

面向可持续的公益 — 论慈善组织对外投资的合规路径

作者：陈汉 | 宋荟伊 | 瞿筠庭 | 杨浩然

近年来，我国的慈善组织蓬勃发展，善款规模持续攀升，掌握着庞大资金的慈善组织开展对外投资活动的需求也日益增长。如何通过投资活动使得慈善组织自身产生“造血”功能，从而更有效率地利用资金、更持续性地开展慈善事业，这一问题已引起慈善组织的广泛关注。相较于国外慈善组织参与对外投资实现保值增值的成熟实践，我国的慈善组织在这一方面仍有很大的提升空间。慈善组织参与对外投资的现实必要性、法律依据、有哪些可供选择的形式，以及与其他市场机构参与对外投资有何种区别、需要符合哪些实质和程序要求等，本文拟围绕以上问题展开讨论。

一、慈善组织对外投资的必要性及法律依据

慈善组织的收入来源主要有捐赠收入、政府补助收入、服务收入、投资收益等，支出主要包括公益事业支出、工资福利支付、行政办公支出等。由于我国社会各界尤其是超高净值群体及部分企业的热心和慷慨，近年来诸多慈善组织“沉淀”了巨额的资金。如果提高这些慈善组织的资产利用效率，实现既有资产的保值增值，既可以减少对存在不确定性的捐赠来源的依赖，也有利于慈善组织开展一些运作周期较长、需要持续投入的公益项目。

在域外的经验来看，运作历史久而长青的诺贝尔基金会、在投资界赫赫有名的耶鲁大学捐赠基金等，均是通过对外投资取得丰厚收益进而助推慈善公益事业更好发展的典型。以耶鲁大学捐赠基金为例，其成立于1718年，在三百多年的时间里持续为学校的设施、运营、学术、科研等提供资金支持。据公开信息，1999-2019年，耶鲁捐赠基金的平均年化收益率达到11.4%，以优秀的投资回报表现获得了“美国高等教育界最成功的基金会”称号。“耶鲁模式”成功的一大优势在于其可以有效利用捐赠基金“长期投资”、“低流动性投资”的特点，实行分散化配置的策略¹。可见，慈善组织参与对外投资不仅具有现实必要性，在条件具备的情况下其也可以成为“优质”投资人。

我国法律对于慈善组织对外投资也提供了相应的制度支持。早在2004年，国务院颁布的《基金会管理条例》第28条已确认了基金会可以对其财产进行保值、增值的原则：“基金会应当按照合法、安全、有效的原则实现基金的保值、增值”。2012年，《民政部关于规范基金会行为的若干规定（试行）》第二条第六

¹ 参见清科研究中心：《2020年中外大学捐赠基金研究报告》<https://report.pedata.cn/1588222251564063.html>。

项对基金会保值增值活动的规则进行了进一步细化²。2016年颁布实施的《中华人民共和国慈善法》，第54条专门规定了慈善组织为实现财产保值增值进行投资的基本原则和相关要求，并授权国务院民政部门制定具体办法³。2018年11月5日，民政部发布了《慈善组织保值增值投资活动管理暂行办法》⁴（以下简称“《投资活动暂行办法》”），自2019年1月1日起施行。《投资活动暂行办法》对慈善组织开展投资活动的范围、内部决策制度等方面提出了具体、明确的要求，为慈善组织的投资行为提供了较为清晰和明确的规范和指引。就此，我们曾对《投资活动暂行办法》的亮点进行了介绍，具体可参考《慈善组织保值增值投资活动管理暂行办法》⁵。此外，根据证监会关于私募基金及基金投资的相关规定⁶，下列投资者视为合格投资者：“社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金……中国证监会规定的其他投资者”。上述规定说明国家充分认可并鼓励慈善组织参与投资以实现保值增值。

二、慈善组织对外投资的主要形式

合理的资产配置和投资形式在很大程度上决定着投资收益。以发展较为成熟的北美大学捐赠基金的资产配置类型为例，其主要包括股票投资、固定收益、另类投资（包含PE/VC/对冲基金/房地产/实物资产等）、现金及现金等价物等其他资产类别。可以看出，另类投资是大学捐赠基金的重要资产配置类别，而其中大多数高校均在股权投资领域（PE/VC）进行较大规模的资产配置，这也成为北美区域股权投资迅速发展的驱动力之一⁶。那么，对于国内的慈善组织而言，在现行法律框架下，可以参与的投资活动有哪些？在实践中，主流的投资形式是什么？

