

全覆盖债券法律框架比较研究

安融信用评级有限公司

摘要：全覆盖债券起源于欧洲，欧洲各成员国建立了各有特色的全覆盖债券法律体系。本文简要介绍欧洲全覆盖债券的法律基础——《可转让证券集合投资法令》和《资本要求法令》，并通过比较不同国家在全覆盖债券产品的发行人构成、法律框架、合格抵押资产、抵押资产池的评估及 LTV 标准、资产负债管理指导等方面的异同，总结出全覆盖债券的基本特征。

关键词：欧洲全覆盖债券 法律框架

Abstract: The covered bonds' roots lay in Europe, every member state of Europe Union has established its own covered bond legal system. This article introduced the legal cornerstone of European covered bonds——UCITS and CRD, then compared various covered bond system in structure of issuer、framework、eligible cover assets、valuation of mortgage cover pool& LTV criteria、Asset-liability guidelines, at last summarized the common characteristics of covered bond.

Key words: European Covered Bonds Legal Framework

作为全覆盖债券的起源地，欧洲拥有当前全球最主要的全覆盖债券市场。各成员国在欧盟统一框架的指导下，建立了各有特色的全覆

盖债券法律体系。欧洲全覆盖债券的法律基础主要有《可转让证券集合投资法令》（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities，UCITS）与《资本要求法令》（Capital Requirement Directive，CRD）。至今已有 27 个国家，或者拥有全覆盖债券的专门法律，或者在基本法框架下为结构化全覆盖债券的适用提供了合同基础。通过比较不同国家在全覆盖债券产品在发行人的构成、法律框架、合格抵押资产、抵押资产池的评估及 LTV 标准、资产负债管理指导等方面的异同，可以总结出全覆盖债券的基本特征，对于推出我国全覆盖债券具有重要的借鉴意义。

一、全覆盖债券法律基石

欧洲全覆盖债券的法律基础主要有《可转让证券集合投资法令》（UCITS）与《资本要求法令》（CRD）。

（1）UCITS

全覆盖债券的特点在《可转换证券集合投资事业法令》（1998）中有明确的规定。该法令的第 22（4）条定义了全覆盖债券的最低要求，为欧洲各国金融市场在特别对待全覆盖债券的监管提供了一个基础。简单地说，该条款要求：全覆盖债券的发行人必须为信用机构；全覆盖债券的发行必须有专门的法律框架管理；发行机构须接受专门的和谨慎的公共监督；担保资产的合格性由法律规定；在整个债券的存续期内，担保资产池必须提供足额的抵押以覆盖债券持有人的权益；在发行人违约时，必须满足债券持有人对资产池的资产优先求偿权。

符合上述要求的全覆盖债券可被视为特别安全的投资产品，并且监管部门放松了对其谨慎的投资限制，投资基金对于符合 22（4）条标准的单个发行人发行的全覆盖债券的投资占投资基金总资产的比例限额提高到 25%（以前最高 5%）。同样，欧盟关于寿险和非寿险公司的法令（Directives 92/96/EEC and 92/49/EEC）允许保险公司投资符合 UCITS 法令的单个发行人发行的全覆盖债券的比例最高可达到 40%（以前最高为 5%）。

英国和荷兰发行全覆盖债券是基于合同法框架，他们正在验证合格的全覆盖债券法律框架的可行性，使得其与 UCITS 法令兼容。2008 年 3 月，英国颁布了全覆盖债券法规，荷兰也将紧跟其后。

表 1 各国发行的 CB 满足 UCITS 22(4) 的情况

满足 UCITS 22(4) 的国家	不满足 UCITS 22(4) 的国家
奥地利、捷克、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、爱尔兰、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、波兰、葡萄牙、斯洛伐克、西班牙、瑞典	比利时、意大利、荷兰、挪威

数据来源：ECBC, European Covered Bond Council

(2) CRD

CRD 是在欧盟框架下执行巴塞尔协议对银行的监管要求。欧盟执行委员会（EC）于 2006 年 6 月 30 日发布了欧盟金融业资本要求指令（CRD）（The Directive 2006/48/EC, the capital requirements directive），并于 2007 年底生效。CRD 提出了对银行业和投资类公司的资本要求，并对各类资产的风险权重的计算提出了指导性意见和

