

## 公募 REITs 权益信息披露规则的 法理逻辑及制度构建\*

徐承志\*\* 王长辉\*\*\*

**摘要:**公募 REITs 参照上市公司收购中权益信息披露规则构建基金份额权益信息披露制度,可防范投资者突袭大额买入基金份额获取控制权对于 REITs 治理及其持有的基础设施项目运营产生不利影响。制度构建方面,应结合 REITs 持有人表决规则尝试放松信息披露要求,给予 REITs 投资交易以充分的灵活区间,促进市场流动性。违反规则的责任适用方面,需要关注法律责任条款的位阶效力及投票权限制规则的合法性问题。

**关键词:**权益信息披露 控制权 初始披露起点 表决权排除

2020年4月,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》拉开中国公募 REITs 序幕。根据证监会统一部署,上海证券交易所于2021年1

---

\* 本文仅代表作者个人观点,与所任职机构无关。

\*\* 上海财经大学法学院博士研究生,研究方向为民商法学。

\*\*\* 上海证券交易所员工。

月制定《公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》(以下简称《REITs 业务办法》),对 REITs 份额发售、上市、交易、收购、信息披露、退市和自律管理等全流程和关键节点进行规范。

其中,《REITs 业务办法》明确规定,REITs 份额变动的当事人拥有基金份额达到 10% 时以及后续增减 5% 份额时应进行信息披露。本文将分析 REITs 领域是否有必要建立这一制度,并结合 REITs 业务逻辑探讨信息披露安排及法律责任条款相关问题。

## 一、规则内容安排

《REITs 业务办法》第四章第三节“基础设施基金的收购及份额权益变动”之第 55 条规定,在证券交易所交易的 REITs,其份额权益信息披露起点为 10%,此后每增减 5% 作为披露频度;份额披露也配套“慢走规则”,在首次达到 10% 份额披露前不得买入,其后增减 5% 份额披露前及披露后 3 日内不得买入。此外,第四章第三节也规定未作规定的其他事项,当事人应当参照中国证监会《上市公司收购管理办法》、交易所《股票上市规则》以及其他关于上市公司收购及股份权益变动的规定履行相应的程序或者义务。

法律责任方面,《REITs 业务办法》第 55 条第 3 款规定,违规买入 REITs 份额的,在买入后的 36 个月内对超过规定比例部分的基金份额不行使表决权;第 59 条也规定交易所针对违规行为可采取警示、监管约谈、限期改正等自律监管措施。可见,REITs 收购及份额变动适用“信息披露 + 慢走停顿”规则,业务当事人应当履行相应的程序或者义务。<sup>[1]</sup>

---

[1] 参见上海证券交易所:《关于〈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)〉的起草说明》,载 [http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c\\_20200904\\_5212365.shtml](http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20200904_5212365.shtml),2021 年 3 月 23 日访问。

## 二、规则定位:规范目的考量

### (一) 权益信息披露规则的规范目的

REITs 份额权益信息披露参照了上市公司收购中的大额持股信息披露制度。大额持股信息披露制度又被称为“持股预警披露”(early warning disclosure system),是指投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的法定比例或达到此比例后,股份发生法定的增减变化时,必须依法披露。<sup>[2]</sup>这一制度已经为全球大多数国家和地区所采用的,如美国《1934 年证券交易法》第 13(d)条、日本《金融商品交易法》第 27 条之 23、韩国《资本市场法》第 147 条等;<sup>[3]</sup>也符合《二十国集团/经合组织公司治理原则》确认的保障投资者获知关于企业所有权结构、自身权利和其他所有者权利的信息的原则。<sup>[4]</sup>

根据我国《证券法》《上市公司收购管理办法》,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司已发行的有表决权股份达到 5%,即触发收购预警线,需进行信息披露。同时,持股信息披露还伴随着交易暂停,在期限内不得再行买卖股票,期限过后恢复交易。<sup>[5]</sup>

关于这一制度的起源、历史演进及国内引进和适用情况,已有众多学者进行了深入研究,本文不再赘述。本文重点关注这一制度的规范目的,分析 REITs 领域是否存在类似需要规范的情形。

就上市公司大额持股信息披露的规范目的,全国人民代表大会常务委员会法制工作委员会(以下简称人大法工委)《证券法释义》指出有三重目标:一是使监管部门了解信息,及时发现违法违规买卖股份行为;二是便于目标公司更新股东信息,及时作出应对;三是确保证券市

---

[2] 参见范健、王建文:《证券法》,法律出版社 2020 年版,第 181 页。

[3] 参见周友苏主编:《证券法新论》,法律出版社 2020 年版,第 280 页。

[4] See G20/OECD Principles of Corporate Governance (2015), [https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015\\_9789264236882-en](https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en), visited Mar. 23, 2021.

