

NEWSLETTER 中伦 e 简报 深度观察



中倫律師事務所
ZHONG LUN LAW FIRM

GDPR的挑战与企业
应对之道 01 /

证券公司融资融券业务
债权保障机制探讨 02 /

杠杆收购法律架构简析 03 /

对三大交易场所基础设施类资产
支持证券业务指南的解读 04 /

谈先抵押后租赁情况下
的权利冲突和利益平衡 05 /

GDPR的挑战与企业应对之道

作者：陈际红 吴佳蔚



《欧盟数据保护通用条例》(General Data Protection Regulation, GDPR)于2018年5月25日正式实施,并取代1995年欧盟发布的数据保护指令(DPD)。有人批评其在数据保护和数据流动之间过分倾向于个人数据的保护,也有人认为其会重塑世界范围内的个人数据保护框架和数据流动秩序。就其对中国企业的影响而言,其影响程度可能会超出一般人的考虑,一是因其扩张型的域外适用效力,中国企业和欧盟的关联因素已经非常广泛,很多中国企业会落入GDPR的适用范围之内;二是其规定的苛刻的法律责任, GDPR生效不足一月,其具体适用细节和执法的力度仍待观察,但对于企业,因合规不足而面对巨额的处罚风险是企业不能承受之重。

第一部分 \ 您的企业是否落入 GDPR 的管辖?

GDPR 的适用场景会很复杂,比如一家位于中国的企业聘用欧盟的居民,其对该欧盟人士的数据处理是否适用 GDPR?

1. 适用事项

GDPR 以保护数据主体权利之目的而制定,数据处理的技术方式不甚重要, GDPR 适用事项范围包括全部或部分的自动化的个人数据处理,以及以其它方式进行的数据处理(只要数据处理构成文件的一部分),包括个人用户画像有关的个人数据处理活动。

GDPR 项下的“个人数据”指的是任何已识别或可识别的自然人(“数据主体”)相关的信息¹。而“处理”则比通常定义里的数据处理要宽泛,包括任何一项或多项针对单一个体数据或系列个人数据所进行的操作行为,不论该操作行为是否采取自动或非自动化的处理方式。一般而言,企业针对个人数据的收集、传输、存储、加工、分析、画像、转移和其它使用活动,都会落入 GDPR 的事项范围。相较网络安全法, GDPR 从“个人数据”的定义,到对于“处理”动作的规定,适用的范围均进行了一定的扩张。

2. 地域管辖权

GDPR 不仅适用在欧洲设立的机构,而且还会波及将欧盟客户作为业务目标的企业。对于后者,具体而言,包括为欧盟内的数据主体提供商品或服务(不论是否收费),以及对欧盟范围内的数据主体的活动进行监控(monitor),收集用户访问网站的 cookies 亦有可能构成监控(monitor)行为。

结合上述适用事项的规定,加之数据跨境流动的普遍现实, GDPR 的域外效力不可小觑。即使企业的设立区域和服务器均位于欧盟境外,但只要收集或存储有欧盟居民的个人数据,都应该注意并分析这一新法规的适用情况。

我们再回头分析上面提出的位于中国的企业聘用欧洲居民的案例,分不同的场景进行讨论:

— 在招聘阶段,企业会不可避免地收集应聘者的个人数据,如果该应聘者是在欧洲的居民,该过程的数据处理活动是适用 GDPR 的;

— 如果欧洲居民在中国的企业长期工作,而非居住在欧洲,考虑到 GDPR 的适用不以国籍为界定要素,则此阶段的数据处理活动 GDPR 一般不适用;

— 如果聘用该欧洲居民的企业虽位于中国,但是欧洲企业的一部分,比如分支机构,则由于其母企业的设立位于欧洲,虽其在中国

工作,对该欧洲居民的数据处理活动仍可能导致 GDPR 适用;

— 在上面第二种场景下,如果该欧洲居民结束在中国任职回到欧洲居住,该企业对其继续的数据处理会导致 GDPR 的适用。

作为企业合规的第一步,应先判断清楚企业是否适用 GDPR 及受 GDPR 的约束的业务范围。

第二部分 \ GDPR 赋予数据主体哪些权利?

GDPR 赋予数据主体的权利就是数据控制者和数据处理者对应的法律义务。

GDPR 明确而系统地建立了数据主体对于个人数据的控制权体系,要求数据控制者建立透明和类型化机制:以透明的方式提供信息、做出沟通,以及提供为保障数据主体行使权利而采纳的类型化机制,从而实现 GDPR 第 15 条到 22 条所规定的包括知情访问、更正、删除、限制处理、可携带、反对等权利,详见下面图解:

1. Art. 4 of GDPR



在审视这些权利设置时, 应当注意的是, 由于 GDPR 还对个人数据处理的合法事由, 个人敏感数据的特殊处理, 处理应遵循的各项原则, 以及安全事件处理相关的通知义务等内容作出了规定, 对于数据主体的权利的理解和设定不应当仅限于上述几个条款所陈述的部分。

数据控制者负有保证数据主体有效行使其权利的义务, 即, 数据控制者不仅要允许数据主体行使其权利, 同时还要保证权利行使的有效性。例如, 允许数据主体行使反对数据处理的权利但未告知其关于数据处理的所有信息, 此种做法便不会保证权利的有效行使。

综上, GDPR 赋予了数据主体多元化的权利, 对应的就是数据控制者的法律义务, 具体而言, 数据控制者一是要告知数据主体应当享有的各项权利 (比如在隐私条款中明示), 二是要建立落实数据主体权利的內部组织措施和技术措施, 比如有方便的通信渠道、有响应数据主体权利要求的有效的内部程序、建立了企业的技术措施等。

第三部分 \ 数据处理者的主要法律义务有哪些?

企业除了需要提供透明和类型化机制, 及时响应数据主体的请求, 帮助数据主体实现上一节所提及的所有权利外, 还需要证明自己已履行 GDPR 项下的其他义务, 主要体现在以下几个方面:

1. 组织要求

GDPR 中规定了一项新的问责要求, 即企业必须证明其遵守了 GDPR, 这有些类似于法律制度中的举证责任倒置。

在某些情况下, 企业有必要任命一名数据保护官, 而一套由适当的规章制度、员工培训及数据保护意识所支持的企业治理结构是履行企业职责并证明其合规性的关键所在。企业必须在充分理解问责制要求的基础上对现有的规章制度进行审查、修改和补充以长期遵守。

1.1 数据处理活动的记录²

数据控制者应当保持其所负责的处理活动的记录, 该记录应当包含如下信息:

- (1) 数据控制者、数据保护官的姓名、详细联系方式;
- (2) 数据处理的目的;
- (3) 对数据主体的类型以及个人数据的类型的描述;
- (4) 个人数据已经被披露或将被披露给接收者 (包括位于第三国或国际组织的接收者) 的类型;
- (5) 将个人数据转移到第三国或国际组织的记录以及对适当保障措施记录;
- (6) 删除不同种数据类型的预计期限;
- (7) 技术性与组织性安全措施的一般性描述。

1.2 数据保护影响评估³

如果数据处理活动可能对自然人的权利和自由造成很高的风险, 该企业应在进行数据处理之前, 对其影响进行评估。如果评估表明, 在企业没有采取措施降低风险的情况

² Art.30 of GDPR ³ Art.35,36 of GDPR

下，处理过程将导致高风险，应事先咨询监管机构。

近期，我国的信安标委亦颁布了《信息安全技术 个人信息安全影响评估指南》征求意见稿，其中亦部分借鉴了 GDPR 关于数据保护影响评估的理念、方法和内容。

1.3 数据保护官⁴

若企业核心活动包括以下各种情形，则必须配备有独立、可靠的数据保护官：

(1) 企业的核心业务活动包括对大规模的数据主体进行定期和系统的监测；

(2) 对大量特殊类型的个人数据（健康、宗教、种族、性取向等）或与刑事定罪量刑相关的数据进行处理。

对于数据保护官而言，独立性是首要要求，其必须独立于企业内部其他所有的部门单独设置，可以是一个人，也可以是一个部门，这一点与中国的网络安全负责人不同，数据保护官无需对数据安全事件等侵犯数据主体权利的情形负责，需要独立向监管机关报告，而网络安全负责人是需要对于安全事件等问题承担责任的。

一组数据处理实施者可委任一名数据保护官，但须确保每个机构都易于联系该数据保护官。当地法律可能会要求在其他情况下仍需配备数据保护官（例如德国）。因此，一名全球数据保护官指导全欧盟范围的数据保护可能有助于应对不同的全欧盟范围的法规。

1.4 技术和组织安全措施的实施⁵

为保护所处理的个人数据，必须采取与数据处理活动相适应的和合理的技术和组织措施。这种技术和组织措施的实施需要跟记录等义务联系起来，形成一个贯通企业整体的管理系统，从而达到 GDPR 所要求的数据保护水平。

1.5 数据泄露的通知⁶

如果数据控制者或处理者发生数据泄露，应当在 72 小时之内报告给数据监管机构，除非这种泄露影响微乎其微，不会对数据主体的

权利和人身自由造成侵害；若风险较高，相关数据主体也应知悉该等泄露事件。GDPR 对给予受影响的数据主体的通知及与受影响的数据主体的沟通均提出了要求。

1.6 通过设计实现数据保护和通过默认设置实现数据保护⁷

企业一般应当采取适当的技术和组织措施，该措施设计的目的是为了实现在数据保护原则，如数据最小化和将必要的保障措施融入数据处理过程，以保护数据主体的各项权利，在默认情况下，确保为特定目的处理的数据是必要的。

1.7 欧盟代表⁸

除少数例外情形，受 GDPR 管辖但未在欧盟设立办事处的企业须在欧盟委任一名代表以处理相关事务，他需要对监管机构的质询和数据主体的请求做出回应，并且协助对于违规行为的执行程序，保持对处理行为的记录并且保证该等记录可以应请求查询。

2. 对数据处理的实质性要求

2.1 对个人数据进行的任何处理均需满足 GDPR 基本原则的规定，并且获得有效的数据主体同意或满足其他合法事由。

2.2 跨境数据传输到欧洲经济区（EEA）之外的国家仍然需要除了 2.1 条之外的法定原因以外的额外机制进行保护，例如隐私保护盾等设置、标准合同条款或有约束力的企业规则等机制。

2.3 2.1 与 2.2 条所涉及的对数据处理的实质性要求，需要得到企业内部的技术管理措施、流程和制度的保障，亦需在对外公示的隐私政策、隐私设置以及各种通知（邮件、弹窗等）中确保数据主体对于上述处理的明确知悉，获得其必要的同意。企业应谨慎的根据业务模式、数据流向以及面向的用户群体对于数据处理动作进行梳理和分类，为之配置合理的合法事由和适宜的呈现方式以达到 GDPR 的要求。

3. 联合控制者和数据处理者

3.1 联合控制者

联合控制者应当共同以一种透明的方式安排其各自的责任以履行各项义务；上述责任安排的实质内容应当被数据主体获知；数据主体可以向每一位数据控制者行使权利。

3.2 数据处理者

GDPR 对于数据处理者亦有直接的约束力，要求数据处理者除法律要求外，只能根据数据控制者的指示进行个人数据的处理；必须提供充分保障以实施适当的技术、组织措施使数据处理满足 GDPR 的要求并确保数据主体的权利；在没有事先获得数据控制者的授权时，数据处理者不得引入其他数据处理者；最后，数据处理者应当保存关于所有其代表数据控制者实施的处理活动的记录。

第四部分 \ 如何进行数据的跨境传输？

数据跨境在全球化时代不可避免，但由于各国法律制度和文化的差异，数据跨境的传输又会对数据主体的权利的行使带来实质性的影响。

GDPR 对于跨境数据传输的机制进行了专章规定，对于正在处理或计划进行处理的个人数据，将其转移到第三国或国际组织，包括将个人数据从第三国或国际组织转移到另一第三国或另一国际组织，控制者和处理者只有满足 GDPR 的规定才能进行转移。GDPR 规定的合格的跨境数据机制主要包括四种：

1. 充分性决定 (Adequate decision)⁹

欧盟会对单个国家、地区、国际组织或行业的个人数据跨境流动进行充分性保护评估，评估标准包括相关国际协议、国内法律规定、

4.Art.37-39 of GDPR 5.Art. 32 of GDPR
6.Art.33,34 of GDPR 7.Art.25 of GDPR
8.Art.27 of GDPR 9.Art.45 of GDPR

向独立监管机构做出的遵守数据保护规则的法律承诺等。

2. 具有约束力的企业规则 (Binding Corporate Rules, BCR)¹⁰

设立 BCR 机制的初衷是为了通过企业的具有约束力的内部规则来约束和实现集团企业的数据流动,保障数据主体的权利。BCR 协议范本规定了数据保护原则、数据主体的权利、跨国企业的责任及争议解决方式和救济措施等事项。GDPR 对 BCR 规则给予了正式的法律地位,并详细规定了 BCR 获得认可的程序和内容标准。

3. 标准合同条款 (Standard Contractual Clauses)¹¹

欧盟标准合同以数据主体权益保护为目的,规定了数据转移当事方和数据主体在数据保护上的权责分配关系,目前欧委会通过

的三个格式合同条款仍然有效。如果一国企业在与欧盟成员国企业的经济往来中使用了标准合同,承诺按照合同履行其数据保护义务,便可以认定其满足了数据保护“充分性”要求。GDPR 增加了成员国数据监管机构可以指定标准合同条款的渠道,但必须要经过欧委会的认可。

4. 已批准的行为准则 (codes of conduct)¹²

数据控制者可以成立协会并提出遵守 GDPR 的详细行为准则(数据控制者协会),这种情形主要针对不适用于 GDPR 充分性决定,但从欧盟接收数据的主体。

如同之前分析的,由于跨境传输本身是一个处理动作,除了本节分析的保障机制外,还需获得数据主体的同意或者满足其他合法事由所规定的情形。

第五部分 \ 企业将面临哪些法律风险?

企业面临的法律风险是企业进行合规的最大动力, GDPR 规定了严厉的处罚机制,企业应当评判自身的风险点,从高风险点入手,避免带来现实的法律风险。

在 GDPR 项下,当数据控制者或者处理者违反相关规定,未遵守数据处理的基本原则和合法事由的规定,对数据主体的权利造成损害时,数据主体有权直接向监管机构进行投诉,监管机构可决定向其提供司法救济渠道,以及是否对违规主体进行行政处罚。

违反 GDPR 以下规定,违规主体会被处以最高不超过2千万欧元或者企业上一财年全球营业额4%的行政处罚,以两者中较高者为准:

1) 数据处理的基本原则(如合法、公平、透明

10. Art. 47 of GDPR 11. Art. 63 of GDPR
12. Art. 46 of GDPR 7. Art. 25 of GDPR

处理,收集目的明确,确保准确、完整、保密等)

2) 数据处理的合法性基础(如需征得同意,基于合同基础等)

3) 同意的条款(如同意需自愿、知情)

4) 数据主体的权利(包括透明和类型化机制、知情权、查阅权、更正权、删除权等)

5) 个人数据跨境传输给第三国或国际组织。¹³ 监管机构在行使行政裁量权时,以下情节将被重点考虑:

- 1) 侵权行为的性质、严重程度和持续时间等;
- 2) 故意或过失;
- 3) 是否采取弥补措施;
- 4) 企业的安全技术措施或组织措施情况;
- 5) 既往违法行为;
- 6) 与监管机构的合作;
- 7) 个人数据的类型等。

就企业可能面临的风险等级,企业可结合自身欧盟市场的相应情况进行评估,总体而言:

1) 对于大企业、处理大量数据的企业,其合规要求较高,其面临法律风险的几率也会增大。欧盟在制定 GDPR 过程中,也充分考虑了大企业和中小型企业(SMEs)的不同情况,大企业承担高标准责任是一个共识;

2) 如果企业遭受数据主体的投诉,也会增加企业面临的法律风险,数据监管机构的调查可能会因为对数据主体投诉的调查而展开;

3) 企业如果面临数据泄露的风险或发生了数据泄露,可能会导致数据监管机构的调查。

第六部分 \ 企业实现 GDPR 合规的路径

GDPR 合规是企业系统性整改的过程,涉及不同的职能部门,包括全部受影响的产品,最后落实到具有实施力的企业组织措施和技术措施上。我们认为,在 GDPR 合规中,应当覆盖“四个要素”,合规过程分为“三个

阶段。”

四个要素即组织、流程、规章和培训,构成了一个完整的企业数据保护体系建设(Data Protection Management, DPM)。GDPR 绝非一个法律部门或 IT 部门就能完成的工作,其首先需要的是管理层的重视,由管理层下达企业的决策,对执行合规的部门(核心包括法律和 IT)进行必要的授权,安排充分的人力和财力资源,这是启动合规项目的第一步;GDPR 所规范的数据处理活动包括数据的整个生命周期,GDPR 合规中也需要进行全流程、全生命周期的合规,要根据数据的 Data Mapping 定位数据流,进而确定风险点和合规点。数据的流转既包括在组织内部的流转,也包括在组织外的流转,比如数据处理、共享和跨境的传输等;GDPR 的合规核心是企业的组织措施和技术措施,保证这些措施的效力和可执行性,需要通过企业的规章制度和标准程序来实施,这些完成的规章制度和标准流程必须是针对企业现状的、并实时更新的;制度和合规培训是企业执行 GDPR 合规项目必要的阶段,其可以让相关的部门和员工了解其所承担的责任及要求,保证实施的效果,也可以培养企业数据保护的意识。

GDPR 的合规过程一般分为三个阶段,即:差距分析,风险分析及合规建议,合规方案的实施和优化。

第一步:差距分析

为评估一个企业的数据保护状况,首先必须要分析数据保护合规的现状与 GDPR 所规定的义务之间的差距。这需要收集企业数据保护合规现状的相关信息,例如:处理数据的部门、处理数据的目的、处理的数据类型、内部责任的划分、数据主体权利的保障措施、数据保护官制度的实施、IT 安全措施等。其次,评估特定适用于一企业的 GDPR 要求。

第二步:风险分析及合规建议

实现 GDPR 的要求并非易事,同时合理地满足所有的需求有相当难度。企业需评估各项数据处理活动对企业业务、数据主体的权利以及导致法律风险的可能性等的风险程度,合理调配资源,提出可行的合规建议。

