

境外市场 REITs 实践经验及与我国 基础设施 REITs 试点制度研究*

金永军**

摘要:基础设施 REITs 能有效盘活国有经济存量资产,有助于我国传统经济从债务推动模式向权益经济模式转变,为我国创新驱动、科技自强为特征的新发展理念提供支撑。本文通过对美国、新加坡、澳大利亚等主要 REITs 市场的研究,总结 REITs 市场的制度特征及实践经验,同时结合 REITs 的信托法理以及公司型与契约型 REITs 的不同点,分析我国基础设施 REITs 的试点制度,并在业务实践和规则建设上,对 REITs 市场的高质量发展提出相关建议。

关键词:基础设施 REITs 试点制度 境外市场

引 言

经过几十年的高速发展,我国经济正以坚持创新驱动、科技自强为新旧动能转换和经济结构调整

* 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。

的战略举措。在这样的新发展理念下,我国传统的金融体系需要进行结构性调整,需要建立一套以直接融资为重要支撑的新金融体系,完善金融支持创新和科技发展的新政策,发挥资本市场对于推动创新、科技、资本和实体经济高水平循环的枢纽作用。2019年在上海证券交易所推出的科创板并试点注册制,2020年在深圳证券交易所试点的创业板注册制存量增量改革,为我国经济(主要是民营经济或者非国有经济)发展注入了新的血液和活力,有效发挥了资本市场支持我国新经济发展模式。

但是,我国依然处在新旧动能转换和经济结构调整的过渡阶段,还离不开传统经济尤其是国有经济的推进和支撑。我国传统经济的一个重要特征是债务推动型发展,即政府及其控制下的国有企业,以政府信用或者以土地、房地产和基础设施为抵押品与信贷资金之间进行循环,形成信用扩张,进而推动经济增长。实践证明,债务推动型发展的模式已难以为继,近几年的集中体现就是国家主导的城投公司转型和地方政府债券发行,以及国有企业(含中央企业)的“降杠杆、降两金”政策的实施,本质是压降债务规模和提升债务融资的透明度。因此,我国亟须找到一条适合传统经济(尤其是国有企业)从债务发展模式向权益经济转变的道路。

根据现行的证券发行上市制度,我国国有企业上市资源已非常有限,资本市场注册制的改革红利对国有经济的影响有限。然而,我国70%以上的存量资产仍掌控在国有企业。如何盘活国有企业的存量资产并形成权益资金,是当前迫在眉睫不得不解决的问题。REITs作为企业成熟资产上市的工具,在境外市场发展多年,业务较为成熟,能为我国传统经济和存量经济带来新的发展模式,进一步支撑和哺育我国创新驱动、科技推动的新经济发展模式。

2020年4月,国家发改委和中国证监会联合发布了基础设施REITs试点通知,标志着我国前后研究达20多年的REITs业务拉开序幕。8月,中国证监会发布了基础设施REITs指引,近期沪深交易所等也发布了配套制度。本文结合主要国家的REITs的制度特征和实践经验,研究我国当前REITs制度的特殊性安排,以及需要进一步讨论的问题,并提出后续的发展建议。

一、境外市场 REITs 的制度特征及实践经验

根据《欧洲公共房地产协会全球 REITs 调查(2020)》统计,全球已有 42 个国家和地区推出了 REITs 业务,市场规模 2 万多亿美元。市场规模较大和制度较成熟主要有美国、日本、澳大利亚、英国、新加坡、加拿大和中国香港地区等市场。这些市场的 REITs 业务主要从房地产领域起步,并逐步扩展到基础设施领域。通过对这些市场的 REITs 业务研究,得出以下共同的特征和规律:

(一) 各国 REITs 的内在特征起源于美国市场且大同小异

REITs 起源于美国 19 世纪末期的商事信托,之后美国为促进地产融资和有效利用中小投资者资金,沿袭商事信托避税原则,借助税收驱动,设计了一套适合美国房地产发展需要的 REITs 架构,主要包括投资者结构、投资对象、收入来源和利润分配等 REITs 区别于股票、债券、资产证券化和共同基金等金融产品的四大内在特征,也是判断 REITs 是否享有税收中性或税收优惠的最重要依据。其他国家在推出 REITs 时,也都沿袭了美国的 REITs 架构。

