

试点公募 REITs 的规则适配困境 及其出路

陈思含*

摘要:试点公募 REITs 以公募基金为法律性质,以更有效地盘活基础设施资产为制度目标,二者的叠加使公募 REITs 的制度设计思路不得不遵循穿透式监管理念,在援引公募基金法律制度的基础上借鉴上市公司监管规则,并由此形成了制度设计思路的嵌套。然而,前述嵌套致使公募 REITs 存在治理结构、信息披露、责任追究方面的规则适配困境。为此,建议以基金管理人、机构投资者与大额基金份额持有人三类主体为治理结构设计的关键;明确原始权益人和外部管理机构的信息披露主体地位。在市场成熟时,应允许公募 REITs 回归传统公募基金结构并在募足资金后实施组合投资。

关键词:公募 REITs 基金法 基金治理
信息披露

2020 年基础设施公募 REITs (以下简称公募 REITs) 试点以来,各项机制总体运行平稳,市场反应良好。与此同时,公募 REITs 规则适配困境也引

* 清华大学法学院硕士研究生。

起了市场关注。一方面,公募 REITs 的性质定位于《证券投资基金法》(以下简称《基金法》)下的公募基金。中国证监会在《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称《指引》)第 1 条、第 2 条开宗明义地指出,公募 REITs 作为公募基金产品,其设立、运作等活动的法律依据为《证券法》和《基金法》。短期来看,公募 REITs 改变其法律性质的可能性很小。^[1] 另一方面,公募 REITs 的制度目标是帮助本只能通过私募基金渠道融资的基础设施资产实现面向公众的直接融资,这使公募 REITs 呈现出了“资产的 IPO”的实质。^[2] 法律性质和制度目标的叠加令公募 REITs 的制度设计不得不遵循穿透式监管理念,在公募基金法律制度的基础上借鉴公司治理、信息披露等上市公司监管规则,形成了制度设计思路的“嵌套”。这种嵌套难以完全适配公募 REITs,并导致公募 REITs 在治理结构、信息披露、责任追究方面存在有待进一步破解的难题。

本文拟以制度设计思路的嵌套为切入点,检视公募 REITs 在实践中面临的制度适配困境,并尝试从法律视角提出解决方案,化解公募 REITs 制度的适配困境及其潜在风险。

一、公募 REITs 规则适配难题

一般认为,传统公募基金的三大特征为专业理财、集合投资和分散风险,即公募基金能合法公开地吸收公众资金,通过专家管理避免盲目

[1] 参见徐昭:《专家建议成立不动产投资基金自律监管组织 监管层正在研究推进》,载中证网,https://www.cs.com.cn/xwzx/201805/t20180507_5793860.html,2022年8月30日访问。

[2] 市场和学界已注意到公募 REITs 的实质,在探讨试点公募 REITs 的问题及对策时,有观点直接将公募 REITs 称为“资产的 IPO”,亦有观点以 IPO 视角探讨公募 REITs 顶层设计的完善路径。参见王鸣晗、张帆、谭娅:《不动产投资信托基金的治理、定价与投资:研究前沿与展望》,载《江西社会科学》2021年第11期;郭杰群、张立:《我国基础设施 REITs 发展路径再探——结合海外实践经验分析》,载财新网,<https://guojiequn.blog.caixin.com/archives/245807>,2022年2月28日访问。

投资带来的失败,并通过投资组合分散风险。^[3] 对应前述三大特征,《基金法》除了在第 71 条就组合投资作出强制性规定之外,就专业理财专章设计公募基金治理结构,就集合投资专章设计信息披露规则,并通过转引《证券法》规则实现对信息披露主体的有效追责。^[4] 但是,制度设计思路的嵌套导致公募 REITs 在治理结构、信息披露和责任追究三大方面存在诸多规则适配难题。以盘活基础设施资产为目标的功能属性是前述难题的根源。

(一) 治理结构设计的困境

如何设计完善的治理结构是经久不衰的《基金法》议题,也是公募 REITs 制度设计的关键。传统公募基金治理结构的核心问题是如何实现基金份额持有人(投资者)、基金管理人、基金托管人等法律主体之间权利义务的平衡。针对该问题,现行《基金法》以信托法律关系为基础设计了公募基金的治理结构。但正如下文所述,在试点公募 REITs 实践中,并非《基金法》规范对象的原始权益人成为治理的关键主体,如何应对该主体带来的诸多潜在问题成为各方关切。因此,在公募 REITs 中,虽然基金管理人与投资者间的代理关系也值得关注,本文仍将主要探讨与原始权益人治理相关的规则设计。

公募 REITs 牵涉投资者、原始权益人、基金管理人、外部管理机构等多方主体,为应对复杂制度设计可能带来的治理问题,《指引》借鉴上市公司监管的思路,对《基金法》下的传统公募基金治理结构进行了诸多创新。具体而言,《指引》对标上市公司治理中的三类关键主体——控制股东、董事会和股东大会,完善了公募 REITs 治理中的原始权益人、基金管理人和持有人大会相关制度:

1. 传统公募基金下,投资者分散投资,单一投资者通常不持有高比

[3] 参见中国证券业协会编:《证券投资基金》,中国金融出版社 2012 年版,第 2~3 页;吴万华、韩小亮编:《资产管理操作实务与图解》,法律出版社 2017 年版,第 250 页。

[4] 《基金法》第 145 条第 1 款规定:“违反本法规定,给基金财产、基金份额持有人或者投资人造成损害的,依法承担赔偿责任。”前述“依法”意味着该条款并非请求权基础,投资者只能依据《基金法》第 2 条第 2 个分句的规定,“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”,适用《证券法》的规定追究虚假陈述的民事赔偿责任。

例基金份额。但是,《指引》借鉴上市公司监管规则的思路,针对原始权益人设计了独特的激励机制和约束机制,原始权益人由此对基础设施资产有较强控制力,在基金治理中的地位趋近于上市公司治理中的控股股东。^[5] (1)在激励机制方面,《指引》要求原始权益人将基础设施资产的所有权或经营权转移给公募 REITs,这导致原始权益人在是否申报优质资产上易抱有谨慎心态。为解决该问题,试点公募 REITs 允许原始权益人延续对优质资产的控制权。实践中出现了原始权益人持有 51% 基金份额实现并表控制的资本结构,实现了对原始权益人的有效激励。^[6] (2)在约束机制方面,《指引》要求原始权益人进行利益绑定。与《基金法》未就基金投资比例进行规范不同,《指引》第 18 条和《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 3 号——新购入基础设施项目(试行)》第 37 条、《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 3 号——新购入基础设施项目(试行)》第 37 条均要求原始权益人以战略投资者的身份认购至少 20% 的本次基金份额发售量,在一定程度上防止其滥用其信息优势向市场卖断劣质资产。

2. 为防范原始权益人的控制权滥用风险,《指引》以基金管理人和持有人大会为着力点,进一步改善《基金法》下的公募基金治理结构,强调基金管理人的主动运营管理职责,赋予持有人大会更多的事项话语权:(1)以基金管理人为治理抓手。与《基金法》及相关规则仅要求基金管理人独立规范运作、稳健经营、遵循基金份额持有人利益优先规则不同,^[7]《指引》第 38 条更加强调基金管理人承担主动运营管理职责,支持其在资产管理中占据核心位置。这主要是因为基金管理人有权聘请外部管理机构运营管理基础设施资产,而试点实践中的所

[5] 已有学者提出应参照上市公司控股股东或实际控制人的规制路径规范公募 REITs 的原始权益人。参见刘东辉:《论我国公募 REITs 的混合型治理及其完善——基于首批 9 个试点项目的实证研究》,载《财经法学》2022 年第 4 期。

[6] 参见北京大学光华管理学院 REITs 课题组:《中国公募 REITs 发展白皮书 2021》,载北京大学光华管理学院官网,<https://www.gsm.pku.edu.cn/12626262.pdf>,2022 年 3 月 6 日访问。

[7] 参见《基金法》第 21 条、《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》第 16 条。

有公募 REITs 项目均委托原始权益人关联方作为外部管理机构,^[8]这容易诱发权力滥用问题。为实现有效的主动运营管理,《指引》第 5 条要求基金管理人设立独立的投资管理部门,并健全相应制度流程。(2)强化持有人大会的权力。为有效制衡在治理实践中占主导地位的原始权益人,《指引》第 32 条赋予持有人大会《基金法》规定职权外的五项职权,包括批准基础设施资产购入或出售、扩募、特定数额关联交易,对基金的投资目标或投资策略作出重大调整和解聘外部管理机构。

不过,《指引》的创新并非应对原始权益人治理风险的万全之策,制度设计思路的嵌套也衍生出诸多风险,以下分别试从基金管理人的职责和投资者的话语权两个方面进行分析:

1. 在基金管理人的尽职调查、主动运营管理和监督职责方面,既有制度供给不足,基金管理人缺乏实质防范和化解原始权益人滥权行为的能力和权力。

(1)原始权益人可能滥用信息优势向市场出售瑕疵资产,而基金管理人缺乏对基础设施资产进行尽职调查的能力。虽然《指引》第 9 条要求基金管理人对基础设施资产的合规性、历史和未来现金流进行充分尽调,但是该规定相较于《保荐人尽职调查工作准则》等尽职调查规则而言仍略显粗糙,《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》等业务规范亦仅从公募基金的传统投资标的出发,要求基金管理人建立健全证券的投研制度,在基础设施资产等底层资产的投资和运营方面未着笔墨,再加上不同类型、不同地理位置的基础设施资产各有不同,基金管理人很可能缺乏对单一基础设施资产进行充分尽调的能力,难以核查基础设施资产是否存在可能对未来现金流产生重大影响的隐性瑕疵。

