

整体性治理视域下的基础设施领域 不动产投资信托基金投资者保护

张 彬*

摘要:基础设施领域不动产投资信托基金是我国正在大力推进的一种新的证券投资工具。该产品能够有效盘活存量资产,让投资者分享我国基础设施领域的不动产收益。但由于该类基金底层资产的特殊性导致其在运营与管理层面上存在诸多风险,并且我国现有的投资者保护机制未能充分就该类基金的特殊性构建相关的投资者保护制度。因此,有必要以整体性治理理论为视角,改进信息披露规则、加强基金管理人责任、协同“软法”与“硬法”、以实质主义适用强制性规范,以完善多机构、多层次的投资者保护制度。

关键词:不动产信托 整体性治理 投资者保护

不动产投资信托基金(real estate investment trusts, REITs),是一种专营于不动产项目的金融工具。其本质上就是一种房地产证券化产品,通过发行股份或者受益单位,汇集社会上的闲散资金,委托专门投资机构进行房地产投资经营管理,并将投

* 郑州大学法学院讲师。

资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。^[1] 为了深化金融供给侧结构性改革,强化资本市场服务实体经济能力,进一步创新投融资机制,有效盘活存量资产,促进基础设施高质量发展,中国证监会与国家发展改革委在2020年4月24日发布并实施了《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》(以下简称试点通知),宣告了中国公募REITs的诞生。随后,国家发展和改革委员会于2020年7月31日发布了《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》(以下简称申报通知)。在这两部文件中,明确规定了我国REITs项目所必须满足的各项条件。至此,我国公募REITs在法律制度上已经初步建立。

REITs作为一种新型的投资金融工具,与我国金融市场上现存的其他各类金融工具存有较大不同。尽管我国在2019年年底之前已经发行各类REITs产品69只。^[2] 但除鹏华前海万科封闭式混合投资基金之外,均非公募REITs。这就意味着,当REITs的投资者范围从私募投资者扩张到公募投资者的过程中,必将导致REITs的风险向低自我保护投资者群体的扩散。如何建立起REITs投资者保护制度,是维护REITs市场健康与繁荣发展的基础性条件。本文将尝试从REITs交易结构出发,揭示其存在的特有风险,进而论述我国目前对投资者保护制度供给的不足。最后,根据REITs的特有风险,尝试从增强投资者保护角度完善我国未来的REITs法律制度建设。

一、我国制度背景下REITs项目下投资者保护的独特性

(一)我国REITs的制度背景与交易结构

REITs作为资产支持证券,在今年可以以公募形式进行后,将激活我国的未来广阔市场。但REITs毕竟是一种新型交易工具,对于一般

[1] 参见王者洁、郭丽华:《公共租赁住房制度法制化研究》,载《法学杂志》2011年第13期。

[2] 参见曾刚、陈晓:《中国版REITs为什么选择从基础设施领域破题》,载《21世纪经济报道》,2020年5月18日,第004版。

投资者而言,REITs 与我国投资者所熟悉的公司股票、债券等金融工具存在明显差异,因此,在通过 REITs 解决基础设施融资问题的同时,若要该市场持续繁荣发展,必须能够充分的保护投资者利益。而实现这一目的,首先需要对中国版 REITs 的交易结构进行分析,从而能够具体的对交易各环节的风险进行提示,并有针对性的展开监管。

REITs 是美国在 1960 年《房地产投资信托法案》颁布后,以法人形式组建,目的是让散户投资者通过投资 REITs 股票,间接享受房地产投资的经济回报。^[3] 美国证券市场具备充分的包容性,足以让投资者可以通过投资公司的方式从事各种投资活动。但由于考虑到税法方面的因素,通过募集大众资金投资房地产涉及大量的交易税与所得税,无法成为一种有商业价值的投资活动。为了能够刺激房地产投资,税法针对 REITs 进行了大量税收的减免,同时,为了避免利用 REITs 投资工具进行避税,又设立了大量 REITs 的认定标准,如分散化持有标准、收入来源标准(75% 以上须来自房地产资产相关的收入)、资产结构标准(75% 以上的资产须为房地产资产)以及利润分配标准(每年 90% 以上的应纳税收入须以红利形式分配给股东)。^[4] 因此,美国 REITs 的兴起及学术上的探讨,主要在于 REITs 的定性及相关税收法律问题的研究,是一种基于节税需求的制度演进。

而我国长期以来金融市场受到高度管制,从公众募集资金的行为需要接受我国证券法的调整,否则便涉嫌非法集资。与美国自然的制度演进相比,我国金融市场上新型的金融产品一般是由政府推动。具体到 REITs,我国监管者的目的便是服务于我国的金融市场改革及宏观调控政策,实现金融去杠杆,激活投资。在 REITs 的设立与发行上,我国是依靠政府力量的推动实现的制度移植。

REITs 发行与设立的创生路径,决定了该制度存在的具体规则与域外将存在明显的差异。而我国 REITs 制度的宏观调控目的,意味着它在短期内只能在一定范围内存在。同时,为了避免 REITs 的发

