



(2022 年第 6 期，总第 173 期)

中国证券投资基金业协会

2022 年 9 月 7 日

## 国际证监会组织关于终止投资基金的良好实践的报告

【编者按】基金终止是基金产品运作终了的必经程序，及时清算终止是投资者实现权益的重要保障。实践中，基金产品到期后未及时有效清算终止是引发纠纷争议的主要原因之一。这类纠纷争议集中体现在，对清算终止的具体条件、程序、期限等约定不明确，因信息披露不充分导致投资者陷入错误预期，因底层资产流动性较差短期内无法实现清算，管理人未能勤勉尽责怠于或拖延清算终止等。2017 年 11 月 23 日，国际证监会组织（IOSCO）发布了《关于终止投资基金的良好实践的报告》（以下简称报告）。报告强调了以投资者保护为视角规制基金终止程序的重要性，列举了 14 项主动终止投资基金的良好实践。同时也指出投资基金的终止具有各异性，良好实践并非放之四海而皆准，也不能替代各国和地区的法律规定或监管要求。

报告中的 14 项良好实践主要涉及以下五大方面。一是

关于投资阶段的信息披露，管理人应在基金文件中披露与基金终止有关的信息，还应明确在无法与投资者取得有效联系时的处理方式。二是关于基金终止决定，基金管理人应充分考虑投资者的最佳利益，制定清算计划并报基金份额持有人大会或第三方监督机构审批；对于开放式基金，管理人应考虑在终止基金过程中暂停申购和赎回，以保证公平对待投资者。三是关于基金合并决定，管理人应向投资者明确披露基金合并的有关情况；在理想情况下，管理人应仅就具有相似投资目标、政策和风险状况的基金进行合并；管理人应提前向投资者提供赎回权，并免除赎回和退出费用。四是关于基金终止程序，管理人应及时充分地披露有关信息，确保投资者实时了解终止程序的进展；管理人应确保估值公允，并防范可能产生的利益冲突。五是关于特定类型的投资基金，主要指房地产基金、对冲基金、私募股权基金等资产缺乏流动性或难以估值的基金，在获得机构投资者同意的情况下可以向其提供实物赎回的权利；对于具有明确终止日期的基金，管理人应提前考虑有序及时清算基金所需的程序。

国际证监会组织由各国和地区证券监管机构及自律监管组织组成，负责制定、协调、推动各成员国和地区执行国际化的监管准则。作为国际证监会组织的附属会员，中国证券投资基金业协会组织对上述研究报告进行了翻译，希望为行业终止基金的实践提供有益借鉴和启发，推动资本市场的市场化、法治化和国际化建设。以下是报告翻译全文。

## 第 1 章-简介和范围

### 1.1 目的

本报告介绍集合投资计划（Collective Investment Schemes，以下简称 CIS）和其他基金结构如大宗商品、房地产和对冲基金（以下统称投资基金）关于主动终止程序的良好实践。本文所指的投资基金包括其子基金。

投资基金的终止是其生命周期的一部分。基金终止的原因有很多，包括投资者需求疲软、经济条件不利或负责投资基金整体运营的主体（下称责任主体）<sup>1</sup>决定进行重组等。在某些情况下，如果大规模赎回致使基金无法存续，也可能需要终止。

投资基金的终止（条款）及构成触发投资基金终止的情形通常由法律或者投资基金的章程文件进行规定，或两者均有规定。在实践中，终止基金可能需要与主要利益相关者协商具体执行的计划，如投资者、基金份额持有人大会、责任主体、存托人（Depositary）和/或托管人（Custodian）<sup>2</sup>、监管机构（在某些情况下可能是清算人）。其次是服务提供者（如审计师、法律顾问、经纪人、过户代理人、代销机构等）。

终止投资基金，可能会对投资者产生重大影响。因为终止行为会产生相应的成本或者影响投资者赎回其持有份额的能力。在基金终止程序中，投资者能从基金中获得的最终

---

<sup>1</sup> “责任主体”应理解为负责投资基金整体运作的实体，具体遵守相关司法管辖区的法律/监管框架。责任主体的识别可能因司法管辖区和投资基金类型而存在差异。在某些司法管辖区，责任主体可能是基金管理公司、CIS 运营商或投资基金本身。在其他情况下，管理公司可能在执行规则方面发挥作用，但可能由独立机关（例如董事会）监督。

<sup>2</sup> 在本文中，“存托人（Depositary）/托管人（Custodian）”可以互换使用，并具有相同含义。在以信托形式设立的投资基金所属的司法管辖区内，托管职能可由信托受托人承担。

