

# 研究报告

## RESEARCH REPORT

我国私募基金规范发展若干问题研究

课题研究员 王霞



深圳证券交易所综合研究所

2007年3月30日深证综研字第0150号

## 内 容 摘 要

本报告通过剖析中国私募基金市场现状,立足我国资本市场全局,分析发展私募基金的利弊得失,提出引导私募基金发展的思路和建议。主要观点和结论如下:

1. 我国私募基金发展的现状:(1)自我国资本市场设立起,民间证券投资管理人和出资人之间的委托理财关系就客观存在。随着中国证券市场的发展,投资管理人队伍日渐壮大,投资理念更加成熟,民间财富迅速增加,民间私募基金呈发展壮大的态势;(2)“券商集合资产管理计划”和“信托公司集合资金信托计划”属于已具有明确法律地位的私募基金,但由券商和信托公司特许经营。民间私募基金则多以传统的君子协议型理财计划形式存在。近两年民间投资管理机构开始借道信托,发行“集合资金信托计划”。

2. 我国私募基金发展的问题:(1)民间私募基金没有明确的法律地位,监管和法律规范缺失;(2)民间委托理财和投资管理行为的法律性质不明确,出资人和管理人权益都缺乏有效的法律保障;(3)“信托公司集合资金信托计划”和“券商集合资产管理计划”呈现出明显的“共同基金化”趋势。

3. 发展私募基金的机遇:(1)民间私募基金开始主动寻求在法律体制内的发展,其阳光化诉求越来越强烈;(2)即将于2007年6月1日实施的新合伙法,首次确立了“有限合伙”这一组织形式在我国的合法地位,为民间私募基金提供了新的发展机遇。

4. 借鉴海外市场经验,引导私募基金规范发展具有积极意义:(1)从资本市场整体发展的角度看,发展私募基金,有利于构建我国资本市场良性竞争的市场环境,优化我国证券市场的投资者结构,提高市场流动性,降低市场非理性波动;(2)从私募基金市场投资者和潜在投资者的角度看,发展私募基金,可以进一步丰富我国理财产品,建立完善的理财服务体系,满足投资者的多样化投资需求;(3)私募基金的发展对我国金融衍生品市场的发展具有举足轻重的作用;(4)私募基金的规范发展有利于提高私募基金的透明度,降低风险,市场监管效率;(5)发展私募基金对我国资本市场其他参与主体也具有积极促进作用。

5. 引导私募基金规范发展，因私募基金规模扩大，可能导致其原本存在的市场操纵风险、内幕交易和过度投机风险增加；同时，私募基金的投资风险也存在社会影响扩大化的可能。

6. 法律地位和法律规范缺失，是阻碍我国民间私募基金规范发展的核心问题。明确私募基金的法律地位，给予私募基金公平的法律待遇，是私募基金参与公平竞争的基本前提。明确私募基金法律地位应以我国现有法律框架为基础，没有必要为私募基金专门立法。同时，明确私募基金法律地位也并不意味着现有私募基金违法。

7. 有限合伙是未来我国私募基金发展比较理想的法律形式。这种形式，可以较好地解决公司型和信托型私募基金面临的主要问题。发展有限合伙型私募基金，必须出台相关政策或规范，确立有限合伙型私募基金开立证券账户的法律权利。

8. 明确私募基金的监管思路：(1) 借鉴国际经验，将监管重点放在私募基金投资人资格和销售渠道管理，从而降低其投资风险的社会影响。(2) 政府监管机构不应干涉私募基金的产品设立和具体运作，以避免出现私募基金投资与共同基金同质化的问题。(3) 建立私募基金管理人的资格管理制度，解决困扰民间私募基金发展的委托理财关系和投资管理关系的合法性模糊问题。

9. 建立私募基金的监管和服务制度体系：(1) 建立合格投资人制度；(2) 控制私募基金的投资者数量；(3) 严格控制私募基金的发售渠道；(4) 建立私募基金管理人资格管理制度；(5) 建立私募基金的备案制度；(6) 加强对证券交易违法行为的监管和处罚；(7) 建立私募基金阳光化发展的配套服务和制度体系。

**关键词：**私募基金 法律地位 有限合伙 合格投资人制度

## 目 录

一、我国私募基金发展现状和问题.....	1
(一) 我国私募基金的发展历程及特点.....	1
(二) 我国私募基金的主要形式.....	3
(三) 我国私募基金发展的问题.....	5
二、私募基金规范发展的机遇、意义和风险.....	7
(一) 私募基金规范发展的现实机遇.....	7
(二) 私募基金规范发展的积极意义.....	9
(三) 规范发展私募基金应关注的风险.....	11
三、引导私募基金规范发展的思路和建议.....	13
(一) 明确私募基金法律地位.....	13
(二) 确定私募基金监管思路.....	14
(三) 制定私募基金监管措施.....	15
附件一：私募基金及其全球发展.....	18
附件二：私募基金与共同基金的优势和生存之道.....	24
附件三：海外私募基金监管的法律框架、监管思路和监管重点.....	26
附件四：海外私募基金的主要组织形式.....	29
附件五：海外对私募基金投资人资格和数量的具体规定.....	33
参考文献.....	37

