

## 我国公募 REITs 产品架构的 法律问题研究

——基于日本和美国公募 REITs 的比较\*

段磊\*\*

**摘要:**2020年8月7日,证监会公布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》,这标志着我国境内公募 REITs 试点正式拉开帷幕。本文围绕本次试点的公募基础设施 REITs 产品架构,与国际上标准的公募 REITs 产品的异同,以及未来产品架构如何改善展开论述。并结合日本和美国公募 REITs 相关法律制度和实际数据,建议未来拓展公募 REITs 基础资产范围,引进公司型基金进行试点,扩大公募基金的投资范围和进一步优化公募 REITs 的税收政策。

**关键词:**公募 REITs 产品架构 管理模式

### 一、问题的提出

房地产投资信托(real estate investment trust,

---

\* 本文是上海市哲学社会科学规划青年课题(项目编号 2018EFX004)的阶段性研究成果之一。

\*\* 华东师范大学副教授,东京大学法学博士。

REITs)是指从投资者募集资金投资于租赁住宅、办公楼、购物中心等商业地产,并将租赁收益和不动产的增值收益等按比例分配给投资者的集合投资计划。REITs 制度诞生于 1960 年的美国,1971 年被澳大利亚引进,日本于 2001 年 3 月在东京证券交易市场开设了 REITs 发行证券的交易市场,其后,韩国、我国香港地区和台湾地区及新加坡等亚洲国家和地区也设置了 REITs 制度;在欧洲,法国、葡萄牙于 2003 年,德国、英国于 2007 年,意大利于 2008 年,都分别都引进了 REITs 制度。<sup>[1]</sup>

从 2001 年信托法成立以来,我国就有主张要建立房地产投资信托制度。此后多年,我国的金融监管者以及相关从业者,为了推动公募 REITs 产品的落地,作出了许多有益的尝试。

2014 年 9 月 30 日,中国人民银行和中国银行业监督管理委员会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》,明确提出支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具,开展 REITs 试点。自此以来,我国实务中已经尝试并发行了 52 个类 REITs 产品,在功能上与国际上标准的 REITs 具有一定相似性,基础资产覆盖零售商场、写字楼、租赁住房、酒店和仓储物流等领域。<sup>[2]</sup>

2020 年 4 月 30 日,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)与国家发展改革委联合发布了《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》。证监会于同日发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》),向社会公开征求意见。在广泛吸收各界意见后,证监会于 2020 年 8 月 7 日公布了《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称《指引》),自公布之日起实施。这标志着我国境内公

---

[1] See European Public Real Estate Association, Global REIT Survey 2015 (2015. 8) ([http://www.epra.com/media/EPRA\\_REIT\\_2015\\_GLOBAL\\_1442307110562.pdf](http://www.epra.com/media/EPRA_REIT_2015_GLOBAL_1442307110562.pdf)). 不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック2015』(不動産証券化協会・2015年)第9章。

[2] 参见中国 REITs 论坛:《一图读懂 REITs》,载微信公众号“中国 REITs 论坛”,2020 年 4 月 30 日。

募 REITs 试点正式拉开帷幕,主要针对基础设施领域。<sup>[3]</sup>

值得关注的是,证监会在《指引》中已经构建出了公募基础设施 REITs 的完整产品架构,并对其管理模式、治理机制、发行方式、注册要求、信息披露等内容进行了详细规定。那么:(1)本次试点的公募基础设施 REITs 在产品架构具有哪些特点?(2)我国的公募基础设施 REITs 与国际上标准的公募 REITs 产品相比,究竟还存在哪些不同?(3)如果我国将来要构建国际上标准的公募 REITs,应当对产品架构如何进行改善?本文围绕这三个问题展开论述。重点关注我国 REITs 产品架构有关的法律法规中存在的问题,并对其提出相应的完善建议。

## 二、我国公募基础设施 REITs 产品架构的特点

### (一)我国公募基础设施 REITs 的产品架构

首先,不同于国外 REITs 以商业地产为主流的基础资产,我国的公募 REITs 选择以基础设施作为基础资产。关于基础资产的范围,《征求意见稿》第 2 条曾做出过明确界定,即基础设施包括仓储物流,收费公路、机场港口等交通设施,水电气热等市政设施,产业园区等其他基础设施,不含住宅和商业地产。其主要原因一方面在于基础设施资产收益相对稳定、安全性较强,符合试点阶段的资产要求;另一方面在于基础设施资产所有权人通常为地方政府下属国有企业,其拥有大量的基础设施资产,也面临大量的资金需求。通过基础设施公募 REITs,可为这类资产打通建设、运营、上市的全产业链,为新基建启动提供资金支持。<sup>[4]</sup>

其次,根据《指引》第 2 条的规定,可以将我国公募基础设施 REITs 的定义总结为:80% 以上基金资产投资于基础设施资产支持证券,通过

[3] 同前注[2]。

[4] 参见刘慧、肖帷晓:《千里之行,始于足下——简评〈公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)〉(征求意见稿)》,载微信公众号“邦信阳中建中汇”,2020年5月6日。

资产支持专项计划和项目公司等特殊目的载体取得基础设施项目完全所有权或经营权利,同时主动运营管理基础设施项目以获取稳定现金流,并将 90% 以上可供分配金额按要求分配给投资者的封闭式基金产品。

由此可见,我国公募基础设施 REITs 采用了“公募基金 + 资产支持专项计划”的产品架构,其产品架构大致如图 1 所示:

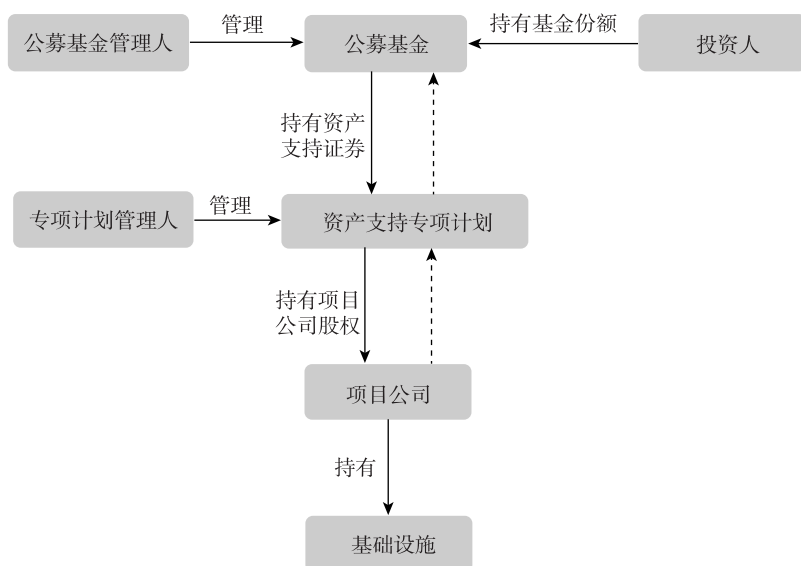


图 1 我国公募基础设施 REITs 的产品架构

资料来源:王天、朱珂瑶:《关于〈公开募集基础设施证券投资基金指引〉(试行)(征求意见稿)的若干法律思考》,载微信公众号“国枫律师事务所”,2020年5月29日。

## (二) 公募基金层面的法律关系

《证券投资基金法》第 2 条规定:“在中华人民共和国境内,公开或者非公开募集资金设立证券投资基金,由基金管理人管理,基金托管人托管,为基金份额持有人的利益,进行证券投资活动,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关法律、行政法规的规定。”由此可见,我国公募基金的设立、运营的法律基础为信托法律关系,投资人为委托人(受益人)、基金管理