价值以及能否从基金中及时赎回投资款，无论对零售投资者还是专业投资者<sup>3</sup>来说都非常重要。

大多数司法管辖区的监管制度对投资基金的终止都有一定的标准。具体内容涉及从为投资者的最佳利益行事的首要义务，到关于清算投资组合并支付最终分配收益的具体要求。IOSCO 十分重视以投资者保护为视角来制定投资基金终止程序。在此基础上，IOSCO 投资管理委员会（第 5 委员会）探索出了一系列终止投资基金的良好实践。

针对具体的投资基金而言，终止决定需要考虑投资基金在特定时点的不同的因素和情形。IOSCO 注意到，投资基金的终止具有独特性，并非所有情况都可适用本报告提到的全部良好实践。

在大多数司法管辖区，国家层面的立法都仅针对强制终止（例如，在投资基金破产的情况下），而本文提及的良好实践主要为主动终止。主动终止通常是指在投资基金虽然仍有偿付能力，但基金净值低于存续要求，或者无法实现其预期投资目标的情形下，由责任主体决定终止基金。尽管该决定可能基于其直接控制之外的因素（例如，托管人或投资经理等基金服务提供者辞职但未能选定适当的承继者）。投资基金终止的根据通常是其章程文件和/或招募说明书中的规定，以及该司法管辖区关于投资基金有序终止的法律/监管程序。

良好实践并不凌驾于国家或地区的法律或监管要求和/或破产制度之上。不同司法管辖区对于基金终止以及信息披

---

<sup>3</sup> 为避免歧义，“专业投资者”包括机构投资者。

露有关的监管措施囊括一般原则、禁止做法及明确的规则。不同司法管辖区的做法不同，主要取决于其监管框架、资产管理结构以及监管机构对投资者面临的风险和问题的评估。一般而言，它们反映了监管机构当前认可的解决问题的方法，因此可以为投资基金行业提供有益的借鉴。此外，尽管在某些情况下本报告中提到的良好实践与强制终止相关，但可能并不适用于强制终止。

在一些司法管辖区，投资基金可能会寻求将其资产与同一责任主体管理的另一投资基金合并，而不是通过清算资产并返还投资者的方式进行终止。有鉴于此，本报告中的部分内容考虑了 IOSCO 在 2004 年确定的一般投资基金合并引起的问题及其对基金终止程序的影响<sup>4</sup>。

## 1.2 范围

本报告列出了主动终止开放式和封闭式投资基金的良好实践，范围不限于零售投资基金，同时也涉及了面向专业投资者的投资基金的相关事项。

缺乏流动性或难以估值的证券可能对投资基金的主动终止产生直接影响，尤其是对于大宗商品基金、房地产基金或对冲基金影响更甚。本报告列出了针对终止此类投资基金的其他良好实践。

## 1.3 IOSCO 现有原则的应用

IOSCO 《证券监管的目标和原则》<sup>5</sup>的内容与投资基金终止相关，其中第 25 条的关联性最强。

《证券监管的目标和原则》第 25 条规定，“监管制度

---

<sup>4</sup> 国际证监会组织最终报告——对 CIS 合并引起的监管问题的审查，2004 年 11 月发布。

<sup>5</sup> 国际证监会组织证券监管的目标和原则，2010 年 6 月发布。

应规定集合投资计划的法律形式与结构以及投资者资产隔离与保护的规则”。在对该条款实施效果的评估方法中，需特别注重考察监管制度是否对集合投资计划的有序清算进行了充分规定。

考虑到投资基金的法律形式和结构因司法管辖区而异，该评估方法强调保护投资者的重要性，因为法律结构会影响投资者的利益和权利，并保障基金财产得以与其他实体以及责任主体自身的资产相区分和隔离。除此之外，该方法进一步指出，保护投资者的利益不仅是投资基金持续经营期间的事项，在其终止时也同等重要。为有效落实这一原则，该方法规定，监管制度应明确规定投资者在投资基金中的权利，或明确说明对投资者行使权利的限制。

## 第 2 章 - 终止投资基金的良好实践

### 1.4 投资阶段的披露

#### 良好实践 1

在投资阶段，责任主体应披露与投资基金终止能力以及终止程序有关的信息。在这方面，投资基金文件应：

- i. 概述可以终止投资基金的一般情形；
  - ii. 列明投资基金终止在何种程度上需要投资者批准或同意；
  - iii. 规定责任主体作出终止决定时，将编制终止计划，其应包括与投资者沟通的关键内容；
  - iv. 提供关于终止计划中所涉关键事项的高度概述；
- 和
- v. 列明是否由投资者承担终止产生的费用。