私募基金，是指通过非公开募集方式募集，投资者收益共享、风险共担的集合资金管理方式。根据投资范围不同，私募基金可以分为进行直接投资的私募基金和进行证券投资的私募基金。直接投资的私募基金，主要投资于非上市流通的公司股权或项目，而进行证券投资的私募基金则主要投资于可在证券交易所流通的上市公司股权及其衍生品或其他有价证券。本文仅讨论后一类私募基金的市场发展问题。除特别说明外，下文提到的私募基金，均指私募证券投资投资基金。

## 一、我国私募基金发展现状和问题

20 世纪 90 年代以来，全球私募基金蓬勃发展。1988 年全球私募基金管理资产规模不足 420 亿美元，到 2006 年底已接近 2 万亿美元。在 18 年的时间里，基金规模增加约 40 倍。我国的私募基金，自资本市场设立以来就在民间以委托理财协议的形式悄然发展。随着中国证券市场的发展，投资管理人队伍日渐壮大，投资理念更加成熟，民间财富迅速增加，对民间私募基金的需求不断扩大。但是，目前我国始终没有明确私募基金的法律地位，没有制定相应的监管制度，从而阻碍了私募基金的有序发展。

### （一）我国私募基金的发展历程及特点

二十世纪九十年代上半期，中国证券市场逐渐形成和发展，私募基金开始萌芽，这一阶段主要以证券公司与大客户之间一种不规范的信托关系形式存在；随着中国证券市场的发展，上市公司数量增加，到九十年代中后期，一些上市公司将闲置资金委托承销商进行投资，众多咨询顾问公司成私募基金操盘手；在 2001 年后中国股票市场急速调整并持续 4 年多的熊市中，私募基金原有的操作手法和投资理念受到市场的挑战，大批私募基金倒下。这一阶段，私募基金行业经历了痛苦的调整和转型。受市场调整和证券投资基金发展的影响，券商委托理财等业务受到整顿，合法私募基金开始出现，同时按传统方式运作的私募基金仍在悄然发展。

可以看到，自我国资本市场设立以来，尽管法律性质模糊，民间证券投资管

理人和出资人之间的委托理财关系始终客观存在。近年来，我国民间财富迅速增加，证券市场不断发展，这种民间的私募基金整体呈发展壮大的态势。尽管近期出现了一些具有明确法律形式的私募基金，但由于这些基金需由相关主管部门审批，指定机构特许经营，其运作方式与公募基金接近，远远不能满足民间理财的需求。

目前，在市场优胜劣汰中幸存下来的私募基金，在投资理念和操作策略等方面都发生了很大变化，操作手法由做庄、跟庄逐渐向资金推动和价值发现相结合转变<sup>1</sup>。随着我国证券市场的复苏，私募基金行业的幸存者开始变得活跃，逐渐受到市场的关注。同时，一大批业界精英悄然加入了私募基金行业。与二十世纪九十年代末相比，当前我国民间私募基金的各参与主体都表现出不同的特点：

**1. 民间私募基金经理构成更加精英化、多样化。**早期私募基金经理大多有一定的券商自营、或营业部管理背景。2001年后，部分私募基金经理因为没有及时调整投资思路和理念惨遭淘汰，另一部分幸存者积极顺应市场变化，调整自己的投资方式。因此，在2005年市场行情火爆之前，当时的私募经理大部分是这一类幸存者。以共同基金为代表的机构投资者的发展，造就了一大批具有丰富投资经验和深厚理论功底的投资经理，为私募基金经理发展建立了充足的人才储备。随着最近一年市场的不断升温，在私募基金巨额收益预期的诱惑下，不少证券行业的精英投身私募基金行业。

**2. 民间私募基金投资理念更加成熟。**私募基金发展初期，我国证券市场发展很不成熟。市场上庄家盛行，私募基金经理惯常使用的手法是坐庄、跟庄和趋势投资，私募基金成为市场上恶庄的代名词。近年来，随着我国证券市场的发展、市场监管的不断加强、市场投资者结构的转变，市场投资理念发生重大变化。私募基金的投资理念也呈现出百花齐放的状况，趋势投资与价值投资、分散投资与集中持股、关注重组与关注成长性，基金经理各持己见。

**3. 民间私募基金的投资人中个人投资者比重显著提高。**上世纪90年代，中国经济发展处于转型期，最早的私募基金通常是通过各种手段，从国有企业等机构套取资金。随着我国国民财富的迅速积累，拥有一定资金实力的个人迅速增加，

<sup>1</sup> 摘自新浪财经频道“关注私募基金”股市特刊。

“财富人士”开始选择单户理财或集合理财等方式管理个人资产，私募基金中个人投资者的比重迅速提高。

## （二）我国私募基金的主要形式

目前我国现有私募基金主要包括券商集合资产管理计划、信托投资管理公司发行的信托投资计划、管理自有资金的投资公司，以及没有明确法律身份的一些民间私募基金。其中，券商集合资产管理计划和信托公司集合资金信托计划都采用私下募集方式，并且具有明确的法律地位和相应的监管机构。

