



中国法律框架下的资产担保 债务融资工具模式探究

An Analysis of Covered Bonds under China's Legal Framework

孙宏 王伟 胡之波

摘要：资产担保债券（CB）是一种起源于欧洲，兼具发行人主体信用与资产信用的融资工具。本文聚焦于银行间交易商协会近期推出的资产担保债务融资工具，通过在现有法律框架下，对比研究质押型和结构化型两种模式在偿付顺序、破产隔离效果及担保资产管理方面的异同，提出了模式选择、债权人职责、担保资产选择及法律制度完善等方面的建议。

关键词：资产担保债券 资产担保债务融资工具 破产隔离 债权人

Abstract: Covered bonds (CB), which originated in Europe, are a kind of financial instrument combining the issuer's credit and asset credit. This paper focuses on the Chinese version of CBs launched by NAFMII recently. It makes a comparative study of the similarities and differences between the mortgage-pledge model and structured model in the payment order, the effect of bankruptcy isolation and the management of pooled assets, under China's legal framework. The paper offers suggestions on the choice of models, the duties of creditor agents, the choice of pooled assets and the improvement of the legal framework.

Keywords: Covered Bonds, Asset-Backed Debt Financing Instrument, Bankruptcy Isolation, Duties of Creditor's Agents

资产担保债券（Covered Bonds, CB）诞生于欧洲，相对于同一发行人的信用债券而言，CB^①因同时具备发行人主体信用和资产信用而通常具有更高的信用等级，以及相对更

作者单位：江苏银行。本文系个人观点，与所在机构无关。

① Covered Bonds，中文一般直译为“全覆盖债券”，或意译为“资产担保债券”，银行间市场交易商协会近期将其命名为“资产担保债务融资工具”。未免歧义，本文除特别说明外，原则上使用“CB”这一通用简称予以指代。

低的融资成本，受到持有人和发行人的普遍欢迎。2022年5月26日，中国银行间市场交易商协会正式推出中国版的CB，并命名为“资产担保债务融资工具”。

2022年6月17日，盐城市城镇化建设投资有限公司2022年度第一期定向资产担保债务融资工具（22盐城城镇PPN001CB）成功发行，成为国内市场落地的首单CB。得益于较强的资产担保措施，显著降低了发行人的融资成本。

CB的定义与特征

CB是兼具主体和资产信用的结构性融资工具

作为CB的起源地，欧洲拥有当前全球最主要的CB市场。欧盟《可转让证券集合投资法令》（UCITS）规定了CB的基本要素，包括发行人必须为信用机构，并接受公共监督；担保资产的合格性由法律规定，并在整个债券存续期内足额覆盖；债券持有人对担保资产有优先求偿权。因此，巴曙松等（2010）在早期将CB定义如下：全覆盖债券（Covered Bonds, CB），是由抵押贷款或公共部门贷款组成的资产池为其提供抵押，并且在发起人破产时，该债券持有人对资产池有优先求偿权的债务融资工具。

中国银行间市场交易商协会将CB定义为“资产担保债务融资工具，是指发行人

为实现融资目的，以资产或资产池提供担保，可约定由发行人或资产所产生的现金流作为收益支持，按约定以还本付息等方式支付收益的结构化融资工具”。

比较欧洲市场（含我国早期学者）与交易商协会对CB的定义，双方内核是一致的，即CB是存在资产担保的债券，持有人对发行人及担保资产均有追索权。但同时，双方外延是有差异的，欧洲市场将CB发行人限定于“银行等信贷部门”，且担保资产的准入具有严格法律限制，通常仅限于“抵押贷款或公共部门贷款”，而交易商协会的CB对发行人及担保资产均无特别限制。

因此，中国市场当前推出的CB借鉴了欧洲市场CB的核心理念，但扩大了适用范围，更加符合当前市场需求。特别需要说明的是，我们认为CB虽然意译为资产担保债务融资工具，但CB项下担保资产^①（即定义中的提供担保的资产或资产池，下同）与债券本身并不当然的构成中国法律意义下的“担保”关系，CB中文定义中的提供“担保”包括了其他形式的“增信措施”。中文翻译为“担保”仅为更加直观点易懂，而非对其法律关系的界定，这一问题将在后文专门分析。

CB是具备不同于现有融资工具特性的创新产品

资产担保债务融资工具，作为一个创

① 为保持与现有中文定义的一致性，下文将统一使用“担保资产”指代CB项下的“资产”或“资产池”。



新产品，相比于一般信用债，具有何种新的特征，与同样既有资产信用又有主体信用的资产证券化产品又有什么不同？厘清CB的产品特征及与上述可比产品的差异才能准确的把握CB的产品本质。