[3] 参见张蕾:《我国房地产投资信托(REITs)的实践和立法初探》,载《金融法苑》2005 年第 2 期。

[4] 同上注。

行带来过多不确定因素及系统性金融风险,我国的 REITs 将在相对简化的交易环境下存在。具体而言,我国 REITs 的简化体现下如下方面。

1. 投资标的简化

根据申报通知第 2 条第 4 款,我国 REITs 目前只能够投资基础设施,包括仓储物流项目、收费交通项目、废物利用、水电气热设施、大数据、通讯、智能城市等项目;并且明确排除了商业性、住宅类不动产所谓基础资产的可投资性。对投资标的的简化,是为了能够遏制非公益不动产项目的投机交易,导致我国房地产市场价格的波动。同时,允许投资的标的都是关系国计民生,并代表了未来产业发展方向的项目,具备宏观调控目的。

2. 交易模式的简化

在美国相对自由、自发的制度演进过程中,投资者与资产管理人为了能够适应 REITs 投资者的具体投资需求,不断在既存法律框架内进行制度创新。投资者可以在公司制下,通过投资公司股份成为 REITs 的持有人;也可以通过投资收益单位的方式成为信托的受益人。不同的投资路径各有其优劣之处。而根据试点通知可以看到,我国的 REITs 在现阶段只能够以基金的方式存在。也即,由符合条件的取得公募基金管理资格的证券公司或基金管理公司,依法依规设立公开募集基础设施证券投资基金,经中国证监会注册后,公开发售基金份额募集资金,通过购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的基础设施资产支持证券,完成对标的基础设施的收购,开展基础设施 REITs 业务。^[5] 根据试点通知,可以看到我国 REITs 的发行只能采用图 1 形式:

[5] 参见《中国证监会、国家发展改革委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》第 4 条第 1 款。

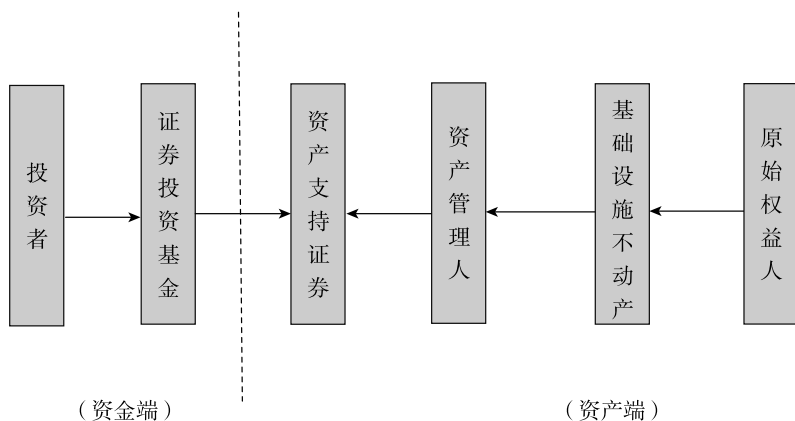


图1 我国REITs基本交易结构

从图1中可以看到,我国的REITs是一个双信托结构。可以区分为资金端与资产端。资金端是通过发行基金,作为资金募集工具向公众投资者开放。资产端是对利用合法标的物,通过真实销售由项目公司取得资产及其相对应的现金流,作为购买基金份额投资者的实际投资回报。

(二) REITs 投资者保护的的特殊性

REITs 与其他基金类产品相比,其共性在于其发行的法律形式,差异性在于支持REITs的底层资产不同。一般的证券投资基金,是通过投资我国证券市场中的各类公司股票、债券实现盈利。而REITs投资标的是以基础设施为标的所发行的资产支持证券。法律形式上的共性,意味着无论是何种基金的投资者,总是能够受到我国《证券法》《证券投资基金法》的一般性保护。但基础资产的差异,将为投资者保护带来特殊性的问题。

1. 资产支持证券信息披露的复杂性

传统的证券投资基金中,关于信息披露针对的对象是公司的投资者。公司作为投资对象,必须披露影响公司股东或债券持有人收益的重大信息。通过长期的司法实践,也梳理出了信息披露的一些重要信息点。^[6]我国证券信息披露体系参照西方发达资本市场建立了首次

[6] 参见汤欣、张然然:《虚假陈述民事诉讼中宜对信息披露“重大性”作细分审查》,载蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》(第28卷),法律出版社2020年版。

公开信息披露与持续性信息披露制度,以向公众投资者充分披露公司的投资价值。这套信息披露制度适用的是公司,而 REITs 的信息披露与公司信息披露之间,就以下两点存在较大差异。