(2)原始权益人亦可能利用外部管理机构从事不当关联交易,试举一例,发改委现有规定仅要求试点项目“预计未来 3 年净现金流分派

[8] 同前注[6]。

率(预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值)原则上不低于4%”,^[9]未明确超过4%的收益部分如何处理。此时,原始权益人可能通过外部管理机构的管理费等形式侵占超过4%的收益部分,损害公众投资者的利益。但是,在基金管理人的主动运营管理和监督职责方面,既有制度供给不足:一方面,《指引》关于基金管理人运营管理权的规定模糊不清。《指引》在第38条中要求基金管理人尽到主动运营管理的职责,却同时第39条中允许基金管理人仅保留建立账户、档案归集、信息披露等常规的基金运作权限,将制定及落实运营策略、签订协议等关键的运营管理权委托给外部管理机构。如果基金管理人遵照执行,将很可能导致其缺乏主动运营管理基础设施资产的权力,与《指引》第38条相冲突。另一方面,基金管理人对外部管理机构行使监督权缺乏坚实的上位法依据。传统公募基金的基金管理人负担运营管理职责,《基金法》及相关规则的“监督”仅指向对基金管理人行使监督权,而非为基金管理人配置监督权。在公募REITs的语境下,尽管《指引》第41条第2款要求基金管理人至少每年对外部管理机构的履职情况进行评估并定期检查相关文件,但仅遵循该规定并不足以对外部管理机构落实运营策略、签订协议的情况实施及时有效的监督。基金管理人只能通过与外部管理机构缔约的方式明确其监督权限,在试点实践中,仅有个别项目在协议中约定外部管理机构的业绩考核目标和解聘事由,充分体现了基金管理人监督权较弱的现实困境。^[10]

2. 持有人大会是投资者为保护自身利益“用手投票”的主要方式,在《基金法》之下,投资者可以在持有人大会上更换基金管理人、基金托管人,决定二者的报酬标准,形成对二者的有效制衡。但在公募REITs的语境下,制度设计思路的嵌套导致持有人大会制度存在“失灵”风险。

(1)《指引》的规定放大了公众投资者的集体行动困境。公众投资者固有的“理性冷漠”“搭便车”行权困境叠加《基金法》烦琐的召集前

[9] 参见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》(发改办投资[2020]586号)第3条第9项。

[10] 同前注[5]。

置程序,^[11]令持有人大会本就存在治理失灵的风险。《基金法》为解决集体行动困境问题而创设的持有人大会日常机构制度亦缺乏生命力,其根本原因在于基金管理人缺乏设置日常机构监督其履职的动力。^[12]前述问题在公募 REITs 中被进一步放大:《指引》要求原始权益人通过持有高比例基金份额实现利益绑定,同时设计了向机构投资者等网下投资者询价的定价机制,这导致公募 REITs 试点实践中公众投资者所持份额比例普遍较小,基本未超过基金份额总量的 10%,相较于传统公募基金的公众投资者将更难达到召集持有人大会所需的法定最低持有比例。此外,据笔者所知,在公募 REITs 实践中,亦未有基金合同就持有人大会日常机构作出规定。

(2) 大额基金份额持有人的权力滥用难以得到《基金法》等上位法的规制。根据《指引》和沪深交易所发布的扩募规则,原始权益人应持有至少 20% 的本次基金份额发售量。在试点实践中,部分原始权益人甚至持有超过 50% 的基金份额。因此,原始权益人在持有人大会上将享有较强话语权,甚至可能实质上控制持有人大会。此时,即便机构投资者能够“用手投票”,一定程度上实现对全体投资者利益的维护,也可能受制于原始权益人对持有人大会的影响力。即便原始权益人仅持有 20% 的份额,或因持有人大会的法定表决比例要求难以通过对原始权益人不利的重大决策,其仍可能借助“大股东”身份影响基金管理人和外部管理机构,损害投资者利益。但是,作为上位法的《基金法》及相关规则未就大额基金份额持有人的回避表决等权力约束事项作出规定。

(3) 《基金法》无法应对公募 REITs 天然存在的异质投资者利益冲突问题。在《基金法》第 71 条的强制性规范下,传统公募基金应当进行组合投资,出现利益冲突、进而导致持有人大会决策困难的可能性较

[11] 基金份额持有人要召开持有人大会的,需要有代表基金份额 10% 以上持有人召集,再向日常机构或基金管理人、基金托管人依次提出书面建议,仅有在三者均不同意召集时方可召集。参见《基金法》第 83 条、《公开募集证券投资基金运作管理办法》第 44 条和第 45 条。

[12] 参见吴晓灵、邓寰乐等:《资管大时代》,中信出版集团股份有限公司 2020 年版,第 218 页。

小。但是,公募 REITs 存在公众投资者、机构投资者和原始权益人多种投资主体。三者的利益需求很可能并不一致,在持有人大会行权方面或存在冲突。此外,沪深交易所的扩募规则允许已上市公募 REITs 购入新的基础设施资产,这很可能引发首次上市基础设施资产的旧原始权益人和扩募标的资产的新原始权益人的控制权争夺。此时,持有人大会的决策可能会面临重重困难,甚至会陷入“僵局”,无法形成有效决议。^[13] 然而,作为上位法的《基金法》并未为公募 REITs 投资者间的利益冲突提供解决方案。

(二) 信息披露机制的不足

对公募基金等直接融资产品而言,信息披露承担着监督相关信息披露主体勤勉尽责、防范欺诈的任务。但是,制度设计思路的嵌套使公募 REITs 的信息披露机制难以充分实现前述目标。