人为受托人。

此外,《证券投资基金法》将基金的投资范围严格限定于证券,在现行法律法规框架下,我国公募基金尚不能直接投资于房地产项目公司的股权,<sup>[5]</sup>更不能直接投资并持有房地产实体资产。因此,通过“公募基金+资产支持专项计划”的多层级产品架构,由符合条件条件的基金管理公司设立封闭式公募基金,在公开市场发售基金份额募集资金,并通过购买资产支持证券等方式完成对基础资产的收购。如果该公募基金符合《证券投资基金法》和《证券法》等规定,可以申请上市交易。可以说,这一产品架构是立法者考虑到当前的立法成本和可操作性之后,进行的稳妥选择。

### (三) 资产支持专项计划层面的法律关系

根据《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1条规定:“为了规范证券公司、基金管理公司子公司等相关主体开展资产证券化业务,保障投资者的合法权益,根据《证券法》、《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》和其他相关法律法规,制定本规定。”因此,资产支持专项计划同样适用信托法律关系,证券公司或基金管理公司子公司(专项计划管理人)作为受托人,将所有投资人(委托人)交付的资金(资产支持专项计划募集的资金)用于向融资人(原始权益人)购买基础资产,并以基础资产未来产生的现金流作为支付给投资人的回报。

在公募基础设施 REITs 的产品架构中,公募基金管理人代表相关公募基金登记为上述信托法律关系中的委托人(受益人),资产支持专项计划管理人为上述信托法律关系中的受托人。

### (四) 公募 REITs 组织结构的選擇

从法律性质来看,REITs(房地产投资信托)应当属于商事信托中的投资信托,可以用信托的组织结构来设立 REITs。此次证监会颁布的《指引》也是立足于我国公募基金、资产证券化的法律体系和实践成果,以公募基金为基础,采用了“公募基金+资产支持专项计划”的双

---

[5] 《证券投资基金法》第72条规定:“基金财产应当用于下列投资:(一)上市交易的股票、债券;(二)国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。”

层信托法律关系。

但 REITs 的组织结构只能是“信托”吗？从已经建立起 REITs 制度的各国经验来看，除信托以外，还可以用公司的组织结构来设立 REITs。比如，美国既有信托型 REITs（也称“契约型 REITs”），也有公司型 REITs。美国的公司型 REITs 采用的是股份有限公司（corporation）的组织结构。日本也是如此，既有信托型 REITs，也有公司型 REITs，但不同于美国的是（见表 1），日本公司型 REITs 采用一种被称为“投资法人”的特殊公司。

表 1 美日两国 REITs 制度的建立时间和组织结构

国家	建立时间	组织结构	
美国(US-REITs)	1960 年	信托型	公司型(股份公司)
日本(J-REITs)	2001 年	信托型	公司型(投资法人)

下文以日本 REITs 和美国 REITs 作为比较法研究的对象，重点研究两国公募 REITs 采用的产品架构，除分析两国公募 REITs 相关法律制度的演变和特点之外，也通过分析实际数据，探究两国实务中哪一种产品架构得到更广泛的使用及其内在原因。在此基础之上，分析我国公募 REITs 产品架构的完善方向以及应当解决的法律问题。

### 三、日本公募 REITs 产品架构的特点

#### （一）日本公募 REITs 产品架构的基本法律

日本是大陆法系最早制定信托法的国家，长期以来商事信托在实践里得到了广泛应用。日本 REITs 产品架构的基本法律是《投资信托及投资法人法》（以下简称《投信法》）。这部法律的前身为 1951 年制定的《证券投资信托法》，相当于我国的《证券投资基金法》。不过在 1990 年代末期，日本为了建立 REITs 制度对这部法律进行了两次重大修订。首先，在 1998 年将这部法律修改为《证券投资信托及证券投资法人法》，即新设了“投资法人”这一特殊法人形态，亦称公司型基金，但在当时它的

投资对象仅限于证券,还不能投资于房地产。到了2000年,这部法律进行再次修订,同时名称也变更为《投资信托及投资法人法》。具体而言,将投资信托(信托型基金)和投资法人(公司型基金)的投资对象从证券扩展至房地产等其他资产。<sup>[6]</sup>这就为日本REITs制度的诞生,打下了坚实的法律基础。

2001年9月10日,“日本ビルファンド投資法人”和“ジャパンリアルエステイト投資法人”这两个公募REITs在东京证券交易所上市交易,标志着日本公募REITs制度的正式起步。截至2020年9月底,东京证券交易所共有62个公募REITs上市交易,总市值达到了1.366兆日元(约8.531万亿元人民币)。<sup>[7]</sup>

从《投信法》的规定来看,日本既可以设立信托型基金,也可以设立公司型基金,当事人可以根据自己的需求自由选择。但是在实践中还是有一个明显的区分,即投资于证券的一般采用信托型,即证券投资信托;而投资于房地产的一般采用公司型,即房地产投资法人(见表2)。

表2 日本投资基金的组织结构及其投资对象

事业形态/投资对象	证券	房地产
投资信托	●	○
投资法人	○	●

比如,截至2020年9月,在东京证券交易所上市交易的62家公募REITs均采用公司型,即房地产投资法人(见表3)。

[6] 本次法律修改的过程和讨论内容可参见:日本金融厅金融审议会第一分会于1999年11月30日公布的报告《集团投資スキームに関するワーキンググループ報告》。

[7] 该数据统计来源于日本的不动产证券化协会(<https://j-reit.jp/market/04.html>)。

表 3 东京证券交易所上市交易的 REITs(部分)

日本ビルファンド投資法人	ジャパンリアルエステイト投資法人	日本都市ファンド投資法人	オリックス不動産投資法人
日本プライムリアルティ投資法人	NTT 都市開発リート投資法人	東急リアル・エステート投資法人	グローバル・ワン不動産投資法人
ユナイテッド・アーバン投資法人	森トラスト総合リート投資法人	フロンティア不動産投資法人	平和不動産リート投資法人
日本ロジスティクスファンド投資法人	福岡リート投資法人	ケネディクス・オフィス投資法人	いちごオフィスリート投資法人
大和証券オフィス投資法人	阪急阪神リート投資法人	大和ハウスリート投資法人	ジャパン・ホテル・リート投資法人
大和証券リビング投資法人	積水ハウス・リート投資法人	伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人	日本アコモデーションファンド投資法人
森ヒルズリート投資法人	産業ファンド投資法人	星野リゾート・リート投資法人	イオンリート投資法人
野村不動産マスターファンド投資法人	三井不動産ロジスティクスパーク投資法人	大江戸温泉リート投資法人	三菱地所物流リート投資法人

