

## 我国基础设施 REITs 信息披露 制度研究

汪世虎\* 马瑞乾\*\*

**摘要:**基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)作为公募基金,从交易结构上分析信息披露制度的重点应在解决多重委托代理关系产生的法律风险和提高基础资产透明度上,以实现保护投资者利益的目标。本文通过梳理美国 REITs 和资产支持证券信息披露制度,分析在我国香港地区上市的 REITs 案例的信息披露文件,总结其实践中的优点和不足。最后,从基础资产披露质量、各信息披露义务人协同履职和信息披露法律责任的追究 3 个角度,就建立专业的 REITs 信息披露制度提出建议。

**关键词:**REITs 信息披露 公募基金 资产支持证券

2020 年 4 月,证监会、国家发改委联合发布《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》(以下简称《通知》),并于 8

---

\* 西南政法大学民商法学院教授。

\*\* 西南政法大学民商法学院博士研究生。

月公布了《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称《指引》),在9月27日中国REITs论坛年会上,上海证券交易所表示将全力推进REITs落地。REITs作为在美国金融市场中列在股票、债券之后的第三大投资产品,将正式在我国以大公募形式推出,它具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点,不仅能有效盘活存量资产,填补当前金融产品空白,个人投资者也将获得投资大型基建项目、分享国家经济发展红利的机会。

REITs在我国作为一个新的证券品种,项目实行还处于试点阶段,根据要求需要在现有法律法规框架下,以个案方式稳妥推进试点,其中对于监管部门制定规则的重中之重就是保护投资者的合法权益,在新《证券法》下,信息披露制度则是核心。《指引》中明确了公募REITs中基金管理人的相关信息披露要求,但对于其他主体如何履行信息披露义务,公募基金与资产支持证券如何协同操作实现信息披露目标,以及对违反《证券法》《证券投资基金法》规定的信息披露行为产生的法律责任如何追责,都没有进一步明确。本文结合我国公募REITs的交易模式和现行法律法规,分析实施该项目可能存在的法律障碍和风险,对美国、我国香港地区关于信息披露的法律法规进行比较研究,并结合我国香港地区已发行的典型基础设施REITs案例的信息披露情况,就如何在证券法改革背景下,构建我国公募REITs的信息披露机制提出具体建议。

## 一、现行REITs信息披露机制分析

### (一)REITs信息披露制度的实现目标

新《证券法》将信息披露单列一章,对该部分内容进行了充分地补充、完善,整合了证券信息披露规则体系,目的就是以公开为手段,通过信息公开披露制度解决因天然的信息不对称损害投资者利益的行为。我国即将推出的REITs是一种具有特殊的复杂交易结构的证券品种,其相应的信息披露目标也有更高的要求。

### 1. 降低“多重代理关系”产生的法律风险

首先,确定 REITs 的交易结构。根据《指引》第 2 条的规定,我国的公募 REITs 是采用“公募基金 + 资产支持证券”的产品结构,这不同于美国一般以公司型架构为主,以及衍生出的伞形等结构,<sup>[1]</sup>它是一种四层结构。自上而下,投资者认购公募基金份额,基金投资资产支持证券,通过特殊目的的项目公司(SPV)取得基础资产的所有权,以运营基础资产的收益再向上传递实现投资目标。公募 REITs 的架构图如图 1 所示:

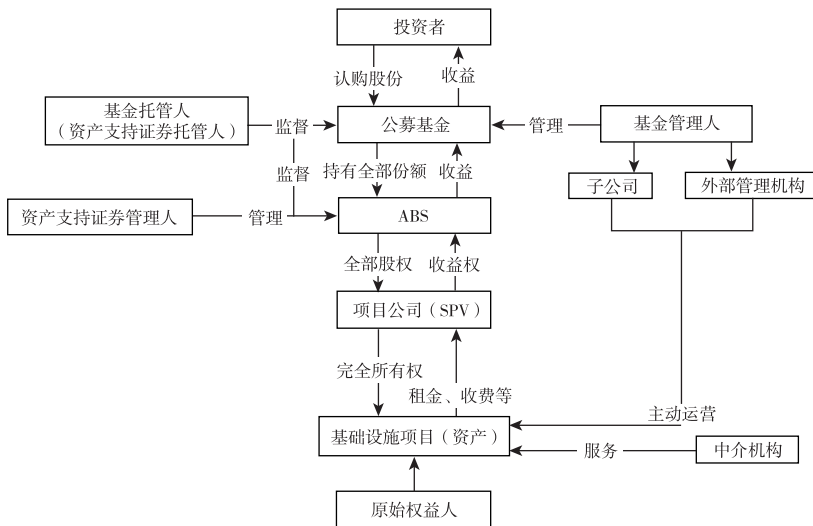


图 1 我国公募 REITs 交易结构

其次,主体之间法律关系分析。从交易结构中我们可以看到我国的公募 REITs 涉及多方主体,包括投资者、基金管理人、基金托管人(与资产支持证券托管人同一人)、基金管理人专门子公司、外部管理机构、资产支持证券管理人、原始权益人和中介机构等。投资者与基金管理人之间的权利义务关系通过基金合同确认,实质上是一种信托法律关系,投资者是委托人,基金管理人是受托人,其承担着直接管理基金

[1] 参见孟明毅:《不动产信托投资基金的美国经验借鉴》,载《金融研究》2020 年第 1 期。

和运营基础资产的重要职责,以实现投资目的。我国《证券投资基金法》确定了基金管理人和基金托管人为共同受托人,所以,投资者和基金托管人之间也是信托法律关系,基金托管人主要承担监督职责,监督各类资产全流程情况以及基金管理人的运营情况以维护投资者利益。由于基金管理人需要实际主动运营基础设施项目,其往往会委托专门子公司和外部管理机构承担,进行专业化管理,形成委托代理关系。在资产支持计划中,资产支持证券管理人与该计划投资者即公募基金之间属于委托代理合同关系,管理人是代理人,公募基金是被代理人,<sup>[2]</sup>但是放入整个 REITs 项目中公众投资者是最终受益人,资产支持证券管理人相对投资者仍然是受托人,再次形成信托法律关系,因此,在《指引》中对资产支持证券管理人与基金管理人提出了很多共同要求,共同承担一部分管理职责。

