

北京大学

Peking University Law School



2008

第2卷·第1辑
Vol.2, No.1

房地产法前沿

Advanced Study on Real Property Law

主编：楼建波

Lou Jianbo, Chief Editor

北京大学法学院房地产法研究中心

CENTER FOR REAL ESTATE LAW, PEKING UNIVERSITY LAW SCHOOL

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

北京大学

Peking University Law School



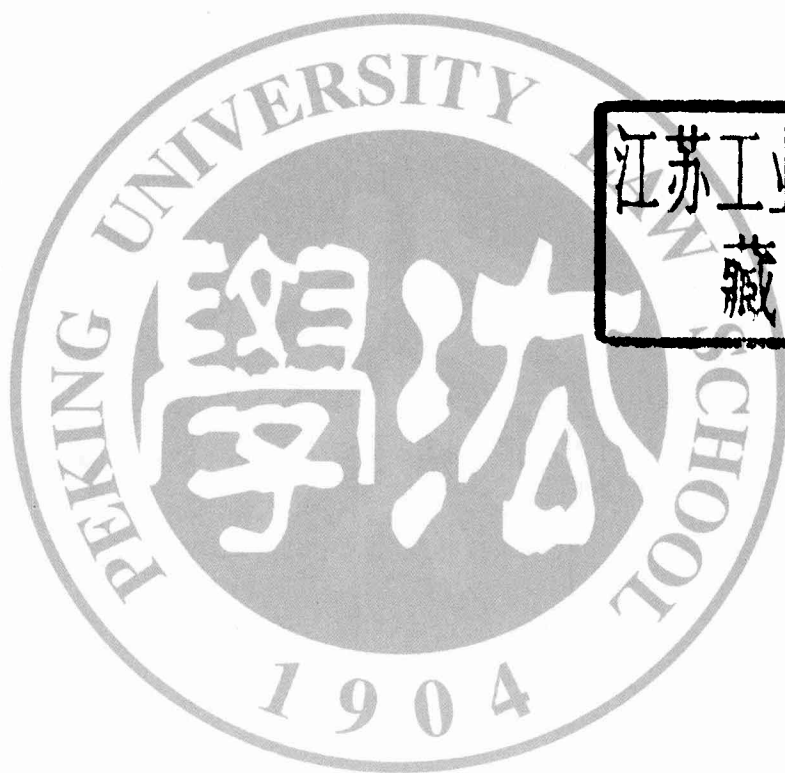
2008

第2卷·第1辑
Vol.2, No.1

房地产法前沿

Advanced Study on Real Property Law

江苏工业学院图书馆
藏书章



中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

责任编辑：艾默

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产法前沿. 第2卷. 第1辑/楼建波主编. —北京:
中国法制出版社, 2008.7

ISBN 978-7-5093-0603-1

I. 房… II. 楼… III. 房地产业-法规-研究-中国
IV. D922.181.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 093240 号

房地产法前沿 (第2卷·第1辑)

FANGDICHANFA QIANYAN (DIERJUAN · DIYIJI)