第三步:合规方案的实施和优化

GDPR 的实现过程需要其所涉及的企业欧洲实体的配合,以及企业管理层对于合规事务的明确认知。如果在欧盟设有办事处或实体,企业应将项目职责分配给相关企业欧盟办事处的关键人员,并指定一名主管项目经理领导该项目。若没有办事处或实体,可考虑先从设立 GDPR 规定的代表开始,结合其他合规措施一起推进。

GDPR 对于个人数据处理设定了诸多严格的规定,对企业的合规能力而言是一个巨大的挑战。但是,基于风险控制的导向,GDPR 对于企业的实质性要求其实是结合自身实际选择能够保障数据主体各项权利的技术和组织措施,同时能够向监管机构证明采取的措施与其面临的风险程度相适应。面对世界各国逐步趋于严厉的数据监管趋势,能够在这一挑战面前快速反应、深入思考的企业,将有效降低其现存和潜在的合规风险,从这个角度而言,GDPR 对于企业也是一个难得的机遇。📌

13. Art. 83 of GDPR



陈际红
合伙人
知识产权部
北京办公室
+86 10 5957 2003
chenjihong@zhonglun.com

证券公司融资融券业务 债权保障机制探讨

作者：孙为 刘文霞



融资融券作为一种信用交易模式，债权保障机制在其中发挥着基石性的作用。主流的信托模式的设计避免了传统担保物权设立和解除时面临的登记程序问题，但却无法回避其内在的法律冲突。随着电子化登记技术的进步，并考虑法律法规内部逻辑的自洽，回归传统担保的模式设计可能也不失为一种具有现实基础的尝试。

第一部分 研究背景

在我们的常年法律顾问服务中，曾有客户咨询：在开展融资融券业务过程中，可否接受提供融资的证券公司本公司的股票作为标的证券或担保物。

若依照《公司法》第142条：“公司不得接受本公司的股票作为质押权的标的”，则针对证券公司能否接受证券公司自身公司股票作为融资融券担保物，很容易产生否定的结论。然而问题在于，《公司法》第142条明确禁止的是质押关系¹，但融资融券交易中的债权保障机制是质押么？事实上，此项争议由来已久。

对融资融券业务债权保障机制法律性质的界定，其功用不仅会体现在上述情形之中，而且对整个融资融券业务的开展都具有更为普适的意义。本文将有关融资融券业务债权保障机制性质确定的两种主要模式进行介绍，并结合实际的业务操作需要，试图为更合适的法律定性寻找理论依据和实践可行性。

第二部分 债权保障机制法律性质对融资融券业务的影响

（一）融资融券交易简述

按照官方的定义，融资融券业务，是指在

证券交易所或者国务院批准的其他证券交易场所进行的证券交易中，证券公司向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出，并由客户交存相应担保物的经营活动。²

如果仔细梳理，融资融券业务会呈现出比较复杂的交易构造。一个融资融券交易指令可能包含多重法律关系：首先是证券经纪关系，证券公司接受客户的委托，为客户提供证券经纪服务，这一点与普通的证券交易并无实质区别。其次是借贷关系，也是融资融券交易中的基础法律关系。证券公司按约定将一定数量的资金或有价证券借给客户，客户负有到期返还等额资金或证券及相应利息的义务，双方之间形成了以一定数量的资金或有价证券为标的的借贷关系。第三层是服务于借贷关系的债权保障关系。对于因融入资金或证券而产生的客户对证券公司所负的债务，需由客户预先缴存的保证金以及融资融券换得的交易标的作为担保物提供担保，以确保借贷债权实现的安全性。

（二）当前融资融券交易下的债权保障机制构成

按照《证券公司融资融券业务管理办法》（以下简称“《管理办法》”）的设定，融资融券交易债权保障机制的结构涉及三个环节：

一是发起融资融券交易前，客户向证券公司缴存保证金。（《管理办法》第24

条：证券公司向客户融资、融券，应当向客户收取一定比例的保证金，保证金可以证券充抵。）

二是在融资融券交易发生后，融资买得的证券和融券卖得的资金均应当作为担保物。（《管理办法》第25条：证券公司应当将收取的保证金以及客户融资买入的全部证券和融券卖出所得全部价款，分别存放在客户信用交易担保证券账户和客户信用交易担保资金账户，作为对该客户融资融券所生债权的担保物。）

三是在债权存续期间，担保比例不足时，客户应当按照证券公司的通知补交担保物。（《管理办法》第26条第2款：证券公司应当逐日计算客户交存的担保物价值与其所欠债务的比例。当该比例低于约定的维持担保比例时，应当通知客户在约定的期限内补交担保物，客户经证券公司认可后，可以提交除可充抵保证金证券以外的其他证券、不动产、股权等资产。）若客户在需要维持担保比例时未能按期交足担保物，或债务到期未能履行偿债义务，则证券公司可以按约定处分已有的担保物。（《管理办法》第26条第3款）

其中，客户信用交易担保证券账户和客户信用交易担保资金账户（以下合称“客户信用担保账户”）均以证券公司的名义开立。（《管理办法》第10条第1款及第11条第1款）

（三）融资融券业务特点对债权保障机制的要求

债权保障机制在融资融券交易中发挥着基石性的作用。融资融券交易本质上是一种

1. 为本文讨论之需要，此处不再深究《公司法》第142条的立法目的，仅以其对质押权的禁止作为背景。

2. 《证券公司监督管理条例》（国务院令522号）第48条。

信用交易，其功用在于由证券公司通过对客户信用的授予，为手中缺乏证券或资金的客户进行大额交易加大财务杠杆提供了可能。而只要有信用的授予，就可能会有信用风险的产生。为保障债权人的利益，缓解因为信用时滞性而引起的资金/证券融出方的担忧，促进融资融券业务的顺利开展，债权保障机制的建立尤为必要。

融资融券业务包含了融资买入和融券卖出两种交易方式。融资买入的运行流程大致可以概括如下：客户预测某种证券价格会上涨但手中没有足够资金，则其通过预先缴纳一定额度的保证金，由证券公司垫付剩余资金以买入标的证券，标的证券买入后将作为对融通资金的担保物存放于客户信用交易担保证券账户内。融资期限届满之后，客户通过委托证券公司卖出标的证券的价款，或另行支付价款，以偿还证券公司融出的本金及利息。在融资期间，如因标的证券价格下跌而导致担保物价值无法满足应有的维持担保比例，则客户应当提供补充担保物，否则证券公司有权处分担保物，对账户中的证券进行强制平仓。融券卖出的运行流程与融资买入相类似。

此外，作为有价证券市场中一个非常显著的特点，极强的流动性给高频度的买入卖出操作提供了可能。这直接导致客户信用担保账户中的担保物在证券和资金两种形态中不停快速地切换。

综上，我们可以归纳出融资融券业务对债权保障功能提出的一个强烈诉求：即在维持稳定有效的担保权的前提下，如何确保客户及时买卖证券的权利实现？或者说，针对担保物形态快速变化的现实，担保权利的形态如何迅速与之契合。这个要求对传统担保物权形成了挑战，而这种挑战主要源自担保物属性对权利设定的要求。

按照《管理办法》允许的担保物范围，融

资融券担保物可以分为保证金（现金）、证券、不动产和股权等资产。其中不动产和股权资产仅在为维持担保比例追加担保物时才能被证券公司接受。³需要指出，法律法规及司法解释对前述各种担保物对应的担保权的设立均有不同的要求：（a）现金属于种类物，需以特户、封金、保证金等形式特定化后方能为担保目的移转占有⁴，从而设立金钱质权。（b）证券、股权的质押权及不动产的抵押权均采取了登记设立的方式⁵。

如前所述，债权保障机制法律性质的探索主要是为了解决资金和证券形态切换过程中面临的问题。因此，我们将有关债权保障机制法律性质的讨论限定在资金和证券范围内，而对于作为补充担保物的股权和不动产，笔者在此不予专门讨论。实践中，金钱特定化不存在太繁琐耗时的程序。但针对证券而言，此前很多分析意见认为权利质权设立或解除的登记程序将成为影响融资融券交易的时效性和连续性的障碍。就此，过往的研究和实践提出了两种主要的解决路径，一种是通过引入信托原理从而回避登记问题，一种是坚持质押方式并探索简化的登记程序。

第三部分 非典型担保的创新应用

（一）信托模式介绍

为了应对融资融券业务特性对传统担保提出的挑战，我国的证券监管部门在搭建融资融券监管体系时进行了颇为大胆的创新，依托信托原理创设了一套非典型的、具有类担保功能的制度，我们称之为信托模式。

《证券公司监督管理条例》第53条规定：“客户证券担保账户内的证券和客户资金担保账户内的资金为信托财产。”

《管理办法》第14条规定：“融资融券

合同应当约定，证券公司客户信用交易担保证券账户内的证券和客户信用交易担保资金账户内的资金，为担保证券公司因融资融券所生对客户债权的信托财产。”

具体的操作实现方式上，由客户作为委托方，将保证金（含充抵保证金的证券，下同）、融资买入的全部证券和融券卖出所得全部资金以及上述资金、证券所产生的孳息等作为信托财产委托给证券公司，设立以证券公司为受托人，客户及证券公司为共同受益人的财产信托。其中，客户享有信托财产的收益权，证券公司享有信托财产的担保权益。客户在清偿融资融券债务后，可请求证券公司交付剩余信托财产。客户未按期交足担保物或到期未偿还融资融券债务时，证券公司有权采取强制平仓措施，对上述信托财产予以处分，处分所得优先用于偿还客户对证券公司所负债务。

（二）信托模式的功能和优势

利用信托财产的独立性，证券或资金进入客户信用担保账户后，证券公司即具备名义上持有该等证券或资金的权利，确保证券公司的优先受偿权不受客户其他债权人的影响；同时，也不允许证券公司侵占或挪用信用担保账户内的资金而损害客户的合法权益。不难发现，这个信托框架解决了融资融券业务中令人关心的问题：信托的设立程序简单，在以证券作为担保物的情形下，无须登记即可实现证券公司对担保物的控制力。主张信托模式观点的理由主要如下：

3. 事实上，考虑到对担保物的流动性和可参考公允价值的要求，通常情况下仅现金和有价证券适合于或者说易于被证券公司接受作为担保物。

4. 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第85条。

5. 作为补充担保物的不动产和股权，其担保性质不在本文讨论范围，原因详见后述。

一是担保方式灵活。在信托模式下，只要证券和资金转移至证券公司名下持有，即可产生等同于担保的效果，因此无需进行额外的登记程序。这样就保证了客户持续买入卖出证券的需求得以实现。

二是有利于保护证券公司作为债权人的合法权益。由于客户的证券和资金已作为信托财产委托给证券公司持有，除非信托无效或被撤销，否则客户的其他债权人不得就该等信托财产受偿。

三是有利于保护客户作为债务人的合法权益。基于信托财产的独立性，证券公司的其他债权人也不得对信托财产主张权利。因此若证券公司财产遭到强制执行，也不会影响债务人对信托财产享有的合法权益。⁶

（三）对信托模式批评的分析

信托模式下的融资融券债权保障机制同样也带来了一些质疑和批评，这些质疑主要是通过与典型信托的特征作比对，对信托模式中的不匹配之处提出问题。其中一些观点，例如认为在分业经营的背景下证券公司不能从事信托业务，证券公司若作为受托人则应当负有积极管理责任等，此处不做专门讨论。但对下面几个主要的争论，笔者有自己的观点，特在此处进行梳理并提出笔者的理解：

（1）让与担保的上位法缺失

许多研究认为信托模式下的债权保障机制属于让与担保的概念。⁷而让与担保的最大障碍在于其违反了物权法定原则。在我国的担保体系下，担保物权仅包括抵押权、质权权和留置权三种，另有定金和保证作为担保法框架下的非物权性担保。除此之外，并未规定让与担保，因此其合法性一直颇受争议。司法实践中确实也存在否定的态度，例如在中国建设银行股份有限公司广州荔湾支行与广东蓝粤能源发展有限公司等信用证开证纠纷再审查中，最高人民法院即认为让与担保因不符合物权法定原则，不能产生物权效力。⁸

但是，笔者认为，强行往融资融券债权保障机制上嵌套让与担保的概念似有不妥。

《管理办法》也从未明确提出过让与担保的说法；恰恰相反，官方的思路其实是竭力地维持债务人对担保物的处分权，仅仅想通过信托财产的独立性来实现证券公司作为债权人的优先受偿权，最终试图达成一种既不妨碍债务人对担保物的灵活使用，又能保障证券公司债权得到优先受偿的功效。因此，既然是引入信托概念的一种制度创新，则不妨着力于在信托法的框架内去实现法规间的统一和协调，而不是缘木求鱼，再从担保法或

物权法的框架中去探寻其上位法根基。

根据以上理解，笔者认为对所谓让与担保的质疑，信托模式已经有较好的抗辩。但对涉及有关信托利益冲突、信托财产独立性的质疑，信托模式却似乎未能找到很好的抗辩和解释。下面着重进行分析。

（2）信托目的与受益人利益的冲突

按照中国证券业协会发布的《融资融券合同必备条款》，融资融券信托的目的是担保证券公司对客户融资融券债权。在债权担保的法律关系中，担保物所有人与担保权人之间是一种相对对立的状态，因此有论者认为，保障融资融券债权这一信托目的从本质上与信托受益人的利益相冲突。⁹

6.何艳春，《证券公司融资融券业务债权担保的法律分析》，载于《证券市场导报》，2008年9月号。

7.同上。

8.最高人民法院《第二批涉“一带一路”建设典型案例》，2017年5月15日发布。

9.陈卓，《融资融券担保之法律定性分析》，来源：
(<https://mp.weixin.qq.com/s/AjvnT2s21QN6f-PQuPGCnbQ>)。



信托模式的拥护者对此的抗辩为，信托模式下，将具有委托人身份的客户与证券公司作为共同受益人。证券公司在信托中享受“担保性”信托利益，包括在其债权范围内的优先受偿权、强制平仓权等；而客户则享有“所有权性”信托利益，即除证券公司享有之外的信托利益。¹⁰因此，作为担保的信托目的与证券公司的“担保性”信托利益是一致的；并且从顺位上来看，客户的“所有权性”的信托利益应该劣后于证券公司的“担保性”信托利益。

笔者认为，首先，由于信托模式下两种信托利益的实现本身存在着潜在的冲突，信托目的虽能符合证券公司作为受益人的利益，但却不符合客户作为受益人的利益。此外，对于信托利益的优先劣后划分，乃基于同一信托目的，即无论是优先级受益人或劣后级受益人，其享有的信托利益与信托目的本身是不应该冲突的。因此，上述抗辩中以信托目的与证券公司的“担保性”信托利益一致来回避信托目的与客户信托利益冲突的观点，仍然是难有说服力的。

（3）与信托财产独立性的冲突

按照《管理办法》第30条的规定，司法机关依法对客户信用证券账户或者信用资金账户记载的权益采取财产保全或者强制执行措施的，证券公司应当处分担保物，实现因向客户融资融券所生债权，并协助司法机关执行。

与信用担保账户以证券公司名义开立所不同，上述《管理办法》第30条规定的客户信用证券账户和信用资金账户为客户的实名账户¹¹。尽管如此，根据《管理办法》第16条和第17条，信用证券账户和信用资金账户又属于信用担保账户下的二级账户，同时其功能也仅是记载客户委托证券公司持有的担保证券明细和交存至证券公司的担保资金明细，因而其中记载的证券或资金实质上由证券公司管理和处分，自然也属于信托财产的范畴。因此笔者理

解，对于同一笔资金或证券，《管理办法》对其是否具有信托财产独立性出现了模糊的表达。

若希望具备信托财产独立性，则如果要对信托财产予以强制执行便须满足（a）设立信托前债权人已对该信托财产享有优先受偿的权利，并依法行使该权利的；或（b）受托人处理信托事务产生债务，债权人要求清偿该债务的；（c）信托财产本身应负担的税款；（d）法律规定的其他情形。¹²显然，《管理办法》第30条下的强制执行不必然属于前述的任何一种情形。《管理办法》第30条规定可以对客户信用证券账户或者信用资金账户记载的权益进行强制执行与信托财产的独立性产生了冲突。

由此可见，《管理办法》所设计的融资融券的债权保障机制在依赖信托模式的同时又滑向了传统担保的范畴，即认为客户仍然保有对担保物的所有权。一方面想要利用信托财产的独立性建立债权保障机制，另一方面又想突破信托财产的独立性以利用传统担保的功能。如何解决这种机制设计上的矛盾，还有待监管机构进一步阐明。

第四部分 典型担保下的改进建议

作为《物权法》和《担保法》规定的典型担保，如果不考虑证券买卖便捷性的问题，质押对于金钱和证券而言非常理想的担保物权设定形式。那么，是否有途径既能保证证券的频繁买卖，又可以实现质押在融资融券业务中的担保运用？

曾有学者主张账户质押说，即将担保物定义为存放资金和证券的账户，认为账户质押能够有效地克服证券和资金的流动性引发的对外公示障碍。¹³这种设想给更为简洁的操

作提供了参考。传统担保遇到的问题，是权利质押登记的繁琐给证券买卖带来的不便快捷。那么，可否通过简化的质押登记程序加快证券质押的设立和解除的速度呢？

（一）证券质押登记的功能角度

证券质押登记的目的，是解决部分权利无法以交付的方式设立质权的问题，而交付的目的是保证质权人能够防止出质人另行处置担保物，同时也因占有担保物的外观状态阻止第三人对担保物主张权利。在这个意义上讲，只要质押登记可以实现表彰质权人对证券享有质权的功能，具体的质押登记实现方式可以有不同的形式。

（二）证券登记结算机构的职能角度

质权设立或解除，应当以质押关系当事人的意思自治为核心，证券登记结算机构并不具有对质押关系进行实质性审查的主动管理职能。从中国证券登记结算有限责任公司（下称“中证登”）《证券质押登记业务实施细则》的规定中也可以看出，中证登采取的是证券质押登记申报制度，对质押登记申请进行形式审核。

