



# 中投境外投资并购的监管环境与模式选择

郭 雳 张 涛\*

**摘要** 中投从事境外投资并购，必须重视东道国的监管环境。欧洲公司一向是主权基金的主要目标，中投对欧洲也有很强的现实投资需求。根据英国、德国、意大利三国不同的监管倾向和具体措施，中投采取了股权直投、搭伙间投、组合投资等相应模式。对于包括中投在内的主权基金以及被投资国而言，存在着“双向去政治化”难题，而解决这一难题的最优方法是采用一种更为中和的思路，尽可能地利用法律技术的手段，在彼此信任和均可接受的范围内开展合作，寻求共赢，防止规避和反规避交织形成恶性循环。

**关键词** 中投公司 主权财富基金 跨境投资并购监管 双向去政治化

“看清边界，故意限制自己的成长，未尝不是一条通向伟大的路径。”

——Bo Burlingham, *Small Giants*, 2005.

## 导 言

长期以来，学术界对于主权基金（或译为主权财富基金、主权投资基金等，Sovereign Wealth Funds，下称“主权基金”）并无统一定义。<sup>〔1〕</sup>较早提出主权基金这一概念的是美国道富银行的经济学家安德鲁·罗萨诺夫（Andrew Rozanov）。<sup>〔2〕</sup>随着主权基金日益兴起，越来越多的机构开始对这一概念进行界定。<sup>〔3〕</sup>国际货币基金组织（IMF）认为，主权基金是广义政府拥有的特殊目的投资基金或安排，即政府出于宏观经济目的而创建，为实现金融目标而持有、经营或管理资产，并使用一套包括投资于外国金融资产在内的投资战略；主权基金的成立资金通常

\* 郭雳，北京大学法学院副教授；张涛，中国保监会保险中介监管部。

〔1〕 参见谢平、陈超：《谁在管理国家财富？——主权财富基金的兴起》，中信出版社2010年版，第1页。

〔2〕 See Andrew Rozanov, Who Holds the Wealth of Nations, *Central Banking Journal* (May 2005 Edition).

〔3〕 参见谢平、陈超：“论主权财富基金的理论逻辑”，《经济研究》2009年第2期。

来源于国际收支顺差、官方外汇业务、私有化收入、财政盈余和/或初级商品出口收入；但货币当局出于传统的国际收支或货币政策目的而持有的外汇储备资产、传统意义上的国有企业业务、政府雇员养老基金或为个人利益而管理的资产则不被视为主权基金。<sup>〔4〕</sup>国内官方认可的定义则是：主权财富与私人财富相对，通常指一国政府通过特定税收与预算分配、可再生自然资源收入和国际收支盈余等方式积累形成的，由政府控制与支配的，一般以外币形式持有的公共财富。主权基金是为管理主权财富而由政府设立的专业资产管理机构。<sup>〔5〕</sup>

作为我国的主权基金，中国投资有限责任公司（下称“中投”）成立于2007年9月29日，是从事外汇资金投资管理业务的国有独资公司。财政部通过发行特别国债的方式筹集15500亿元人民币，购买了相当于2000亿美元的外汇储备作为中投的注册资本金。成立初期，中投的投资方向侧重于美国市场，入股百仕通集团、摩根士丹利、Reserve Primary基金等都曾引起广泛关注。同时，中投的全资子公司中央汇金投资有限责任公司在多家国有控股大型银行持股，而这些银行如中国工商银行、中国银行、建设银行等纷纷在美国开设分支机构。2008年8月5日，美国金融监管机构美联储做出批复，明确了中投在美国法下的地位为银行控股公司，但依据《银行控股公司法》4(c)(9)条，豁免其在该法下所受很多的限制和义务。作为享受豁免的前提，中投必须继续保持其主要业务在美国境外开展，未经美联储批准不得控制美国的银行或其他金融机构，收购在美营业公司股份超过一定比例的，也必须通知美联储。<sup>〔6〕</sup>此后，中投严格遵守了承诺。据其2010年2月向美国证监会（SEC）提交的文件显示，截至2009年12月31日，中投持有的美国公司股票价值为96.3亿美元。除开iShares、PowerShares等交易型开放式指数基金，中投在美投资的对象主要有两类，一类是AES电力、Teck矿产、淡水河谷等能源类上市公司，一类则是可口可乐、强生、辉瑞、摩托罗拉、美国银行等老牌蓝筹，占比也都较小。<sup>〔7〕</sup>

对于“在全球范围内对股权、固定收益以及多种形式的另类资产进行投资”的中投来说，匹配地域、行业、阶段等进行的分散投资本来就至关重要，而且不同的经济周期要求不同的投资组合。上述降低在美所受监管强度的目标，以及减少风险暴露、“不立危墙之下”的考虑，促使中投积极寻求更加广泛的投资机会。2009年4月，中投着手对其投资部门进行职能重组和结构调整，宣布将根据资产类别、市场领域、投资方式、合规经营等因素的不同，设立“相对收益投资部、策略投资部、私募投资部、专项投资部”等四个部门，同时开展了面向全球的新一轮招聘，增强投资团队实力。2010年前后，中投甚至有些出人意料地联合入股了香港保利协鑫、长沙中联重科等境内公司。<sup>〔8〕</sup>

当然鉴于其设立目的和资金构成，中投的目标绝大多数仍然锁定境外。中投董事长楼继伟2008年12月就曾表示，中投要在地理范围上分散化投资。<sup>〔9〕</sup>除了加拿大、新加坡、印度尼西亚

〔4〕 参见IMF International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Press Release No. 08/06(c), [www.iwg-swf.org/pr/pdf/chn/pr0806c.pdf](http://www.iwg-swf.org/pr/pdf/chn/pr0806c.pdf)。（本文中网络来源注释的最后访问验证时间均为2010年5月3日）。

〔5〕 参见中国人民银行上海总部国际金融市场分析小组：“2007年国际金融市场报告”，载<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=550&ID=332>。

〔6〕 参见郭雳：“中投：主权财富基金的控股公司路径”，《中外法学》2009年第4期。

〔7〕 参见SEC Filing Document, 载<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1468702/000095012310009135/c95690e13fvhr.txt>。