最后,法律风险的分析。由于交易链条的拉长,存在多重委托代理关系,直接产生的法律风险就是主体之间的利益冲突会损害投资者的利益。主要体现在管理人很可能利用与投资者之间的信息不对称违反信义义务,没有坚持持有人利益优先的基本原则。此外,管理人还需要聘请专业基础设施项目运营机构,财务、评估、法律等中介机构,这些都会增加相关主体无法完全忠实履职的法律风险。因此,强制信息披露制度很重要的一部分作用,就是通过制度监督管理人等主体行为,形成制约,增强约束力,降低每一层委托代理关系产生的利益冲突损害投资者利益的风险。

## 2. 提高 REITs 的基础资产质量信息透明度

REITs 是以获得基础设施项目的租金、收费等稳定现金流为主要目的,主要涉及公共事业基础设施、交通能源、产业园区、仓储物流和数据中心五大类,特高压、智慧能源、智慧城市、信息网络等新基建也在持续推进。<sup>[3]</sup> REITs 项目要求基础资产具备完全合规性,实现资产的实质性转让,达到破产隔离的目的。因为原始权益人往往为了融资尽可

[2] 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。

[3] 参见蔡建春:《加快推进公募 REITs 试点平稳落地》,载上海证券交易所网,[http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20200928\\_5227068.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20200928_5227068.shtml),2020年10月10日访问。

能降低成本,同时实现低价回购资产或者高价出售资产,这无疑都会造成投资者利益的损失,所以基础设施的质量尤为关键,从现金流、投资回报、增长潜力以及债权债务等情况都要符合优质性的要求,事关能否完成项目的最后投资目标。在信息披露过程中,REITs 区别于投资基金,其注重在对基础资产、项目质量的信息披露,尽最大可能提高资产质量的信息透明度,而投资基金重在基金合同、投资者权利义务等条款的披露。<sup>[4]</sup>

## (二)我国目前 REITs 信息披露相关制度梳理

### 1. 新《证券法》的规定

法律对与 REITs 相关的信息披露制度主要规定于《证券法》,《证券投资基金法》涉及内容较少。新《证券法》关于信息披露在原有规定的基础上,增加了很多新的内容,对发行人和信息披露义务人提出了更加明确规定,除强制披露义务外,肯定了自愿披露规则,增加投资者对证券投资价值和投资决策的判断能力,使彼此之间互信力提高。同时进一步扩大了信息披露的范围,对“重大事件”以法律的形式作出明确解释,这是对既往损害投资者利益事件的总结。该部分法律是对证券信息披露的一般性规定,因此 REITs 项目也必须遵守法律规定。

### 2. 其他信息披露文件的规定

直接规定 REITs 信息披露制度的文件是《指引》,其中涉及具体信息披露规则的条款并不多,只是从信息披露主体角度,要求基金管理人、基金托管人、原始权益人、外部机构等履行信息披露义务,因此,目前并没有针对 REITs 的专业信息披露指导规则,仍然需要适用公募基金和资产支持证券的信息披露规定。

《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》(以下简称《管理办法》)主要规范公募基金信息披露义务人的行为,该《管理办法》对一般披露事项、募集信息事项、运作信息事项、临时信息事项都作了详细地规范性阐述,而且针对如何实施信息披露、违反信息披露义务承担的法律 responsibility 以及与《证券投资基金法》的衔接都作了规定,同时,《指引》共有 51 条,其中有 26 条是对基金管理人的要求,所以,对于基金管理人

---

[4] 参见闫云松:《从境外 REITs 看境内模式》,载《中国金融》2016 年第 11 期。

部分已经形成了比较完整的体系。但是在 REITs 中,基金管理人需要设立子公司或者聘请外部机构直接经营管理基础资产,那么,子公司或者外部机构也应当履行信息披露义务,目前该部分规定不足。

针对资产支持证券部分的信息披露,目前由《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》(以下简称《信息披露指引》)和《上海证券交易所资产支持证券临时报告信息披露指引》(以下简称《临时报告指引》)规定。在《信息披露指引》中,首先确定了披露主体,包括管理人、托管人、原始权益人和其他服务机构等;其次,在发行环节主要通过计划说明书、法律意见书、信用评级报告等进行信息披露;最后,在证券存续期间主要通过专项计划收益分析报告、年度资产管理报告、托管报告、资信评级报告等进行信息披露,同时对影响投资价值或价格的“重大事件”作出了说明。《临时报告指引》规定了除定期报告外其他信息披露规则,主要包括重大事件信息、循环购买信息、持有人会议信息等,是对《信息披露指引》的有效补充。

在 REITs 中基金管理人处于主导地位,而专项计划管理人应该怎样履行信息披露义务并没有明确的说明,同时,由于最上层是公募形式,对原始权益人和中介机构应该提出更高的要求,因此不能仅用现行单独资产支持证券的披露规则对其要求。REITs 是一个整体项目,信息披露作为证券发行、交易的核心制度更应该体系化,不应该出现规则思路不清晰、标准不统一的问题,增加适用法律规则成本。

## 二、美国 REITs 信息披露内容分析

### (一)美国 REITs 信息披露制度

美国从 1960 年首次针对 REITs 立法至今,已经发展成为全球体系最成熟、规模最庞大的 REITs 市场。截至 2019 年年末,美国公开发行上市的 REITs 产品共 219 只,股票总市值达到 13,000 多亿美元。<sup>[5]</sup>从 2000 年到 2016 年近 16 年里,权益型年化复合回报率为 12%,抵押

---

[5] See *Reit Data*, <https://www.reit.com/>, visited Oct. 19, 2020.