主编/楼建波

经销/新华书店

印刷/涿州市新华印刷有限公司

开本/787×1092 毫米 16

版次/2008 年 7 月第 1 版

印张/17.25 字数/282 千

2008 年 7 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-0603-1

定价: 40.00 元

北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031

传真: 66031119

网址: <http://www.zgfs.com>

编辑部电话: 66010402

市场营销部电话: 66033393

邮购部电话: 66033288

编者按语

Editor's Notes

《房地产法前沿》第二卷第一辑收录数篇剖析房地产投资信托的文章作为专辑，以期达到集中研究的效果。阅读来稿期间，感到应该有一个供初入此门的同仁渐进了解房地产投资信托的文章，我就写了“房地产投资信托制度综述”，从简易入手，讲述了房地产投资信托的概念、历史、应用、以及在中国未来的发展前景等等。台湾李福隆先生的“美国不动产投资信托事业及其公司治理——兼论台湾不动产投资信托法制的省思”是一段时期以来笔者见过的批评剖析房地产投资信托制度较为深入的少数文章之一，他从资产、收益以及组织架构、受托人的法律关系、财务以及业务等方面对于美国不动产投资信托事业作一概述，带出美国不动产投信事业的公司治理议题，强调以公司型为主的美国不动产投信事业的公司治理重于董事会或各委员会、总经理等经营阶层的独立运作，而以受托机构为主的台湾不动产投信事业，多由银行兼营信托业务行之，但仍有必要参考美国不动产投资信托法制的发展经验，应特别探求美国证券管理协会有关不动产投资信托的政策声明和各州州法。他的论述和分析值得我辈大陆同仁的学习和借鉴，更为我们进一步探索大陆房地产投资信托制度的建立与发展提供了可供参考的模式。

李艳写的“我国房地产投资信托产品流通性问题法律分析——以 REITs 制度本土化为背景”从融资渠道入手，指出房地产投资信托发展面临法律法规不配套、不完善等而导致的变现能力差直接影响到该信托产品流通性问题，为有效改善这种流通性缺陷，她认为我们有必要研究并借鉴美国 REITs 制度的设计，赋予某些商事信托主体地位，无论是契约制或是公司制都赋予其可以在证券市场发行受益凭证的主体地位，便有利于改变房地产投资信托产品的流通性。熊太柏的“REITs 受托人职责的规制——以管理模式为背景”就 REITs 结构中存在固有的利益分化问题指出应该通过建立合理的管理模式，并以此为基础对 REITs 受托人职责进行综合法律规制来控制这种利益分化的趋势，认为应当借鉴美国《统一谨慎投资人法》，修改我国相应法律法规，对受托人的忠实义务、谨慎投资人义务

和信息披露义务等方面提出更高的要求。苏伟写的“REITs本土化的模式及其法律障碍研究”通过对比 REITs 在中国可能的三种模式作者发现,最好的组织形态是创立信托型 REITs 基金模式,建立双重受托人模式下的特殊目的信托(SPT)有利于遏制我国投资基金市场上“经理人控制”现象。这两篇文章针对房地产投资信托的顽症痛下针砭,于未来其在我国的发展着实有益。

本专辑还有幸收录了两篇关于美国法的文章,其中一篇是吉林大学的博士生周欣欣同学写的《房地产投资信托税收问题初探——以美国实践为基础》细致地分析了美国关于 REITs 的税收制度,有利于我们了解美国 REITs 的税收现状,也从另一个角度解释了 REITs 之所以在美国兴盛而在中国举步维艰的深层原因。“他山之石,可以攻玉”,或许能够对 REITs 在我国的开展起到进步作用。美国法上的投资人审慎原则曾在以上几篇关于房地产投资信托的文章中频繁出现,为了让大家对该原则有一个感性的了解,身在美国的 UMKC 法学院硕士生刘燕翻译的 Lawrence A. Cohen et al. 诉 lorence Negin et al. 案纽约州高等法院判决,集中回答了如何在房地产投资信托领域适用投资人审慎原则这一问题,有助于我们研究房地产投资信托人的审慎义务的边界问题。

