

中国公募 REITs 的组织形式选择

刘海隆*

摘要:我国正筹划建立中国版的公募 REITs,组织形式选择是公募 REITs 立法的核心问题之一。本文对域外已有 REITs 的组织形式进行了实证研究,并对国内现有的两种 REITs 试点产品进行了分析和总结。以此为基础,本文提出了现行法下较为可行的两种 REITs 组织形式的立法路径—信托基金形式和特殊公司形式,分析了两种立法路径各自的优劣,并提出了完善投资者保护和税收优惠政策的立法建议。

关键词:基础设施 REITs 组织形式 类 REITs

基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)是不动产与资本市场有效结合的产物。它将证券化与集合投资的理念引入不动产投资领域,使广大投资者能够以资本市场为媒介投资于成熟不动产,获得稳定的投资收益。REITs 已在全球多个国家和地区获得良好发展,我国也正在筹划建立自己的 REITs 制度,有关公募 REITs 立法的试点正在进行之中。

* 青岛市建筑设计研究院集团股份有限公司法务部部长。

从最新颁布的《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》来看,本次试点推出的基础设施公募 REITs 与国际通行的 REITs 还有较大差异,仍有许多问题需要进一步立法完善。考虑到公募 REITs 的组织形式是需要立法完善的重点之一,本文将聚焦于 REITs 的组织形式展开研究,以期为下一步立法提供参考。

一、美国 REITs 组织形式的演进历程

(一)起步阶段:商业信托

商业信托(business trust)是随着商业社会的发展从传统信托领域中脱离出来的一类信托。^[1]它基于商业目的成立,以信托宣言(declaration of trust)^[2]为设立依据,其受益权以可流通的受益凭证形式存在,在美国法中是一种与公司、合伙相并列的商事组织形式。^[3]

REITs 的理念可追溯到 19 世纪中叶的马萨诸塞州房地产商业信托。^[4]彼时的马州经济发达,但马州法律却禁止公司投资房地产,因此不受房地产投资限制的商业信托在此蓬勃发展。^[5]后来,随着法律解除了公司投资房地产的禁令,^[6]以及 1935 年 *Morrissey v. Commissioner* 案

[1] 商业信托源于 18 世纪的英国,在英属殖民地时期传入美国,并在马萨诸塞州获得了发展壮大,故商业信托在美国也被称为马萨诸塞信托(Massachusetts trust)。See Robert D. M. Flannigan, *Business Trusts—Past and Present*, 6 Est. & Tr. Q. 375, 375 - 380 (1984).

[2] 信托宣言,也被称为信托文书(instrument of trust)或信托契约(deed of trust),是信托的纲领性文件,记载着信托目的、受托人权力、受益人权利、信托财产的管理方式等内容。

[3] 美国对商业信托最经典的定义出现在 1924 年 *Hecht v. Malley* 一案,联邦最高法院将商业信托定义为“一种商业组织形式,常见于马萨诸塞州……”(“[a form] of business organization, common in that State [Massachusetts]...”),See *Hecht v. Malley*, 265 U. S. 144, 146 (1924).

[4] See Su Han Chan et al., *Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance and Investment Opportunities*, Oxford University Press, 2003, p. 15.

[5] See Sheldon A. Jones, Laura M. Moret & James M. Storey, *The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies*, 13 Del. J. Corp. L. 421, 425 - 427 (1988).

[6] US Massachusetts Acts and Resolves, 1912, Chapter 595, Section 1.

判决商业信托须同公司一样缴纳公司税,^[7]马州房地产商业信托逐渐走向没落。

1960年,美国国会复兴这一古老的房地产集合投资理念,大量借鉴共同基金的立法,创设了具有税收优惠的 REITs 制度。REITs 的组织形式,则被限定在了商业信托。^[8]美国早期立法之所以将 REITs 的组织形式限定为商业信托,主要原因在于:(1)在立法者脑中,REITs 的蓝本就是早年的马州商业信托;^[9](2)立法者担心,如果允许 REITs 采用公司形式,可能会有普通公司滥用 REITs 的税收优惠;^[10](3) REITs 立法的推动者主要是早先马州房地产商业信托的经营者,它们已习惯采用商业信托的形式开展业务。^[11]

在组织架构方面,以商业信托为载体的早期 REITs 采用了外部管理模式。投资者作为受益人持有 REITs 份额,享受 REITs 的分红收益;受托人作为财产的名义所有人持有 REITs 资产,对 REITs 的投资进行决策;投资顾问负责 REITs 的日常运营管理,并为 REITs 提供投资方案;独立承包人^[12]则向房地产承租人提供服务。值得注意的是,REITs 的受托人为自然人,他们组成受托人委员会(board of trustees)审议投资顾问提出的投资方案,对 REITs 的重大事项作出决策。^[13]

从实际效果看,以商业信托作为 REITs 的组织形式有一些弊端。由于商业信托在当时的美国并没有得到均衡发展,一些州的法律不承

[7] 294 U. S. 344 (1935).

[8] 1961年美国《国内税法典》虽未直接写明 REITs 必须采用商业信托组建,但根据当时 856 节(a)对 REITs 的定义,REITs 必须是非法人信托(unincorporated trust)或非法人社团(unincorporated association),且需满足“由一个或多个受托人管理”“受益权由可转让的份额或可转让的受益凭证来代表”“像国内公司一样纳税”三个条件,满足上述条件的只有商业信托。See David G. Epstein, *State Securities Regulation of Real Estate Investment Trusts*, 23 U. Fla. L. Rev. 514, 515-516 (1971).

[9] See William B. Dockser, *Real Estate Investment Trusts: An Old Business Form Revitalized*, 17 U. Miami L. Rev. 115, 123 (1962).

[10] 参见邢建东、陶然:《美国房地产投资信托制度与运用》,中国法制出版社 2008 年版,第 57 页。

[11] 同上。

[12] 独立承包人的定义见美国《国内税法典》第 856 节(d)(3)。

[13] See David G. Epstein, *supra* note 8, p. 518.

认商业信托,一些州的法律不承认受益人的有限责任等,^[14]使 REITs 在美国部分州的发展受到了限制。同时,当时商业信托的治理也并不完善。在信托架构下(见图 1),理论上由 REITs 的投资顾问提供投资提案,由受托人负责最终决策,但实际上 REITs 的决策权往往被投资顾问把控,这是因为早期 REITs 对受托人的独立性要求不足,很多受托人同时又担任投资顾问的董事或高管,^[15]所以,投资顾问的提案通常是自动通过,受托人根本不会拒绝。^[16]在投资顾问拥有了不受限制的权力下,早期 REITs 的关联交易、同业竞争现象较为突出,为了管理费盲目投资的现象也层出不穷,^[17]这也为后来 REITs 行业的危机埋下祸根。

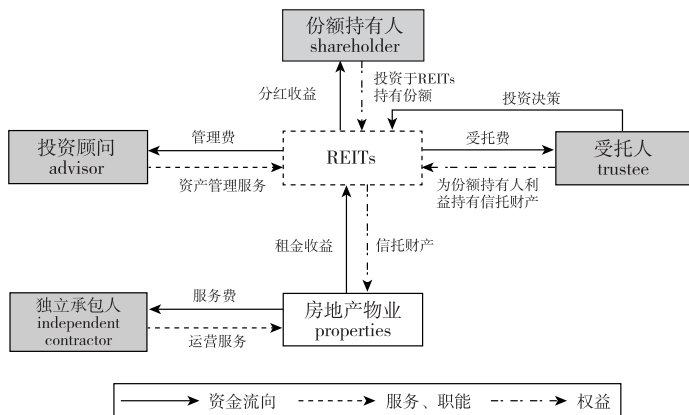


图 1 商业信托形式下美国 REITs 的架构

资料来源:笔者根据相关资料整理。

1973 ~ 1975 年,美国 REITs 行业爆发大危机。这次危机的一大原因就是投资顾问为了获得更多的管理费,盲目向高风险项目发放贷款

[14] See James S. Halpern, *Real Estate Investment Trusts and the Tax Reform Act of 1976*, 31 Tax Law, 329, 384 (1978).

[15] See None, *Advisory Succession in Real Estate Investment Trusts*, 1 Duke L. J. 123, 125 (1974).

[16] Id., p. 138.