型年化复合回报率为 9%，表现出了高额的平均回报。<sup>〔6〕</sup>近 60 年来，大量的法律、法案、规则为 REITs 发展提供制度保障，因此，非常值得我们借鉴学习。

### 1. 信息披露法律制度框架

美国 REITs 是一种投资基金，属于共同基金，从交易结构上看，大多数属于公司型，即依法成立投资股份有限公司，进而发行各类证券进行资金募集。对于公开交易的 REITs 的证券将在美国证券交易委员会（SEC）登记注册并提交报告，再进入纽约或纳斯达克等交易所上市交易，投资者可以像购买任何其他股票一样，直接买卖公开交易的 REITs 股票，<sup>〔7〕</sup>因此，与其他公开发行证券一样，投资者保护将成为监管层面的重点，也是制定信息披露规则的重要目标。

目前，规制 REITs 的法律主要包括 1933 年美国《证券法》《证券交易法》《投资公司法》《房地产投资信托法案》《REITs 现代化法案》和《房地产投资信托改良法案》。REITs 除了要适用所有上市公司的法规之外，还必须遵守美国《证券法》的表格 S-11 和美国证券交易委员会行业指南 5 的披露要求，在某些情况下，还适用《证券交易法》第 14(h) 条，<sup>〔8〕</sup>这属于对 REITs 信息披露制度的特殊要求。

### 2. 表格 S-11 对 REITs 信息披露的要求

表格 S-11 是向美国证券交易委员会提交的文件用于登记 REITs，其规定了 REITs 业务是为了投资而收购、持有和管理房地产的类共同基金，通过汇集众多投资者的资本，以便对房地产进行投资。该表格的目的是向公司的利益相关人披露重要信息，并禁止在发行、交易过程中出现任何欺诈行为。<sup>〔9〕</sup>在招股说明书中要求披露的内容共 30 项，涵盖了具体填报细节、交易定价、REITs 计划包括如何使用收益、选

---

〔6〕 参见《中国公募 REITs 发展白皮书》。

〔7〕 See *Investor Bulletin: Publicly Traded REITs*, [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib\\_reits.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_reits.html), Visited Oct. 19, 2020.

〔8〕 See *Frequently Asked Questions about Real Estate Investment Trusts*, <https://www.mofo.com/>, accessed Oct. 19, 2020.

〔9〕 See *Laws & Regulations, SEC Form S-11*, By JAMES CHEN, <https://www.investopedia.com/terms/s/sec-form-s-11.asp>, visited Oct. 19, 2020.

定披露财务数据、收入和利润趋势、运营数据、融资情况以及条例 S - K 规定的其他数据等。其中有四部分内容作出了细致规定：

第一,关于一般事项的披露。S - 1 表格是美国新证券的初始登记表,也称为 1933 年证券法,因此,对于 REITs 的一般事项的披露首先要符合 S - 1 表格的要求。

第二,关于项目整体经营情况的披露。要求保证投资者能够充分理解项目能够上市的主要原因,以及未来投资发展的具体方向,同时必须对已经存在或是潜在的风险因素、收益与费用比率、现金分配情况、资产净值、经调整的运营资金和净运营收入等关键数据做明确披露。<sup>[10]</sup>

第三,关于基础资产情况的披露。这部分一方面来自对投资计划的披露,包括房地产具体的位置、经营和融资方法、存在的按揭情况、计划投资各类不动产项目金额或百分比、不动产上的各类用益物权和担保物权情况以及继续投资各类金融产品情况。另一方面来自对资产的直接披露,包括发行人需要全面披露其自身或者子公司已经持有、拟收购或是准备出租的所有重要不动产的位置、一般或重要信息,这其中的重要资产,指的是账面价值为发行人总资产的 10% 或以上的任何财产,或至少为发行人上一财政年度总收入的 10% 的总收入的任何财产;如果基础资产属于改建的物业类建筑,需要披露其改建后的经营数据,如出租率、租户人数、租约等主要条款,甚至还要涵盖各项本金、利息和摊销等基础财务数据。<sup>[11]</sup>

第四,关于对信息披露义务人的要求。无论是发行人还是其他义务人,都必须对其自身与项目的任何关联关系作出说明,对于各项活动计划,需要说明其对该项活动的影响力以及在过去 3 年内从事相关活动的程度,包括发行证券、借款、贷款、投资、回购等细节情况,都要向投资者披露。<sup>[12]</sup>

---

[10] SEC. S - 11. Part I. Information Required in Prospectus. Item 3.

[11] SEC. S - 11. Part I. Information Required in Prospectus. Item13, 14.

[12] SEC. S - 11. Part I. Information Required in Prospectus. Item12.



### 3. S - K 条例和美国证券交易委员会行业指南 5 对 REITs 信息披露的要求

S - K 条例是针对上市公司设定的,要求其申报材料作季度、年度等各类报告,属于信息披露制度的一部分。条例规定了关于对财务报表的披露要求,其目标是全面审查这些报告,并就如何进行优化提出建议,以便公司和股东及时准确地披露这些信息。在 REITs 披露中关于交易价格的确定、证券持有人情况、资金分配计划、款项的使用情况、部分财务数据披露都由 S - K 条例进行规定。S - K 条例是本身非常成熟,对各个项目规定都尽可能详细,对商业、法律程序和风险因素的描述长达 30 年没有重大修改,<sup>[13]</sup>保证了整个信息披露体系的完整性、稳定性。

美国证券交易委员会行业指南 5 也对部分信息披露内容进行补充。包括内部管理风险因素的披露。例如,管理层对于房地产的经营经验是否充足、发行获得的收益未投资进入计划行业产生的不确定性等。外部潜在风险的披露。例如,房地产项目涉及的与物业有关的风险,包括行业竞争因素、生态环境因素、租金价格影响因素、各类法律限制因素等。

#### 4. 对美国 REITs 信息披露体系评价

通过对美国 REITs 整个信息披露体系的观察可以看出:首先,确认了公开交易 REITs 与普通股票、债券、基金等证券在保护投资者利益这一原则上并无不同,将其纳入《证券法》《证券交易法》规定的信息披露体系,需要严格履行已经具有成熟运行经验的披露义务。美国证券基本信息披露规则规定得十分详细,从多方面、多层次,尽最大努力向投资者展示公司的全貌,降低潜在投资风险。其次,针对 REITs 项目的盈利模式,是以房地产所获经营收益为目标,在特别规定部分加强对房地产本身的披露,同时要注意这一披露不是基础性的披露,由于房地产属于不动产,如果要完全反映其金融属性难度大于其他金融产品,因此披露要求涉及非常多的关键财务、经营类数据,而不是简单地依靠第三方评估。最后,明确了信息披露义务人的责任归属,对于房地产投资信托

---

[13] SEC. Regulation S - K. Summary.