与以往相同,除了专题研究,本辑还收录了数篇与房地产法或房地产相关的前沿学术论文。李满奎写的“反向征收制度研究”就是此类前瞻性文章之一,他认为征收制度发展到现代,在征收的范围、方式等方面出现了许多新的变化,反向征收制度就是一例,他认为我国也存在事实上的反向征收的情形,应该效法美国、韩国、加拿大及我国台湾地区,从法律上予以确认,建立系统的反向征收制度。李虹的“资产支持证券持有人权利的性质与保护”系统全面分析了资产证券化架构,从分析资产支持证券持有人权利的法律性质及其特征入手,提出明确有关资产支持证券虚假陈述的民事责任、淡化委托机构在信贷资产证券化信托中的地位等建议,以期资产支持证券投资者提供更完善的法律保护。解丹丹的“划拨土地使用权市场化法律研究”分析论证了划拨土地使用权市场化多种路径及各自的优缺点,其关于各种市场化途径适用情形的深刻分析有助于解决我国现存划拨土地进入市场的方法问题。柳晓东“‘以房养老’的法律思考——解析反按揭贷款的法律性质与规制”介绍了一种新型的融资兼具保障性质的金融工具——反按揭担保,在中国金融法律实际上在向着允许混业的方向发展的时候,由单一的金融机构独立运作反按揭贷款业务并非没有可能。也许有一天我们能够看到中国的反按揭担保。

“建设工程合同无效性缓和研究”一文是吕洪波紧密结合司法实践而对建设工程合同效力的思考,通过借鉴德国民法中关于不生效的法律行为理论以及德

国、荷兰和我国台湾地区关于无效法律行为的转换制度，以及有关学者提出的合同无效性的缓和理论，它对建设工程合同部分无效、无效的补正、无效的转换进行了系统的探索，提出的建设工程合同无效的缓和处理原则和方法、对时下制度加以改进的设想非常有益于处理现实中的建设工程合同纠纷。叶明欣的“解读城市房屋拆迁中法律关系——从拆迁人先予执行困境的角度”系统详细分析了我国城市房屋拆迁法律关系，指出在拆迁人和被拆迁人之间人为建立起民事法律关系的同时，隐藏了行政征用法律关系，容易在司法实务上产生了混乱，违背了宪法和物权法等规定，损害了行政程序正义，并建议在拆迁过程中应充分重视行政征用法律关系，通过公共利益的界定和行政听证，保障行政程序正义。

本辑“法苑杂议”栏目里特意收录了两篇学生习作，尝试在轻松的文体范围里获得笊络和搜集灵感的突破。胡蓉萍的“地铁”文阐释了一个法律人的非法律思考可以有多远，原来建筑之上的承载可以更多。Janis的顾案分析也是北大课程作业的一篇，从一个美国律师的角度看外国人作为中国业主面对中国法律和诉讼时的冲突和无奈，思索的碰撞由此产生。愿大家在阅读枯燥的专题研究和学术论文之后，阅读杂议文章时有一个清凉的享受。

楼建波

编者按语	(1)
------------	-----

房地产投资信托专题

楼建波

房地产投资信托制度综述	(3)
-------------------	-----

李福隆

美国不动产投资信托事业及其公司治理——兼论台湾不动产投资信托法制的省思	(19)
---	------

李 艳

我国房地产投资信托产品流通性问题法律分析——以 REITs 制度本土化为背景	(43)
--	------

熊太柏

REITs 受托人职责的规制——以管理模式为背景	(60)
--------------------------------	------

苏 伟

REITs 本土化的模式及其法律障碍研究	(77)
----------------------------	------

周欣欣

房地产投资信托税收问题初探——以美国实践为基础	(90)
-------------------------------	------

刘 燕

Lawrence A. Cohen et al. 诉 lorence Negin et al. 案判决	(99)
---	------

学术论文

李满奎

反向征收制度研究	(109)
----------------	-------

李 虹

资产支持证券持有人权利的性质与保护	(134)
-------------------------	-------

解丹丹

划拨土地使用权市场化法律研究 (168)

柳晓东

“以房养老”的法律思考——解析反按揭贷款的法律性质与规制 (190)

吕洪波

建设工程合同无效性缓和研究 (210)

叶明欣

解读城市房屋拆迁中法律关系——从拆迁人先予执行困境的角度 ... (233)

法苑杂议

胡蓉萍

城市的旋转木马 (245)

Janis J. Chang

The Bathtub Dilemma: Enforcement of Real Property Restrictive

Covenants in China: A case comment on Guthrie v. Giant

Star Property, Inc. (247)