依此，可以考虑将证券进出特定证券账户视作质权设立或解除的表现方式。例如：客户融资买入某一标的证券后，将其存放于客户信用担保账户，自存入之日即自动触发质押登记申报的指令，证券登记结算机构将质押登记信息予以记载，证券公司通过逐日盯市制度的执行，依靠系统自动监测以判断

10. 杨皓月，《论我国融资融券交易担保模式的选择——对信托型让与担保模式的再审视》，来源：中国民商法网（<http://www.civillaw.com.cn/zut/?id=29399>）。

11. 《管理办法》第16条、第17条。

12. 《信托法》第17条。

13. 楼建波，《化解我国融资融券交易担保困境的路径选择》，载于《法学》2008年第11期。

是否发出同意解除质押的指令。这样一来，担保物可以在买进-设定质押-解除质押-卖出之间循环，而无需太长的时间间隔。

第五部分 关于流质禁止

《物权法》第211条规定：质权人在债务履行期届满前，不得与出质人约定债务人不履行到期债务时质押财产归债权人所有。鉴于此，过往的研究担忧融资融券若采用质押的担保形式，会构成流质契约。

笔者认为，法律对于流质的禁止，目的是保护出质人的权益，避免质押价值高于债权价值而又直接约定了质押财产归债权人所有而给出质人带来的损失。但是，法律并不禁止质权人在特定情形下对质押财产进行保全，相反地，《物权法》第216条规定：“因不能归责于质权人的事由可能使质押财产毁损或者价值明显减少，足以危害质权人权利的，质权人有权要求出质人提供相应的担保；出质人不提供的，质权人可以拍卖、变卖质押财产，并与出质人通过协议将拍卖、变卖所得的价款提前清偿债务或者提存。”换言之，在现有担保物权法律体系内，已经赋予了在质押财产毁损或者价值明显减少且出质人不提供相应担保时质权人主动拍卖、变卖质押财产的权利。在此基础上，笔者认为，仅需对质权人行使质权的前提条件稍加解释并在主债权合同中设置相关条款，即可实现融资融券业务中特定情形下证券公司有权处分担保物并直接优先受偿的效果，具体而言：（1）将“质押财产毁损或者价值明显减少”中的“价值明显减少”解释为包括质押财产相对于未清偿债务金额的价值减少。在该等解释下，证券公司即有权在担保物价值相对于融资融券所生债权金额的比例低于一定数值时变卖担保物；（2）在主债权合同中将

触发质押财产保全的情形约定为证券公司有权宣布融资融券所生债权提前到期的情形之一。在该等约定下，证券公司即有权直接对担保物的变卖所得优先受偿。

至于融资融券业务的担保物快速处置是否会损害出质人的利益，笔者理解，一方面，从法益平衡的角度去考察这个问题，无论信托模式或质押模式都无法回避这样的担忧，因为这是融资融券业务的内在要求，即无论采取何种债权保障机制，都需要解决快速处置担保物的问题。另一方面，笔者理解，有偿证券市场的属性已经很好地化解了这个问题。上文提到了有偿证券市场的强流动性，除此之外，有偿证券市场还是一个公允价值市场，具有天然的定价功能，这在质物处分的价值层面给出了较为充分的依据。

因此，融资融券业务下担保机制的实现路径并不属于流质的范畴，而是兼顾了公平与效率的一种债权保障安排。

第六部分 结语

《管理办法》引入信托原理实现债权保障的功能，是一项创新。但该项创新需要解决好如下问题：（a）既然是依赖信托原理，则其债权保障功能设定和实现的依据应当遵循信托法体系下的规定，而不应源自物权法或担保法体系；（b）在信托法的框架下，对于信托财产独立性问题应当严格遵守信托法的原则而不能肆意予以突破。然而，我们理解目前《管理办法》的规定并非一种对信托机制的完整引入，而是仍然想保留部分传统担保的特性，这就会造成其无法与信托法原理实现完美融合，因而给实践中的法律性质分析留下诸多困惑。

质押则属于典型的担保物权形式，其债

权保障功能已经过反复的理论论证并具有成熟的制度支撑。质押模式当前面临的主要困境是质押登记手续的繁琐。因此，若能通过相关立法和技术处理提高质权设立和解除的速度，则质押模式或许将是融资融券债权保障机制更优的选择。我们建议针对融资融券业务专门设计一套简化的质押登记程序。当然，就其立法和技术上的可行性，还有赖于证券监管部门和证券登记结算机构结合实际情况进一步研究。☐



孙为
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2096
williamsun@zhonglun.com

杠杆收购法律架构简析

作者：许世奇 徐瑶



随着中国国内资本市场的不断完善以及国内企业并购需求的增加，杠杆收购作为成熟资本市场中常用的资本运作工具，也受到愈来愈广泛的关注。本文将简要分享杠杆收购的基本法律架构。

杠杆收购（Leveraged Buyout，简称“LBO”）为美国市场原创的投资交易结构，也是私募股权投资机构（PE）常用的架构，一般指通过举债筹集资金以收购目标公司，通过资金杠杆撬动更大额交易。杠杆收购作为一种商业安排，并不是一个法定的概念，原则上使用杠杆资金（即债权性融资）进行收购的交易都可以归为或类似于杠杆收购。

参照美国LBO案例，可以发现，类似于KKR等PE基金，在选择杠杆收购目标的时候，惯于选择价值被低估、低市盈率（P/E）、能够创造大量稳定现金流、以及具有提高经营利润潜力空间的目标公司。收购方对该等目标公司可以通过LBO后的运作退出实现高额回报。此类目标公司稳定的现金流可以保证杠杆收购负债的偿还。同时，收购完成后，收购方可协助目标公司提高效益，以提高市场估值，通过再次公开市场运作或者再次出售实现成功退出。这种交易特点，决定了杠杆收购的法律架构及其设置。

第一部分 杠杆收购的交易结构概述

杠杆收购可以两个维度来分析，即融资募集端交易及收购端交易。

1. 融资募集端交易结构

国际典型的杠杆收购已经具备了成熟的资本结构模式，最常见的是“倒金字塔”模式。最上层是作为优先债务的一级银行贷款，对公司资产有最高求偿权，约占收购资金总量的60%；中间层是被统称为“垃圾债券¹”的夹层债券，即无抵押担保的次级债务，约占30%；塔基是收购者投入的股权资本或者自有资金，只占10%²。对于一些并购基金，也会有优先和劣后的分级设计，优先级合伙人在项目退出时可以优先取得稳定的投资收益，劣后级合伙人承担着劣后顺位分配的风险但可能享受较大比例的投资收益。分级基金的优先劣

后安排主要体现在目标公司并购后项目退出时的收益分配，而债权融资的优先劣后安排主要体现在目标公司不能清偿贷款时对目标公司剩余财产的优先受偿权方面。

而在中国大陆，我们认为杠杆收购中的杠杆端融资仍属于未成熟市场。这与中国的金融工具、资本市场尚待发展完善有关。所以本文所介绍的中国市场杠杆端融资情况仍有待实践进一步检验。结合笔者见到的中国投资人参与的类似交易实例，以及中国现行法律框架，在中国大陆，对于融资募集方式，杠杆收购通常可以采用：

（1）债务融资

债务融资主要包括银行贷款、发行企业债券。

（2）并购基金

投资方可以通过募集并购基金等合资平台引入更多投资方以募集资金。这包括有限合伙形式的股权投资基金，以及契约型基金。注意涉及结构化安排时，需结合中国证

券法规严密设计交易结构。

（3）信托融资

在纯中国境内的融资募集结构项下，可以通过信托公司发行集合信托计划进行资金募集。

（4）股权融资或者自有资金

收购方如可通过增发股份募集资金，可以取得无负担的股权融资。同时收购方也可以使用自有资金。通常这部分资金是杠杆收购资金端不可或缺的一部分，但却是较少的一部分，原因之一是投资人需要看到收购方自身对交易的付出以及诚意。

比如在PAG对好孩子的收购中，收购所支付美元现金中，PAG只支付了大约10%的自有资金，其余均以负债的方式筹集，而且所筹集的资金是以好孩子的资产为抵押的。具体来说，PAG向G-Baby投入大约10%的自有资金；然后G-Baby以好孩子的资产为抵押，向某银行申请了并购金额大约50%的银行贷款；之后G-Baby再以好孩子的资产为担保，向PAG的股东发行了一笔约为并购金额40%的夹层债券。在这个交易结构中，PAG公司以10%自有资金投资，获得好孩子公司整体交易对价（包括杠杆资金以及自有资金）对应的股东权益；银行获得贷款利息收入；夹层债券投资人获得高于银行贷款利率的利息收入。

2. 收购端交易结构

对于收购形式，杠杆收购通常可以采用：

（1）股权收购

收购方可直接或通过其设立的SPV通过协议方式购买原股东持有的目标公司股权。

1. 垃圾债券即指非投资级高收益高风险债券。
2. 《资本市场运作案例》（修订版），何小峰、韩广智编著，中国发展出版社。

如目标公司为上市公司，收购方也可以要约收购方式进行收购，即公开向上市公司全体股东发出收购要约。除主动进行要约收购外，如股权收购触发了强制要约义务，则收购方必须以强制要约方式进行收购³。

（2）反向三角合并

合并即为目标公司的资产负债整体并入收购方。美国典型的杠杆收购案例惯常采取反向三角合并方式（Reverse Triangular Merger），即收购方成立并购特殊目的子公司（Merger Sub），Merger Sub将其资产负债整体并入目标公司后注销，收购方所持有的Merger Sub的股份转换为目标公司的股份，目标公司继续存续并注销原股东所持有的目标公司的股份。

笔者认为，单从交易法律框架角度（不考虑税收筹划）而言，该等美国市场上的反向三角合并具有如下优势：其一，收购方首先成立Merger Sub，Merger Sub与目标公司达成合并协议以锁定交易，在合并交割前，收购方可以此为基础开展本次收购所需的资金募集，利于简化融资段上层主体的审批决策流程（即无特殊要求情况下，可在Merger Sub层面对交易安排进行决策和采取行动）；其二，目标公司回购并注销原股东股份，收购方与目标公司原股东并不发生直接交易，收购方对目标公司原股东不具有直接的付款义务；其三，目标公司得以继续存续，避免了其资产、资质证照、合同等所需的过户或变更的相关手续。合并完成后，目标公司成为独立于收购方的子公司，收购方仅以其对目标公司认购的股份为限对目标公司负债承担责任。

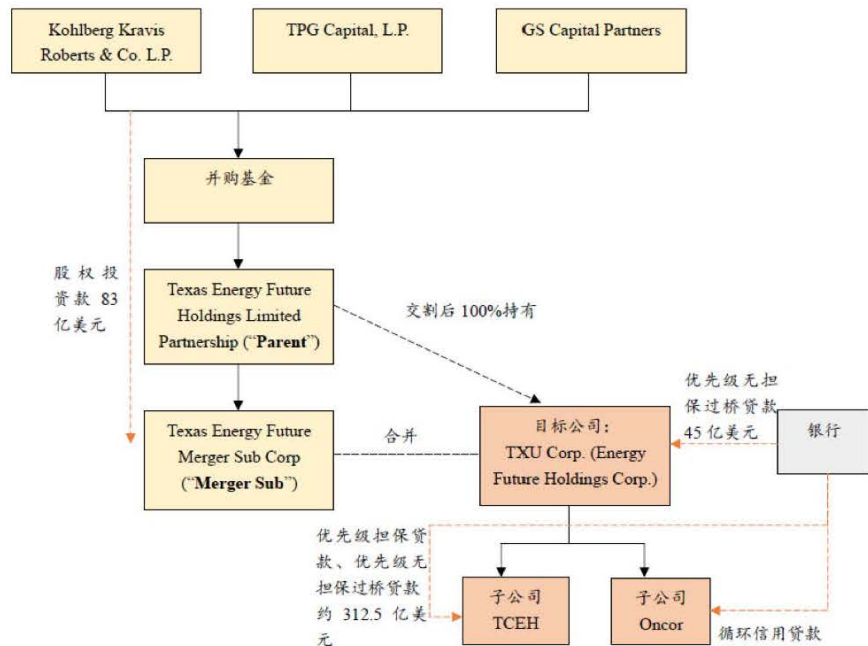
第二部分

反向三角合并杠杆收购典型案例

杠杆收购起源并成熟于境外成熟资本市场。典型的PE杠杆收购上市公司，通常采取

并购基金设立Merger Sub，Merger Sub与被收购上市公司进行反向三角合并的方式；融资方式上，通常以目标公司为借款方进行贷款，以目标公司资产进行抵押担保。

均为目标公司及其子公司的贷款融资，包括：
（1）TCEH取得优先级担保贷款（Senior Secured Facility），TCEH及其子公司以各自资产和股权作为担保，TCEH及其子公司同



KKR、TPG、高盛等于2007年收购美国上市公司TXU Corp.（“TXU”）即采用了该模式，基本架构如上图：

本项目中，KKR等投资人首先成立并购基金，并下设Parent公司和Merger Sub公司。本次杠杆收购以合并方式进行，即Merger Sub公司将其资产负债整体并入目标公司TXU，目标公司TXU将继续存续，Merger Sub合并后注销，Parent公司交割后将全资持有目标公司。合并时，TXU已发行流通股股票，除Parent公司拥有的及对本次合并投反对票的股票外，其余每一普通股有权收到69.25美元的现金对价并被注销，Parent公司所持有的每一Merger Sub的普通股股票将转化为TXU的一股普通股股票。

本项目投资人通过设立并购基金的方式注入83亿美元作为股权投资款项，其余融资款项

时提供保证；（2）TCEH取得优先级无担保过桥贷款（Senior Unsecured Bridge Facility）；（3）TXU取得优先级无担保过桥贷款（Senior Unsecured Bridge Facility）；（4）Oncor取得循环信用贷款（Revolving Credit Facility），以Oncor资产作为担保。

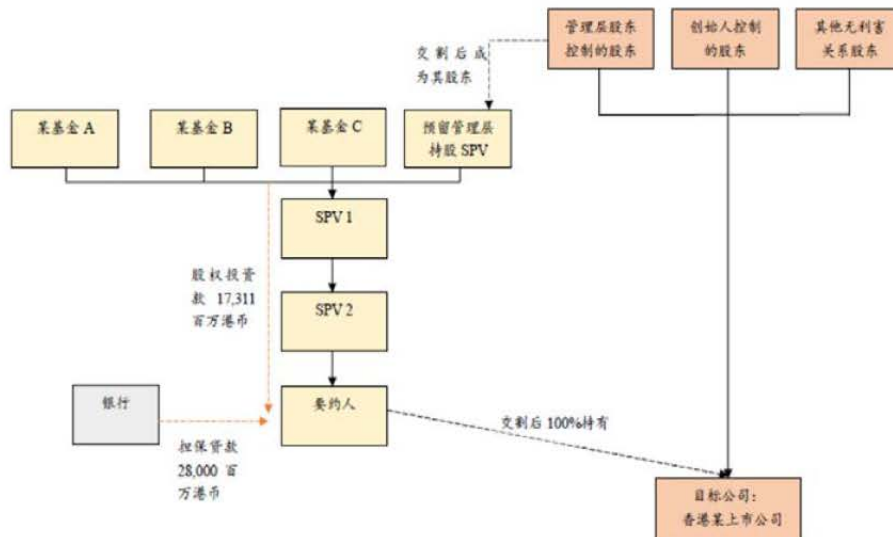
除上述案例外，高盛、凯雷等收购美国上市公司Kinder Morgan、KKR收购美国上市公司First Data、以及高盛、TPG收购美国上市公司Alltel等很多国际经典杠杆收购均采用了反向三角合并的方式进行收购，融资方式一

3.如对于中国上市公司，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之三十时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约。在英国、香港等法域也均存在强制要约义务的规定。

般包括：投资方股权投资、目标公司银行贷款、目标公司部分资产出售所得现金、目标公司发行债券、以及收购方发行债券等。

第三部分 \ 要约收购方式收购上市公司 案例

不同于上述合并以及目标公司举债的方式，某基金于2017年杠杆收购港交所某上市公司（“香港上市公司”）则采用了要约收购的方式，并通过收购方作为借款人的方式进行债务融资，以收购方所持目标公司股权作为质押担保，其基本架构为右图：



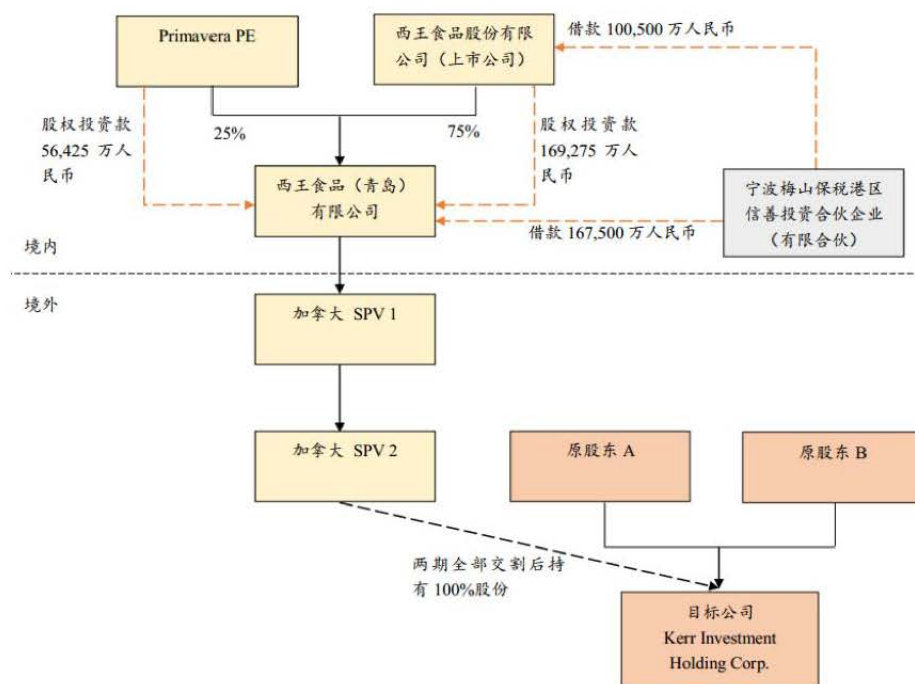
本项目中，各投资人首先组成并购基金，并购基金的孙公司作为要约人向目标公司提出要约及私有化建议。收购时，创始人和无利害关系股东（共计持有85.28%）持有的目标公司股份被注销，换取现金对价每股6.3港元；管理层股东注销其持有的目标公司股份并获取预留管理层持股SPV的股份；目标公司向要约人发行股份，由要约人全资持有。

