

投资者保护视野下的公募 REITs “控制权集中”初探

温建利* 李 权**

摘要:本文以“控制权集中”的概念澄清为切入,通过展开投资者行为动因的定性研究,进而探究大投资者因“控制权集中”而增进的正向监督职能与大投资者由此攫取私利的负面侵害之间的紧张关系应如何化解。适度的“控制权集中”有助于补足 REITs 的投资者监督供给短缺,进而及时修正 REITs 运作的偏离。须防范的是“控制权集中”突破权力内生弹性边界后而引发的“过度监督”和“权益侵占”。基于此,从 REITs 的内部机制构建和外部制度供给两方面可以促使“控制权集中”的正负面机能在既有框架之内向一种良性趋向迈进。

关键词:控制权集中 公募 REITs 投资者保护机制

一、问题提出:危如朝露? 再论少数对多数

公开募集基础设施证券投资基金(以下简称

* 北京市金杜律师事务所金融资本部合伙人。

** 北京市金杜律师事务所金融资本部资深律师。

REITs) 试点制度的安排中,基金投资者参与基金治理履行监督职能的相关规则体系在延续《证券投资基金法》和《公开募集证券投资基金运作管理办法》的原则性规定下,对基金持有人大会的运作进行了细化规定,强调了基金持有人大会对基础设施项目购入或者出售、基金扩募、重大关联交易等事项的决策权,并对决策流程、决议比例、回避表决、信息披露等事项予以规定。

从逻辑演绎的表面来看,当基金份额集中于少数投资者并随之赋予该等投资者对基金持有人大会决议具有更强乃至垄断的影响力时,不同投资者经过相互连续博弈而最终付诸阙如的基金持有人大会集体意志,体现的则是强者一方的利益。为便于行文,本文将集中持有基金份额并足以单独对基金持有人大会决策施加重大影响的投资者简称“大投资者”。

然而,不同投资者对于基金资源的潜在索取权诉求有所差异,加之 REITs 实然运行中信息不对称、显性激励不足、隐性寻租冲动、监督缺位和约束不当等负面因素的潜在滋生,使大投资者个体短视行为所追求的利益并非与 REITs 帕累托最优利益一致。在此境况下,与强者一方的大投资者相对而言的小投资者参与基金决策的权益如何在其应有边界内得到保护?

我们可以将这个抽象宏大的问题进行维度的降解,追根溯源“控制权集中”的题中之义和产生原因,以投资者的监督职能和行为驱动为切入视角,逐步推进至具体的问题,大投资者的“控制权集中”是否与小投资者利益必然对立?在什么情况下“控制权集中”会侵害小投资者利益?现有制度下如何有效可行地防范侵害发生、问责侵害之过、弥补侵害后果?本文将对前述问题进行初步的探讨。

二、概念廓清:利益博弈衍生的控制权集中

(一) 何为控制:研究标的相关概念初澄清

开题起始,我们先澄清几组概念,以明确本文所讨论的“控制权集中”的内涵和外延。

目前《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》规定的公募 REITs 顶端载体为公募基金,^[1]而基金载体作为信托制度项下的一种契约,本身并无所有者,其“所有权”体现为交易的方式和结果,包括“剩余控制权”和“剩余索取权”。

何为“剩余控制权”?“控制权”系指对基金的所有可供支配和利
用的资源的控制和管理的权力,“剩余控制权”则来源于契约的不完备性和未来实然状态的不确定性,是契约未明确约定的活动的相机处理权。^[2]在公募 REITs 中,剩余控制权归属于基金管理人,亦体现在《证券投资基金法》第 49 条中,即“基金份额持有人大会及其日常机构不得直接参与或者干涉基金的投资管理活动”。

何为“剩余索取权”?“剩余索取权”系指对基金收入扣除基金管理人、基金托管人等基金交易参与方的报酬支出后的剩余收入取得权,基金风险亦是该等权利的应有之义。在公募 REITs 中,剩余索取权归属于基金投资者,基金投资者因此也承担基金运作中的所有风险。

公募 REITs 中由于享有剩余控制权与剩余索取权的主体不一致,导致基金管理人可能利用对基金的剩余控制权,通过关联交易、内幕交易、互惠交易等形式转移基金利润,盲目扩大高风险资产,加剧基金投资者收益的不稳定性。^[3]由此应运而生的基金治理结构中的基金持有人大会机制,便为基金投资者提供了能够有效敦促基金管理人正当且得当行使剩余控制权的监督通路。作为投资者权益保护机制的核心盾卫之一,《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运