（一）慈善组织对外投资的“正面”及“负面”清单

根据《投资活动暂行办法》第四条，慈善组织开展投资活动的主要形式包括：（一）直接购买银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构发行的资产管理产品；（二）通过发起设立、并购、参股等方式直接进行股权投资；（三）将财产委托给受金融监督管理部门监管的机构进行投资。

除此之外，《投资活动暂行办法》第7条规定了慈善组织不得进行的八类投资活动，包括：（一）直接买卖股票；（二）直接购买商品及金融衍生品类产品；（三）投资人身保险产品；（四）以投资名义向个人、企业提供借款；（五）不符合国家产业政策的投资；（六）可能使本组织承担无限责任的投资；（七）违背本组织宗旨、可能损害信誉的投资；（八）非法集资等国家法律法规禁止的其他活动。上述八类投资活动中，股票、商品（包括艺术品、不动产）及金融衍生品类产品属于高风险投资活动或者国家严监管领域（房地产市场），慈善组织可以委托专业投资管理机构进行该等领域的投资，以降低投资风险并且遵守国家产业政策；另外，禁止承担无限责任则意味着慈善组织不能担任合伙企业的普通合伙人。

² 《民政部关于规范基金会行为的若干规定（试行）》第二条第六项：基金会进行保值增值活动时，应当遵守以下规定：（1）基金会进行保值增值应当遵守合法、安全、有效的原则。符合基金会的宗旨，维护基金会的信誉，遵守与捐赠人和受助人的约定，保证公益支出的实现；（2）基金会可用于保值增值的资产限于非限定性资产、在保值增值期间暂不需要拨付的限定性资产；（3）基金会进行委托投资，应当委托银行或者其他金融机构进行。

³ 《中华人民共和国慈善法》第54条：慈善组织为实现财产保值、增值进行投资的，应当遵循合法、安全、有效的原则，投资取得的收益应当全部用于慈善目的。慈善组织的重大投资方案应当经决策机构组成人员三分之二以上同意。政府资助的财产和捐赠协议约定不得投资的财产，不得用于投资。慈善组织的负责人和工作人员不得在慈善组织投资的企业兼职或者领取报酬。前款规定事项的具体办法，由国务院民政部门制定。

⁴ <http://www.mca.gov.cn/article/gk/fg/shflhcssy/201811/20181100012651.shtml>。

⁵ 《私募投资基金监督管理暂行办法》第十三条、《证券期货投资者适当性管理办法》第八条。

⁶ 参见清科研究中心：《2020年中外大学捐赠基金研究报告》<https://report.pedata.cn/1588222251564063.html>。

（二）购买资产管理产品

慈善组织对外投资的标的应当与本组织风险识别能力和风险承担能力相匹配。对于多数的慈善组织而言，购买资产管理产品是常见的投资选择，对于一些规模较大具备专业投资团队和风控团队的慈善组织而言更是如此——自行购买资产管理产品既能满足自身的风控要求，又能实现较为稳定的投资收益。通过检索一些知名慈善基金会的年度工作报告可以关注到，慈善组织对于各种资产管理产品的投资较为普遍。

（三）直接股权投资

《投资活动暂行办法》规定慈善资金可以通过发起设立、并购、参股等方式直接进行股权投资，这不仅有利于慈善组织充分利用其超长投资期优势获取投资回报，同时也为实体行业提供了重要的长期资金来源。慈善组织可以通过所投资企业的建设、生产、运营向市场提供商品或服务，获取营业利润。企业税后利润所得返还给慈善组织，以继续投入公益事业。同时，需要注意的是，《投资活动暂行办法》对该等投资形式进行了明确要求：“慈善组织直接进行股权投资的，被投资方的经营范围应当与慈善组织的宗旨和业务范围相关”。举例而言，北京某大学的教育基金会的业务范围为：“筹集资金，接受捐赠，改善办学条件，奖励优秀师生、科研成果，资助教研项目、贫困学生，从事与教育相关的公益活动”，而其进行直接股权投资的公司经检索也都是与“教育”业务范围相关的，如北京 XX 教育科技有限公司、XX 教育科技（北京）有限公司、XX（北京）国际教育科技有限公司等。

