

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

刘东辉*

内容提要：《基金指引》在《证券投资基金法》之下构建了基础设施公募 REITs 的治理框架。但因权益结构及管理模式等差异，公募 REITs 与典型证券投资基金有显著不同，简化的基金内部治理结构难以应对公募 REITs 复杂的代理问题，应充分尊重公募 REITs 的商事组织性，借鉴公司内部治理的合理要素。原始权益人在《基金指引》所构建的混合型治理架构中具有多重角色，存在“双重代理人”难题。现行法对原始权益人和基金管理人的利益冲突问题及由此产生的监督失灵缺乏系统规制。实践中的契约型治理通过内设委员会、业绩激励等条款部分弥补了混合型治理的缺漏，但同样因利益冲突等而存在不完备之处。应重新配置公募 REITs 中主要治理主体的权责利，包括明确原始权益人及其代表的受信义务，优化基金托管人的监督权，构建基金投资者的共益权体系，完善浮动管理费条款及外部管理机构委托合同的规制。

关键词：公募 REITs 混合型治理 原始权益人 契约型治理 双重代理人

一、问题的提出

不动产投资信托基金（以下简称“REITs”）是投资于成熟的酒店商场、工业地产及基础设施等不动产的权益性产品，已有 40 多个国家发行了此类产品。2020 年 8 月，证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（以下简称《基金指引》），对公募 REITs 的基本结构、交易架构、募集发行、上市交易、信息披露及治理机制等做了特别规定。^{〔1〕} 2021 年 6 月，

* 刘东辉，中国政法大学民商经济法学院讲师。

〔1〕 在此基础上，基金业协会制定了《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）》，上海证券交易所和深圳证券交易所各自制定了公募 REITs 业务和自律监管规则。

上海和深圳证券交易所分别发行 5 只和 4 只公募 REITs，成为我国境内首批上市公募 REITs。^{〔2〕}《基金指引》创设的公募 REITs 具有混合型治理的特点。一方面，公募 REITs 是《证券投资基金法》（以下简称《基金法》）下的契约型基金，具有基金治理的结构；另一方面，公募 REITs 有像控制股东一样的原始权益人，《基金法》下的基金治理难以完全解决 REITs 的代理问题，《基金指引》有限地“嫁接”了公司治理的规则，使得我国公募 REITs 具有部分公司治理的元素。《基金指引》在不修改《基金法》的情况下通过这种混合型治理框架“高效”地推出了首批公募 REITs 产品。^{〔3〕}但是，因对公募 REITs 商事组织性及利益冲突复杂性的体系思考不足，对原始权益人和基金管理人这两类“代理人”的共存及分权问题缺乏系统性回应，现行的混合型治理框架存在诸多不足，可能引发公募 REITs 内部监督机制的失灵。虽然首批试点项目充分运用基金合同等自治性文件，吸收了公司治理的典型机制，对《基金指引》确立的混合型治理架构进行了一些补充和调适，但也存在契约型治理自身的局限性。因此，有必要从理论上反思这一混合型治理架构的规范与实践，解决公募 REITs 特殊构造引发的代理问题，明确契约型治理的规则与边界。具体包括：如何解决持有控制权份额之原始权益人的决策参与及控制权滥用问题；^{〔4〕}如何应对原始权益人和基金管理人之间可能出现的治理僵局，甚至“合谋”；是否应重新定位公募 REITs 中基金托管人的监督权；是否应参照公司法构建基金持有人的共益权体系。

本文以《基金指引》及相关自律监管规则创设的混合型治理框架为基础，结合将来可能被后续上市 REITs 模仿的首批 9 个试点项目的契约型治理实践，探讨我国公募 REITs 混合型治理的特征与法理，分析混合型治理下现行规范体系及契约条款存在的合理成分与缺漏之处，并在此基础上重构不同治理主体的权责利，完善公募 REITs 的治理体系。

二、《基金指引》下公募 REITs 的混合型治理框架

（一）我国公募 REITs 的特殊架构

REITs 是指主要投资于不动产并进行专业运营的集合投资计划。REITs 最早是美国税法设计的一种特殊税法实体，为了获得税收优惠，REITs 需要在股权结构、投资标的、利润分配等方面符合较多限制条件。^{〔5〕}与各国通行的 REITs 类似，我国公募 REITs 也需遵循资产结构、利润分配及杠杆比例等限制。一般认为，公募 REITs 稳定的投资策略、专业的管理、透明的信息及明显的税收优势，为中小投资者提供了投资大型不动产的机会，能够在风险可控的前提下获得稳定的回报。基于市场竞争及效率的需要，域外 REITs 立法越来越多地放松了对公募 REITs 的管制。^{〔6〕}

〔2〕 公募 REITs 的具体披露情况，参见上海证券交易所网站 <http://www.sse.com.cn/reits/home/> 和深圳证券交易所网站 <http://reits.szse.cn>，最后访问时间：2021 年 8 月 2 日。

〔3〕 在首批 9 个项目中，仅有深圳证券交易所在博时蛇口项目中对财务顾问的独立性这一问题进行了问询。

〔4〕 已有学者对原始权利人通过关联交易、同业竞争等滥用权利损害投资者利益的可能性进行了探讨。参见洪艳蓉：《基础设施 REITs 融资中资产方的身份转换与权利限制》，载《中国法律评论》2021 年第 4 期。

〔5〕 关于美国 REITs 法制的演变，参见李智：《房地产投资信托（REITs）法律制度研究》，法律出版社 2008 年版，第 56-60 页。

〔6〕 整体而言，REITs 从消极投资实体变为积极投资实体。例如，我国香港地区 2020 年对《房地产投资信托基金守则》进行了修订，提高了 REITs 的杠杆率，提高了可以投资开发项目的资产比重。

