

商业地产抵押贷款资产证券化法律实务要点

近年来，商业地产抵押贷款资产证券化项目（以下简称“CMBS/CMBN”）迅猛发展，不断涌现的新型物业类型对尽职调查工作提出了更多的要求。笔者结合实务经验，就CMBS/CMBN项目中有关法律尽职调查的若干注意点及交易安排要点进行简要整理。

标的物业的产权要求

CMBS/CMBN 项目中，通常将标的物业已竣工并完成竣工备案手续，项目公司取得《国有土地使用权证》、《房屋所有权证》或《不动产权证书》（即产权证书）作为项目公司是否有权将标的物业对外出租的判断标准。实务中，可能存在物业的特定部位已竣工但未办理完毕产权证书，即将相应物业单元/部位对外出租的情形。

根据《最高人民法院关于审理城镇房屋租赁合同纠纷案件具体应用法律若干问题的解释》（法释[2009]11号）第二条，认定房屋租赁合同是否有效，关键在于判断出租人是否已取得建设工程规划许可证并且按照建设工程规划许可证的规定建设。但《中华人民共和国城市房地产管理法》第三十八条将“未依法登记领取权属证书的”房地产纳入不得转让的房地产范围、第三十九条明确“转让房地产时房屋已经建成的，还应当持有房屋所有权证书”、第四十九条规定“房地产抵押，应当凭土地使用权证书、房屋所有权证书办理”，因此，笔者认为，如特定部位标的物业无对应产权证书则无法办理抵押权登记、亦无法对外转让，与CMBS/CMBN的交易逻辑不符，在评估标的物业价值时不应将其纳入范围。

权利登记及标的物业的权属、权利负担及可处置性

在资产证券化项目结构设计时，尽可能完善有关权利登记手续的约定。在凯迪电力及融信租赁的案例中，计划管理人在中国人民银行动产征信中心就基础资产转让做了应收账款转让登记的事实就成为了资产支持专项计划以基础资产权利人身份参与诉讼的重要依据。就CMBS/CMBN项目而言，除了相关基础资产的转让完成信托受益权的变更登记（双层结构），在标的物业根据交易安排完成相关抵押登记的情况下，第三人对于标的物业权利的主张将很

难获得法院的支持。因此，如标的物业在证券化前存在原融资债权人的第一顺位抵押，交易结构的设计应当特别关注相关物业权利的风险。如交易设计通过证券化募集资金解除前述抵押的情况，建议可采用提前办理第二顺位抵押权，通过监管账户定向支付原融资债权人融资余额的给付方式，以确保物业权利的闭环。

对标的物业权属及权利负担情况的尽调，主要通过核查产权证书、调取不动产登记簿等方式进行。除此之外，笔者也注意到，近年来在土地出让合同中主管部门要求开发商自持物业(尤其对商业物业而言)的情况愈发普遍，因此在尽调中需重点对《土地使用权出让合同》或其他开发文件的有关约定进行核查，以避免标的物业全部或部分届时无法处置的情形发生。

标的物业相关合同

根据业态的不同，标的物业上可能存有租赁合同、管理合同、物业服务合同、仓储合同等。在 CMBS/CMBN 项目尽调过程中，需要对前述合同约定进行核查，以进一步判断并设计交易结构，实务中我们关注到存在“业主将物业抵押应取得管理方的同意”、“非应收租金而是代收代付款项”等特殊约定。对标的物业相关合同的尽调，有助于了解标的物业涉及的现有或潜在的第三方权利主张，降低项目公司在其他相关合同项下的违约风险，也有助于厘清标的物业底层现金流来源，对于标的物业未来现金流预测提供依据。

标的物业保险的受益人问题

在通常情况下，业主或管理方会为物业投保财产一切险、公众责任险或其他附加险，而受益人通常约定为业主方。笔者建议，在 CMBS/CMBN 项目存续期内，将前述保险的受益人修改为抵押权人（双层结构下的信托），一旦发生保险事故，保险赔偿金应当作为抵押财产直接向抵押权人清偿，以避免该等保险赔偿金的转付风险。

对相关主体的尽职调查

鉴于 CMBS/CMBN 通常设置每 3 年的回售开放期，集团公司或关联方将承担登记回售份额的回购义务。因此，从交易整体安排来看，持有人获得兑付除底层质押的物业收入外，还

依靠相关债务人、保证人、差额支付承诺人的信用，在开放期获得退出，则依赖于相应回售义务的履行，如回售未达成或发生其他风险事件，宣布贷款提前到期并进入加速清偿程序，在相关主体无法承担对应支付义务时则需行使抵押权以获得相关退出。

因此，对保证人、差额支付承诺人、回售义务人的主体尽职调查也很关键。在实务中，法律尽职调查需涵盖相关主体的设立、存续、内部授权情况、主体资信情况、相关违法失信情况等。