结合交易商协会对CB的特征描述，与信用债及ABS产品对比如下。

首先，CB偿债来源更为多样，持有人可实现对发行人及资产的“双重追索”。CB可约定主体或担保资产现金流作为偿债来源，持有人对发行人具有完全追索权，同时持有人在发行人不履行债务或出现风险时可就担保资产有优先受偿权。相较于信用债，CB在其基础上增加了担保资产的增信；相较于ABS，CB是确定性的具有主体和资产的双重信用，而ABS是否引入发起机构/原始权益人的主体信用取决于项目需要。

其次，CB交易结构更加灵活，包括抵质押模式和结构化模式等。信用债不存在结构化的设计，ABS产品则必然存在SPV结构，而CB既可以选择抵质押模式，也可以引入信托计划等破产隔离载体，采用结构化的模式，实现更好的债券持有人

保护效果。

再者，CB持有人享有双重保护，但偿付顺序可自行约定。信用债偿付来源单一，不存在偿付顺序问题；ABS产品依据性质一般由基础资产的现金流作为第一偿付来源，主体的差额支付（补足）等增信措施（如有）作为第二偿付来源。CB在不同模式下，发行人主体信用和担保资产信用的偿付顺序可根据结构需要在发行文件中约定。

CB模式选择与法律探究

CB作为创新产品，核心在于主体信用的基础上附加资产信用。最简单的模式是参照抵质押贷款，以担保物权的方式引入资产信用，但这一方式无法实现资产的破产隔离；为实现资产的破产隔离，则可以参照证券化产品，引入SPV结构，但结构的复杂化也将导致产品的便捷度下降。

CB就业务模式而言可以分为抵质押型CB和结构化型CB

抵质押型CB，是指发行人与持有人通过发行和认购债券建立起债权债务关系，同时发行人或第三人以其合法所有的财产

	CB	信用债	ABS
主体信用	有	有	可选
资产信用	有	无	有
资产管理安排	有	无	有
SPV结构	可选	无	有
偿付顺序	约定顺序	主体唯一	资产现金流第一，主体（如有）第二

或财产权利为债券持有人设立抵押或质押等担保物权，以担保上述主债权的履行；在发行人未履行到期债务或发生文件约定情形时，债券持有人可通过行使担保物权以实现其债权。抵质押型CB的核心法律依据为《民法典》及其配套法律法规规范的物权担保制度。

结构化型CB，是指发行人与持有人通过发行和认购债券建立起债权债务关系，同时发行人或第三人以其合法所有的财产或财产权利委托给信托公司设立特殊目的的信托，上述信托财产独立于信托委托人的其他财产，且其产生（含变现）的现金流在信托文件约定的情形下用于偿还CB到期应付款项。结构化型CB的核心法律依据为《信托法》及其配套法律法规规范的信托制度。

在结构化型CB模式下，除信托可以作为特殊目的载体（SPV）外，还可以进一步探讨使用资管计划、有限合伙企业或公司制法人作为SPV的可能性。即使使用信托作为SPV载体，由于我国的现行《信托法》颁布于2001年，距今已有20余年，其间金融产品的结构已发生了巨大变化，现有《信托法》的有关规定已与当前的金融创新存在一定的滞后性。

通过对比，我们发现抵质押型CB法律关系更加简单清晰，操作更加便捷，但由于资产未实现与所有权人的分离，保护性尚有欠缺；而结构化型CB引入SPV结

构，可以使资产独立于所有权人，为债券持有人提供了更好的保护，但参与主体和法律关系的复杂化也降低了产品发行的便利性。

不同模式CB的偿付顺序最终取决于交易文件的约定

如前文所述，CB持有人享有发行人主体信用和资产信用的双重保障，虽然这两种信用的偿付顺序可以通过文件约定进行确定，但在实操中，抵质押型CB和结构化型CB都有其基本的法律关系，相关约定须符合我国现有法律对上述法律关系框架性的规范。

在抵质押型CB模式下，担保资产在我国法律上的性质属于担保物。根据《民法典》对担保物权的基本定义，担保物权人（即债券持有人）在债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现担保物权的情形时，依法享有就担保财产优先受偿的权利。同时，根据《民法典》对抵押权及质权实现的规定，权利人可以与抵押人/质押人协议以担保物折价或者拍卖、变卖担保物的方式实现其担保物权。因此，在担保物权的一般规则下，通常发行人为第一偿付义务人，其自身现金流是第一偿付来源，在债务人未履行到期债务或出现约定情形时，通过变现担保物产生的现金流作为偿债的补充，是第二偿付来源。