资料来源:东京证券交易所网站。

## (二) 日本公募 REITs 产品架构的基本特征

日本《投信法》对公司型 REITs(房地产投资法人)的产品架构的基本特征进行了详细规定,主要包括以下内容:(见图 2)<sup>[8]</sup>

1. 投资法人具有独立的法人主体资格,是日本 REITs 上市、发行投资证券的主体,也是持有不动产、对外订立合同、承担责任的主体。

2. 投资人总会是投资法人的最高权力机构,决定章程修改、解散、合

[8] 新家寛 = 上野元編『REITのすべて:新規組成・上場から倒産処理まで』(民事法研究会・2012年)48-49頁参照。



并等重大事项,<sup>[9]</sup>相当于公司的股东大会。

3. 役員会由执行役員和监督役員构成,决定投资法人的一般重要事项,如发行投资证券、债券等。执行役員相当于公司的董事,监督役員相当于公司的独立董事,且监督役員的人数至少要比执行役員多一人。<sup>[10]</sup>在实务中,监督役員多由律师、注册会计师或者大学教授等外部人员担任。

以上三点是投资法人与一般的股份有限公司的相似之处。两者的不同之处主要体现在外部管理模式上,即投资法人本身不得雇用任何员工,<sup>[11]</sup>必须将其全部日常经营管理事务委托给外部的第三方。<sup>[12]</sup>

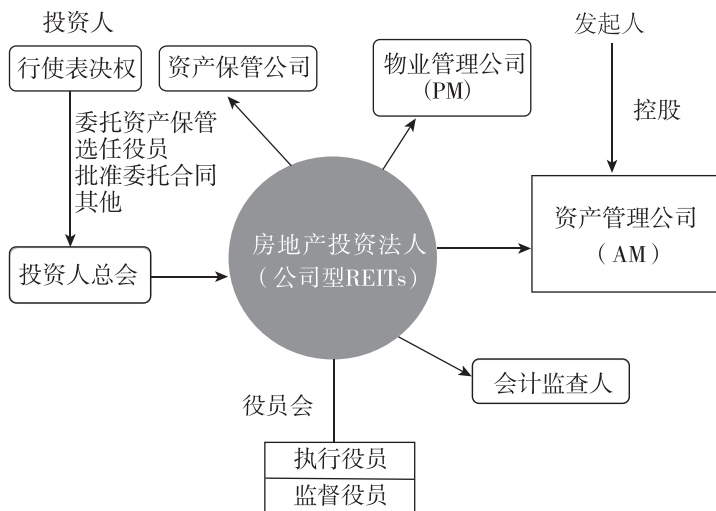


图2 日本公募REITs的产品架构

根据委托事务内容的不同,有以下几类委托对象:

1. 资产管理公司(asset management company, AM):承担投资经营事务,进行房地产的投资决策和对外交涉等,这是最重要的一个委托对象。此外,资产管理公司的母公司是REITs的发起人,在REITs的设立、

[9] 参见日本《投信法》第89条。

[10] 参见日本《投信法》第95条第2项。

[11] 参见日本《投信法》第63条。

[12] 参见日本《投信法》第117条、第198条、第208条。

运营、并购等过程中有着非常重要的作用。但发起人并非《投信法》上的法定机关,也没有严格的定义。<sup>[13]</sup>

2. 资产保管(托管)公司(asset custoday company, AC):承担房地产的财务、会计管理等事务,实践中在东京证券交易所上市交易的 62 家公募 REITs,其资产保管公司均由日本的三大信托银行来担任。<sup>[14]</sup>

3. 物业管理公司(property management company, PM):承担房地产的日常运营管理、维护、租赁等事务。值得注意的是,物业管理公司的存在是 REITs 与证券投资信托之间的重要区别。具体而言,证券投资信托在买入某公司的股票之后,无须负责该公司的日常经营管理,只需在合适的时间点卖出股票后即可获得收益;而 REITs 在投资房地产后,如果不对房地产进行经营管理,房地产就可能就荒废,无法产生收益。因此需要对房地产进行运营管理和维护,以此来获得租金收益。投资于商业地产的租金收益,是 REITs 的一大收益来源。可以说,与证券投资信托相比,REITs 的事业性特征更加明显。<sup>[15]</sup>

### (三) 日本公募 REITs 的税收要件对产品架构的影响

众所周知,REITs 的一大制度优点是可以节税,即大量减免企业所得税,使 REITs 的投资者能够获得更多的投资回报。比如,公司在获得利润之后,会存在所谓双重征税:对公司征收企业所得税(中国 25%,日本 23.9%),又对投资者征收个人所得税(中国 3%~45%,日本 5%~45%)。而 REITs 若满足一定税法上的要件后,可以在一定范围内免征企业所得税。最经常被探讨的税收要件是“90% 以上的分配要件”。除此之外,REITs 还应当满足哪些税收要件?

日本公司型 REITs(房地产投资法人)的税收要件,具体规定在日本的《租税特别措施法》里。这部法律是关于国税特例的专门立法(个人所得税、企业所得税、消费税、继承税等税种的例外规定)。日本在 2000

---

[13] 新家寛 = 上野元編『REITのすべて:新規組成・上場から倒産処理まで』(民事法研究会・2012年)41頁参照。

[14] 日本三大信托银行是指三井住友信托银行、三菱 UFJ 信托银行、瑞穗信托银行。该数据由笔者根据东京证券交易所公布的资料整理得出。

[15] 不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック2015』(不動産証券化協会・2015年)166頁参照。

年修订《投信法》时,同步对这部法律进行了修订,新增第 67 条之 15“有关投资法人课税的特例”,详细规定了日本 REITs 在税法上应当满足的税收要件,主要有以下六个方面内容(见表 4):

表 4 日本 REITs 的税收要件和期间要求

项目	投资人 数要件	投资份 额分 散要件	资产 要件	禁止支 配要 件	分配 要件	外部管理 要件
J-REITs	50 人以上	1 个投资人不得持有超过 50% 的投资份额	超过 50% 的资产为房地产、房地产租赁权、地上权等	不得持有其他法人 50% 以上的股份。(投资海外房地产时有例外)	将超过 90% 的收益分配给投资者	将资产管理业务委托给资产管理公司,将资产保管业务委托给资产保管公司
期间 要求	会计年度 结束时	会计年度 结束时	会计年度 结束时	整个会计年 度	会计年度 内	整个会计年 度

资料来源:笔者根据日本《租税特别措施法》的规定自行整理。

1. 投资人数量要件:投资法人的投资人必须有 50 人以上,这是为了保证投资法人具备一定的公众性。

2. 投资份额分散要件:1 个投资人不得持有超过投资法人 50% 的投资份额,也就是说投资法人不得出现持股超过 50% 的控制人。该要件的目的是保证投资法人的投资份额分散性。<sup>[16]</sup>

