

## 公募 REITs 控制权集中度的法理 基础、规范逻辑和制度建议\*

单于家\*\* 汤 超\*\*\*

**摘要:**我国基础设施领域公募 REITs 试点相关规则已陆续发布。围绕投资者持有基金份额变动应当履行的信息披露、要约收购等义务,证券交易所规则作出了规范,总体上参照了上市公司收购及股份权益变动的要求。公募 REITs 制度中引入上市公司类似安排,具备一定法理基础。但是,REITs 份额持有人的弱代理和弱介入,有别于上市公司的现实情况;且此次公募 REITs 试点在保障份额持有人利益的制度设计上已作了诸多安排。建议结合试点实践情况,考虑适当放宽权益变动和要约收购的门槛。

**关键词:**公募 REITs 上市公司 信息披露  
要约收购

REITs(不动产投资信托基金)是境外市场专门投资不动产领域的成熟金融产品。2020 年 4 月 30

---

\* 本文仅代表作者个人观点,与所任职机构无关。

\*\* 上海证券交易所员工。

\*\*\* 中国证监会证券基金机构监管部员工。

日,中国证监会和国家发改委联合发布《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》(证监发〔2020〕40号),在基础设施领域开展公募REITs试点。2020年8月6日,中国证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(证监会公告〔2020〕54号),为公募REITs试点提供法规依据。

本次基础设施领域REITs试点,允许通过公开募集方式设立基础设施证券投资基金,通过购买资产支持证券、项目公司等特殊目的载体的方式,获取底层基础设施资产完全所有权和控制权。同时,对投资者如何依据所持有的份额参与基金的日常运营管理做出了规定。<sup>〔1〕</sup>与此相衔接,在交易所发布的相关规则中,规定了投资者持有基金份额变动应当履行的信息披露、买卖限制以及要约收购等义务。<sup>〔2〕</sup>投资者在二级市场上增、减基金份额的核心监管理念和要义为,投资者应当参照上市公司股东收购及股份权益变动履行相应的程序或者义务。

在公募基金信息披露中,引入类似于上市公司股东收购和权益变动信息披露的相关安排,是本次公募REITs试点的一次尝试。由此,也引发我们思考这一安排背后的法理基础和规范逻辑。具体而言,公募REITs控制权集中度有三个基本问题。第一,投资者持有公募REITs的份额是否需要有所限制?第二,投资者持有公募REITs份额发生变动时,是否需要履行信息披露义务,履行信息披露义务的触发门槛如何确定?第三,是否需要设置类似于强制要约收购的制度安排?

事实上,信息披露和交易限制从来都不是越多越好。遵循契约自由的一般理论,证券市场应当尽可能保护交易自由。证券交易具有高度的集中性、连续性和流动性,也要求能够在安全、高效、可预期的环境和状态下进行。<sup>〔3〕</sup>公募REITs份额变动的信息披露和交易限制,会直

---

〔1〕 中国证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》第32条规定了应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的1/2以上或2/3以上表决通过的具体事项。

〔2〕 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)》第四章第三节、《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)》第四章第三节。

〔3〕 参见卢文道、陈亦聪:《题材股投机炒作的成因与监管逻辑》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第22卷),法律出版社2017年版。

接影响 REITs 上市交易后的流动性,关系到 REITs 的市场生命力。因此,我们既要努力找到法理上的应然边界,又要考虑 REITs 试点的具体实践。

略有遗憾的是,关于公募 REITs 控制权集中度的研究,在国内基本处于空白状态,主要原因是以往的 REITs 产品都为私募,<sup>[4]</sup>国内尚没有真正意义上的公募 REITs,因此不涉及公开发行中控制权集中度的问题。这也导致 REITs 试点总体移植了上市公司收购和权益变动的制度安排。本文尝试从公募 REITs 控制权集中度的法理基础、规范逻辑以及试点安排等方面,作一些初步的探讨。

## 一、REITs 控制权集中度的境外实践

与境内公募 REITs 尚待破土而出不同,境外 REITs 已经历经数十年的发展,属于成熟、常见的金融产品。因此,观察境外市场 REITs 控制权集中度和相关制度规定,不失为一个有价值的研究视角。根据相关统计<sup>[5]</sup>,截至 2019 年,数据相对完整的 44 个国家或地区上市 REITs 项目合计 858 个,总市值约 2.09 万亿美元。其中,美国市值约 1.33 万亿美元,占比约为 64%。因此,我们主要考察美国以及同处亚太地区的我国香港地区、新加坡上市 REITs 的相关情况。

