

CITY 建纬律师 DEVELOPMENT [不动产金融专刊（二）（资产证券化为主）] LAW FIRM

如有任何疑问，欢迎读者垂询。

内部刊物，所登文字，未经同意，不得转载。

97

总第 97 期

CITY DEVELOPMENT
LAW FIRM



建纬

上海市建纬律师事务所深圳分所
上海市建纬律师事务所北京分所

合编

2016 年 8 月 1 日

序 言

房地产资产压力倒逼房企创新融资途径，金融与地产“联姻”的趋势愈演愈烈，各种房地产结构性融资产品层出不穷。自2014年央行和银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》明确提出开展房地产投资信托基金（REITs）试点以来，我国房地产资产证券化的进程明显加快，2015年更是被称为“破冰之年”，万科、世茂等房地产龙头企业纷纷牵手鹏华基金、博时资产等金融机构，相继推出公募REITs、物业费ABS、购房尾款ABS等房地产资产证券化产品。更有数不清的房地产资产证券化产品处于酝酿、孵化中，未来亦将有更多的产品落地。可以说，房地产资产证券化的浪潮正在袭来。

房地产领域是资产证券化的一个重要基础资产类别。房地产资产证券化的出现，开拓了房地产企业的融资渠道，提供了房企由重资产开发商向轻资产运营管理服务商转型的新模式，丰富了地产与商业银行、证券市场、债券市场、基金、信托的合作路径，是房地产金融创新的重要方向。但现阶段，我国的房地产资产证券化市场仍未成熟，现行法律、政策仍有待完善，必将衍生诸多复杂的法律问题。

建纬律师事务所作为专注于建筑、房地产、投融资领域法律服务的专业品牌律所，紧扣房地产发展动态，关注房地产投融资领域的热点前沿问题是建纬超前、务实、至诚、优质的体现，也是建纬创新法律服务产品基础和理论保证。本期《建纬律师》特以不动产资产证券为主题，集全所精英之智对房地产资产证券化的现状、政策、应对方案等进行深入研究，以期助益开发商们应对房地产资产证券化浪潮，抢占市场竞争制高点！



深圳分所主任：贺倩明

二〇一六年八月一日

CONTENT 目 录

热点专题

- | | | |
|----|--|------------|
| 01 | 我国房地产证券化的主要模式介绍和法律问题研究 | (杭州分所 潘红光) |
| 14 | 我国房地产资产证券化SPV设立法律问题研究 | (天津分所 梁素娟) |
| 20 | 不动产收益权作为资产证券化基础资产的适格性 | (昆明分所 菁 晶) |
| 26 | 资产证券化信用增级模式的实务应用和法律风险分析 | (深圳分所 王小玄) |
| 37 | 不良资产证券化的操作模式及法律风险分析 | (深圳分所 张博立) |
| 46 | 浅论我国REITs的法律设计及障碍和立法建议 | (武汉分所 罗国梁) |
| 55 | 中国房地产投资信托(REITs)的法律障碍和立法建议 | (上海总所 刘梦雨) |
| 63 | REITs税收制度的比较法分析 | (深圳分所 吴冬雪) |
| 72 | 类REITs结构典型案例解析——以中信启航专项资产管理计划为例 | (杭州分所 吴鹏飞) |
| 86 | 资产证券化视角下万科REITs案例分析 | (北京分所 唐辛宁) |
| 95 | 以基金模式进行项目资本金融资的要点分析
——不动产私募基金有限合伙协议条款设计角度 | (天津分所 华心萌) |
-

建纬动态

- | | |
|-----|--------------------------------------|
| 103 | 总所曹珊律师获得“中国PPP项目金牌律师”荣誉称号 |
| 103 | 总所朱树英主任受理四川高院一审的成安渝高速公路特许权被收回引发的重大案件 |
| 104 | 总所曹珊律师受邀为中国建筑第三工程局西北公司讲授施工合同结算课程 |
| 104 | 总所曹珊应邀为上海市黄浦区女律师、黄浦区青年律师授课 |
| 104 | 总所曹珊律师受“点睛网”、“中国建设网”邀请为学员授课 |
| 105 | 总所曹珊律师承接首个通用机场PPP项目—新疆布尔津通用机场 |
| 105 | 总所曹珊律师受邀为郑州财政局授课 |
| 105 | 总所曹珊律师陪同黄浦区胡广杰副区长信访接待 |
| 106 | 总所朱树英主任再次应邀在天津理工大学为新疆造价管理人员专题上课 |
| 106 | 总所曹珊律师分赴武汉、邢台为客户讲授PPP课程 |
| 107 | 总所朱树英主任受理中建四局的系列重大工程案件 |
| 107 | 总所曹珊律师受中国投资协会邀参加“PPP中心圆桌会议”并作独立发言 |
| 107 | 总所朱树英主任前往宜昌为葛洲坝集团五公司授课 |
| 108 | 总所曹珊律师受北京大成所邀请为“PPP法律实务操作非诉训练营”授课 |

- 108 总所曹珊律师受全国律协指派为湖南湘西律师授课
- 108 总所曹珊律师分赴宁夏、青海为“全国律协律师巡回讲师团培训班”授课
- 109 总所曹珊律师受邀参加郑州城市发展投资集团“第八期郑发论坛”并为员工讲授片区开发PPP实务操作课程
- 109 总所与西安稼轩律师事务所建立战略合作关系，朱树英主任应邀前去作专题演讲
- 110 总所曹珊律师受邀为国家会计学院“PPP项目全过程运营风险管控实战高级研修班”授课
- 110 总所曹珊律师受邀为河南省济源市财政局授课
- 110 总所主任朱树英、北京分所主任谭敬慧参加中价协组建工程争议评审中心筹备工作会
- 111 总所曹珊律师受邀参加河南省第三批PPP备选示范项目评审会议
- 111 河南省律协及携河南千业律师事务所来总所考察交流
- 112 上海总所不动产金融部服务的新加坡客户 Katrina Group Ltd于7月26日正式在新加坡证券交易所成功上市
- 113 总所朱树英主任在事务所为华东政法学院受托组织的深圳青年律师《提高领导力》研修班上课
- 113 总所曹珊律师受邀为中国人民大学律师学院“PPP项目全面实战管理高端研修班”授课
- 114 建纬律所在凤凰智库“2016中国律所国际化服务能力20强”排名上榜
- 114 昆明分所乔迁新址并举办“一带一路与项目融资”高峰论坛
- 115 建纬总分所2016年上半年工作会议在昆明举办
- 116 总所曹珊律师飞赴昆明为政府部门、咨询机构及其他PPP从业人员讲授“PPP项目实施方案编制”课程
- 116 满堂虚左待，众望贺乔迁--建纬律所运营中心挂牌成立暨喜迁新址
- 116 接天莲叶无穷碧，且看建纬再腾飞--建纬律师事务所运营中心揭牌仪式特许经营司法实践课题研究组成立
- 118 More Challenges in Construction, More Opportunities in Future--北京分所谭敬慧主任赴欧参加2016中国商事争议解决高峰论坛，伦敦、法兰克福峰会圆满完成
- 119 山重水复疑无路，柳暗花明又一村--工程工期索赔热点评议
- 120 深圳分所城市更新专业沙龙召开，业内专家深度解读城市更新新政
- 120 深圳分所主任贺倩明律师受邀为香港中文大学商学院讲授“法商管理”
- 120 深圳分所公开课开课颜雪明律师主讲建筑物区分所有权
- 121 深圳分所陈桂平律师、邢君律师承办的多个私募备案法律意见书通过审核

- 121 昆明分所余映廷律师参加官渡区文化生态新城项目小板桥街道办事处广福路以南拆迁拆除法律项目竞争性谈判并最终中标
- 121 昆明分所受聘担任云南城投置地有限公司法律顾问
- 122 昆明分所受聘担任云药医药产业集团股份有限公司法律顾问
- 122 昆明分所受聘担任云南云投股权投资基金管理有限公司法律顾问
- 123 武汉分所主任刘居胜律师受邀参加中南财经政法大学法学院2014级教学实习培训大会，作为受邀演讲嘉宾为学校师生作出精彩演讲
- 123 武汉分所主任刘居胜律师受邀为上市公司烽火通信科技股份有限公司的数百名员工，进行“建设工程施工合同管理中的法律风险及其防范”的培训
- 123 武汉分所党支部被湖北省司法厅党委评选为“先进党支部”荣誉称号
- 123 武汉分所与武汉仲裁委员会联合举办题为“工程造价及工程造价司法鉴定法律实务”培训
- 124 特大暴雨袭击武汉，武汉分所积极应对，受到司法厅及各法律服务单位好评
- 124 长沙分所举行“违法发包、转包、违法分包、挂靠司法实务”主题内部分享
- 124 长沙分所戴勇坚主任受邀出席“PPP在中国”国际研讨会
- 125 长沙分所戴勇坚主任应邀为重庆市青年律师讲授《律师谈判策略与技巧》
- 126 长沙仲裁委员会主办，建纬律师事务所运营中心、长沙分所共同承办的“仲裁与PPP”沙龙活动圆满举行
- 126 长沙分所戴勇坚主任应邀参加点睛网公益沙龙讲学活动
- 127 长沙分所唐磊律师出席在徐州举办的“新常态下解决施工企业工程款拖欠新路径研讨会”并作主题分享
- 127 杭州分所侯志会律师应邀为杭州全市两级港航系统执法人员作执法专项业务培训
- 127 杭州分所律师在第二届杭州律师论坛再获佳绩
- 128 福州分所提供咨询服务的PPP项目—泉州城东至北峰快速通道及两侧棚户区改造项目落地动工
- 129 福州分所受福州市行政（市民）服务中心管委会委托完成行政审批服务事项梳理等工作
- 129 乌鲁木齐分所集思广益，拟起草《诉讼策略分析报告》
- 130 乌鲁木齐分所采用“云之家”办公软件，加强团队协作与交流
- 130 乌鲁木齐分所注册最高人民法院律师服务平台账号，体验云服务

我国房地产证券化的主要模式介绍和法律问题研究

杭州分所 潘红光

【论文摘要】

房地产证券化作为一种高效的融资手段，已经在全球范围内得到证实。我国房地产证券化起步相对较晚，各种配套法律制度尚未完全建立，虽然近几年我国房地产证券化有较快发展，出现了多种房地产证券化项目：如住房抵押贷款证券化、房地产信托投资基金和物业管理费资产证券化等，但其运行仍面临众多问题。

本文先从房地产证券化的含义、类型及法律特征三个方面，对房地产证券化这种融资工具进行解析；然后介绍我国房地产证券化的两种主要模式——住房抵押贷款证券化与房地产投资信托基金的发展现状；最后指出房地产证券化在我国发展面临的最大障碍是法律问题——系统性调整规范的缺失、混乱的监管体系和税收法律制度不完善，并提出相应的应对对策。

【关键词】 房地产证券化 抵押贷款证券化 房地产投资信托基金

引言

房地产业本身是一个高收益的行业，但在高收益的背后，必然也隐藏着高风险，正是由于其具有这样的属性，使得房地产的发展离不开金融业的有效支持，金融业的每次创新，也必然给房地产业的发展输送新鲜的血液、带来无限的商机。随着上个世纪全球房地产市场的蓬勃发展，一项新型的金融工具应运而生——房地产证券化。房地产证券化源于 20 世纪 60 年代末期美国的住房贷款抵押市场，随后迅猛发展；到了 80 年代，随着金融市场自由化和国际化的迅速崛起，此证券化技术被广泛应用于抵押债权以外的非抵押债权资产并在欧美市场获得蓬勃发展；到了 90 年代，资产证券化开始进入亚洲市场，特别是东南亚金融危机爆发以后，在一些亚洲国家得到迅速发展，这一金融工具成

为了全世界金融创新之标志。因此，研究房地产证券化对于我国已然兴起并不断发展的房地产证券化有着重要的意义。

一、房地产证券化概述

（一）房地产证券化的含义

房地产证券化（Real Estate Securitization），是以房地产或房地产债权为资产而实施的一种资产证券化。因证券化本身就是一个非常宽泛的概念，而且我国目前也没有关于资产证券化的权威法律定义，所以无论是理论界还是实务界，对房地产证券化的含义也存在着很大的分歧。

通常认为，房地产证券化是一个将流动性较低的、非证券形态的房地产投资转化为资本市场上的证券资产的金融交易过程，也即把房地产能够得到的收益（包括出售或出租经营收益），作为担保或抵押品发行证券，然后出售这些证券，其实质是将房地产投资直接转化为证券形态，使投资者与房地产之间的权利关系转变为拥有有价证券的债权或股权关系。

房地产证券化按照融资主体不同可分为房地产抵押贷款债权证券化和房地产投资权益证券化。前者从金融机构的角度出发，金融机构将其拥有的房地产债权分割成小单位面值的有价证券出售给社会公众，即出售给广大投资者，从而在资本市场上筹集资金，用以再发放房地产贷款；后者（如房地产股票、房地产债券、房地产信托收益凭证、以及土地使用权、房地产产权等证券化）系以非金融机构为视角，房地产投资经营机构将房地产价值由固定资本形态转化为具有流动性功能的证券商品，通过发售这种证券商品在资本市场上筹集资金。

根据融资方式不同，可将房地产证券化分为表外融资和表内融资，其中表外融资包括抵押贷款证券化、房地产债券、房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trust，简称 REITs）、以及土地使用权、房地产产权证券化等；表内融资则主要为房地产股份公司发行的股票。从广义上讲，房地产企业股份化也是一种证券化，但它是以公司作为担保而发行的证券，该种股份化与整个公司的财产权益密切相关，其现金流来自整个公司，

房地产企业发行的股票属于表内融资；而表外融资的现金流则来源于具体的房地产项目，究其本质是不同投资者获得房地产投资收益的一种权利分配，其具体形态可以是股票、债券，也可以是信托基金与收益凭证等。故，房地产证券化从广义上讲，包括股份公司发行的股票，它是广义证券化中的表内融资方式之一，而狭义的证券化则不包括表内融资。

本文所论述的证券化仅指狭义的房地产证券化，其系一种侧重于资产负债表外融资、以房地产抵押贷款证券化与房地产投资信托基金为核心的多元化融资体系。其主旨是将价值巨大的房地产动态化、细分化，利用证券市场的功能，实现房地产资本大众化、经营专业化及投资风险分散化，为房地产市场提供充足的资金，推动房地产业与金融业快速发展。

（二）房地产证券化的法律特征

1. 基础资产的法律形式是合同权利。无论是房地产抵押贷款债权证券化还是房地产投资权益证券化，在证券化过程中，基础资产都被法律化为一种合同权利。

2. 参与者众，法律关系复杂。在整个房地产证券化过程中，从基础资产的选定到证券的偿付，有众多的法律主体（如发起人，特殊目的载体，信用评级机构，受托管理人和投资者等）以不同的身份参与进来，相互之间产生纵横交错的法律关系网，其涉及面之广是其他资产证券化所不能及的。借款人和贷款人之间的借贷法律关系，委托人和受托人之间的信托关系，特殊目的载体（Special Purpose Vehicle 简称 SPV）和原始权益人的资产转让关系，SPV 和证券承销商的承销关系，还有众多的中介机构提供的服务而产生服务合同关系等等，一个证券化过程中，有着多种多样的法律关系，牵涉国家方方面面的法律规定。任何一个法律规定的忽视都将影响证券化的实施效果。

3. 独特的融资模式。这主要体现在两个方面，一方面体现在融资结构的设计上。房地产证券化的核心是设计出一种严谨有效的交易结构，通过这个交易结构来实现融资目的。另一方面体现在负债结构上。利用证券化技术进行融资不会增加发起人的负债，是一种不显示在资产负债表上的融资方法。通过证券化，将资产负债表中的资产剥离改组

后，构造成市场化的投资工具，这样可以提高发起人的资本充足率，降低发起人的负债率。

4. 安全系数高。在由其他专业机构经营的同时，借助于证券化风险隔离的设计，投资者的风险只取决于基础资产现金流的收入本身，而非以发起人的整体信用为担保，并且和发起人的破产风险相隔离，和 SPV 的破产风险相隔离，SPV 或者是为证券化特设一个项目，或者对证券化的基础资产实行专项管理，SPV 的经营范围不能有害于证券化，对基础资产的现金流收入委托专门的金融机构专款专户。这种独特的设计降低了原有的风险，提高安全系数。另外，证券化的信用级别也不受发起人影响，除了取决于自身的资产状况以外，还可以通过各种信用增级手段提高证券化基础资产的信用级别，降低风险，提高安全性。而且房地产证券具有流通性，可以通过各种方式流通，提早收回投资，避免风险的发生。

5. 证券品种多样化，适合于投资。房地产证券本身就根据不同投资者的不同投资喜好设计了品种多样性质各异的证券，有过手证券、转付证券、债券和收益凭证等等。

总之，以法律制度为主体的制度框架对资产证券化的产生和发展起着重要作用。资产证券化的每一个环节的设计，每一个主体的参与和权利义务，都需要法律的维护和约束。

二、我国房地产证券化的主要模式

目前我国房地产证券化的模式大致可以分为三类：房地产抵押贷款证券化（主要指住房抵押贷款证券化，Mortgage-Backed Securitization，简称 MBS）、房地产投资信托基金（REITs）和其他模式（如物业管理费、购房尾款资产证券化），因而下文主要就住房抵押贷款证券化和房地产投资信托基金展开论述。

（一）住房抵押贷款证券化

1. 住房抵押贷款证券化的含义

MBS 是指具有发放住房抵押贷款权限的商业银行或其他金融机构，将其持有的住房抵押贷款的债权转让给专门发行贷款证券的特殊目的机构 SPV，由该 SPV 将贷款以证券的方式在市场上发行，或者是将贷款转让给信托公司，以信托的方式发行贷款证券。¹

在我国，随着经济不断发展，人们生活水平的提高，人们对于商品房等住宅产品的需求也不断提高，住房抵押贷款在目前商业银行发放贷款种类中最为普及，最为人们所熟悉。我国的住房抵押贷款包括住房公积金贷款，一般的按揭贷款以及房屋抵押贷款等多个品种，普及性比较高，这些贷款具有同质性，又都缺乏流动性，并且能产生稳定的现金流，适合作为信贷资产证券化的对象之一。²

2005 年 4 月，中国人民银行、中国银监会发布了《信贷资产证券化试点管理办法》，该《管理办法》第二条将信贷资产证券化明确的定义为“银行业金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该资产所产生的现金支付资产支持证券受益的结构性融资活动。”

2005 年 12 月，中国建设银行首次以较为规范的方式发行以信贷资产为基础资产的房地产证券化产品。建设银行从上海市、江苏省和福建省三家一级分行中筛选出了一万五千余笔、金额总计约三十亿元的个人住房抵押贷款组成资产池，委托中信信托投资有限责任公司发行 2005 年第一期“建元个人住房抵押贷款资产支持证券”，这是国内首单个人住房抵押贷款债权证券化产品。

据相关数据显示，截至目前，个人住房抵押贷款和公积金贷款证券化产品发行总量为 548 亿元。³

2. 我国住房抵押贷款证券化的基本流程

¹ 张严方：《金融资产证券化：法律问题与实证分析》，法律出版社 2009 年 6 月版，第 25 页。

² 王文字：“资产证券化法制之基本问题研析”，《月旦法学》2002 年第 9 期。

³ 冯昱：“‘去库存’背景下房地产证券化之发展”，载《房地产金融》2016 年第 13 期。

标准的 MBS 都会经过一个被设定好的流程，只有严格按照流程和相应的标准一步步完成，才能保障投资者最后的收益和保证银行二次住房贷款的实现。概括来说，基本的流程包括以下几个步骤：

首先银行同借款人签订住房抵押贷款合同，构成银行的信贷资产，银行对贷款按照一定标准分类后组成不同的资产群，然后由银行将资产群过户给住房抵押贷款证券发行机构（SPV），SPV 通过真实购买的方式购买，办理过户手续，实行信贷资产与银行之间的风险隔离。⁴SPV 以及证券投资风险管理机构对信贷资产进行信用评级以及内部信用增级和外部信用增级之后发行证券。证券发行之后交由较大的证券公司包销和代销贷款证券。投资者根据被发行证券的信用级别，并经过专业投资机构，会计师或者律师事务所进行风险评测后决定购买证券。证券销售之后所获得的资金要由支付给银行作为银行转让住房抵押贷款本金和利息。住房抵押贷款的借款人在贷款到期之日偿付给银行的贷款本金和利息将作为投资人（即购买该类证券的人）的收益。⁵

3. 住房抵押贷款证券化中法律关系分析

（1）债权债务关系的变更

借款人同银行签订住房抵押贷款合同后，借款人与银行之间的债权债务关系成立。SPV 向银行购买住房抵押贷款时就涉及到债权债务关系的变更。首先要终止银行与借款人之间的借款合同关系，然后由 SPV 和银行之间签订债权转让协议。我国《合同法》并没有禁止银行转让信贷资产的规定，并且根据《合同法》的相关规定转让债权不需要征得债务人的同意，就此来说借款人不论是像银行还是像其他机构偿还贷款都没有任何区别，因此银行，不必再同借款人签订协议，简化了流程。但是根据《合同法》第 80 条的规定，债权转让应当要通知债务人，因此银行还必须要履行债权转让的通知义务。

（2）住房抵押贷款证券发行机构同银行之间的破产隔离

⁴ 梁永平：“我国商业银行发行住房抵押贷款证券化的法律问题研究”，《中国房地产金融》2002 年第 2 期。

⁵ 范亮亮、刘洪玉：“国外住房抵押贷款担保制度的分析和借鉴”，《金融与经济》2006 年第 2 期。

SPV 设立的主要目的是“最大限度的保护投资人的利益，然后在此基础上最大限度的满足购房者的需求。”为了实现这一目的就必须保证 SPV 是一个“不破产实体”。SPV 如果面临破产，就会引起其他债务，从银行收购来的信贷资产将会作为 SPV 的债权予以申报，那么投资者的债权将得不到保障，另一方面 SPV 应当实现与银行之间的破产隔离，银行面临债务危机导致破产时不至于影响 SPV。实现与银行之间的破产隔离最重要的一点就是避免 SPV 和银行之间的关联交易。MBS 发展比较成熟的国家和地区的法律都明确规定，要有独立于银行的一方来担任 SPV 的角色，避免同银行的关联交易。⁶但是在实际操作中，有的银行创设属于自己的子公司，名义上独立于银行，但是实际上受银行的控制，子公司同银行之间一脉相承，不可能隔离银行的各种经营风险以及破产风险，这样的 SPV 便是形同虚设，根本不能起到隔离风险，保障投资人利益的作用。

我国《信托法》虽然中没有明确提到发起人和特殊目的机构 SPV，但是信托财产的独立性（或者说与发起人破产风险的隔离性）还是得到了《信托法》的肯定。《信托法》第 15 条规定：“信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别，设立信托后，委托人死亡，或被依法解散，依法撤销，或宣告破产时，委托人是唯一的受益人，信托终止，信托作为其遗产或清算财产，委托人不是唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其遗产或清算财产，但作为共同受益人的委托人依法解散，依法撤销或宣告破产时，其信托财产作为其遗产或清算财产。”

（3）住房抵押贷款证券发行机构与银行之间的“真实销售”关系

住房抵押贷款证券发行机构同作为发起人的商业银行之间信贷资产的转让关系必须是基于真实销售而发生的。⁷通过真实销售使得获得所购买信贷资产的所有权益，包括收益权，控制权，当然也要承担信贷资产将来可能产生的风险，这些同转让贷款的银行再没有任何关系，银行无法取得被转让信贷资产的收益，也不必承担风险。在真实销售中得到的一项最重要的权利是直接追索权，也就是说通过直接追索权，可以直接向银行追

⁶ 宾融著：《住房抵押贷款证券化》，中国金融出版社 2002 年 3 月版，第 154 页。

⁷ 胡鹏翔著：《资产证券化投资利益保护机制研究》，法律出版社 2006 年 7 月版，第 90 页。

索贷款，因为“真实销售”和“风险隔离”保证了住房抵押贷款证券发行机构不需要承担住房抵押贷款本身的信用风险，这些信用风险可能是由多方面因素造成的，比如借款人违约没有按期偿还贷款，或者是由于银行本身经营问题，这些风险与发行机构一概没有任何关系，它仍可以在贷款到期日直接向银行索取贷款的本息，以保证投资人的收益。

（二）房地产投资信托基金

1. 房地产投资信托基金的含义

REITs 是起源于美国的一种房地产投资工具，它采用公司或者信托的形式，通过发行可在证券市场交易的受益证券（股票或受益凭证）从众多的投资者筹集资金投资运用到房地产市场，把所获得的收益，几乎全部以红利的形式分配给投资者，并享受税收优惠的一种投资工具。⁸

2、房地产投资信托基金的运作模式

角度不同，REITs 的分类也不同，而不同的 REITs 有着不同的运作模式。从 REITs 组织形式的角度出发，可将其分为公司型 REITs 和契约型 REITs。

公司型 REITs 是以公司法为基础设立的，具有独立法人资格的经济实体，是通过发行基金份额的方式募集资金，投资于各种形式的房地产及其相关权益、以营利为目的的股份制公司。投资者通过购买 REITs 公司发行的股票成为公司股东，以其所持股份行使股东权利，并定期从 REITs 公司处获取稳定收益。虽然公司型 REITs 在组织形式上与股份有限公司相类似，但 REITs 公司本身并不从事实际运作，而是委托专门管理公司管理运作，同时委托其它金融机构作为保管公司代为保管 REITs 资产及股息核算等业务。

契约型 REITs 是以信托法为基础，一般依照投资者、管理公司和保管公司三方订立信托契约，通过发行受益凭证募集资金而设立的，其本身不具有法人资格。由 REITs 的发起人管理公司，其通过发行受益凭证的方式募集资金组成信托财产，并按照信托契约进行投资；保管公司则一般由金融机构担任，依照信托契约的约定负责保管信托财产，具体办理证券、现金管理以及有关的代理业务等；REITs 的受益凭证是一种有价证券也是

⁸ 尹乃春：“我国推行 REITs 法律问题研究”，载《中国房地产金融》2005 年第 01 期。

REITs 的财产证明，而投资者通过购买受益凭证投资于 REITs 成为受益凭证的持有人，并根据其购买份额按比例分享投资收益。

从 REITs 投资方向的角度出发，可将其分为权益型 REITs、抵押型 REITs 和混合型 REITs。

权益型 REITs 的权益主要是指拥有房地产资产的权益，即通过直接投资并拥有房地产，以购买、管理、更新、维护和出租、出售房地产物业为主营业务，其收入来源是物业的租金收入和房地产项目的增值收益。根据经营战略的不同，权益型 REITs 的投资组合会有很大不同，但主要是经营购物中心、公寓、办公楼、仓库等收益型房地产项目，通过长期持有以经营获利，而较少直接从事房地产开发，如果有项目开发，也是为了自己经营，而不是简单的将开发的房地产出售获利。

抵押型 REITs 获得收益的方式是，把筹来的款项用在购买抵押证券上或者用来发放抵押贷款。由于抵押型 REITs 的收益主要来源于利息收入，故其收益水平受利率的影响较大。

混合型 REITs 不仅进行房地产权益投资，还从事房地产抵押贷款，是介于权益型和抵押型之间的一种 REITs。混合型 REITs 采取上述两类的投资策略，具有权益型 REITs 和抵押型 REITs 的双重特点，即在自身也拥有部分物业产权时，也从事抵押贷款服务。理论上，混合型 REITs 在向股东提供该物业增值收益的同时，也能获得稳定的贷款利息。

此外根据 REITs 募集方式的不同，可将之分为私募 REITs 和公募 REITs；根据 REITs 发行方式的不同，可将之分为封闭式 REITs 和开放式 REITs。

3. 我国房地产信托基金的立法概况

我国第一部规范信托关系的基本性法律是于 2001 年 4 月 28 日颁布的《信托法》，该法的颁布使信托行为在我国有了权威的法律依据。为了使信托业和个别信托得到全方位、多角度的规范，《信托投资公司管理办法》于 2002 年 6 月由中国人民银行草拟并公布。在 2002 年 6 月 13 日《信托投资公司资金信托管理暂行办法》公布后，中国的信托行业开始步入规范化、法制化。为了通过实施货币政策，规范金融企业的房地产信托业务，

达到调控房地产行业的目的，央行于 2003 年 6 月公布了《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》。该文件的实施，以及 REITs 与其他融资工具相比所具有的制度优势，REITs 成为了解决开发商资金不足的新途径，也是投资者获得高额银行利率的一种特别有效集资方法。

为了进一步规范信托投资公司房地产投资信托业务的经营方式，中国银监会于 2004 年 10 月出台了《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法（征求意见稿）》，紧接着于中国银监会又于 2005 年、2007 年分别公布了《关于加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》、《信托公司管理办法》和《集合资金信托管理办法》。在国务院办公厅于 2008 年 12 月颁布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》明确提出“开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道”后，银监会于 2009 年 1 月 10 日公布《中国银监会关于当前调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》明确表态“积极推动信托公司开展房地产投资信托基金项目业务”，这些法律文件的制定、实施，使我国发展房地产投资信托基金有了基本的法律规范支持。但是直到近几年《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》与《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》的公布，我国房地产证券化才真正实现破冰。

2015 年，万科、世茂等房地产龙头企业分别纷纷牵手鹏华基金、博时资产等资产管理机构，公募 REITs、物业费 ABS、购房尾款 ABS 等房地产金融产品相继亮相。根据万德数据统计，截至 2015 年底，我国房地产资产证券化项目的市场存量为 13 支，均为交易所发行的项目。⁹

三、我国房地产证券化发展存在的法律问题与建议

当前我国实施房地产证券化仍存在着一系列问题，如：资本市场发展尚不成熟、针对房地产业的金融一级市场还不够发达、个人信用制度的完善、证券化涉及的专门税收

⁹ 王宏贵：“2016 年中国房地产资产证券化论坛在京举办”，

<http://bond.hexun.com/2016-03-26/182980914.html>（访问日期：2016 年 7 月 11 日）。

及会计制度等方面的处理办法与房地产证券化需求之间的矛盾等等，但制约我国房地产证券化发展最重要的因素依然是法律问题。

（一）我国房地产证券化发展存在的法律问题

1. 系统性调整规范的缺失

从总体上看，目前我国的房地产证券化依然处于试点阶段，发展还不够成熟，缺乏系统性和规范化的相关法律规范。虽然我国已经颁布了《证券法》、《破产法》、《信托法》和《公司法》等高位阶的法律，其中《证券法》第二条第三款之规定，对证券的范围进行了限定，主要确定了债券、股票及国务院确定的其他类型的证券产品；我国的《破产法》中也对公司、企业及法人的破产条件也做了明确性规定，这在一定程度上为房地产证券化中的“真实销售”提供了法律上的依据；另外针对房地产证券化中 SPV 的组织形式及法律地位在《公司法》、《信托法》中也有相关规定可供参考。但从立法实践来看，我国并未制定调整房地产证券化的专门性法律，而是主要通过制定尚处于试点阶段的行政法规、部门规章（如，《信贷资产证券化试点管理办法》、《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》和《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》等）来对这一领域进行调整。这些虽然是针对房地产证券化所制定的专门性规定，但毕竟是试点期的规定，处于试错状态，且这些规定所处的法律位阶亦相对较低。

2. 混乱的监管体系

我国金融体制是分业经营、分业管理模式。目前我国房地产证券化的主要监管部门是中国人民银行、银监会、证监会、财政部、国有资产管理部门以及外汇管理部门等，而这些部门之间并不存在隶属关系，对于房地产证券化都制定了各自的规章制度予以规范，因此各部门的监管角度和力度不同，进行监管所依据的内部规章等亦各不相同，甚至还存在相互矛盾和冲突的地方。这种分业监管的金融体制，导致多个部门在房地产证券化的监管上均有执法权，看似多个部门监管力度更大，实则有可能导致这些部门因房地产证券化的监管存在一定的困难而互相“踢皮球”，出现不作为的情况，还可能会造成资本市场的分割，不利于金融市场的健康发展。各部门监管标准存在差异，可能会出现

权力寻租，不利于公平竞争；各部门之间存在监管权力之争，可能会出现只考虑部门利益，无法切实履行监管职责的情形，这无疑会对我国房地产证券化的发展造成监管混乱并带来监管风险。

3. 税收法律制度不完善

我国目前明确出台的关于资产证券化税收的规定是《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》，在该通知中，只是针对信贷资产证券化中所涉及的税收问题做出了部分规定，覆盖面和灵活性还有所欠缺。而不同类型的资产证券化产品，其所涉及的税收问题差异较大。美国对于不动产证券化有着专门的税收规定和免税政策。1986年推出的不动产抵押投资管道（Real Estate Mortgage Investment Conduit, RE-MIC）是一套专门适用于不动产资产证券化的法律，其中规定了SPV的形式及相应的免税政策。另外，美国的法律还规定符合条件的不动产资产证券化可以不征收相应的资本利得税和所得税，这使得其不动产证券化发展极其迅猛。相比于国外，我国房地产证券化并没有相应的税收优惠政策，¹⁰相反，还可能面临重复征税的风险。如在公司型REITs情形下，需要缴纳25%的企业所得税、分红后投资人仍需缴纳个人所得税、不动产持有期间需房产税等。

（二）对我国房地产资产证券化发展的建议

首先，在立法方面，我国需要建立一个完整的房地产证券化法律法规体系。由于我国房地产证券化发展起步晚，尚处于不断实践与探索的初级阶段，若依据《立法法》逐一按法定程序修改法律并不实际。因此，笔者认为，对此可以考虑对房地产证券化领域进行专项立法。对我国现行的房地产证券化方面的法律、规章等规范性文件加以整合、补充、调整，消除法律规定之间的矛盾，明确房地产证券化的法律关系。针对我国在房地产证券化方面存在的法律空白和房地产证券化初始阶段的优惠政策，可先行制定行政法规、部门规章加以规范，待时机成熟，再进一步有步骤、有计划、分层次地构建我国房地产证券化的法律框架。这样既可以消除立法中的法律冲突，又可以提高房地产证券