[1] 《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》第 2 条规定:“本指引所称基础设施基金,是指同时符合下列特征的基金产品:(一)80% 以上基金资产投资于基础设施资产支持证券,并持有其全部份额;基金通过基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权;(二)基金通过资产支持证券和项目公司等载体(以下统称特殊目的载体)取得基础设施项目完全所有权或经营权利;(三)基金管理人主动运营管理基础设施项目,以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的;(四)采取封闭式运作,收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%。”

[2] 参见“不完全契约理论”,[美]科斯、哈特等:《契约经济学》,李风圣主译,经济科学出版社 1999 年版。

[3] 参见“企业与产权理论”,许成钢:《企业、合同与财务结构》,上海人民出版社 1998 年版。

作管理办法》《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》均规定了基金投资者在涉及 REITs 基金运作的重大事项上的介入权利和监督职能。

随之而来的问题是,《证券投资基金法》规定“每一基金份额具有一票表决权”,^[4]大投资者根据其所持基金份额比例在基金持有人大会享有更重的决策权,为了避免基金持有人大会可能因此沦为大投资者的提线木偶而成为大投资者谋取私利的发声工具,基金持有人大会监督齿轮的运转能否有效内嵌于 REITs 整体基金治理体系中,与其他治理环节协同运作,提升 REITs 绩效并抑制 REITs 交易参与方的道德风险,以达到相关利益主体之间的权力、责任和利益的相互制衡,则成为文首议题的基石所在。

至此,我们初步框定本文拟讨论的“控制权集中”并非基金“剩余控制权”的配置形态,而是特指基金投资者通过基金持有人大会对 REITs 运作进行监督时,在基金持有人大会表决权结构中所体现的大投资者对决策结果的“控制权”。那么这种“控制权集中”传导给 REITs 的正负作用包括哪些?“控制权集中”体现的投资者行为动因包括哪些?“控制权集中”是“达摩克利斯之剑”还是基金绩效加速器?下文我们将展开分析。

(二) 投票动机:洞悉投资者的决策心理

REITs 的特殊性在于将一般公司治理蕴藏的契约性上升至顶峰,投资者行使监督职能的场所——基金持有人大会,通常呈现的表决权结构包括三种典型形态:(1)表决权高度集中,某一投资者对基金持有人大会拥有绝对控制权;(2)表决权高度分散,单一投资者均无法对基金持有人大会施予重大影响;(3)表决权部分集中,基金同时拥有若干个均能影响基金持有人大会的大投资者。

鉴于《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》规定扣除向战略投资者配售部分后公募 REITs 向网下机构投资者发售比例不得低

[4] 《证券投资基金法》第 85 条规定:基金份额持有人大会可以采取现场方式召开,也可以采取通讯等方式召开。每一基金份额具有一票表决权,基金份额持有人可以委托代理人出席基金份额持有人大会并行使表决权。

于该次公开发售数量的70%〔5〕,考虑到公募REITs对于目前我国公众投资者而言仍属于认知度有限的新鲜事物,加之首批试点项目的单体募集规模受限于项目本身估值,因此现阶段我国REITs所呈现的表决权结构很难出现高度分散的形态。当然,基金投资者表决权结构随着具体REITs产品的二级市场流通和后续不断扩募将动态调整,但均不可回避地会形成不同程度的“控制权集中”。那么,若考察这种“控制权集中”向小投资者利益边界渗透时所释放的能量,亦无可绕开大小投资者各自决策的行为动机和基金持有人大会折射的“集体行为”特征。当投资者因其持有表决权的比例不同而分化为大中小投资者时,投资者之间的同质化被打破,不同表决地位的投资者之间的行为差异,以及这种差异对他们之间关系的影响,均不同程度表征于基金持有人大会的行动逻辑中。

基金持有人大会对表决的权力配置和效力设定,在理想状态下应当遵循两大原则:(1)监督决策权应当优先倾斜向拥有信息优势并有较高决策能力的主体,包括对市场信息及时充分的洞察力和判断力,当然这一特征与投资者大小无直接必然勾稽关联;(2)监督决策权的配置应当与投资者所承担的基金运作风险相匹配,体现为《证券投资基金法》规定的“每一基金份额具有一票表决权”,基金持有人所持表决权比例和其所持基金份额相当,大投资者根据其所持基金份额比例相应享有更重的决策权。

但在实然决策时,为了保证信息披露的充分,基金持有人大会召开前一般会给召集和提案预留足够的时间,在提案披露至最终表决的期间博弈中,小投资者独立决策所需花费的成本、其所持表决权对生效决议的作用、生效决议对小投资者所持基金份额利益的影响,这些要素之间的错位,催生了“搭便车”现象〔6〕。若预期最终结果与其意图必然相悖,小投资者可能表现出理性的冷漠而惰于参与决策;若预期最终结果