[17] See William L. II Martin, *Federal Regulation of Real Estate Investment Trusts; A Legislative Proposal*, 127 U. Pa. L. Rev. 316, 322 - 323 (1978).

所致。^[18] 危机发生后要求 REITs 改革的呼声日益高涨。在此背景下, 1976 年《税改法案》得以出台, 对 REITs 制度进行改革。

(二) 发展阶段: 公司

1976 年《税改法案》是美国 REITs 制度建立后的第一次重大改革, 其旨在修改 1960 年立法中的一些不合理的条款, 帮助 REITs 行业走出危机, 此次改革的重点之一就是对其组织形式进行改革。考虑到商业信托在美国部分州的法律中受限, 加之《国内税法典》对 REITs 设置了一系列资格条件使 REITs 在发展十几年后并未出现明显滥用税收优惠的事件, 1976 年改革增加了公司作为 REITs 的法定组织形式(见图 2)。^[19]

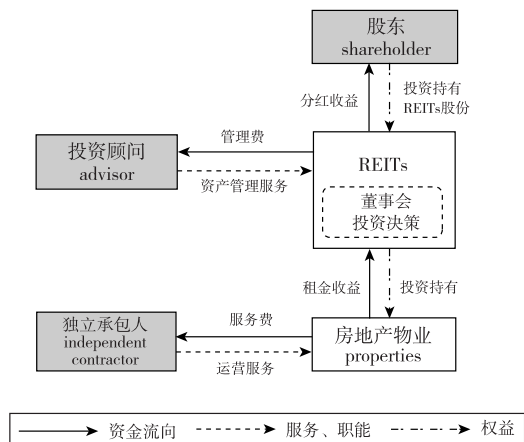


图 2 公司形式下美国 REITs 的架构(外部管理模式)

资料来源:笔者根据相关资料整理。

1976 年改革虽增加了公司作为 REITs 的组织形式, 但并未对 REITs 的外部管理模式做修改, REITs 仍只能依靠投资顾问和独立承包人提供管理与服务, 利益冲突问题未得到改善, 整个 REITs 行业的复苏亦较为缓慢。这也促使立法者对 REITs 制度进行再一次的立法改革。

1986 年《税改法案》是美国 REITs 制度的第二次重大改革。这次改革后允许 REITs 进行自我管理, 同时也允许 REITs 直接向承租人提

[18] See Su Han Chan et al., *supra* note 4, pp. 18–21.

[19] 参见邢建东、陶然, 前注[10], 第 57 页。

供某些常规服务(customary services)^[20]而不必再经过独立承包人,^[21]有效缓解了原先 REITs 的利益冲突问题,使 REITs 的组织架构和经营模式有了重大变化。自此之后,美国 REITs 逐渐从外部管理转为内部管理,^[22]由完全被动的租金收益实体变成了具有一定自主运营能力的实体。这也为 20 世纪 90 年代美国 REITs 行业的爆发奠定了根基。

(三)成熟阶段:公司与有限合伙的组合

20 世纪 90 年代后,美国 REITs 行业进入爆发式增长,其中很大一部分原因归功于 REITs 组织形式的创新。1992 年,市场创造出具有税收递延优势的伞形合伙 REIT(UPREIT),并为法律所认可。^[23]目前,美国市场中大多数 REITs 都是采用了 UPREIT 形式的权益型 REITs(见图 3)。

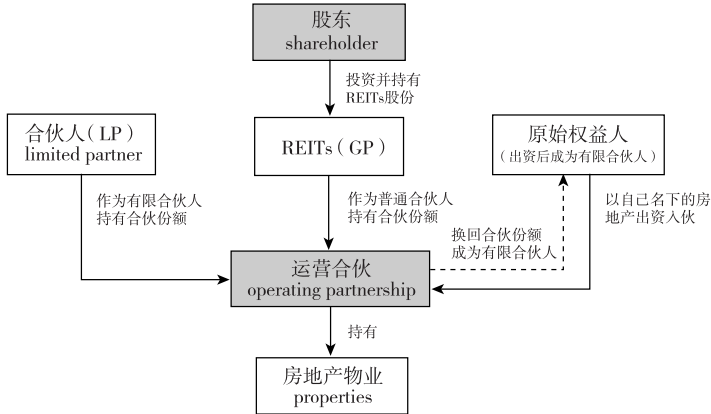


图 3 UPREIT 的架构

资料来源:Jack H. McCall, *REITs and Securities Laws: A Quick Guide to the Basics*, 13 Prob. & Prop. 17, 23 (1999)。

[20] 美国将 REITs 承租人获得的服务分为“常规服务”和“非常规服务”。常规服务是指维持房地产使用所需的必要服务,如供水、供电、垃圾清理等服务;非常规服务是指额外增加承租人便利的服务,如向承租人提供餐饮服务。

[21] See William B. Brueggeman & Jeffrey D. Fisher, *Real Estate Finance and Investments*, 16th, McGraw - Hill Education, 2018, p. 700.

[22] See Brent W. Ambrose & Peter Linneman, *REIT Organizational Structure and Operating Characteristics*, 21 J. Real Estate Res. 141, 155 (2001).

[23] See Russell J. Singer, *Understanding Reits, Upreits, and Down - Reits, and the Tax and Business Decisions Surrounding Them*, 16 Va. Tax Rev. 329, 334 - 336 (1996).

UPREIT 全称“umbrella partnership REIT”，是公司有限合伙人组合。在 UPREIT 结构中，REITs 自身是一家公司，但并不直接持有房地产，而是通过一家有限合伙（被称为“运营合伙”）间接持有房地产。REITs 担任运营合伙唯一的普通合伙人，其他有限合伙人是房地产的原始权益人，他们将名下的房地产作为出资投资于运营合伙，换回合伙份额成为有限合伙人。运营合伙的有限合伙人可以通过持有的合伙份额享受运营合伙的分红，并且有权在取得合伙份额一段时间后（通常为 1 年以上）将其转换为 REITs 股票或现金，但合伙份额不能公开交易，且对 REITs 公司的决策没有投票权。^[24]

UPREIT 相比于普通 REITs 有两点优势：（1）税收优势。对原始权益人来说，将自己名下的房地产转让给运营合伙是一种出资行为，未触发纳税义务，只有将换回的合伙份额出售或转换为 REITs 股票或现金，才会触发纳税义务，因此原始权益人可以通过这种方式实现纳税递延；（2）并购优势。在 UPREIT 中，REITs 作为运营合伙的普通合伙人只需要控制运营合伙发行合伙份额就能换回房地产资产，不需要支付现金，也不会丧失对自身或运营合伙的控制权，大大增强了 REITs 的并购扩张能力。

UPREIT 的两大优势与市场成熟阶段 REITs 积极并购扩张的需求完美契合，因而成为美国 REITs 的主流形式。美国的大型 REITs 如西蒙地产、波士顿地产等均采用了 UPREIT 形式。

（四）小结与启示

从总体上看，美国 REITs 的组织形式经历了从商业信托到公司，再到公司与有限合伙组合的演变过程。早期 REITs 基于历史的惯性，以商业信托为组织形式；随后，由于商业信托的局限性，以及对公司滥用税收优惠担忧的解除，REITs 的组织形式扩大到了公司；随着美国 REITs 发展到成熟阶段，并购活动开始活跃后，具有并购优势的 UPREIT 逐渐成为美国 REITs 的主流形式。

值得关注的是，美国立法者对 REITs 能否采用公司的形式经历了一番认知上的转变。在早期立法者的观念中，公司是一种积极（active）经

[24] 参见[美]斯蒂芬妮·克鲁森-凯莉、[美]R.布拉德·托马斯：《REITs 分析与投资指南》，罗桂连等译，机械工业出版社 2018 年版，第 106 页。

营的实体,与 REITs 被动(passive)收益的理念不符,不具备税收优惠的正当性,^[25]因而不能作为 REITs 的组织形式;后来,立法者认识到只要严格限定 REITs 的资格条件,即使 REITs 采用公司形式也仍能保持被动收益的特征,故转而允许 REITs 以公司形式组建。这对我国的公募 REITs 立法有非常重要的启示,我国公募 REITs 立法采用公司制的最大难点就是现阶段没有税收优惠,而美国的经验告诉我们,只要保证 REITs 被动收益的本质,REITs 可以采用公司形式并获得税收优惠。