在投资者结构上,要求发行 REITs 投资者充分分散,大股东持股比例要有限制。美国要求至少有 100 个股东,且前 5 大股权占比不得超过 50%,日本要求至少 25% 的份额由 500 个以上的股东持有,英国要求单一股东的持股比例不得超过 10%;在投资对象上,要求 REITs 资金主要投资在不动产的资产。美国、新加坡、英国和德国等要求不动产资产的投资比例在 75% 以上,日本要求至少 70% 以上投资不动产资产;在收入来源上,要求主要来自不动产的租金和增值收入。美国、英国和德国等要求至少 75% 以上的收入来自不动产相关的收入如租金等,新加坡这一比例要求为 90%;在利润分配上,要求可分配额的 90% 以上用于向投资者分配。绝大部分国家都保持这一比例。

(二) REITs 基本相同的内在特征体现为两种不同的外在载体

REITs 的内在特征的外在表现可以是公司股票、信托份额、投资基金或投资计划,以股票作为外在表现形式的,可归为公司型 REITs,其

他表现形式的,则可归为契约型 REITs。根据《欧洲公共房地产协会全球 REITs 调查(2020)》统计的 42 个国家和地区中,采取契约型 REITs 的有 17 个(如加拿大、新加坡、印度、巴西、泰国、中国香港地区,其中亚洲国家和地区占据主导地位),采取公司型的有 19 个(如美国、德国、日本、英国、法国,其中欧洲国家占据主导地位),剩余 6 个(如新西兰、卢森堡、南非)既有公司型 REITs,也有契约型 REITs。

公司型 REITs 与契约型 REITs 有很多的不同点,集中体现为:一是所适用的法律依据不同。公司型 REITs 适用公司法,具有独立的法律主体,在保证 REITs 内在特征的基础上,采取股东大会—董事会—监事会—经理层的治理机制管理运营 REITs 资产,实现资产的保值增值。而契约型 REITs 适用信托法,不具有独立的法律主体,在保证 REITs 内在特征的基础上,通过持有人份额大会—受托人(trustee)—管理人(manager,如有)—物业管理人(property manager,如有^[1])的治理机制^[2]管理运营 REITs 资产,实现资产的保值增值;二是委托代理的模式不同。^[3] 公司型 REITs 下的股东大会选举产生董事会,董事会任命经理层,实行“一公司—董事会—经理层”比较直接的委托代理模式,但是在契约型 REITs 下,REITs 的受托人、管理人和物业管理人,理论上,都可同时运作多只 REITs 产品并履行对每只 REITs 产品保持善意的公平即可。因此,相比于公司型 REITs,契约型 REITs 委托代理模式相对间接,委托代理成本也更高。

(三) 契约型较公司型 REITs 的治理机制更为复杂

公司型 REITs 按照公司法的要求,股东大会、董事会、经理层、监事会之间的委托代理关系以及责权利的划分相对明确,争议较少。契约型 REITs 适用信托法,首先是相关国家和地区对信托法下的治理机制会有不同的认知和实践;其次是依据信托法制定的投资基金或者投资

[1] 物业管理人一般是发起人的子公司或者发起人控股的管理人设立的公司。

[2] 契约型 REITs 的份额持有人大会—受托人—管理人—物业管理人之间的博弈,以及公司型 REITs 的股东大会—董事会—经理层之间的博弈,在境外市场都统称为“corporate governance”,本文为行文方便,也借鉴统称为 REITs 治理机制。

[3] 委托人把 REITs 资产应当信托给受托人,管理人应当是委托物业管理人负责物业的日常管理。本文为行文方便,均都表述为委托。

计划的法律法规时,相关国家和地区又会根据投资基金或者计划的特点,对信托法下的治理机制作不同的调整;最后是根据信托法和投资基金或者计划的规定制定 REITs 规则时,也会结合 REITs 的特点,对投资基金或计划下的治理机制作出不同的调整。因此,从治理机制的法律逻辑来看,契约型较公司型 REITs 的更为复杂。

在 REITs 治理的实践中,契约型也较公司型 REITs 复杂。具体表现在:一是除受托人、份额持有人和发起人都在规则和实践中的确定的之外,是否设置管理人和物业管理人,不同的国家和地区有不同的做法。比如,新加坡和中国香港地区在规则上未作明确要求,但在实践中都作了设置,印度则在规则和实践中都作了设置,而澳大利亚则不设置管理人的角色。二是上述当事人所扮演的角色总体清晰,受托人作为普通法下〔4〕的 REITs 资产的所有人,代表份额持有人利益持有 REITs 资产并行使有关重要的决策事项,以及履行对管理人监督的职权;管理人可会同受托人形成共同受托人(如新加坡和泰国),主要履行 REITs 资产主动运营管理职能并监督物业管理人;物业管理人则受托于管理人负责 REITs 资产日常运营管理职责;份额持有人为衡平法下实际受益人,对受托人和管理人进行监督;发起人或作为主要份额持有人(具体见下文分析)或作为管理人和物业管理人的股东,参与 REITs 治理。但是,不同的国家和地区对每个角色所赋的职权有不同的做法。比如,在份额持有人的职权上,新加坡和中国香港地区 REITs 的份额持有人会议职权相对小,受托人尤其是管理人的权限比较大,印度则完全相反,持有人会议职权相对大,其他角色权限相对小;比如,在受托人相对于管理人的职权分配上,泰国赋予的受托人权限最大,印度次之,新加坡和中国香港地区最小。澳大利亚由于规则上没有明确管理人的角