### 1. 券商集合资产管理计划

券商集合资产管理计划必须根据证监会相关条例设立，由证监会负责基金设立和日常监管。这类私募基金由证券公司专营，其他投资管理人没有机会参与。随着证券市场的复苏和逐日升温，券商集合资产管理计划发行速度加快、销售火爆。但是，目前这种集合理财计划已逐渐演变为由券商负责管理（非基金管理公司管理）的共同基金：不收取业绩表现费只收取管理费的现象越来越普遍，非公开募集的方式越来越公开化，风险控制和监管越来越严格，所体现的私募基金特点越来越少，而具有的共同基金特点越来越多。

### 2. 信托公司集合资金信托计划

信托投资计划必须依据银监会《信托公司集合资金信托计划管理办法》设立，由银监会负责基金设立和日常监管。这类私募基金由信托公司专营，但不同于券商资产管理计划的是，信托公司不负责其投资管理，而是聘请其他投资管理人负责。其中，以深圳国际信托投资公司（以下简称深国投）发行的赤子之心系列为代表的集合资金信托产品，其运作方式与海外私募基金比较类似，因此可以称为信托型私募基金<sup>2</sup>。这类信托计划，不划分优先等级，由信托公司指定机构或个人负责投资管理，投资管理人收取固定管理费和一定比例的业绩表现费，费率结构和费率水平与海外私募基金接轨，主要差异在于目前的投资限制仍较多，与共同基金相似。

<sup>2</sup>目前，我国还存在另一类以上海国际信托投资公司发行的蓝宝石系列为代表的结构性信托投资计划。这类信托计划将信托投资人分为不同的优先等级，普通投资者基本可以保证固定的预期收益，信托资产的投资收益和亏损都由投资管理人承担，信托公司仅仅收取信托费。这类信托，不具有“收益共享、风险共担”的特点，因此它是一种结构性融资产品，而不属于私募基金范畴。

集合资金信托计划，是目前我国民间私募基金在现有法律体制内生存的主要选择。由于民间投资管理人作为信托投资顾问的合法性不明确，各地银监会对此业务的合法性持不同态度，目前国内大部分信托公司不愿承担此业务的法律风险，仅有深圳的两家信托公司经营此类业务。

### **3. 管理自有资金的投资公司**

一些大企业，有时以单个企业出资或联合几家企业共同出资，成立投资公司管理企业自有资金。这类投资公司用于证券投资的是自有资产，目前合法。几个企业联合出资成立的这类投资公司，实际上是以公司的形式通过证券投资进行集合理财，因此也属于合法的私募基金。采用这种方式，在获得合法形式的同时，必须面对较高的税收和管理成本，而且在投资者发生变更时手续也比较繁杂。因此这种形式的私募基金不多。而且采用这种形式的私募基金在具体运作中为了规避高额的企业所得税，通常采用各种方式将资金转移到借用个人名义开立的证券账户进行操作。

### **4. 民间君子协议型私募基金**

传统的民间私募基金常常以工作室、投资咨询公司、投资顾问公司和投资管理公司等名义，以委托理财方式为投资者提供投资服务。这类私募基金的资金通常以委托人的名义开户：如果委托人资金规模较大，通常单独开立账户；如果单个委托人资金规模不是太大，则以几个委托人商议好的一个名义开立，同时与开立资金账户的营业部约定需经几个委托人或指定投资者代表一致同意才允许从该账户中转出资金。由于这类私募基金的运作完全靠民间的个人信誉维系，属于纯民间行为，在此将之称为君子协议型私募基金。

采用这种操作方式时，委托双方商定投资收益分成比例后，委托人将账户名称、开户地址、帐号和交易密码等信息告知投资管理人，投资管理人负责日常交易，但由于没有资金密码，不能转移账户上的资金。委托人只能进行交易监督，但不能直接进行证券交易。近年来，这种操作方式也在不断改进中。如委托双方开始事先就投资理念等问题进行沟通，有的会在协议中明确限定资金投资方向，如不得买入权证、不得买入 ST、不得买入近期涨幅过大的股票等，有些合作中甚至注明双方在投资合作过程中进行信息交流和沟通的方式和频率。

按照这种方式，资金集合管理会增加投资者的资金风险，在操作中有一定困

难，因此大部分私募基金实际上是单户理财。从理论上说，单户理财不属于集合理财方式，不是私募基金。但由于采用这种方式，无论单户理财还是集合理财，其运作方式相似，单户理财随时可能变为集合理财。而且，很多表面上的单户实际上是由多个投资者共同出资的，难以区分。另外，目前这种操作方式被市场普遍认定为私募基金，因此仍将其纳入私募基金讨论。

### **（三）我国私募基金发展的问题**

券商集合资产管理所体现的私募基金特点越来越少，而具有的共同基金特点越来越多。公司型私募基金面临重复征税等问题，如果公司法和税法没有大的变革，这些问题短期内难以解决。因此，目前我国私募基金市场中比较活跃的，也是最受市场关注的实际上是“传统的君子协议型私募基金”和近两年刚刚出现的“信托公司集合资金信托计划”。这两种形式的私募基金在发展中遇到了不同的问题，而这些问题的出现又有一些共同的原因。