基金的受托人、财务顾问、保荐人及其任何附属机构的负责人对所有交易,皆应该分别说明并全面披露所有重要条款、因素及情况,独立受托人有义务在报告中对此类交易的公平性进行审查和评论。<sup>[14]</sup> 该披露体系十分完整,对于我国 REITs 专业信息披露制度的制定具有重要借鉴意义。

## (二) 美国资产支持证券信息披露制度

我国 REITs 项目与美国存在差异,主要是交易模式中需要依靠资产支持证券产品,在该模式中所经营各类基础资产会产生相应的法律风险,<sup>[15]</sup> 因此在资产支持证券部分的信息披露同样也应该借鉴美国成熟的制度体系。在美国 REITs 的登记和信息披露与资产支持证券有明显的不同,表格 S-11 不得用于资产支持证券的发行。<sup>[16]</sup> 美国资产支持证券除了要满足一般信息披露规则外,还有专门的信息披露监管规则,即于 2014 年 11 月正式生效的《资产支持证券注册、信息披露和报告规则》(以下简称 AB 条例 II),在修订过程中美国证券交易委员会整合了大量的与 ABS 有关的信息披露案例,并征询了多方意见才最终完成。<sup>[17]</sup> 在 AB 条例 II 中信息披露的主要内容包括基础资产披露、招股说明书披露、交易主体自我披露、欺诈声明披露、静态池披露、信用评级披露等,<sup>[18]</sup> 其信息披露的方式实行差异化披露,从产品类型上分为机构型和非机构型,募集形式也分为公募和私募,<sup>[19]</sup> 鉴于我国 REITs 中资产支持证券的形式,本部分主要介绍与各类资产和主体相关的特殊披露制度。

### 1. 关于各类资产的信息披露制度

美国 ABS 基础资产采取标准化披露模式,适用所有资产类型,目

---

[14] Statement of Policy Regarding Real Estate Investment Trusts. VI. D. 1. f.

[15] 参见钟腾、王文湛、易洁菲:《中国类 REITs 产品投资属性研究——基于三个典型案例的分析》,载《金融论坛》2020 年第 3 期。

[16] 17 C. F. R. 229. 1101.

[17] John Arnholz & Edward E. Gainor, For the Process of Adopting Regulation AB, see Offerings of Asset - Backed Securities, pp. 5 - 33, 2005.

[18] SEC. Asset - Backed Securities Disclosure and Registration. D. VIII. A. 3.

[19] 参见潘紫宸、杨勤宇:《美国资产支持证券信息披露制度研究》,载《中国债券》2016 年第 1 期。

的使投资者能够全面了解项目情况作出投资决策,所以,披露的关键就是稳定可靠的数据。标准化数据披露能够增强对资产池描述的完整性,避免单一数据不稳定造成对项目风险预估不足。同时,AB 条例 II 也同样注重信息披露的成本问题,因为传递模式的资产支持证券信息披露成本明显高于一般证券,这样会抑制再证券化,因此,也要降低不重要数据的披露。

首先,披露的数据来源多样化。不仅依靠资产的原始权益人、发行人、委托人等信息披露义务人的主动披露,还可以通过第三方数据提供商、央行等权威金融组织、监管机构多渠道丰富资产数据。其次,确定信息披露的方式。标准化披露模式并不是要求所有资产披露完全相同的数据,仍然要根据资产类别选择合适的信息组合。同时,要求数据为机器可读模式,将数据下载到软件中,提高分析数据效率,解决因为数据过多造成投资者阅读负担的问题,加强金融与科技的融合,减少对资产评级机构的依赖。再次,所需披露的资产数据应当包括有关资产信贷质量的债务人信息、涉及每项资产的抵押权情况、特定资产现金流情况,如各类支付期限、预期支付金额、财务指标数据,以及每种资产在即存期间的表现情况等。最后,注意持续性信息披露。信息披露是一个过程,在提交招股说明书之后,如果情况发生变化仍然需要更新信息,同时提醒投资者信息的变化,避免误导投资者。针对不同资产的类型,披露义务人应该对常规信息变化的时间节点有预估,并对此作出说明。<sup>[20]</sup>

关于静态池资产信息披露主要是应对存在循环购买情况对整个资产池的影响。目前,我国资产支持证券的并没有针对静态池的专门披露规定,主要原因是在交易结构部分对静态池和动态池的研究不够深入,发行的产品数量不足,还没能为研究提供有效的数据支撑,在该部分的信息披露制度还需要进一步完善。

## 2. 关于交易主体的信息披露制度

美国资产支持证券根据实际情况对各主体进行分层次披露,其方式是围绕全面披露项目本身来要求主体履行披露义务,不是为了披露而披露,同时也强化了主体对项目应该履行的责任。

---

[20] SEC, Asset - Backed Securities Disclosure and Registration, D. III.

