

公募基金设立专业子公司打造公募REITs 一体化综合业务平台的相关问题探讨

周朗 吴凯盈 朱莉丽 丘键 陆志明 连勃 石沂

(美国华平投资集团, 北京 100020)

摘要: 不动产投资信托基金(REITs)是贯彻落实党中央、国务院关于防风险、去杠杆、稳投资、补短板决策部署的有效政策工具,具有盘活资产存量、增加资产投资渠道等重要作用。境内公募REITs迎来蓬勃发展,但也存在结构复杂、能力分散、利益不一致等问题。为推动REITs业务行稳致远,本文分析借鉴境外成熟市场经验,根据现有业务实践和监管框架提出由公募基金设立专业子公司,围绕REITs业务,同时发展Pre-REITs等业务,打造一体化综合业务平台的设想,并提出针对性的政策建议。

关键词: 不动产投资信托基金; Pre-REITs业务; 专业子公司; 一体化综合业务平台

Abstract: Real Estate Investment Trusts (REITs) are an effective policy tool to implement the decision made by the Central Committee of the Communist Party of China and the State Council on risk prevention, deleveraging, stabilizing investment, and reinforcing weaknesses. They play an important role in revitalizing asset stocks and increasing asset investment channels. The public offering REITs in China are booming, but there are also problems such as complex structure, decentralized capabilities, and inconsistent interests. In order to promote the stability of the REITs business, this paper analyzes and draws on the experience of overseas mature markets. Based on the existing business practice and regulatory framework, this paper proposes to set up specialized subsidiaries of mutual funds, focus on REITs business, develop Pre-REITs and other businesses, and build an integrated and comprehensive business platform. Furthermore, it also provides specific policy recommendations.

Key words: Real Estate Investment Trusts, Pre-REITs business, specialized subsidiary of REITs, integrated and comprehensive business platform

作者简介: 周朗,美国华平投资集团全球合伙人、董事总经理。吴凯盈,女,美国华平投资集团全球合伙人、董事总经理。朱莉丽,女,美国华平投资集团全球合伙人、董事总经理。丘键,美国华平投资集团战略与机构合作高级总监。陆志明,美国华平投资集团高级总监。连勃,美国华平投资集团高级执行董事。石沂,美国华平投资集团高级投资董事。团队研究方向:金融和不动产投资。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

不动产投资信托基金(REITs)是贯彻党中央、国务院关于防风险、去杠杆、稳投资、补短板决策部署的有效政策工具。2020年,中国证监会、国家发展改革委联合印发了《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》(证监发〔2020〕40号),正式启动境内基础设施REITs试点。截至2022年12月15日,深沪两市共上市23只公募REITs产品,总市值超过

800亿元,流通市值超过350亿元。上市以来,两市REITs产品表现良好,平均收益率近20%,且有持续稳定高比例的分红,深受各类投资者欢迎。高盛研究预计境内公募REITs规模有望超2万亿美元¹,发展潜力巨大。为推动境内REITs市场持续健康发展,本文梳理分析了试点运行的现状,分析借鉴境外成熟市场的经验,并提出具体完善方案和政策建议。

一、境内公募REITs试点运行情况

境内公募REITs试点的成功开展，在盘活存量基础设施资产和丰富资本市场可投资品种等方面带来显著成效。与此同时，由于境内市场尚处试点阶段，各方面业务还在探索和优化，存在改进和提升空间。

(一)境内公募REITs试点运行带来的成效

一是盘活存量基础设施资产，提升资产流动性。境内基础设施建设和房地产投资长期依赖债务融资，部分地方政府(含各类地方融资平台)和房地产企业的高杠杆行为加剧了债务聚集的风险，可能影响金融市场稳定。公募REITs打通了原始权益人与公众投资者之间的直接融资渠道，通过将成熟基础设施项目“上市”，为海量存量资产提供退出和交易市场，提升存量资产的流动性，盘活存量资产。原始权益人募得资金可用于新的基础设施和公用事业建设，解决原始权益人的融资需求，降低原始权益人的资产负债率，降低实体经济杠杆率，有助于防范系统性金融风险。