那么，是不是在抵质押型CB中，就必然是主体信用优先，资产信用补充呢？也



不必然如此。特别的，根据《民法典》关于担保物权的物上代位性的规定，若担保期间，担保资产因各种原因变现（包括但不限于被清偿、毁损、征收等），债权人对其变现所得的价款亦享有优先受偿权。因此，若债务人与担保物权人（即债券持有人）已明确约定担保资产的变现价值可以在债务到期时优先用于充抵债务的，如担保资产为债务到期前即可变现的应收账款，且明确约定对担保资产现金流闭环管理，专项用于在债务到期时清偿债务的，担保资产的现金流则为第一偿付来源，发行人其他现金流为第二偿付来源。

在结构化型CB模式下，担保资产被委托给信托公司成立特殊目的信托，而信托目的可以约定为CB的偿付提供担保，亦可以约定为偿付CB。在特殊目的信托以担保为目的的情况下，特殊目的信托可分为两类信托受益人，其一是债券持有人，其二是委托人（委托人可以是发行人也可以是第三人）。在发行人未履行到期债务的情况下，通过向债券持有人分配信托利益以代发行人清偿债务；在发行人按期履行债务的情况下，信托向委托人分配利益。在这种情况下，发行人自身现金流是第一偿付来源，担保资产现金流是第二偿付来源。在特殊目的信托以偿付债券为目的的情况下，发行人基于债券发行文件负有偿付债券的义务，受托人作为担保资产的管理人基于信托文件（视为发行文件的一部

分）负有将担保资产现金流用于偿付债券的义务。因此，在结构化型CB模式下，当事人（债券持有人，债券发行人，信托受托人）可以自由约定包括偿付顺序在内的各项偿付机制，即发行人与担保资产作为偿付来源的优先顺序取决于参与主体在发行文件中的约定。

综上，在抵质押型CB模式下，原则上发行人自身现金流是第一偿付来源，担保资产现金流是第二偿付来源，但在特殊情况下亦可依据法律法规及当事人约定进行调整；在结构化型CB模式下，偿付顺序取决于信托目的及具体约定。

结构化型CB的破产隔离效果优于抵质押型CB模式

在抵质押型CB模式下，担保资产的所有权并没有发生转移。根据我国现行《企业破产法》对破产财产的界定，破产申请受理时属于破产人的全部财产均为破产财产，并未排除已设立担保物权的财产。当然，债权人享有的担保物权不因破产人处于破产程序而消灭，对破产人的特定财产享有担保权的权利人，对该特定财产享有优先受偿的权利。但担保物权的行使在破产程序中是受限的，比如在破产重整期间，对债务人的特定财产享有的担保物权暂停行使。由此可见，在现行法律框架下，担保资产如果作为担保物的性质而存在，是不具备破产隔离的法律效果的，仍然需要参与破产人的破产程序，且债权人

的优先受偿权的行使是需要破产管理人和破产法院的管理下行使，在一定程度上是受限的。

那么，是不是引入SPV的结构化型CB，就必然具备破产隔离效果呢？也并非绝对。在结构化型CB模式下，担保资产被发行人或者第三人（即委托人）信托给受托人成立特殊目的信托而成为信托财产。根据《信托法》的规定，信托财产不属于受托人的遗产或者清算财产，同时委托人不是唯一受益人的，信托财产不作为委托人的遗产或者清算财产。因此，一旦特殊目的信托有效设立，无论该信托是出于担保债券的目的还是偿付债券的目的，原则上担保资产均与受托人固有财产和委托人其他财产相独立，具有破产隔离效果。但必须注意到，特殊目的信托的破产隔离效果是有前提的，根据《信托法》的规定，在信托存在六类无效情形时，信托无效；委托人设立信托的事宜损害其债权人利益的，信托可能被依法撤销；信托财产在设立信托前存在其他优先受偿权，债权人行使该权利时可以依法强制执行。同时，若CB发行1年内，委托人进入破产程序，委托人为偿付债券或担保债券而将担保资产设立特殊目的信托的行为，有可能被视为无偿转让财产或对没有财产担保的债务提供财产担保而被撤销。