《指引》遵循上市公司监管的思路,在传统公募基金信息披露机制的基础上建构公募 REITs 的信息披露机制。针对传统公募基金,证监会曾在 2019 年修订规则,强化风险揭示等关键信息的披露并引入产品资料概要制度。^[14] 以前述规则为基础,《指引》一方面强调基金管理人应制作产品资料概要,解决产品复杂、招募说明书冗长费解的问题;另一方面,对标上市公司控制股东,针对原始权益人等有动机亦有能力取得控制权的基金份额持有人提出了权益信息披露要求。^[15]

但是,在前述权益信息披露要求之外,《指引》更多地援引了《基金法》的一般性规定,未能贴合公募 REITs 实践需求设计富有针对性的信息披露规则,致使信息披露的有效性存疑。特别地,从信息披露主体来看,虽然《基金法》第 74 条规定“基金管理人、基金托管人和其他基金信息披露义务人”均负有信息披露义务,为向基金管理人、基金托管人

[13] 同前注[5]。

[14] “基金产品资料概要是基金招募说明书的摘要文件,用于向投资者提供简明的基金概要信息。基金管理人申请募集基金时,应当编制基金产品资料概要。”参见中国证监会《公开募集证券投资基金信息披露 XBRL 模板第 5 号〈基金产品资料概要〉》第 2 条,另见中国证监会《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》(证监会令 第 158 号)第 10 条、第 12 条。

[15] 参见徐承志、王长辉:《公募 REITs 权益信息披露规则的法理逻辑及制度构建》,载蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》(第 31 卷),法律出版社 2021 年版。

以外的基金治理主体施加信息披露义务提供了上位法基础,但《指引》第40条、第43条仍将基金管理人规定为公募 REITs 的主要信息披露义务人,未将规制对象扩展到公募 REITs 治理的关键主体——原始权益人和外部管理机构,直接运营管理公募 REITs 的外部管理机构仅有“配合”基金管理人进行信息披露的义务,根据沪深交易所指南,原始权益人仅负有“按照合同约定”及时向管理人提供信息的义务。^[16] 而根据沪深交易所的扩募规则,扩募相关信息披露主体也限于基金管理人,扩募标的资产的原始权益人仅负有“配合”基金管理人进行信息披露的义务。^[17] 可见,不论是首次发行上市还是扩募,原始权益人及外部管理机构所需承担的均非强制信息披露义务,更类似于协助信息披露的合同义务,但如前所述,恰恰是原始权益人和外部管理机构掌握了公募 REITs 运营管理的一手信息,规则着力和实践运作在此产生的差距显而易见。此外,从信息披露内容来看,《指引》对关键信息如未来现金流测算分析信息,目前仅要求招募说明书进行披露,对于上市后的公募 REITs 应否持续披露现金流测算分析信息,《指引》未作出明确规定,这将导致投资者难以获得有助于决策的完整信息。

(三) 责任追究路径的短板

在规则设计思路的嵌套下,公募 REITs 针对信息披露违法行为的民事责任追究机制难言健全。如前所述,原始权益人在试点公募 REITs 实践中占据主导地位。但是,相较于传统公募基金投资者能够以《基金法》相关规范为请求权基础、参照适用《证券法》民事责任条款追究基金管理人等信息披露主体的虚假陈述民事责任,公募 REITs 的投资者通过《证券法》《基金法》追究原始权益人的民事责任较为困难。

《指引》未就信息披露义务人违反其披露义务时应承担的民事赔偿责任作出特别规定,因此,在规则设计的嵌套思路中,公募 REITs 的相关虚假陈述行为应同传统公募基金一般适用《基金法》的有关规定。

[16] 参见《上海证券交易所基础设施类资产支持证券信息披露指南》第5条和《深圳证券交易所基础设施类资产支持证券信息披露指南》第5条。

[17] 参见《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3号——新购入基础设施项目(试行)》第31条和《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3号——新购入基础设施项目(试行)》第31条。

对传统公募基金而言,根据《证券法》第2条、第85条和《基金法》第2条、第74条、第145条,二级市场的公募基金投资者因虚假陈述受有损失的,应可以参照适用《证券法》第85条第1个分句追究基金管理人、基金托管人的民事责任,并参照适用第85条第2个分句追究基金管理人、基金托管人双控人和董、监、高的民事责任。^[18]此外,由于市场上的公募基金多为开放式基金,买卖价格以基金份额净值为基础,交易市场流动性高,满足“欺诈市场理论”的效率市场假说,投资者可利用交易因果关系推定规则,对抗处于强势地位的信息披露义务人。