本项目总收购价款约45,311百万港币，其中参与并购的基金现金投入约17,311百万港币，其余由银行向要约人提供债务融资，并以SPV2所持有的要约人股权以及要约人所持有的目标公司的股权作为质押担保。

第四部分 \ 境内上市公司跨境收购非上 市公司案例

除收购上市公司外，杠杆收购也广泛用于收购所需资金量较大的非上市公司。A股上市公司西王食品股份有限公司（“西王食品”）收购加拿大非上市公司Kerr Investment Holding Corp.就采用了上市公司联合

PE进行跨境股权收购的方式，同时以收购方作为借款方进行债务融资，以收购方所持境内子公司的股权提供抵押担保，其基本架构为下图：



本項目中，西王食品首先與PE基金春華景禧（天津）投資中心（有限合夥）（“Primavera Capital”）合資成立西王食品（青島）有限公司（“西王青島”），西王青島在加拿大設立SPV1和SPV2，並由SPV2購買目標公司原股東持有的目標公司股份；首期交割以收購價款80%購買目標公司原股東持有的80%股份。

對於本項目首期收購價款，西王食品和其引入的Primavera Capital以股權出资方式共計出資約3.38億美元，其中西王食品的股權出資款項來源為自有資金、西王集團財務公司借款、以及寧波梅山保稅港區信善投資合夥企業（有限合夥）（“信善合夥企業”）提供的100,500萬人民幣的借款。除股權投資款外，西王青島作為借款方向信善合夥企業債務融資167,500萬人民幣，西王食品以其持有的西王青島的75%股權提供質押擔保，西王青島以其全部資產為西王食品提供

反擔保。

本項目中，西王青島還通過內保外貸方式解決了資金無法快速出境的問題，即加拿大SPV2向招商銀行股份有限公司離岸金融中心申請不超過2.5億美元貸款，西王青島提供連帶責任擔保。

上述案例分享簡單介紹了杠桿收購的幾種常用法律架構。實踐中，杠桿收購各方應綜合考慮稅務、資金來源安排、所在國法律監管、項目時間要求等因素，綜合確定收購架構與融資架構。 ☒



許世奪
合夥人
資本市場部
北京辦公室
+86 10 5087 2988
xushiduo@zhonglun.com

BUY

关注基础资产特质， 细化业务操作规则

对三大交易场所基础设施类资产支持证券业务指南的解读

作者：马会军 贾勇 周洁娴 周津



2018年6月8日，证监会主管下的上海证券交易所、深圳证券交易所和机构间报价系统三大资产支持证券挂牌交易场所同步发布了《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》（以下简称“挂牌条件指南”）、《基础设施类资产支持证券信息披露指南》（以下简称“信息披露指南”，挂牌条件指南与信息披露指南以下合称“两指南”）。与此前三大交易场所同步发布PPP项目资产支持证券挂牌条件确认指南和信息披露指南、企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南和信息披露指南相同，本次三大交易场所分别发布的两指南实质内容基本一致，笔者在此对两指南的重点内容作出分析与解读。

第一部分 明确基础设施类资产支持证券的范围

1.1 基础设施类资产支持证券的定义与范围

挂牌条件指南第二条明确规定：“本指南所称基础设施类资产支持证券，是指证券公司、基金管理公司子公司作为管理人，通过设立资产支持专项计划（以下简称专项计划）开展资产证券化业务，以燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施，公路、铁路、机场等交通设施，教育、健康养老等公共服务产生的收入为基础资产现金流来源所发行的资产支持证券。”

在此之前，虽然《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》明确将“基础设施”或其收益权列为“基础资产”，但尚未有文件明确界定基础设施类资产支持证券或基础设施收益权的范围。

根据两指南的分类，基础设施类资产支持证券主要分为三类：

1.1.1 市政设施类

该类资产支持证券的现金流来源为燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施

产生的收入。

1.1.2 交通设施类

该类资产支持证券的现金流来源为公路、铁路、机场等交通设施产生的收入。

1.1.3 公共服务类

该类资产支持证券的现金流来源为教育、健康养老等公共服务产生的收入。

1.2 基础设施类资产支持证券的特点

与其他类型的基础资产，如企业应收账款、租金债权、融资租赁债权等相比，基础设施类资产支持证券的现金流来源于未来的收益，该等资产具有如下特点：

1.2.1 相关资产一般为社会公益设施，在权属、转让、抵押方面均存在一定限制。

挂牌条件指南第二十三条第（二）项规定：“相关资产，是指基础资产或底层资产所依附的土地使用权、建筑物、设施、设备等财产或财产权利。”

基础设施类资产支持证券所涉及的“相关资产”主要包括市政管网及附属设施设备、公共交通设施设备、学校等社会公益设施，该等社会公益设施在权属、转让、抵押方面均存在一定限制。

（1）该等社会公益设施的权属未必属

于原始权益人，而是由原始权益人通过特许经营、授权经营等方式取得相应的使用权及收益权；

（2）公共设施用地多采取划拨方式取得，即使该等社会公益设施权属登记在原始权益人名下，因其所附着的土地为划拨用地，在办理抵押、转让时将受到限制；

（3）根据《物权法》第一百八十四条，学校、幼儿园、医院等以公益为目的的事业单位、社会团体的教育设施、医疗卫生设施和其他社会公益设施不得抵押；司法实践中，亦有部分法院认为，即使相关公益设施的投资主体非“事业单位、社会团体”，其名下的社会公益设施亦不得抵押，以该等资产设定的抵押及抵押合同均无效。

1.2.2 现金流来自于未来的收益，而不是现时的、确定的债权。

与企业应收账款、融资租赁债权、租金债权等不同，在专项计划设立时，原始权益人一般未对付费人产生确定金额的、具有法律约束力的、可在约定期限内实现的债权，亦不明确未来支付费用的具体主体，而是需在专项计划存续期间，通过持续经营，向付费人提供相应的资源或者服务，进而获得收益；因此，基础设施类资产的现金流来自于未来的收益，该等收益金额与收益实现的时间是不确定的。

因此，能否合理地预测基础设施类资产未来的现金流，是基础设施类资产支持证券产品应关注的重点。

1.2.3 现金流的实现依赖于原始权益人的经营资质与持续经营。

如前所述，原始权益人一般通过授权经营、特许经营等方式取得运营资格及对相关资产的使用权，且该等资产在转让、抵押方面均有限制，因此，专项计划通过处置相应的资产、更换资产管理机构来继续获得稳定的现金流或确保资产支持证券得到偿付的可能性较低，现金流的来源对原始权益人的经

营资质与持续经营依赖程度较大。一旦原始权益人失去经营资质或持续经营能力，将对资产支持证券的偿付产生较大影响。

对基础设施类资产支持证券进行尽职调查、产品结构设计与交易条款设定时，对上述特点应当予以重视与针对性考虑。

1.3 涉及PPP项目的应适用PPP指南

两指南规定，涉及政府和社会资本合作项目的基础设施类资产支持证券申请在相关交易所挂牌的，应当适用该交易所《政府和社会资本合作（PPP）项目资产支持证券挂牌条件确认指南》及《政府和社会资本合作（PPP）项目资产支持证券信息披露指南》的要求。PPP项目在其交易模式、现金流来源及资产分类、基础资产的债务人等方面具有特殊性，因此应适用为PPP项目制定的更具针对性的特别规则。

第二部分 对所涉底层资产及其持有人、相关资产采用穿透核查原则

由于各类资产证券化项目常采用双SPV嵌套模式，因此，原始权益人所转让的“基础资产”与实际产生现金流的资产、产生现金流所依附的资产不完全一致，原始权益人与实际产生现金流的资产的持有人也不完全一致。两指南对以往文件中的“穿透原则”进行了进一步的细化、明确的要求。

2.1 细分基础资产、底层资产与相关资产并作出不同要求

此前相关法律法规中，已提出“底层资产”的概念及穿透核查的要求，两指南将专项计划涉及的资产进一步细分为“基础资产”、“底层资产”以及“相关资产”，具体含义与

区别如下：

资产类别	基础资产	底层资产	相关资产
含义	指南未进行定义。根据上下文与以往文件对基础资产的定义，即指原始权益人转让给专项计划的资产。	指根据穿透原则在专项计划中作为专项计划现金流最终偿付来源的资产。	指基础资产或底层资产所依附的土地使用权、建筑物、设施、设备等财产或财产权利。

在分类定义的基础上，针对不同类型资产的特征以及对现金流的影响，两指南明确了对不同资产的相关要求，具体如下：

要求	基础资产	底层资产	相关资产
界定清晰、具有合法依据	✓	N/A	N/A
合法合规、已履行法定程序	✓	✓	✓
运营合法，且经营许可、资质应当能覆盖专项计划期限	✓	✓	N/A
现金流真实、合法	✓	N/A	N/A
原始权益人合法拥有，如系从第三方受让所得的，应当已经支付转让对价且对价公允	✓	N/A	N/A
可特定化，现金流独立、稳定、可预测	✓	✓	N/A
规模、存续期限与资产支持证券的规模、存续期限相匹配	✓	✓	N/A
具有可转让性，转让合法、有效，转让对价公允，附属权益一并转让	✓	N/A	N/A
资产转让法定手续齐备，并办理登记（未办理登记应披露原因、合理性、风险及缓释措施）	✓	N/A	N/A
权属清晰明确，不得附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制（已有限制的，应可在转移基础资产时解除）	✓	✓	✓
应当向专项计划或其相关方进行质押、抵押以保障基础资产现金流的回收，授权、批准手续齐备，并办理质押、抵押登记（未办理登记应披露原因、合理性、风险及缓释措施；相关资产未抵押、质押的，应披露原因、合理性、风险及缓释措施）	N/A	✓	✓

要求	基础资产	底层资产	相关资产
现金流来源应当具备一定的分散度	✓	✓	N/A
披露涉及关联交易情况并发表意见	✓	✓	N/A
律师应当在法律意见书中分析破产隔离效果	✓	N/A	N/A
纳入管理人及相关中介机构尽职调查范围	✓	✓	✓
现金流披露、测算、回款路径、归集与划转等要求	✓	✓	N/A

2.2 要求对底层资产持有主体穿透核查

基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》第二十二规定：“对专项计划中以其持有的底层资产作为基础资产现金流来源并获得融资的主体，应当穿透核查其是否符合本指南中对原始权益人的相关要求，并由其按照本指南第十九条的相关要求进行风险自留。”

因此，在双SPV结构中，即使底层资产的持有人未作为原始权益人参与专项计划，指南亦明确应比照原始权益人的要求对该等获得融资的主体进行核查，并要求其进行风险自留，确保对原始权益人的要求落实到底层资产的实际持有主体之上。

第三部分 细化各类资产的入池标准条件

《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》要求基础资产“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”。指南在此基础上，针对基础设施类资产支持证券的特点与风险点，区分三类资产，提出了更为细化的入池标准条件。

3.1 符合法律法规规定、权属明确

3.1.1 合法合规、手续齐全

挂牌条件要求：

基础资产、底层资产及相关资产应当合法、合规，已按相关规定履行必要的审批、核准、备案、登记等相关程序。

披露要求：

1) 计划说明书应当详细披露基础资产、底层资产及相关资产涉及规定的审批、核准、备案、登记等相关程序的履行情况。

2) 法律意见书应当包括基础资产、底层资产及相关资产涉及相关规定的审批、核准、备案、登记等相关程序的履行情况。

3.1.2 界定具有合法依据

挂牌条件要求：

基础资产的界定应当清晰，具有法律、法规依据，附属权益（如有）的内容应当明确。

披露要求：

法律意见书应当包括基础资产界定的具体范围和法律、法规依据。

3.1.3 经营资质合法

挂牌条件要求：

基础资产、底层资产的运营应当依法取得相关特许经营等经营许可或其他经营资质，且特许经营等经营许可或其他经营资质应当能覆盖专项计划期限。经营资质在专项计划存续期内存在展期安排的，管理人应当取得相关授权

方或主管部门关于经营资质展期的书面意向函，在计划说明书中披露按照相关规定或主管部门要求办理展期手续的具体安排，说明专项计划期限设置的合理性，充分揭示风险并设置相应的风险缓释措施。

披露要求：

1) 计划说明书应当详细披露取得特许经营等经营许可或其他经营资质的情况，以及该等特许经营等经营许可或其他经营资质的期限覆盖专项计划期限的情况；

2) 法律意见书应当包括基础资产、底层资产及相关资产，取得特许经营等经营许可或其他经营资质的合法性、有效性，以及该等经营许可或经营资质的期限涵盖专项计划期限的情况。

3.1.4 现金流产生合法

挂牌条件要求：

基础资产现金流应当基于真实、合法的经营经营活动产生，形成基础资产的法律协议或文件（如有）应当合法、有效，价格或收费标准符合相关规定。

披露要求：

1) 计划说明书应当详细披露基础资产现金流涉及的经营经营活动及其基础合同的真实性、合法性、有效性及价格或收费标准符合相关规定的情况；基础资产涉及《资产证券化基础资产负面清单》的情况，以及基础资产涉及使用者付费、实行收支两条线管理、专款专用的取得地方财政部门或有权部门按照约定划付购买服务款项的承诺或法律文件的情况；

2) 法律意见书应当包括基础资产、底层资产及相关资产涉及的经营经营活动及其基础合同的真实性、合法性、有效性及价格或收费标准是否符合相关规定的情况、及涉及使用者付费、实行收支两条线管理、专款专用的取得地方财政部门或有权部门按照约定划付购买服务款项的承诺或法律文件的情况。

3.1.5 权属合法

挂牌条件要求:

原始权益人应当合法拥有基础资产。基础资产系从第三方受让所得的,原始权益人应当已经支付转让对价,且转让对价应当公允。

披露要求:

计划说明书应当详细披露基础资产、底层资产及相关资产的权属情况。基础资产系从第三方受让所得(如有)的,应当披露交易对价的支付情况、交易对价的公允性。

解读:

挂牌条件未要求原始权益人合法拥有底层资产、相关资产,但根据指南中“对专项计划中以其持有的底层资产作为基础资产现金流来源并获得融资的主体,应当穿透核查其是否符合本指南中对原始权益人的相关要求”的要求,我们理解,如果底层资产持有人以底层资产作为基础现金流来源并获得融资,则该持有人亦应当合法拥有底层资产。此外,虽然不要求原始权益人及穿透后的底层资产持有人持有相关资产,但计划说明书应当详细披露相关资产的情况。

3.2 可特定化,规模、期限与资产支持证券匹配

挂牌条件要求:

基础资产、底层资产应当可特定化,其产生的现金流应当独立、稳定、可预测。基础资产及底层资产的规模、存续期限应当与资产支持证券的规模、存续期限相匹配。

披露要求:

计划说明书应当详细披露基础资产或底层资产的特定化情况;基础资产或底层资产的规模、存续期限与资产支持证券的规模、存续期限的匹配情况。

3.3 可转让性

两指南对基础资产的可转让性提出了明确要求,未对底层资产、相关资产的可转让

性提出明确要求,因此,在信托等双SPV结构下,底层资产与相关资产是否必须具有可转让性,亦取决于三大交易所的态度。

3.3.1 转让合法、对价公允

挂牌条件要求:

基础资产应当具有可转让性,转让应当合法、有效,转让对价应当公允,存在附属权益(如有)的,应当一并转让。

披露要求:

1) 计划说明书应当详细披露基础资产转让的真实性、合法性、有效性、完整性及转让对价公允性情况,附属权益(如有)的转让情况;

2) 法律意见书应包括基础资产、附属权益(如有)的转让情况。

3.3.2 转让所需手续齐全,并办理登记

挂牌条件要求:

基础资产转让依法须取得的授权、批准等手续应当齐备,并在相关登记机构办理转让登记(如需)。若存在特殊情形未办理登记的,管理人应当在计划说明书中披露未办理登记的原因及合理性,充分揭示风险,并设置相应的风险缓释措施。

披露要求:

1) 计划说明书应当详细披露基础资产、附属权益(如有)转让的授权、批准等情况,在相关登记机构的登记办理情况(如需)。基础资产未进行转让登记的,应当说明原因及合理性,充分揭示风险,设置相应的风险缓释措施。

2) 法律意见书应包括基础资产、附属权益(如有)转让的转让登记情况等。

3.4 不存在权利限制或可解除

挂牌条件要求:

基础资产、底层资产及相关资产不得附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制。基础资产或底层资产已经存在抵押、质押等担保负担或者其他权利限制的,应当能

够通过专项计划相关安排在原始权益人向专项计划转移基础资产时予以解除。

披露要求:

计划说明书应当详细披露基础资产、底层资产及相关资产存在的担保负担或者其他权利限制情况。若存在担保负担或者其他权利限制,还应当披露解除前述担保负担或者权利限制的相关安排、向专项计划转移资产时是否已合法有效地解除了担保负担或者权利限制。

3.5 基础资产现金流独立、稳定

3.5.1 现金流来源的分散度

挂牌条件要求:

基础资产及底层资产的现金流来源应当具备一定的分散度。管理人应当结合基础资产或底层资产涉及的地区概况、区域经济、行业政策、供需变化等因素,对专项计划的集中度风险进行分析。管理人应当说明基础资产或底层资产现金流来源的集中度情况,集中度较高的应当进行风险提示,并披露重要现金流提供方的经营情况及财务状况。

披露要求:

计划说明书应当详细披露现金流提供方集中度情况,以及基础资产或底层资产涉及的地区概况、区域经济、行业政策、供需变化等情况。

解读:

尽管理论上,基础设施收益权的现金流支付主体本身具有不确定性与分散性,但其集中度将根据具体情况而有所区别。此前违约的“大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划”,其现金流来源于大桥通行费,付费人理论上是不确定、分散的用户,但由于该大桥主要通行主体是大桥北岸的大城西煤场,煤炭行业及大城西煤场的运营情况对现金流影响较大,实际产生了较高的集中度风险。因此,两指南对基础资产及底层资产的现金流来源分散度提出了明确的