从法律移植的角度分析,商业信托形式下的美国 REITs 在本土化移植的过程中需要结合我国实际情况有所变通与调整。商业信托形式下的美国 REITs,其受托人由自然人担任;而在我国,信托业是金融机构控制的牌照业务,受托人都是持有牌照的金融机构。^[26]牌照垄断虽常为人所诟病,但直接放开管制允许自然人担任受托人无疑会对信托业造成过于巨大的影响,带来一系列新问题。

UPREIT 也不适合作为法律移植的蓝本。UREIT 是美国 REITs 发展到成熟阶段的产物,其创设目的是让 REITs 能更容易的并购扩张,需要有发达的市场、成熟的管理人及投资者做支撑,并不适合在 REITs 立法初期采用。美国 1976 年改革后出现的外部管理模式的公司型 REITs 虽可以作为我国公募 REITs 立法的蓝本,但美国 REITs 采用该种形式的时间较短,年代也较为久远,资料比较匮乏。因此,总的来看,美国 REITs 虽然是全球 REITs 的典范,但其组织形式并不太适合作为我国公募 REITs 立法的蓝本。

二、其他国家和地区 REITs 的组织形式

(一)新加坡 REITs:单位信托

新加坡于 1999 年颁布《不动产基金指引》(Property Fund Guidelines),

[25] 美国 REITs 立法之初确立了只有被动收益才能获得税收优惠的理念。See Bradley T. Borden, *Reforming REIT Taxation (or Not)*, 53 Hous. L. Rev. 1, 19 (2015).

[26] 参见沈朝晖:《企业资产证券化法律结构的脆弱性》,载《清华法学》2017 年第 6 期。

并于在 2001 年和 2002 年颁布《证券与期货法》(Securities and Futures Act)和《集合投资计划守则》(Code on Collective Investment Schemes),建立起一套完整的 REITs 法律制度。依照新加坡法律的要求,新加坡 REITs 采用单位信托(unit trust)的形式组建。

单位信托源于英国,^[27]在英联邦国家和地区有着广泛的应用,其主要特征是采用了管理与托管相分离的结构,由管理人管理信托财产,由托管人^[28]持有信托财产并监督信托财产的运用。这与传统信托受托人集信托财产持有管理于一身的做法有很大的不同,因此也有学者认为,单位信托的管理人接近于传统信托的受托人,托管人则更像是信托的保护人(protector)。^[29]在实践中,两者通常被视为是信托的共同受托人。

在单位信托形式下的 REITs 中,投资者作为受益人定期获得 REITs 分红;管理人负责对 REITs 的战略运营做管理和决策;托管人为投资者利益持有 REITs 资产,监督 REITs 的运行使其符合法律及信托契约的规定;物业管理人负责为房地产提供基本的物业管理服务。

从组织架构上看(见图 4),新加坡 REITs 与美国早期商业信托 REITs 既有一些相似,又有一些差别。其一,美国商业信托 REITs 中的投资顾问与新加坡 REITs 中的管理人都负责对 REITs 进行投资管理,但投资顾问的投资管理方案要经过受托人批准,而管理人的投资管理方案无须托管人批准。其二,美国商业信托 REITs 的受托人与新加坡 REITs 的托管人都是信托财产的名义所有人,但受托人是自然人,拥有信托财产运用的最终决策权;而托管人是持有牌照的金融机构,其只有监督而无决策职能。其三,美国 REITs 的独立承包商与新加坡 REITs 的物业管理人都向承租人提供服务,但独立承包商可以向承租人提供一切常规和非常规的服务,而物业管理人主要向承租人提供常规服务,不能提供非常规服务。

[27] See Robert D. M. Flannigan, *supra* note 1, p. 378.

[28] 为了与传统信托和美国商业信托中的受托人相区分,本文将单位信托中的 Trustee 称为托管人。

[29] See Tjio Hans, *The Regulation of Unit Trusts and Trustees' Powers to Invest in Them*, 1999 Sing. J. Legal Stud. 148, 162 (1999).

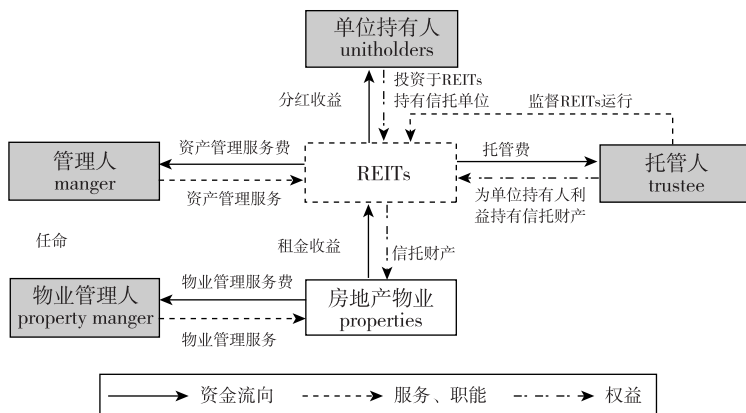


图4 新加坡 REITs 的架构

资料来源:REITAS 网站:<https://www.reitas.sg/singapore-reits/s-reit-structure/>。

在信托治理方面,新加坡 REITs 相比于美国早期 REITs 有了很多改进。比如,新加坡法律要求 REITs 的托管人与管理人必须相互独立;REITs 的关联交易要进行严格的披露;REITs 必须聘请独立的估值师定期对资产进行估值等。这些措施有效地改善了 REITs 的治理,使新加坡 REITs 成为全球信托型 REITs 的典范。目前,马来西亚、我国香港等地的 REITs 也都是采用了与新加坡 REITs 相类似的单位信托形式及架构。

(二) 澳大利亚 REITs: 合订证券 REITs

澳大利亚在 1971 年以单位信托的形式建立了其 REITs 制度。早期澳大利亚 REITs 的架构(见图 5)与现在新加坡 REITs 十分相似,但在 1998 年《管理投资法案》(Managed Investments Act)取消分设管理人与托管人,引入单一的责任实体(responsible entity)作为信托受托人后,以合订证券形式组建的 REITs 逐渐成为澳大利亚 REITs 的主流。^[30]

合订证券 REITs 虽被归类为信托型 REITs,但其已不只是单纯的信托,而是信托与公司的组合。合订证券 REITs 通常由一个信托加一

[30] 截至 2016 年,合订证券 REITs 占全澳 REITs 总市值的 90% 以上。See Australian Government, *Stapled Structures Consultation Paper* (2017), p. 5.

个运营公司组成,由信托持有 REITs 的房地产资产,并将其出租给运营公司,由运营公司租用房地产对外经营获益,并向信托支付租金。合订证券 REITs 的关键之处是将信托和运营公司的权益以 1:1 的比例绑定在一起,绑定的信托单位和股票不能单独交易,必须同时处理。通过这种方式,投资者持有信托单位时会持有相同比例的运营公司股票,实现了两者利益的捆绑。

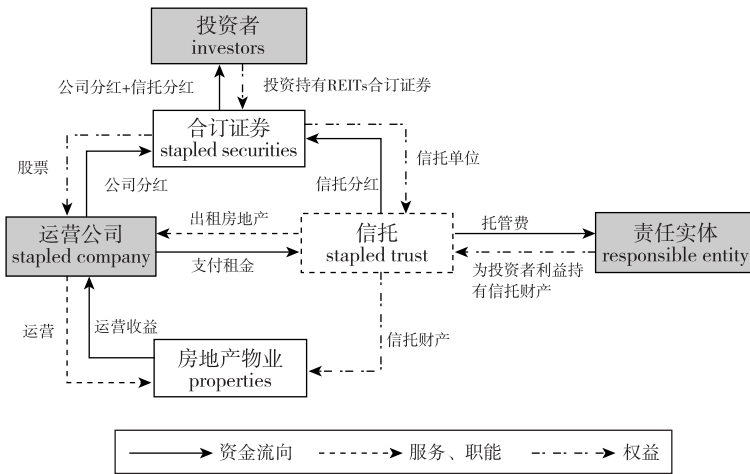


图 5 澳大利亚合订证券 REITs 的结构

在合订证券 REITs 中,信托的受托人由责任实体担任,该责任实体既是信托财产的名义所有人,理论上也拥有信托财产的管理权。但由于合订证券 REITs 在成立时就通过章程和信托合同约定由运营公司租用和经营信托财产,因此,信托财产实际由运营公司管理运营。由于投资者身为运营公司的股东,可以通过股东大会实现参与运营公司的治理和重大决策,因而合订证券 REITs 被归类为内部管理型 REITs。

