

从上交所资产支持证券挂牌指引看 CMBS 相关法律实务要点

作者: 夏亮 | 唐雷

上海证券交易所(以下简称“上交所”)于 2022 年 12 月 30 日发布的《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 2 号—大类基础资产》¹(以下简称“《指引》”)首次从规则层面对以不动产抵押贷款作为基础资产的资产支持证券的挂牌条件进行了针对性的规定²。《指引》所称不动产抵押贷款是指以不动产项目提供抵押担保,以不动产项目未来运营收入提供质押担保并作为偿债资金来源的信托贷款、委托贷款或者其他形式的债权及其附属担保权益(如有)与其他权利(如有)。笔者结合近期承办的 CMBS 项目的实务经验,根据《指引》并择其要者,对商业不动产抵押贷款支持证券(CMBS)的相关法律实务要点进行分析,以期对 CMBS 的业务实践有所裨益。

一. 关于参与机构

(一) 特定原始权益人

专项计划的原始权益人分为特定原始权益人 and 非特定原始权益人,早在 2014 年中国证监会发布的《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》(以下简称“《管理规定》”)中就已经对特定原始权益人进行了概括规定³,但《管理规定》未明确构成特定原始权益人的具体情形。《指引》本次列明了构成特定原始

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

¹ 同时发布的还有《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 1 号—申请文件及编制》、《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 3 号—分类审核》、《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 4 号—特定品种资产支持证券》。

² 《指引》发布前上交所仅针对基础设施类、应收账款、融资租赁债权及 PPP 项目资产支持证券制定了挂牌条件确认指南。

³ 《管理规定》第十一条规定,特定原始权益人是业务经营可能对专项计划以及资产支持证券投资者的利益产生重大影响的原始权益人。

权益人的三种具体情形⁴，并重申了《管理规定》所要求的特定原始权益人应当符合的五项特别条件⁵(以下简称“特别条件”)。

《指引》要求管理人和律师就原始权益人是否属于特定原始权益人进行核查并发表明确意见。就 CMBS 项目而言，其交易结构日趋简化，CMBS 项目的原始权益人主要为借款人的关联方等。一般而言，该等原始权益人转让基础资产后，其与收取基础资产现金流权利相对应的提供资金、发放借款等义务已经履行完毕；基础资产现金流也不依赖该等原始权益人持续经营产生，基础资产现金流主要来源于借款人偿还不动产抵押贷款或出质人归集不动产项目未来运营收入；CMBS 项目不涉及循环购买安排。因此，该等原始权益人的业务经营对专项计划以及资产支持证券投资者的利益一般不产生重大影响，不构成《指引》中定义的特定原始权益人，即为非特定原始权益人。

(二) 借款人和实际融资人

CMBS 等以不动产抵押贷款作为基础资产的资产支持证券的偿付直接依赖于借款人的还本付息，借款人虽然不是原始权益人，但借款人的业务经营对专项计划以及资产支持证券投资者的利益能够产生重大影响，本次《指引》5.16 条也要求借款人应当资质情况良好且具备特定原始权益人应当符合的特别条件。

此外，对于实际融资人与原始权益人不属于同一主体的，《指引》要求管理人和律师应当核查实际融资人是否符合《指引》对原始权益人的要求⁶。CMBS 项目中的借款人如以不动产项目未来运营收入提供质押担保并作为偿债资金来源的，则借款人属于《指引》规定的“依托其资产收入作为基础资产现金流来源”的实际融资人⁷。此时，CMBS 项目中的实际融资人(借款人)与原始权益人非同一主体，根据《指引》的规定，借款人一方面应当资质情况良好且具备特定原始权益人应当符合的特别条件；另一方面借款人还应当符合《指引》对原始权益人的一般要求。

(三) 不动产项目运营机构

《指引》要求不动产项目运营机构应当具备不动产项目相关业务管理能力，包括不动产项目运营和维护、运营收支管理、人员配备、附属担保权益及其他权利(如有)管理、不动产项目处置等。

⁴ 《指引》2.4.2 条规定，特定原始权益人是指符合下列情形之一，且业务经营可能对专项计划以及资产支持证券投资者的利益产生重大影响的原始权益人：(1)与收取基础资产现金流权利相对应的义务尚未履行完毕；(2)专项计划设置循环购买安排，后续合格基础资产的产生依赖原始权益人持续生成；(3)基础资产现金流依赖原始权益人持续经营产生，或者原始权益人业务经营可能对专项计划及资产支持证券投资者利益产生重大影响的其他情形。

⁵ 《指引》2.4.3 条要求，特定原始权益人除应当符合原始权益人一般要求外，还应当符合下列条件：(1)生产经营符合法律、行政法规、特定原始权益人公司章程或者企业、事业单位内部规章文件的规定；(2)内部控制制度健全；(3)具有持续经营能力，无重大经营风险、财务风险和法律风险；(4)最近三年未发生重大违约、虚假信息披露或者其他重大违法违规行为；(5)法律法规、中国证监会和上交所规定的其他条件。

⁶ 《指引》第 2.4.13 条规定：“实际融资人与原始权益人不属于同一主体的，管理人和律师应当核查实际融资人是否符合本指引对原始权益人的要求，并在专项计划文件中发表明确意见。”

