

中欧陆家嘴金融法丛书

投资基金法的理论与实践

——兼论投资基金法的修订与完善

吴晓灵 主编

上海三联书店

投资基金法的理论与实践

——兼论投资基金法的修订与完善

吴晓灵 主编

上海三联书店

图书在版编目 (CIP) 数据

投资基金法的理论与实践: 兼论证券投资基金法的修订与完善/吴晓灵主编. — 上海: 上海三联书店, 2011.

ISBN 978-7-5426-3485-6

I. ①投… II. ①吴… III. ①证券投资基金法—研究—中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆CIP数据核字 (2011) 第020679号

投资基金法的理论与实践——兼论投资基金法的修订与完善

主 编 吴晓灵

责任编辑 钱震华

特约编辑 丁传斌

装帧设计 俞 奇

责任校对 张大伟

出版发行 上海三联书店

(200031) 中国上海市乌鲁木齐南路396弄10号

<http://www.sanlian.com>

E-mail: shsanlian@yahoo.com.cn

印 刷 江苏常熟人民印刷有限公司

版 次 2011年3月第1版

印 次 2011年3月第1次印刷

开 本 787×1092 1/16

字 数 340千字

印 张 18

书 号 ISBN 978 - 7 - 5426 - 3485 - 6/F·581

定 价 38.00元

作者：（以写作章节先后为序）

吴晓灵 吴 弘 徐 振 张悦怡

王 鑫 吴建忠 贾希凌 江翔宇

倪受彬 刘 燊 朱小川 孔燕萍

李 康 陈岱松 徐志青 汪其昌

序 言

2008年中欧陆家嘴国际金融研究院组织了《投资基金法》修订课题组^①。现将课题组的研究成果编辑成册,希望本书能有助于投资基金的修法研究。

一、修法问题的提出

1999年九届全国人大鉴于证券投资基金和各类私募投资基金在我国日益活跃的现实,提出了制定《投资基金法》的任务。但在法律的制定过程中,由于社会对基金的认识尚不深入,对私募投资基金是否需要在法律上明确其地位、监管边界、如何界定难以形成共识,于是在2003年十届全国人大通过时,《投资基金法》加上了“证券”二字,变成了只规范公开募集的投资于已上市证券基金的法律——《证券投资基金法》。该法自2004年6月生效以来,极大地促进了证券投资基金的发展,社会对投资基金的认识也不断加深。

伴随着基金业的发展,一些新的问题有待我们研究和规范。

首先,《证券投资基金法》对基金持有人保护不够;对关联交易的界定难以适应目前众多金融机构成为上市公司的现实;对为证券投资基金服务的中介机构,如托管机构、销售机构、评价机构、咨询机构的职责规定不够清晰等,这些在一定程度上制约了证券投资基金的健康发展。

其次,私募证券投资基金、创业投资基金、风险投资基金、私募股权投资基金、产业投资基金、并购基金等名目繁多的基金越来越多,它们之间是什么关系?在资本市场和经济发展中有什么作用?是否需要规范?是否需要监管?特别是经历了2008年爆发的世界金融危机之后,我们应该在基金的监管上吸取什么经验、教训?

^① 课题组由吴晓灵牵头,课题组成员包括吴弘、李康、贾希凌、江翔宇、倪受彬、刘荣、吴建忠、汪其昌、朱小川、陈岱松、徐志青、王鑫、徐振、孔燕萍、卞睿等。该课题由上海金融与法律研究院资助。

最后,近年来银行理财产品风起云涌,规模越来越大,券商集合资产管理、信托公司集合资金信托、保险公司投连险也发展很快。这些金融产品的本质是什么?是否需要统一的监管标准?