¹⁰ 周蕊：“中国资产证券化制度变迁及思考”，载《中国证券》2014年第9期。

化立法的效力位阶，顺应房地产证券化市场的发展，为证券化的发展提供完善的法律制度保障。

其次，在监管模式上，主要是发挥好政府监管作用及协调好政府监管与行业监管之间的关系，这对我国房地产证券化的稳健发展具有十分重要的意义。政府监管应作为他律的主要形式。¹¹针对我国目前存在中国人民银行、银监会、证监会、财政部、国有资产管理部门以及外汇管理部门多头监管的现状，以及我国证监会在我国证券市场上多年的监管实践，我国应成立综合性的执法监管机构对房地产证券化进行统一监管，以证监会为主，其他相关部门予以配合，加强执法权威性和力度，保证监管的有效性，维护金融市场的公平、公正，保护投资者的合法利益。

行业自律是指证券业从业组织共同制定行业规则、约束行业内的从业行为，实现证券业内部的自我监管、自我管理。行业自律源自市场第一线，对行业内的情况和异常变动更为敏感，更熟悉市场规律和谙熟市场经验。此外，与法律法规相比，行业自律组织参与制定的行业监管规则具有可操作性，能及时、高效地对房地产证券化实施调控、监管和矫正。因此，行业自律在房地产证券化监管体系中具有不可替代的作用。在进行国家监管（他律）的同时，也应当强调自律的作用，但是又不能完全依靠自律，必须在自律与他律间找到平衡点，从而实现高效、有效的监管。

最后，完善税收法律制度，针对房地产证券化过程中不同的主体及阶段，制定相应的、合理的税收政策，以降低房地产证券化的运营成本。税收负担是关系证券化操作是否具有可行性的重大问题，不少国家都对证券化操作提供了一定的税收优惠。¹²证券化在我国对税收成本比较敏感，从支持房地产证券化发展的角度出发，政府应提供税收优惠。例如将发起人转让资产的收益和损失都作为计税的依据，将 SPV 作为一个免税载体对待，减轻投资者购买房地产证券所得的税负和进行此类证券交易所要缴纳的印花税负等。

¹¹ 唐贇：“试论我国房地产证券化法律监管制度构建”，载《西南农业大学学报》（社会科学版）2014 年第 1 期。

¹² 郭颖真：“资产证券化下税收问题的比较研究”，载《比较视点》2006 年第 11 期。

结 语

房地产业是一个资金密集的行业，正是由于房地产这样的特征，使得房地产业的发展必须借助多样且灵活的融资方式。与此同时，作为一个新兴的金融工具——房地产证券化使得房地产融资渠道进一步拓宽，缓解了开发商因为筹资难而不能继续维系产业的尴尬。虽然目前我国房地产证券化的发展还面临很多法律问题，如法律规定的空白，或者过时法律规定对其发展产生的阻碍，但是随着市场经济的深入发展，房地产证券化会在更大范围内进行试点，最终成为不断释放活力，为金融市场带来新动力的优质金融产品。

笔者相信，未来房地产证券化在合理的政策指引和法律法规保护下，必将在中国的金融市场得以推行和发展。同时作为一种新兴的金融工具，也必然为我国的房地产发展带来更多的亮点。

我国房地产资产证券化 SPV 设立法律问题研究

天津分所 梁素娟

【论文摘要】

资产证券化自其问世以来就备受青睐，成为众多国家金融市场是重要工具之一。房地产行业作为周期长、工程复杂、资金密集的行业，对于融资方式的尝试与选择有着内在的利益驱动。资产证券化对我国房地产业发展有重要意义，但是，目前我国尚缺乏与资产证券化相对接的完备法律制度，在这种形势下，重新审视房地产资产证券化模式，理顺法律关系，深入研究具有重大现实意义。

【关键词】 资产证券化模式 法律关系

自 20 世纪 70 年代，资产证券化在美国问世以来，发展迅速，已成为许多国家金融市场上普遍的融资方式之一。但在亚洲市场，尤其是中国市场仍不失为新兴的金融工具，且受到政府和其他组织的关注。2005 年我国正规的资产证券化起步，2008 年美国次贷危机的爆发引发了民众对于资产证券化的质疑，略有中断，2011 年国务院决定重启资产证券化，并补充完善了相关规定，2013 年资产证券化正式重启，2014 年 8 月 14 日，国务院办公厅下发的《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》（国办发[2014]39 号）第二条中明确指出“大力推进信贷资产证券化，盘活存量，加快资金周转速度”。

房地产行业作为周期长、工程复杂、资金密集的行业，对于现金流有着天然的偏好，对于融资方式的尝试与选择有着内在的利益驱动。资产证券化有着巨大发展潜力，对我国房地产行业发展有重要意义，但是，目前我国尚缺乏与资产证券化相对接的完备法律制度，在这种现状下，重新审视房地产资产证券化模式，深入研究，具有重大现实意义。

一、房地产资产证券化概述

（一）房地产资产证券化的概念

1、经济学家 Gardener（1991）曾对资产证券化下的一个一般性的定义：它是使储蓄者与借款者通过金融市场得以部分或全部地匹配的一个过程或一种金融工具。在这里，开放的市场信用（通过金融市场）取代了由银行或者其他金融机构提供的封闭的市场信用。这个概念虽然从信用体制角度定义了资产证券化，但其并不能用以区分资产证券化与发行股票或其他证券的区别。

2、美国资产证券化方面的著名专家 Shenker&Colletta 所下的定义是：资产证券化是指权利凭证的出售，该权利凭证代表了一种独立的、有收入流的财产或财产集合中的所有权利利益或其所担保，这种交易被构架为减少或重新分配在拥有或出借这些基本财产时的风险，以及确保这些财产更加市场化，从而比仅仅拥有这些基本财产的权利有更多的流动性。该定义要素全面，且受人推崇，但是笔者认为，该概念没有突出资产证券化中各方主体的地位与作用，且缺乏生动性。

3、房地产资产证券化是指资金需求者不通过信用中介——银行贷款的方式取得资金，而是把房地产的直接物权转变为持有证券性质的权益凭证，通过资本市场或货币市场发行证券，向投资者筹资的直接融资方式。

（二）房地产资产证券化的特征

1、以融资为目的

资产证券化的发起人之所以启动这个过程在于其所拥有的有稳定的可预见未来收益的资产缺乏流动性，不可以或短期不可以变现，发起人为了获得现金而将这种资产转让给 SPV, 由 SPV 通过信用增级和评估机构等来吸引投资者，发行证券，实现融资，进而满足房地产经营中所需要的持续且大量现金需求。

2、不依赖银行信贷机构的融资方式，且以资产本身的信用为担保

资产证券化中，银行信贷机构等不再是资金的提供者，不再过分依赖银行信贷机构，在融资方式有限，银行可融通资金一定的情况下，资产证券化拓宽了融资途径，无疑是一种创新。

另外，资产证券化的创新还在于它以资产本身的信用取代了融资主体的信用。资产证券化以资产作为投资者应得本息的担保，而传统融资方式如股票和其他证券的发行是以发行者本身的信用为担保的，与主体信用的不确定性相比，资产本身的信用更稳定可靠。

3、通过特殊的结构设计来实现融资

资产证券化结构设计不仅仅在于融资还在于对风险隔离，投资人的利益保护等。这些是通过一系列结构设计来实现的。设立 SPV，首先是为使基础资产的信用和风险独立于发起人，保证发起人将资产出售给 SPV；其次，信用增级的采用，评估机构的评估，在实践中其他中介机构的所提供的服务，都旨在增强证券的吸引力，关注投资人的利益保护。

二、SPV 法律分析及模式选择

SPV 的设计是资产证券化中的核心问题，SPV 的设计的成败几乎直接关系到整个资产证券化过程的成败。因此，凡是证券化的相关法律问题的研究都十分关注 SPV 的设计。

（一）国外 SPV 模式借鉴

从国外法律规定 SPV 的设立形式来看，有以下三种方式：公司、信托、合伙。

1、特殊目的公司（Special Purpose Company, 简称 SPC）

SPC 是国外证券化操作中最为常见的组织形式，其优点有：能够在资产证券化过程中反复使用发行各类证券，增强灵活度。而且，公司是民众十分熟悉的一种经济实体，相关法律规定发达，SPC 可以帮助当事人较为容易地评估证券化的法律风险。其缺点是公司是一个资本营运主体和纳税实体，这样可能 SPC 在从发起人处取得证券投资者特定资产时和其将该资产发行证券时承担双重的纳税义务；另外 SPC 灵活地发行各类证券，反复

使用过程中可能会引起自身破产，或通过法人人格否认制度丧失独立人格，进而可能殃及用于证券化的资产，增强其风险性。

我国《公司法》对于公司设立须“有固定的生产经营场所和必要的经营条件”的要求将增加 SPV 的设立成本。另外，SPV 的性质决定了 SPV 适合发行债券而不是股票。我国现行法律对于发行债券的主体资格要求较高。这与实践中 SPC 一般仅需是“空壳公司”的状态相比，大大增加了资产证券化的成本。《公司法》第 177 条规定公司分配当年税后利润时，应当提取利润的 10% 列入法定公积金，并提取利润的 5%~10% 列入法定公益金。这一规定也必然与资产证券化的功能相左，因为资产证券化的目的在于使欠流动性的资产变现，而非长期性的投资与发展。我国《信贷资产证券化试点管理办法》仅规定了信托形式的 SPV。

2、特殊目的信托 (Special Purpose Trust, 简称 SPT)

信托起源于英国，在英美等国信托法律制度发达。SPT 是指发起人以证券化基础资产设立信托，让与作为资产证券化中介机构的信托机构，从该信托机构换取受益权证，然后再销售给投资者。信托是委托人将财产权转移于受托人，受托人依信托文件所定为受益人或特定目的而管理或处分信托财产的法律关系。且信托一旦生效，信托财产即从委托人、受托人以及受益人的自有财产中分离出来，成为一项独立的财产。委托人一旦将财产交付受托人，即丧失其对该财产的所有权；而受托人虽取得信托财产名义上的所有权，并为受益人利益而管理信托财产，但它并不能享受行使这一所有权所带来的利益（除非其本身是受益人之一），受益人是信托财产的实际所有人，但对信托财产无直接处分权。在资产证券化关系中发起人是委托人，资产证券化中介机构是受托人，投资者是受益人，而被让与的证券化基础资产自然就是信托财产。在资产证券化过程中，SPT 可以保证用于资产证券化的资产的独立性，不受 SPT 破产的影响，有利于风险隔离的实现而普遍应用。

我国《信托法》第 4 条规定：“受托人采取信托机构形式从事信托活动的，其组织和管理由国务院制定具体办法。”目前国务院并未出台相关办法。同时，根据中国人民银行于 2002 年 6 月份公布的两项法规《信托投资公司管理办法》和《信托投资公司资金信托管理暂行办法》的规定，信托投资公司将不得发行任何凭证式证券（包括债券）。

3、特殊目的合伙

资产证券化中特殊目的合伙一般是有限合伙，发起人将资产让与作为资产证券化中介机构的合伙组织，由其发行可上市流通的预托证券，投资者购买该证券而成为有限合伙

人。其优点是：在有些国家如美国它不是纳税主体，具有避税功能。缺点是：合伙的决策行为是共同法律行为，须所有无限合伙人一致通过才生效。程序复杂，效率相对低。

根据我国《证券法》相关规定可以发行证券的主体首先必须是法人。资产证券化中采合伙形式时，发起人将资产让作为资产证券化中介机构的合伙组织，由其发行可上市流通的预托证券，投资者购买该证券而成为有限合伙人。因此，若采取合伙形式，资产证券化流程会中断。

（二）目前我国房地产 SPV 设立与实践

1、特殊目的的信托 SPT

专门的 SPT 是以我国《信托法》为法律基础，发起机构或者原始权益人将基础资产交付信托公司，信托公司作为 SPT 的受托人，在法律地位上，信托财产独立于委托人、受托人、和收益人的自有资产，仅仅付出信托目的经营运作。

2、特殊目的机构 SPE (Special Purpose Entities) 模式

SPE 的受托机构是证券公司及基金子公司，2014 年 11 月 19 日，中国证监会以“公告”形式发布的《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》，明确了 SPE 概念，并规定“专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产。原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人因依法解散、被依法撤销或者宣告破产等原因进行清算的，专项计划资产不属于其清算财产”，SPE 与各主体之间法律关系依据《证券投资基金法》来确立，而不是《合同法》上的普通委托关系，以此来实现 SPE 的破产隔离。该规定只是部门管理规定，法律效力位阶不高，而其上位法《证券投资基金法》只明确了证券投资基金具有与信托类似的破产隔离效力。

实践中，由作为基金管理人的证券公司或基金管理公司子公司代表资产支持计划与原始权益人签订资产买卖合同，购买基础财产，达到“真实出售”，实现风险隔离。因此，以 SPE 形式发行的证券化资产与原始权益人之间认定为以资产买卖合同实现破产隔离。

3、SPC 模式

SPC 形式的特殊目的公司本身具有“有限责任”的特征，有限责任特征即表明公司资产与发起人资产相互独立。从破产隔离角度，SPC 形式是较好的选择。此外，SPC 与原始资产所有人，也是通过资产买卖合同实现资产转移，在商业上已经实现破产隔离。因此，在国外，SPC 形式的 SPV 成为最受青睐的模式之一。

关于 SPV 模式的理论上有上述三种 SPT、SPE、SPC 方式。信贷资产证券化采取 SPT 形式，资产支持专项计划和项目资产支持计划采用 SPE，但是 SPC 的设立程序要求、成本都高于前两者，目前国内以 SPC 模式进行资产证券的尝试尚未实践。

三、资产证券化在我国实行的法律障碍

（一）债权转让法律障碍

1、目前我国房地产证券化模式已经初步形成，根据监管机构的的不同可分为：央行和银监会主管的信贷资产证券化、证监会主管的企业资产证券化专项计划和银行间市场交易商协会主管的资产支持票据（ABN）。按照其基础资产及模式的不同，可分为房地产抵押贷款证券化、房地产经营收入证券化以及房地产信托投资（Real Estate Investment Trusts，简称 REITs）。但我国法律尚没有可资产证券化的资产范围的规定。

2、根据我国《民法通则》以及《合同法》的规定，合同债权应可以转让。但根据《合同法》第七十九条，有三类情形的合同债权不得进行让：“（一）根据合同性质不得转让；（二）按照当事人约定不得转让；（三）依照法律规定不得转让的合同权利。”因此，发起人在挑选证券化资产组成资产池时须注意参考以上规定。

3、合同债权转让，而我国 1999 年颁布的《合同法》对于合同债权转让则采取通知转让原则，“债权人转让权利的，应当通知债务人，未经通知，该转让对债务人不发生法律效力，实践中这会增加资产证券化的成本，2000 年 11 月份颁布的我国《金融资产管理公司条例》中第十三条规定，因金融资产管理公司收购不良贷款发生的债权转让无须通知债务人即发生法律效力。但该条例为行政法规，立法层次较低且适用范围也较有限。

4、我国《民法通则》第九十一条规定，合同权利的转让不得牟利。而《合同法》对于合同债权是否可以有偿转让问题却没有规定。资产证券化交易中债权的转让显然是有偿的。在实践中可能会因为合同双方没有采取对价，显失公平而被撤销。

（二）其他障碍

各国一般所规定的资产证券化过程中税收豁免以及会计规则等，我国无相关规定。如信用增级中的超额担保方式，根据我国《破产法》，抵押物超过所担保债权的，例如破产财产，是超额担保无实际意义。另外，关于政府担保问题，如在美国绝大多数资产证券是由美国政府提供信用担保的，这大大增强了资产的信用等级。然而，在我国，《担保法》第 8 条规定：除经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷的以外，国家机关不得为保证人。这条规定成为我国政府提供信用担保的法律障碍。另外，资产

证券化涉及到多家中介服务机构，其中最重要的包括资产评估机构和信用评级机构等。然而，目前我国证券评级业整体运作不规范，没有一个统一的评估标准，评估机构公信力还不高，难以得到广大投资者的认同。这些都制约着我国资产证券化的发展。

四、结语

综上，我国所存在的一系列法律障碍，以及其他方面的欠缺阻碍了资产证券化完全本土化在我国的实践。但是资产证券化作为一种高效低成本的融资方式，对于我国企业现阶段发展中存在的资金问题及银行处分不良资产问题确实有重要意义。另外，在我国资产证券化过程中可以学习借鉴国外相关制度并为我国法律移植以逐步完善我国立法做好必要准备。

首先，开展跨国资产证券化克服国内法律障碍、相关规则和制度的空白等现状，通过国际私法中冲突规范的指引，寻求适宜的法制和社会环境。其次，开展跨国资产证券化，通过资产证券化主体基于自身或多方利益出发，考虑各国税收法和其他规则的利弊从而理性经济地作为，可以使融资成本相对较低。而现阶段我国采取的海外资产证券化可以在不改变我国一系列法律规定，完善制度等一系列复杂问题下，享受海外资产证券化所带来的效益。

不动产收益权作为资产证券化基础资产的适格性

昆明分所 菁晶

【论文摘要】

近年来，随着国家基础设施建设的发展及房地产新兴产业的革新，融资领域中针对不动产项目的金融创新需求激增，催生了大量新兴金融工具，资产证券化作为其中之首在“盘活存量”题材充分发挥了其独有功能，经过一段时间的发展，我国金融市场已形成了信贷资产支持证券、企业资产支持证券、项

目资产支持计划以及资产支持票据四大类产品。2014年9月19日，海印股份信托受益权专项资产管理计划在深圳交易所上市交易，该计划成为国内首个以商业地产收益权为基础资产的资产证券化产品上市流通案例。而不动产收益权是否能够作为资产证券化基础资产的问题在业内及学界仍颇具争议，本文试图立足于资产证券化中“基础资产”定义及特征，就不动产收益权作为基础资产的适格性进行初步探讨，以期对资产证券化实务有所帮助。

【关键词】 不动产收益权 资产证券化 基础资产 风险

一、资产证券化中“基础资产”的本质及特征

中国证券监督管理委员会于2014年12月22日公布的《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》（下称“《管理规定》”）首次在部门规章形式对“资产证券化业务”进行了定义，即“指以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。”

通过上述定义不难看出，资产证券化业务的信用核心是“基础资产”，其本质系一种围绕“基础资产”进行的交易安排，而证券化过程，即是以交易结构化、破产隔离及增信措施等金融技术，将其转变为可以在资本市场上流通和转让的证券。

在此基础上，《管理规定》第三条第一款明确基础资产的概念，即指：“符合法律法规规定，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产”；同时，《管理规定》第三条第三款对“基础资产”的范围进行了例举：“基础资产可以是企业应收款、租赁债权、信贷资产、信托受益权等财产权利，基础设施、商业物业等不动产财产或不动产收益权。”

从上述官方定义中不难看出，资产证券化业务中的“基础资产”，应具备如下几个关键特征：

（一）基础资产的法律实质是“财产”或“财产权”

在法理层面，财产为属物定义，指具有收益价值的物，而财产权为属权定义，指享受特定利益的法律之力（王泽鉴《民法总则》）。财产权一般包括物权、债权、知识产权及继承权等。

（二）基础资产应符合法律法规规定，权属明确

在参与资产证券化业务过程中，律师在确认基础资产的基础上，需对资产的形成及存续的真实性、合法性，基础资产权属争议、权利受限或负担等情况进行完整核查；同时，还应具体论证基础资产转让行为的合法性，阐明基础资产（包括附属权益）的转让是否存在法定或约定禁止转让的情形，以及转让行为是否已履行了必要的审批、登记、通知等法律程序。前述内容均构成了基础资产合法合规、权属明确的基本要求。

（三）基础资产能够产生独立、可预测的现金流

鉴于在整个资产证券化业务中，基础资产产生的现金流是产品收益分配的唯一来源，因此，能够产生现金流是基础资产能够证券化的关键基础。而对于现金流的要求则包括两方面，一是要求能够由基础资产独立产生现金，而非来源或依赖于其他资产；二是现金流稳定，可预测，这就要求基础资产（无论是财产还是财产权）至少应包含一个稳定的，且在产品存续期内持续产生约束力的法律关系，以有效排除基础资产存续及运营过程中的不稳定性风险。

（四）基础资产可特定化

特定化系指基础资产作为一项财产或财产权利，其权属边界 / 权利边界能够被清晰、明确地描述及界定。

与其他金融产品不同的一点是，律师在从事资产证券化业务过程中，除对产品本身的合法合规性进行尽职调查及论证外，还担任着界定基础资产的职能。一项基础资产是否可用特定法律关系加以描述，是其是否可特定化的核心要点。

（五）基础资产具有独立性

《管理规定》第五条明确要求基础资产在转让至资产管理专项计划后，应独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产；在原始权益人、管理人、托

管人及其他业务参与人因依法解散、被依法撤销或者宣告破产等原因进行清算的,专项计划资产不属于其清算财产。

破产隔离制度是资产证券化业务能够有效提高资产流动性的制度保障,也是判断一项金融创新是否属于资产证券化业务的标准。

（六）基础资产可转移

《管理规定》第九条第一款要求原始权益人应依照法律、行政法规、公司章程和相关协议的规定或者约定移交基础资产。即基础资产作为一项交易标的,其权属/权利主体可以根据一个交易安排而变更。

基础资产能够被移交,是资产证券化“真实销售”原则的要求,“真实销售”要求,“真实销售”的基础资产,应反映于资产负债表内的“资产”栏,其不同于销售后反映在“负债”栏中的债券型融资,如一项基础资产的转移——不论形式是实质的转移——不能进行前述反映的,则不构成“真实销售”,此类基础资产亦不具备可转移性。

综上所述,基础资产是资产证券化中的核心要素,其法律本质是一项财产或财产权,而衡量一项资产或一个法律关系是否构成基础资产的五个关键特征是:合法合规、权属明确;可产生独立、可预测的稳定现金流,以及可特定化、具有独立性并可满足“真实销售”原则。

二、不动产收益权的定义

根据《管理规定》第三条第三款,基础资产的种类包括:(一)企业应收款、租赁债权、信贷资产、信托受益权等财产权利;(二)基础设施、商业物业等不动产财产或不动产收益权;(三)中国证监会认可的其他财产或财产权利。

上述规定以例举方式认可了“不动产收益权”属于基础资产的一种,但并未对“不动产收益权”的内涵及外延进行明确定义。

实务中,“收益权”或“不动产收益权”一般经由交易各方通过合同或协议方式来界定其内涵及外延,通常在对应法律文件中将“不动产收益权”表述为“基于某项基础

资产 / 商业地产而取得收益的权利”，但该类表述仅为特定交易提供服务，不属于法律层面的赋权行为，缺乏普遍性及规范性效力。

三、不动产收益权作为基础资产的适格性辨析

如前文所述，不动产收益权的法律实质为财产或财产权，讨论一项资产或特定法律关系是否适格，关键考量五个特征，因此，下文将回归基础资产的本质及特征，对不动产收益权的适格性进行辨析。

（一）不动产收益权的法律性质

不动产收益权形式体现为依附于不动产（资产）运营行为而产生的特定财产权利。在原始权益人一方，该种权利最终表现为一段时间内持续性的现金流入。但在该过程中，不动产的所有权及占有状态不因设立收益权而发生改变；在产品持有人一方，不动产收益权表现为基于运营管理人因运营管理资产、缔结协议，或因特许经营许可等产生的未来预期收入。该种权利非经法定，而是由交易双方根据其依附的基础权利的不同以及交易特殊行，以协议方式对权利内涵及外延加以约定。因此，不动产收益权应不属于现行民事法律框架内的物权，而是具有可请求性，并拥有特定请求对象的债权。

但不动产收益权与传统债权也有所区别。一方面，该类权利均需依附于另一特定权利，如物业公司与业主签署的物业管理协议、高速路收费权，或银行借贷关系等，不能单独存续；另一方面，该类权利的信用基础为预期给付 / 清偿行为，而不是基于已经发生的行为。现行民事法律框架内的债权的定义无法准确、完整地将不动产收益权的特性涵盖入内，也就无法有针对性地将该类权利的保护上升到法律层面。

基于上述分析，不动产收益权的法律性质可简单归纳如下：指通过协议约定的，依附于特定法律关系所确定的预期给付 / 清偿行为而产生的一项新型财产性权利。

（二）不动产收益权的合法合规及权属明确性

前面提到，不动产收益权的信用基础为预期给付 / 清偿行为，而预期给付 / 清偿行为一般基于以下几种原因产生：

1. 特许经营权的授予，如高速公路收费权；

2. 具有给付内容的协议 / 合同的签订，如物业租赁协议；

3. 具有给付内容的行为发生，如供电 / 供水 / 垃圾焚化服务。

上述行为或事件中的权利义务来源、主体、内容及标的均较为明确，权属的合法性及权属边界的确定可通过核查相关文件进行明确。

（三）产生独立、可预测的现金流

不动产收益权系基于不动产运营及管理收入产生的财产性权利，该类权利所依附的基础关系往往是一个长期的，具有持续给付/清偿义务约束，且具有法律约束力的关系，且不动产收益权的基础资产为不动产，具有长期存续性，因此，不动产收益权可以产生独立、可预测的现金。

（四）独立性及可特定化

鉴于目前不动产收益权未得到法律层面的明确认可，其权益保护机制也未得到独立保护，因此，从法律层面来看，不动产收益权尚未上升到“由法律提供保护及救济”的权利。

但在实务层面，不动产收益权的基础关系相对方均已固定，如物业公司与房屋所有权人，高速公路收费方与使用方，贷款方及借款方，以发行资产支持证券为例，同一原始权益人基于同一资产发行的产品是特定的，不依赖于其他的给付及清偿行为；而在产品发行过程中，原始权益人将被要求针对未来预期收入进行独立建帐，通过将因给付/清偿行为产生的现金全部或单独存入专管户而实现权利特定化。

（五）可转移性

根据债权转让的本质，基础资产的可转移性决定着资产证券化业务的成败。强调基础资产转移中的“真实销售”原则，旨在有效隔离产品持有人及原始权益人的风险，最终确定以原始权益人持有的资产形成预期信用作为担保，保障产品持有人的投资产生预期收益并安全偿付。但我国现行法律未对“真实出售”的标准进行规定，其原因在于法律对基于资产证券化业务产生的资产管理计划、信托财产等新兴主体或权利的法律属性及法律地位进行界定，导致无法从本质上阐述并判断“真实出售”标准。前述法律缺失

尽管不影响不动产收益权作为基础资产在实务操作中的可转移性，但并不利于有效保护基础资产转移的稳定性及安全性。

基于前述辨析，笔者认为，不动产收益权作为资产证券化中的基础资产，具有较强的可行性，但现有资产证券化相关法律文件的缺失，以及《物权法》、《合同法》、《担保法》等配套法律在金融创新领域的滞后，在一定程度上导致不动产收益权的法律性质及法律地位不明朗，进而制约了不动产收益权资产证券化产品的发展速度。

资产证券化信用增级模式的实务应用和法律风险分析

深圳分所 王小玄

【论文摘要】

信用增级是资产证券化运作中的重要环节，其作用是降低发起人的融资成本，避免交易期间的风险，提高产品的信用级别，吸引更多的投资者，使证券化产品顺利发售。本文结合实践中资产证券化的实际产品交易架构，介绍了信用增级方式的法律基础和原理，再通过分析资产证券化整个运作流程在我国法律环境下遇到的问题，侧重说明了信用增级方式在运用时的法律障碍。

【关键词】 资产证券化 信用增级 法律风险

资产证券化作为结构性融资方式之一，使得发起人和投资人能够“共享收益，分散风险”，因此在世界各国得到了广泛的运用。由于资产证券化的结构化安排，使得资产证券化保证了低风险及较高收益的特点。为了实现上述特点，信用增级则是其中的重要环节。信用增级降低了发起人的融资成本，避免交易风险，吸引更多的投资者，最终使得

证券化产品顺利发售。本文将对资产证券化中的信用增级方式及应用做一个简单介绍，并通过我国相关法律规定，对各项信用增级方式在运用时的法律障碍进行分析。

一、信用增级在资产证券化中的作用

资产证券化是一种融资工具。作为一种金融衍生产品，在提高融资效率的同时，不可避免的带来一系列风险。比如美国 2008 年的次贷危机就是由于对产品过度的“证券化”所引发的。结合资产证券化的实际操作而言，其主要存在的风险包括：（1）信用风险：一旦无人能履行合同，无法全额支付证券化产品要求的收益而导致现金不足，将最终影响对投资者的本息支付；（2）提前还款风险：这种情况一般出现在 MBS 产品中，债务人根据市场上的贷款利率变化价款还款速度，造成产品现金流不稳定；（3）结构风险：即在资产证券化的结构设计中，SPV 的设立即交易结构的安排并未真正的做到风险隔离，第三人仍对原始权益人所出售给 SPV 的资产享有追索权；（4）法律风险：即资产证券化的交易结构或签订的交易文件、合同存在法律缺陷，被法律认定无效或无法执行而给投资者及其他交易主体带来的风险。

总的来说，上述风险的存在会对资产证券化产品的发行、认购与市场流通带来巨大的障碍。特别是在现在，资产证券化产品类型越来越丰富，运作流程和设计更加复杂，交易架构及链条被不断拉长，发起人和最终的风险承担者之间的距离也越来越远，导致发起人尽职调查的动力越来越弱，让许多不良资产进入证券化的链条并被投资者购买，最终引发信用风险。鉴于上述特点及风险，资产证券化的全部环节都渗透着信用的作用，没有较高的信用级别，资产证券化的产品将无法得到投资者的信任进而购买，这样的资产证券化产品也是失败的。因此，通过信用增级提高产品评级级别是资产证券化成功、投资者权益保护制度安排的重要步骤。通过自身或第三方信用增级后，对产品内部而言，大大提高了证券发行的条件，降低了融资成本，吸引了更多的投资者，提高了资产的收益；对外而言，节省了投资者考察证券化产品优劣的成本，使投资者的权益得到保障。

二、信用增级类别

（一）内部信用增级

目前，结合我国资产证券化的实践，资产证券化产品使用的内部信用增级方式包括如下几种：

1、优先/次级分层结构

通过调整发行证券的内部结构，按照本金及利息偿付的先后顺序，将证券划分了优先级、劣后级等多个档次，该方式是目前资产证券化产品最为常见的一种增级方式。优先级由社会投资者进行认购，而劣后级往往由资产证券化的原始权益人（发起人）或其关联方进行认购。在资产池出现违约损失时，首先由劣后级承担，而优先级在劣后级吸收损失完全折损后才开始承担损失，因此能够获得更好的信用评级。因此，鉴于优先级证券风险小于劣后级证券，其回报相对较低，劣后级证券回报相对较高，投资者可以根据不同的风险及投资回报选择证券认购的类型。这样有利于证券的发行，扩大投资队伍，降低综合成本。

2、现金担保账户

该措施往往与优先级/劣后级分层结构同时使用。现金担保账户是由发起人设立的，当超额利差为负数时，提取账户内的资金支付投资者的本息及其他服务费用。该账户是防范风险的第一道防线。与银行提供信用证相比，该方式使得证券化产品的评级不会受到银行评级降低的负面影响。现金担保账户通常是向银行进行私募，并以信托的方式进行保管，只能投资低风险的资产。

3、超额担保

即发起人向资产池转移的总价值超过以此为支持的证券的面值。在该情况下 SPV 的超额价值可以为发行的证券提供担保，不需要提供额外的担保。在发生损失时，首先以超额价值部分的剩余资产予以补偿，但是对于违约金额大于超额担保部分，则证券持有人仍会面临违约风险。

4、偿债备付率测试

偿债备付率指基础资产产生的现金流与当期应当支付给投资者的本息之比。对于分层结构的资产证券化产品而言，该比例的分母还包括该档及偿还顺序在其之前的其他档证券的本息支付之和。偿债备付率越高，表示信用风险越低。

（二）外部信用增级

外部信用增级在企业资产证券化产品上运用较多，其主要包括备用信用证、第三方担保、金融保险等

1、备用信用证

备用信用证的资产增信是由开证行出具载有一定金额和承付条件的付款书面证明，当满足信用证上的付款条件时，银行无条件付款。在证券化信用增级的过程中该承诺付款的条件往往是针对融资方发生信用违约风险的情况。在出现违约风险，发行人不能如约还本付息时，由提供信用证的银行对债务部分清偿或者全部清偿。

2、第三方担保

第三方机构担保是目前证券化金融市场上应用最为广泛的信用增级制度。它是指由信用等级在 A 级以上的金融企业或者专业担保机构为信用支持的第三方为证券化产品顺利发行提供信用增级。

3、金融保险

对证券化产品的金融保险有单线保险和多线保险两种形式。

单线保险的对象通常是金融保险业务，它是通过签订保单的方式专门对金融保险业务的保险形式。它对作为保险对象的资产支持证券的质量有着较高的投保标准。单线保险与多线保险最大的不同之处在于，出现违约状况时单线保险对证券投资人直接偿付本息。

多线保险不同于单线保险对证券化资产结构的整体提供担保，它提供的保险对象仅对于特定资产或资产组合，不承担其他证券化过程中的风险。多线保险不是直接对证券持有人进行保证赔偿，证券持有人、投资人的利益依然会受到金融风险的影响。运用多

线保险进行信用增级的优点在于，单独适用于一个金融风险时，费用远远低于单线保险的费用。

4、设置第三方回购条款

回购条款是指在证券化过程中，发起人同一个小信用水平的第三方签订合约，合约条款中规定在一定的时间内或者发起人尚未偿还的金额在一定范围时（通常为原始金额的10%以内），由第三方回购未清偿的证券资产，回购的资金用来偿还投资人的本息。一般情况下，回购周期较短、回购条款规定的金额较高时，回购的条件就相对宽松，这样在发生风险时能够更有效地转移风险，维护投资者的利益。

5、信用互换

信用互换主要是以第三方的信用来提高自身证券化产品的清偿能力。具体来讲，在利用信用互换为证券化产品进行信用增级时，通常一方为证券的发行机构，另一方是专业的金融风险管理机构。由证券发起方向金融管理机构定期支付一定的费用，当证券发生不能如期偿付的风险时，由金融管理机构承担损失。该损失可以规定为具体的数额，也可以是证券亏损的差额等多种形式。信用互换的一方是专业的金融管理机构，能够对预期风险进行较为精确的评估，同时补偿风险发生时的损失可以是多种方式，且风险超过预期水平时可以进行二次信用互换。因此，该种信用增级方式适用于不同需求的证券化产品增信，且预测风险准确、成本相对较低。