〔5〕 《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》第24条规定:“基金募集期限届满,出现下列情形之一的,基础设施基金募集失败:……(四)扣除战略配售部分后,向网下投资者发售比例低于本次公开发售数量的70%……”

〔6〕 参见“搭便车”理论,聂德宗:《交易费用、经济绩效与文化》,载《学术研究》1997年第1期。

与其意图走向一致,小投资者可能萌生节省投票成本即可坐享其成的消费心理;由于监督需要付出成本,成本只能由投资者自身承担,而监督促成的生效决议对 REITs 运作效益的增进,受限于小投资者所持的较低份额比例,带给小投资者的激励作用较为微弱,可能无法支持其付出投票的成本。

在上述心理驱动下,当基金投资者的表决权高度分散时,每一投资者都惮于内部化监督成本,“监督”这公共产品无从生产,供给量将趋向短缺,进而难以达到帕累托最优条件下 REITs 所需的监督供给量。和小投资者相比,持有表决权比例的上升可以促使大投资者突破“搭便车”的消费心理,^[7]自愿承担监督成本,同时大投资者可以克服小投资者集体行动的难题,从而积极供给监督,为 REITs 的价值提升和运作优化创造有利条件。

因此,“控制权集中”并非必然导致监督供给不足,“监督”作为全体投资者均可付出成本并享有回报的公共产品,大投资者同时身兼该公共产品最大的供应者和最大的消费者双重角色。适度的“控制权集中”有助于对冲小投资者“搭便车”所导致的监督供给缺位,进而及时修正基金运作的偏离。须要防范的是“控制权集中”矫枉过正引发的“过度监督”和“权益侵占”。

(三) 小结:权责利制衡下的适度集中

如前分析,当基金投资者的表决权极端分散的情况下,分散的小投资者基于对自身有限监督能力的评估及相应监督成本的考虑,各自均试图“搭便车”而趋向放弃对基金运作监督的权利与职责,由此导致的基金持有人大会虚置问题越发凸显。对于大投资者而言,其所持基金份额比例越高,实现全部基金份额退出和流通的阻力就越大,受到生效决议对其基金份额收益的影响也越大,因此,相较于小投资者,其在每份基金份额所享有的决策权对应的风险实质略高,从而大投资者应当获得基于此的“风险溢酬”,即其决策权累积到一定程度后形成控制权,从而获得对基金持有人大会决策更强影响力的边际效应。

[7] 参见“智猪博弈论”,谢识予:《经济博弈论》,复旦大学出版社 1998 年版。

因此,当大小投资者之间存在不对称的流动性分布,非流动性会降低消极决策的惰性,激发积极监督的动力,适当的“控制权集中”是避免决策权倾轧和兼顾经济效益的较优安排。然而从高度分散走向适度集中而产生的监督效能绝不是简单的份额累加,虽然大投资者积极参与监督从而提升基金持有人大会的决策效率,有助于基金管理人的投资策略得到及时的偏差修正,但由此形成的“控制权集中”同样为大投资者谋取私利创造契机。即便该等谋取私利的意图和实施并不必然造成小投资者应得利益的侵害,须要防范的是,在大投资者从“权力实际拥有”到“权力实际实施”的进程中,从“休眠”唤醒为“活跃”的控制权可能释放的“过度监督”和“权益侵占”的危险信号。

本部分简要剖析了“控制权集中”的概念、成因、利弊后,我们将在第三部分于理论层面、在第四部分于实践层面分别展开讨论,探寻如何消解“控制权集中”对小投资者可能造成的权益侵害。

三、权益保护:基金持有人大会的功能优化

(一)冲突角力:多数与少数是否必然对立

通过上文对“控制权集中”存在必要性和合理性的分析,我们将考察视角推进至更具体的探讨,在大多数情况下一项决议通常很难实现每一投资者个体利益的最大化,个别投资者的利益遭遇牺牲并不必然会被认定为对投资者权益的“侵害”,亦不会因为个别投资者单次的利益减损即动摇该项决议的合法有效性。因此,“控制权集中”并不当然地被强加“侵害小投资者权益”的固化标签,我们的探讨就具化至什么情况下会出现大投资者决策侵害小投资者权益的情形。