但是,前述责任追究机制与公募 REITs 并不适配,具体而言:(1)公募 REITs 治理的关键主体——原始权益人会否为其违法违规行为承担民事责任尚不明确。①如前文所述,原始权益人和外部管理机构是公募 REITs 治理的关键主体,但不论是《基金法》还是《指引》均未课以原始权益人和外部管理机构法定信息披露义务,二者仅负有类似于协助信息披露的合同义务。由此,原始权益人和外部管理机构很难被认定为《基金法》第74条下的“其他基金披露义务人”,除非拟订司法解释对此特别进行目的性扩张解释,否则前述主体将难以适用传统公募基金的民事责任追责路径。②虽然原始权益人在实践中多对基础设施资产有较强控制力,在治理中占据主导地位,但类推适用《证券法》第85条,令原始权益人同发行人的控股股东、实际控制人一般承担过错推定的连带赔偿责任并不符合法理。即便《指引》借鉴了上市公司监管的思路,对标上市公司控制股东设计了原始权益人治理的相关规则,公募 REITs 的法律性质仍是公募基金,在公募基金的信托法律关系中,原始权益人仅是信托受益人,其原则上不得影响公募 REITs 的运营管理。尽管原始权益人可以通过外部管理机构直接运营管理基础设施资产,但外部管理机构理仅基于委托合同管理基础设施资产,对公募 REITs 的控制力理论上会受制于非关联方的基金管理人,控制力远不及发行人的控股股东和实际控制人。③原始权益人可能被追责的场景是公募 REITs 扩募。公募 REITs 扩募类似于上市公司重大资产重组与再

[18] 类似观点参见赵振华:《证券投资基金法律制度研究》,中国法制出版社2005年版,第251页。

融资,^[19]在上市公司重大资产重组的交易对方不负有法定的信息披露义务、却可能根据新修订的虚假陈述司法解释承担民事赔偿责任的情况下,^[20]公募 REITs 扩募标的资产的原始权益人存在类推适用重组交易对方相关规则的可能性,此时即便原始权益人不负有法定的信息披露义务,也可能适用新修订的虚假陈述司法解释承担民事赔偿责任。但由于当前尚无扩募实践,公募 REITs 扩募时的信息披露违法行为会否触发原始权益人民事责任仍不明晰。总体而言,通过《证券法》追究原始权益人民事责任这一路径的可行性存疑。

(2) 即便投资者能以《证券法》第 85 条为依据向原始权益人请求损害赔偿,其仍可能无法主张适用交易因果关系推定规则。根据《指引》第 2 条第 4 款,公募 REITs 采封闭式运作,具有固定存续期,交易价格主要受二级市场供求关系的影响,与基金份额净值关系较小。在净值披露周期上,公募 REITs 每半年末及年末披露一次净值,基金净值无法反映公允价值变动,对投资者投资决策的参考性弱。换言之,公募 REITs 市场的交易价格难以及时反映和吸收基础设施资产相关的公开或可得信息,这使公募 REITs 与传统公募基金在流动性上存在较大差异。公募 REITs 并不满足效率市场假说,公众投资者主张适用新虚假陈述司法解释的交易因果关系推定规则一定程度上欠缺理论基础。

如果投资者无法援引前述推定规则,一旦公募 REITs 出现问题,意图向原始权益人索赔的投资者只能援引侵权责任一般规定,逐项证明“损害”“违法行为”“过错”“因果关系”四个构成要件。但是,推定规则的缺位将使投资者难以举证证明其投资决定与原始权益人的违法行为之间存在因果关系。更重要的是,如前文所述,原始权益人及外部管理机构很难被界定为《基金法》下的信息披露义务人,在出现虚假陈述时,监管机构或交易所会否对原始权益人及外部管理机构予以行政处罚或纪律处分尚不可知。在欠缺行政处罚或纪律处分时,投资者直接证明原始权益人存在违法行为和过错更是困难重重。

[19] 参见吴晓璐、邢萌、郭冀川:《基础设施 REITs 扩募规则落地 进一步促进投融资良性循环》,载《证券日报》2022 年 6 月 1 日版。

[20] 参见最高人民法院《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(法释[2022]2 号)第 21 条。

二、公募 REITs 规则适配困境的症结

事实上,之所以公募 REITs 会出现规则适配难题,根本上是因为其具有以实现制度实益为导向的功能属性:试点公募 REITs 名为公募基金,实则是借助公募基金的法律制度,令原本只能通过私募基金渠道融资的基础设施资产得以实现 IPO 的公募产品。^[21] 根据其法律性质,公募 REITs 在制度适用上必须以《基金法》为基础,因而,《指引》基本沿用了《基金法》的基金治理规则和信息披露规则。但与此同时,《指引》又不得不“穿透”公募 REITs 的法律属性直面其“资产的 IPO”的实质,借鉴上市公司监管的思路作出特别的制度设计。例如,在业务指引上,《指引》第 7 条、第 9 条要求基金管理人对基础设施资产进行尽职调查,第 19 条明确规定以网下投资者询价的方式确定基金份额的认购价格;在风险防范上,《指引》第 18 条要求原始权益人通过持有基金份额的方式实现利益绑定,第 32 条强化持有人大会的权力,第 38 条强调基金管理人的主动运营管理职责,第 55 条增设权益信息披露安排。

但是,前述规则设计思路的嵌套并不能很好地回应公募 REITs 的现实需求,这尤其体现在治理结构设计、信息披露机制和责任追究机制三个方面的矛盾:

1. 治理结构设计的矛盾。一方面,《指引》遵循上市公司监管的制度设计思路,要求基金管理人同上市公司董事会一般积极主动地运营管理基金资产;另一方面又兼顾《基金法》下传统公募基金管理人运营管理能力薄弱的实际情况,允许基金管理人将重要的运营管理权委托给外部管理机构,致使基金管理人的主动运营管理职责模糊不清。此外,与《指引》旨在助力公募 REITs 实现“资产的 IPO”不同,《基金法》仍以规制传统公募基金为制度目标,制度意旨的不同导致了两者制度

[21] 市场和学界已经注意到了公募 REITs 的“资产的 IPO”实质,参见王鸣哈、张帆、谭娅:《不动产投资信托基金的治理、定价与投资:研究前沿与展望》,载《江西社会科学》2021 年第 11 期;岳跃:《公募 REITs 再出发》,载《财新周刊》2021 年第 46 期。

设计思路的差异,使《基金法》在应对公募 REITs 基金管理人缺乏尽职调查能力、欠缺监督权和持有人大会机制“失灵”等问题上存在漏洞,《指引》限于篇幅和效力层级亦难以充分应对问题。

2. 信息披露机制的矛盾。《指引》洞悉公募 REITs 的产品实质,借鉴上市公司监管规则规定了权益信息披露规则,但这一“穿透”理念未得到彻底的贯彻,《指引》未能回应实践中原始权益人和外部管理机构掌握公募 REITs 运营管理一手信息的情形,在信息披露主体和信息披露内容方面基本沿用了《基金法》的规定,导致信息披露的有效性存疑。

3. 责任追究机制。《指引》的规范重点是公募 REITs 的运作机制、治理结构和信息披露机制,对责任追究机制未着笔墨,这意味着对公募 REITs 作出的虚假陈述将直接适用《基金法》和《证券法》的相关规定。但是,《证券法》的规制对象仅限于“信息披露义务人”,适用范围仅限于流动性充足的上市公司证券,这均与《指引》设计的公募 REITs 治理结构和运作机制相矛盾,致使《证券法》的责任追究路径难以适配公募 REITs。

因此,为解决公募 REITs 的诸多规则适配难题,推动其长效发展,以公募 REITs 制度设计思路的嵌套为着眼点,对公募 REITs 既有制度进行重构势在必行。

三、公募 REITs 规则适配难题的破局之道

完善公募 REITs 的制度设计一方面必须以盘活基础设施资产的制度实益为导向;另一方面也需要化解制度设计思路嵌套带来的诸多风险,以保护投资者利益并实现公募 REITs 的长效发展。在既有法律研究中,学者们提出的公募 REITs 制度改进方案主要包括简化公募 REITs 结构,允许其直接投资基础设施资产,探索公司等多样化载体形式,将公募 REITs 列为《证券法》新设券种,实现资产支持证券的公募化等等,更着眼于制度实益,未能有效兼顾法律风险防范。但是,正如前文所述,公募 REITs 规则适配困境的症结在于其产品实质与法律性

质的差异令监管不得不秉持穿透式监管理念,借鉴上市公司监管的思路作出特别的制度设计,并由此导致了诸多难以防范的法律风险。据此,突破困境最直接的路径理应是推进公募 REITs 的专项立法,借助成文法的体系性理顺制度设计思路,化解嵌套问题。^[22] 在专项立法时,应重点解决嵌套思路的矛盾与漏洞,具体而言:在治理结构方面,应以基金管理人、机构投资者和巨额基金份额持有人三类主体为设计重心;在信息披露方面,明确原始权益人和外部管理机构的信息披露主体地位,增设未来现金流测算分析信息等公募 REITs 信息披露内容。在市场成熟时,不妨重新整合公募 REITs 的制度设计,令公募 REITs 回归《基金法》下传统公募基金结构,允许其在募足资金后进行组合投资,根本地解决制度适配难题。

(一) 治理结构:关注三类治理主体

在治理结构方面,应以受信义务为基础明确基金管理人对基础设施资产的尽职调查职责和相应日常运营管理的监督职责,鼓励机构投资者在治理中发挥积极作用,并防范巨额基金份额持有人的权利滥用。

1. 基金管理人是公募 REITs 的信托受托人,应对投资者尽忠慎义务,这要求基金管理人对基础设施资产履行有效运营管理的职责,进行充分的尽职调查,并尽其所能地对原始权益人和外部管理机构进行监督。根据《基金法》第 2 条,《基金法》未作规定的,适用《信托法》的有关规定。《信托法》第 25 条规定,“受托人管理信托财产,必须恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”。这意味着受托人必须参照信托目的和条款,以审慎投资人(prudent man)会使用的方法对于信托财产进行投资和管理。^[23] 投资者投资公募 REITs 的目的是实现收益的最大化,基金管理人能否在募资前对基础设施资产进行充分的尽职调查、在募资后进行有效运营管理、对委托他人运营管理的情况实施