二是为资产管理市场提供新的供给，满足不同类型投资者需求。伴随境内居民收入的提升，境内资产管理市场规模也随之扩容。根据波士顿咨询公司的估算²，截至2021年底，境内资产管理市场产品规模达134万亿元，投资标的覆盖权益、债券、货币市场、黄金、商品等。然而，基础设施和不动产作为大类资产，长期缺乏标准化产品，使得普通投资者难以直接参与并分享收益。公募REITs的推出，降低了基础设施等大类资产的门槛，使普通投资者有机会分享境内经济增长和不动产市场发展的红利。对于机构投资者而言，基础设施及不动产投资具有中风险中收益的特征，且与其他大类资产收益相关性较低，是投资分散风险、多元化配置的重要抓手。一年多的运行实践证明，拥有优质底层资产的公募REITs具有投资回报稳定且优异等优势，与长期资金的投资需求相契合。截至目前，上市REITs产品均实现超比例认购，包括券商自营、保险机构、公募基金、银行理财、私募基金、合格境外机构投资者在内的机构投资者参与热情极高。

(二)公募REITs试点过程中存在的不足和挑战

一是境内公募REITs产品结构层级较多，容易带来效率低下、责任不明确、牌照分散等问题。境内公募REITs

试点采取“公募基金+ABS”的产品结构，存在原始权益人、基金管理公司、计划管理人、运营管理机构等多个参与主体，层次较多，易带来流程复杂、效率低下、责任不明确、利益冲突等问题。另外，发行公募REITs产品同时需要公募基金管理人资质以及资产支持专项计划发行和投资资质，可能存在牌照分散不利于集中统筹管理的问题。

二是境内公募REITs产品架构较为细分，难以有效培养参与人的综合能力、管理能力。人才队伍建设是市场行稳致远的基础，短期看，当前境内公募REITs处在行业发展初期，专业化人才相对匮乏。长期看，境内公募REITs“公募基金+ABS”的产品架构容易使基金产品管理能力、ABS产品管理能力、底层项目管理和投资、扩募能力分散于多个团队，不利于作为REITs产品最终责任人的公募基金建立相应的综合性管理人才梯队，弱化公募REITs行业专业化人才队伍建设能力。

三是公募基金对境内公募REITs产品的底层资产实际管控力较弱，较难满足监管部门对公募REITs管理人主体责任的要求。从试运行情况看，基金管理人均将REITs产品底层资产的实际运营管理工作委托给原始权益人；同时，在已进行的扩募项目中，扩募资产也都由初始发行的原始权益人提供并掌控，使得公募基金管理人更像一个“通道”。这与境外REITs管理人的实质管理地位形成鲜明反差，也不符合监管部门对公募REITs管理人主体责任的监管要求。

四是境内公募REITs业务收益较低，不利于调动市场主体的积极性。现行规定要求基金管理人设置独立的基础设施基金投资管理部门，配备不少于3名具有5年以上基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的主要负责人员，其中至少2名具备5年以上基础设施项目运营经验，而公募基金每年的管理费仅为REITs产品规模的1%~2%。试运行期间，单只REITs产品规模相对较小，所收取管理费相对有限，较难覆盖运营管理成本。调研发现，目前公募基金REITs投资管理部门多数亏损，寄希望于产品扩募所带来的管理费增长。然而，扩募的主动权和进展速度并不完全受公募基金控制，直接影响市场主体的参与热情。