作为正常经营过程的一部分，应由责任主体决定是否终止投资基金。投资基金可以主动终止的情形，应当在投资基金文件中明确规定。具体来说，应当包括责任主体基于其直接控制之外的因素决定终止投资基金的情形。因情况会随着时间推移而改变，故终止投资基金的理由不必做穷尽式列举。其也应当列明是否需要投资者批准或同意才能终止基金。投资基金文件应设法详细写明，责任主体可能做出终止决定的主要原因。

由于基金终止程序可能会限制投资者以正常方式及时退出投资基金，因此有必要将其作为信息披露的一部分，让投资者了解有关情况。尤其应让投资者意识到，在责任主体做出终止决定时，需要履行一定的程序（具体的程序取决于导致基金终止的原因）。

由于基金终止通常不受投资者的控制，一种比较好的做法是要求责任主体在决定终止基金时制定基金清算计划。良好实践 4 详细讨论了关于清算计划的事项。总的来说，该计划应包含终止程序的不同阶段和可能出现的实际问题。责任主体在作出终止投资基金决定时拟定清算计划，并将其内容告知投资者。如果某些因素可能影响投资基金有序终止，则应向投资者作出风险警告，明确告知该情况。

投资基金终止可能是一个漫长的过程，特别是在证券缺乏流动性、停牌或无法与投资者联系的情况下。投资基金文件应当高度概述清算计划涉及的关键事项，应当告知投资者基金终止程序的不同阶段，并在终止程序中协助投资者管理其预期。

在终止程序中，一个重要考虑因素是，基金销售机构和中介机构在确保投资者充分了解投资基金有关投资运作的重要内容中所发挥的作用。在代销的模式下，责任主体难以确保信息充分披露给投资者，可能会使终止程序更加复杂。这种现象在零售投资基金中更是普遍存在。

在责任主体不直接与终端投资者接触的情况下（例如，投资者通过经纪人或交易所进行投资），责任主体应考虑如何确保将终止程序的相关信息传达给终端投资者。这可能涉及在选定销售机构时，通过合同约定对向终端投资者传达信息作出安排。

## 良好实践 2

**投资基金文件应规定责任主体将如何处理在决定终止投资基金时无法联系到的投资者。**

无法联系到投资者对终止投资基金是个考验。当投资者的联系方式、地址或银行账户信息发生变化，但其未能通知投资基金或其服务提供商时，可能会导致责任主体无法联系投资者。投资者未能及时变更信息，导致责任主体无法取得有效联系，进而导致无法划转资金，从而延迟了投资基金终止程序。

责任主体在一段合理的时间后仍无法联系到投资者的，不应继续延迟终止程序。一种较好的做法是在最初投资时就告知投资者，责任主体在投资存续期内无法与其取得联系所产生的问题和后果。

对于无法取得有效联系的投资者，需要责任主体重点考虑如何处理属于该投资的收益。在某些情况下，责任主体将



就无人认领的资金采取适当安排，直到可以分配这些资金为止。责任主体还应该明确的程序来尝试与投资者取得联系。

虽然投资者应采取合理的谨慎措施，以确保其能保持有效联系，但责任主体应在投资基金文件中详细说明(i)责任主体在尝试与投资者联系时应采用的程序，(ii)如何处理无人认领的款项，包括这些款项的(代为)持有期限，以及(iii)在持有期限结束后，根据基金文件和所适用的法律法规应遵循的程序。

上述信息的显著程度与详细程度，以及责任主体为降低与投资者失去联系的风险而实施的程序，应考虑法律或监管制度是否对解决无人认领的赎回款项或分配收益有所规定。例如，根据一些司法辖区的法律规定，应当将无人认领的收益存放在休眠或无人认领的账户中，或者转交给法院、监管机构或政府。另一些则未作出类似规定，这可能会导致在无法有效联系投资者的情形下，基金终止程序变得更加困难和昂贵。在履行适当和明确披露义务时，这些司法管辖区的责任主体应进行更详细和更显著的披露。他们应该进一步努力与投资者保持联系。

除非法律另有规定，否则无人认领款项的转移，不应该导致该款项在与投资者取得联系后无法返还给投资者。由于每个司法管辖区使用法律和标准不同，合理时间的确定有很大差异。但若涉及金额较小，则可以将这些款项转移至后续无法取回或无法归还给投资者的某处。

## 1.5 终止决定

### 良好实践 3

**责任主体终止投资基金，应充分考虑投资基金投资者的最佳利益。**

在投资基金的整个生命周期内，责任主体都有义务为投资者的最佳利益行事。在投资者之间利益不同的情况下，这可能会很复杂。在不了解个别投资者特定利益的情况下，情况也可能更加复杂。在这种情况下，责任主体应确保其关于基金终止的决定尽可能符合投资基金所有投资者的最佳利益。

