

专业化公募 REITs 管理人浮出水面 —— 试析基金管理公司 REITs 子公司制度

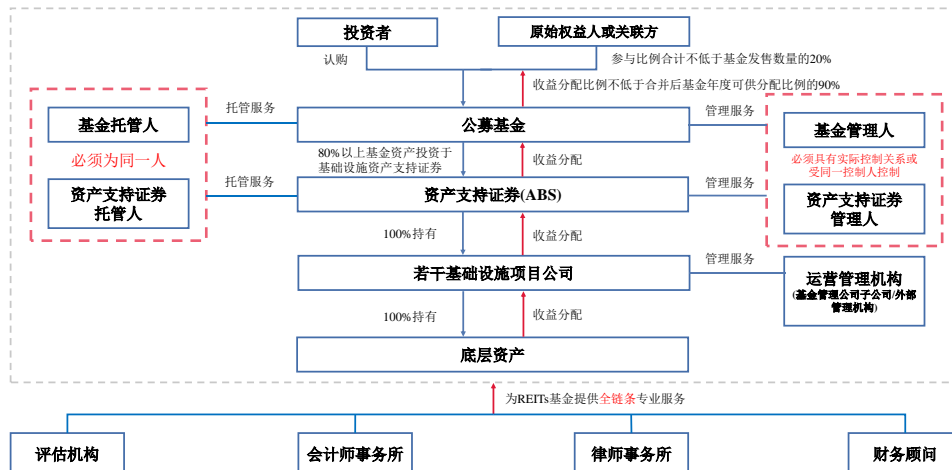
作者：方榕 | 毛慧

2022年5月20日，中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）发布了《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》（“《管理人办法》”）及《关于实施〈公开募集证券投资基金管理人监督管理办法〉有关问题的规定》（“《实施规定》”）（合称“《管理人办法》及配套规则”），亮点诸多，其中，行业广为关注的热点之一是基金管理公司可以与基础设施项目的原始权益人合资设立一家子公司专门从事公募 REITs 业务的规定。

此前，中国证监会于2022年4月26日发布的《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》（证监发〔2022〕41号）（“《意见》”）中已提及，积极推动公募 REITs 等创新产品发展，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子公司，专门从事公募 REITs、股权投资、基金投资顾问、养老金融服务等业务，提升综合财富管理能力。在此基础上，《管理人办法》及配套规则进一步细化了相关规定，制度框架更趋明朗，可以一窥公募 REITs 在强化资产管理、完善产品结构方面的发展方向。就此，我们抛砖引玉，与业界共同探讨。

一、《管理人办法》及配套规则下公募 REITs 产品架构的迭代发展

自开展基础设施 REITs 试点以来，已有数十只基础设施 REITs 基金成功发行并上市交易。受限于法律制度上的限制，现阶段基础设施 REITs 采用的是“公募基金+ABS”的产品结构，并由基金管理公司聘请外部运营管理机构提供基础设施项目端的运营管理服务，具体如下图所示：



以上产品结构创造性地解决了公募 REITs 尽快推出市场的问题，也天然地存在不足，从法律角度而言主要有以下两点：

其一，基础设施项目并非公募基金管理公司的传统标准化业务，基金管理公司对基础设施项目的管理能力存在不足。长期以来，基金管理人运用基金财产投资于上市交易的股票、债券等证券及其衍生品种，以组合投资、分散风险为投资原则，就前述业务已有相对成熟的监管规则、公司制度与流程、运作模式、内控管理、风险控制、系统建设、人力资源等；而公募 REITs 投资的底层资产是基础设施项目，并非公募基金管理人所熟悉的二级市场标的，风险控制逻辑及要点与标准化二级市场是两个截然不同的体系。即便可以大而概之为“基础设施行业”，产业园、光伏发电、收费公路与新基建之间，其商业模式、行业标准、管理和运营的路径与方法，也存在天壤之别。而公募 REITs 作为兼具不动产属性和金融属性的投资工具，其精髓恰恰在于发挥基金管理人在底层资产运营管理方面的专业优势，为投资者创造价值。如何发挥原始权益人专业化投资、运营和管理能力的优势，充分释放公募 REITs 的制度价值，也在一定程度上关乎原始权益人参与产品发行的动力和信心。

其二，“公募基金+ABS+项目公司”的产品结构下，涉及的产品层级、参与主体较多，存在管理链条长、流程繁冗，且运营交互、责任不清的问题。虽然在具体的产品落地过程中，监管部门通过细节要求力图压实公募基金管理人的责任，下沉管理权限，但是产品结构导致的天然缺陷仍然无法完美弥补。