[5] 参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社 2013 年版,第 257 页。

场的信息公开,防止操纵证券市场,保护中小股东的利益。<sup>[6]</sup> 证监会法律部《〈证券法〉修订要义》指出,该制度可以起到以下作用:一是让目标公司股东注意到公司控制权发生变化的可能性,重新估计持有的股份价值的基础上做出投资者决策;二是可以确定收购人持有的股份是否触发强制要约收购义务;三是可以避免突发性收购对公司股东和管理层产生的负面影响,保护公司的稳定和持续经营发展;四是防范内幕交易和操纵市场,保护中小投资者的合法权益。<sup>[7]</sup>

人大法工委和证监会法律部编辑的书籍一定程度反映立法目的,成为理解立法意图的重要文件。两书都提到了确保持股信息公开,利于投资者基于充分的信息做出投资决策;也便于目标公司了解情况,避免突发性收购的负面影响。这一理解也符合国际上对于该项制度的规范目的界定。欧盟《透明度指令》(Transparency Directive)中明确表示,获得具有表决权的股东,自然人或法人实体,应将主要持股的收购或其他变化通知发行人,以便后者可以使公众了解情况,保持信息透明度。<sup>[8]</sup> 这种透明度可以防止蒙面突袭买入带来的危险,防止侵犯投资者利用公开信息公平交易证券的权利,也防止公司控制权突然变更给公司的持续发展和持续盈利能力带来的重大不确定性。<sup>[9]</sup>

## (二)传统证券投资基金无须份额权益信息披露

在传统证券投资基金领域,大额持有基金份额不会对于基金控制权以及基金份额公平交易产生影响,无须特别披露。虽然《证券投资基金法》规定基金持有人有权通过召开持有人大会更换管理人和托管人,但由于基金份额持有人数量多、地处分散、持有基金数量不一的特

[6] 参见王瑞贺主编:《中华人民共和国证券法释义》,法律出版社2020年版,第114页。

[7] 参见程合红主编:《〈证券法〉修订要义》,人民出版社2020年版,第126页。

[8] Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv;OJ.L\\_.2004.390.01.0038.01.ENG](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv;OJ.L_.2004.390.01.0038.01.ENG), Visited Mar. 23, 2021.

[9] 参见《证券期货法律适用意见第1号——〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第十二条“实际控制人没有发生变更”的理解和适用》(证监法律字[2007]15号,2007年11月25日起施行),载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzsyd/ssgs/scgkfx/scxx/201410/t20141008\\_261327.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzsyd/ssgs/scgkfx/scxx/201410/t20141008_261327.htm), 2021年3月23日访问。

点,参与基金治理的积极性存在差异,<sup>[10]</sup>基金份额持有人大会召集的难度大、成本高。<sup>[11]</sup>在大多数情况下,理性的寻求自我利益的基金投资者不会为实现集体利益采取行动,而是基于“理性冷漠”和“搭便车”心理,<sup>[12]</sup>用脚投票进行选择是否购买或卖出相应基金,不会尝试基于持有基金份额而控制基金影响基金的投资运作。

此外,传统证券投资基金单位价值有赖于配置的基础证券价值,大额份额买入并不会影响基金单位净值价格。不会出现因为大额交易造成的证券投资基金份额价格波动,不影响其他投资者利益,在交易公平方面无须进行具体大额投资者的基金份额权益信息披露。

### (三) REITs 份额权益信息披露的现实意义

#### 1. 基础设施项目运营稳定的需要

REITs 份额权益信息披露的根源在于份额信息向市场公开,有利于防范潜在的突袭买入而影响 REITs 及对应基础设施项目的运营稳定。证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称《REITs 指引》)规定,REITs 拥有基础设施项目完全的控制权和处置权。REITs 份额持有人会议可以表决调整投资策略、更换基础设施项目的外聘外部管理人,甚至更换基金管理人。因此,投资人收购足够比例的 REITs 份额之后,可以通过持有人大会间接参与 REITs 管理,对于基础设施项目运营产生影响。因此,持有更多的 REITs 份额就意味着对于基础设施项目更大的控制力。在仓储物流、数据中心等行业,基础设施项目的布局对企业的业务运营和发展战略具有较大影响。投资人可通过 REITs 份额的买入进而控制基础设施项目,影响竞争对手的业务安排。在基础设施项目通过 REITs 上市之后,可能基于项目的争夺而发起 REITs 份额的争夺。REITs 份额权益信息披露对于 REITs 及其对应基础设施项目的控制权博弈和商业公平具有重要意义。