为促进资本市场的健康发展,我们认为有必要对同一类法律关系的金融产品进行规范。上述证券投资基金、私募证券投资基金、私募股权投资基金、券商发起的集合资产管理、信托投资公司发起的集合资金信托、银行的代客理财产品,它们尽管名称不同,但又有许多共同之处。一是它们都是等份额地募集资金;二是募集起来的资金都是委托给专业机构进行管理;三是委托人与受托人之间是信托关系;四是投资人承担投资风险并享受投资收益。因而,我们可以给这类金融产品起一个共同的名称——投资基金。通过修订《证券投资基金法》对各类投资基金进行规范是可能的。

二、《证券投资基金法》修法的调整范围

目前,《证券投资基金法》调整的只是公开募集、投向已上市的证券的基金。而法律关系同为信托关系的各类基金投向不同、资金募集方式不同,在一部法律内如何规范?

我们认为,金融产品之所以需要监管,是因为许多产品涉及社会公众和中小投资者的利益,为了社会稳定必须加以保护。因而在立法时需要对面面向公众募资的基金的各种行为加以规范。投向已公开上市的证券透明度高、易于监管,因而公募基金一般为证券投资基金。而对于向特定少数人募集资金的基金,其投向由投资人和投资管理人通过合同约定即可。这样法律修订时就比较简单,只需以资金募集方式为标准规范各种行为,在法律中增加一章规范向特定对象募集即可。

如果将《证券投资基金法》的调整范围界定在公募和私募两类基金,是否要修改法名?因为《证券法》调整的是公开发行的股票、债券,而私募基金中有些是投向未公开上市交易的股票、债权的。我们认为不必修改法名,因为《证券法》第2条规定“股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易适用本法”,第10条对公开发行作了界定,但这并不是说未公开发行的股票、公司债券就不是证券。因而投向未公开上市的证券也是证券,法名便不必修改。此外,法律中还有一句“国务院依法认定的其他证券”,据此,《证券投资基金法》可以界定证券的内涵。

三、《证券投资基金法》修订还需研究的问题

(一) 关于基金管理人的组织形式

《证券投资基金法》规定“基金管理人由依法设立的基金管理公司担任”,且管理人的组织形式是公司。对此我们应该研究两个问题:一是公司的组织形式是否可以是有有限合伙公司?因为有限合伙公司的组织形式对普通合伙人的激励较强,更有利于对基金的管理。基金管理人的组织形式可以采取公司制和有限合伙公司制,但他们能否管理公募基金则可在《证券投资基金法》中提出限定性条件。二是具有信托功能的其他金融机构是否可以充当投资基金的管理人?现实中许多机构都在发起和管理投资基金,这些基金有些是私募的,但也有些是公募的。对这个问题《证券投资基金法》应有原则性描述。当前我国尚不具备功能监管的条件,但统一监管标准是应该做得到的。

(二) 关于基金的组织形式

基金的组织形式是基金运行的法律外壳,它要保障基金财产的独立性和投资人、管理人的收益。基金可以有契约型、公司型和有限合伙公司型。契约型基金从法理上讲是投资人与管理人之间形成信托关系将资金委托给管理人由它运作。管理人以自己的名义进行交易但投资的后果和收益由投资人承担。这种基金不具备法人地位。公司型基金和有限合伙型基金具有公司的外壳,有独立的法人地位。但由于它们只是投资人的获利工具,并不从事实体经营,因而不应按一般工商企业的要求纳税,而应按投资所得由投资人综合纳税。正是从这个意义上讲,美国的投资基金法称为投资公司法。公司型基金和合伙型基金与一般公司、合伙公司的区别在于它们不从事工商实业,利润80%—90%以上全部分配给了股东。解决了投资基金的重复纳税问题才有利于鼓励由具备投资能力的专家进行投资,提高社会资本的运作效率。特别是在我国要建立创新型国家,要通过结构调整提升经济竞争力之时,鼓励私募股权投资的发展是格外重要的。

(三) 对私募投资基金的监管

私募投资基金是向特定对象募集资金,这些人应该具备风险识别能力和风险承受能力,因而对它的监管与对公募基金的监管有所区别。

(1) 在《证券投资基金法》中最重要的是要界定公募与私募的界限,即界定合格投资人、界定向合格投资人募集资金的客户人数限制和超过一定资金总量的私募基金是否需要到监管当局备案。