责任主体往往出于多种不同的商业原因决定终止投资基金；一些投资基金一开始未能吸引大量资产，因此在初始发行后的较短时间内停止运营并终止。此外，责任主体可能会基于成本或者维持基金存续不再符合投资者的最佳利益等方面的考虑试图终止投资基金。总的来说，长期业绩不佳是投资基金终止的主要原因之一。

对于封闭式投资基金，当投资基金存续期间届满，并且清算和向投资者分配赎回收益符合其投资目标时，也会出现终止。一旦完成最终分配，封闭式投资基金将终止。

责任主体在管理投资基金终止的商业动机和投资者利益方面可能会产生冲突。与责任主体的所有其他行为类似，责任主体应能够证明终止决定已充分考虑到投资基金投资者的利益。

#### 良好实践 4

在决定终止投资基金后，责任主体应发布清算计划。清算计划应列出终止程序的步骤，并应考虑到投资者的最佳利益。清算计划应根据投资基金的法律形式，视情况包含与以下关键条款有关的信息：

- i. 终止投资基金的理由；
- ii. 为实现终止，获得投资者批准的程序（如有需要）；
- iii. 对终止成本的估算以及投资者是否会承担这些成本；
- iv. 是否会指定另一个责任主体来实施终止（例如清算人）；
- v. 终止程序的预计持续时间以及如何向投资者提供信息；
- vi. 是否存在可供选择的投资机会（包括合并或转让给其他投资产品）（如有）；
- vii. 投资者的交易安排（包括暂停投资基金的申购和赎回的必要性）；
- viii. 投资基金资产估值方法的说明（包括缺乏流动性或难以估值的资产）；
- ix. 在基金终止后，处理缺乏流动性的资产或解决应付给基金及其投资者的偶然收入的程序。

清算计划应合理详细地说明终止投资基金所需的每个步骤。清算计划是增强投资者对基金终止程序的理解和认识，促进平稳有序终止基金的重要工具。它不能替代或规避法律法规的规定。

本报告提到的“发布清算计划”应理解为（a）向投资者提供完整清算计划或（b）向投资者提供清算计划的摘要，并应根据要求提供完整的文件。这将给予责任主体处理与投资者沟通详细程度的灵活性。

如果向投资者提供清算计划的摘要，则至少应披露以下信息（i）终止程序的预计持续时间；（ii）投资者自通知之日起的交易安排；（iii）是否由投资者承担基金终止的费用。

清算计划应明确终止投资基金的理由，还应明确终止程序的关键步骤。

在大多数情况下，基金终止的决定是由责任主体作出的。但在某些司法管辖区，法律或监管机构要求责任主体决定终止基金时应当获得投资者或托管人批准。主动终止投资基金的第一步是确定是否需要投资者批准。这可能取决于投资基金的法律结构以及基金份额持有人是否拥有相应的表决权。

投资基金的投资者通常拥有对某些事项的表决权。投资者批准清算和终止等事项的投票要求，通常规定在投资基金的章程文件和发售文件中，或监管机构的法律和监管制度中，或两者兼而有之。清算计划应规定获得投资者批准的程序（如有需要）。

需要投资者批准，且要求投资者对终止决定进行投票的，如投票结果达到通过（该事项）的最低要求，则该决定应对包括未投票人在内的所有人具有约束力。如需要投资者批准，则应在清算计划中明确投资者的权利。这应该体现在

发售文件最初告知投资者的信息中。清算计划还应当规定将如何处理异议投资者的利益。

在大多数主动终止的情况下，终止费用将由投资基金支付，并最终由投资者承担。责任主体应与投资者沟通提供基金终止的估算成本以及支付该费用的主体。估算成本应考虑与选任清算人或其他代理人（如适用）相关的所有成本。对于开放式投资基金，应尽快估算基金终止的成本，以确保其反映在投资基金的资产净值中。

虽然基金终止程序是责任主体的责任，但它可以聘请清算人来实现资产价值并促进终止程序。清算人的职责还包括协调、沟通和管理所有投资基金投资者的利益。清算计划应说明是否会为投资基金任命另一个主体（例如清算人）以完成终止程序，以及在何种情形下将任命此类主体。

清算计划应包括终止程序的预计持续时间。

责任主体应确保，清算计划中需列明在基金终止程序中如何与投资者进行沟通。其中应包括责任主体是否会向投资者定期更新信息（例如，已选任的清算人等类似信息）。如果无法做到这一点，清算计划应详细说明清算人与投资者沟通的形式和频率。