参考计算方法。

根据 CRD，仅当全覆盖债券满足以下要求时，它们才能获益于特许的信用风险权重：

①遵守 Article 22(4) of Directive 85/611/EEC (UCITS) 标准

②为全覆盖债券提供担保的资产池必须且仅由特别定义的类型和信用质量的资产组成能作为全覆盖债券的合格抵押资产类型的综合清单如下：

向公共部门实体的贷款；

向机构的贷款；

抵押贷款（商业和个人的）；

证券化公司发行的高级抵押支持证券；

船舶抵押贷款

③对某些种类的全覆盖资产设定了新的数量限制。

④由抵押贷款担保的全覆盖债券发行人必须满足抵押财产价值和监督的最低要求。

二、欧洲各国全覆盖债券法律框架比较

至今，已有27个国家，或者拥有全覆盖债券的专门法律，或者在基本法框架下为结构化全覆盖债券的适用提供了合同基础。按照全覆盖债券的特征对大部分国家的全覆盖债券体系比较如下：

（1）发行人的构成

在所有参加比较的国家中，全覆盖债券的发行人都是被监管对象。分类如下：

表 2 各国全覆盖债人发行人分类

所有的信贷机构	特定的信贷机构	获得特许的信贷机构	特定的金融机构
意大利（Gen. 框架）、拉脱维亚、荷兰、奥地利、葡萄牙、英国、乌克兰、罗马尼亚	丹麦、法国、爱尔兰、卢森堡、匈牙利、波兰、葡萄牙、芬兰、瑞士、罗马尼亚	德国、瑞典	意大利（CDP）、奥地利 （Pfandbriefstelle）

数据来源：课题组整理

（2）法律框架

绝大多数的国家有全覆盖债券的专门法律，包括丹麦、德国、法国、爱尔兰、意大利（Gen. 框架）、拉脱维亚、卢森堡、荷兰、奥地利、波兰、葡萄牙、芬兰、瑞典、乌克兰、瑞士、罗马尼亚。而意大利（CDP）、荷兰、英国和法国（BNPP）应用合同安排。两种框架下都有关于全覆盖债券重要特征的规定，包括：合格资产、专门的资产估值规则、资产负债管理指引、透明度要求等。

全覆盖债券发行人的法定破产认定非常重要。认定可能由一般的破产法限定（如拉脱维亚、荷兰、瑞典和英国），也可能由特定的全覆盖债券法律进行限定（如丹麦、德国、法国、爱尔兰、意大利、卢森堡、匈牙利、奥地利、波兰、葡萄牙、芬兰、乌克兰、瑞士和罗马尼亚）。

（3）合格抵押资产

合格资产由新的CRD中有关全覆盖债券的部分规定：公共部门实体贷款、抵押贷款、信用机构贷款、证券化机构发行的优先MBS和船

舶贷款。某些国家对常规的覆盖资产（通常包括抵押贷款、公共部门贷款、船舶贷款和优先MBS）和其他资产进行了区分，其他资产常常受一定的数量限制。

（4）抵押资产池的评估及LTV标准

欧洲国家的全覆盖债券体系在这方面基本相同。大多数国家有关于财产估值的法定条款或公认准则，大多数情况基于抵押贷款价值或基于谨慎原则的市场价值。对单一资产的LTV限制也很相似。如限定住房抵押贷款的比率为60%--80%。某些国家还有基于投资组合的LTV限制。

（5）资产负债管理指导

大多数的全覆盖体系都有资产负债匹配指引，但在技术细节和确定的规则（如通过法律、监管者、发行者的公司章程、合同条款、经营方针等）方面有很大的不同。一个常用的规则是“覆盖原理”，要求全覆盖债券的存量必须一直由覆盖池中的资产予以担保，并且覆盖资产的价值至少等于债券的名义价值，且能够产生足够支付债券利息的现金流。某些全覆盖体系有隐含的甚至明确的资产负债净现值匹配的规则。

强制的超额抵押是某些全覆盖债券体系重要的缓冲工具。衍生工具也已成为全覆盖债券的资产负债管理中日益重要的风险缓冲工具。在许多全覆盖债券体系中，出于缓冲风险考虑，明确允许衍生工具包括在资产池中。

（6）抵押资产池监督及银行监管

大多数国家的全覆盖债券体系确立了一个外部的、独立的资产池监督人，监督人必须拥有相应的资质。而且，在大多数国家，国际银行业监管者为了执行UCITS法令第22（4）条而履行对全覆盖债券的特殊监管。