控制权的本质是一种权力和权威,资本强权观为控制权分析框架提供了桩基,契约的不完全性则标明了问题研究的起点,受限于现实中契约的天然不完全性,任何权利/权力的边界在现实操作中都可能难以完全清晰。例如,我们难以在 REITs 初始交易文件中穷尽规划未来所有或然事件及其对应的行动方案,但我们可以约定交易参与方的权利/

权力范围和实施权利/权力的条件。

前文立足于投资者行为视角,我们深入剖析了大小投资者的决策心理,但基于主体行为视角解析涉及复杂主体特征与环境变量的协调适配关系。实然决策时,影响因素和情境变量的协调关系千变万化,当利益冲突呈现短兵相接的局面,短期意图动态更迭,策略互动瞬现即逝,每一投资者更是具有复杂多面性。对此更深的讨论暂且宕开一笔,我们试图将思路简化。

对于大投资者而言,一方面,其监督虽然创造价值,但并非多多益善,大投资者提供的监督总量存在给定约束下的最优点,逾越此界的监督则构成“过度监督”。“过度监督”会损害基金管理人的专业运作,抑制基金管理人的积极性和创造性的发挥,也与《证券投资基金法》第49条基金份额持有人大会及其日常机构不得直接参与或者干涉基金的投资管理活动的规范精神相悖。^{〔8〕}另一方面,大投资者对 REITs 发展的支持行为和自身基于控制权的攫取行为可能同时存在,当某项决策的形成和服从该决策的行为能够为大投资者创造的绝对收益大于其按所持 REITs 份额比例承担的基金风险时,大投资者可能倾向进行该项决策,当大投资者利用其控制地位追求自身收益最大化,以平衡其提供监督所付出的成本支出,乃至不惜牺牲小投资者的利益时,“控制权集中”使大投资者时刻一脚悬空于“权益侵占”的泥淖之上。大投资者在 REITs 中可能的“权益侵占”典型方式包括,盲目扩募高风险的新增基础设施、基于自利目的以不合理价格购入或出售基金持有的基础设施、操纵基金与投资者关联方进行不公允交易、利用自身控制地位实施持有人大会日常机构的人事控制等。

对于小投资者而言,他们面临的不利局面是,一方面无法克服“搭便车”的消费心理;另一方面又不得不忍受大投资者利用自身地位对其利益可能造成的侵占。由于《公开募集基础设施证券投资基金指引

〔8〕 《证券投资基金法》第49条规定:“基金份额持有人大会及其日常机构不得直接参与或者干涉基金的投资管理活动。”

(试行)》对于战略配售份额锁定期的规定,^[9]加之公募 REITs 二级市场流通性尚未得到检验,小投资者能否有效利用“退出机制”尚不明朗,而不明朗的“退出机制”加剧了小投资者的监督惰性。

在这样的博弈中,大投资者或有的“过度监督”和“权益侵占”阴影下,小投资者的地位和利益处于一种薛定谔式的岌岌可危,如何将这种岌岌可危转变为另一种稳健的利益制衡机制,我们于下文探讨。

(二) 相容调节:如何制约多数对少数的侵害

追求控制权私利是大投资者获取控制权的重要回报,亦是其实施监督的重要激励,如前所述,大投资者追求私利不必然损害小投资者的利益,并非所有的私利追逐行为都会导致 REITs 运作利益的损害和效率的降低,但当大投资者罔顾 REITs 整体利益乃至以其他投资者利益为代价,僭越“控制权集中”权力内生的弹性边界而攫取一己之利时,其对私利的追逐将一脚踏入“权益侵占”的深渊。从短期来看,大投资者为追求控制权私利而实施侵占行为会损害其他投资者的利益。从长远来看,大投资者(甚至和基金管理人合谋)对小投资者的侵占将严重损害外部投资者的投资积极性,缩小 REITs 投资者基础,也将危害到 REITs 市场的健康发展。

那么,如何在基金持有人大会决策机制中实现多数与少数的相容,遏制大投资者的恣意,减少小投资者的无为,以达到经济效益的帕累托最优,本节将对此分别从大投资者和小投资者两方面进行分析。

从大投资者视角出发,在考虑 REITs 基金持有人大会的权力如何分配时,首要目标和原则是最大化激励基金投资价值的持续增进,同时

[9] 《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》第18条规定:“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。基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方以外的专业机构投资者可以参与基础设施基金份额战略配售,战略配售比例由基金管理人合理确定,持有基础设施基金份额期限自上市之日起不少于12个月。基金管理人应当与战略投资者事先签署配售协议,且应当在基金合同、招募说明书等法律文件中披露战略投资者选择标准、向战略投资者配售的基金份额总量、占本次基金份额发售比例及持有期限等。”