---

[10] 参见李飞主编:《中华人民共和国证券投资基金法释义》,法律出版社 2013 年版,第 173 页。

[11] 参见黄炜、王林主编:《新基金法学习辅导读本》,中国财政经济出版社 2013 年版,第 177 页。

[12] 参见钟涓莹:《我国公募基金持有人决策行为分析》,载《中国集体经济》2015 年第 4 期。

此外,REITs 收益主要是来源于基础设施项目的运营及增值收入。如果基础设施项目运营主体变更,会对底层现金流产生影响。许多基础设施项目关系国计民生,其运营的稳定至关重要。国家发改委《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》明确规定,要促进基础设施项目持续健康平稳运营,保障公共利益。可见,从业务平稳起步以及公众利益考虑,确有必要防止 REITs 份额突袭式收购对于 REITs 治理以及对应基础设施项目运营产生的不利影响。

当然,与上市公司收购促进控制权流转带来的激励效应类似,REITs 控制权的变化也有利于推动 REITs 管理人对于基金和基础设施项目的尽职履责和投资管理。作为权益信息披露规则鼻祖的《威廉姆斯法》“极度小心”地避免监管规则向有利于管理层或者从事收购的出价人倾斜。<sup>[13]</sup> 同理,REITs 份额信息披露不应维护实控人对 REITs 的长期控制,而要促进收购方的信息公开,确保份额收购的透明度,以遵循信息披露制度之中立性立场。<sup>[14]</sup>

## 2. REITs 份额公平交易的需要

REITs 份额价格依赖于所投资基础设施项目的商业价值和运营情况,其投资标的较为集中,非标准化资产价格随着市场环境而处于变化之中。REITs 份额大额买卖信息包蕴含着对于基金及其对应基础设施项目价值的判断,应予以公开确保市场交易的公平性,使其他投资者决定是否参与以及以怎样合理的价格参与交易。

同时也应注意到,REITs 有着明确的基础资产,其经营活动和股利发放受到严格的制度约束,这些刚性的要求明确其价值取决于未来股利对对应现金流的折现,减小了价格的不确定性和信息不对称程度,不利

---

[13] 参见[美]路易斯·罗斯、[美]乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第445页。

[14] 参见[美]莱瑞·D.索德奎斯特:《美国证券法解读》,胡轩之、张云辉译,法律出版社2004年版,第226页。

于进行炒作从而形成泡沫。<sup>[15]</sup> 以 5 年为投资周期,亚洲市场上,日本、中国香港地区 REITs 的波动率低于股票市场的波动率,新加坡 REITs 的波动率与股票市场接近。<sup>[16]</sup> 因此,REITs 价格受大额份额交易的影响更小,交易公平性及价格稳定性是份额权益信息披露的一个考虑,但不是制度安排需要解决的主要问题。

### 三、规则审视:REITs 份额信息披露的成本问题

信息披露需要付出相应的成本。直接的后果是披露信息过多造成的信息干扰不利于投资者对于关键信息的筛选;另外,到达一定比例要求进行信息披露和交易暂停也约束了二级市场交易的灵活性;再者,份额信息的披露会引发市场关注,抬升价格,增加收购方的收购成本,不利于收购市场的活跃。

#### (一) 信息干扰

信息披露规则过严可能造成市场上触发权益信息披露的情形过多出现,将本不具有重大影响的权益信息进行披露,淹没了更大比例持股比例的披露信息,冲淡了投资者的关注度,影响到权益信息披露制度的效果。

正如我国香港金融发展局在改革信息披露规则的咨询文件所言,规定投资者根据确定的持仓水平披露权益,原意是要提高市场透明度,但碍于权益披露的复杂性,对投资大众来说有关披露实际上未必能达到规定原意。<sup>[17]</sup>

#### (二) 约束交易

持仓信息披露会导致经过艰苦调研、精心设计的投资计划与策略

---

[15] 参见《中国公募 REITs 发展研究——投资者的视角》,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六,载 <https://www.gsm.pku.edu.cn/12626262.pdf>,2021 年 3 月 23 日访问。

[16] 同前注[15]。

[17] *Disclosure of Interests Regime in Hong Kong (Summary)*, FSDC Paper No. 12, [https://www.fsd.org.hk/sites/default/files/DOI%20Summary%28E%26C%29-7%20Jan%202015%28final%20ver%29\\_0.pdf](https://www.fsd.org.hk/sites/default/files/DOI%20Summary%28E%26C%29-7%20Jan%202015%28final%20ver%29_0.pdf), visited Mar, 23, 2021.