合订证券 REITs 与普通 REITs 相比有如下优点:(1)经营优势。合订证券 REITs 可以通过运营公司从事普通 REITs 所不能从事的主动经营业务,如提供酒店服务等,绕开了 REITs 被动收益的限制;(2)收益优势。合订证券 REITs 的投资者一方面作为信托受益人,能获得租金分红收益;另一方面,作为运营公司股东,能获得的房地产经营收益,将房地产从出租到经营的收益都收入囊中。但合订证券 REITs 也有其缺点,比

如实践中会有一个信托绑定多个公司,或者多个信托绑定多个公司的情形,这使合订证券 REITs 的结构比较复杂,不容易弄清其内部的法律关系。

(三) 日本 REITs: 投资法人

2000 年,日本修订《证券投资信托及证券投资法人法》,将其适用范围从证券投资扩大到了房地产投资领域,建立了日本的 REITs 制度。根据该法,日本 REITs 可以采用投资信托和投资法人两种形式组建,但实践中所有的日本 REITs 都采用了投资法人形式,这是因为投资信托相比于投资法人结构更复杂,设立成本更高,且投资法人形式的 REITs 更受投资者的欢迎(见图 6)。^[31]

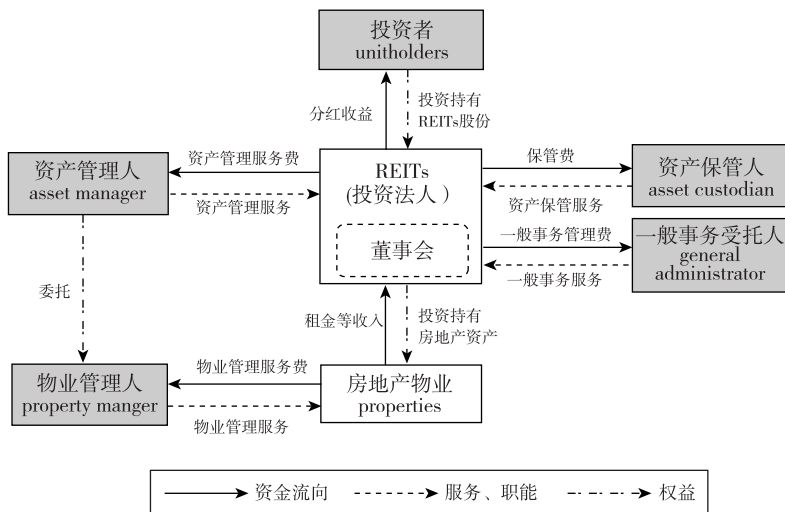


图 6 投资法人形式下日本 REITs 的架构

资料来源:日本 REITs 相关网站,网址:<https://j-reit.jp/en/about/>; http://www.jpr-reit.co.jp/trim/trim_e/reit.html。

投资法人是对特定资产进行投资、运营的一种特殊公司,其行为能力限于特定资产的投资与运营,不得开展其他经营业务。^[32] 由于日本

[31] EPRA, EPRA Global Reit Survey 2019 (2019), p. 320.

[32] 参见日本《投资信托及投资法人法》第 2 条第 12 款、第 63 条。

法律限定投资法人只能采取外部管理模式,所以在日本 REITs 中,作为 REITs 实体的投资法人只设有股东大会、董事会,没有自己的雇员。^[33] REITs 的运作管理由资产管理人承担;REITs 的资产保管事务由资产保管人承担;REITs 的一般事务,如数据统计、会计记录、内部审计、纳税等,由一般事务受托人负责;REITs 的物业运营、维护等事务则委托给了物业管理人。^[34] 其中,REITs 的资产保管人和一般事务受托人可以由同一主体担当,但资产管理人必须独立于资产保管人和一般事务受托人。

由于投资法人最早是为证券投资设计,其在架构上借鉴了日本早先的证券投资信托,^[35]将财产管理与保管职能分离,这也导致了投资法人 REITs 与常见的信托型 REITs 在架构有一定相似之处,但两者实际上有很多区别。首先,投资法人 REITs 具有法人资格,是 REITs 资产法律上的所有权人,只不过其财产权利证书由资产保管人保管,而信托型 REITs 名义上的资产所有人是托管人。其次,投资法人 REITs 的监督职能由独立董事履行,而信托型 REITs 的监督职能由外部的托管人履行;再次,投资法人 REITs 遵循公司治理机制,而信托型 REITs 遵循信托治理机制,两者存在很多细节上的差异。

(四) 德国 REITs: 股份公司

德国于 2007 年通过《REITs 法案》(G-REIT Act),建立了德国 REITs 制度。根据该法案的要求,德国 REITs 以股份公司为载体,名称中必须包含“REIT-股份公司”(REIT-Aktiengesellschaft 或 REIT-AG)的字样,必须上市且只能发行一种普通股。^[36] 从定位上看,德国将 REITs 定义为一种商业目的限于房地产租赁,每年需强制分红,并能享

[33] 日本投资法人中的股东大会称为投资人大会,董事会称为高级职员会,普通董事称为执行官,独立董事称为监督官,本文为了理解方便,采用股东大会等常用称谓。

[34] 参见[日]日本三菱日联信托银行不动产咨询部:《图解日本 REIT》,车阳等译,中信出版集团 2019 年版,第 106 页。

[35] 日本投资法人制度的修法过程详见杨东、孙洁:《投资法人制度的导入与投资者保护——以日本法为借鉴》,载《证券市场导报》2010 年 11 月号。

[36] Germany G-REIT Act, Section 5; Section 6.

受税收优惠的特殊上市公司。^[37]

德国法律允许 REITs 采用内部管理模式,也允许 REITs 直接提供与房地产相关的必要服务,因此在实践中,德国 REITs 大都采用了自我管理 and 自我服务的模式。在组织架构上,德国 REITs 与普通的股份公司基本相同,同样设有股东大会、监事会、董事会,只是在股权分散度上德国 REITs 通常更高,这是因为法律规定 REITs 单个股东的持股比例不得超过 10%。^[38]此外,德国 REITs 中的监事会是高于董事会的存在,即由股东大会选举监事会,由监事会任命董事并对董事会进行监督,与我国董事会监事会平行的公司架构有所不同,这主要是由两国公司法的差异造成的。

(五) 英国 REITs: 封闭式公司

英国依照 2006 年《财政法案》(Finance Act 2006)第 103 ~ 145 节,建立了英国的 REITs 制度。按照该法案要求,英国的 REITs 需采用公司的形式组建,且不能是开放式投资公司(open-ended investment companies)和封闭公司(close company)。^[39]英国 REITs 具体分为单一公司 REITs(single-company REITs)和集团 REITs(group REITs)两种类型。

单一公司 REITs 由单个公司构成。集团 REITs 由一个总公司(principal company),总公司下级的“75% 子公司”(75% subsidiaries),^[40]以及“75% 子公司”所有下级的“75% 子公司”联合组成。所有子公司必须满足“有效 51% 子公司”(effective 51% subsidiaries)的要求,^[41]且不

[37] See Tomas Busching, *Germany enters the REIT Universe With A Big Bang*, 6 *J. Ret. Leis. Prop.* 181, 182 (2007).

[38] Germany G-REIT Act, Section 11 (4).

[39] UK Finance Act 2006, Section 106. 封闭公司是指股东少于 5 人的公司。英国新成立的 REITs 有前 3 年的宽限期,可以在前 3 年不受封闭公司条款的约束。参见 <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/guidance-real-estate-investment-trusts/greit02015>, 2020 年 10 月 20 日访问。

[40] 75% 子公司是指直接或间接持有其普通股股本 75% 以上的公司。See UK Income & Corporation Tax Act, Section 838.

[41] 有效 51% 子公司,是指享有其可分配利润和清算资产权益 50% 以上的公司。See UK Taxation of Chargeable Gains Act, Section 170.

