

资产证券化各重要事件的含义及其之间的逻辑关系探析

徐润东

一、前言

资产证券化作为一个舶来品，已经在我国落地生根十多年之久。从最初“中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划”的试点，到美国次贷危机导致的全面停滞，再到资产支持票据的提出以及企业资产证券化的起步，资产证券化业务在我国的发展逐步进入繁荣期。2021 年全年，我国发行的各类资产证券化产品规模共计 3.1 万亿元，截至 2021 年底，资产证券化产品余额将近 6 万亿^[1]。此外，资产证券化产品发行利率整体呈震荡下行的趋势，流动性水平愈加提升。从品种来看，资产证券化的种类也越来越多，除了信贷类、应收账款类、租赁债权类等传统基础资产的资产证券化之外，碳中和、知识产权、基础设施 REITs 等新兴品种不断涌现。总体来看，整体规模的持续增长、产品类型的不断创新以及基础资产的丰富化、信息披露的规范化，都体现了资产证券化这一创新金融工具在我国金融系统中有着越来越重要的地位。资产证券化在我国的发展仍然方兴未艾，前景可期。

然而，与资产证券化繁荣发展不相协调的是，资产证券化项目文本的相对滞后性。笔者发现，无论是 10 年前的资产证券化项目交易文件，还是 2020 年之后较新项目的交易文件，内容上基本没有什么显著变化。以企业资产证券化的核心文件——标准条款为例，无论是从文本体例结构，还是具体条款表述，除了根据交易所不时发布或更新的挂牌指南、窗口指导而特定增删外，其他内容并无实质性的改变。像基础资产买卖协议、资产服务协议等重要项目交易文件，基本上与最初首版别无二致，个别地方甚至还可以发现最初翻译国外原始版本的痕迹。

一、资产证券化中事件类型及其性质分析

对于资产证券化项目来说，如何进行标准条款中事件的定义、设置以及不同事件之间相互的逻辑联系至关重要。事件定义的周全性、事件成就的严谨性、事件后续程序启动的合理性等问题，是管理人（包括双 SPV 结构项下的信托受托人以及信贷资产证券化、资产支持票据中的信托受托人，以下统称为“管理人”）管理运作资产支持专项计划（以下简称“专项计划”）的重要依据。然而，当下部分资产证券化项目由于存在标准条款内容约定单薄、事件之间逻辑勾稽混乱等问题，导致管理人在项目存续过程中无法准确地根据标准条款或计划说明书进行管理，更多是采用习惯性操作。在发生风险事件后，要么召开持有人会议变更具体条款、要么提前终止专项计划。鉴于目前国内发行的资产支持证券大部分都是主体信用评级较高的市场主体，其发生违约风险的可能性极小，交易文件的瑕疵被掩盖。然而，在如今经济下行的大背景下，资信优良企业的财务状况也开始承压，出现违约风险的资产证券化项目与日俱增。在资产证券化项目出现风险后，如何妥当地处理，考验着管理人的管理水平。此时，交易文件约定不充分不明晰的问题亦暴露了出来。

为了更好的明确各参与方的权利义务，使管理人可以准确、清晰、无争议地进行受托管理，避免在发生风险时因各方意见不一而导致的低效率甚至纠纷，我们理应对专项计划交易文件提出更高的要求。

（一）当前存在的具体问题

笔者查阅了近十年比较有代表性的资产证券化项目的计划说明书、募集说明书或标准条款等文件。总结下来，资产证券化项目中关于“事件”的定义、设置及逻辑关系，主要存在以下几个问题：