〔8〕 参见田芸、欧阳晓红：“中投海外并购明细单”，载《经济观察报》2010年3月22日。

〔9〕 参见新华网报道：[http://news.xinhuanet.com/fortune/2008-12/03/content\\_10451850.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2008-12/03/content_10451850.htm)。



亚、俄罗斯等国的能源项目，欧洲市场无疑是中投优先考虑的投资场所。事实上，欧洲国家的公司一直以来就是主权基金投资选择的重点目标，主权基金全部交易金额的32%都涉及欧洲公司，仅次于美国。<sup>[10]</sup>在欧盟国家中，英国是吸引投资数额最多的国家，自1995年起该国共吸引260亿美元的投资，德国吸引了51亿美元的相关投资而位居第二。从行业看，主权基金主要投资的行业是金融和房地产，特别是对金融业的投资比重较大。<sup>[11]</sup>

通过对现有公开资料的深入挖掘，笔者发现，中投对于欧洲国家的投资策略可分为三种模式，即对英国公司股权的直接投资（股权直投）、对意大利公司投资组合的直接投资（组合投资）以及借道私募基金对德国公司进行的间接投资（搭伙间投）。与上述三种投资策略相对应的则是东道国对于来自中国及类似国家的主权基金投资，所持有的三种监管理念和姿态，即利用普适性的既有规则、具有较强针对性的信息披露规则和制定专门的审查机制。

## 一、英国：开放导向与股权直投

检索公开报道，中投在英国投资主要有以下四笔：2009年7月，中投购得英国酒业巨头帝亚吉欧（Diageo）1.1%的股权。<sup>[12]</sup>2009年8月，包括中投在内的四家投资者<sup>[13]</sup>投资歌鸟房地产公司（Songbird Estates）<sup>[14]</sup>，投资完成后中投持股比例约为19%。<sup>[15]</sup>《金融时报》该报道还指出，中投亦持有英国最大零售商乐购（Tesco）0.5%的股份，但不在其最大30家股东之列。2010年2月，中投完成了对欧洲最大的私募股权基金安佰深（Apax Partners）集团价值9.56亿美元的投资，购买该集团旗下资产管理公司Apax Partners LLP约2.3%的股权<sup>[16]</sup>，该交易已经获得英国监管当局——金融服务管理局（FSA）的批准。<sup>[17]</sup>

英国FSA根据2000年《金融服务及市场法》（Financial Services and Markets Act，简称“FSMA”）所界定的法定职权运作，任何个人或者公司为取得或增加其在FSA注册公司中的股份，都必须获得来自FSA的批准。FSA网站显示<sup>[18]</sup>，安佰深属于其注册公司（Client），注册号码为119175，起止日期是2007年10月10日至2012年10月9日。注册公司要受到FSA的规制，需要按照规则和指引手册（handbook of rules and guidance）要求提供相关信息，以便对其活动进行

[10] See Steffen Kern, SWFs and Foreign Investment Policies - An Update, Deutsche Bank Research (Oct. 22, 2008).

[11] 同上注。

[12] 参见〔英〕马利德、珍妮·威金斯：“中投收购英国酒商帝亚吉欧1.1%股权”，载《金融时报》2009年7月21日。

[13] 另外三家投资者是卡塔尔主权基金旗下的卡塔尔控股公司、摩根士丹利房地产基金和一家美国投资公司“全球基金投资”。

[14] 参见叶檀：“中投投资歌鸟：又一笔愚蠢生意？”，载财华网 [http://caihuanet.com/zhuannlan/geren/yetan/200909/t20090902\\_984076.shtml](http://caihuanet.com/zhuannlan/geren/yetan/200909/t20090902_984076.shtml)。

[15] 参见高晨：“入股英国歌鸟公司？中投进军英国房地产市场”，载《京华时报》2009年9月2日。

[16] 参见 Chris V. Nicholson, C. I. C. Approved to Buy Stake in Apax Partners, 载 <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2010/02/04/cic-approved-to-buy-stake-in-apax-partners/>。

[17] See <http://www.fins.com/Finance/Companies/15/Apax-Partners-LLP>.

[18] See [http://www.fsa.gov.uk/pubs/waivers/cass\\_waivers.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/waivers/cass_waivers.pdf).

监管。根据 FSA 规则，注册公司应当向 FSA 提供其商业活动发生变化的通知，尤其是公司控制权发生变化的情形。任何注册公司控制权的变化都要获得 FSA 的事先批准。在获准之前，注册公司不能从事任何涉及控制权变化的交易。而且，一旦 FSA 批准了该项交易，注册公司还要向 FSA 披露控制权发生变化的具体时间。

英国公司必须向 FSA 报告公司控制权发生变化的情形包括以下四种：①他人获得控制权；②现有控制权人增加控制权；③现有控制权人减少控制权；④现有控制权人终止享有控制权。<sup>[19]</sup>而所谓的控制权人，根据 FSA 的规则和指引手册，系指在一个公司（或公司的关联公司中，下同）持有 10% 或者以上的股票；在一个公司中持有 10% 以上表决权；在一个公司中持有一定数量的股票或者表决权，能对公司的管理活动施加显著影响的人。在计算上述股票或者表决权数量的时候，对于一致行动人（act in concert）将合并计算。

需要指出，欧盟在 2007 年发布有《关于金融领域持股和增持审慎评估的指令》（Directive of Prudential Assessment of Acquisitions and Increase of Holdings in the Financial Sector）。<sup>[20]</sup>从指令的法律效力来看，“对于所称的成员国，就其所要达到的结果具有法律拘束力，但采用何种形式与方法来达到该结果，则由成员国自行选择”。<sup>[21]</sup>因此尽管对于成员国具有拘束力，但指令的规定并不直接适用于成员国，其实施必须借助一定的方法。《欧共体条约》没有明确规定指令的直接效力<sup>[22]</sup>，在 Yvonne Van Duyn vs. Home Office 案中<sup>[23]</sup>，欧洲法院首次肯定了指令实质性的直接效力，但由于成员国的强烈反对，欧洲法院对指令的直接效力进行了相应限制，其中包括在成员国国内制定的执行性立法到期前，指令不具备直接效力。<sup>[24]</sup>如果成员国没有制定相应措施，作为一种对抗效力，指令则可直接援引。<sup>[25]</sup>

由于英国自身对于金融机构并购存在专门立法，即 2000 年 FSMA，因此上述指令并不直接适用于英国金融监管。事实上，该指令是经由英国 2009 年对 FSMA 的修正规则（Regulations 2009，下称“修正规则”）得到落实的。<sup>[26]</sup>具体方法是在 FSMA 中增加了关于评估标准、对控制人信息披露以及由国家主管机关事前授权等要求。对于评估标准，修正规则规定，在评估授权的申请时，主管机关应当根据以下四点要求，来判断潜在收购者对于被收购金融机构可能产生的影响，评价“潜在收购者的适格性”及“潜在收购的财务稳健性”，以保证被收购的金融机

[19] See <http://www.fsa.gov.uk/pubs/hb-releases/rel83/rel83sup.pdf>.