#### **1. 君子协议型私募基金目前发展中遭遇的主要问题**

（1）投资人与管理人理财协议的合法性模糊，双方都面临相应的法律问题：一方面，投资管理人面临拖欠或抵赖业绩报酬的风险。如果委托人到期不按照协议向投资管理人支付投资咨询费或投资收益分成，投资管理人可以采取的措施非常有限。在现实走访中发现，一些私募基金管理人曾在遭遇这种情况时提起法律诉讼，但由于我国对这种理财方式和理财协议的合法性没有明确规定，最后不了了之。另一方面，投资人面临较高的道德风险。如果投资管理人从事为他人锁仓、拉抬，以及其他不正当投资行为造成损失，委托人也很难追索其投资损失。

（2）集合账户管理操作难度大，法律风险大。由于没有合适的法律形式，投资者的资金安全缺乏保障成为制约这种投资方式发展的关键。如果要求所有投资人签字才能进行资金转移，一旦投资者人数超过 5 个，在现实操作中难度较大，可能遇到很多问题。推选投资人代表，因对投资者群体的相互关系和了解有较高的要求，一般不容易做到，难以商业化操作。而且，投资者的资金安全还存在法律风险。证券法规定，投资者必须以本人名义开立证券账户，以他人名义开户的行为不受法律保护。

(3) 单账户管理方式发展空间受限，同时面临公平交易风险。由于每个协议针对的投资者通常只有一个，投资管理人与不同的投资者需要签订不同的委托理财协议，开立不同资金和股票账户，这些账户甚至开立在不同营业部。投资管理人的时间和精力是有限的，按照这种方式其管理的账户有限，管理的资产规模也受到限制。另一方面，一个投资管理人同时管理多个账户，很难保证交易过程中各个账户的公平性。

## 2. 信托公司集合资金管理计划遭遇的主要问题

(1) 僧多粥少，发展失衡。借道信托，是当前我国民间私募基金在法律体制内生存的唯一途径，国内却只有两家信托公司经营该业务。结果导致私募基金管理人丧失议价权，信托借机不断抬高管理费和业绩表现费的分成比例。

(2) 费用明显偏高。这类私募基金的各项收费标准，可谓集普通信托产品和开放式基金之大成，其收费项目包括固定管理费、业绩表现费、申购费、赎回费、托管费，并且每一个项目的收费标准，也基本“就高不就低”。造成这类私募基金收费偏高的主要原因是该产品涉及的环节太多，收费的主体太多。

(3) 效率低下，投资业绩不突出。这类私募基金的所有投资指令必须由信托公司下达，投资效率大大降低。信托设立前以及信托运行过程中，信托公司对基金投资限制过多，灵活性丧失。尽管这类基金发展的历史不长，但从现有基金的投资表现看，没有跑赢深沪指数和基金平均水平。

(4) 投资风格与共同基金同质化。由于我国对于信托责任和信托风险的界定存在很多误区，信托公司的法律责任不够清晰。信托公司为了降低自身的品牌风险，对信托型私募基金的投资风险控制非常严格，有的信托型私募基金的投资限制甚至比共同基金更加严格。信托型私募基金的投资风格与共同基金同质化。

(5) 销售方式与共同基金同质化。由于对信托的募集方式没有明确的限定，目前我国信托型私募基金已经开始采用商业银行代销的方式，基金销售的手机短信四处传播，有的私募基金管理人的频频公开亮相。这些信托计划销售的公开化，可能导致私募基金投资风险的社会化。

(6) 申购赎回机制与共同基金同质化。目前我国几乎所有信托型私募基金都每月开放一次（而国外私募基金通常半年以上才开放一次）。私募基金开放频率的提高，导致投资私募基金与共同基金的理财需求一致化。当市场大幅波动时，难

免出现市场资金面的巨额流动，私募基金与共同基金可能同时面临大量的申购和赎回，从而加大市场波动幅度。

### **3. 民间私募基金发展面临问题的根源**

尽管上述两种形式的私募基金在发展中遇到了不同问题，但这些问题产生的一个重要根源是民间私募基金没有明确的法律地位，监管和法律规范缺失。正是由于没有明确的法律地位，才导致民间委托理财的出资人和管理人权益都缺乏有效的法律保障；正是由于没有明确的法律地位，才导致民间私募基金借道信托时，大部分信托公司畏手畏脚，不敢积极开展此业务，导致市场失衡，费用偏高；正是由于私募基金的监管和法律规范缺失，而具有明确法律地位共同基金又受到相关监管机构的大力扶持，因此信托型私募基金在运作的各个环节都参照共同基金，导致这类私募基金出现明显的共同基金化趋势。

## **二、私募基金规范发展的机遇、意义和风险**

目前，随着我国证券市场的发展，投资者结构不断调整，机构投资者所占比重不断增加。随着证券投资基金等机构投资者的不断发展，我国证券市场又面临新的问题。机构投资者出现同质化趋势，市场流动性开始受到挑战。另一方面，民间私募基金开始寻求在法律体制内发展，阳光化诉求越来越强烈，最新修订的合伙企业法为私募基金提供了新的法律平台。在这样的背景下，有必要认真分析引导私募基金规范发展的利弊得失。