编者手记

三 石

体制内的诱惑与痛苦 (259)

Contents

Editor's Notes	(1)
-----------------------------	------------

Special Study on Reits

Lou Jianbo	
Introduction to RE ITS	(3)
Fu - Lung Lee	
An Introduction to America's Real Estate Investment Trusts And its	
Corporate Governance—Reflection of Taiwan's REIT Legal System	(19)
Li Yan	
Study of the Negotiability of the REITs in China	(43)
Xiong Taibai	
Study on regulating REITs trustees' duty	(60)
Su Wei	
Study on REITs Localization and Legal Obstacles	(77)
Zhou Xinxin	
Preliminary Research on REITs Tax—Focusing on American Practice	(90)
Liu Yan	
Case: Lawrence A. Cohen et al. Vs. Lorence Negin et al.	(99)

Academic Articles

Li Mankui	
On Inverse Condemnation	(109)
Li Hong	
The Nature and Protection of Asset - backed Securities Investors' Rights	(134)
Xie Dandan	
Legal Research on Marketlization of Allotted - Land Use Right	(168)
Liu Xiaodong	
Research of Reverse Mortgage Loans	(190)

Lv Hongbo

Research on the Mitigation of Construction Contract Invalidity (210)

Ye Mingxin

Study on Legal Relations in Urban Housing Demolition and Relocation
through the Dilemma of Approvals to Removers' Applications for Advance
Implementation (233)

Law Comments

Hu Rongping

Horse & Carriage Ride (245)

Janis J. Chang

The Bathtub Dilemma: Enforcement of Real Property Restrictive
Covenants in China: A case comment on Guthrie v. Giant Star Property,
Inc. (247)

Executive Editor's Postscript

Three Stone

China Real Estate: Lure and Pain (259)

房地产投资信托专题

Special Study on Reits

房地产投资信托制度综述

楼建波

Introduction to RE ITS

Lou Jianbo

一、房地产投资信托 (REITs) 的基本概念

(一) 什么是 REITs?

REITs (real - estate investment trust) 起源于美国, 但是 REITs 的定义在各国的法律法令上表述不一。在美国, REITs 被表述为: 一家拥有并营运带来收益的房地产 (例如公寓、购物中心、办公室、饭店和仓库等), 因将绝大多数收益即时分配给股东而常常享受税收优惠的公司。^[1] REITs 扩展到其他国家和地区后, 在同当地法律制度融合过程中产生了一些变异。例如我国台湾地区 2003 年通过的《不动产证券化条例》第 4 条对不动产投资信托作了界定: 依本条例之规定, 向不特定人募集发行或向特定人私募交付不动产投资信托受益证券, 以投资不动产、不动产相关权利、不动产相关有价证券及其他经主管机关核准投资标的而成立之信托。香港《房地产投资信托法》第三章第 1 条规定: REITs 是按照房地产投资信托基金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, 通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。在大陆, 一般认为 REITs 是一种以发行受益凭证的方式汇集特定的多数投资者的资金, 由专门的投资机构进行投资、经营、管理, 并将收益按照比例分配给投资者的一种信托基金制度。银监会《房地产投资信托试点管理办法》(建议稿) 第二条将 REITs 定性为: “以信托方式组成而主要投资于产生稳定租金收入的成熟房地产项目的集合投资计划。通过受托人管理, 商业银行托管, 为信托单位持有人的利益, 以成熟物业为主要运用标的, 对房地产投资

[1] “Real - estate investment trust. A company that invests in and manages a portfolio of real estate, with the majority of the trust's income distributed to its shareholders. Such a trust may qualify for special income - tax treatment if it distributes 95% of its income to its shareholders.” Bryan A. Garner, Editor in Chief, Black's Law Dictionary (8th ed. 2004), 2004 West, a Thomson business.