3. 资产要件:既然是房地产投资法人,要求其过半数的资产应当是房地产实体资产或者房地产相关资产。

4. 禁止支配要件:投资法人不得持有其他法人 50% 以上的股份,即投资法人不得通过控股其他法人来获利,而主要是通过对商业地产等进行运营管理,以此来获得租金等利润。

5. 分配要件:所谓“90% 以上的分配要件”,即投资法人必须将其全年 90% 以上的收益都分配给投资人,以保证投资人能够获得更多的投资回报。假设,一家投资法人将其全年 95% 的收益分配给了投资人,同时也满足前面的四个税收要件,则就该 95% 的收益免征企业所得税。不过,剩余未分配的 5% 的收益仍然是要征收企业所得税的。

[16] 稻葉孝史「J-REITの組織再編への影響と留意点」经理情報 1215 号 61 頁参照。

6. 外部管理要件:投资法人应当维持上述外部管理模式,即投资法人必须将其资产管理业务委托给资产管理公司,必须将其资产保管业务委托给资产保管公司。这不仅是《投信法》在产品架构上的要求,也是《租税特别措施法》在税收要件上的要求。

在这六个方面的要件中,除第5项分配要件为 REITs 收益分配上的要求,其他五项均涉及 REITs 产品架构的有关内容,详细规定了投资法人在投资人数、投资份额结构、持有资产、投资对象和管理模式上的具体要求。由此可见,日本 REITs 的组织法与税法之间有着密切的联动关系,《租税特别措施法》规定的税收要件也会对日本 REITs 产品架构产生重大影响。

#### 四、美国公募 REITs 产品架构的特点

美国是 REITs 制度的创始国,1960 年美国通过修改《国内税法典》(Internal Revenue Code, IRC)建立了 REITs 制度,其后经历了 20 世纪 70 年代、80 年代、90 年代和 2000 年以后四个大的发展阶段。截至 2020 年 9 月,在美国的证券交易所上市的公募 REITs 共有 222 家,市值达到了 1.177 万亿美元,仅以市值来计算美国 REITs 市场是全世界最大的,规模占全球市场的 50% 以上<sup>[17]</sup>。

##### (一) 美国公募 REITs 产品架构的基本法律

美国《国内税法典》并没有直接规定 REITs 的产品架构,而是交由各州的组织法来规定(见表 5)。比如,公司型 REITs 的组织结构由各州的《公司法》规定,信托型 REITs 的组织结构一般由各州的《商业信托法》来规定。

---

[17] See Nareit: Reitwatch, 2020. 9, p. 1, <https://www.reit.com/sites/default/files/reitwatch/RW2009.pdf>, visited Oct. 31, 2020.

表 5 美国公募 REITs 的组织法(州法)

州名	公司型 REITs(Corporation)	信托型 REITs(Business Trust)
特拉华州	特拉华公司法(Delaware General Corporation Law)	特拉华商业信托法(Delaware Statutory Trust Act)
马里兰州	马里兰公司法(Md. Code Ann., Corps. & Assn's 1-7)	马里兰 REITs 法(Md. Code Ann., Corps. & Assn's 8)

注:仅以特拉华州和马里兰州为例说明。

目前,美国上市交易的公募 REITs 一共有 222 家,其中过半数都是以《马里兰公司和社团法》(Maryland Code Corporations and Associations)为 准据法而设立的。因此,对于美国公募 REITs 来说,最重要的法律是《马里兰公司法》<sup>[18]</sup>和《马里兰 REITs 法》。<sup>[19]</sup>值得一提的是,《马里兰 REITs 法》是马里兰州于 1963 年为信托型 REITs 而制定的特别法,在此基础上发展出了成熟的组织结构,并于 20 世纪 70 年代扩展至公司型 REITs。这也是马里兰州相对于其他州(特别是特拉华州)能够吸引到如此多的公募 REITs 作为准据法的原因之一。关于《马里兰公司法》与《马里兰 REITs 法》的关系,法律上没有明文规定,但马里兰州法院在《马里兰 REITs 法》及信托合同均未有明确规定的情形下,可以依据《马里兰公司法》作出判决。<sup>[20]</sup>

## (二)美国公募 REITs 产品架构的基本特征

从美国 REITs 的发展历史来看,其在产品架构和管理模式上发生了巨大的转变,主要体现在以下两个方面。

### 1. 从信托型 REITs 向公司型 REITs 的扩张

美国在 1960 年立法之初仅承认以商业信托(business trust)的形式设立的信托型 REITs。但在 1975 年和 1976 年的税法改革后,开始承认以公司(corporation)形式设立的 REITs。因为,商业信托在当时只是判例法上的概念,没有成文法的规定,因此各州的判决存在一定的差异。

[18] 《马里兰公司和社团法》第 1~7 章。

[19] 《马里兰公司和社团法》第 8 章。

[20] See *Stender v. Archstone - Smith Operating Trust*, No. 07 - 02503, 2014 U. S. Dist. LEXIS 146242 (D. Colo. Oct. 14, 2014). See also *First American v. Shivers*, 629 A. 2d 1334 (Md. App. 1993).

而各州的公司法明确规定了公司的法人主体资格、股东的有限责任以及董事的信义义务(fiduciary duty),采用公司型 REITs 更有利于保护投资者的利益。自此以后,公司型 REITs 得到了广泛的应用。但值得注意的是,在这个阶段无论是信托型还是公司型,美国 REITs 都必须采用外部管理的模式,即 REITs 本身不得雇用任何员工,必须将其全部日常经营管理事务委托给外部的第三方。这一情况与现在的日本公募 REITs 的产品架构很相近,但美国公募 REITs 的产品架构在 20 世纪 80 年代又经历了一次大的转变。

## 2. 从外部管理模式向内部管理模式的扩张

外部管理模式是指,REITs 将资产管理等业务委托给外部第三方,并向其给付报酬的管理方式。美国在 1960 年立法之初仅承认这种管理模式,即使在 1976 年允许设立公司型 REITs 之后,它也必须将其资产管理等业务委托给外部第三方。但到了 1986 年,《国内税法典》再次进行重大修改,允许采用内部管理模式,即 REITs 无须将资产管理等业务委托给他人,而可以由自己进行经营管理。

根据笔者在 2015 年 9 月进行统计的结果,在 210 家上市的美国家公募 REITs 中,公司型 REITs 有 167 家,约占总数的 79.5%;而内部管理型 REITs 有 163 家,约占总数的 77.6%。具体数据如表 6 所示:

表 6 美国公募 REITs 的类型、数量及占比(2015 年 9 月)

类型	权益型	抵押型	内部管理型	外部管理型
公司型 (167 家)	129 家(77%)	38 家(23%)	127 家(76%)	40 家(24%)
信托型 (43 家)	40 家(93%)	3 家(7%)	36 家(84%)	7 家(16%)