### **（一）私募基金规范发展的现实机遇**

目前，无论私募基金市场层面还是法律架构层面都为私募基金的规范发展提供了难得的机遇，同时私募基金规范发展的外部压力不断增加。主要体现在以下几方面：

#### **1. 私募基金的市场需求旺盛**

随着我国经济持续的高速发展，国民收入大幅提高，民间财富迅速积累。目前我国民间富豪的迅速增加已引起世界私人银行业的普遍关注。私募基金投资自

由度高，资金调度灵活，其独有的运作方式，符合部分比较经济实力雄厚、具有一定风险承受能力的特定投资者偏好。私募基金在我国的长期存在及其在全球的迅速发展，是私募基金行业发展优势和广泛市场需求的最有利证据。随着我国经济的持续发展和国民财富迅速增加，其市场需求将进一步增加。

## 2. 民间私募基金阳光化发展诉求越来越强烈

中国私募基金发展的过程中，其运作方式不断变化。随着深国投赤子之心信托计划的顺利推出，越来越多的私募基金选择了这一相对正规、有一定法律保障的方式。截至 2007 年 2 月 28 日，我国信托型私募基金已有 20 个，其中 17 个是 2006 年以后成立的，11 个成立于 2007 年 1 月和 2 月两个月间。

私募基金管理人素质不断提高，投资理念不断进步，长期发展成为许多私募基金管理人追求的方向。借道信托，为民间私募基金提供了一个阳光化发展的机会。尽管采用这种方式，私募基金的管理人必须面对前述的种种问题，仍然受到民间私募基金的热捧。这充分体现了民间私募管理人希望阳光化发展的强烈愿望。

尽管信托型私募基金存在前述的各种问题，近期仍受到市场的追捧。与传统私募基金相比，其核心优势是解决了投资人的资金安全问题。这不仅有效地保护了投资人和投资管理人的合法权益，而且有利于投资管理人事业的长期发展。

## 3. 新合伙法为有限合伙型私募基金提供了难得的发展机遇

有限合伙是海外非离岸市场私募基金最普遍的法律形式（见附件四）。即将于 2007 年 6 月 1 日付诸实施的新修订《中华人民共和国合伙企业法》（以下简称新合伙法），首次确立了“有限合伙”这一企业组织形式在我国的合法地位，为我国发展有限合伙型私募基金带来了新的契机。

有限合伙是由一种由有限合伙人和普通合伙人两类不同性质的合伙人组成的合伙企业。其中普通合伙人承担无限责任，有限合伙人则在自己出资范围内承担有限责任。合伙制企业的税收通常采用“透过实体缴税”原则，即合伙企业不作为经济实体纳税，其净收益直接发放给投资者，由投资者作为收入自行缴税。

我国新合伙法对有限合伙企业合伙人结构和不同类型合伙人法律责任划分的规定非常适合私募基金的发展。投资者作为有限合伙人只在自己投资金额的限度内承担投资风险。基金经理作为普通合伙人承担无限责任，授权管理合伙资产。而且，新合伙法明文规定，合伙企业的生产经营所得和其他所得，由合伙人分别

缴纳所得税，避免了双重征税，使我国私募基金的个人投资者可以合法享受股票投资收益的免税优惠，符合私募基金投资者利益。

发展有限合伙型私募基金即将面临的主要问题是开户问题。我国《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，必须持有证明中国公民身份或者中国法人资格的合法证件。国家另有规定的除外。”即只有中华人民共和国公民和法人才允许开立证券账户。而新修订的合伙企业法中没有明确合伙企业的法人地位，因此按照目前的法律，除非国家另有规定，否则以有限合伙企业形式设立的私募基金无法开立证券账户。

#### **4. 规范发展民间私募证券投资基金，是民间私募股权基金发展和股票市场融资功能有效发挥的必然要求**

私募股权基金对证券市场和国民经济发展的重要支持作用。近年来，民间私募股权基金非常活跃，大量私募股权基金投资的公司已经或即将在深沪交易所上市。2007 年 6 月一日新修订的合伙企业法正式实施后，有限合伙必将成为民间私募股权基金的最佳组织形式。在有限合伙型私募股权基金投资项目的上市进程中，私募股权基金势必与私募证券投资互相融合。按照现有规定，这些有限合伙型私募股权投资基金投资的公司未来上市后，其股权性质无从界定。在这样的背景下，为了保证股票市场融资功能的有效发挥，必须首先确立有限合伙型私募基金开立股票帐户的资格，解决私募股权基金的后顾之忧。

## **（二）私募基金规范发展的积极意义**

无论从我国资本市场长期健康发展的角度，还是从满足我国居民理财需求的角度看，私募基金都具有其他产品不可替代的特点。规范发展私募基金，一方面有利于私募基金行业的发展壮大，另一方面可以提高私募基金的透明度，提高监管的有效性。

### **1. 有利于构建我国资本市场良性竞争的市场环境，降低市场非理性波动**

2007 年以来，深沪指数波动幅度明显加大，尤其是 2 月 27 日深沪市场大部分股票跌停，市场流动性遭遇挑战。我国证券市场的这些变化，与共同基金比例过大、羊群效应显著、市场主体比较单一有直接关系。

