

金融 法苑

2010 总第八十辑

Financial Law Forum

北京大学金融法研究中心 编



- 后红筹时代的
- 证券市场虚假陈述中的投资者“真实行为”理论
- 非法集资实证研究
- 日本金融商品交易相关法与普通个人投资者的保护
- 试析IMF事前条件性贷款项目



中国金融出版社

总第八十辑 2010

金融法苑

Financial Law Forum

北京大学金融法研究中心 编

- 执行主编：洪艳蓉
- 助理编辑：缪因知



YZLI 0890093325



中国金融出版社

责任编辑：黄海清

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

金融法苑 (Jinrong Fayuan). 2010 年. 总第 80 辑/北京大学金融法研究中心编. —北京: 中国金融出版社, 2010. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5586 - 9

I. 金… II. 北… III. 金融法—研究—丛刊
IV. D912. 280. 4 - 55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 140150 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 6. 625

字数 162 千

版次 2010 年 8 月第 1 版

印次 2010 年 8 月第 1 次印刷

定价 18.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5586 - 9/F. 5146

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

金融法苑 Financial Law Forum

总第八十辑 2010

目录**Contents****专论**

- 1 合伙制私募基金法律问题研究——基于与信托
制阳光私募基金的比较 王 丽
- 11 后红筹时代的外资私募股权基金——以上市退
出机制为中心 欧阳瑋珂
- 29 建设工程价款优先权与消费者购房债权的关系
——试析法释〔2002〕16号文第2条 汤文平

公司与证券

- 45 证券市场虚假陈述中的投资者
“真实行为”理论——一个法律 谢之辰 张建伟
金融学的理论视角
- 59 公司破产程序与非破产清算的衔接 邵 然
- 71 SIPF 对证券公司风险监控与
处置的机制设计 沈朝晖 缪因知

金融刑法

- 89 个人合作建房的困境与出路——以非法集资的界分为主线 蔡曦蕾
- 104 非法集资刑事规制的不足与完善 李 晶
- 120 非法集资实证研究 王开元 施东沂 骆梅婷

海外金融法

- 143 韩国法中的“金融投资商品”定义小考 赵晟植
- 157 日本金融商品交易相关法与普通个人投资者的保护 秦 川
- 173 欧盟《金融担保协议指令》及其 2009 年修订述评 彭 鹏
- 187 试析 IMF 事前条件性贷款项目——金融危机下的贷款框架改革 康 静
- 201 第七十九辑勘误
- 202 第一届“上证法治论坛”有奖征文启事

专 论

合伙制私募基金法律问题研究

——基于与信托制阳光私募基金的比较

王 丽*

2009年年末,一款由银河财富资产管理有限公司管理、名为银河普润合伙制私募基金的创新模式产品开始发售。该合伙制私募基金模仿了海外常见的合伙制私募模式^①,由普通合伙人和不超过49人的有限合伙人共同组成,普通合伙人为银河财富资产管理公司,同时也担任该私募基金的管理人。该私募基金投资于二级市场,股票投资范围总数不超过20只,存续期限为一年,基金单位净值低于止损线0.7时清仓。

这款采用有限合伙形式设立的私募基金对我国金融产品创新具有重大意义,它突破了私募基金只能借助信托平台投资于证券市场而得以“阳光化”的单一的投资模式,解决了阳光私募无法再开立

* 作者单位:中国银行总行法律与合规部。

① William J. Baumol, Steven M. Goldfield, Lily A. Gordan, Michael F. Koehn: The Economics of Fund Markets: Competition Versus Regulation, Kluwer Academic Publishers, 1990.

新的证券账户的燃眉之急。有限合伙制私募基金涉及诸多法律问题,本文试从其产生的背景、与阳光私募基金的区别和风险控制三个角度进行研究。

一、制度诱因

采用有限合伙模式设立的私募在国内早有先例,但当时合伙制企业尚不能开设证券账户,故无法投资于二级市场,而以私募股权基金(Private Equity Fund, PE)类产品的形式存在^①。2009年12月修改的《证券登记结算管理办法》第十九条增加一款规定“前款所称投资者包括中国公民、中国法人、中国合伙企业及法律、行政法规、中国证监会规章规定的其他投资者”,赋予了合伙制企业开立证券账户的权利。银河普润合伙制私募基金最大的创新点在于:借助有限合伙制企业的平台,投资于二级市场^②。能否开设证券账户,不仅决定了有限合伙私募的投资渠道可以由PE类产品转向二级市场,也促进了“有限合伙”成为私募基金的有限投资渠道^③。