清算计划应规定责任主体将考虑是否适合向投资者提供其他替代的投资机会，例如基金合并或转入具有类似投资策略的其他投资产品或投资基金。责任主体向投资者提供替代性投资机会的，也应当明确清晰地予以披露。

清算计划应详细说明投资者是否可以在终止程序正式启动之前赎回其在投资基金中的权益。

在大多数情况下，终止程序本应是可以在较短时间内完成的易事。一些司法管辖区规定了投资基金有序清算和终止的时间表。然而，资产缺乏流动性或难以估值、停牌、外部服务提供商延迟等问题的出现可能会影响投资基金及时有序终止。

虽然很难确定缺乏流动性的证券何时会恢复价值，或者投资组合何时能够全部清算以及何时可以复牌，但管理投资者的预期非常重要，并且应当向投资者及时更新事项进展。

由于二级市场有限或没有活跃的二级市场，缺乏流动性的证券往往难以估值。缺乏流动性的证券可能对资产清算产生直接影响，并显著延迟投资基金的终止。

如果不能以公允价值处置缺乏流动性的资产，在一些司法管辖区，投资基金可以将这些资产估值为零，并将出售投资组合中所有其他资产的收益分配给投资者，然后终止投资基金；在一些情况下，投资基金的托管人负责持有缺乏流动性的资产直到变现为止；在其他情况下，责任主体可能将缺乏流动性的资产放入侧袋账户（Side Pocket）<sup>6</sup>，或者被要求在终止日以自有资产购买或者为其管理的其他投资基金购买的方式实现资产的变现。总的来说，终止程序通常会延迟至所有资产都可以估值和清算之时。最终，以零价值处置资产应该是最后的解决方案。

虽然司法管辖区一般会要求所有投资基金提供的公允

---

<sup>6</sup> 译者注：侧袋账户（Side Pocket）是指基金管理人专门建立一个独立的账户，以存放从整个投资组合中分离的特定的资产。其将基金所持有的资产分为两个口袋，主袋账户是已变现和具备变现能力的资产，侧袋账户则是一些缺乏流动性的资产，投资人可以赎回主袋账户的资产份额，但侧袋账户中的资产需要等具备一定的流动性后才可以赎回。侧袋账户最常被那些投资低流动性资产的基金所使用，例如私募股权基金、风险投资基金或对冲基金。

价值符合其资产评估政策，但责任主体可能会为了加快终止程序而以低于最后已知的市场价格或公允价值的价格出售缺乏流动性的或者难以估值的资产。在某些司法管辖区，责任主体可能会在市场压力大的情况下对证券打折出售。在可能的情况下，责任主体应在投资基金文件中适当披露适用折扣（出售）的条件以及允许这种做法的情形。

责任主体应制定缺乏流动性证券的估值程序，这些程序应作为投资基金文件中资产评估政策的一部分向投资者披露，或在清算计划中披露。责任主体应采取一切合理措施，为投资基金投资者取得最佳结果，同时考虑价格、成本、执行的可能性和规模等因素。归根结底，因终止的情形各有不同，责任主体如何进行适当管理是一个问题。

责任主体应确定出售证券的适当时间和价格，同时确保其行为始终符合投资者的最佳利益。在投资基金的股东包括零售投资者和专业投资者的情况下，对于所有投资者最佳利益的认知可能存在矛盾意见。此类决定可能难以达成一致，通常由责任主体决定，除非当地法律另有规定。

在考虑缺乏流动性证券的问题时，还需要考虑如何适当处理曾被认为缺乏流动性的有价证券所获得的收益，即偶然收入或延后的外国预扣税退税申请。虽然大多数法律或监管制度没有处理偶然收入的具体规则，但良好的做法是在基金终止时，由责任主体尽力分配偶然收入，并按比例分配给投资基金的投资者。

偶然收入的处理可能会带来行政上的挑战，因为它需要由责任主体或托管人无限期地保存适当的记录。在大多数情

况下，这些服务提供商不会为这项服务收取费用；此外，这要求他们无限期地持有资产和投资基金的记录。在服务提供商有权收取持有资产和分配收益的费用的情况下，这些成本可能会在资产变现时转嫁给投资者。清算计划应规定服务提供商是否可以收取费用，以确保对于投资者的明确性和一致性。

除非基金剩余资产规模非常小，在所有资产都已变现或不再是该投资基金的资产之前，投资基金的授权（牌照）不应被撤销。如果剩余资产规模非常小，则不应阻止投资基金撤销其授权。