1. 相关事件的内容约定大同小异，基本雷同。由于资产证券化项目的参与机构基本相同，通常来讲，管理人都是证券公司、证券公司资产管理子公司或基金子公司担任，原始权益人作为资产服务机构、原始权益人本身或其母公司担任增信机构，以及托管银行、监管银行这些常规性的资金服务机构，这导致与该等主体相关的风险事件内容约定基本一致。例如，“丧失清偿/履约能力事件”基本上是每个资产证券化项目都会包含的事件，其包含的基本情形无外乎“向人民法院提交破产申请，或监管机构向人民法院提出重整或破产清算的申请”“其债权人向人民法院申请破产且该等申请未在120个工作日内被驳回或撤诉”“因分立、合并或出现公司章程规定的解散事由，向监管机构申请解散”等等。然而，就前述“破产申请未被驳回或撤诉”的期限为何设定为120个工作日，相信不少专业人员亦无从解释。

2. 事件之间逻辑勾稽混乱，事件关联效果不明确。通常来说，一种风险情形的发生会致使某一事件成就，某一事件成就就会导致一种或几种程序的启动，进而使整个专项计划发生相应的调整，以抵消该种情形所带来的不利影响。然而，部分资产证券化项目中，由于事件内容约定过多、事件设置过于繁杂，导致事件之间存在逻辑重叠或逻辑不清的情况。例如，反向保理供应链资产证券化项目中，如果发生提前终止的事件，专项计划通常有两种方式可以提前变现，一种是由原始权益人全部赎回剩余基础资产，再由核心债务人从原始权益人处进行回购，一种是由核心债务人提前一次性清偿，这两种方式的最终效果是一样的。但实操中，有资产证券化项目存在即可以要求原始权益人全部赎回，又可以要求核心债务人提前清偿的情况，此种设置并非有意为之，而是事件约定不清而导致的义务重叠。

3. 未能涵盖项目可能存在的全部风险情形。部分资产证券化项目事件的条款约定过于简略，以至出现某一特定事件时，只能依靠兜底性条款来处理。笔者同意现实情况千变万化，无法通过文本约定来穷尽全部风险情形。然而，这并不意味着可以放任文本模糊主义的畅行。合同撰写之所以重要，原因之一就是为了解决将来可能出现的争议，并提前予以规划解决，非诉的目的就是避免诉讼。因此，在项目设立之初，能够尽可能多的提出问题，并做好预防措施，才会使项目在出现任何风险时都有条不紊、操作有的放矢。

上述是过往资产证券化项目中普遍存在的、具有一定代表性的问题。笔者认为，之所以会存在这些问题，主要原因无外乎未能真正理解此类事件的本质，以及事件之间的层次及逻辑联系，从而在撰写事件条款时出现混乱。鉴于此，笔者在此对资产证券化的事件进行系统性的梳理与分析。

（二）事件的原则、类型及区分意义

1. 什么样的事件可以归入资产证券化

纵观近几年来较为典型的资产证券化项目，可以看出，虽然关于事件的内容设置不一，条款表述也不尽相同，但总结下来，大多体现着以下原则：

(1) **不利原则**。资产证券化中的事件作为引起管理人改变专项计划既有运作的起因，其本身所包含的信息是负面的，即无论是现在已经归入事件的情形，还是将来可能被归入事件的新情形，可以判断都属于“坏事情”。由于该等情形对于专项计划的运作及存续、对专项计划持有人的利益都可能带来消极的影响，因而需要针对性的措施来抵消该等事件的负面效果。

(2) **平衡原则**。虽然资产证券化中的事件都是负面的，但并非所有事件里蕴含的负面情形都具备严重性，如果非重大事件直接引起重大后果（例如被评级列入观察名单之后直接触发违约，专项计划提前到期终止），那么措施与目的最终难免南辕北辙。资产证券化是原始权益人、管理人以及投资者之间是以专项计划为核心的利益共同体，关于特定事件的设置，要考虑到参与各方的利益平衡。

(3) **穷尽原则**。市场是千变万化的，我们无法在一个项目文件里面将企业未来可能发生的全部事项无所遗漏地一一罗列出来，但这并不意味着我们可以把未来交给一个口袋式的兜底条款——将来如果发生了，全部都归纳到里面去。尚且不说每个参与机构对特定事件的理解不同，争议再所难免；把全部事宜归到未来发生时再讨论，也会使管理人处于一个消极被动的局面。因此，在设置专项计划事件时，我们应极尽可能的将未来发生的全部风险考虑其中。