信托进行管理、运用、收益和处分的行为。”

结合大陆法系的法律话语,不妨把 REITs 分解为以下几个方面。首先,REITs 是一种不动产投资工具,是一种不动产证券化的形式,即将对不动产之投资转化为证券形态,使投资者与标的物之间,由直接的物权关系,转为持有债券性质之有价证券,籍以结合不动产市场与资本市场,是不动产的价值由固定的资本形态转化为具有流动功能的资本性证券,以扩大投资者参与层面的过程。^{〔2〕}其次,REITs 通过相应实体表现为:①可以发行股票或受益凭证;②可以设立附属子公司:一种是全资的子公司 (qualified REITs subsidiary),另一种是非全资的 (taxable subsidiary)。③可以成为课税的对象。其次,REITs 实是一种制度上的人为设计。REITs 是按照一定的价值目标,在法律上进行的特殊设计。无论是建立在导管理论基础上的税收优惠,还是鼓励资产管理人的设置,都着眼于吸引中小投资者投资于房地产。最后,法律对其有特殊的要求:资产、收入、派息等。

实质上,房地产投资信托 (REITs) 是指通过许可投资者们将投资于房地产所有权和抵押融资的资金集合起来,使得这些投资者们获得能直接投资于房地产的更庞大和实力更为雄厚的投资者和商业机构能享有的许多税收优惠,并使其从对各种房地产投资组合的专业管理中获利的一种金融工具。

(二) REITs 与信托

信托是一个古老的概念,英美法系和大陆法系不同国家分别站在各自的角度,对信托进行了各种各样的概念界定。为了适应不同法系国家商业交流的需要,为他们提供一套统一规则以减少冲突,1985 年在荷兰召开的国际私法会议提出了统一的信托的定义:即指委托人在生前或者死亡时创设的一种法律关系,委托人为受益人的利益或者为某个特定的目的,将其财产置于受托人的控制之下。REITs 中文译为房地产信托,实际上未必是信托,REITs 除了信托形式外,还存在其他形式的载体,例如美国的 REITs 采用的是公司形式。采用信托模式来构建的 REITs 在资产结构、组织运行、法律关系等方面明显和公司型 REITs 不同。当然,信托的应用领域也不仅仅限于 REITs,两者只是在适用范围上有交叉。

(三) REITs 与资产证券化

广义的证券化可以分为“传统证券化”和“资产证券化”。1991 年美国学者 Gardener 给出了一个广义的证券化的定义:“资产证券化是使储蓄者与借款者通过金融市场的一部分或全部匹配的一个过程,或者提供的一种金融工具。在这里,开放的市场信誉取代了由银行或其他金融机构提供的封闭的市场信誉。”相比之下,美国证券和交易委员会给出了狭义的资产证券化定义:“资产证券化是指主要由现金流支

〔2〕 张金鄂、白金安:《不动产证券化》,台湾:永然文化出版股份有限公司,1999 年版,页 18。

持的,这个现金流是由一组应收账款或其他金融资产构成的资产池提供的,并通过条款确保资产在一定期限内转换成现金以及拥有必要的权力,这种证券可以是由那些能够通过服务条款或者是具有合适的分配程序给证券持有人提供收入的资产支持的证券。^[3]

通过 REITs 进行的不动产证券化是狭义的资产证券化,即主要指将一些缺乏流动性的资产,通过一定的结构安排,对资产中风险和收益要素进行分离与重组,进而转换成在金融市场上可以流通的证券的一种交易方式,而不包括在资本市场上或货币市场上通过发行债券或股票进行筹资的传统证券化行为。1968 年美国国民抵押协会推出抵押担保证券,这标志着资产证券化的正式面世。最初的资产证券化是由储蓄机构、商业银行或抵押贷款银行直接发行证券,美国政府国民抵押协会为这些证券提供担保。这样,原来那些流动性差的抵押贷款就转换成了由美国联邦政府担保的流动性证券。完全意义上的资产证券化出现在两年后,即 Mortgage - Backed - Securities, MBS。在实际操作中,联邦住宅贷款抵押公司负责仍从发放抵押贷款的金融机构购买合格的住宅抵押贷款契约,然后把抵押贷款合并成一个资产池,以资产池为抵押发行证券,储蓄机构、商业银行和抵押贷款银行把非流动性或流动性不强的资产变成了流动性强的资金,取得了再一次发放贷款能力,并且有效分散并降低了风险。