(1) 信用载体不同

信息披露是为了向投资者揭示投资标的的信用,而公司与 REITs 的信用载体是不同的,可以区分为主体信用与资产信用。其中主体信用是指公司以其法人财产的独立性对外承担责任,资产信用是通过某一项具体资产所带来的现金流对外承担责任。资产证券化技术的核心在于将主体信用转化为资产信用。^{〔7〕} 资产证券化技术,可以在主体信用不足以支撑融资行为时,分离出一项资产实现融资。不过我国金融市场的实践也表明,主体信用与资产信用的区别并非泾渭分明。有研究者通过对我国双层资产证券化项目的研究表明,通过企业通过主体信用对资产支持证券进行信用支持,可以实现实际上主体信用取代资产信用的效果。^{〔8〕} 当然,这样的名为资产信用,实为主体信用的行为,是对资产证券化这一金融技术与法律规范的扭曲。在未来的 REITs 发展过程中,只有真正实现资产信用,才能够充分体现出 REITs 的制度目的,发挥其在我国金融市场上去杠杆的金融功能。

REITs 项目以基础设施带来的现金流作为融资基础,决定 REITs 收益率的便是该项基础设施带来现金流的可预期性。如何对资产的未来现金流进行相对精确的评估,是一个非常专业的问题。从根本上而言,这与公司信息披露所需要的“重大性”具有同样的逻辑,只是在资产支持证券的信息披露的内容与评估过程中,金融市场参与者与监管者都需要更多的经验对影响未来现金流的信息点进行梳理与总结。

(2) 信息披露义务人的多元性

公司发行股票时的信息披露义务主要是由上市公司或者证券公司承担。公司信息主要是在组织体内部形成的,并受到组织内部的约束。对于资产支持证券而言,由于其收益并非依靠主体信用,而是依靠底层

〔7〕 参见楼建波、刘燕:《重思资产证券化法律原理》,载《中国金融》2018年第21期。

〔8〕 参见金雪儿:《我国收益权资产证券化的合法性与偏离化》,北京大学2017年硕士学位论文。

资产的现金流。那么,对于该现金流的相关信息披露就会变得更为重要。

与公司的信息披露不同的是,能够影响一个底层资产的现金流水平是由多个主体决定的。以房地产信托而言,由使用人付费的模式,或者其他模式进行的现金流披露,与一个地方的经济发展水平,当地政府行为之间均有直接关系。传统的信息披露仅仅是商事主体,但在基础设施信托投资的过程中,如果真要对投资者进行保护,就需要充分的发挥政府主体在过程中的信息披露义务。这对于政府而言,本身也是一个监督。

2. REITs 交易中受托人义务的双重性

从我国 REITs 的交易结构可以看到,我国的 REITs 的发行,需要通过双重信托关系得以实现。传统的证券投资资金,由于其交易标的主要是公司股票。股票本身的投资价值,是在公司法框架内,由公司法内的“股东—董事”之间的关系框架予以解决。证券投资基金法上的受信义务,仅仅解决在基金内部“投资者—管理人”之间的权利义务。但 REITs 发行的情况下,资产信用取代了公司信用,公司法上的董事已经不复存在,只有为了发行资产支持证券而存在的管理人,替代了公司上的董事义务。在这个过程中,资产支持证券的管理人与证券投资基金的管理人,便成为对投资者承担相应受信义务的主体,加剧了传统证券投资基金管理人义务体系的复杂性与具体性。

二、REITs 项目运营中的特殊风险

REITs 是不动产信托基金,是通过对投资资产支持证券形成的一类投资基金。与一般的证券投资基金相比,其特殊性主要在于底层资产的特殊性。探讨 REITs 投资者保护的具体制度,首先需要对其风险来源进行分析。如果没有特殊风险,对 REITs 采用一般对证券投资基金的监管方式即可;反之,则需要针对 REITs 进行特别立法与特殊监管措施以满足 REITs 投资者保护的需求。通过对 REITs 基金交易结构与我国与 REITs 基金交易链条中涉及法律、交易背景的分析,可以

梳理出,在 REITs 基金投资过程中,至少存在下述的风险。

(一) 经营风险

公司产生现金流的方式是通过组织体的运营,采用各种积极主动的管理与经营行为,为公司产生源源不断的收益。公司通过组织体的方式,完成对资本与人力的结合,并采用多元化的经营方式减少风险。股东对公司剩余财产分配权与董事的商业判断规则,共同激励了公司经营管理者通过企业家精神为公司带来高额商业回报。同时,成熟的会计技术将公司在运营过程中的数据记录保存下来,并通过现代会计分析,对公司组织体可供股东分配的红利进行预测。

相比之下,REITs 项目中底层资产产生现金流的模式完全不同。由于我国 REITs 项目主要是单一资产支持证券,产生现金流的脉络更为清晰,但根据投资组合理论,资产的单一化也意味着难以通过资产包的方式缓和底层资产所带来的风险。在这种情况下,通过消极管理的基础设施带来的现金流就具有更多的脆弱性。一旦出现运营过程中的变化,便可能极大影响基础设施所带来的现金流。

另外,地方隐性债务也可能为 REITs 项目带来额外经营风险。在进行基础设施信托之前,地方政府通过举债进行基础设施建设的现象屡见不鲜,在《预算法》出台后,地方政府必须以法定债务的方式进行举债,便不得不通过为地方融资平台的债务提供担保的方式,将非法债务转为隐性债务。^[9] 这些隐性债务在项目存续期间内,可以为基础设施提供一定现金流,支撑项目的运营。而一旦通过资产证券化的方式,将地方政府持有的基础设施转让给资产支持项目管理者,那么该隐性债务是否还会存在,是否会影响基础设施相关的现金流就会成为一个问题。