综上，在抵质押型CB模式下，担保资产并不具备破产隔离效果，且优先受偿

权可能因破产程序而受限；在结构化型CB模式下，担保资产原则上具备破产隔离效果，但《信托法》框架下的破产隔离并不是绝对的，而是有例外情形的。

存续期内，担保资产应由债权人/受托人有效监管

如前文所述，CB又称为全覆盖债券，其核心在于担保资产的价值能够对债券的未偿本息形成全覆盖。那么，在CB存续期内，又应当由谁来负责对担保资产进行评估与管理呢？

在抵质押型CB模式下，担保资产直接抵押/质押给债券持有人。担保资产如果完全依赖抵押/质押人自行管理，则缺乏有效监督；而交由债券持有人通过债券持有人会议进行管理，又缺乏操作的便利性。鉴于担保资产仍然属于抵押/质押人的资产，且担保资产可能由于资产特殊属性原因而不适宜由第三方直接管理，由原所有人继续管理担保资产是较为实际的做法。但为便于强化对担保资产的监管，须引入债权代理人的角色，由债权人代表全体债权人接受担保资产的抵质押并办理相关抵质押登记手续，定期聘请第三方专业机构对担保资产的价值进行评估（如需），在代理协议的授权范围内根据担保资产实际价值变化要求抵押/质押人新增/置换担保资产。

在结构化型CB模式下，担保资产已经信托给了特殊目的信托，受托人是担保



资产的管理人，这一模式下管理责任是比较清晰的。但是参照目前资产证券化项目的惯例，信托公司直接管理担保资产存在一定的困难，需要继续聘请原所有人作为特殊目的信托的资产服务机构管理担保资产。当然，受托人为持有人利益管理担保资产的义务并不因为资产服务机构的存在而豁免，其需要根据信托合同的约定，定期聘请第三方专业机构对担保资产的价值进行评估（如需），根据担保资产实际价值变化要求委托人新增/置换担保资产。若特殊目的信托是为了偿还债券而设立，受托人还需要根据债券偿付安排及时核算并划付现金流。

综上，鉴于CB的担保资产类型多样，无论在法律意义上担保资产所有权是否脱离原权利人，仍然依赖原权利人的实际管理。在抵质押型CB模式下，债权人代表债券持有人行使担保物权，监督担保资产的管理；而在结构化型CB模式下，由受托人履行上述监督职能。

市场首单CB产品的模式解构

目前，市场首单CB产品系江苏银行作为主承销商和簿记管理人的“盐城市城镇化建设投资集团有限公司2022年度第一期定向资产担保债务融资工具”（22盐城城镇PPN001CB）。

产品要素

22盐城城镇PPN001CB，发行于2022

年6月17日，发行规模3亿元，期限3年，发行人主体评级/债项评级均为AA（联合资信）。本期CB由全体持有人授权江苏银行盐城分行担任债权人（抵质押财产监管人）职责。

担保资产包括：标的物业（驿都酒店）不动产抵押；标的物业运营收入质押。

产品解析

本期CB是市场首单CB产品，较PPN产品增加了第三人（其下属子公司，江苏驿都国际大酒店有限公司）提供的标的物业不动产抵押及经营收入质押的担保措施，投资人对发行人及担保物拥有双重追索权利。

本期CB是抵质押型CB产品，未引入SPV结构。江苏银行盐城分行作为债权人接受第三人为本期CB提供的抵质押措施，双方构成担保物权关系。

本期CB以发行人主体信用为第一偿付来源，发行文件已明确约定，归集的标的物业收入现金流及抵押物变现价值仅在发行人未按期偿还本息时，可由监管银行用于偿付债券，是第二偿付来源。

本期CB的物业未实现破产隔离，标的物业权属仍归属于江苏驿都国际大酒店有限公司所有，继续由其运营管理。但债权人将行使资产监管职能，按约定定期现场检查标的物业情况，并有权进行临时现场检查。

本期CB担保资产价值能够实现“全覆盖

盖”，发行时标的物业评估价值5.54亿元，且债权代理人将每年对标的物业进行重新评估，确保在本期CB全生命周期内实现“全覆盖”。

CB产品的意义与发行人选择

我国非金融企业债券市场，主要以高等级债券为主，对于主体评级AA及以下的发债主体（以下简称“中低评级发债主体”）普遍存在市场认可度不高的情形。而CB产品的引入，通过资产信用降低了上述中低评级发债主体债券产品的信用风险，对中国债券市场、中低评级发债主体及投资人具有显著裨益。

一是丰富我国债券市场品种，增加债券违约处置手段。创新融资方式，推出具有双重追索特征的CB产品，有利于丰富我国多层次债券市场建设。同时，在发生风险事件时，CB产品提供了更多的违约处置手段，降低债券市场风险。