要求。

3.5.2 关联交易披露

挂牌条件要求：

基础资产或底层资产涉及关联交易的，管理人、律师等应当在专项计划文件中披露基础资产或底层资产涉及的关联关系、关联交易的金额及占比情况，并就交易背景的真实性、交易对价的公允性及其对基础资产现金流预测的影响发表明确意见。

披露要求：

1) 计划说明书应当详细披露基础资产或底层资产涉及的关联交易情况；

2) 法律意见书应包括基础资产或底层资产涉及的关联交易（如有）的交易背景真实性、交易对价公允性。

第四部分

明确对专项计划增信措施的要求

基础设施类ABS项目中，原始权益人往往同时担任差额支付义务人等增信主体，在基础资产现金流不足的情况下，原始权益人并无其他收入来源，差额支付等增信义务的履约能力较弱；因此，两指南对专项计划的增信措施提出了更为明确的要求。

4.1 底层资产、相关资产应抵押、质押

挂牌条件要求：

底层资产、相关资产应当向专项计划或其相关方进行质押、抵押以保障基础资产现金流的回收，其授权、批准等手续应当齐备，并在相关登记机构办理质押、抵押登记。底层资产、相关资产质押或抵押未进行登记的，管理人应当在计划说明书中说明未进行登记的原因及合理性，充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施。相关资产由于特殊情形未能进行质押或抵押的，管理人应当在计划说明书中披露

合理性，充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施。

披露要求：

1) 计划说明书应当详细披露底层资产、相关资产向专项计划质押（如有）、抵押（如有）的授权、批准等情况，在相关登记机构的登记办理情况（如需）。底层资产及相关资产未进行质押或抵押登记的，应当说明原因及合理性，充分揭示风险，设置相应的风险缓释措施；

2) 法律意见书应包括底层资产、相关资产质押（如有）、抵押（如有）的合法性、有效性，包括但不限于质押或抵押登记情况等。

解读：

根据《应收账款质押登记办法（2017年修订）》的相关规定，能源、交通运输、水利、环境保护、市政工程等基础设施和公用事业项目收益权属于该办法所称应收账款，为基础设施收益权的质押登记提供了依据。

如上所述，基础设施类ABS现金流所依附的相关资产一般为社会公益设施，在权属、转让、抵押方面均存在一定限制，如果因此无法进行抵押、办理抵押登记，需要说明原因及合理性，充分揭示风险，设置相应的风险缓释措施。

4.2 关注原始权益人等担任增信机构的风险

挂牌条件要求：

增信机构为原始权益人及其关联方或现金流提供方的，管理人应当结合风险相关性情况，详细核查并披露前述情况（各项信用增级措施的启动时间、触发机制、保障内容及操作流程、增信安排的法律效力及增信效果等）对增信效果的影响，并充分揭示风险。

披露要求：

增信机构为原始权益人及其关联方或现金流提供方的，管理人应有针对性加强对相关主体经营财务信息的披露，并结合风险相关性情况，详细披露前述情况对增信效果的影响，并充分揭示风险。

解读：

在原始权益人、其关联方或现金流提供方担任增信主体的情况下，假设该等主体并无其他收入来源，或其他负债较多，或相关主体的收入来源与基础资产现金流来源具有相同的行业集中度风险或其他类似风险，则其为产品信用增级的效果有限。此前违约的“大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划”中，原始权益人担任差额支付承诺人，在现金流来源因受煤炭行业下行影响减少后，亦无能力履行差额支付义务。因此，两指南明确要求计划管理人关注增信机构为原始权益人及其关联方或现金流提供方的相关风险。该要求与融资租赁债权资产支持证券挂牌条件确认指南要求一致。

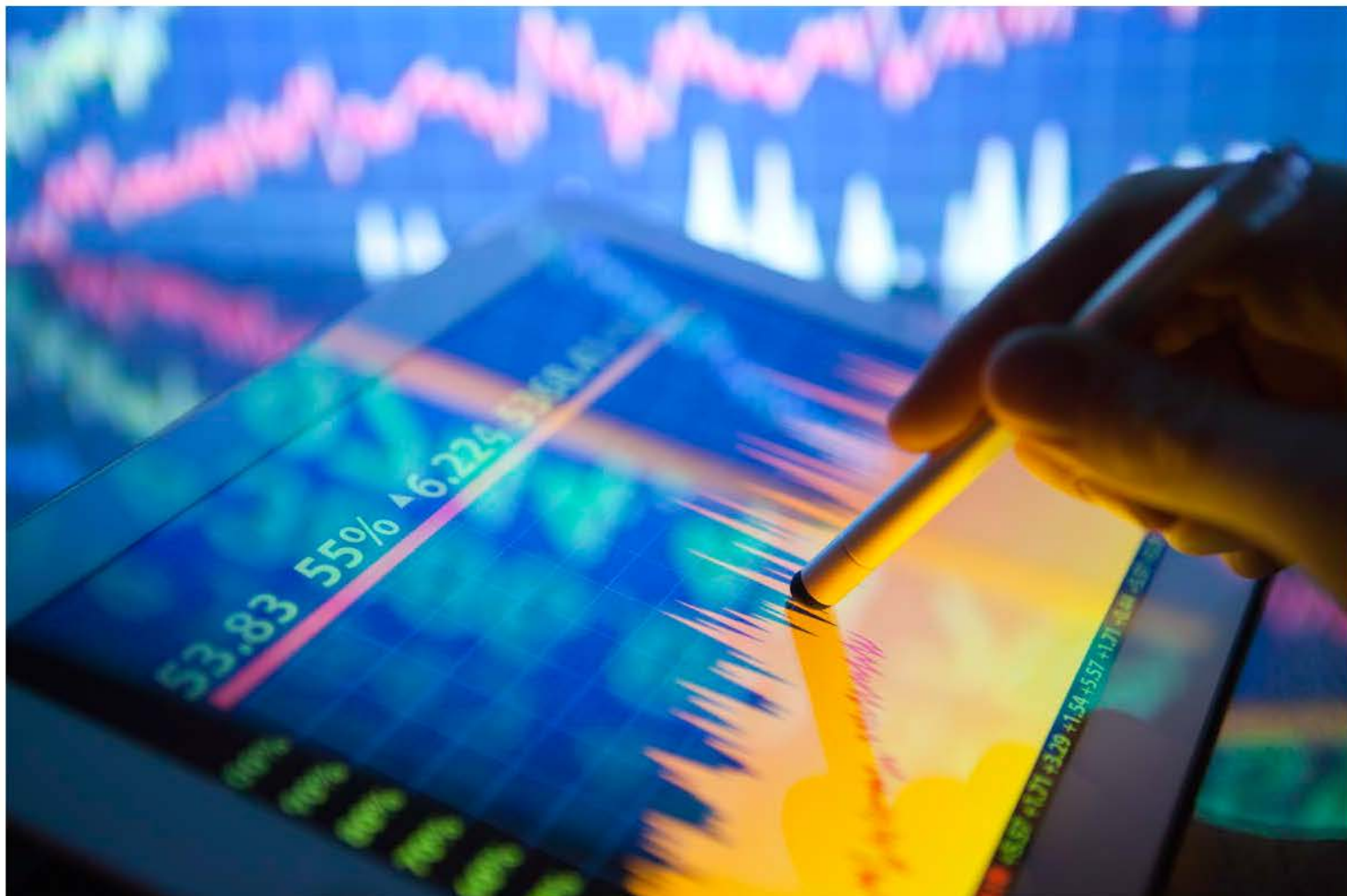
第五部分

突出破产隔离要求

与以往发布的三类资产（融资租赁债权、企业应收账款、PPP项目）资产证券化业务指南不同，本次发布的两指南突出了对破产隔离的要求，意在防范因破产隔离不到位导致的风险。

挂牌条件指南第九条规定：律师应当在法律意见书中分析基础资产的破产隔离效果，包括但不限于基础资产转让、基础资产交割、基础资产现金流归集和违约处置等方面，说明基础资产与原始权益人之间的风险隔离措施，并对其是否可以实现与原始权益人之间的破产隔离发表明确法律意见。信息披露指南亦对法律意见书有同样的要求。

5.1 基础资产转让方面的破产隔离



风险

基础资产转让方面的破产隔离效果，需关注基础资产转让是否符合“真实出售”的原则、是否存在转让行为被撤销或解除、通过转让取得的财产被追回的风险。

《企业破产法》第三十一条规定：“人民法院受理破产申请前一年内，涉及债务人财产的下列行为，管理人有权请求人民法院予以撤销：（一）无偿转让财产的；（二）以明显不合理的价格进行交易的；……”第三十四条规定：“因本法第三十一条、第三十二条或者第三十三条规定的行为而取得的债务人的财产，管理人有权追回。”第十八条规定：“人民法院受理破产申请后，管理人对破产申请受

理前成立而债务人和对方当事人均未履行完毕的合同有权决定解除或者继续履行，并通知对方当事人。”

因此，基础资产转让方面的破产隔离效果，需关注转让价格是否公允，对价支付义务的履行情况，以及从第三人处受让基础资产的对价公允性及义务履行情况，这与两指南的其他要求是相互衔接的。

5.2 基础资产的交割

在基础设施ABS项目中，因现金流的生产经常依赖于原始权益人的经营资质与经营能力，因此一般聘请原始权益人作为基础资产现金流的服务机构，提供资产服务，并归

集现金流。原始权益人未改变其对基础资产或底层资产的占有、使用状态。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（二）》第二条规定：“下列财产不应认定为债务人财产：（一）债务人基于仓储、保管、承揽、代销、借用、寄存、租赁等合同或者其他法律关系占有、使用的他人财产；……”

因此，基础资产权属转移至专项计划的交割手续是否办理完毕，包括通知债务人、交付、办理转让登记（如需）等，对破产隔离的效果将产生较大影响，也是两指南关注的重点问题之一。

5.3 基础资产现金流归集

尽管基础资产转让协议将明确界定拟转让的基础资产的范围，但在实际操作中，如果基础资产的现金流与原始权益人自有资产的现金流产生混同，将导致基础资产难以识别、进而难以达到破产隔离的效果。

对此，两指南亦对现金流归集与独立性进行了明确要求，详见后文相关分析部分。

5.4 违约处置

在产品交易结构设置时，管理人与原始权益人对上述基础资产交割、现金流独立、现金流归集的设计需平衡效率与安全的原则，破产隔离的效果未必能达到最佳。在发生违约情形或不利变化时，则应采取更为严格的方式增强破产隔离的效果，如加大现金流归集频率、将计划账户变更为收款账户、替换资产服务机构等。

此外，律师还需要关注，在现有交易结构设置下，一旦发生违约情形，管理人是否可以独立、有效处置基础资产或抵押物、质物，实现资产支持证券的兑付。

第六部分 强调对特定原始权益人的核查

对于各类资产证券化产品，原始权益人都是重要的考量因素，而基础设施类资产支持证券是以基础设施类资产的收入作为基础资产现金流来源所发行的资产支持证券，基础资产现金流高度依赖特定原始权益人的正常运营，并且外部增信措施也是目标评级的主要关注点，因此，基础设施类资产支持证券项目对特定原始权益人的要求高。沪深交易所和机构间私募报价系统在本次发布的《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》、《基础设施类资产支持证券信息披露指南》中均对特定原始权益人做了如下要

求：

6.1 业务资质要求

取得相关特许经营等经营许可或其他经营资质。为鼓励和引导社会资本参与投资基础设施，我国颁布了《基础设施和公用事业特许经营管理办法》等相关法律法规，以特许经营或授予经营资质等方式授权基础设施的投资方在一定期限内投资建设运营基础设施并获得收益。因此，基础设施类资产支持证券的特定原始权益人主体资质应当满足相关主管部门的监管要求、取得相关特许经营等经营许可或其他经营资质，并且该等特许经营等经营许可或其他经营资质需要覆盖专项计划期限。

6.2 运营能力要求

特定原始权益人的持续运营能力不仅关乎基础资产现金流的多少，也是基础资产现金流正常收取与归集的保证。除在形式上要求特定原始权益人取得相关特许经营等经营许可或其他经营资质外，还要求特定原始权益人具备相应的资产运营能力。为证明特定原始权益人具备运营能力，需要同时满足以下几个标准：

6.2.1 至少已正式运营基础资产或底层资产相关业务满2年。

6.2.2 经营现金流入扣除向专项计划归集的现金流后对经营成本、税费的覆盖是否存在缺口。

管理人应在专项计划文件中测算专项计划存续期间特定原始权益人经营现金流入扣除向专项计划归集的现金流后对经营成本、税费的覆盖情况，若覆盖存在缺口，管理人应当设置合理的运营保障措施，并在计划说明书中进行充分的风险揭示。

6.2.3 特定原始权益人对相关资产控制程度高、持续运营能力强。

管理人应当在专项计划文件中测算专项

计划存续期间特定原始权益人对相关资产的控制程度和持续运营能力。若特定原始权益人对相关资产控制、运营能力存在潜在不利影响，管理人应当设置合理的运营保障措施，并在计划说明书中进行充分的风险揭示。

6.3 信用等级要求

特定原始权益人如要进行资产支持证券融资，需要特定原始权益人的主体评级达到AA级及以上，或者通过增信措施提高评级，为专项计划提供担保、差额支付等增信机构的主体评级达到AA级及以上。

第七部分 细化现金流测算要求

一般来说，基础设施建设具有投资周期长、投资金额大、运营周期长以及明显的外部性等特点，因此现金流是基础设施类资产支持证券的重中之重，需要基于历史现金流表现，并结合未来存续经营中可能遇到的变化（特别是区域经济和行业政策变化等）进行预测。《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》对现金流预测做出了细致的规定：

7.1 测算机构资质要求

编制现金流预测报告，对专项计划存续期内基础资产或底层资产现金流状况进行预测的现金流预测机构应具备证券期货相关业务资格。

7.2 测算方法要求

现金流预测应当遵循合理、谨慎的原则，并充分考虑宏观及区域经济发展、行业政策及发展、原始权益人资质取得及持续经营能力、价格规制、供需关系、结算方式、预付或延迟支付、收缴率、相关税费是否由

专项计划承担等因素对基础资产现金流的影响。基础资产或底层资产现金流预测周期应当与资产支持证券兑付周期匹配。

7.3 测算披露要求

在发行环节，管理人、现金流预测机构应当在计划说明书、现金流预测报告中披露预测假设因素、预测方法和预测结论，并结合基础资产或底层资产相关历史数据说明预测方法和相关指标设置的合理性。对于面向特定领域服务或者现金流来源行业较为集中的基础设施，应当结合宏观经济政策对现金流作出更为谨慎的测算，并增强风险缓释措施。管理人和评级机构应当在计划说明书和评级报告中披露现金流压力测试的相关方法以及结果，包括但不限于涉及的压力因素、参数设置以及取值原因和合理性等，并应当披露压力情况下各兑付期间的现金流覆盖倍数。

在存续期间，年度资产管理报告还应当对基础资产或底层资产的回款金额，实际回款金额与现金流预测金额的差异及原因等进行持续披露。

第八部分 严格现金流归集要求

针对基础资产现金流被挪用或资金混同的风险，《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》、《基础设施类资产支持证券信息披露指南》对基础资产及底层资产的现金流归集进行了多方面的梳理和规范，并且文字表述较《应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》和《融资租赁债权资产支持证券挂牌条件确认指南》更为清晰。

8.1 现金流归集账户的要求

基础资产现金流应当由现金流提供方直接支付至专项计划账户。如果现金流提供方

无法将基础资产现金流直接支付至专项计划账户的，你则由管理人聘请的资产服务机构设置专项监管账户，基础资产或底层资产现金流应当由资产服务机构从专项监管账户全部划付至专项计划账户。专项监管账户资金应当与资产服务机构的自有资金进行有效隔离，禁止资金混同或挪用。

8.2 现金流回款路径应当清晰明确

除明确专项计划账户设置外，管理人应当在专项计划文件中明确现金流自产生至当期分配给投资者期间在各账户间划转时间节点安排等。

8.3 现金流回款归集频率要求

基础设施类资产证券化产品的现金流回款归集频率和融资租赁债权资产支持证券、应收账款资产支持证券的要求一致，基础资产或底层资产回款自产生至归集入专项计划账户的周期应当不超过1个月；原始权益人资信状况良好，且专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施的，回款归集周期可适当延长，但最长不得超过3个月。

第九部分 响应宏观政策，支持特定领域与区域开发

与《应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》和《融资租赁债权资产支持证券挂牌条件确认指南》相似，基础设施类资产支持证券也结合行业特征积极响应宏观政策，鼓励特定领域和区域的基础设施建设通过资产证券化业务融资，鼓励情形具体包括积极服务绿色发展、“一带一路”、精准扶贫、京津冀协同发展、长江经济带、雄安新区建设、“中国制造2025”和新型城镇化建设等国家重大战略的基础设施类资产证券化业务。针对前述鼓励情形，沪深两所和报价系

统将提升受理、评审及挂牌转让工作效率。☒



马会军
合伙人
房地产和基础设施部
北京办公室
+86 10 5957 2030
mahuijun@zhonglun.com



贾勇
合伙人
房地产和基础设施部
北京办公室
+86 10 5957 2129
jiayong@zhonglun.com

谈先抵押后租赁情况下的权利冲突和利益平衡

作者：魏轶东、李宁、施峰、付双成



在新经济时代，越来越多的企业选择了轻资产运营。其中主要一项特征即这些企业不会投入巨资购买持有生产经营场所，而是选择了租赁场地作为经营场所。但租赁场地不比买卖场地更简单，甚至更复杂，因为与成为场地的所有权人拥有对世权相比，作为承租人，只能获得对经营场地一定期限内的占有和使用的权利，可能与拥有对经营场地的处分和收益的权利人之间产生冲突。