(四) REITs 与产业投资基金

产业投资基金是与证券投资基金相对应的概念,证券投资基金直接投资于有价证券,产业投资基金则直接投资于产业领域。产业投资基金在国外又被称为“未上市股权投资基金”。作为投资基金的一个种类,它具有“集合投资、专家管理、分散风险、规范运作”的特点。按照投资领域的不同,相应分为创业投资基金、企业重组投资基金以及基础设施、房地产等行业性的投资基金。从广义上来说 REITs 也是一种产业基金,但二者又有区别,主要表现在:①存续的期限不同。产业基金一般都有明确的存续期限,而 REITs 一般是作为上市公司而存在,没有明确的期限。②募集方式不同。产业基金一般采用私募方式,REITs 一般采取上市公募方式。③产业基金流动性较差,而 REITs 流动性较好,可以随时在二级市场上变现。^[4]

(五) REITs 与房地产上市公司

虽然 REITs 的受益凭证与房地产上市公司股票均属证券范畴,但是即便是公司型 REITs,也与后者明显不同。公司型 REITs 的本质上是信托,公司仅仅是一种组织

[3] John Henderson INC Barings, Asset Securitization: Current Techniques and Emerging Market Applications, 1997, Published by Euro money Books, P76.

[4] 邱冀:“产业基金、REITs 与房地产投资信托”,载《公司金融》2004 年第 6 期,页 23。

形式,本身却不具有独立财产,其所占有的财产属于信托财产,而不是公司法上的法人财产,其对受托资金的运作仍遵循信托机理,本身不参与运营。在 REITs 中,受托人享有信托财产法律上的所有权,但实际上受益人享有收益权。虽名为公司,但其所获利润在分配给投资者后,仅由投资者纳个人所得税,不实行双重征税制度。而房地产上市公司是一个独立的法人实体,可以拥有自己的资产,实行独立的核算并自负盈亏,其运作遵循公司法的相关规定。在公司中,公司法人对公司资产享有名义上的所有权,即股东对其投资享有分享股利的权利。

二、REITs 的简要历史回顾

美国的 REITs 发展呈现出典型的阶段性特征,这并不奇怪,REITs 本身就是迎合社会需要的产物,在经济环境不断发展变化的大背景下,REITs 只有与时俱进、不断改变,才能有生存下去的可能。美国 REITs 昨天所发生的或许就是我们今天所经历的,所以考察其发展历史将有助于我们借鉴其经验。

(一) 20 世纪 60 年代:初露锋芒

美国 REITs 的发展源于二战以后,当时房地产业得到了迅猛的发展,广大投资者对房地产的投资热情逐渐升温。但由于房地产的单笔投资相当巨大,远远超出了一般个人投资者的承受范围,且房地产属于中长期投资,流动性较差,因此阻碍了投资者的投资需求。为了解决小额投资者能投资房地产的问题,当时美国国会认为唯一的途径就是聚少成多,形成投资资金的蓄水池,即成立房地产的投资信托基金,这种投资信托基金公司专门从事投资可以带来收益的商业房地产项目及房地产证券。因此 1960 年艾森豪威尔总统签署《房地产投资信托法案》(Real Estate Investment Trust Act of 1960),标志着 REITs 的正式创立。REITs 成立初期迅速增长,^[5]主要有以下几个原因:首先,资本市场的完善变得更适合 REITs 证券的运作;其次,这一时期信贷状况的变化和较高的利率,造成建设与开发公司资金极度短缺,但受到相关制度和法律限制,银行、信用社和保险公司都不能直接参与建设与开发公司贷款业务;此外,由于利率不受限制,抵押型 REITs 能够吸收到足够的资金,为较高风险的建设与开发公司提供高利率的短期融资。