[22] 已有部分市场舆论关注到公募 REITs 专项立法,提出了制定资产支持证券管理条例或者 REITs 管理办法的建议。参见朱凯:《首批公募 REITs 上市一周年 专项立法宜跟上》,载证券日报网, <http://www.zqrb.cn/fund/jjindongtai/2022-06-21/A1655760764561.html>, 2022 年 8 月 20 日访问。

[23] 参见[日]能见善久:《现代信托法》,赵廉慧译,中国法制出版社 2011 年版,第 71~72 页。

充分的监督均与前述信托目的密切相关。因此,基金管理人的尽职调查职责、主动运营管理指责和监督职责都是信托关系的应有之义。据此,应在专项立法中对基金管理人的尽职调查程序作出专章规定,同时,考虑到当前基金管理人的能力尚不足以实现充分的主动运营管理,针对此项职责更为实际的改进路径是细化《指引》第 41 条的规定,加强基金管理人对基础设施资产日常运营管理的监督,例如,基金管理人应持续性监督外部管理机构制定基础设施资产运营策略、签订相关协议、收取基础设施项目收益等行为。

2. 鼓励机构投资者在持有人大会中“用手投票”。机构投资者是公募 REITs 的主要投资群体,其通常以长期持有基金份额为目标,参与基金治理的意愿较强;其专业程度较高,有能力自行分析测算基础设施资产的未来现金流或获取相关信息。因此,机构投资者有充分的动机和足够的力量约束原始权益人的不当行为,可以对标的资产进行适当尽职调查,并基于此投票赞成或否决相应提案,也有较高的概率通过日常监督发现运营中的信息披露违法行为。虽然既有研究表明机构投资者在投票偏好上与公众投资者存在诸多差异,^[24]无法在持有人大会上有效代表公众投资者“发声”,但对公募 REITs 而言,有效约束原始权益人而非促进公众投资者的有效“发声”才能更好地规避治理风险,改善基金治理情况,治理情况向好将整体上促进公募 REITs 的长效发展。在实现路径上,专项立法可以参照《上市公司治理准则》第 79 条和第 80 条的规定,鼓励机构投资者在基金治理中通过参与重大事项决策、监督基金管理人履职情况等途径发挥积极作用,公开其参与基金治理的目标与原则、表决权行使的策略、权利行使的情况及效果。当然,机构投资者作为信托受益人,原则上不得插手基金资产的运营,只能对公募 REITs 的存续、扩募等根本性问题行使议事和决定权。^[25]

3. 约束大额基金份额持有人的权利滥用行为。公募 REITs 的投资者具有异质性,容易存在利益冲突,例如,持有较高基金份额的原始权

[24] Jill E. Fisch, *Standing Voting Instructions: Empowering the Excluded Retail Investor*, *Minnesota Law Review*, Vol. 102, 2017.

[25] 参见蔡奕:《完善公募基金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。

益人很可能滥用其权利,“压迫”其他投资者并损害其利益。考虑到在当前中国法律体系中,应对股东“压迫”的可行方案并非课以大股东受信义务,而是禁止大股东的权利滥用,^[26]因此,专项立法可以参照《上市公司治理准则》第63条,明文规定大额基金份额持有人不得利用其控制权损害公募 REITs 其他投资者的合法权益。

(二) 信息披露:增设主体和内容

规则着力和实践运作的差距是当前公募 REITs 信息披露机制的主要问题。对于信息披露主体,《指引》照搬了《基金法》的规定,仅将基金管理人规定为信息披露义务人,原始权益人和外部管理机构均不负有强制性信息披露义务。这一规定直接导致了公募 REITs 的追责困境:一旦原始权益人和外部管理机构在公募 REITs 上市前和持续信息披露中存在欺诈行为,能否适用《证券法》和《基金法》追究其民事责任和行政责任,均存在疑问。考虑到原始权益人和外部管理机构在公募 REITs 治理中占据核心地位,同时为理顺公募 REITs 的制度设计思路,本文认为,应明确原始权益人和外部管理机构的信息披露主体地位。在具体规则设计上,专项立法可以以《基金法》第74条为上位法依据,明确规定原始权益人和外部管理机构为“其他基金信息披露义务人”,^[27]令其负有法定的信息披露义务,以实现更有效的信息披露,扫清对二者进行责任追究的法律障碍。在信息披露内容上,应回应当前市场关于信息披露内容的呼声,令公募 REITs 在上市后持续披露未来现金流测算分析信息等对投资者至关重要的信息。在实现路径上,专项立法可以根据《基金法》第76条第11项对证监会的授权,将未来现金流测算分析信息等纳入公募 REITs 的信息披露内容。

(三) 未来展望:回归传统基金结构

如前文所述,公募 REITs 功能属性招致的穿透式监管理念是其规

[26] 参见彭冰:《理解有限公司中的股东压迫问题——最高人民法院指导案例10号评析》,载《北大法律评论》编辑委员会编、夏戴乐本辑主编:《北大法律评论》(第15卷·第1辑),北京大学出版社2014年版。

[27] 《基金法》第74条规定:“基金管理人、基金托管人和其他基金信息披露义务人应当依法披露基金信息,并保证所披露信息的真实性、准确性和完整性。”