在某些司法管辖区，在已获得投资者同意或资产变现仍受监管的情况下，投资基金可能会在终止前转为不受监管的基金结构。

注意到这一过程中的困难，责任主体记录其提议如何解决偶然收入的问题被认为是一种良好实践，并且责任主体解决该问题的过程应向投资者披露。

#### **良好实践 5**

**根据适用的监管框架，责任主体应考虑在开放式基金终止程序中暂停投资者申购和赎回，以保护投资者的利益。**

终止被批准后，开放式投资基金通常会暂停申购和赎回，以促进有序的清算。投资基金文件中规定了暂停申购和赎回投资基金的标准。然而，应注意到一些司法管辖区不允许投资基金在未经其批准的情况下暂停赎回。在此情形下，暂停赎回的决定应考虑司法管辖区的监管框架。



在投资基金即将终止的情况下，提前赎回者可能会在正式终止程序之前寻求赎回他们的权益，以便从最有利的流动性条件中获利，从而将流动性成本转嫁给剩余的投资者（即“先发优势”）。责任主体可以选择在决定终止后，通过暂停申购和赎回消除先发优势的风险。责任主体通常在需要处置流动性不足的资产之前先处置流动性较高的资产，从而导致后期剩余的投资者面临更大的流动性风险，为了最小化这一风险，责任主体可能会暂停申购和赎回。其他流动性管理工具在降低这些较高流动性成本的稀释效应方面发挥了作用，但暂停交易旨在确保充分削弱先发优势。

清算计划应当披露责任主体在决定终止后是否暂停申购和赎回。如果责任主体选择不暂停申购和赎回，则清算计划应说明此类情况背后的原因和理由。虽然在某些司法管辖区可能会继续允许申购和赎回，但责任主体应确保公平对待所有投资者（例如，在计算支付投资者的赎回款时，为终止产生的费用拨出足够的准备金）。责任主体应考虑决定终止基金和暂停交易的时间，以免无意或以其他方式为投资者创造先发优势的机会。为了解决防范先发优势和满足提前赎回需求的问题，清算计划应详细记录责任主体的有关政策以及所采取的相应措施。

### **良好实践 6**

**责任实体应审批清算计划。投资基金的持有人大会，或者若无类似组织，负责独立监督的第三方也应审批清算计划。**

清算计划应受到适当的监督，以确保投资者的最佳利益

已得到充分考虑。因此，责任主体应审批清算计划。作为额外的治理层，投资基金的持有人大会，或若无类似组织，负责独立监督的第三方<sup>7</sup>也应审批清算计划。最后，责任主体应与相关方保持清晰、开放的沟通渠道，以确保他们在终止程序中积极参与并发挥建设性作用。

投资基金终止应当通知监管机构，在某些情况下，应当由监管机构批准清算计划。这将使监管机构有机会在责任主体继续推进之前要求其提供更多信息。但这一程序不应过度阻碍或延迟清算程序，以免对投资者不利。

## 1.6 合并决定

### 良好实践 7

**责任主体应向投资者明确告知将投资基金与另一投资基金合并的决定。**

对责任主体而言，两个投资基金合并有很多好处，责任主体能够合理化其投资基金的范围，特别是在合并涉及具有相似投资目标和政策的投资基金的情况下。当投资基金合并时，对投资者也有好处。由于更大的基金规模，它们通常可以降低成本和/或得到更好的业绩表现。当投资基金无法维系以及未能积累足够的资产规模时，也可能发生投资基金合并。

在计划合并两个投资基金时，责任主体应向被终止基金的投资者提供足够的信息，以便他们能够评估该合并提案，并就是否希望继续这一提案做出明智决策。

责任主体还应向投资者提供合并背景和理由、接手方投

---

<sup>7</sup> 例如，托管人（custodian）。

资目标和风险状况、服务机构的详细信息、进入和退出费用的详细信息（这些费用与合并本身无关）以及与投资相关的所有持续性成本/费用的说明。

向投资者披露的信息还应包括如何进行合并的详细信息，即是否要求投资者对提案进行投票、批准合并的时间进度和最低投票要求以及反对或无投票权投资者的处理方式。该信息还应包括有关资产转让和股份/份额转换程序的信息。向投资者提供的任何信息必须准确、稳定且不具误导性。

### **良好实践 8**

**在可能的情况下，责任主体应仅在接手投资基金与终止投资基金具有相似投资目标、政策和风险状况的情况下向投资者提供合并选择。**

理想情况下，投资基金应和与其具有相似投资目标的投资基金进行合并。但情况并非总是如此，在某些情况下，投资基金接手方的投资和风险策略存在较大差异，此时合并可能导致某些投资者不适合加入此类投资基金。在监管允许的情况下，有必要重新评估合并后的产品是否符合投资者的投资目标和风险偏好。此外，责任主体应确保合并始终按照维护投资者的最佳利益进行。