〔4〕 大陆法系和英美法系在信托财产所有权上有不同的制度安排。在英美法系下,适用双重所有权制度,受托人具有普通法下的所有权(legal title),以及受益人具有衡平法下的所有权(equitable title),进而形成受益人与受托人的制衡关系。在大陆法系下,适用绝对所有权制度,为避免出现“一物两权”的问题,受托人和受益人对信托财产是否拥有所有权,在法律上大多作模糊处理。这种模糊处理,本质上存在借鉴英美法系双重所有权的思路,通过区分受托人的名义权属和受益人的实际利益,以形成受益人对受托人之间的制衡关系。为便于说明,本文就信托财产的所有权安排问题,主要以普通法和衡平法的相关表述进行说明。

色,因此,受托人的职权也相对大,但是澳大利亚也会因项目不同而作调整,如合订类 REITs,受托人的部分职责会由合订方承担。

(四) 发起人主导 REITs 治理基本是境外市场共同做法

公司型 REITs 下,负责 REITs 资产运营管理的公司就是 REITs 的发起人(包括原始权益人,下同)或其子公司。因此,REITs 上市就是发起人或其子公司上市,而且发起人通常会认购一定比例的 REITs 份额,成为公司的大股东,因此,公司型 REITs 下,发起人在治理机制中具有主导地位。契约型 REITs 下,境外市场考虑到发起人不仅是资产运营管理的专业机构,而且很可能是 REITs 成立前的委托人,往往通过同时使用以下三种方式将发起人设计成为契约型 REITs 治理机制的主导方:一是发起人通过认购一定比例的 REITs 份额成为重要的份额持有人,并可能让份额持有人大会具有比较大的管理运营 REITs 资产的决策权,印度是其中的典型代表;二是发起人专门设立或控股 REITs 管理人,以共同受托或类共同受托的名义参与 REITs 治理体系;三是发起人或其控股的 REITs 管理人专门设立或控股 REITs 物业管理人,或者发起人直接作为物业管理人。通过上述制度设计,境外市场 REITs 发起人基本都主导了 REITs 治理。这有利于提升发起人出售优质资产,发挥其专业管理优势增厚 REITs 资产收益。结合下文分析,境外市场在具体实践中,REITs 管理人和物业管理人基本都采取了“一对一”模式,促进契约型 REITs 的治理机制逐步向公司型 REITs 靠拢。澳大利亚的合订 REITs 本质上就是契约型和公司型 REITs 的综合体。

(五) 同业竞争、关联交易和资本结构等问题是契约型 REITs 治理的重要内容

一是同业竞争问题。为防止契约型 REITs 的管理人和物业管理人因同时运作多只同类型的 REITs 而带来的同业竞争问题,境外国家或地区的市场基本都实行一只 REITs 由一家管理人和一家物业管理人运行。管理人和物业管理人可以是集团下设的独立子公司。我国香港地区的 REITs 规则明确管理人原则上只负责一只 REITs 的运作(管理海外物业的,明确仅负责一只 REITs);新加坡等部分采取契约型 REITs 国家即使在规则上未明确一个管理人负责一个 REITs,但实践中都实行一对一的模式;印度虽未在规则上明确规定实行一对一的管理模式,