最小化低效率的内耗权力斗争。大投资者基于“控制权集中”获取的私利包括货币形式利益和非货币形式利益的交织存在,该等私利开辟了大小投资者在“控制权集中”权力结构下的利益冲突空间。但行为本身具有复杂性,主观动机不具有观测性,叠加嵌入所处环境后多元因素互相作用,进而导致控制权私利驱动下的大投资者对基金管理人在基金扩募、基金财产处置、关联交易等重大事项上的干预将随着基金持有人大会权力配置机制的演变呈现纷繁的局面。

从小投资者视角出发,和大投资者相比,其所持表决权分散且微小,他们“用手投票”的权利常常受到漠视或限制,随之加大了他们实施监督的成本,即便遭遇利益受损,也只能通过“用脚投票”来表达。相对于“用手投票”而言,消极被动的“用脚投票”极大削弱了投资者的监督职能,加之目前我国公募 REITs 仍在蹒跚学步的初期,事后追偿机制能够为小投资者提供的维权救济明显不足,因此,无论事前还是事后,小投资者维护自身利益的条件远不如大投资者。

拨开纷芜,我们可以借鉴公司治理结构的理论视角和研究成果,在公司不同的股权结构下,控制权私利对投资存在“防御效应”和“激励效应”,即股权集中度越高,上市公司的过度投资程度越严重,通过增强股权制衡程度、增加股权激励以及加大股权流动性可以较为有效地降低上市公司过度投资水平,通过大股东之间相互监督,缓解不当投资和利益输送。同时,作为公司治理机制重要组成部分的“投资者保护机制”通过一系列制度安排及其实施,一方面,为小股东实施权利、开展监督提供保障;另一方面,当小股东出现损失能够有效进行事后追偿提供救济,从而显著降低大股东实施侵占行为的效率,最终达到保护小股东的利益,维护外部投资者的信心。

相应投射到 REITs 治理中,遏制大投资者控制权私利攫取、促进小投资者积极表决可以通过如下方面展开:针对权力制衡失重,可以在基金持有人大会中多层次设置递进式决策比例;针对低效“用脚投票”,可以优化代理投票和发声机制刺激表决;针对流动性缺失,可以健全发展 REITs 二级流通市场;针对大投资者的不当私利意图,可以加强惩罚成本和威慑警示;针对基金持有人大会的有序召开,可以制定会议规程和投资者自律守则规范程序正义;针对已发生的违规侵占行为,可以完

善追责制度和救济途径;针对效力瑕疵的基金持有人大会决议,可以鼓励小投资者提起撤销之诉或确认无效之诉。以上多措并举,内外耕耘,有助于避免基金持有人大会被大投资者把持,进而夯实投资者保护机制的桩基。

(三)小结:栖身于法律与经济的双向选择

追求自身利益最大化是大投资者作为经济人的前提,但“有利可图”随附的“有限理性”的局限却造成其行为的短视。和大投资者相比,小投资者因其地位较为缺乏保护自身利益的手段,仅依靠市场来自我调节在实际中并不足够充分,因此,REITs的内部机制构造和外部制度供给应双向对此予以必要支持。

当然,对于小投资者的法律保护力度依赖于各国法律体系的性质与起源,考察其他国家建立的相对完善的REITs投资者保护机制,包括体系化的法律法规、法律规则的动态修正、执法手段的完善、严格的信息披露、独立的媒体监督等均可以为我们提供一些思路。但受限于经济起点与社会环境的差别,照搬国外成熟案例作为我们制度建设的实操方案难以获得现实妥当性,脱离具体历史推演进程的简单复制,极易最终流于一个抽象空洞的制度躯壳,面临异化为“特洛伊木马”的危险。于是,问题的最终行进至“控制权集中”约束的本土化实践路在何方?

四、本土构造:论域的中国路径

(一)内凝精气:内部机制构建

在投资者保护的框架下去理解“控制权集中”正反面,有助于我们更深刻理解大小投资者利益的分化,当这种背离偏离到一定程度时,由此释放的负面作用将产生蝴蝶振翅的深远影响。投资者保护机制所起作用即为对这种背离的修复,如何将“修复”做到有制可依、有规可守、有序可循,我们从以下方面简要分述。

1. 大会日常机构的选举

《证券投资基金法》规定,按照基金合同约定,基金持有人大会可

以设立日常机构,行使职权包括召集基金份额持有人大会、提请更换基金管理人或基金托管人、监督基金管理人的投资运作及基金托管人的托管活动等。大会日常机构由基金持有人大会选举产生的人员组成,其议事规则,由基金合同约定。^[10]