### **良好实践 9**

**责任主体应在合并发生前向投资者提供赎回权，并免除其赎回或退出费用。投资者应被提前充分告知可用的替代方案。**

在大多数情况下，合并提案会提交给投资者投票表决，责任主体应告知投资者合并的条款和条件，并在投票前给予

其一定的时间考虑该提案。在合并生效前，责任主体应向投资者提供赎回基金份额的机会，并免除其赎回或退出费用。（除非交易价格适用反稀释机制<sup>8</sup>）。

### **良好实践 10**

**责任主体应承担与合并相关的所有法律、咨询和行政费用。如果责任主体拟不承担这些费用，则应在与投资者的沟通中披露该决定及理由。**

只有在符合投资者最佳利益的情况下，（责任主体）才应提议合并。合并通常会产​​生法律、咨询、行政费用和开支。如果责任主体不打算承担合并费用而欲由投资者承担这些费用，则应在与投资者的沟通中明确披露该决定，包括责任主体不支付费用的明确理由以及该不付费行为是否符合投资者最佳利益。如果预计将由投资者承担合并的费用，则可能需要获得某些司法管辖区监管机构的批准。无论如何，责任主体应确保公平对待投资者。

## **1.7 终止程序**

### **良好实践 11**

**责任主体应适当、及时向所有投资者恰当/充分告知有关终止程序的信息，应确保投资者实时了解情况变化。**

在整个终止程序中，与投资者沟通非常重要。投资基金终止可能持续超过一年。

信息应以适当的方式同时传达给所有直接投资者，以确保他们得到公平对待。责任主体还应考虑中间或间接投资者

---

<sup>8</sup> 译者注：反稀释机制（anti-dilution mechanism）也称反稀释条款或反股权摊薄协议，是用于优先股协议中的一项条款，是指在目标公司进行后续项目融资或者定向增发过程中，投资人避免自己的股份贬值及份额被过分稀释而采取的措施。

以及其他主要利益相关者（包括服务机构和监管机构）的信息需求。

在指定清算人的情况下，责任实体应在已知的范围内向投资者通报其是否有能力定期向投资人提供最新情况和/或预期清算人向投资方通报的形式和频率。投资者沟通除另有要求外，应包括以下内容：

- 投资者批准程序的结果，即是否予以终止；
- 投资基金是否允许在终止程序开始前赎回，以及是否会对此类交易收取赎回费用；
- 在终止程序启动后是否会暂停申购和赎回，并说明任何此类暂停的持续时间；
- 投资者何时可以收到终止程序的最新进展；
- 预计终止日期；
- 有价证券的清算程序；
- 出售有价证券并向投资者最终分配收益支付的预期时间表。

清算人的选任可能取决于投资基金的法律结构，例如公司型基金可能需要清算人，而根据信托法构建的投资基金可能不需要。一般而言，一旦指定清算人，投资基金及其责任主体对投资基金的管理几乎再无参与或裁量权。此外，投资基金及其责任主体将取得有限的或完全无法获得有关投资基金财务状况、投资组合构成或投资基金当前资产估值的信息。因此，投资基金或其责任主体在此期间可能难以遵守与投资者正常沟通的要求。

在终止程序中，责任主体的主要工作重点应该是在确保

公平对待所有投资者的基础上变现投资基金的资产并分配收益。有鉴于此，遵守投资基金当时的投资目标、投资政策和限制可能是无法实现或者不可行的。然而，责任主体应始终以寻求投资者利益最大化为出发点。在与投资者和负责独立监督的第三方（如适用）的沟通中应提及这些事项。

一些司法管辖区的法律免除了清算人向投资基金投资者提供信息的要求。在另一些司法管辖区，虽然没有监管制度要求清算人向投资者提供信息，但相关司法管辖区的公司/企业法可能要求清算人向投资者提供有关清算程序的信息。通常，清算人应每年向投资者说明清算未完成的原因。

#### **良好实践 12**

**在对终止投资基金的资产进行估值时，责任主体应：**

- i. 确保对资产进行公允估值，以及**
- ii. 寻求解决由此产生的利益冲突。**

资产应根据当前市场价格并以符合当地法律、章程性文件和基金募集说明书/销售文件的方式进行估值，前提是这些价格是可得、可靠和经常更新的。投资基金应评估其投资组合中的所有资产，包括那些无法轻易获得市场报价的资产，这一点至关重要。

所有投资基金及其责任主体都应制定书面政策和程序，规定在正常和特殊情况下（包括终止情况）对投资基金中每种资产进行估值的方法。资产评估政策应足够稳健，以允许投资基金在为反映公允价值有必要对估值政策进行调整时进行适当的调整。调整价值的理由应被明确披露。