能是保险公司、保险公司子公司和开放式投资公司。^[42] REITs 总公司参股的其他公司,如果不满足上述条件,则不纳入集团 REITs 成员范围。整个集团 REITs 被视为一个整体核算,进行 REITs 的资格条件测试。

英国 REITs 与英国普通房地产公司在组织架构上并无太大分别,同样设有股东大会、董事会和经营层(见图 7)。而英国 REITs 的一大特征是,其并不限制 REITs 的经营范围,只要 REITs 满足 75% 以上的总利润及总资产来自房地产租赁业务即可。^[43] 剩余的资产和收入可以源于其他任何经营方式,但这部分的收入属于必须缴纳公司税,不能获得税收优惠。REITs 免税与征税业务要通过隔离栏(ring fence)制度分隔核算,两种业务的费用、成本等不能互相折抵。^[44]

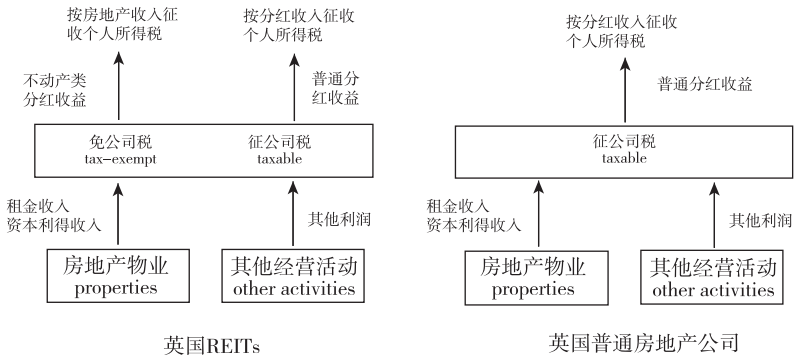


图 7 英国 REITs 与普通房地产公司税收方式对比

资料来源:Ben Eaton, *Treasury Reveals Unclear Rules of Engagement for UK Reits*. 17 Int'l Tax Rev. 33,33 (2006)。

(六) 小结与启示

从全球来看,多数国家和地区都是以公司或信托为基础构建本土的 REITs 制度,并在此之上发展出了各式各样的 REITs 组织形式。其中,新加坡 REITs 采用了单位信托形式,这种 REITs 组织形式在亚洲地区广

[42] UK Finance Act 2006, Section 134.

[43] UK Finance Act 2006, Section 108.

[44] 关于隔离栏制度,详见英国: <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/guidance-real-estate-investment-trusts/greit01015>, 2020年10月20日访问。

为流行;澳大利亚 REITs 采用了合订证券形式,是一种信托与公司组合的 REITs 形式;日本 REITs 采用了投资法人形式,是一种外部管理模式的公司型 REITs 形式;德国 REITs 采用了股份公司形式,这种 REITs 组织形式在欧洲大陆有着广泛应用;英国 REITs 采用了封闭式公司的形式,有单一公司 REITs 和集团 REITs 两种类型之分。

1. 境外 REITs 的可借鉴性分析

从法律移植的角度分析,新加坡和德国 REITs 的组织形式对我国的 REITs 立法有较好的可借鉴性,这两种 REITs 组织形式的架构简单清晰,法律移植的难度较小。具体来说,由于我国的《证券投资基金法》在最初立法时就借鉴了单位信托,^[45]因此只要修改《基金法》,将其适用范围从证券投资扩大到房地产投资,即可构建出与新加坡 REITs 相类似的 REITs 组织形式;而以股份公司形式组建 REITs 在我国主要是税收优惠这一障碍,若能解决税收优惠的相关问题或能构建与德国相似的 REITs 组织形式。

日本 REITs 是一种公司基金形式的 REITs。我国的《证券投资基金法》中虽然规定了公司型基金的条款,^[46]但并没有对公司型基金的内容做详细规定;在我国现有的公募基金中也缺乏公司型基金的实践;此外,当公募 REITs 采用公司基金形式时,由于其董事会主要职能是监督而非管理,与我国现行《公司法》的规定的董事会职能有所冲突。因此,我国的公募 REITs 立法如选择参考日本 REITs 的组织形式。就必须对现行《公司法》《证券投资基金法》等法律作大量修改,这样做的立法成本会较高。故日本 REITs 的组织形式不宜作为我国 REITs 立法的蓝本。

澳大利亚合订证券 REITs 存在税收套利的风险。在合订证券结构下,运营公司可以向信托支付很高的租金来转移收入,减少运营公司的应纳税额。正因如此,合订证券 REITs 在其发源地美国及全球大多数国家

[45] 参见牛文婕、李增智:《关于证券投资基金受托人地位的探讨》,载徐明主编:《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第226页。

[46] 《证券投资基金法》第153条规定:“公开或者非公开募集资金,以进行证券投资活动为目的设立的公司或者合伙企业,资产由基金管理人或者普通合伙人管理的,其证券投资活动适用本法。”

和地区都遭到禁止和限制。^[47] 澳大利亚自身的情况比较特殊,其对本国居民从公司获得的分红不采用双重征税,不存在税收套利问题,所以澳大利亚允许使用合订证券 REITs。^[48] 考虑到我国是对公司采用双重征税制度的国家,存在税收套利空间,因此我国的公募 REITs 不宜采用合订证券的形式。

英国 REITs 采用了封闭式公司的形式,其“集团 REITs”和“隔离栏”制度与我国现行税法制度差别较大。集团 REITs 不仅结构复杂,还将总公司及所有子公司视为一个纳税主体整体核算,而隔离栏将一个纳税主体从内部隔离出两套账目单独核算,这与我国现行的税收征管方式有较大差距。如果仅仅为了 REITs 立法而改变税收征管的基本制度,显然制度变革的成本过高。因此,英国 REITs 的组织形式同样不适合作为我国法律移植的蓝本。

2. 境外经验的其他启示

(1) 立法初期宜采用一种组织形式

从境外实践来看,大多数国家和地区只允许 REITs 采用一种组织形式。即使是 REITs 制度最成熟的美国,立法之初也只允许 REITs 采用商业信托这一种组织形式,在多年发展后才增加了其他组织形式。考虑到立法成本、潜在的漏洞、后续的监管难度,我国公募 REITs 立法在初期宜采用一种组织形式。

(2) REITs 的基本组织形式应限于公司或信托

从境外实践来看,各国家和地区的 REITs 虽然在具体组织形式上形态各异,但大都可归类到公司或信托这两种基本组织形式之下。究其原因,多数国家和地区将 REITs 定位为公募产品,因此有限责任、资合性、发行总额不受限等特征是其必备要素,而满足上述特征的主要是公司和

[47] 合订证券 REITs 形式源于 20 世纪 70 年代的美国,由于税收套利的原因在 1984 年遭到限制,此后美国不能再设立新的合订证券 REITs。See Charles E. III. Wern, *The Stapled REIT on Ice: Congress' 1998 Freeze of the Grandfather Exception for Stapled Reits*, 28 Cap. U. L. Rev. 717, 726 - 729 (2000).

[48] 澳大利亚公司向本国投资者分红时,已缴纳的公司税可以抵消投资者的个人所得税。See Kevin T. Davis, *Stapled Securities: Australian Anomaly or Adaptable Innovation* (September 16, 2012), p. 6. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2166177>.