然而,我国公募 REITs 的重要目标是为基础设施建设提供资金,和域外的商业地产 REITs 模式有很大差异(见图 1),主要体现在:(1)在底层资产上,REITs 投资标的严格限于符合产业政策的基础设施,^{〔7〕}基础设施及其运营方式具有很强的专用性;(2)将公募 REITs 视为金融产品,采用封闭型上市证券投资基金的形式,要求持牌的基金公司对 REITs 进行主动管理;(3)要求原始权益人至少持有公募 REITs 20% 的份额,在首批 9 个项目中,原始权益人持有的份额大多超过法定最低比例,其中 3 个项目超过 50%,4 个项目持股在 30%~40% 之间;(4)REITs 对基础资产采用间接控制,基金需通过资产支持证券和项目公司股权控制基础设施的完全所有权或特许经营权,形成“证券投资基金+ABS+项目公司+基础设施资产”的复杂交易架构;(5)规定委托管理模式,基金管理人可以委托外部管理机构负责运营管理,相比于基金管理人,原始权益人具有更专业的基础设施管理经验及持续营利目标,目前首批 9 个项目全部由原始权益人或其关联方充任外部运营管理机构。^{〔8〕}

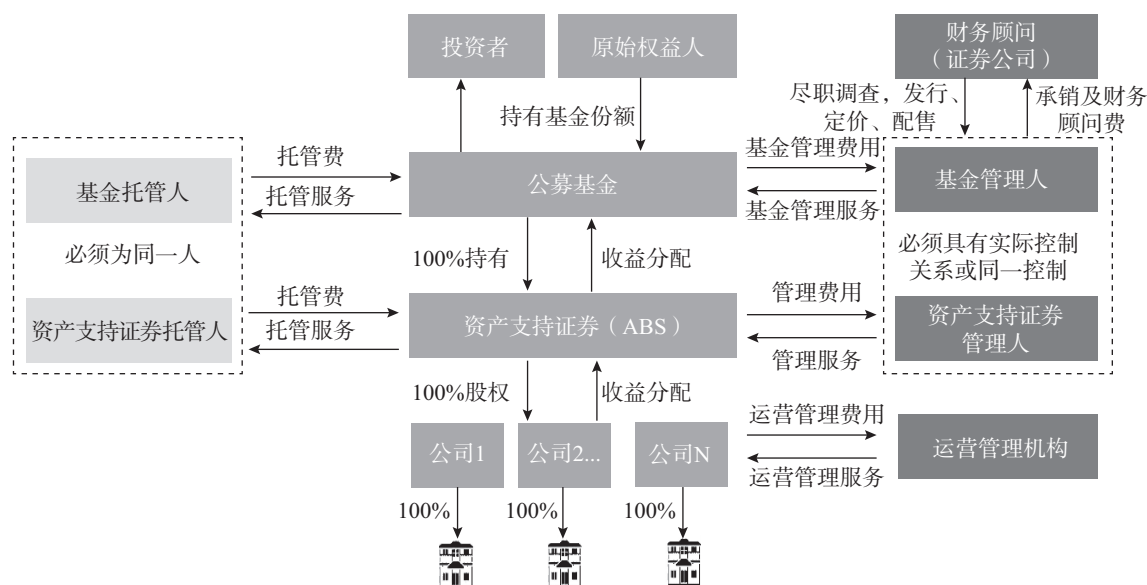


图 1 我国公募 REITs 的交易架构^{〔9〕}

总之,相比于域外灵活和市场化的 REITs 设计,我国公募 REITs 受到更多制度与经济现实的约束。中国版的公募 REITs 颇具本土特色,原始权益人在公募 REITs 实践中具有发起人、控股股东者、运营者、供应商及客户等多重法律角色,这也决定了我国公募 REITs 治理的特殊性。

(二) 我国公募 REITs 混合型治理的法理分析

1. 我国公募 REITs 的基金治理及其缺漏

《基金指引》选择以证券投资基金作为公募 REITs 的“蓝本”,并通过投资资产支持计划的方式,符合《基金法》要求投资标的为“证券”的规定。^{〔10〕}作为证券投资基金,公募 REITs 遵

〔7〕 我国首批试点项目都是经发改委审核后向证监会推荐的。

〔8〕 以上具体规定,参见《基金指引》第 2 条、第 18 条、第 28 条、第 39 条。

〔9〕 该图来源于上海证券交易所网站 <http://www.sse.com.cn/reits/intro/>,最后访问时间:2022 年 4 月 10 日。

〔10〕 参见《证券投资基金法》第 72 条。

循“基金持有人—基金管理人—基金托管人”的基金治理结构。在这一典型的基金架构中，基金投资者的控制权受到限制，基金管理人处于治理的核心地位，需遵守《基金法》中财产独立性、受信义务等规定。但公募 REITs 和典型的证券投资基金有很大差异，《基金法》所采用的简式治理结构难以应对 REITs 复杂的利益冲突。

首先，公募证券投资基金投资标的为高度流动性的标准化证券，一般能够被准确估值，投资者通过比较基金净值的表现可以有效评估基金管理人的水平，这种高效的产品市场竞争替代了复杂的内部治理结构。

其次，开放式基金的赎回机制为投资者提供了低成本的市场监督机制，在基金管理人的行为不利于基金投资者利益时，投资者能够以现时的基金净值退出基金，减少了积极“发声”的必要性。因赎回时的价格由基金净值决定，并不反映预期回报，不受基金管理人策略调整的影响，赎回机制是比股份出售更有效的保护方式，^{〔11〕} 所以基金持有人很少有动力召开持有人大会或提起诉讼。^{〔12〕}

再次，证券投资基金是个人投资者集合投资的工具，投资者持股分散且利益高度一致，核心难题在于基金持有人和基金管理人之间的单一代理问题。

最后，证券投资基金通常分散投资，^{〔13〕} 无负债经营，无核心投资决策权的转委托，利益主体及利益冲突类型都较少，如不存在债权人保护及破产问题。

由此可见，为了提高效率，证券投资基金是一种商事组织性较弱的信托，投资者和基金管理之间是高度分离的（separation of funds and managers），基金投资者放弃对基金管理人的直接控制，较多依赖外部市场机制及基金业监管，刻意简化了基金内部的分权及监督结构。^{〔14〕}

与之不同，REITs 需要更健全的内部治理结构。首先，REITs 投资于集中的基础设施，价值和风险不透明，资产具有高度专用性，无法实时估值和变现，管理者的管理水平无法实时考核；其次，REITs 是一种封闭型上市基金，无赎回机制，市场竞争机制对投资者的保护不足，实践中公募 REITs 的换手率也低于上市股票；再次，REITs 中有控制性份额持有人、外部运营管理机构、债权人，可能发生资产收购、基金扩募等结构性交易，不同主体间的利益异质性高，至少存在原始权益人与其他投资者、原始权益人与基金管理人之间的利益冲突。因此，简单的基金内部治理结构不足以解决公募 REITs 的代理问题。

2. 我国公募 REITs 参照公司治理的法理基础

公募 REITs 虽采用了证券投资基金的形式，但其本质是积极运营实体资产的商事组织，与上市公司相似，应参照公司治理的原理。第一，在资产运营方面，REITs 和公司都集中运营不透明的实体资产，容易受到宏观经济和企业管理能力的影响；第二，在利益主体上，REITs 与公司一样具有多重利益主体及利益冲突，公募 REITs 中存在类似股权集中公司的持股结构，原

〔11〕 在上市公司中，虽然小股东可以因不满于公司管理层的新政策而出售股票，但出售时的价格已经反映了这种新政策，因此仍然会遭受损失。

〔12〕 See John Morley, Quinn Curtis, Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds, 120 *The Yale Law Journal* 84, 89 (2010).