但要求 REITs 管理人 1/2 以上的董事(若为公司)或管理委员会成员(若为有限合伙企业)是独立的,未担任其他 REITs 管理人的董事或委员会成员;而物业管理人都比照管理人的做法,实行一对一模式。^[5]二是关联交易问题。契约型 REITs 因为参与角色多而引发的关联主体多,包括受托人、管理人、重大持有人和可能的物业管理人等的关联法人和关联自然人,以及由关联主体多引发的关联交易多且复杂。因此,境外市场对关联交易在发行端和持续监管端都作了较为严格、翔实的规定,包括关联主体、关联交易类型、审议交易决策程序、披露和报告程序以及责任主体等,以防范利益冲突。三是杠杆限制的问题。由于契约型 REITs 的委托代理成本高于公司型,因此,实行契约型 REITs 的国家和地区一般都规定资产负债率,且上限相对低。比如,新加坡为 50%,印度为 49%(其中基础设施 REITs 可达到 70%),泰国为 35%(如果是投资级 REITs 可达到 60%),马来西亚为 50%。公司型 REITs 资产负债率基本不作限制或者上限比例比较高,如欧洲绝大部分国家、美国和日本都没有设置杠杆率。四是剩余控制权问题。在法律法规上,未在份额持有人大会、受托人和管理人之间进行分配的其他职权,属于剩余控制权。剩余控制权的归属问题,在不同的国家有不同的做法。有些国家将大部分剩余控制权归属持有人大会所有,如印度,有些国家和地区如新加坡、中国香港地区则归属管理人所有,但总体上归属管理人所有居多。

(六) REITs 上市交易和持续期监管制度基本遵从股票市场

一是关于 REITs 上市。绝大部分境外市场 REITs 发行后都要强制上市。根据美国房地产信托协会(NAREIT)的统计,全球超过 70% 的 REITs 市值为上市交易的 REITs。新加坡、中国香港地区、英国和法国等均强制 REITs 上市交易。其中,公司型 REITs 的上市行为基本比照股票制度执行,而契约型 REITs 基本比照投资基金或计划执行。强制上市的国家和地区,上市条件总体要服从发行条件或者发行前要沟通

[5] 中国香港地区的 REITs 在规则上没有明确物业管理人的说法,管理人可以将部分的运营管理职责转委托到第三方进行运营管理。实践中,基本都通过物业管理机构进行管理。本文为便于解释,称为物业管理人。

明确是否符合上市要求,如中国香港地区。不强制上市的国家 and 地区,往往都有上市条件的要求。比如,美国 REITs 在纽约证券交易所上市,^[6]除满足发行条件之外,还需满足股票上市条件,其中,少于 3 年运作历史,股东权益须超过 6000 万美元,满 3 年的,需达到公司有关收入或市值指标的要求等,不再满足上市条件或市值在 30 个交易日持续低于 15000 万美元的,将实行退市。二是关于 REITs 交易。境外绝大部分的交易所都以股票交易为主,并采用适用于股票的竞价交易机制。因此,公司型和契约型 REITs 也基本都采用股票的竞价交易机制。比如,美国、新加坡、日本和中国香港地区等市场的 REITs 申报方式、交易时间、撮合原则、交易效率(T+0 交易)、行情展示、熔断机制、暂停和恢复交易、大宗交易等参照股票交易执行。三是关于存续期的行为监管。存续期内,REITs 涉及信息披露、关联交易、同业竞争、权益变动、扩募、资产收购等方面的行为,除符合发行方面的有关规定之外,在持续期内,基本都遵循股票的相关规定。比如,REITs 在纽约证券交易所上市的,除了上市和退市等方面有差异性规定之外,其他基本都比照股票的规定执行。新加坡和中国香港地区在权益变动和要约收购方面,也都按照规范股票的《证券及期货法》《收购守则》(新加坡),以及《证券及期货条例》《公司收购、合并及股份回购守则》(中国香港地区)等相关规定执行,没有针对 REITs 作出差异化的安排。^[7]

[6] 美国 REITs 可私募发行也可公募发行,公募发行也可不上市交易。公募发行且上市交易的,上市交易场所可在纽约证券交易所和纳斯达克交易所等进行选择,但纽约证券交易所占据主导地位。

[7] 新加坡《收购守则》主要规范公众公司普通股收购行为,包括权益变动和要约收购等相关事项。比如,若任何人独立收购或连同其一致行动人收购公司 30% 或以上有表决权股份权益,或若该投资人独立持有或连同一致行动人持有本公司 30% ~ 50% (含首尾)有表决权股份,于 6 个月期间增购占比超过公司 1% 的有表决权的股份,则必须就余下有表决权股份提出收购要约,中国香港《公司收购、合并及股份回购守则》在权益变动和要约收购方面,在新加坡规定的基础上,作了更加明确的规定。比如,“任何持有一家公司不少于 30%,但不多于 50% 投票权的人,取得额外的投票权,结果令所持该公司的投票权占比(以截止及包括取得上述投票权当日之前的 12 个月期间所持投票权的最低占比计算)增加超过 2%,必须要发出要约收购”。