三、资产证券化信用增级现状

资产证券化产品通常由于发起人类别不同而选择不同的信用增级制度，以商业银行、投资管理公司等金融机构为发起人的资产证券化产品（信贷资产证券化）主要选择内部信用增级制度，除银行和金融机构以外的企业为发起人并由证券发行商发行的资产证券化产品（企业资产证券化）一般选择外部信用增级制度。

（一）企业资产证券化信用增级

国内企业进行资产证券化一般存在两种类型：一是专业发行企业债券的金融企业，二是自身无法实现债券发行却能在未来产生稳定的现金流支持证券发行的企业。这两种

企业在证券化增信环节通常会选用第三人提供信用支持的外部信用增级制度，由与发起人和发行人无利益牵涉的第三方承担连带责任保证。除此之外的资产支持证券则会选用内部信用增级与外部信用增级相结合的增信模式。

在实际发行的证券化产品中，“中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划”、“中国网通应收款资产支持收益凭证”、“南通天电销售资产支持收益计划”以及“南京城建污水处理资产支持收费计划”这些企业证券化产品中，在信用增级环节中完全采用外部信用增级制度时，利用银行担保的方式对资产支持证券进行信用提升。

（二）信贷资产证券化信用增级

相比企业发行资产证券化产品而言，金融市场上银行进行的信贷资产证券化相对较多，其由主营信贷业务的商业银行来完成。

2005 年 12 月 15 日，国家开发银行正式发行国内第一只信贷资产支持证券“2005 年第一期开元信贷资产支持证券”；同日中国建设银行也发行了我国第一只住房抵押贷款支持证券“建元 2005-1 个人住房抵押贷款支持证券”。

信贷资产证券化在信用增级的过程中首先采用优先/次级结构模式的内部增信制度增加产品的信用等级。优先/次级结构是针对基础资产自身结构设计的增信制度，不依赖发起人或者第三人信用就能达到证券评级机构对优先级证券的信用等级要求。同时将资产支持证券划分为不同风险和不同收益水平的多种形式，能够满足不同投资者的需求。国家开发银行在 2005-2008 年间共发行了四只信贷资产支持证券，上述四只证券无一例外的采用了内部信用增级包括优先/次级结构和超额利差账户。

在开元 2005-2008 年中发行的四只信贷资产证券化产品均是采用了三级划分的方式进行优先/次级结构的内部信用提升，但是在优先级和次级证券的所占比例大小存在区别。资产证券化内部结构复杂、风险系数较高，且我国是首次采用该种方式进行信贷资产的证券化发售，所以 2005 首次发行的“开元”系列证券要保证市场投资者利益和市场的稳定性有必要将优先级证券的比例适当提高。在发行第一只信贷资产证券化产品后金融市场活跃，优先级所占比例逐渐变化并根据金融市场的需求加以调整。同时优先 A 级的利

率确定方式自 2005 年至 2008 年产生了变化。2005 年至 2007 年央行为了减缓国内经济过热的趋势采取了连续加息的措施，因此在同阶段发售的开元证券中优先 A 级的利率采取了浮动形式，以扩大融资渠道。2008 年为了适应不同的投资需求，则运用更为灵活固定利率和浮动利率相结合的分档形式对产品进行信用提升。这些增信制度的调整均是为了更方便投资，繁荣金融证券市场。

同时，四只“开元”信贷证券化产品还设立了超额服务利差账户。超额利差账户是以基础资产产生的现金流作为支撑，在扣除证券化过程中所必需的各项服务费用和违约损失之后的超额资金来作为未来出现损失的现金补充。利差账户在风险防范时起到了第一层保护作用，是评估资产池状况的有效标准。在证券化过程中不存在超额利差或者呈现出负数时，说明基础资产的现金流不能支撑证券信用，这时就要求发起人提供其他的增信措施支持证券发售。发起人对资产管理负有责任，在证券到期之后，超额利差部分由发起人获得。所以发起人为了获得更多的超额利差，一般会对应收账款进行有效回收，同时监测资产池的现金状况。

（三）个人住房抵押贷款资产证券化信用增级

2005 年 12 月 15 日，建行将其分别位于上海、无锡、福州、泉州四个城市的个人住房抵押贷款及其相关权益转移给中信信托，初始资产池中中共有 15,162 笔贷款，本金余额为 3,016,683,138 元。中信信托发行了证券总额为 2,926,182,500 元，包括优先 A 级（共计 2,669,764,500 元，占比为 88.5%）、优先 B 级（共计 203,626,100 元，占比 6.75%）、优先 C 级（共计 52,791,900 元，占比 1.75%）和次级总共四级资产支持证券，除了次级未定利率外，其余三级的利率均为浮动利率，法定最终到期日为 2037 年 11 月 26 日。建元 2005-1 的三档优先级证券的评级级别分别为“AAA”、“A”和“BBB”，在全国银行间债券市场发行。次级档证券（本金为 9050 万人民币，占比为 3%）未获得评级，由中国建设银行自身持有，属于发起人自身持有的权益部分。

“建元 2005-1”资产证券化产品在信用增级时也使用了优先/次级分层结构，分为四个档次。在正常情况下的每月的收入现金流分配顺序是在缴纳税收和支付各交易第三方

报酬及费用后，按 A、B、C 三级的顺序支付利息，需完全支付完 A 级后才能支付 B 级，完全支付完 B 级后才能支付 C 级，之后还要补足信托储备账户。在前面各项缺额都补足后，对 A、B、C 三级证券用“本金现金流”进行还本，同样，必须在前一级证券本金全部支付完毕，再支付下一级证券的本金。只有以上三级证券全部归还好本金后，才对次级资产支持证券还本，如果有剩余现金流，则作为次级资产支持证券的收益。但是在违约事件发生后的本息现金流分配将有所改变，计提税收准备金和第三方费用后，要支付优先 A 级证券全部的本金和利息后，才能支付优先 B 级的本金和利息，在前一级产品本息未获得完全支付前，不得向次一级证券支付本息。次级证券由建行持有，同时也可转让给有购买意愿的投资者；当贷款出现损失，先由建行承担，以此实现对优先级证券的信用增级。

此外，“建元 2005-1”还设立了信托储备账户来实现信用增级，用于补充现金流分配的不足金额，更换贷款服务机构的转移费用、弥补混同或抵销风险以及信托的相关税收。当建行的信用等级下降时，在缴纳税收和支付第三方服务费用后，就要将该现金流向信托储备账户中储存资金，达到每期必备的金额，以预防风险。

上述例证可见，我国的资产证券化中一般较为偏向使用内部分级进行内部增信，同时，对于增信。同时运用多种增信方式相组合，提高产品进入金融市场的信用水平，盘活资产流动性、拓宽融资空间。

四、资产证券化信用增级存在的法律问题

（一）法律体系不健全，导致增信效果下降

第一，法律条文中缺少对“真实销售”的界定。在上文中的分析中我们可以看出，能否真实销售是能不能实现与发起人破产财产隔离的关键。国外的发达金融国家“真实销售”有法律上的明文规定，而在我国现行法律中，对于合约资产的转让问题仅停留在物和权利的转让上，对于“真实销售”没有规范的法律条文加以确定。这就会导致基础资产转让的过程中，其所有权的归属由于没有客观的判定标准而带有了不确定性，增加了投资人的投资风险。

第二，不同法律立法之间缺乏协同与配合。我国保险业与证券业是分别经营，分别属于保险监督管理委员会和证券监督管理委员会监管。保险公司对证券类业务的参与和了解都较为有限，且保险公司如何对资产支持证券进行承保我国法律尚没有明确的规定。《保险法》规定，保险公司可以对资产支持证券承保，但是保险品种以及保单的内容必须经过保监会和证监会等相关部门的审批，这无形之中提高了增信的时间成本，成为快速进行证券发售获得有效融资的障碍。

第三，银行担保的法律欠缺。通过银行担保提升证券化产品的信用水平，发起人需要向银行申请，且产品的信用水平直接与银行的信用水平关联。我国法律规定信用证主要用于贸易融资，如果运用于资本融资还需要银监会的确认。这样一来也就使增信过程环节繁杂化，不能简单便利的直接进行备用信用证增信。

（二）《担保法》上部分立法存在法律障碍

第一，担保主体受限。《中华人民共和国担保法》第七条规定：“具有代为清偿债务能力的法人、其他组织或者公民，可以作为保证人。”因此金融担保公司为证券化产品增信提供担保没有法律上的障碍。第八条规定：“国家机关不得为保证人，但经国务院批准为使用外国政府或者国际组织贷款进行转贷的除外。”由此可见政府不能作为担保主体为资产证券化信用增级提供担保，显然外部信用增级制度中的政府保证属于我国《担保法》的禁止之列，这成为我国资产证券化信用增级的现实法律障碍。资产证券化是近半个世纪以来金融领域内的创新措施，它可以提高金融和经济运行的发展速度，为金融界的发展以及国家整体经济水平的提高提供的有力支持。从发达金融市场上的成功经验我们可以看出，由政府作为支撑为资产支持证券化提供信用支持不仅能够提高进入金融市场的证券产品的信用等级，同时对稳定金融秩序都是大有裨益的。我国的《担保法》在相关问题上处于滞后阶段，未将政府作为担保主体，这构成了证券化增信制度前进的又一障碍。

第二，国内的市场中并没有建立统一的专业担保抵押登记机关，普通的登记机构登记过程繁琐并且容易出现重复登记的现象。如果增信过程中选择具有抵押担保环节的增

信制度，往往会加大时间成本和费用成本。重复登记可能导致同一担保物上负担多个保证责任，这样就限制了担保物发挥保证的作用。

第三，部分法律制度无法使用资产证券化的要求。以住房抵押贷款证券化为例，银行将住房抵押贷款之中的债权及抵押权转移给了 SPV 公司，但是根据《担保法》的相关规定，抵押权的转移需要进行抵押登记的变更。面对住房抵押贷款证券化产品资产组合中抵押贷款人数较多，如逐一进行抵押权的变更登记显然无法实现，且成本要求过高。但如仅仅采用公告形式，其抵押权变更的效力由无法得到法律保护，对于住房抵押贷款证券化的合法权益无法得到有效保障。

（三）《破产法》上存在的法律障碍

将原始资产进行证券化融资，其基本内容就是对拟证券化资产实施风险阻隔。我国在选用内部增信时遇到的最主要障碍就是《破产法》对超额抵押担保的限制。矛盾集中在原始资产出售时超出的多余金额是否在破产清偿的范围内。

我国《企业破产法》第二十八条规定：“已作为担保物的财产不属于破产财产；担保物的价款超过其所担保的债务数额的，超过部分属于破产财产。”同时《民事诉讼法》第 203 条规定：“已作为银行贷款等债券的抵押物或者其他担保物的财产，银行和其他债权人享有对该抵押物或者其他担保物优先受偿的权利，抵押物或者其他担保物的价款超过其所担保的债务数额的，超过部分属于破产还债的财产。”由上述规定不难看出我国法律规定，在企业出现破产风险时，当初对拟证券化资产出售的超额部分应当作为破产财产进入清偿程序。这就导致了资产的原始持有人无法将基础资产的破产风险从证券化产品中分离出来，在出现风险时特殊目的机构就不能对超额部分优先得到偿还。《担保法》对破产财产范围的规定，使我国企业在证券化增信中无法选用超额担保制度。

银行一般持有大规模的应收账款，在这些账款中存在质量较差、回收时间长等不良应收资产。这时银行可能会选用证券化手段处理该部分资产。由于资产的质量不高、信用较差，银行一般会以折扣的形式出售给特殊目的机构。采用这种方式原始应收账款的收益可能会大于 SPV 的证券化融资成本。那么在银行出现破产情形时，超出融资成本的

金额是否可以继续支持证券化？《企业破产法》第 35 条对此也有规定。同样，《破产法》将这一差额也作为破产财产处理，这同样构成增信制度选择上的法律障碍。

由上述法律规定可见，在我国的证券化市场上的增信环节，无法使用超额抵押担保制度对证券化产品进行信用提升。只有当发起机构为不能进入破产程序或远离破产风险的实体时可以规避法律对超额担保的限制，但是国内尚没有专门对实体破产性质评估鉴定的机关。

结 语

资产证券化相对复杂的交易结构使得交易过程中存在较高的风险系数。为了提高证券交易的稳定性维护投资者利益，在证券化交易中都要采取增信措施来提升证券化产品的信用等级。现阶段金融市场上主要以依靠发起人和发行人提供信用支持的内部增信制度和依靠外部第三人提供信用支持的外部信用增级制度。两种制度都存在自身的优势和难以避免的缺陷。

同时，由于我国的金融行业发展起步较晚，信用增级制度距发达金融市场有很大差距。在证券化产品的增信环节存在难以克服的自身缺陷，例如内部信用增级制度中“真实销售”认定问题以及外部信用增级中第三方担保机构信用等级不稳定问题等。同时我国没有形成一个健全的信用增级机制，增信模式可选择范围十分有限，因此在产品增信过程中选的增信制度单一。滞后的法律环境和信用环境以及缺乏规范的评信机制也严重制约着我国证券化产品的信用增级。

综上所述，我国资产证券化的立法完善工作仍然任重道远，在面对具体问题时，常常会遇到无法可依的情况，使得资产证券化项目难以推进。在对资产证券化增级模式进行选择时，各方应充分考虑到不同模式的法律风险，并结合具体项目的特点，进行增级模式的多种组合，已达到最大化产品信用的结果，逐步降低产品融资成本及投资者的投资风险。

不良资产证券化的操作模式及法律风险分析

深圳分所 张博立

【论文摘要】

本文通过对不良资产证券化产生的国内外背景介绍以及对不良资产证券化过程中最核心步骤——设立 SPV 进行不同操作模式的分析，整体介绍了 SPV 中信托模式、公司模式、有限合伙企业模式，并就不同模式的优势及可能发生的风险作了详尽的列举。最后言明，不良资产证券化是经济活动发展到一定阶段和成熟所带来的后果，通过资产证券化的形式可以有效缓解金融风险，并且之处对于不良资产证券化来说，信托模式可能是性价比较高的选择。

【关键词】 不良资产证券化 信托模式 公司模式 有限合伙模式 法律风险

36/37

一、不良资产证券化的背景介绍

不良资产证券化起源于 20 世纪 70 年代的美国。由于彼时美国传统银行业业务利润降低，大部分业务投向利润丰厚的同期发展中国家债务、房地产投资、杠杆收购三大行业。但后来发展中国家由于国内债务危机导致银行贷款损失率急剧攀升，银行产生大量不良资产。在此背景下，国民抵押协会首次发行了以贷款为担保的抵押担保证券，开创了证券化的先河。

作为化解金融危机的一项新的创造性的举措，不良资产证券化通过证券化的魔力之手使不具有流动性的债权重新恢复活力。这一过程有效地拓宽了资本的投融资渠道，提高了资金的流动效率，分散了金融资产的风险，成为近 30 多年来金融领域里最重大和最具生命力的创新之一。

国内，随着我国近年来银行不良贷款余额和不良贷款率持续上升，截至 2014 年底，银行业不良贷款余额达到了 1.43 万亿，不良贷款率上升至 1.6%。根据工行本年度一季度末的统计数据显示，工商银行不良贷款余额为 2046.59 亿元，不良贷款率为 1.66%。随着

金融制度的国际化及资本市场的不断壮大，资产证券化的制度革新性越来越强烈，所体现出来的融资效益越来越明显，开展资产证券化业务的需求也越来越迫切。

而且随着《公司法》、《破产法》、《信托法》等法律的制定和修订，资产证券化在我国运作的法律依据也渐趋明朗。我国资产证券化基本上是在政策推动下进行的。中国人民银行首次在《2002 年货币政策执行报告》中提出“积极推进住房贷款证券化”。2004 年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》首次提出“积极探索并开发资产证券化品种”。正是政策的放开掀起了对资产证券化理论及实践探索。2005 年 12 月底，国家开发银行和中国建设银行先后成功发行两只资产支持证券。2006 年，AMC 不良资产证券化产品获得监管部门的批准。

虽然 2008 年后对于不良资产证券化国家采取了较为谨慎和严格控制的态度，但随着经济环境的变化和对不良资产证券化认识的深入，不良资产证券化在金融领域发挥的作用愈加凸显，国家和社会对不良资产证券化的态度也发生着转变。但由于不良资产证券化在我国尚处于起步和摸索阶段，法律法规之间的配套性还不够强，法律法规还没有形成体系化。

因此，对于不良资产证券化的模式，特别是主要操作步骤及相关法律风险的分析不仅对于投资者，而且对原始权益人等都意义良多。

二、不良资产证券化的操作模式——以不同 SPV 模式展开

SPV 是发行人为了迎合法律的要求而设立的一个法律概念上的实体，这是资产证券化过程中最为重要和关键的一环。其基本功能是从资产原始权益人处购买欲证券化的资产，进而发行资产支撑的证券进行融资。因此，SPV 设立效果的差别将直接影响法律风险的大小。下面就几种设立模式进行介绍。

（一）信托模式

信托是一种财产管理模式，通过将财产转移并委托他人加以管理实现自身受益的目的。信托的法律构造体现出信托财产权与信托利益的分离——集信托财产具有相对独立性的特点。

在信托模式下，委托人是原始权益人，SPV 是法律规定的营业受托人，信托财产为证券化的资产组合，受益人是受益证书的持有者。在信托模式下可以有效的满足资产证券化所要求的真实销售与风险隔离，最为典型的体现资产证券化的本质特色。

首先，信托一经成立就与委托人、受托人的财产相互独立。根据信托法第 15 条的规定，信托财产与委托人未设立信托的财产相区别；第 16 条规定，信托财产与属于受托人的财产相区别，不得归入受托人的固有财产或成为其固有财产的一部分；第 18 条规定，受托人管理运用、处分信托财产所产生的债权，不得与固有财产产生的债务相互抵消。

《信托投资公司管理办法》第 5 条规定，信托财产不属于信托投资公司的固有财产，也不属于信托投资公司对受益人的负债。信托公司终止时，信托财产不属于清算财产。

同时，由于信托财产所具有的独立性，其不受强制执行的限制。不论是受托人的固有财产还是受托人所管理的其他债权人的信托财产，均不得主张强制执行。

其次，就我国而言，截止 2015 年末，全国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 16.30 万亿元，较 2014 年末 13.98 万亿元，同比增长 16.60%。与此同时，截至 2015 年二季度末，整体银行业的不良贷款余额已超过 1 万亿，不良贷款率达到 1.50%，平均拨备水平不断下降，2015 年 6 月末拨备覆盖率已下降到 200% 以下，达到 198.39%。

此外，自 1998 年对信托业开展整顿以来，信托投资公司进行了大规模的关停并转，少数保留下来的信托投资公司大多由地方财政控股，资本金充足，资金结构合理，资信比较高，特别是中国国际信托投资公司等公司还在国际金融市场有一定的影响。2001 年 10 月起施行的信托法也一定程度缓解了与资产证券化制度障碍。

实际操作中信托模式基本占据了国内资产证券化的大壁江山。例如 2003 年 6 月，华融资产管理公司首先推出资产证券化的变通模式——信托分层。资产管理公司选定特定数量的不良债权资产组成资产池，委托给信托投资公司设立一定期限的财产信托，取得全部信托受益权。根据这些债权预计产生的现金流，资产管理公司将信托受益权划分为优先级受益权和次级受益权，然后将信用等级高的优先级受益权按某固定利率出售给投资者，而次级受益权归资产管理公司所有。在这一模式中，中信信托称为实现破产隔离

的“SPV”，在对资产包的处置上，并不向投资者发放受益凭证的方式将其正常证券化，而是以信托合同的方式出售给投资者。

（二）公司模式

以公司形式设立的 SPV 被称为特殊目的公司，其运作原理是原始权益人将拟证券化的基础资产转让给专门进行证券化运作的公司，由其发行资产支撑的证券。

公司作为法人实体具备完善的法人机构和运作体系，所具备的权利能力和行为能力使其能够承担其作为资产证券化导管体的任务，但作为资产证券化运作载体的公司与一般的普通公司有着很大的区别。这主要体现在以下几个方面：

（1）特殊目的公司的非破产性，这是资产证券化运作的本质要求。而普通公司则不具有这方面的要求。

（2）非盈利性或盈利的非目的性。特殊目的公司作为资产证券化运作的导管体，仅是一个中介机构，其不以盈利为目的，是一个“空壳公司”。这以普通公司盈利为目的的运作理念有着本质的区别。

（3）经营范围的区别。特殊目的公司在成立之初，公司章程中就明确将其经营范围限定在资产证券化的单一业务中，并且其经营权限也受到很大程度的弱化，其目的就是为了防范由于公司的不当经营而导致其资不抵债，从而排除面临破产的风险。

我国目前有四家国有独资金融企业，分别是信达、东方、长城、华融四家资产管理公司。它们在化解金融风险、推进国企改革上发挥了巨大作用。在这四家资产管理公司的公司章程中，明确规定业务范围包含资产证券化。并且享有特殊的税收优惠政策。目前这四家公司可以办理全国范围内的不良资产证券化业务，地方资产管理公司不同程度受到地域的限制。

（三）有限合伙模式

《合伙企业法》明确规定法人可以参加合伙，并增加有限责任合伙制。这就为我国资产证券化有限合伙模式 SPV 的设立提供了可能性。

合伙是两个以上合伙人达成合伙协议，共享收益、共担损失的集合体。有限合伙是由对合伙企业债务承担无限责任的普通合伙人与承担有限责任的有限合伙人共同组成的合伙。

SPV 采取有限合伙模式，是指原始权益人将拟证券化基础资产让与给作为资产证券化中介机构的合伙组织，原始权益人即成为合伙组织的成员，然后由合伙组织发行可流通的以资产为支撑的证券。

有限合伙模式 SPV 通常主要向其成员即合伙人购买基础资产，主要为其成员证券化融资服务。有限合伙模式 SPV 能够很好地避免双重征税的问题，具有巨大的税收优惠效益。如果对有限合伙的组成成员加以一定条件的限制，尤其是强化普通合伙人的非破产性，那么选取有限合伙模式 SPV 作为资产证券化运作载体将具有很强的可行性，也具有很大的优越性。

三、不良资产证券化操作模式的法律风险

如前所述，虽然资产证券化在国外已风靡了几十年，但对于我国资本市场来说其还是个比较新异的事物。尽管我国在资产证券化的探索中有过个别成功的尝试，但是，因为相关法律的滞后性及其不配套，SPV 在架构上还存在一些法律性障碍。

（一）共性法律风险

1、SPV 主动破产和非自愿破产

主动破产这是指发起人主动申请特别目的机构破产。因为由于制度的原因，SPV 可能不能独立于原始权益人公司，从而发生 SPV 成为原始权益人的附属公司或关联公司。

非自愿破产是指 SPV 除履行法律所限定的经营范围外，还从事了其他影响公司债权债务情况的事情，例如对外提供保证或抵押，导致因承担连带责任而处于资不抵债的情形。

2、实质性合并

由于 SPV 与发起人关系紧密，两者可能发生财务报表合并、利益或所有权的联合、贷款担保关联或资产转移未达到真实销售标准等现象导致法院在必要的情况下认定两者

属于统一整体，达到实质性合并的程度。在发起人破产时，法院运用实质性合并规则否认公司法人人格，不承认 SPV 在法律上的独立地位，将 SPV 的资产并入发起人的破产财产，使已经转移给 SPV 的资产也处于发起人其他债权人的要求之下。

3、“真实出售”的认定

在诸多风险中，“真实出售是否成立”无疑是关键、核心。因为“真实出售”与否直接关系到发起人破产时，债权人能否对出售资产进行拍卖变卖以实现自身债权。资产出售的方式有三种：债务更新、从属参与、转让；但较为切实可行、性价比较高的只有转让这种形式。债务更新是原债权人与债务人终止原债务合约，再由 SPV 与债务人按原合同条款订立一份新合同，这种形式在我国法律上并不存在障碍，但适用于债务人人数较少的场合，否则将面临商谈成本高的问题。从属参与模式中，原始权益人并不转移债权，SPV 与债务人并不签订合同，而是先行发行资产证券，取得投资者的贷款，再转贷给原始权益人；这种方式也适用于人数较少的场合，且在“真实出售”的认定上较债务更新更为复杂。

对“真实销售”的认定，涉及法律和会计两个领域标准。从法律上来说，“真实销售”意味着基础资产独立于资产证券化的各参与主体的财产，免于投资人、受托人、发起人的债权人的追索；从会计上来说，“真实销售”意味着可以将基础资产从发起人的资产负债表上剥离，即所谓的“出表”。两种认定具有很大的同一性但并不必然一致。比如，一个“售后回购”的交易安排，虽然在法律上实现了所有权转移，但在会计上由于该资产相关的风险和报酬并未实际性转移，不能在发起人的资产负债表上进行剥离。相反，以较低价格转让资产，会计上可以确认资产的剥离，但法律上可能因破产法或合同法的规定而导致无效或被撤消。

《信贷资产证券化试点会计处理规定》第 4 条规定，发起机构已将信贷资产所有权上几乎所有（通常指 95%或者以上的情形）的风险和报酬转移时，应当终止确认该信贷资产。而终止确认就是指将信贷资产从发起机构的账上和资产负债表内转出。

（二）各模式下的特殊法律风险

1、信托模式所面临的法律障碍

(1)《信托法》并未承认受托人对受托财产的名义所有权，显然未能突破大陆法系“一物一权”的传统观，这对强调与原始权益人破产隔离的 SPV 而言是不兼容的。因此，需要借鉴英美法系关于信托财产双重所有权理论，认可信托权这种新型的权利形态，将信托的本质理解为受托人和受益人对信托财产分享所有权，即受托人是信托财产名义所有人，对信托财产享有管理和一定程度处分权；受益人为信托财产的实质所有人，对信托财产享有收益的权利。这为促进我国信托业的发展及资产证券化的信托模式 SPV 运作奠定了理论基础。

(2) 如果选择现有的信托投资公司作为 SPV，那么根据《信托投资公司管理办法》第 9 条规定：“信托公司不得办理存款业务，不得发行债券，不得举借外债”这实际是取消了发行证券的权利，这意味着受托权益只能采取受托权益证等形式，而受托权益证是否属于证券法的规范领域，以及在涉及众多投资者时是否应按证券法的规范承担信息披露的义务，这些均没有明确的规定。法律的不确定性使得 SPV 的设立存在很大困难。

(3) 我国对银行业与信托投资业务一直以来采取的原则是分业经营。商业银行不得从事信托投资业务，也不能向信托公司投资，这极大的限制了商业银行通过信托形式实现资产证券化。《信托投资公司资金信托管理暂行办法》也仅明确承认经央行批准设立的信托投资公司可以经营资产信托业务。

(4) 由于《信托法》没有在信托受益权是否属于有价证券的问题上下结论，且其他法律也没有这方面的明确规定，因此，信托受益权证的有价证券性质尚待法律的明确认可。这种立法上的缺失导致现阶段国内受托权益证书的发行和交易处于一种无序的状态，这既不利于信托业自身的发展，也无法保障信托投资公司及信托产品投资者的利益。

(5) 信托投资权益证书存在一个致命的弱点，那就是缺乏有效的流动方式。缺乏流通的便捷性和资产变现的时效性，使得以信托模式设立的 SPV 进行资产证券化运作只能是一项资产信托化的业务，或者是变相的资产证券化。

(6)《信托法》及其他相关法律都没有对信托是否要交纳实体水平的所得税做出明确的规定，这与 SPV 尽可能追求优惠税收效益的特性是相悖逆的。

2、公司模式所面临的法律障碍

(1) SPV 作为资产证券化的特殊目的载体，其没有或基本没有资金，缺乏或者不需要机构工作人员，而且为防范自身破产，基本上是一个“空壳公司”其职能被严格限定在购买，包装拟证券化资产及发行基础资产证券上，自身没有盈利的追求属性。我国《公司法》所要求的作为证券发行主体所应具备的条件基本排除了 SPV 设立的可能。

(2) 在破产隔离的本质要求上，公司模式的 SPV 无法很好的满足。《破产法》对别除权的规定虽然在一定程度上保证了债权人优先受偿的权利，但在资产证券化的运作过程中为了提高应收帐款的信用评级，原始权益人往往要提供多种信用增级手段，其中之一就是原始权益人在向 SPV 出售资产时并不取得全部价款，而是全部价款的一定比例，从而实现超额担保。而根据《破产法》的规定，就超额担保部分而言 SPV 就丧失了优先受偿的权利，必然造成证券化资产无法与原始权益人破产风险相隔离的局面。

(3) 公司作为一种盈利性质的企业法人，在我国承担的税款是比较重的。公司模式的 SPV 不能回避双重征税的问题，从尽可能追求税收优惠效益，资产证券化降低运作成本的角度来说，公司模式的 SPV 也是存在较多困难的。

3、有限合伙模式所面临的法律障碍

(1) 破产风险。由于《合伙企业法》第 61 条在对有限合伙的组成成员，尤其是对作为企业债务无限连带责任担负者的普通合伙人，在应具备的条件上没有明确限定，有限合伙对债务的清偿能力就处于一种不确定的状态中，这极大的增加了 SPV 的破产风险，对资产证券化来说这将是致命的。风险隔离上相对欠缺，作为承担无限责任的普通合伙成员一旦出现破产或其他意外事件则合伙组织的清偿能力即受到极大制约，对资产证券化的运作将是毁灭性的风险，对投资者来说也存在着投资受损的风险。

因此，有必要对合伙成员的条件加以严格限定。在合伙企业成立时应向主管机关申明自己的资产证券化业务，上级主管机关应对合伙成员进行严格审核，尤其要对普通合

伙人的资信状况加以审核。同时，应规定普通合伙人必须是公司或其他实体，以免 SPV 因个人合伙人的死亡或其他意外事件而解散。

（2）有限合伙的主要作用在于风险资产业务的运作，其组织形式的构成特性和运作原理主要是为风险化的投资和基金运作而设立的，SPV 对于风险的防范性和有限合伙组织的风险追求性之间存在巨大区别。

（3）有限合伙对资产进行权利凭证化后，其性质归属的问题尚待商榷，它显然区别于信托模式的信托权益证书，也区别于公司模式的公司债券，其究竟如何定性，法律缺乏明确规定，这对有限合伙模式 SPV 以追求豁免双重税收的主要动机来说将是难以接受的。

五、结语

（一）通过对几种操作模式的分析，我们大概可以总结出以下两个操作原则：

1、可操作性原则

在证券化的过程中怎样更好地发挥某种模式的作用就要发挥其可操作性，即简便、高效、为法律所允许且满足法律所要求的条件、满足资产证券化各方面的要求，并使发起人和投资人都得到最大效益。

2、普适性与针对性原则

不良资产证券化的模式选择要适合各种不同的商业银行进行资产证券化操作，包括一些资产管理公司。这样可以使我国现阶段不太发达的金融市场上有一个较为统一的标准。但是对于银行的不良资产有着与一般资产证券化不同的自身特点。例如，银行不良资产是在一定时点上的不良资产，随着时间变化可能转化为优质资产。银行对不良资产判断标准是相对的，每家银行有其自身的标准。这些特点都是在不良资产证券化模式选择时需要考虑的有针对性的证券化服务。

（二）综合以上对几种模式的分析，信托模式可能具有更广泛的操作性。

通过公司型不良资产证券化操作模式可以把一个或一组发起人的基础资产加以证券化。因此,相对于信托型操作模式可以大大扩大资产池的规模,从而摊薄证券化交易较高的初始发行费用。

但从交易的经济效率来看,人们很少只为了一次交易而使用公司;而且从税收角度考虑,作为公司型往往难以摆脱双重征税的境地;这一点在考虑到未来国家进一步放宽不良资产证券化设立主体条件的情况及下更为突出。所以,公司型通常用于多宗销售中。

而信托型操作模式,受托人一般是法律规定的营业受托人,通常是经核准有资格经营信托业务的银行、信托公司等。从制度功能上讲,信托具有长期规划性质、富有弹性空间且能充分保障受益人的机构,因此它在各国的资产证券化实践中使用得很普遍。并且信托型操作模式如果设计得当足够满足资产证券化破产隔离和信用升级的核心要求。

当然,用资产证券化的方法处理不良资产在我国尚属探索阶段,未来或许会出现更多、更富有创新性的操作模式,但围绕着不良资产证券化的讨论和实践将会越来越热。

浅论我国 REITs 的法律设计及障碍和立法建议

武汉分所 罗国梁

【论文摘要】

REITs 即房地产投资信托基金,是一种基于房地产收益的资产证券化创新,是房地产融资的新途径。在房地产市场实施 REITs 必须建立相应的配套法律制度,目前中国的房地产市场需要引进 REITs,来实现融资方式的创新,但因缺乏配套法律制度而存在诸多无法克服的障碍。为了解决宏观调控背景下房地

产市场的融资问题，引进 REITs 可以适应金融创新的发展需要，公司法、信托法、税法、信息披露等法律制度均需要进行立法创新。

【关键词】 房地产投资信托基金 法律障碍 立法建议

一、REITs 的法律概念与分类

（一）REITs 的概念

REITs(Real Estate Investment Trusts 的缩写)，即房地产投资信托基金，是一种集合众多投资者资金，由专门机构操作、独立机构监管，专事房地产投资，并将所得收益按出资者投资比例分配的一种投资方式。

（二）REITs 的种类

1、按照投资标的分类，可分为资产类、抵押权类和混合类基金：

（1）资产类 REITs(Equity)。资产类 REITs 投资标的物的所有权属于整个信托基金，主要收入来源为出售房地产获得的资本利得和出租房地产获得的租金。资产类 REITs 的目的在于获得房地产的产权以取得经营收入，他们直接控制房地产资产或通过合营公司来控制该资产。资产类 REITs 既对具体项目进行投资，如写字楼、住房等，也可以对某个区域进行长远投资。资产类 REITs 的特点是通过资金的“集合”，为中小投资者提供了投资于利润丰厚的房地产业的机会；专业化的管理人员将募集的资金用于房地产投资组合，分散了房地产投资风险；投资人所拥有的股权可以转让，具有较好的变现性。

（2）抵押权类 REITs(Mortgage)。抵押权类 REITs 是投资房地产抵押贷款或房地产抵押支持证券，间接参与房地产的经营，而非直接投资房地产，收益主要来源于房地产贷款的利息。抵押权类 REITs 主要从事一定期限的房地产抵押贷款和购买抵押证券业务，机构本身不直接拥有物业，而将其资金通过抵押贷款方式借贷出去，从而获得商业房地产抵押贷款的债权。抵押权类 REITs 的特点是为中小投资者提供了介入房地产抵押贷款市场，获得较高借贷利差的机会；专业化的管理人员将募集的资金用于多个房地产项目