(二) 20 世纪 70 年代:艰难时期

尽管在最初几年里 REITs 的回报相当可观,但不久就出现了一些问题。建筑业的蓬勃发展导致 REITs 对这类项目提供的融资急剧增加,但由于盲目投资决策和过

[5] 通过分析全美房地产投资信托协会和通用财务信息标准所提供的数据,有 45 家 REITs 主要投资于建设与开发公司的抵押贷款,60 家 REITs 主要进行房地产中长期权益投资,这一时期也出现了混合型 REITs。

量建设,使得 REITs 的发展随着许多地区过剩的房地产市场而走向了尽头。除此之外,贷款者之间的竞争,使许多 REITs 为一些有问题的项目提供了融资;发放建设与开发贷款的机构都由银行担任投资顾问,而银行缺乏在房地产市场投资的经验,但这些并不是问题的全部。REITs 必须满足法律规定的硬性条件,大大降低了其应对不断下降的市场而进行调整的灵活性。美国国会意识到了 REITs 所面临的困难,通过了《1976 年税制改革法》(Tax Reform Act of 1976),对适用于 REITs 的纳税条款进行了一系列重大调整,REITs 还被允许为了转售目的而持有物业的权利。REITs 开始了缓慢的复苏,这主要归功于那些幸存的权益型 REITs,他们以低廉的价格购买了抵押型 REITs 为有效盘活资产而处置的受押物业。这样,许多抵押型 REITs 在强制收回抵押物业的过程中,获得了这些物业的产权,从而变成了权益型 REITs。

(三) 20 世纪 80 年代:变中求生

1986 年,美国国会通过了《税收改革法案》(Tax Reform Act of 1986),主要变化有:一是允许 REITs 不仅可以拥有房地产,还可以直接运营和管理,可以直接为其拥有的房地产项目的客户(租户)提供服务。这一举措,有助于减少 REITs 投资人与其股东之间的利益冲突,还提高了经营决策效率,是 REITs 迈向全面一体化的重要一步。二是法律不仅暂不实行至少有 100 个股东的要求,而且在其开始运作后的第一个纳税年度暂不实行 5/50 规则,它还允许那些本来不符合纳税优惠条件的物业,在 REITs 对其投资一年后,享受税收优惠待遇。

(四) 20 世纪 90 年代至今:高速扩张

这一时期 REITs 市值的迅速增长主要源于权益型 REITs 数量的增加。抵押型和混合型 REITs 的数量及市值的相对减少,这也是较长时期内发展趋势的一部分。原因至少有二:一是相对于权益型 REITs 来说,平均年回报较低的抵押型 REITs 具有较大的波动性。尽管房地产市场好的年份,其收益通常会高于权益型 REITs,但高收益意味着高风险,从长期来看抵押型和混合型 REITs 的平均年回报一直低于权益型 REITs。另外,这一时期出现了伞形合伙 REITs,这一组织形式便于权益型 REITs 取得私人房地产,因此它变得非常流行,并且吸引了大量的投资资本。由于资产特点的限制,这一组织形式不适用抵押型和混合型 REITs。目前活跃在美国证券交易所的上市 REITs 有三百家左右,市值高达三千亿美元。

三、房地产投资信托种类和运作程序

(一) REITs 的种类

房地产投资信托主要有权益型 REITs、抵押型 REITs、混合型 REITs 几种类型,近年来又出现了固定期限型 REITs 等新形式。主要存在两种主要和显著的 REITs——权益型 REITs 和抵押担保 REITs。