五是国内机构投资者类型单一、偏好趋同，影响公募REITs业务范围的进一步延展。国内主要机构投资者，如保险公司、政府产业引导基金、信托公司、银行理财、

券商资管等偏好单一且趋同，倾向于追求安全性较高、分红收益相对稳定、内控制度严格、偏债权类的产品，当前公募REITs业务与机构投资者需求相契合。从长期发展看，公募REITs虽具有固收类特征，但更多还是权益类属性，在长远发展中将对投资者的风险偏好、资金期限和收益率模型提出更高要求。

二、境外成熟市场的经验借鉴

我国境内REITs市场试运行中存在的问题，可能源于我国境内REITs业务较为单一，尚未建立REITs一体化综合业务平台，在能力积累、收益实现、有效激励方面缺乏有效抓手。与境内市场相比，境外REITs市场发展已较为成熟，先进经验值得借鉴。

(一)境外成熟市场发展整体情况

境外REITs市场发展已有60余年历史。截至2021年底，全球共819只REITs产品，合计市值约2.6万亿美元。从市场规模看，美国是全球最大的REITs市场，产品总规模占全球总额的70%；近年来亚洲REITs市场迅速发展，日本、新加坡及中国香港是最主要的市场，过去8年合计市值增长79%。³从产品架构看，美国和日本市场多以公司型REITs为主，而新加坡等市场则主要是契约型REITs。

境外REITs市场发展历程表明，早期多数市场参与者以地产商身份开展业务，随着监管政策的逐步放松，开始同时经营地产运营和REITs两类业务。REITs业务本质是将成熟不动产在资本市场进行证券化，因此，多数有实力的地产商围绕REITs开展多样化业务，将成熟业务装入REITs项目上市，并培育未成熟业务(Pre-REITs业务)，实现业务链条的良性循环。市场一般规律是先有Pre-REITs业务再有REITs业务，但随着业务链条的向前延伸，也逐步出现以REITs业务起步，向Pre-REITs业务延展的发展模式，如美国REITs行业领先的西蒙地产，新加坡的ARA亚腾资产管理集团、凯德集团等均采取后一种发展模式。

我国境内REITs产品结构以契约型REITs为主，新加坡REITs市场的发展经验更有参考价值，其基本特征包括：**一是**REITs管理人通常会打造并运营一体化综合业务平台，形成围绕REITs业务、开展包括Pre-REITs业务在内的多资产管理模式；**二是**REITs管理人为全业务链条管理人，兼具基金产品管理、底层项目管理和资产扩募管理等

综合能力；**三是**REITs管理人具有对资产从形式到实质的全面管理地位；**四是**REITs市场平稳健康发展有赖于健全的治理架构，需要构建激励相容、运行稳定的商业模型。

(二)打造一体化综合业务平台的重要价值：以亚腾集团为例

本文以亚洲最大的REITs基金管理平台新加坡ARA亚腾资产管理集团(以下简称亚腾集团)为例，分析境外市场REITs业务的发展经验。作为不动产投资平台，亚腾集团进入地产领域之初即定位为“资产管理人”而非地产开发商，功能和定位接近境内现行架构中的基金管理公司。此外，亚腾集团还实际负责所持物业的持续运营管理，功能和定位接近境内现行架构下的原始权益人、运营管理机构。因此，该公司的发展历程和特征对我国境内REITs市场发展具有借鉴意义。

一是亚腾集团的发展模式呈现综合化特征。亚腾集团秉持“投资方兼运营方”的投资和管理理念，承担了原始权益人、基金管理公司、计划管理人、运营管理机构等多个主体角色。具体来说，首先，集团承担了基金管理人角色。在契约型信托的架构下，亚腾集团通过兼并收购，实现多地区“投融管退”综合能力，现已管理全球28个国家和地区的上市和非上市房地产投资信托、私募房地产基金及基础设施基金。对应我国境内公募REITs架构，亚腾集团发挥着基金管理公司、计划管理人的作用。其次，集团承担了资产管理者角色。亚腾集团在所有底层物业所在区域都建有本土化高效物业管理团队，提供一站式服务，包括项目日常管理、维护和运营，项目的租户、租约和租金管理，完成项目的招商和其他市场活动，如项目的改造、维修和管控等。对应我国境内公募REITs架构，亚腾集团发挥着原始权益人、运营管理机构的作用。