(2) 私募基金可以在监管豁免条款下生存,但为了保护投资人的利益,《证券投资基金法》可以规定投资人与管理人签订的管理合约最基础的内容,基金管理人的最低信息披露方式及内容。

(3) 私募基金在监管豁免条款下生存,但并不等于不需要管理,因而《证券投资基金法》应对行业自律管理作出原则规定。

除上述问题外,《证券投资基金法》修订时还会有许多技术性问题需要研究,但那些问题没有太多的理论分歧,不再赘述。

法律的制定与修订是一个不断总结实践经验、加深理论认识和寻求社会共识的过程。本书内容在中欧陆家嘴国际金融研究院的课题研究基础上编写而成。书中的观点为学者意见,呈献出来借以推动进一步的研究。

在此课题研究成果出版之际,我向所有参与、支持课题研究的同仁表示衷心的感谢。

吴晓灵

2010年7月25日

CONTENTS 目 录

第一章 完善投资基金法的指导思想	1
一、基金、投资基金与私募投资基金	1
二、我国发展私募股权投资基金的法律问题与对策	3
三、完善我国投资基金立法的意义	6
四、投资基金法修订的若干指导思想	7

第二章 投资基金的法理基础	11
一、投资基金概念的法律界定	11
二、投资基金的信托性质探究	16
三、投资基金法律地位的思考	21

第三章 我国投资基金与基金法发展史	24
一、投资基金演变小考	24
二、我国投资基金的发展	27
三、我国香港、台湾地区基金的发展	32
四、我国基金市场现状分析	34
五、我国投资基金立法历程	39

CONTENTS 目 录

第四章 投资基金的立法	44
一、机遇与挑战并存——金融海啸背景下我国投资基金立法完善的迫切性	45
二、统一与分立之争——我国投资基金立法模式的争论与解析	47
三、统一与协调的均衡——我国投资基金立法基本原则的思考	56
第五章 投资基金组织形式	59
一、基金组织形式的选择	59
二、我国基金组织模式概述	63
三、契约(信托)模式基金	64
四、有限合伙制基金	69
五、公司制基金	74
第六章 我国引入公司型基金的法律探讨	76
一、公司型基金法律关系之基本分析	76
二、国外公司型基金发展及制度考察	80
三、从我国契约型基金的主要问题看公司型基金引入的意义	87
四、我国引入公司型基金的主要法律障碍及解决路径	92

CONTENTS 目 录

第七章 基金与基金管理人的设立	95
一、基金设立:核准制还是备案制	95
二、基金管理人的设立:准则主义或核准主义	99
第八章 基金管理人的管理	104
一、基金管理人的性质与组织形式	104
二、基金管理人的义务和责任	108
三、基金管理人的管理与基金治理结构的完善	110
第九章 基金托管人的法律地位	113
一、基金托管人制度概述——“托管”和“托管人” 的概念辨析	113
二、基金托管人制度安排的理论基础	115
三、基金托管人在基金治理结构中的地位	118
四、基金托管人的职责、资格和独立性要求	122
五、我国基金托管人制度运行情况及其完善	127
六、私募基金与基金托管人制度	133

CONTENTS 目 录

第十章 投资基金的合格投资者制度	137
一、引入合格投资者制度的意义	137
二、美、欧、英、日对合格投资者的法律规定	139
三、对我国私募基金的合格投资者制度设想	148
第十一章 私募基金的规范发展	156
一、私募基金概述	156
二、我国私募基金发展现状分析	163
三、合伙制私募基金实践中的法律问题	167
四、私募基金的立法问题探讨	171
五、私募基金基本制度设想	174
第十二章 投资基金法与规范理财产品	178
一、我国金融机构理财产品	178
二、金融机构各类理财产品监管架构的分析	187
三、金融机构各类理财产品法律关系性质分析	191
四、完善金融机构理财产品监管架构的建议	195