信托。考虑到我国现有的商事组织形式中满足有限责任、资合性、发行总额不受限等特征的只有公司和信托,因此,我国公募 REITs 的基本组织形式应限于公司或信托。

(3) 要考虑法系的影响

综观全球,英美法系国家和地区 REITs 立法多采用信托制,而大陆法系国家和地区 REITs 立法则多采用公司制(见表 1)。从法系的角度分析,英美法系的国家和地区无论采用公司制还是信托制都不存在太多障碍,因为这些国家和地区的公司法和信托法都比较健全;反观大陆法系的国家和地区,REITs 立法采用信托制会面临一定的障碍,这与大陆法系国家和地区的信托法不发达有一定关系,毕竟信托是一项源于英美法的制度,与大陆法系的传统法律观念存在一定的冲突,^[49]且大陆法系国家和地区也没有英美法系国家和地区那样的信托判例法基础。以我国台湾地区为例,其在 2003 年 REITs 立法时选择了信托制的路径,但台湾地区 REITs 在这十几年间的发展并不顺利。相关学者在总结原因时,就认为台湾地区信托制度限制了 REITs 的发展,因此应考虑增加公司作为台湾地区 REITs 的组织形式。^[50]我国作为大陆法系国家,在公募 REITs 立法时也应充分考虑基础法系的影响。

表 1 全球 REITs 的分类

类型	国家或地区
信托型	澳大利亚、加拿大、中国香港地区、印度、日本、马来西亚、墨西哥、美国、新加坡、泰国、新西兰、中国台湾地区、迪拜、南非
公司型	比利时、保加利亚、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、爱尔兰、意大利、立陶宛、卢森堡、荷兰、葡萄牙、韩国、西班牙、土耳其、新西兰、日本、菲律宾、迪拜、南非、以色列、英国、美国
合伙型	立陶宛、美国
基金型	卢森堡、巴西、智利、哥斯达黎加

注:基金型 REITs 在架构上与信托型 REITs 相似,只是因其所在国法律不将其视为信托,而将其视为是投资者、管理人和托管人之间的合同,因此被归类为基金型 REITs。

[49] 参见蒋淑丽:《信托与大陆法系物权法理论与体系的冲突与平衡》,载《内蒙古农业大学学报》(社会科学版)2010 年第 4 期。

[50] 参见张祯玲等:《台湾不动产投资信托的经营管理机制立法十年的省思》,载台湾《住宅学报》2015 年第 1 期。

三、我国的 REITs 试点实践

(一) 类 REITs: 双 SPV 架构

2014 年,我国发行了第一单模仿 REITs 的金融产品“中信启航资产专项管理计划”。此后几年,国内又有多单相似的试点产品陆续发行。这些试点产品与域外标准 REITs 的差异较大,因此在业内被称为“类 REITs”。

1. 类 REITs 的架构

类 REITs 主要以资产支持证券(以下简称 ABS)为载体私募发行,^[51]通常由三层架构组成:底层为项目公司,中间层为私募基金、信托计划等特殊目的载体(以下简称 SPV),顶层为 ABS。由于项目公司在类 REITs 中也充当了 SPV 的功能,因此类 REITs 是一种双 SPV 架构的结构化金融产品。

类 REITs 之所以采用双 SPV 架构,主要是出于税收的考虑(见图 8)。由于现行税法下直接交易房地产会产生高额流转税,因此类 REITs 在成立时并不是直接受让房地产,而是受让房地产项目公司的股权间接控制房地产,由此形成了第一层 SPV。同时,为了减少项目公司分红带来的企业所得税支出并保证现金流的稳定,类 REITs 通常会采用股权加债权的方式投资于项目公司,因此就需要借助私募基金、信托计划等 SPV 产生一笔在先债权,由此形成了第二层 SPV。除此之外,类 REITs 采用双 SPV 架构还有工商登记、破产隔离等因素的考虑。

[51] 类 REITs 也有以公募基金为载体的,如鹏华前海万科 REITs,本文不展开讨论。

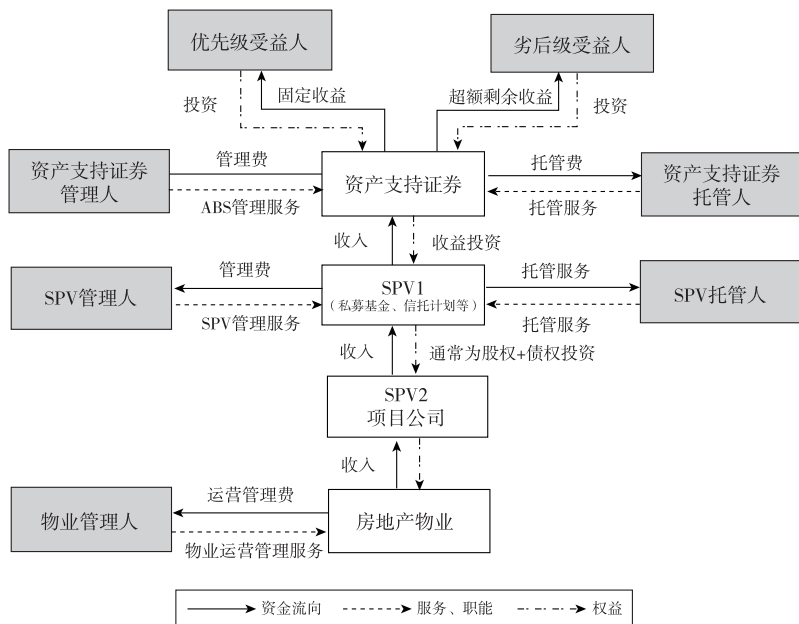


图8 类REITs的架构

资料来源:笔者根据类REITs说明书整理得出。

2. 类REITs的问题

从收益特性上看,类REITs与域外标准REITs存在明显的差异。类REITs通常会采用分级的方式将证券分为优先和劣后两级。优先级证券占证券总额的绝大部分,通常由机构投资者认购,获得票面利率的固定收益;劣后级证券通常由原始权益人认购,获得剩余超额收益。类REITs通常会设有赎回期,并会通过业绩补偿等外部增信来保证优先级证券的固定收益,因此对优先级投资者来说,类REITs实际上是一种有期限的结构化固定收益产品。而域外标准REITs通常不对证券分级,也没有外部增信和赎回期,投资者投资REITs获得房地产租金与资产升值的双重收益,收益特性接近于房地产直接投资,是一种权益型投资工具。

除了收益特性与域外REITs差异较大外,类REITs还存在以下不足:(1)破产隔离瑕疵。类REITs以ABS为载体,在实践中多数采用了证监会监管下的“企业ABS”。而“企业ABS”实质是投资者与管理人之间的一组委托代理合同,在破产隔离方面有瑕疵,尤其是在投资者破产

时有被拆解的风险。^[52] (2) 权责划分不清。类 REITs 采用了三层架构, 会有两组管理人和托管人, 其不仅在功能上有重叠, 在管理出现问题后还会出现无法区分各方责任的可能。(3) 内部治理较弱。类 REITs 多层架构下存在多重委托代理关系, 原始权益人与类 REITs 之间有关联交易存在, 增加了类 REITs 内部治理的难度。(4) 经营行为无限制。类 REITs 并没有对项目公司的经营行为做任限制, 项目公司理论上可以从事各类经营业务获得收益, 包括非房地产业务和高风险业务收益, 这与 REITs 依靠被动收益获得稳定现金流的理念有所不符。

总的来看, 类 REITs 并不适合作为公募 REITs 立法的模板, 而问题的关键就在类 REITs 的载体上。类 REITs 以双 SPV 架构的 ABS 为载体, 且其主要载体“企业 ABS”只是投资者与管理人之间的委托代理合同, 与域外标准 REITs 所采用的商业信托、单位信托等载体有明显的差异, 以之为基础很难搭建出符合国际标准的 REITs 产品。

(二) 基础设施公募 REITs: 公募基金 + ABS

2020 年 8 月, 证监会颁布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称《指引》), 正式开展基础设施领域的公募 REITs 试点工作。从本次《指引》公布的内容来看, 基础设施公募 REITs 试点产品(以下简称基础设施 REITs)相比于类 REITs 有了不少改进。

1. 基础设施 REITs 的改进

首先,《指引》要求公募基金要持有 ABS 的全部份额, 且不得依赖外部增信。改变了原先类 REITs 固定收益的特性, 使基础设施 REITs 更接近于权益型投资工具。其次,《指引》要求基金管理人承担主要运营职责, 要求基金管理人与 ABS 管理人为实际控制或同一控制关系, 要求公募基金和 ABS 的托管人为同一人。明确了基金管理人的主导的地位和托管的单一主体, 与类 REITs 相比权责清晰了许多。再次,《指引》要求公募基金持有项目公司全部股权, 并持有基础设施项目的完全所有权或经营权, 杜绝了在产品架构中间出现少数股东的情形, 减少了潜在的治理风险。最后, 基础设施 REITs 以公募基金为主要载体, 而公募基金是依照《基金法》设立的信托型载体, 能够实现严格的破产隔离。