经过以上两次转变后,如今被美国公募 REITs 所广泛采用的是“公司型 + 内部管理模式”的产品架构。换言之,仅从产品架构上看,“公司型 + 内部管理模式”的美国家公募 REITs 与美国的房地产上市公司之间,其实已经不存在太多区别,<sup>[21]</sup>两者的主要区别主要存在于《国内税法

[21] 石田尚己『不動産会社とREITのM&A:国際比較とJ-REIT版M&Aルールの提言』(住宅新報社・2010)38-39頁参照。

典》的税收要件中。

### (三)美国公募 REITs 的税收要件对产品架构的影响

从美国 REITs 制度的诞生和发展过程来看,除由各州法律规定 REITs 的产品架构外,联邦法《国内税法典》上规定的税收要件实际上发挥着更加重要的作用。美国 REITs 的税收要件由该法第 856~860 条进行详细规定。对美国 REITs 而言,如果要获得企业所得税的减免,应当至少满足如下六个方面的税收要件:(1)投资人数要件;(2)投资份额分散要件;(3)资产要件;(4)收入要件;(5)禁止支配要件;(6)分配要件(见表 7)。

表 7 美国 REITs 的税收要件和期间要求

项目	投资人数要件	投资份额分散要件	资产要件	收入要件	禁止支配要件	分配要件
US - REITs	100 人以上	5 个以下的投资人合计不得持有超过 50% 的投资份额	75% 以上的资产为房地产相关资产、现金、现金等价物及国债;除此以外的有价证券不得超过 25%	95% 以上的收入来自房地产相关资产;75% 以上的收入来自除股份、证券以外的房地产相关资产	不得持有其他法人超过 10% 的股份。但可以持有全资子公司进行相关业务	将 90% 以上的收益分配给投资者
期间要求	1 个会计年度中至少 335 日	会计年度的下半年	各季度结束时	会计年度内	整个会计年度	每次分配时(每季度、每半年或每年)

资料来源:笔者根据美国《国内税法典》的规定自行整理。

如表 7 所示,美国 REITs 的税收要件与日本 REITs 的税收要件相比,两者在内容上基本是一致的,但美国 REITs 的税收要件则更加严格。比如:(1)美国 REITs 的投资人数为 100 人以上,而日本 REITs 的投资人数则是 50 人以上;(2)美国 REITs 前 5 位的投资人合计不得持有超过 50% 的投资份额,而日本 REITs 是 1 个投资人不得持有超过 50% 的投资份额;(3)美国 REITs 要求 75% 以上的资产为房地产相关资产、现金、现金等价物及国债等;而日本 REITs 要求超过 50% 资产为房地产、房地产租赁权、地上权等。不过,与日本 REITs 不同的是,美国 REITs 多了一个收入要件,即 95% 以上的全年收入应当来自房地产相关资产,且 75% 以

上的收入来自除股权、证券以外的房地产相关资产。美国 REITs 既可以进行外部管理,也可以进行内部管理,因此并没有日本 REITs 那样的外部管理要件。

## 五、我国公募 REITs 产品架构的完善建议

如前所述,我国公募基础设施 REITs 采用了“公募基金 + 资产支持专项计划”的多层级产品架构,这是在我国现有公募基金、资产证券化的法律监管体系下,以最小的突破幅度,实现了基础设施收益的公募化。这一产品架构的优点在于其便利性以及市场主体的熟悉度,可顺畅衔接市场上多数的类 REITs 项目,参与的各机构对于底层基础资产的构建、装入 SPV、设立资产支持专项计划等环节也比较熟悉。未来,随着公募 REITs 底层基础资产的范围拓宽,市场存量的类 REITs 项目可以通过公募 REITs 实现退出。<sup>[22]</sup>

但是,考虑到现有主流的类 REITs 产品架构,如在其上端再搭建一层公募基金,公募基础设施 REITs 的结构将可能达到四层之多。例如,2020 年 8 月 29 日,上市公司首创股份发布了《关于公司开展基础设施公募 REITs 申报发行工作的公告》,公告显示:原始权益人首创股份认购私募基金全部初始份额,私募基金受让项目公司股权,设立公募基金认购资产支持专项计划全部份额,资产支持专项计划受让私募基金份额,最终形成公募基金—资产支持专项计划—私募基金—项目公司—基础设施项目<sup>[23]</sup>的四层结构(见图 3)。

---

[22] 同前注[4]。

[23] 公告显示,首创股份拟选取以深圳首创水务有限责任公司持有特许经营权的深圳市福永、燕川、公明污水处理厂 BOT 特许经营项目、合肥十五里河首创水务有限责任公司持有特许经营权的合肥市十五里河污水处理厂 PPP 项目为标的资产进行公募基础设施 REITs 的申报发行工作。



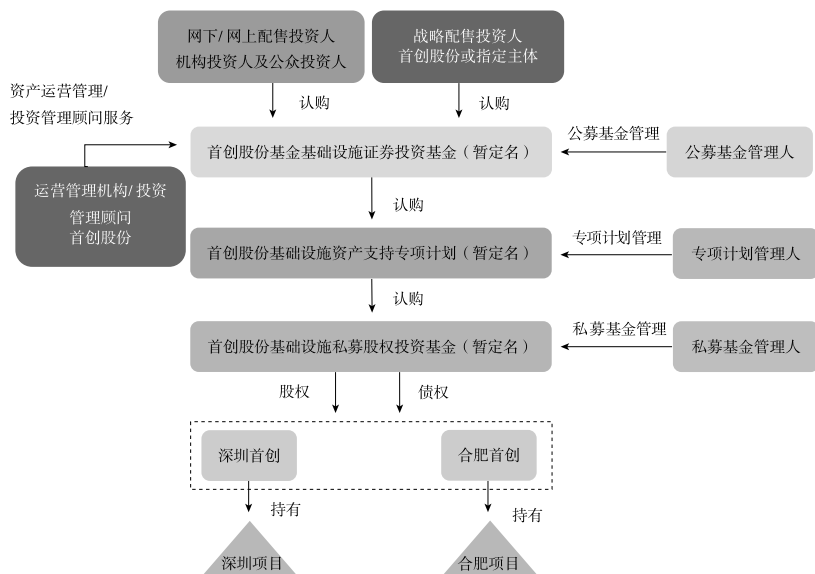


图3 首创股份公募基础设施 REITs 的产品架构

在当前 REITs 未有特殊税务优惠的前提下,每层结构都有其一定的必要性,而每搭建一层结构,都意味着一层成本的增加以及管理和效率的削弱<sup>[24]</sup>。因此,“公募基金+资产支持专项计划”的多层级产品架构是在当前消化存量类 REITs,以及在公募 REITs 试点阶段的过渡之举,但从行业长远发展的角度,去嵌套、简化产品架构的层级、实现公募基金对基础资产的直接控制应该成为今后我国公募 REITs 的发展方向。