二是亚腾集团由REITs业务向私募地产基金业务扩展，形成私募地产基金和公募REITs并重的发展模式，助推市场良性运营。2007年取得REITs领域领先地位后，亚腾集团将业务范围扩大到私募地产基金(包括Pre-REITs类基金)等领域。首先，相比REITs业务，Pre-REITs类业务可以投资更早期、风险收益更高的资产，进而提高亚腾集团整体的经济回报。其次，Pre-REITs类业务可与REITs业务协同发展。Pre-REITs业务可帮助公司在更

早期掌握和管理优质资产，也可在资产达到成熟运营后装入公司的REITs业务，在实现Pre-REITs基金成功退出的同时，还能获取更为丰富和独家的REITs扩募资产来源。再次，同时开展Pre-REITs和REITs业务，有助于实现规模效益。亚腾集团旗下所投资物业的地区，都配备自营的物业管理团队，可同时服务Pre-REITs和REITs产品的底层物业资产，具有显著的规模效益。最后，全链条运营管理助推市场良性运营。截至2021年底，亚腾集团管理的私募地产基金超过10只，总资产规模超过200亿美元。亚腾集团采取全链条运营管理模式，在投资、建设、运营前期以股权投资的方式进入，不断培育、运营直至项目成熟，在获取丰厚收益的同时，促进了底层资产管理能力的积累沉淀，助推市场的良性运营。

三是亚腾集团的发展历程中，长限投资者的参与是实现全业务链条发展的关键因素。在上述私募地产基金中，亚腾集团的投资人(LP)均为长限的机构投资者，包括多国的养老金、主权财富基金、捐赠基金、大型金融机构和家族办公室等。一方面，机构投资者着眼于长期收益，能够对底层资产的培育和发展抱有较高的耐性，与“Pre-REITs+REITs业务”的长期性适配；另一方面，底层资产的全链条运营和利益实现，也为长期机构投资者带来稳定可预期的收益。这种长期正反馈循环是境外公募REITs市场不断发展壮大的重要原因。

四是亚腾集团的发展实践说明了平衡的治理是契约型REITs稳健发展的关键机制。以信托契约(trust deed)为基础的契约型信托计划，涉及主体包括信托单位持有人、管理人和受托人。全面平衡的治理架构(见图1)有助于解决管理人和信托单位持有人的利益冲突：第一，强制要求管理人董事会具备较高的独立性，董事会中的独立董事应至少占董事会人数的1/3(若信托单位持有人有权任命董事)或1/2(若信托单位持有人无权任命董事)。第二，赋

予受托人独立而被动的角色。以受托人对信托财产的持有和对信托管理的监督，制衡管理人与发起人因关联关系产生的利益冲突；并发挥管理人在物业熟悉与项目管理方面的经验优势，在保护投资者利益的同时激发发起人积极性。第三，信托持有人可组建持有人大会，并拥有更替受托人、管理人的最终决定权。第四，虽无法律要求，但实践中作为发起人、管理人的亚腾集团一般都需持有一定的信托份额，确保与公众投资人保持利益一致。

总体而言，境外契约型REITs结构相对简单、综合能力要求较高、参与方的利益相对一致、具有制约平衡机制设计，监管部门重点关注核心角色以实现有效监管，参与主体通过利益实现、能力沉淀形成稳定预期，进而形成循环有序、运作良好的工作机制和市场环境。

三、设立基金专业子公司打造公募REITs一体化综合业务平台的具体设想

根据境外经验，结合境内市场发展实际，设立基金专业子公司，开展公募Pre-REITs业务和公募REITs业务，打造境内公募REITs一体化综合业务平台，将有利于促进境内REITs市场健康发展。