2. 资产证券化中事件有哪些分类

(1) 主动性事件与被动性事件。

根据是否能体现参与机构的主观意志，可以分为主动性事件和被动性事件。主动性事件，即参与机构有意为之所导致的事件，包括积极作为以及消极不作为。根据不利原则，能被归入事件的，无论是积极作为还是消极地不作为，该等行为所带来的后果均对专项计划不利。被动性事件系指其发生并非基于参与机构的意思表示，而是由于其主观意志之外的其他因素所导致的事件。

实务中，主动性事件通常包括：基础资产转让需要登记的，原始权益人未能按约办理基础资产转让的登记手续^[2]；资产服务机构未能按照协议约定，及时、全面的提供基础资产管理服务；在发生差额补足的情形下，增信主体未能履行增信义务等等。被动性事件主要包括：丧失得以参与资产证券化项目的业务资质；主体信用评级下降或被列入观察名单；被监管机关施以重大行政处罚等。值得注意的是，主动性事件不考虑参与机构是否有履约能力，履约能力仅仅作为判断其是否具备履约意愿的动机。

(2) 直接性事件与间接性事件

根据发生的事件是否与专项计划直接相关，可以分为直接性事件与间接性事件。直接性事件，是

指该事件的发生与专项计划有直接关系，行为主体违反的是对专项计划的直接义务。例如：资产服务机构未能及时转付归集期内归集的基础资产现金，进而导致加速清偿事件的成就；基础资产违约率上升至约定阈值，进而导致违约事件的触发等。间接性事件，是指事件与专项计划本身并无直接关系，而是通过人为的设计，将其作为可以影响专项计划变动的事件。比较典型的就像金融债务违约，虽然核心债务人并未违反专项计划项下义务，但其作为债务人对其他金融机构的融资出现违约时，也作为引发专项计划加速清偿或提前到期的特定事件。

(3) 决议性事件与决定性事件

根据事件发生后管理人是否宜自主裁量，可以分为决议性事件和决定性事件。决议性事件是指事件本身并不严重或存在被纠正的较大可能。根据平衡原则，该等事件的发生不宜由管理人直接宣布专项计划提前终止，而是召集持有人会议，由持有人会议进行讨论并作出决议。决定性事件则是该事件具有严重性或紧迫性，一经发生，无须再召集持有人会议，管理人可直接宣布专项计划提前到期，进而要求基础资产债务人提前清偿（反向保理或双 SPV 中底层债权的模式下，下文同）或要求原始权益人对剩余基础资产全部回购。具体而言，若某一事件对基础资产的现金流产生重大不利影响（如原始权益人或增信主体的丧失清偿能力），该等事件发生后再召集持有人会议讨论已经没有实际意义，反而会因贻误时机而造成更多损失。为了避免损失的进一步扩大，管理人应当第一时间宣布专项计划提前终止，并积极采取权利完善措施或保全措施。当然，决定性事件也并不意味着一定发生严重的风险情形，实务中也存在赋予原始权益人于特定时间后提前一次性清偿/回购剩余基础资产的权利，该权利的行使主要是基于释放抵质押物或由于市场利率变换而导致的专项计划融资成本不再适宜，因而原始权益人可选择提前终止专项计划。

(4) 过程性事件及终局性事件

根据事件发生之后能否导致专项计划提前终止，可分为过程性事件和终局性事件。凡是事件均可产生一定的后果，但并非所有的后果都会导致专项计划提前终止。设立一个专项计划通常要花费较大的人力及时间成本，若非出现重大的风险情形，专项计划一般不会提前终止，而是继续存续。管理人会根据所发生的风险情形采取针对性的操作，从而更为切实地平衡各参与方的利益。鉴于此，过程性事件往往比终局性事件更重要，过程性事件的丰富程度直接体现了项目的完善程度，也对项目经办人员的技术及经验提出了更高的要求。