在有限合伙制私募基金产生之前,能参与二级市场投资的私募类产品均以阳光私募的形式存在。目前,法律上尚无阳光私募的明确定义。实务界一般认为,阳光私募基金是借助信托公司发行的,经过监管机构备案,资金由作为第三方的银行托管,有定期业绩报

① 陈曦:《股权投资基金的中国实践》,载《中国物价》,2009(11)。

② 张宁:《产品发行萎缩,私募上海模式陷入困境》,载《证券时报》,2009-11-23(A08)。

③ 刘俊海:《从法律层面看资本市场发展》,载《资本市场》,2010(1)。

告的投资于股票市场的基金^①。“信托”和“二级市场”是阳光私募基金的两大大显著特征。首先,阳光私募需借助信托作为投资平台,其产品为信托投资计划,其资金或是直接来源于信托公司发行的信托计划,或是先由银行发行理财产品,所汇集的资金再以单一信托的形式信托给信托公司,但均须借助信托为其所集资金投资于二级市场的合法途径。其次,二级市场是阳光私募投资的主要方向,二级市场的公开性、透明性是该私募产品得以“阳光化”的根本保证。

自《证券登记结算管理办法》修订后,中国证券登记结算有限公司暂停了信托公司的证券开户。此后,以信托为渠道的阳光私募基金发行的后劲明显不足。尚能在市场上发行的新产品主要为两种情况:一是在暂停开户之前已经开设的账户,但此类产品数量很少,受制于信托公司先前设立账户的“前瞻性”,发展前景极为有限;另一种情况为类似于新瓶装旧酒的“TOT”(Trust of Trust)模式,其所成立的新的信托产品投资方向为已发行的旧信托产品,为“母信托—子信托”两层的信托结构,借助旧的产品账户间接投资于二级市场。

然而,TOT模式的阳光私募基金仍然存在发展上的限制。首先,运用TOT模式须存在类似于公募基金的开放式赎回机制。基金认购者需要承担所有投资风险及享受大部分的投资收益,私募基金公司不承诺收益,其盈利模式一般是收取总资金2%左右的管理费和投资盈利部分的20%作为佣金收入。因此,阳光私募只能运用于采用

^① 该定义在合伙制私募基金出现之前得到实务界的普遍认同,但随着合伙制私募基金的出现,有人认为,以有限合伙企业形式存在的私募基金受其内部机制和外部监管的制约同样是规范透明的,是“阳光化”的,故阳光私募应包含信托类私募和合伙类私募两种形式。本文对于阳光私募仍坚持传统的定义,只包括信托类的私募产品。

“深圳模式”的非结构性产品。这也意味着, 私募管理人不需要承诺和投资人共担风险, 没有保底承诺和严格的止损线, 在股市形势不明朗的情形下风险较大。其次, TOT 模式所成立的新信托产品的投资方向为已发行的信托产品, 作为“子信托”的存量信托产品数量的有限性同样会制约“母信托”的数量, 且“母信托”的产品设计、投资流向等方面受制于存量信托产品, 其创新性受到很大的制约。

在阳光私募基金无法满足广泛的市场需求的形势下, 能投资于二级市场的合伙制私募基金模式应运而生。该私募基金以有限合伙制企业的形式存在, 绕开了信托公司的投资平台, 也就避开了信托无法开立证券投资账户的限制, 成为私募基金投资二级市场的新的投资渠道和发展方向。

综上所述, 2009 年《证券登记结算管理办法》的修订, 一方面允许合伙企业开立证券账户, 另一方面又停止开立信托公司的证券账户。这是合伙制私募产生的制度诱因。

二、与阳光私募基金的比较

与信托型阳光私募基金相比, 合伙制私募基金在法律结构、运作模式、监管机构等诸多方面都存在很大的区别。

(一) 不同的法律结构

阳光私募的法律结构主要为信托关系。从商业银行与信托公司职能的区分上看, 主要有两种具体运作方式: 一种类型为银行发行理财产品, 吸纳客户资金, 将其理财产品所汇得资金以单一资金信托的方式交付于信托公司设立信托计划, 该信托计划项下的资金再投资于二级市场; 另一种形式为信托公司发行信托产品, 投资人直接将资金交付于信托公司设立信托计划, 投资于二级市场, 银行仅