的抵押贷款，分散了房地产借贷风险；投资人所拥有的资产可以转让，具有较好的变现性。但由于其主要收益来源为贷款利息，所以此种类型资产组合的价值受利率影响比较大。

（3）混合类 REITs (Hybrid)。混合类 REITs 的投资标的物包括房地产和房地产抵押贷款，它是介于资产类和抵押权类之间的一种房地产投资信托，混合类 REITs 采取上述两类的投资策略，具有资产类 REITs 和抵押权类 REITs 的双重特点，即在从事抵押贷款服务的同时，自身也拥有部分物业产权，在理论上，混合类 REITs 在向股东提供该物业在增值空间同时，也能获得稳定的贷款利息。

2、按照投资人能否赎回分类，可分为封闭式基金和开放式基金：

（1）封闭式 REITs。封闭式 REITs 发行规模固定，投资人若想买卖此种投资信托的证券，只能在公开市场上竞价交易，而不能直接同 REITs 以净值交易，同时为保障投资人的权益不被稀释，此种 REITs 成立后不得再募集资金。

（2）开放式 REITs。开放式 REITs 的发行规模可以增减，投资人可按照基金的单位净值要求投资公司买回或向投资公司购买股份或认购权证。

3、按照组织形态，可分为契约型基金和公司型基金：

（1）契约型 REITs。契约型 REITs 的资金属性为信托财产，资金按信托契约的规定来使用，与投资人的关系为信托契约关系，利益分配为信托利益分配。

（2）公司型 REITs。公司型 REITs 的资金属性为公司的财产，资金按公司的章程使用，与投资者的关系是股东与公司的关系，利益分配为股利分配。

二、REITs 的法律结构设计及法律障碍分析

我国 REITs 的发展比较晚，目前尚没有专门规范 REITs 的专项法规，一般都是依据我国现有的《公司法》、《信托法》、《信托投资公司管理办法》、《信托投资公司资金信托管理暂行办法》、《证券法》、《证券投资基金法》等进行操作的，但我国目前的法律规定和政策环境，都为 REITs 的发展提供了可行性。

（一）在我国发展房地产投资信托基金可采用信托计划模式和公司型模式两种，下面就这两种模式在中国现有的法律环境下的结构设计做一下分析。

1、信托计划模式

集合资金信托计划是目前各国 REITs 的主要组织结构和形式，我们可以借鉴各国的先进经验来推动我国 REITs 的发展。目前我国尚没有制订专项的法规来规范以信托计划模式设立房地产投资信托基金，主要的法律依据为我国的《信托法》、《信托投资公司管理办法》和《信托投资公司资金信托管理暂行办法》，当前，我国法律规定，信托计划在我国只能采取私募的形式，不能采取公募形式。

2、公司型模式

在我国目前的法律条件下，设立公司型模式的房地产投资信托基金主要以《公司法》和《证券法》为依据，法律障碍相对来说比较少。特别是 2006 年 1 月 1 日颁布实施的新的《公司法》和《证券法》，在法律上保障现阶段 REITs 的推出。我国颁布实施的新的《公司法》取消了“公司对外投资累计投资额不得超过本公司净资产的 50%”的限制，同时施行的《证券法》还将申请上市公司的股本总额下限由原《公司法》规定的“不少于人民币五千万元”降低为“不少于人民币三千万元”，并将公司股本总额超过人民币四亿元的，公开发行股份的比例下限从 15%降为 10%。这些法律的修订均放宽了我国设立公司型房地产投资信托基金及其上市的条件限制，使我国在现阶段推出 REITs 成为可能。

（二）法律障碍分析

1、REITs 的税务问题

由于 REITs 的交易架构复杂，利益在不同的主体之间流转，按常规的税法原理，REITs 将可能面临多重税收负担。同时，基金既没有组织机构代码证和工商执照，更没有税务登记证，不具备缴纳企业所得税及流转税的基本主体资格。这种情况下，房地产投资信托基金也就没有了所得税及流转税的问题。房地产投资信托基金是将每年盈利的大部分以现金红利方式回报给投资者，再由投资者自己缴纳个人所得税，因此 REITs 所派发的红利占净收益的比例会特别高。

当前中国投资基金的相关税收政策及其存在的障碍国家税务总局《关于开放式证券投资基金有关税收问题的通知》，对开放式基金规定四项优惠措施：“

(1)对基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入，在 2003 年底前暂免征收营业税、企业所得税；

(2)对个人投资者申购和赎回基金单位取得的差价收入，暂不征收个人所得税；

(3)对基金取得的股票的股息、红利收入，债券的利息收入、储蓄存款利息收入，由上市公司、发行债券的企业和银行在向基金支付上述收入时代扣代缴 20% 的个人所得税；对投资者从基金分配中取得的收入，暂不征收个人所得税和企业所得税；

(4)对投资者申购和赎回基金单位，暂不征收印花税。2003 年底财政部与税务总局又作出规定：“自 2004 年 1 月 1 日起，对证券投资基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入，继续免征营业税和企业所得税。”这个规定适用于证券投资基金，并未明确适用于房地产投资信托基金。中国政府在基金与证券方面的税收向来以临时文件出现，税收政策具有不稳定性。而稳定的税收政策是国内房地产投资信托基金产品开发的前提。

由于我国的税收征管手段落后，目前无法实施“实质所得者征税”和“净所得征税”的制度。REITs 的运作涉及多道环节与程序，而越多的交易环节将面临更多的税收负担。而且 REITs 的多个拥有物业所有权的信托设立的公司等将会涉及企业所得税。同时，在设立 REITs 的重组过程中，因物业交易也将产生相当多的交易税费。由于 REITs 主要涉及物业的出租，因此，房地产税的缴纳也将不可避免。如果不能从税收政策层面来避免多重征税，则需要经过多重资产转让及多个环节实现投资收益的 REITs 产品乃至其他资产证券化产品，预计很难在中国获得广泛的成功。2006 年 2 月 20 日财政部与国家税务总局发布了财税[2006]5 号《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》对信贷资产证券化所涉及的印花税、营业税与所得税的政策进行了明确，“对信托项目收益在取得当年向资产支持证券的机构投资者分配的部分，在信托环节暂不征收企业所得税”。这虽然是针对信贷资产证券化的税收政策，但 REITs 产品在税收方面问题的解决已有路可循。

2、信托的法律关系障碍

(1) REITs 融资的合法性分析

融资是 REITs 产品的重要功能。香港《房地产投资信托基金守则》规定 REITs 可以进行融资，借款总额不得超过该投资信托计划资产总额的 45%。但我国的《证券投资基金法》并没有规定证券投资基金可以融资，因此，REITs 也可能会面对不能进行融资的现状。2002 年 6 月 27 日中国人民银行《信托投资公司资金信托管理暂行办法》规定信托投资公司办理资金信托业务时“不得举借外债”。若 REITs 也采用这种方法管理，虽然可以避免或降低基金的投资风险，但是却会限制 REITs 的收益水平。由于 REITs 是由专家来进行管理的投资集合，若在对管理人的公司管治水平及业务水平有了一个比较严格的控制后，再禁止投资基金融资则显得多余。

（2）投资 REITs 产品的开放性阻碍

《信托投资公司资金信托管理暂行办法》第六条规定：信托投资公司集合管理、运用、处分信托资金时，接受委托人的资金信托合同不得超过 200 份(含 200 份)，每份合同金额不得低于人民币 5 万元(含 5 万元)。这个规定的目的是限制中小投资者投资于投资集合计划。与这种考虑相反，REITs 专业投资于房地产，REITs 的目的是能大规模地集合资金，而小的 REITs 缺少吸引力，投资风险也会更大。香港证监会所发布的《房地产投资信托基金守则》规定，管理人与信托人均需要香港证监会认可，通过证监会来审核管理人与信托人的资格，确保管理人与信托人的专业水准，化解与避免投资者的投资风险。限制 REITs 的投资规模将不利于 REITs 的正常经营与发展。

3、租赁合同的转移问题

REITs 的实践表明，很多情况下 REITs 是通过基金，向原有的房地产所有者购买房地产，而该受让的房地产必然是已经出租，并正在收取租金。根据《中华人民共和国合同法》第二百三十条“出租人出卖租赁房屋的，应当在出卖之前的合理期限内通知承租人，承租人享有以同等条件优先购买的权利”这一规定，将会是已有的房地产通过转让给房地产投资信托基金时的法律障碍。实践中，由于房地产投资信托基金主要是通过租金收入来实现的，所以，需要将已有的出租的物业转由房地产投资信托基金来承接，但根据合同法的这条规定，就必须获得所有承租人同意放弃优先受让权后才能得以实施。合

同法关于承租人优先购买权，给计划重组进入 REITs 的房产在出租情况下的收购，带来了法律上的困难与障碍。

4、会计准则限制

在财务及税务方面，REITs 对信息披露的要求很高，需要让投资者了解开发商的规模及能力。由于开发中存在灰色区域，国内房地产开发商信息透明度不高，进一步提高企业的信息透明度依赖于制度的完善。REITs 以收取租金作为投资回报，产生按现金流入分配与按公司实现利润分配两种方法上的矛盾，因为公司的现金流入与公司的利润并不总是同步的。另外，对于出租的物业，国内目前普遍采用历史成本法计算其物业的价值，这并不能反映近年来国内物业的升值所带来的房地产资产增值的情况，因此账面价值并不能真正地反映 REITs 资产的真实价值。2006 年财政部新颁布了《企业会计准则》第 3 号，即投资性房地产，解决了 REIT 资产的价值问题。该准则第十条规定：在有确凿证据表明投资性房地产的公允价值能够持续可靠取得的情况下，可以对投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量，从而扫除了出租物业真实价值的计量问题。

5、信托公司的管理缺陷

信托业本身是一种非常灵活的投资手段与投资工具。但信托投资公司在中国一直以来是金融财务问题的多发地。信托投资业务是一种基于信任、在诚信基础上发展起来的业务，而中国传统上缺少代人理财的文化传统，信托投资公司也缺少合理的内部制约机制。在内部控制薄弱，加上信托经理们没有诚信的内心自我约束，使得信托投资业成为一个屡屡被整顿的对象。要发展 REITs 及资产证券化产品就必须要先培育合格的信托投资公司。

6、REITs 证券的特殊性

REITs 所产生的证券与股票及一般债券不同，它不是对某一经营实体的利益要求权，而是对特定资产包所产生的现金流与剩余利益的要求权。特定的资产包需要一个特殊的机构来运作。房地产投资信托基金需要设立一些特殊目的的公司或者机构来运作。但是，

在我国的公司法及合伙企业法在中国《公司法》并未允许特殊目的公司存在的条件下，REITs 通过使用特殊目的公司来运作的方法就难以在中国实施。

7、REITs 需要专业的人员来管理物业

由于纳入 REITs 的物业项目需要物业管理和资产管理的专业支持，才能把房地产的潜在价值体现出来，实现 REITs 收益的最大化。国内的房产项目普遍存在缺乏专业资产管理企业与人员等问题，例如物业管理、设施管理、租户组合管理、租金管理、酒店专业管理。能提供租户组合和长期回报率等投资运营状况分析的专业资产管理公司则更少。缺少这些有成熟经验的具有国际水平的人员与企业，REITs 可能无法充分发挥其市场竞争力及较好的获利能力。

三、关于我国 REITs 立法的建议

在我国推动 REITs 的顺利发展，首先要建立完善的法律体系，仅仅只颁布单一的《信托法》、《证券投资基金法》是不够的。当前从立法上应当对 REITs 的框架与运行作出明确规定，具体包括以下内容：

1. 信托人与管理人的资格要求。信托人与管理人的职责与条件、专业能力，严格与明确的信托人与管理人的责任与义务将有利于保障投资者的利益。
2. REITs 的发行要求。发行 REITs 产品的基本要求，如可预见的投资回报率、投资的方向与限制、分红的政策、工具性公司的层次与限制、基金融资的比例控制等，这些要求将控制 REITs 的运作风险与保证投资者能取得合理的回报。
3. 信息披露要求。建立严格的 REITs 信息披露制度，资本市场上的产品，风险与收益是并存的，要从实体上划清 REITs 的发行者、管理人、投资者与市场监管者之间的责任是困难的，最好的方法就是建立良好的信息披露，在确保良好的信息披露基础上，法律可以让投资者风险自担。国际的经验是在严格信息披露基础上的监管才是有效的。
4. 市场监管。建立一个市场的监管架构，规范证监会、银监会、税务总局、证券交易所、房地产管理机构等相互之间的配合与协调机制。
- 5、尽快制订有关 REITs 的专项法规

REITs 实质上是产业投资基金的一种, 而且其投资的对象还是稳定、高收益的房地产业, 发展产业投资基金既可为产业的发展开辟新的融资渠道, 又可为广大投资者提供一条新的投资渠道。因此, 我国应尽快制定颁布《产业投资基金法》, 或先颁布具体的实施细则对 REITs 进行规范, 待时机成熟时, 再纳入法律制定的范围。同时, 我们还需制订一些关于 REITs 的专项管理措施, 如投资资格的审定、投资方向的限制、投资比例的确认等, 以促进 REITs 的规范发展。

6、完善我国的税收法律

REITs 美国的发展最为成熟, 其中一个重要的原因就是美国对 REITs 的税收优惠政策。美国税法规定, 如果 REITs 将每年度盈利的大部分以现金红利方式回报给投资者, 则无需缴纳公司所得税。这项规定避免了对 REITs 和其投资者的双重征税。新加坡、日本和韩国也在近几年纷纷参照美国的经验制订了对 REITs 的税收优惠政策。我国目前尚未建立针对 REITs 的税收制度, 都是参照现有的一般经济业务的政策规定。国家税务总局曾在一篇名为《关于建立中国信托税制的报告》的报告中指出, 我国信托税收制度中存在的最突出的问题就是重复征税。主要表现为信托计划存续过程中, 信托收益需要缴纳所得税, 而当信托计划终止或信托收益分配时, 将需再次缴纳所得税。可见, 我国目前的信托税收制度将严重制约 REITs 在我国的发展。

综上所述, 在中国房地产市场与国际接轨的过程中, REITs 的进入是不可避免的。在此背景下, 如何健全中国的房地产基金法律、完善我国的信托业税收制度、确定中国房地产企业的融资战略、借鉴国际房地产基金运作标准等, 是中国房地产融资市场必须考虑的问题。

参考文献:

1. 黄立锋领汇基金上市再陷迷局[N]. 中国证券报, 2004—12—16.
2. 陆一. REITs 对中国意味着什么[J]. 经济导刊, 2006, (3).

3. 陈柳钦：美国房地产投资信托基金的发展及其对我国的启示[J]．山东财政学院学报，2005，（1）

4. 陈志武：财富是怎样产生的？[J]．新财富，2003，（5）

5. 毛志荣：《房地产投资信托基金研究》，载于《深圳证券交易所综合研究所研究报告》，2004年1月16日。6. 陈柳钦：《关于美国房地产投资信托基金（REITs）》，载于《中国证券期货》，2004年8月。7. 易振宁：《对我国发展房地产投资信托的理性思考》，载于《技术经济与管理研究》，2005年3月。8. 王仁涛：《我国发展房地产投资信托的障碍及对策分析》，载于《中国房地产信息》，2005年1月。9. 孙靖：《房地产投资信托基金的海
外经验及在中国的适用性探讨》，载于《中国房地产金融》，2005年3月。

中国房地产投资信托（REITS）的法律障碍和立法建议

上海总所 刘梦雨

【论文摘要】

房地产投资信托（REITs）是一种源自美国的新型金融投资产品，是目前最能有效融合房地产、投资、资产证券化三个市场的金融工具，近几年在亚洲国家发展较快。但在中国，REITs研究尚处起步阶段，至今尚未有真正意义上的REITs发行，本文拟通过讨论目前REITs在我国发展的法律障碍，提出相关立法建议，为REITs的发展提供有益参考。

【关键词】 房地投资 信托 REITs

改革开放以来，我国房地产业发展迅猛，这对完善我国城市基础设施建设、提高居民生活条件发挥了重要作用。同时，房地产市场的繁荣发展也带动了银行、证券等金融行业的快速发展。但繁荣发展的背后，房地产业在结构性、层次性的矛盾日渐突出，其中的突出难题就是融资难。

21 世纪初，房地产投资信托（REITs）作为“舶来品”，逐渐进入国内大众的视野。因 REITs 在拓宽房地产融资方面具有独特优势，因而逐渐引起了中国学者和政府的重视。2008 年底发布的《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》就首次提出“开展房地产投资信托基金试点，拓宽直接融资渠道”的概念。

通过大力发展 REITs 解决房地产融资难不失为一种可行的有益尝试，鉴于目前国内金融市场对于 REITs 的探索尚处起步阶段，国内相关立法、制度空白较多，因此笔者将结合国情，为培养房地产投资信托（REITs）在中国发展、生根的法律土壤提供建议。

一、房地产投资信托(REITs)基本介绍

（一）房地产信托（REITs）的概念

房地产投资信托（REITs）是指通过发行基金收益凭证或股票的方式募集资金，交由专业投资管理机构用于投资房地产产业或项目，以获取投资收益和资本增值的一种基金形态。房地产投资信托（REITs）本质上是房地产证券化，即通过采取公司、信托等组织形式，由投资者以购买 REITs 的股票或受益凭证方式集合多个投资者的资金，由专业投资机构利用该集合资金进行房地产投资经营管理，最终投资者按比例获得投资综合收益。REITs 可以分散投资风险，减轻企业财务负担，通过高收益激发投资者热情，是集合社会资金从事专业化经营、管理、收益的一种投融资模式。

同为融资产品，REITs 与债券相比具有其独特性，主要体现在：

1. 投资安全性不同。债券的投资安全性最高，在不破产和发生违约的情况下，投资者总能收回投资，而 REITs 投资者则不一定得到此种基本保障，且破产清算时，REITs 作为普通股受偿顺序靠后，债券投资者则优先于 REITs 的投资者受偿。

2. 收益水平不同。REITs 以不动产自身增值部分或不动产权益产生的现金流作为投资者受益来源，而债券则主要依靠公司给付利息或还款能力实现受益。

3. 税务负担不同。REITs 按国际惯例一般都享有税负优惠，而债券则无此优惠。

（二）房地产信托（REITs）的历史沿革

1. REITs 的起源

REITs 是美国金融领域的一项重要创新，源自 19 世纪中期的马萨诸塞信托。依照当时法律规定“除非房地产是其整体商业的一部分，否则公司禁止拥有房地产”。严苛的法律导致公司无法进行房地产经营。但产业革命的爆发推动了对房地产投资需求的加大，为了规避法律限制，马萨诸塞信托应运而生，成为了美国历史上第一个可以直接进行房地产投资的法人。该法人具备类似公司的优点：承担有限责任、股份可以转让、资金实行集中化专业管理，同时享受联邦税减免政策。

2. REITs 的发展

（1）REITs 在美国的发展

1960 年美国修订的《国内税法典》创立了 REITs 这一金融工具，给予 REITs 与封闭式共同基金相似的税务待遇。这一调整极大地刺激了当时疲软的美国房地产业，使得中小投资者可以通过 REITs 进行房地产投资。60 年代末美国 REITs 行业随即迎来了第一个发展高峰。此后经过几十年的发展，美国陆续出台了《1976 年税制改革法案》、《1986 税制改革法》、《1997 年纳税者减免法》、《REITs 现代化法案》等多部法律促进 REITs 在本土的发展壮大，目前，在美国 REITs 各项制度的发展已日臻完善，美国成为了世界第一大房地产投资基金市场。

（2）REITs 在世界主要国家、地区的发展

澳大利亚上市房地产信托基金市场（LPI）自上世纪 70 年代开始发展，目前已成为仅次于美国的世界第二大房地产投资基金市场。澳大利亚 LPI 的发展轨迹和美国较为相似，80 年代经历了缓慢的增长期后，于 90 年代迎来高速发展期。

新加坡金融管理局于 1999 年 5 月颁布了房地产基金准则，为设立 REITs 市场迈出了关键一步，2001 年 11 月嘉德置地通过新加坡房地产信托（SPT）发行第一只 REITs。

2000 年日本修改了《投资信托及投资法人法》，首次允许房地产信托将资金投放至不动产。随后，东京证券交易所配合制定了相关交易规则。2001 年，Nippon Building Fund Inc 在东京证券交易所成功上市，标志着亚洲 REITs 市场的诞生。

此外，韩国、台湾、香港等国家地区也均于 2003 年先后出台 REITS 相关法律并成功发行 REITs 产品，建立 REITs 市场。

（3）美国 REITs 与亚洲地区 REITs 比较

综合来看，美国模式的 REITs 和以日本模式为代表的亚洲地区 REITs 存在本质区别。美国 REITs 立法多采用分散式立法，从税收角度出发，通过大量法规全方位对 REITs 进行法律上的约束与保护。而以日本为代表的亚洲地区所设立的 REITs 并无明显税收优惠驱动的特点。具体来说，亚洲地区房地产信托与美国房地产信托主要存在以下不同点：

一是成立目的不同。美国 REITs 主要是税法产物，成立 REITs 的主要目的就是享受税收优惠，而亚洲国家地区设立 REITs 的目的更多是为了进行房地产市场调整、促进房地产市场发展。

二是法律限制程度不同。亚洲地区关于 REITs 立法普遍严于美国立法，多在经营范围方面设定禁止涉足的领域，在负债方面设立比例限制。

三是组织管理形式不同。美国 REITs 多采用公司形式，亚洲地区 REITs 多采用契约形式或信托基金。公司型 REITs 是由发起人公开通过社会募集股份的方式设立投资公司，投资者认购股份后成为投资公司股东，募集的资金形成投资基金，委托专业管理公司投资、运营、管理，投资公司的收入以股息或分红方式按比例分配给投资者。而契约型 REITs 则需投资者与投资公司、管理机构签订信托合同，投资公司通过发行受益凭证募集资金，管理公司负责 REITs 运营和托管，投资者凭借收益凭证按照信托合同约定比例获取一定收益。

二、我国 REITs 的发展及法律障碍

（一）我国房地产投资基金发展

虽然 90 年代初期，我国就已产生房地产投资基金，仅 1990 年-1994 年，全国就发行了 70 多只基金，但后期由于操作不规范，加之 92 年房地产泡沫带来的宏观调控，我国的产业投资基金暂时退出了历史舞台。因此从严格意义上讲，目前，我国的房地产信托基金仍处于起步阶段。虽国内暂未出现真正意义上的房地产信托基金，但其变种——房地产信托计划已在多个大中城市落地开花。

（二）我国 REITs 发展的法律障碍

1. REITs 专项立法缺位

与美、日、新加坡等国家先制定 REITs 专门立法后进行 REITs 项目实践的做法相比，我国 REITs 立法进度较为缓慢，目前不仅没有调整 REITs 的专门法律，部分对 REITs 起到规范作用的法律规定也零星分散于《信托法》、《信托公司管理办法》、《加强信托投资公司业务风险提示的通知》、《信托公司集合资金信托基金管理办法》等四部法律规范之中，难以形成有效统一的规范机制。从性质上说，真正的 REITs 属于产业投资基金，上述四部法规并不能直接适用。虽然国务院发改委于 2004 年发布了《产业投资基金管理办法》，但是该办法对信托投资基金指导性较低。可以说目前想在我国寻找到可以直接适用于 REITs 的法律都存在障碍。

2. 信托财产占有制度缺失

与国外信托立法实践不同，我国信托法完全回避了信托财产权属问题。信托中的占有制度旨在赋予受托人合法、完全处置信托财产的权利，占有制度是各国信托立法中的重要制度。而我国信托立法中对此问题的回避，将导致受托人在信托财产处分权上的权能欠缺，此时信托财产并不独立于委托人，如果第三人通过与委托人串通取得信托财产，受益人的利益将难以保障。

3. 谨慎投资义务制度的缺失

谨慎投资义务是英美信托法上一个重要概念。美国《信托法重述》中规定“受托人的谨慎义务是指受托人在信托管理中负有运用通常的人在处理自己的财产时所应有的谨

慎和技巧”。我国《信托法》第 25 条虽然有关于“谨慎投资义务”的规定，只是作为一个基本的原则存在，并没有像英美信托法那样形成相应的具体标准和要求，因而在实践中缺乏可操作性，倘若因受托人投资行为不当导致投资者利益受损的，如何量化投资者利益的损失并予以补偿则成为目前我国 REITs 立法中又一未解难题。

4. 信托财产登记制度缺失

关于物权登记，目前仅《物权法》中有关于不动产登记的概括规定，关于信托财产登记没有专门规定。信托的核心是破产隔离，依照英美信托法原理，信托财产的所有权不属于委托人，因此委托人破产或负有债务时，债权人不得对信托财产主张权利。但在我国，信托财产登记的缺位，将导致债权人可以就信托财产主张债权，那时，受益人的权益将受到严重影响。

5. 证券法律制度的缺失

根据我国《证券法》规定，证券投资基金只能投资于股票、公司债权、国务院认定的其他证券、以及政府债权、证券投资基金和职权衍生品种。REITs 受益凭证不属上述适用范围。因此现有证券法律无法解决 REITs 应在何种交易场所进行交易的问题。

6. 双重征税负担

税收优惠是 REITs 在美国市场取得成功的重要原因。体现在两方面：一是信托财产的转让和处分由受益人纳税，二是信托作为独立的纳税人在信托存续期间负责交税。但依照我国现有法律，信托财产的最初交付和最终实质性交付都将导致纳税义务，即针对同一财产产生了两次重复交税，同时在信托计划有效存续期内，信托财产所得也需两次交税：信托财产的企业所得税和投资者的个人所得税。过高的税费成本大大增加了信托的运营成本，极大的打击了投资者的投资热情，不利于 REITs 进一步发展。

三、立法建议

（一）对 REITs 专项立法建议

在当下亚洲各国及地区立法实践中，通过 REITs 专门立法实现规范的做法已成常态。我国作为大陆法系国家，参考我国以往立法习惯，之前的《证券投资基金法》、《创业投

资企业管理暂行办法》都以单行法方式出现，对于促进证券投资基金飞速发展起到重要作用，因此笔者建议采取单行法方式推动 REITs 发展壮大。加之设立 REITs 所涉实务部门较多，采用统一立法的方式可极大降低立法成本，统一的规范对于实践的操作性也会更强。监管部门在制定专项立法时，应当对 REITs 的设立条件、发行标准、产品结构同时予以明确，同时不断完善配套制度，适当借鉴英美法系信托原理，明确以立法方式确立谨慎投资义务、信托不动产登记制度、禁止关联交易等配套制度，以形成完备的法律规范体系，为 REITs 的健康发展提供切实可行的法律指引。

（二）对 REITs 组织形态建议

公司型 REITs 与契约型 REITs 区别较大，前者依照合同法和 REITs 单行法规设立公司法人，投资者为公司股东；后者依信托契约成立，不具备法人资格，投资者仅为受益人，就如何选择 REITs 组织形式，笔者建议优先考虑契约型 REITs，理由是：

若依据现行《证券投资基金法》设立公司型 REITs，则必须将受益凭证归属为证券法规定的证券为前提，根据《证券投资基金法》第 102 条规定，需要国务院予以另行制定行政法规允许设立股份公司型 REITs，立法程序耗时较长，短期内难以实现，若选择委托外部公司管理，则需解决 REITs 公司对外授权管理权的合法性问题，又属现行国内立法空白部分；此外，我国现行《公司法》有关公司组织机构的设置并不能满足 REITs 专业化运作的需求；最后在税费成本上，股份有限公司型 REITs 需按法律规定提取一定比例的法定公积金，这样一来 REITs 股东的收益又受到压缩，大大降低了对投资者的吸引力。因此相比之下，契约型 REITs 更为适宜，契约型 REITs 的基本理念源于信托，核心就是信托财产的相对独立性，委托人或受托人的个人债务不会影响信托财产，因此受益人的投资安全大大提高；且较于公司设立、运作、表决的复杂程序和监管要求，契约型 REITs 设立、运作更为灵活便捷，受益人只要通过购买受益凭证即可成为受益人。

（三）对 REITs 税收优惠的建议

若采取契约型 REITs 的方案，则可以参考证券投资基金相对成熟模式，制定税收优惠政策，仅在投资者获取利润分配的环节向投资者收取个人所得税，降低税收成本，调动投资者热情。

（四）对 REITs 投资者保护的建议

1. 引入房地产评估中介机构

房地产资产的初始价格对于房地产信托投资的收益水平有着重要影响，实践中，无论是受益人亦或是委托人都并不具备对房地产客观、合理评估的专业水平。在国际实践中，往往引入房地产评估中介结构对房地产的现价、租金、盈利前景作出公允的判断。但遗憾的是，目前我国房地产评估市场鱼龙混杂，评估中介机构的专业水平参差不齐，房地产评估市场缺乏统一的评估标准和程序。房地产评估作为 REITs 发展的重要环节，有必要得到国家层面的政治和规范。可以引入香港及台湾地区的做法，由两家以上的评估机构同时进行评估，若评估价格之间差异达到某种程度，则必须另行制定新的评估机构重新估价，以确保估价公允。

2. 强化信息披露

完善的信息披露制度将当事人置于市场监管之中，有效降低当事人违法成本，同时通过 REITs 参与机构的披露扩大广大投资者信息收集的聚渠道，提升信息的权威性和完整性。目前设立 REITs 制度的国家都已配套设立信息披露制度。我国现阶段 REITs 信息披露制度还未设立，随着 REITs 发展，信息披露将日益凸显其重要作用，出于 REITs 信息规范化发展的考虑，有必要从 REITs 发展之初就做信息披露的制度考量，并在 REITs 立法中予以体现。

结 语

随着国民经济高速发展，房地产业正在逐步成为我国经济发展的主导产业之一，适时的引入 REITs 有利于解决房地产融资渠道狭窄的困境，促进我国房地产市场良性发展。目前 REITs 在中国尚处于萌芽阶段，现行信托计划与国际通行的 REITs 操作还存在较大差距，REITs 在中国金融市场的发展潜力有待进一步挖掘。

REITs 税收制度的比较法分析

深圳分所 吴冬雪

【论文摘要】

我国的房地产资产证券化市场目前处于起步摸索阶段，由于没有出台与 REITs 相配套的税收政策，而《信托法》也没有清晰界定所有权的转移问题，导致 REITs 在我国面临多重税收法律困境。本文通过对比分析英国、美国的信托税收法律制度，提出了构建中国 REITs 税收法律制度的初步建议，以最终促进 REITs 制度优势的发挥。

【关键词】REITs 税收法律制度 分析比较 立法建议

REITs 肇始于 19 世纪美国马萨诸塞州的商事信托，系“Real Estate Investment Trusts”的简称，在我国被直译为房地产信托投资基金。作为房地产资产证券化的一种形式，自 2014 年央行和银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，明确提出我国开展房地产投资信托基金（REITs）试点后，REITs 在我国就以变现快、风险小、升值潜力大等优点为广大投资者所青睐，是目前市场上较为重要的投资理财手段之一。发展至今，REITs 早已超越了其最初的特性，成为衡量我国房地产产业格局是否合理、城市化水平高低、金融市场兴衰的重要标准。大力发展房地产投资信托，不仅能够盘活存量资金，缓解房企的融资难题，改善融资结构，还能化解经济面临的系统性风险。然而，REITs 是法律移植的产物，当下我国信托税制仍属于立法空白。因此，总结我国当前税收法律现状带来的法律移植障碍，对比分析英国、美国的信托税收法律制度，构建一套合理的 REITs 税收法律制度，是在大规模推广 REITs 前的重要条件之一。

一、REITs 的基本理论

（一）REITs 的涵义和渊源

REITs 是指一种建立在信托理念上的，与现代房地产制度、投资基金制度相结合的新型金融工具。该制度从美国兴起，20 世纪 60 年代美国国会修正《国内税收法规》(Internal Revenue Code) 时正式允许设立 REITs，并于 1961 年发行了世界上首支 REITs。REITs 在美国被称为不动产投资信托，组织形式多为公司、信托或者协会，实质上是基金的一种。广泛的投资者的资金被 REITs 募集起来，然后 REITs 购买并持有收益型的房地产（常见的如公寓、写字楼、商场、仓库等）或者为房地产行业提供融资，同时享受一定的税收优惠政策。我国学者在引进研究该制度时，习惯将其称为房地产投资信托或房地产投资信托基金。

（二）REITs 税收法律制度的界定

1、REITs 税收法律制度的概念

税收法律制度是一个国家以税收法律规范为基础，规范税收活动的各项制度的总称。REITs 税收法律制度是指 REITs 税收活动中与信托行为和 REITs 当事人有关的税收法律制度。REITs 税收法律制度的法律基础是相关法律、行政法规、部门规章、地方性法规、政府规章，但在税收实务中，有些规范性文件虽并非严格意义上的税法，但在实践中也作为法律使用。

2、REITs 相关税种

REITs 可能涉及到的税种主要有增值税、所得税、印花税、房产税、契税、土地增值税、城镇土地使用税等。

《财政部、国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》于 2016 年 3 月 23 日发布。根据该通知，自 2016 年 5 月 1 日起，在全国范围内全面推开营业税改征增值税试点，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人，纳入试点范围，由缴纳营业税改为缴纳增值税。而 REITs 与房地产领域存在密切联系，因此涉及增值税。

所得税是以所得为征税对象，由所得主体缴纳的一类税的统称。又可细分为企业所得税和个人所得税。REITs、REITs 的机构投资者和个人投资者涉及企业所得税和个人所得税。

印花税将经济活动中书立、领受的凭证作为征税对象，向凭证的书立和受领者征收的一种税。REITs 的设立、存续、终止均涉及合同的签订，因而涉及印花税。

房产税是以房屋为征收对象，以房屋余值或房产租金收入为计税依据，由房屋所有人或使用人缴纳的一种财产税。REITs 投资购入并出租房屋时涉及房产税。

契税是因土地、房屋权属发生转移，在转让人和受让人签订合同时，由受让人缴纳的一种税。REITs 购入房屋成为产权的受让人时，涉及契税。

土地增值税是纳税主体转让国有土地使用权、地上建筑物及其附着物，并取得增值收入，针对此增值收入向国家缴纳的一种税。而 REITs 将持有的国有房地产转让出去获得的差价收入需要缴纳土地增值税。