〔13〕 参见《证券投资基金法》第 71 条。

〔14〕 投票表决及董事会等传统治理机制在证券投资基金中的价值有限。See John Morley, The Separation of Funds and managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation, 123 *The Yale Law Journal* 1228, 1233 (2014).

始权益人希望通过控制权的行使积极参与基金的投资决策及运营管理,存在持续的关联交易等利益冲突问题,需要解决“第二类代理问题”;第三,因基础设施管理的专业性,我国公募REITs都采用了转委托模式,基金管理人主动管理的职能被削弱,管理职能部分转变为监督职能,类似于公司中董事会对经理层的授权管理,具有更复杂的分权层级;第四,REITs的交易与公司类似,涉及基金扩募、资产收购、控制权交易、基金借款、审计与评估等重要事项,这些事项涉及利益冲突,需要更有效的内部监督。比较法上,美国REITs可以采用公司或信托形式,但这两种形式在治理上并无实质差异。美国REITs采用的信托主要为制定法商业信托,具有法人人格,由受益人大会选任和解任受托人,受托人对REITs进行集体决策,上市REITs同样需适用证券监管机构及交易所关于上市公司的规定。^[15]香港《房地产投资信托基金守则》虽采用了信托结构,但香港证监会也认为“房地产投资信托基金是结合上市公司特点和集体投资计划活动的混合产品……规管房地产投资信托基金的监管规则将需要同时顾及其作为上市公司及基金活动的两个层面”,其一贯的政策就是“以规管上市公司的方式规管房地产投资信托基金”。^[16]

我国《基金指引》也对传统的基金内部治理机制进行了“补强”,部分嵌入了与上市公司内部治理机制类似的元素:第一,《基金指引》第4条规定,基础设施基金财产的债务由基础设施基金财产承担,肯定了基金管理人的有限责任。^[17]第二,《基金指引》第18条规定,原始权益人及其关联方持有的基金份额不少于20%,其中20%部分持有期自上市之日起不少于60个月,由此公募REITs具有类似公司的重要持股人或控制性持股人的地位。第三,构建了更完善的基金持有人大会职权及程序规范,在《基金法》规定的情形外,增加了需经基金持有人大会决议的事项。第四,建立了类似于公司法上的关联交易规制制度,包括回避表决及信息披露等,对关联交易中关联方的界定也拓展到原始权益人及其关联方。第五,参照《证券法》的上市公司大额持股报告及要约收购的规定,建立了大额基金份额变动及收购制度。^[18]

总之,公募REITs具有更强的商事组织性,在《基金法》及《基金指引》的限定框架下,我国公募REITs具有基金治理和上市公司治理相结合的混合治理的特征。但囿于《基金法》的限制及试点阶段规则的不完善,现有混合治理模式对公司治理的借鉴并不充分。

(三) 我国公募REITs混合型治理存在的不足

虽然《基金指引》所确立的混合型治理框架是现行法下的一种“创新”,但在具体运作中会产生新的治理问题。

1. 原始权益人在混合型治理中的缺位

传统基金中基金持有人持股分散,“只出钱,不出力”,只存在类似股权分散的上市公司中

[15] See 2019 Maryland Code Estates and Trusts, available at <https://law.justia.com/codes/maryland/2019/estates-and-trusts/title-14-5-maryland-trust-act/>, last visited on Aug. 2, 2021.

[16] 参见2020年《有关建议修订〈房地产投资信托基金守则〉的咨询总结》第15页,载 <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/conclusion?lang=TC&refNo=20CP2>, 最后访问时间:2021年8月3日。

[17] 证券投资基金是信托结构,无法人资格,按照信托法理,基金管理人和基金托管人需对基金发生的债务承担无限责任。因此,这一规定的合法性存疑。

[18] 参见《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法(试行)》第61条、第70条。

“第一类代理问题”。^{〔19〕} 因此，与《公司法》不同，《基金法》的体系中没有控制性受益人的法律地位及具体规制。但公募 REITs 中，原始权益人至少持有 20% 的基金份额，多数项目的原始权益人是 REITs 的控制权人，具有控制及参与基金决策的现实需求。第一，原始权益人持有较多同类基础资产，希望后续通过 REITs 的扩募来收购同类资产；第二，原始权益人通过外部管理机构进行运营管理，因而原始权益人是重要的管理者，而且因基金公司的能力限制及路径依赖，这种情况将长期存续；第三，原始权益人是 REITs 的重要供应商或客户，如一些物流仓储项目的原始权益人在设立 REITs 后继续租用物流仓储项目，是 REITs 的重要利益相关者。因此，原始权益人同样是公募 REITs 的“代理人”，可能出现类似股权集中的上市公司之“第二类代理问题”。^{〔20〕} 但根据《基金指引》的规定，原始权益人无法主动参与基金层面的决策，基金管理人在进行重大决策时需要提前与原始权益人进行协商，协调成本较大。而且，《基金指引》仅从资产出售者的角度规定了原始权益人的信息披露义务及禁止损害基金财产，并未对原始权益人滥用控制权的情形做出系统规制。^{〔21〕}