(1)对资产支持证券发起人的要求

在条例中对发起人的定义是通过直接或间接向发行实体出售或转让资产,并承担组织和发起资产支持证券交易的人,<sup>[21]</sup>这部分在我国 REITs 中类似于原始权益人的角色。除了常规披露,发起人还需要披露其对该证券的投资倾向变化,包括自身固定权益金额的变动,以及描述在各项交易中产生的权益变化,如购买、出售或以其他方式取得或处置证券,对处置过程中决策的原因、产生的各项风险、自身收益的影响都要作出说明。

(2)对各类服务机构的要求

服务机构主要指负责管理、集合资产或向资产支持证券持有人分配资产的人员,主要承担管理职能,不承担托管人职责,这部分职能在我国 REITs 中由资产支持证券管理人承担。服务机构的工作职责来自于服务协议,因此,对其应当披露的标准就是协议中的机构受到的约束内容。要求服务机构作出信息披露的目的是帮助投资者评估服务机构的能力,同时也是加强对其工作的监督。<sup>[22]</sup> 条例中对服务机构履行职务行为时产生的费用有一项特殊要求,机构需要就产生的费用与行业通常标准之间的差值的原因进行披露,目的是降低成本,减少企业负担。

(3)对受托人的要求

受托人最重要的职责就是保护证券持有人的利益。受托人除了应该履行属于信托法律关系中信息披露义务外,在委托协议中会要求其帮助投资者强制执行回购协议,但是受托人没有强制执行权,所以这些规定是无效的,那么,很有可能产生虚假陈述和欺诈的风险,因此,应该加强对受托人信息披露要求。

### 三、我国香港地区 REITs 信息披露内容分析

从 2005 年 11 月第一只房地产投资信托基金在我国香港市场上市

---

[21] 17 C. F. R. 229. 1101(1).

[22] SEC, Asset - Backed Securities Disclosure and Registration, D. IV. 2. c.

开始,截至 2020 年 10 月,共有 12 只(其中 1 只停牌)上市成功,总市值达到 2000 亿港元,平均收益率为 6.41%,<sup>[23]</sup>在我国香港证券市场占据重要位置。虽然在规模上或是发展经验上与美国比较都有一定差距,但是我国香港地区 REITs 的法律结构规定为信托形式,采取外部管理模式,分开处理资产,<sup>[24]</sup>这部分与我国 REITs 的交易模式有很多相似之处,同时,很多在我国香港地区上市的 REITs 产品的基础资产来自内地,其运营管理经验非常值得我们借鉴,尤其是与市场风险有关的信息披露制度研究。

我国香港证券及期货事务监察委员会(以下简称香港证监会)自 2003 年 8 月公布《房地产投资信托基金守则》(以下简称《守则》)初版以来共经过 4 次修订,至 2014 年 8 月公布第 5 版,因此,本部分选择在 2019 年 12 月上市的“招商局商业房地产投资信托基金”(以下简称招商局商业房托)的信息披露文件为分析对象,进一步理解 REITs 的信息披露的特点,在此基础上总结我国香港地区 REITs 法律制度的优势和不足。

### (一) 招商局商业房托上市前信息披露

在上市前由房托管理人“招商局置地资管有限公司”制作文件并披露,共 4 次包括 7 个文件,其中最后形成的文件是全球发售书,相当于招股说明书。在该文件中共披露 34 项和 8 个附录文件,排除程序性和总结性的 6 项内容共 28 项实质披露内容,<sup>[25]</sup>内容上也与《守则》的第 4 章到第 12 章的要求对应,完全按照《关于证监会认可的房地产投

---

[23] 参见香港交易所/市场数据/房地产投资信托基金,载 [https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Securities-Prices/Real-Estate-Investment-Trusts?sc\\_lang=zh-HK](https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Securities-Prices/Real-Estate-Investment-Trusts?sc_lang=zh-HK),2020 年 10 月 20 日访问。

[24] 我国香港地区《房地产投资信托基金守则》规定:一般规则 GPI“房地产投资信托基金的资产必须以信托形式持有,及必须与受托人、管理公司、相关实体、其他集体投资计划及任何其他实体的资产分开处理”。

[25] 招商局商业房地产投资信托基金(根据我国香港法例第 571 章证券及期货条例第 104 条获认可之香港集体投资计划)全球发售,2019 年 11 月 28 日。

资信托基金的海外投资的应用指引》关于信息披露的要求逐项披露。<sup>[26]</sup> 现将该计划书披露内容总结为四类进行分析。

### 1. 基础资产披露

该房托资产由5栋物业组成,详细描述了地理位置、租户情况、内生增长及未来收购情况,同时在风险部分披露了关于物业的评价,包括地理位置对未来经营的影响、使用用途的变化、未来物业商标和字号使用权情况、物业的土地使用权情况、与其他物业的竞争、建筑及装修标准的变化、建筑物质量检测情况、物业估值、周围环境及配套设施、物业保险情况等。

### 2. 参与主体披露

房托基金上市发行中的参与主体范围很广,其中房托管理人是核心。该项目的房托管理人、物业运营管理人和物业管理人都隶属于招商蛇口,房托管理人负责组织协调工作,也承担着最重要的信息披露责任。受托人由德意志信托有限公司担任,受到信托契约的约束。同时还有非常多的中介服务机构参与其中,包括上市代理人、联席全球协调人、联席账簿管理人及联席牵头经办人、财务顾问、核数师、会计师、法律顾问、物业估值师、建筑测量师、市场顾问,都应该在其职责范围内进行信息披露。涉及关联人交易的各种交易类别、豁免条件、各类审查意见,都是信息披露的重点。

### 3. 投资及运营计划披露

为了实现基金单位持有人获得稳定分派、长期可持续的分派增长及提升招商商业房托基金物业的价值的目标,投资和运营计划是对各个责任主体的约束,主要包括:资产管理计划涉及物业组合、升级、装修以促进租金增长;投资收购计划涉及通过收购扩充物业数量;资本及风险管理计划涉及借贷情况、资本负债比率、收益率等;财务情况和经营业绩的详细分析;各类成本费用的重点披露,对额外成本部分涉及管理人费用、收

