府在国内发行的债券属于这一范围的资产类型，因此是回购市场中最常用的抵押品类型。

法律议题

回购协议法律的特征是它是一种直接买卖协议而不是一种担保贷款。通过直接出售，回购协议项下证券的法定及实益所有权会于第一分支交易中转让予买方，以换取支付约定的购买价格。卖方对出售给买方的证券没有进一步的追索权。就回购协议的第二分支交易而言，卖方仅有权回购同等证券的合同权利，但如果买方在回购协议第二分支交易中违约，则卖方不具出售证券予买方之所有权权益。当回购证券的全部所有权从卖方转移到买方时，进行证券交易的权利就产生。据此，买方有权以其认为合适的方式将其出售予第三方再作回购或继续持有。



回购协议的基本原则是卖方的利益不应受到回购协议的损害。如果买方拥有所有回购证券的全部所有权，法律原则应支持买方应有权获取回购证券项下的收入。但是，考虑到回购只是证券的短期转让，市场认为卖方应从买方获得同等收入是公平的处理方法。



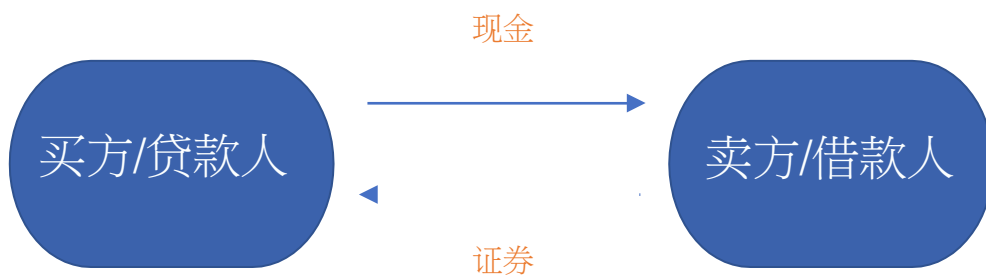
在回购协议生效期间，买方持有抵押品的法定所有权。换句话说，买方有权享有所有权的任何利益。对于证券及公司债券而言，所有权的好处可能包括拥有投票权。如果买方愿意，他可以按照卖方的意愿投票，但买方没有任何义务作出这样的作为。然而，尽管买方获得附属于证券担保品的任何投票权，但根据公司的管治原则，买方只是回购证券的短期持有人，而仅为了行使投票权而使用回购协议购入证券是不可取的。

GMRA 第8段规定，如果买方同意，卖方有权用不同的新的证券替代回购证券。如果卖方出于商业原因希望提前收回已出售之证券，但又不打算终止回购协议项下已卖出予买方的证券，卖方就可以此而为之。

如果在卖方违约或无力偿债后，买方在公开市场上出售证券并获得低于回购价格的收益，则其剩余申索权将以现金补偿为基础，而不应视作未清偿债务。

虽然美国破产法院认为回购属破产之债权申索项下之担保贷款，但英国法院没有任何案例裁定回购协议属担保贷款。一旦回购被重新定性为担保贷款，为弥补空仓而签订回购协议的买方将无法任意运用证券并将其转让给其客户。此外，买方只能在规定的法律程序中强制行使其权利，并可能发现自己受到暂缓偿付或其他债权人的制约。

第一分支交易



第二分支交易