二、我国 REITs 试点制度的特殊性安排及分析

从国家发改委、中国证监会以及沪深交易所等发布的制度规则来看,我国 REITs 的规则体系试点特征较为明显,相关制度在充分借鉴境外成熟市场契约性 REITs 制度特征和实践经验的同时,也充分考虑了我国当前的现实国情。

(一) 试点领域的特殊性安排

与绝大部分境外市场从房地产起步不同,我国 REITs 试点从基础设施领域开始起步,这符合我国当前宏观政策和管理的需要。一是严格执行“房住不炒”的政策,避免因政策敏感性对 REITs 试点产生影响,为常态化推进 REITs 创造良好的政策氛围。二是基础设施领域是我国存量资产最大的领域,可 REITs 的资产占比高。据不完全统计,1995~2019 年,我国基础设施投资近 150 万亿元,其中铁路、公路和机场、煤电气热等优质企业占比很高。三是为地方经济和国有企业发展提供权益资金,补充新基建资本金,提升基建投资对我国经济的有效带动作用。四是切实推进地方国有企业的混合所有制改革,加强社会投资者对国企改革的监督作用。

(二) REITs 内在特征的相关安排

我国 REITs 规则同样保持了 REITs 的内在特征。在投资者结构上,规则虽没有比照境外市场通过约束前几大股东的持股比例等,实现投资者充分分散的目的,但是规则要求扣除战略配售比例之外,网下投资者发售比例不得低于 70%,且剩余部分可以通过网上发行、场外发售等形式向公众投资者发行,确保更多的投资者参与 REITs 认购,此外,基金管理人和发起人可以在招募说明书和基金合同中约定大额持有人的认购条件及比例限制,但该限制不得对持续期监管的权益变动和要约收购造成实质障碍;在投资对象上,规则已经明确要求 80% 以上的基金资产投资到基础设施资产支持证券份额,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;在收入来源上,虽然规则对来自基础设施租金和增值收入的比例作出了规定,同时明确剩余的

20% 基金资产只能投资于利率债、AAA 级信用债或货币市场工具。这说明,投资者的收入的大部分将来源于因运营基础设施而产生的收入;在利润分配上,要求将 90% 以上合并后基金年度可分配金额以现金的形式分配给投资者。

(三) 法律载体的特殊性安排

根据境外市场的实践经验,以及我国现有的证券法律制度,REITs 的法律载体可以是股票、公募基金、信托份额和公募的资产支持证券等多种形式。若采取股票形式,现行的股票发行上市的法律制度体系包括《证券法》和《公司法》不支持持有基础设施的项目公司直接上市;若采取公募基金形式,《证券投资基金法》明确规定基金财产不可投资非上市公司的股权;若采取公募资产支持证券形式,证券法明确需要国务院出台专门的条例将证券化产品予以公募化;若采取信托份额形式,信托份额不属《证券法》明确的证券品种且《信托法》等有关法律基本明确信托份额属于私募产品。因此,与境外成熟国家采取一层法律载体不同,我国按照《信托法》和《证券投资基金法》等方面的规定,采取了公募基金+资产支持证券(Asset Backed Securitization, ABS)(= REITs)的两层契约性 REITs 架构,这是我国当前法律体系下最可行的模式和最现实的路径。

(四) 两层架构压缩的特殊性安排

为缓解两层架构的法律载体所带来的管理成本增加和业务复杂性,规则上作了以下 5 个安排:一是明确公募基金必须投资持有一只或多只全部的 ABS 份额,并取得基础设施项目的完全所有权或经营权利。二是要求基金管理人与资产支持证券计划管理人应当存在实际控制关系或者受同一控制人控制。若聘请财务顾问,财务顾问应当是具有保荐资格的证券公司。结合资产支持证券有关的管理规定,上述安排实则明确了 REITs 的两种承销模式,即由保荐业务资格的证券公司(可承担财务顾问角色)和其控制或受同一控制人控制的基金公司组成的模式,以及由基金公司和其控制或受同一控制人控制的基金子公司,外加作为财务顾问的证券公司组成的模式。从操作成本和专业度上,前一种模式可能成为主流模式。三是基金托管人和资产支持证券托管人应当为同一人。四是鼓励基金管理人和资产支持证券计划管理人聘请的会计师事务所、律师事务所、评估机构等证券服务机构为同一