股权分置改革后，中国证券市场结束了长达 4 年多的熊市，市场信心恢复，深沪指数大幅上扬。尤其是 2006 年下半年以来，基金的财富效应和基金公司大规模的持续销售，引发了共同基金迅速膨胀，成为市场的绝对主力。另一方面，由于制度等方面的原因，私募基金的发展长期受到制约，市场竞争环境开始失衡。

竞争是推动市场发展的重要源动力。发展私募基金，有利于维护我国资本市场良性竞争的市场环境，对资本市场现有参与主体也具有一定的制衡和促进作用。

## **2. 可以提高市场流动性，优化我国证券市场的投资者结构**

私募基金交易方式灵活，价格发现也可能更敏锐。私募基金的良性发展，有利于我国证券市场主体的多样化发展，建立我国证券市场的流动性机制，提高市场流动性。

发展私募基金，有利于发展多样化的投资者队伍，优化我国资本市场的投资者结构，改变我国共同基金市场比重过大，机构投资者“同质化”等问题，建立相互竞争、相互补充的良性竞争生态平衡。

## **3. 有利于进一步丰富我国理财产品，建立完善的理财服务体系，满足投资者的多样化投资需求，构建和谐社会**

与共同基金相比，私募基金具有投资自由度大，激励机制有效性强的优势，同时自由的投资范围和灵活的投资方式可能面临更大的投资风险。随着我国经济的发展，民间财富不断增长，一些资金实力雄厚的投资者具有更强的自我保护能力和更高的风险成熟能力，私募基金正是符合这一类投资者需求的投资产品。

发展私募基金，有助于改善我国目前理财工具相对单调的问题，满足不同类型投资者的投资需求。同时，有助于引导居民储蓄分流，缓解我国居民储蓄持续高速增长的问题。

## **4. 对我国金融衍生品市场的发展具有举足轻重的作用**

由于高杠杆的作用，衍生品市场的波动幅度远远高于现货市场。多样化的投资者结构和良好的市场竞争环境，是衍生品市场高效和稳定发展的必要前提。衍生品市场流动性由不同类型的投资者提供，如套利者、高杠杆投机者。从全球金融衍生品市场的发展看，这些持有不同操作理念的投资者中很大一部分都是私募基金。我国未来金融衍生品市场的发展，很大程度上也有赖于私募基金行业的健康发展。

## 5. 有利于提高私募基金的透明度和市场监管效率

按照目前模式，民间私募基金大多以各种各样的个人名义开户，其投资行为非常隐蔽，监管难度很大。采用这种隐蔽操作方式，为民间私募基金进行内幕交易、市场操纵提供了便利，大大增加了对其运作过程中违规行为的监管难度。引导私募基金规范发展，给予规范运作的私募基金更多政策优惠和更大发展空间，增加私募基金阳光化的动力。这样，可以在为私募基金提供更广阔的持续发展空间的同时，提高其交易的透明度，提高市场整体监管效率，使政府监管和自律监管，尤其是金融衍生品市场的监管措施，更加有的放矢。

## 6. 对我国资本市场其他参与主体也具有积极促进作用

私募基金是海外投资银行私人业务的主要组成部分。随着我国私募基金的发展，对我国证券公司和商业银行发展新的盈利模式和新增业务品种，都具有积极意义。另一方面，退休基金、养老基金是海外私募基金的主要资金来源之一。随着我国私募基金的发展，为我国退休金、养老金了新的投资方向，有利于它们更好地进行风险收益匹配，实现其投资目标。

### （三）规范发展私募基金应关注的风险

引导私募基金规范发展，可以提高私募基金的透明度，有利于监管。另一方面，随着私募基金规模的扩大，可能导致其原本存在的市场操纵、内幕交易和过度投机等风险增加，同时也可能导致私募基金投资风险的社会影响增加，如果监管不当，甚至存在影响社会稳定的可能。因此，在规范发展私募基金的过程中，必须关注以下几方面的风险：

#### 1. 私募基金投资风险影响社会稳定的风险

由于私募基金透明度低，投资范围和投资方向基本不受限制，因此投资风险相对较大。从海外私募基金发展的实践看，私募基金的整体表现优于股票指数，整体风险低于股票指数。但是，私募基金之间投资收益和风险差异很大，远远大于共同基金。单个私募基金的巨额亏损事件时有发生。从我国近十余年来私募基金市场中风云人物的陨落，也可以看出其相似的特征。

发展私募基金，必须面对私募基金规模扩大后，可能存在的投资风险社会影

响扩大化的风险。海外市场主要通过两方面的限制来控制私募基金投资风险的社会影响：一是限制私募基金投资人的资格和数量，二是限制私募基金的募集方式和募集渠道（具体规定见附件三和附件五）。其核心监管理念是不允许没有自我保护能力和风险承受能力的投资者参与私募基金，而且控制单个私募基金风险所涉及的投资者数量和分布面，避免投资风险演变为社会风险。这一思路可以供我国借鉴。

