



## 试论资产证券化产品中“差额补足/流动性支持承诺”的法律性质、实操风险和增信效力

2021年5月26日

中证鹏元资信评估股份有限公司

刘鑫淼

[liuxm@cspengyuan.com](mailto:liuxm@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元评级”微信公众号。



### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 主要内容：

当前，在各类投资与融资模式中，为确保投资收益或债权的实现，投资人或资产证券化产品计划管理人往往会要求融资人、债务人或第三方提供担保或其他增信措施。

随着金融市场的不断发展，单一以保障债权权利实现为目的的担保措施，逐渐不足以满足各类创新型交易中的需求。加之对外担保无效案件频发，“差额补足和流动性支持承诺”作为一种意定的增信措施，通过合同约定达到交易双方需求来保障权利的实现，在一定程度上减少了提供担保所需要的内外部程序、避免了报表披露。

为此，越来越多的资产证券化交易结构中采用了“差额补足/流动性支持承诺”这种更为灵活简便的增信措施，起到补充甚至代替传统担保措施的作用。

本文旨在从实务角度，探讨差额补足/流动性支持承诺的法律关系或法律行为的性质，以及其在资产证券化信用评级产品中作为增信措施的有效性、确定性、及时性，以及如何在实务操作中防控法律风险。

## 一、 差额补足/流动性支持承诺的法律性质

评价差额补足/流动性支持承诺的法律关系或法律行为的性质，应具体项目具体分析，根据交易结构的实际情况对涉及的权利义务内容逐一拆解再综合分析，落实到《中华人民共和国民法典》（下文简称：《民法典》）《中华人民共和国公司法》（下文简称：《公司法》）等载明的现有法律关系或法律行为；如无现有法律关系或法律行为，应寻找法理上最合理的解释。

《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”）第91条规定：“**信托合同之外的当事人提供第三方差额补足、代为履行到期回购义务、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施，其内容符合法律关于保证的规定的，人民法院应当认定当事人之间成立保证合同关系。其内容不符合法律关于保证的规定的，依据承诺文件的具体内容确定相应的权利义务关系，并根据案件事实情况确定相应的民事责任。**”

最高院民二庭出版的《全国法院民商事审判工作会议纪要理解与适用》（下称“《九民纪要理解与适用》”）认为：“**对于第三方增信文件的性质认定，除了保证和债务加入两种类型之外，能否认定在第三方与债权人之间成立独立的合同关系，还存在讨论的空间。通过梳理目前案件审理中的合同文本约定的具体情形，总体上看第三方增信文件均可以归入保证或债务加入两种类型，但由于实践中的情况较为复杂，现有案件审理的情况未必能反映出交易实践中的全部，本条规定使用了‘依据承诺文件的具体内容确定相应的权利义务关系’的表述，并未断言不构成保证就构成债务加入，其目的是为保持本条规范内容的开放性。**”。

最高人民法院在【信达石办与中阿公司及冀州中意借款担保合同纠纷案】（（2005）民二终字第200号）一案中指出——

**“判断一个行为究竟是保证，还是并存的债务承担，应根据具体情况确定。如承担人承担债务的意思表示中有较为明显的保证含义，可以认定为保证；如果没有，则应当从保护债权人利益的立法目的出发，认定为并存的债务承担。”**

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》（以下简称：《担保制度司法解释》）第三十六条规定：

- **具有提供担保的意思表示的，应当依照保证的有关规定处理；**
- **具有加入债务或者与债务人共同承担债务等意思表示的，应当认定为债务加入；**
- **难以确定是保证还是债务加入的，应当将其认定为保证；**
- **保证和债务加入均不符合的，应依据承诺文件的约定履行义务或承担责任。**

从法律明文规定和最高法院的观点来看，差额补足/流动性支持承诺作为增信手段不必然构成保证，亦

不当然适用《公司法》第十六条关于公司对外担保的规定。因此，至少可以分为：**保证担保、债务加入、独立的合同关系。**

## 1. 构成保证担保

### 1) 构成条件

存在债权债务关系且差额补足或流动性支持承诺方有承担保证担保的意思表示，则其法律性质可认定为保证担保。

### 2) 司法判例

#### 【案例一】

在 A 与 B 基金公司保证合同纠纷案中，基金管理人向 A 出具不可撤销的**保证函**，承诺在本金安全且其收益未达到合同相应的税后预期收益的情况下，不论发生任何形式，基金管理人均承担差额补足责任，保证期间自 X 年 Y 月 Z 日至基金计划结束，收益分配之日止。

