

基础设施 REITs 的法律解构 与风险规制

洪艳蓉*

摘要:基础设施 REITs 采用“公募基金 + 资产支持证券”的法律结构运作。这种以“破除障碍”为导向的设计,可能面临经济政策、金融监管和商业逻辑如何在各主体权责中重新平衡的挑战。未来应以“集约高效”导向取代“破除障碍”导向,推进 REITs 法律结构改革和专门立法。应围绕公募基金管理人的中心地位,完备其管理基础设施项目的职责内容与手段保障,构建法律监督之外的市场化约束机制;在法律制度层面上,回归 REITs 的金融工具本质并紧扣基础设施对象属性,探索专门立法之路。

关键词:基础设施 REITs 法律结构 管理人职责 投资者保护 风险规制

自 2020 年 4 月 24 日,国家发展改革委和中国证监会联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(以下简称 40 号文)以来,基础设施 REITs(real estate

* 法学博士,北京大学法学院副教授,博士生导师。

investment)成为各界热议的话题,配套规则陆续推出。2021年4月23日,沪深交易所分别受理2单项目申请,^[1]正式敲响启动钟声。

作为固定资产投资重要组成部分的基础设施投资,既是资金密集型行业,更有建设周期长、投资收益回流慢的特点。改革开放以来,我国经济社会快速发展,基础设施建设始终面临着筹资来源有限和投资金额不足的严峻挑战,拓展并丰富市场化的融资渠道,补齐基础设施投资短板,成为缓解基础设施建设与经济社会发展之间供需矛盾的改革方向。取法商业地产类 REITs 法律结构,嵌套于公募基金的基础设施 REITs,被认为是引入资本市场资金投资基础设施的有益尝试,更被寄以“有效盘活存量资产,形成存量资产和新增投资的良性循环”^[2]的厚望。

作为新生事物,基础设施 REITs 以最小制度改革成本,联接多项法律架构优势而建立市场化资金与基础设施之间的投融资联系,满足了各界对早日落地金融创新,实现预期经济目标期待。然而,基础设施 REITs 的复杂嵌套结构和多层“委托代理”^[3]关系,能否在公募基金管

[1] 包括上海证券交易所受理的浙商证券沪杭甬高速封闭式基础设施证券投资基金(以下简称沪杭甬高速 REITs)、国金铁建重庆渝遂高速公路封闭式基础设施证券投资基金(以下简称渝遂高速 REITs)的申请,相关项目材料详见上海证券交易所“基础设施 REITs 专栏”,网址为 <http://www.sse.com.cn/reits/home/>;深圳证券交易所受理的中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金(以下简称首钢生物质 REITs)、博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金(以下简称招商产业园 REITs)的申请,相关项目材料详见深圳证券交易所“公募 REITs 信息平台”,网址为 <http://reits.szse.cn/>。2021年5月14日,沪深交易所审议通过了除“渝遂高速 REITs”之外的三单项目,2021年5月17日证监会对上述首批申请的三单项目准予注册,同日获得注册的还有4月28日分别在沪深交易所申请的第二批共计6单的基础设施 REITs,参见证监会官网,网址为 <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/index.htm?channel=3300/3307>。本文谈及上述项目相关内容,如无特别说明,都指项目申报材料内容(草案),而非产品正式法律文件。

[2] 参见2021年3月11日发布的《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》第四篇第十四章第二节“拓展投资空间”内容。

[3] 文中提及的“委托代理”关系,如无特别说明,更多的是经济学上的描述,指的是所有权与管理者(经营者)二者分离的结构。法律语境下,尽管同样强调了这种分离结构,但需要嵌入具体法律规则才能明确二者之间实质的法律关系并据以分配权责。例如,公司法下公司股东(会)与公司董事(会)之间的关系,信托法下信托管理人与信托委托人(自益信托中的受益人)之间的受托关系,民商事代理下代理人与被代理人的委托代理关系等。

理人的管理运营下,调和基础设施原始权益人与公众投资者的利益,实现法律结构设计对经济目标的有效回应,关系到这项金融创新的生命力及金融、经济的稳定发展。也因此,需要跨过基础设施 REITs 预设目标的正当性,深入基础设施 REITs 法律结构的内部,细致分析当事人的权责及其平衡度,洞察结构缝隙与运作中的风险隐患,提出改进建议并进一步完备配套法制,以促进基础设施 REITs 真正发挥功用并保护公众投资者的合法权益。本文的宗旨即在于此。

一、基础设施 REITs 的中国特色与法律框架

(一) 中国特色的基础设施 REITs

中国语境下的基础设施 REITs,一般指依法向投资者公开募集资金,由管理人用于投资基础设施项目并进行运营管理,将公募基金间接持有的基础设施所有权或经济权利产生的租金、使用费等收益的大部分分配给投资者的标准化金融产品。从海外实践来看,承载这一投融资过程的金融工具类型可以是基金,公司股票、合伙份额或法律认可的其他合法形式,我国采用了公募基金的载体形式。

从海外市场来看,REITs 自 20 世纪 60 年代创设以来,目前已是社会公众资金参与投资不动产,分享经济增长的资本市场主要金融工具之一,2000 年之后更被用于基础设施投资并取得不俗成绩。^[4] 值得注意的是,在其发源地美国,REITs 主要是一个税收概念,^[5] 不是证券法、公司法或信托法等领域的传统法律概念,也不在美国共同基金 (mutual fund) 的范畴之列,^[6] 而其他后发优势国家和地区,特别是亚

[4] 2007 年,美国国家税务总局 (Internal Revenue Service) 在亨特联合服务公司的私人回复函中,将得克萨斯州的 1 处电力资产认定为符合 REITs 法规的“不动产”,开启了基础设施 REITs 的先河。参见何鹏飞、郑雪晴、赵雨:《美国基础设施 REITs 发展、问题及启示》,载深圳证券交易所综合研究所(金融创新试验室)研究报告系列《沉思:REITs 专题》2020 年第 1 期。

[5] 只要符合税收法则设定的条件和标准,即可享有相应的税收优惠或减免。

[6] 参见张雅婷、张鑫:《REITs 的法律形式、发行上市与监管机制(上)——以美国、英国、德国、日本及新加坡为例》,载微信公众号“环球律师事务所”2019 年 7 月 22 日。

洲的日本、新加坡和我国香港地区,更多地从金融工具视角对 REITs 进行规范与监管,并予以适当的税收优惠,基础设施虽然也在 REITs 的投资运用之列,但大多没有制定专门的规则。

与海外多有 REITs 相关法律规则而缺失基础设施 REITs 专门立法的实践相比,我国采用了在没有 REITs 立法的背景下专门出台具体规则,规范基础设施 REITs 的做法,也因此诸多方面呈现出中国特色。从历史发展来看,证监会主导下的企业资产证券化,经历了早期依托于证券公司的客户资产管理规则到分离后,独立成为一类以资产支持专项计划为载体的金融产品,并适用《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《证券化管理规定》)等证券化配套规则的过程。在操作流程上,是反向而非正向〔7〕的证券化结构,更类似于海外的 REITs 操作。近年来,不少商业地产〔8〕取道“企业资产证券化”途径成功融资,但因该法律框架下的资产支持证券(以下简称 ABS)属于私募发行而不具有海外市场这类产品公募及高流通性特征,因而被称为类 REITs。换言之,在国外被作为两类金融产品分别进行监管的资产证券化与 REITs,在中国语境下则演化为套用企业资产证券化制度框架的类 REITs 操作。

为实现拓展基础设施融资途径补短板的经济政策目标,这次基础设施 REITs 的制度设计,借鉴商业地产类 REITs 的操作经验,将私募发行的 ABS 嫁接于公募基金(公募基金成为基础设施 ABS 的唯一投资者),从而解决引入公开市场资金、提高流动性及便利基础设施项目退出等问题,形成“公募基金+资产支持证券”的法律结构,并由相关部委及自律组织发布配套规则,形成专门而系统的制度框架[参见本部

〔7〕 信贷资产证券化,由发起人向特殊目的载体(SPV)转移基础资产,再由 SPV 发行资产支持证券(ABS)给投资者,并用基础资产产生的现金流偿付 ABS 权益,是国际上常规的证券化操作,通常被称为“正向”证券化结构;企业资产证券化,由管理人发起设立专项资产计划向投资者募集资金,用于向原始权益人购买基础资产,并用基础资产产生的现金流偿付投资者持有的 ABS 权益,其流程与正向的证券化操作相反,因此被称为“反向”证券化结构。有学者分别将上述两种融资交易称为“融资人信托”(正向)与“投资人信托”(反向)。参见楼建波、刘燕:《论信托型资产证券化的基本法律逻辑》,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2006 年第 4 期。

〔8〕 其中包括一些收费公路、供水供电、污水处理、仓储物流等基础设施。

分(二)(三)内容]。

根据 40 号文及 2020 年 8 月 6 日证监会发布的《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》([2020]54 号,以下简称 54 号文)的规定,中国版基础设施 REITs 具有以下特点:

第一,投资对象要求上,以基础设施为主要目标,聚焦重点领域与重点领域,^[9]排除住宅和商业地产;首选优质项目,要求基础设施项目权属清晰,已成熟运营且其原始权益人(含基础设施运营企业)资信良好,最近 3 年无重大违法违规行为。

第二,投资权属上,要求公募基金通过 ABS 和项目公司等载体(统称特殊目的载体)取得基础设施项目完全所有权或经营权利,是典型的权益型结构,而未沿用类 REITs 中常见的抵押型结构或混合型结构,以保障投资者对基础设施项目排他性的所有者权益。

第三,投资比例上,要求 80% 以上的公募基金资产投资于基础设施 ABS,并持有其全部份额,进而持有基础设施项目公司的全部股权,其余基金资产则应依法投资于利率债、AAA 级信用债或货币市场工具,以保障 REITs 符合其基础设施投资的设置并降低副业投资风险。

第四,分红比例上,要求公募基金采取封闭运作,管理人应将合并后基金年度可供分配金额的 90% 以上以现金形式分配给投资者,且在其收益分配符合分配条件的情况下每年不得少于 1 次,以保障投资者实现参与投资基础设施,分享经济增长收益的预期。

第五,管理运营上,要求基金管理人主动运营管理基础设施项目,以获取基础设施项目升值、收费等稳定现金流为主要目的,尽管可以委托第三方机构进行运营管理,但不因此减免管理人应负的责任;这种内部/外部管理方式可选的方式,不但超越了 REITs 发展早期管理人消极被动的角色,而且便于根据基础设施项目及管理团队等因素因地制宜,提高经营管理效率与效益。

[9] 区域上优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域,支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点;行业上优先基础设施补短板行业,包括仓储物流、收费公路等交通设施,水电气热等市政工程,城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施,以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。

(二) 部际协同下的基础设施 REITs 制度框架

为明晰有别于其他金融产品的基础设施 REITs 的定义及其运作模式,更为了明确复杂的 REITs 投融资结构下多元参与机构的权利义务,以提升产品信息透明度,减少利益冲突并规制关联交易,充分发挥基础设施 REITs 的积极功能,我国采用了先立法后实践,以系统规范的法律制度框架指导业务开展的试点模式。并且,因开展 REITs 涉及经济社会诸多部门的参与、协调与互动等,在立法上总体呈现“自上而下、上下联动、部际协同、多管齐下”的特点,是一种政府主导、法制驱动型的金融创新活动。

截至 2021 年 4 月 30 日,用于指导基础设施 REITs 的法律制度,除了《民法典》《证券法》《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《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》及配套规则等相关规范外,新颁布的直接与 REITs 相关的制度主要如表 1 所示:

**表 1 公开募集基础设施 REITs
主要法律制度(截至 2021 年 4 月 30 日)**

发文时间	发文单位	规范名称
2020 年 4 月 24 日	中国证券监督管理委员会、发展和改革委员会	关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知
2020 年 7 月 31 日	发展和改革委员会办公厅	国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知
2020 年 8 月 6 日	中国证券监督管理委员会	公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)
2021 年 1 月 13 日	发展和改革委员会办公厅	关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目库的通知
2021 年 1 月 29 日	中国证券业协会	公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则
2021 年 2 月 8 日	中国证券投资基金业协会	公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引(试行)

续表

发文时间	发文单位	规范名称
2021年2月8日	中国证券投资基金业协会	公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引(试行)
2021年2月25日	中国证券投资基金业协会	关于开展公募基础设施证券投资基金的基金经理注册登记的通知
2021年1月29日	上海证券交易所	公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)
2021年1月29日	上海证券交易所	公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第1号——审核关注事项(试行)
2021年1月29日	上海证券交易所	公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第2号——发售业务(试行)
2021年2月5日	上海证券交易所	关于公开募集基础设施证券投资基金上市及交易相关收费事宜的通知
2021年4月30日	上海证券交易所	公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务指南第1号——发售上市业务办理
2021年4月30日	上海证券交易所	投资者风险揭示书必备条款指南第4号——公开募集基础设施证券投资基金(REITs)
2021年1月29日	深圳证券交易所	关于发布公开募集基础设施证券投资基金配套业务规则的通知
2021年1月29日	深圳证券交易所	公开募集基础设施证券投资基金业务办法(试行)
2021年1月29日	深圳证券交易所	公开募集基础设施证券投资基金业务指引第1号——审核关注事项(试行)
2021年1月29日	深圳证券交易所	公开募集基础设施证券投资基金业务指引第2号——发售业务(试行)
2021年4月30日	深圳证券交易所	公开募集基础设施证券投资基金业务指南第1号——发售上市业务办理
2021年4月30日	深圳证券交易所	公开募集基础设施证券投资基金业务指南第2号——网下发行电子平台用户手册

续表

发文时间	发文单位	规范名称
2021年2月5日	中国证券登记结算有限责任公司	公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务实施细则(试行)
2021年2月5日	中国证券登记结算有限责任公司、上海证券交易所	公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务指引(试行)
2021年2月5日	中国证券登记结算有限责任公司、深圳证券交易所	公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务指引(试行)

除了表1由国家部委、证券交易所与中国证券投资基金业协会等行业自律组织发布的指导规范外,因REITs旨在盘活基础设施领域的存量资产,建立稳增长补短板的投资新机制,助力提升基础设施管理水平与运营效率并形成良性循环,因而深受地方政府重视与欢迎。许多地方第一时间发布相关通知,启动试点项目申报工作并着手建立项目储备库,积极响应,有些地方还专门出台了支持举措或奖励措施。例如,2020年9月28日,北京市发改委等6部门印发《关于支持北京市基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)产业发展若干举措》的通知(京发改[2020]1465号),^[10]2021年2月26日,成都市发改委等5部门印发《关于促进成都市基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)发展的十条措施》的通知(成发改投资[2021]24号)^[11]。

当然,从上述法律框架中不难发现,有关公募基础设施REITs的税收政策并未一起出台。从海外实践的经验来看,税收方面的制度安排是

[10] 例如,该通知第9条规定:“加大财税政策支持力度,本市企业成功发行基础设施REITs产品后一次性给予不超过300万元的补贴,对运营期分红按照政策规定享受企业所得税优惠,对列入《公共基础设施项目企业所得税优惠目录》内的项目可按照国家有关规定享受企业所得税减免优惠。”

[11] 例如,该通知第2条规定:“对成功发行基础设施REITs的原始权益人,可按其融资规模的0.5%申请一次性激励补助,单户补助最高不超过500万元。对基础设施REITs的专项计划管理人,可按其实现融资规模的0.05%申请一次性补助,单户补助最高不超过50万元。”

影响基础设施 REITs 成功推进、繁荣发展的重要因素,商业地产类 REITs 也曾为避免担负重税或被重复征税而构造了复杂的融资结构并主要采用了抵质押型的 REITs 结构。这一领域处理规范的付之阙如,可能成为制约 REITs 金融工具助力基础设施投资发展的软肋,需要结合实践探索可行的立法之路。

二、基础设施 REITs 的法律结构与制度创新

(一) 基础设施 REITs 三层嵌套的法律结构

根据 40 号文、54 号文等上述基础设施 REITs 的制度规范,并借鉴之前商业资产类 REITs 的成熟操作,基础设施 REITs 的法律结构可以描绘如图 1 所示:

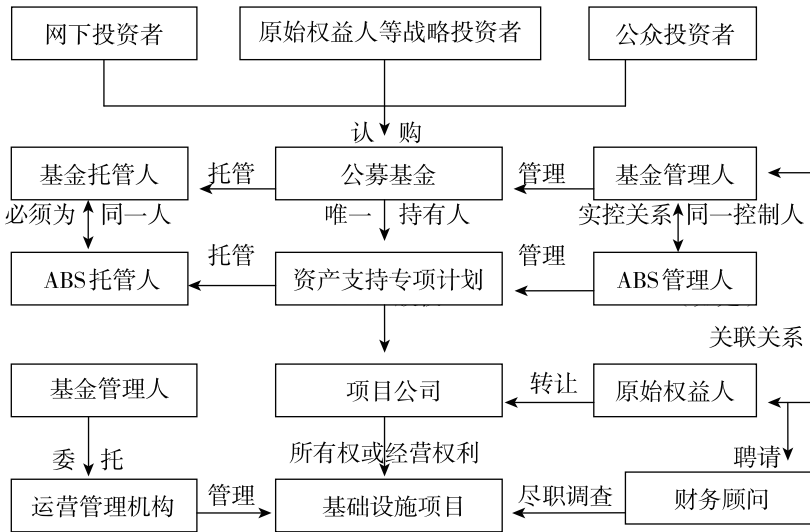


图 1 公募基础设施 REITs 的法律结构

(二) 基础设施 REITs 的制度创新分析

作为复合了公募基金、企业资产证券化与类 REITs 等多项法律制度优势的新金融产品,基础设施 REITs 的法律结构呈现明显的创新性,申言之:

其一,基础设施 REITs 是投融资有别的封闭式公募基金。

基础设施 REITs 不仅采用公募基金的载体形式,而且限于封闭式基金的运作方式。根据《证券投资基金法》第 45 条第 2 款的规定,封闭式基金是指基金份额总额在基金合同期限内固定不变,基金份额持有人不得申请赎回的基金。如此,基础设施 REITs 既解决了类 REITs 模式下私募发行的 ABS 流动性不强的问题,打开了向市场公开募集资金并通过二级市场交易提升流动性的途径,又缓解了公募基金管理人应对投资者赎回的压力,提供了基础设施项目投资市场化退出的渠道,还可以充分利用封闭式基金的扩募机制以及 54 号文第 28 条第 2 款允许基金直接或间接对外借入款项的规定^[12],筹集更多资本市场资金用于收购适格的基础设施项目,扩大资产管理规模并提升经营效益,一举多得。如此,通过构造多元的资本市场融资渠道并阻断基金赎回压力,54 号文实际上为基金管理人创造了并购优质基础设施项目,专心致志于项目运营管理以获取更高效益的相对宽松环境。

其二,基础设施 REITs 是持有全部 ABS 从而间接拥有项目公司 100% 股权的公募基金。

2019 年修订的《证券法》第 2 条第 3 款将资产支持证券(ABS)列入法定证券范畴,采用公募基金载体的基础设施 REITs 得以遵循《证券投资基金法》的规定,投资于 ABS 这一证券对象;与此同时,根据 54 号文第 2 款的规定,基础设施 REITs 对外投资,被允许突破公募基金证券投资的“双十”集中度要求,^[13]可以将所募资金的 80% 以上通过持有一单证券化产品的全部 ABS 而投资于特定基础设施项目,取得所有(权)者地位。换言之,54 号文要求基础设施 REITs 持有基础设施 ABS,并持有其全部份额,从而作为基础设施 ABS 的唯一持有人,通过资产支持专项

[12] 第 28 条第 2 款规定:“基础设施基金直接或间接对外借入款项,应当遵循基金份额持有人利益优先原则,不得依赖外部增信,借款用途限于基础设施项目日常运营、维修改造、项目收购等,且基金总资产不得超过基金净资产的 140%。……”

[13] 《公开募集证券投资基金运作管理办法》第 32 条第 1~2 项规定:“基金管理人运用基金财产进行证券投资,不得有:(一)一只基金持有一家公司发行的证券,其市值超过基金资产净值的 10%;(二)同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券,超过该证券的 10%。”

计划持有项目公司的全部股权,实现取得基础设施项目完全所有权或经营权利(对于特许经营项目)的目标。在这一结构中,资产支持专项计划(ABS)成为连接公募基金投资与项目公司股权的渠道,是资产证券化架构嵌套于公募基金,独具中国特色的制度安排。显然,如此设计在帮助公募基金实现间接持有基础设施项目权益的同时,也形成了基础设施 REITs 三层法律架构嵌套(公募基金—资产支持专项计划—项目公司)及多方“委托代理”(公募基金管理人—ABS 管理人—基础设施项目运营管理机构)的外观,给各方权责转承互动带来新挑战。

其三,存在公募基金管理人又是基础设施项目运营管理者的角色兼任。

传统的公募基金,管理人的职责限于进行证券投资与管理,充分发挥其作为资管产品(公募基金)受托人而承担的“受人之托,代人理财”的诚实信用、审慎勤勉义务,是典型的金融中介与常见的金融服务。同理,传统的基础设施项目,通常由原始权益人(或其关联机构)或第三方机构进行运营管理,属于产业管理和实业运作的范畴,区别于金融业务活动。但在基础设施 REITs 中,公募基金管理人兼任基础设施项目运营管理人(管理内部化),被要求应当按照法律法规规定和基金合同约定主动履行基础设施项目运营管理职责,尽管部分职责^[14]可以通过设立子公司或者委托外部管理机构进行(管理外部化可选),但其法律责任不因委托而免除。^[15]

如此,公募基金管理人的业务范围,涵摄了尽职调查与基金发售(及扩募)、基金上市与交易、基金投资与管理、基金与基础设施项目信息披露、基础设施项目运营管理、基础设施项目并购与处置等,在证券业务上

[14] 根据 54 号文第 38 条的规定,这些职责主要指:“……(四)为基础设施项目购买足够的财产保险和公众责任保险;(五)制定及落实基础设施项目运营策略;(六)签署并执行基础设施项目项目运营的相关协议;(七)收取基础设施项目租赁、运营等产生的收益,追收欠缴款项等;(八)执行日常运营服务,如安保、消防、通讯及紧急事故管理等;(九)实施基础设施项目维修、改造等……”

[15] 参见 54 号文第 38~39 条。

可能对标保荐、承销、并购、资产管理、资产证券化等多项业务条线,^[16]同时还承担着对基础设施项目这一实业进行运营管理的职责。无论在哪个领域,公募基金管理人都是法定的第一责任主体。如此安排,旨在集中三层法律嵌套结构中公募基金与基础设施项目的管理权限,从业务监管和投资者保护的视角出发,高效便捷地明确法律责任的最终主体,助力公募基金管理人减少运作项目的沟通成本并提升整体管理效率。但值得注意的是,三套法律架构依托于现有制度规则且已各自形成一套自洽的运作流程,而基金合同需要根据基础设施项目的具体情形进行安排,实务运作能否如基础设施 REITs 法律框架构想的那样无缝衔接并有序联动,有待时间检验。

其四,存在托管人兼任基金托管人与 ABS 托管人的角色合一。

晚近以来,为制约拥有决策与管理运营权的管理人滥用自由裁量权及侵吞受托财产,通常引入托管人角色,用于履行安全保管资产,按照合同约定执行管理人划款指令,及时办理清算交割事宜,以及核查资管产品净值等职责,同时依法监督管理人的投资运作行为。这一最早在国内公募基金领域运用的托管人制度,也在其他大资管产品及企业资产证券化业务中得到广泛运用,其功能独立(functional independent)于管理人,被誉为投资者的“保护神”,客观上能够起到制约和监督管理人的作用。^[17]基础设施 REITs 保留了公募基金架构层面用于制约基金管理人的托管人制度和资产证券化(资产支持专项计划)架构层面用于制约 ABS 管理人的托管人制度,并且将二者的职责汇聚于一身,由同一托管人担任。尽管两个法律架构之下的托管人职责不尽相同,但同一托管人身兼两职不仅未减少对应的托管职责,反而可以有效消除 REITs 复杂架

[16] 54 号文第 46 条第 1 款规定:“证券交易所应当比照公开发行证券要求建立基础设施资产支持证券挂牌及基金上市审查制度,制定基础设施基金份额发售、上市、交易、收购、信息披露、退市等具体业务规则,强化对相关参与主体的自律管理。”上海证券交易所发布的《公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》第 64 条也规定,除另有规定外,涉及基础设施基金的收购及份额权益变动的,参照《上市公司收购管理办法》及交易所关于上市公司收购及股份权益变动的有关规则进行适用。深圳证券交易所也有类似规定。

[17] 参见洪艳蓉:《论基金托管人的治理功能与独立责任》,载《中国法学》2019 年第 6 期。

构下的沟通成本,减少监督制约管理人的制度真空,明确托管责任,激励托管人及时回应管理人的行为并履行监督之责,不失为高明的制度创新。

其五,存在基础设施项目原始权益人作为战略投资者的角色转换。

在信贷资产证券化中,监管者强制原始权益人应持有其发起的每一单资产证券化中最低档次 ABS 的 5% (且持有期限不低于最低档次证券的存续期限)^[18],作为风险自留以制约原始权益人可能的道德风险,其法律原理和业务操作规则移植自美国 2007 年次贷危机之后根据 2010 年《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法》(Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)对证券化发起人(原始权益人)与投资者“利益共享,风险共担”的风险自留改革。^[19]而在企业资产证券化中,证监会规定专项计划可以通过内外部信用增级方式提升 ABS 信用等级并要求管理人在计划说明书中说明原始权益人风险自留的相关情况,未做强制要求。但上海证券交易所在其 2018 年 6 月 8 日发布实施的《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》中效法信贷资产证券化的做法,要求原始权益人做同样的风险自留,并且规定除非根据生效判决或裁定,不得将该风险自留的 ABS 进行转让或以任何形式变相转让。^[20]

基础设施 REITs 中,尽管中间层嵌套的是基础设施类 ABS,但证监会未采用在该层面要求原始权益人风险自留的做法(未适用基础设施类资产证券化的这一规定),而是转变监管思路,回应基础设施项目权益型 REITs 及三层法律架构嵌套的特点,要求已出售基础设施项目所有权的原始权益人转变为公募基金的投资者参与战略配售,规定原始权益人或其同一控制下的关联方(如无特别说明,以下简称原始权益人)购买的公募基金份额不得低于该次发售数量的 20%,且持有期自基金上市之日起不少于 60 个月,购买超过 20% 的部分不少于 36 个月,且在持有期间不得质押。^[21]监管者使用的是基金份额转售锁定期的方式绑定原始

[18] 中国人民银行等于 2012 年 5 月 17 日发布实施的《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》第 3 条。

[19] 参见王鑫:《美欧经验下中国资产证券化风险自留规则的完善》,载《法学评论》2017 年第 5 期。

[20] 参见该指南第 19 条。

[21] 参见 54 号文第 18 条。

权益人与投资者利益的一致性,制约其信息不对称下隐含的道德风险。当然,原始权益人不可能无限制参与配售公募基金份额,^[22]否则既丧失了原始权益人出售基础设施项目进行融资的意义,也可能会导致投资人少于 1000 人而不符合投资分散度要求而被认为募集失败。^[23]

三、风险配置视角下基础设施 REITs 的各方权责剖析

基础设施 REITs 的上述创新,联接了多项既有法律制度的某些优势,又在此基础上对旧有规则做了不违背上位法的最大限度的突破,是罕见的复合型法律构造和高度联动金融与实业的产品创新。如此安排,尽管可能造成这一金融产品三层法律架构嵌套的复杂外观和多层“委托代理”关系,但无疑是通过充分剪裁与联接不同法律制度优势,从而突破单一法律框架难以跨越的制度障碍的高效方法。就实践效果而言,从证监会和发改委于 2020 年 4 月 24 日发布 40 号文到 2021 年 4 月 23 日沪深交易所正式受理基础设施 REITs 项目材料,在一周年时间内快速完成系列规则起草及产品落地就可见一斑。^[24]

从风险配置的角度来看,基础设施 REITs 中作为主要法律关系主体的投资者、原始权益人和基金管理人,其原本在类 REITs(一般企业资产证券化)中经过实践淬炼得到平衡的权责关系,在上述全新的法律架构中需要重新配置并寻求新平衡。这一再平衡的过程往往能够真实折射法律结构对个体权益的影响并最终决定市场参与各方的积极性及产品创新的勃兴度,更进一步地引发人们对法律结构与功能实现之间适配性的思考与调整,是推动制度改革与完善的基础性力量来源。

(一)基础设施 REITs 中投资者的权益保障问题

众所周知,投资者是资本市场的源头活水,维持他们的投资信心并

[22] 除了原始权益人外,公募基金还可能还有其他战略配售者,以及网下投资者和场内、场外的公众投资者。54 号文第 19 条也规定,扣除向战略投资者配售部分后,基础设施基金份额向网下投资者发售比例不得低于本次公开发售数量的 70%。

[23] 参见 54 号文第 24 条第 2 项。

[24] 参见中国 REITs 论坛:《公募 REITs 的 365 天,我们一起走过》,载微信公众号“REITs Forum”2021 年 4 月 30 日。

保护其合法权益,是资本市场做大做强之必由之路。在制度机理上,“一个强大的证券市场依赖法定的和市场的制度所组成的复杂网络来确保少数股东:(1)获得公司商业价值的充分信息,和(2)确信公司经理人和股东不会诈取他们投资的大部分或全部价值”。^[25]同理,公募基金投资者(下文除非另有说明,不包括作为战略投资者的原始权益人)以追求投资安全性、流动性和收益性为递进性目标,这一新兴市场同样需要通过 REITs 法律制度和基金合同等安排,为投资者获得充分决策信息及有效维权提供保障,才能吸引其前来。

1. 投资者权益的基金属性与保护法源

投资者的权益维护基于其持有的证券属性、请求权基础及相应的法律保障。中国语境下,基础设施 REITs 利用了公募基金的法律组织形式,投资者获得的是封闭式公募基金的法律身份。尽管基础设施 REITs 通过投资 ABS 持有项目公司股权而间接取得基础设施项目完全所有权/经营权利,感觉像股权性投资,同时须将符合条件的收益高比例分配,又像债权性投资,但基金投资者不是基础设施项目的直接股东,也并非其债权人,而是以信托财产运作成效作为收益偿付来源的信托受益人(基金)人,其收益分配及权利行使需要按照基金的信托财产属性及法律规则进行。换言之,基础设施 REITs 份额的法律属性为基金,是与股票、债券并列的一类金融产品,首先并主要遵循《证券投资基金法》等相关规定。尽管《证券法》第 2 条第 2 款规定“政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定”,为基金投资者提供了证券法上的保护法源,同时,54 号文和沪深交易所等基础设施 REITs 规则也强调了要参照公开发行证券要求进行相应的监管,但基金管理人是在《信托法》下担负受托职责的受托人,契约性基金(信托)的发售及其信息披露等不同于公司组织形式下股票、债券的上市交易规则,证券法上用于保护投资者的责令回购股票、控股股东/实际控制人、证券市场中介等在证券虚假信息陈述方面的过错推定及连

[25] Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, UCLA Law Review, Vol. 48, Issue 4, 2001, p. 783.