## **2. 私募基金进行市场操纵的风险**

海外对冲基金，尤其是以量子基金为代表的全球宏观基金，在1997年亚洲金融风暴中留下了市场操纵的恶名。私募基金在我国历史上，曾经是市场追涨杀跌的生力军，是“恶庄”的代名词。私募基金进行市场操纵的主要优势是其透明度低、投资自由度大。随着私募基金市场的发展，其市场影响力势必增强，其市场操纵的风险可能增加。但从另一个角度看，如果限制私募基金的发展，我国资本市场的投资者结构将进一步失衡，其他投资者操纵市场的风险可能更大。

按照目前状况，隐身的私募基金投资行为难以监控。私募基金阳光化发展，有利于监管机构了解其投资动向，对其违法交易行为进行监管和处罚，从而降低私募基金市场操纵的风险。

## **3. 私募基金进行内幕交易的风险**

随着其规模的扩大，私募基金掌握的资金将继续增加。随着我国股权分置改革的基本完成，市场资金与上市公司股东、高管等内部人士联手制造内幕信息、利用内幕信息操纵股价的动机进一步增强。由于私募基金的投资基本不受监管，私募基金管理人的收入与基金投资收益直接挂钩，因此私募基金管理人有能力、也有动力，参与内幕交易和市场操纵。私募基金的发展，将加大对我国监管这些违法违规行为的挑战。

## **4. 衍生品市场过度投机的风险**

按照目前状况，隐身的私募基金投资不受限制，若其进行衍生品投机可能引发衍生品市场过度投机的风险。但是，必须看到，发展专门进行套利交易的私募基金，将有利于提高衍生品市场的有效性，降低市场过度投机的风险。为了加强对衍生品投机的控制，可以采用加强衍生品市场投资者资格审定、加强保证金制度管理等办法。

## 5. 国有企业参与私募基金投资，可能产生的国有资产流失风险和道德风险

由于国有企业的委托代理问题比较突出，私募基金如果通过商业贿赂、官商勾结等方式大量套取国有资产进行投资，将使国有资产面临较大的投资风险和道德风险。对此，一方面可以通过限制国有资产投资管理人资格，另一方面应主要通过建立国有资产对外投资的管理办法和相应程序，来解决这些问题，

## 三、引导私募基金规范发展的思路和建议

引导私募基金规范发展，必须将私募基金纳入我国整个法律框架内，从而为该行业的长远发展奠定必备的法制基础。在此基础上，应借鉴海外经验，确定监管思路，建立与之相契合的监管制度。在私募基金的监管中，在避免监管不足的同时，必须防止监管过度。

### （一）明确私募基金法律地位

法律地位和法律规范缺失，是阻碍私募基金规范发展的核心问题。为了引导私募基金规范发展，优化我国资本市场的竞争环境，必须明确私募基金法律地位，给予私募基金公平的法律待遇，让民间私募基金可以在一个相对公平的环境中参与市场竞争。

**1. 明确私募基金法律地位，应以我国现有法律框架为基础，没有必要为私募基金专门立法。**明确私募基金法律地位，可以像共同基金一样，采用特定的契约型法律形式，单独立法。我国本世纪初拟订基金法时就曾经做过这种尝试，但由于各方意见分歧太大，以失败而告终。事实上，我国现有法律框架，已经为各种法律形式私募基金的存在和发展提供了相应的法律依据和法律规范。例如，公司法为设置公司型私募基金提供了基础，合伙法为合伙型私募基金奠定了法律基础，另外还有证券法、信托法。因此，目前没有必要专门制定一部私募基金法。应该针对私募基金可能选择的各种法律形式，制定相应的实施细则。

**2. 明确私募基金法律地位，并不意味着现有私募基金违法。**由于私募基金原本就是一种从民间发展起来的，具有极大创新活力的行业。因此，不能要求所有

的民间私募基金必须按照设定的方式运作，应该允许私募基金根据自身情况自主选择其法律形式和运作方式。明确私募基金法律地位，并不意味着现有民间私募基金都是非法的。相反，相关制度出台的目的在于为私募基金建立更适宜其发展的平台，使它们可以获得更好的发展。

**3. 有限合伙是未来我国私募基金发展比较理想的法律形式。**目前，可供民间私募基金选择的法律形式有：信托、公司和有限合伙。我国公司概念比较窄，双重税赋问题目前难以解决。由于我国信托制度很不完备，集合资金信托计划由信托公司特许经营，借道信托是目前民间私募无奈的选择。有限合伙，可以较好地解决公司型基金面临的双重征税和管理成本高企的问题，以及信托型基金借道信托公司造成的成本提高效率降低问题。

**4. 规范发展有效合伙型私募基金，首先必须确认其开户资格。**有限合伙私募基金即将面临的主要问题是开户问题。根据我国证券法的开户规定，由于合伙企业不具有法人地位，不能开具证券账户。但是，根据合伙法的规定，有限合伙企业更多地体现出“资合”的实体性质。因此，应结合证券法第 166 条的规定，出台相关政策或规范，给予有限合伙制私募基金开户资格。

## （二）确定私募基金监管思路

借鉴海外私募基金监管的经验及其最新发展，结合我国国民素质、理财能力和风险承受水平，必须在严格控制私募基金可能引发的社会风险的基础上，放松对私募基金的限制，让私募基金彰显本色，避免其“共同基金化”。