[20] 参见 Directive 2007/44/EC。该指令出台后，2008 年 7 月，欧洲证券监管机构委员会（CESR）、欧洲银行业监管委员会（CEBS）、欧洲保险及养老金监管委员会（CEIOPS）等三大金融监管机构联合出具了关于《金融领域持股和增持审慎评估指令的指引》（Guidelines）。

[21] European Union Code, 249 (3).

[22] 参见盛学军主编：《欧盟证券法研究》，法律出版社 2005 年版，第 362 页。

[23] See Court of Justice of the European Communities, Case 47/74 (Dec. 1974).

[24] 例如，《要约收购指令》在 2004 年 4 月 21 日通过，意味着欧盟各成员国都必须按照指令的要求对本国的公司收购相关制度予以调整，以符合《要约收购指令》的要求。根据该指令第 21 条规定，在 2006 年 5 月 20 日之前，各成员国必须将该指令转化为内国法予以适用，并将转化情况通知欧盟委员会。参见盛学军主编：《欧盟证券法研究》，法律出版社 2005 年版，第 321 页。

[25] 参见张丽娟：“共同体指令的直接效力”，载赵海峰、卢建平主编：《欧洲法通讯》（第二辑），法律出版社 2001 年版，第 76 页。

[26] 参见 FSA 关于 change of control 的相关内容，载 <http://www.fsa.gov.uk/Pages/doing/regulated/notify/control/index.shtml>。



构“审慎和稳健的管理”：

(1) 收购者的信誉；

(2) 收购结束后将要负责经营公司的任何个人的经验和声誉；

(3) 潜在收购者的财务稳健性，特别是针对被收购的金融机构希望开展的业务类型而言；能否符合并持续符合主管机关的要求，尤其是，监管者与被监管者之间是否存在可以实现的有实效监督结构，主管机关之间能否有效的沟通并决定它们之间的责任分配；

(4) 是否存在合理的怀疑，根据“2005/60/EC”号指令第一章的定义，存在与潜在收购有关的洗钱或资助恐怖主义的行为。

中投直接投资安佰深所面临的监管措施并非专门针对主权基金，而且从已有英国政府关于主权基金的官方表态分析，英国制定专门针对主权基金之新规则的可能性非常小。<sup>[27]</sup> 英国首相戈登·布朗曾明确指出，希望主权基金将伦敦作为开展国际业务的枢纽，并以透明的方式与英国金融业展开合作。时任英国财政部经济大臣基蒂·厄舍（Kitty Ussher）在2008年初的演讲中称，英国将开放经营主权基金，不希望看到指令性调控限制主权基金的投资，欢迎外国主权基金收购英国公司；对人员、商品和服务，尤其是国际资本流动采取开放态度，无论是对伦敦金融城还是对于英国经济整体而言，都是贡献最大的因素。<sup>[28]</sup> 伦敦金融城第679任市长约翰·史达德（John Stuttard）更是对主权基金抛出了“来我这里，不必透明”（come here, even no transparency）的橄榄枝。2007年10月26日，中投成立尚不到一个月，史达德就迫不及待地专访中国，力邀中投落户伦敦。史达德爵士认为，强迫主权基金透明的理由并不充分，而伦敦金融城采用的是“以风险为基础”的监管制度，可以与企业之间进行“持续的对话”，足以提醒主权基金可能面临和形成的风险。<sup>[29]</sup> 这在一定程度上反映了当前英国政府对于主权基金在内的外来投资所持有的较为开放的态度。

当然回顾历史，英国对主权基金的态度也并非一直如此。<sup>[30]</sup> 事实上在1987年之前，对于主权基金英国仍然持非常保守的态度。当年，科威特投资局（Kuwait Investment Authority）购买了英国石油公司（British Petroleum）20%的股权，英国政府当时的反应是强制科威特投资局将其其中10%的股权转让出去。<sup>[31]</sup> 与之形成鲜明对比的是20年后，当2007年卡塔尔投资局竞购伦敦证券交易所20%股份<sup>[32]</sup>，迪拜证券交易所购买纳斯达克所持伦敦证券交易所约28%的所有权时<sup>[33]</sup>，都没有遭受到来自英国政府的阻力。<sup>[34]</sup>

[27] See Matthew Saxon, *It's Just Business, Or Is It?: How Business and Politics Collide With Sovereign Wealth Funds*, 32 *Hastings Int'l & Comp. L. Rev.* 693 (2009).

[28] 参见 *Sovereign Wealth Funds: A British and Norwegian Perspective*, 载 [http://www.hm-treasury.gov.uk/speech\\_est\\_060508.html](http://www.hm-treasury.gov.uk/speech_est_060508.html).

[29] 参见〔英〕乔治·帕克：“英国欢迎中国主权财富基金”，载《金融时报》2008年1月21日。

[30] See Ambrose Evans-Pritchard, *EC to Rule on Sovereign Wealth Funds*, *The Telegraph*, Nov. 29, 2007.

[31] See Economist Staff, *Asset-backed insecurity*, *Economist*, Jan. 19, 2008.

[32] 参见“卡塔尔将成为伦敦证券交易所最大股东”，载中国经济网2007年9月20日。

[33] 参见〔美〕戴维·斯密克：“四大‘金融权力掮客’”，载《世界是弯的——全球经济潜在的危机》，中信出版社2009年版，第60页。

[34] 参见 Alistair Darling, *Chancellor of the Exchequer, Speech at the London Business School (2007)*, 载 [http://www.hm-treasury.gov.uk/speechschex\\_250707.html](http://www.hm-treasury.gov.uk/speechschex_250707.html).