带赔偿责任^[26]等规则,如要适用于公募基金,可能需要进行必要的转换并探索符合逻辑的法律路径。总之,在上位法区分股票、债券及基金等金融产品并分类监管的情况下,基础设施 REITs 这一新产品的诸多投资者保护问题的解决,可能需要更多地倚重 54 号文,特别是基金合同的具体约定。

2. 投资者的信息获取

就信息获取而言,54 号文将基金管理人作为第一和主要的信息披露义务人,其披露的内容包括基础设施 REITs 三层法律架构,涵摄公募基金、基础设施 ABS 及基础设施项目运营管理三方面,投资者需要理解这一复杂结构及其联动关系下所包含的丰富内容,可能为此付出更多的信息处理成本。基础设施项目的价值及其可能产生的现金流构成了基础设施 REITs 的价值来源,尽管基金管理人被要求应当聘请评估机构对基础设施项目资产每年进行 1 次评估,但监管者同时要求基金管理人在信息披露文件的显著位置特别声明“相关评估结果不代表基础设施项目资产的真实市场价值,也不代表基础设施项目资产能够按照评估结果进行转让”;此外,在披露涉及与基础设施 REITs 这一产品特征的相关信息时,管理人可以不披露“每周基金资产净值和基金份额净值,定期报告基金净值增长率及相关比较信息”等。^[27] 由此,投资者在评价基金价值时,需要综合更多的因素全面地进行分析判断,其专业性和成熟度要求可能远高于以二级市场股票、债券为投资对象的传统公募基金对公众投资者的标准。除了基金管理人依法对外统一、公开地履行信息披露义务外,基金投资者能否像股东那样享有向公司的查询权,以便了解具体信息,维护自身合法权益呢?笔者认为,基于公募基金架构的信托法基础,依据《信托法》的规定,投资者作为信托受益人,有权了解信托财产的管

[26] 《证券投资基金法》第 106 条规定:“律师事务所、会计师事务所接受基金管理人、基金托管人的委托,为有关基金业务活动出具法律意见书、审计报告、内部控制评价报告等文件,应当勤勉尽责,对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给他人财产造成损失的,应当与委托人承担连带赔偿责任。”但其对投资者的保护力度弱于《证券法》的相关规定。

[27] 参见 54 号文第 36 条第 3~4 款。

理运用、处分及收支情况,并有权要求受托人(基金管理人)作出说明;同时其也有权查阅、抄录或者复制与信托财产有关的信托账目以及处理信托事务的其他文件。^[28] 这种权利在基金管理人未及时充分履行信息时,给了基金投资者另一种获取信息的法定保障,特别是当基金投资者进行维权诉讼/仲裁时,在没有类似股票的推定受托管理人过错且实行举证责任倒置约束的情况下,要求基金管理人提供必要的信息材料,是投资者证明基金管理人是否审慎勤勉履行受托职责,从而可以有效维权的前提基础。

3. “用手投票”与“用脚投票”的权利行使机制

就权利行使机制而言,法律通常为投资者提供了“用手投票”与“用脚投票”的安排,前者主要指基金投资者通过参与基金持有人大会行使表决权而主张权益,后者主要指投资者通过二级市场交易退出基金进行变现而维权。尽管《证券投资基金法》第 47 条、^[29] 第 84 条^[30] 及第 86 条^[31] 以及 54 号文第 32 条^[32] 等条文规定了应召开债券持有人大会进行决议的事项及出席会议人数、表决机制等方面的具体要求,但客观上公募基金份额持有人大会召开的复杂要求、漫长周期以及相对于原始权益人 20% 以上的战略配售比例^[33],其他投资者没有决定权优势且缺乏类似股票的对中小投资者表决情况单独计票的制度安排,决定了“用手

[28] 参见《信托法》第 49 条第 1 款及第 20 条。

[29] 该条规定:“基金份额持有人大会由全体基金份额持有人组成,行使下列职权:(一)决定基金扩募或者延长基金合同期限;(二)决定修改基金合同的重要内容或者提前终止基金合同;(三)决定更换基金管理人、基金托管人;(四)决定调整基金管理人、基金托管人的报酬标准;(五)基金合同约定的其他职权。”

[30] 该条规定:“召开基金份额持有人大会,召集人应当至少提前三十日公告基金份额持有人大会的召开时间、会议形式、审议事项、议事程序和表决方式等事项。基金份额持有人大会不得就未经公告的事项进行表决。”

[31] 该条第 1 款规定:“基金份额持有人大会应当有代表二分之一以上基金份额的持有人参加,方可召开。”

[32] 该条主要针对基础设施项目的独有事项,规定了应经参加大会的基金份额持有人所持表决权 1/2 或 2/3 表决通过的情形及回避要求。

[33] 从已有的 4 单申报项目来看,原始权益人参与战略配售的比例远高于 20% 的法定最低要求,其中沪杭甬高速 REITs 的为 56.843%;渝遂高速 REITs 的其中一位原始权益人参与配售 51%,另一位原始权益人参与配售 10%;首钢生物质 REITs 的为 40%;招商产业园 REITs 的为 25%~35%。

投票”并非投资者常规和主要的权益保护手段,可能因此更多地转向在二级市场投资基金进行风险转嫁和流动性变现。但应引起注意的是,基础设施 REITs 采用封闭式基金的运作模式,投资者无法回售基金而使基金管理人承压;而在二级市场寻求交易,可能存在这一新兴市场投资人气不旺、投资价值认识同质化、投资者分散度不充分而造成流动性不足且难以具有吸引力的价格进行交易的情况。也因此,沪深交易所为基础设施 REITs 份额提供了多元化的交易方式,允许其采用竞价、大宗、报价、询价、指定对手方和协议交易等交易所认可的交易方式,除竞价和大宗交易适用基金交易的相关规定外,其他方式参照适用债券交易的相关规定,还允许基础设施基金作为质押券按照交易所规定参与质押式协议回购、质押式三方回购等业务。^[34]

4. “持有人利益优先”原则的理解

类 REITs 下的优先档 ABS,被设计成固定收益型证券,投资者的权益保障主要来自以下几方面:(1)采用内部信用增级的优先一次级结构,由原始权益人持有次级档 ABS,吸收一定的损失风险,为保障投资者的优先受偿提供“安全垫”;(2)引入外部信用增级,如第三方差额补足、抵质押担保以及第三方回购 ABS 或基础资产等,缓释一定的信用风险及流动性风险;(3)产品设计多为抵质押型,原始权益人未卖断基础资产,只是转让特定期间的收益进行融资,部分原始权益人的良好主体信用起到了风险补偿的作用。也因此,私募发行下的类 REITs 优先档 ABS 常常能获得 AAA 的高评级,深受投资者青睐。相比类 REITs 下优先档 ABS,基础设施 REITs 在设计上被要求产品公开募集和原始权益人卖断资产,较好地解决了 ABS 流动性、基金扩募、项目退出及类 REITs 常被诟病的倚重原始权益人主体信用,未真正实现资产“风险隔离”并实质证券化的问题,是更为市场化、开放和透明的 REITs 制度安排和进步,值得肯定。但基础设施 REITs 未进行资产支持证券分档,所有投资者都是法律地位平等的基金份额持有人,因此,无法从原始权益人或第三人那获得类似的信用增级保障,而间接拥有基础资产项目所有权的构造也使

[34] 参见《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》第32条、第37条。

投资者成为风险的最终承担者(同时也是剩余价值享有者)。可以说,基础设施 REITs 是更面向公开市场,充分体现买者风险自负,复合了股权与债权特征的金融创新产品。

值得注意的是,54 号文不仅在第 3 条第 1 款^[35]总括性地提出了基金管理人从事基础设施基金活动应当遵守“持有人利益优先”原则,而且在基础设施基金对外借款,^[36]基金管理人主动履行基础设施项目运营管理职责,专业审慎处置资产,^[37]以及基金清算涉及基础设施项目处置^[38]时,再次强调了基金管理人应当遵循基金份额“持有人利益优先”的原则。54 号文总则及分则的再三强调,既彰显了监管者保护投资者的初心,也凸显了对具有更多关联交易的基础设施 REITs 运营管理活动,投资者利益优先于基金管理人的必要性,从而可以更好地限制后者的自利或其他利益输送行为。然而,基础设施项目的运营管理活动广泛,并不仅仅局限于防控基金管理人的利益冲突行为,更应要求其审慎勤勉,为基金份额持有人的最大利益行事,过度强调前者,可能无法全面指导基金管理人履行职责。

一方面,如上所述,投资者持有的是基金份额,穿透来看是项目公司 100% 股权的所有者,如果基础设施基金项目借入款项,相比于这一债权,基础设施项目所产生的收益应首先偿付借款本息而非优先偿付给投资者;另一方面,基础设施基金虽然被要求进行分红,但分红的前提是合并后基金年度存在“可供分配金额”。根据 54 号文第 31 条第 2 款规定,^[39]基金

[35] 该款规定:“基金管理人、基金托管人从事基础设施基金活动应当……遵守持有人利益优先的基本原则,有效防范利益冲突,实现专业化管理和托管。”

[36] 第 28 条第 2 款规定:“基础设施基金直接或间接对外借入款项,应当遵循基金份额持有人利益优先原则,不得依赖外部增信,借款用途限于基础设施项目日常运营、维修改造、项目收购等,且基金总资产不得超过基金净资产的 140%。……”

[37] 第 38 条有关基金管理人的职责第 15 项规定:“按照基金合同约定和持有人利益优先的原则,专业审慎处置资产。”

[38] 第 45 条第 2 款规定:“基金清算涉及基础设施项目处置的,基金管理人应当遵循基金份额持有人利益优先的原则,按照法律法规规定进行资产处置,并尽快完成剩余财产的分配。……”

[39] 该款规定:“基础设施基金存续期间发生的与基金有关的下列费用可以从基金财产中列支:(一)基金管理费、托管费;(二)为基金提供专业服务的会计师事务所、律师事务所等收取的服务费用;(三)由基金财产承担的其他费用。”

收入先要扣除基金管理费、托管费及各项服务费用等,才能算出净利润;之后根据第30条第2款的规定,^[40]净利润也并非完全都可分配给投资者,还要留足未来基础设施项目经营所需现金流、储备一定的偿债资金以及考虑收购新基础设施项目的资金需求等。从实践来看,一些项目设置了不低的基金管理人管理费,有的还细分为固定管理费及浮动管理费,后者的激励比例多达年度基金可供分配金额超出一定金额部分的10%~20%,^[41]也是一笔不小的扣减金额。如此,无论从权益属性,还是扣减顺序与比例来看,可能都不宜片面地理解“持有人利益优先”这一原则,而应对基础设施 REITs 的可分红及分红金额有更理性的认识。

(二)基础设施 REITs 中原始权益人的去留问题

传统基础设施项目的运作,通常由原始权益人担纲全程角色,集建设—持有—运营至到期于一身,即使是采用政府和社会资本合作(PPP)方式的基础设施,也往往由社会资本一方承担上述主要角色,鲜有分解其中环节并分配给各专业机构进行管理的操作。而资产证券化的创新优势在于其结构性,正如美国著名经济学家弗兰克·法布齐和弗兰克·莫迪格利亚尼指出的那样,“资产证券化的金融创新浪潮,其真正意义并不在于发行证券本身,而在于这种金融工具彻底改变了传统的金融中介方式,在借款人与贷款人之间,架起了更有效的融资渠道”^[42]。证券化融资带来的分解融资环节并分工给相应专业机构承担的变化,无疑促进了金融市场深化并提高了项目运营效率与专业化程度,是利好原始权益人与投资者的金融创新。

基础设施 REITs 传承了证券化的这一结构化创新属性,对原始权益人的角色担当及功能再造进行了比类 REITs 更进一步的设计。在类 REITs 下,原始权益人出于日后继续持有基础资产的愿景,大多采用抵押型操作模式,即使是少有的转让所有权的操作,原始权益人也往往设

[40] 该款规定:“可供分配金额是在净利润基础上进行合理调整后的金额,相关计算调整项目至少包括基础设施项目资产的公允价值变动损益、折旧与摊销,同时应当综合考虑项目公司持续发展、偿债能力和经营现金流等因素,具体由中国证券投资基金业协会另行规定。”

[41] 参见首钢生物质 REITs《招募说明书(草案)》,第295~296页。

[42] 汪利娜:《抵押贷款证券化在美国的兴起与发展》,载《财贸经济》2000年第6期。

置一定的优先回购权并为此支付一笔不菲的费用。为避免类 REITs 上述操作模式下未出表的弊端,以及实现盘活存量资产、降低地方政府负债率,释放项目资本金用于新投资等经济政策目标,基础设施 REITs 要求原始权益人转让基础设施项目所有权或经营权利,由此改变既有基础设施项目运营管理的权责利关系。在这种新操作下,原始权益人看似远离了原来的基础设施项目,但结合 54 号文等规则内容及实践中的项目内容,实则不然。换言之,原始权益人正在以某种更新的方式更全面深入地参与到基础设施项目中,其原有的主导地位似乎并未因此受到动摇。具体而言:

1. 原始权益人从所有者到投资者的转变

根据 54 号文的规定,原始权益人将基础设施项目所有权或经营权利转让(通过转让项目公司股权的方式)给基金管理人所代表的基础设施 REITs 之后,应以战略投资者的身份参与认购至少 20% 的基金份额,且至少锁定 60 个月并不得进行质押融资。法律只规定了最低战略配售比例,但未设置认购上限。不过,因基础设施 REITs 为公募基金,需要确保持有基金的投资者人数不少于 100 人;同时从经济效益及其可行性上看,原始权益人也不可能花费巨额成本成就全额投资者的身份转换(从资产端到权益端的会计报表项目转换)。

基于卖断的设计,基础设施所有权或经济权利从原始权益人处转移至基础设施 REITs,原始权益人不再负担基础设施项目维护与运营的相关义务,摆脱了抵质押型的类 REITs 之下,根据资产证券化规则,^[43]作为特定原始权益人的身份,以及基于这一身份应当在专项计划存续期间为基础资产产生预期现金流提供必要保障的义务。^[44]换言之,对基础设施项目的维护、运营与管理转由基金管理人承担,原始权益人获得了基础设施项目转让对价,全身而退。

当然,基于基础设施项目之前处于原始权益人控制之下,原始权益人在对外转让之时及之后,一方面,需要及时向基金管理人及时移交基

[43] 参见《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》第 11 条。

[44] 例如,对高速公路的维修与运营,对产业园区的管理与物业服务,对市政工程的供应水电气热等先履行义务,如此才有可能保障基础设施项目发挥功能,第三人使用后进行付费而产生相应的现金流。

基础设施项目及相关印章证照、账册合同、账户管理权限等,并确保基础设施项目真实、合法,向基金管理人等机构提供的文件资料真实、准确、完整,不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏;另一方面,应配合基金管理人、基金托管人以及其他为基础设施基金提供服务的专业机构履行职责,不得继续侵占、损害基础设施项目。^[45]同时,54号文第43条第2款取法《证券法》第24条第2款关于责令回购的规定,要求“主要原始权益人及其控股股东、实际控制人应当承诺,提供的文件资料存在隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容等重大违法违规行为的,应当购回全部基金份额或基础设施项目权益”,形成对原始权益人等主体的制约,不过采用的是上述主体的单方承诺方式,而非《证券法》规定的监管部门的行政强制举措,约束效果及其救济可能更薄弱。

尽管原始权益人卖断了基础设施项目,但并不意味着没有路径再对基础设施项目产生影响,除了下文提到的作为运营管理机构之外,更直接有效的是如上所述的成为基础设施 REITs 的投资者。不过,原始权益人除了 20% 的法定战略配售比例外,却可自主决定涉入基础设施项目的程度,如果原始权益人有意进行项目并表,标准上也只需投资 51% 基金份额即可达臻目标,从最早向沪深交易所申报的项目来看,沪杭甬高速 REITs 中原始权人的战略配售比例为 56.843%,渝遂高速 REITs 的一位原始权人的战略配售比例为 51%,正是如此的设计。这一操作的显著益处在于不必付出全部成本却可能控制基础设施项目,也即原始权益人获得了使用适当杠杆率撬动基础设施项目控制权的机会,从而在未必改变原有控制格局的基础上大大节约了资金投入,无疑是利好于那些想对基础设施项目进行证券化融资,却又希望继续保留控制权的原始权益人。

2. 原始权益人从内部管理机构到外部管理机构的转变

从 REITs 运作的制度规范及实践操作看,既有采用由 REITs 内部的管理部门或管理公司自行进行基础设施项目运营管理的内部模式(如美

[45] 参见 54 号文第 43 条第 1 款。

国^[46]),也有由基金管理人自行或委托第三方机构进行运营管理的外部模式(如中国香港地区、新加坡、日本、英国、^[47]欧盟)。总体而言,内部模式有助于降低运营成本,调动管理人的积极性,促使其更好地主动履行管理职责;外部模式有助于基金管理人充分发挥/借用专业机构的成熟经验和管理技能,采取更稳健的 REITs 经营策略。^[48] 根据 54 号文,我国基础设施 REITs 吸收内外部管理模式的优势,强调了基金管理人主动运营管理基础设施项目的主导作用,但又允许其委托外部管理机构负责部分运营管理职责,^[49]可归入外部管理模式。由此,开创了专长于二级市场投资,作为金融持牌机构的公募基金管理人涉足实业领域,主导基础设施项目资产组合及运营管理事务的先例,这无疑对基金管理人应具备的管理能力及人、财、物等配套条件提出了要求与挑战。