### (一) 美国市场 REITs 控制权集中度比较分散

我们按照 REITs 底层资产为综合、酒店、公寓、购物中心、社区商业中心、独立店面、工业和办公,选取美国市值排名前五的 REITs(由于物流仓储类 REITs、社区商业中心类 REITs、独立店面 REITs 仅有 8 只,因

---

[4] 根据兴业证券的研究,2014 年“中信启航”发行约 52 亿,拉开类 REITs 市场帷幕。2014~2019 年发行金额分别为 96 亿元、131 亿元、117 亿元、291 亿元、278 亿元、506 亿元,在 2019 年迎来爆发式增长。2020 年上半年发行金额约 39 亿元。截至 2020 年 6 月,类 REITs 市场共发行 77 只产品,规模达 1458 亿元。但国内类 REITs 大多借助资产支持专项计划,采用“私募+ABS”“信托收益权+ABS”等模式设立产品。

[5] 数据来源于兴业证券研究报告《基建 REITs 系列深度报告之二:境外 REITs 实践深度剖析》。

此选取市值排名前三的 REITs), 共计 34 只 REITs 进行样本分析。其中, 第一大股东〔6〕持股比例最高为 19.46%, 最低为 9.58%, 大部分集中于 10% ~ 15%; 前五大股东合计持股比例最高为 50.24%, 最低为 35.54%, 大部分集中于 30% ~ 40%。

## (二) 我国香港地区、新加坡 REITs 控制权集中度比较集中

我国香港地区上市的 11 只 REITs 中, 第一大股东持股比例最高为 56.66%, 最低为 9.02%, 3 只超过 50%, 2 只在 30% 左右, 4 只在 20% 左右; 前五大股东合计持股比例最高为 86.03%, 最低为 18.90%, 8 只超过 50%〔7〕。新加坡市值最大的前 15 只 REITs 中, 第一大股东持股比例最高为 67.69%, 最低为 9.82%, 10 只超过 30%, 低于 20% 的仅 2 家; 前五大股东合计持股比例最高为 76.04%, 最低为 37.59%, 大部分超过 40%, 仅有 3 家在 30% ~ 40%。此外, 与美国上市 REITs 不同, 我国香港地区和新加坡上市 REITs 第一大股东主要为地产公司和私募基金, 地产公司的数量又略多于私募基金, 而美国上市 REITs 第一大股东主要为公募基金。

## (三) 境外控制权集中度形成有其各自的制度背景

境外市场 REITs 控制权集中度格局的形成, 并非市场内生选择的结果, 而有其深刻的制度背景。其中, 美国 REITs 控制权的构架, 成因主要来自税法驱动。1976 年, 为提振 REITs 市场, 美国出台《REITs 简化修正案》, 允许 REITs 在商业信托的基础上以公司的形式成立, 并按照“税收中性”原则〔8〕给予相应的税收优惠。同时, 对符合税收优惠条件的 REITs 股权结构, 设置了相应的规定。一是股东或受益人不得

---

〔6〕 美国 REITs 主要采用公司制模式, 投资者通过认购股票成为公司股东, 而公司将投资收益以股利的方式分配给投资者。新加坡和我国香港地区 REITs 均属于在集体投资计划框架下的金融产品, 采用契约型结构, 严格意义上投资者是基金份额的持有人, 而非真正意义上的股东。为了对比方便, 我们采用“持股比例”表征控制权集中度。

〔7〕 因披露口径差异, 领展数据截至 2020 年 3 月 31 日, 招商局数据截至 2019 年 12 月 10 日, 其余 REITs 数据截至 2019 年 12 月 31 日。

〔8〕 所谓“税收中性”原则, 简单而言, 是指不因 REITs 这一结构本身而为投资者或者说社会增加额外税收负担, 也不应该因为转换成了 REITs 结构, 而造成税收流失。

少于 100 人；〔9〕二是在纳税年度后半年，5 个或 5 个以下的个人持有的 REITs 股份不得超过总股份的 50%。〔10〕由此，税收政策塑造了美国 REITs 的基本形态，即主要采用“公司制”而非“商业信托”；前五大股东持股比例不超过 50%，且总体较为分散。笔者没有找到关于享受税收优惠与 REITs 股权结构相关规定的相关立法解释，一个可能的原因，是通过股权分散化，避免 REITs 异化为一般意义上的房地产公司。采用公司制后，REITs 控制权集中度的相关问题，也就一并纳入了上市公司的规范范畴，投资者按照美国市场关于上市公司收购和权益变动的规则，履行信息披露等义务。