(二) 基金治理风险

根据我国试点通知,可以明确我国的资产证券化不会采用公司法的形态进行资金募集。在美国由于公司本身也可以成为 REITs 资金的募集形式,因此,可以直接适用公司董事对股东的信义义务对公司董事在管理运营资产的过程中的行为进行合法合规性判断,对公司资产的

[9] 参见徐清飞:《地方隐性债务风险的法律防控》,载《法商研究》2019年第6期。

实际运营者进行法律层面的监督。但由于我国采用公司形式进行资金募集的可能性在短期内不复存在,我国能够对基金运营提供治理功能的组织只能是基金管理人。

尽管基金管理人 also 负有信托意义上的受信义务,但其毕竟不同于公司董事。并且,公司法上有大量的法律实践案例,对判断董事是否适当履行自己的信义义务提供标准。

另外,我国 REITs 基金的双重信托模式不仅在资金端带来了基金治理风险,在以单一基础设施为底层资产发行资产支持证券的资产端,同样存在着治理风险。为了发行资产支持证券,金融机构管理人通过“真实交易”获取原始权益人的资产,如道路、仓储等。在资产支持证券发行成功后,后期投资者的获利取决于资产管理人如何回收底层资产带来的现金流。此时,资产管理人应当如何履行自己的通知与管理义务,都需要不断的探索。事实上,在债券交易中也存在类似的治理风险。在公司发行债券时,债券管理人是为了债券持有人利益进行管理。但由于相关法律规则不够完善,我国多支债券违约时,债券管理人并未如立法者所预期那样充分尽到注意义务。

(三) 法律风险

REITs 基金投资的成功取决于底层资产所带来的稳定现金流。而 REITs 基金投资者之所以能够获取底层资产的现金流,是因为特殊目的公司通过与原始权益人达成以底层资产为标的的交易。即使前述的经营风险与治理风险得以避免,一旦底层资产交易过程本身的合法性被法院否定,投资者利益将受到“釜底抽薪”式的打击。

此外,由于我国 REITs 基金的投资标的只能以基础设施为标的发行的资产支持证券。而基础设施大量涉及在国有使用权土地上进行的不动产开发利用。在我国不动产交易领域,涉及国有土地上的不动产争议,很容易被司法机构对合同的效力进行否定性判断。例如,在通过公私合作建设(public - private partnership, PPP)的一些基础设施交易中,法院就可能在涉及合同瑕疵的时候,对行政合同效力进行否定。^[10]

[10] 参见贺馨宇:《论 PPP 合同中单方解除、变更权的法律属性与控制机制》,载《法律科学》2020 年第 3 期。

土地管理法上,也对于设立基础设施时的政府审批程序有着严格规定。如果在土地转让过程中存在对集体所有制土地所有人补偿不足,程序不合法的情况,便可能会被认定为违反了国家强制性规定的所有权转让。《关于审理建设工程施工合同纠纷案件适用法律问题的解释(二)》中也存在大量的强制性规定,可能会导致在建设环节中,某项基础设施项目出现问题。^[11]

除此之外,地方政府在进行基础设施与公用事业特许经营领域,有权对具体项目进行授权。在《基础设施和公用事业特许经营管理办法》第5条明确规定了政府授权特许经营者参与基础设施建设的具体方式,包括对该基础设施期满后是否归属政府所有进行规定。同时,在该办法的正文中规定了大量强制性规范,对政府行为进行约束。根据《行政诉讼法》第12条第11项的规定,“认为行政机关不依法履行、未按照约定履行或者违法变更、解除政府特许经营协议、土地房屋征收补偿协议等协议的”,可以提起行政诉讼。因此在特许经营过程中的具体环节,如果出现违反相关强行法的情况下,也会导致原已经明确的基础设施权属再次面临模糊。^[12]

可以说,地方政府在于资产管理者进行交易时,“稍有不慎”便可能导致交易本身效力瑕疵,影响 REITs 基金投资者的收益。尽管在我国“申报通知”中明确规定参与的“基础设施项目权属清晰、资产范围明确,发起人(原始权益人)依法合规拥有项目所有权、特许经营权或运营收费权,相关股东已协商一致同意转让”。但项目参与时的权属清晰,并不一定代表项目运营后,该权属不会遭遇法律争议并被法院判决交易无效的风险。

(四) 利益冲突风险

我国的 REITs 项目采用的交易结构为证券投资基金与资产支持证券进行对接。而公募基金治理本身便存在基金管理人与基金投资者之

[11] 参见肖峰、严慧勇、徐宽宝:《〈关于审理建设工程施工合同纠纷案件适用法律问题的解释(二)〉解读与探索》,载《法律适用》2019年第7期。

[12] 参见林劲标:《特许经营权重复许可的效力认定及归责》,载《人民司法(案例)》2020年第8期。

间的利益冲突。^[13] 资产证券化产品中,资金委托人和资产委托人之间潜在的利益冲突紧张关系更是令管理人能否保持应有的独立法律地位受到质疑。^[14] 可以说,REITs项目的“双信托”交易结构决定了在相关的市场参与主体之间存在双重利益冲突。这种双重利益冲突将会导致REITs项目投资者面临资产端与资金端管理人的道德风险。