则适配难题的症结所在。因此,本文认为,解决难题的根本路径应当是通过市场和制度建设最终消解“穿透”本身,具体而言,在市场成熟时,引导公募 REITs 回归《基金法》下传统公募基金结构,在募足资金后进行组合投资,自主选择并同时投向多个基础设施资产。此时,公募 REITs 仍具有盘活基础设施资产的制度功能,其产品实质却将从“资产的 IPO”回归传统公募基金,至此,公募 REITs 的产品实质和法律性质将得到统一,制度设计思路的嵌套再无必要。

从可行性来看,比较法已有相关实践。一方面,比较法已有将 REITs 结构设计为以组合投资为核心的传统公募产品的实例,如日本即将 J-REIT 设计为以投资者为中心、以运营多个不动产项目为核心的公募产品,专业的资产管理人居于 J-REIT 的核心地位,其必须对个别不动产作出合理的投资判断,通过不动产投资组合实现投资收益的最大化。^[28] 另一方面,舍弃投资组合机制和原始权益人通过持有基金份额实现利益绑定均非 REITs 必要的制度设计。从境外 REITs 实践来看,在组合投资方面,尽管无法跨行业投资,境外 REITs 仍普遍多元化地投资于不同地理位置的基础设施资产,这有效分散了投资风险。^[29] 在原始权益人利益绑定方面,亦有立法例允许原始权益人专门设立或控股 REITs 的外部管理机构,或控股 REITs 的管理人。^[30] 此外,各国普遍要求 REITs 的投资者充分分散,限制大股东持股比例,避免出现原始权益人控制 REITs 的情况。例如,美国的公司型 REITs 要求至少有 100 个股东,前五大股东股权占比之和不得超过 50%,^[31] 日本法则要求至少 25% 以上的份额由 500 名以上投资者持有。^[32]

当然,回归传统公募基金结构无法一蹴而就。一方面,通过公募 REITs 上市并非易事,每个基础设施资产都要经过监管部门的严格筛

[28] 日本三菱日联信托银行不动产咨询部:《图解日本 REIT》,车阳、林述斌、顾晓译,中信出版集团股份有限公司 2019 年版,第 20~27 页。

[29] 参见韩志峰等:《REITs: 中国道路》,人民出版社 2021 年版,第 359 页。

[30] 参见金永军、刘斌、沈文慧:《境外契约型 REITs 制衡机制及对我国的启示》,载《上海金融》2021 年第 5 期。

[31] 26 U. S. Code § 856 - Definition of real estate investment trust.

[32] 参见金永军:《境外市场 REITs 实践经验及与我国基础设施 REITs 试点制度研究》,载蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》(第 31 卷),法律出版社 2021 年版。

选并搭建起复杂治理结构,由此,市场很可能会出现一只未对标基础设施资产的公募 REITs 在资金募集完毕后投资无门、无法有效配置投资组合的情况;另一方面,公募 REITs 组合投资的前提是基金管理人对外投资标的进行充分尽调,但在信息披露机制和基金管理人的尽职调查程序尚不健全时,令基金管理人就投资组合中的每一个基础设施资产进行充分尽调相当困难。因此,在市场成熟前,令公募 REITs 回归传统公募基金结构并不合适。一种退而求其次的改进路径是:适当放开投资权属限制,无须要求每只公募 REITs 取得基础设施资产的所有权或经营权。例如,在公募 REITs 扩募时,允许公募 REITs 投资于并非由同一原始权益人所有或实际控制的基础设施资产。这亦是当前公募 REITs 扩募实践的发展趋势:2022 年 5 月 31 日,沪深交易所均发布扩募规则。根据规则,扩募标的资产原则上应与首次上市标的资产为同一类型,但无须为同一原始权益人所有或实际控制,满足相关条件的第三方可以作为扩募标的资产的原始权益人。这充分展现了监管的态度:采用组合投资机制正是公募 REITs 未来的发展方向。

四、结语

试点公募 REITs 名为公募基金,实则 是以盘活基础设施资产的功能性目标为导向的“资产的 IPO”,这使公募 REITs 的制度设计不得不“穿透”公募 REITs 的法律性质,在援引公募基金法律制度的基础上借鉴公司治理、信息披露等方面的上市公司监管规则,形成了制度设计思路的嵌套。但是,嵌套思路并不能很好地适配公募 REITs,引发了诸多方面的法律风险。为此,建议推进公募 REITs 专项立法,在市场尚未成熟的当下,着力解决当前制度设计思路的矛盾点,完善基金管理人 对基础设施资产的尽职调查职责和相关日常运营管理的监督职责,倡导机构投资者参与基金治理,并针对大额基金份额持有人规定禁止权利滥用规则;明确原始权益人和外部管理机构的信息披露主体地位,增加未来现金流等基金信息披露内容。在市场成熟时,应令公募 REITs 回归传统公募基金结构,允许其在募足资金后进行组合投资,自主选择并同

时投向多个基础设施资产,这亦是当前公募 REITs 扩募实践的发展趋势。唯有此,才能实现公募 REITs 法律性质和产品实质的统一,根本地解决规则适配难题,推动公募 REITs 市场的长效健康发展。

(编辑:谢贵春)