尤其是,如果我国将来要构建国际上标准的公募 REITs 制度,那么实现公募 REITs 产品架构的层级精简可能是绕不过去的一步。然而,我国的《证券投资基金法》和《信托法》等相关法律制度尚不完善,对于构建标准公募 REITs 制度还存在诸多法律障碍。因此,本文最后对相关的法律问题进行分析,结合上述日本和美国的公募 REITs 制度的经验,提出相应的完善建议。

[24] 同前注[4]。

### (一) 我国公募基金投资范围的扩大

首先,受《证券投资基金法》第2条规定的限制<sup>[25]</sup>,目前我国基金的投资范围仅限于证券,而不能直接投资并持有房地产实体资产及其相关资产。所以,本次试点的公募基础设施 REITs 产品架构中,公募基金不得通过资产支持证券或项目公司等特殊目的载体来投资基础设施项目。但公募基金的投资对象其实不应局限于与房地产有关的证券,而应当允许其直接投资于房地产实体资产及其相关资产。因此,如果我国要建立标准的公募 REITs 制度,首先应当考虑将基金的投资范围从证券扩展到房地产等资产。

从前文的分析来看,日本在构建 REITs 制度时正是经历了这一立法修改过程。日本 REITs 制度最早的法律起源可以追溯到 1951 年《证券投资信托法》(相当于我国的《证券投资基金法》)。这是因为证券投资信托在日本的立法较早,实务中发展出了成熟的证券投资信托制度。因此,日本在 20 世纪 90 年代末期构建 REITs 制度之际,立法上受到了证券投资信托制度的很大影响,体现了制度构建的延续性。具体而言,日本在构建 REITs 制度时,分以下两个步骤完成:

第一步,1998 年将《证券投资信托法》修改为《证券投资信托及证券投资法人法》,在投资信托(信托型基金)制度之外,又创设投资法人(公司型基金)制度,但投资范围仍限于证券。这次立法修改的目的是让不太熟悉证券投资信托的投资者能够多一种选择;并且在投资法人的组织结构中,投资者通过投资人大会等制度更容易进行直接监督,便于保护自己的利益。<sup>[26]</sup>

第二步,2000 年将《证券投资信托及证券投资法人法》又修改为《投资信托及投资法人法》,主要内容正是将投资信托和投资法人的投资范围从证券扩展到了包括不动产在内的各种资产;同时也允许封闭型的投资法人发行债券,这意味着投资法人既可以进行股权融资,也可以进行

---

[25] 《证券投资基金法》第2条规定:“在中华人民共和国境内,公开或者非公开募集资金设立证券投资基金(以下简称基金),由基金管理人管理,基金托管人托管,为基金份额持有人的利益,进行证券投资活动,适用本法……”

[26] 森田章「資産運用手段の多様化」ジュリスト1145号7頁。

## 债权融资。<sup>[27]</sup>

完成这两步立法修改后,日本的投资信托和投资法人可以直接投资并持有房地产实体资产及其相关资产。这就为日本构建单一层级的 REITs 制度确立了法律依据。

与日本的情况相似,我国在 2003 年就颁布了《证券投资基金法》,对于证券投资基金也已经积累起了丰富的实践和监管经验。在现有的证券投资基金的制度基础之上来构建我国的 REITs 制度,可以付出相对较少的立法成本,无论是监管者、从业者或者投资者也都能够有效地发挥实践中积累起的经验。因此,日本构建单一层级 REITs 制度的立法过程,值得我国借鉴和研究。

### (二)我国公募 REITs 组织结构的完善

在解决了公募基金投资范围的问题之后,接下来面临的问题是:在组织结构上,我国应该采用信托型 REITs,还是公司型 REITs?

#### 1. 日本法和美国法的经验

从日本的经验来看,日本的《投信法》从一开始就既允许设立信托型 REITs,也允许设立公司型 REITs,当事人可以根据自己的需求自由选择。但是在实践中逐渐形成了一个明显的倾向,例如,当前在东京证券交易所上市交易的 62 家公募 REITs 均无一例外地采用了公司型的组织结构。

从美国的经验来看,美国在 1960 年立法之初仅允许设立信托型 REITs,经过了 20 世纪 70 年代中期的税法改革后,又允许设立公司型 REITs。这两种组织结构经过了 40 多年的博弈,公司型的组织结构在实践中被美国大多数的公募 REITs 所采用。例如,截至 2015 年 9 月,在美国上市交易的 210 家公募 REITs 中,有 167 家采用公司型(占比约 79.5%),有 43 家采用信托型(占比约 21.5%)。另外值得注意的是,美国的信托型 REITs 也不是一般的信托,而是商业信托。这其实是一种非常接近于公司形态的信托结构。比如,商业信托有独立的法人主体资格,其受益人为有限责任,其受托人负有信义义务。

---

[27] 竹中正明「投資法人の統治機構:株式会社との対比において」法学研究 73 卷 12 号 139 頁。

由此可见,虽然日美两国的立法均允许当事人在两种类型的组织结构中进行选择,但公司型 REITs 在两国的实践中均占据绝对优势地位。其中的原因之一是公司型的组织结构更加符合 REITs 的事业性特征。如前所述,REITs 在投资房地产后,如果不对房地产进行经营管理,房地产就可能就荒废,无法产生收益。因此,需要对房地产进行运营管理和维护,以此来获得租金收益。这是 REITs 不同于证券投资信托的事业性特征。因此,以公司的组织结构来运营更有利于提高经营管理的效率,同时依托公司的治理结构和公司法的经验也更有利于保护投资者。

## 2. 我国公募 REITs 的完善建议

(1) 因此,对于我国公募 REITs 的组织结构,可以参考日本和美国的立法经验,既允许设立信托型 REITs,也允许设立公司型 REITs。法律不进行强制要求,而是由当事人根据自己的需求和实际情况选择合适的组织结构。两种组织结构在实践进行竞争,由市场挑选出符合我国国情的公募 REITs 组织结构。

当然,为了实现这一目的,还需要对《证券投资基金法》进行修订和完善。现行《证券投资基金法》的规定中主要是依据《信托法》建立起来的信托型基金的组织结构,尚缺乏依据《公司法》建立起来的公司型基金的组织结构。因此,今后可以考虑修订《证券投资基金法》,增设公司型基金的组织结构。这里的公司型基金以《公司法》为一般法,由《证券投资基金法》来规定其不同于一般公司的特殊规则,如公司型基金的设立、管理模式、股份转让及利润分配等,使其与 REITs 的日常运营管理相适应。

(2) 此外,如果能引进公司型 REITs,还可以回避目前我国信托登记制度不完备这一缺陷。具体而言,我国《信托法》第 10 条规定:“设立信托,对于信托财产,有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的,应当依法办理信托登记。未依照前款规定办理信托登记的,应当补办登记手续;不补办的,该信托不产生效力。”也就是说,进行信托登记是信托的生效要件。但截至 2020 年 9 月我国尚未建立起相应的信托登记制度,实践中面临着不动产无法进行信托登记的难题。如果采用信托型 REITs,在单一层级的产品架构下,如何对作为信托财产的不动产进行信托登记,是目前所面临的一个法律障碍。如果允许当事人在设立 REITs 之初