REITs项目中的利益冲突,不仅体现在传统金融市场参与者之间的冲突,还有由于REITs项目中的底层资产是我国的基础设施,而相关资产主要是地方政府参与建设并转让交易,在考虑到我国REITs项目的实施的确有为地方政府解决融资难题的现实考量,都会极大地加大地方政府通过REITs项目减轻地方债务压力的现实诉求,并与投资者的盈利诉求发生冲突。

在布坎南看来,地方政府也并非铁板一块,而是各有各的利益诉求。^[15] 例如,中央政府—省级政府—市级政府对于金融风险,债务压力的承压能力是不同的,土地财政能够为不同层级的政府带来的收益也是不同的。因此,当他们通过交易行为开始对市场出清资产的时候,有可能在监管者之间也会出现相关的利益冲突风险。

利益冲突展开的复杂度,意味着REITs项目投资者保护领域的复杂性,必须采用多环节、多渠道,对于REITs项目形成过程中的利益冲突环节予以廓清,并对相关交易者施加强制性的法律义务,以避免为了出清资产而侵害投资者权益的行为发生。

三、整体性治理视域下的REITs投资者保护之不足

(一) 整体性治理理论的基本框架

由于上述因素,REITs项目的投资者保护成为一个重要的综合性

[13] 参见胡光志、方桂荣:《论我国投资基金关联交易监管模式的选择》,载《法学家》2008年第3期。

[14] 参见缪因知:《资产管理内部法律关系之定性:回顾与前瞻》,载《法学家》2018年第3期。

[15] 参见杨彪:《侵权禁令与执法替代:风险社会公共治理的新思路》,载《法制与社会发展》2017年第4期。

治理问题,仅仅依靠传统的证券市场上的投资者保护机制无法充分对投资者进行保护,而需要借助整体性治理的思路。所谓的整体性治理,就是以民众需求为导向,以协调、整合和责任为机制,运用信息技术对碎片化的治理层级、治理功能、公私部门关系及信息系统等进行有机整合,不断从分散走向集中,从部分走向整体,从破碎走向整合。^[16]

整体性治理理论的产生,主要是为了应对政府现代化过程中的职能分裂,导致政府对社会现象治理乏力。换言之,整体性治理理论是一套有效的解决政府失灵的理论。如果从整体性治理理论的视角去分析我国的金融市场,尤其是 REITs 市场,会发现该套理论对于如何提升我国 REITs 市场投资者保护具有非常广阔的运用价值。根据上述分析,我国基础设施市场,由于存在市场影响因素多样化,治理主体多元化的等突出现象,仅仅依靠传统的金融市场保护体制,无法充分保护投资者。

整体性治理主张市民社会与政府的合作、非行政组织与政府机构的合作、私人部门与公共部门的合作。^[17] 另外尤其值得注意的一点是,整体性治理理论特别强调信息技术的运用。这一点对于 REITs 这样的金融产品尤其具有深刻的启示。尽管整体性理论治理的产生主要是应对社会危机。但其实对于一般的社会危机而言,信息技术还不具备根本性价值。一般的社会危机在发生的过程中,其各环节的内容并非都信息化了。我国的金融市场,由于是在信息化时代迅猛发展,具有后发优势,信息化水平在全世界领先。我国完全可以充分发挥信息技术的优势,促成我国 REITs 市场上的参与主体充分利用信息技术所给予人们的充分便利,来适应 REITs 产品本身所具备的信息复杂性与多样性的挑战。但同时需要注意的问题,信息化的解决方案,尽管在技术上存在可行性,但如果没有一套完善而具备惩戒性的法律体制,REITs 上的参与主体会不愿意主动的放弃在金融市场上的信息优势,反而会利用信息优势掠夺投资者利益。信息技术是一柄“双刃剑”,只有法律

[16] 参见彭辉安:《整体性治理:我国公共危机治理的新走向》,载《福建行政学院学报》2013年第2期。

[17] 参见宋强、耿弘:《整体性治理——中国食品安全监管体制的新走向》,载《贵州社会科学》2012年第9期。

指引这柄“双刃剑”的方向,才有可能让信息技术成为保护投资者的利器。

鉴于 REITs 的风险,对公募 REITs 投资者的保护应当坚持综合性、整体性原则。我国金融市场经过长期的发展,已经对金融产品投资者建立了相关的投资保护机制,也根据不同的金融产品设计了不同的金融监管主体进行监管。但本文认为,由于 REITs 已经上文中陈述过的诸多特殊性,需要通过整体性治理理论对现有的投资者保护制度与投资者保护机构进行审视,以发现其存在对 REITs 投资者保护不足的地方。