反观我国香港地区和新加坡市场，由于公司制的 REITs 仍然需要交纳公司层面的所得税，因此，REITs 基本采用契约型结构，但在投资者持有基金份额的变动规制上，总体上参照上市公司的相关规定执行。例如，我国香港地区，按照首次公开募股股权分散度的要求，规定 REITs 发行时，至少有 100 名股东，每 100 万港元的发行额由不少于 3 名股东持有，且最低公众持股量为 25%。REITs 上市后，投资者持有基金份额发生变动时，需要比照上市公司权益变动的规定，履行信息披露义务和收购义务。

## 二、REITs 控制权集中度的法理基础：基金持有人之间的委托代理关系

本次 REITs 试点中关于控制权集中度的规定，主要参考了上市公司收购和权益变动的制度安排。因此，研究 REITs 控制权集中度，有必要简要回顾上市公司收购和权益变动的制度功能。上市公司场景下，股东关于控制权集中度主要负有两种义务。（1）信息披露义务。充分的信息披露，一是针对收购的预警机制，通过让市场知道谁正在不断增加持股份额，保护公司其他股东和管理层；二是有助于实现“市场透

---

〔9〕 本条沿用 1960 年 REITs 法 (Public Law 86 - 779 - SEPT. 14, 1960) 的规定。

〔10〕 参见美国国内税法 I. R. C. § § 856(h)(1), 542(a)(2)。

明”,即披露那些在公司中持有相当股份份额的人的身份,或许是让市场正确评估公司价值的一个重要环节。<sup>[11]</sup> (2)强制要约义务。主要功能是平等对待被收购公司股东,保证同一类别的全体证券持有者获得平等待遇。<sup>[12]</sup>

我们还需要回答的问题是,为什么控制权集中度会与上述两种义务如影随形?笔者认为,控制权集中度的问题,本质上是股东之间的代理关系问题。在两权分立的现代公司制中,股东委托管理层经营公司,管理层按照股东意志经营公司。但在股东众多的情况下,股东意志如何产生,本身也成为十分关键的问题。现代公司治理模式下,主要采用资本多数决的方式,解决股东之间的意见分歧。由此,公司事务控制权成为公司各方利益冲突和矛盾的焦点,它“在现代社会是一种重要的经济权利,取得和行使它意味着控制者对公司资源拥有支配权”,因此,“公司控制权在公司世界中仍然是炙手可热的紧俏产品”。而公司控制权的分配和归属深受公司股权结构的影响。控制权集中度与股东或经营者对公司的控制成正相关或负相关的紧密关联:股权越是集中,单一或少数股东对公司的控制权越大;反之,股权越是分散,经营者越容易取得对公司的控制权。<sup>[13]</sup> 正是因为控制权集中度会影响不同股东意志在公司层面的实现,因此其本身就成为不同股东增加或是减少股权份额的非常重要的决策因素。事实上,控股股东与其他中小股东之间其实建立了信义关系。信义关系是指基于一定的信赖,一方将自己的特定财产交于另一方掌管,另一方则承诺为对方的最佳利益行使。<sup>[14]</sup> 由此,当研究视角转换回公募 REITs 场景时,研究控制权集中度问题的关键,也在于厘清基金持有人之间是否存在以及在多大程度上存在委托代理关系。

---

[11] 参见[英]保罗·戴维斯、[英]萨拉·沃辛顿:《现代公司法原理》,罗培新等译,法律出版社2016年版,第962页。

[12] 同上,第1057页。

[13] 参见赵旭东:《公司治理中的控股股东及其法律规制》,载《法学研究》2020年第4期。

[14] 参见熊锦秋:《尽快从法律上明确控股股东的诚信义务》,载《上海证券报》2015年8月27日,第008版。

### (一) 基础法律关系: 信托还是委托

我国现行法律体系中对于 REITs 的规制架构较少涉及。与其具有功能相近性的房地产信托,以信托业“一法三规”为基本法律框架。在《基金法》框架下,借助资产证券化的视角架构 REITs 的产品框架,信托关系作为资产证券化之基础法律关系已无疑义,因而 REITs 的基本法律关系也应当为信托法律关系<sup>[15]</sup>。但也有学者指出,我国金融法律制度以移植域外法为特色,且金融业务创新与产品创设多源于金融监管规章的授权或认可,某种程度上相当于监管层来设计民商法基础关系。这就特别需要警惕对各种舶来品的法律概念——无论是“信托”、“委托”抑或“委托代理”——的抽象解读,甚至将其强加到现实中各类不同形态的资管计划上。对于当下快速发展的金融市场实践,法律分析最好以一种功能主义的立场来进行,在恪守“受人之托、代人理财”这一资管行业的核心要旨的前提下,对资管计划的法律属性以及由此产生的内部管理、外部投资等一系列关系作出实事求是、合乎常识的判断。<sup>[16]</sup>