城镇土地使用税是在城市、县城等范围内使用土地的纳税人，以实际占用的土地面积为计税基础，按适用税额标准缴纳的一种税。REITs 物业占用土地时涉及城镇土地使用税。

二、REITs 在中国的税收法律现状和困境

作为美国的先进制度，REITs 可以说是与美国的税法改革密不可分的，然而我国现行的税收法律制度并不能与 REITs 相适应。REITs 税收的上位概念是信托税收，设立 REITs 税收法律制度，应先讨论信托税收法律制度。尽管近几年信托业蓬勃发展，成为我国的第二大金融支柱，但目前专门的信托税收法律依旧空白。如果严格按照现行的法律法规去适用信托，从税收理论上推算，信托业的税负较重。具体来说，REITs 在中国的税收面临如下困境：

（一）所得税存在重复征税

REITs 存续和终止阶段就所获得的收益需缴纳所得税，一般意义上应理解为企业所得税；收益分配给投资者，投资者再次缴纳所得税，其中个人和企业投资者分别缴纳个人所得税和企业所得税。以上情形便造成了对同一税源的经济型重复征税。

（二）纳税人认定法律缺位

1、所得税纳税人不确定。所得税重复征收的问题被解决后，还将产生新的问题。在 REITs 存续和终止阶段，REITs 将获得的信托收益所得分配给投资者，此时缴纳所得税基本上有两种可能的模式：其一，REITs 就全部的信托所得纳税，投资者则不需再缴纳所得税；其二，REITs 不缴纳所得税，投资者则需缴纳所得税。至于选择何种模式，前提是确定纳税人，但我国现行税收法律制度对此并未明确。

2、其他税种的纳税人不明晰。当 REITs 的经济活动涉及增值税、印花税、房产税、契税、土地增值税、城镇土地使用税等税种时，纳税人的确有两种模式：其一，REITs 自身作为纳税人；其二，其受托人作为纳税人。至于选择何种模式，我国现行税收法律制度对此也未明确。

（三）税负较高

REITs 本身运行的环节较多，其纳税环节体现在：第一，设立环节。投资者申购 REITs 基金份额时涉及印花税。发行基金方式募集资金，涉及增值税。REITs 直接购入基础性资产获得物业产权时，REITs 要缴纳契税、印花税。当然，采取股权收购的模式，即收购拥有物业产权的公司，将合理的规避不动产转让涉及的流转税。第二，存续环节。REITs 对信托业务的营业账簿等要缴纳印花税；对外转让不动产获得的超额收入，涉及土地增值税、所得税；出租物业取得的租金收益，涉及房产税、所得税；获得信托报酬，涉及增值税、所得税；受益人获得分配的信托收益，涉及所得税。第三，终止环节。投资者赎回 REITs 份额，涉及印花税。受益人获得 REITs 分配的信托收益，涉及所得税。REITs 将所持有的物业产权转让，涉及印花税、增值税及附加土地增值税。可见，现行税制下，我国 REITs 面临沉重的税负，在某种程度上抑制了 REITs 的健康发展。

（四）存在避税的可能性

信托起源于避税的动机，现代的信托和 REITs 也存在利用金融创新设计更为精妙复杂的信托结构进行避税。那么当今我国引进 REITs 也同样应扬长避短，发挥其优势所在，同时规范市场主体利用 REITs 制度进行的不正当避税行为，防止造成国家税收流失。在此，笔者简单列举两种 REITs 可能存在的避税情形。一种情况是调整分配的时间延迟纳税，获得延迟纳税收益。委托人因长时间没有获得收益，所以暂时不用缴纳所得税，等到一定时间后，REITs 集中性的分配信托收益，这样委托人便获得了延迟纳税的好处。另一种可能的情况是设立离岸信托，即在国外免税或有税收优惠的地区设立离岸 REITs，但投资方向仍在国内，且信托收益分配在国外，借此在国外分配的信托收益可享受税收优惠，进而达到避税的目的。总之，实践中 REITs 的形式多变，进行规避税收的情况多样，因此存在流失税收的可能。

三、国外信托税收法律制度的分析比较

（一）英国信托税收法律制度的分析

英国以信托实体课税理论为主、导管理论为辅。信托实体课税理论认为信托具有纳税人资格，也就是赋予信托法律关系纳税人资格，这在包括英国在内的其他英美法系国家是特色之处。英国税法的渊源主要为制定法、欧盟的法律、判例、税务部门声明。

1、印花税

在英国，税法特别指定的文件才缴纳印花税。信托设立时，委托人交税；信托运营阶段，如果委托人新委托别的资产而发生信托财产转移，仍需交印花税。信托终止时，若此时重新调整信托受益人的收益或者信托受益人的收益被无偿处分，比如赠与，则要针对调整部分的财产缴纳印花税。

2、税款返还机制

在信托设立时，由于委托人、基金管理人、保管人均没有所得，故不纳税。信托运营阶段委托人获得的信托收益，如果大部分所得分配给受益人，则受托人无纳税义务，这种情况下的所得税率是基本税率 23%。而如果信托收益没有分配给受益人而是被累积了，那么信托收益所得税应该由受托人缴纳，这种情况下的所得税率是 34%。累积信托下，因

为受托人和受益人适用的税率不一样，如果受托人已经缴纳所得税，然后再向受益人分配，此时受益人的所得已经被多交了一部分税，所以就出现了所得税的部分返还。受托人在向受益人分配信托收益时要出具所得税已扣的证书，受益人凭此证书可要求返还部分税款，而且受益人自身应缴纳的所得税也可据此得到豁免。这就是英国的税款返还机制。

为了税务管辖的便利，信托在英国被赋予了独立的法律主体资格。信托收益分配给受益人时，由受益人纳税；如果未分配给受益人，还是由受托人完成信托所得税的缴纳。由此可以发现，受托人类似我国的代扣代缴人角色。

3、REITs 税收优惠政策

对于出售房地产的价差利得，在英国通常情况下应交 30% 所得税。但是 REITs 运营阶段，出售房地产的价差利得免税，唯一的例外是该房产系 REITs 自行开发，并且持有时间少于 3 年。此外，REITs 运营阶段获得的非转让房产价差利得也免于征税，但如果 REITs 投资其他 REITs 获得的收益则不免税。因为相同组织形式的 REITs 本应发挥自己的专家理财优势，结果却投资了其他的 REITs，因此不予免税。

（二）美国信托税收法律制度的分析

信托所得税是美国税制中的核心税种，本部分将重点介绍美国的所得税制。美国的税收法典赋予了信托关系纳税人资格，信托的运行机制是为完成委托人的目的而使受益人受益，基于此设置、运营和分配信托财产。若信托财产产生的信托收益被累积而没有进行分配，则由信托进行纳税，这是信托实体理论的体现；若信托收益被分配给受益人，则受益人纳税，这是导管原理的体现。由此可见，在美国亦是信托实体理论与导管理论并用。

1、分配减免制度

按该项制度，信托和受益人将在不同的情况下进行纳税。受益人所得部分由受益人自己纳税，但是如果信托进行不充分分配，即信托分配给受益人部分收益，同时留存一部分收益，则此时对留存的部分也要进行征税。也就是说，信托收益总额扣除对受益人

的分配额后形成信托应纳税额。上述制度被称为分配减免制度。分配减免制度把信托收益在信托和受益人之间进行了隔离，信托向受益人分配后，由受益人负责交所得税，此时信托成为受益人输送信托收益的导管。

2、防止逃避税款措施

信托作为纳税人时，信托所得税的计税依据为总收入扣除宽免、各项成本费用后按照累进税率分别计算应纳税额，其税率设计以个人所得税的高税率确定，这有效防止了利用信托累积收益进行税收规避的行为。因为级别较高的纳税人把收益留在信托同样需要缴纳较高的税额，与自己纳税的效果基本一致，因此，纳税人没必要另行设计更为复杂的信托累积来避税。

3、税收优惠政策

REITs 出售和出租物业的所得在美国免交所得税。美国鼓励将信托收益进行慈善捐助，并且对以慈善为目的的捐献的额度没有限制，以此鼓励信托参与慈善事业。

（三）国外信托税收法律制度的对比

1、纳税人资格认定

英国、美国均赋予了信托纳税人资格，属于经验论哲学理论指导下的实用主义体现，对法律规定下的概念作出了重大突破。

2、避免重复征税

英国、美国均采用了一系列的理论和措施来避免重复征税。英国主要通过规定信托先行纳税，而后向受益人开具已纳税证书，受益人凭此抵扣所得税；美国则要求信托先行扣除对受益人的分配，得到信托收益时再对信托所得纳税，而受益人仅对自己所得纳税。其原因在于，英美法系国家将信托财产超然于各方当事人之上，信托制度的安排实际上是受托人享有名义上的所有权，受益人享有法律赋予的收益权。

3、税收优惠

英国、美国均设立了税收优惠政策，前者采用分类降低税率的方法，后者则体现在税款减免方面。税收优惠政策一方面为 REITs 的运行创造了公平甚至利好的税收环境，

另一方面也发挥了税收的引导作用，比如引导 REITs 长期持有物业，鼓励受益人长期持有 REITs 基金份额。

4、打击避税

累积信托被英国和美国认定为打击的对象。英国明确了对各层次的信托征税，使得累积信托失去了发展空间；美国通过提高对被累积的信托收益所得税率的措施，引导投资人不再利用信托避税。

四、构建中国 REITs 税收法律制度的建议

（一）明确纳税人资格，构建避免重复征税制度。

1、仅对受益人征税

我国重复征税的源头来自大陆法系与英美法系对所有权理解的冲突，笔者认为，英美法系注重经济实质的思路值得我国借鉴。两大法系在当代已出现融合的趋势，若大陆法系从经济实质角度出发，自然能理顺税收方面的权利义务关系。受益人实际获得了绝大多数的 REITs 收益，享受权利的同时理所应当承担税收义务。

2、税率的确定

在仅对受益人征税的前提下，信托导管理论可继续延伸。因为受益人获得了绝大部分收益，因此信托行为可被视为受益人自己的经济行为，进而国家对某项经济获得课税的税率应参照受益人的情况。常态下，受益人从事该项经济活动需要按照什么税率纳税，国家即可按照什么税率征税；受益人从事该项经济活动按照比例税率或累进税率纳税，国家就可相应的按照比例税率或累进税率征税。此外，受益人所享受的税收减免优惠或其他待遇，信托的经济所得也可享受。

（二）实施税收优惠政策，扶植 REITs 初始阶段的发展。

与其他国家相比，我国房地产市场明显存在税负偏重的现象。在交易阶段，土地增值税、契税与增值税方面的表现较为明显；在持有阶段，房产税、增值税方面的表现突出，税负同样偏重。因此，笔者认为，我国有必要降低过高的税负，保持税法的谦抑性，收敛税收，紧缩税法，限制税权，实现税负公平。

笔者建议，将我国的税收优惠分为两个层次。第一层次应体现税收公平原则，建议 REITs 与我国证券投资基金获得平等税收的地位，REITs 各方享受相应的税收优惠，不再向投资者征收多项所得税，避免重复征税。第二层次是给予 REITs 单独的税收优惠待遇。在 REITs 设立环节，对向 REITs 售出物业的出让方应减免土地增值税、契税与增值税，并降低持有阶段的房产税和增值税。为了鼓励投资者长期投资，我国可以借鉴财税[2012]85 号文件的规定，根据投资者持有基金份额期限的长短调整所得税的计税基础，即持有时间越长，计税基础越小；持有时间越短，计税基础越大。比如持股不到一个月将按照所得的全额缴纳所得税，持股超过一年的，将按照所得额的 25% 缴纳所得税。

（三）结合信托制度的特殊性，制定治理避税规则。

笔者建议我国借鉴英国的“税款返还机制”，即按照相对较高的税率统一征税，保证税收覆盖到大部分投资者。税款由基金管理人代扣代缴，REITs 向投资者分配收益时出具已纳税证书，投资者凭此可向税务机关申请不再就自己所得的分配再次缴纳所得税。如果代扣代缴的税率高于自身应适用的税率时，还可申请返还已多交的所得税款。

综上，REITs 制度移植到中国后，与本土的税收法律制度存在诸多冲突，面临多重法律困境。为确保 REITs 制度优势的发挥，我国必须构建与 REITs 相适应的税收法律制度，从而促进我国房地产资产证券化在未来的蓬勃发展。

类 REITs 结构典型案例解析 ——以中信启航专项资产管理计划为例

杭州分所 吴鹏飞

【论文摘要】

“中信启航专项资产管理计划”作为我国第一单在交易所上市交易的证券公司房地产权益类专项资产管理计划业务，本质上属于资产证券化产品。在文章的前半部分，笔者对该计划进行了介绍和分析，包括对计划本身的分析和计划背后的法律分析。“中信启航专项资产管理计划”作为国内首例 REITs 产品，其发展的外部环境与国内相比存在些许不足之处，在文章的后半部分笔者对“中信启航专项资产管理计划”的外部环境缺陷进行分析，找出其中的不足并提出相应的修改建议，推导出我国如何走上真正的 REITs 道路。

【关键词】 中信启航专项资产管理计划 资产证券化 类 REITs 产品 私募基金 融资

引言

2014 年 5 月 21 日，我国内陆第一只交易所场内的房地产投资信托基金产品成功在深交所综合交易协议平台挂牌转让，这一事项标志着历时多年的中国首单 REITs 产品——“中信启航专项资产管理计划”的成功发行，代表了我国金融监管部门对于未来内陆发展 REITs 的期望与鼓励。这被认为是市场上首单 REITs 的产品，上半年就为中信证券贡献超过 10 亿元的利润。¹随后，依据同样的结构，苏宁以 11 家门店为基础推出 REITs 产品实现 13 亿元的税后净收益。9 月 30 日，央行发布《中国银行业监督管理委员会关于进一步

¹ 该观点可以参照业内评论：林巧、吴俊捷.《心虽远步难行 中信证券类 REITs 产品折射金融创新窘境》[N].21 世纪经济报道,2014-4-18(23);赵晓、李慧忠.《中信启航：离真正的 REITs 相距还较远》[N].上海证券报,2014-5-21(A02)

做好住房金融服务工作的通知》中便提出了将积极稳妥开展 REITs 试点工作，12 月初北上广深将试点保障房 REITs 初步方案上报住建部，REITs 在我国的使用开始获得重视。

“中信启航资产管理计划”（以下简称“中信启航”）代表了近十年来国内 REITs 构建尝试中最接近境外 REITs 功能的项目，在中国探索了若干年公募 REITs 却未能成形后，私募 REITs 会成为不动产证券化的突破点。结合“苏宁计划”的设立，该模式极有可能成为未来我国 REITs 建设的主要思路。但在此金融创新下，笔者同样认为，该计划仍然存在许多的核心法律问题未获解决，其结构值得进一步推敲。与其认为该计划属于 REITs，不如应该将其视为一种在境内的变种。故本文试图以该计划为样本，通过分析该计划推导出我国离真正的 REITs 之间，还有多少要做的努力。

一、“中信启航”案例分析：

（一）“中信启航”案例介绍：

1. 此次中信证券发行的“中信启航”REITs 是以北京中信大厦与深圳中信大厦作为标的资产，同时将其证券化发行，发行规模总计 52.1 亿，针对不同的风险偏好的投资者设立不同的分级产品，优先级与次优先级两类的非公开募集产品。基本情况如下：

表格 1. 中信启航产品简介²

产品名称	中信启航专项资产管理计划	
规模	52.1 亿元	
分级	优先级份额存续期间获得基础收益，退出时获得资本增值的 10%	
	次级份额存续期间获得满足优先级基础收益后的剩余收益，退出时获得资本利得 90%（浮动收益）	
	优先级	次级
规模	36.5 亿元	15.6 亿元
比例	70.1%	29.9%

² 《中信启航专项资产管理计划受益凭证募集说明书》

产品期限	预期 3 年	预期 4 年
投资者预期收益	5.5%-7%/年	12%-42%/年
基础收益分配时点	每年最后一个工作日分配，分配金额为完整年度的基础收益	
评级	AAA	无评级
发售对象	合格机构投资人	

表格 2. “中信启航”参与方情况³

中信证券股份有限公司	资产原持有人
中信金石基金管理有限公司	基金管理人
中信银行股份有限公司天津分行	托管人
中信银行股份有限公司天津分行	监管银行
中诚信证券评估有限公司	信用评级机构
普华永道中天会计师事务所	会计师事务所
普华永道中天会计师事务所	税务咨询机构
深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司	评估机构
深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司	市场调研机构
北京中信证券大厦	目标资产 1
深圳中信证券大厦	目标资产 2
天津京证物业服务有限公司	项目公司 1
天津深证物业服务有限公司	项目公司 2

2. “中信启航”上市物业资产分析

³ 《中信启航专项资产管理计划受益凭证募集说明书》

此次 REITs 发行最重要的一个环节就是目标资产的选取，目标资产的好坏直接关系到此次 REITs 产品的盈利能力，质地优良物业的盈利能力强，增值空间大，可以有效的保障投资人的资产投资安全。

中信证券选取北京市朝阳区亮马桥路48号院4号楼的中信证券大厦2.22层房屋(包括附属机房一层2301房间)及其占用范围内的国有土地使用权作为目标资产¹。戴德梁行对其评估值为35.11亿元，天津京证拥有对该物业的占有、使用、转让、出租、抵押或以其它方式处置北京物业的完整权利。北京中信大厦里的租户几乎全部为中信证券以及中信证券的全部权益子公司，北京中信证券大厦的总建筑面积为66,939.96平方米，中信系列公司的承租面积为69513.32平方米，占比高达99.39%，北京中信大厦的租金收入的99.52%来自于中信系列的各个公司，北京中信大厦的租金价格为每月388元每平米，如今签订的租赁合同确保其未来五年的租期可以得到覆盖。

(二) “中信启航” 过程解读：

1. 操作流程

中信证券股份有限公司作为计划的管理人，首先通过设立专项计划，即发行REITs产品进行筹资。随后将所筹集到的资金用来认购中信启航非公开募集证券投资基金的全部份额，其中中信启航非公开募集证券投资基金由中信金石基金管理有限公司成立。中信金石在收到认购的资金后，用得到的资金份额在天津市设立SPV1和SPV2。SPV全称Special Purpose Vehicle，意为“特殊目的的载体”，是一个为特定目的而构造的经济实体，中信金石设立SPV的目的是将其两个目标资产北京中信大厦与深圳中信大厦进行资产证券化，同时可以起到使证券化的资产和发起人的风险相隔离的效果。SPV在实质上十分类似一个中间机构，在此次资产证券化中起到连接融资者和投资者的桥梁的作用。通过设立的SPV1与SPV2，分别收购中信证券旗下的天津京证与天津深证100%的股权，在收购完成后，SPV机构吸收合并了天津京证与天津深证，进一步完成了持有目标资产北京中信证券大厦与深圳中信证券大厦的目的。

2. “中信启航” 的分配与推出设计

在“中信启航”产品到期时，退出方式较为灵活，主要以REITs方式推出，在推出时点，非公募基金将所持物业100%的权益出售给由中信金石基金管理有限公司发起的交易所上市REITs，对价的75%将会以现金的方式取得，剩余的25%将会以REITs份额的方式由本基金持有并锁定交易一年。在此安排下，优先次投资者将在IPO时点以全现金方式全部退出，相应次级投资者获得部分现金分配及REITs份额；在除了REITs方式退出外，基金还可以市场价格出售给第三方实现退出。

二、“中信启航”的法律分析

（一）“中信启航”的法律关系：

对于专项资产管理业务的法律属性在学界存有很多争议，有的认为属于信托关系，有的认为属于委托关系，更有甚者认定其行纪关系。通过对管理办法、业务内容和业务架构的分析，笔者认为，该业务不属于委托与行纪，但也不能直接认定为信托，而应当视为契约型基金合同关系。

首先，虽根据《证券公司客户资产管理业务管理办法（2013）年修订》规定并没有就专项资产管理计划的属性作出明确规定，仅在第十四条规定：“证券公司为客户办理特定目的的专项资产管理业务，应当签订专项资产管理合同，针对客户的特殊要求和基础资产的具体情况，设定特定投资目标，通过专门账户为客户提供资产管理服务。”同时在该条第三款补充规定：“证券公司可以通过设立综合性的集合资产管理计划办理专项资产管理业务。”笔者认为，应当将面对多个客户募集资金的专项资管计划，理解为通过向多个客户募集资金办理特定目的的资产管理业务，这也正好契合了合同法第十四条第三款的规定。紧接上述前提，同法第十三条规定：“证券公司为多个客户办理集合资产管理业务，应当设立集合资产管理计划，与客户签订集合资产管理合同，将客户资产交由取得基金托管业务资格的资产托管机构托管，通过专门账户为客户进行资产管理服务。”综上，从架构上看，专项资管计划与投资基金的架构没有什么区别，存在托管人、管理人和份额持有人，有相应的锁定期以类似封闭式基金的方式禁止赎回。它是由证券公司推出的，其管理形式类似于基金，但属于私募性质的一种资产证券化理财产品。

其次，中信启航计划由中信证券进行销售，由投资者进行认购，并且在登记托管机构中证登深圳公司进行登记托管，同时以中信证券根据《专项托管协议》设立专门的专项资管计划资金账户，专项资管计划受益人所获得的受益凭证仅代表专项资管计划权益的相应份额。笔者认为，上述行为已经构成受益凭证的销售活动，受益人的认购行为类似于出资，受益人（投资人）原先享有的货币所有权都发生了转移，其资金已用作对价购买了受托人（计划管理人）发起的计划权益受益凭证，而其货币资金已经进入计划账户由受托人以自己的名义进行使用，该结构也符合契约型投资基金的结构。

因此，笔者认为，合同形式上看，该专项资产管理计划应当认为属于契约型基金合同。因为，基金这一投资形式的产生，本身就是为了解决信托标的独立性与确定性与货币种类物性质矛盾的产物，是一种资金集合投资。投资基金实质是一种基于信托关系的金融产品，在法律上表现为对基金份额的购买，是一种典型的投资者以出资方式换取基金收益的“以物（资金）易物（收益分配）”，通过以货币作为交割标的的基金来承载资金为标的的受托管理需求，所以基金适用证券法而不是适用信托法。当然，不能因此就否定了基金合同的信托属性，因为基金资产仍然具备独立于个体的信托属性，只不过该基金资产并不是委托人所有的货币，而是货币出资后形成的以资金作为交割标的的份额。⁴因此，契约型的基金合同关系，其实是基金份额认购关系与基金份额信托关系的结合。

在明确了专项资管计划的契约型基金关系后，受托人的基金管理人和基金托管人之间的法律关系如何定位，学界存在颇多争议：有学者依照信托法中共同受托人制度来阐

⁴ 根据《证券投资基金法》第五条规定：“基金财产独立于基金管理人、基金托管人的固有财产。基金管理人、基金托管人因基金财产的管理、运用或者其他情形而取得的财产和收益，归入基金财产。基金管理人、基金托管人因依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算的，基金财产不属于其清算财产。”《证券公司集合资产管理业务实施细则》第六条规定：“集合计划资产独立于证券公司、资产托管机构和份额登记机构的自有资产。证券公司、资产托管机构和份额登记机构不得将集合计划资产归入其自有资产。证券公司、资产托管机构和份额登记机构破产或者清算时，集合计划资产不属于其破产财产或者清算财产。”笔者认为，该法规适用于以集合计划形式募集资金的专项资管计划。

述基金管理人和基金托管人之间的法律关系，概言之，基金份额持有人是委托人和受益人，基金管理人和基金托管人是基金份额持有人的共同受托人。另有学者则认为，基金管理人和基金托管人虽然都是受托人，但绝不是信托法意义上的共同受托人，二者有本质的区别，是一种受托职能分离的看法，因为基于信托财产的执行与保管相分离的原则，为充分维护投资者的利益，各国证券投资基金法均规定了基金管理人和基金托管人分工协作、相互监督的立法模式，把本属于信托法中受托人的职权分解成由不同的主体分别执行。我国契约型基金中，基金持有人是信托关系的委托人，而基金管理人则是信托关系中的管理受托人，复杂投资运作基金；基金托管人是保管受托人，承担保证基金财产的安全性和独立性的责任，但是基金管理人和托管人不是共同受托人，只是对受托人职能的一种分解，是基于法律分工形成的特殊受托人关系，并对信托事务的后果共同承担责任即连带责任。

（二）“中信启航”存在的法律问题：

结合前文对“中信启航专项资产管理计划”从产品结构到产品运行流程以及其中设计的法律关系进行分析后，可以得知该产品的基本逻辑就是以能够产生稳定现金流的目标资产为基础资产，通过多层SPV设置，在深交所上市交易的私募型REITs。可以说“中信启航专项资产管理计划”已经具备REITs的特征，但笔者认为，该产品仅仅属于一种类似REITs的产品，并非真正的REITs，其仍存有明显的法律问题——法律法规碎片化下导致的专项资管计划定性不明。

境外成熟的REITs项目，不论是美国或是香港的立法皆对REITs在法律层面上以信托的角度或是基金的角度进行明确定义。⁵明确了主体身份的REITs采用发行股权或是基金单位的方式募资，将股权和基金单位与投资人原有的货币资产隔离，也与管理人、托管人进行了隔离，真正达到了资产破产隔离的效果。同时采用公司结构或是信托基金结构，使得作为受托人的管理人与托管人承担高标准的信义义务，方可以明确保护投资者的利益。

⁵ 参见：1960年美国《国内税收法规》、香港《房地产投资信托基金守则》（2006年1月制订施行）。

然而，反观我国以专项资管计划进行的REITs项目，如笔者在前文对阶段一中专项资管计划的分析可知，现阶段在法律层面上并没有对此进行定性。所有设计专项资管计划的法规文件⁶皆为部门规章或是行业规定，立法层级较低，难以对抗其他法律性文件。同时由于我国信托机构监管与证券监管机构采取分业监管，因此证监会监管下的“专项资管计划”在规范性文件中皆采用“管理人接受受益人委托”的语句，另一方面，在上述法规文件中也没有明确界定专项资管计划的资产独立于计划收益人使得专项资管计划本身的信托关系与委托关系在文义上难以区分。同时，笔者前文分析认为专项资管计划属于基金合同，但是具有法律效力的《证券投资基金法》并没有被相关法规所引用，也未从法律层面上涵盖专项资管计划使其基金属性以法律形式固定。因此专项资管计划成为了一个非信托、非委托、非基金的特殊产物。在该语境下，专项资管计划面临其资产独立性以及投资人保护的问题。一方面，一旦将专项资管计划界定为委托，那么委托人的变更或是破产都有可能直接干涉到该计划运行，同时，委托人的受托义务在法律上也低于信托关系中的受信义务，这方面也不利于投资人的利益保护。另一方面，在信托语境下，专项资产的货币属性使得信托财产的独立性受到质疑，货币种类物可以混同、替代的特性将使得专项资产很难与投资的目标资产进行挂钩，使得一个资产证券化下的物权行为变成了纯粹的债券行为，投资不动产演化为资金借贷，从而难以保障受益人的权益。

同时，也由于我国专项资管计划、私募基金投资、信托投资等投资方向、发行条件、审核批准的监管重合和法规的“支离破碎”，使得专项资管计划的投资方向也存在不明确的状态，这也是该“中信启航”项目为什么搭建双层结构来运行计划之原因。该双层结构笔者认为不仅使得计划运行的成本增加，同时因为在专项资管计划与目标资产间介入私募基金的存在，这使得专项资管计划受益凭证持有人不能直接持有物业，只能以基金份额的方式选择基金管理人进行代持，提高了监管风险。笔者也注意到2014年11月制定、2015年2月生效的《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》，明

⁶ 参见：《证券公司客户资产管理业务管理办法》（2013 修订）、《私募投资基金监督管理暂行办法》。

确架构了专项资管计划持有股权并在交易所发行份额的模式，这将大大简化交易成本，据此未来的房地产专项资管计划可以只属于部门规范性文件，有待立法进一步提高层级。

三、“中信启航”的其他法律环境缺陷分析

（一）税收制度的不合理：

虽然我国的现有税法也有规定，证券投资人或者基金管理人在运用资金进行债权、股票的交易行为中，价差收入可以免征企业所得税和营业税，但该项法规只适用于证券投资基金，具体到REITs能否适用并无明确规定。另一方面受限于我国的税收征管手段，“净所得征税”和“实质所得征税”制度无法实施，而REITs在运作过程中会经历多道环节，税收负担的沉重与交易环节的复杂密切相关，在这一方面，REITs即使解决了基金交易的所得税问题，但在REITs运行过程中仍会多次涉及到房地产交易以及物业费用，房地产税以及物业交易税费的数量也不容小觑，这些税制问题没有得到解决，会对中国REITs的发展起到极大的制约作用。

（二）投资门槛过高、流动性弱：

在美国，REITs是一种在金融市场流通的普通股，在香港，则是以基金份额形式进行公开市场交易。一般中小投资者即使没有大量资本也可以用很少的资金参与房地产业的投资，这为中小投资者提供一种通过低成本、低风险以及最低投资额度最小化的专业理财工具。

虽然“中信启航”是内地第一只可在交易所交易的资产证券化产品，但根据专项资管计划的披露文件，以及《证券公司资产证券化业务管理规定》、《深圳证券交易所关于发布《深圳证券交易所资产证券化业务指引》的通知》（深证会[2013]38号）等相关法律规定，“中信启航”的销售只针对合格机构投资者⁷，且人数不能多于200人。而前文所分析的深交所交易平台交易阶段，计划受益凭证持有人只能采取协议交易（大宗交易）

⁷ 《证券公司客户资产管理业务管理办法（2013 修订）》第六条第二款规定：“集合资产管理计划应当面向合格投资者推广，合格投资者累计不得 200 人。合格投资者是指具备相应风险识别能力和承担所投资集合资产管理计划风险管理能力且符合下列条件之一的单位和个人：（一）个人或者家庭金融资产合计不低于 100 万元人民币；（二）公司、企业等机构净资产不低于 1000 万元人民币。”

的形式，设定交易份额的数量下限，使得该计划的投资门槛十分地高，也使得流动性降低。这也解释了该计划到期后希望将SPV股权整体溢价转让予真正能够上市交易的公募型REITs。从这个角度而言，该计划的优先级受益凭证持有人由于获得是计划存续期间的持续利润以及到期后的现金回报，更像是固定收益类债券投资者。而次级受益凭证持有人由于回报利润的不固定，到期后获得的是公募型REITs上市交易份额，更像是一款Pre-IPO产品。从中信启航的交易量来看，“中信启航”优先级的月均交易量不超过4000万，而次级除了在6月大额成交8.3亿和8月成交3000万外，其余月份均无成交。而这又不同于上述境外成熟REITs结构下的低门槛、高流动性的交易方式。

四、房地产证券化发展的建议与展望

（一）关于 REITs 相关的税收政策的改进：

1. 进行专项立法

我国现行的关于房地产投资信托的法律法规主要依靠“一法两规”（《信托法》、《信托投资公司管理办法》、《信托投资公司资金信托管理暂行办法》，尚不能满足房地产投资信托发展的需要。结合中国当前的国情来看，中国的REITs发展路径很大程度上依赖政府推动，发展路径不同，无法像美国一样依托分散立法的模式解决，应采用专项立法模式，辅之以其他配套的法律制度，制定出适合中国自身发展的REITs法律法规。

2. 深化税制改革

纵观全球的REITs发展来看，REITs直接持有物业是国外REITs较多采用的一种结构，该种结构的主要优势在于可以充分享受到免去缴纳所得税的政策；但在中国交易环节税负较重，即便是所得税得以免缴，土地增值税的税负也对REITs的收益率造成影响，削弱REITs的主要优势，针对上述问题提出的可行建议如下：

（1）避免整个REITs过程中产生不合理的重复征税是总体的原则；

（2）对于REITs所投资的物业，该物业的所有方在出售物业时所产生的土地增值税、契税以及营业税等应给予优惠的税收政策；

(3) 当物业公司被 REITs 所控制时，该物业公司的企业所得税也应该享受优惠的税收政策；

(4) 作为 REITs 的投资者的征税不宜过高，应按照证券投资的税赋标准予以征收。

(二) 关于 REITs 相关的证券法律的改进

房地产投资信托基金不属于证券的范畴，故而私募基金这种方式是不被国内现有《证券法》承认的。房地产投资信托基金在现有法律制度下处于十分矛盾的地位，国内的准房地产投资信托基金是以信托方式发行的，采用的是私募方式，但是国际标准 REITs 是可以通过以基金的方式发行受益凭证，在采用这种形式的时候，我国国内《证券法》规定是不允许私募发行的。但是 2013 年修订的《证券投资基金法》确立了私募基金的法律定位，对其募集、运作管理等都做了相应规定。故而，对《证券法》的完善，首先需要我们将房地产投资信托基金纳入证券的范畴，通过上市发售，变成社会民众的投资对象，使之能够在证券的范围内发展。其次，改变对私募方式现有的规定，借鉴国际标准 REITs 的规范，获得法律支持能够充分展现房地产投资信托所具有的优势，并且通过这种方式能够降低融资成本从而提高了收益。

我国同样应探索通过公募方式发展 REITs 的途径。况且经公募方式推广的金融产品在国内有自己的市场，已具备发展的环境与资源。例如证券投资基金也是公募型信托产品，它的经验可以供房地产投资信托进行参考。而且我国的证券市场在监管、信息披露等方面都在不断完善，也为公募型信托产品创造了环境。

(三) 关于 REITs 相关的房地产法律的改进

2014 年 12 月 22 日国务院正式公布《不动产登记暂行条例》，自 2015 年 3 月起施行。条例共 6 章 35 条，对不动产登记机构、登记簿、登记程序等作出规定。产权明晰作为发展房地产投资信托的前提，需通过立法来规范登记行为，明确登记程序，能够简化登记的手续，以及各地登记的差异造成的产权变动过程中的不便利，而且能够供机构、群众方便地进行查询，有效地减少因产权不明确而产生的纠纷。