担任信托产品代销、资金托管职能。但不论是哪种方式,信托关系贯穿于阳光私募的始终^①。

合伙制私募基金法律结构的基础为有限合伙企业。2006年8月修订的《中华人民共和国合伙企业法》将有限合伙作为一种新的合伙形式以法律的形式确定下来。银河普润合伙制私募基金正是采用此模式。该私募基金由普通合伙人和不超过49人的有限合伙人共同组成,普通合伙人银河财富资产管理公司担任该私募基金的管理人,执行合伙事务。

在法律结构上,信托制和有限合伙制的区别主要有:

第一,投资人与管理人的关系不同。阳光私募下,信托公司与投资人是一种信托关系。而在有限合伙制私募中,作为普通投资者的有限合伙人和作为管理人的普通合伙人之间,是一种委托合同关系。虽然从理论上说,有限合伙的普通合伙人对有限合伙人也负有某种程度的信义义务(Fiduciary Duty)^②,但是普通合伙人与有限合伙人之间的权利义务更多地来自于合伙协议的约定,而对于阳光私募,除了信托协议约定外,还直接受到《信托法》的保护。

第二,投资人对投资资产的权利不同。在有限合伙私募基金中,有限合伙人对合伙企业财产是一种共有关系,而在信托中,投资者既是委托人又是受益人,享有委托权和受益权。

第三,投资资产的安全性不同。与合伙制企业相比,信托财产的独立性、资产托管的专业性等已经成为业界的常识。而合伙财产则不能独立于合伙人,也没有破产隔离的效果,在资产托管等保障措施方面也处于摸索之中。

^① 张军建:《信托法基础理论研究》,27页,中国财政经济出版社,2009。

^② J. Dennis Hynes: Agency, Partnership and the LLC, p. 308, West Group 2001.

（二）不同的运作模式

国内目前的私募基金可依据其产品的结构性划分为“上海模式”与“深圳模式”。“上海模式”的私募基金主要推出结构性产品，参与者分为一般受益人和优先受益人。私募机构需要按照一定比例投入资金作为保底资金，如果发生亏损，将先亏私募机构的本金，而普通公众投资者是优先受益人，一般只能获得相对固定的较低收益，且多数有保底承诺。

“深圳模式”主要推出非结构性产品，私募机构仅担任投资顾问，不承担股市下跌的风险，对投资者没有保底承诺，但投资者可以根据基金投资收益取得分红，此种模式下可以通过银行托管等合理的架构设计来保证资金不被挪用，但无法保证投资者的本金不发生亏损。

阳光私募基金的特点在于：利用了信托作为运作平台，投资方向主要为二级市场，而与产品的结构、受益权的层级划分并无关联。故阳光私募基金既可以采取“深圳模式”，又可以采用“上海模式”。

而合伙制私募因其有限合伙关系的特殊性，天然地与“上海模式”联系在一起。普通合伙人与有限合伙人承担合伙企业债务范围及程度的不同，决定了他们在分享合伙企业收益时的优先层级。合伙制私募由于采用了有限合伙作为投资平台，对于投资者的受益权依据普通合伙人、有限合伙人区分不同的优先层级，必然会符合“上海模式”所具备的特点。作为有限合伙人的公众投资者通常只获得相对固定的较低收益，而作为普通合伙人的私募机构承担了管理人的职责，在亏损时要先行用自己的本金赔付，盈利时则可以获得较高的收益。

（三）不同的监管方式

阳光私募基金之所以被冠以“阳光”的名号，与其透明性、规范化的特征密切相关。首先，阳光私募基金借助了信托作为投资平台。根据我国《银行业监督管理法》、《非银行金融机构行政许可事项实施办法》等法律法规及监管规定，信托公司作为金融机构的一种，受到银监会的监管，其产品、账户等需要履行向银监会的报批或报备的程序。银监会的监管是阳光私募基金得以“阳光化”的最基本保证。其次，与PE类私募股权基金重点投资于一级股权市场不同，阳光私募基金主要投资于二级市场。相关监管部门对二级市场严格的监管要求，保证了阳光私募基金资金投向的安全可靠。上述方面构成了投资者对阳光私募基金信任的基础。