公之于众,被他人“搭便车”。<sup>[18]</sup> 机构投资者倾向于运用各种方式来规避披露。<sup>[19]</sup> 权益信息披露的起始比例可能会成为众多投资者设定投资阈值,不少投资者都决定投资限于规则所订的披露界限以下。<sup>[20]</sup>

根据彭博数据库统计,新加坡 REITs 近 3 年仅实际控制人持仓超过 20%,其余投资人投资占比均不高,每只 REITs 基本只有 3~4 个投资者持仓超过 5%。市场中多数投资者为了避免报告义务都保持在初始信息披露界限(5%)以内进行投资交易。欧盟市场上,许多机构投资者也选择将它们的权益持有比例控制在披露临界点之下,既是为了节约披露成本,更是为了避免可能导致的法律责任与公众诉讼风险。<sup>[21]</sup>

### (三) 加大收购难度

收购将效率低的管理者替换成更有效率的管理者。<sup>[22]</sup> 作为一种收购预警和监管制度,大额披露要求本身就具有反收购的效果,<sup>[23]</sup> 包括慢走规则在内的收购制度设计,实质上并不鼓励二级市场增持收购,偏重于保护现有大股东及管理层的利益,在一定程度上不利于控制权市场的有序发展及保护全体股东的权益。<sup>[24]</sup> REITs 的潜在收购方会因为大额权益信息披露及持续增持的信息披露而暴露收购目标。市场在逐渐接收到份额积累的披露信息后会愈加强化这一预期。投资者对于 REITs 份额价值会有更多期待,进而推高价格,形成全市场与收购方的价格博弈。这会提高收购方的收购成本和难度。资本市场并购的资源配置功能受到限制,这反过来又可能给中小投资者的长远利益带来

---

[18] 参见张子学:《完善我国大额持股披露制度的若干问题》,载徐明主编:《证券法苑》(第 5 卷),法律出版社 2011 年版。

[19] 参见王超:《中国持股权益披露制度:法律移植与比较研究》,载《投资者》2019 年第 1 期。

[20] Disclosure of Interests Regime in Hong Kong (Summary), FSDC Paper No. 12, [https://www.fsd.org.hk/sites/default/files/DOI%20Summary%28E%26C%29-7%20Jan%202015%28final%20ver%29\\_0.pdf](https://www.fsd.org.hk/sites/default/files/DOI%20Summary%28E%26C%29-7%20Jan%202015%28final%20ver%29_0.pdf), visited Mar. 23, 2021.

[21] 同前注[18]。

[22] 同前注[13]。

[23] 参见胡赞頔:《大额持股披露规则对敌意收购监管的影响研究》,载《中国证券期货》2020 年第 2 期。

[24] 参见项剑、从怀挺、陈希:《股东权益变动规则重构——以控制意图和冷却期为核心》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第 20 卷),法律出版社 2017 年版。



负面影响。

有的学者认为,预警披露义务点的确定实质上是在保护投资者与鼓励收购行为之间的权衡。<sup>[25]</sup> 这一观点似乎将促进收购与保护投资者利益放在了对立面。控制权市场的成功运作有利于资源的优化配置,管理效率同证券价格之间存在一种强烈的正相关关系。<sup>[26]</sup> 如果过于严苛的披露和慢走规则限制了收购市场的可能性,使实控人躺在控制权上“睡觉”,影响证券价值,可能到最后也是对于投资者利益的损害。愈加严格的披露规则不一定是对投资者的保护,促进收购也不是与投资者利益相对立的。不同披露界限的设定影响着信息披露制度功能的实现。<sup>[27]</sup>

#### 四、规则构建:信息披露宽严尺度问题

权益信息披露在保障制度目标的同时限制了交易的灵活性,以及约束了并购市场的活跃度。如何平衡好制度目标和制度成本,需要关注持有人在权益比例达到多少时应当进行披露,以及达到初始披露后权益变动达到多少时应当进行权益变动披露。

2020年9月,上海证券交易所就《REITs业务办法(征求意见稿)》向市场征求意见,效仿股票权益信息披露以5%作为REITs初始披露起点,与新加坡市场的规定一致,<sup>[28]</sup>并规定达到初始披露起点之后,以