#### 【法院观点】

由于基金管理人出具的不可撤销的保证函名字中**包含了“保证”**，内容也包含了“本金”的字样，基金管理人承担保证责任的意思较为明显，**因此法院将差额补足义务认定为保证担保。**

#### 【案例二】

A 信托与 B 供应链、C 集团金融借款合同纠纷案中 X 年 Y 月 Z 日，C 集团公司向 A 信托出具**差额补足承诺函**，部分内容如下：

“1、如《信托贷款合同》项下的债务履行期限届满，借款人未按合同约定履行任何债务的，我公司承诺对借款人在《信托贷款合同》项下的债务为向 A 信托承担连带责任保证责任。…3、我公司担保的范围包括但不限于《信托贷款合同》项下的贷款本金、利息、罚息、复利、违约金、赔偿金及债权人实现债权费用和其他经济损失等。4、**如我公司未按本承诺函及时足额履行连带保证责任的，我公司应按照每日万分之五的标准就逾期未支付款项向 A 信托支付违约金，并赔偿由此造成的全部损失。本承诺函为不可撤销承诺函，自我公司法定代表人或授权代表签章并加盖公章之日起即对我公司产生约束力和法律效力。**”

#### 【法院观点】

C 集团出具的差额补足承诺函明确约定了集团公司对《信托合同》项下债务承担**连带保证责任**，因此法院将其差额补足承诺义务认定为**连带责任保证担保**。

## 2. 构成债务加入

### 1) 构成条件

存在债权债务关系，且差额补足或流动性支持承诺方有加入债务或与债务人共同承担债务的意思表示，则其法律性质可认定为债务加入。

## 2) 司法判例

### 【案例三】

在 A 与 B 公司、C 公司合同纠纷案中 X 年 Y 月 Z 日，A 作为 C 公司的有限合伙人对 C 公司的基金份额进行认购。C 公司出具《基金认购确认函》，确认预期税后年化收益率为 N%，投资收益每 6 个月支付一次。

《确认函》签署后，B 公司以《延期承诺函》的形式，承诺向 A 兑付本金、收益和延期利息。

### 【法院观点】

法院认为，C 公司出具的《延期承诺函》应视为 C 公司加入到 B 公司与 A 之间产生的债权债务法律关系中来，构成债务加入，即并存的债务承担。

保证担保与债务加入对比	
保证担保	债务加入
在先债权债务关系	
保证人与债务人对债务负责	第三人与债务人一起承担债务
除了存在“主债权”，还需要当事人有提供担保的意思表示。	既可以是以债务人、债权人、债务加入方三方协议方式或三方均知悉的方式，亦可以是债权人、债务加入方二方知悉而债务人并不知悉的方式。
债务人未履行债务时，债权人向保证人主张履行，有债务人未履行为前提。	债务履行期限届满时债权人需向债务人和债务加入方之任一方或两方同时主张。
债权人 v. 债务人 保证人 债务人、保证人有履行义务之先后	债权人 v. 债务人 债务加入方 债务人、债务加入方无履行义务之先后

## 3. 构成独立的合同关系

### 1) 构成条件

根据《民法典》中的合同原则，当合同性质发生争议时，应从合同内容、特征及主要条款等加以理解和识别，不能仅以合同名称为准，因此差额补足/流动性支持承诺是否构成保证担保，也不能仅从合同名称进行界定。

从相关司法案例以及差额补足/流动性支持承诺的实践运用来看，承诺方承担债务的意思表示中如有较为明显的保证含义，可以认定为保证；如无明显的保证含义，一般不宜直接认定为保证。

根据《九民纪要》第九十一条指出提供第三方差额补足、代为履行到期回购义务、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施，其内容不符合法律关于保证的规定的，依据承诺文件的具体内容确定相应的权利义务关系，并根据案件事实情况确定相应的民事责任，**即独立的合同关系**

本文以**资产证券化中的差额补足或流动支持承诺**为例，浅析如构成独立合同关系的情况和逻辑。

- 一般情况下，差额补足或流动性支持承诺只是对专项计划提供兑付日资金补足或支持的允诺，无明确的承担**保证责任或代为还款**的意思表示。
- 如不存在明确的具有法律主体地位的被担保人，把差额补足或流动性支持承诺方本身视为债务人的话，保证人与债务人不可能为同一人；但如有“被担保人”，即被担保人是专项计划对应的资产支持证券，资产支持证券本身不具有法律主体地位。
- 不存在明确的主债权债务合同。**资产证券化中的专项计划非被担保的主合同**，专项计划本身是发行资产支持证券的载体，计划管理人通过专项计划与认购方之间建立的是非债权债务关系。例如流动性支持承诺中一般明确规定了流动性支持事件且触发情形较为严苛；又例如按照专项计划交易结构的设计，流动性支持承诺人并非无条件承担流动性支持义务，其有权要求返还已支付流动性支持资金。