之所以发生如此的嬗变，一方面是由于英国已经处于去工业化阶段，其开放姿态非常积极<sup>[35]</sup>；另一方面，也反映出英国对国内产业尤其是金融产业监管理念和能力充满了信心。<sup>[36]</sup>伦敦国际金融服务局（IFSL）每年出具的关于主权基金的研究报告中，都表达了对伦敦金融城金融监管能力的充分自信，“英国的金融产业欢迎来自主权基金的投资，这种信心来源于英国自身的监管机制、竞争机制和国家安全保护体系，能够确保所有外来投资，无论是否主权基金，都能符合适当的标准。英国政府承诺英国向来来自全球的投资者保持开放和竞争的市场。”不过，其间的改变过程也充满了曲折，最为直接的代价就是一些金融企业的控制权被外资收购<sup>[37]</sup>，但是秉持开放态度的英国吸引了国际资本和一流金融人才，利用美国等国家金融企业的品牌，提高了本国金融系统在全球市场中的竞争力和控制力，增强了金融系统的稳定性，反过头来支持了本国经济改革发展。<sup>[38]</sup>

## 二、意大利：披露透明与组合投资

据《经济观察报》报道，2010年2月，中投总经理高西庆在罗马与意大利国家电力公司（ENEL）总经理 Fulvio Conti 等会面，商洽 ENEL 股权及其下属绿色能源项目等一系列投资事宜。不同以往，中投这次筹划的是组合投资。ENEL 的大股东——银行存款和贷款机构（CDP）也是方案中的重要角色。意大利政府拥有 CDP 70% 的股份，其余 30% 则由银行基金持有。一个多世纪来，CDP 的任务是投资意大利的公共事业与基础设施等项目，由此构建起一个经济体系的“投资者俱乐部”。据悉，中投或将参与 CDP 即将推出的中小企业基金，其投资方向为意大利的中小企业，规模在 2000 万至 1 亿欧元之间。<sup>[39]</sup>

实际上对于主权基金，意大利的态度不无矛盾。一方面，该国政府支持资本的自由市场准入，对潜在投资者没有国别限制。其国际贸易部长波尼诺在谈到一直亏损的意大利航空公司时就表示：“我不在意谁买下它，可以是中国人，也可以是爱斯基摩人……只要能让该公司扭亏为盈就行。”另一方面，政府和民众对于主权基金投资仍不免疑虑，最明显的即体现在对主权基金不透明问题的关注上。他们认为，缺乏透明性可能会带来诸如内幕交易、操纵市场等影响市场稳定的一系列问题。<sup>[40]</sup>

一般认为，不同于私人投资机构，主权基金作为国家管理的基金没有披露其规模、投资策略、资产持有情况等信息的强制性要求。<sup>[41]</sup>但在意大利，情况却并非如此。2005年，意大利修

---

[35] 参见“欧洲的梦，中国人能像挪威人一样吗？”，载意大利《晚邮报》2008年7月10日，转引自“欧盟主要国家对待中国主权财富基金态度各异”，载中国驻意大利大使馆经济商务参赞处网站，<http://it.mofcom.gov.cn/aarticle/jmxw/200807/20080705664153.html>。

[36] 参见 IFSL Research, *Sovereign Wealth Funds 2010*, 载 <http://www.ifsl.org.uk>。

[37] 例如英国的摩根建富被德意志银行收购、克林沃特被德累斯顿银行收购、华宝被瑞银集团收购等。参见菲力普·奥格：《绅士资本主义的死亡》，转引自高小真、蒋星辉：“英国金融大爆炸与伦敦金融城的复兴”，中国证监会研究中心研究报告（2006）。

[38] 同上，高小真、蒋星辉研究报告。

[39] 参见欧阳晓红：“中投看上意大利？高西庆赴罗马密洽组合投资”，载《经济观察报》2010年2月6日。

[40] 参见吕明、叶眉：“主权财富基金信息透明度问题研究”，《广东金融学院学报》2008年第5期。

[41] 参见向静、王苏生：“主权财富基金的国际比较和变化趋势研究”，《学术研究》2009年第5期。



正了其《金融合并法》(Financial Consolidated Act)<sup>[42]</sup>,目的是为了协调意大利上市公司与注册地在意大利以外、就设立、运营、资产和责任承担等方面不能保证透明度的外国公司之间的关系,该修正案也同时适用于其金融工具被公众广泛持有、且与外国公司存在关联关系或被外国公司控制的意大利公司。<sup>[43]</sup>

根据该《金融合并法》修正案的165条,与外国不透明的公司(foreign non-transparent companies,例如某些主权基金)存在关联(link)的,被后者控制或受到后者显著影响的意大利上市公司,应当在其首席执行官和首席财务官签字的定期报告中附注其与不透明外国公司的关系。意大利证监会(Italian Securities Commission)被赋予充分的监管职权,包括现场检查的权力。以上要求,可能对中投产生影响。意大利关于前述不透明国家的标准,由司法部长以及经济和财政部长发表的联合法令加以确定。实际上,在渣打银行根据透明度和投资方式的积极或战略性质对主权基金进行的分类中,中投被界定为不透明且具战略性质的公司。<sup>[44]</sup>因此,来自中国的中投很可能将面临审查。

中投之所以不愿意选择非常透明的方式进行投资,或许源于主权基金与普通投资基金的一个重要区别是“树大招风”,其一举一动都格外引人注目。市场一旦得知某主权基金有意投资哪些资产或证券,该资产价格就会迅速上涨,从而增加主权基金的投资成本。<sup>[45]</sup>上述解释可以得到不同透明程度主权基金收益情况的佐证。挪威的主权基金——挪威政府养老基金(Government Pension Fund Global)因其透明度高,经常被拿来作为标杆。挪威财政部为其制定了严格的监管章程,要求基金的直接管理者挪威央行投资管理公司(NBIM)每个季度提交翔实投资报告,从时间到金额,从投资对象到海外资产管理人,季报中均有详细描述。并且在财政部审核后对外公布绝大部分内容,任何人都可以在挪威央行投资管理公司的官方网站上查阅1998年以来的基金季报。此外,不仅对于投资战略,挪威财政部毫不避讳,诸如投资对象来源、全球市场资产配置比重、以及作为比较基准的资产组合也都定期公开。

相比之下,新加坡主权基金之一的淡马锡(Temasek Holdings)在信息披露方面则偏向保守。淡马锡直到2004年才开始公开披露部分信息,其对外公布的更多的是财务报表内容,对投资情况只在分地区说明中少量提及,大部分几乎没有具体的时间、方式和金额。<sup>[46]</sup>根据国际主权基金研究机构(Sovereign Wealth Fund Institute)发布的透明度指标体系,挪威达到了满分10分的标准,而淡马锡只有6分,勉强达标。不过,从上述两者的投资回报数据来看,挪威政府养老基金10年的年均收益率(4.3%)远不及淡马锡34年间的年均收益率(18%)。<sup>[47]</sup>

[42] See Italian Legislative Decree, No. 58, Feb. 24, 1998.