[25] 参见王化成、陈晋平:《上市公司收购的信息披露——披露哲学、监管思路和制度缺陷》,载《管理世界》(月刊)2002年第11期。

[26] 参见肖崇俊:《〈威廉姆斯法案〉对公司收购中立立场的确立——基于美国国会档案袋额立法史考察》,载《华东政法大学学报》2016年第3期。

[27] 参见周友苏主编:《证券法新论》,法律出版社2020年版,第290页。

[28] 公开交易的REITs需要遵守新加坡的《证券与期货法》(Securities and Futures Act)、新加坡金融管理局发布的《集合投资计划守则》(Code on Collective Investment Schemes)以及新加坡证券交易所的上市规则。《证券与期货法》中对重要单位信托持有者的信息披露作出了规定。重要单位信托持有者指集合投资计划或商业信托中,在各投票单位中的总投票权不少于5%的参与者。《证券与期货法》137U中规定,REITs的重要单位信托持有人应将其所有权情况以书面形式通知管理人,若所有权情况发生变化,应在2个工作日内以书面形式通知管理人。

5% 增减作为界线进行信息披露和披露后 3 日内暂停交易,没有要求每 1% 增减披露,相对于股票权益披露要求有所放松。但征求意见稿将 5% 作为初始披露起点设定过严,会限制投资者的 REITs 份额持仓,不利于吸引机构投资者参与市场,也不利于市场交易的活跃度,2021 年 1 月正式颁布规则中将 5% 的初始披露起点提升到了 10%。

### (一) 业务试点初期应促进 REITs 份额投资交易

REITs 份额充分的投资交易才能实现基础设施项目的流转功能;为基础设施项目作出公允的市场化定价。国内基础设施 REITs 目前处在试点阶段,尚未培养出丰富的投资者群体,试点初期可能会存在投资交易不足的问题。

根据统计,亚洲市场上日本 REITs 的流动性与股票市场流动性差距较大,我国香港地区 REITs 市场流动性也低于股票市场。<sup>[29]</sup> 如前所述,过严的份额信息披露要求会限制对于 REITs 的投资交易,应考虑提高初始份额信息披露起点,给予投资者更多的投资自由区间。

### (二) 放松初始披露起点潜在不利影响评估

放松初始权益信息披露的起点要求会减少收购难度,促进 REITs 收购,需要关注对于 REITs 控制权及其对应基础设施项目的运营稳定的影响。基于业务及规则分析,本文认为,原始权益人对于 REITs 及其对应基础设施项目具有牢固的控制权。放松 REITs 份额权益信息披露的初始界线要求不会产生重大不利影响。

#### 1. 原始权益人的强势控制权

虽然我国第一批公募 REITs 试点项目尚未落地,但基于原始权益人的份额比例及业务逻辑分析,原始权益人在 REITs 治理中将保持强势控制权。

在份额比例方面,《REITs 业务办法》规定,基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于本次基金份额发售数量的 20%,其中基金份额发售总量的 20% 持有期限自上市之日起不少于 60 个月。可见,原始权益人至少持有 20% 以上的份额 5 年以上。

---

[29] 同前注[15]。

在治理结构方面,原始权益人倾向于通过委托外部管理机构对项目运营进行控制。按照《REITs 指引》第 38 条、第 39 条的规定,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,也可以委托外部管理机构负责。基于业务逻辑分析,委托外部管理机构模式会成为主流。

其一是效率方面的考虑。REITs 价值依赖于管理方对不动产资产的专业管理与合理投资决策。<sup>[30]</sup> 我国现有公募基金管理人缺乏对于基础设施物业运营管理经验,内设子公司管理的人财物要求较高,难以在短期内形成合适的、具有专业化水平的管理团队;而存量基础设施项目已经具备持续运营的团队,通过委托现有运营团队作为管理机构便捷高效。<sup>[31]</sup> 其二是原始权益人有诉求。原始权益人将基础设施项目进行 REITs 运作之后,仍然持有 20% 以上份额,希望继续对于基础设施项目保持影响力或控制力,以使基础设施项目服务于企业业务布局。可见,原始权益人有较大动机要求安排其关联团队或者有密切商业合作的团队作为外部管理机构管理基础设施项目,实现对于项目的影响或控制。

从境外经验来看,新加坡及我国香港地区 REITs 的管理机构一般由发起人独资或发起人与专业资产管理公司合资设立,与发起人具有很强的联系。香港 REITs 发起人主要为大型地产集团,通过成立全资机构作为 REITs 的外部管理者。发起者不但控制着 REITs 的管理公司,而且也是所发起 REITs 的第一大股东,对 REITs 的决策、日常管理都有着绝对的控制权。<sup>[32]</sup> 因此,境内 REITs 治理中原始权益人也将采取高比例投资份额加上安排外部管理机构参与项目运营的方式保持对于 REITs 及对应基础设施项目的控制权。

## 2. 挑战原始权益人控制权的份额比例需达到 16.66%

投资者如果作为并购方意欲实现对于 REITs 的并购控制或者对于

---

[30] 参见《中国公募 REITs 管理模式研究》,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五,载 <https://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/7890.pdf>,2021 年 3 月 23 日访问。