综上，若差额补足/流动性支持承诺不构成保证担保或债务加入，但是为各方当事人的真实意思表示，且不违反现行法律法规的强制性规定，合法有效，则各方应按照合同约定的内容行使各自的权利，履行各自的义务。

## 2) 司法判例

### 【案例四】

A公司委托B信托公司设立信托计划，募集资金用于向C公司发放信托贷款。为保证A公司的资金安全和收益，A公司与C公司的实际控制人D签订了《差补和受让协议》，约定了D的差额补足义务、远期受让信托受益权的义务。其中，差额补足义务是指：A公司在《信托合同》项下每个信托利益分配日，如因包括但不限于C公司未能及时、足额清偿《信托贷款合同》项下本息等任何原因，导致A公司未能按照年化N%的信托收益率按时、足额获得信托利益分配的，D应就差额部分承担全额补充责任。

### 【法院认定】

最高院认定：“该协议约定的是D补足A公司N%的信托收益、支付信托贷款本金和受让A公司的信托受益权，而非为C公司在案涉合同项下所负债务承担担保责任。《差补和受让协议》是双方当事人的真实意思表示，**不违反法律、行政法规的强制性规定，合法有效。**”

经河南高院、最高院两审，认定案涉《差补和受让协议》为独立的合同。

### 【案例五】

A公司是信托计划的劣后级委托人，向信托计划交付了信托资金。B公司是信托计划的受托人，募集资金用于认购某资管计划份额。C公司作为资产管理人代表资管计划与D公司签订《回购合同》。A公司通过“信托计划+资管计划”两层资管产品，将资金融出至实际融资人D公司。A公司与E公司签订了《差额补足协议》约定，D公司承诺无条件承担补仓责任，同时为A公司在信托计划项下作为一般受益人的预期信托收益提供差额补足。

### 【法院认定】

该案经北京某中院审理，认定《差额补足协议》是独立的合同。法院认为，虽然三个合同整体构成一个投融资市场交易的链条，但三者之间合同主体、法律关系的性质、权利义务的内容均不同，三者是三个分别独立的合同，《差额补足协议》没有对应的主债权，无法满足《民法典》中保证担保的规定，不能构成保证合同，应构成独立的合同关系。

### 【案例六】

在A信托与B等营业信托纠纷案中，X年Y月Z日，为保证A信托信托利益的实现，A信托与C签订了《A信托一至信N号XX号证券投资集合资金信托计划之差额补足协议》及《补充协议》约定：鉴于A信托作为至信N号信托计划受托人，拟将至信N号信托计划募集的部分信托资金投资于D信托有限公司设立的N号信托计划中的B1类信托单位，信托计划的B2类信托委托人，C同意为至信N号信托计划投资于N号信托计划B1类信托单位的信托资金本金及预期投资收益的实现提供不可撤销的无条件的差额补足义务。B作为C配偶在差额补足协议中签字确认。

### 【法院观点】

法院认为，依法成立的合同，对当事人具有法律约束力。当事人应当按照约定履行自己的义务。本案中，A信托与B、C签订差额补足协议，系双方当事人真实意思表示，内容不违反我国法律、行政法规的强制性规定，应为有效。

此外，在实践中差额补足或流动性支持承诺人为信托利益、专项计划收益提供差额补足或流动性支持非常常见。根据央行、银保监会、证监会、外管局2018年联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，信托产品、理财产品保本不保收益。因此，产品管理人并无兑付产品之义务，即不存在“主债权”。通过上述对保证担保和债务加入的分析，在“无债权债务”

情形下差额补足/流动性支持承诺，不会构成保证担保或债务加入。此类情况，根据交易结构和协议条款可以构成独立的合同关系。

## 二、法律风险防控及实务建议

### 1. 审核内部决议流程有效性

因多数公司会在《公司章程》或内部制度中明确规定公司对外担保和投资的制度，但很少有签订独立合同的内部决策程序，于此情形下，为最大限度规避风险，我们建议对于差额补足或流动性支持承诺决策流程有效性的核查按照公司对外担保的规定进行。