3. 区分事件分类有什么意义

区分事件分类的意义不言而喻。主动性事件与被动性事件的区分可以探明参与机构的主观态度，主动性事件所导致的后果往往较被动性事件要严重，这也意味着管理人在面对主动性事件时需要进行更多的考量。区分直接性事件和间接性事件的意义在于，直接性事件由于与专项计划的基本交易结构有关，在没有创新类型的资产证券化产品出现时，直接性事件基本上已经固化，可进行再设计的空间不大；间接性事件更加个性化，即使是同类型的资产证券化产品，亦可以根据参与机构（如原始权益人、增信主体）的不同而不同。决议性事件与决定性事件所引发的后果不同，从而导致管理人的管理责任不同，在面对一些经济下行周期可能出现的风险情形时，将其归入决议性事件而非决定性事件，可以给管理人更多的操作空间。过于严格的事件设置，看似对专项计

划投资人保护有加，实际可能由于限制过死，无法给原始权益人以喘息之机，引发的“挤兑效应”可加剧其财务恶化，导致其“躺平”，反而对专项计划的投资者保护更为不利。过程性事件较终局性事件，其设计的空间更大，可以更好地发挥项目人员的主观能动性，体现出一个资产证券化项目的创新性、周密性及完备性。

三、事件的横向分布及纵向联系

着眼于某一具体的资产证券化项目，根据事件可能发生区域不同，可以分为参与机构解任事件（包括管理人解任、资产服务机构解任、托管银行解任等，以下统称“参与机构解任事件”）、丧失清偿能力事件、金融债务违约事件及违约事件等；根据事件可能引起的专项计划后果的严重性程度，由轻至重可以依次划分为加速归集事件、加速清偿事件、差额补足事件、权利完善事件、违约事件以及提前清偿/终止事件。当然，并不是所有的资产证券化项目都全部包含上述事件，不同资产证券化项目根据具体的诉求和安排在事件设计上会有所不同。

（一）资产证券化事件的横向分布

资产证券化项目文本中，一个事件通常包含了多个具体事项，根据不利原则，可将该等事件统称之为“风险情形”。“参与机构解任事件”仅适用于持续为项目提供某项特定服务的机构，如为专项计划提供管理服务的管理人，提供专项计划资金托管服务的托管银行，为基础资产现金流回款提供监管服务的监管银行以及为基础资产提供管理服务的资产服务机构等（以下统称“服务机构”）。像直接参与专项计划交易的原始权益人、增信机构等机构（以下统称“交易机构”），由于其对专项计划的不可替代性，解任事件并不适用。

特别的，目前企业资产证券化中，出于降低交易成本、方便资产回收等考虑，在基础资产交割以及专项计划正常存续时，通常不通知基础资产项下的债务人，债务人仍然按照基础交易合同的约定履行支付等义务。这导致资产服务机构与基础资产的原所有人（即原始权益人）角色重叠。因此，资产服务机构实质上亦是不可替代的[3]。此外，在资产证券化设立阶段提供相关服务的中介机构，如律师事务所、会计师事务所等，由于其服务伴随着专项计划的设立完成而终止，故也没有约定解任事件的必要。

因此，在专项计划存续期间，由于交易机构的不可替代性，故不存在解任的可能性[4]。但是，无论将来资产证券化交易结构如何变化、资产证券化品种如何创新，对于服务机构解任事件的安排，不可缺少。

“丧失清偿能力事件”是指某一参与机构发生了破产重整、公司解散、被接管或托管、被监管机构要求停业整顿等严重的风险情形，无力再继续参与专项计划。交易机构及服务机构均有可能发生该等风险情形[5]。由于该事件所包含的风险情形严重，对专项计划造成的不利影响不可轻视。如果交易机构发生该等风险情形，则丧失清偿能力事件属于终局性事件，专项计划应提前终止；如果该等风险情形发生于服务机构（资产服务机构除外），则属于过程性事件，该服务机构应予以解任并被替代，专项计划继续存续。

