simmons+simmons
西盟斯律師行

资产覆盖债券
法律概述

2021年5月



simmons+simmons 西盟斯律師行

资产覆盖债券

简单而言，资产覆盖债券是指在一般的资本市场债券上加了被隔离并受到保护的资产池提供额外支持或“覆盖”的资本市场债券。资产覆盖债券通常由银行发行。有人称其为“有双重追索权”债券，意即它对发行银行及被隔离并受到保护的资产池同时有追索权。也有人称其为集优先级无担保债券和证券化债券的混合体债券，并兼有这两者的优点。不管怎样描述，资产覆盖债券在全球资本市场中占很大比例。根据欧洲资产覆盖债券理事会（European Covered Bonds Council）2020年的报告，全球未偿付的资产覆盖债券总额约为2.7万亿美元。

资产覆盖债券发行人

对于几乎全都是银行的资产覆盖债券发行人而言，融资成本是发行资产覆盖债券的最强动因之一。根据IHS Markit的数据，在过去两年中，资产覆盖债券的利差通常比优先级无担保银行债券的利差低40到50个基点。一些资产覆盖债券，包括最近在新加坡发行的一种，甚至以负收益率发行。

这使得银行将资产覆盖债券作为其管理资产负债表的整体策略的一部分。

资产覆盖债券投资者

从投资者的角度来看，与优先级无担保债券相比，资产覆盖债券最明显的好处是其对一被隔离及受保护的资产池享有额外的追索权。如果银行资不抵债且无法支付资产覆盖债券时，该被隔离的资产池中资产所产生的现金流则可被使用，而资产覆盖债券的投资者对该现金流较银行的任何其他债权人（特别是优先无担保债权人）有优先追索权。

资产覆盖债券下的资产

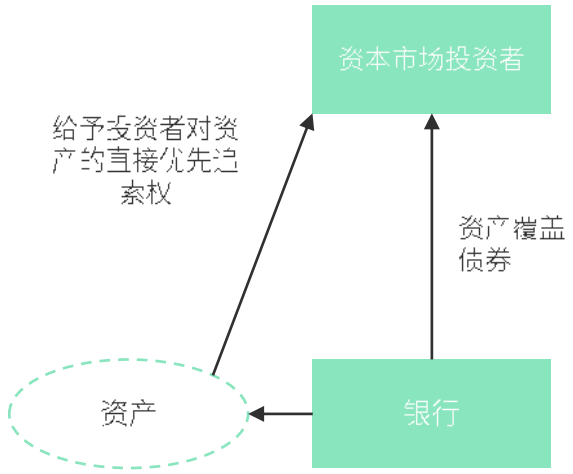
银行通常会用两类资产支持资产覆盖债券：

- 住宅按揭贷款
- 公共部门贷款（例如，向地区和地方当局提供的贷款）

到目前为止，住宅按揭贷款是最常见用于支持资产覆盖债券的资产，例如在2019年全球发行的所有资产覆盖债券中，约有88%是由住房按揭贷款支持的。

其他类型的资产，如消费贷款、基础设施贷款或ECA贷款也可以（偶尔也会）用于支持资产覆盖债券。

资产覆盖债券的结构



资产覆盖债券的三种类别

律师经常把资产覆盖债券分成三个类别：

- 欧盟监管的资产覆盖债券 – 这些债券是由欧盟银行发行，并由符合某些最低标准的资产支持，如住宅按揭贷款。银行、保险公司、养老基金和UCITs等投资者在投资时可享受优惠的监管和投资待遇。
- ECBC标记的资产覆盖债券 – 这些债券符合适用的标记条件，大多数澳大利亚、新加坡和加拿大资产覆盖债券属于这个类别。
- 结构性资产覆盖债券 – 其他不属于上述类别的资产覆盖债券。

simmons+simmons 西盟斯律師行

切换机制

乍看之下，投资者可能会合理地质疑资产覆盖债券和普通担保债券之间的区别。这种差异很重要。对于普通的担保债券，一旦发行人违约，投资者会立即寻求出售有关该债券的担保品并以销售所得来偿还债务。资产覆盖债券的运作方式是不同的。在发行人违约后，资产覆盖债券下会有一个切换/开关机制。自切换之时起，资产覆盖债券下的资产池将会接管债券下的付款义务。