(二) 具体制度视角下的投资者保护之不足

1. 公司视角下信息披露制度难以暴露 REITs 项目的风险

信息披露是证券法律规范的核心,作为 REITs 交易机构中的一个环节,充分暴露以基础设施现金流为基础所发行的资产支持证券的风险,将是保护投资者利益的第一个环节。但资产支持证券与一般公司股票之间的巨大差异,意味着现有的信息披露制度无法充分的向投资者乃至资产管理人揭示风险。公司作为一种生产经营单元,具有独立的法人地位,并通过长达几个世纪的商业实践形成了较为成熟的风险发现机制。资产负债表、现金流量表与损益表作为会计技术集大成者,为金融市场上的风险评估与判断发挥着重要的基石作用。与其同时,公司本身在募集资金过程中,也形成了一套以“重大性”为标准的信息披露的筛查机制。但上述这些制度均是在公司制度下所展开,而资产支持证券缺乏成熟的风险评估模型,会导致不特定的风险。美国 2007 年的金融危机,就是由于现有的金融市场参与者缺乏准确评估风险的模型所导致的一次的风险爆发。尽管我国为了投资安全已经减小了资产支持证券可运用的资产类型、运用模式,但依然缺乏能够经过历史考验的风险评估模型,为市场为 REITs 产品的定价发挥作用。

正是由于这些层面上的难度,我国明确规定,在 REITs 的项目建设中,必须能够对近三年的财务信息进行定性和分析。但事实上,仅仅对时间进行限制并不足以保护投资者。对于基础设施而言,地方政府能够掌握地方基础设施规划。比如,在一条河流上,如果有一座桥梁,那么可以想到通过对使用者进行调查,这条河流的现金流具有相当强的

可预期性。但是,如果当地政府在这条河流上修建另外一条付费的河流,即使不考虑其他的影响,那么,对于已经依据该桥梁收费权所发行的资产支持证券而言,也有可能带来巨大的损失。这时候的信息披露就不能仅仅是按照企业的方式进行,而必须考虑到影响基础设施的现金流及可能影响因素,并且对该因素进行综合分析。由于基础设施的现金流无法充分的通过成熟的财务报表得到体现,对于一般投资者而言,将具有很大的识别难度,对于地方政府和其他的利益相关主体而言,这种资产证券化也存在更多通过博弈行为产生相关的公共治理难题,甚至是政府层面的道德风险。这些是在进行信息披露的过程中必须认真考虑的内容。

2. 受信义务的法律边界不清

尽管我国《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》中也规定了基金持有人能够通过行使表决权对基金投资标的进行变更和处分。但由于基金持有人主要依靠基金管理人享有收益,如果没有负有信托义务,基金持有人很难仅仅通过自己行使表决权维护自己的权利,即典型的集体行动困境。这一点,已经在交易结构相似的债券市场上得到了再三的证明。^[18]

因此,在 REITs 项目中,投资者的利益必须依靠作为受托人的 REITs 基金管理人从信义义务角度进行保护。而在 REITs 项目的双重信托关系中,“原始权益人—发行人—管理人—投资者”之间的受信义务法律关系变得极为复杂。我国目前相关主体之间的受信义务的法律规范极为欠缺。从成文法角度看,目前能够为投资者提供保护主要有:《信托法》《证券法》《证券投资基金法》。其中,《信托法》第 25 条规定:受托人应当遵守信托文件的规定,为受益人的最大利益处理信托事务。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。而证券投资基金法对受托人的法律规定也是类似模糊。我国证券法作为证券市场的基本法律,更是将资产支持证券的发行与交易,都法律授权给国务院。除此之外,还存在一些位阶较低的法律规范,如《试点通知》中规定要 REITs 的试点项目要强化机构主体责任,

[18] 参见刘迎霜:《公司债券受托管理的信托法构造》,载《法学评论》2020 年第 3 期。

推动归位尽责。明确管理人、托管人及相关中介机构的职责边界,加强监督管理,严格落实诚实守信、勤勉尽责义务,推动相关参与主体归位尽责。

受信义务作为投资者利益保护的一道重要防线,一直都是欧美在投资法中的重中之重,并围绕该受信义务形成了大量的判例。可以说,受信义务的明确,仅仅依靠成文法是无法完成重任,而必须依靠在具体情境下的判例法,对受信义务的轮廓逐渐予以廓清。而我国目前很少有涉及投资领域的法律争议进入法院系统进行实体审理,因而在面对更为复杂的双重信托关系中,仅仅成文法中的条款,难以约束资产管理人对 REITs 投资者的利益进行充分保护。

3. 强制性规范配置不足

根据国外实践,REITs 项目如果能够被认定为投资信托,必须满足一些强制性规范。比如,分散化持有标准、收入来源标准(75% 以上须来自房地产资产相关的收入)、资产结构标准(75% 以上的资产须为房地产资产)以及利润分配标准(每年 90% 以上的应纳税收入须以红利形式分配给股东)。但是 REITs 项目的相关海外强制性规范目的并非投资者保护,而是防止投资者滥用 REITs 项目的交易模式避税。因此,REITs 项目的大量强制性规范主要具备税法上的意义。而真正具有投资者保护意义的强制性规范主要是风险留存规则。风险留存规则是为了解决资产证券化机构与投资者之间的利益冲突,而对证券化机构的强制性要求。主要内容是要求证券化机构必须保留转让、出售及转移给第三方用作资产证券化基础资产的一定比例且未被对冲的经济利益。^[19]

