

《民法典》对房地产相关业务的影响专题系列之一

——《民法典》对房地产资产证券化相关交易的影响

一、概述

我国现行法律法规框架下房地产资产证券化产品的交易结构通常为“资产支持专项计划+基金/信托”的双SPV结构，其结构搭建过程中涉及的交易文件通常包括资产支持专项计划文件、基金或信托文件、项目公司股权转让或置换合同、基金份额或信托受益权转让合同、资金托管/监管合同、项目公司股东借款合同、物业运营管理合同及担保/增信合同等。

《民法典》实施后，原《物权法》、《合同法》、《担保法》等都将失效，因此《民法典》对现行法律规定的修订将对原依据《物权法》、《合同法》、《担保法》等作出的房地产资产证券化交易安排产生影响。

具体而言，《民法典》对房地产资产证券化交易文件的影响集中体现在，就底层物业资产设置的抵押担保、原始权益人或相关增信主体提供的保证担保或增信承诺及物业资产的运营管理等方面。

二、对外部增信措施的影响

房地产资产支持证券的收益来源主要包括SPV持有项目公司股权的股权收益，以及SPV向项目公司提供的股东借款的债权收益。而就股权收益而言，为确保底层物业能够产生足够的运营收益对上层股东进行利润分配，交易安排中亦会要求物业运营方就项目公司的运营收益提供差额补足承诺。就股东借款

债权而言，为确保项目公司能够按时还本付息，交易安排中往往采用多种担保措施，包括但不限于底层物业资产抵押、应收账款质押等。此外，为保障优先级资产支持证券持有人的收益及退出，一些资产支持证券的交易方案中亦会要求原始权益人对优先级资产支持证券持有人处置资产支持证券的收益承担差额补足义务，并在资产支持计划退出时对优先级资产支持证券持有人承担流动性支持义务。

《民法典》在“物权编-担保物权”、“合同编-保证合同”等章节的新增或修订对上述增信措施可能产生影响。具体而言：

(1) **除非另有约定，抵押人转让抵押物仅需向抵押权人履行通知义务，而无需再征得抵押权人同意，同时“买卖不破抵押”**

《民法典》第四百零六条规定：“抵押期间，抵押人可以转让抵押财产。当事人另有约定的，按照其约定。抵押财产转让的，抵押权不受影响。抵押人转让抵押财产的，应当及时通知抵押权人。抵押权人能够证明抵押财产转让可能损害抵押权的，可以请求抵押人将转让所得的价款向抵押权人提前清偿债务或者提存。转让的价款超过债权数额的部分归抵押人所有，不足部分由债务人清偿。”相较于《物权法》中要求抵押人经抵押权人同意方能转让抵押物的规定，《民法典》允许抵押人转让抵押物，除非当事人另有

约定。

底层物业作为资产支持证券的重要收益来源和核心基础，其权属的稳定性对于资产支持证券而言应为重中之重。以类 REITs 产品为例，项目公司股东对于底层物业的控制可以拆解为股权控制和担保物权控制两方面。一方面，作为项目公司股东，SPV 可以通过公司治理机制对底层物业的权属变动进行强控制；另一方面，作为底层物业的抵押权人，在《物权法》时代，项目公司转让底层物业时亦需征得抵押权人的同意。而《民法典》对《物权法》进行调整后，SPV 以抵押权人的身份对底层物业的控制将被减弱。

因此，《民法典》正式实施后，为保障底层物业的稳定性，仍建议 SPV 在底层物业的抵押合同中明确约定项目公司转让底层物业应当事先取得抵押权人的同意。当然，即便抵押财产被转让，根据《民法典》，抵押权也不受影响，抵押权人仍有权行使抵押权。

(2) 明确主债权转让的情形下，未办理担保物权转移登记不影响受让人取得担保权利

《民法典》第五百四十七条在《物权法》和《担保法》的基础上进一步明确了从权利随主权利转移而转移，即“债权人转让债权的，受让人取得与债权有关的从权利，但是该从权利专属于债权人自身的除外。受让人取得从权利不因该从权利未办理转移登记手续或者未转移占有而受到影响。”

对于项目公司在装入资产支持专项计划前存续的以底层物业为抵押物的物业经营贷款，在原《物权法》和《担保法》框架下，需由项目公司先行还款并解除抵押后，再将物业抵押予股东借款债权人；或先将底层物业第二顺位抵押予股东借款债权人，再清偿存续贷款并解除前序抵押。由于《民法典》明确了抵押权随主债权的转移而一并转移的原则，在日后的操作中，也可考虑直接由股东借款债权人直接受让存续

贷款的债权人享有的存续贷款债权。

(3) 具有担保功能的差额补足合同等被纳入担保合同的范围

《民法典》第三百八十八条相较于《物权法》第一百七十二条的规定，扩大了担保合同的范围，规定“担保合同包括抵押合同、质押合同和其他具有担保功能的合同”。《全国法院民商事审判工作会议纪要》（即“九民纪要”）第六十六条对于担保合同的范围也有如下解释：“当事人订立的具有担保功能的合同，不存在法定无效情形的，应当认定有效。虽然合同约定的权利义务关系不属于物权法规定的典型担保类型，但是其担保功能应予肯定。”

上述规定明确了**具有担保功能**但并非法定典型担保类型的合同也属于担保合同。在房地产资产支持证券的增信措施中，除了典型的底层物业抵押担保外，还会包括物业运营方对项目公司的运营收入提供差额补足承诺、原始权益人对优先级资产支持证券持有人的处置收入提供差额补足承诺和流动性承诺等。