[43] See Simone Mezzacapo, The So - Called “Sovereign Wealth Funds”: Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision, European Economy, *Economic Papers* 378 (Apr. 2009).

[44] 参见王霞,王曙光:“谈主权财富基金与西方投资保护措施”,《经济问题》2008年第6期。

[45] 参见胡祖六:“管理主权财富基金”,《财经》2007年8月6日。

[46] 不过,这种情况最近几年出现了转变的迹象。特别是2008年投资业绩大幅下滑,淡马锡面对着来自国内外要求其提高透明度的压力。研究机构Action Economics亚洲经济预测部门主管柯翰认为,未来淡马锡需要进行更多的信息披露与公司治理改革,增加透明度将是全球主权基金的大势所趋。参见赵刚:“淡马锡去政府化”,载《第一财经日报》2009年8月27日。

[47] 参见孙轲、旷野:“主权财富基金积极进入金融市场,中投定投资策略”,载《21世纪经济报道》2008年5月12日。

不难看出，中投对意大利采取组合投资的方式，特别是准备参与中小企业基金，意在消除对方因对中国不了解而怀有的“恐惧”，表达诚意以换取参与投资 ENEL 的机会。同时，宣示自己投资的商业利益目的，逐步获取一个意大利金融俱乐部专属的会员身份，接近欧洲金融市场。关于透明度问题，中投不无踌躇。一方面，中投总经理高西庆在接受美国哥伦比亚广播公司（CBS）采访时曾经表示“会公布年报，逐步实现像挪威主权基金一样的开放透明”<sup>[48]</sup>。与此同时，中投董事长楼继伟访问英国伦敦金融城时则评论道，资产管理公司的信息披露应该审慎有度，过多披露操作信息反而可能不利于国际金融市场的稳定<sup>[49]</sup>。无论如何，中投应该意识到，当对于意大利上市或公众公司进行投资时，其信息可能会由后者依据《金融合并法》修正案下履行法定义务，而被间接地披露出去。

### 三、德国：强监管审查与搭伙间投

公开材料显示，中投与德国公司间的接触有以下几次：德《金融时报》2008年2月报道，疑似中投接触德国房地产公司<sup>[50]</sup>。2008年9月，据称楼继伟与德国财长施泰因布吕克（Steinbrueck）会面，就德国铁路（Deutsche Bahn）首次公开招股一事进行讨论<sup>[51]</sup>。2009年4月，戴姆勒公司执行长称已与中投进行会谈，讨论可能进行的一项投资<sup>[52]</sup>。2009年7月，身陷困境的保时捷公司称一家中国主权基金正参与对保时捷股权的竞购，市场普遍反应认为这家主权基金即是中投<sup>[53]</sup>。

然而，特别值得注意的是2008年2月，中投与美国私募股权集团 J. C. Flowers 达成协议，由中投出资 40 亿美元，成立一家新的基金（下称“新基金”），用于投资财政状况不佳的金融机构。新基金采取有限合伙的组织形式，J. C. Flowers 担任普通合伙人，负责投资决定，中投则作为有限合伙人。2008年6月，新基金与另外两家投资者（Grove International Partners LLP、以及日本新生银行）正式入股德国住房抵押贷款银行（Hypo Real Estate Holding AG，下称“HRE”）。当时的公告称，上述新基金等组成的投资团收购 HRE 24.9% 的股权<sup>[54]</sup>。之后 HRE 的季报又称，三家投资人的持股都小于 10%。

中投选择与 J. C. Flowers 成立新基金，由 J. C. Flowers 充当独立的专业资产管理人负责投资管理，与中投以往的安排不同，属于间接投资，反映出中投对直接投资德国知名公司可能引起的政治反弹相当重视。事实上，中投的上述担忧并非空穴来风。德国非常疑虑主权基金的投资

[48] CBS News, China Investment: An Open Book? (April 6, 2008) <http://www.cbsnews.com/stories/2008/04/04/60minutes/main3993933.shtml>.

[49] 参见马建国：“楼继伟：中投不宜太透明 强调长期投资收益”，载新华网，[http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-12/12/content\\_7232132.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-12/12/content_7232132.htm)。

[50] 参见“中投集团可能 200 亿欧元投资德国商业地产市场”，载《环球时报》2008年2月4日。

[51] 参见“中投海外投资连续下单”，载上市公司调研网，<http://www.55168.cn/html/31/t-160731.html>。

[52] 参见“德国汽车厂商戴姆勒与中投洽谈投资”，转引自路透社 2009年4月22日，载 <http://www.jinmajia.com/article/hqsm/200904/20090400004365.shtml>。

[53] 参见“中投欲竞购德国保时捷”，载《南方日报》2009年7月7日。

[54] 参见“海外投资另类隐痛”，《财经》2009年1月8日。





行为并非出于商业营利而是基于政治目的,即试图去控制一些关系到国家安全的企业。<sup>[55]</sup>德国总理默克尔曾表示,主权基金使欧洲面临完全陌生的新环境,应采取一种“共同方式”,审查由外国国家控股的投资者对欧洲公司的收购活动。<sup>[56]</sup>特别是对来自俄罗斯和中国等的主权基金,德国戒心更重。默克尔曾两次介入德国公司反俄罗斯公司并购的活动。<sup>[57]</sup>一次是反对俄罗斯公司针对德国电信集团 Deutsche Telekom AG 的收购,另一次是阻止一家俄罗斯国有控制的银行对空中客车的关联公司——欧洲航空防务与航天公司(European Aeronautic Defence and Space Co. NV,下称“EADS”)的增持行动。<sup>[58]</sup>面对默克尔的反对,俄罗斯方面也都选择了退让,这在一定程度上也加剧了两国在经济问题上的分歧。<sup>[59]</sup>与之产生鲜明对比的是,迪拜投资局成功地获得了 EADS 的股份,科威特投资局也顺利购得戴姆勒公司 7.6% 的股权。