我国金融监管普遍假定监管对象是法人，因此有诸如按《公司法》设立、最低注册资本要求等规定。合伙制私募基金以有限合伙企业的形式存在，且投资于二级市场，并不构成严格意义上的金融机构，无法受到有效监管。但作为企业的一种形式，在设立、经营范围、撤销等方面会受到工商部门的监管。除此之外，还有一系列的法律保障构成投资者对合伙制私募基金信任的基础，具体内容详见本文第三部分关于合伙制私募基金的风险控制。

三、合伙制私募基金的风险控制

无论是公募型基金还是私募型基金，如何保护投资者的利益、防范管理人道德风险的发生都是法律法规及监管规定的关注所在。公募型基金的监管主要见诸于《证券法》、《证券投资基金法》等法律法规的规定，通过事前报备、信息披露、资金托管等程序保证投资者的知情权、资金的安全性；阳光私募基金以信托为平台，在信托环节受到《信托法》、《银行与信托公司业务合作指引》、《信托公

司集合资金信托计划管理办法》等法律法规及监管规定的控制，作为主要投资方向的二级市场同样是受到严格监管的、安全的投资渠道，再加以以银监会审批、证券开户审批、资金托管、信息披露等程序，有效地控制了阳光私募基金的风险；合伙制私募基金与上述两种基金形式的最大的不同在于，合伙制私募基金是有限合伙制的企业，不属于金融机构的范围，无法受到银监会的监管。但合伙制私募基金仍是一种安全的投资形式，其风险控制形式具体体现在以下方面：

（一）基于合伙制的内部控制

合伙制私募基金的存在形式为有限合伙型企业，其设立的基础为合伙协议。合伙协议之于合伙型企业，类似于章程之于公司，是该类企业内部最高效力的法律文件，企业规章制度、管理层决议均不得与之相违背。作为投资人的有限合伙人参与了合伙协议的制定，且在合伙协议的制定阶段，所有合伙人的地位和权利平等，有限合伙人不因其责任的有限性及经营管理权利的缺失而丧失合伙协议的制定权，合伙协议平等地体现了全体合伙人的意志。

普通投资者作为有限合伙人虽然没有企业的经营管理权，但《合伙企业法》第六十八条赋予了有限合伙人享有对经营所涉重大事件的参与权和建议权。普通投资者可以通过建议权来参与经营，通过查阅企业财务会计账簿及时获知企业经营状况，通过主张权利或提起诉讼来保护自己的合法权利。通过上述制度设计，可以充分地监督作为经营者的普通合伙人的经营、决策行为，保护有限合伙人所投资金的安全性，保障其合法权益不受损害。

（二）基于企业的工商管理

合伙制私募基金以有限合伙企业的形式存在，有限合伙企业不属于金融机构的范畴，故以有限合伙企业形式存在的合伙制私募基

金不受银监会的监管。但作为一种企业的存在形式,合伙制私募基金须受工商行政机关的监督和管理。

《合伙企业登记管理办法》还对合伙企业设立分支机构、年检、证照管理及违反工商管理所应承担的法律责任作出了明确的规定。诚然,工商行政管理较之于银监会的金融监管,其严格性、高效性及前瞻性都有所欠缺,但其管理的范围涉及合伙制私募基金的设立、变更、解散及设立分支机构等诸多环节,是一种有效的外部监督、管理形式,能有效地控制合伙制私募基金的法律风险。

(三) 有效的资金托管及安全的投资方向

银行托管是阳光私募基金资金安全的重要保障,银监会下发的《银行与信托公司业务合作指引》第十九条对此作出了明确的要求,“信托公司设立信托计划,应当选择经营稳健的银行担任保管人”。虽然目前尚无法律法规及监管规定对合伙制私募基金的资金托管作出明确的规定,但可以平等地参与合伙协议的制定的普通投资者可以要求在合伙协议中明确约定资金由银行进行托管,以保证资金安全。