也就是说，资产覆盖债券下的资产（如住宅按揭贷款）的利息和本金收入将用于定期支付债券的利息和本金。在此结构下，资产覆盖债券会继续正常支付；尽管现金流将会来自资产池而不是发行人，无需立即处置资产池中资产并以处置所得来偿还未偿债券。

资产隔离

资产覆盖债券最关键的特征之一是隔离的或者说受到围护的资产池。在不同的司法管辖区，这是通过不同的方式实现的：

- 法定制度 – 许多司法管辖区，如韩国、西班牙和德国，都有专门制定的法定制度，为围护资产提供立法保护。只要这些资产已根据法律作出界定，则在发行人破产的情况下，这些资产将得到有利于投资者的保护。
- 转让 – 一种常见的结构是将资产转让给特殊目的机构（SPV）（它可以是新加坡的有限公司或英国的有限责任合伙企业形式）。从法律角度来看，转让的结构是一项“真实出售”，从而将资产与发行人的破产隔离。然后，特殊目的机构会向投资者提供保证，以及用转让给它的资产作为担保。
- 发起人信托 – 如由于转让限制，而无法将资产转让给特殊目的机构时，发行人可以作为特殊目的机构的信托受托人，仍然实现法律上的“真实出售”。到目前为止在新加坡发行的三个资产覆盖债券中有些资产是以这种方式安排的。

监管激励措施

许多司法管辖区（例如欧盟和香港）会对资产覆盖债券给予特别的监管地位，允许它们以流动性覆盖率、净稳定资本率来计算，并作为央行融资计划的担保品。

保障要求

资产覆盖债券的一个非常典型的特征是发行人要确保被隔离的资产的价值总是超过未偿付的资产覆盖债券值一个特值。这导致了一定程度的超值担保，为投资者提供了额外的保护。有时，相关地方的资产覆盖债券规则规定了超值担保的比例。在英国，是108%，而新加坡则是103%。

首次发行资产覆盖债券的发行人和司法管辖区域

首次发行资产覆盖债券会是一项复杂的工作。从发行人的角度来看，如果他们之前发行过优先级无担保债券，并曾进行过证券化交易，那么他们的内部系统和管治结构一般能够应对资产覆盖债券。

对于没有出现过资产覆盖债券的司法管辖区而言，最困难的结构性问题通常是应如何隔离债券下的资产。在新加坡，鉴于其普通法法律制度，它可以采用与英国类似的隔离结构。在香港的情况也是如此。在非普通法管辖区（例如中国大陆），则可能有必要引入一种特殊制度，但在这之前应认真考虑是否可以调整现有的国内证券化结构，如中国大陆的CASS或ABN，以用于资产覆盖债券。



蔡咏梅 | Yongmei Evers Cai
合伙人 | Partner
直线 +86 10 8588 4502
电邮 yongmei.cai@simmons-simmons.com



裴湛思 | James Pedley
合伙人 | Partner
直线 +852 2583 8328
电邮 james.pedley@simmons-simmons.com

simmons-simmons.com

© Simmons & Simmons LLP and its licensors. All rights asserted and reserved. This document is for general guidance only. It does not contain definitive advice. Simmons & Simmons LLP is a limited liability partnership registered in England & Wales with number OC352713 and with its registered office at CityPoint, One Ropemaker Street, London EC2Y 9SS, United Kingdom. It is authorised and regulated by the Solicitors Regulation Authority and its SRA ID number is 533987. The word "partner" refers to a member of Simmons & Simmons LLP or one of its affiliates, or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications. A list of members and other partners together with their professional qualifications is available for inspection at the above address.