例如第七条将登记职责合并到一个部门，该条规定：“不动产登记由不动产所在地的县级人民政府不动产登记机构办理；直辖市、设区的市人民政府可以确定本地不动产登记机构统一办理所属各区的不动产登记”。“跨县级行政区域的不动产登记，由所跨县级行政区域的不动产登记机构分别办理。不能分别办理的，由所跨县级行政区域的不动产登记机构协商办理；协商不成的，由共同的上一级人民政府不动产登记主管部门指定办理”。第二十三条通过统一信息管理基础平台，实现了信息共享，实时查询。该条规定：“国务院国土资源主管部门应当会同有关部门建立统一的不动产登记信息管理基础平台。各级不动产登记机构登记的信息应当纳入统一的不动产登记信息管理基础平台，确保国家、省、市、县四级登记信息的实时共享”。本条例通过将登记部门、簿册、依据及信息平台四方面进行统一，能够简化产权登记程序，安全可靠，责任明确。该条例进一步避免和完善了 REITs 在实际操作过程中牵扯到的产权问题，有利于房地产投资信托在我国未来的发展，但是还缺失一些具体的操作性的规定，需要在今后进行细化。

（四）关于 REITs 相关的信托法律的改进

我国现有的准房地产投资信托是以信托构架为依托而发行的，所以对于《信托法》的依赖是显而易见的，故而我国房地产投资信托的进一步发展需要完善的《信托法》作为支撑。首先，撤销投资方面的限制。降低对投资资格的限制，能够迅速吸引个人投资者积极参与其中，满足了大众想投资却无法参与大规模行业投资的现状，同时有效的利用了大量的社会闲散基金，满足了房地产行业对资金的需求，也能够扩展企业资金筹集途径，减少融资压力。其次，解除 REITs 市场流通限制。房地产投资信托能够自由流通是其所具有的优势之一，若对其进行限制，无疑降低了投资吸引力，影响其功能的发挥。

（五）制定适合我国内地的 REITs 专项法律

美国是 REITs 发展先驱，亚洲 REITs 在架构设计、投资对象、利益分配等许多要求上同美国模式有很多类似之处，然而却有着实质性的差异，即亚洲国家及地区在制度构建过程中，并没有主要推行税收优惠，而是通常运用对 REITs 专项立法的方式来制定规

范。我国则可以效仿具有相似制度背景的亚洲这些国家及地区，对房地产投资信托进行专项立法，可以从以下几点进行考虑：

1. 明确我国 REITs 概念、资产条件、收入规定、红利分配制度等。国内现在还没有标准的 REITs，在专项法律当中需对 REITs 进行定义，才能够体现出我国 REITs 的正式成立。对成立、投资或分配等条款的规定，通过借鉴发达国家、地区规定再结合国内的实际环境进行规定，例如要多于 75% 的资产是投入到房地产项目的，不少于 90% 的收益需要分配给投资人等条款。明确我国 REITs 的当事人。《证券投资基金法》中提到证券投资基金主要是基金管理人进行经营、基金托管人对财产进行保管，并且两者作为共同受托人，履行职责，目的为最终受益人和委托人即基金持有人的利益，展开投资行为。可见，当事人主要是基金的管理人、托管人与持有人，需要明确他们各自权利与义务，以防产生利益纠葛。

2. 从契约制逐渐发展为公司型 REITs。组织形式方面来看，我国现有的证券投资基金和房地产集合资金信托计划实际上都是以契约为基础发展的，基金管理公司、信托投资公司在这方面具有较多的经营管理实践，故而可以参考这些成功经验来发展契约制。由于我国目前金融市场不够完善，相关的法律规范也不健全，所以采用设立过程简单、灵活，成本低以及风险小的契约制来说，比较符合我国现阶段的情况，更加容易推广房地产信托以及扩大其影响力。实际上，在发达国家多以公司形式在开展信托基金活动。可见，公司型 REITs 是我们未来发展的方向，这就要求我们未来相关制度要不断完善，金融市场要不断发展来作为发展公司型 REITs 的基石。

3. 明确税收制度在发展 REITs 中的定位。从美国和其他国家的 REITs 发展经验与方式可以发现，通过税收激励对推动房地产投资信托制度十分有效。国内在修改税制的时候应该明确避免重复征税的状况，在发展 REITs 的时候在不同阶段从所得税、印花税、房产税、土地增值税等各种税种方面实现优惠。若收益分配比例达到规定的要求，则可以享受到企业所得税、营业税等税的减免，能够真正发挥税的经济调解功能。

4. 注重风险控制。注重对内部的经营风险、财务风险等还有外部市场、政策风险等的控制，能够保障投资收益的稳定性。包括明确银监会的监管职责，例如对行业准入的监管、对专业人员资质的监管、对日常业务的开展和违规等的监管；完善内部控制，组成由董事会、经营管理者和职能部门三方风险管理层级，并且内设审计委员会和稽核部，通过风险管理机制，达到事前预警和事后控制的目的；完善信息披露制度，是保证交易公开透明之前提，任何信息披露义务人应按照标准、完整、即时原则公布管理经营过程中的相关信息，特别是对关联交易的信息要及时进行公布，这一切都是为了避免信息不对称的状况。

参考文献

- [1]柏文喜. 资产证券化启动商业地产“中式 REITs”试水[N]. 中国房地产报, 2014-6-2 (B05)。
- [2]蔡宗琦. 中信证券周芊: REITs 开启券商新业务链[N]. 中国证券报, 2014-8-29 (A07)。
- [3]宋林峰. 美国房地产投资信托(REITs)调研报告[J]. 法学杂志, 2008 年, 第三期。
- [4]周欣欣. 房论文地产投资信托基金法律问题研究[D]. 吉林大学博士, 2010. 5。
- [5]王浩. 我国房地产投资信托基金(REITs)法律制度困境及对策研究[J]. 财经理论与实践, 2013 (2)
- [6]海通证券-REITs 投资的海外经验与中国实践, 20150120。
- [7]吴弘, 徐振, 投资基金的法理基础辨析[J]. 政治与法律, 2009 (7)。
- [8]陈剑煜, 刘骄阳, 刘枢, 肖威, 韩静宇. 房地产信托投资基金(REITs)双重课税问题研究[J]. 现代商业, 2014 (9)。
- [9]20140909—兴业证券—REITs 系列研究之一: 国内外房地产证券化产品模式比较。
- [10]张莹. 房地产投资信托 (REITs) 法律制度研究[D]. 西南政法大学硕士, 2007. 4

资产证券化视角下万科 REITs 案例分析

北京分所 唐辛宁

【论文摘要】

2015 年由鹏华基金管理有限公司（下称“鹏华基金”）发起的鹏华前海万科 REITs 封闭式混合型发起式证券投资基金（下称“万科 REITs”）引起了业界广泛关注，被媒体称之为首只“公募 REITs”。学理上通常认为，REITs 虽然属于一种信托基金¹，但其交易模式与资产证券化类似，通常作为实现资产证券化的一种特殊形式。鉴于此，下文将从产品信息、操作模式两个方面对万科 REITs 加以介绍，从资产证券化的视角对万科 REITs 进行评析，并就万科 REITs 对于资产证券化项目的参考意义加以探讨。

【关键词】 万科 REITs 资产证券化 交易流程 基础资产

去年由鹏华基金管理有限公司（下称“鹏华基金”）发起的鹏华前海万科 REITs 封闭式混合型发起式证券投资基金（下称“万科 REITs”）引起了业界广泛关注，被媒体称之为首只“公募 REITs”。学理上通常认为，REITs 虽然属于一种信托基金²，但其交易模式与资产证券化类似，通常作为实现资产证券化的一种特殊形式。鉴于此，下文将从产品信息、操作模式两个方面对万科 REITs 加以介绍，从资产证券化的视角对万科 REITs 进行评析，并就万科 REITs 对于资产证券化项目的参考意义加以探讨。

一、万科 REITs 产品简介

2015 年 6 月 5 日，证监会准许鹏华基金注册鹏华前海万科 REITs 封闭式混合型发起式证券投资基金。2015 年 6 月 23 日，鹏华基金发布基金份额发售公告。关于万科 REITs 的产品信息简要介绍如下表：

¹ 详见本文第三部分第 4 点关于传统 REITs 的论述。

² 详见本文第三部分第 4 点关于传统 REITs 的论述。

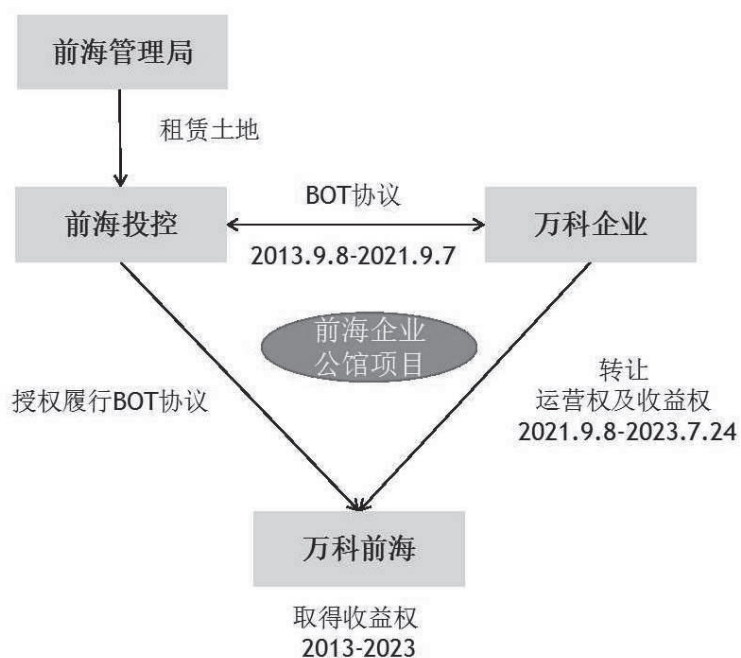
名称	鹏华前海万科 REITs 封闭式混合型发起式证券投资基金
基金管理人	鹏华基金管理有限公司
基金托管人	上海浦东发展银行股份有限公司
基金类型	契约型、混合型证券投资基金
基金规模	30 亿元人民币
基金运作方式	基金合同生效后 10 年内（含 10 年）为基金封闭运作期，基金在此期间内封闭运作并在深圳证券交易所上市交易。基金封闭运作期届满，基金转为上市开放式基金（LOF）。
存续期间	10 年
募集对象	符合法律法规规定的可投资于证券投资基金的个人投资者、机构投资者和合格境外机构投资者以及法律法规或中国证监会允许购买证券投资基金的其他投资人。
投资范围	<p>基金封闭运作期内按照基金合同的约定投资于确定的、单一的目标公司（即深圳市万科前海公馆建设管理有限公司）股权。</p> <p>基金的其他基金资产可以投资于固定收益类资产（具体包括：国债、金融债、企业（公司）债、次级债、可转换债券（含分离交易可转债）、央行票据、短期融资券、超短期融资券、中期票据、资产支持证券、债券回购、银行存款等）、现金，以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具。</p> <p>基金同时可参与股票、权证等权益类资产的投资。</p>
投资组合比例	基金投资于确定的、单一的目标公司股权的比例不超过基金资产的 50%，投资于固定收益类资产、权益类资产等的比例不低于基金资产的 50%。
业绩比较基准	十年期国债收益率+1.5%
退出机制	基金应分别在 2015 年 12 月 31 日前、2018 年 12 月 31 日前、2021 年

	12月31日前和2023年10月31日前向深圳万科或深圳万科指定的关联方转让14%、18%、17.5%和0.5%的深圳市万科前海公馆建设管理有限公司（下称“万科前海”）股权，直至基金全部股权退出。具体的股权受让方和转让对价以基金管理人出具的公告为准。
--	---

二、万科 REITs 操作模式

（一）基础资产的取得

在资产证券化的视角下，万科 REITs 的基础资产为前海企业公馆项目的收益权，即取得自 2015 年 1 月 1 日起至 2023 年 7 月 24 日期间前海企业公馆项目 100% 的实际或应当取得的除物业管理费收入之外的营业收入的权利。在基础资产向万科 REITs 转让前，深圳市万科前海公馆建设管理有限公司（下称“万科前海”，即资产证券化中的“原始权益人³”）取得基础资产的途径如下：



³ 《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》第六条规定：“原始权益人是指按照本规定及约定向专项计划转移其合法拥有的基础资产以获得资金的主体。”

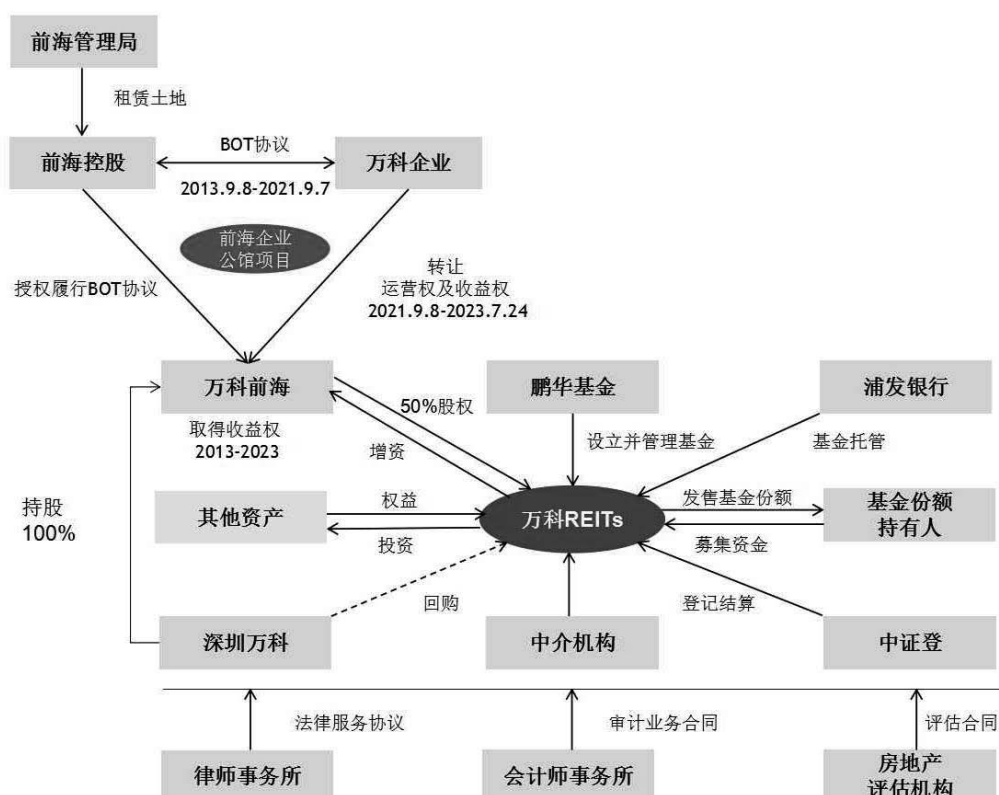
前海企业公馆项目（下称“项目”）系商用写字楼，坐落于深圳市前海合作区荔湾片区第十一开发单元的用地（宗地号：T102-0243）。该宗地为深圳市前海开发投资控股有限公司（下称“前海投控”）通过向深圳市前海深港现代服务业合作区管理局（下称“前海管理局”）租赁取得，用于前海企业公馆项目的开发和建设。

前海投控与万科企业股份有限公司（下称“万科企业”）签署 BOT 协议，约定合作期限为 2013 年 9 月 8 日起至 2021 年 9 月 7 日止。万科企业于 2013 年 10 月授权深圳市万科前海公馆建设管理有限公司（下称“万科前海”）代表万科企业履行 BOT 协议。万科企业进一步同意将前海企业公馆项目的收益权转让给万科前海。

此外，前海投控将前海企业公馆项目 2021 年 9 月 8 日至 2023 年 7 月 24 日期间的运营权及收益权转让给万科前海。

自此，万科前海取得自 2015 年 1 月 1 日起至 2023 年 7 月 24 日止项目 100% 的收益权。

（二）交易流程



万科 REITs 交易流程如上图，其中涉及的具体法律关系如下：

1. 鹏华基金与深圳万科、万科前海签订增资协议，鹏华基金通过增资入股的方式获得万科前海 50%的股权；鹏华基金与万科前海之间形成股东与公司之间的股权持有法律关系；

2. 深圳万科、鹏华基金、万科前海签订股权回购协议，约定鹏华基金在规定的时间内向深圳万科及其指定的关联方溢价转让所持有的万科前海股权，届时深圳万科与鹏华基金形成股权转让的法律关系；

3. 上海浦东发展银行股份有限公司（以下简称“浦发银行”）与鹏华基金签订托管协议，浦发银行根据鹏华基金委托提供基金托管服务，浦发银行与鹏华基金形成基金财产的托管法律关系；

4. 鹏华基金委托律师事务所提供法律服务，并出具法律意见书，鹏华基金与律师事务所形成委托服务合同法律关系；

5. 鹏华基金委托会计师事务所对万科前海 2013 年度财务报告进行审计，并出具审计报告，鹏华基金与会计师事务所形成委托服务合同法律关系；

6. 鹏华基金、深圳万科、万科前海共同指定房地产评估机构深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司（以下简称“戴德梁行”）对项目自 2015 年 1 月 1 日至 2023 年 7 月 24 日每年预计营业收入（不含物业管理费收入）产生的预计现金流及其现值进行测算评估，与戴德梁行形成委托合同法律关系；

7. 中国证券登记结算有限公司受鹏华基金委托对基金份额进行登记、托管，办理申购、赎回等业务，鹏华基金与中证登形成基金份额托管法律关系；

8. 投资人认购万科 REITs 基金份额，基金合同生效后，投资人将认购资产以证券投资基金方式委托鹏华基金管理，投资人取得基金份额，投资人与鹏华基金形成基金份额认购法律关系。

三、万科 REITs 案例分析

（一）基础资产的选择

如前所述，万科 REITs 的基础资产是前海企业公馆项目的收益权，即获取自 2015 年 1 月 1 日起至 2023 年 7 月 24 日期间前海企业公馆项目 100% 的实际或应当取得的除物业管理费收入之外的营业收入的权利。鉴于前海企业公馆项目为商业地产项目，因此该基础资产主要是租金的收益权。在资产证券化的视野中，基础资产应符合权属明确，可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的要求。

如前所述，万科前海以通过收益权转让等方式取得了项目收益权，符合权属明确的要求。根据招募说明书，截至 2015 年 3 月，前海企业公馆项目已签约或确认入注意向的面积比例已达到 100%；已签署《租赁合同》及《租赁预定合同书》的企业共 49 家，租赁面积为 41,926.36 平方米，三年期、五年期、约七年期的租约占比分别为 11.3%、42%、46.7%。根据上述介绍的情况，项目以长期租赁为主，该基础资产能够产生持续、稳定、可预测的现金流。为实现基础资产的现金流独立于其他项目的营业收入，万科前海对前海企业公馆项目的营业收入（不含物业管理费收入）确定了唯一收款账户，并将该账户设置为监管账户，在开户银行预留鹏华基金之印鉴，资金使用受到鹏华基金监管。由于万科 REITs 基础资产的收入来源的类别较为单一，上述安排基本能够实现前海企业公馆项目收入区别与万科前海的其他项目收入，前海企业公馆项目纳入基金的收入区别与该项目的物业管理费收入，基本能够实现可特定化的要求。

据此，万科 REITs 基本符合资产证券化对基础资产的要求。

（二）基础资产的转让

在资产证券化的视角中，基础资产应当从原始权益人转让至特殊目的载体⁴，并达到“真实销售”的要求。就万科 REITs 而言，虽然万科前海通过转让等方式取得前海企业公馆项目的收益权，并且，鹏华基金以 126,682 万元的对价通过增资的方式取得了万科前海 50% 的股权，但这种安排并没有实现基础资产的“真实销售”，未能实现基础资产的

⁴ 《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》第四条规定：“证券公司、基金管理公司子公司通过设立特殊目的载体开展资产证券化业务适用本规定。”

前款所称特殊目的载体，是指证券公司、基金管理公司子公司为开展资产证券化业务专门设立的资产支持专项计划（以下简称专项计划）或者中国证监会认可的其他特殊目的载体。”

“出表”，基础资产存在被万科前海的债权人追索的可能。从这一点来看，万科 REITs 的基础资产并不符合资产证券化的基础资产独立于原始权益人其他资产的要求。

（三）增信措施

由于万科 REITs 形式上并未采取资产证券化的形式，因此并没有名为“增信措施”的安排。但实际上，万科 REITs 采取了资产证券化中类似“优先次级分层结构⁵”“现金抵押账户⁶”的收益保障措施。

根据招募说明书，万科 REITs 的基石投资人深圳市前海金融控股有限公司（下称“前海金控”）以自有资金或其指定机构认购基金份额 3 亿份（不包括利息折算的基金份额），自基金合同生效之日起 2 年内不得转让。同时，鹏华基金以自有资金认购本基金 1000 万份（不包括利息折算的基金份额），自基金合同生效之日起 3 年内不得转让。此种安排实现了 3 年内除前海金控以外的投资者优先转让，前海金控次之，鹏华基金劣后转让的目的，有助于保障投资者利益的实现。

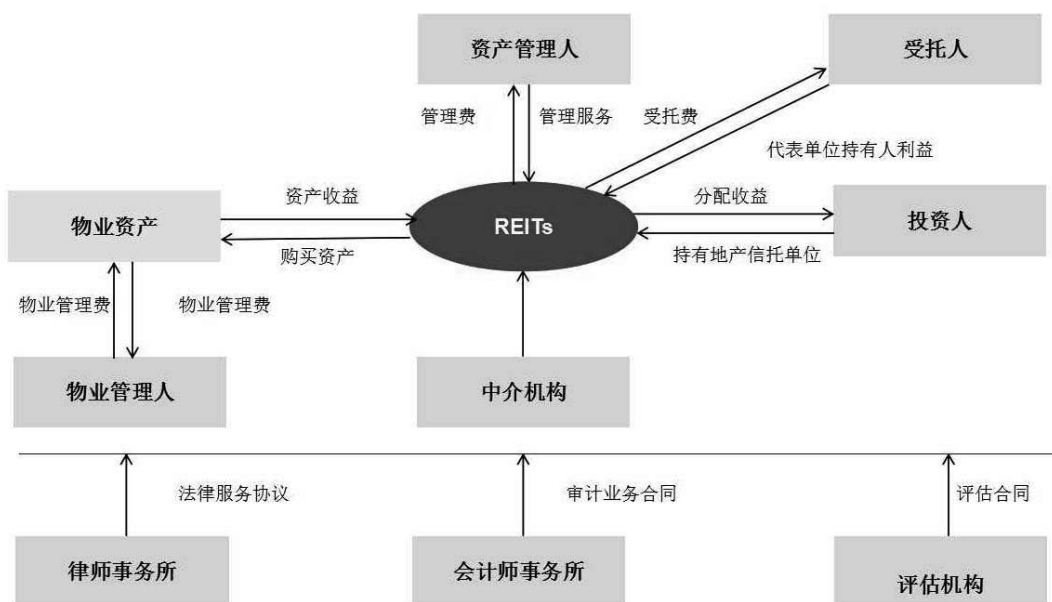
又据鹏华基金、万科前海、万科企业、深圳万科、前海投控签订的《合作框架协议》，深圳万科将开立保证金账户，一次性存入不低于 2000 万元的保证金并确保每年维持不低于 2000 万的保证金。若万科前海当期营业收入扣减物业管理费收入后的余额（下称“实际业绩收入”）低于深圳万科提供并经鹏华基金确认的万科前海当期业绩比较基准的，深圳万科应以保证金账户资金余额为限按万科前海当期实际业绩收入低于业绩比较基准的差额（以下简称“业绩补偿款”）向万科 REITs 进行支付。据此，深圳万科对前海企业公馆项目能够足额提供预期稳定的现金流提供了现金保证。

⁵ 《信贷资产证券化试点办法》第八十六条规定：“‘资产支持证券分层结构’是指在信贷资产证券化交易中，将资产支持证券按照受偿顺序分为不同档次证券的一种内部信用增级方式。在这一分层结构中，较高档次的证券比较低档次的证券在本息支付上享有优先权，因此具有较高的信用评级；较低档次的证券先于较高档次的证券承担损失，以此为较高档次的证券提供信用保护。”

⁶ 《信贷资产证券化试点办法》第八十六条规定：“‘现金抵押账户’是指信贷资产证券化交易中的一种内部信用增级方式。现金抵押账户资金由发起机构提供或者来源于其他金融机构的贷款，用于弥补信贷资产证券化业务活动中可能产生的损失。”

（四）与传统 REITs 的区别

学理上通常认为，REITs（RealEstateInvestmentTrusts，房地产投资信托基金）是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资收益按比例分配给投资者的一种信托基金。《香港房地产投资信托基金守则》明确规定：“房地产投资信托基金是以信托方式组成而主要投资于房地产项目的集体投资计划。有关基金旨在向持有人提供来自房地产的租金收入的回报。房地产投资信托基金透过出售基金单位获得的资金，会根据组成文件加以运用，以在其投资组合内维持、管理及购入房地产。”根据基金募集方式的不同，REITs 又被分为公募与私募型。私募型 REITs 以非公开方式向特定投资者募集资金，募集对象是特定的，且不允许公开宣传，一般不上市交易。公募型 REITs 以公开发行的方式向社会公众投资者募集信托资金，发行时需要经过监管机构严格的审批，可以进行大量宣传。典型的 REITs 交易模式如下：



万科 REITs 与传统 REITs 的区别主要在于：第一，如前所述，未实现基础资产的“真实销售”。第二，基金未能 100% 投资于房地产项目。根据招募说明书，万科 REITs 除投资于万科前海的股权外，还有不低于基金资产 50% 资金投向固定收益类资产、权益类资产；

并且，根据《合作框架协议》，深圳万科或深圳万科指定的关联应分别在 2015 年 12 月 31 日前、2018 年 12 月 31 日前、2021 年 12 月 31 日前和 2023 年 10 月 31 日前回购 14%、18%、17.5%和 0.5%的万科前海股权，直至基金全部股权退出。股权全部回购完毕后，万科 REITs 可能将与房地产投资领域无缘。

四、万科 REITs 的借鉴意义

虽然万科 REITs 未采取资产证券化的形式，但对于资产证券化项目，万科 REITs 仍有可供借鉴之处：

（一）基础资产的构建

万科 REITs 的基础资产是前海企业公馆项目的收益权，主要是租金的收益权，而传统商业地产资产证券化项目的基础资产多为租金债权，相比之下万科 REITs 似乎并无新奇之处；但在基础资产的取得上，万科 REITs 的原始权益人万科前海并非由于享有前海企业公馆的所有权而当然地具有租金收益权，而是通过一系列权益转让行为取得基础资产。虽然万科 REITs 有其个案的特殊性，但仍可以对资产证券化项目基础资产的构建给予思路上的启发。

（二）激励机制

我们注意到，万科 REITs 建立了对深圳万科（招募说明书中称之为“目标公司服务机构”）的激励机制，即如果万科前海的当期实际业绩收入高于业绩比较基准，万科 REITs 按照超出部分的一定比例（下称“收益分成比例”）向深圳万科支付收益分成。收益分成比例按照超出部分的高低分为三个区间，不同区间对应不同的收益分成比例，收益分成总额按照差额累进的方式计算，具体如下表：

区间	实际业绩收入/业绩比较基准-100%	收益分成比例
1	5%以内（含）	20%
2	5%（不含）- 10%（含）	30%
3	超过 10%（不含）	50%

各区间收益分成=实际业绩收入超过业绩比较基准的差额*各区间对应分成比例

收益分成总额=区间 1 收益分成+区间 2 收益分成+区间 3 收益分成

上述激励方式使深圳万科与投资人形成利益捆绑，有助于激发深圳万科优化管理基础资产的动力，形成与投资人的共赢局面。由于商业地产的运营有其复杂性，往往需要专业化的运营管理机构才能发挥基础资产的最大价值，资产管理人的作用不可忽视。在为商业地产资产证券化项目设计资产管理人的激励机制时，万科 REITs 的机制可供借鉴。

综上，在资产证券化的视角下，万科 REITs 虽然没有实现基础资产的“真实转让”，存在被万科前海的债权人追偿的风险，但在基础资产的构建、资产管理人激励机制等方面具有参考价值。同时应当注意到，资产证券化项目的交易结构较为复杂，其设计与实施需要法律、财务、税务等专业团队的参与和把控，建议提前与前述专业人员沟通，以防范风险，保障交易顺利进行。

以基金模式进行项目资本金融资的要点分析 ——不动产私募基金有限合伙协议条款设计角度

天津分所 华心萌

【论文摘要】

私募基金由于具有政府监管相对宽松、运行机制比较灵活等优势，成为不动产融资的偏好性选择，有着良好的前景。而私募基金有限合伙制的架构模式将资金与专业结合，机动灵活，结构合理，避免双重收税，在实践中逐渐成为倾向性选择。本文选取有限合伙协议中基础设立、出资、内部治理、收益分配、费用等核心条款，从如何平衡双方权利义务关系，有利于基金良好运作的角度进行了梳理分析。

【关键词】 私募基金 有限合伙协议 核心条款

一、不动产私募基金概述

（一）不动产私募基金行业背景分析

不动产行业具有工程复杂，投资周期长，受客观因素影响大等特点，因此，该行业顺利发展需要持续不断的大额资金供应，对资金的依赖程度偏高，属于资金密集型行业。其融资方式一般以资金的来源在企业内还是企业外分为内部融资渠道和外部融资渠道。内部融资渠道主要是不动产企业利用自有资金，如流动资金，关联企业拆借，销售回款等，这是我国目前主要的融资方式。外部融资方式是指不动产企业利用其他市场主体资金进行不动产开发经营，如银行贷款、信托、上市及借壳上市、私募基金等。

私募基金是指一种针对少数投资者非公开募集资金并运作的投资基金，因此它又被称为向特定对象募集的基金或“地下基金”。私募基金与公募基金最大不同在于投资主体不同，私募基金的投资主体特定主体，公募基金的投资主体不特定且公开。

相对于其他融资方式，私募基金具有政府监管相对宽松、信息披露程度较低，组织结构相对简单，运行机制比较灵活，投资决策更加高效等优势，因而成为不动产融资的偏好性选择。

（二）不动产私募基金前景看好

随着经济发展，民间财富不断累积，私募资本的不断增长，中国投资者对第三方基金模式的逐步认可，以及专业人才的不断涌现，都为基金管理平台繁荣发展提供了必要条件。

以房地产领域为例，2015 年是中国商业地产投资创纪录的一年，中国有 182 支房地产私募基金，募集资本总额为 94 亿美元，虽然与全球著名投资公司全球性房地产私募基金规模相比仍然处于起步阶段，但是中国房地产行业私募基金的发展趋势却被国内外资本市场一致看好。

在市场追求更高收益和私募基金向高净值人士和非房地产关联机构等新型投资者敞开大门的背景下，不动产基金规模持续增长。展望未来，我们预计中国私募基金能够建立更清晰、包含不同程度风险和回报的投资方案，增强流动性，为各个阶段的不动产开发和投资过程提供支持。

二、不动产私募基金架构模式的比较

不动产私募基金的架构模式主要有三种：契约制、公司制和有限合伙制。

契约制中投资者与基金管理者以契约明确权利义务，投资人是委托人，基金管理人作为被委托人。契约制基金缺乏企业实体，如变通为以基金管理人名义办理工商登记，

会伴随有股权代持争议等风险；且受委托权限的限制，需要与委托人联系汇报，获得指示方能决策，在当前市场瞬息万变对决策效率要求较高的背景下，劣势显而易见。

公司制是指基金投资人组成有限责任公司或股份有限公司的形式募集资金并开展活动，规范管理程度较高，但要受到《公司法》的较多约束。多数情况下（某些地方性税收法规除外），该模式由于面临着双重税收，公司营业税与股东个人所得税双重叠加，税负较重。

有限合伙模式中，基金投资人以有限合伙企业形式筹集资金并开展活动。基金投资人作为有限合伙人（LP），不参与执行合伙企业事务，以出资额为限承担有限责任；基金管理人作为普通合伙人（GP）提供专业技术，负责企业的经营管理，承担无限责任。有限合伙制将资金与专业结合，机动灵活，结构合理，避免双重收税，因而该模式在私募基金的实践中逐渐成为多数情况下的倾向性选择。

三、不动产私募基金有限合伙协议的条款分析

有限合伙制私募基金由于具有前述 GP、LP 的各自特点，是 20 世纪 30 年代“委托代理理论”研究的热点问题之一，控制由于信息不对称而导致的逆向选择和道德风险是投资人最关注的问题。例如：认购协议签订后，合伙人不能按期出资或不能出资，基金管理人实践中存在实际控制多家基金的可能，该行为不仅违背竞业禁止条款，更有可能造成管理者监守自盗，有限合伙人过渡干预企业决策存在突破有限责任的风险等。

因此，除去对于扩宽资金来源、完善相关法律法规等外部环境的建议和期待之外，有限合伙私募基金的要害之一，就是需要建立一套有效的激励和约束机制，保护投资者的合法利益，并对基金管理者进行有效激励。

不动产私募基金的有限合伙协议即是投资人、基金管理人关于该基金权利义务分配的核心法律文件，该协议的起草签订，在“私法自治领域”可以说是基金各方当事人为自身“立法”的重要活动。

私募基金的有限合伙协议通常包括以下部分：总则；合伙企业的设立；出资方式；合伙人的权利义务；合伙事务的执行；合伙人会议及投资决策委员会；利润分配和亏损承担；入伙、退伙、转让、出质；合伙企业的税费；解散和清算；违约责任；争议解决等等。本文选取部分核心条款，在遵守《合伙企业法》的基础上，从如何平衡双方权利义务关系，有利于基金良好运作的角度予以梳理分析。

（一）基础设立条款

基金名称有两种，一种为有限合伙企业的常用名称，如“**合伙企业（有限合伙）”；一种是股权投资基金使用的名称，如“**股权投资企业（有限合伙）”。普通有限合伙企业设立程序简单、门槛较低，但满足股权投资基金的条件则能享受一定的优惠政策，例如天津规定，满足募集资金达到人民币1亿元以上，首期认缴达到人民币2000万元，单个投资者投资不低于人民币100万元的要求，可以享受税收优惠。

各地基金享受优惠的数额要求各有不同，因此，拟定基本情况条款时，基金管理人可根参考各地具体规定，综合基金资金实力，投资者人数与资信等因素，决定采取哪种名称，在哪里注册，享受哪种政策，以满足基金的自身需求。

此外，基金的募集期限、募集成功与否的认定标准，募集失败的处理方法也是投资者关注的重点内容。如工商登记机关无特别要求，可在登记备案的合伙协议中对上述事项进行详细约定；如工商机关要求采用简版的合伙协议，上述内容可另附详细版合伙协议或其他关联文件中进行约定。