从实践来看,类 REITs 之下通常聘请原始权益人继续担任基础资产的管理机构,以回应原始权益人维护客户关系需求,取得平顺资产日常管理并借助其管理经验/资质,提高运营效率等方面的效果。如上所述,基金管理人尽管被要求担纲主动运营管理基础设施项目的义务,但作为持牌金融机构的背景往往使之难以短期内齐备真正有效运营管理基础设施项目的条件,虽然可采用招聘相应管理团队或收购相应业务公司的方法,但从目前项目申报的情况看,更高效的方式仍是继续聘用原始权益人(或其具体负责运营管理的子公司)担任基础设施项目的运营管理机构。由此,原始权益人从对自持基础设施项目进行管理的内部管理机构,转变为卖断基础设施项目之后,受聘于基金管理人的外

[46] 20 世纪 90 年代之后,市场可以自由选择外部或内部管理模式,内部管理模式目前已成为美国的主流。

[47] 由于外部模式中 REITs 与外部管理人之间天然的利益冲突缺陷,目前越来越多地倾向讨论采用内部模式。

[48] 参见北京大学光华管理学院:《中国公募 REITs 管理模式研究》,载北京大学光华管理学院网站,https://www.gsm.pku.edu.cn/thought_leadership/info/1072/1290.htm,2021 年 4 月 30 日访问;中信建投证券课题组:《基础设施 REITs 发展的国际经验及借鉴》,载《证券市场导报》2021 年第 1 期;王娴:《不动产投资信托(REITs)监管成本与制度完善——基于欧美制度比较的视角》,载《金融监管研究》2021 年第 2 期。

[49] 54 号文第 38 条第 4~9 项,具体内容详见前注[48],基金管理人应当承担的责任不因委托而免除。

部管理机构。

法律视野下,原始权益人作为外部管理机构与基金管理人之间是商事委托代理关系,在基金管理人的授权范围内进行代理事项,并将具体运营管理结果归于基金管理人承受。同时,由于立法不允许基金管理人全部外包基础设施项目运营管理职责,运作上基金管理人仍需与外部管理机构进行沟通及合作,并从外部管理机构那获取相应的基础设施项目运营管理信息以履行信息披露职责。总之,二者合作的融洽程度及基金管理人对外部管理机构行为激励约束的有效性,是决定基础设施项目运营管理效果的关键。实践中,部分申报项目设置了对外部管理机构的绩效考核要求替代单一的固定管理费率,以起到制约外部管理机构可能利用信息不对称滋生道德风险的问题,也能激励其提高工作效率,更好地履行职责。

需要注意的是,如果原始权益人与基金管理人之间存在关联关系,特别是中国语境下的基础设施领域,由于地方政府是基础设施项目的主要提供者,同时又存在国有资本入股金融机构的常规操作,很容易形成原始权益人与基金管理人有同一控制人或二者之间存在控制等关联关系的情形。^[50] 对于二者之间存在关联关系的,54号文第10条规定在基础设施 REITs 设立阶段,基金管理人应当聘请第三方财务顾问独立开展尽职调查,并出具财务顾问报告,以减少关联交易对交易公平合理性的影响,维护投资者的信心。然而,如果基金管理人聘请与之存在关联关系的原始权益人(或其控股子公司)担任外部管理机构,那么势必在基

[50] 例如,沪杭甬高速 REITs 中,基金管理人浙商证券资产管理有限公司就是原始权益人,也是作为外部管理机构的浙江沪杭甬高速公路股份有限公司的控股下属公司;首钢生物质 REITs 中,基金管理人中航基金管理有限公司的主要股东之一北京首钢基金有限公司(出资 45%),与原始权益人首钢环境产业有限公司,同为首钢集团有限公司的全资子公司,而外部管理机构北京首钢生态科技有限公司则是原始权益人的全资子公司。招商产业园 REITs 中,基金管理人博时基金管理有限公司与原始权益人招商局蛇口工业区控股股份有限公司均为招商局集团同一控制下的关联方,而外部管理机构深圳市招商创业有限公司则是原始权益人的全资子公司。值得注意的是,该项目聘请招商证券作为财务顾问,其不仅是基金管理人博时基金管理有限公司的控股股东(49%),也是招商局集团同一控制下的关联方,由此项目进行申报时收到了深圳证券交易所的问询,之后基金管理人通过补充聘请中信证券股份有限公司担任第三方财务顾问,最终获得深交所认可并审议通过。

基础设施项目运营管理阶段延续这种关联关系的影响,而 54 号文对此并未作出类似的制度回应。如果基金管理人与聘请的外部管理机构存在关联关系,那么,一方面,在基础设施项目运营管理的沟通及合作上可能更为便利高效,但未必利于监督外部管理机构,预设的外部管理模式潜藏着演化成内部人控制的风险,对投资者权益保护构成一定威胁;另一方面,卖断基础设施资产的原始权益人从运营管理义务中脱离出来,转而作为专业运营管理服务商受聘于基金管理人并收取管理费,按照专业化分工及市场化竞争的预期应能够带来更低廉的服务费用和更优质的专业服务,但在存有关联关系且基础设施服务具有一定地方性和项目局限性的情况下,可能隐含着管理费用等利益内部消化而非外流部分的弊端,外部管理机构可能按更高的标准收取管理费用或设置更容易达到的激励条件侵蚀基础设施 REITs 的资金支出,而缺乏监督情况下的运营管理可能仍停留在未市场化阶段的水平,由此增大运营管理费用并影响基础设施 REITs 的未来收益,损害投资者合法权益。

3. 原始权益人作为基础设施 REITs 的交易对手方

卖断基础设施项目的原始权益人既以战略投资者身份继续留在基础设施项目中,还可能以形式多样的交易对手方身份与基础设施 REITs 发生联系,充分利用其与基础设施项目的密切关系,最大化卖断资产利益,更进一步利用基础设施 REITs 这一金融工具的功能,实现所持基础设施项目资产上市及相关基础设施项目的有效整合,取得更优的经济和社会效益。具言之:

其一,原始权益人可以按照招募说明书及基金合同的约定,优先无偿受让卖断的基础设施项目,换言之,基础设施 REITs 可能成为原始权益人拿出基础资产项目一定年限的经营权益进行现金流折现(资产评估的收益法)^[51]之后卖断融资的有效工具。也因此,投资者需要注意的是,尽管 54 号文规定基金管理人代表投资者取得基础设施项目的所有权/经营权利,但对涉及特许经营权的项目而言,未必是永久的产权(受

[51] 参见戴德梁行、中联基金:《关于基础设施 REITs 投资价值判断的几个关键问题》,载微信公众号“REITs Forum”,2021 年 5 月 7 日。

土地使用权期限等制约)或特许经营权,^[52]如果基金合同约定的期限已到,或在剩余特许经营期限届满后,基金管理人未能获得新特许经营权(或者已超过特许经营权最长期限,无法再就基础资产项目进行收费),也没有购入新基础设施项目,那么将触发基金清算,终止基金运作,相应的基础设施项目可能按约定由原始权益人或相关的主管部门无偿收回,^[53]这一点不同于商业 REITs 投资,后者拥有商业基础资产的最终所有权并可分享该资产随时间增长的价值。也因此,基础设施 REITs 投资者获得的可能只是基础设施项目未来一定年限内的经营现金流扣除相应成本费用之后的可供分配金额,这在很大程度上限制了基础设施 REITs 收益的上行空间。

其二,基础设施 REITs 进行基础设施项目购入或出售时,原始权益人可能作为新基础设施项目的提供者或既有项目的购买方与基金管理人进行交易。根据 54 号文第 32 条的规定,上述内容属于关涉投资者利益的重大事项,需要召开基金份额持有人大会进行表决,且基于交易金额是否占基金净资产 50% (含)以上而分别适用 1/2 或 2/3 通过的表决机制。需要注意的是,基础设施 REITs 存续期间进行的项目购入或出售,其操作流程应等同于基金首次募集时的操作,^[54] 确保信息透明及交

[52] 按照 2015 年 6 月 1 日起施行的《基础设施及公用事业特许经营管理办法》第 6 条的规定,基础设施及公用事业特许经营期限最长不超过 30 年。而根据 40 号文及 54 号文的规定,首选具备成熟的经营模式及市场化运营能力,原则上要求运营 3 年以上,已产生持续、稳定现金流,投资回报良好的项目。也因此,第一批申报的项目都具备了如上条件,更突出是高速公路项目,都已运营 10 多年。

[53] 例如,首钢生物质 REITs 在招募说明书(草案)对投资者作了“基础设施项目的服务期和/或收费期届满后,首钢集团有限公司或其指定关联方有权优先无偿受让项目公司股权/基础设施项目,且无须召开基金份额持有人大会审议”的风险揭示。沪杭甬高速 REITs 在招募说明书(草案)第 26 章“基金的终止与清算”中载明,“杭徽高速公路(浙江段)收费期限期满后,将按国家有关规定无偿向交通主管部门办理收费公路移交手续(含项目用地移交)”(第 321 页)。

[54] 例如,根据 54 号文第 12 条第 2 款的规定,基金运作过程中发生购入或出售基础设施项目等情形时,同样要进行资产评估,并且评估基准日距离签署购入或出售协议等情形发生日不得超过 6 个月,同于首次发售的时间期限。第 33 条第 2 款规定:“基础设施基金存续期间拟购入基础设施项目的标准和要求、战略配售安排、尽职调查要求、信息披露等应当与基础设施基金首次发售要求一致,中国证监会认定的情形除外。”

易价格公平合理,获得正当性。当然,如果原始权益人是向基金再次出售新基础设施项目或购回原来的项目,那么其就与这一表决事项存在关联关系,按照防控利益冲突的要求,原始权益人应当予以回避,其所持份额不计入有表决权的基金份额总数。54号文第2款对此作了专门规定,确有必要,需要在实践中予以严格执行,以保护原始权益人(作为战略投资者)以外的其他投资者的合法权益。

(三) 基础设施 REITs 中基金管理人的行权问题

在基础设施 REITs 中,基金管理人身兼基金管理人和 ABS 管理人两职,全程主导基础设施基金募集发售、信息披露、投资管理、扩募、交易与清算,以及基础设施项目尽职调查、资产购入、运营管理、资产出售处置等多个环节和多项事务,其管理权限和职责范围结合了公募基金这一资管业务,也涵盖了基础设施项目上市融资、并购重组等投行业务,还包含着基础设施运营及资产处置等存续期管理这一实业经营内容,业界形象地称为“资管业务投行化”或“投行业务资管化”,基金管理人也由此被视为另类资产管理人和运营机构,其基金经理需要进行专门的注册登记。^[55] 因此,基金管理人如何在基础设施基金“募投管退”环节,特别是基础设施项目存续期的运营管理中充分行权,将直接影响项目运营成效并关系投资者权益的最大化。

如上所述,我国基础设施 REITs 为破除现有法律障碍而快速实践,采用了三层法律架构叠加及多次“委托代理”关系转承的设计,尽管 54 号文用“结果导向”的表述和监管者、从业者等对“穿透原则”^[56] 运用的强调,确立了基金管理人的主导地位和控制权,但其纷繁复杂的权责在实践中如何实现,却需要代入所依据的具体法律规则并嵌入现实的法律架构,遵循相应的法律逻辑并符合相关规范要求加以明晰的,如此才能

[55] 中国证券投资基金业协会因此要求基础设施 REITs 的基金经理不仅要具有一般的基金从业资格,还需通过 REITs 类基金经理法律知识考试,具备 5 年以上基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验且最近 1 年从事上述有关工作等条件。参见中基协 2021 年 2 月 25 日发布的《关于开展公募基础设施证券投资基金的基金经理注册登记的通知》。

[56] 例如,《上海证券交易所投资者风险揭示书必备条款指南第 4 号——公开募集基础设施证券投资基金(REITs)》前言规定:“基金通过基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权,穿透取得基础设施项目完全所有权或经营权利……”

避免基金管理人自由裁量权过度并减少法律架构、当事人权益分配的不确定性,增强基础设施 REITs 的市场吸引力。具体而言:

1. 基金管理人的信息获取来源与披露责任

无论是基金管理人履行信息披露制度,对基础设施项目进行有效运营管理,还是市场投资者对基础设施 REITs 进行价值评判并做出投资决策,都需要建立在充分获取基础设施 REITs 具有重大性意义信息的基础上。事实上,由于基础设施 REITs 采用多层法律架构且存在多个“委托代理”关系,同时基金管理人又兼任基础设施项目运营管理人,由此形成基础设施 REITs 信息来源广泛且嵌入于各层法律结构对应环节及相关主体的格局。

从提供信息的主体来看,根据基金管理人在其中的法律地位,可分为两类:一类是基金管理人本身是该类事项的行为人,可以直接获得全面完整的信息内容。例如,基金管理人自己进行的对基础设施项目及原始权益人、托管人、ABS 管理人、外部管理机构等的尽职调查,主动履行基础设施项目运营管理事项,以及从事新购入、出售或处置基础设施项目等活动而同步获得第一手信息。另一类是基金管理人本身并非行为人,而是基于其法律身份获得的信息、原始权益人依法依规提供的信息,以及通过委托第三方机构提供相关服务获得的信息。例如,基金管理人作为中间层资产证券化法律结构下 ABS 的唯一持有人,由 ABS 管理人定向提供的资产证券化项目的信息;原始权益人移交的有关基础设施项目印章证照、账册合同等文件资料;基金管理人聘请的评估机构出具的评估报告、聘请的第三方财务顾问出具的财务顾问报告,聘请的外部管理机构提供的运营管理报告、聘请的托管人提供的托管报告,以及聘请的律师事务所、会计师事务所提供的法律意见书、审计报告等。

根据 54 号文及《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》等的规定,基金管理人是主要信息披露义务人,无论信息来源如何,投资者面对的信息披露责任人首先和主要的是基金管理人。对于上述第一类信息来源,基金管理人应确保信息的真实、准确、完整,如出现虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给投资者财产造成损失的,应当向投资者承担连带责任,自不待言,但《证券投资基金法》未像《证券法》那样采用过错推定责任,可能对投资者证明基金管理人存在过错构成一定的挑战。对于第二类信息来源,尽管 54 号文规定了原始权益人、外部管理机构的信息

提供要求及对基金管理人履行信息披露义务的配合,但只是概括性或笼统性的规定,其与基金管理人在信息传递方面的分工与权责更多地倚重资产转让合同、运营管理合同等文件的约定,而且也没有规定这些主体就虚假陈述行为导致的损失向投资者赔偿的民事责任。除法律意见书、审计报告及资产评估报告等需要依法对外独立公布的报告之外,许多主体的报告将被整合进基金管理人的信息披露文件中,并最终由基金管理人对这些内容的真实、准确和完整性负责,现行基础设施 REITs 及公募基金等法律制度存在对这些主体信息披露民事法律责任的缺失。一旦出现问题,只能由基金管理人向这些主体追责,投资者无法越过公募基金及 ABS 等法律架构直接对原始权益人等上述主体追究虚假信息披露责任,可能在某种程度上影响投资者的维权,特别是在基金管理人勤勉尽责、存在重大过失或者与这些主体存在共同故意的情况下,更为突出。

2. 资产支持专项计划的通道化与基础管理人的指令行权

2018年4月27日《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》发布实施以后,金融监管者加强了对通道型资产管理的监管,强调金融回归主业,服务于实体经济,管理人应切实履行管理职责,不得为其他金融机构的资管产品开展提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的“通道”服务^[57]而形成风险。注意到证监会曾在《资产证券化监管问答(二)》^[58]作了同样的强调,要求证券公司、基金管理公司子公司开展资产证券化业务时应建立健全内控机制,切实履行管理人职责,依规独立进行尽职调查和存续期管理。尽管基础设施 REITs 制定有专门规则,未必等同于一般资管产品并适用资管新规内容,且上述监管问答也已被废止,但在资产管理、资产证券化等金融业务中,强调管理人合法合规经营,归位尽责,压实金融中介责任仍具有实践积极意义。