“金融债务违约事件”是指原始权益人、增信机构发生针对金融机构债务的违约事件，无论是公开市场还是非公开债务融资，其对金融机构的融资违约往往说明其已经出现财务危机，但该等机构并非直接违反了专项计划项下的义务，因而金融债务违约事件属于间接性事件。然而，该事件的发生表明其债务情况恶化，对于资产证券化项目的违约风险亦大大增加，管理人需要采取一定的措施来避免专项计划受到损失。实务中，由于资产证券化属于公开市场融资，企业违约的成本较高^[6]，此时企业往往也在努力通过各种渠道自救。因此，现实的复杂情况无法使管理人得以直接宣布专项计划提前到期，因而应当将决定权交给持有人会议。从这个角度讲，金融债务违约事件属于决议性事件。

随着我国金融行业的不断发展，除了传统的金融机构外，国家也相继将保理、融资租赁、区域性股权市场等地方金融组织纳入金融监管体系，即俗称的“类金融机构”。出于严谨性考虑，金融债务违约事件中的“金融”应当进行扩张解释，即将企业对“类金融机构”的违约纳入其中。此外，实务中亦出现过原始权益人或增信主体虽未发生金融债务违约，但却是其集团内其他的重要成员企业。此时，由于交易文件并未明确约定处理方式，管理人、投资者与原始权益人就是否应当提前终止专项计划产生争议。然而，由于金融债务违约事件属于间接性事件、决议性事件，其发生后并不一定导致不可逆的后果，因此，将风险主体扩大至整个集团体系内的重要公司，对管理人管理专项计划来说更具准确性。

“违约事件”是指发生了原始权益人、增信机构直接违反了专项计划项下义务，对专项计划造成重大不利影响的风险情形，属于直接性事件、主动性事件以及终局性事件。基于平衡原则，违约事件并非当然属于决定性事件，而是根据所发生的具体风险情形，区分为决定性事件与决议性事件。实务中，如果发生原始权益人、增信机构丧失清偿能力事件，由于基本上没有存在补救的可能性，管理人直接宣布违约事件成就；如若发生了其他涉嫌违约的风险情形，则应由管理人召集持有人会议，交由持有人会议决议。

值得一提的是，违约事件与专项计划违约并非一回事，专项计划违约是指因原始权益人或增信机构的原因，专项计划在某一兑付日无法足额兑付按计划应当向持有人分配的资产支持证券收益或本金，管理人正式宣传专项计划发生违约的情形。违约事件的发生并不一定导致专项计划违约，实务中存在违约事件发生后，专项计划提前到期，资产支持证券持有人亦得到足额兑付的情况。

（二）资产证券化事件的纵向联系

相较于横向分布，资产证券化中事件的纵向关联更为复杂。不同事件之间风险情形并非如横向分布那样清晰，而是互有交叉重叠；不同事件之间的逻辑关联亦并非完全依次递进，而是互为充分或必要条件。笔者从相关事件可引起专项计划后果的严重程度为线索，逐层探讨该事件的具体情况、构成原因以及可能引发的后果，并就不同事件之间逻辑关联进行梳理。

1. 加速归集事件

《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》第十三条：“（六）建立相对封闭、独立的基础资产现金流归集机制，切实防范专项计划资产被混同、挪用等风险；“《上海证券交易所企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》[7]（2017年版）第十二条：“基础资产现金流未直接回款至专项计划账户的，应当由资产服务机构或管理人指定的机构负责基础资产现金流归集，且自专项计划设立之日起，基础资产回款归集至专项计划账户的周期应当不超过1个月。……原始权益人资信状况良好，且专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施的，现金流归集周期可以适当延长，但最长不得超过3个月。”

实务中，基础资产现金流通常较为分散，需要由资产服务机构进行归集并转付。为了避免过于繁琐，减轻参与机构的负担，通常现金流归集最初设置为按季归集。在发生特定风险情形后，归集频率将从按季调整至按月。