*《公司法》第十六条【公司对外投资及担保决议机制】 公司向其他企业投资或者为他人提供担保，依照公司章程的规定，由董事会或者股东会、股东大会决议；公司章程对投资或者担保的总额及单项投资或者担保的数额有限额规定的，不得超过规定的限额。*

*公司为公司股东或者实际控制人提供担保的，必须经股东会或者股东大会决议。前款规定的股东或者受前款规定的实际控制人支配的股东，不得参加前款规定事项的表决。该项表决由出席会议的其他股东所持表决权的过半数通过。*

**法条中明确提出了两种情况：**

一是为公司股东或者实际控制人提供担保的，必须经股东会或者股东大会决议。未经股东会或者股东大会决议，或仅经董事会决议的，**对外签署的担保合同仍构成无权代表；**

二是为他人提供担保的，是由股东会或股东大会决议还是董事会决议，由公司章程规定；章程未作规定的，董事会或者股东会、股东大会决议均可；章程规定由股东会或股东大会决议，公司董事会决议同意提供担保构成无权代表。

法条释义	
公司对外投资及担保须公司机关决议	公司是企业法人，具有民事权利能力和民事行为能力，依法独立享有民事权利和承担民事责任，公司可以从事法律许可的经营以及与经营有关的活动。公司可以对外投资及为他人提供担保，为了维护公司、中小股东的权益，此类行为应当依照公司章程的规定，由董事会或者股东会、股东大会等公司机关形成决议，公司的法定代表人无权单独作出决定。
公司章程可以对投资及担保额进行限制	为保护交易安全，公司章程可以对投资或者担保总额、单项投资或者担保的数额做出限制性规定，公司机关在决议时不能违反章程规定，如

请务必阅读正文之后的免责声明

	违反则股东可以请求人民法院撤销该决议。
关联担保须由公司最高权力机关按程序决议	<p>公司为公司股东或者实际控制人提供担保属于关联担保，关联担保决议的有效性需要满足以下四个条件：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 关联担保的决策权归属于公司最高权力机关——股东会或者股东大会。</li> <li>2. 关联股东应当遵守表决权回避制度。</li> <li>3. 出席会议的其他股东表决权过半数通过决议。</li> <li>4. 股东会或者股东大会的召集符合法律和章程的规定。</li> </ol>

因此，为确保承诺的有效性和实施的确定性，应当谨慎审核差额补足或流动性支持承诺方，获取以下信息、文件：

原始权益人自身或其关联方	担保机构或其他金融机构
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 公司章程</li> <li>• 对外担保制度（如有）</li> <li>• 股东名册</li> <li>• 内部股东会或股东大会决议文件等文件：应重点审核公司章程规定或相关制度规定的对外担保决策权限（是否明确需要股东会或股东大会审议）、股东会或股东大会是否履行了回避程序（全资子公司除外）、有效表决比例等情况</li> </ul>	<p>企业营业执照、担保或相关业务许可证及其内部担保业务规程，并取得该等机构的内部立项、审批的流程文件。</p>

## 2. 合同违约责任的规定

“合同严守”是《民法典》最为基础的价值。

依法成立合同，对当事人各方均具有严格的法律约束力。通过设置违约责任规则，明确合同各方违约后应承担的法律责任，为解决合同纠纷提供了裁判依据，并有利于督促各方当事人严守合同。

因此，不论是差额补足或是流动性支持承诺，双方自愿达成合同关系，都受到《民法典》约束。对于违约责任条款，应尽可能细化，涉及金额的最好列明计算公式。

## 3. 《民法典》生效后对保证的影响

本文主要探讨差额补足与流动性支持承诺的法律性质与效力，保证担保内容繁杂，此处对《民法典》生效后的保证担保以浅析。

### （1）一般保证/连带保证

根据《民法典》第 686 条规定：“当事人在保证合同中对保证方式没有约定或者约定不明确的，按照一般保证承担保证责任。”



与已经废止的《中华人民共和国担保法》所规定不同，《民法典》生效后，当事人在保证合同中对保证方式没有约定或者约定不明确的，按照一般保证承担责任，如保证人自愿承担连带责任，需在协议中明确表述。

## （2）保证期间与诉讼时效

《民法典》第 692 条对保证期间的规定，“没有约定或者约定不明确的，保证期间为主债务履行期限届满之日起六个月。”

实践中，如债权人与保证人签订保证合同中，约定为：“保证期间自主债务履行期限届满之日开始起算，直至主债务本息还清时为止。”或“约定的保证期间早于主债务履行期限”此类表述会被认定为没有约定或约定不明确，保证期间依照 6 个月计算。