(一)设立基金专业子公司打造公募REITs一体化综合业务平台的必要性

一是有效解决公募REITs层级过多、能力分散的问题。一方面，基金管理公司通过专业子公司从事REITs业务，短期可使基金管理人和计划管理人合并，简化其管理层级；另一方面，Pre-REITs管理人一般直接管理底层资产，从事相关业务的基金专业子公司可通过自营或合作经营的模式，逐步建立起对底层资产的实际经营管理能力，提高公募基金综合REITs管理能力，促使其逐步向境外成熟市场靠近。

二是提升公募基金在REITs业务中的经济回报，并实现利益一致性。同时从事Pre-REITs和REITs业务，专业子公司可获得Pre-REITs的管理费、业绩报酬提成以及公募REITs业务的基金管理费、外包运营机构服务费，有助于提升公募基金从事相关业务的整体经济效益。此外，专业子公司同时从事Pre-REITs和REITs业务，可使相关业务团队(包括基金管理团队、项目管理团队、资产管理团队，甚至资产上市中介团队)沉淀于同一个主体，有效避免当前主

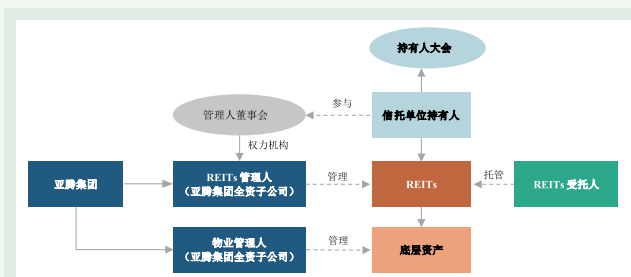


图1 亚腾集团REITs产品治理结构

体过多导致的利益冲突，实现各业务团队的利益一致。

三是为公募基金行业培育REITs业务综合性人才队伍。集合了Pre-REITs和REITs业务，专业子公司将成为统一的REITs类业务展业平台，能有效提升其自身品牌力和行业地位。此外，由于专业子公司模式解决了公募基金从事REITs类业务的经济效应和公司内部各管理条线的利益不一致等问题，使得其更易引进优秀的专业人才，更有可能为公募基金行业培育综合REITs业务人才队伍。

四是促进Pre-REITs和REITs业务的协同发展。一方面，专业子公司可借助公募基金丰富的机构投资者资源，为Pre-REITs项目募集资金；此外，由于可同时从事公募Pre-REITs和REITs业务，专业子公司可将Pre-REITs产品装入自身管理的公募REITs，有效解决Pre-REITs项目退出难的问题。另一方面，专业子公司可借助Pre-REITs业务提前锁定基础设施投资一级市场优质资产，解决当前公募REITs缺乏优质扩募资产的困局，实现REITs生命周期内协同发展。

(二)设立基金专业子公司打造公募REITs一体化综合业务平台的可行性

建立公募REITs一体化综合业务平台的核心是允许基金管理公司或其子公司同时开展公募REITs业务和公募Pre-REITs业务。在当前的监管环境和业务实践中，两块业务独立发展且运行成熟，具备一定可行性。

一是契约型REITs产品框架基本成熟，为公募基金子公司开展Pre-REITs业务提供基本条件。目前，契约型架构在境内公募REITs的试运行中表现稳定，符合境内法律和监管要求，为未来设立专业子公司同时开展REITs和Pre-REITs业务提供了基础：第一，境内现有信托法律法规足以支撑契约型REITs合法合规运行。境内自2001年以来相继颁布的《信托法》《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》《信托投资公司信息披露管理暂行办法》及《信托业务会计核算办法》，构成了较为完备的信托法律框架体系，可以形成对REITs各主体的有效制约和保护。境内暂无美国公司制REITs对应的公司法相关规定、税收配套政策等，若采用公司制，需全新系统性立法，中短期适用难度较大。第二，在契约型REITs结构下，REITs产品所有当事方的权利义务由所签订的契约设定，组织架构清晰明确。第三，从