由于大投资者持有更高比例的基金份额而享有更重的表决权,相较小投资者,大投资者更容易使其提名的候选人获得席位,为了防止基金持有人大会日常机构席位被大投资者尽收囊中而小投资者一无所获,建议在日常机构成员的选举计票时采取累积投票制度,允许投票权的集中使用。举例而言,若大会日常机构成员 5 人,某一投资者拥有 100 票表决权,他对候选人的选举将累积获得 500 票的表决权,可以集中投一人也可以分散投几人。累积投票制便于小投资者提名候选人有机会参与大会日常机构并为小投资者群体伸张利益,防范基金持有人大会日常机构演变为大投资者谋取私利的爪牙。

2. 信息披露制度的健全

如前文举例,大投资者“权益侵占”手段之一即是操纵基金与其关联方进行不公允交易,这些交易因缺乏透明度和外部监督而较易失之公允。各国对关联交易的范围、审批程序、披露标准等均作出了严格的规定和限制,但是由于交易信息的隐蔽性和不对称性,小投资者很难清晰地获悉交易对手、交易目的、交易定价、交易标的等基本资料。在此基础上,小投资者很难判断交易的公允性,这样就导致关联交易和自我交易很容易成为大投资者侵占的重要手段。

针对于此,强化公募 REITs 信息披露制度有助于消弭大小投资者之间的信息不对称,在法律法规要求的强制性信息披露同时建议一并赋予投资者可以要求基金管理人在合理时限内进行专项信息披露的请求权,便于小投资者在了解 REITs 运作实际后有的放矢发挥监督职能。同时,

[10] 《证券投资基金法》第 48 条规定:“按照基金合同约定,基金份额持有人大会可以设立日常机构,行使下列职权:(一)召集基金份额持有人大会;(二)提请更换基金管理人、基金托管人;(三)监督基金管理人的投资运作、基金托管人的托管活动;(四)提请调整基金管理人、基金托管人的报酬标准;(五)基金合同约定的其他职权。前款规定的日常机构,由基金份额持有人大会选举产生的人员组成;其议事规则,由基金合同约定。”

信息披露制度的常态化和违规信息披露问责制度的配套化,有利于敦促包括大投资者及 REITs 交易参与方的各主体遵循必要的诚信义务。

3. 召集权的及时启动

根据《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》,^[11]有权召集基金份额持有人大会的主体包括基金管理人、基金托管人、代表基金份额 10% 以上的投资者。召集人负责组织召开基金份额持有人大会,征求与收集 REITs 持有人对重要事项的意见,履行信息披露、文件制作、档案保存等职责。在召集事由的确定上,对基金合同当事人权利、义务产生重大影响的事项,可以作为召集事项。建议在 REITs 会议规程中进一步具体列举召集事项,形成实操性强的指南,以便在召集事由实际发生时,便于召集人迅速判断,在实际可行的最短期内召集基金份额持有人大会,拟定会议议案。尤其对于严重影响投资者利益的突发情况,召集人可在有利于持有人权益保护的情形下,合理缩短基金份额持有人大会的召集程序,控制投资者的监督成本并及时止损。

4. 提案权的有效配置

广义的决策分为四个环节:提议——提出资源利用和契约结构的

[11] 《证券投资基金法》第 19 条规定:“公开募集基金的基金管理人应当履行下列职责:……(九)按照规定召集基金份额持有人大会……”《证券投资基金法》第 36 条规定:“基金托管人应当履行下列职责:……(九)按照规定召集基金份额持有人大会……”《证券投资基金法》第 46 条规定:“基金份额持有人享有下列权利:……(四)按照规定要求召开基金份额持有人大会或者召集基金份额持有人大会……”《证券投资基金法》第 83 条规定:“基金份额持有人大会由基金管理人召集。基金份额持有人大会设立日常机构的,由该日常机构召集;该日常机构未召集的,由基金管理人召集。基金管理人未按规定召集或者不能召集的,由基金托管人召集。代表基金份额百分之十以上的基金份额持有人就同一事项要求召开基金份额持有人大会,而基金管理人、基金托管人都不召集的,代表基金份额百分之十以上的基金份额持有人有权自行召集,并报国务院证券监督管理机构备案。”

《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》第 29 条第 1 款规定:“基金管理人运用基金财产收购基础设施项目后从事其他重大关联交易的,除应当按照相关法律法规要求防范利益冲突、健全内部制度、履行适当程序外,还应当按照《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》和本指引要求召开基金份额持有人大会。”