2. 混合治理可能造成基金管理人的监督失灵

与传统基金中基金管理人享有完全且单一的控制与决策权不同，在原始权益人同时担任外部管理机构的 REITs 中，存在两类代理人，基金管理人需与原始权益人及外部管理机构分享控制权与管理权，会出现原始权益人和基金管理人“相互监督”的悖论。一方面，基金管理人需要监督作为外部管理机构的原始权益人或其关联方，以履行自己的受信义务；另一方面，基金管理人也受到原始权益人的监督，面临被原始权益人通过持有人大会解聘或其他掣肘的风险。这种相互制衡的结构可能造成如下不利：第一，基金管理人难以有效监督外部管理机构，因这种监督可能引起原始权益人的敌意或抵制，造成基金管理人的监督动力不足。第二，可能导致类似公司僵局的公募 REITs 治理僵局，《基金指引》限制了基金管理人解聘外部管理机构的权力，只能在外部管理机构故意或重大过失造成基金严重损失、丧失主体资格或相关资质时，才能直接解聘外部管理机构，即使出现委托协议中约定的解聘事件，基金管理人也需要提请持有人大会决议，因《基金指引》规定原始权益人等关联方对此不需要回避表决，导致实践中相关决议很难获得通过。同样，原始权益人解聘基金管理人，需要三分之二特别多数决通过，一般也较难更换基金管理人，容易造成双方的僵局。第三，更容易发生的情形是原始权益人和基金管理人的“共谋”，相互“慷慨大方”，损害其他基金持有人的利益，因为原始权益人和基金管理人都需要得到对方的支持，如原始权益人默认基金管理人可以获得高额的管理费，基金管理人相应地在委托协议中规定对外部管理机构的高额报酬，由此，基金管理人可能成为原始权益人控制公募 REITs 的“通道”。在博时招商蛇口产业园和浙商沪杭甬高速公路项目中，基金管理人均为原始权益人的关联方，^{〔22〕} 原始权益人能

〔19〕 参见〔美〕莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等：《公司法剖析：比较与功能的视角》（第2版），罗培新译，法律出版社2012年版，第37页。

〔20〕 参见前引〔19〕，莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等书，第37-38页。

〔21〕 参见《基金指引》第43条。

〔22〕 博时招商局蛇口产业园项目中，基金管理人博时基金、原始权益人招商蛇口为招商局集团同一控制下的关联方。浙商沪杭甬高速公路项目中，基金管理人浙江浙商证券资产管理有限公司为主要原始权益人浙江沪杭甬高速公路股份有限公司的控股下属公司。

够直接控制或影响基金管理人，进一步加剧了内部监督的失衡。^{〔23〕}无论是上述哪种情形，都将损害我国公募 REITs 的健康发展。因此，需要有相应的机制制约基金管理人的懈怠。

3. 基金托管人的职权配置不足

在证券投资基金中，基金财产是透明的，基金托管人的主要功能是保障基金财产的安全性，对基金管理人的投资指令及基金净值的计算等进行合规性监督，这种监督以形式审查为主，所以《基金法》对基金托管人没有配置更多的监督手段，与公司中监事会及独立董事的法律定位及职权存在明显差距。但是，公募 REITs 中，基础资产的运营管理更为复杂，原始权益人及基金管理人对诸多事务存在利益冲突。在部分项目中，原始权益人和基金管理人关联方，无法相互监督。财务审计、资产评估、关联交易及信息披露等重大事务也需要更严格的监督。我国基金业协会虽明确指出“公募 REITs 托管不同于传统的标准化资产托管，需要持续监督项目运营现金流并关注底层资产安全”^{〔24〕}，且规定基金托管人履职时，基金管理人及其他相关服务机构应当予以配合，但对于托管人如何监督底层资产的运营管理、是否需要监督外部管理机构的履职、如何要求基金管理人的配合等缺乏具体规定，也未相应增加基金托管人的职权及履职保障。

总之，《基金指引》缺乏内部治理机制的系统构建，原始权益人、基金管理人、基金托管人等重要治理主体的权责配置存在疏漏。

三、混合型治理框架下公募 REITs 的契约型自治

首批试点项目通过基金合同、外部管理机构委托协议等自治性文件的契约型治理，在较多方面参考了公司治理的原理，弥补了现行法中混合型治理的不足，但初始的基金合同及委托协议仅是原始权益人和基金管理人协商的结果，无外部投资者的参与，且部分项目的原始权益人和基金管理人存在关联关系，同样存在不完备之处。下文将以首批项目的招募说明书、基金合同等所披露的信息为基础，分析契约型治理的实践、功能及不足。

（一）公募 REITs 试点项目的基本情况

公募 REITs 试点项目的基本情况请参见表 1。

表 1 公募 REITs 试点项目的基本情况

| 名称 | 基础设施资产 | 基金管理人 | 基金托管人 | 原始权益人及持股比例 | 机构投资者占比 | 外部运营管理机构 |
|---------|--------|-------|-------|---------------|---------|-------------|
| 盐港 REIT | 港口仓储物流 | 红土创新 | 招商银行 | 盐田港集团及关联方 34% | 89.78% | 盐田港物流公司 |
| 广州广河 | 高速公路 | 平安基金 | 工商银行 | 广州交投公司 51% | 94.65% | 广州交投及广州高速运营 |

〔23〕《基金指引》仅在第 10 条规定，设立基金时，基金管理人或其关联方与原始权益人存在关联关系，应当聘请第三方财务顾问独立开展尽职调查，未对基金持续运营阶段两者的关系做出特别规制。

〔24〕《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）起草说明》。

续前表

| 基本信息 名称 | 基础设施资产 | 基金管理人 | 基金托管人 | 原始权益人 及持股比例 | 机构投资者 占比 | 外部运营 管理机构 |
|----------------|-------------|-------|-------|-------------------------|-------------|------------------|
| 蛇口产业园 | 产业园写字楼 | 博时基金 | 招商银行 | 招商蛇口 33.33% | 92.14% | 招商创业 |
| 首钢绿能 | 生物质 发电设施 | 中航基金 | 招商银行 | 首钢集团 40% | 92.70% | 首钢生态 |
| 浙商沪杭甬 REIT | 高速公路权益 | 浙商证券 | 招商银行 | 沪杭甬公司 56.843% | 96.68% | 沪杭甬公司 |
| 富国首创水务 REIT | 污水处理设施 | 富国基金 | 招商银行 | 首创股份 51% | 94.94% | 首创股份 |
| 华安张江光大 REIT | 产业园权益 | 华安基金 | 招商银行 | 张江集电和 光控安石 20% | 88.24% | 集擎咨询 |
| 东吴苏州产业 REIT | 产业园权益 | 东吴基金 | 招商银行 | 苏州工业园和 建屋产业公司 40% | 91.76% | 苏州工业园和 建屋产业公司 |
| 中金普洛斯 REIT | 仓储物流权益 | 中金基金 | 兴业银行 | 普洛斯中国 20% | 94.64% | 上海普洛斯 |