[31] 同上。

[32] 同上。

REITs 对应基础设施项目的控制,需要积累 16.66% 以上的 REITs 份额,进而在持有人大会中形成决议更换基金管理人或基础设施项目的管理机构。

《证券投资基金法》第 86 条规定,基金份额持有人大会应当有代表 1/2 以上基金份额的持有人参加,方可召开。但也规定参加基金份额持有人大会的持有人的基金份额低于 1/2 无法召开的,可以就原定审议事项重新召集基金份额持有人大会,重新召集的基金份额持有人大会应当有代表 1/3 以上基金份额的持有人参加即可召开,避免因为参会份额不够而无法召开的局面。<sup>[33]</sup> 在委托外部管理机构管理 REITs 对应基础设施项目的模式下,更换外部管理机构的投票权比例为参加会议的表决权 1/2 以上,<sup>[34]</sup> 召开会议的最低份额比例要求为 1/3(二次召集)。可见,假设仅有 1/3 的份额参加会议,大额持有人最低必须持有 16.66% 以上份额才能更换外部管理人,进而影响甚至控制 REITs 对应项目的运营。在内设子公司管理的模式下,如果需要更换项目管理的主体则可以通过转变项目管理模式来实现,改内设子公司管理模式为外聘外部公司来管理。这种改变不属于《证券投资基金法》规定的需要 2/3 参会表决权比例通过的特殊事项,也只需要过半数通过即可,最低份额比例要求仍然为 16.66%。

可见,在 REITs 项目运营管理权博弈中,围绕项目管理机构选择和更换必须达到 16.66% 的份额才能产生实质影响。如果希望通过更换 REITs 基金管理人来影响 REITs 的治理及项目的运营,则比例更是需要达到参会比例的 2/3,则需要达到 22.22% 以上。因此,在 5% 初始信息披露起点的基础上适当放松披露起点要求,给予投资者更大的免于权益信息披露的交易灵活度区间,不会对于 REITs 治理及基础设施项目稳健运营产生不利影响。

### (三)调整思路

权益变动披露并非越严越好,也并非越透明越好,而是应当平衡收

---

[33] 同前注[10]。

[34] 《REITs 指引》第 32 条规定,基金合同约定之外需要解聘外部管理机构的,应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的 1/2 以上表决通过。

购中各方利益,围绕收购中最为关键的控制权变更或者潜在控制权变更可能性等,对市场影响最大的核心因素进行规范。<sup>[35]</sup> 5% 的权益比例在上市公司治理和 REITs 治理中的决策影响力不同。我国公司法没有要求参与股东大会投票的最低股份比例要求,存在低比例股份数参加股东大会然后由超过半数或者 2/3 比例参会份额投票通过公司治理决议的可能。因而,一定比例持股积聚也可能对于公司治理产生较大影响力,需要尽早进行信息披露,把 5% 作为法定报告义务的初始临界点,就是认为持股达到这个比例,就构成了取得控制权的嫌疑,<sup>[36]</sup> 具有一定的合理性。而在 REITs 市场中,基于现有规则安排,投资者份额比例低于 16.66% 不会冲击到实控方对于 REITs 治理和基础设施项目的控制力。

在此基础上,结合 REITs 试点初期活跃投资交易需求,正式颁布的《REITs 业务办法》适当放松原征求意见稿 5% 初始权益信息披露的起点至 10%,具有合理性。国际和国内市场上,以 10% 作为初始披露界限在加拿大和我国香港地区已有实践。<sup>[37]</sup> 根据彭博数据库统计,新加坡 REITs 份额 5% ~ 10% 的投资者较少,超过 10% 比例的极少;香港市场中领展 REITs 市场化的投资者持有占比均在 10% 以下。以 10% 作为份额权益披露的起点可以为绝大多数不谋求并购的投资者预留充足的交易灵活空间,投资者可以在未触及控制权的幅度内(10%)进行便利的投资与交易。同时,10% 的比例离产生实质影响力的 16.66% 尚有较大距离,更远低于原始权益人 20% 的最低份额比例值。10% 的初始披露要求加上 5% 的增持披露且交易暂缓(“慢走”)给实控方预留了充足的应对区间和应对时间,实控方依然具有维持控制力的领先身位,也符合 REITs 试点期间保证基础设施项目稳健运营的制度目标。