建议；认可——对所需贯彻的建议做决策选择；贯彻——执行已认可的决策，监督——考核决策执行的绩效并给予执行者奖励。就“提议”环节而言，为了促使小投资者能够对 REITs 重大投资和交易行为进行有效监督，约束大投资者自利性短视行为，避免小投资者沦为“用脚投票”的“橡皮图章”，在召集基金持有人大会对固定资产投资、资产处置、多元化发展、基金扩募、重大关联交易等重大资产管理和资本配置事项进行提案时，提案人应当随附可行性研究报告，充分科学论证潜在项目/交易与本基金的发展战略相吻合，投资规模应当与本基金实际运作状况（如资产规模、资产负债水平和筹资融资能力等）相匹配，潜在项目/交易的预期回报率应不低于同期同行业平均水平，潜在项目/交易的风险管理和防范措施。可行性研究报告有助于各投资者进行合理有效的决策。

此外，基金持有人大会不得对公告和议案中未列明的事项进行决议，且每一议案应对应相对独立的事项，以便投资者逐项表决，避免议案层层嵌套造成的“捆绑”和“夹带”。召集人可对议案进行增补，或在不影响提案人真实意思表示的前提下对议案进行整理，形成最终议案，并提交基金持有人大会审议。最终议案应包括议案标题、议案主要内容、议案执行程序及答复时限要求等核心板块。基金管理人应对基金投资者对议案的提问进行答复，议案涉及基金托管人、原始权益人、资产服务机构等其他相关机构的，上述机构应进行答复。

5. 决策效率和决策僵局的平衡

目前，《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》对于表决比例的设置即体现了提升决策效率和防范决策僵局的平衡，指引规定了分级表决机制，根据拟决策事项的重要程度，设置了递进式的通过比例。^[12] 建议具体 REITs 项目中可根据投资者表决权结构实际呈现的特点，在基金合同里约定更严格的表决比例，表决比例设置得越严格，小投资者对于最终决策的生效影响越大。

但兼顾防范决策僵局的出现，除非提前终止基金等此类与每一投资者根本利益息息相关的特别议案，可以约定应经全体投资者一致同

[12] 参见《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》第 32 条。

意后方可通过,表决权比例的上限不宜设置得过高,对于特别重大事项,可以约定 90% 作为表决通过的阈值,并可通过双重比例的设置加强小投资者对决策的影响力。例如,基金合同可以约定,当某一项事项相关的决策通过时,应取得达到届时 REITs 全部表决权的特定比例的投资者同意,并取得出席会议的投资者所持全部表决权的特定比例的投资者同意,相关决议方可生效。同时,为了保证表决权的公正行使,若议案拟决策的基金扩募、基础设施处置、关联交易等重大事项涉及投资者重要关联方的,该等投资者应主动向召集人表明关联关系,并不得参与表决,其所持有的表决权数额不计入总表决权数额。若投资者利用或隐瞒关联关系侵害其他人合法利益的,则承担相应法律责任。

6. 表决权行使的便利化

由于大投资者和小投资者之间所持基金份额比例相差甚远,表决权倾轧使大投资者往往主导基金持有人大会的决策基调,小投资者由于监督成本过高而参与度有限。降低中小投资者参与监督的成本,鼓励其行使表决权,落至实处包括发展代理投票、电子投票、网络投票等方式。

在维护大会的程序正义方面,可以引入第三方执业律师对大会召开进行见证,基金持有人大会的见证律师应当根据 REITs 基金持有人大会规程对基金持有人大会的召集、召开、表决程序、出席会议人员资格和有效表决权等事项出具法律意见书,基金持有人大会的召集人应当根据 REITs 基金持有人大会规程在基金持有人大会表决截止日后及时披露生效决议。

在生效决议的落地执行方面,除法律法规另有规定外,基金持有人大会审议通过的决议对 REITs 全体投资者,包括所有出席会议、未出席会议、反对议案或者放弃投票权、无表决权的投资者,以及在相关决议通过后受让 REITs 份额的投资者,具有同等效力和约束力。

前述措施的强化让小投资者意识到与大投资者合谋并非唯一的出路,自身积极参与表决是维护自身利益的正道,从而整体提升投资者对于监督的参与度。

(二) 外练筋骨:外部制度供给

作为 REITs 治理机制的重要组成部分,对基金经营的监控机制是

REITs 治理及其绩效得以提高的必要约束与重要保障,前一小节我们立足基金内部机制构造展开关于基金持有人大会决策的优化建议分析,本小节我们试图探讨依托行政、司法、市场各方之手对 REITs 治理实施影响的外在约束机制。