人。五是明确要求基金管理人和计划管理人协同推进相关工作,包括尽调的协同等。

(五) 强化基金管理人职权的治理安排

REITs 的法律适用上,我国与境外市场保持一致,依据信托法及其投资基金或投资计划相关的法律,即《信托法》和《证券投资基金法》等相关法律。但是,我国《证券投资基金法》因主要适用于投资于股票、债券等证券产品的传统公募基金,基金管理人的职权相对集中。表现在:一是实行共同受托〔8〕的托管人只负责基金财产的保管以及对基金管理人投资运作的监督管理。二是份额持有人大会仅负责基金扩募、延长和修改基金合同、调整基金管理人和托管人及其报酬标准等,且召集程序复杂、召集成本高。根据不完全统计,所有公募基金中,召开基金份额持有人会议的次数不足 1%。三是作为基金份额持有人大会的补充——日常机构,具有召集程序简单、议事规则灵活,以及具有类似于基金份额持有人大会的职权等优势,但是截至目前,我国公募基金基本没有日常机构的设置先例。四是由于托管人的职责受限、基金份额持有人大会及其常日常机构职责不能有效履行,公募基金的剩余控制权基本由基金管理人掌控。由于我国 REITs 治理的整体架构依据《证券投资基金法》制定,如果严格比照传统公募基金的实践做法,REITs 作为一种不同于传统公募基金的金融产品,相关当事人是否按照信托法的基本原理即最大化受益人的利益进行运转,有待商榷和拷问。

(六) 发起人与基金管理人之间的制衡安排

为弥补基金管理人基础设施管理能力和经验缺乏的问题,REITs 规则作了以下安排:一是要求发起人至少认购战略配售基金份额的 20% 且锁定 60 个月,多于 20% 的份额锁定 36 个月;二是明确基金管理人可聘请外部管理机构负责基础设施的部分运营工作。在实践中,考虑到基础设施管理运营的垄断性以及发起人谋求控制权等诉求,基金管理人聘请的外部管理机构主要应为发起人。换言之,发起人通过份

〔8〕 根据《证券投资基金法》第 3 条的规定,实行基金管理人和基金托管人为委托人(基金份额持有人)履行受托职责,全国人民代表大会常委会法制工作委员会对该条释义中明确为共同受托模式。

额持有人和外部运营管理机构两个角色参与到传统公募基金的治理架构。在保持《证券投资基金法》管理人、托管人和份额持有人大会及其日常机构职权及其分配不变的前提下,在新增基础设施管理运营方面的职权上,基金托管人新增的5项职权仍属基金财产保管和监督职能,份额持有人大会主要新增基金净资产20%以上的项目买卖、扩募、5%以上的关联交易、法定情形之外的外部管理机构解聘、基金投资目标和投资策略重大调整等5项职权,基金管理人新增16项职权,其中6项可委托外部管理机构负责,并在法定的情形下,可以直接解聘外部管理机构。从上述新增职权的分配来看,份额持有人大会虽然参与了REITs重大的运营管理方面的决策,但基金管理人新增了更多的职能。整体上,基金管理人的职权不仅没有明显削弱,而且看似进一步强化。

(七) 同业竞争、关联交易和资本结构等方面的灵活性安排

一是关于同业竞争。我国REITs的试点规则并未限制基金管理人和外部管理机构可同时运作多只同类型的REITs。考虑到大部分基础设施自然垄断和相对唯一的属性,以及当前没有相关的监管实践,规则上并没有对REITs同业竞争问题作出系统规定,仅要求基金管理人对接基础设施项目的同业竞争问题做尽职调查。二是关于关联交易。试点规则对关联交易的尽调、基金管理人与原始权益人存在关联关系要聘请第三方财务顾问、关联交易在招募说明书和定期报告等的披露要求、5%以上的关联交易要经份额持有人大会同意、基金管理人董事会至少每半年要审查关联交易等重要内容作了明确规定。但是,规则并未对关联主体范围、关联交易类型、审议交易决策程序、披露和报告程序以及责任主体等内容作出相关规定,以体现REITs试点的特性,增强项目实践的灵活性。三是关于杠杆限制。为保证试点期间谨慎使用杠杆,比照境外大部分实行契约型REITs市场限制杠杆率的做法,沿用传统公募基金“基金总资产不得超过基金净资产的140%”的限制规定,我国将REITs杠杆率限制在28.6%,且首次发行必须解除杠杆,以剥离原始权益人对项目公司或基础设施资产的外部增信,同时对28.6%的杠杆率一分为二,其中14.3%可作为基础设施的项目收购,另14.3%可作为日常运营、维修改造等用途。四是关于剩余控制权。规则上并没有明确5%以下的关联交易、20%以下的项目购入或出售、融资杠杆