---

[35] 同前注[24]。

[36] 参见朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社 2019 年版,第 322 页。

[37] 参见李东方主编:《证券法学》,北京大学出版社 2017 年版,第 139 页。

## 五、制度保障:法律责任的适用问题

《REITs 业务办法》在基础设施 REITs 份额交易中引入《证券法》第五章“上市公司收购”中的权益信息披露制度,具有充分的依据和必要性。但是,审视 REITs 份额权益信息披露的法律责任安排,可能面临着保障不足的困境。

### (一) 无法适用《证券法》及《上市公司收购管理办法》中的行政责任

针对权益信息披露制度,《证券法》(2019 年修订)最大的改革之处是将 5% 的披露区间降为 1%,增加了表决权排除处罚措施,且大幅提高了罚款水平。<sup>[38]</sup>《证券法》第 196 条规定可以针对违反义务的收购人 50 万元以上 500 万元以下的罚款。《上市公司管理办法》第 75 条规定证监会可以责令改正,采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。

但上述行政责任法律规则不能适用在 REITs 份额交易领域,也无法用来惩处违反 REITs 份额交易中违反份额权益信息披露规则的投资者。《证券法》第 2 条第 2 款规定,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。政府债券、证券投资基金份额在证券交易所上市交易的,在交易方式、信息披露、投资者保护等方面与上市交易的股票、公司债券等证券差别不大,适用《证券法》关于证券上市交易的相关规定。<sup>[39]</sup> REITs 作为特殊的证券投资基金,其份额的上市交易适用证券上市交易部分规则,具体应指向证券法第三章“证券交易”的相关规则及对应责任体系。因而,REITs 份额上市交易的规则不直接适用证券法第五章“上市公司收购”相关规则及责任规定。此外,《REITs 业务办法》第 54 条规定,基础设施基金的收购及份额权益变动活动,参照中国证监会《上市公司收购管理办

[38] 参见黄辉、王超:《上市公司权益披露制度:实证研究与政策建议》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2020 年卷),中国法制出版社 2020 年版。

[39] 参见王瑞贺主编:《中华人民共和国证券法释义》,法律出版社 2020 年版,第 9 页。

法》、交易所《股票上市规则》以及其他关于上市公司收购及股份权益变动的规定履行相应的程序或者义务。该条款也没有规定责任适用指向《上市公司收购管理办法》。因此,REITs 份额交易虽然在权益变动和收购方面借鉴了证券法第五章及《上市公司收购管理办法》的信息披露义务,但因为产品属性(证券投资基金)只限于适用《证券法》证券交易一般规定条款,在责任体系上无法承接《证券法》和《上市公司收购管理办法》中关于违反上市公司权益信息披露义务而产生的责任安排。

虽然《REITs 业务办法》规定交易所可以针对违反规则的投资者采取一般自律监管措施和纪律处分,但考虑到交易所自律监管措施主要包括谈话提醒、到期更正等方面内容,<sup>[40]</sup>缺乏直接的罚款等行政处罚措施,其法律位阶不足,实质上的责任约束有限,可能无法对于潜在的意欲违规操作的投资者足够威慑,进而影响到规则实效。

《证券法》修订之前,大额持股披露制度的执行难如人意,重要的原因在于,当时大额持股的法律规制不健全,缺乏有力且具有针对性的惩处手段。<sup>[41]</sup>学界也普遍提倡法律责任的补充与强化<sup>[42]</sup>,提出针对投资者的违规行为,需要多重法律责任安排维护大额持股信息披露制度的严肃性与威慑性。<sup>[43]</sup>类似问题也将是 REITs 权益信息披露的一大挑战。REITs 对应《证券投资基金法》《REITs 指引》没有权益信息披露制度的安排,因而没有相应法律责任体系的规定。《证券法》围绕着上市公司收购建立起来的权益信息披露规则体系和法律责任体系又不能直接予以适用到本产品业务中。造成的结果是,上位法找不到责任依据,其他法不能直接适用,只能依靠低位阶交易所规则的责任安排进

---

[40] 主要包括警示、谈话;要求限期改正;要求公开更正、澄清或说明;要求聘请其他机构进行核查并发表意见;要求限期参加培训或考试;要求回购基金份额或者基础设施项目权益;要求公开致歉;建议更换相关任职人员;向相关主管部门出具监管建议函等。