[52] 参见沈朝晖, 前注[26], 第 69 页。

2. 基础设施 REITs 的架构问题

基础设施 REITs 采用了“公募基金 + ABS”的模式,由公募基金、ABS 和项目公司三层架构组成(见图 9)。由于《指引》并没有禁止 ABS 通过 SPV 间接持有项目公司和基础设施权益,因此理论上,基础设施 REITs 还可以在架构中增加 SPV,形成更四层甚至五层架构。这种多层架构给基础设施 REITs 的运行带来一系列问题。

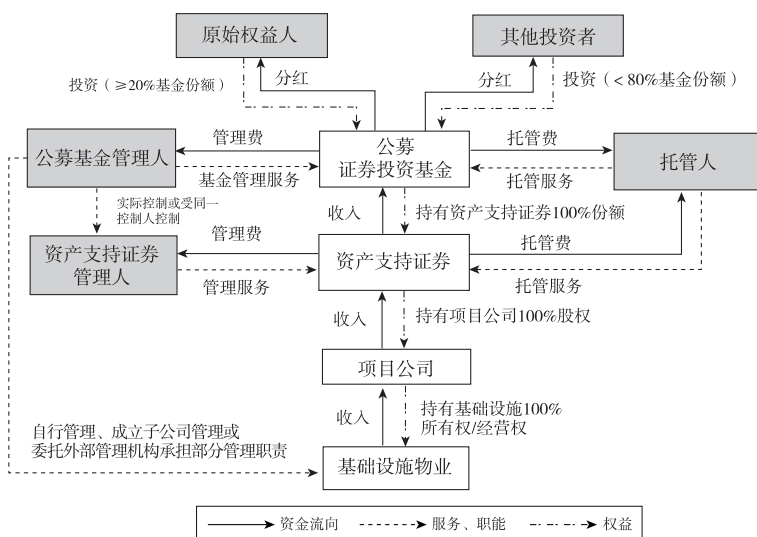


图 9 基础设施 REITs 的架构

资料来源:笔者根据《指引》整理得出。

首先,多层架构会形成多管理人并存的情形。多管理人并存,一方面会造成管理人之间权责划分不清;另一方面会形成多重委托代理关系,加剧代理成本。虽然《指引》规定了基金管理人的管理主导地位,但这种做法并不能从根本上解决问题,因为基金管理人即使获得了属于其他管理人的管理权力,也无法承担对应责任,无法突破商事组织形式法赋予其他管理人的法定义务。^[53] 这导致管理人之间的责任很难划分

[53] 以项目公司为例,依照《公司法》对董事会、经理职权规定,项目公司的管理职责由其董事、经理承担,他人对项目公司进行管理,只能被视为是董事或经理的代理人,在出现管理不善的情形时责任仍由董事或经理承担。

清楚。

其次,投资者求偿有难度。作为一款公募产品,基础设施 REITs 的多层架构较为复杂,而普通投资者既难以搞清多层架构间的法律关系,也很难分辨每一层的风险。当产品出现问题后,投资者自我救济也有一定的难度。例如在项目公司管理不善造成损失时,由于投资者不是项目公司的股东,不能直接向项目公司的管理者请求赔偿,所以只能通过层层架构代为求偿,但基础设施 REITs 采用了多种载体,每种载体的请求权基础不同,这会让求偿变得复杂。

最后,多层架构增加监管成本。由于多层架构有风险传导效应,一旦某一层载体出现问题会波及整个产品,所以,监管者必须对基础设施 REITs 产品的每一层载体都进行严格审查,防止其发生风险,这无疑会增加监管的工作量和难度。此外,多层架构中的每一层架构都有构建成本,这些成本最终都由投资者负担,会降低投资者的收益。

3. 基础设施 REITs 的其他问题

除了多层架构引发的一系列问题,基础设施 REITs 还存在其他一些问题。

第一,所有权结构。国外立法通常会规定 REITs 持股上限以防止少数人垄断 REITs。例如,美国规定 REITs 任意 5 名投资者合计持有的权益不能超过总权益的 50% ;^[54]而本次《指引》只规定基础设施 REITs 由原始权益人认购不低于 20% ,却没有规定持股上限,因此,实践中可能出现一股独大的局面,影响基础设施 REITs 的治理。

第二,经营行为限制。境外各国通常会通过详细的限定条件来限制 REITs 的经营行为,以保证 REITs 符合“主要通过投资房地产获得稳定收益”的产品定位。比如,英国要求 REITs 75% 以上的资产和 75% 以上的利润来自房地产租赁业务;^[55]新加坡要求 REITs 总资产的 75% 以上为房地产,总收入的 90% 以上为房地产租金和其他合格收入。^[56]而本次《指引》仅规定基础设施 REITs 以获取基础设施项目租金、收费等稳

[54] US I. R. C. ,Section 856 (a).

[55] UK Finance Act 2006,Section 108.

[56] Singapore Code on Collective Investment Schemes,Appendix 6 7. 1 (a);7. 2.

定现金流为主要目的,并未对基础设施 REITs 的具体经营行为作详细的限定,无法很好地防范基础设施 REITs 从事高风险的经营行为,增加了基础设施 REITs 风险管控的难度。

总体上看,基础设施 REITs 相比于先前的类 REITs 有很多改进,但还有不少问题需要在下一步立法中继续完善。由于公募 REITs 作为一种面向公众发行的产品,安全性是其首要考虑,因此产品的架构清晰,内部法律关系明确,是下一步立法完善的重点。考虑到公募 REITs 的架构很大程度上由其组织形式决定,因此公募 REITs 的组织形式选择变得十分关键。

四、我国公募 REITs 的组织形式选择

基于境外经验和国内 REITs 试点工作的启示,同时考虑我国现有的法律体系及立法成本等多方因素,我国公募 REITs 立法较为可行的组织形式选择有两种:一是借鉴新加坡 REITs,以我国现行的《基金法》为基础,将现行信托型公募基金的投资标的从证券扩大到不动产,创设出外部管理模式的“信托基金形式”;二是借鉴德国 REITs,以我国现有的《公司法》为基础设立经营范围限于不动产经营租赁业务的特殊股份公司,创设出可自主选择外部或内部管理模式的“特殊公司形式”。

(一) 信托基金形式的优势和不足

公募 REITs 立法选择信托基金形式的优势在于,信托在我国现行税法体系下天然豁免企业所得税;同时,公募 REITs 采用信托基金形式时,在立法和监管方面可以大量借鉴公募证券投资基金的既有法律规定和监管经验;此外,市场各方主体对这种组织形式也比较熟悉。但信托基金形式仍有一些缺点。

第一,法律主体资格问题。我国商事信托在现行法下缺乏法律主体资格,其不能以信托自身的名义签订合同、参加诉讼,^[57]也并非单独的

[57] 《证券投资基金法》第 19 条规定:“公开募集基金的基金管理人应当履行下列职责:……(十一)以基金管理人名义,代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为……”

纳税主体,^[58]与外部的权利义务主要是以受托人的名义行使。这在一定程度上会增加整个 REITs 制度的交易成本,降低制度的运行效率。

第二,治理问题。REITs 所属不动产投资是区别于传统股票、债券的“另类投资”(alternative investment),这一领域存在着较高级别的信息不对称:不动产是一种非标准化的资产,其出租、交易不存在像证券交易所那样的公开竞价市场,交易的达成依赖买卖双方一对一谈判而非集中竞价。在这种交易模式下,没有公开市场价格参考,委托或信托他人进行不动产投资会面临更高的道德风险,因此,REITs 必须有良好的治理来抵御这种风险。而在我国现行商事信托制度下,投资者虽然在理论上可以通过持有人大会参与信托治理,但持有人大会并非如股东大会一样定期召开,只能通过召集召开,且召集^[59]和决议^[60]的门槛都很较高,这导致投资者较难通过投资人大会实现对 REITs 的良好治理。

第三,投资者保护问题。信托基金形式下的 REITs 采用管理人加托管人的双受托人结构,两者都对投资者负有受信义务。但我国并不存在专门针对受托人制定的法律来规范和细化受信义务,^[61]对受托人谨慎投资义务的规定也比较模糊和抽象,^[62]且双受托人架构自身就存在受托人之间的责任分配不清问题。^[63]同时,我国的商事信托制度中也并

[58] 《关于明确金融 房地产开发 教育辅助服务等增值税政策的通知》(财税[2016]140号)第4条规定:“资管产品运营过程中发生的增值税应税行为,以资管产品管理人为增值税纳税人”。

[59] 依照《证券投资基金法》第83条的规定,持有人大会依次由持有人大会日常机构、基金管理人、基金托管人、10%以上权益的基金份额持有人召集。而对投资者来说,10%的召集门槛较高。

[60] 依照《证券投资基金法》第86条的规定,持有人大会由1/2的份额的持有人参加方可召开。普通事项要参加大会的半数以上表决权同意通过;更换基金管理人或者托管人等特殊事项需要2/3以上表决权同意通过。

[61] 英美法系国家和地区多数制定了受托人法案对受托人行为进行规范,如美国的《统一谨慎投资人法》、英国的《2000年受托人法》、新加坡和我国香港地区的《受托人条例》等。

[62] 参见姚朝兵:《美国信托法中的谨慎投资人规则研究》,法律出版社2016年版,第227页。

[63] See Suet Fern Lee & Linda Esther Foo, *Real Estate Investment Trusts in Singapore: Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation*. 22 SAclJ 36, 54-57 (2010).