至少从理论上讲,选择独立的资产管理人有利于宣示单项的投资不被主权基金母国控制或者影响。<sup>[60]</sup>事实上,正如美国 SEC 前任主席考克斯(Cox)所言,“主权基金采用专业资产管理人的方式进行运营,将在感官上和实际上有助于这些基金的去政治化(de-politicize)”<sup>[61]</sup>并且,企业年金基金(pension funds)的投资经验也表明,采用专业资产管理人的方式“更可能获得最优的风险调整回报”<sup>[62]</sup>也正因如此,主权基金使用外部资产管理人已成为一种趋势。例如,阿布扎比投资局(Abu Dhabi Investment)声称将其资产的 70~80% 外包,科威特投资局也声称将其资产的至少 50% 外包。根据 IWG-SWF 的报告,迄今为止只有两支主权基金完全不采用外部的管理人,其中之一也正在积极考虑这种可能性。<sup>[63]</sup>

通过对上述新基金投资策略背后的法律逻辑进行整理,不难发现其投资 HRE 的行为是针对东道国审批监管措施的精心设计。首先,之所以持股不超过 10%,是由于德国《联邦银行法》(KWG)第 32 条规定,收购(或 10% 以上的投资参股)银行或金融服务公司,需要发出通告,并报联邦金融监管局(BaFin)审批。<sup>[64]</sup>于是三家投资者都使持股低于 10%,避开联邦金融监管局的审查。其次,德国《反限制竞争法》第 37 条规定,收购另一家公司全部或绝大部分资产,或取得对另一家或多家公司直接或间接控制权的单独或联合并购,或获得另一家公司 50%

[55] 但根据德意志银行的报告显示,作为美国和欧盟政治辩论中一个最为关键的问题——外国主权基金在国防公司中的投资,其实所起到的作用无足轻重。记录只显示了一笔交易,即迪拜投资局在 2007 年收购欧洲航空防务航天公司(EADS) 3.12% 的股份。

[56] See OECD Report, Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies, C/MIN(2008)8.

[57] See Ambrose Evans - Pritchard, EC to Rule on Sovereign Wealth Funds, The Telegraph, Nov. 29, 2007.

[58] See Nicola Clark and Andrew E. Kramer, Russian State Bank Buys Share of EADS, The New York Times, Sept. 11, 2006.

[59] See Jonathan Braude, New German Foreign Investment Law Faces Challenges, The Deal, Sept. 8, 2008.

[60] See Keller A. D., Sovereign Wealth Funds: Trustworthy Investors or Vehicles of Strategic Ambition? Georgetown Journal of Law & Public Policy, vol. 7, No. 1 (2008).

[61] Christopher Cox, The Rise of Sovereign Business, Gauer Distinguished Lecture in Law & Policy at the American Enterprise Institute, 载 <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch120507cc.htm>, Dec. 5, 2007.

[62] Choi S. J. & Fisch J. E., On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance, NYU Law and Economics Research Paper No. 07-30 (2007).

[63] See IWG Report, Current Institutional and Operational Practice, [www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf](http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf), (2008).

[64] See <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@otherif/documents/ifdocs/eurexmcobankingact.pdf>.

以上股份或 25% 以上有表决权的股份的并购，以及对其他公司产生重大竞争影响的并购行为，均须向德国联邦卡特尔局申报。三方组成的投资团收购 HRE 总计 24.9% 的股权，显然是刻意将投资比例限制在 25% 以下，以此规避德国关于并购的竞争法规的审查。

除此之外，从一般意义上考察德国对于主权基金的监管环境，还必须关注德国 2009 年 5 月正式生效的《对外经济法》及《对外经济条例》第 13 修正案（下称“修正案”）。修正案适用于来自欧盟及欧洲自由贸易联盟（European Free Trade Association, EFTA）<sup>[65]</sup> 以外的投资者收购德国公司的情形<sup>[66]</sup>，外来投资者在欧盟或 EFTA 内的分公司和工厂视同于外来投资者。<sup>[67]</sup> 根据修正案，德国联邦经济与技术部（BMWi）对外来投资者收购德国企业 25% 以上（含 25%）股权的收购项目拥有审查权，对有可能危害公共政策和国家安全的外国投资有权阻止。修正案将原先仅局限于军工装备行业的政府投资审查延伸扩大到包括电信和邮政、能源、港口、机场和铁路等其他可能的德国战略性产业。<sup>[68]</sup>

审查权有效期为收购合同缔结之日起的三个月或参与收购者公开宣布其收购要约起的三个月。虽然向经济与技术部报告的行为完全属于自愿，但是未申请并获得所谓的“无异议函”（certificate of non-objection）者，如果经济与技术部在该交易签署 3 个月内决定进行调查，则收购者将承受交易可能被阻止的风险。当经济与技术部认为该收购项目危害德国公共安全和秩序，有必要进行干预时，可得到联邦政府同意后实施。国家公共安全和秩序的定义参照欧盟法律及欧洲法院的判决，具体指欧盟关于资本自由流动的法律及欧洲法院针对“黄金股”（Golden share）机制所形成的一系列判例。<sup>[69]</sup>

根据欧盟现行法律，任何针对主权基金的保护性措施都有可能触犯欧共体条约第 56 条关于禁止“限制欧盟成员国之间以及成员国与第三国之间资本流动”的规定。<sup>[70]</sup> 但一般认为，以公共安全和秩序为由对资本自由流动施加限制的行为，如符合以下原则即属合法<sup>[71]</sup>：非歧视性原则，即不因国籍而具有歧视性，无任何专门针对外国投资者的歧视性规定或者限制；公共利益原则，即必须符合公共利益和国家安全（general interest）；相称性原则，“公共安全”作为对于资本自由流动基本原则的减损，应当严格加以解释，以防止其适用范围被成员国在不受共同体

[65] EFTA 包括冰岛、列支敦士登、挪威和瑞士等四国。

[66] 参见 Maximilian Koch, *The German Foreign Trade Act was Amended in 2009: How Does this Legislation Affect Cross-border Transactions in Germany?* 载 [http://martendale.com/business-law/article\\_922560.htm](http://martendale.com/business-law/article_922560.htm)。

[67] See Florian Stork, *A Practical Approach to the New German Foreign Investment Regime - Lessons to be Learned from Merger Control*, *German Law Journal* (2010).