现实中，我们关注到有不少的慈善组织设立以投资为主要目的平台公司，严格来说这并不直接“与慈善组织的宗旨和业务范围相关”。但是从设立的目的来看，其主要是为了慈善组织资产的增值保值，因此并不违反限制性的规定。

（四）作为有限合伙人（LP）

在国外，管理规模较大慈善组织尤其是大学捐赠基金对于私募股权投资（PE）和创业投资（VC）的参与度较高。在美国 PE/VC 市场出资 LP 中，大学捐赠基金位于投资最活跃 LP 类型的第三名，是最关键的长期机构投资者之一，而获得知名大学捐赠基金的出资对大多数股权投资机构而言也是一种“背书”⁷。在现阶段我国股权投资市场遭遇“去杠杆”、严监管而产生募资困难的前提下，慈善组织或可凭借着资金自有、可长期投资等优势成为股权投资机构的优质 LP。

我国慈善组织作为 LP 参与投资虽然起步较晚，但呈现出了良好的发展趋势，通过公开渠道查询的信息可以关注到目前国内高校教育基金会中规模较大的一些已经成为市场上较为活跃的 LP。这些高校教育基金会的投资也形成了一定的带头示范作用，在未来一段时间内有望引领国内慈善组织丰富投资布局策略，为国内股权投资市场注入“活水”。

根据我们观察到的市场实践，慈善组织作为 LP 的参与方式有以下几类：

1. 通过设立投资平台作为 LP vs 直接作为 LP

不少慈善组织会自行设立投资平台，再以投资平台作为 LP。如某大学教育基金会，其通过 100% 持股的 2 家有限责任公司（上海 XX 资产管理有限公司、XX 资产管理（深圳）有限公司）对外作为基金 LP 进行投资，投资对象包括深圳市 XX 五期股权投资合伙企业（有限合伙）、深圳市 XX 一期股权投资

⁷ 参见清科研究中心：《2020 年中外大学捐赠基金研究报告》<https://report.pedata.cn/1588222251564063.html>。

基金合伙企业（有限合伙）、广东 XX 股权投资合伙企业（有限合伙）等基金。

也有慈善组织直接作为 LP 的情形，例如“XX 公益基金会”，其对外的三项投资都是直接作为基金的 LP，这些基金的 GP 均为市场知名机构，具体包括：某知名资本旗下宁波 XX 股权投资合伙企业（有限合伙）、某知名资本旗下天津 XX 股权投资合伙企业（有限合伙）及宁波梅山保税港区 XX 股权投资合伙企业（有限合伙）。

2. 慈善组织作为单一 LP vs 基金会作为 LP 之一

慈善组织可以选择作为唯一的 LP 参与有限合伙的投资，也可以选择投资市场知名基金管理人发起设立的基金，作为该基金的众多 LP 之一。例如内蒙古 XX 慈善基金会是北京 XX 投资中心（有限合伙）的唯一 LP，实缴出资约 3,000 万元，GP 为北京 XX 投资管理咨询中心（有限合伙），该有限合伙对外直接投资了 9 个项目。此外，内蒙古 XX 慈善基金会也作为 LP 之一参与了某知名基金发起的北京 XX 创业投资中心（有限合伙），在其中的投资比例为 3.003%，认缴出资 1,000 万元，以及某知名基金发起的 XX 叁号投资合伙企业（有限合伙），在其中的投资比例为 1.7349%，认缴出资 5,100 万元。其中，上述知名基金均为进行了私募管理人登记的专业投资机构，相关产品也完成了私募基金备案。类似内蒙古 XX 慈善基金会这样，即作为有限合伙单一 LP、又参与专业机构发起的私募基金作为众多 LP 之一的情况，在规模较大的慈善组织对外投资活动中并不鲜见。