CONTENTS 目 录

第十三章 投资基金的信息披露	197
一、基金信息披露制度的理论基础	197
二、公募基金信息披露问题研究	201
三、私募基金信息报告问题研究	209
第十四章 投资基金的监管	213
一、基金监管的法经济学分析	213
二、基金产品的风险及其控制	223
三、投资基金运作监管	230
四、基金自律组织	232
第十五章 从投资基金看信托法的修改	233
一、信托财产权不是“委托”是“转移”	233
二、信托法调整范围应包括信托业法	234
三、关于信托的成立与生效	238
四、对共同受托人意思表示不一致处理的规定应明确	242
五、信托监察人制度的适用应不限于公益信托	243
六、关于受益人或受益权的变更	245
七、关于信托终止	246

CONTENTS 目 录

附录 1 《中华人民共和国投资基金法·第 * 章 向特定 对象募集的基金》(学者建议稿)	253
---	-----

附录 2 “向特定对象募集的基金(学者建议稿)”的说明	263
-----------------------------	-----

附录 3 中国投资基金发展大事记	269
------------------	-----

第一章 完善投资基金法的指导思想*

近年来,随着我国金融业各项改革的有序推进,资本市场发展取得积极成效,市场规模稳步扩大,市场功能日益增强,资金配置效率显著提高,对促进经济结构调整、实现经济又好又快发展发挥了重要作用。

发展投资基金尤其是私募股权投资基金是完善资本市场功能的一项基础性工作。投资基金作为资本结合产业的重要形式,是资本市场中重要的机构投资者,它的发展有利于引导资金流向、优化融资结构,有利于推动自主创新、培育优质上市资源,有利于推进产业重组和经济结构调整,它将是资本市场稳定和发展的力量。

投资基金法是促进和保障投资基金发展的法律规范。《证券投资基金法》由第十届全国人民代表大会常务委员会第五次会议于2003年10月28日通过,自2004年6月1日起施行。急速发展的基金市场实践,急迫需要对《证券投资基金法》修订完善。

一、基金、投资基金与私募投资基金

对于基金,《辞海》的定义是:“国民经济中有特定用途的物资和资金。在社会主义制度下,它是按国家、企业和居民的特定需要有计划地建立起来的”。我国现有的《证券投资基金法》没有对基金作出定义,学界也是众说纷纭。基金是一种资金集合运用的组织形式或者是资金的集合投资的投资工具,基金必须用于既定的用途。投资基金实质上是一种基于信托关系的金融产品,社会上的各类投资者将资金集中起来交给专业机构管理,以获取投资收益。其中有三个要

* 本章作者:吴晓灵。

点,第一它是资金或其他特定资产的集合,第二它是专业管理,第三它是投资。

根据设立目的的不同,基金可分为三类。第一类是公益基金(慈善基金),即在法律法规约束下向自愿者募集资金用于某类公益目标,不以营利为目的,是一种社会财富再分配的工具。第二类是专项基金(政府基金),即用行政方式筹集资金用于特定用途,一般不以营利为目的,主要集中投资于某一行业或某个地区等项目,是一种专款专用的财政工具。这类基金主要有两种形式:一种主要体现政府产业发展意图,如铁路建设基金、水利建设基金、民航基础设施建设基金、三峡工程建设基金、对外贸易发展基金、南水北调工程基金等;一种是对特定社会行为进行资助或补偿,如国家自然科学基金、证券投资者保护基金等。第三类是投资基金,即用市场化的方式筹集资金,并由专业机构进行管理、投资、获取收益,是一种资金集合投资的金融工具。投资基金实质上是一种基于信托关系的金融产品,社会上的各类投资者将资金集中起来交给专业机构管理,以获取投资收益。市场化的投资基金的投资是分散的、多元化的,这样才可以有效地规避风险。