虽然规则和脉络还不甚清晰，但是《管理人办法》及配套规则中有关基金管理公司可以与原始权益人共同设立子公司的规定，还是令人畅想公募 REITs 产品迭代的可能性。不久的将来，以原始权益人参股的公募基金管理公司子公司作为管理人的公募 REITs 会不会推出市场，从而充分发挥原始权益人的专业化管理优势，激励更多的优质企业通过公募 REITs 建立自己的管理输出平台，做大做强；相应的，专业化子公司是否能突破目前公募基金不能投资非上市公司股权的限制，从而简化产品层级；参股公募 REITs 子公司管理人的安排会不会影响公募 REITs 的财务会计处理和税筹安排，从而能释放更多优质基础设施项目的投资机会给社会公众。以上方方面面，都非常值得期待，也体现了监管机构回应市场关切的务实态度。

二、公募 REITs 子公司设立的条件和要求

作为公募基金管理公司下设的专业子公司，公募 REITs 子公司会是受严格监管的市场参与主体，在设立条件、股东资格等方面，均受限于《管理人办法》等相关法律法规的限制。作为从事基础设施业务的专业化子公司，公募 REITs 子公司的设立条件及参与公募 REITs 子公司设立的原始权益人的要求亦有其特殊性。

（一）公募 REITs 子公司的设立条件

公募 REITs 子公司应当同时满足《管理人办法》第 43 条、《实施规定》第（25）项、第（26）项和第（27）项规定的各项条件，其中专项适用于公募 REITs 子公司的，一是基金管理公司应当保持对子公司的控制权，且其持有子公司的股权比例持续不得低于 51%；二是基金管理公司应当具有丰富的公募 REITs 管理经验。就前一项条件，根据公募 REITs 本身的业务特点，对《管理人办法》第 43 条第（1）款有关基金管理公司原则上应当全资持有子公司股权作出了例外规定，强调基金管理公司的控股地位。就基金管理公司应当具有丰富的公募 REITs 管理经验的要求，可能意味着仅有担任过公募 REITs 管理人的基金管理公司才有资格设立公募 REITs 子公司。参与公募 REITs 子公司设立的原始权益人也应满足一定的条件，详见后文分析。

除上述外，公募 REITs 子公司的股东和实际控制人应当符合《中华人民共和国证券投资基金法（2015 修正）》（“《基金法》”）和《管理人办法》的规定，例如基金管理公司应以自有资金出资设立子公司

且不得存在任何形式的股权代持，子公司的注册资本不低于 1 亿元人民币且应以货币资金实缴，具备符合规定的名称、场所、业务人员、业务范围、管理制度、安全防范设施和与业务有关的其他设施等对于公募基金管理人和公募基金管理公司子公司普遍适用的设立条件等，具体详见《管理人办法》第 6 条、第 42 条第 1 款、第 43 条、《实施规定》第（25）项、第（26）项等规定。

（二）可参与设立公募 REITs 子公司的原始权益人的条件

除对基金管理公司的资格条件和公募 REITs 子公司的设立条件有要求外，《实施规定》对参与公募 REITs 子公司设立的原始权益人还有特别要求：

首先，相关原始权益人不得为其他基金管理公司的主要股东或者实际控制人；其次，原始权益人应当具有丰富的符合条件的基础设施项目储备。《实施规定》规定持股 25% 以上的原始权益人不认定为主要股东，理解是因为根据《管理人办法》第 7 条的规定，持有基金管理公司 25% 以上股权的股东即为主要股东，相较于《证券投资基金管理公司管理办法》（证监会令第 166 号）定义的主要股东为“持有基金管理公司股权比例最高且不低于 25% 的股东”，《管理人办法》对于“主要股东”的界定更宽泛了，且主要股东需要满足如下条件：（1）符合《管理人办法》规定的 5% 以上非主要股东条件；（2）主要股东为法人或者非法人组织的，应当为依法经营金融业务的机构或者管理金融机构的机构，具有良好的管理业绩和社会信誉，最近 1 年净资产不低于 2 亿元人民币或者等值可自由兑换货币，最近 3 年连续盈利；入股基金管理公司与其长期战略协调一致，有利于服务其主营业务发展；（3）主要股东为自然人的，最近 3 年个人金融资产不低于 3,000 万元人民币，具备 10 年以上境内外证券资产管理行业从业经历，从业经历中具备 8 年以上专业的证券投资经验且业绩良好或者 8 年以上公募基金行业高级管理人员从业经验；（4）对完善基金管理公司治理、推动基金管理公司长期发展，有切实可行的计划安排；具备与基金管理公司经营业务相匹配的持续资本补充能力；（5）对保持基金管理公司经营管理的独立性、防范风险传递及不当利益输送等，有明确的自我约束机制；（6）对基金管理公司可能发生风险导致无法正常经营的情况，制定合理有效的风险处置预案。对于从事基础设施行业的原始权益人而言相对较难满足，因此在主要股东的认定上区别对待。

《实施规定》特别要求原始权益人应当具有丰富的符合条件的基础设施项目储备，虽然暂时没有量化标准，但是鼓励拥有丰富资产储备的原始权益人利用公募 REITs 平台盘活存量，通过扩募不断置入优质资产的意图非常明确，与近日出台的扩募规则交相呼应。