财务收益角度，契约型结构相比较公司型结构可以避免在“公司”层面额外缴纳一道企业所得税的问题，整体税收负担较轻。整体而言，设立专业子公司开展REITs和Pre-REITs一体化综合业务无需改变现有业务架构和监管格局，在现行法律环境和监管规则下能够较快开展业务。

二是监管鼓励设立公募REITs子公司，且监管框架较为清晰，为打造公募REITs一体化综合业务平台提供了监管基础。一方面，近年来中国证监会先后出台了《关于加快推进公募基金行业高质量发展意见》(证监发〔2022〕41号)、《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》(证监会令198号)及其配套规则(证监会公告〔2022〕33号)，支持公募主业突出、合规运营稳健、专业能力适配的基金管理公司设立专业子公司，专门从事公募REITs、私募股权投资基金管理、基金投资顾问等业务。这些监管鼓励意见为设立公募子公司开展REITs相关业务提供了基本的监管基础。另一方面，专业子公司开展REITs一体化综合业务(Pre-REITs+REITs业务)需确保两项业务的监管主体分工明确、职责清晰。从REITs试运行效果看，国家发改委、中国证监会、交易所各方的监管配合已较为顺畅，具备较好的监管基础。

三是已具备市场教育和人才储备基础，为相关业务顺利开展提供支撑。作为近年来资本市场重点创新产品，公募REITs受到各类市场主体的持续关注。经过多年的研究探讨和一年多的实践运行，公募REITs业务的产业链条已基本成型，各市场参与主体包括原始权益人、基金管理人、资产支持证券管理人、托管人、项目运营管理机构 and 财务顾问以及其他中介机构积累了大量的实践经验，初步培育了以REITs业务为主业的市场队伍；与此同时，学术界持续开展各种前瞻性的研究和探讨，投资界与监管部门的互动沟通也较为频繁，基本完成了初期的市场教育和人才储备，为下一步业务延展和可持续发展奠定了基础。

(三)公募REITs一体化综合业务平台的具体架构设想

根据上述思路，基金管理公司探索设立专业子公司同时经营公募REITs业务和公募Pre-REITs业务的具体架构如图2所示。

1.专业子公司从事的公募REITs业务

当前境内公募REITs试点采取“公募基金+ABS”的产品结构，借助基金管理公司的基金管理人资格及其子

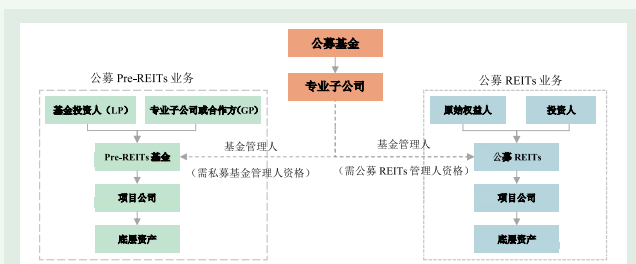


图2 公募基金专业REITs子公司业务架构

公司(或其他管理机构)的特定客户资产管理业务资格,完成产品的搭建。目前,可基于中国证监会鼓励基金管理公司设立专门子公司从事公募REITs业务的政策,创设公募REITs业务的专项牌照或业务资质,使得专业子公司可直接发行公募产品并投资底层项目公司的股权,即取消“资产支持计划”这一层架构,简化产品结构,推动专业化运营和管理。