可以选择公司型 REITs,以公司的名义去投资并持有不动产,可以比较好地回避这一问题。

### (三)我国公募 REITs 管理模式的选择

通过立法修改引进公司型 REITs 的组织结构之后,我国构建公募 REITs 制度中还需要解决的问题是,采用内部管理模式还是外部管理模式。

#### 1. 日本法和美国法的经验

从日本的经验来看,即便是公司型 REITs(房地产投资法人),也不允许进行内部管理。因为《投信法》明确规定:投资法人本身不得雇用任何员工,必须将其全部日常经营管理事务委托给外部的第三方。<sup>[28]</sup>日本法选择外部管理模式的原因是,立法者仅将投资法人严格定性为吸纳投资者资金进行投资的组织体,不允许其进行内部管理和运营。这也是投资法人(公司型基金)区别于日本《公司法》上的股份有限公司的重要特点。

从美国的经验来看,美国在 1960 年立法之初仅允许采用外部管理模式,直到 1986 年的税法改革后,才引进了内部管理模式。此后,这两种管理模式经过 30 多年的博弈后,内部管理模式在实践中被美国大多数的公募 REITs 所采用。例如,截至 2015 年 9 月,在美国上市交易的 210 家公募 REITs 中,有 163 家采用了内部管理模式(占比约 77.6%),有 47 家采用了外部管理模式(占比约 22.4%)。

#### 2. 我国公募 REITs 的完善建议

管理模式的不同是,日本和美国两国在 REITs 制度上存在的重要区别。其实,两种模式没有绝对的优劣之分,关键是立足于本国的既有制度和实际情况的基础之上进行选择。我国的立法者在对管理模式进行制度设计之际,目前可供参考的因素有三点:

(1)关于投资基金制度,我国与日本相似,都有着长期的证券投资基金的立法和实践经验。因此,如果在成熟的证券投资基金的基础之上构建标准的公募 REITs 制度,在法律性质上也应延续投资基金的定位,即吸纳投资者资金进行投资的组织体,并非自己经营的组织体。因

---

[28] 参见日本《投信法》第 63 条、第 117 条、第 198 条、第 208 条。

此,采用外部管理模式是符合这一定位的应有之义。

(2)假设我国一开始就一步到位地引进美国式“公司型+内部管理模式”的 REITs,可能将在实践中遇到一个难点:让投资者在组织结构上难以区分上市的房地产公司与公募 REITs,不利于 REITs 制度的普及和推广。因此,外部管理的模式可能更适合制度创设初期的实际需要。而且,美国一开始也是采用了外部管理模式,经过 20 多年的发展之后,在 1986 年通过税法修改才允许 REITs 进行内部管理。

(3)证监会在本次试点中对我国公募基础设施 REITs 的管理模式问题进行了一定程度的回应,具体体现在《指引》的第 5 条<sup>[29]</sup>和第 39 条。<sup>[30]</sup>《指引》似乎将基金管理人定位于“资产管理方+物业管理方”的全能角色,要求基金管理人对基础设施资产进行内部管理,即便其将部分管理事项委托给第三方,基金管理人仍然无法免责。可以说,是一种以内部管理为主,以外部管理为辅的模式。

实际上,我国基金管理人的能力目前集中于对标准化产品(如证券等)的投资和研究能力,但 REITs 的基础资产是房地产这类非标准化产品,我国基金管理人大多还不具备房地产的投资研究和运营管理能力,基础资产需要由专业的房地产运营管理机构进行管理。在当前的试点阶段,证监会以公募基金为主导构建了公募基础设施 REITs 制度,这一管理模式可以说是权益之计。未来,随着公募 REITs 底层基础资产的范围拓宽,对于不动产的投资研究和运营管理能力会越来越高。因此,制度上应当允许具有房地产运营管理能力专业机构(如零售商场

---

[29] 根据《指引》第 5 条的规定,基金管理人应“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”“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”。

[30] 根据《指引》第 39 条的规定,一方面,基金管理人可以设立专门的子公司承担基础设施项目运营管理职责,通过子公司进行管理属于内部管理的方式之一。另一方面,基金管理人也可以委托外部管理机构负责部分运营管理职责,但该等委托不免除基金管理人的责任。具体可以对外委托的职责包括:包括为基础设施项目购买保险、制定落实运营策略、签署执行项目运营相关协议、收取项目租赁运营产生的收益、追缴欠款、执行日常运营服务、实施维修改造等。

运营企业、写字楼运营企业、仓储物流企业、酒店管理企业等)作为发起人来设立和发行公募 REITs 产品。

#### (四)我国公募 REITs 税收要件的配套改革

根据《指引》,试点的公募基础设施 REITs 将在《证券投资基金法》框架下以封闭式基金的方式展开运作。不同于以往饱受双重征税诟病的“类 REITs”私募架构,现行税法框架下,公募基金以及投资者能够适用比较完整的税收优惠规则。<sup>[31]</sup> 这是本次试点的公募基础设施 REITs 重要突破之一。

但目前我国税法中还缺少关于公募 REITs 税收要件的整体设计,包括资产重组、收购、持有运营、分配等各个环节所涉及的各种税项。而税收要件的完善是我国构建国际上的标准 REITs 的关键一步。理由如下:首先,如果仅有产品架构,而没有配套的税收要件,投资者可以享受税收优惠政策是有限的。例如,在目前多层级的产品架构下,REITs 投资者的最终回报率其实没有太大优势。其次,REITs 的组织法与税法之间有着密切的联动关系,各国税法规定的税收要件也会对 REITs 产品架构产生重大影响。

##### 1. 日本法和美国法的经验

美国在 1960 年建立 REITs 之初,就是从税收要件上着手的。美国《国内税法典》详细规定了 REITs 的税收要件。此后的发展历程,也基本上是围绕着税收要件来展开,通过修改税法来不断完善 REITs 的组织结构,如通过 1975 年和 1976 年的税法改革,从信托型向公司型进行扩张;通过 1986 年的税法改革,从外部管理型向内部管理型进行扩张。如今,美国公募 REITs 的主流已是“公司型+内部管理型”,仅从产品架构上看,这与上市的房地产公司之间,其实已经不存在太多区别,两者的主要区别主要存在于《国内税法典》的税收要件中。

此外,作为 REITs 领域的后发国家,日本在 2000 年第二次修改法律

---

[31] 例如,证券投资基金从证券市场中取得的收入,暂不征收企业所得税。投资者层面,对投资者从证券投资基金分配中取得的收入,暂不征收企业所得税。对于封闭式基金,个人申购、赎回基金份额取得差价收入,暂不征收个人所得税。对证券投资基金从上市公司分配取得的股息红利所得,扣缴义务人在代扣代缴个人所得税时,减按 50% 计算应纳税所得额。