我国的《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》规定原始权益人或其同一控制下的关联方必须参与战略配售,比例合计不少于基金份额发售总量的 20%,其中基金份额发售总量的 20% 持有期不少于 60 个月,超过 20% 部分持有期不少于 36 个月;其他专业机构投资者可以参与战略配售,配售比例由基金管理人合理确定,持有期限不少于

[19] 参见王鑫:《美欧经验下中国资产证券化风险自留规则的完善》,载《法学评论》2017 年第 5 期。

12个月。该指引正式引入了西方风险留存规则。但在投资者保护领域,这一风险留存规则仅仅是作为法律指引而存在,面临着法律效力不强的问题。另外,我国监管层面上,仅仅是要求原始权益人或者关联方参与配售。但实际上,参与配售并不代表一定会将风险留存在自己手上。我国金融市场能够通过证券担保、收益互换等新型交易工具,在证券所有权没有转移的情况下,将风险转移出去。

因此无论是从法律效力还是法律实效角度而言,当前的风险留存规则都很难发挥真正的避免利益冲突的机制。

(三) 监管机构视角下的投资者保护之不足

在整体性治理的视角下,需要多机构多主体对同一事项进行协同式治理。上述的各项规定和制度,不仅需要成文法意义上的制度完善,还需要市场各主体协同发挥对投资者的“立体保护”。但目前,我国相关主体的投资者保护职能的发挥也依然存在诸多问题。

1. 中央监管机构

目前,我国公募REITs的主要监管机构是证监会。作为中央监管机构,固然在监管权威性上无可置疑。但长期以来,中央监管机构存在事后监管,监管说理性不足等问题。证监会需要进一步的研究如何与其他监管力量协调以充分发挥监管者的优势,让其他监管者也能够发挥自己的优势。

2. 自律组织

除了监管机构之外,自律组织监管也是一个重要的环节。比如,证券基金业协会就是一个重要的监管组织。证券基金业协会发布了一个投资者指南对投资者提供一定的保护。证券基金业协会可以通过自律组织执法对行业内不守规矩的市场参与者进行惩处。尽管自律组织没有公权力可以直接对违法行为进行罚款,但其通过市场监管进行的违法惩戒能够极大地对证券金融机构产生威慑,影响其在市场内的生存。不过目前来看,证券基金业协会类的自律组织,依然是通过资格限定的方式对参与市场的主体进行限制。这种限制方式,依然是一种重视门槛、轻视持续性监管的行为。当然,从政治经济学的角度考虑,这自然是由于其监管成本的约束与监管动机之匮乏带来的。

3. 法院

我国法院虽然并非金融监管的一线,但是其裁判行为客观上能够发挥监管的职能。司法系统与监管系统本身就是密不可分的,法院甚至可以通过其司法行为事实上对所有监管机构的监管行为进行釜底抽薪式打击。例如,在法院对民间借贷利率进行最高额限定的时候,便影响了金融机构在从事金融借贷交易时候的风险分配格局,引起了金融行业震动。^[20]

实施 REITs 项目的重要环节是原始权益人与资产支持证券项目管理人之间就基础设施实现合法有效的“真实交易”。但是否属于合法有效,主要是由全国各个地方法院进行审判以得到确切结论。法院是否能够充分理解金融交易的特点,采用商事思维来解决 REITs 项目中的法律纠纷,在现阶段可能成为一个挑战。

4. 地方金融监管机构

地方金融监管机构是金融深化改革过程中出现的一种地方监管机构。根据 2014 年《关于界定中央和地方金融监管职责和风险处置责任的意见》中,便明确了地方金融监管机构的职责。尽管理论界对金融监管是否应当允许地方政府参与存有争议,^[21]但实践中地方金融监管机构已经实际存在并发挥着作用。地方金融办凭借其对于地方金融环境的熟稔,与地方政府的密切关系,实际上是能够在地方金融监管中成为较早发现问题的一个机构。

但问题在于,地方金融办的职能定位不仅包括改善金融监管只能,还包括改善本地金融生态,促进金融发展的角色。这两种职能之间存在内在的冲突。正如有研究者发现,在地方政府融资平台迅速发展之时,不少地区金融办实际上兼具为地方政府融资的功能,通过与城商行、农商行及担保公司等当地金融机构协商,为本地融资平台提供资金保障。金融办内在的角色冲突性导致了它们往往只考虑本部门、本地

[20] 参见《高压限息下,保理与融资租赁业务如何做》,载腾讯网,<https://new.qq.com/omn/20200825/20200825A0MF1700.html>,2020 年 10 月 29 日访问。