譬如，今年三月，长租公寓行业明星企业租赁门店遭遇业主强制断电，引发媒体和社会的广泛关注。从公开渠道获取的信息来看，该公寓运营方与物业的原业主于2016年签订《租赁合同》之前，租赁物业上已设为原业主债务设立了抵押，由于原业主无力偿债，物业被查封、司法拍卖进而发生物权变动。新业欲大幅提升租金，双方协商未果，新业主采取断电等措施。上述事件引发各方对先抵押后租赁（下称“先押后租”）情况下的权利冲突和利益平衡问题的关注：先押后租情况下承租人存在怎样的法律风险？抵押权人行使抵押权时承租人权益应如何保障？

《物权法》第190条对抵押权和租赁关系进行了提拟掣肘的规定：“订立抵押合同前抵押财产已出租的，原租赁关系不受该抵押权的影响。抵押权设立后抵押财产出租的，该租赁关系不得对抗已登记的抵押权”。但在法律适用层面，最高人民法院多个司法解释之间存在不一致之处，裁判口径和执行规范也存在着分歧。先押后租情形下，租赁合同在抵押权实现后不约束受让人是当前立法和司法实践中的主流观点。然而伴随着社会经济活动的日益多样和复杂，简单的通过去除在后租赁已无法满足最初保障抵押权实现的立法目的，甚至可能出现抵押权人、抵押人、承租人、受让人各方利益全部受损的尴尬境况。抵押权和租赁权作为同样合法设立的权利，在发生权利冲突时应区分具体情形的予以利益平衡和法律保护。

本文将从现行法律框架下租赁权保护的现状入手，对法律规定的演变和裁判口径进行整理，后从利益衡量视角重新审查先押后租情况下的权利冲突和保护，并基于当前法律规定，试为立法者、裁判者和承租人提出处理建议。

第一部分 现行法律框架下租赁权保护的现状

（一）司法解释的规则演变

1. 《担保法司法解释》第66条第1款

2000年12月13日施行的《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》（法释〔2000〕44号）（下称“《担保法司法解释》”）第66条第1款规定：“抵押人将已抵押的财产出租的，抵押权实现后，租赁合同对受让人不具有约束力。”换言之，抵押物的受让人可以基于自己的意思表示，选择终止或者维持租赁关系。该规定在先押后租情况下，绝对排除了《合同法》第229条“租赁物在租赁期间发生所有权变动的，不影响租赁合同的效力”所确立的“买卖不破租赁”原则的适用，除非受让人愿意承受租赁合同中原出租人的权利和义务。¹

2. 《拍卖变卖规定》第31条第2款

2005年1月1日施行的《最高人民法院关于人民法院民事执行中拍卖、变卖财产的规定》（法释〔2004〕16号）（下称

“《拍卖变卖规定》”）第31条第2款规定：“拍卖财产上原有的租赁权及其他用益物权，不因拍卖而消灭，但该权利继续存在于拍卖财产上，对在先的担保物权或者其他优先受偿权的实现有影响的，人民法院应当依法将其除去后进行拍卖。”根据该司法解释，法院的强制拍卖不会导致拍卖财产上租赁权和其他用益物权等权利负担消灭，除非该等权利的继续存续会影响担保物权或其他优先受偿权的实现。至此，《担保法司法解释》与《拍卖变卖规定》已出现差异，最高人民法院《人民司法》研究组在2007年第2期“司法信箱”中认为²：“为保护抵押权的顺利实现，《担保法司法解释》对抵押财产抵押后的出租行为采取了对抵押权人和受让人绝对无效的态度。而《拍卖变卖规定》则在平衡抵押权人、债务人二者利益的基础上，在具体案件中视在后设定的租赁权是否对抵押权的实现构成障碍，来决定是否对对抵押权人和拍定人无效，按照后法优先于前法的法律适用原则，本案适用《拍卖变卖规定》”。

3. 《房屋租赁司法解释》第20条

2009年9月1日施行的《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）（下称“《房屋租赁司法解释》”）

1. 根据李国光、悉晓明、金剑峰、曹士兵《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释理解与适用》（第254-255页），司法解释起草者对该条解释为：“一是根据物权优于债权的原则和承租人不得以租赁合同对抗抵押权人行使权利，租赁关系在抵押权人行使权利时应当归于消灭。二是即便不动产租赁具有物权性质，也是后成立的用益物权，不得对抗因抵押权实现而取得抵押物的买受人……抵押权设立在先，租赁权成立在后的情况下，抵押物设立租赁权时，承租人知道或者应当知道租赁物上存在抵押权的事实，并自愿接受和承担了应抵押权实现而使租赁权终止的风险，承租人不得以租赁合同对抗抵押权人行使权利。”

“买卖不破租赁”的原则不能适用于抵押人在抵押后将抵押物出租后抵押权实现时的情况”。
2. 参见最高人民法院《人民司法》2007年第2期“司法信箱”第111页。

第20条规定：“租赁房屋在租赁期间发生所有权变动，承租人请求房屋受让人继续履行原租赁合同的，人民法院应予支持。但租赁房屋具有下列情形或者当事人另有约定的除外：

（一）房屋在出租前已设立抵押权，因抵押权人实现抵押权发生所有权变动的；（二）房屋在出租前已被人民法院依法查封的。”即租赁期内如因实现抵押权导致租赁房屋所有权变动的，租赁合同对受让人不具约束力。该规定重申了《担保法司法解释》第66条第1款的立场。该司法解释的起草者、最高人民法院民事审判第一庭在其编著的《〈房屋租赁司法解释〉的理解与适用》一书中明确，该条司法解释的规定为对《担保法司法解释》第66条第1款规定的直接沿袭³。

4. 《执行异议复议规定》第31条第2款

2015年5月5日施行的《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》（法释〔2015〕10号）（下称“《执行异议复议规定》”）第31条第2款规定：“承租人请求在租赁期内阻止向受让人移交占有被执行的不动产，在人民法院查封之前已签订合法有效的书面租赁合同并占有使用该不动产的，人民法院应予支持。”至此，《执行异议复议规定》再次重申了执行程序中“买卖不破租赁”的观点。最高人民法院执行局在《〈执行异议复议规定〉的理解与适用》⁴一书中明确：对执行程序如何保护不动产承租人的租赁权需考察三个方面的内容：第一，签订书面租赁合同并应实际占有使用；第二，租赁合同签订和占有使用必须在查封之前；第三，对于恶意串通、以不合理的低价承租不动产或者虚假支付租金的，人民法院经查实案外人存在此种行为的，应当驳回其异议。

就执行程序中抵押权与租赁权冲突的问题，《执行异议复议规定》中并未进行新的规定。而最高人民法院执行局法官刘贵祥、范向阳在《〈执行异议和复议规定〉的理解与适用》（《人民司法》（2015年第11期）一文

中认为：“《拍变卖规定》第31条第2款的规定事实上修改了担保法司法解释的规定，执行法院在处分不动产时，不动产之上的租赁权不分设定的时间先后一律由买受人承受，但如果租赁权设定于担保物权等优先权之后且对在先优先权的实现有影响的，人民法院可将其除去后再行拍卖。”换言之，最高人民法院执行局认为执行过程中买卖不破租赁仍是基本原则，对担保物权实现构成影响的，依照《拍变卖规定》第31条执行。

5. 司法解释的优先适用关系

由于《拍变卖规定》只适用于民事执行程序中的拍卖和变卖，根据“同一位阶的法，特别法优于一般法”的规则，我们倾向认为，在民事执行程序中通过拍卖、变卖方式实现抵押权的，优先适用《拍变卖规定》⁵。由于《执行异议复议规定》只适用于民事执行程序中相关权利人提起的执行异议和执行复议的审查且颁布实施时间最近，根据“同一位阶的法，特别法优先于一般法、新法优于旧法”的规则，我们倾向认为，相关权利人在民事执行程序中对抗执行标的提出执行异议的，应优先适用《执行异议复议规定》。

（二）物权法第190条第2款与司法解释的比较分析

2000年的《担保法司法解释》第66条第1款明确了抵押权先于租赁关系设立的，抵押权实现后，租赁合同对受让人不具有效力，承租人无权要求受让人继续履行租赁合同。2007年的《物权法》第190条第2款与之相比，在权利行使主体的范围上进行了限制，从条文文意上仅对抵押人与承租人之间的关系进行了规定，即该租赁关系不得对抗已登记的抵押权。而2009年的《房屋租赁司法解释》第20条在权利行使主体的范围上再次进行了变化，对《担保法司法解释》第66条第1款的规定进行了沿袭。

1. 主流观点：实现抵押权时在后设立的租赁对买受人不具有约束力

从条文文意上看，当前学界主流观点认为《物权法》第190条第2款与《担保法司法解释》、《房屋租赁司法解释》的意思是一致的，“租赁关系不得对抗已登记的抵押权”包含两层意思：（1）抵押权人在实现抵押权时，抵押物上设立的在后租赁关系应当失去效力。既然房屋已经办理了抵押权登记，则承租人可以查询到拟租赁财产上是否存在抵押等权利负担，如果承租人明知租赁财产上有抵押权，还与出租人成立租赁关系，就意味着其自愿承担了因实现抵押权而带来的风险。抵押权人在实现抵押权时，抵押物上设定的租赁关系应当失去效力⁷。（2）抵押权实现后，在后设定的租赁对买受人不具有约束力。买受人无需遵守原租赁合同项下的权利义务规定。

从前述规定的历史沿袭上看，因《担保法》并无先押后租的相关规定，《担保法司法解释》第66条第1款即是抵押在先租赁在后情况下“买卖绝对破除租赁”的最初来源。最高人民法院法官孔祥俊在其编著的《担保法及其司法解释的理解与适用》一书中对该条规则解释为：“抵押物上存在租赁关系毕竟是抵押物的一种负担，如果允许租赁关系可以对抗抵押权及其实现，必然影响抵押权实现时的抵押物价值。因此，在抵押

3. 参见奚晓明主编、最高人民法院民事审判第一庭编著《最高人民法院关于审理承租房屋租赁合同纠纷案件适用法律若干问题的解释的理解与适用》，人民法院出版社2009年版，第270页。

4. 参见江必新、刘贵祥主编，最高人民法院执行局编著《关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》，人民法院出版社2015年7月版，第447页-448页。

5. 最高人民法院《人民司法》2015年第11期，《关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》的理解与适用，作者刘贵祥、范向阳。

6. 参见程啸《担保物权研究》，中国人民大学出版社，2017年版，第382页。

7. 参见王利明：《物权法研究》（下册），中国人民大学出版社2016年版，第1238页。

权设定之后产生的租赁关系，抵押权优于租赁权，在抵押权实现时租赁权不受保护。”⁸换言之，《担保法司法解释》第66条第1款规则的立法基础在于，最高人民法院认为所有租赁关系都将影响抵押权实现时抵押物价值，因此做出抵押权实现后租赁合同对受让人均绝对无效的规定。

但需要注意的是，租赁关系对抵押物价值产生影响并不等同于影响抵押权的实现，也并非必然与已登记的抵押权形成对抗，其条款文意与立法目的并不一致。而《房屋租赁司法解释》在《拍变卖规定》第31条已对《担保法司法解释》第66条第1款进行“修改”的基础上，单一沿袭《担保法司法解释》第66条第1款之规定⁹，在法律逻辑上同样存在瑕疵。

司法实践中也有法院注意到了《担保法司法解释》第66条第1款条款文意和立法目的之间存在偏差的问题，广州市中级人民法院（下称“广州市中院”）曾在（2006）穗中法民五终字第1493号《广州市二商老干部活动中心与苏炬辉房屋财产权属纠纷上诉案》判决中说理认为：《担保法司法解释》第66条第1款之目的在于保护抵押权人抵押权的实现，受让人不在保护范围之列，从而作出维系租赁的稳定性的判决¹⁰。然而该判决在事实上背离了《担保法司法解释》第66条第1款明确的条款文意，恐难以普遍适用。

2. 其他观点：实现抵押权过程中未去除租赁，抵押权已实现的，租赁仍然有效

也有观点认为：《物权法》第190条第2款并不意味着抵押在前租赁在后，就必须突破“买卖不破租赁”的规则。“租赁关系不得对抗已登记的抵押权”是指因存在租赁关系致使实现抵押权时无人应买，或出价降低导致不足以清偿抵押债权时，抵押权人有权要求在不负担租赁的情况下进行拍卖。换言之，当抵押物负担租赁时的变价额足以清偿担保债权的，仍应适用《合同法》第229条，租赁关系应继续

存续并由受让人承受。否则，对于抵押权的保护就超越了合理范围，在对抵押权人无损害的情况下，法律直接干涉抵押物上的租赁权，在抵押权实现、消灭¹¹后，事实上赋予买受人对抗承租人的“抵押权”，这不利于平衡抵押人、承租人、买受人各方利益。基于此，《拍变卖规定》第31条是在平衡抵押权人、债务人二者利益的基础上，在具体案件中视在后设定的租赁权是否对抵押权的实现构成障碍，来决定是否对抵押权人和拍定人无效¹²。

（三）抵押权实现后承租人租赁权保护的司法实践

拍卖过程中法院未依据《拍变卖规定》第31条去除在抵押权之后设立的租赁权的，买受人在拍得抵押物之后是否有权要求承租人腾房，司法实践中裁判观点不一。

1. 主流观点：买受人无需承受原租赁合同

经登陆中国裁判文书网查询已公示同类案件裁判文书，我们发现，“拍卖过程中未去除租赁的、租赁合同对买受人不具约束力，买受人有权要求承租人腾房”仍是当前司法实践中的主流观点。

究其根本，《担保法司法解释》和《房屋租赁司法解释》语意清晰的表达了“抵押权实现后，租赁合同对受让人不具有约束力；承租人要求继续履行租赁合同，法院不予支持”的规定。如北京市第一中级人民法院在“（2016）京01执异247号”《北京齐妈妈餐饮有限公司等与中国农业银行股份有限公司北京房山支行、北京燕山燕联物资装备有限公司案外人执行异议》一案中¹³说理认为：

“《担保法司法解释》第66条规定，将已抵押的财产出租的，抵押权实现后，租赁合同对受让人不具有约束力。……已登记的抵押财产出租的不适用‘买卖不破租赁’的规则，抵押权优于租赁权，抵押权实现后，租赁合同对买

受人不具有约束力。”

对于带租拍卖的事实，法官裁判中通常会说理认为：拍卖公告中对包括租赁期在内的租赁情况的描述，是为对拍卖标的物客观情况和瑕疵情况的说明和描述，不能据此认定法院执行部门认可承租人享有案涉房地产的租赁使用权，亦不能据此认定拍卖竞买人同意接受案涉租赁协议的约束。¹⁴实践中，不少法院出于执行难度考虑，仅会在拍卖时对拍卖标的物租赁情况进行客观描述，即使租赁权的存在影响了抵押权的实现，也不会在拍卖前主动除去租赁。但法院委托中介机构对拍卖标的物进行评估时，通常会要求评估机构对拍卖标的物不承担租赁时的价值进行评估。评估报告未将租赁情况纳入价格评估的考虑因素，也是法院通常说理认为买受人无需遵守原有租赁合同的重要原因。

在文章开头提及的某公寓的案件中，纠纷所涉物业的评估报告明确载明了评估价格未考

8. 参见孔祥俊《担保法及其司法解释的理解与适用》，法律出版社2001年版，第247-248页。

9. 参见注3。

10. 广州市中级人民法院（2006）穗中法民五终字第1493号《广州市二商老干部活动中心与苏炬辉房屋财产权属纠纷上诉案》：本院认为，担保物权重在支配拍卖财产的交换价值，因此，最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第六十六条第一款是为了保护抵押权人的利益而设定的，也就是说，拍卖时租赁权是否继续存在于该拍卖财产上，只会影响拍卖的成交价格，进而影响到抵押权的实现，显然与拍卖的竞买人无关。故苏炬辉援引上述司法解释认为广州市二商老干部活动中心与原产权人民生建设公司的租赁合同实际成立于讼争房屋设定抵押后，且未经抵押权人同意，对其没有约束力，理据不足。

11. 《中华人民共和国物权法》第177条：有下列情形之一的，担保物权消灭：（一）主债权消灭；（二）担保物权实现；（三）债权人放弃担保物权；（四）法律规定担保物权消灭的其他情形。

12. 参见注3。

13. 北京市第一中级人民法院（2016）京01执异247号《北京齐妈妈餐饮有限公司等与中国农业银行股份有限公司北京房山支行、北京燕山燕联物资装备有限公司案外人异议执行裁定书》。

14. 江苏省高级人民法院（2016）苏民申5547号《庄武欣、南京惠丰塑业有限公司与江苏舜天鸿泰科技实业有限公司物权保护纠纷申诉、申请民事裁定书》。

虑租赁因素，拍卖公告中也未对该公寓的租赁情况进行披露，甚至法院在拍卖公告中明确写明了“现占有使用者已承诺配合腾退”。该种情况下，基于先押后租的权利顺位，拍卖成交后买受人要求承租人腾退的，法院通常会予以支持。

2. 其他观点：买受人需继续承受原租赁合同

也有观点认为，抵押权实现时担保物权已依法消灭。拍卖过程中法院没有去除租赁的，租赁对抵押权的实现未造成影响，抵押物的买受人不能基于原担保物权对抗承租人。拍卖过程中已对房屋存在租赁状况进行公告的，应对买受人具有约束力，买受人无权要求承租人腾房。

吉林省高级人民法院在“（2016）吉民申814号”《刘志彪与叶万兴房屋租赁合同纠纷》一案中说理认为：物权法第190条约束的是房屋承租人与抵押权之间的关系，买受人不能通过竞买方式取得抵押权。拍卖过程中对案涉房屋存在租赁的权利状态已予以宣告，买受人在明知案涉房屋上存有租赁权的情况下，仍以最高价拍得案涉房屋，应当视为其对于涉案房屋已存在的租赁关系的认可¹⁵。我们认为，根据《物权法》第177条第2款之规定，担保物权实现时担保物权消灭。在抵押权人通过拍卖行使抵押权后，该抵押权已经实现，涉案房屋上的抵押权应当归于消灭。吉林省高院据此认为买受人不能通过竞买方式取得抵押权的裁判观点存在合理性。但由于该判决观点与《担保法司法解释》和《房屋租赁合同司法解释》条款文意存在直接冲突，暂未能在当前司法实践中发现据此进行判决的其他案例。