三、公募 REITs 子公司相关其他事项

业界在欢欣鼓舞之余，对于设立公募 REITs 子公司的规定也有不少疑问。例如，一家基金管理公司是否只能设立一家公募 REITs 子公司；公募 REITs 子公司是否需要申请公募基金管理人牌照；公募 REITs 子公司是否可以同时从事基金管理业务和资产端运营管理业务；公募 REITs 子公司是否可以收购其他原始权益人的资产等。在与行业探讨的同时，我们也看到未来公募 REITs 的发展存在的更多可能性。

既然不同基础设施行业的管理需求存在巨大差别，原始权益人其行业逻辑、资源禀赋、管理方式、风险管控等都不尽相同，因此，如基金管理公司要发行针对不同资产类型的公募 REITs 且假设未来原始权益人的角色诉求仍是运营管理基础设施项目，那么一家公募 REITs 子公司应无法同时覆盖各类不同行业基础设施的运营要求，因此，限定基金管理人仅能设一家公募 REITs 子公司不符合公募 REITs 本身的内在管理逻辑。但是，为了稳步发展，约束基金管理人聚焦在已发行的公募 REITs 管理上，初期有可能限定公募 REITs 子公司的上限数量。

根据《管理人办法》第 41 条“经中国证监会批准或者认可，子公司可以从事资产管理相关业务”的表述，理解子公司经中国证监会批准开展业务（例如需取得中国证监会核发的《经营证券期货业务许可证》），应视为具有经核准的公募 REITs 基金管理人资格，但应无需单独申请公募基金管理人牌照，相应也不能从事本支公募 REITs 以外的其他公募基金业务。

《管理人办法》和《实施规定》对设立公募 REITs 子公司的基金管理公司，在风控管理上有具体要求，要求基金管理公司具备与拟设子公司相适应的专业管理、合规及风险管理能力和经验；拥有足够的财务盈余，能够满足子公司业务发展需要；已建成能够覆盖子公司的管控机制和系统；具备较强的抗风险能力。并要求基金管理公司对完善子公司治理结构、推动子公司长期发展，有切实可行的计划安排；对子公司可能无法正常经营等情况，有合理有效的风险处置预案。结合《基金管理公司子公司管理规定》（中国证监会公告（2016）29 号）第 14 条有关在维护子公司独立法人经营自主权的前提下，基金管理公司应当充分履行控股股东职责，加强对子公司的管理和控制，基金管理公司应当建立覆盖整体的风险管理和内部稽核体系，确保子公司依法合规稳健经营的规定，可以理解为基金管理公司应当建立覆盖 REITs 子公司的垂直风控体系，REITs 子公司的风控和内部稽核体系应依托于基金管理公司。这一原则在实操中包括但不限于以下内容：（1）建立内部稽核和责任追究机制，每年度至少两次检查和评估子公司内部控制的有效性、财务运营的稳健性、业务活动的合规性；（2）建立重大事项报告机制，明确子公司应当向基金管理公司报告的事项范围、时间要求和报告路径，确保基金管理公司及时知悉、处理子公司重大事项；（3）实行风控合规垂直管理，对子公司的风控合规管理制度进行审查，向子公司选派具备足够专业胜任能力的风控及合规管理人员，并由基金管理公司督察长统一任免、考核和管理，确保子公司风控合规管理工作符合基金管理公司的统一标准。在有效防范利益冲突和敏感信息不当流动的前提下，基金管理公司可以依照有关规定或者合同的约定，为子公司的研究、风险控制、监察稽核、人力资源管理、信息技术和运营服务等方面提供支持和服务。

在此基础上，根据《管理人办法》第 45 条，基金管理公司与其子公司、各子公司之间应当严格划分业务边界，建立有效的隔离制度，不得存在利益输送、损害投资人合法权益或者显失公平等情形，防止可能出现的风险传递和利益冲突；此外，《实施规定》亦进一步列明，根据《管理人办法》第 45 条规定，在有效防范利益冲突和敏感信息不当流动的前提下，基金管理公司可以依照有关规定或者合同约定，为子公司提供业务支持和服务。由此可见，未来基金管理公司与公募 REITs 子公司之间仍应遵循“高度管控、风险隔离、冲突防范及适当支持”原则，但就如何具体落实前述原则，还需要根据各家市场参与主体本身的企业文化、公司治理、经营模式等进行“度身打造”，探寻最适合自身业务发展的母子公司互动路径。

公募 REITs 产品发展充满创新和挑战，在盘活存量的时代背景下，又有着非凡的意义和价值。无论是公募 REITs 子公司的设立，还是公募 REITs 基金的成立，从底层资产到基金运营的相关法律合规要点、基金运作流程细节及关键要点如何准确把握，我们将持续关注并与行业共同研究。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

方榕

电话： +86 10 8524 9486

Email: rong.fang@hankunlaw.com

毛慧

电话： +86 21 6080 0506

Email: ellen.mao@hankunlaw.com