就信托法律关系而言,其中的一个基本要素,是受托人对信托财产的全权管理、运用、处分的权利,委托人和受益人通常都不得介入或干预。<sup>[17]</sup>有学者比较了基金持有人大会和股东大会在基础法律关系上的异同,<sup>[18]</sup>认为两者代表了信托制和公司制两种不同的基金组织形式,其差异也是非常显著的。突出体现在受制于信托法原理,持有人作为受益人不得过多干预基金的日常投资运作与管理,这是信托信任性与专业性的要求。因此,信托法律关系下的持有人大会虽有一定的议事和决定权,但一般仅针对信托契约存续及重大条款的改变,且持有人大会发挥作用的频次较低。此外,由于持有人大会的权限主要来自基

[15] 参见张盼、李冬:《房地产投资信托基金制度构建的法律问题研究》,载《金融理论与实践》2019年第7期。

[16] 参见刘燕、楼建波:《企业并购中的资管计划——以 SPV 为中心的法律分析框架》,载《清华法学》2016年第6期。

[17] 同上。

[18] 参见蔡奕:《完善公募基金份额持有人大会制度的几点思考》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第23卷),法律出版社2017年版。

金合同,因此,其权利的范围、力度与执行力均不如来自公司法和章程授权的股东大会,更不可能拥有股东大会类似财务预决算、经营决策权、重要人事任免权等实体决策权力。

就公募 REITs 而言,其产品特性与一般的公募基金存在差异。一般意义上的公募基金,主要进行证券投资,核心目的在于获取买卖差价或者利息收入,虽然偶尔也会以股东身份介入所投资标的的重大经营事项,但总体上介入不深且采用被动管理的方式,主要通过“用脚投票”取得最佳的投资收益。就 REITs 而言,其主要收益来源于底层资产,对底层资产的高效运营,对 REITs 的收益十分关键。因此,REITs 必须更多关注底层资产的日常运营管理。相应的,基金持有人需要做出的与底层资产运营有关的决策,也较之一般的公募基金更为复杂多样。

此次公募 REITs 试点出台的相关法规,赋予基金份额持有人大会较多的涉及底层资产运营的表决权,如资产收购、重大支出等;且直接规定了重大事项应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的 1/2 或者 2/3 以上表决通过,基金份额持有人与表决事项存在关联关系的,还应当回避表决。<sup>[19]</sup> 这些规定表明,基金份额持有人已经在一定程度上参与到 REITs 的日常运营中,而并非像典型信托关系中委托人那样“超脱”,其内在法律逻辑,事实上也就更加类似于委托代理关系,而非纯粹的信托关系。而且,重大事项的决策程序,也遵循了“多数资本决”这一基本原则。因此,公募 REITs 份额持有人之间的关系,也在某种程度上带有了上市公司股东之间“合作经营”的关系色彩。从基础法律关系的角度,公募 REITs 制度中引入上市公司收购和权益变动的

---

[19] 中国证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》规定,需要经参加大会的基金份额持有人所持表决权的 1/2 通过的事项包括:金额超过基金净资产 20% 且低于基金净资产 50% 的基础设施项目购入或出售;金额低于基金净资产 50% 的基础设施基金扩募;基础设施基金成立后发生的金额超过基金净资产 5% 且低于基金净资产 20% 的关联交易;除基金合同约定解聘外部管理机构的法定情形外,基金管理人解聘外部管理机构的。需要经参加大会的基金份额持有人所持表决权的所 2/3 通过的事项包括:对基础设施基金的投资目标、投资策略等作出重大调整;金额占基金净资产 50% 及以上的基础设施项目购入或出售;金额占基金净资产 50% 及以上的扩募;基础设施基金成立后发生的金额占基金净资产 20% 及以上的关联交易。



类似安排,具备法理基础。

## (二) REITs 委托代理关系的特殊性:弱代理关系

从法理上看,公募 REITs 份额持有人存在类似于上市公司股东之间的委托代理关系,那么,是否应当全盘移植上市公司收购和权益变动的相关制度安排呢?笔者认为,要回答这个问题,除了必要的法理分析外,还需要认真探究公募 REITs 的产品特质,及其基金份额持有人在其中的角色定位。

北京大学光华管理学院对美国、英国、澳大利亚、日本、新加坡、中国香港地区等 12 个国家或地区 REITs 制度的研究认为,<sup>[20]</sup> REITs 市场建设实践中,有 4 项制度构成 REITs 制度的核心。除在 REITs 层面实施税收支持以外,另外 3 项制度均与 REITs 的日常运营直接相关。