决策等剩余控制权的归属问题,但是,从传统公募基金的经验来看,剩余控制权一般是归属基金管理人。如果比照公募基金做法,则进一步强化了基金管理人的职权。

(八) 上市交易和持续期监管制度的特殊性安排

REITs 上市交易,以及信息披露、限售减持、资产买卖、扩募、资产收购及权益变动等持续期的行为监管上,我国 REITs 试点规则借鉴境外市场的做法,总体上遵循了股票市场或者基金市场的制度设计,同时也考虑到基础设施资产而带来 REITs 债券属性强等因素,以及为后续 REITs 业务实践预留空间和试点转常规积累经验,制度上也作了很多留白处理、差异性或适应性的安排。一是关于 REITs 上市的差异性安排。试点规则未对 REITs 发行后必须上市作出明确的规定,但由于当前缺乏对未上市 REITs 的管理规定,因此,试点阶段的 REITs 应当上市。REITs 上市没有额外的要求,只要符合发行条件和信息披露要求的,经交易所审核同意后即可上市。二是关于 REITs 交易的适应性安排。REITs 的交易除比照境外市场做法,沿用股票竞价交易机制之外,还采取了适合低流动性证券交易的交易机制,包括询价交易、协商交易和做市交易,同时,上市首日涨跌幅限制比例为 30%,非上市首日涨跌幅限制比例为 10%,力图通过交易的多样性和灵活性安排满足投资者不同的交易需求,提高市场的活跃度。三是关于持续期行为监管的安排。在 REITs 收购上,考虑到基础设施 REITs 的债券属性,在借鉴新加坡和中国相关有关规定的规定的基础上,作了以下规定,即投资者持有 REITs 的份额达到 15% 时,实施 5% 步长的信息爬坡披露机制,要约收购门槛为 50%,与我国股票对应的 5%、1% 和 30% 的规定存在较大差异;在 REITs 扩募上,按照传统公募基金的规定,实行事后备案,但涉及资产新购的扩募,则属原注册事项实质的变更,需要重新提交注册申请,这与股票的增发和重大资产重组也有较大的差别。除了上述适应性安排之外,更多的是做了灵活性或者留白处理。比如,REITs 权益变动和收购的程序、间接收购、一致行动人认定、证券服务机构履责、要约豁免等内容明确参照《股票上市规则》《上市公司收购管理办法》等有关规定执行,确不适用的事项,当事人可以说明理由,免除履行相关程序或者义务;再如,资产新购或出售的,现行规则主要明确了资产新购、出售的

基本安排,但资产新购和出售的条件、程序、基金管理人发生变更的资产新购(类似于股票中的借壳行为)标准、要求及程序等都未作明确规定。此外,限售份额的减持、融资融券和规范运作等方面也未作明确规定。

三、REITs 试点制度有待讨论的问题及建议

(一) REITs 试点制度有待讨论的问题

我国 REITs 试点根据《信托法》《证券投资基金法》等有关法律法规,在确保 REITs 四大内在特征的基础上,采取了公募基金 + ABS (= REITs) 的两层架构,并从基础设施领域开始试点。从上述分析看出,我国 REITs 试点制度总体上符合 REITs 发展规律和演变趋势,也与大部分实行契约型 REITs 国家和地区的规定和做法基本保持一致。但也出现以下两个有待进一步讨论的问题:

一是以底层资产管理能力及经验都比较欠缺的基金管理人主导 REITs 的治理机制,与 REITs 需运营底层资产增厚投资收益的要求存在错配,也与当前基础设施 REITs 发起人谋求基础设施控制权等诉求产生冲突,同时与国外以发起人为主导的治理机制产生很大的反差。

二是如权益变动和要约收购等方面的灵活性制度安排或者如同业竞争等方面的制度留白,给试点预留了更多空间的同时,也给 REITs 最终上市增加了不确定性。

(二) 关于业务实践的建议

在现行的《证券投资基金法》以及 REITs 试点制度的框架内,基金管理人在 REITs 治理结构中的主导地位,短期内不可能改变。为进一步平衡发起人与基金管理人的利益,缓解基金管理人角色的失配程度,发挥发起人专业管理的积极性,提高 REITs 的投资收益,建议根据《证券投资基金法》等法律法规和试点制度的规定,由基金管理人与发起人就 REITs 治理协商确定相关的制度安排,并在申报材料中予以明确。一是探讨在份额持有人大会下设日常机构的可行性,形成类似股东大会下的董事会,并考虑在基金合同中约定将剩余控制权等有关职权上收到日常机构,由日常机构对基金管理人的管理运营形成制衡和支持;