引进 REITs 之时,就同步设计了产品架构和税收要件。具体而言,是在日本《租税特别措施法》中新增第 67 条之 15“有关投资法人课税的特例”的规定,给予了 REITs 税收优惠政策,以稳定的、较高的回报率吸引了大量投资者。这促成了 REITs 制度在日本的迅速发展,短短 20 年间就有 62 家公募 REITs 在东京证券交易所上市,日本 REITs 市场的规模也达到了全球前三位。

因此,要建立 REITs 制度,有必要借鉴国际上的经验,在完善产品架构的同时,一并设计以下方面的税收要件:(1)投资人数要件;(2)投资份额分散要件;(3)资产要件;(4)收入要件;(5)禁止支配要件;(6)分配要件等。

## 2.《指引》中公募基础设施 REITs 的税收要件

其实,证监会颁布的《指引》中就已经考虑到了税收要件的内容,并进行了初步规定。例如:

关于投资人数要件,根据《指引》第 24 条第 1 款第 2 项,基金募集期限届满,募集资金规模不足 2 亿元,或投资人少于 1000 人的,基金募集失败。这里对于投资人数不少于 1000 人的要求,可以视为投资人数要件。这一要求虽然远高于日本法(50 人以上)和美国法(100 人以上),但《指引》的要求仅适用于公募基金,而日本法或美国法的投资人数要件适用于该国的所有 REITs(包括私募 REITs)。

关于投资份额分散要件,与《征求意见稿》对比来看,《指引》修改了两项规则,可以认为是监管者对于投资份额分散要件的关注。一是《指引》第 18 条显著放宽了对原始权益人参与战略配售的要求,具体表现为:不再要求原始权益人单独认购不低于 20% 的基金发售份额,而是允许原始权益人或其同一控制下的关联方合计认购不低于 20% 的发售份额。二是《指引》第 19 条将基金网下发售比例不得低于公开发售数量 80% 的规定修改为不得低于 70%;如低于 70%,则基金募集失败。降低网下发售比例,意味着适度提高了公众投资者网上认购的比例。当然,这两项规则与日本法或美国法的投资份额分散要件相比,还存在较大区别,且仅是基金发售阶段的认购要求,并不包括基金运营阶段的分散要求。

关于资产要件,《指引》第 25 条和第 26 条规定,公募基金成立后,基



金管理人应当将 80% 以上基金资产投资于符合一定条件的基础设施资产支持证券;<sup>[32]</sup> 其余基金资产应当依法投资于利率债,AAA 级信用债,或货币市场工具。受《证券投资基金法》的限制,我国的公募基金无法直接投资房地产实体资产,这是在目前“公募基金 + 资产支持专项计划”的产品架构下,对于公募基金投资比例的具体要求。

关于收入要件,与日本法相同,《指引》并未对公募基金的收入来源作出具体要求。

关于禁止支配要件,《指引》不仅不对公募基金持有其他法人的股份比例设上限要求,还允许公募基金投资基础设施资产支持证券时可以豁免“双十限制”。<sup>[33]</sup> 该规则与日本法和美国法存在较大的不同,这是因为在“公募基金 + 资产支持专项计划”的产品架构下,公募基金要通过控制资产支持专项计划和项目公司等特殊目的载体取得基础设施项目完全所有权或经营权利,自然要持有符合一定条件的基础设施资产支持证券的全部份额。但如前所述,日本法和美国法设置禁止支配要件的目的是,确保 RETIs 不得通过控股其他法人来获利,而主要是通过商业地产等进行运营管理,以此来获得租金等利润。根据《指引》第 26 条的要求,除基础设施资产支持证券外,公募基金只能投资于利率债,AAA 级信用债,或货币市场工具,不能通过投资其他证券来获得收益,确保了其利润主要来源于运营基础设施项目的收益。从立法目的上来说,两者是一致的。

关于分配要件,《指引》第 30 条规定,公募基金应当将 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;公募基金的收益分配在符合分配条件的情况下每年不得少于 1 次。这既是我国封闭式

---

[32] 《指引》第 25 条规定了“符合一定条件”具体含义,即基金管理人应当将 80% 以上基金资产投资于与其存在实际控制关系或受同一控制人控制的管理人设立发行的基础设施资产支持证券全部份额,并通过特殊目的载体获得基础设施项目全部所有权或经营权利,拥有特殊目的载体及基础设施项目完全的控制权和处置权。

[33] 依据《公开募集证券投资基金运作管理办法》第 32 条第 1 项和第 2 项的规定,具体是指以下两项限制:(1)一只基金持有一家公司发行的证券,其市值不得超过基金资产净值的 10%;(2)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,不得超过该证券的 10%。

基金的收益分配要求,<sup>[34]</sup>也是国际上的标准 REITs 的分配要件。

由此可见,在目前试点的“公募基金 + 资产支持专项计划”产品架构下,投资份额分散要件、资产要件和禁止支配要件这三个要件,与日本法和美国法的规定还存在较大不同。未来,如果我国能够实现公募 REITs 产品架构的层级精简,可以配套修改以上三个要件,使其符合单一层级公募 REITs 产品的要求。

### 结语:关于完善路径的思考

综上所述,本文对于我国公募 REITs 产品架构的完善提出四点建议。无论是公募基金投资范围的扩大、公司型 REITs 的引进、管理模式的选择,还是税收要件的配套改革,最终都涉及《证券投资基金法》和税法的修订。不过,《证券投资基金法》和税法的立法层级较高,并且涉及多部门的联动协作,其修订并不可能一蹴而就,还需要实践经验的积累和反思探讨。有鉴于此,本文最后尝试提出一个具体的完善路径,不成熟之处有待批评指正。

1. 在本次公募基础设施 REITs 进行充分试点的基础上,以证监会颁布新的指引的方式,将公募 REITs 的基础资产扩展至基础设施以外的领域,如零售商场、写字楼、租赁住房、酒店和仓储物流等领域。这是各国公募 REITs 投资运营的主要领域。

2. 在合适的时机,证监会制定相应的法规,引进公司型基金进行试点,采用“公司型基金 + 资产支持专项计划”的产品架构运用于公募 REITs 领域。这是考虑到我国《证券投资基金法》第 153 条已为公司型基金的引入留下了一定的空间,<sup>[35]</sup>可以由证监会以试点的方式引进公司型基金,并制定符合公司型基金特点的配套规则。

3. 待时机成熟后,修改《证券投资基金法》,将公募基金的投资范围

---

[34] 参见《公开募集证券投资基金运作管理办法》第 37 条。

[35] 《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。”

扩大至房地产等资产,构建单一层级公募 REITs 产品架构。当事人可以选择采用信托型 REITs 或者公司型 REITs。

4. 配套修改税法,赋予公司型 REITs 与信托型 REITs 同等的税收优惠政策,避免双重征税。并且,从整体上设计 REITs 的税收要件及其税收优惠政策,包括 REITs 的资产重组、收购、持有运营、分配等各个环节所涉及的各种税项。

(编辑:何昕)