投资基金按资金募集方式的不同分为公募投资基金和私募投资基金。公募投资基金面向社会公众公开募集资金,私募投资基金则主要向一定数量以下的特定对象募集资金。美国、欧盟、日本等均对私募发行对象与发行条件有所规定。如美国对私募投资基金的规范主要是对投资者资格和投资者人数的规定。合格的个人投资者包括个人及配偶净资产超过 100 万美元的自然人;个人近两年年收入超过 20 万美元,或者包括配偶在内收入高于 30 万美元,并预期本年度达同样水平的自然人。机构投资者则主要包括依法注册的商业银行、保险公司、经纪商、投资公司等,这些机构往往资金实力雄厚,是各类私募投资基金的主要资金来源。

私募投资基金按其投资方向又分为私募证券投资基金和私募股权投资基金。私募证券投资基金主要进行已上市的股票、债券、期货期权、外汇等证券市场投资,根据投资方式的不同又有对冲基金等分类。私募股权投资基金,主要投资于非上市交易股权,作用在于培育企业的成长。按照基金所投企业的成长阶段不同又可以分为创业投资基金、并购投资基金、夹层投资基金等。私募股权投资基金对不同成长阶段的企业提供融资,并通过对所投资企业进行结构重整和生产要素整合,提升企业的市场价值,也能发展出大批优质上市公司资源。国内又有人将投资于技术和营利模式都比较成熟的企业成长期的基金称为产业投资基金。

发展私募股权投资基金具有积极意义:

(1) 发展私募股权投资基金,可以疏通直接融资渠道,改善资本市场结构。

长期以来,我国资本市场直接融资比例过低,造成金融风险集中于商业银行,同时又存在着中小企业、农村地区融资的困难。私募股权投资基金作为直接融资的重要形式,在寻找投资信息、管理投资项目等方面具有信息和技术优势。发展私募股权投资基金,可引导资金流向,促进直接融资发展,分散银行体系风险,改善中小企业、农村地区融资。

(2) 发展私募股权投资基金,可以推动产业重组和升级,促进经济结构调整。私募股权投资基金作为有效整合资金、技术、管理等市场要素的金融工具,可在产业重组、自主创新等方面发挥主导作用,推动生产要素的优化组合和产业升级,促进我国经济结构调整。

(3) 发展私募股权投资基金,可以化解宏观调控的负面影响,降低经济“硬着陆”风险。当前,宏观调控对于抑制通货膨胀、保持经济平稳较快增长发挥了积极作用。但由于经济结构性差异,地区间、行业间、企业间面临的市场环境各不相同,宏观调控政策难免会对一些特定行业、企业造成负面影响。发展私募股权投资基金,可通过微观主体引导资金的流动,与宏观调控手段形成互补,并在一定程度上化解宏观调控负面影响,降低经济“硬着陆”风险。

(4) 私募股权投资基金也是金融机构资产配置和投资组合的重要内容。目前,金融机构的资产仍较单一,金融机构缺乏多样化、风险分散的资产配置方式。私募股权投资基金具有高回报、高风险的特点,与股票市场和债券市场的相关系数较低。金融机构可根据自身风险承受能力和风险控制水平的不同,在贷款、股票、债券、私募股权投资基金等各类金融资产之间进行合理配置,实现对风险的更有效管理。

二、我国发展私募股权投资基金的法律问题与对策

我国《公司法》、《证券法》、《信托法》、《合伙企业法》的陆续修订和出台,为私募股权投资基金的设立和发展提供了法律依据。但实践中,私募股权投资基金在法律地位、注册登记、税收缴纳、金融机构投资等方面仍面临着一些障碍。

一是法律地位问题。私募股权投资基金的组织形式有公司型、有限合伙型和信托型三种。其中,公司型基金具有法人地位,而法律对有限合伙型、信托型基金的法律地位并没有明确规定,这使得私募股权投资基金难以进行证券开户、产权登记和交易等基本业务。《证券法》第166条规定:“投资者委托证券公司进行证券交易,应当申请开立证券账户。证券登记结算机构应当按照规定以投资者本人的名义为投资者开立证券账户。投资者申请开立账户,必须持有证明