（二）公募 REITs 契约型治理的类型及衍生问题

1. 原始权益人参与基金决策的条款

我国公募 REITs 的设立与存续高度依赖原始权益人，原始权益人不单是资产出售者，还存在明显的决策及盈利需求，但《基金指引》缺乏对原始权益人准确的法律定位。实践中，有四个项目在基金管理人内部设立了允许原始权益人参与的投资决策委员会、运营管理委员会或咨询委员会等机构，具体负责 REITs 的决策、管理或咨询，原始权益人可以提名若干委员直接参与基金层面的决策，一定程度上弥补了现有治理结构对原始权益人参与的忽视。^{〔25〕}例如，中金普洛斯 REIT “考虑到基础设施基金的产品创新性及仓储物流类资产运营管理的特殊性……更专业化开展本基金的投资和运营管理，基金管理人设立中金普洛斯基金运营咨询委员会……为本基金的投资和运营提供专业咨询意见和建议，以作为基金管理人的决策参考”。运营咨询委员会主要负责基金设施项目的购入、出售方案、签署管理交易协议等。该委员会的 5 名委员中包括 2 名原始权益人提名、不从基金管理人处领取薪酬的委员。

这类有原始权益人参与的内嵌式机构可以提高公募 REITs 的决策效率和专业管理。但《基金指引》缺乏对此类非正式机构的规范，实践中对这些机构的信息披露不充分，原始权益人提名的代表与基金投资者没有直接的法律关系，可能成为原始权益人损害其他基金投资者的“影子”。

2. 防范原始权益人及外部管理机构利益冲突的条款

与传统基金不同，公募 REITs 的原始权益人与基金存在持续的关联交易和同业竞争。实践中，所有项目都将原始权益人及其关联方纳入基金的关联方。一些项目采取了比《基金指引》更

〔25〕 这四个项目分别是广州广河、富国首创水务 REIT、华安张江光大 REIT、中金普洛斯 REIT。

严格的审查机制。盐港 REIT 和广州广河要求经基金托管人的同意,浙商沪杭甬 REIT 要求经基金公司独立董事组成之关联交易控制委员会的审核。但项目公司与外部管理机构的委托合同也是一种关联交易,对于如何保障委托协议中报酬等重要条款的公平性,契约实践及《基金指引》并未制定具体的规则。^{〔26〕}

现有项目主要通过原始权益人和外部管理机构的承诺防范同业竞争,承诺公平对待具有竞争关系的项目,不将项目公司已取得的或本应由项目公司取得的业务不公平地授予或提供给任何其他竞争项目,采取充分、适当的措施避免可能出现的利益冲突,并积极协商解决。原始权益人及外部管理机构的承诺能够缓解同业竞争等利益冲突,但现行法缺乏对外部管理机构法律地位及义务的明确规定,造成该类承诺安排缺乏法律基准,在发生纠纷时,难以确定“公平对待”的内涵及责任。

3. 激励基金管理人的浮动管理费条款

在原始权益人控制外部管理机构的模式下,如何激励基金管理人积极主动监督外部管理机构,是我国 REITs 治理的重中之重。实践中,除了蛇口产业园,其他 8 个项目都在固定管理费之外设置了基金管理人的浮动管理费。8 个项目的浮动管理费计算标准都考量了项目公司的业绩情况,以预定的运营收入或可分配金额等运营业绩目标为基准,若当年实际运营收入(部分为净收入指标)超过该基准,可支付一定比例的浮动管理费。整体而言,浮动管理费的设置对基金管理人具有激励作用。

但《基金指引》仅要求管理人披露费用信息,未对浮动管理费作具体规范,实践中,基金合同对浮动管理费的合理性、必要性都欠缺解释和说明。这些项目对业绩目标的确定方式存在很大差异,部分项目的基金管理人对于业绩指标的确定几乎没有自由裁量权,如首钢绿能项目中,浮动管理费=年度基金可供分配金额超出 1.4 亿元部分 $\times 10\%$ +项目公司年度运营收入超过 395153982.54 元部分 $\times 20\%$ 。而部分项目的基金管理人可自行确定业绩指标,自由裁量权大,如在浙商沪杭甬 REIT 中,“每年度从项目公司收入、净现金流等运营指标及道路养护、安全管理等社会效益指标设定年度经营绩效目标。年度经营绩效目标由基金管理人自行审议决定”。管理人对管理费确定有利益冲突,可能导致业绩指标设定过低或重复评价。

总之,浮动管理费的设置能够激励管理人的积极监督,降低被“俘获”的可能,但目前的浮动管理费设置存在信息披露不完整、基金管理人自由裁量权过大等问题。

4. 监督外部管理机构履职的条款

我国 REITs 的外部管理机构为原始权益人控制,外部管理机构的运营能力短期内具有“不可替代性”。基金管理人的一个重要职责就是考核和监督外部管理机构。但是,实践中,委托管理协议的内容披露并不充分,仅有个别项目的委托协议约定了外部管理机构的业绩考核目标、约定解聘事由。例如,盐港 REIT 中,全部基础设施项目年度运营收入总金额未能达到对应年度的运营业绩指标总和 90%的,外部管理机构应向基金管理人提交整改方案,基金管理人有权替换

〔26〕《基金指引》第 15 条第 2 款第(12)项仅规定:应当披露外部管理机构基本信息、人员配备、项目资金收支及风险管控安排等。

外部管理机构中的基础设施项目招商小组成员。但所有项目都未披露外部管理机构的报酬计算方式。总之，因《基金指引》对委托协议条款及其披露缺乏具体指引，而原始权益人具有强势的谈判地位，契约型自治对外部管理机构的监督作用有限。