---

[26] 我国香港地区《关于证监会认可的房地产投资信托基金的海外投资的应用指引》第20条规定:“加强披露风险及特定的海外事宜,管理公司须持续以适时、准备及清晰的方式,将任何可能与计划有关或对计划来说最重要的资料或事项通知现实持有人及有意投资者。该守则已订明一般原则及(除其他事项外)适用于销售文件、通函、公告及估值报告的披露规定”。

购和出售费用等;资金预期使用和收益预期情况;企业内部治理框架。

#### 4. 关键文件披露

关键文件,主要指内容复杂、专业性强、对公司有重大影响的文件,主要包括信托契约涉及受托人的工作职责,具体描述如何与管理人共同工作、如何对投资者负责;重要的买卖契约、融资协议、优先权选择契约、每基金单位分派承诺、商标及字号使用许可协议等;最后一部分就是中介服务机构出具的会计师报告、估值报告、建筑测量报告、法律报告等。

从全球发售书可以看出,我国香港地区房托基金信息披露比较注重效率,突出重点披露事项,整个文件简单明了,降低披露人的负担。在明确的信托法律关系下,交易结构简单,各主体责任清晰,同时对资产要求较高,项目虽然规模不大,但基本属于优质资产,已经具备良好的盈利模式和收益预期,信息披露主要分析资产的风险,为投资者提供全面信息,以便做出最后决策。同时,也看出香港证监会对房托基金发展还呈现保守态度。虽然披露项目范围基本满足要求,但对关键数据深度分析不足,并没有对既往成功或是失败案例做总结,与股票、公司债券等成熟的证券产品比较信息披露质量还有很大差距。

#### (二) 招商局商业房托上市后的持续信息披露

自上市以来,截至 2020 年 10 月 26 日,招商局商业房托共披露文件 29 份,每月平均 3~5 份,包括月报表、中期报告(半年度报告)、年度报告、重大信息澄清公告、董事买卖股份通告、董事会召开公告、环境和社会管治报告等。

房托管理人负责组织上市后的持续信息披露,总体上比较平稳,披露事项中出现较大波动的地方并不多,这也和项目本身具有关系,是以经营物业为主要收入来源,在投资经营策略没有方向性变动、市场环境没有发生重大事件的前提下,收益率会保持比较平稳状态,信息披露达到常态化。

## 四、我国 REITs 信息披露机制的建议

从美国 REITs 的发展实践来看,房地产投资信托基金透明程度较

高,本质上意味着与其他金融产品相比信息不对称程度较低,通过增加信息披露不仅有利于资本进入该领域进行投资,同时更有利于保护投资者利益和促进基础资产的有效运营,<sup>[27]</sup>因此提高信息披露质量,建立我国 REITs 专业信息披露机制依然是努力的目标。

### (一)多方面提高基础资产披露质量

信息披露制度的局限性在于投资者能否理解披露的内容信息,而不是是否释放了足够的信息给予到个人投资者,甚至还有机构投资者在投资结构性金融产品方面的专业知识还不够,<sup>[28]</sup>这样可能导致信息披露没有发挥应有作用。基础资产来源涉及多个行业,很多行业需要具备一定专业知识才能充分理解披露的内容,而信息披露不能过分要求投资者的理解能力,同时也不能过度提高信息披露义务人成本,降低效率,因此应该突出基础资产信息披露重点。

#### 1. 不动产权利负担的全面披露

目前我国公募 REITs 产品架构通过《指引》确认,属于权益型基金,其中在资产支持证券部分,很重要的一步就是设立 SPV,该项目公司的设立就是实现破产隔离的关键步骤。标的资产的风险从原始权益人转移到 SPV,达成交易,这所有都是在真实交易的基础上进行的,原始权益人资产转让后会使得流动资金增加,债务转移。<sup>[29]</sup>因此,信息披露的重点就是确认交易的真实性,对资产转移过程中的重要文件必须予以披露,并且相关责任人员要以法律形式予以确认。由于基础资产已经具有运营经历,在不动产上不可能不存在用益物权或是担保物权情况,因此对存在的债权债务问题必须厘清,确定义务人和责任人,保证不动产上权利负担的全面披露。

各个披露义务人应该对不动产所有既往的与其银行、企业、个人存

---

[27] See Elizabeth Devos, Erik Devos, Seow Eng Ong & Andrew C. Spieler, *Information Asymmetry and REIT Capital Market Access*, Journal of Real Estate Finance & Economics, Vol. 59, 2019.

[28] See Lee, Chae Jin, *Investor Protection in Asset - Backed Securities in the Era of the Capital Market and Financial Investment Business Act - Concerning Disclosure in the Offering Process*, Legal Papers, Album 30th, 2009.

[29] See Jacob Bonavita, *Asset Securitisation in Germany: Risk Transferor Legal Transformation?*, European Business Organization Law Review, Vol. 17, 2016.



在抵押、贷款等情况进行全面核查,对不动产登记情况、往来合同情况、各类票据,只要涉及影响所有权完全转移都应该积极披露。同时,原始权益人或是其他利益相关人员持有不动产项目或是其子公司股权,都应对权利完全转让作出说明,负责审核人员出具无保留文件。

## 2. 利用数字手段提高披露效率

采用标准化数据方式进行关键数据信息披露。美国已经通过标准化数据方式,建立资产综合评价数据库,作出资产评估报告,供投资者查询。<sup>[30]</sup> 数据库的建立需要数据基础,现阶段实现还有一定难度,但是完全可以设定涉及基础资产应当披露的标准数据表格,包括基础资产的通用数据披露项和选择数据披露项,也可以根据行业的特点做适当调整。标准化数据表格可以直观反映目前基础资产的现状,同时在最低程度上避免信息披露义务人故意掩盖核心数据,制造优质资产的假象。证券交易所可以利用自身信息来源优势,建立数据填报系统,由发行人负责填报,根据填报结果,通过一定的数据处理模型,与既有案例进行比对分析,得到初步评估结果,提高信息披露效率,也降低对无效信息的披露成本。