一般保证与连带责任保证对比		
	一般保证	连带责任保证
保证责任免除	债权人未在保证期间对债务人提起诉讼或者申请仲裁的，保证人不再承担保证责任。	债权人未在保证期间请求保证人承担保证责任的，保证人不再承担保证责任。
保证债务诉讼时效	债权人在保证期间届满前对债务人提起诉讼或者申请仲裁的，从保证人拒绝承担保证责任的权利消灭之日起，开始计算保证债务的诉讼时效。	连带责任保证的债权人在保证期间届满前请求保证人承担保证责任的，从债权人请求保证人承担保证责任之日起，开始计算保证债务的诉讼时效
备注：保证责任、保证期间均为有约定依约定，无约定严格遵守相关法条规定		

## 4. 实务中的操作建议

差额补足或流动性支持承诺无论构成保证担保、债务加入或是独立的合同关系，在资产证券化结构中，最终诉求是，发生交易风险后专项计划管理人可以凭借该协议或函要求承诺方承担支付义务，以达到信用加强和流动性便利的结果。因此，根据现有的实务经验提出了以下的建议：

- 如差额补足或流动性支持承诺的本意是承诺方直接代为清偿全部债务，建议明确使用“保证”“代为清偿债务”，明确承担清偿义务。
- 约定承诺人履行义务的期限，期限届满后，承诺人未履行义务的，需承担违约责任。
- 差额补足或流动性支持的触发条件设置应尽可能明确。

如果是专项计划资金不足为前提，建议明确具体判断的时间点、金额计算公式以及承诺方提供资金时的资金性质、划转至专项计划的账户等。

- ▶ 差额补足或流动性支持承诺构成担保后，应注意决议文件的有效性审查，避免因当事人内部决议文件或决议流程违反《中华人民共和国公司法》第十六条对承诺行为有效性的规定，而产生担保无效的可能性。

### 三、 差额补足/流动性支持承诺的增信效力

本文认为，从交易保护的角度来看，在资产证券化产品中的差额补足/流动性支持承诺构成保证到债务加入再到独立合同关系，对债权人和证券持有人保护力度是逐渐“加大”的。但，此处的“加大”更多是从法理层面来讲，不涉及具体的交易结构、承诺方自身的经营状况、信用级别等。

如将差额补足或流动性支持承诺认定为保证担保或债务加入，根据《九民纪要》规定保证担保系从属义务，成立与变更等都从属于主债权债务，一旦主债权无效、灭失或有瑕疵，都会影响保证的责任承担。

如认定差额补足或流动性支持承诺特定情况下对权利人的直接补足义务，具有独立性，不同于保证担保与债务加入，此类关系无从属性，不依附于任何在先义务，不会因在先债务是否存在、是否生效而影响其效力。**差额补足或流动性支持承诺作为独立的合同关系，只要符合《民法典》规定，制定具体合理、严谨有效的合同权利义务及违约责任，与保证担保、债务加入一样，具有对证券持有人权利的保障和专项计划的增信效力。**

在资产证券化业务的信用评级中，增信措施的有效性、合法性对整个产品的信用级别的评定至关重要。现今为了提高资产证券化产品的信用资质，内部、外部增信手段日渐多样化。不同的交易结构会产生不同的法律关系，不能将任何文件一概而论，单一认定。

因此，作为信用评级服务机构，更加需要对增信方式、增信承诺方等所涉及的文件、程序，均做到“勤勉尽责”一事一议，确认其增信效力，在保证评级**客观性、独立性、专业性**的基础上，评估证券产品风险及其增信措施实现的增级效果。

## 免责声明

---

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
  - 本报告中所有案例均摘自公开渠道，不涉及任何保密协议
  - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
  - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
  - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

---

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

---

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872333 0755- 82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市东城区建国门内大 街 26 号新闻大厦 8 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区东三里桥路 1018 号上海数字产业园 A 幢 601 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
长沙	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区万家 丽中段 36 号喜盈门范城 2 号栋 14007 室 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府三街 19 号 新希望国际大厦 A 座 1701 室 电话：028-82000210 传真：028-85288932
山东	吉林	西安
地址：济南市高新区经十路 5777 号万科金域中心商业楼 A 座 1006 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：吉林省长春市南关区人民 大街 7088 号伟峰国际商务广场 2005 室 电话：0431-85962598 传真：0431-85962596	地址：西安高新区唐延路的金辉 国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679
郑州	香港	
地址：郑州市金水路 288 号曼哈顿 14 号楼(兴业大厦)1103 室 总机：0371-60308673 传真：0371-60308673	地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140	