由于加速归集事件仅引起现金流回款归集频率的变化，所以其所包含的风险情形属较轻微，例如：连续一段时间内基础资产不良率超过特定阈值、交易机构的主体评级下调或列入观察名单、底层资产估值下降或原始权益人未在约定期限内完成基础资产转让登记等情形。专项计划存在循环购买安排的，加速归集事件启动通常会导致终止循环购买。

2. 加速清偿事件

加速清偿事件属于在资产证券化项目中较为常见的事项，触发加速清偿事件后，专项计划的分配频率加快，相应兑付日变得更为密集，专项计划账户区分本金账与利息账的，在加速清偿事件之后往往也不再区分。

加速清偿事件的严重性较加速归集事件更进一级，发生加速清偿事件时，管理人应根据相关规定进行临时性披露。实务中，包含的风险情形往往是在发生加速归集事件的前提下，若该等风险情形未能于一定宽限期内纠正，则会启动加速清偿事件。例如，原始权益人未按要求进行基础资产转让的登记，在给予合理宽限期内仍未完成办理的；资产服务机构未实质性履责，且未能及时纠正；基础资产累计违约率大幅增加，超过约定的既定阈值；增信机构或核心债务人发生经营情况恶化、失信或被重大处罚、评级下调或被列观以及出现其他重大不利影响等。由于加速清偿事件的复杂性及严重性，直接由管理人宣布会致使管理人责任过重，因此，除一些特殊情形外，应交由持有人会议决议。

鉴于专项计划加速清偿以加速归集为基础，加速清偿事件的触发必然导致加速清偿事件的启动，故加速归集事件是加速清偿事件的必要不充分条件。此外，虽然加速清偿事件会变更专项计划的分配频率，但并不改变专项计划的兑付机制，在未发生其他情况下，加速清偿程序启动后的利益分配仍属于普通兑付机制。

3. 权利完善事件

根据本章节第一部分所述，专项计划设立之初并不将基础资产转让事宜通知债务人，债务人仍然按照基础合同约定向原始权益人/资产服务机构履行支付义务，鉴于债权转让的法律规则，管理人无法直接向基础资产债务人主张相关权利。权利完善措施是对该等法律瑕疵的弥补，使管理人

代表专项计划完整地享有对基础资产的权利。权利完善程序的启动意味着管理人将正式接管基础资产，基础资产涉及的底层资产及其附属权利，均应当变更管理人为权利人，基础资产的债务人、担保人也应当直接向管理人履行相关义务。

基于上述，权利完善事件更多意义上属于辅助性事件，一般无法脱离其他事件而单独成就。当风险情形的发生导致加速清偿事件或违约事件成就时，管理人应召集持有人会议就该等风险情形是否触发相关事件以及是否采取权利完善措施进行决议，最终决议结果有两种：决定仅触发加速清偿事件/违约事件，不触发权利完善事件；或同时触发加速清偿事件/违约事件以及权利完善事件。当然，当加速清偿事件或违约事件成就后启动后相关程序足以确保专项计划不受损失的话，无须再决定启动权利完善程序，在原始权益人完全回购剩余基础资产后或核心债务人提前清偿剩余款项后，专项计划提前终止。

4. 差额补足事件

如果在兑付日前的托管账户核算日，管理人确认托管账户内可供分配的资金不足以支付相应的兑付日应付的专项计划费用以及优先级资产支持证券预期收益或本金时，以及在专项计划终止日之后，管理人根据经有控制权的资产支持证券持有人会议审议通过的清算方案确认专项计划资产不足以支付专项计划费用、所有优先级资产支持证券应付未付的所有预期收益和本金的，则构成差额补足事件。