进步增强对财务数据披露的重视程度。价格是各类有价值信息最集中的体现,对资产评估的价格数据必须认真对待。随着科技的发展,激励着金融创新,但同时也使信息披露不容易聚焦,变得复杂化,而披露作为一种监管策略很重要的一步就是降低投资工具的复杂性,披露财务数据就是通过最简单的方法揭示最重要的问题。<sup>[31]</sup>

确定信息披露风险保留的最低标准事项。风险保留的意味着该信息可能产生的风险过低,属于不重要信息或是常识类信息,不予披露,并不影响投资者最后的决策。欧盟地区对风险保留设定了具体的比率是 5%,该比率是通过信贷机构通过信息相关性测算出来,并且针对资

---

[30] See Maggie Guidotti, *Seeking “the SEC’s Full Protection”: A Critique of the New Frontier in Municipal Securities Enforcement*, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 82, No. 4, 2015.

[31] See Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman, *Market Efficiency after The Financial Crisis: It’s Still A Matter of Information Costs*, *Virginia Law Review*, Vol. 100, 2014.

产项目自身透明度不同,可以调整比率大小。<sup>[32]</sup> 目前我国该项目处于初始阶段,信贷机构评价体系并不完善,对标准化信息处理的能力不足,因此很难直接确定披露保留比率,但是为了降低信息披露成本,提高对重点信息披露质量,确定低风险信息豁免披露具有重要意义,但义务人对豁免事项仍然要承担保证责任。

### 3. 建立基础设施动态披露制度

按照现行的披露要求,关于基础设施的全面披露和评估主要体现在发行上市前的招股说明书或是投资计划中,但是不动产的运营是动态的,任何一笔涉及不动产的投资行为都有可能对整体评估结果产生重大影响,而投资者甚至管理人又很难用固定标准去预测重大影响,因此有必要建立动态披露和评估制度。在《临时报告指引》和《管理办法》中对重大事件信息披露和循环购买信息披露作出了说明,但这种披露依然是单一的、孤立的披露,它不是通过数据测算评估后的整体披露,因此,管理人应该首先保证做到动态全面披露,重点项目作整体评估。同时,可以要求在上市前和持续信息披露中以附录的形式设置基础设施专章披露,突出对基础设施披露的重视程度。

从目前管理人持续披露情况来看,细节披露供给不足,对收益、亏损、经营等情况基本没有深度分析,没有为现有投资者继续增加投资和潜在投资者加入该投资项目提供足够的信息。<sup>[33]</sup> REITs 项目很重要的一个特点是收益率稳定,信息透明度较高,因此,为了进一步促进融资效率,对于不动产经营稳定的部分和变化的部分应该加强持续披露的内容。

### (二) 促进各义务人之间的协同披露

降低委托代理关系产生的法律风险的目标是促进各主体之间的行为动机的一致性,尽力避免因信息不对称导致的负面影响的出现,<sup>[34]</sup>

---

[32] See Orkun Akseli, *Securitisation, The Financial Crisis and The Need for Effective Risk Retention*, *European Business Organization Law Review*, Vol. 14, 2013.

[33] See Wolf - georg Ringe and Alexander Hellgardt, *The International Dimension of Issuer Liability—Liability and Choice of Law from A Transatlantic Perspective*, *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol. 31, 2011.

[34] Ibid.

同时明确各信息披露义务人权利义务关系,避免重复工作又找不到责任主体,降低信息披露效率。我国的 REITs 交易链中主体众多,事实上是增加了保障项目顺利完成的义务人,各主体之间可以形成约束,相互监督,弥补不足。现阶段,在各项制度还不健全的情况下,应该对各主体提出更高的要求,积极履行信息披露义务。

### 1. 对管理人要求

《指引》中已经确认了整个项目是由基金管理人负责组织协调,因此,基金管理人应该承担信息披露的主要责任。根据法律规定,<sup>[35]</sup>公募基金管理人由基金管理公司担任,而且公募基金已经运行多年,其完全有能力承担管理基金责任、履行信息披露义务,同时应该对其他各主体的信息披露报告都逐一核实并签字确认。唯一增加的部分是,基金管理人需要主动经营基础设施项目,而直接管理职责往往会委托给专业机构,那么管理专业机构并对运营管理信息进行披露由基金管理人承担。

针对资产支持证券管理人,根据规定由证券公司、基金管理公司子公司担任,<sup>[36]</sup>所以和基金管理人由不同机构分别担任。在《指引》中有很多规定对基金管理人和资产支持证券管理人提出了相同的要求,因此,两者在对投资者承担信义义务程度上和在信息披露质量上应当达到同一标准,但在具体分工上还应该突出自身的职责重点。资产支持证券管理人负责对资产支持证券和特殊目的公司的管理工作,资产支持证券需要取得特殊目的公司全部股权,特殊目的公司需要取得基础设施项目的全部所有权,同时来自基础设施的全部收益需要层层向上传递,因此,管理人的披露义务的重点就是保证该部分能够完全按照项目计划实施,他需要对该部分信息披露做单独说明。基金管理人和资产支持证券管理人应该共同履行对其他主体的监管职责,对其他主体的信息披露工作应该共同开展尽职调查。资产支持证券管理人不仅要

---

[35] 《证券投资基金法》第12条规定:“基金管理人由依法设立的公司或者合伙企业担任。公开募集基金的基金管理人,由基金管理公司或者经国务院证券监督管理机构按照规定核准的其他机构担任。”

[36] 《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6条第2款规定:“管理人是指为资产支持证券持有人之利益,对专项计划进行管理及履行其他法定及约定职责的证券公司、基金管理公司子公司。”