2. 专业子公司从事的公募Pre-REITs业务

基金专业子公司从事的公募Pre-REITs业务特指由公募基金专业子公司根据私募基金管理人资格进行的Pre-REITs私募基金管理业务,与其他Pre-REITs私募基金所需牌照相同。此外,基金专业子公司开展Pre-REITs私募基金业务,还需额外接受中国证监会的相应指导和监管。公募Pre-REITs业务结构如下:由专业子公司和其合作方(如有)的相关主体担任基金的普通合伙人(GP),由专业子公司担任基金的管理人,向合格投资人(LP)募集Pre-REITs私募基金出资额。基金完成募资并经证券投资基金业协会(以下简称基金业协会)备案后,对外投资具有公募REITs上市潜力但尚未成熟的标的,经培育和改造后通过装入公募REITs、独立发行公募REITs或其他转让等方式实现Pre-REITs基金投资的退出。

(四)设立基金专业子公司打造公募REITs一体化综合业务平台的困难和障碍

一是专业子公司从事Pre-REITs业务资格还不明确,且各方职责划分有待讨论。目前市场上Pre-REITs业务大都通过设立私募基金的方式运行,私募基金的管理人需获得在基金业协会注册的私募基金管理人资格,发行相应的Pre-REITs私募基金,并完成在基金业协会的基金备案。要打造一体化平台业务,专业子公司在获取公募REITs资质的同时,还要获得基金业协会允许其以私募基金管理人资格从事公募Pre-REITs业务。基金子公司能否

获取私募基金管理人资格以从事公募Pre-REITs业务还不明确,且基金业协会与国家发展改革委、中国证监会、交易所等监管部门在专业子公司展业监管上的职责划分也不明确。

二是当前对基金子公司的股权比例限制以及返投要求可能影响平台业务发展。一方面,原始权益人具备的资产培育、资产质量提升等方面能力是其他金融机构较难获取的。此外,不动产的长期性导致“买入—培育—卖出”的业务逻辑无法支撑REITs发行上市后长达二三十年时间内运营的稳定性。因此,产业方作为原始权益人扮演着关键角色。根据《基金管理公司子公司管理规定》(证监会公告〔2016〕29号)规定,基金管理公司如与符合条件的其他投资人共同出资设立子公司,持有子公司的股权比例应当持续不低于51%,这将导致产业方作为原始权益人处于从属地位。另一方面,根据国家发展改革委《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》(发改投资〔2021〕958号)要求,原始权益人需将发行公募REITs产品净回收资金的90%以上用于在建项目或前期工作成熟的新项目中。这两种限制都容易导致“逆向选择”的情形,即原始权益人将最优资产留在体内经营,而将较差资产放入REITs资产包;此外,还可能导致投资人长期无法回收风险投资资金,降低投资积极性,不利于公募REITs和Pre-REITs业务的发展。

三是当前我国境内机构投资者风险偏好趋同,无法对平台业务发展提供持续动力。一方面,相比于REITs业务,Pre-REITs业务从选址建设、培育成熟到稳定运营都需较长时间投入,达到REITs上市标准至少需要运营期3年(一般全流程运营则需5年或以上)。另一方面,按照《公开募集基础设施证券投资基金指引》中关于战略投资者的规定,Pre-REITs实体作为公募REITs的原始权益人,配售比例不低于20%,且自持部分基金份额存在36~60个月的锁定期,完全退出需较长时间,有必要引入具有股权属性的长期资金参与。然而,目前国内主要机构投资者可以接受的投资期限往往在3年以内,且风险偏好趋同,仅有少数机构投资者可接受纯股权投资,这可能不利于平台业务的持续发展。

四是专业子公司同时从事Pre-REITs和REITs业务,可能带来关联风险。根据境外REITs业务发展经验,实现

结构简单、能力综合、利益一致的前提是具有制约平衡的架构设计作为配套。结合境内实际，专业子公司同时从事公募Pre-REITs业务和公募REITs业务，构成关联方关系，可能带来关联风险，存在产业链上下游的利益输送和其他潜在问题。

四、设立基金子公司打造公募REITs一体化综合业务平台的配套措施及可能的风险应对

打造公募REITs一体化综合业务平台能有效解决当前REITs市场发展所面临的困难和挑战，促进境内公募REITs市场的良性发展。借鉴境外经验，结合境内具体实践，具体建议如下：