1. 追责和救济的并重共举

投资者对 REITs 市场的信心是维系市场焕发生机的基础和关键,而这种信心则来源于法律对其合理预期的承认和保护。过罚相当的追责机制使得大投资者在选择自利行为时面临可预期的显著惩罚成本,合理有效的赔偿制度虽然用于事后的追偿,但在事前亦可一定程度抑制大投资者利益侵占行为的冲动,速效响应的执法体系可以缩短大投资者侵占行为的隐蔽时间,有利于小投资者的利益补救。这些列举均属于法律规定和法律实施层面的保护机制,当然我们也应清醒认识到由于大投资者实际侵占的复杂性,很多时候静态规则的滞后和局促,使得应然对实然难以做出明确的界定和合理的判断。

2. 瑕疵决议的撤销和无效

借鉴《公司法》对于公司决议的无效或被撤销的规定,公司股东会或者股东大会、董事会的决议内容违反法律、行政法规的无效。股东会或者股东大会、董事会的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程,或者决议内容违反公司章程的,股东可以自决议作出之日起六十日内,请求人民法院撤销。

应用于 REITs 中,若召开基金持有人大会在程序上或决议内容上明显违反相关法律法规或基金文件约定的,基金投资者有权向有管辖权的人民法院提起基金持有人大会决议瑕疵诉讼,包括撤销之诉或确认无效之诉。表层来看,司法救济渠道的打通有助于化解小投资者与庞然大物对峙时的无能为力。更进一步,静态立法、动态执法、严密司法的交互协作,亦使投资者保护机制在既有框架之内向一种良性趋向迈进。

3. 投资者自律规则指引

意识到行政与司法体系难以保证兼顾所有罅隙,因此法律法规之外的机制应当作为有机补充,共同组成完备的投资者保护机制。典型的“场外机制”包括发起设立投资者自律组织,制定完善自律规则,示

范和引导投资者市场参与行为的改进,强化“声誉”机制对大投资者不当侵占行为的制约。

在投资者自律规则指引方面,参考中国银行间市场交易商协会为建立健全银行间债券市场存续期管理相关机制,更好地发挥持有人会议机制在债券风险及违约处置中的重要作用,而制定的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》,公募 REITs 也可以尝试制定相应的基金持有人大会规程示范文本及配套使用指引,从立法角度科学化设置最低限度的会议议程标准和投资者保护底线。在具体 REITs 产品中,基金管理人应按照公募 REITs 会议规程示范文本及配套使用指引在基金招募文件中明确约定基金持有人大会的召开情形、会议召集与决策程序、决议生效条件、决议效力范围和其他重要事项,约定内容不得低于公募 REITs 会议规程及配套使用指引的要求,并且就议案表决机制对投资人权益的影响进行风险提示。

4. 提升二级市场流动性

身处流动性好的市场之中,投资者可以根据 REITs 监督情况和基金份额的公开交易价格等因素,随时选择变现或者增持,基于此投资者的收益不仅可以来源于加强监督所获的红利收入,也可以来源于交易基金份额所得的资本利得,流动性为投资者投资 REITs 的方式提供了选择性。

有利于 REITs 份额变现的良好流通性对大小投资者的监督职能正向发挥均能提供激励,一方面,便于小投资者通过二级市场交易获取更多 REITs 份额,抑制其“搭便车”心理,激励其实施监督来获利;另一方面,大投资者支付的监督成本实际是其获得信息优势所付出的信息成本,流动性的存在使大投资者在看好 REITs 增值潜力后方便通过二级市场增持,当其预见 REITs 资产质量恶化前景堪忧时,也可以利用流动性及时止损。

(三) 余论:行走在刀锋之先

大投资者天然具有监督基金管理人的积极性,亦有通过“控制权集中”谋取私利的冲动,二者之间的距离恰是我们查缺补漏的空间。多元驱动表决权行使便利以强化“发声机制”,增进小投资者监督收益项以放大“激励机制”,保障大会各环节程序正义以筑牢“制衡机制”,畅

通追责及救济渠道以改进“问责机制”,完善二级市场流通性以落实“退出机制”,加强投资者自律组织引导以激活“声誉机制”,这些努力无不肇端于投资者保护之目的。

而回归体系化视角,投资者保护是一整套保护投资者利益的法律制度和执法体系,在宏观层面静态立法的制度建设之外,微观机制的具体设计和动态运转则是促成制度目标达成的关键。当然,公募 REITs 作为我国权益型产品的新兴阵地,制度体系构建和市场蓬勃发展并非一朝一夕之事,然而,道阻且长,行则将至,行而不辍,未来可期。

(编辑:吴紫君)