三、慈善组织对外投资的限制和要求

虽然慈善组织的对外投资具有良好的发展空间，也有充分的制度支撑，但在这个领域仍存在一些反面声音。2011 年《南方周末》曾发文披露河南某基金会旗下的公司大范围涉及房地产、借贷等投资领域，仅有少量资金用于真正从事公益。2020 年 2 月，北京市民政局接到举报，举报者称某爱心慈善基金会多年来对外投资累计超过 3 亿元，却从未依法向社会公众公布相关信息。另外，基金会违法违规从事融资贷款的行为也屡见不鲜，在 2020 年东安县教育基金会与陈诚民间借贷纠纷中，法院依据《慈善法》及《关于规范基金会行为的若干规定（试行）》判定东安县教育基金会借款用于个人违反了法律、行政法规的强制性规定，双方之间的借款合同无效⁸。

从本质上来说，进行对外投资的慈善组织仍有别于其他市场参与者的公益主体，其参与的投资活动应秉持公益的宗旨，遵循合法、安全、有效的原则，关注法律法规对其作出的相应限制及要求，重点包括：

（一）前提条件

慈善组织对外投资需以确保年度慈善活动支出符合法定要求和捐赠财产及时足额拨付为前提，投资取得的收益应当全部用于慈善目的⁹。其中，年度慈善活动的支出要求包括：《基金会管理条例》规定，公募基金会每年用于从事章程规定的公益事业支出，不得低于上一年总收入的 70%；非公募基金会每年用于从事章程规定的公益事业支出，不得低于上一年基金余额的 8%。《关于慈善组织开展慈善活动年度支出和管理费用的规定》对慈善组织中不具有公开募捐资格的基金会的活动支出作出了进一步的细化要求¹⁰。

⁸ <https://wenshu.court.gov.cn/website/wenshu/181107ANFZ0BXSK4/index.html?docId=7ebceca10ed44ff9a43ac400185de89>。

⁹ 《投资活动暂行办法》第三条。

¹⁰ 《关于慈善组织开展慈善活动年度支出和管理费用的规定》第八条规定：慈善组织中不具有公开募捐资格的基金会，上年末净资产高于人民币 6,000 万元的，年度慈善活动支出不得低于上年末净资产的百分之六；上年末净资产低于 6,000 万元高于 800 万元的，年度慈善活动支出不得低于上年末净资产的百分之六；上年末净资产低于 800 万元高于 400 万元的，年

慈善组织达到上述支出要求后，对外投资活动可使用的资金还需要满足《投资活动暂行办法》中的如下限制：

| | | |
|-----------------------|-------------------|----------|
| 非限定性资产 ¹¹ | | 可用于投资活动 |
| 限定性资产 | 在投资期间暂不需要拨付的限定性资产 | |
| | 在投资期间需要拨付的限定性资产 | 不可用于投资活动 |
| 政府资助的财产和捐赠协议约定不得投资的财产 | | |

需要注意的是，如果捐赠人和慈善组织在捐赠协议中明确约定了捐赠资金的保值增值的方式，包括捐赠资金是否可用于投资，或约定了特定用途，或直接对投资活动范围、类型进行了约定，将对慈善组织使用该等捐赠资金构成直接的约束。

（二）内控制度及披露要求

《投资活动暂行办法》对投资活动的决策程序、财务核算及内控制度都提出了更为严格的要求，包括：财务和资产管理制度¹²、重大投资方案应当经决策机构组成人员三分之二以上同意；慈善组织应当及时回收到期的本金和收益，依法依规及时进行会计核算；为投资活动建立专项档案，完整保存投资的决策、执行、管理等资料，专项档案的保存时间不少于 20 年等。

此外，《投资活动暂行办法》和《慈善组织信息公开办法》要求慈善组织的财务和资产管理制度、重大投资情况应当依法依规向社会公开，接受社会监督¹³，以期通过社会民众的监督对慈善组织的投资活动达到督导震慑的作用。

（三）关联交易限制

除内部风控制度以外，为防止决策者因个人利益对慈善组织的投资决策可能作出的不利影响，《投资活动暂行办法》要求，（1）当慈善组织的发起人、主要捐赠人、负责人、理事、理事来源单位以及其他与慈善组织之间存在控制、共同控制或者重大影响关系的个人或者组织，与慈善组织的投资行为存在利益关联时，不得利用关联关系损害慈善组织利益；（2）慈善组织的负责人和工作人员不得在慈善组织投资的企业兼职或者领取报酬，但受慈善组织委托可以作为股东代表、董事或者监事参与被投资企业的股东会、董事会。