[68] 参见国家发展改革委外事司：“当前全球主权财富基金的发展态势分析”，载宏观经济研究院网站，<http://www.amr.gov.cn/qikanshow.asp?articleid=2487&cataid=9>。

[69] “黄金股”又称为特别股、特权优先股或特权偿还股，最早出现在 20 世纪 70 年代末英国政府对国有企业的公司改制过程中。拥有“黄金股”最为关键的特殊权利，是该股东（一般为政府）掌握着公司一些重大经营决策的“否决权”（voting right）。可行使否决权的具体范围包括：防止危害国家利益和安全的控股和接管、限制发行新的有表决权的股票、限制公司资产的处置和控制公司的合并或解散，但否决权不针对企业管理层人员的任免、企业生产经营管理与分配等一般权限范围。

[70] See Simone Mezzacapo, *The So-Called “Sovereign Wealth Funds”: Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, *European Economy, Economic Papers* 378 (Apr. 2009).

[71] See Backer L. C., *The Private Law of Public Law: Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds, and the Public Law Element in Private Choice of Law*, *Tulane Law Review*, vol. 82, No. 1(2008).



控制的情况下做出单方面的决定,“公共安全”只有在对于成员国基本利益构成真正的和足够严重的威胁时才能适用,并且为实现目标而采取的手段应是适当的、相称的,和事后采用的;确定性原则,作为标准其必须是客观的,适用条件公开而明确,即政府干预的内容、适用范围、到期期限、执行程序、争议解决方法等,必须明确细致地规定并向所有投资者公开,政府在相关条款的解释上不应享有自由裁量权,相关方事先知道法律的救济手段。

根据修正案,如果不符合关于并购的审批要求,德国经济与技术部对已完成收购项目可实施的干预措施包括:阻止、限制外来投资者行使表决权,或者将投票权转移给一名受托管理人(trustee)或任命受托管理人来推翻该项交易。关于表决权暂停机制,有美国知名学者表达了赞成的立场。他们认为这既可以利用主权基金的投资优势,又可以减少潜在冲突,从而能够使得具有战略或政治意图的主权基金敬而远之,同时使具有单纯财务投资意图的主权基金保留下来。<sup>[72]</sup>

但是实际上,表决权暂停机制也存在问题 and 不足。<sup>[73]</sup>首先,这可能会减损受影响的股票的价值,从而使得投资动机降低。表决权是否具有独立价值是一个有争议的问题,但对于表决权是否成为股权上独立的有价值的财产权利,实践中美国商人均予承认,即对公司的控制权是与公司股东收益权不同的具有金钱价值的权利。<sup>[74]</sup>其次,这可能会降低资本市场的吸引力。<sup>[75]</sup>正如美国前助理财政部长克莱·娄瑞(Clay Lowery)所言,“(表决权)是美国公司法中最基本的权利,……对我们的资本市场来说不可或缺。”<sup>[76]</sup>最后,表决权暂停机制并非政府所能采取的唯一措施,其他手段包括发放许可证、要求保证等。因此,作为对资本自由流动一般性的限制,表决权暂停应当被作为解决问题的“最终手段”(last resort solution),并不应优先考虑适用。<sup>[77]</sup>与之相比,对表决权及投票记录的强制性信息披露将可能产生更少的负面影响。也正因如此,IMF针对主权基金所倡导的“圣地亚哥原则”(GAPP)将要求主权基金披露持股情况、表决政策及表决记录等强制或自愿手段,优先于表决权暂停机制加以适用。<sup>[78]</sup>

## 结论:双向去政治化与互信共赢

主权基金 50 年前开始出现,发展到今天“太大而不能被忽视”(too big to not ignore)的规

[72] See Gilson R. J. & Milhaupt C. J., Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism, Stanford University Law and Economics Olin Paper No. 355 and Columbia University Law and Economics Olin Paper No 328, p. 1 (2008).

[73] See Simone Mezzacapo, The So - Called “Sovereign Wealth Funds”: Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision, European Economy, *Economic Papers* 378 (Apr. 2009).

[74] See Harriman. E. A., Voting Trust and Holdings Companies, *The Yale Law Journal*, vol. 13, No. 3, p. 115 (1904).

[75] See Keller A. D., Sovereign Wealth Funds: Trustworthy Investors or Vehicles of Strategic Ambition? *Georgetown Journal of Law & Public Policy*, vol. 7, No. 1 (2008).

[76] Remarks by Treasury Assistant Secretary Clay Lowery for International Affairs at Barclays Capital's 12<sup>th</sup> Annual Global Inflation - Linked Conference, 载 <http://www.treas.gov/press/releases/hp836.htm>.

[77] See OECD Report, Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies, C/MIN(2008)8.

[78] See Simon Johnson, The Rise of Sovereign Wealth Funds, IMF Finance and Development Report (2007), 载 [www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/pdf/straight.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/pdf/straight.pdf).

模，对此不同的欧洲国家选择了不同的规制路径。英国目前倾向于充分利用普适性的既有规则，意大利采取了较有针对性的信息披露规则从而间接地增加透明度，德国则一方面在政策上施加“高压”态势，另一方面积极地运用单边立法的方式，采取比例触发审查和投票权限制两道门槛过滤潜在收购中的“非财务”因素。以上监管进路成为包括中投在内的主权基金投资的先在制度约束条件。无论是出于国债利息支付的现实需要，还是与外汇管理局进行外汇资产经营权或明或暗的竞争压力，都迫使中投为了实现充分的投资收益，更倾向于将资产投向被普遍看好的地区和产业，这便形成了中投对上述三国较为硬性的投资需求。

本文认为，主权基金“去政治化”的难题，实质上是如何划定一个主权基金对被投资国投资实体的控制权边界的问题。控制权是直接或间接，单独或者与一个或多个他人达成安排或共识，对一个商业组织的管理或政策施加控制性影响的权力。<sup>[79]</sup> 英意德三国对主权基金现有的监管规则框架，从形式上分析，无外乎都是通过以下三个方面对主权基金的控制权加以剥离或限制：