（7）资产隔离与破产隔离

在发行人破产后，欧洲全覆盖债券体系使用不同技术保护全覆盖债券持有人债权。某些国家通过法律或合同将全覆盖债券和覆盖池从一般破产财产隔离出来（丹麦、德国、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、奥地利、葡萄牙、芬兰、瑞典、英国、乌克兰、瑞士和罗马尼亚）。其他国家则通过规定全覆盖债券持有人对一般破产财产的优先求偿权对其进行保护（法国和波兰）。

一个共同的特征是，17个参与国的全覆盖债券不会因发行人破产而自动到期（罗马尼亚除外）。某些全覆盖债券体系中，一旦覆盖池的支付违约，债券持有者对发行人的破产财产拥有追索权（这种追索权等同于无担保债权人，甚至优于无担保债权人）

从比较分析中可以得出全覆盖债券的一般特征，无论在一般法的框架下还是在具体法的框架下，全覆盖债券拥有如下基本特征：

第一，全覆盖债券由一个受公共监督的信用机构发行，或债券持有人对其有完全的追索权；

第二，与发行人的无担保债权人相比，全覆盖债券持有人对覆盖池中资产有优先求偿权；

第三，信用机构有义务一直维持覆盖池中有足够的资产以满足债

券持有者随时可能提出的偿付要求；

第四，信贷机构对覆盖池的义务接受公共或其他独立机构的监督；

表3 欧洲部分国家全覆盖债券法律框架比较表

	法国	德国	爱尔兰	意大利	卢森堡	葡萄牙	西班牙
全覆盖 债券名称	Obligations foncières	Hypothekendarlehen (HP)/Öffentliche Pfandbriefe (ÖP)	Asset-covered securities	Obbligazioni bancarie garantite	Lettres de gage hypothécaire (LGH) ou publique (LGP)	Obrigações hipotecárias (OH) sobre o sector público (OP)	Cédulas hipotecarias (CH)/Cédulas territoriales (CT)
遵循专业银行原则	是	否	是	否	是	否	否
覆盖资产 ¹	m/p	HP:m ÖP:p	m/p	m/p	LGH:m LGP:p	OH:m OP:p	CH:m CT:p
资产池结构	登记，但仍在资产负债表上	登记，但仍在资产负债表上	登记，但仍在资产负债表上	转给了SPV	登记，但仍在资产负债表上	登记，但仍在资产负债表上	没登记的资产池，所有合格资产都用于担保
发行人	特定的银行	发起人	特定的银行	发起人（由SPV	发起人	发起人	发起人

				担保)			
最大 LTV2	80%/60%	60%/60%	75%/60%	80%/60%	60%/60%	80%/60%	80%/70%
最少抵 押	100%	102%	103% ³	110%	100%	105%	111% ⁴
对冲保 护 ⁵	有	最多占 抵押资 产的12%	有	有	有	有	没有
资产池 独立监 督人	监管机 构指定 的托管 人	监管机 构指定 的托管 人	发行人 指定且 监管机 构批准 的托管 人	意大利 央行特 殊监督	发行人 指定且 监管机 构批准 的托管 人	发行人 指定且 在监管 机构注 册的审 计机构	没有
资产池 破产隔 离	一旦破 产担保 资产就 被隔离	一旦破 产担保 资产就 被隔离	一旦破 产担保 资产就 被隔离	特殊实 体隔离	一旦破 产担保 资产就 被隔离	一旦破 产担保 资产就 被隔离	没有,但 对资产 负债表 上的合 格资产 有优先 权

注： 1. 资产池的主要组成， m 指抵押贷款， p 指公共部门贷款；

2. 住宅/商业抵押贷款；

3. 在提议修改后；

4. 公共部门贷款资产为 142%；

5. 在发起人银行破产后， 对冲工具的保护

从上表可以看出，如今欧洲有关全覆盖债券的法律会申明以下几个基本方面：

第一，哪些资产可以为全覆盖债券提供担保；

第二，对这些担保资产的最低质量要求，如贷款价值比率；

第三，对于未偿付债券需要多少资产提供担保；

第四，如何对资产池进行监测；

第五，最重要的是，如果发行银行破产，如何保护投资者的利益。