考察 54 号文及首批申报的基础设施 REITs 项目资料,不难发现中

[57] 参见《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第 22 条。2019 年 11 月 8 日最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 93 条规定:“当事人在信托文件中约定,委托人自主决定信托设立、信托财产运用对象、信托财产管理运用处分方式等事宜,自行承担信托资产的风险管理责任和相应风险损失,受托人仅提供必要的事务协助或者服务,不承担主动管理职责的,应当认定为通道业务。”

[58] 2018 年 12 月 24 日发布,2020 年 10 月 30 日被废止。

间层的资产证券化专项计划被设计用于将项目公司(持有基础设施项目权益)股权转换成 ABS,以便公募基金进行合法合规的证券投资,由此形成我国基础设施 REITs 独有的三层法律架构嵌套。虽然 54 号文中对 ABS 管理人的规定不多,但并未抹杀其应起的作用和应尽的义务,包括但不限于:(1)基金管理人与 ABS 管理人协商确定 ABS 设立发行等相关事宜(第 7 条);(2)分别或联合开展尽职调查并依法承担相应的责任(第 10 条第 1 款);(3)ABS 管理人向基金管理人披露资产证券化专项计划相关情况及涉及的重大变化,以使后者能够编制信息披露材料,进行基金注册并履行信息披露义务(第 14 条、第 35 条等);(4)发行 ABS 并向中国证券投资基金业协会注册,申请将 ABS 在证券交易所挂牌以便基金可以进行投资,等等。ABS 管理人进行基础设施项目资产证券化操作,需要遵守《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》,同时沪深交易所都发布有《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》及《基础设施类资产支持证券信息披露指南》,也是要遵守的行业自律规范。证监会及其派出机构也会对 ABS 管理人从事基础设施基金活动进行定期或不定期检查(第 47 条)。

然而,从基础设施 REITs 的法律结构设计初衷和首批申请项目的操作实践来看,基础设施资产支持专项计划客观上起到联接公募基金与项目公司(基础设施项目),将项目公司股权转换成公募基金可投资的 ABS 的通道作用,具体而言:

(1)从角色人选来看,根据 54 号文第 25 条第 1 款的规定,基金管理人应与 ABS 管理人存在实际控制关系或受同一控制人控制,以便降低沟通成本,便利协调合作。根据现有管理规定,可以申请公募基金管理资格的,除传统的基金管理公司外,还有证券公司及其资产管理子公司、保险资产管理公司、私募证券投资基金管理机构等,而证券化的管理人则包括证券公司、基金管理公司子公司等。从首批申报项目来看,大多是证券公司、基金公司或资管公司之间的组合,符合第 25 条第 1 款的规定。但值得注意的是,沪杭甬高速 REITs 中基金管理人和 ABS 管理人同为一家公司——浙商证券资产管理有限公司,二者身份合一是否为符合第 25 条第 1 款规定更高标准的专门“关联”设计呢?从申报材料来看,招募说明书只简单地在“重要提示部分”(第 2 页)表明“本基金管理人(同

时为资产支持证券管理人)浙江浙商证券资产管理有限公司为主要原始权益人浙江沪杭甬高速公路股份有限公司的控股下属公司”,在其他部分及法律意见书中未再予以揭示并分析其合法合规性,而上海证券交易所及证监会都未对此提出问询或异议,并最终予以审核通过及注册,似乎认可了这种设计的合规性?由此可能开启了未来以同一主体兼任基金管理人和 ABS 管理人,更为便捷高效但也更虚化资产证券化环节的基础设施 REITs 法律架构。笔者认为,尽管 54 号文有构造资产支持证券以突破现行法律障碍的旨意,但行文中要求二者具有关联关系并各自担负相应的责任并非最终鼓励二者身份合一,遵循既有资产证券化规则的要求也未因此而省略。从基金法监管规定及商事法律原理来看,尽管《证券投资基金法》第 73 条第 2 款^[59]允许运用基金购买基金管理人发行的证券,将之视为重大关联交易进行管理,54 号文第 25 条第 1 款沿用了这一规定,但如果基金管理人与 ABS 管理人为同一主体,那么,他们之间所进行的购入基础设施项目的交易不仅仅只是重大关联交易,还可能构成民法上的双方代理,引发法律权责上一系列有待处理的问题。根据《民法典》第 168 条第 2 款的规定,双方代理需要被代理的双方同意或者追认,是否应适用比 54 号文第 32 条第 2 款(2/3 表决通过)更高的基金份额持有人大会同意标准?更进一步地,《信托法》第 43 条第 3 款规定,“受托人可以是受益人,但不得是同一信托的唯一受益人”,注意到实践中多有将企业资产证券化下的投资者与 ABS 管理人类比信托关系的做法并一直致力于推进这种法律关系的实现,如果 ABS 的唯一投资者(基金管理人)也是 ABS 管理人,是否就属于上述情形,从而动摇这种管理关系的内在基础并影响受托财产的安全与独立性?更进一步地,可能发生权利行使的冲突或不可能。例如,根据资产证券化相关合同约定,由 ABS 投资者(基金管理人)审批决定解聘 ABS 管理人事项,就会出现自己解聘自己,如何成就的问题;以及在基础设施项目账册管理、基础设施项目运营及监督、基础设施项目现金流监督等方面,都会出现行

[59] 该款规定:“运用基金财产买卖基金管理人、基金托管人及其控股股东、实际控制人或者与其有其他重大利害关系的公司发行的证券或承销期内承销的证券,或者从事其他重大关联交易的,应当遵循基金份额持有人利益优先的原则,防范利益冲突,符合国务院证券监督管理机构的规定,并履行信息披露义务。”

为人与监督人合一等情形,使得基金治理关系混沌化。

(2)基础设施项目的主动管理职责分配与基金管理人的依指令行权。在继续保留资产证券化结构并未明确排除适用资产证券化相关规则的情况下,显然,ABS 管理人应是积极管理者并主导基础设施项目的有序运作,如果去掉公募基金这一最上层的架构,至少在类 REITs 下 ABS 管理人是担纲基础设施项目的主要角色。但在基础设施 REITs 之下,尽管基础设施项目的运营管理依然如故,但相关权责分配被进行了解构。根据 54 号文第 38 条、第 39 条的规定,基金管理人主动履职基础设施项目管理职责:一方面,既被要求自己管理基础设施项目产生的现金流、管理印章及基础设施项目档案、聘请专业机构进行评估与审计等,也被允许设立专门子公司或委托外部管理机构进行基础设施项目部分运营管理职责的履行,并根据《运营管理服务协议》的约定对前者进行监督管理。原本在类 REITs 下由 ABS 管理人承担的职责通过 54 号文及基金合同的约定转由基金管理人承担,ABS 管理人的相关职责不仅大为削减,也已不具有实质性内容。另一方面,基金管理人作为 ABS 唯一投资者,根据资产证券化文件的相关约定指令 ABS 管理人进行必要行事,后者在某种程度上已不具有管理基础设施项目的积极功能。然而,从招募说明书的内容来看,在基金治理的章节部分,往往又详列着 ABS 管理人应履行的具体权责,内容似乎延续自类 REITs 下的内容,并未因公募基础设施 REITs 的架构而做相应调整。由此,在 54 号文规定二者依法应承担的责任不免除(如第 10 条)的情况下,可能因二者权责交叉重叠,以及联动关系的模糊而潜藏风险,而法律意见书对资产证券化文件及基金管理人与 ABS 管理人履职分工及由此对基金治理有效性影响分析的缺失,可能进一步加剧这种状况,令基金治理在内部关系上难以以为外部投资者所明晰,也会在客观上对基金托管人如何有效监督二者履职造成不小的困扰。

3. 基金管理人的主动管理与外部管理机构的辅助运营

与专注于二级市场股票、债券等标准化证券产品投资的传统证券投资基金不同,采取公募基金形式的基础设施 REITs 尽管投资的是经过法律结构转换的 ABS,却被要求承担基础设施存续期的主动运营管理义务(实业运营义务),其履行这一职责的成效如何,成为投资者评判基础设

施 REITs 回报的主要考虑因素。

为敦促基金管理人有效履行主动运营管理基础设施项目职责,54号文作了专门设计:一方面,要求基金管理人(或其同一控制下的关联方)应配置相应的制度、人员并具有相关经验;^[60]另一方面,要求在基础设施项目实际运营中,基金管理人应真正参与管理,不能将所有主动管理事项全部委托给外部管理机构,这些事项包括项目交割、印章管理、现金流管理、审慎处置资产、项目公司财务管理等。^[61]即使进行了外包,基金管理人也需要对外部管理机构进行考核监督,其依法应承担的责任不得因委托而免除,同时外部管理机构也不得再将委托运营管理基础设施的主要职责转委托给其他机构。^[62]如此设计,从组织体(内部设置/外聘机构)、义务履行(亲自管理/外包服务)和责任(委托不减轻责任/绩效考核)三个方面设置了有力的抓手,有利于基金管理人真正落实运营管理,压实中介责任,为投资者利益服务。

然而,看似逻辑严丝合缝、制度环环相扣的安排,可能因为现实因素受到冲击,难以充分发挥预期效果。基金管理人从传统型管理人向实业运营型管理人转变,往往需要一个过程与周期积累,实践中,54号文要求的基础设施相关制度和流程可以复制构建,专业研究人员可以通过高薪招聘或挖角团队满足,相关经营也可以借助关联方的历史积累,应都不是实质性的施行障碍,真正带来挑战的是对基础设施项目的实际运营管理,构成了区分不同基金管理人能力与基础设施 REITs 收益的要点。从首批申报项目的资料来看,基金管理人无一例外聘请了原始权益人或其下属子公司提供基础设施项目运营管理服务,特别是像高速公路收费、产业园区出租这种涉及使用者(承租人)付费且人员分散,变动不居的项目,更需要借助原始权益人的收费管理系统进行维持,以及借助原

[60] 54号文第5条第1款第5项规定,基金管理人应具备健全有效的基础设施基金投资管理、项目运营、内部控制与风险管理制度和流程。第2款规定,拟任基金管理人或其同一控制下的关联方应当具有不动产研究经验,配备充足的专业研究人员;具有同类产品或业务投资管理或运营专业经验,且同类产品或业务不存在重大未决风险事项。

[61] 参见54号文第38~39条。

[62] 参见54号文第39~40条。

始权益的设施/人员/机制等对基础设施进维修改造及日常运营服务。外包服务无疑可以减轻基金管理人的事务性管理义务,而将主要精力放在基础设施项目运营管理统筹和整体规划上。也因此,基础设施 REITs 市场发展初级阶段的一个主要特点,是功能上被定位为辅助运营的外部管理机构,实质上承担着基础设施项目主要的运营管理工作,而功能上被定位为主动运营管理者的基金管理人则隐身其后,实质上主要负责外部服务机构的监督考核并最终担负项目运营管理的法律责任。

在这种职责履行及责任承担的现实结构下,可能需要注意以下几个方面的问题。其一,基础设施项目现金流的管理机制按照 54 号文的规定由基金管理人建立并进行管理,但实践中可能基础设施项目日常产生的现金流由外部管理机构进行逐一收取并按约定频率划转到基础设施项目监管账户。如果上述制度设计并非闭环的现金流归集机制或时点紧密相接的现金流划转安排,那么,这种基础设施项目所产生的现金流与外部管理机构自有资金、管理的其他项目资金发生混淆,以及被外部管理机构挪用的风险仍是存在的。也因此,对于这种由第三方进行资金归集产生的风险敞口,需要基金管理人提高监督频率与力度,在发现风险预警或发生风险时及时采取改进措施,以充分保障基础设施项目现金流的安全。其二,可能需要防范基金管理人被“俘获”(capture)而使基础设施项目管理处于“次优”的状况。有研究表明,基础设施项目资产如果由原始权益人控制的管理人管理,难免会出现俘获问题,导致利益冲突更为突出。^[63]从申报的项目来看,存在典型的原始权益人(也是外部管理机构)对基金管理人的控制关系,或者基金管理人与所聘请的外部管理机构都受原始权益人同一控制的关联关系。^[64]在这种高度关联的情况下,一旦基金管理人被俘获,那么最直接的可能是高定基础设施项目管理费或者调低外部管理机构绩效考核标准,特别是因基础设施项目管理绩效缺乏可比标准且无法测算最优成效,可能在高定管理费用的同时调低绩效考核标准,隐含着基金管理人滥用决策权而多使用基金财

[63] See Cheng - Ho Hsieh & C. F. Sirmans, *REITs as Captive - Financing Affiliates: Impact on Financial Performance*, *Journal of Real Estate Research*, 1991, Vol. 6, No. 2, pp. 179 - 189.

[64] 参见前注[50]对首批申报项目中各方关联关系的介绍。

产通过管理费等方式向外部管理机构输送利益的风险。换言之,如何激励基金管理人有效督促存在关联关系甚至控制关系的外部管理机构积极履职,是个真正的难题,值得注意。

4. 基础设施 REITs 运营重大事项与基金管理人的权责

基础设施 REITs 的投资回报,既取决于基础资产项目资产本身的价值,也取决于基金管理人有效运营基础设施项目以使之产生尽可能多的现金流,还取决于基金管理人如何运用资金杠杆及购入/出售(处置)基础设施项目以形成较优的资产组合,提高基金资金的投资效益等。也因此,需要在基础设施 REITs 运营中赋予基金管理人充分的运营管理权,但上述诸多事项又关乎基金投资者的重大利益,为防范基金管理人的“内部人控制”及相应的道德风险、利益冲突,《证券投资基金法》及 54 号文对基金管理人可以行使的权限做了限缩,即明确规定应该召开基金份额持有人大会进行决议的事项,^[65]同时也允许《基金合同》根据当事人意思自治,对需要提请基金份额持有人大会的事项进行更多约定。这些法定和约定范围之外的事项,则属于基金管理人可以自由裁量,进行决定的事项。

基于召开基金份额持有人大会的高门槛条件及形成最终决议的漫长周期,无论是《证券投资基金法》还是 54 号文都采用了尽量少规定需要提交基金份额持有人大会决议事项的做法,以在维护投资者最终决定权的基础上提高决策效率,助力基金取得更好的效益。同时注意到基础设施 REITs 中存在较传统证券投资基金更常见和更复杂的关联关系,因此法律制度在规定决议表决机制上,着重强调了关联关系回避表决的内容,^[66]这对于减少利益冲突,阻断利益输送无疑很有必要。值得注意的是,超过基金净资产 20% 以上的基础设施项目的购入或出售,都属于基金份额持有人大会决议的事项,如购入的是原始权益人或基金管理人持有/占有权益的基础设施项目,则构成关联交易,需要适用“超过基金净

[65] 这主要体现在《证券投资基金法》第 48 条及 54 号文第 32 条。

[66] 除了《证券投资基金法》第 73 条第 2 款对重大关联交易要求遵循基金份额持有人利益优先的原则,防范利益冲突并履行信息披露的要求外,54 号文第 32 条第 2 款规定:“基金份额持有人与表决事项存在关联关系的,应当回避表决,其所持份额不计入有表决权的基金份额总数。”

资产5%以上的关联交易”都要提交基金份额持有人大会决议的规定。其中可能隐含的对投资者不利的因素是,基础设施项目的购入主要依赖基金管理人选择并提出议案,尽管所购入的项目可能与原始权益人、基金管理人都不存在关联关系,但基金管理人掌握收购方案进入表决议程的入口,如再叠加原始权益人与基金管理人之间存在关联或控制关系,那么可能发生原始权益人借助基金管理人之手提议购入符合自身规划远景或近期目标的基础设施项目,并利用自身作为战略投资者的大比例投票权(甚至是占控股地位的投票权)通过该议案,从而绑架基金完成基础设施项目的整合,实现自身预期目标,而如此投资组合的结果未必最有利于投资者权益,这是值得注意的。

对于基金管理人可以自由裁量,无须提交基金份额持有人大会决议的事项,对比上述法律法规保留的事项,事实上包含基金设施项目日常管理的诸多重大事项都是交由基金管理人进行自主安排的。除了上文提及的对外聘管理机构的绩效监督外,这其中应引起注意的,包括但不限于如下事项:

(1)基金对外借款(含事先借款的保留)。根据54号文第28条^[67]的规定,基金设施项目本应干净地卖断给公募基金而不应附带债务一并转让,但在符合条件的情况下允许保留不超过基金净资产40%的借款。如此安排,可能是基础设施项目确有需要进行融资(或者需要保留债务以避免后续再构造债务,从而起到资本弱化的效果),无须偿还旧贷款再安排新贷款,徒增成本,但客观上是显著提高了原始权益人卖断基础设施项目回收的资金额,减轻了其负债比率(确认收益并终止债务),或许也是基础设施REITs预设的经济政策目标之一。而对于购入项目之后新增的对外借款,可能也有和保留原先借款一样的原因,但客观上允许基金对外举债,可能为基金管理人“低效”运营项目提供了一个使用外部资金弥补资金不足或周转不灵的渠道,也可能由此增加基金的运作成

[67] 该条规定:基础设施基金成立前,基础设施项目已存在对外借款的,应当在基础设施基金成立后以募集资金予以偿还,满足本条第二款规定且不存在他项权利设定的对外借款除外。基础设施基金直接或间接对外借入款项,应当遵循基金份额持有人利益优先原则,不得依赖外部增信,借款用途限于基础设施项目日常运营、维修改造、项目收购等,且基金总资产不得超过基金净资产的140%……

本。注意到,第 28 条第 2 款在允许基金对外借款时,强调了基金管理人遵循基金份额持有人利益优先的原则,考虑到基金管理人持有金融牌照及其长期的金融执业背景,强调其中可能潜藏的利益冲突并要求基金管理人以投资者的利益优先理所当然,但对外借款是否只有这一方面的利益冲突?如果原始权益人与基金管理人有关联,对外借款是向原始权益人申请的,那么是否同样适用?而如果对外借款是向其他与基金管理人无关联的金融机构申请的,那么强调投资者利益优先是否妥当,更合适的指导原则应是“投资者利益最大化”?