一是基金主要收益来源要求,即 REITs 应当主要投资于成熟的不动产资产,以不动产资产产生的长期、稳定的现金流作为主要收入来源。各国家和地区 REITs 制度无一例外地对 REITs 的经营活动进行限制。美国、英国、加拿大、新加坡、德国等国家均设定了不动产资产的最低投资比例、来源于不动产资产的最低收入比例;澳大利亚、法国、中国香港地区则以审核是否主要进行“合格不动产投资”作为税收优惠的前提条件。各国和地区还往往对 REITs 进行房地产开发、短期交易、持有其他公司股票等加以适当限制,以确保 REITs 绝大部分资产持有底层成熟、优质的不动产资产。各国和地区对 REITs 作出限制主动交易的规定均是出自一个共同的理念,即提供给投资者的收益应当全部(或大部分)来自经营性房地产租金等现金流收入,而不应当来自房地产买卖差价,这与证券投资主要获取买卖价差收入或债券利息收入存在明显差别。

二是对 REITs 收入进行强制分配。12 个国家和地区均作出了有关强制分配制度的规定,美国、新加坡、英国等国家明确规定了租金等一般性收入的分红比例不得低于 90%;澳大利亚、加拿大等则对不分红的部分按最高税率进行征税,以确保 REITs 绝大部分收益向投资者

---

[20] 参见《中国 REITs 制度的特征与实现路径》,北京大学光华管理学院“光华思想力”新金融研究系列报告之八,2018 年 12 月。

进行分红。利润的强制分配保障了基于不动产资产产生的长期、稳定的现金流能够流入投资者手中。

三是普遍限制高杠杆运作。杠杆率限制属于普遍做法,如新加坡、中国香港地区均要求 REITs 的杠杆率不超过 45%,<sup>[21]</sup>英国、比利时则通过规定利息覆盖比率不低于 1.25 倍限制过度高杠杆。

由此可见,REITs 运营,与一般上市公司相比,存在比较明显的差异。首先,REITs 经营范围被严格限制在成熟的不动产投资领域,几不可能向其他领域拓展<sup>[22]</sup>。其次,REITs 绝大部分收益要求分配给基金份额持有人。因此,除直接扩大 REITs 规模或借款用于收购外,很难通过留存资金用于购买新的资产拓展业务。此外,由于 REITs 投资标的属于成熟运营的不动产资产,物业管理等方面提升空间总体较为有限。总体看,REITs 收益比较稳定,很难有爆发式增长,业界普遍认为其风险收益特征介于股、债之间。

REITs 风险收益特征直接影响基金份额持有人之间可能存在的代理关系。从公司法的角度,股东权利可以划分为自益权与共益权。自益权是股东为了实现投资回报而从公司分取经济利益的权利,如股利分配请求权、剩余财产分配请求权、新股优先认购权等。共益权是股东为全体股东共同利益从而间接为自己利益行使的权利,如表决权、知情权等,以及与表决权相关的派生性权利如股东会出席权、召开股东会提议权、股东会召集和主持权、提案权等。如果将 REITs 份额持有人与公司股东相类比,由于 REITs 运营本身受到法律法规诸多限制,因此,与

---

[21] 2020年6月9日,香港证监会发布对 REITs 守则的修订建议并公开征求意见,修改事项包括将 REITs 借款总额的限制从不得超过该计划资产总额的 45% 变为 50%。此外,新加坡财政部、税务局、金融管理局于 2020 年 4 月 16 日发布 New Measures to Help REITs Navigate Operating Challenges Posed by COVID - 19,将 REITs 的杠杆率从 45% 调整为 50%,以应对“新冠”肺炎疫情的影响。

[22] 以美国为例,经过 1976 年、1986 年、1999 年等数次税法修订,REITs 逐步具备了积极管理的能力。2001 年 6 月 4 日,美国国内税务署(IRS)颁布了一项收入条例(2001-29 号),重申了 REITs 可以将主动贸易和商业活动作为其典型房地产租赁业务的一部分。但是作为获得税收优惠所必须付出的代价,与普通房地产辛迪加和房地产公司相比,REITs 的积极管理能力仍然有所限制:REITs 必须透过其应税附属机构(TRS)进行积极的经营活动,如其租房或第三方提供超常规的服务等。由于 TRS 被视同普通公司课税,故 REITs 的积极经营所得实际上仍然是双重征税的。