[21] 参见刘骏:《地方金融监管权真的可行吗?》,载《现代经济探讨》2019 年第 1 期。

区的特殊利益,难以兼顾其他部门和其他地区,存在金融监管制度套利。^[22]

四、整体性治理视角下我国 REITs 项目投资者保护制度的完善

根据上述分析,可以明确 REITs 项目投资者保护问题需要我国在现有的法律框架内,由不同机构、市场主体参与,综合多项法律制度彼此补充才能解决。为了能够完善我国 REITs 项目投资者保护制度,本文认为以下措施是较为适当的。

(一) 建立多层次、多主体的系统性信息披露体系

现有的信息披露制度是围绕着公司为发行人所建立。而在 REITs 项目下,资产支持证券形成的链条较长,参与主体较多,需要扩张现有的信息披露义务人范围,尤其是将地方政府在参与 REITs 项目的过程中,纳入信息披露人的行列里。

从信息披露义务人的选择来看,至少有两种模式:依然由原来的证券公司或者项目公司作为信息披露义务人,同时由他们去搜集各处信息;或者直接在法律中明确将信息披露义务人分解至资产支持证券形成的各个环节中。笔者认为后者更好,因为多元义务人的情况下,如果仅仅让其他人负责别人的信息会难以落实责任。并且地方政府与商事机构之间的权利义务本来就不对等,采用契约的方式直接约定将难以约束信息披露的重要义务人,即地方政府。

(二) 强化受托人责任

我国目前的 REITs 项目采用的是双信托结构。由于投资者的集体行动困境,证券投资基金管理人实际上应当承担为投资者保驾护航的责任,而不能寄希望于投资者可以通过行使基金内表决权来进行自我保护。但由于成文法难以对受托人责任进行事无巨细的规定,所以必须依靠行业内的资深专业人士,及时通过商事惯例与行业规定,对基金

[22] 参见尉承栋:《央地关系视角下地方金融监管权规制》,载《天津法学》2017年第2期。

管理人的受托责任划定相对明确的边界。这时,便需要行业协会,自律组织等机构,充分发挥对市场的一线经验,协助监管者进行义务边界的厘定。同时,监管者而也应当充分的信任行业内组织的规则,并直接依托相关规则作为核查 REITs 项目下受托人是否适当履行责任的依据,实现夯实受托人责任过程中的公私合作监管。

(三) 软法与硬法相结合

由于 REITs 项目在我国是一项新生事物,且具有强烈的中国特色,因此对于法律规范的形成,不能仅仅采用域外的法律规范,还需要结合我国具体情况积极进行探索。此时,应当充分发挥软法的作用。比如我国的基金业协会,可以与我国相关的证券公司建立协调机制,对行业内发现的影响基础资产收益率的相关因素进行整理,制定指导性合同模板,帮助市场主体将我国市场上重要的经验与规范“沉淀”下来,发挥对市场上其他主体的法律指引功能。

同时,对于我国司法系统的职能也充分结合金融争议的特点,在对具备金融功能的合同纠纷案件审理过程中,能够与地方金融办,证券市场监管者、参与主体展开充分的协调与合作,探究相关合同在金融市场上的具体意义,从而避免法院的裁判对整个金融市场上基础交易法律效力否认,从而引发系统性风险,导致投资者利益受损。

(四) 以实质主义适用强制性规范

一些交易行为,从概率上看具有发生高度风险事件的可能性,因此从法经济学角度,不适当全部由执法与司法进行自由裁量,而是应当从节约司法资源角度,明确行为边界,从而为市场交易主体,市场裁判主体提供较为简单,容易防范的行为模式。这些便需要强制性规则的配置。比如风险留存规则,通过强制性规定,让不同主体之间的利益具备了同向性,从而缓和了利益冲突的水平。再如杠杆率规则,通过一定杠杆率的设置可以对高风险的交易行为进行管制,以一种父爱主义的立法逻辑,禁止相关交易者采用过高的杠杆来放大收益率水平。投资者适当性也是通过对投资者的抗风险能力进行测试,从而将一些具有风险承受能力偏弱的投资者筛除潜在的投资者范围。

但既往的法律实践告诉我们,金融交易具有极强的创新性,如果我们的强制性规范不能够具有一定的灵活性,那么,交易者总是能够创造

出新型的交易模式,对现有的强制性规范进行架空。比如,在融资融券交易中,我们尽管规定了杠杆率水平,但美国的“U规则”实践已经展示了,交易者可以通过形成不同风险类型的有限责任公司等法律形式而实现实质上的加杠杆。因此,如果在 REITs 项目投资者保护的过程中,仅仅强调投资者的风险利益留存,却忽视实质意义上的风险流动方向。市场交易主体完全可以通过相关的金融衍生品,交易合约,对法律形式意义上的金融风险通过市场进行再交易,从而将它们从原始权益人手中转移出去,导致风险留存规则的失败。

为了避免上述情况的发生,我国在完善 REITs 相关的强制性规范时,需要强调监管机构应当采用实质主义适用相关法律,避免市场参与者通过市场创新交易手段,回避强制性规定。

(编辑:赵宇)