(2)基金收益分配。基础设施 REITs 的显著特征是基金管理人应将合并后基金年度可供分配金额的 90% 以上以现金形式分配给投资者,且在其收益分配符合分配条件的情况下每年不得少于 1 次,这是 54 号文界定基础设施 REITs 的条件之一。然而,如上所述,并非基础设施项目所产生的现金流都能息数分配给投资者,通常需要将基础设施项目产生的现金流(净利润)进行合并,调整为息税折旧及摊销前利润(EBITDA),并在此基础上综合考虑项目公司持续发展、项目公司(对外借款及其他债务)偿债能力、维护日常运营所需的经营现金流等因素,才能最终确定可供分配金额,投资者也才有获得分红的基础及机会。在上述确定可供分配金额的过程中,基金管理人无疑具有主导地位并享有巨大的裁量空间。如何进行制约,可能会是一个难题与挑战。当然,如果长期不分红必然会导致投资者厌弃公募基金,但如上所述基金采用封闭式运作方式,投资者的不满无法直接传导给基金管理人,对其造成的经营管理压力总体有限,而基金托管人主要监督基金管理人是否合法合规运作,对基金管理人的不分红或低效率运作,似乎无能为力。

四、基础设施 REITs 热潮下的新挑战与冷思考

(一)经济政策目标与法律结构的功能实现问题

我国需要在新经济社会环境形势下拓展基础设施融资渠道,有效盘活存量资产,形成存量资产和新增投资的良性循环,以补短板更好地服务于经济社会发展,基础设施 REITs 被视为实现这一具有正当性经济政

策目标的金融工具而快速地得到制度构建并高效落地项目践行。

根据功能结构主义的观点,一定的结构有助于实现特定功能;反之,特定功能也可以借助不同的结构实现。只有深入理解金融创新带来的功能改善和潜在风险,并在投资者保护上平衡发展与监管的关系,才能摆正应对新金融工具的态度。^[68] 考察基础设施 REITs 的法律结构,通过“公募基金+资产支持证券”三层法律架构的联结,可以实现将公开市场资金引流至基础设施项目,帮助原始权益人盘活存量基础设施资产并获得新增资金用于投资新基础设施项目的效果;对资本市场而言,可以因此增加新金融投资品种,公众投资者获得参与并分享基础设施项目收益的机会,金融中介也得以开展新业务,拓展收入来源。目前的融资结构设计,以最小制度变动成本成就短期内快速推出基础设施 REITs 的愿景,是一种以“破除障碍”为导向,构造可行法律结构实现预期经济功能的法律实践过程。然而,这种看似多方共赢的结构设计—功能实现,却面临着经济目标正当性与法律结构复杂化之间的紧张关系:

从法律逻辑来看,经济目标的正当性无法证成复杂法律结构的合理性以及金融产品的零风险,过于繁复的法律架构可能降低金融创新的透明度,增加产品运作的不确定因素及潜藏的风险节点。2007 年美国次贷危机之后,主流成熟市场所在国家纷纷反思过于复杂的证券化融资结构可能带来的金融风险,因而倡导简洁、透明且具有可比性的资产证券化产品。这一共识经由巴塞尔委员会(Basel)和国际证券业协会组织(IOSCO)联手,最终演化成一项最佳实践标准^[69]用于指导证券化操作,并已在主要资产证券化国家得到推广。过于强调实现经济政策目标的优先性,实质上是置后了法律结构的简明直观,以及建立于这一基础之上的市场参与主体的权责明晰和救济的及时有效。这种带着明显阶段性特征的基础设施 REITs 试点,更多体现了监管者优先考虑推出服务实体经济新产品并开辟新融资市场的迫切需求,它不应成为指导未来我

[68] 参见洪艳蓉:《双层 SPV 资产证券化的法律逻辑与风险规制》,载《法学评论》2019 年第 2 期。

[69] See BCBS & IOSCO, *Criteria for Identifying Simple, Transparent and Comparable Securitizations*, 23 July 2015, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d332.htm>, 2021 年 4 月 20 日访问。

国基础设施 REITs 规范发展的常规模式。

从权责配置来看,类 REITs 中各守其责的原始权益人、投资者与基金管理人,在基础设施 REITs 复杂的法律嵌套结构和基金管理人多种角色兼任的框架下,因相应的激励约束机制被打破而需要重新进行平衡。基础设施 REITs 这种建立在权益型项目基础之上的融资结构,不同于之前锚定原始权益人主体信用,可以通过对原始权益人、项目抵质押品以及第三方增信机构行使追索权而维权的抵质押型类 REITs,需要综合考察基础设施项目本身的价值(及可能产生的现金流)、基金管理人的运营管理绩效,以及运用资金杠杆购入/出售基础设施项目的投资组合等因素进行综合评判,在项目运作上始终面临着经济政策、金融监管和商业逻辑三方面的交战,必然会给各方重新适应规则并深入部署风险防控举措带来空前压力。更进一步地,法律层面只涉及“公募基金—资产支持专项计划—项目公司”三层构造,实践中沿袭类 REITs 的操作经验,可能是“公募基金—资产支持专项计划—特殊目的载体(SPV)—项目公司”^[70]甚至更多层的法律架构,以及在此基础上进行的以实现资本弱化为目标的 SPV 负债构造和以负债下沉到项目公司为目标的反向吸收合并 SPV 等一系列复杂的资产重组操作。综观基础设施 REITs 的整体法律构建,尽管从外观及最终效果上看可能实现了预期经济目标,但项目信息流传递上的多个层次与众多节点,权益流上的基金管理人多层间接持有状态,现金流上的多方收取及并非完全闭环的归集机制,广泛存在的关联关系/交易及基金管理人在穿透原则下贯穿上下的主动运营管理,转变成战略投资者的原始权益人深度参与基础设施项目运营管理等,都需要有能够兼顾各方的利益平衡安排和行之有效的权利救济机制。市场参与各方为此付出的巨大合法合规成本,为减少基金税负、提高资金运用效率而进行的复杂重组操作成本,以及在复杂法律架构下担负的权益等不确定性成本,也应是推进基础设施 REITs 应予以重视和考虑的。建立集约高效、清晰透明的基础设施 REITs 法律结构,不应长期成为以“破除障碍”为导向的产品设计的牺牲品。

[70] 参见“首钢生物质 REITs”和“招商产业园 REITs”招募说明书(草案)对基金整体架构的介绍。

从制度供给来看,短期内监管部门和自律组织推出了基础设施 REITs 的操作规则,同时分别适用各层法律结构的对应规则,并允许在基金管理人主导下通过与各个市场参与方签署相应商事合同完备整体运作。由此,形成了 54 号文等专门规则调整基础设施 REITs 特殊事项,《证券投资基金法》及资产证券化规则调整作为基础设施 REITs 架构基础的公募基金与资产证券化法律关系,基金合同、资产运营管理合同等商事合同文件调整基础设施 REITs 个案具体事项的渊源结构。如此分散式、碎片化,多层级的法律制度框架,虽然充分利用了现有法律制度及发挥当事人意思自治,可标榜为“最小制度变动成本”,但无疑需要市场各方按照自己的理解进行整合和检索适用,客观上缺乏可比性和透明度,很难与公募基金的高标准化和强可比性相提并论,并不具有法律适用上的合理性和效益性,对市场各方而言都将因此承担不菲的制度成本。更进一步地,不难发现 54 号文的规定整体较为粗疏,往往是挑出基础设施 REITs 的特别事项予以概括性规定,并使用“持有人利益优先”“防范利益冲突”等大原则进行指导,整体上更重在实现发行而非更利于后续运营管理及监督制衡;对嵌入其中的公募基金,特别是资产证券化结构(资产支持证券)的规定,则更为简单,缺乏对有着全套完备规则的资产证券化如何与公募基金有机嵌套并有序适用的专门规定;商事合同层面则更侧重契合 54 号文的合规要求,在关于嵌套内容的约定上,许多直接搬用类 REITs 下内容并笼统写入基金管理人等市场各方的权责目录下,总体上个案有针对性的权利行使和利益保障安排内容并不明显,特别是针对基础设施 REITs 下的多次“委托代理”结构及基金管理人、原始权益人可能涉及的关联关系、关联交易如何进行相应制衡,较缺乏有针对性的制度安排,期待倚重商事合同完成法律制度未竟的内容,看来还有待时日。

(二)基础设施 REITs 基金管理人的激励约束问题

有权力必有制衡,有权利必有救济,是法律的基本理念与共识,在分析基础设施 REITs 中居于中心主导地位的基金管理人时更需要予以秉持。基金管理人身份关系最复杂和职责最丰富的另类资产管理人,兼任“公募基金管理人+ABS 唯一投资者+项目公司财务管理者+基础设施项目主导运营者”等多重身份,业务范围横跨公募基金“募投管退”

和基础设施项目运营管理,行权路径从公募基金穿透到资产支持专项计划达至项目公司,还可能与原始权益人存在密切的关联关系。在基础设施 REITs 的整体运作中,既是投资者倚重的唯一行权者,又是基础设施运营管理的统筹者,有效激励其充分发挥才智与责任心,审慎勤勉地最大化运营管理绩效,同时有效约束其滥用自由裁量权,制约有损基金财产的利益冲突与关联交易,应是基础设施 REITs 实践落地并得以稳健发展的核心议题。

从激励角度来看,就经济性激励而言,激励基金管理人可能需要基金财产拿出足够的真金白银作为管理费酬劳,构建基金管理人与基金利益共享的成长机制,对于收益相对有限的基础设施 REITs 而言,比例如何是个富有挑战性的问题。而声誉资本激励上,在基础设施 REITs 透明度不够且可比性标准还未建立的情况下,首单或拓展新业务带来的声誉效应如何有效反映基金管理人的真实业务水平,可能还需要时间的积累与验证。更要注意的是,在基金管理人原始权益人的控股子公司或与原始权益人属同一控制关系下,其行为的独立性和激励的有效性可能会受到挑战,难以保证这种关联关系下基金管理人完全不会屈从或服从于原始权益人/集团的整体利益或规划目标,从而破坏利于基础设施 REITs 投资者的激励机制发挥作用。

从约束角度来看,问题可能比激励机制更突出。约束按照来源,可以分为内部约束与外部约束。就前者而言,主要指基金管理人内部的约束安排。54 号文着重强调了基金管理人从事基础设施 REITs 所应具备的资产管理经验、人员、部门、内部控制、风险管理制度与流程等方面的要求。^[71] 从首批申报的项目看,基金管理人都予以了高度重视并做了较充足的安排,包括启用公司高层担任基础设施 REITs 部门领导职务,设有关联交易控制委员会、运营管理委员会并设置了利益冲突的缓释措施等,可谓为拔得基础设施 REITs 头筹而投入不菲。但这种公司内部约束机制运作效果如何有待时间检验,更多的是对法律合规要求的遵从,投资者难以揭开其“暗箱操作”面纱。即使后续要追究基金管理人的责任,也需要举证说明其在这一方面存在过错,如果证监会到时未对

[71] 参见 54 号文第 5 条。

基金管理人作出相应处罚,投资者举证证明基金管理人存在履职上的过错,可能难度很高。

就外部约束而言,可以有多种安排,但是否真正发挥作用,需要具体分析。除了监管部门的监督之外,市场化的约束机制主要体现在如下几个方面,但可能约束效果未必如预期:

1. 来自投资者的约束。有学者研究指出,在团队生产中,应当将监督权赋予剩余分配权所有者,^[72] 投资者正是基础设施 REITs 的剩余分配权所有者。根据资本市场监督机制安排,投资者可以利用“用手投票”和“用脚投票”发挥监督作用。但如上所述,基金份额持有人大会表决事项的有限性、召集的高难度,以及受限于所持份额比例(特别是相对于持有 20% 甚至更高比例的作为战略投资者的原始权益人)难以产生有效的监督作用,^[73] 投资者更多地只能转向“用脚投票”的监督方式。然而,基础设施 REITs 采用封闭式基金运作方式,基金管理人不负有赎回基金的义务,投资者难以通过“用脚投票”对基金管理人直接产生压力,反而可能因基金管理人的运营管理不佳,市场看淡基金前景而面临基金缺乏流动性困境,投资者只能被动持有,更难谈监督制约作用。

2. 来自托管人的约束。按照 54 号文的规定,基金管理人与 ABS 托管人二者身份合一,职责连动,并且要求托管人符合专业胜任要求,特别是应具有基础设施领域资产管理产品托管经验,并为开展基础设施基金托管业务配备充足的专业人员。基金托管人一直以来被视为保障受托资金安全、制衡基金管理人滥权,从而保护投资者合法权益的法定机制而被寄予厚望。但从制度实践来看,这一“投资者保护神”作用可能有

[72] See Armen A. Alchian & Harold Demsetz, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, *American Economic Review*, 1972, Vol. 62, No. 5, pp. 777 - 795.