合伙制私募基金的投资方向为二级市场。目前,二级市场相关的法律、法规及监管规定已形成了较完善的体系,监管机关对二级市场的监督控制也非常严格。我国已经发展出较安全、成熟的二级市场投资环境。基于此,合伙制私募基金的投资方向是安全的。

四、结语

本文梳理了有限合伙私募基金产生的制度诱因,并就有限合伙私募基金与目前主流的阳光私募基金作一对比。通过对比,我们发现,虽然2009年《证券登记结算管理办法》的修订是合伙制私募产生的制度诱因,但是有限合伙私募所具有的不同于阳光私募的独立

制度价值才是其被市场选择的根本原因。从总体上看,有限合伙私募在灵活性上有一定的优势,而信托制的阳光私募在安全性上更有保障。

有限合伙私募也不是法律的空白地带。《合伙企业法》和工商行政管理构成了对合伙企业投资的外部监管,而合伙协议约束了合伙人内部的权利义务。因此,有限合伙私募的安全性也有保障。当然,这只是从法律文本中得出的结论。在商业实践中,彼此的信任、圈子内的名声、详细的合同、有效的激励与惩罚措施等才是控制风险的关键因素。

我们还应该看到,通过工商机关注册登记、年检等方式的监管与专业金融机构的监管有很大的差距。而我国目前的金融监管仍主要以法人监管为主要内容,忽视对合伙制投资机构的监管,这是需要弥补的。此外,工商机关与专业金融监管机构之间的沟通也有待进一步加强。

后红筹时代的外资 私募股权基金

——以上市退出机制为中心

欧阳瑭珂*

一、红筹时代：“两头在外”的外资 PE

私募股权基金（Private Equity Fund, PE）是指以非公开方式向少数机构投资者或个人募集资金，主要向未上市企业进行权益性投资，最终通过被投资企业上市、并购或管理层回购等方式退出而获利的一类投资基金。^①

外资 PE 在中国的出现，往往与“红筹上市”紧密相连。红筹上市，是指中国境内企业实际控制人以在开曼群岛、英属维尔京群岛等离岸中心设立特殊目的公司（Special Purpose Vehicle, SPV），再以境内股权或资产对 SPV 进行增资扩股，并收购境内企业的资产，

* 北京大学法学院 2008 级法律硕士研究生。

① 邹著：《私募股权基金的募集与运作：法律实务与案例》，3 页，法律出版社，2009。

以境外 SPV 名义达到曲线境外上市的目的^①。在 2006 年之前，由于监管环境相对宽松、境内外投融资环境不接轨等制度性因素，红筹上市成为一大批境内企业（尤其民营企业）获得融资、发展壮大的重要途径。而在诸多红筹上市成功案例的背后，往往都有外资 PE 的身影。在中国企业红筹上市的过程中，外资 PE 提供私募融资、参与企业重组、帮助企业上市，发挥了重要作用。^②

外资 PE 之所以青睐红筹模式，除了拟红筹上市者多是具有高成长潜力的中小企业或高科技企业，符合其投资策略之外，还在于红筹模式为其投资的“进入”与“退出”提供了巨大便利。一方面，其能以离岸 SPV 为平台进行资本运作（“进入便利”）；另一方面，其参股的 SPV 在境外成功上市后，外资 PE 可借助境外证券市场实现投资退出（“退出便利”）。

在投资及运营方面，由于股权运作全部在境外 SPV 层面完成，SPV 适用的各离岸法域的公司法亦非常宽松，为外资 PE 提供了非常自由的运作空间。SPV 的注册资本在设立时仅需认购，不需实缴，使公司资本运作成本大大降低。在股份发行与转让方面，发行普通股、各类由公司自行确定权利义务的优先股、转增股本、股权转让、股份交换等的大量股权运作事宜，均可由公司自行处理，并可授权董事或董事会决定。当事人的出资及股东的权利义务也均可由各方自由协商确定，具有极强的灵活性。^③

外资 PE 投资时所关注的一个核心问题，是未来能否有通畅的退

① 潘成林：《刍议我国民营企业红筹上市的法律监管》，载《特区经济》，2009（1）。

② 比较典型的案例如新东方、无锡尚德等，参见李雨龙：《私募融资经典案例法律评析》，法律出版社，2009。

③ 叶军、鲍治：《外资并购境内企业的法律分析》，369 页，法律出版社，2008。