（二）出资条款

我国法律框架下，基金实行认缴制，对于出资时间及首期比例均无硬性规定，因而有着较大的约定空间。现阶段较为主流的出资方式为“承诺出资模式”：投资人在私募基金设立时仅需对认缴出资的金额做出承诺，在基金运营过程中，管理人根据投资项目对于资金的实际需求，通过向投资者发出《缴付出资通知书》的方式，要求其履行各自的出资义务。后续出资人除了缴纳出资外，再额外缴纳一笔后续出资利息，该利息作为私募基金的一项收入而不作为后续出资，以平和投资人前后出资的利益。这一方式最大限度的发挥了有限合伙制私募基金在出资方面的自由度，使得基金的资金利用效率达到最高，大大降低了投资者的资金压力和风险。

有限合伙制中，法律规定GP可以劳务出资，即明确的承认了智力成本的价值。但出于利益一致性的考虑，实践中通常要求GP承诺小部分出资额，通常基金总额的1%-10%。此举一方面体现了GP的资金实力及运营能力；另一方面，由于基金总额通常较庞大，该部分百分比对应的金额也会较为可观，因而能激发GP积极主动的审慎经营、控制风险，有效的防范了道德风险问题。尽可能的增加基金管理者的出资额，进而增加利益绑定的一致性，近年来在实践中该比例也确有提高趋势。

有限合伙的出资方式一般采取无过错的模式，即如果LP没有按照协议约定的时间出资，无论是否有过错，均构成出资违约。为了防止投资人不履行投资义务，要根据逾期

缴付行为的严重程度，设置支付逾期违约金、赔偿损失、除名（未缴付过任何出资的）或视为违约合伙人（缴付过部分出资的，无权实缴新的投资，且已实缴部分计算收益时打折计算）等方式予以约束，特别注重设立担保条款，保障出资人如期履约。

（三）内部治理条款

一项好的内部治理制度，可以将投资人的投资效率发挥到最大，同时将管理人因独掌大权的代理成本和道德风险控制到最小。有限合伙制私募基金的内部治理通常包括以下部分：

一般而言，有限合伙制私募基金授予 GP 较大的经营管理权，而 LP 牺牲了经营管理权换取承担有限责任。效仿英美法系国家“安全港”规则，《合伙企业法》第 68 条规定了 LP 的部分行为并不视为执行合伙事务，如：参与决定普通合伙人入伙退伙；在有限合伙企业中的利益受到损害时，向有责任的合伙人主张权利或者提起诉讼；执行事务合伙人怠于行使权利时，督促其行使权利或者为了本企业的利益以自己的名义提起诉讼等等。在内部治理条款中，一般会以此为基础约定类似的内容。

设立顾问委员会对于最大限度保障 GP 履行诚信义务可以起到重要作用。委员会一般由 GP 和出资较多的 LP 组成，GP 在委员会中通常不具有投票权。该委员会定性为 GP 的监督机构，在协议条款描述中，注意就其职权范围做谨慎规定，不宜直接明文规定相关重大投资由该机构决定，以免超越法律规定的“安全港”范围，导致参与决策的 LP 对外承担无限责任。建议采用对于 GP 的关联交易、利益冲突交易、超越合伙协议授权，及重大项目投资等由 GP 提出方案，委员会行使审核权或批准权，并有权给出咨询意见，或设立信息披露机制，要求 GP 对某些事项进行解释说明。实践中，委员会中也可加入外聘财务、法律等专业人员，与 GP/LP 三方互相制衡，最大限度的保护各方利益。有限合伙制私募基金的组成结构见下图：

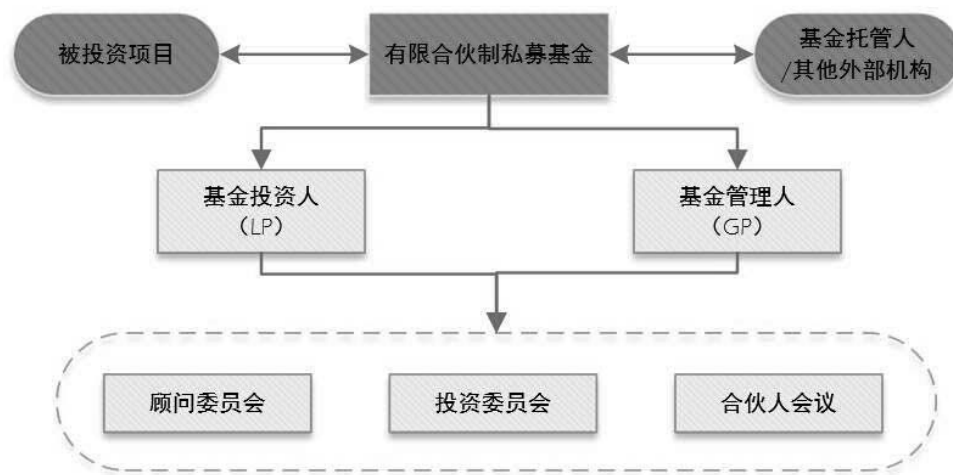


图 1 有限合伙制私募基金外部内部结构示意图

（四）收益分配条款

收益分配不仅因为关系到收益而成为投资者最关心的条款，也是调动基金管理者管理积极性的激励机制。合伙企业的自由分配机制为指定灵活的分配方式提供的条件。当前被普遍认可的收益分配模式（英语里俗称瀑布式分配“distribution waterfall”），收益先按实缴出资比例向 LP 分配，待 LP 收回出资并获得约定投资回报后，再向全体合伙人分配，此时，收益的较大部分将分配给 GP。这样既保证了投资者的收益，增强了投资者的信心，在投资者获得其承诺的收益后，GP 可以获得剩余收益的较大部分，也是一种很好的激励。

而对于同时投资多个项目的基金，为了平衡项目之间的盈亏，通常配合以“回补机制”，即前一个投资项目满足了 LP 的收益率，且 GP 也获得了收益；若后一个项目收益不佳，GP 需拿出其在前一个项目中获得的收益补充分配给 LP，以满足 LP 的收益承诺。此机制一般需设立 GP 收益托管账户或要求符合条件的实体为 GP 提供连带责任保证。

（五）费用条款

基金设立过程中通常会发生较大金额的基金推介费用，为避免纠纷，对改费用的承担方式要明确约定，或由基金管理人先行垫付，后从基金财产中优先受偿；或由基金管理人以其收取的管理费自行承担。注意对具体费用的种类，计算方式和承担方式等予以明确约定。

基金运营过程中的费用需要投资者承担，通常包括合伙企业费用和投资管理费两部分，合伙企业费用通常包括：设立费用；日常经营费用；寻觅投资项目所需费用；账户托管费用；审计、税务、法律服务费用；会议费用，清算解散费用，一般按实结算。投资管理费通常包括：团队人员开支、办公场所费、差旅费、第三方服务等。一般按实缴出资的一定比例按年收取（1-3%）。

协议中应当就这些费用包括哪些、如何计算、如何支付等都明确约定。有时，私募基金发起人为了吸引投资，会自行承担部分费用，因而上述费用的承担是综合考虑 GP 的既往业绩、基金规模、奖励标准、LP 优先回报率等等的基础上，由基金发起人/管理人和投资人之间谈判博弈的结果。

通常私募基金的金额较大，管理费无论是以总出资承诺额或是分次缴纳的出资额为计算基数，都是一笔可观的数字。因而在实践中，管理费的降低机制是较为常见的条款，例如，在基金投资期结束时或者 GP 筹建后续基金时，基数从投资人的总承诺出资调整为积极投资资本（基金尚未处置的项目投资成本）；在管理费的具体比例上，采用较多的方式为随基金声明周期递减（如从基金存续的第 5 年后，管理费按原始比例逐年递减 0.2%，降至 1%为止）。

四、小结

本文仅对有限合伙制私募基金合伙协议的核心条款（见下表）进行了简要分析。

表1 有限合伙制私募基金合伙协议核心条款

1、基础设立条款
综合基金特点，充分利用各地股权投资基金的优惠条件
2、出资条款
承诺出资方式（在后出资补息）；适度提高GP出资比例；LP出资的违约责任
3、内部治理条款
“安全港”规则；设立顾问委员会等类似机构多方制衡
4、收益分配条款
瀑布式分配+回补机制；托管账户或连带保证
5、费用条款
合伙企业费用及投资管理费的明细及计算、支付方式；管理费降低机制

私募基金在众多不动产融资方式中具有较多优势，值得从多角度研究及推广。每一份具体的协议都有很多的细节规定需要根据实际情况进行充实和调整，以实现最大限度地平衡基金投资人和管理人之间的利益，使得基金健康有效地运行。

建纬动态

● 总所曹珊律师获得“中国 PPP 项目金牌律师”荣誉称号

6 月 1 日，曹珊律师凭借其在 PPP 领域的卓越成绩与专业才能在“2016 第十届全国招标投标领域年度聚焦暨招标代理、PPP 咨询服务机构评价推介评选活动”中荣获“中国 PPP 项目金牌律师”称号。

该评选活动由中国采购与招标网与中国名企排行网联合组织，评选活动历时 3 个月，经过企业申报、资料初审、网上公示、投票评论、数据核对、综合评审等阶段，依据中国采购与招标网所拥有的 PPP 项目大数据，按照公开的评价体系，遴选出 PPP 项目咨询服务机构百强、十佳律师事务所、十佳会计师事务所、十佳资产评估公司等优秀集体及 PPP 项目金牌咨询工程师、金牌律师、金牌会计师、金牌资产评估师等优秀个人。

本次活动中，上海总所以其在基础设施投融资领域的专业实力获得“2015 年度中国 PPP 项目十佳律师事务所”殊荣，与此同时，曹珊律师以其在政府投资项目领域的杰出表现被主办方评选为“中国 PPP 项目金牌律师”。

● 总所朱树英主任受理四川高院一审的成安渝高速公路特许权被收回引发的重大案件

6 月 2 日，总所朱树英主任和武汉分所合伙人张海涛律师共同接受施工单位的委托，代理一起四川高院一审的成安渝高速公路特许权被收回引发的重大案件。

该案本为追欠巨额工程款的建设工程施工合同纠纷，在四川高院立案后，被告提出管辖权异议期间，授权政府收回案涉成安渝高速公路工程的特许权及在建工程，并再次招标选定新的投资人。政府收回特许权及再次招标行为使原诉讼当事人增加、诉讼请求发生重大变化。本案不仅标的额巨大，涉诉当事人多，且案情所涉法律关系异常复杂，是典型的建设工程疑难复杂重大案件。

此次上海总所和武汉分所共同接受委托，力图通过诉讼的方式收回施工单位被拖欠几亿元的工程款及索赔款，有效维护当事人的合法权益。

● **总所曹珊律师受邀为中国建筑第三工程局西北公司讲授施工合同结算课程**

6月2日，曹珊律师飞赴西安为中国建筑第三工程局西北公司就“建设工程施工合同结算”进行深入讲解，授课内容既有殷实的结算理论知识，又有精彩的实务案例。曹珊律师凭借其十余年的大型国有企业项目管理经验与十余年的建设工程法律服务经验，从施工合同结算的共性问题出发并结合中建三局自身特点，重点阐述了工程结算中的核心注意事项与风险防控措施，为企业规范工程结算工作提供了指导性建议。

● **总所曹珊应邀为上海市黄浦区女律师、黄浦区青年律师授课**

6月3日上午，曹珊律师应黄浦区女律师联谊会、黄浦区青年律师联谊会的邀请，在淮海中路街道社区文化中心开展了“PPP模式概念、操作及法律服务要点”的专题讲座。本次讲座旨在进一步提升黄浦区女律师、青年律师提供PPP模式法律服务的执业水平。曹珊律师从“PPP模式概念”、“PPP模式运作模式”、“PPP模式操作流程”、“PPP项目合同体系”等多个方面对于PPP模式的发展势态、立法现状、运作模式以及律师在PPP模式项目中所起的作用及提供法律服务的要点作了详细的阐述，参加律师均表示本次讲座内容翔实生动，贴近实务，收获颇丰。

● **总所曹珊律师受“点睛网”、“中国建设网”邀请为学员授课**

6月4日、5日，曹珊律师受“点睛网”邀请飞赴沈阳为学员讲授《PPP项目操作实务》课程。本次课程培训为期两天，共分为四个单元，曹珊律师主要从PPP模式梗概、PPP模式的合同体系及实务进行解析，并在最后一单元PPP实务模拟训练阶段，以案例教学方式教授学员亲自进行PPP模拟设计，并对学员设计方案进行指导与点评，课后学员纷纷表示曹珊律师的PPP课程“物有所值”。

6月14日，曹珊律师接受“中国建设网”的邀请远赴新疆乌鲁木齐为学员讲授《PPP交易架构及若干法律问题解析和案例分析》课程。PPP交易架构设计是PPP项目实施方案编制中的重点、难点问题，曹珊律师结合自身承办的案例深入浅出的向学员解析了PPP

交易架构的设计模式及应关注的风险点，并带领现场学员进行发散性思考与深入探讨，各位学员集思广益、各抒己见，课程取得了良好的教学效果。

●总所曹珊律师承接首个通用机场 PPP 项目—新疆布尔津通用机场

6月13日，曹珊律师远赴新疆与布尔津县财政局就布尔津通用机场 PPP 项目专项法律服务进行磋商谈判，并接受财政局相关人士法律咨询。经过前期的充分沟通与评选，布尔津财政局已对曹珊律师的优秀业绩、专业的能力及敬业精神高度认可，再加之曹珊律师此次交涉中所表现出的高超谈判水平加深了布尔津财政局对其完成项目的信任，最终使得该项目花落建纬。

布尔津通用机场 PPP 项目处于“一带一路”经济带上，系由中航工业通飞公司与布尔津县人民政府、新疆恒久通航共同投资开发项目，项目总投资额 1.3662 亿元，建设周期 2 年，建设内容包括跑道扩建，停机坪、综合服务楼、空管工程、地面保障设施建设等。该项目致力打造观光旅游为主线的作业飞行，兼具虫害防治、森林防火、林木护管、抗险救灾、通航培训、航空摄影等功能的综合航空产业园。项目的实施对于加快布尔津县旅游资源开发，带动区域经济综合发展具有重大意义。

●总所曹珊律师受邀为郑州财政局授课

6月15日，曹珊受邀前往郑州市财政局开展的《PPP 模式推广运用及政府投资基金》培训讲座，为全市各区财政局、投资办、平台公司等深度解析了 PPP 项目片区开发案例，就复杂 PPP 项目的交易架构、融资模式、土地一级开发、回报机制等进行了详细的讲解，受到与会人员的高度评价并当场接受各局的后续授课邀请及项目考察邀请。郑州市财政局还向曹珊律师发出常年法律顾问的邀请。

●总所曹珊律师陪同黄浦区胡广杰副区长信访接待

6月16日，曹珊律师作为黄浦区政府法律顾问陪同上海市黄浦区胡广杰副区长，就“辖区内拆迁安置”问题接受信访。拆迁安置工作是一项政策性和技术性极强的工作，既涉及公共利益的维护又涉及群众利益的保护，一旦处理不好极易引发群体性事件。曹珊律师凭借其专业的谈判能力与调解能力，从保障上访者的切身利益出发，认真听取各方意见，积极协调沟通并提供可行性方案，最终成功化解三起信访事件，受到黄浦区政府的高度赞扬。

●总所朱树英主任再次应邀在天津理工大学为新疆造价管理人员专题上课

6月17日，总所主任朱树英律师应天津理工大学公共项目与工程造价研究所邀请，围绕工程建设法律法规及工程纠纷处理等问题，为新疆油田工程造价高级培训班的学员们做了一场精彩的培训。

本次新疆油田工程造价高级培训班由天津理工大学公共项目与工程造价研究所承办。除了朱树英主任之外，研究所还邀请到了中国建设工程造价管理协会秘书长吴佐民、中国建设工程造价管理协会副理事长谢洪学、中国建设工程造价管理协会副理事长刘嘉等行业内十三位顶级专家学者，从石油工程定额编制、工程造价的趋势、全过程工程造价控制、工程造价信息化、工程建设法律法规、工程纠纷处理、工程价款管理、工程合同管理、BIM应用、企业产品或服务价格核定等方面为学员们带来精彩授课。相信本次培训能为学员们在各自的工作岗位上带来新的启发和思考。

●总所曹珊律师分赴武汉、邢台为客户讲授PPP课程

曹珊律师于6月17日受武汉山河集团邀请、6月30日受邢台路桥建设总公司邀请，前往两公司总部进行了《PPP模式政策解读、法律实务及案例分析》的专题讲座，总公司班子成员、财务科、各分公司经理及副经理、各省办事处主任、工程管理技术服务公司等相关人员参加了此次培训。两次授课主要为客户在PPP市场开发将涉及的政策问题进行全面梳理与深度解析，以期达到加深相关人员对PPP政策的熟悉程度及对实务操作的系统学习之目的。

● 总所朱树英主任受理中建四局的系列重大工程案件

6月18日，上海总所朱树英主任接受某国有大型建筑企业分局的委托，代理其与知名房地产开发企业合生创展集团有限公司及其辖下数家子公司之间的一系列重大案件。

该系列案件均属建设工程施工合同纠纷，情况复杂、资料繁多，属极端重大复杂案件，朱树英主任作为施工单位的代理人向建设单位追讨工程款及相关损失。该系列案件以上海某大型商业地产项目施工纠纷为始，仅此一个项目拖欠的工程款就超过7亿，一审即诉至上海市高级人民法院。因朱树英主任在本案中诉讼思路清晰、有理有据，取得了极佳的庭审效果，当事人当即拍板将该系列案件全部交由朱树英代理。目前当事人已陆续就该系列纠纷向苏州市中级人民法院、宁波市中级人民法院等法院提起诉讼。

● 总所曹珊律师受中国投资协会邀参加“PPP中心圆桌会议”并作独立发言

6月18日，由中国投资协会大中型企业投资专业委员会与上海城建投资发展有限公司的共同合作设立的“中国投资协会大中型企业投资专业委员会和社会资本合作中心”（简称PPP中心）成立大会暨PPP模式主题研讨会在上海城建滨江大厦成功举办。

曹珊律师因其杰出的PPP法律服务造诣受邀参加本次会议，并以PPP专家身份在“PPP再出发”板块作题为《做真的PPP、真的做PPP》的精彩发言。会上曹珊律师指出，自2014年起，在国家发展改革委和财政部主导推动下，我国PPP模式政策规范体系和项目实践进入发展阶段，实践中将2015年视为“PPP元年”，大量的PPP项目涌现，但经过两年多的快速发展和热情实践，我国PPP界应当对“PPP模式再出发”进行冷静思考。

● 总所朱树英主任前往宜昌为葛洲坝集团五公司授课

6月20日至6月21日，总所朱树英主任受邀在宜昌市为中国葛洲坝集团第五工程有限公司进行法律培训，法律培训的主题是“工程变更索赔”和“建筑企业施工转包、违法分包、挂靠的法律风险及防范”。该公司领导高度重视企业的集中法律培训工作，公司全体工作人员参加。朱树英主任以自己所办案例剖析了施工企业在工程变更索赔过程应当重点关注的问题，并提出了应采取的预防措施及解决问题的办法。同时，朱树英主任作为“建筑工程施工转包违法分包等违法行为认定查处管理办法（试行）”课题组的主要负责人，对该办法中的重要条款做了充分到位的解读，揭示了施工企业转包、违法分包及挂靠的巨大风险，并提出了防范风险的具体措施。本次培训解决了参训人员工作实务

中遇到的法律方面疑点、难点，并提示出了企业未予重点关注但存在巨大经营风险的风险点，获得参训人员的一致好评，取得了良好的培训效果。

中国葛洲坝集团第五工程有限公司是中国葛洲坝集团骨干子公司之一，是具有一项施工总承包特级资质，多项施工总承包一级资质的大型施工企业。

●总所曹珊律师受北京大成所邀请为“PPP 法律实务操作非诉训练营”授课

2016 年 6 月 24 日，由北京大成律师事务所房地产与建设工程专业委员会主办的政府与社会资本合作（PPP 模式）法律实务操作非诉训练营在昆明召开，来自全国各地的房建委员会及大成昆明分所律师共计 270 余人参加了本次非诉训练营活动。

曹珊律师应邀参加本次训练营活动，并以“PPP 项目法律服务重点难点问题”为主题向本次活动参与者详细讲解了 PPP 项目中合作期限、项目土地、股权设置、风险分配等重难点问题。此次训练营的授课既是专业所与综合所之间珍贵的经验交流，也是同行业间就 PPP 法律实务问题的思维碰撞，使来自全国各地的 PPP 从业者在主办方的邀请下享受了一场质量极高的学术盛宴。

●总所曹珊律师受全国律协指派为湖南湘西律师授课

6 月 25 日，为全面提高湘西律师在 PPP 项目领域的专业技能和法律服务水平，曹珊律师受全国律协指派前往湖南湘西为当地律师讲授《律师为 PPP 提供法律服务实务》课程。本次授课受到了湘西律师界的高度关注，当地律师均踊跃参加。曹珊律师精心为在座律师分析了 PPP 模式概念、PPP 模式实践操作、PPP 实施方案编制要点及应当注意的法律问题，旨在将自身经验与在座学员共分享，减少日后 PPP 实务中可能存在的操作风险，课后当地律师积极与曹珊律师进行互动与交流。

●总所曹珊律师分赴宁夏、青海为“全国律协律师巡回讲师团培训班”授课

为贯彻实施全国律协“百千千工程”和“西部律师培训计划”，提升西部律师执业技能和服务水平，“全国律协律师巡回讲师团培训班”分别于 7 月 2 日、7 月 16 日在银川、

西宁举办，培训对象针对宁夏、青海全体律师，曹珊律师受全国律协指派作为本次专家巡回讲师团成员为当地律师授课。

7月2日，曹珊律师前往银川为宁夏律师开展“《建设工程施工合同（示范文本）》对律师专业法律服务提出的新要求及新对策”的专题讲座，全区300余名律师参与了此次培训。授课过程中，曹珊律师紧扣2013版施工合同示范文本的重点内容，对示范文本修改条款及八项新的合同管理制度、示范合同中关于监理人、合同价格、竣工结算、索赔等内容进行了重点讲解，学员们对本次授课内容给予了高度的评价。

7月16日，曹珊律师又飞赴西宁为青海律师讲授“律师办理PPP建设模式项目的法律实务”课程，对PPP政策法规、合同体系进行精心梳理，并结合具体案例对PPP项目操作流程进行详细讲解，针对各位律师提出的问题均给予耐心解答与指导，听课律师纷纷表示对办理PPP业务有了更深刻的认识。

● 总所曹珊律师受邀参加郑州城市发展投资集团“第八期郑发论坛”并为员工讲授片区开发PPP实务操作课程

7月7日，为进一步使员工了解园区建设及土地一级开发的模式，郑州城市发展投资集团有限公司（简称“郑发集团”）开展了以“园区建设及土地一级开发”为主题的第八期郑发论坛。上海市建纬律师事务所副主任曹珊律师应邀莅临培训。在本次培训中，曹珊律师在分析上海重固镇新型城镇化PPP项目案例的基础上，结合郑州城市发展投资集团的具体业务，将此次培训内容重心放置在建设工程、城市基础设施建设以及PPP项目三大领域，并针对郑发集团自身特点提出了切实可行的风险防范手段。通过本次培训，郑发集团员工对园区建设及土地一级开发的操作实务及降低PPP项目法律风险的能力得到了进一步提升。

● 总所与西安稼轩律师事务所建立战略合作关系，朱树英主任应邀前去作专题演讲

7月9日，上海建纬律师事务所与陕西稼轩律师事务所在前期广泛接触和交流、深入研究和探讨的基础之上，正式建立战略合作关系。同时，朱树英主任应邀在陕西稼轩律

师事务所组织的专业分享论坛上发表主题为“从典型案例看建设工程合同造价与调整的十个法律问题的准确处理”的精彩演讲。

● 总所曹珊律师受邀为国家会计学院“PPP项目全过程运营风险管控实战高级研修班”授课

7月12日、17日，曹珊律师受国家会计学院邀请前往北京为学员讲授“PPP项目全过程风险识别与管控”课程，授课内容丰富且系统性强，涉及PPP项目“风险管理的概念和过程”、“PPP项目的主要风险”、“PPP项目风险的公平分担原则”、“PPP项目风险的应对策略与管控措施”、“PPP项目风险的动态调节/调价机制”等诸多章节。通过理论与实务相结合、法规与案例相结合的授课方式，曹珊律师力争将每一个知识点讲精、讲透，使每位学员都能全面深入地掌握PPP项目全过程中的运营风险与管控措施，从而减少实际操作中的风险事件。

● 总所曹珊律师受邀为河南省济源市财政局授课

7月14日，曹珊律师前往河南省济源市为财政局开展“新型城镇化PPP项目实务及法律风险”培训课程，培训对象主要针对济源市分管财政的副市长、财政局局长、副局长及其他相关人员。曹珊律师结合上海市重固镇新型城镇化项目对新型城镇化PPP模式运行结构设计要点、投融资结构设计要点、交易结构设计要点、回报机制设计要点等方面进行全方位解析，并结合河南省及济源市PPP项目开展情况提出了合理化建议，受到济源市财政局领导一致好评。

● 总所主任朱树英、北京分所主任谭敬慧参加中价协组建工程争议评审中心筹备工作会

7月20日，中国建设工程造价管理协会（以下简称“中价协”）在北京召开建设工程造价纠纷调解机制工作会议，积极推进调解委员会的建设。

本次会议的主题是推进工程造价纠纷调解委员会的成立，以充分发挥行业协会在纠纷调解中的基础性、专业性优势，并使工程造价纠纷能够在独立、客观、公平、公正的

原则下进行调解。会议由中价协吴佐民秘书长主持，住房和城乡建设部标准定额司赵毅明处长、最高人民法院司法改革办公室龙飞处长、中价协徐惠琴理事长、谢洪学副理事长、北京市仲裁委王红松秘书长、丁建勇处长以及部分省站、协会、律师事务所、工程造价咨询公司等专家代表出席了会议。与会专家讨论后认为工程造价纠纷调解制度建设方案框架基本完整，需要尽快成立工程造价纠纷调解委员会，完善纠纷调解规则体系，并对下一步工作进行了分工落实。

本次会议就成立调解机构所需的各项基本条件及实施方案进行了初步审议，并就尽快完成各项具体工作进行了部署和安排。后期，建纬律师将负责部分核心调解规则的起草工作，全力支持中价协开展纠纷调解活动，为社会多元化纠纷调解机制的落地贡献力量。

● 总所曹珊律师受邀参加河南省第三批 PPP 备选示范项目评审会议

7月22日，为做好财政部第三批示范项目遴选工作，河南省财政厅在郑州召开财政部第三批 PPP 备选示范项目评审会议，曹珊律师受河南省财政厅邀请与国内其他著名律师事务所、会计师事务所、中介咨询机构及省交通厅、住建厅、民政厅、水利厅各厅内相关业务处室等派往的20余名专家，通过专家预备会对前期申报的136个项目进行预选，从中筛选出92个备选项目进入正式评审程序。正式评审项目总投资额高达1748.21亿元，涉及交通、市政、水利、环境保护等15个领域。正式评审程序中，曹珊律师作为水利组评审组长带领其他成员对27个项目按示范项目标准进行严格评分，确保每一个项目均得到严格把关，保质保量完成本次遴选任务，为河南省财政厅筛选第三批 PPP 示范备选项目提供重要的决策参考。

● 河南省律协及携河南千业律师事务所来总所考察交流

7月22日下午，河南千业律师事务所主任关宪法与合伙人张国芳、董辉、朱红群一行，在河南省律协秘书长刘卫星的带领下，到访上海总所进行考察交流。总所副主任、高级合伙人邵万权以及建纬总所主任助理、高级合伙人宋仲春陪同座谈交流，双方就律师事务所内部管理模式及组织架构、内部职能部门分工、文化建设、品牌营销等方面进行了深入探讨。

总所副主任邵万权向来宾介绍道，建纬成立于 1992 年，系中国首家从事建设工程和房地产领域法律服务的专业律师事务所。随后，他着重从“专业化、精细化、规模化”三个方面介绍了建纬一直以来的发展方向。建纬作为一家大型的专业律师事务所，多年来始终专注于基础设施与公用事业、建设工程、房地产和不动产金融领域，在提供专业法律服务和专业研究方面，享有很高的声誉，得到了业界的认可。同时，建纬积极参与国家的专业立法进程，为我国建设领域的立法完善作出了自己的贡献。

随后，河南省律协秘书长刘卫星以及河南千业律师事务所主任关宪法先后介绍了此行考察交流的目的以及河南千业律师事务所的建设情况。

最后，在对彼此律所的管理和业务发展进行深入了解之后，双方表示将互相学习，共同进步，打造专业、杰出的律师服务，并表达了在日后工作中进一步开展合作交流的期许和愿望。

●上海总所不动产金融部服务的新加坡客户 Katrina Group Ltd 于 7 月 26 日正式在新加坡证券交易所成功上市

2 月，新加坡公司 Katrina Group Ltd（原 Katrina Group Pte Ltd）特聘请上海总所不动产金融部的陈军律师和杨楠律师作为其中国法律顾问，就该公司在中国境内的关联公司及其经营运作情况提供专项法律服务，共同参与并协助新加坡公司于新加坡证券交易所凯利板（Catalist）上市。

整体历时 9 个多月时间，Katrina Group Ltd 在完成其由私人有限公司向公共有限公司的蜕变后，于 7 月底在新加坡证交所凯利板成功上市。这也是上海总所不动产金融部成立以来完成的又一个协助境外客户在海外交易市场成功上市的项目案例。

作为中国大陆首家以建筑、房地产、城市基础设施建设领域法律服务为专业特色的律师事务所，建纬生根国内，多年来坚持不断拓展视野，放眼全球。在坚实的法律专业和多语言（英语、日语、西班牙语、德语）工作的优势基础上，建纬人凭借对海外资本市场的了解，积极协助国内企业通过海外上市发债等方式嫁接海外资本平台，以实现其在法律制度更为健全而透明的境外法域低成本融资。这也是建纬所在“一带一路”项下寻求的新的国际化发展方向。

● 总所朱树英主任在事务所为华东政法学院受托组织的深圳青年律师《提高领导力》研修班上课

7月27日下午，由华东政法大学律师学院受托组织《深圳年轻律师培训班》的50多名律师，在深圳律协理事、职业培训委员会主任李军强律师带领下来到华政学习，并到上海总所进行现场办学，与建纬的年轻合伙人进行互相交流、学习。总所朱树英主任和全体合伙人对来访交流的律师表示了热烈的欢迎。

受华东政法大学邀请，朱树英主任为来访律师进行了“专业所、精品所的定位与营销”的主题演讲。朱主任就专业律师定位、专业律师应当具备的能力进行了论述，进而提出专业律师的内涵定位以及应当具备的三种能力：熟悉行业实际情况的能力、熟知相关法律法规的能力以及熟练解决专业问题的能力。朱主任从如何成为一名专业律师引申到如何凝聚成一个专业的团队、专业的律所作了现身说法的经验体会介绍。最后朱主任归纳出以专业定位为纽带、专业品牌为载体的法律服务营销拓展模式。

随后，总所副主任邵万权律师、主任助理韩如波律师、高级合伙人史鹏舟律师、合伙人魏来律师、俞斌律师、王勇律师等，共同与来访律师就专业律师培养、如何提供专业法律服务产品、年轻律师的法律服务市场拓展、专业律师事务所的发展机制等方面，进行了充分的讨论和交流。

● 总所曹珊律师受邀为中国人民大学律师学院“PPP项目全面实战管理高端研修班”授课

7月28日，中国人民大学律师学院PPP项目法律实务高端研修班在中国人民大学隆重举办，本期研修班系在前两期PPP项目实务研修班基础上的升级加强版，主要涉及各地PPP项目实践中存在的运作框架问题、PPP项目扩展运用与模式创新问题，PPP项目中的投融资问题、社会资本退出机制等关键问题。

曹珊律师作为中国人民大学法学院及律师学院客座教授，受邀为本班学员讲授“PPP项目实战中的法律问题解析”课程，授课主要以案例分析为主，包括北京地铁十四号线BOT模式项目、某市桥隧BOT项目、福建省泉州市百崎湖工程投资、建设、合作（PPP）

等项目。曹珊律师表示，希望通过本次授课使学员们熟练掌握了 PPP 操作实务，能够胜任 PPP 项目全过程运营管理服务工作，降低日后 PPP 项目中的各类运营风险及法律风险。

●建纬律所在凤凰智库“2016 中国律所国际化服务能力 20 强”排名上榜

7 月 28 日下午，首份中国律所国际化服务能力排名正式发布。上海建纬律师事务所（City Development Law Firm）凭借专业且国际化的法律服务水平名列第十三位。建纬将持续为“一带一路”国家战略及走出去的央企和民企提供优质的法律服务。

据悉，该排名由凤凰国际智库发布，采取专家推荐与量化分析的方法对国内律师事务所进行评估，主要反映了中国律所服务于企业国际化能力。其中，律所过去一年中进行的重大项目、所涉及领域、过去一年里所获得的国内外奖项、合伙人和律师数量、加入国际联盟的情况、成立年份和律所的社会影响等方面成为影响律所排名的主要因素。

随着国家“一带一路”大战略的启动，中国企业实现国际化的进程迎来了新的发展阶段。然而中国企业国际化过程中“水土不服”等问题依然凸显，其中，企业国际化中的法律事务尤为关键，例如中国企业海外投资并购屡遭失败，法律是关键因素之一。法律风险可以简单地定义为一种与法律权利和义务相关的商业风险。对中国企业来讲，随着其日趋国际化，法律风险问题也越来越重要。但是，大部分中国企业的高级管理人员对“走出去”面临的法律风险还没有足够的认识。排名的发布方——凤凰国际智库希望这份排名可以提供企业在海外发展最需要的法律风险管控信息。

●昆明分所乔迁新址并举办“一带一路与项目融资”高峰论坛

7 月 29 日上午，昆明分所乔迁答谢会暨“一带一路与项目融资”高峰论坛在昆明红星财富中心隆重举行。

7 月 20 日，昆明分所正式搬入新址。为答谢一路以来给予昆明分所无限支持与信赖的各界友人，昆明分所特于 7 月 29 日设乔迁答谢会暨“一带一路与项目融资”高峰论坛，共谋发展。