[73] 基础设施 REITs 设有网下投资者,根据 54 号文第 17 条的规定,主要指证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者、商业银行及其理财子公司、符合规定的私募基金管理人以及其他中国证监会认可的专业机构投资者。全国社会保障基金、基本养老保险基金、年金基金等可根据有关规定参与基础设施基金网下询价。同时,第 19 条第 1 款规定,扣除向战略投资者配售部分后,基础设施基金份额向网下投资者发售比例不得低于本次公开发售数量的 70%。或可借助其较高的认购比例、专业投资能力及勤勉尽责程度起到一定的“用手投票”的监督作用。

所高估。其一,托管人的主要职责是安全保管基金财产和根据基金托管人的投资指令,及时办理清算、交割事宜等,^[74]以及 54 号文第 44 条规定的专门针对基础设施 REITs 的一些特殊事项,^[75]其在履职时主要履行形式审查义务,而非穿透到具体的合同权利义务中进行实质审查。要求采用固定收费且比例不高的托管人^[76]面对几万亿元乃至几十万亿元^[77]规模的受托资产进行充分监督,即使配备再多人员和高效的计算机设备等,恐也难以做到万无一失。而且,根据《托管合同》约定,基金资金一旦划拨出监管账户,脱离托管人的控制,也就不再属于其监督的范围。更何况实践中托管人通过《托管合同》限缩或减少自身托管职责的情况也很常见。其二,托管人根据《证券投资基金法》第 37 条规定有义务监督基金管理人的投资活动,54 号文第 44 条也强化了这一方面的要求,但这一源自法律授权的监督职责,主要防控基金管理人运营活动偏离合法合规主线,而非用于监督基金管理人的履职绩效。况且在功能设计上,基金托管人与基金管理人相互独立且彼此制衡的,其并非与基金管理人运营基金共同行为,无法通过向基金托管人主张连带赔偿责任而使投资者得到救济。^[78]

3. 来自 ABS 管理人的约束。ABS 管理人是否有权、有激励监督基金管理人是个问题。在基础设施 REITs 结构中,基金管理人由 ABS 管理人发行的 ABS 的唯一投资者,ABS 管理人的主要职责是依法依规应

[74] 参见《证券投资基金法》第 36 条。

[75] 54 号文第 44 条规定:“基金托管人应当依照法律法规规定、基金合同和托管协议约定履行下列职责:(一)安全保管基础设施基金财产、权属证书及相关文件;(二)监督基础设施基金资金账户、基础设施项目运营收支账户等重要资金账户及资金流向,确保符合法律法规规定和基金合同约定,保证基金资产在监督账户内封闭运行;(三)监督、复核基金管理人按照法律法规规定和基金合同约定进行投资运作、收益分配、信息披露等;(四)监督基金管理人为基础设施项目购买足够的保险;(五)监督基础设施项目公司借入款项安排,确保符合法律法规规定及约定用途;(六)法律法规及中国证监会规定的其他职责。”

[76] 首批申报项目托管人的年费率为每年合并报表层面基金净资产的 0.015%~0.05% 不等。

[77] 首批申报项目都选了招商银行作为托管人,根据招商银行披露的 2020 年年报,其资产托管规模为 16.05 万亿元。

[78] 参见洪艳蓉:《论基金托管人的治理功能与独立责任》,载《中国法学》2019 年第 6 期。

向其披露相关信息并勤勉尽责地履职以保护投资者的合法权益,而不是监督投资者(基金管理人)。54号文在第10条规定,尽管二者可以联合开展尽职调查,必要时还可聘请财务顾问开展尽职调查,但他们依法应当承担的责任不因此而免除,规定的是他们与外聘财务顾问之间的责任归属,而不是ABS管理人对基金管理人的监督问题。尽管可以约定ABS管理人发现基金管理人(作为投资者)发出的指令存在违法违规时可以拒绝执行,但因缺乏相应的问责可能难以奏效,而54号文规定基金管理人应与ABS管理人存在实际控制关系或受同一控制人控制(第25条)可能加剧监督困难度,甚至在沪杭甬高速REITs的结构设计中,二者为同一主体,更谈不上监督的可能性。

4. 来自其他服务机构的约束。根据54号文的要求,在原始权益人与基金管理人存在关联关系的情况下,需要聘请第三方财务顾问独立开展尽职调查,而在基金设立及持续运营管理中,需要至少每年一次聘请评估机构出具评估报告;除此之外,还有律师事务所、会计师事务所等常规资本市场服务。但显然,上述机构的服务要么是一次性的发行服务要求,要么是每年一次的服务提供,针对的主要是基础设施REITs及基金管理人过往事项的考察,无论是频率、时效或服务重点上,都不足以起到作为一个日常监督者的作用。

(三)基础设施REITs的商业逻辑与可持续性问题

无论基础设施REITs是缘起于为基础设施拓展新融资渠道的经济政策目标,还是建构于监管者主导制定的法律制度框架之下,运行于资本市场的基础设施REITs,同样要遵循最基本的商业逻辑,只有做到收益与风险的均衡匹配,才能获得市场参与各方的信任与青睐。也因此,摆正经济政策、金融监管和商业逻辑三方面的关系,成为决定基础设施REITs发展具有可持续性的关键问题。

1. 从经济政策目标来看,REITs被预设成为地方政府(作为基础设施原始权人)盘活存量资产,上市基础设施项目的金融平台,同时获得新增资金用于新基础设施投资以建立良好循环。但一般而言,基础设施从立项到完工再到走上运营正轨,乃至开始产生收益,不仅投资大、环节多,还具有周期长和回收慢等诸多特点。如何激励约束原始权益人打破现有自始至终持有并运营基础设施项目的利益格局,防范道德风险及其他不利益行

为,促成资本市场资金与基础设施项目的有效对接,会是首先面临的问题。

其一,原始权益人是否有充分动力提供优质的基础设施项目,抑或潜藏着卖出次优基础设施项目的道德风险? 40号文和54号文都强调了聚焦优质项目,原则上应运行3年以上,具有成熟的经营模式及市场化运营能力,已产生持续、稳定的现金流等。^[79] 实践中,如果原始权益人将已运行过半,每年需要大量摊销及未来需要大额大修费用,且面临新路开工建设潜在竞争及因施工将大幅影响收费的高速公路作为推荐项目,尽管可能从现金流预测等指标看都合规,但可否算是优质项目呢? 在相关信息披露并不完全充分且缺乏前期经验,快速通过项目申报并采用注册制的情况下,谁来为这一经济合理性及相关风险把关,可能无法仅仅最终归咎于“买者风险自负”。

其二,即使原始权益人没有滥用信息不对称,提供优质项目进行申报,那么是否愿意完全放弃控制权,抑或只是转换控制的方式,甚至获得了传统模式下更好的控制权溢价,^[80]成为最大的赢家呢? 注意到,原始权益人如果提供优质项目,意味着将已产生收益的前期成果(确定性)拱手卖断给市场,再重新开始新一轮基础设施建设(短期内未必收获成效,存在诸多不确定性),同时还涉及已就绪的运营管理公司及诸多相关人员就业调整等诸多现实问题。根据54号文的规定,原始权益人卖断基础设施项目之后,需要以战略投资者身份认购20%的基金份额,作为一种风险共担方式。但事实上,从首批申报项目的情况来看,诸多原始权益人超额认购基金份额,许多超过了51%的比例。^[81] 如此安排,既能按照会计准则仍将该项资产合并进报表,不减损原始权益人的靓丽业绩,又能基于控制权优势,在分散投资者组成的基金份额持有人大会上占据主导地位,乐享“控制权”溢价。换言之,原始权益人不仅将基础设施卖断给REITs,摆脱了项目风险的自我承担,还能以远低于全额的资

[79] 参见40号文第3条及54号文第8条。

[80] 控制权溢价,通常指买方为取得股票控制权而愿意支付高于市场价格的对价,从而是股票溢价。文中借用来指原始权益人用同样的市场价格取得了基金的控制权,事实上是反向地使自己的购买行为得到溢价。

[81] 是否为自有资金或者举债进行,不得而知。如果是采用杠杆性资金(如银行低息贷款),那么,原始权益人的收益将更大。

金投入取得基金/项目控制权,并表继续享受益处并主导基金的发展方向,更通过受聘为外部管理机构,安置原来工作人员并增加收入来源,可谓全方位深度参与基础设施 REITs,其收益最丰,公开市场资金因此成为原始权益人推动基础设施项目证券化的配套资金,是其基础设施项目“外部运营”资金加杠杆的工具。

其三,基础设施 REITs 能否真正起到促进新基础设施建设的作用?众所周知,基础设施(归属于固定资产投资项目)建设需要大规模资金,并要求地方政府配套资本金,为缓解地方政府财政压力,近年来已将部分基础设施项目资本金比例调低至 20%,基础设施项目的建设资金大部分使用银行贷款等债务资金。如此,尽管原始权益人卖断基础设施项目回笼了资金,但因原来投入不多,主要回收资金需用于偿付借款,所能获得的可自由支配的资金相对有限。同时,法律规定要求原始权益人认购 20% 的基金份额,如此这笔资金是否还有剩余?是否足够撬动新的基础设施项目,不得而知。同时,如新开工同类的基础设施,会否带来同业竞争而导致两个项目的未来收益都受影响?

2. 从金额监管目标来看,在联合发改委共同创新金融产品服务于基础设施建设的大目标下,证监会方面的监管动因,一方面,是拓展证券公司等金融中介的业务范围,增加收入来源,压实中介责任;另一方面,是为投资者提供参与基础设施建设并分享成长收益的新金融产品。当基础设施 REITs 推出之际,业内曾就是原始权益人还是证券公司能够占据上风而有过激烈的争论,也即“产业金融化”还是“金融产业化”?但从首批申报的项目来看,可能结论会比较呈现一边倒向前者的趋势,尽管未来不排除大金融控股集团发力而向实业进军的走向。原始权益人不但手握基础设施项目,设有项目运营管理机构并积累了丰富的经验,而且还通过金融投资入股证券公司等金融中介,成为他们的母公司或控股股东等,直接将金融中介纳入地方政府经济发展版图。相比之下,证券公司等金融中介虽然具备基金运作能力,却可能缺乏连接基础设施项目并提供运营管理服务的能力,总体上还是体现了资本市场对实体经营的服务功能。此外,基础设施项目和基金产品背后隐含的两个“公共性”的协调问题应引起足够的注意。所谓基础设施,通常指为社会生产和生活提供基础性、大众性服务的工程和设施,是社会赖以生存和发展的基

本条件。^[82] 由于关系经济发展和民生福祉,特别是对交通运输、市政等公共基础设施,一般采用特许经营方式并实行政府指导价或限价,在保本基础上使之略有盈利,有着保障使用者福祉的公共目标。而金融监管者则有着保护投资者合法权益,以维护其对资本市场信心的监管目标,即投资者权益保护是证券监管的公共目标。当基础设施项目卖断给基础设施 REITs 进行市场化运营管理,使用基础设施的付费却未必同样进行了市场化定价(调价),如此将带来资本市场投资者对基金收益稳步增长预期与基础设施使用保本微利运作之间的紧张关系,甚至引发二者之间的激烈冲突,从而影响基金估值与价格。

3. 从商业逻辑来看,除了上述因为基础设施收费未同步市场化带来的对基金发展潜力的损害之外,挑战基础设施 REITs 商业逻辑的还可能来自如下几方面:

其一,关于项目增值问题。基础设施 REITs 虽然买入基础设施项目并通过项目公司间接持有其完全所有权或经营权利,但属于特许经营的项目存在 30 年的最长有效期,在届满之后将被无偿收回;而在工业用地上建成的产业园,不仅面临合规挑战,也有土地使用权到期的问题,如到期后需再缴交土地使用出让金,或许金额不菲,且存在或需购入新基础设施项目以满足基建持续运作的需求。也因此,基础设施 REITs 不同于海外商业地产可以在土地私有的基础上持有物业随时间增值而使提升基金价值,国内的基础设施 REITs,特别是特许经营权类项目,更像是剩余期限的基础设施项目使用费收入的提前证券化变现,或者说是地方政府出让一定期限的基础设施收益进行的融资(按一定投资回报率进行测算并确定项目公司最低股权交易价格),其法律性质上虽是权益型的,但可获得收入上却更贴近固定收益。

其二,关于项目估值的合理性与可行性问题。目前申报的基础设施项目主要按业务正常运营,外部环境基本保持不变的情景假设进行未来现金流收入估值,对于产业园、工业园、仓储物流园的出租率及租金水平大多设置了较高的标准,而对类似“新冠”肺炎疫情、经济周期、同业竞

[82] 参见《国家统计局的“固定资产投资”指标解释》,载 http://www.stats.gov.cn/tjsj/zjbs/201912/t20191202_1713051.html,2021 年 4 月 30 日访问。

争及其他可能影响收益的重大不利因素的考虑似乎不够充分,个别项目存在租约在近两三年来大比例集中到期的问题,以及有的项目原始权益人本身就是基础设施项目的主要承租人,或者少数主体承租了基础设施项目的大部分,存在现金流来源集中度风险。上述这些因素,不仅考验着基金管理人能否在租约到期前找到批量客户续租(同时存在其他地段类似项目的优势竞争)的能力,也考验着一旦原始权益人或大客户不再续租或出现拖延租金支付等违约行为时,基金管理人能否及时采取有效措施止损并迅速延续新的租约等。

其三,关于基金(基础设施项目)扩募问题。54号文第28条借鉴海外经验,允许基金直接或间接对外借款,其用途限于基础设施项目日常运营、维修改造、项目收购等,且负债率不得超过基金净资产的40%,其中用于项目收购的借款不得超过基金净资产的20%。允许基金管理人使用杠杆资金购入新项目,有助于通过资产组合拓展项目收益来源并提升基金资金的使用效益,但注意到目前基础设施REITs只有借款这一对外债务融资方式,且只有20%的杠杆比例,考虑到一次性买断新基础设施项目资金总额不菲,如果借款比例受限,每年收取的基础设施项目收益金额不高且要考虑运用成本及基金大分红等需要,而卖掉现有基础设施用处置资金支付也不尽现实和高效,基金管理人如果要购入新基础设施项目,可能只能选择先进行基金扩募,再用扩募的资金进行收购的程序。而这些事项可能都将需要提交基金份额持有人大会决议并经历漫长的流程,同时也难保证一定获得顺利通过,因此,大大增加了购入新项目的难度与不确定性,对基础设施REITs希望同时倚重基金管理人发挥专业能力购入有利项目,实现资产组合提升基金回报的预期,可能需要打点折扣。

五、基础设施REITs风险规制的法律逻辑与路径选择

(一) 起点:基础设施项目投资及参与主体关系的理性认识

我国基础设施REITs从无到有,短期内集中出台制度规则并落地项目实践,开启了这一服务于基础设施项目融资的新兴市场,初涉金融服

务实体经济,助力经济发展的功效,值得肯定。但面对这一金融创新产品和新兴市场,只有锚定制度设计的原初功能并理性认识市场参与主体之间的关系,建立均衡的激励约束机制,才能延续基础设施 REITs 市场的开门红,发展一个健康持续的市场。

1. 充分认识基础设施 REITs 的经济功能与公共政策目标

我国采用“公募基金+资产支持证券”的法律架构,奠定了基础设施 REITs 主要参与主体原始权益人、基金管理人和投资者之间的基本法律关系,是将公开市场资金引流至基础设施项目建设的证券化过程,其法律结构看似资管产品投资基础设施项目,实质是基础设施项目借助公募基金平台实现上市融资,无论从项目设立及存续期管理,还是金融监管及自律管理等方面的制度来看,都遵循了这一思路。也因此,不宜只运用公募基金的资管思路分析基础设施 REITs,而应契合其融资本质认识市场参与主体的关系并构建相应的法律机制。换言之,公募基金载体不应只是我国基础设施 REITs 的唯一法律组织形式,未来可在法律框架下探索包括公司、合伙等多样化的载体形式,创新将公开市场资金对接基础设施项目的有效途径。

REITs 沟通基础设施项目与资本市场资金运用了资产证券化的原理与路径。^[83]从基本原理和海外经验来看,资产证券化作为一项金融工具,具有风险转移、流动性转换、信用创造和权益增加等多项效果,^[84]自 1970 年在美国创立以来在主要资本市场得到了风靡运用,被认为是促进了实体经济与金融资本的有效融合,加速了金融脱媒和混业经营的到来,威力无穷。基础设施建设与供给攸关企业生产经营和居民生活福祉,更是一国经济和社会发展的重要保障和竞争力所在,有效引入具有成本优势、规模优势和时间优势的公开市场资金助力我国基础设施建设,建立长效的基建投融资机制,是符合全民利益的公共政策目标。也因此,将具有强大金融创新功能的资产证券化技术运用于基础设施项目融资,具有正当性,应当受到鼓励并在法律允许的范围内出台优惠的税

[83] 尽管海外市场 REITs 是区别于资产证券化的产品,但中国语境下采用了资产证券化的操作,参见本文一(一)部分的分析。不过,就最广泛意义而言,也符合资产(收益)的证券份额化内涵。