广州市中院虽在（2006）穗中法民五终字第1493号《广州市二商老干部活动中心与苏炬辉房屋财产权属纠纷》一案后再无突破性判决，但其之后同类案件的判决也不援引《担保法司法解释》第66条和《房屋租赁合同司法解释》第20条的规定，侧面从拍卖规则和《拍变

卖规定》第31条入手达到平衡各方利益、维护交易稳定性的目的。在“（2013）穗中法审监民再字第265号”《李东与广州市东胜物业管理有限公司租赁合同纠纷》一案中，广州市中院说理认为：买受人在参加公开竞拍时已经清楚知悉涉讼房屋之上带有租约且了解租赁合同的具体内容。因此，买受人在取得涉讼房屋所有权后仍应受到《广州市房屋租赁合同》的约束。买受人主张租赁合同无效并要求搬迁的主张不予支持¹⁶。在“（2014）穗中法审监民再字第152号”《赵展锋与广州羊城水泥有限公司、广州市新鸿益混凝土有限公司返还原物纠纷》再审一案中，法院说理认为：执行法院通过公告等方式已明确该次拍卖为按现状拍卖；在执行法院未将案涉租赁关系予以解除，案涉租赁合同效力亦未经依法确认无效的情况下，仅以实现充分物权为由向法院诉请交付的主张不予支持¹⁷。

第二部分 从利益衡量¹⁸角度看先押后租情况下的取与舍

抵押权规范的根本目的在于平衡抵押关系双方正当利益的基础上，最大限度的保障抵押权的实现。租赁关系介入后，出现先押后租情况的，如何解决由此产生的担保和租赁之间的矛盾，为它们找到最佳的利益平衡点，这应是法律规制的出发点¹⁹。整体考察前文先押后租情况下的法律规定和司法实践，我们发现，当前裁判口径的差异性，究其原因在于：（1）我国社会经济和房地产市场在近20年间的迅速发展，原法律规则制定时的价值判断基础与当前经济社会经济活动之间已无法匹配；（2）受不同裁判思维影响，法官裁判时适用利益衡量标准的差异性导致同类案件裁判结果差异较大。

（一）经济社会发展引起的利益衡量

基础变化

1. 租赁权已不再是小众权利，需要受到足够的重视和合理保护

受立法时立法者观察能力、表达手段的限制，即使再好的法律也无法一直适应社会发展的需求。自《担保法司法解释》出台至今，随着我国城镇化的发展、房地产市场的兴起，特别是在当前“购租并举”等国家政策的大力支持下，房屋租赁已成为当前最为活跃的经济活动之一。2017年链家研究院在其发布的《租赁崛起》报告中指出，目前中国的房屋租赁市场规模是1.1万亿，预计到2025年将增长到2.9万亿，到2030年将会超过4.6万亿。另一方面，从中国裁判文书网公开的裁判文书来看，“房屋租赁合同纠纷”的案件量在近年来迅速增加，2017年公开已审结的房屋租赁纠纷案件裁判文书量约为2013年已审结房屋租赁纠纷案件²⁰的8倍。

15. 吉林省高级人民法院（2016）吉民申814号《刘志彪与叶万兴房屋租赁合同纠纷再审审查民事裁定书》。
16. 广州市中级人民法院（2013）穗中法审监民再字第265号《李东与广州市东胜物业管理有限公司租赁合同纠纷再审民事判决书》。

17. 广州市中级人民法院（2014）穗中法审监民再字第152号《赵展锋与广州羊城水泥有限公司、广州市新鸿益混凝土有限公司返还原物纠纷再审民事判决书》。同类判决还有广州市中级人民法院“（2014）穗中法民五终字第2674号”《陈汝辉与广州市番禺区新乐电子娱乐有限公司物权保护纠纷》一案。

18. 如无特别说明，本文“利益衡量”系指司法适用中的利益衡量问题，不涉及立法上的利益衡量。国内利益衡量论最早由梁慧星教授翻译日本加藤一郎《民法的解释和利益衡量》一书并引入，其基本基础操作方式为在裁判过程中，真正起决定作用的是实质判断，加入实质判断是无论如何都难以避免的自然之理。法官在审理案件，在案情事实查清后，不急于去翻法规大全和审判工作手册寻找本案应适用的法律规制，而是综合把握本案的实质，结合社会环境、经济状况、价值观念等，对双方当事人的利害关系作比较衡量，作出本案当事人哪一方应当收保护的判断，此项判断称为实质判断。在实质判断的基础上，再寻找法律上的依据。

19. 参见常鹏翱：《先抵押后租赁的法律规制》，《清华法学》2015年第2期，第57页。

20. 因最高人民法院自2013年起要求裁判文书上网公示，虽经查询中国裁判文书网2000年“房屋租赁纠纷”相关裁判文书为16份，但该数据不能够作为当年案件量的参考，本文因而选择2013年的裁判文书量作为参考标准。

租赁权发展至今，已从原先的小众权益发展为社会大众普遍享有和关注的权利类型，租赁权已无法在利益衡量中被轻易忽视。同样合法设立的租赁权，如果不区分具体情形、不考察是否会对抵押权实现造成影响，一律认定租赁合同对受让人无效、对其效力作否定性评价，不仅会损害承租人利益，社会大众对法律规定和个案判决的合理性也会产生质疑。过多的强调对抵押权人的单方保护而忽略承租人的合理利益，对租赁市场的稳定性和社会经济的发展也将会产生负面影响。

2. 一律去除租赁并不必然有利于抵押人实现抵押权

最高人民法院法官孔祥俊在其编著的《担保法及其司法解释的理解与适用》一书中对2000年《担保法司法解释》第66条第1款规则的立法基础解释为，由于所有租赁关系都将影响抵押权实现时抵押物价格，因而作出抵押权实现后租赁合同对受让人均绝对无效的规定。然而在当前经济活动日益多样和复杂的背景下，前述立法基础中价值判断的合理性已经受到挑战，一律去除在后租赁并不必然有利于抵押人实现抵押权，具体情形下更会对抵押权

实现构成妨害，甚至造成抵押权人、抵押人、承租人、买受人各方权利全部受损的尴尬结果。具体而言：

（1）带租拍卖即使造成拍卖价格的降低并不必然影响抵押权实现

租赁关系造成抵押物拍卖价格降低的，并不等同于租赁关系影响了抵押权的实现，并不必然会与已登记的抵押权形成对抗。例如在抵押物价值远高于抵押债权的情况下，即使带租拍卖造成抵押物的价格降低，但仍能足额实现抵押债权。换言之，即使负担租赁合同造成了拍卖价格的降低，也并非一定需要一律破除租赁权才能保证抵押权的实现。

（2）一律破除所有租赁也可能对抵押债权的实现构成妨害

在以自用为目的的拍卖或抵押物租赁价格显著低于市场正常水平的情况下，在排除其他价格影响因素的情况下，通常认为租赁负担会造成抵押物价格降低，从而可能对抵押债权的实现造成影响。

然而，拍卖目的的不同，租赁因素对于拍卖价格的影响可以是多样的。例如在以不

动产投资为目的的竞买，拍卖标的物上稳定的租赁合同不仅省去了买受人后续招租的麻烦，也会在所有权转让后给买受人迅速带来持续、稳定的租金收益，租赁负担反而会成为影响买受人提高拍卖价格的影响因素。再以拍卖综合商场、写字楼、住宅功能的城市商业综合体为例，优质的商业品牌租赁能够迅速定位商场层次、积聚商场人气，一个优质的世界500强企业租赁也能够直接提升写字楼的整体招租定位和议租能力，成熟的商业环境和优质的写字楼租户，也会进一步提升该商业综合体的整体市场价格。在该种情况下，抵押权实现过程中一律破除租赁合同效力，不仅损害了承租人的租赁权，也影响抵押物的价格、影响抵押权人抵押债权的实现，进而出现法律规定造成抵押权人、抵押人、承租人、买受人各方权益全部受损的法律后果。

（二）当前法律规定缺乏利益平衡机制，租赁权难以得到合理保护

1. 《担保法司法解释》、《房屋租赁合同司法解释》规定过于绝对，缺乏利益平衡机制



当前法律规定中《担保法司法解释》、《房屋租赁司法解释》从“租赁合同对买受人不受约束”和“承租人无权要求买受人继续履行租赁合同”两个角度明确了先押后租情况下，抵押权实现后一律破除在后租赁的态度。虽然《拍变卖规定》中提出了“拍卖标的物上的租赁不因拍卖而无效，对抵押权造成影响的由法院在拍卖前去除”，但因执行程序中规定适用的局限性，实践中在后设定的租赁权仍然难以得到有效保护。现有法律规定的条款文意对先押后租情况下的抵押权保护过于明确和绝对，立法中的利益平衡视角缺失，使得个案裁判中很少能有对抵押权的实现和租赁权的保护进行利益平衡。

2. 《拍变卖规定》虽在执行程序确定了利益衡量的原则，但判断标准无具体规定，操作口径差异性较大，立法目的难以实现

《拍变卖规定》第31款第2款虽规定：“……（租赁）对在先的担保物权或者其他优先受偿权的实现有影响的，人民法院应当依法将其除去后进行拍卖。”但截至目前，法律法规均无对“如何判断租赁对实现担保物权的影响”、“如何进行去除”的具体规定，以至于实践中法官常根据自身的理解进行处理，操作口径较为多样。

当前司法实践中，法院在执行过程中判断租赁对实现担保物权的影响的，通常会通过拍卖标的物的评估价来进行判断。根据《人民法院办理执行案件规范》（下称“《执行案件规范》”）第390、404条，对于拟拍卖的财产，人民法院应当委托具有相应资质的评估机构进行价格评估。拍卖应当确定保留价，经过评估的拍卖财产，评估价即为第一次拍卖保留价。以评估价作为判断依据的，需区分以下情况：（1）带租拍卖的保留价能够满足主债权的受偿时，则表明租赁对实现抵押权无影响；（2）带租拍卖的保留价不能满足主债权的受偿、去租拍卖能够满足时，则表明租赁对实现抵押权有影响；（3）无论是否带租拍卖，保

留价均无法满足主债权的受偿，但因负担租赁对拍卖价格存在影响，则仍应认为对实现抵押权存在影响。人民法院认为租赁对抵押权的实现构成影响的在执行程序中直接裁定去除租赁权²¹。

需要特别注意的是，当前司法实践中，不少法院出于执行难度考虑，仅会在拍卖时对拍卖标的物的租赁情况进行客观描述，即使租赁权的存在影响了抵押权的实现，也很少会在拍卖前主动去除租赁。但法院委托中介机构对拍卖标的进行评估时，常会要求评估机构对拍卖标的物不负担租赁时的价值进行评估。根据当前的裁判口径，带租拍卖成交后，买受人要求承租人进行腾房的，法院又常会以评估价是在无租赁情况下进行评估的为由认定竞买价格是未考虑租赁因素的，进而对买受人对承租人的腾房要求予以支持。前述处理方式事实上达到了去除抵押物上所有租赁的后果，但未依据《拍变卖规定》第31条对租赁对实现抵押权的影响进行判断，也未通过裁定的方式作出去除租赁的决定。该种处理方式违背了《拍变卖规定》第31条之立法本意和条款文意，承租人的合法权益在执行过程中将无法得到合理保护。

（三）司法裁判中缺乏利益衡量视角，忽视了个案裁判中的实质判断

法官裁判活动除严格适用“逻辑三段论”（大前提<法律规则>、小前提<事实认定>、推论<本案判决>）之外，不可避免的会受到当时社会环境、经济环境、价值观念等因素的影响，因而司法裁判是一项基于利益考量、价值判断和法律解释的综合判断和评价。进一步从利益衡量视角考察先押后租情形下具体个案的裁判口径，可以发现如下具体裁判视角²²：

1. 目前主流的裁判观点在裁判过程中排除了对权利冲突的实质判断（概念法学派裁判视角）

举例来说，假如法律条文用一个图形来表示，中间部分较浓，越向边缘越稀。中间部分通常可以直接依据条文进行裁判，而边缘部分则可能出现甲、乙两种不同的结论，仅从法律条文就可以得出唯一正确的结论的说法只是一种幻想。在概念法学派思维样式下，法官将法规的拘束力做决定性理解，不考虑法规以外的其他因素。这是成文法国家法律裁判中较为普遍的问题²³。

当前先押后租情况下，当前主流的裁判口径仍是机械适用《担保法司法解释》、《房屋租赁司法解释》中较为明确的条款文意，排除对“租赁权是否对抵押权实现造成影响”的判断，不考虑规则适用以外的利益衡量。司法实践中，如前文所述北京市第一中级人民法院在“（2016）京01执异247号”《北京齐妈妈餐饮有限公司等与中国农业银行股份有限公司北京房山支行、北京燕山燕联物资装备有限公司案外人执行异议》一案中，法官裁判时直接将《担保法司法解释》第66条设为大前提，将“先押后租”的事实作为小前提，从而得出“以已登记的抵押财产出租的不适用‘买卖不破租赁’的规则，抵押权优于租赁权，抵押权实现后，租赁合同对买受人不具有约束力”的判决。

山东省高级人民法院在《威海金泓集团有限公司与邹积儒、毕国富排除妨害纠纷、财产损害赔偿纠纷》再审案件中，买受人在拍卖后要求承租人腾房，在执行程序法院未去除租赁的情况下，法院同样直接适用《担保法司法解释》第66条来认定租赁合同对买受人无效。对于承租人提出的其与《拍变卖规定》第31条相冲突的问题，法官仅以“本案并不涉及抵

21. 参见注2。

22. 为便于读者理解，本文基于日本民法学者加藤一郎的法官思维样式进行裁判口径整理，详参见加藤一郎著：《民法的解释和利益衡量》。

23. 转引自梁上上著：《利益衡量论》，法律出版社，2017年版，第40页。

押权人在抵押权实现过程中的拍卖程序”为由不予审查，判决在认可《担保法司法解释》第66条与《拍卖规定》第31条存在抵触的同时，并未对承租人基于《拍卖规定》第31条的权利主张进行正面回应，也未能就其判决结果在法律范围内形成自治。

2. 利益衡量在同类判决中越来越多的被予以运用

（1）单一利益衡量下的判决说理恐难以普遍适用（自由法学派裁判视角）

与概念法学派思维样式相对的，也有个案裁判中，法官受“自由法学派”思维样式的影响：否定法规拘束力的绝对性，在裁判过程中首先基于利益衡量来进行实质判断，而不是首先通过法规来寻找结论，然后再赋予其给予法规的理论构成，具体裁决不回避结论来自于实质判断的事实²⁴。

在广州市中院（2006）穗中法民五终字第1493号判决中，法官基于实质判断说理认为：“担保物权重在支配拍卖财产的交换价值，因此，最高人民法院《担保法司法解释》第66条第1款是为了保护抵押权人的利益而设定的，也就是说，拍卖时租赁权是否继续存在于该拍卖财产上，只会影响拍卖的成交价格，进而影响到抵押权的实现，显然与拍卖的竞买人无关。故苏**援引上述司法解释认为……租赁合同实际成立于讼争房屋设定抵押后，且未经抵押权人同意，对其没有约束力，理据不足。”该判决事实上背离了《担保法司法解释》明确的条款文意，在我国成文法的体系下难以普遍适用。

（2）以利益衡量为基础在现有法律框架内进行法律的选择性适用（有意识的中间派）或尝试在概念法学的法律逻辑上形成自治（无意识的中间派）

“概念法学派”和“自由法学派”中间所谓“中间派”思维样式还可分为“有意识的中间派”和“无意识的中间派”。前一种明知自

己是运用了自由法学的方法，却忌惮于法律的权威、众说的压力或判决被上级驳回而将其伪装成概念法学的方法；后一种是原以为自己按照概念法学的方法进行判断，但实际上却运用了自由法学方法²⁵。

我们发现，广州市中院虽然在（2006）穗中法民五终字第1493号判决后虽再无突破性判决，但其判决在处理抵押权与租赁权冲突过程中注重实质判断，在不同权利主体之间进行权利平衡和利益衡量的裁判思维已形成了一致性。在前文提及的“（2013）穗中法审监民再字第265号”、“（2014）穗中法审监民再字第152号”等一系列同类判决中，法官均不再援引《担保法司法解释》第66条和《房屋租赁司法解释》第20条的规定，侧面从拍卖规则入手并选择适用《拍卖规定》第31条入手达到平衡各方利益、维护交易稳定性的目的。“有意识的中间派”基于实质判断在不同的权利冲突之间进行了利益的平衡，并在现有法律框架内对法律依据进行选择适用。该类判决在裁判说理外观上对成文法进行了严格适用，在法律适用和法律逻辑上能够形成自治，极大的降低了判决被上级法院驳回风险，裁判思路和说理通常能够被广泛引用。

吉林省高级人民法院在（2016）吉民申814号《刘志彪与叶万兴房屋租赁合同纠纷》一案中，法官从现有法律法规中效力级别最高的《物权法》第190条款文意入手，说理认为该款约束的是房屋租赁人与抵押权之间的关系，买受人不能通过竞买方式取得抵押权。并以“拍卖过程中对案涉房屋存在租赁的权利状态已予以宣告”作为买受人认可房屋租赁关系这一结论的佐证，认为其以实际行动表明愿意接受拍卖公告上租赁关系的约束。该判决虽从物权法入手严格适用条款文意进行论证，并就其严格适用现有法规试图在法律逻辑间形成自治。²⁶但不可避免的

是，法院直接忽略《担保法司法解释》和《房屋租赁司法解释》较为明确的条款文意，在对《物权法》第190条第2款做适用主体的限制解释时，事实上已基于利益衡量对保护拍卖后租赁权作出了价值判断。

第三部分 先押后租情况下的权利保护建议

（一）立法者：明确平衡抵押权和租赁权的法律立场和利益平衡的规则

首先，究其根本，《物权法》第190条的法理基础在于在先顺位权利优先。简言之，设立在后权利不得对在先设立之权利实现造成妨害。立法层面需要首先明确利益平衡的法律立场，破除当前两者发生权利冲突时必然消灭在后权利的做法，而是在后权利妨碍在先顺位权利实现时，排除在后权利即可。