本次论坛立足云南实际，聚焦“一带一路”与“供给侧改革”等国家两大内外发展战略，旨在通过不同思想观点的碰撞，为建纬核心合作伙伴梳理当前政经态势、谋划未来发展思路。

上海总所朱树英主任追溯昆明分所创建历史，介绍了在“一带一路”背景下成立的由建纬总、分所 30 名专业律师组成的法律服务中心。朱树英主任高度赞扬了由昆明分所提供全过程法律服务的“老挝中国磨丁—磨憨经济合作区”建设项目，该项目是建纬“一带一路”法律服务中心成立后第一个落地的法律服务项目。

昆明分所的李俊华主任以“铭感五内”之心表达了对各位朋友诚挚的谢意，强调将“不忘匠心”对专业法律服务进行精研，并与客户和社会各界“携手同行”，共创昆明分所发展新十年。

云南省律师协会会长万立出席论坛，特贺昆明分所乔迁之喜，肯定了昆明分所团结拼搏的精神及对云南律师业的发展做出的突出贡献。

在论坛的压轴环节，上海总所朱树英主任围绕“建立国内仲裁机制解决“一带一路”进行主题演讲。朱树英主任强调，发挥国内仲裁制度的独特优势，妥善处理中国企业在外的项目投资、工程承包和总分包之间的纠纷，保障境外项目的顺利进行，促进“一带一路”战略的顺利实施，设立“一带一路（中国）仲裁院”已迫在眉睫，也势在必行。

目及千里，向星辰大海出发！汇四方英杰，共筑“一带一路”之梦！

● 建纬总分所 2016 年上半年工作会议在昆明举办

7 月 30 日，建纬总分所私董会暨 2016 年半年会在昆明分所新址顺利召开，总所主任朱树英律师和各建纬分所合伙人出席并参加了本次私董会，此次会议旨在推进建纬律所发展建设，践行建纬“匠人”精神，精进前行。

特邀嘉宾 iCourt 胡清平校长在私董会上进行了“律所管理结构变革”的精彩分享。会议中胡清平校长围绕律所“组织的类型”、“薪酬体系设计”、“培养超级合伙人”等主题进行了深度交流与分享，与建纬同仁共同探讨律所管理路径及方式。正如胡清平校长所言：“世界上最幸福的事就是有一个真正属于自己的团队，然后每天为他努力付出。”而建纬就是一个让所有建纬人值得为之努力付出的团队。私董会上，建纬总分所各合伙人就事务所管理与发展问题展开热烈讨论。

在建纬总分所 2016 年半年会议中，昆明分所李俊华主任分享了昆明分所未来发展战略目标，旨在将昆明分所打造为“全国一流、区域国际化”的专业律所。会议中，总所副主任曹珊律师报告了建纬 PPP 业务和结构化融资发展情况。总所主任朱树英律师总结

建纬上半年工作情况，并部署下半年建纬的工作安排和业务拓展计划。建纬总分所合伙人就事务所专业人才及专业发展等问题进行了分享与交流。

● 总所曹珊律师飞赴昆明为政府部门、咨询机构及其他 PPP 从业人员讲授“PPP 项目实施方案编制”课程

7 月 31 日，为进一步提升社会各界 PPP 从业人士执业水平，由中国国际工程咨询协会主办的“新形势下政府和社会资本合作法(草案征求意见稿)及 PPP 实施方案设计与若干法律问题解析实操培训班”在昆明成功举办，培训对象主要包括各社会资本主体、地方政府部门、PPP 项目实施主体、金融机构、工程咨询设计单位及律师事务所等。

曹珊律师应主办方邀请飞赴昆明为学员们讲授“PPP 项目实施方案编制”课程，就实施方案中风险分配基本框架、项目运作方式、交易结构设计、合同体系构建、监管框架设计及采购方式选择等方案编制内容进行深入剖析，并对实施方案编制中应关注的实施机构问题、合作期限问题、公司设立问题、收益机制问题及土地问题进行了特别提示，以期每位学员的 PPP 项目实施方案设计与编制能力得到全面提升，并能在实践中学以致用。

● 满堂虚左待，众望贺乔迁—建纬律所运营中心挂牌成立暨喜迁新址

6 月 8 日，“建纬律师事务所运营中心”正式挂牌成立了，这是建纬律所在品牌建设和业务发展方面的又一次飞跃。同时运营中心和北京分所办公室将同时正式迁往位于北京 CBD 核心区域的复星国际中心 20 层。

值此之际，向长期以来关注和支持建纬律师事务所的各界同仁表示衷心的感谢！

“雄关漫道真如铁，而今迈步从头越”，我们将继续秉承“超前、务实、至诚、优质”的服务理念，以勤勉和精细的执业精神，与社会各界，共同成长，成就卓越未来。

● 接天莲叶无穷碧，且看建纬再腾飞—建纬律师事务所运营中心揭牌仪式特许经营司法实践课题研究组成立

6月8日，初夏的北京。北京分所乔迁北京朝阳区朝阳北路237号的复星国际中心20楼，值此，建纬运营中心也正式宣布进驻北京分所。

在当天的揭牌仪式上，上海市建纬律师事务所主任朱树英、副主任邵万权以及建纬分所主任均到场祝贺。《民主与法制》杂志社刘桂明总编、中国投资协会特许经营分会刘世申秘书长、北京市朝阳区律师协会王清友会长、中国建设工程造价管理协会综合部舒宇主任、廊坊仲裁委员会秘书长程文以及众多企业的领导代表等50多位嘉宾参加了建纬律师事务所北京分所乔迁和运营中心揭牌仪式。

建纬律师事务所在北京组建运营中心是为强化建纬律师的专业品牌，充分发挥北、上、广专业引领对各地的辐射作用。刘桂明总编等发言嘉宾在会上提到：建纬成立运营中心是基于建设工程和房地产专业法律服务实际需求出发，对于总部位于上海的建纬律师事务所，把运营中心设北京，是根据建纬律师专业发展的运营实际，集聚北、上、广对全国各地的辐射作用；也是律师事务所专业发展的机制探索，并同时祝愿其成为资源整合中心、信息汇总中心、专业研究中心、业务拓展中心等“四个中心”，从而真正满足与呼应律师制度改革和专业发展的要求，符合社会市场的需求、个人努力的追求。

建纬昆明分所主任李俊华作为代表在揭牌仪式上提及，运营中心的成立，适逢天时地利人和，在机遇与挑战并存的时代，未来阳光灿烂。建纬运营中心主任谭敬慧则表示，运营中心的成立，是建纬律师事务所的又一次飞跃，是律师事务所创新运营管理的重要举措，建纬运营中心将成为企业、律所、协会之间进行跨界交流的快捷平台。

揭牌仪式后，运营中心首次组织的《特许经营与城镇化建设沙龙》顺利召开。建纬律师事务所朱树英主任就“从典型案例看BOT特许经营权收回引发的法律问题及应对政策”做开场发言。建纬运营中心谭敬慧主任就“特许经营的前世、今生与未来”做主题演讲。与会嘉宾就特许经营法立法中的重点问题与困惑、特许经营项目的争议解决、高速公路的收费权是否可以被查封等法律与实务争议问题进行了热烈的讨论。

建纬律师事务所在本次沙龙活动同时成立了“特许经营司法实践课题研究组”，由运营中心谭敬慧主任担任组长，曹珊、贺倩明、李俊华三位主任为副组长，朱树英主任

为顾问。课题组将就国家特许经营政策和司法实践开展深入的学习研究，为政府和企业提供多方面的法律支持。与会嘉宾也一致认为，创新是推动企业发展、实现社会进步的唯一出路。对于未来特许经营和城镇化建设，需要运营中心进一步展开深入研究，从而引领全体建纬律师能够在这个专业领域不断探索，扎实做好适应未来提供优质服务的能力准备。

“接天莲叶无穷碧，映日荷花别样红”。炎炎夏日来临之际，建纬的专业发展现在和未来都充满了希望，建纬律师永远坚持走在“专业成就卓越”的大路上，为实现建纬的二次腾飞不懈追求！

● More Challenges in Construction, More Opportunities in Future—北京分所谭敬慧主任赴欧参加 2016 中国商事争议解决高峰论坛，伦敦、法兰克福峰会圆满完成

6 月 25 日，一年一度的商事争议解决高峰论坛暨年度发布会在欧洲再次来临了。该会议由北京国际仲裁中心（BIAC）/北京仲裁委员会（BAC）组织，建纬律师事务所运营中心主任/北京分所主任谭敬慧女士很荣幸地参加了本次峰会。同时协办本届高峰论坛活动的单位还有英国皇家特许仲裁员协会（CIArb）、伦敦大学皇后玛丽学院商法研究中心（CCLS）、伦敦大学高等法律研究院（IALS）、德国仲裁委员会（DIS）等。

本届高峰论坛活动吸引了英国、德国等地几十位来自国际国内顶尖律师事务所的资深合伙人律师、世界著名高校学者等仲裁专家。本届论坛涉及专题包括仲裁与调解、能源、国际贸易、金融、建设工程、房地产、投资及知识产权，来自国内上述领域顶尖律所的资深合伙人律师发表了主题演讲，对中国商事仲裁进行了深入的分析和研讨。

本届欧洲高峰论坛，由商事法院首席大法官、英国前首相布莱尔兄长 The Hon. Mr. Justice Blair 做伦敦峰会闭幕致辞。谭敬慧女士发表了 2016 建设工程领域争议解决年度观察的主题演讲，包含三方面内容。首先是 2015 年中国经济发展情况及工程领域案件情况分析，第二是中国工程法律的主要变化，涉及 PPP 模式、EPC 模式发展、建筑信息模

型应用及“一带一路”战略与业务挑战。最后，选择最高法院的经典裁判案例分析结束本次演讲。

伦敦高峰论坛会议，来自 Mayer Brown 伦敦办公室的 Tom Duncan 先生作为工程争议解决板块主持人，具有 40 年工程领域工作经验专家 Charles O' Neil 先生从 PPP 项目角度对谭主任演讲内容进行了点评；来自伦敦 ArbDB Chambers 的仲裁员、律师 Andrew Burr 先生从网络登记制度、BIM 应用等方面展开了点评。

在法兰克福高峰论坛会议中，来自德国 LLS 律所的创始合伙人 Lenz 先生为谭主任演讲环节主持。Andrew Burr 先生以及著名律所 Baker & McKenzie 合伙人 Harbst 博士对谭主任的演讲内容予以高度赞赏，认为其涵盖了世界范围内建设工程领域的热点问题及难点问题，对工程法律领域发展具有指导意义。

本次会议上，众多专家对于法院自由裁量权的行使、工期延误违约金与损害赔偿、监理人的法律地位、工程鉴定结论等方面展开了交流与讨论。

北京国际仲裁中心/北京仲裁委员会作为中国领先的多元化争议解决机构为高峰论坛提供了广泛的交流平台，八大前沿商事仲裁领域相关议题吸引了众多法官、学者及律师的关注，本届欧洲中国商事争议解决活动取得圆满成功，再次彰显了中国法律和商事争议解决的国际化发展视野和步伐。

● 山重水复疑无路，柳暗花明又一村——工程工期索赔热点评议

7 月 19 日，建纬律师事务所运营中心举办的星空建设法律瞭望第二期沙龙活动“建设工程工期索赔热点评议”如期进行。建纬律师事务所朱树英主任、北京仲裁委员会丁建勇处长、原北京市高级人民法院法官陈旻等嘉宾出席了沙龙活动并作主题演讲，建纬律师事务所运营中心主任/北京分所主任谭敬慧女士及北京分所诉讼部负责人李玉斌也针对工期索赔进行了精彩分享。

本次沙龙活动对以下方面进行了深入的探讨，施工企业加强工期顺延签证和工期索赔管理的重要性，仲裁机构在审理涉及工期索赔案件的思考，法院在审理涉及工期索赔

案件时，如是否可以参照合同约定的考虑，以及索赔与结算的关系，索赔与违约责任的关系，进行司法鉴定及工期举证方面应注意的问题。最后，从管理角度出发如何看待工期索赔。

活动期间，围绕工期索赔问题，现场与会嘉宾与专家就相关问题进行了广泛细致的探讨，气氛十分活跃。

● 深圳分所城市更新专业沙龙召开，业内专家深度解读城市更新新政

6月8日，由深圳分所承办的“建纬·城市更新专业沙龙之城市更新暂行措施征求意见稿深度解读及应对策略”顺利召开。本次沙龙针对深圳市规土委正在制定的《关于进一步加强城市更新实施工作的暂行措施》内部征求意见稿邀请行业内专家进行解读探讨，提出建议，讨论对策。综合开发研究院旅游与地产研究中心宋丁主任，深圳市城市更新开发企业协会耿延良会长，深圳市城市更新开发企业协会舒宏华副会长以及深圳分所主任、高级合伙人贺倩明律师在本次沙龙上主题发言。

● 深圳分所主任贺倩明律师受邀为香港中文大学商学院讲授“法商管理”

6月17日，贺倩明律师受邀为香港中文大学商学院近50名EMBA学员讲授法商管理，贺倩明律师将法律思维和商业思维相结合，综合运用其丰富的法律实务和管理实务经验，在全面分析中国企业营商法律环境的基础上，从高级管理人员法律思维训练、法商思维的体系、法律工具的使用、法律风险识别、法律问题的决策等几方面系统讲述了法商管理在商业管理中具体应用，并通过分享企业并购案例讲述商业判断中如何进行法律问题的决策。

● 深圳分所公开课开课颜雪明律师主讲建筑物区分所有权

6月18日上午，深圳分所的公开课特邀深圳所颜雪明律师作为主讲嘉宾，主题为《从实务视角看建筑物区分所有权》。颜雪明律师对建筑物区分所有权有深入的研究，多次参与最高人民法院司法解释的讨论，许多观点被出台的司法解释所采纳。

颜雪明律师就建筑物区分所有权内涵、专有权、共有权和共同管理的权利四个方面进行了阐述，并结合理论和实践对“城中村”现象、车位、花园和会所等的权利归属和划分等争议较多的问题进行深入浅出的讲解。

● 深圳分所陈桂平律师、邢君律师承办的多个私募备案法律意见书通过审核

6月22日至7月22日，由陈桂平律师、邢君律师承办的东西精华资产管理（深圳）有限公司、深圳飞马星火资本管理有限公司的私募基金管理人登记、私募基金管理人重大事项变更登记法律意见书均顺利通过中国证券投资基金业协会的审核。

● 昆明分所余映廷律师参加官渡区文化生态新城项目小板桥街道办事处广福路以南拆迁拆除法律项目竞争性谈判并最终中标

6月27日，昆明分所指派权益合伙人余映廷律师参加官渡区文化生态新城项目小板桥街道办事处广福路以南拆迁拆除工程法律顾问服务项目竞争性谈判并获得高分，成为该项目竞争性谈判第一名，经公示3个工作日无异议后成为官渡区文化生态新城项目小板桥街道办事处广福路以南拆迁拆除工程法律顾问服务项目的成交单位，领取中标通知书后与发包人昆明市官渡区人民政府小板桥街道办事处签订专项法律服务协议。

● 昆明分所受聘担任云南城投置地有限公司法律顾问

6月29日，昆明分所受聘担任云南城投置地有限公司法律顾问，由昆明分所主任李俊华担任首席顾问，税彬为律师团成员。

云南城投置地有限公司成立于2006年，是一家集城市道路以及基础设施的投资建设及相关产业经营、给排水及管网投资建设及管理、城市燃气及管网投资建设及管理、城

市服务性项目（学校、医院等）的投资及建设、全省中小城市建设、城市旧城改造和房地产开发、城市交通（轻轨、地铁等）投资建设、城市开发建设和基础设施其他项目的投资建设于一体的公司。公司尊崇“踏实、拼搏、责任”的企业精神，并以诚信、共赢、开创经营理念，创造良好的企业环境。

● 昆明分所受聘担任云药医药产业集团股份有限公司法律顾问

7月8日，昆明分所受聘担任云药医药产业集团股份有限公司法律顾问，由昆明分所权益合伙人陈磊担任首席顾问。

云药医药产业集团股份有限公司于2013年3月组建，注册资金一亿元人民币，目前员工达1,500余人。云药集团成立伊始，即以“传承与振兴民族医药产业”为使命，通过重组整合多家拥有中药、民族药独家品种的潜力型企业，依托云南历史悠久的民族药（傣药/彝药/藏药）文化底蕴，为数众多的中药品种和得天独厚的特色药源植物库，全力打造涵盖药材种植、医药研发、中药生产、全网营销、健康服务等板块的民族医药全产业链。

● 昆明分所受聘担任云南云投股权投资基金管理有限公司法律顾问

7月25日，昆明分所受聘担任云南云投股权投资基金管理有限公司法律顾问，由昆明分所权益合伙人刘潇瑜、高级合伙人菁晶担任法律顾问。

云南云投股权投资基金管理有限公司（以下简称“公司”）于2013年5月9日正式注册成立，是云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云投集团”）成立的全资子公司。本公司是云投集团实施多渠道投融资和向金融控股集团转型升级的重要平台，遵循和服务集团整体战略布局，充分运用现代金融手段和工具，面向省内外、国内外，多渠道融资，多方式运作，以项目拉动融资，以投资支持项目，项目转化为资本，努力实现资本投资最优化，投资利润最大化。

● **武汉分所主任刘居胜律师受邀参加中南财经政法大学法学院 2014 级教学实习培训大会，作为受邀演讲嘉宾为学校师生作出精彩演讲**

6 月 16 日，武汉分所主任刘居胜律师，受邀出席中南财经政法大学法学院 2014 级教学实习培训大会，并作为嘉宾发表题为《宝剑锋从磨砺出》的演讲。鼓励同学们到法律实务的实践中去，“到中流激水，浪遏飞舟”。受到学校师生的热烈欢迎。自 2015 年 8 月，武汉分所被中南财经政法大学法学院评为优秀学生实习基地。

● **武汉分所主任刘居胜律师受邀为上市公司烽火通信科技股份有限公司的数百名员工，进行“建设工程施工合同管理中的法律风险及其防范”的培训**

6 月 24 日，武汉分所主任、高级律师刘居胜，为上市公司烽火通信科技股份有限公司的数百名员工，进行“建设工程施工合同管理中的法律风险及其防范”的培训，受到好评。

● **武汉分所党支部被湖北省司法厅党委评选为“先进党支部”荣誉称号**

7 月初，中共上海建纬（武汉）律师事务所党支部，被湖北省司法厅党委评为“先进党支部”，并受到表彰。为纪念中国共产党成立 95 周年，深入贯彻党的十八大、十八届四中、五中全会以及习近平总书记系列重要讲话精神，激励和引导基层党组织和广大党员扎实开展“两学一做”学习教育。湖北省司法厅党委研究决定，今年“七一”前，评选表彰一批优秀共产党员、优秀党务工作者和党建工作先进单位、先进党支部。在湖北省律协直属的 23 家律师事务所中，仅有两家律师事务所获此殊荣。

● **武汉分所与武汉仲裁委员会联合举办题为“工程造价及工程造价司法鉴定法律实务”培训**

7月1日，武汉分所与武汉仲裁委员会联合举办题为“工程造价及工程造价司法鉴定法律实务”培训，总所高级合伙人王先伟律师应邀为演讲嘉宾作为精彩的演讲，受到武汉仲裁委员会众多仲裁院的欢迎。

● **特大暴雨袭击武汉，武汉分所积极应对，受到司法厅及各法律服务单位好评**

7月6日，武汉遭受百年不遇的特大暴雨袭击。武汉分所全所律师，经受住自然灾害的考验，各项工作有条不紊地开展，受到湖北省司法厅和各法律服务单位的好评。

● **长沙分所举行“违法发包、转包、违法分包、挂靠司法实务”主题内部分享**

6月3日下午，长沙分所唐磊律师就“违法发包、转包、违法分包、挂靠司法实务”主题进行了分享。

工程建设实践中，违法发包、转包等违法行为屡禁不止，对工程质量、安全形成很大的隐患，也对建筑业市场秩序造成不良的影响。而因违法行为导致合同无效，进而影响工程价款结算的案例也屡屡出现。唐律师整理了全国各地法院司法指导意见中关于违法发包转包等违法行为的观点，归纳出违法行为的认定、合同效力、诉讼主体、责任承担以及价款结算等六大问题，并与团队成员进行了内容丰富的交流。现场气氛热烈，大家自由提问交流，对相关问题进行了更深入的讨论和研究。本次分享活动圆满成功！

● **长沙分所戴勇坚主任受邀出席“PPP在中国”国际研讨会**

目前，国内PPP正迎来新一轮的发展高潮，新的PPP项目正在加速推进。为更好地推动PPP项目落地运行，由财政部政府和社会资本合作(PPP)中心主办，湖南省财政厅承办的“PPP在中国”国际研讨会于6月7日在湖南华天大酒店隆重召开。长沙分所戴勇坚主任及邱显耀律师出席本次大会。

此次研讨会主题为PPP融资，中央部委、各省市财政厅（局）主管官员、社会资本、金融机构、咨询机构、学术机构人士，以及参加6月6日世界银行全球基础设施基金(GIF)

咨询委员会会议的代表，共同探讨了我国 PPP 融资的发展现状和趋势，以促进我国 PPP 融资实现长期良性发展。

由长沙分所与湖南省财政厅等单位共同编写的《政府和社会资本合作 PPP1000 问》终于出版了，由组委会赠送给参会人员共同交流与讨论 PPP 中的热点和难点话题。该书一上市便取得了热烈反响，受到参会人员的高度评价！

● 长沙分所戴勇坚主任应邀为重庆市青年律师讲授《律师谈判策略与技巧》

法律谈判是一个将法律培训、法律技能和人际交往的能力融合在一起的高难度实践，为提高重庆市青年律师的谈判理论素养，增强法律谈判实务能力，交流谈判工作中的心得，6 月 12 日下午，重庆市律师协会青年律师工作委员会在第四会议室举办第二期青年律师沙龙活动。本次沙龙由重庆市律师协会青年律师工作委员会委员吕俊主持。

长沙分所戴勇坚主任应邀进行授课，本次授课的主题为《律师谈判策略与技巧》。现场座无虚席，70 余名重庆市青年律师参加了本次沙龙。

授课初始，戴勇坚主任引入哈佛谈判课程经典案例——分橘谈判，与现场青年律师们进行了即兴谈判互动，生动地演绎了如何了解谈判中双方当事人的“需求”，最后双方各取所需，吸引了在场听课人员对谈判的浓厚兴趣，并引发热烈的掌声。

在授课期间，戴勇坚主任结合自身二十多年丰富的律师执业经历，在宏观上深入浅出地阐述了谈判的基础理论；在微观上，对谈判的过程（谈判准备、谈判开局、谈判中场、谈判收尾）、谈判的僵局与突破，青年律师如何与资深律师、客户进行有效的沟通以及青年律师在诉讼、仲裁中的谈判技巧，法律服务采购案例实操等方面进行了生动的讲解。

期间戴勇坚主任还分享了自己如何从一名青年律师成长为学者型的资深律师，在座的培训人员深受鼓舞，纷纷主动与戴勇坚主任进行交流互动。

本次授课还建立了重庆青年律师谈判交流微信群，致力于学习资料与专业技能的分享以促进青年律师在法律谈判领域的交流与成长。

● **长沙仲裁委员会主办，建纬律师事务所运营中心、长沙分所共同承办的“仲裁与 PPP”沙龙活动圆满举行**

6 月 30 日下午，由长沙仲裁委员会主办，建纬律师事务所运营中心、长沙分所共同承办的 2016 “仲裁与 PPP” 沙龙活动在长沙鑫远白天鹅酒店三楼秋实厅成功举办。

本次沙龙活动由长沙仲裁委员会邓鹏副主任与长沙分所戴勇坚主任共同主持，并有幸邀请到到湖南省财政厅金融与债务处张利武处长、北京分所谭敬慧主任作为主讲嘉宾。此次沙龙还特别邀请到长沙市人民政府法制办公室陈剑文主任、湖南大学法学院屈茂辉院长、湖南师范大学法学院肖北庚院长等几位专家出席。此外，参加本次沙龙的还有中国建筑第五工程局有限公司、湖南建筑工程集团、长沙中级人民法院、律师界、广东等地的国内知名咨询公司以及各地州市财政、发改委、法制部门等相关领导及人员。

● **长沙分所戴勇坚主任应邀参加点睛网公益沙龙讲学活动**

7 月 1 日晚 19:00，由长沙市律协青年律师与人才培养委员会和点睛网联合主办的公益沙龙在湖南森力律师事务所举行，特邀长沙分所主任戴勇坚律师到场为长沙市青年律师授课，授课主题为《法律谈判的策略与技巧》。本次沙龙由湖南森力律师事务所黄吐芳主任主持。现场有近 40 名青年律师和律所合伙人参加了本次公益沙龙。

两小时的课程弹指即过，为进一步解开青年律师对今后从业之路的疑惑，戴勇坚主任借助皮鞋销售小故事，回答了现场青年律师也是森力合伙人张友友律师有关建筑房地产领域是否仍然还有研究的必要性的问题。戴勇坚主任表示这是个处处是竞争处处是机会的时代，唯有专注方能成功。

本次授课还建立了湖南森力律师事务所与长沙分所良好沟通，两家律所将在今后加强联系，互相学习，开展模拟谈判课程等活动。

●长沙分所唐砣律师出席在徐州举办的“新常态下解决施工企业工程款拖欠新路径研讨会”并作主题分享

●为更好地研究新常态下施工企业防范，化解债务风险的新思路、新举措、新路径，促进建筑市场持续健康发展，7月10日上午，全国律协建房委、江苏省律协“新常态下解决施工企业工程款拖欠新路径研讨会”在风景秀丽的徐州市举行。来自全国各地的有关省市建设主管部门，高级人民法院、建筑协会和施工企业等单位领导与会，与中华全国律师协会建设工程与房地产专业委员会、江苏省律师协会建筑与房地产专业委员会委员、建筑施工企业及房产企业人员共同探讨新常态下解决施工企业工程款拖欠新路径的问题。会议与会人员共260多人。上海市建纬律师事务所主任朱树英、副主任曹珊，长沙分所唐砣律师、雷斌律师出席此次研讨会。

●杭州分所侯志会律师应邀为杭州全市两级港航系统执法人员作执法专项业务培训

6月1日，为了迎接G20的成功举办，杭州分所侯志会律师应邀为其法律顾问单位杭州市港航管理局下属的全市两级港航系统一线执法人员，作了执法专项业务培训，以配合并加强G20之前的杭州全市新一轮的水上执法检查。

侯律师主讲时深入浅出，不时引用法律依据，列举实务案例，并和市县两级骨干执法人员交流互动，整个半天的活动受到了在座的杭州市港航管理局百余位一线执法人员的一致好评！

●杭州分所律师在第二届杭州律师论坛再获佳绩

7月3日下午，第二届杭州律师论坛在之江饭店会议中心举行。本次论坛仍采用“分论坛”和“总论坛”相结合的模式，共计收到420篇论文，其中52篇优秀论文进入总论坛。

杭州分所在论坛中共提交了十五篇论文，在第一轮的分论坛评选中，计获得一等奖一篇，二等奖两篇，三等奖三篇。最终通过各自所在的专业委员会分论坛推选，杭州分

所张新军律师撰写的《留存收益转增资本不应课征个税研究——以非上市或非挂牌公司为视角》获论坛二等奖，曲笑飞律师撰写的《工程质量鉴定的质证要点与采信标准——基于杭州中院 5 个典型案例的考察》、杨峰律师撰写的《双方当事人已就工程价款达成结算协议能否启动司法鉴定程序——从一起建设工程施工合同纠纷案件谈起》分别获得论坛三等奖。

杭州分所副主任、高级合伙人曲笑飞律师所在的杭州市律师协会建设工程专业委员会获得组织奖，并代表专委会发言。

本次论坛由杭州市律师协会副会长徐宗新律师主持，党委副书记、会长沈田丰律师作最后总结发言。杭州分所主任陈沸律师作为市律协常务理事也出席了论坛，并作为颁奖嘉宾为获奖的论文作者颁奖。

● 福州分所提供咨询服务的 PPP 项目——泉州城东至北峰快速通道及两侧棚户区改造项目落地动工

6 月 15 日，福州分所提供咨询服务的泉州市城东至北峰快速通道及两侧片区棚户区（石结构房）改造项目正式动工建设，快速通道建设计划工期为 30 个月（两年半），2019 年元旦前有望通车。届时，泉州市东海组团的市民，通过沿海大通道或滨海街，转到山海路，就可以快速到达泉州动车站。按设计时速 60 公里计算，行车时间将由现在的最多 1 小时左右缩短至 25 分钟左右，节省了 35 分钟。快速通道起点位于城东山海路桃花山公园，向西设置高架连续上跨安吉路、福厦高速公路（沈海高速公路福建段主体部分），在 324 国道设置互通，设隧道贯穿古塔山，在刺桐北路设置互通，从泉州市监狱东北侧经过，设隧道贯穿于五台尾山，至城北路设置互通后，设高架上跨泉山路，顺接北峰普贤路延伸段。快速通道全长 7.21 公里，共设 2 个隧道、3 个互通、4 个出入口，整个项目概算投资约 39 亿元。按城市快速路标准设计，设计时速 60 公里/小时，主线双向 6 车道，不设红绿灯。城东和北峰片区沿线设置地面辅道，城东段地面辅道为双向六车道，北峰段

地面辅道为双向四车道。建成后，该快速通道将成为泉州市中心片区“田”字型骨干路网系统的重要组成部分。

福州分所于2015年12月接受政府方委托，为该项目提供咨询服务，包括组织开展招标前期工作、进行项目分析与尽职调查、编制项目实施方案和项目合同文件、出具法律意见、代表政府方与中标候选人谈判等。目前，项目已动工，施工车辆已进场，工人正在紧张进行桩基施工。

● 福州分所受福州市行政（市民）服务中心管委会委托完成行政审批服务事项梳理等工作

福州分所受福州市行政（市民）服务中心管委会委托，为行政服务中心、市民服务中心及福建省行政审批制度改革工作小组办公室（省审改办）重大行政决策事项及日常行政事务提供法律服务。

截止至今年6月30日，福州所协助行政服务中心修改行政审批服务事项1525条（项）、梳理责任清单与权利清单不一致事项并形成修改事项表格38份、梳理核对903项审批事项法定时限、梳理审核市级前置审批事项、规范审批事项流程及办事指南等；协助市民服务中心对梳理入驻中心的39家单位395项入驻事项、完成办事指南更新和调整工作等；协助省审改办梳理编制9个设区市和平潭综合实验区的权利清单、梳理编制55个省直单位责任清单、清理涉及68家省直和中央驻闽单位共计801项前置审批与中介服务事项等。

● 乌鲁木齐分所集思广益，拟起草《诉讼策略分析报告》

6月14日，乌鲁木齐分所全所律师对办案过程中出现的不足进行了彼此交流，尤其是针对重大案件实有必要起草诉讼分析报告，及时和当事人告知和交流。《诉讼策略分析报告》大致包括制定依据、案件事实、证据分析、适用法律、案件分析、代理方案、声明六大方面。

难事必作于易，大事必作于细，诉讼案件更是如此，先从细节，简单的着手推进，方能心平气和。

● **乌鲁木齐分所采用“云之家”办公软件，加强团队协作与交流**

7月14日，乌鲁木齐分所全所采用了“云之家”的办公软件，有效地促进了指导老师对助理的业务指导，增进了凝聚力。

“云之家”办公软件有网页版、手机版、桌面版，内容灵活多样，包括律所人员签到、工作汇报、语音会议、任务安排、公告信息、投票等。

工欲善其事，必先利其器，与时俱进，学则不固，择善固之方显真功夫。

● **乌鲁木齐分所注册最高人民法院律师服务平台账号，体验云服务**

7月25日，乌鲁木齐分所意识到各地法院网上立案工作的推进，加之最高人民法院2015年12月底针对全国来京再审立案建立了诉讼服务平台。

申请人不用长途跋涉前往，就可以在网上立案，为此我所专门注册了律师服务平台账号，添加有需要的律师进行网上立案，逐渐体验云办公的诉讼模式。

本期编辑：贺倩明 谭敬慧

上海市建纬律师事务所

上海市黄浦区淮海中路283号香港广场南座31楼（200021）

TEL/ +86 021 5239 3188

FAX/ +86 021 5239 3128

Email/ lw@jianwei.com

上海市建纬（北京）律师事务所

北京市朝阳区朝阳北路237号复星国际中心20层(100025)

TEL/ +86 010 6586 2898

FAX/ +86 010 6586 6828

上海市建纬（深圳）律师事务所

深圳市福田区深南大道4011号港中旅大厦9楼（518048）

TEL/ +86 0755 8296 0782/0755 2266 1566

FAX/ +86 0755 2266 1599

建纬（昆明）律师事务所

昆明市西山区广福路488号红星财富中心B座24层（650299）

TEL/ +86 0871 6364 1566/63641567/63641568

FAX/ +86 0871 6364 1565

上海建纬（武汉）律师事务所

武汉市武昌区中山路347号中铁大厦11楼（430071）

TEL/ +86 027 8548 2077

FAX/ +86 027 8548 2422

上海建纬（长沙）律师事务所

长沙市天心区南湖路458号蓝湾国际广场B栋20楼（410002）

TEL/ +86 0731 8224 1828/88243828/88246828

FAX/ +86 0731 82247 828

上海建纬（杭州）律师事务所

杭州市江干区钱江新城五星路188号荣安大厦写字楼1301-1302室（310020）

TEL/ +86 0571 8526 8526

FAX/ +86 0571 8526 8528

上海建纬（天津）律师事务所

天津市河西区紫金山路31号喜来登大酒店公寓楼2层(300000)

TEL/ +86 022 5995 9066/022 5995 9067

FAX/ +86 022 5995 9068

上海建纬（福州）律师事务所

福建省福州市鼓楼区湖东路189号凯捷大厦6层(350001)

TEL/ +86 0591 8756 8838

FAX/ +86 0591 8788 8735

上海市建纬（乌鲁木齐）律师事务所

新疆乌鲁木齐市沙依巴克区西虹路SOHO新时代广场A座705-708室(830099)

TEL/ +86 0991 4314 675

FAX/ +86 0991 4314 675

上海市建纬（南昌）律师事务所

江西省南昌市高新区紫阳大道3333号绿地新都会紫峰大厦2001(330000)

TEL/ +86 0791 8819 5900/5922

FAX/ +86 0791 8819 5911

www.jianwei.com