5. 基金托管人的职权配置条款

个别项目规定，托管人对一些重大交易享有监督权。例如，盐港 REIT 和广州广河项目规定：对于重大关联交易，需要取得基金托管人的同意；基金托管人对于浮动管理费所依据的运营收入具有复核的权利；在外部管理机构解聘时，基金托管人有权提名新外部管理机构。在中金普洛斯 REIT 中，基金托管人在提请解聘外部管理机构的同时可以提名合格候选外部管理机构。这表明实践中对于增强基金托管人的独立监督具有现实需求，但现有监管规则对托管人的监督权配置明显不足。

四、混合型治理下公募 REITs 相关制度的完善

我国公募 REITs 的混合型治理框架及其基础上的契约型自治都有局限性，需要完善内部治理结构及监督机制，这既要求《基金法》等法律的修改，也需要在《基金指引》中进行更细致的规定。

（一）我国公募 REITs 治理结构的完善

1. 对原始权益人参与基金治理的规制

与传统基金投资者不同，公募 REITs 的原始权益人“既出钱，又出力”，基金管理人的管理需要得到原始权益人的积极配合。在现有的基金治理下，原始权益人通过非正式机构参与基金层面的决策，具有合理性和必要性，《基金指引》应明确允许基金管理人设立有原始权益人代表参与的投资管理委员会或运营管理委员会等内部机构。但为了增强透明度，应要求基金详细披露特定委员会的设置目的、职权范围、人员构成、决策程序以及利益冲突防范机制，特别是应披露原始权益人提名委员的信息，可参照上市公司提名董事的要求，包括代表原始权益人利益的委员与原始权益人的关系、个人的专业能力、是否从基金中获得报酬等。在具体决策中，也应披露这些委员对相关事项的表决意见。为了防范原始权益人完全控制这类委员会，应规定原始权益人提名的人数不得过半。在法律性质上，因这些委员具有决策权，应该将这些委员解释为事实上的受信人（fiduciary），^{〔27〕}需为基金持有人的最大化利益进行决策，承担较高的受信义务，不得滥用相关信息，对关联交易事项应回避表决等。

此外，原始权益人可能滥用控制权获取私利，应参照《公司法》对控股股东及实际控制人的规制，在《基金指引》中明确规定具有控制权的原始权益人的受信义务，不得滥用关联关系损害其他基金持有人的利益，在基金扩募及资产处置等利益冲突情形中，需承担受信义务。例如，在首钢绿能中，初始的《基金合同》约定，基金清算时，原始权益人首钢集团有权无偿受让基金设

〔27〕 在衡平法上，将虽然没有受托取得财产，但因特定事实背景及信任关系而取得类似受托人自由裁量权的主体称为受信人，受到和受托人义务类似的规制。See Kam Fan Sin, *The Legal Nature Of The Unit Trust*, Clarendon Press, 1997, p. 50; Geraint Thomas, Alastair Hudson, *The Law Of Trusts*, Oxford University Press, 2010, pp. 1404 - 1408.

施项目，且无需召开基金份额持有人大会。对于此种安排，需要结合清算时基础资产的价值，审查原始权益人无偿取得基金资产是否公平，是否严重损害其他基金持有人的利益，以决定条款的效力及原始权益人是否违反受信义务。若原始权益人对其提名的委员或控制的外部管理机构进行不当指示，损害基金持有人利益，应与相关责任人承担连带的违约责任。

以上是现行混合治理框架下的解释路径。从立法论的角度，也可以借鉴香港地区公募 REITs 的单一模式，创设专门的公募 REITs 管理人牌照，允许原始权益人申请管理人牌照。原始权益人可通过自己控制的管理人直接运营管理公募 REITs，减少不必要的转委托。^{〔28〕}在此基础上，要求 REITs 管理人的董事会中有相当比例的独立董事。相比于实践中的机构嵌套，这种模式可以充分利用原始权益人的资源和能力，提高决策效率，也具有更高的透明度。

2. 增强基金托管人的职权配置

现有《基金法》下，基金托管人的职责以形式监督为主，监督职权有限，为防范原始权益人的滥权及基金管理人的懈怠，充分发挥基金托管人独立监督的作用，《基金法》应该专门为公募 REITs 托管人配置基本的监督机制。事实上，部分公募 REITs 也已经通过托管合同增加了托管人的权力。比较法上，各国普遍增强了 REITs 受托人或托管人的权力。如香港《房地产投资信托基金守则》规定，受托人（类似于我国基金托管人）可以：（1）委任评估师对房地产项目进行估值；（2）就 REITs 相关的事宜寻求独立专业顾问的意见或建议；（3）可以要求管理人就违反监管规则的情况向受托人汇报；（4）受托人有充分理由认为更换管理公司符合持有人利益的，可以书面解聘管理公司，并且提名新的管理公司。结合《基金指引》及项目实践，应在以下方面增强基金托管人的职权：

第一，应明确基金托管人对外部管理机构的监督职责，对于外部管理机构违反法律法规及委托协议的行为，基金托管人可以要求其解释说明，并提出整改方案。

第二，应为基金托管人的监督提供更及时有效的信息渠道，如印度《基础设施投资信托条例》第 9 条规定，受托人应该监督投资管理人及项目管理人员的活动，按季度要求其提供相关资料，可要求投资管理人制定有效监督基础设施运作所需的制度、程序，并提交所需的报告。

第三，应明确基金托管人对关联交易、资产估值及财务审计等重大事项的监督权。例如，印度《基础设施投资信托条例》第 9 条规定，受托人应审查投资管理人和其关联方开展的交易。在投资管理人已告知可能存在利益冲突的情况下，受托人还应就该交易的公允性获得职业会计师或评估机构（视具体情况而定）的确认。我国应规定托管人对重大关联交易进行审查，发表意见，在原始权益人和基金管理人存在关联关系的项目中，应明确基金托管人对资产收购等重大关联交易的同意权；对于基金管理人聘请的评估师及审计师的评估报告及审计报告存在疑问时，可书面要求相关专业机构进行解释说明，并可以独立聘请相关机构进行复核。应该明确托管人的上述履职行为所发生的费用应由基金财产承担。在基金管理人和外部管理机构明显损害基金利益、托管人有合理理由时，托管人有权召开基金份额持有人大会，提请解聘基金管理人或外部管理机构。

〔28〕事实上，蛇口产业园和浙商沪杭甬 REIT 的原始权益人已经通过“聘任”关联的基金公司作为基金管理人，部分实现了这种直接控制。

第四，应赋予基金托管人代表基金提起诉讼的权利。在基金管理人、原始权益人等利益关系主体损害基金利益时，应赋予基金托管人代表基金提起诉讼的权利。在此基础上，应允许基金合同按照实际情况增加基金托管人的职权。