(一)打造公募REITs一体化综合业务平台所需配套措施

一是明确资质问题以及各方监管主体的职责分工。首先，建议相关监管部门明确支持公募基金设立的专业子公司从事REITs业务(即创设并获得REITs资质)，并在独立合规的前提下允许开展公募Pre-REITs业务(即获得私募基金管理人资质)。其次，Pre-REITs和REITs业务的监管主体就专业子公司的监管职责进行明确分工。

二是适度放开专业子公司的股权结构和激励模式。建议按照权责对等的原则，在REITs基金子公司项下，突破公募基金最低51%的股权比例限制，在具体业务收益的分配机制上向价值提供方倾斜，各方合力助力国内REITs市场健康发展。

三是适时调整公募REITs原始权益人的返投要求。为畅通Pre-REITs项目合理退出渠道，促进市场良性发展，减小监管审核资产和项目的压力，建议根据持有主体和资产类型的不同特点和性质，在净回收资金的返投要求方面做出有针对性的调整。具体地，随着底层资产类型由传统基建类项目拓展至清洁能源、保障性租赁住房等基础设施补短板重点领域，以及预计未来将很快推进至市场化的长租房、商业不动产等领域⁴，建议在带有公共服务和自然垄断色彩的基础设施，如高速公路、清洁能源等领域，设置高比例返投要求，一定意义上实现资金

“专款专用”；而在相对市场化的领域，如保障性租赁住房、产业园区、数据中心、长租房、商业不动产等，取消返投要求或设置相对较低的返投比例，以保障此类资产的初始投资者的收益和退出预期，从而构建逻辑自洽的商业模式，推动底层资产和REITs平台的良性循环。

四是出台相应措施鼓励各类型资金特别是长期机构投资者入市。一方面，建议在REITs资产培育的不同时期引入相应产品，使得各类型机构投资者接力完成培育，并在对应阶段获取相应的溢价收益。另一方面，建议在公募Pre-REITs业务上引入与其资金期限和风险属性相匹配的美元长期限资本，并在投资人资质监管审批和外资结汇使用等方面给予支持。

(二)打造公募REITs一体化综合业务平台的风险防范应对措施

一是进一步完善内控管理机制，确保信息透明公开，防范市场风险。为避免专业子公司开展Pre-REITs和REITs业务而产生的关联风险，需在现行监管框架下构建相应“防火墙”，重点避免产业链上下游的利益输送和其他潜在问题。参考公募基金在专户投资业务中的监管实践，可在每个业务日常运行中保持各自运行的独立性，建立完善的内控管理机制；在可能发生关联交易时，进行相关的关联交易披露、内控机制说明和承诺等，确保关联交易透明公开，符合监管部门及公司治理所有相关的要求和规定。

二是建立各方参与主体的动态博弈平衡。为更好地适应境内公募REITs市场的发展需求，在契约型REITs治理结构方面要特别注意建立各参与者的动态博弈平衡，在公募基金管理人层面设计更全面、合理、有制衡的治理机制，并在托管行的权责中加入更多制约平衡管理人权责利的要素等。一方面，在实操层面上赋予发起人和管理人最大的权责利，以激发发起人和管理人的积极性，为REITs提供更多的商业动力；另一方面，通过独立而被动角色的设置以及加强监督的方式，让发起人和管理人的潜在利益冲突尽可能地化解到最低。 ■

注释

1. See Yi Wang, et al. C-REITs: On the way to a US\$2-3tn asset class[R]. Goldman Sachs Equity Research, 2022.

2. 参见波士顿咨询公司, 光大理财. 《中国资产管理市场2021》[R]. 2022.

3. 数据来源: 德勤、EPRA、FSDC。

4. 参见中国证监会副主席李超12月8日在“首届长三角REITs论坛”的讲话。

(责任编辑: 吴思思)