一般的股份公司相比,基金份额持有人对于 REITs 的日常运营的影响,也会弱于股东对上市公司的影响。

REITs 份额持有人整体影响力弱化,使 REITs 份额持有人共益权随之弱化,自益权成为更为重要的权利。由此,基金份额持有人之间的委托代理关系也在很大程度上被弱化了。因此,公募 REITs 制度中引入上市公司收购和权益变动的类似安排,虽然有其必要性,但在规范的要求和强度上,可以作出与一般的股份公司差别性的政策安排,以与 REITs 份额持有人之间的弱代理关系相匹配。

### (三) 要约的取舍:理论目标与适用场景的偏差

本次公募 REITs 试点,部分引入了上市公司收购中强制要约的制度安排,规定投资者及其一致行动人拥有权益的基金份额达到基础设施基金份额 50% 时,继续增持该基础设施基金份额的,应当参照《上市公司收购管理办法》以及其他有关上市公司收购及股份权益变动的有关规定,采取要约方式进行并履行相应的程序或者义务<sup>[23]</sup>。

上市公司收购中的强制要约安排,来源于收购中“公平对待目标公司股东”<sup>[24]</sup>这一基础原则。按照公司法基本原理,公司的股东构成,从来都兼具人合与资合的性质,对于有限责任公司,我国《公司法》明确规定,股东向股东以外的人转让股权,应当经其他股东过半数同意。而对于股份有限公司,则规定其股份转让应当在依法设立的证券交易场所进行。其隐含的部分意义可以理解为,由于股份有限公司股东人数众多,设置其股份转让需经多数股东同意在事实上无法实现,因而由证券交易所设置“以信息披露为核心”的股份转让条件,“替代”其他现存股东对新进股东进行的资格检视。发生上市公司收购时,由于涉及实际控制人的变化,因此,信息披露已经不足以实现“公平”原则,需要给予一般股东通过“用脚投票”重新“选择”控股股东的机会。出售股票给新控股股东的卖家们,已经在公司控制权发生变动时选择“退出”了

---

[23] 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 57 条、《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)》(征求意见稿)第 64 条。

[24] 同前注[11],第 1056 页。

公司,所以要把同样的“退出”机会提供给其他股东。<sup>[25]</sup>

就 REITs 而言,与一般上市公司最大的区别,在于持有大额基金份额的投资者,是否具备类似于上市公司控股股东同样的控制力和控制意愿。从实践看,在 REITs 产品结构和运作管理中,处于治理核心地位的,是基金管理人及其委托的项目运营机构,而非 REITs 基金份额的持有人。上市公司实际控制人决定着上市公司的重大决策,而且会通过各种方式影响上市公司的日常经营;而 REITs 基金份额的持有人,通常以获得基金收益为主要目标,通常不会直接介入 REITs 底层资产的运营。因此,无论从控制力角度,还是从控制意愿角度,REITs 基金份额的大额持有者,都无法与上市公司的控股股东相提并论。进而推断出,REITs 大额持有人发生变化,通常不会直接影响 REITs 正常运作和底层资产运营。相应的,当 REITs 基金份额的大额持有者发生变动时,完全参照上市公司做法,给予其他基金份额持有人“退出”机会似无必要。因此,是否完全参照上市公司做法,在 REITs 交易中引入标准相同的强制要约,需要结合 REITs 具体的治理结构综合考虑。

### 三、REITs 控制权集中度的现实背景:试点安排与发展需要

要准确讨论本次 REITs 试点中的控制权集中度规制问题,应当将该问题置于试点整体制度安排的视角下去观察和讨论。正如有学者指出,不应枉顾具体法律或规则生成的社会背景,将公司治理法律制度抽象为纯粹的技术规则,认为他们可以随意地移植和转让,在给其指标赋值的过程中,只看到法律的纸面规则,而忽视了法律作用于市场的动态过程。<sup>[26]</sup>

---

[25] 同前注[11],第1062页。

[26] 罗培新:《公司治理法律规则背后的经济与社会含义——以日本活力门收购事件为视角》,载徐明主编:《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版。

### (一) 基金持有人充分保护下的控制权集中度安排

从本次 REITs 试点的制度安排来看,<sup>[27]</sup> 加强基金份额持有人合法权益保护和压实机构主体责任是贯穿其间的主旨安排。具体包括 4 个方面:

一是严格筛选基础资产。试点对基础资产设置了较高的准入门槛。项目权属上,要求权属清晰,不存在重大法律或经济纠纷;投资回报上,要求具有成熟的经营模式及市场化运营能力,已产生持续、稳定的收益及现金流,具有持续经营能力和较好的增长潜力;原始权益人适当性上,要求其信用稳健、内部控制制度健全,具有持续经营能力,最近 3 年无重大违法违规行。<sup>[28]</sup>