二是拓宽中低评级发债主体融资渠道，降低融资成本。对于直接发行信用债券比较困难的中低评级发债主体，提供了一个新的直接融资渠道，提升其融资可得性和便利性。这也是CB产品最为适配的发行人群体。

三是简化交易结构，锚定信用主体，与资产证券化产品形成互补。CB产品的交易结构较为灵活，并不强制要求引入SPV，在满足投资人授信主体锚定的前提

下简化结构，缩短发行周期，与附有差补条款等主体增信措施的资产证券化产品形成有效互补，实现双轮驱动。

现阶段CB发展的政策建议

结合当前的非金融企业债务融资工具市场体系和我国相关法律制度建设，我们对发展非金融企业CB提出以下建议，以供市场参与者讨论。

以抵质押型模式为试点，条件成熟后稳步引入信托架构

如上文所示，CB可以分为抵质押型CB和结构化型CB。抵质押型CB虽然无法实现破产隔离，但是相关法律关系在现有法律制度下简单清晰；结构化型CB因为引入信托关系，交易结构及法律关系相对复杂，但在破产隔离及担保资产存续期管理上具有天然优势。从稳步发展的角度出发，CB业务推进可以先从抵质押型模式开始，待这一增加资产信用的债券类型被市场不断熟悉并普遍接受后，再稳步引入信托架构，进一步强化CB在破产隔离等方面的属性。

由主承销商担任债权代理人，并探讨引入市场化机构

如上文所述，在抵质押型CB模式中，须引入债权代理人代表全体债权人行使对担保资产的担保物权及相应的管理监督职能。但债权代理人的角色应当核心定位于担保物权的管理，包括担保物权的登



记变更、担保资产的评估和替换及根据债券文件或债券持有人会议决策而进行的其他事务性管理职能。非金融企业发行的CB，其担保资产通常也是土地、房屋、应收账款债权等企业资产，具有较大的差异性，可由熟悉担保资产的主承销商同时担任债权代理人。在制度和政策完善的条件下，也可以探讨引入市场化的专业机构担任债权代理人。

担保资产范围应结合企业实际，原则上具有稳定价值即可

国外发行的金融机构CB对于资产池的组成有较为严格的标准，通常限于金融资产，但这是由于其特别的债券定位（类金融债券）造成的。非金融企业发行CB，更多的是定位于企业信用债券的补充。因此对于非金融企业CB的担保资产选择标准，应当结合企业实际，可以参照抵押贷款对于抵押物，或资产证券化对于

基础资产的限定，原则上具有稳定价值的财产和财产权利均可以作为担保资产，但应当强化担保资产的监管，避免资产信用落空。

推动法律制度的完善与细化，促进创新金融工具发展

现有法律框架（包括但不限于《民法典》、《企业破产法》、《信托法》等）下的物权担保制度、企业破产制度或信托制度，在设计之初均主要考虑一般商业实务，对创新金融工具的规范和指导存在一定的滞后性和模糊性，如担保制度下的最高额抵押是否可以参照应用于同一债权代理人的多期CB，信托制度下以担保为目的的信托的可操作性等。金融创新与法律完善相辅相成，后续应关注金融领域法律法规不断完善和细化对CB发展的影响。^[N]

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1]巴曙松,孙隆新,周沅帆.全覆盖债券的国际经验及中国的现实选择[M].北京:经济科学出版社,2010.
- [2]陈雪岑.全覆盖债券的国际经验及其启示[J].新金融,2012(003):45-47.
- [3]林晚发,刘岩,赵仲匡.债券评级包装与“担保正溢价”之谜[J].经济研究. 2022,57(02),192-208.
- [4]吕军丽,孙海青.浅谈资产担保债券与ABS[J].商, 2014.
- [5]毛振华,陈静.担保债券的核心特征和交易结构[J].中国金融.2022(12): 49-51.
- [6]秦斯朝,黄忠仁,张伟,蒋序全,李琳.欧洲全覆盖债券法律框架比较研究[R].欧洲全覆盖债券法律框架比较研究,2013.
- [7]孙隆新.全覆盖债券的发行模式研究及借鉴[J].中国货币市场, 2010(5):6.
- [8]王乐兵.欧洲资产担保债券与中国资产证券化:改革、比较与借鉴[J].法学, 2017(10):120-130.
- [9]张洪斌.我国发展全覆盖债券的适用性研究[D].中央财经大学, 2010.
- [10]朱丹,刘盛,祝和国,陈平,黄华,陈勇,刘世验.德国潘德布雷夫债券的发展和特色[C].创新与发展:中国证券业2013年论文集,2013.