当然，《基金指引》对于托管人的职权配置也可以采用更加灵活的方式，在肯定托管人基本职权的基础上，考量原始权益人与基金管理人是否有关联关系以及基金规模等因素，发挥基金托管人不同程度的监督功能。

3. 完善基金投资者的权利体系

在传统基金中，基金持有人的持股分散，对基金的监督缺乏足够的经济动力，但实证分析表明，我国公募 REITs 以机构投资者持股为主，且持股比例较高，前 10 大持有人中不乏持股超过 10% 的机构。^[29] 而且，公募 REITs 的流动性较弱，机构投资者“用脚投票”存在困难。^[30] 在原始权益人或基金管理人的行为损害基金持有人利益时，这些机构投资者有足够的动力维权。但现行法缺乏对基金持有人的权利配置。因此，应参照公司法、证券法对少数股东权利的保护，降低公募 REITs 投资者集体行动的成本，以扼制公募 REITs 可能出现的僵局或“共谋”。公募 REITs 投资者的权利可区分为共益权和自益权。

在共益权方面，首先，应该增设年度基金持有人大会制度，基金投资者有权通过持有人大会审核重要事项，并行使质询等权利。其次，明确基金持有人的提案权制度，规定单独或合计持有 10% 基金份额的持有人可以提出 REITs 管理相关的提案，包括解聘基金管理人及外部管理机构的提案权。再次，增设基金持有人的代表诉讼权，可参照公司法上的代表诉讼制度，要求基金持有人在外部管理机构或原始权益人等损害基金利益时，先书面请求基金托管人提起诉讼，若基金托管人不提起诉讼的，单独或合计持有基金份额百分之一以上的基金持有人可以提起代表诉讼。最后，规定公募 REITs 适用表决权征集制度，新《证券法》第 90 条新增了表决权征集制度，但该条仅限于上市公司，不能直接适用于公募 REITs。为了保护基金持有人的利益，公募 REITs 的持有人同样应该享有此权利，应规定持股百分之一以上的基金持有人享有表决权征集的权利。

在自益权方面，应增设新基金份额发行时的优先认购权。公募 REITs 后续将通过发行基金份额购买原始权益人同类基础资产，构成重大关联交易，基金持有人的优先购买权能够有效保障发行价格的公允性，减少原始权益人滥用控制权以谋取私利的情形。

当然，上市公司的股东还拥有很多其他权利，公募 REITs 不能完全“照搬照抄”，因为公募 REITs 的规模较小，且对利润分配等有强制性规定，一定程度上减少了原始权益人及基金持有人滥用权力的风险。监管机构应持续跟踪公募 REITs 中的治理问题，必要时由证券监管机构或证券交易所通过制定公募 REITs 治理准则等方式予以规范。

（二）对公募 REITs 中契约条款的规制

契约型治理较为灵活，能够降低代理成本，但自治同样有局限性，在原始权益人及基金管理

[29] 例如，在东吴苏州产业 REIT 中，战略投资者苏州银行股份有限公司持有 11% 的份额；在中金普洛斯 REIT 中，泰康人寿保险公司代表资产管理计划持有 20% 的份额；北京首钢基金有限公司在多个 REITs 中持股达到 10%。

[30] 以上海证券交易所的 5 个 REITs 为例，市值总额为 167.6 亿元，流通市场 52 亿元，2021 年 7 月的换手率仅为 4.08%，远低于上市股票的换手率。参见《公募 REITs 成交统计》，载 <http://www.sse.com.cn/reits/assortment/summary/>，最后访问时间：2021 年 8 月 1 日。

人控制基金，单独制定条款的背景下，合同内容可能损害其他基金投资者的利益，《基金指引》应制定更具体的指引及披露规则。

1. 浮动管理费条款的规制

首批试点项目中浮动管理费的设置较为任意，基金管理人可能因利益冲突难以制定真正体现基金长远利益的业绩激励条款。在比较法上，对于 REITs 业绩激励条款中的计算标准、合理性等有明确的规制。新加坡专门适用于房地产信托基金的《集合投资计划守则》第二部分 2.2 条规定，业绩报酬应与适当的标准挂钩，且该等标准的确定应考虑房地产信托基金及其投资人的长期利益，业绩报酬不应与基金的总收入挂钩。^{〔31〕}同时，新加坡《以房托基金资产向管理人支付费用的披露指引》要求向投资人详细说明从房地产信托基金的资产中向管理人支付的不同类型的费用是如何设置的，包括各自所对应的对价，需对相关费用的合理性进行解释说明，不同类别的费用之间不应存在重合，若向管理人支付业绩奖励费，管理人应当清晰的解释该等业绩奖励费的计算方法如何激励管理人为全体投资人的利益而提高房地产信托基金的长期价值和前景，并且不会激励管理人承担过多的短期风险。同样，我国香港《房地产投资信托基金守则》第 9.12 条也规定，如须向该计划征收业绩表现费用，有关费用：每年最多只可征收一次；只有当该计划的每单位资产净值超过上一次计算及支付业绩表现费用时该计划的每单位资产净值（即以“新高价”作为基础），方可征收。若表现费用的计算基准有别于以上所列的机制，则只有在该计算基准能够符合“新高价”原则、真实地反映出管理公司的运作及表现、不会损害持有人的权益及公平而客观地进行计算的情况下，才会获得香港证监会认可。

结合我国试点项目实践的问题，也应该制定类似条款。首先，应该规定《基金合同》需详细披露浮动管理费设置的必要性、合理性，解释浮动管理费计算中关键术语的含义，如营业收入、净收入、实际收入，说明浮动管理费的设置与固定管理费的设置是否有重复。具体而言，证券交易所及证监会在 REITs 发行审核阶段应要求基金管理人及中介机构对条款的内容予以详细解释说明。其次，对于业绩考核目标的设定基准，应说明是否符合逐年增加（新高价）的原则，是否考虑了通货膨胀等因素，若属于由基金管理人自行设定的标准或者规定的标准过于模糊，需经基金持有人大会表决通过。最后，对于因基金的资产收购或处置导致浮动管理费标准变化的，基金管理人应重新提出计算标准，并经基金持有人大会决议通过。^{〔32〕}若基金管理人设定的业绩报酬明显过高或不公平，基金持有人可以基金管理人违反受信义务为由，提起返还之诉。