遵守《信息披露指引》和《临时报告指引》的规定,同时还要遵守《管理办法》的部分规定,尊重基金管理人的主导地位,避免重复性信息披露,共同对投资者负责。

## 2. 对托管人要求

我国 REITs 项目的基金托管人和资产支持证券托管人属于同一人,那么该托管人应该同时依照《管理办法》《信息披露指引》《临时报告指引》进行信息披露。托管人是与管理人平行的与投资者具有直接信托法律关系的主体,但从目前托管人履职情况看,没有完全发挥监督各主体、各项目的的作用,一方面由于管理人地位的强势,另一方面也是在制度上对托管人履职行为要求不够严格和具体。根据《基金管理办法》,托管人由商业银行担任,托管人报酬对商业银行吸引力较小,这很可能导致托管人不能勤勉履职,其信息披露质量很难达到要求。为了提高托管人信息披露能力,可以借鉴股票和公司债券发行、交易中保荐机构履行监督职责时应该承担的信息披露责任,促使其对投资者更加负责,因为托管人确实是保障公众投资利益的最后屏障。还要注意到应该充分发挥商业银行的财务数据处理能力和深度挖掘能力,在信息披露部分出具更有说服力的分析报告,充分保障投资者利益。

## 3. 对中介机构要求

REITs 项目的中介机构履职与其他公开发行的股票、债券等中介机构相比并没有过多的区别,因此完全可以用成熟证券产品的披露标准来要求该项目的中介机构。在 REITs 项目中应该更加重视信用评级机构的评级报告。特殊目的公司只有在具备足够信用的前提下,通过结构性增信,例如增加担保、购买信用保险等措施,评级机构才会给予高级评级,因此信用评级报告在信息披露中应在占据重要位置。信用评级机构如何取得投资者信任事关评级报告的公信力的问题,证监会应该加强对评级机构的管理,评级机构也应该披露具体的标准和细节,这样的披露可能会使评级方法暴露在仔细的审查之下,有效完善评级制度。<sup>[37]</sup>

---

[37] See Lawrence J. White, *Markets The Credit Rating Agencies*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 24, 2010.

#### 4. 对原始权益人要求

《指引》中规定了原始权益人的最低配售比例不低于 20%<sup>[38]</sup> 其原因将原始权益人自身利益与 REITs 项目进行绑定,倒逼其履行应尽义务。如果因为原始权益人没有将资产完全转移或是故意隐瞒关键信息虚假披露,其自身利益和普通投资者一样也将受到严重损失。从短期看,原始权益人一定是受益者,不仅可以重新获得现金流,同时盘活不动产,从公募基金部分获得可观的收益,从长期看,能否运营好基础设施回馈投资者,很重要的基础就是资产是否优质,因此原始权益人的信息披露重点还是围绕资产展开。权益人在一定程度上夸大资产优点是不可避免的,因此,首先应该要求原始权益人做到全面披露,为其设定标准披露项目、关键数据披露项目,同时原始权益人也应该积极配合管理人制定经营投资计划。管理人要积极监督原始权益人信息披露行为,及时给予指导或批评意见,完成整体披露目标。

#### (三) REITs 信息披露的法律责任

法律责任条款是信息披露制度中的重要部分,核心目的是约束融资者行为,保护投资者利益,确保信息披露真实、准确、完整。目前,我国证券法律体系关于违反信息披露义务的责任规定日趋完善,尤其是在新《证券法》信息披露一章增加了新内容,在法律责任一章加大了处罚力度,为证券执法和自律管理提供了重要的法律依据。针对 REITs 项目信息披露的法律责任确认难度在于,其是一个组合的证券品种,如何具体适用现行的法律法规,同时又充分考虑 REITs 信息披露的特点是关注的焦点。

在公募基金信息披露部分,《管理办法》第七章已经对法律责任作出具体规定,以证监会作为监管主体的行政处罚为主,同时可以对违法违规行为施加相应的行政监管措施,包括一般警示、财产罚、资格罚等。

---

[38] 《指引》第 18 条第 1 款规定:“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% 持有期自上市之日起不少于 60 个月,超过 20% 部分持有期自上市之日起不少于 36 个月,基金份额持有期间不允许质押。原始权益人或其同一控制下的关联方拟卖出战略配售取得的基础设施基金份额的,应当按照相关规定履行信息披露义务。”

这依旧沿袭了证券法修改前,以行政责任引领的法律责任体系,面临着处罚力度不足,行政、民事法律责任配置不平衡的问题。新《证券法》修改后对信息披露义务人的法律责任增加多处规定,不仅加大了行政处罚强度,同时对于义务人因虚假陈述、违规信息披露追究民事责任作出了详细规定,<sup>[39]</sup>在第六章对投资者保护部分条款也应当适用到REITs项目信息披露中。违法主体承担民事责任是证券法律责任体系的重要一环,对通过司法手段保障项目顺利实施具有重要意义。同时,为了降低监管主体追究义务人责任的适用法律成本,应该保证整个REITs信息披露法律责任适用同一标准。

第一,《证券法》第193条和197条,《证券投资基金法》第131条规定了涉及信息披露的法律责任,各主体根据应当履行的披露义务,对违反义务行为逐项与上述规定进行对照,找到处罚的法律依据,同时证监会对各主体法律责任有其他明确规定的文件也一并适用;第二,确定各主体之间的责任关系,哪些主体承担主要责任,哪些主体承担次要责任,根据职责、专业性、对投资者影响程度等确定责任的分配标准;第三,要求各主体在信息披露过程中根据法律关系承担信义义务,主要是承担对投资者的信义义务;第四,证监会、证券交易所及其他行业协会,应当根据REITs项目特点进一步夯实监管责任。

信息披露的强制性规定,不仅有利于促进公开发行政券的规范化和保护公众投资者利益,对于作为新的证券品种的REITs项目的顺利上市具有重要的积极作用,同时,也应该制定相应激励机制鼓励各方主体出于自身利益考虑加强自愿披露,完善整个信息披露体系。

(编辑:吴琼)

---

[39] 《证券法》第85条规定:“信息披露义务人未按照规定披露信息,或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,信息披露义务人应当承担赔偿责任;发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员,应当与发行人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。”