[41] 参见李振涛:《我国上市公司大额持股变动的法律责任探析》,载《法律适用》2016年第1期。

[42] 参见伍坚:《论我国大额持股披露制度的完善》,载《法学》2018年第5期。

[43] 参见罗财富:《上市公司投资者违规大额持股的法律规制》,载《山东行政学院学报》2019年第1期。

行责任适用,其规则威慑力和处罚效果存在不足。

## (二)36个月投票权限制规则的合法性疑虑

《REITs 业务办法》第 55 条第 3 款规定了违反份额权益信息披露制度买入 REITs 份额的投票权限制,在买入后的 36 个月内对该超过规定比例部分的基金份额不行使表决权。这一安排借鉴了《证券法》第 36 条第 4 款股票份额信息披露法律责任方面的规定,旨在源头上约束突袭买入的投资者,使之失去利用投票权控制公司的机会,以彻底粉碎了收购人利用违规收购造成控制上市公司的既成事实的非法企图。<sup>[44]</sup> 如果得以顺利实施,这一规定在 REITs 中也可以产生相应的效果,阻却潜在的突袭并购方。

但《REITs 业务办法》这一规定的投票权限制,与《证券投资基金法》规定的份额持有人享有投票权的规定不一致。投资者如果突袭买入之后要求行使表决权,该条规定的法律依据可能不足。《REITs 业务办法》似乎希望通过私法自治的路径来解决这一困境。第 55 条第 3 款规定,基金合同中应当约定,投资者及其一致行动人同意在拥有基金份额时即视为承诺遵守表决权限制的条款,强调基于“基金合同约定”,试图通过基金合同事先约定,投资者交易 REITs 份额就是同意这一约定而自愿受到因违反份额信息披露规则而 36 个月限制投票的约束。

基金合同中这一条款限制了投资者的权利,而且没有法律依据,可能涉嫌“排除法定权利”而被认定为无效。《证券投资者基金法释义》强调了基金合同需要在法律框架能约定相关事项:基金管理人、基金托管人和基金份额持有人的权利义务,应当依照本法在基金合同中约定。但应当注意是,基金合同约定的事项,不得违反国家法律的规定。如法律赋予基金份额持有人可以依法自行召集持有人大会的权利,基金合同不得予以剥夺。<sup>[45]</sup> 同理,法律赋予基金份额持有人投票行使表决权的权利,基金合同是否可以通过约定予以排除。

在 2019 年《证券法》修改之前,法律没有明确限制违法买入股票的投票权的背景下,股票权益信息披露的法律责任落实过程中也遇到

[44] 参见郭锋等:《证券法律制度精义与条文评注》,中国法制出版社 2020 年版,第 341 页。

[45] 同前注[10],第 8 页。



过同类问题。有些上市公司试图通过章程“私法自治”约定来排除违法买入的股份的股东权益。这条模式在股票市场已经被验证为无效。证监会曾明确表示,上市公司章程中涉及公司控制权条款的约定需遵循法律、行政法规的规定,不得利用反收购条款限制股东权利。<sup>[46]</sup>在成都路桥案以及康达尔案件中法院也认为公司章程对股东权利限制无效。<sup>[47]</sup>同理,《证券投资基金法》赋予份额持有人的投票权是法定、固有权利,基金合同应当符合法律规定,应在法理规定的范围内进行约定,不能对其固有权利进行限制和剥夺。投票权不属于私法自治的范围,不能通过基金合同或者持有人会议形成决议予以限制或者剥夺。如果《REITs 业务办法》这一条款针对违规买入投资者的投票权限制被排除了,那么,整个制度的约束就更为减弱,仅凭借自律监管措施和纪律处分自律规则能否阻止投资者的违规突袭买入,需要关注。

## 结 语

REITs 领域参考借鉴上市公司股份权益信息披露制度构建 REITs 份额权益变动的信息披露制度,在维护 REITs 以及对应基础设施项目运营稳定方面具有充分的必要性。规则设定要充分考虑到 REITs 业务试点初期亟须吸引投资者,提升流动性的需求,在确保控制权稳定前提下放松信息披露要求,提高初始披露的份额界线,给予投资者以充分的灵活交易区间。

规则对应的法律责任方面,基于交易所业务规则构建责任体系的位阶较低,惩处手段有限,对于潜在的违规突袭并购投资者缺乏有效的

---

[46] 中国证监会新闻发言人张晓军 2016 年 8 月 26 日表示,上市公司不得利用反收购条款限制股东的合法权利。根据《证券法》《公司法》《上市公司收购管理办法》的规定,上市公司章程中涉及公司控制权条款的约定需遵循法律、行政法规的规定,不得利用反收购条款限制股东的合法权利。证监会依法监管上市公司收购及相关股份权益变动活动,发现违法违规的,将依法采取监管措施。

[47] 参见胡萍:《论超比例违规增持行为人的民事责任承担》,载《新疆财经大学学报》2020 年第 3 期。

威慑力。《REITs 业务办法》确定的违规买入份额 36 个月投票权限制规则在法律效力上也存在疑义,需要关注如何在《证券投资基金法》等法律框架内进行投票权限制安排。

(编辑:陈长青)