国际证监会组织《集合投资计划估值原则》<sup>9</sup>第3条规定“估值政策和程序应寻求解决利益冲突”。

投资基金的投资组合资产估值中的潜在利益冲突可能以多种方式出现。在缺乏流动性或难以估值资产的情况下，利益冲突的可能性更高，而责任主体实际上是有关特定资产定价的最可靠或唯一的信息来源。责任主体在估值过程中可能存在内在冲突，因为管理费用是根据投资基金资产的价值计算的。与被终止的基金相比，责任主体也可能在其管理的其他基金方面发生冲突。责任主体可能会考虑终止一只基金，以支持其管理的其他基金。在所有情况下，管理利益冲突都由责任主体负责，以确保基于正当的理由作出终止一只基金的决定，并确保估值过程不会偏袒一只基金而损害另一只。虽然责任主体必须始终以投资者的最佳利益为出发点，但如果投资基金正在清盘或寻求终止，责任主体可能会基于预期在未来某个阶段可以实现更高变现价值而推迟出售资产。这也可能会引起利益冲突。

### 1.8. 特定类型的投资基金

本节旨在解决房地产、对冲基金、私募股权基金和其他通常不会出售给零售投资者并且更有可能持有缺乏流动性或难以估值资产的基金的具体问题。

#### 良好实践 13

在获得投资者同意的情况下，责任主体可以向终止投资基金的机构投资者提供实物赎回的权利，同时确保投资基金其他投资者的最佳利益不受损害。

<sup>9</sup> 国际证监会组织最终报告——集合投资计划估值原则，2013年5月发布。

国际证监会组织《集合投资计划流动性风险管理原则》<sup>10</sup>第4条规定“在允许和适当的情况下，对于特定的投资基金，并且为了投资者的利益，责任主体应在投资基金的章程性文件中规定可能使用特定工具或特殊措施影响赎回权的能力”。

该原则的解释中提及了以实物赎回作为可以使用的一种此类工具的示例。实物转让可用于支付全部或部分投资者的赎回收益。实物转让涉及将底层资产相应份额的所有权直接转移给赎回投资者，通常使投资者按比例获得构成投资组合的每项资产的份额，尽管这在某些情况下可能不切实际，例如大额债务工具。国际证监会组织《集合投资计划流动性风险管理原则》规定，使用实物赎回对零售投资者而言可能不切实际或不适合。如果以实物形式执行，零售投资者通常没有适当的基础设施（例如托管账户和验证流程）来支持资产的转移和持有。这是普遍存在的风险之外的风险，其中包括该资产起初就缺乏流动性的这一可能性。

责任主体使用实物转让推进清盘和终止对持有缺乏流动性的证券类的投资基金有许多优势：

- 投资基金无需无限期持有缺乏流动性的证券；
- 投资基金可以终止，因此消除了清算阶段遵守相关法律或监管义务；
- 投资基金及其投资者不会承担经授权持有和管理缺乏流动性证券的服务机构的费用。

然而，对于将缺乏流动性的证券的所有权转让给投资者

---

<sup>10</sup> 国际证监会组织最终报告——集合投资计划流动性风险管理原则，2013年3月发布。



是否合适，投资者可能会提出担忧，因为其需要承担管理资产出售的责任，并承担无法变现其投资的风险。

作为一种良好的实践经验，责任主体仅应在机构投资者同意该安排的情况下，向其提供实物赎回的选择。责任主体应考虑是否可以根据要求代表投资者安排资产出售。

#### **良好实践 14**

**在基金有存续期间的情况下，责任主体应在基金预期终止日期之前的一段合理的时间段内，考虑为实现有序和及时清算基金所需的程序。**

有存续期限的基金通常具有封闭性，并具有确定的终止日期，尽管某些结构可能允许延期（例如，在取得权益人批准后）。

在有存续期限的基金成立时，责任主体将对其预期基金终止的日期有一个相对准确的了解。考虑到这一点，责任主体应在预期终止日之前的一段合理时间内，考虑清算基金头寸与向投资者分配收益的方式。在做到这一点的同时，应力求确保责任主体始终维护投资者最佳利益。

**【本报告版权归国际证监会组织所有，复制、摘编使用本报告文字应注明来源。本报告仅供学习研究使用，严禁用于任何商业用途；内容仅供参考，不构成业务建议或者自律要求。原文网址：<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD588.pdf>。**

本报告由北京大学法学院博士研究生邹星光、北京植德律师事务所律师胡蓓、中伦律师事务所律师覃文婕等翻译，

中国证券投资基金业协会范文艺、胡刚伟审校。特别感谢北京大学法学院刘燕教授、北京大成律师事务所李彤彦律师的帮助和支持！】