二是运用份额持有人大会“基金合同约定的其他权力”的条款,在基金合同中约定相关剩余控制权上收到份额持有人大会,并将剩余控制权在基金合同中明确授权至日常机构、基金管理人或者项目公司董事会;三是比照当前的公募基金的作法,建立相对独立的 REITs 管理运营决策委员会,发起人作为专业的运营管理机构,应当在上述的日常机构、经营决策委员会和项目公司董事会充分的建议权或者表决权;四是在项目公司的经理职权由外部管理机构行使,但保留董事会或执行董事决策方面的安排。

同时,对于同业竞争、关联交易、资产新购或出售、收购和权益变动、投资者认购的条件及比例、限售份额减持、扩募等在制度上做灵活性安排或者未明确规定的,建议在项目申报等相关材料中,按照现行的试点制度,参照股票的有关规定,如《上市公司收购管理办法》《上市公司证券发行管理办法》《上市公司重大资产重组管理办法》《股票上市规则》等,作出明确的安排。

在项目审核的过程中,建议对由发起人与基金管理人在申报等材料中作出上述明确安排的,在审核上要充分考虑到现行制度对基金管理人职责高度集中的现实,以及基金管理人对底层资产管理能力和经验缺乏的实际,从发挥发起人专业管理的积极性和主动性,从而提升底层资产综合收益的角度,平衡好基金管理人和发起人之间的利益格局。

(三) 关于制度规则调整完善的建议

在《证券投资基金法》等有关规定下,通过项目操作实践,能适度平衡发起人与基金管理人利益格局,但是也对 REITs 项目的审核能力和要求提出了挑战,增加了 REITs 项目发行上市的不确定性。建议随着 REITs 试点的逐步推进,以及审核和监管经验的逐步积累,建议进一步完善以下制度:

在现行的试点框架内,一是明确同业竞争的相关规定。在基金管理人方面,建议参照中国香港地区等市场的做法,根据基金管理人的能力评估其管理多只 REITs 的可行性,原则上只允许一个基金管理人管理一只同类型的 REITs 或者只管理一只基金。如果设置经营管理决策委员会的,应当有一定比例的外部独立委员构成;在物业管理人方面,也要求一个 REITs 匹配一个独立的法人进行管理,该法人的董事会应

当有一定比例的独立董事构成。二是完善关联交易的相关规定,包括明确关联交易的主体范围、关联交易类型、披露和报告程序、关联交易的计算方法、责任主体等。三是比照《上市公司收购管理办法》等有关规定,出台 REITs 权益变动和要约收购等方面的业务指引。四是比照《上市公司重大资产重组管理办法》等有关规定,出台 REITs 资产新购、出售等方面的指引,明确 20% 以内和 20% 以上的资产新购条件、出售要求、程序、发起人和基金管理人的职责分配,以及相关中介机构履责等。五是比照《上市公司证券发行管理办法》,出台 REITs 扩募有关业务指引。六是研究 T+0 交易的可行性。总体来看,REITs 具有资产锚定效应,^[9]虽有权益属性,但债券属性可能更强。结合我国债券和境外 REITs T+0 的实践经验,探讨 REITs 实行 T+0 交易的可行性。七是研究探讨为发起人或其子公司发放投资顾问牌照的可行性,推出 REITs 投资顾问制度。其他如 REITs 融资融券、减持等方面也可考虑进一步作出翔实的规定。

在试点框架之外,一是建议研究出台资产支持证券公募发行有关规定。根据新《证券法》的要求,资产支持证券的发行、交易由国务院依照《证券法》的原则规定。因此,需尽快推动国务院出台相关的条例,推出资产支持证券公募发行。在此基础上,按照信托法的有关原理,结合境外市场的立法和实践经验,进一步简化 REITs 结构。二是建议修改《证券投资基金法》及其相关的规定,包括但不限于:允许公募基金直接持有非上市公司股权,进一步简化 REITs 架构,将以投资股票与债券等证券品种的公募基金与以投资底层资产的 REITs 作适当区分,允许为原始权益人发放基金管理的牌照,并将现行的公募基金托管人职责适当向受托人角色转变,比照公开发行证券有关做法,完善公募基金的审核注册规定,以及扩募、资产新购或出售等方面的审核注册规定。三是研究修改《证券法》等有关规定,可将 REITs 纳入证券法的监管框架,推出类似美国的公司型 REITs,或者类似澳大利亚公司型和契约型相结合的 REITs 产品。

(编辑:张媛)

[9] 参见蔡建春、刘俏等:《中国 REITs 市场建设》,中信出版集团 2020 年版,第 6 页。