二是深度绑定原始权益人。为了保证 REITs 底层资产的质量,本次试点还引入利益绑定机制,以避免原始权益人可能存在的欺诈等法律和道德风险。法规不仅要求原始权益人参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于基金份额发售数量的 20%,还规定基金份额发售总量的 20% 持有期自上市之日起不少于 60 个月,超过 20% 部分持有期自上市之日起不少于 36 个月,基金份额持有期间不允许质押。同时,明确规定原始权益人或其同一控制下的关联方拟卖出战略配售取得的基础设施基金份额的,应当按照相关规定履行信息披露义务。<sup>[29]</sup>

三是压实基金管理人在 REITs 日常运营中的责任。一方面,强化基金管理人专业管理能力,除成立年限、声誉、内控等一般性要求外,还强调基金管理人应当设置独立的基础设施基金投资管理部门,配备不少于 3 名具有 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的主要负责人员,其中至少 2 名具备 5 年以上基础设施项目运营经验。<sup>[30]</sup> 同时,还要求 REITs 基金管理人与基础设施资产支持证券管理

---

[27] 相关规定包括:中国证监会、国家发展改革委《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》、《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》、《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)》(征求意见稿)等。

[28] 参见中国证监会、国家发展改革委《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》中的基础设施 REITs 试点项目要求。

[29] 参见《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》第 18 条。

[30] 参见《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》第 5 条。

人存在实际控制关系或属于同一实际控制人,防止基金管理人沦为通道。另一方面,法规要求基金管理人勤勉尽职,除可以委托部分项目运营职责外,需切实“管好项目、看住钱”。

四是基金运作受到严格规范。比照境外成熟市场 REITs 的通行做法,对 REITs 的运作作了严格的规定。具体包括,将 90% 以上合并后基金年度可供分配金额以现金形式分配给投资者,在符合分配条件的情况下每年不得少于 1 次;<sup>[31]</sup>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,<sup>[32]</sup>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%<sup>[33]</sup>等。

上述安排,最大限度地保护了 REITs 份额持有人权益,同时也对 REITs 份额持有人的构成、内部治理以及后续参与运营管理作出了相对严格的限制。这样的制度安排,使 REITs 份额持有人的收益权得到了充分的保障,但对于 REITs 份额持有人项目运营参与权和决策权相对弱化,或者说外部的制度安排在很大程度上替代了内部治理。在这样的制度框架和 REITs 治理结构下,控制权集中度的规定也可以采用相较于上市公司治理更为柔性的规范方式。

## (二) 公募 REITs 后续发展中控制权集中度的制度供给

公募 REITs 在我国刚刚起步,制度设计更多借鉴境外成熟市场经验和境内私募 REITs 最佳实践,缺乏公募 REITs 成熟的实践支撑。随着试点的逐步深入,REITs 基金治理的自主化程度大概率会不断提升,REITs 份额持有人对于 REITs 日常管理的介入程度也会不断加深,甚至会产生更换基金管理人和项目运营者的需求。

以我国香港地区为例,就曾发生过 REITs 要约收购的案例。2018 年 9 月 26 日,春泉产业信托发布公告称,接到太盟地产全面要约通知,太盟地产拟按照每股 4.85 港元全面要约收购春泉产业信托。该要约为香港地区 REITs 历史上首个希望通过全面要约收购更换管理人的案

[31] 参见《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》第 30 条。

[32] 参见《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》第 28 条。

[33] 同上。

例。太盟地产之所以希望收购春泉产业信托,与春泉产业信托上市后表现不佳有关<sup>[34]</sup>。春泉产业信托上市后表现不佳,上市4年9个月内总计派息1.177港元,以2018年9月25日收盘价3港元加上派息合计,累积4年9个月收益率仅为9.63%,远不及恒生房地产基金指数。考虑到春泉产业信托主要资产是北京CBD核心地段写字楼华贸中心,资产优质,因此太盟地产认为是管理人经营管理不力。根据计划,罢免管理人及委任春泉产业信托新管理人后,新管理人将对春泉产业信托进行战略检讨,该战略检讨将审核春泉产业信托的战略、表现,并分析春泉产业信托的战略性举措。<sup>[35]</sup>虽然最终该项要约收购未获成功,<sup>[36]</sup>但通过收购改善REITs运营绩效的目标已显露无遗。