没有受益人派生诉讼、异议受益人评估权等投资者救济制度,^[64]投资者的救济手段比较有限,这些都增大了投资者保护的难度。

总的来看,以信托基金形式组建我国的公募 REITs 具备天然的税收优势,同时还可借鉴证券投资基金的既有经验。但想要让公募 REITs 较好地运行,还需要对信托基金型 REITs 的法律主体资格、受信义务、治理结构、投资者救济等法律进行进一步完善。

(二) 特殊公司形式的优势和不足

公募 REITs 立法选择特殊公司形式的优势在于,公司具备完备的法人资格,现行法律对公司治理和投资者保护等方面的规定也比较详细。此外,采用特殊公司形式的 REITs 可以自主选择采用内部还是外部管理模式也是其优势之一。从境外实证研究来看,关于 REITs 管理模式的优劣尚未有定论,美国早期的实证研究表明内部管理型 REITs 的业绩优于外部管理型 REITs,^[65]但近年来以全球 REITs 为样本的研究表明两种管理模式在业绩上各有优劣。^[66]因此,在优劣未定的情况下交由市场自主选择管理模式是一种比较好的立法方案。

但以特殊公司形式组建公募 REITs,目前最大的问题在税收。具体来说,在我国现行税法体系下,以公司形式组建 REITs,投资者在获得分红时要负担双重征税,即承担公司层面和个人层面的两重所得税。这与国际通行的 REITs 投资者在获得分红时只需缴纳一重所得税的税收优惠待遇有所差异。^[67]以双重征税制度下 REITs 经营不动产租赁进行简易测算,投资者的净利润率只有 49.8% (见表 2),显著低

[64] 美国商事信托法中存在这两项制度,如《特拉华州法典》在 3815(h) 和 3816 条分别规定了特拉华制定法信托的异议受益人评估权 (appraisal rights) 制度和受益人派生诉讼 (derivative actions) 制度。See US 12 DE Code § 3815(h); § 3816 (2019), <https://law.justia.com/codes/delaware/2019/title-12/chapter-38/subchapter-i/>, 2020 年 10 月 20 日访问。

[65] See Dennis R. Capozza & Paul J. Seguin, *Debt, Agency, and Management Contracts in REITs: The External Advisor Puzzle*, 20 J. Real Estate Financ. Econ. 91, 93 (2000).

[66] See Ernst & Young, *Internal vs. External Management Structures* (2017), p. 3.

[67] 从全球来看,大多数国家和地区会免征 REITs 实体层面的所得税,只对 REITs 分红征收个人所得税;也有少部分国家和地区,如我国香港地区,对 REITs 征收实体层面的所得税,但免征个人所得税。See EPRA, *supra* note 31. 笔者根据报告整理得出。

于全球 REITs 水平。^[68]

表 2 现行税法下公司型 REITs 税负简易测算

序号	项目	税率	计算公式	数额
(1)	租金收入			100
(2)	增值税(简易计算)	5%	(1) × 5%	-5
(3)	房地产税	12%	(1) × 12%	-12
(4)	税前利润		(1) - (2) - (3)	83
(5)	企业所得税	25%	(4) × 25%	-20.75
(6)	税后利润		(4) - (5)	62.25
(7)	股息红利所得税	20%	(6) × 20%	-12.45
(8)	投资者实际收益		(6) - (7)	49.8

注:本测算未考虑 REITs 经营房地产租赁业务外其他的收入、也未考虑其他支出和资产折旧,同时也没有考虑诸如城镇土地使用税、城市建设税等其他少量税费。

事实上,如果公司型 REITs 没有税收优惠,其相比于经营不动产租赁的普通公司会存在诸多劣势。在经营范围方面,普通公司不仅可以经营房地产租赁业务,也可以经营其他多种业务,而公司型 REITs 往往只能经营房地产租赁相关的业务,在经营范围上存在劣势;在实际负税方面,普通公司在分红时虽然面临双重征税,但其有权选择不分红,且绝大多数公司都会选择不分红,^[69]不产生分红环节的个人所得税,实际负税通常只有企业所得税这一重。而公司型 REITs 由于其强制分红的特性,必然要承担实际的双重征税,在实际负税上也存在劣势。因此,公募 REITs 立法如果选择特殊公司形式的立法路径,税收优惠问题应是下一步要解决的核心问题。

[68] 据测算,全球 REITs 的投资者净利润率多在 60% ~ 90%,具体包括美国(77.6%)、澳大利亚(88.9%)、英国(88.9%)、法国(54.2%)、德国(78.9%)、日本(62.7%)、新加坡(80.1%)、我国香港地区(88.9%)、我国台湾地区(81.5%),以上数据参见苏建、黄志刚:《房地产投资信托基金税制研究》,中国经济出版社 2014 年版,第 190 页。

[69] 依照统计,2019 年沪市上市公司的整体分红比例在创下新高的情况下也只有 32.4%。参见 http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20200505_5095071.shtml,2020 年 10 月 10 日访问。

五、结论与建议

公募 REITs 立法要在我国落地,组织形式的选择和确定是要解决的关键问题。本文通过对域外 REITs 组织形式的考察与研究发现,全球 REITs 的组织形式主要分为公司型和信托型两大类,并在此基础上进一步细分为商业信托、单位信托、投资法人、股份公司等多种具体组织形式,其结构、内部法律关系等方面既有相似之处,也存在不少差异。其中新加坡 REITs 所采用的单位信托形式和德国 REITs 所采用的股份公司形式对我国的公募 REITs 立法有较好的参考借鉴意义。

从我国的 REITs 试点实践来看,无论是类 REITs 和基础设施 REITs,在产品架构上都存在一定的问题,这些问题都需要在将来的 REITs 立法中继续完善。由于 REITs 的产品架构很大程度上由组织形式决定,因此,公募 REITs 的组织形式选择就变得十分关键。结合域外经验、我国现行法律体系以及立法成本等多方因素考虑,信托基金形式和特殊公司形式是目前较为可行的两种公募 REITs 的组织形式,两种组织形式在现行法下有其各自的优缺点,未来的公募 REITs 立法也主要是在两种立法路径之间做选择和取舍。

基于目前基础设施 REITs 采用了信托基金形式的发展路径,建议下一步立法结合上文所述的信托基金形式存在的问题进一步完善配套规则与投资者保护措施。同时,亦可探索公司型 REITs 税收优惠问题的解决方案,寻求以特殊公司形式组建公募 REITs 的可能。目前来看,税收优惠问题可能的解决方案是参考国际经验,对公司型 REITs 的企业所得税予以豁免。考虑到我国有通过财政部、国家税务总局出台单行文件给予特定课税对象一定时期税收优惠的先例,^[70]如果公募 REITs 立法选择特殊公司形式的立法路径,可以先通过财政部、国家税务总局出台单

[70] 例如,财政部和国家税务总局通过《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》(财税[2019]13号)一文,给予对月销售额10万元以下的增值税小规模纳税人以免征增值税的税收优惠待遇,优惠期限从2019年1月1日至2021年12月31日。

独文件的方式给予公司型 REITs 一定时期的税收优惠试点。待试点结束后,再根据试点情况决定是否继续沿用特殊公司形式的立法路径,是否将公司型 REITs 的税收优惠予以常态化。

(编辑:吴紫君)