差额补足事件的触发是专项计划存续过程中一个重大事项，该事件成就意味着专项计划的现金流的下降或资产服务机构的未能按约转付，管理人应向投资人做临时披露。此外，由于差额补足是兑付日前确保当期优先级资产支持证券得以足额分配的最后保障，差额补足义务人未履行差额补足义务将会导致违约事件的触发。然而，差额补足事件并非一定出现在违约事件之前，在其他违约事件导致专项计划提前终止后，如果清算后的专项计划资产不能足额兑付优先级资产支持证券本金及收益的，亦会触发差额补足事件。

5. 违约事件

如前所述，若原始权益人、增信机构发生丧失清偿能力事件，则直接构成违约事件。如发生差额补足事件但增信机构未履行差额支付义务、金融债务违约事件、原始权益人未赎回违约资产以及擅自处分基础资产项下的标的物物件的，管理人应召集持有人会议，由持有人会议就该等风险情形进行严重性评估，判断是否应宣布构成违约事件，并决定是否启动权利完善措施。违约事件成就后，将会直接导致提前终止事件的触发，管理人应启动提前清偿程序。在专项计划分配层面，普通兑付程序终止，特别兑付程序启动。

6. 提前终止事件

提前终止事件作为专项计划最后、也是最为严重的一个事件，其产生的后果是终局性的，所以，在约定该事件的风险情形时，应当格外谨慎。通常来说，若构成违约事件，则提前终止事件直接成就，即违约事件是提前终止事件的充分不必要条件；此外，除违约事件所包含的风险情形外，若发生其他可能使专项计划无法继续存续的间接性事件或被动性事件时，管理人亦应给予持有人

会议一个判断是否可以提前终止专项计划的提示与契机。实务中，此类提前终止情形有：发生权利完善事件之后未能完成权利完善措施、基础资产累计违约率突破更高阈值、增信机构主体评级严重下降或增信机构失去对原始权益人的控制权等重大不利情形。

如前所述，在提前终止事件触发后，管理人应启动提前清偿程序，在专项计划的普通分配程序终止，特别分配程序启动。

结语

一千个读者眼中，有一千个哈姆雷特。同样，对每个资产证券化项目来讲，有其共通的地方，也都有其特殊之处，即使是同种类型的项目，俯身去看，亦能发现不少差别。笔者对上述事件的分析及梳理，同样亦不可能完全套用于每一个资产证券化项目。本文只不过选取“事件”这一个角度，来对资产证券化进行阐释和描述，希望能给读者以启发。资产证券化作为一种高度复杂的金融产品，其结构创新、资产创新及类型创新仍在不断进行，只有深刻理解资产证券化的交易本质，才能更好地推动资产证券化在我国的发展。

注释

[1]数据来源：《2021年资产证券化发展报告（2022年2月）》 中债研发中心 第5页

[2]随着央行颁布的《动产和权利担保统一登记办法》于2022年2月1日起正式施行，为利益保护之目的，基础资产交割完成后，管理人应当于中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统办理登记。

[3]随着资产证券化的发展，在未来资产服务机构与原始权益人的分离并非不可能，例如公募REITs中，管理人会成立或聘请专门的地产服务公司来为商业地产等底层资产提供相关服务。

[4]资产服务机构虽然本质上不可替代，但由于其属于服务机构，理论上存在解任的可能，故现在多数项目文本中仍存在资产服务机构解任事件的安排，但资产服务机构的解任将直接导致专项计划的终止，实际上不存在替代的情形。

[5]对专项计划来讲，交易机构的义务是清偿，服务机构的义务的提供相关服务，从这个角度，定义为“丧失履约能力事件”更准确。

[6]可参考2021年河南永煤2020年度第七期超短期融资券违约事件。

[7]《上海证券交易所融资租赁债权资产支持证券挂牌条件确认指南》（2018年版）以及《上海证券交易所基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》（2018年版）关于现金流归集的要求规定一致，为免重述，不再特别明确。



徐润东 | 合伙人

业务领域：信托、银行理财、私募基金、券商资管计划、资产证券化及家族财富管理等泛资管领域

邮箱：xurundong@anjielaw.com