2. 委托管理协议的规制

外部管理机构是《基金指引》特设的机构，实践中外部管理机构都是原始权益人的关联方，《基金指引》对外部管理机构的义务性质、解聘及运营管理协议等方面的披露规制较少，但由于存在严重的利益冲突，合同关系或单方承诺无法有效规制外部管理机构。

第一，应明确外部管理机构的法律地位。项目公司与外部管理机构存在委托关系，项目公司为委托人，外部管理人属于受托人。但这是一种长期的商事委托，基金持有人的利益高度依赖外

〔31〕 参见陈飞、韩志峰等主编：《全球主要 REITs 市场法规汇编》，机械工业出版社 2020 年版，第 147 页。

〔32〕 参见《证券投资基金法》第 47 条第 1 款第（四）项。

部管理机构的专业能力及忠实程度。在原始权益人及其关联方控制外部管理机构、基金公司欠缺管理能力的背景下，外部管理机构存在较为明显的利益冲突，外部管理机构可能管理多个相互存在竞争关系的基础资产项目，也可能受到原始权益人的不当指示。而《民法典》对委托合同中受托人义务的规定较为简单，不足以解决外部管理机构多元的利益冲突情形。而且，与一般委托合同的任意解除权不同，我国外部管理机构的解任受到严格限制。解释上，应该参照信托受托人转委托的情形，将外部管理机构认定为基金投资事实上的受信人，要求其为了基金持有人的最大化利益服务，承担忠实义务和勤勉注意义务，不得利用公募 REITs 外部管理机构的地位或相关信息谋取私利。对于外部管理机构的同业竞争，需要遵守类似信托受托人的公平对待义务，外部管理机构的责任限制条款也需要受到更严格的审查，且一般不得减免其忠实义务。

第二，应降低基金管理人解聘外部管理机构的限制。《基金指引》中对外部管理机构解聘的类型规定过于严格，^{〔33〕}对于运营管理协议中明确约定的解聘事件，仍需由基金持有人大会表决通过，且关联方不需要回避表决，该规定不仅徒增程序成本，而且将成为基金管理人监督外部管理机构的障碍。一方面，《基金指引》规定基金管理人的责任不因委托而免除，^{〔34〕}另一方面，对基金管理人解聘外部管理机构的权力进行严格限制，具有内在的矛盾。因此，应该明确区分法定、意定和任意解除三种情形，对于出现法定事由和在管理协议中明确约定的事由，基金管理人可直接解聘外部管理机构，从而真正发挥契约自治的作用。^{〔35〕}对于法定及意定之外的解聘，基金管理人需提请持有人大会表决通过。

第三，现有的公募 REITs 发行文件仅要求披露招募说明书、基金合同等文件的全部内容，并未要求披露外部运营管理协议，不同项目对运营管理协议的披露程度不同，较多项目对于外部运营管理机构的费用及激励、解任补偿条款的有无等重要内容缺乏披露，在我国外部管理机构是 REITs 的重要利害关系方的情况下，可能造成基金管理人对外部管理机构过于“慷慨”的情形。对此，新加坡《集合投资计划守则》第 5.5 条规定，房托基金可委托利害关系方作为其物业管理代理人或物业招商代理人，但支付给该利害关系方的费用或佣金不得超过市场费率，与该利害关系方签署的协议不应包含会实质性限制房地产信托基金解聘代理人的条款。因此，我国《基金指引》也应该要求详细披露外部管理协议的重要条款，对于涉及外部运营管理机构的费用或其他利益条款，应该适用关联交易的审查程序，遵循公平原则。

五、结 语

我国存在巨量的基础设施等不动产，房地产行业也面临深刻变革，这些都将促使公募 REITs 在我国发挥其制度优势。但我国公募 REITs 的试点主要在证监会监管的证券投资基金的框架下展开，体现了我国金融法制的路径依赖。由于基础设施资产的特殊性，公募 REITs 的持股结构及管理实践和证券投资基金存在很大差异。《基金指引》通过系列裁剪和拼接，吸收了公司治理

〔33〕 采用了类似于信托法上解除受托人的规定，而不是《民法典》上关于委托合同任意解除权的规定。

〔34〕 参见《基金指引》第 39 条第 1 款。

〔35〕 另一种方案是，意定解除需由非关联基金份额持有人表决通过，从而赋予其他基金持有人慎重考虑的机会。

的要素，创设了混合型治理的结构，实践中也努力尝试完善这一治理框架。但这一框架只是在现行法下的“权宜之计”，由于双重代理人的存在，混合型治理框架需要在诸多方面予以改进。为了提高基础设施 REITs 的效率，充分保护 REITs 投资者的权益，进而为我国商业地产类 REITs 的发展提供制度保障，根本之计在于承认公募 REITs 具有的强组织性，在《基金法》下作为一类特殊的基金类型予以规制，在此基础上构建降低公募 REITs 治理成本的规则体系，实现公募 REITs 在决策、激励及监督等方面的平衡。

Abstract: “Fund Guideline” constructs the governance framework of public offering infrastructure REITS under the Securities Investor Fund Law. However, due to the different equity structure and management model, public offering REITS have significant difference with classic mutual funds, and a single fund governance is difficult to deal with the complex agent problems of public offering REITS. We should fully recognize the public offering REITS as a commercial organization and learn from the reasonable elements of corporate governance. The original assets providers have several legal roles in the hybrid governance architecture constructed by the Fund Guideline, and there is a double agent problem. The current rules lack systemic regulation of conflicts of interests of original assets providers and fund managers, and the resulting supervision failure. The contractual governance in practice makes up for the shortness of hybrid governance by the terms of the embedded committee, performance incentives and so on, but is incomplete due to conflicts of interest. The power, responsibility and rights of the main governance body should be reconfigured, including the recognition of the fiduciary duty of the original assets provider and its representatives, the optimization of the supervisory power of the fund custodian, building the fund investor’s co-interest rights system, improving the regulation of floating management fee and the agent contracts of external management agency.

Key Words: public offering REITS, hybrid governance, original assets providers, contractual governance, double agents

(责任编辑: 李 敏 赵建蕊)