度慈善活动支出不得低于上年末净资产的百分之七；上年末净资产低于 400 万元的，年度慈善活动支出不得低于上年末净资产的百分之八。

¹¹ 根据《民间非营利组织会计制度》，如果资产或者资产所产生的经济利益（如资产的投资收益和利息等）的使用收到资产提供者或者国家有关法律、行政法规所设置的时间限制或（和）用途限制，则由此形成的净资产即为限定性净资产，国家有关法律、行政法规对净资产的使用直接设置限制的，该受限制的净资产亦为限定性净资产；除此之外的其他净资产，即为非限定性净资产。

¹² 根据《投资活动暂行办法》，财务和资产管理制度应包括：（一）投资遵循的基本原则；（二）投资决策程序和管理流程；（三）决策机构、执行机构、监督机构在投资活动中的相关职责；（四）投资负面清单；（五）重大投资的标准；（六）投资风险控制制度；（七）投资活动中止、终止或者退出机制；（八）违规投资责任追究制度。

¹³ 按照《慈善组织信息公开办法》第十二条，慈善组织发生重大投资后 30 日内，应当在统一信息平台（慈善中国网站）向社会公开具体内容和金额。重大投资的具体标准由慈善组织依据有关法律法规模章在本组织章程或者财务资产管理制度中规定。

（四）止损及担责

投资活动天然与风险相伴，为防止投资活动造成慈善组织的资产流失，造成适得其反的效果，《投资活动暂行办法》要求慈善组织应当根据投资活动的风险水平以及所能承受的损失程度，合理建立止损机制，并可以建立风险准备金制度。例如《上海宋庆龄基金会保值增值投资活动管理办法（试行）》¹⁴要求单项投资行为发生亏损达到投入额 5%-20%的（50 万以下的 20%，50 万-200 万的 10%，200 万以上的 5%），秘书长办公会议应当及时以收回、变现等方式进行止损。投资项目亏损达到本金 5%-20%的，投资活动终止。基金会从上一年总收入中提取不超过 5%的资金作为基金会的风险准备金。如果慈善组织的资产流失系因投资活动的违法违规行为造成的，《投资活动暂行办法》第十四条明确相关人员在未严格履行忠实勤勉谨慎义务的前提下，应当承担相应责任。

四、小结

慈善组织参与对外投资，不仅可以“盘活”自身资金，也可以为市场注入源头活水，实现慈善组织与投资市场之间双向互动的良性循环，从这个角度来说，慈善组织应该更积极地参与到对外投资中。

基于慈善组织“善款”之性质，现行立法也对其可参与的投资范围、前提条件和投资程序等等设置了相应的合规要求，要求慈善组织合理控制对外投资的风险。需要明确的是，慈善组织在对外投资活动中，依然遵循“市场规则”，一是慈善组织的对外投资决策者不会被要求对或有的投资失败无条件地承担责任；二是对于被投主体而言，慈善组织也是一个市场化的投资主体，与其他投资者（如其他 LP 或者其他股东）并无太大区别。但是，慈善组织的资产属于善款，无论是慈善组织本身，还是受托管理的专业投资机构，确实存在着更多道义上的责任。

根据我们的市场观察，已有慈善组织作为基金 LP 参与专业投资，也有慈善组织投资成为上市公司股东，但整体而言，慈善组织的对外投资还处于初级阶段。从内驱性来看，积累了诸多资产的慈善组织参与对外投资是必然选择，而在对外投资中，一级市场股权基金投资又是满足其可持续发展的重要途径之一。

慈善组织的对外投资的可选方式多样，每个组织的自身需求不同，因此没有统一成型的模式可以直接“复制”适用。就此，慈善组织可以借助专业力量，做好内部的合规与管理流程，同时在外部的选择好优秀的投资管理人/投资标的，由此实现慈善组织资产增值保值的最终目标。

¹⁴ <https://www.ssclf.org/node/17614>。

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：

陈汉

电话： +86 10 8525 4683

Email: han.chen@hankunlaw.com