第一，出于反垄断、限制控制力或其他目的（例如金融市场的审慎管理等），事前采取限制控制程度的措施。英国出于保护金融机构“审慎和稳健管理”目的而设定的 FSA 审查机制，上述三国以及欧盟基于反垄断目的设立的并购审查机制，德国针对主权基金设立的外资审查机制等，均构成对主权基金控制权剥离或限制的第一道防线。通过事先设定一定的控制比例（目标公司股权比例，市场份额比例等），在客观上对主权基金在东道国投资企业所能达到的控制程度或者施加更强的控制力进行了限制。

第二，基于特定的目的（如保护国防安全或公共秩序），要求进行信息披露。意大利针对国外不透明公司，要求与其具有关联或控制关系的本国公司披露双方关系的强制信息披露规则，目的是为了达到对主权基金获取控制权的进度和力度进行及时的监控。上述三国以及欧盟层面的证券法中关于信息披露的相关规则，也是在客观上达到相类似的效果。这可以称之为对于主权基金控制权获得或行使的事中控制。

第三，基于特定目的，对个别交易进行直接干预。最为典型的是英国 1987 年强制要求科威特投资局出卖已经获得的英国石油 10% 股权，以及德国总理默克尔对两起来自俄罗斯针对德国企业的并购所进行的干预措施。欧盟历史上出现过的“黄金股”制度，则是通过保留政府对于交易的否决权达到干预的效果。德国新出台的外资审查机制中关于违法责任承担的表决权暂停、失效和强制托管机制，将附着于金融工具上财产性权利和控制权人为地分割，则提供了通过政府干预剥离主权基金控制权的新途径。

不过，国家对控制权剥离或限制措施本身的合法性和适当性也值得检讨。首先，观察欧盟成员国对主权基金的相关疑虑，主要集中于两个方面，即主权基金缺乏透明性，以及其潜在的战略或政治意图，而后者尤其成为诸多国家施加政治影响和进行监管的核心借口，意图通过监管对主权基金“去政治化”。实际上有关主权基金可能对他国的经济安全构成威胁的说法是毫无根据的，迄今尚未有证据显示主权基金的投资行为引发了任何国家安全问题；此外，国际金融体系的透明度也不仅仅是主权基金的事，各种私募类型的基金都存在同样的问题。<sup>[80]</sup>

[79] 参见美国法律研究院：《公司治理原则：分析与建议》，楼建波等译，法律出版社 2006 年版，第 13 页。

[80] 参见钟伟、王天龙：“围绕主权财富基金的争议：是否需要一个国际监管框架？”，载《中国外汇》2009 年 1 月 19 日。



其次,某些国家如德国的监管措施“英雄偏问出处”,类似中投的“出身”问题成了政策不确定的最根本动因。这种不确定性一方面促使中投不得不借道私募基金间接进入德国市场,另一方面也对德国本身造成了不利的国际影响。<sup>[81]</sup>这在一定程度上也导致德国最后采用了名义上针对所有外来投资者的外资审查机制掩饰其背后的政治偏见。恰如楼继伟先生不无抱怨的那样,在要求资产管理公司增加透明度的同时,投资地的进入门槛和标准也应公开透明,不宜采取因人而异的操作方式。在国际社会充分尊重公司的完全所有权和自由经营权前提下,做到真正意义上的公平。<sup>[82]</sup>从这个角度上讲,主权基金监管本身在遵循非歧视性原则方面,也面临着“去政治化”的难题。

最后,被投资国政府针对主权基金采取的措施本身也有力度轻重之分。这当然与各国客观的产业结构(如产业的集中程度)、财富结构(如公司股权的分散程度)和监管结构(如各国对主权基金既有的监管能力)有关,也与各国政治家对于主权基金性质和作用的主观认识不同存在直接关联。笔者认为,对于主权基金的监管,应当摒弃“冷战”思维和“投资保护主义”做法,采用一种“疏胜于堵”的合作态度。

被投资国所要做的不应是单纯的设置障碍,因为实际上,除非完全将投资堵在门外,任何既有的监管框架都面临着被巧妙设计所规避的可能性。相反,应当积极地采取建设性的方案,例如像前述意大利的投资标的组合池那样,结合利用对国内公司监管上的先天优势,以国内公司作为信息披露义务人,服务并疏导主权基金的投资行为,这种做法值得肯定和借鉴。从监管的具体措施而言,应尽量保持措施的相称性和顺序上的递进性,在保证同样监管效果的前提下,优先考虑适用对于主权基金而言更为中和的信息披露规则,优先考虑适用既有的反垄断或其他审查规则,将表决权限制等在内的国家干预作为最后的解决手段,并施以明确的适用条件和程序进行控制。

对于作为投资方的中投而言,在被各国认可的、真正统一或相近的监管规则成为“硬法”之前,其投资行为某种程度上可以看做是一场“探底的冒险”(gamble to the bottom)。投资路径和策略越来越多地具有商业化的特征,观察、揣测来自不同监管者的监管立场,评估个中风险,并愈加倾向于采取技术而非原则性的手段,选择适当的法律形式和投资程序以规避不利的政策和法律限制。这对于普遍出身政经金融高层、本就曾是监管者的中投高管来说,无疑是思维上的重大换位。中投在投资者与被投资国监管者双方视角之间来回切换,研判政策,分析对策,客观上是在朝着双方都能接受的均衡边界靠近。单从信息披露观之,无论是像在美国那样主动地进行披露信息,还是如在意大利那样由交易对手方依照监管规则而“被披露”,为了获得稳定和长期可持续的投资回报,中投不得不主动或被动地按照自己曾经的承诺,在保持自身底线(如楼继伟所强调的有限披露立场)的前提下,一方面分散地“基于商业目进行财务投资”,另一方面朝着挪威主权基金的透明度靠近。从这个意义上说,中投本身或许也在进行着一场“去政治化”的自我救赎。

---

[81] See Constanze Stelzenmüller, Germany's Russia Question—A New Ostpolitik for Europe, Foreign Affairs (March/April, 2009).

[82] 参见李利明:“中投选定40亿美元私募股权基金合伙人”,载《经济观察报》2008年4月6日。