

回購協議

余陳楊律師行
2022年9月22日

國際資本市場協會（下稱「**ICMA**」）於1969年成立，總部設於蘇黎世，是一所行業協會及自我監察的組織。**ICMA**的使命是促進具彈性、保持良好運作的國際及全球統一的跨境債務證券市場。為履行其使命，**ICMA**致力於通過制定適當的、廣泛接受的準則、規則、建議及標準文件，以促進國際公認的最佳行事標準，從而建立市場信任。

證券行業和金融市場協會（下稱「**SIFMA**」）成立於1912年，是代表美國的證券公司、銀行及資產管理公司的主要的證券行業交易協會。**SIFMA**作為一個行業協調機構，旨在促進公平有序的市場、符合狀況的監管合規以及高效的市場運作及彈性。

回購協議也稱為**Repo**。在回購協議下，有兩個交易分支。於第一分支交易中，賣方應出售證券，在第二分支交易中，賣方應回購證券。簡單地說，賣方以約定的現金價格向買方出售證券。同時，賣方承諾在約定的未來日期從買方回購回購協議項下出售的等價證券（見下解釋說明及圖表）。

買方在回購協議第一分支交易支付的價格與其在回購協議第二分支交易收到的價格之間的差額屬買方的回報，該回報以年利率的百分比報價，稱為回購利率。

總回購協議

2011年5月16日，**ICMA**及**SIFMA**發佈了《2011年總回購協議》（下稱「**GMRA**」）。**GMRA**的文件架構為：-

- (1) 主協議；
- (2) 附件包括：
 - (a) 附件一補充條款或條件；
 - (b) 附件二確認書格式；
 - (c) 俄羅斯附件；
 - (d) 代理人附件及附錄；
 - (e) 公債附件；
 - (f) 股權附件；
 - (g) 買入/賣出附件；
 - (h) 加拿大附件；及
 - (i) 印度附件。



雙方可根據需要選擇通常不作談判及修訂的附件。

GMRA的常見特點包括：-

- (1) 交易結構為直接出售及回購；
- (2) 轉讓證券及現金的全部擁有權；
- (3) 買方有義務返還等價的同質化證券（即：由同一發行人發行的、同一發行的及具有相同票面價值的證券，但不是買方最初收到的相同編號的證券）；
- (4) 調整初始保證金及追加保證金的規定；
- (5) 經買方同意，賣方有權替換以證券作出之保證金；
- (6) 如果可能的話，買方在同一天向賣方支付從證券發行人收到的息票之等值；及
- (7) 抵押物的法定擁有權十分完整。

回購的用途

回購協議的傳統用途是在有擔保的基礎上提供融資。回購協議也可作為獲得證券的有效途徑，以涵蓋其他交易下的交付義務。回購協議的另一個用途是提供槓桿，據此，賣方可以根據回購協議借入現金，以獲得購買持有證券所需的大部分現金。

三方回購

三方回購是指交易後的處理環節（例如：抵押品選擇、支付及交付、抵押品證券保管、抵押品管理及回購期間的其他操作）由回購協議各方外判予第三方代理（下稱「**第三方代理**」）的回購交易。第三方代理可以是託管銀行、國際中央證券託管機構或國家中央證券寄存處。在歐洲，主要的第三方代理是盧森堡明訊銀行、歐洲清算銀行及紐約梅隆銀行。在美國，現時只有紐約梅隆銀行為第三方代理。

抵押品

一般而言，回購協議下的抵押品應免受信用及流動性風險所影響，並與抵押品提供者的信用風險的關連性最小。中央政府在國內發行的債券屬於這一範圍的資產類型，因此是回購市場中最常用的抵押品類型。

法律議題

回購協議法律的特徵是它是一種直接買賣協議而不是一種擔保貸款。通過直接出售，回購協議項下證券的法定及實益擁有權會於第一分支交易中轉讓予買方，以換取支付約定的購買價格。賣方對出售給買方的證券沒有進一步的追索權。就回購協議的第二分支交易而言，賣方僅有權回購同等證券的合同權利，但如果買方在回購協議第二分支交易中違約，則賣方不具出售證券予買方之所有權權益。當回購證券的全部擁有權從賣方轉移到買方時，進行證券交易的權利就產生。據此，買方有權以其認為合適的方式將其出售予第三方再作回購或繼續持有。



回購協議的基本原則是賣方的利益不應受到回購協議的損害。如果買方擁有所有回購證券的全部所有權，法律原則應支持買方應有權獲取回購證券項下的收入。但是，考慮到回購只是證券的短期轉讓，市場認為賣方應從買方獲得同等收入是公平的處理方法。



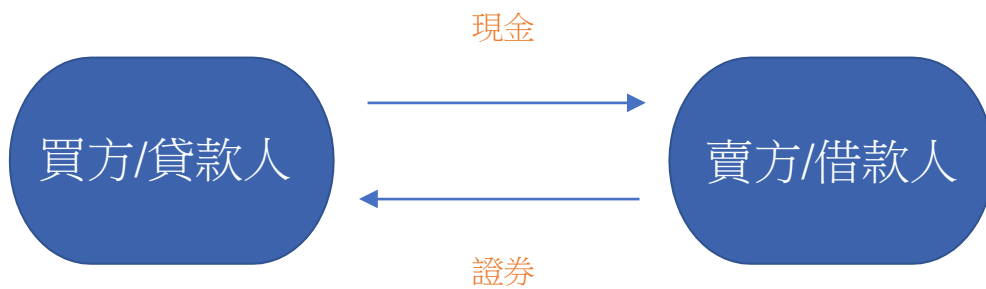
在回購協議生效期間，買方持有抵押品的法定所有權。換句話說，買方有權享有所有權的任何利益。對於證券及公司債券而言，所有權的好處可能包括擁有投票權。如果買方願意，他可以按照賣方的意願投票，但買方沒有任何義務作出這樣的作為。然而，儘管買方獲得附屬於證券擔保品的任何投票權，但根據公司的管治原則，買方只是回購證券的短期持有人，而僅為了行使投票權而使用回購協議購入證券是不可取的。

GMRA第8段規定，如果買方同意，賣方有權用不同的新的證券替代回購證券。如果賣方出於商業原因希望提前收回已出售之證券，但又不打算終止回購協議項下已賣出予買方的證券，賣方就可以此而為之。

如果在賣方違約或無力償債後，買方在公開市場上出售證券並獲得低於回購價格的收益，則其剩餘申索權將以現金補償為基礎，而不應視作未清償債務。

雖然美國破產法院認為回購屬破產之債權申索項下之擔保貸款，但英國法院沒有任何案例裁定回購協議屬擔保貸款。一旦回購被重新定性為擔保貸款，為彌補空倉而簽訂回購協議的買方將無法任意運用證券並將其轉讓給其客戶。此外，買方只能在規定的法律程序中強制行使其權利，並可能發現自己受到暫緩償付或其他債權人的制約。

第一分支交易



第二分支交易