[84] 参见洪艳蓉:《资产证券化法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 15 页。

收政策^[85]及其他优惠举措予以支持。

但与此同时,也应做好如下两方面的防范工作:(1)避免不符合要求的项目被包装成合格基础设施项目进行 REITs 操作。40 号文及 54 号文强调了基础设施 REITs 的高准入门槛,在试点阶段有必要严格执行(而不是监管竞争放松管制),将成熟的基础设施项目与公开市场资金对接,两相获益,以免将基础设施开工建设及运营中的风险过度传导到资本市场,损害未来这一市场的发展。(2)避免基础设施 REITs 这一蕴含资产证券化技术的金融工具被扩张使用于房地产(特别是住宅)等受到宏观调控或目前不鼓励发展的领域,扰乱经济秩序和金融秩序。近年来,国家暂停或放缓了房地产相关项目或应收账款的 ABS 及消费信贷方面的 ABS,即为对资产证券化融资功能及运用的一个反思。基础设施 REITs 采用了资产证券化技术,也具有高效的融资功能,应避免一些房地产项目巧立名目包装成符合要求的基础设施项目而过度融资,对于住房租赁 REITs,也可能需要区分是符合公共政策目标的廉住房、人才房等还是一般商业性租赁而采取不同应对,才能真正发挥 REITs 实现公共政策目标的功能而非相反。

2. 充分认识基础设施 REITs 中的角力与产品权益定位

基础设施 REITs 由国家发改委和证监会联合推出,在创新金融工具支持国家重大战略设施,引流公开市场资金盘活基础设施项目并建立长效投融资机制这一终极目标上,双方高度协调,步调一致,共同高效完成了从制度构建、项目推荐到产品设立等一系列市场需要漫长周期才能完成的过程,体现了政府主导、政策驱动对启动新兴市场的积极作用,值得肯定。

但在监管联合创新的框架下,分行业/条线等设置的监管者并非完全没有部门利益诉求或利益立场,细探基础设施 REITs 中各方权责构

[85] 税收政策也是影响 REITs 的主要因素,甚至因此影响了 REITs 的组织形式和内部架构。我国目前基础设施 REITs 多在内部构造了股债财务结构,即为减少税费的考虑,但仍在资产转让、交易和处置等环节受到税收困扰,未来有必要在税收中性基础上针对传递给投资者的收益部分出台优惠税收举措,但要防止被具有主动管理职能的基金管理人等所滥用。限于篇幅,本文(包括在立法建议方面)不过多讨论税收政策问题。

造,其实隐含着两方面的角力,由此也决定了产品权益定位,需要予以充分认识。其一,是地方政府(通过地方发改委和各个持有基础设施项目的原始权益人)的基础设施项目上市融资逻辑与证监会发展证券业务,做大做强证券市场及保护投资者逻辑之间的角力。综观上述分析,可以看到地方政府在基础设施 REITs 推进中占据主导地位,掌控主要环节进程,体现为:(1)通过内部决议和行使批准权/同意权等,影响基础设施项目涉及的国有土地使用权转让、国有资产转让(含国有公司股权、项目公司股权等)、特许经营权等的转让有效性及转让最低价格(审批权);(2)作为行业主管部门,决定基础设施服务收费标准(定价权);(3)作为原始权益人,持有基础设施项目并执行对外转让行为(所有权);(4)全资所有外部管理机构,可以提供基础设施运营管理服务(运营权);(5)作为战略投资者,高额认购基金份额,可以施加重要影响(控制权);(6)作为投资方,全资所有或控股基金管理人(管理权);(7)作为基础设施项目的主要承租人或使用方,其续约及履约行为严重影响基金收益(收益影响力)等。相比之下,作为角力一端的证监会对基础设施 REITs 的影响和控制力则要薄弱许多。除了事先设置的基础设施项目条件之外,交易所的项目材料审查和证监会注册制的施行的并非实质审查,对基金管理人、ABS 管理人及基金托管人等大都是按既有规范进行管理并要求履行相应权责,无法影响其价值取向和履职绩效,除非存在违法违规,否则难以问责;而公募基金的载体形式,投资者可以是普通公众,即使是机构投资者(有些还是原始权益人的关联机构),也是分散而各有诉求,恐难以形成合力对抗原始权益人。其二,是基础设施付费使用者的平价服务诉求与公募基金投资者高预期投资回报之间的角力,上文第四(三)部分已有分析,此处不赘。可见,将基础设施项目通过 REITs 方式上市融资是地方政府实现供给基础设施服务功能的重要一环,基础设施 REITs 不仅没有削弱地方政府在“卖断”基础设施项目后的影响,反而可能因此强化了地方政府的控制力,帮助其开拓了通过资本市场加杠杆方式发展基础设施建设的路径,从而可以充分利用“控制权溢价”成就布局和整合基础设施项目的目标。

也因此,这种服务于地方政府基础设施项目融资需求的产品设计,在产品权益上也就不同于一般权益型基金,投资者需要树立对基础设施

REITs 收益与风险的正确认识,避免对标海外商业地产 REITs 或不同类型的基础设施 REITs 高估收益。如上所述,资产证券化技术改变的是拓宽基础设施的融资渠道,但没有改变基础设施产生收益的基础。我国常有以香港房委会卖断公屋附属商业组成的香港领展 REITs 取得的良好业绩为例,宣传基础设施 REITs 前景,但须知领展的成功既有香港特殊的商业金融环境及管理人对公共物业的商业化改造,还有管理人在法律修改后收购内地优质物业获益等因素的综合作用,并非单纯倚重基础设施收费,而公共资产的商业化也带来租金上涨挤走小商户,引发公租房居民生活成本提高及资产公共服务功能弱化等争议。^[86] 国内也常有以美国基础设施 REITs 发展为例来展示产品的良好预期。但注意到美国 2012 年以来启动的基础设施 REITs 主要集中于有垄断优势或行业优势的基础设施,而不是我国目前主流的传统收费公路和市政公共设施。有研究指出“美国基础设施 REITs 能取得丰厚回报背后的主要根本原因在于以数据中心、工业地产和传统基础设施(多数为无线通信基础设施)为底层资产背后的行业正处于加速发展时期……不但给这些基础设施 REITs 带来了稳定分红,同时还享受到了资产的增值收益”,^[87] 未必具有可比性。在地方政府仍对基础设施保有诸多影响力,基础设施项目使用收费未市场化、土地使用权有期及存在特许经营期限届满无偿收回等因素的作用下,尽管基础设施 REITs 的法律属性是权益型的,但收益回报可能更偏向固定收益,且在上涨空间有限的收益下还需承担基于所有者身份的项目风险等。当然,在货币超发而普遍缺乏足够“优质”资产的情况下,为受托资金寻找大宗、长期且有底层资产担保收益的投资对象,基础设施 REITs 应是合适的选择,这也就不难解释市场初期的热烈超募现象了。

[86] 参见郑雪晴、赵雨:《基于公共资产发行 REITs 的经验与挑战分析:以领展 REITs 为例》,载深圳证券交易所综合研究所(金融创新试验室)研究报告系列《沉思:REITs 专题》2020 年第 1 期。

[87] 黎云云:《基础设施 REITs 系列:海外参考美国篇》,2021 年 3 月 30 日,第 10 页,万和证券专题研究报告,载 https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202103301478368167_1.pdf。 1617207826000.pdf。

3. 充分重视原始权益人的影响并构建对基金管理人的激励约束机制

从我国基础设施 REITs 的设计及实践情况分析,原始权益人在其中的影响自始至终存在,而且可能因超额认购基金份额成为掌握控制权的战略投资者,以及因被聘任为外部管理机构而放大影响力。在基金份额持有人大会层面,除了对表决事项涉及关联的应予回避表决外,并没有对原始权益人作为战略投资者的其他监督或制衡措施;而作为外部管理机构,原始权益人要接受基金管理人的绩效考核及相应的监督,但在缺乏可比较基准以及原始权益人与基金管理人存在关联甚至控制关系的情况下,相应的监督可能也未必充分。

在原始权益人的影响力不小而制衡未与之相称的情况下,可能的改进方式是强调作为基础设施 REITs 核心主体的基金管理人的激励约束机制。只有一个以投资者利益保护为宗旨的勤勉尽责的受托管理人,才有可能对抗在基础设施 REITs 运作中可能发生的违法违规,侵害基金财产从而损害投资者合法权益的行为。54 号文第 3 条只规定了基金管理人“遵守持有人利益优先的基本原则”可能是不周全和不充分的。

从激励机制上来看,海外较为常见的是采用固定管理费和浮动管理费(绩效管理费)的设置,并适当递延后者的支付,以减少基金管理人的短期行为,更好地致力于基金的长期发展。激励标准高低及如何设置,更多地属于市场行为,法律不应过度干预,但可以取法海外行之有效的成熟机制,通过开放更多符合资质的基金管理人参与业务竞争,积累市场数据并予以公开化,增加透明度、可比性和市场竞争,促进基金管理人提升管理水平,提供质好价优的服务。

从约束机制上来看,应兼顾两方面的约束。一方面,基金管理人作为受托管理人,遵循《证券投资基金法》和《信托法》规定,对投资者承担信义义务(忠实义务和勤勉义务),并秉承《信托法》第 25 条第 1 款规定的“为受益人的最大利益处理信托事务”原则,如此才能指导其在基础设施 REITs 运作中围绕投资者利益行事,不屈从于原始权益人或其他参与方的不合法合理诉求。另一方面,尽管信义义务已包含有忠实义务的内容,但针对基础设施 REITs 不同于其他金融产品更普遍存在的关联关系/关联交易,应更注意这种利益冲突的防控,强调“遵守持有人利益优

先的基本原则”。54号文在第3条等多处已提及这一原则,值得肯定。但这种持有人利益优先主要针对的是关联关系处理,逻辑和位次上应从属于“为受益人的最大利益处理信托事务”原则,不宜用它进行替代或涵盖基金管理人的行为指导原则。此外,考虑到原始权益人与基金管理人之间的关联关系以及基金托管人功能的有限性,对于存在控制关系或其他密切关联关系,以及原始权益人作为战略投资者认购基金份额比例超过1/3(足以一票否决基金份额持有人大会决议)的,可以考虑在基金层面设置外部监察人,监督基金管理人及其基金运作的合法合规性,更好地保护基金投资者的合法权益。

(二) 近期:商事合同和自律管理层面激励约束机制的完善

短期内,在发改委和证监会的部门规范性文件搭建完毕基础设施REITs的基本法律框架,以及借助《证券投资基金法》和资产证券化法律规则确定市场参与各方主要权利义务的基础上,可以借助自律管理及在商事合同层面完备目前框架体系的不完善之处,借助市场力量和实践积累建立能够发挥实效的激励约束机制。

在自律管理层面,可以伴随项目实践,总结梳理基金管理人进行主动运营管理的行为要点和注意事项,作为行为指南或项目材料审核要点予以公布,规范基金管理人更好地履职;针对作为外部管理机构的原始权益人,可以建立同类基础设施项目数据库,构建运营管理指标及收费基准并予以公布,增加行业透明度及可比性;针对基础设施REITs这类特殊产品的投资者,一方面,可以深化投资者相关权益保护的公益性宣传教育,提升其对产品的理性认识;另一方面,可以伴随实践总结投资者在基金运作中可能受损或需要维权的情形,出台投资者保护示范条款,供各方签署基金合同时订入其中,以更全面地保护投资者合法权益。

在《基金合同》等商事合同层面,应充分发挥基金管理人作为基础设施REITs主导者的作用及拟定主要合同文本的现实,首先,基金管理人可以在合同中承诺遵守《证券投资基金法》《信托法》《证券法》等相关法律制度规定,将为投资者利益最大化服务作为行为准则,以便通过自我约束,提升投资者的信任感,助力市场长期发展。其次,针对我国现有法制下基础设施REITs的三层复杂法律架构,改变直接照搬类REITs下发挥积极作用的ABS管理人职责内容的做法,根据ABS管理人在基础

设施 REITs 所起的上传下达作用,撰写其与基金管理人的职责分工条款及衔接机制。再次,针对个案之下情况迥异的原始权益人与基金管理人及其项目的关联/控制关系,详细规定总体的关联交易审查、决议及披露机制,并针对可能具体化的类型阐述相应的利益冲突防控举措及披露安排,以通过制衡及透明度提升更好地管理风险。最后,结合基础设施 REITs 复杂的投融资结构以及本身属于权益型但又带有固定收益特点的属性,细化投资者的知情权、表决权和监督权等相关规则,提供给投资者简便快捷的沟通机制并丰富投资者可能的维权途径。

(三) 远期:法律制度层面基础设施 REITs 的专项立法规划

从亚洲诸多国家/地区的经验来看,制定专门法律是“一揽子”解决(基础设施)REITs 发展中面临的法律、税收、会计、监管等方面问题^[88]的高效方式,我国也可以进行借鉴。换言之,应从试行阶段我国以“破除法律障碍”为导向的分散式立法,走向常规阶段的以“集约高效”为导向的专门性立法。

在法律路径上,可以《证券投资基金法》《信托法》《公司法》《证券法》《民法典》等法律制度为上位法,由国务院基于引流公开市场资金助力基础设施建设的公共政策目标及保护资本市场投资者合法权益的金融安全目的考虑,在行政规章层面制定《基础设施 REITs 管理监督条例》。考虑到基础设施 REITs 具有的公共性目标和独特的投融资安排,无法靠到任何传统的公募基金或普通公司的一般法律规则中,专门立法可以考虑只遵从公募基金(及证券法)或公司法的一般性规则(如反欺诈或公司治理及法律责任)而无须适用其具体分则。有关基础设施 REITs 的行为准则,特别是税收优惠等举措或有别于传统做法的行为(例如,基金管理人从事主动运营管理基础设施职责、基金对外借款以及收购新项目等)可以系统地《基础设施 REITs 管理监督条例》中规定,以更好地指导实践并提高法律适用效益,促进市场规范发展。

在基础设施 REITs 的组织载体及法律结构上。从海外经验来看,联通基础设施项目与公开市场的渠道多种多样,我国现阶段为以最小制度

[88] 有关基础设施市场化之后的收费定价调整问题,属于相关部委的职权且因行业各有不同,不宜在专门立法中规定,可以由有权部门改革推进。

成本破除法律障碍而采用公募基金结构并作了三层嵌套,实际上带来了市场参与方沉重的成本负担,也不符合简洁、透明和可比性的证券化国际趋势。未来,应允许采用更丰富的基础设施 REITs 组织载体形式,特别是在《公司法》修改的时代契机下,或有可能允许增加一类适用于 REITs 操作的公司类型。而在法律结构上,遵循透明化和简洁化的要求,应尽量减少基础设施 REITs 的内部层级及嵌套,允许基金直接或间接通过项目公司持有基础设施项目,去除为突破法律障碍而嵌入但实践中功能已通道化的资产支持专项计划及 ABS 管理人的设置,构建高效的法律结构。

在内容上,除了税收优惠政策外,结合上文指出的问题及不完善之处,可以在《基础设施 REITs 管理监督条例》这一专门立法中予以有针对性的规定,包括但不限于:(1)基于原始权益人的重大影响力及作为高比例持有基金份额的战略投资者身份,应要求其承担诚信义务,不得损害其他基金份额持有人的合法权益,否则要承担相应的损害赔偿责任;(2)要求基金管理人作为受托管理者及主动运营管理基础设施项目的责任人,应遵守“为投资者利益最大化服务”的原则,而不能只局限于“持有人利益优先”这一利益冲突的处理原则;(3)在原始权益人与基金管理人之间存在控制或其他密切关联关系,以及原始权益人作为战略投资者认购基金份额比例超过 1/3 的,可以要求在基金层面设立外部监察人,行使必要的监督权;(4)考虑到基础设施 REITs 面向公众发行,有可能存在少数基金份额持有人,可以借鉴保护中小股东的做法,在基金份额持有人大会就特别事项设置少数基金份额持有人单独计票表决机制;(5)考虑到基金管理人履职的丰富性及相对内部化,投资者除了法定的信息披露之外,难以充分了解,可以考虑在投资者与基金管理人的权益纠纷中,针对基金管理人履行信义义务的情况实行举证责任倒置,减少投资者维权的难度和成本;(6)考虑到基础设施 REITs 多方参与的复杂投融资结构,在原始权益人绝对比例持有基金份额且基础设施项目剩余权益不足 10% 时,可以考虑授予原始权益人回购剩余基金份额,加速清盘的权利(义务),以节约成本提高项目运作效益。

(编辑:吴紫君)