其次，在立法中明确“不得对抗已登记抵押权”和“租赁是否对行使抵押权造成影响”的判断标准和程序，增强法律的可适用性，避免实践中完全依靠执行法官的自行判断、随意性较大的问题。

域外法同类问题的立法经验对于我们具有

24. 参见张利春著：《日本民法解释学中的利益衡量理论研究》，法律出版社，2013年版，第223页。

25. 转引自张利春著：《日本民法解释学中的利益衡量理论研究》，法律出版社，2013年版，第223页。参见加藤一郎著：《民法的解释和利益衡量》，有斐阁，1974年版，第32页。

26. 基于个案裁判中利益衡量之视角，笔者赞同林省高级人民法院（2016）吉民申814号《刘志彪与叶万兴房屋租赁合同纠纷》一案民事裁定书中的裁判理由，但就《物权法》190条第2款之立法本意而言，全国人大常委会法制工作委员会民法室《〈中华人民共和国物权法〉条文说明、立法理由及相关规定》一书中说明“如果将办理了抵押登记的财产出租，实现抵押权后，抵押财产的买受人可以解除原租赁合同，承租人不能要求继续承租抵押房屋”。参见全国人大常委会法制工作委员会民法室著，《〈中华人民共和国物权法〉条文说明、立法理由及相关规定》，北京大学出版社，2017年，第347页。

极大的借鉴意义。瑞士、台湾地区、日本民法典在处理抵押权和在后租赁冲突时，均未绝对的直接全部否定租赁之效力，而是与《拍卖变卖规定》第31条第2款规定相类似，将“租赁是否对行使抵押权造成影响”作为判断是否实现抵押权过程中去除租赁的标准。租赁权作为在后设定的权利并非在实现抵押权的过程中不予保护，而是在租赁对抵押权实现构成妨害时予以去除。

在判断“租赁是否对行使抵押权造成影响”的判断标准方面可设定灵活多样判断方法：瑞士民法典中将租赁对实现抵押权造成影响设定了双重标准²⁷：（1）拍卖价金无法实现抵押债权；（2）带租拍卖拍定价格低于去租拍卖的拍定价格。台湾地区民法典将无人应买或出价不足清偿抵押债权均认定为构成影响²⁸。换言之，带租拍卖情况下无人应买或拍卖保留价低于抵押债权时，即可认定租赁对抵押权实现造成影响，在拍卖时需去除租赁再进行拍卖。

加强对租赁权的保护是各国立法在平衡各方权利过程中的一个重要趋势。日本民法典在2003年的修订中增加了承租人在抵押物成交后，在承租人向受让人交纳租金的前提下有6个月缓交期的规定²⁹。该规定一则保障了抵押权人无障碍的行使抵押权，二则给予了承租人明确的过渡期限，在受让人受让抵押物后且无意承继原租赁合同或签订新的租赁合同的情况下，能够有一定的期限进行平稳过渡。承租人既能够有足够时间去寻找合适的租赁物，受让人的正当权益也能够得以保护。该项规定无疑在保障在先担保物权实现的情况下，较好的维护了租赁市场的稳定性。

（二）裁判者：重视个案中的利益衡量与平衡

习近平主席在十八届四中全会政府工作报告中指出：应运用法治思维处理好法理情的关系，追求司法、执法过程中法律效果与社会效

果的统一。成文法下，法官裁判时常常不自觉的会受到概念法学的影响，除法律规定外排除案件其他所有价值判断因素的影响，裁判活动变成了法条的简单适用，从而不可避免的出现合法但不合情理的判决。法官裁判时需重视个案中的实质判断，进行权利冲突下的利益衡量与平衡。就处理先押后租情况下的权利冲突，主要需注意以下两个方面的内容：

1. 正视司法裁判中利益衡量的运用

裁判者需要清楚的意识到司法裁判并非简单的法条适用。一方面，即使再完美的法律也无法一直在社会发展的各个阶段永远适用；另一方面，出于成文法的安定性，法律的修改非常不易的。因而，司法裁判中，法官不应刻意回避对于抵押权人、承租人、买受人各方的利益平衡。司法裁判并不只是对于法规的机械适用，法官需要改变概念法学僵化的裁判模式，正视法官在司法裁判中的主观能动性，在具体个案中通过利益衡量与平衡作出利益的妥善配置。

首先，法官需把握先押后租法律规制的立法基础和本意。先押后租情况下的立法基础在于在先设定的权利优先，在后设定的租赁权不得对在先设定的抵押权的行使构成妨碍。立法目的在于保护抵押权人的合法权益，使抵押权人实现抵押权时能够不受妨害。换言之，从立法基础和立法目的出发，并不要求在抵押权人实现抵押权时必然破除在后租赁。承租人的租赁权也为合法设立之权利，并非完全不受保护。

再者，法官需要意识到在当前复杂的经济活动下，租赁负担对于抵押物价值的影响和对于抵押权人实现抵押权的影响是多样的。优质的租赁负担能够给买受人带来稳定的租金收益，也能成为提高抵押物拍卖价格的利好因素。机械的适用法律一律破除所有的租赁负担，买受人无法承继原有的租赁负担反而可能减损抵押物的拍卖价格，从而对

抵押债权的实现不利。因社会经济变化的变化，在法律规定与立法目的之间已出现不匹配的情况下，为避免合法但不合理的判决出现，司法裁判中进行利益衡量和实质判断必要且必须。

2. 注意把握利益衡量的界限

另一方面，个案裁判中利益的衡量应当有所界限。裁判者在基于实质判断进行利益平衡后，应当在现有法律框架内寻找依据，裁判结果需在法律事实和法律逻辑上形成自治。法律规则其实是对大量的习惯、对合乎情理的事或普通人的规范的认可。如果因为利益衡量而破坏了成文法的行为指引性，给人们的生活带来困惑和不安，那么这就与利益衡量本意相违背³⁰。法官在处理先租后押情况下的权利冲突时，需要把握利益衡量的界限：

27.《瑞士民法典》第812条第2款：抵押物在拍卖时，抵押权人有请求法院先后进行两次拍卖的权利。首次拍卖要负担租赁，若拍定价金足以实现抵押权，就表明租赁没有影响，租赁应继续存在。若抵押权不能完全实现，就进行不负担租赁的拍卖，这就是第二次报价，拍定价金高于首次报价的，表明租赁确有影响，应终止租赁；拍定价金不高于首次报价，则意味着租赁不妨害抵押权的实现，租赁仍继续存在

28.《台湾民法典》第886条（其他权利之设定）第1、2款规定：“不动产所有人设定抵押权后，于同一不动产上，得设定地上权或其他以适用收益为目的之物权，或成立租赁关系。但其抵押权不因此而受影响。前项情形，抵押权人实行抵押权受有影响的，法院得除去该权利或终止该租赁关系后拍卖之。”“抵押权人实行抵押权受有影响的”系指负担其他权利进行拍卖时“无人应买，或出价不足清偿抵押债权”

台湾地区“释字”第304号解释、第119号解释。转引自程啸著：《担保法研究》，中国人民大学出版社，2017年版，第382页。

29.《日本民法典》第395条规定：“以不能对抗抵押权人的租赁关系对抵押不动产标的建筑物进行使用或收益的人，凡属下列情况的人（于下项称抵押建筑物使用人），在该建筑物拍卖中的买受人买受时起经过六个月为止，无需将其建筑物交付与买受人：一、从拍卖程序开始前使用收益者；二、根据强制管理或担保不动产收益执行的管理人在拍卖程序开始之后约定的租赁而进行使用收益者。前项规定，在买受人买受之后使用同项建筑物时的对价，于买受人对抵押建筑物使用人确认相当的期限，以一个月以上的期间作出支付催告，而在相当的期间内没有履行时，不予适用。”

30.参见梁上上著：《利益衡量论》，法律出版社，2017年版，第220页。

(1) 在妥当的法律制度、同一法律关系中进行利益衡量

权利的制度属性决定了它负载着法律制度特定的立法目的和宗旨，因而需要将具体冲突中所涉及的利益做体系化的思考，将各方的利益放入具体的法律制度中进行衡量³¹。具体而言，先押后租情况下法律制度的立法目的和宗旨在于保护在先设定的抵押权，使得抵押权在实现时能够不受妨碍。基于该目的，为避免因拍卖标的上存在租赁无人竞买或降低拍卖价格无法偿还抵押债权的情况，现有法律制度做了“抵押权实现后，租赁合同对买受人不受约束”的规定。基于先押后租相关法律制度的整体考察，不难发现法律的立法目的在于规制的抵押权人、承租人之间的权利冲突，保护抵押权人抵押权的实现，买受人并非该制度下利益衡量必要的权利主体。而司法裁判中对于租赁权的保护应以不损害抵押权的实现为限。

在将法律制度进行整体考察后，我们可以通过构成法律制度的法律关系入手，把握各方的权利义务关系。在先押后租的情况下，抵押人在房屋上先基于抵押关系设定抵押权，后依据租赁关系设定租赁权，因抵押物和租赁物为同一房屋，因而抵押关系和租赁关系产生了联结点。前述抵押权和租赁权的设定均不违反法律法规效力性规定，均为合法有效之权利。进而，裁判者在司法裁判中不难得出以“租赁权是否对抵押权实现造成不利影响”作为两者权利平衡标准的结论。

(2) 需选择妥当的法律规范作为衡量的依据

裁判者在作出实质判断后，必须在现有法律框架内寻找妥当的法律依据作为最终裁决的法律依据，使得最终判决能够实现情、理、法的交织。这将直接影响法律的严肃性，以及当事人对于判决的接受能力。当前先押后租案件的司法实践中，碍于《担保法司法解释》第66条和《房屋租赁合同司法解释》第31条明确的

条款文意，法官在进行利益衡量后常侧面从拍卖规则入手，选择适用《拍卖规定》第31条及拍卖公告载明的拍卖规则进行说理，达到平衡各方利益、维护交易稳定性的目的。藉此，利益衡量作为法官裁判时的思考方法，能够在现有法律的框架内发挥其应有的作用，不会越过法律的边界，从而避免了法官对于法律的滥用³²。

(三) 承租人：充分关注和应对承租时和拍卖过程中的法律风险

1. 重视租赁前的法律尽职调查等事前风险控制措施

承租前全面了解租赁物的权利状况，提前做好风险控制措施在长租公寓行业至关重要。在以建设长租公寓为交易目的的法律尽职调查中，除关注交易对手的基本面³³信息外，还需特别关注租赁物的基本情况、出租人对租赁物的权利情况以及租赁物对实现交易目的的影响。租赁物的开发建设手续是否合规，租赁物是否存在在先抵押、查封等重大权利瑕疵，涉及改变租赁物原有规划用途对实现交易目的将产生怎样的影响，这些都属于法律尽职调查中需予以重点关注和进行事前风险控制的范围。以法律尽职调查中发现租赁物存在在先抵押为例，承租人可进行如下方面的风险控制：

首先，承租人需重点关注抵押债权的债权人、债权数额、抵押期限等基本信息，充分了解当前法律框架和裁判口径下承租人的法律风险，并结合抵押人的财务状况和具体商业条件，对当前商业风险、是否承租目标租赁物进行综合判断。

其次，在承租人具有较大谈判力的交易中，承租人可要求出租人从抵押权人处取得同意出租、遵守与承租人租赁合同并承诺在行使抵押权过程中不对租赁造成任何形式干

扰的同意函³⁴。前述承诺的法律基础在于在先权利对在先权利的部分明示放弃，事实上达到与承租人租赁时租赁物上不存在在先租赁相同的法律效果。实践中，出租人从抵押权人处取得前述同意函具有一定的难度。

再者，承租人需要求出租人出具书面承诺函，承诺赔偿因在先抵押权实现给承租人造成的一切损失。根据《担保法司法解释》第66条第2款之规定，“抵押人将已抵押的财产出租时，如果抵押人未书面告知承租人该财产已抵押的，抵押人对出租抵押物造成承租人的损失承担赔偿责任；如果抵押人已书面告知承租人该财产已抵押的，抵押权实现造成承租人的损失，由承租人自己承担。”在租赁前取得出租人同意赔偿因抵押权实现给承租人造成损失的承诺，对于承租人在面临实际风险后挽回损失尤为重要。

2. 与执行法院进行积极沟通

在先押后租且抵押权人实现抵押权的情况下，法院执行程序是承租人积极主张权利、保护租赁权的最好的机会。首先，在执行程序中《拍卖规定》第31条明确规定了“先押后租情况下的在后租赁并不必然无效，在后租赁对抵押权实现有影响的，法院应去除租赁后再拍卖”。换言之，在执行程序中法官有明确的法律依据对抵押权和租赁权进行利益衡量，在不影响抵押权实现的情况下，对租赁权进行保

31. 参见梁上上著：《利益衡量论》，法律出版社，2017年版，第222页。

32. 参见梁上上著：《利益衡量论》，法律出版社，2017年版，第237页。

33. 尽职调查中交易对手的基本面信息通常包括公司的主体资格、公司设立和历史沿革、股权结构和实际控制人、重大债权债务、对外借贷和担保、财务状况等方面。

34. 英美法系中抵押权人和承租人的冲突通常是通过协议约定处理，通常会签订权利从属和无干扰协议（Subordination and Non-disturbance Agreement），强势的承租人会要求出租人从抵押权人处取得同意出租、承诺遵守租约并承诺在行使抵押权的过程中不对租赁造成任何干扰的同意函。

护。其次，执行程序讲求法律效果和社会效果的统一。由于执行程序中执行法官常面临权利人多样性和复杂性的情况，执行法官在处理案件时常会在各类冲突中平衡各方的利益，以期取得较好的执法效果。基于执行程序的特殊性，承租人在执行程序中如能与执行法院进行及时且积极有效的沟通，对于承租人的权利保护大有裨益。具体如下：

（1）告知租赁情况

执行程序启动后，法院通常会在拟拍卖房屋入口处等醒目位置张贴执行公告并通知权利人主张权利。如承租人未与执行法院取得联系的，执行法官将无法全面获知抵押物上的租赁负担，更加无从谈起保障承租人的合法权益。

（2）进行权利主张

承租人主张租赁权的，执行法官通常会要求承租人提供能够证明租赁权合法有效的相关证据，如租赁合同、租金交纳凭证、承租人合法占有使用租赁标的期间的相关凭证（如水电费凭证等）。由于执行程序中承租人请求在租赁期内阻止向买受人移交租赁物的，法院对于租赁的处理主要考察三方面的内容：第一，签订书面租赁合同并应实际占有使用；第二，租赁合同签订和占有使用在查封之前；第三，不存在恶意串通、以不合理的低价承租不动产或者虚假支付租金的情形。在满足前述条件的情况下，承租人的权利主张具有较高的可能性会被法院予以支持。

（3）针对性的反馈

承租人可根据与执行法官沟通的具体情况，进行针对性的反馈，如法院认为租赁权设定于抵押权之后，尚无法对租赁合同对抵押权的影响进行判断的，承租人可积极对该租赁负担未对抵押权实现构成不利影响进行举证或说理。

3. 充分行使案外人的异议权

执行程序中，承租人可以分别依据《民事诉讼法》第227条和第225条提起案外人异议和执行行为异议。

（1）承租人可通过提起案外人异议争取

平稳过渡的时间

执行过程中，案外人对执行标的主张所有权或者有其他足以排除执行标的的转让、交付的实体权利的，可以依据《民事诉讼法》第227条向执行法院提出案外人异议。法院在审查案外人异议时主要审查：（一）案外人是否系权利人；（二）该权利的合法性与真实性；（三）该权利能否排除执行。法院裁定驳回案外人异议的，承租人认为裁定有错误的，可以自裁定送达之日起15日内向法院提起案外人异议之诉。如承租人提起案外人异议之诉的，案外人异议裁定送达贵司之日起15日内及案外人异议之诉审理期间，人民法院不得对执行标的进行处分。申请执行人请求人民法院继续执行并提供相应担保的，人民法院可以准许继续执行。由于案外人异议之诉适用普通程序，在承租人不得不面对腾房的情况下，承租人可通过提起案外人异议以争取更多的时间来进行搬迁和过渡。

（2）承租人可通过提起执行行为异议维护自身合法权益

除案外人异议外，如在执行过程中，承租人认为执行法院的执行行为违反法律或司法解释规定的，可以依据《民事诉讼法》第225条向执行法院就具体执行行为提起执行行为异议。执行行为异议成立或部分成立的，法院将裁定变更相关执行行为。对法院执行行为异议裁定不服的，贵司可自裁定送达之日起十日内向上一级法院申请复议。需要特别注意的是，法院审查执行行为异议期间、法院审查复议期间均不停止执行。

在法院的司法拍卖中，拍卖公告中对于现有租赁的公示情况、评估报告评估价格的考虑因素等对于承租人在抵押权实现后的权利保护尤为重要。根据《最高人民法院关于人民法院网络司法拍卖若干问题的规定》（法释〔2016〕18号）第36条第1款之规定：“当事人、利害关系人认为网络司法拍卖行为违法侵害其合法权益的，可以提出执行异议。异

议、复议期间，人民法院可以决定暂缓或者裁定中止拍卖。”如承租人认为拍卖公告中相关描述损害了承租人的合法权益的，可通过执行行为异议进行权利主张。

在国家大力鼓励和发展房屋租赁市场、推行“租售并举”政策的当下，我们已欣喜的看到全国各地租赁行业发展的蓬勃动力和显著成果。与此同时，如“先押后租情形下权利冲突缺乏利益平衡机制”这般具体问题也已悄然显现。我们希望立法层面法律法规的修订能够给予经济活动的参与各方更为明确的行为指引和合理的权利保障；也期待着司法层面利益衡量视角的参与，使得在立法滞后的情况下，在个案裁判中达到法理情的统一。而对承租人而言，充分了解当前法律体系下先租后押的法律风险并提前进行风险控制，积极参与司法程序进行权利主张尤为重要。如因轻视法律法规而引致本可防范的风险和商誉严重损害的，那将最终会成为企业不可承受之重。■



魏铁东
合伙人
房地产和基础设施部
北京办公室
+86 10 5957 2193
weiyidong@zhonglun.com



李宁
合伙人
房地产和基础设施部
北京办公室
+86 10 5957 2093
lining@zhonglun.com



中伦研究院出品

特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等试听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。