物业运营方对项目公司的运营收入差额补足承诺，即物业运营方承诺在项目公司运营收入未达到某一目标时由物业运营方提供资金用于弥补实际运营收入与目标运营收入之间的缺口，从而确保资产支持证券持有人能够获得收益分配。项目公司运营收入系项目公司进行利润分配的主要资金来源，但不应视作项目公司对股东及资产支持证券持有人的债务。物业运营方提供的该项增信措施确实能够起到保障投资人获得收益的效果，但我们理解，从法律关系上该项承诺应视为物业运营方对项目公司的合同义务，而非物业运营方对项目公司所负债务的担保。同样，就原始权益人对优先级资产支持证券持有人的流动性承诺而言，尽管流动性承诺能够使优先级资产支持证券持有人在对外处分资产支持证券时的收益得到保障，但该流动性承诺并不是基于某一债权债务关系而作出的，不构成其为其他人对优先级资产支持证券持有

人所负债务进行担保的性质。因此,即使在《民法典》的框架下,物业运营方对项目公司的运营收入差额补足承诺、原始权益人对优先级资产支持证券持有人的流动性承诺亦不应被认为构成担保。

但是,在《民法典》的框架下,原始权益人对优先级资产支持证券持有人的处置收入提供差额补足承诺则存在被认定为担保的可能性。处置收入差额补足,即在资产支持专项计划处置分配时,若资产支持专项计划的处置收入不足以向优先级资产支持证券持有人分配时,差额部分由原始权益人提供资金支持。通常而言,优先级资产支持证券持有人的收益为固定利率收益,其对资产支持专项计划的投资应属债权性质。在此基础上,若在处置分配时其收益无法得到足额分配,由原始权益人就收益缺口提供的资金支持则应属担保性质。因此,在《民法典》的框架下,处置收入补足承诺存在被认定为担保的可能性。若该承诺被认定为担保性质,那么对于原始权益人而言,对外作出处置收入补足承诺时,则需要按照对外担保的程序完成内部决策程序。

(4) 新增债务加入规定,可作为新的增信措施

《民法典》第五百五十二条规定:“第三人与债务人约定加入债务并通知债权人,或者第三人向债权人表示愿意加入债务,债权人未在合理期限内明确拒绝的,债权人可以请求第三人在其愿意承担的债务范围内和债务人承担连带债务。”

上述规定新增了第三人债务加入的内容,未来或可成为房地产资产证券化产品中的一项新的增信措施。

(5) 保证方式约定不明的,推定为一般保证;保证期间约定不明的,推定为六个月

《民法典》第六百八十六条修改了《担保法》有关保证方式推定的规定,对于保证方式约定不明的,按照一般保证承担保证责任。一般保证人相较于连带

责任保证人,对债权人享有先诉抗辩权。只有主债务经审判或仲裁且债务人财产经强制执行不足以清偿债务的情形下,债权人才能向一般保证人主张承担保证责任。

此外,《民法典》第六百九十二条修改了《担保法》司法解释中有关保证期限推定为主债务履行届满之日起 2 年的规定,将推定的保证期间修改为六个月。

上述修改体现了对保证人的保护,但对于提供股东借款的债权人 SPV 而言,则需确保在保证合同中对保证方式、保证期间等事项作出明确约定。

三、对底层物业运营的影响

房地产资产支持证券中,底层物业的运营情况直接关系到投资人的收益。《民法典》的颁布实施,特别是“合同编-租赁合同”和“合同编-物业服务合同”章节,对于底层物业的租赁关系和物业服务这两方面存在一定影响。

通常在资产支持专项计划中,会由原始权益人或者其关联主体作为底层物业的物业运营方,具体的运营事项如租赁管理、物业管理等由物业运营方直接负责或委托给专业机构进行,而项目公司及其股东则更多的是在运营收入目标层面进行管控。因此《民法典》关于租赁合同和物业服务合同的调整,体现在房地产资产支持证券的交易结构中,更多的是对物业运营方在实际经营管理底层物业时的具体事项产生影响,对于投资人而言则相对间接(加之交易结构中往往会要求物业运营方对运营收入提供差额补足等增信措施,这种影响在一定程度上又被减弱了一层)。

需要特别指出的是,如果底层物业所在的物业服务区域存在多业主的情况,还是需要关注《民法典》有关物业服务合同的相关规定对整个资产支持专项计划的影响。《民法典》中将物业服务合同单独作为一类有名合同进行了规定,进一步明确了业主自治原

则，以及业主与物业服务机构之间的权利义务关系，特别是业主选聘、解聘、续聘物业服务机构的权利在法律层面上得到了明确，例如明确“业主依照法定程序共同决定解聘物业服务人的，可以解除物业服务合同”等。因此，对于那些底层物业所在的物业服务区域存在多业主的资产支持证券而言，则需特别关注物业服务区域的业主大会、业主委员会的构成及表决方式，以避免底层物业的物业管理人被业主大会/业主委员会表决更换从而影响底层物业运营的情形发生。同时，原始权益人在选择底层物业时也需对此予以考虑，以避免在后续运营管理过程中受到其他业主的影响而出现被动局面。

有关《民法典》颁布实施对商品房屋租赁、物业服务的影响，我们也会另作专题展开讨论，欢迎各位读者关注。

四、 结语

总体来讲，《民法典》对于房地产资产证券化的影响更多的是集中在结构搭建过程中的各类具体交易文件中。在此基础上，《民法典》为房地产资产证券化的交易结构也提供了一些新的处理思路，引发了新的路径探索。我们也将持续关注资产证券化相关具体监管规则与指引对《民法典》的配套与拓展。

李海浮 合伙人 电话：86 10 8553 7983
何安琪 律师 电话：86 10 8519 1737
高 阳 律师 电话：86 10 8519 1773

邮箱地址：lih@junhe.com
邮箱地址：hea@junhe.com
邮箱地址：gaoyang_yang@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