⁷ 《指引》规定实际融资人是指“依托其资产收入作为基础资产现金流来源，或者通过资产支持证券获得融资，或者结合专项计划交易安排认定的相关主体”。

根据不动产项目用途的不同，不动产项目运营机构可能包括酒店管理方、物业的委托运营方、整租方等。对于酒店物业而言，物业持有人一般依据授权使用某一酒店品牌，物业由酒店管理方实际运营。对于写字楼、购物中心而言，物业持有人可能通过整租或委托运营的方式，将物业交由其关联方等实际运营，物业的委托运营方、整租方等再将物业进行租赁或转租。管理人和律师一方面需要披露不动产项目运营机构、运营安排，另一方面需要核查相关酒店管理协议、整租协议、委托运营协议等是否存在限制不动产项目转让或抵质押的约定，不动产项目运营收入的收取和归集安排等。

二. 关于不动产项目

(一) 不动产项目的可处置性

《指引》要求不动产项目应当具有可处置性。投资者将 CMBS 产品违约时通过管理人等处置不动产项目作为其本息回收的可能方式，而处置难却是违约 CMBS 项目呈现的典型特征⁸，《指引》强调不动产项目可处置性的用意不言而喻。

不动产项目的可处置性受到多种因素的影响，笔者认为，对于 CMBS 管理人和律师而言，至少应该从不动产项目尽职调查和交易文件起草两方面保障不动产项目的可处置性。首先，不动产项目本身是管理人和律师等尽职调查的重点，管理人和律师应该对影响不动产项目可处置性的权属状态、转让/抵押的限制条件、权利负担等进行充分核查。其次，在专项计划文件等交易文件中应对不动产项目处置的触发情形、处置程序、处置主体等进行约定，避免发生 CMBS 产品违约等风险事件时处置不动产项目没有依据、相关主体怠于处置不动产项目等情形的发生。

(二) 不动产项目的限制转让/抵质押

《指引》要求不动产项目(包括其运营收入，下同)应当不存在法定或者约定的限制转让或限制抵押的情形，存在相关限制转让或者限制抵押情形的，应当取得相关主体的豁免或者同意。

对不动产项目转让或抵押的限制可能存在于与不动产项目相关的多类协议或者文件中，包括但不限于在不动产项目开发建设阶段的土地出让合同、不动产权证、自持协议，在不动产项目运营阶段的酒店管理协议、物业委托运营协议、整租协议、租赁合同，在不动产项目融资时的融资合同和担保合同等。

由于在 CMBS 项目发行阶段即需以不动产项目提供抵押担保，因此对于相关文件中存在限制不动产项目抵押情形的，在 CMBS 项目申报阶段应当就不动产项目抵押给专项计划(或信托公司)等取得相关主体的同意。

⁸ 如红博会展信托受益权资产支持专项计划、北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据等产品，参见相关管理人公告。

对不动产项目转让的限制可能表现为相关方禁止不动产项目转让、限定不动产项目转让时的受让方，以及要求不动产项目只能整体转让而不能分割转让等。虽然不动产项目的转让一般在专项计划等实现抵押权、处置不动产项目时发生，但如果相关方禁止不动产项目转让的，则将极大减损不动产项目的可处置性，因此在 CMBS 项目申报阶段应当就不动产项目将来可以进行处置或转让取得相关方同意。对于限定不动产项目转让时的受让方以及要求不动产项目只能整体转让而不能分割转让的，不动产项目的处置效率、处置价格可能会受到影响，可以考虑由不动产项目持有人与相关方协商调整不动产项目转让的相关限制条件，如限制条件不能调整的，则管理人和律师应当披露相关情况，并在专项计划文件中提示不动产项目处置时的相关风险。

(三) 不动产项目抵质押等权利负担的解除

《指引》要求不动产项目应当不存在抵押、质押等权利限制，存在权利限制的，应当明确原始权益人向专项计划转移基础资产时解除权利限制的相关安排。

对于存在的抵质押等权利负担，管理人等需要在专项计划文件中明确解除权利负担的安排，以及专项计划中不动产项目抵质押登记办理的期限，并将不动产项目未根据专项计划文件的约定在相应期限内办理完毕抵质押登记作为专项计划终止事件。

如不动产项目存在的抵质押等权利负担系基于借款人向金融机构融资产生的，借款人等一般需要通过偿还融资以解除权利负担。而对于以同一不动产项目续发的 CMBS 产品，则需要衔接好前一专项计划的设立与前一专项计划的终止，不动产项目权利负担的解除安排也需要根据前一专项计划交易文件的约定具体确定。

三. 结语

上交所在《指引》发布时指出⁹，《指引》“按照实质重于形式原则，规范债权类、未来经营收入类、不动产抵押贷款 3 大类 7 小类基础资产准入标准，强化资产信用，旨在提高审核透明度，强化质量控制”。对于 CMBS 等以不动产抵押贷款作为基础资产的资产支持证券项目而言，《指引》对该类项目的基础资产、交易结构、现金流预测等均提出了明确要求，相信《指引》的发布会推动该类项目的规范化和高质量发展。笔者也将持续关注《指引》发布后 CMBS 业务的发展。

⁹ 参见上交所网站 2022 年 12 月 30 日发布的《上交所发布 4 项资产支持证券业务规则 推进资产证券化市场高质量发展》。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



夏 亮

+86 21 3135 8769

tomy.xia@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2023