此外,我国香港地区和新加坡的经验也表明,更有弹性的REITs治理安排和更为主动、专业的管理,能有效提升REITs的经营业绩。业绩较佳的REITs通过收购管理不善的资产并彻底挖掘资产的收益潜力、

---

[34] 太盟地产提出了三项质疑:(1)基金单位价格表现持续及严重不佳。春泉产业信托的基金单位价格表现于多方面表现欠佳。自2013年其首次公开发售起至最后交易日止,春泉产业信托的基金单位价格的表现逊于恒生房地产基金指数141.6%及逊于恒生指数32.1%。在该期间,春泉产业信托的基金单位价格下降约21.3%,使春泉产业信托就基金单位价格而言为于恒生房地产基金指数成分股中表现最差的房地产投资信托基金。(2)决策及管治常规令人质疑。于2017年,管理人收购就位于英国(为管理人并无相关往绩记录或活跃投资参与的市场)的84项商业物业的决定,当中涉及与伊藤忠商事株式会社(一个关联方)的一间间接全资附属公司签订的租约,连同摊薄基金单位持有人权益的新基金单位配发,对每个基金单位于2016年至2017年的分派造成负面影响。较资产净值折让45.4%的基金单位配发,大幅摊薄基金单位持有人于春泉产业信托之投票权及经济权益。(3)缺乏清晰策略及连贯的业务计划。管理人一直未能制定连贯的战略以解决春泉产业信托长期表现不佳的问题。管理人已扩大春泉产业信托的投资范围(就地理位置及投资类别而言),唯并无清晰表述更广的范围如何与充足营运及财务资源及能力相匹配。

[35] 春泉产业信托的战略性举措可能涉及(其中包括):资产收购、资产提升、股本变动、再融资、合并、资产出售及/或终止春泉产业信托。根据房地产投资信托基金守则,新管理人有义务按基金单位持有人的最佳利益进行战略检讨及实施由战略检讨所得之推荐建议。在完成战略检讨前,要约人并无就以下有任何计划(如要约已完成):(1)对春泉产业信托的营运作出任何重大改变(包括对任何资产进行重新调配);或(2)对春泉产业信托的投资政策作出重大改变。

[36] 要约人最终在截止期限内接获致使要约人及其一致行动人士合共持有526,651,054个基金单位的有效接纳,占基金单位约41.502%,未达50%的披露目标。

精明地收购并偶尔出售物业等,能为 REITs 份额持有人提升回报率,创造价值。研究发现,REITs 股价增长情况方面,在历史股价(复权后)年化增长率的比较上,新加坡 REITs 市场上的主动管理型<sup>[37]</sup>REITs 年化增长率为 12.1%,优于资产上市型 REITs 的 7.22%;我国香港地区主动管理型 REITs 代表领展 REITs 的历史股价(复权后)年化增长率为 15.88%,远超过香港市场的资产上市型 REITs 年增长 3.25% 的表现。因此,两个市场的 REITs 股价走势充分体现了主动管理型 REITs 在价值增长上具有更高的稳定性和持续性。

境外成熟市场经验看,当 REITs 发展到成熟阶段时,REITs 份额持有人会有更大的动力,主动选择 REITs 管理人并参与到 REITs 的经营决策中去。相应的控制权集中度规定,也可以更加接近上市公司股东权益变动的制度安排。

#### 四、余论

公募 REITs 治理结构,既保留一定的传统公募基金色彩,又在很大程度上打上了上市公司治理的印记。因此,REITs 控制权集中度的制度逻辑,需要兼顾这两个基本前提。同时,由于不同制度背景下,REITs 本身的结构、治理、运营也不尽相同,因此控制权集中度还需要照顾 REITs 实践运行过程中的需要。在本次试点的制度背景下,笔者建议可以适当放宽权益变动和要约收购的门槛,在保障 REITs 份额持有人权益的同时,尽可能减小 REITs 二级市场的交易阻力,提升交易活跃度。后续,可以随着试点的深入,考虑是否需逐步回归现有安排。

本次试点在我国现有法律框架下,设计 REITs 产品结构,可以最大限度降低试点的制度成本,无疑是极具智慧的务实选择。随着 REITs

---

[37] 依据管理人在资产首次 REITs 上市后的行为特征(包括上市后收购是否频繁、关联收购对手是否是基金、关联收购的交易占比等),多层委托代理结构下的 REITs 产品可以区分为资产上市型 REITs 和主动管理型 REITs。



试点的推进,也有必要为 REITs 量身打造法规体系,理顺 REITs 的基础法律关系,引入更为灵活适宜的治理结构,从而为 REITs 的发展提供更为坚实的制度保障。

(编辑:陈长青)