**1. 借鉴国际经验，将监管重点放在私募基金投资人资格和销售渠道管理，从而降低其投资风险的社会影响。**不允许没有自我保护能力和风险承受能力的投资者参与私募基金，控制单个私募基金风险所波及的投资者数量和分布面，避免投资亏损引发社会风险。

**2. 对私募基金的产品设立和具体运作，坚持无为而治的原则。**为了保证私募基金自由的发展空间，保持其不同于共同基金的投资风格，维护我国资本市场的合理竞争，监管机构不应该干涉私募基金的产品设立，不应该对其投资范围和投资方向进行特别的限制。

**3. 建立私募基金管理人资格管理制度。**私募基金管理人资格管理和豁免制度

的建立，可以明确民间委托理财参与双方的权利义务，维护其合法权益，同时帮助消除信托型私募基金合法性的法律风险，解除信托公司的顾虑，促进其均衡发展。

### **（三）建立私募基金监管和服务制度体系**

基于以上监管思路，需要制定一系列的监管措施。通过明确界定私募基金投资人资格、数量，以及销售渠道和方式，进一步厘清私募基金与非法集资的界限，保护私募基金各方参与人的合法权益。一方面应建立相应的备案制度，增加其市场透明度，加强对私募基金违法违规行为的监管和处罚力度，另一方面应建立私募基金阳光化发展的配套服务和制度体系。主要包括：

#### **1. 建立私募基金投资人合格投资人制度**

合格投资人制度是海外私募基金监管中通行的做法。我国对于“阳光化”的私募基金，为了控制其风险的外部性，也有应该建立相应的合格投资人制度。今年3月1日开始实施的《信托公司集合资金信托计划管理办法》在我国首次明确了参与这类信托的投资人要求，明确了合格投资人的最低投资金额、家庭资产和家庭收入。该标准总体基本与国际接轨，结合了个人资产构成不透明中国国情，具有很强的借鉴意义。

目前集合资金信托和有限合伙人制度都规定投资人数量不得超过50人，较海外其他国家私募基金投资人数量的规定更严格。因此，私募基金合格投资人制度中，可延续使用该标准。

#### **2. 严格限制私募基金的销售渠道和销售方式**

私募基金一个重要特点就是其委托代理关系简单。而我国私募基金，尤其是信托公司集合资产管理信托计划等私募基金，目前已开始出现募集方式“公开化”的趋势。这样会产生私募基金投资风险向社会扩散的问题，一旦私募基金发生大比例亏损，有可能影响社会稳定。

借鉴海外标准，我国急需明确非公开募集允许和禁止的销售渠道和销售方式，对证券法中规定的“公开劝诱”和“变相公开方式”进行细化，统一标准，对目前相关业务中与之矛盾的规定进行规范，以控制我国目前私募“公开化”的问题。

#### **3. 建立私募基金管理人资格管理制度**

按照全球惯例，私募基金的政府监管的主要目标是控制私募基金风险的外部

性，私募基金管理人不是私募基金监管的重点。因此，理论上说可以明确放开私募基金管理人资格。为了控制私募基金规范发展初期可能出现的风险，同时与我国现有金融监管体系和监管习惯配套，可以建立私募基金管理人资格审查和注册制度。

首先，在设定投资管理人资格时，可以借鉴香港经验，重点审查投资管理人的投资经验、相关专业资格、学历等。监管机构进行投资管理资格审查时，应根据申请人背景，确定其投资管理业务范围，具体包括：可以承接的业务性质、允许管理的资产规模等。

其次，针对私募基金的不同法律形式及其投资管理人法律责任的性质，应制定不同的投资管理人资格标准。对于承接委托理财业务的私募基金管理人，如信托公司集合资产信托计划的投资管理人，可以借鉴香港模式，适当提高其资格门槛；对于承接授权管理业务的私募基金管理人，如有限合伙型私募基金的无限合伙人，则可以借鉴美国模式，降低相应要求。

另外，对符合标准、审查合格的投资管理人，应在监管机构注册。如果投资管理人存在内幕交易、不公平交易、市场操纵等行为时，监管机构在对其违法违规行为进行惩处的同时，可以吊销其投资管理的资格。

最后，应明确相关的豁免标准。私募基金原本是一种民间的金融服务产品。为了保证其充分的灵活性，对于管理规模很小，投资人个数很少的，有限合伙型私募基金，由于私募基金管理人仅仅承担授权管理业务，且其投资风险的外部性很小，应豁免其投资管理人的资格审查。

#### **4. 建立私募基金的备案制度**

为了便于监管私募基金的投资行为，控制私募基金投资风险的社会影响，可以借鉴 2004 年美国 SEC 对私募基金备案规定，要求我国投资者人数超过一定数量、管理资产规模超过一定规模的私募基金在相关监管机构备案。对于规模小、投资人个数少的私募基金，则可以豁免备案。

#### **5. 加强对证券交易违法行为的监管和处罚**

担心私募基金投资不受限制，扰乱市场秩序，是我国监管机构当前的主要顾虑之一。因此，在制定私募基金监管政策时，一方面要缩小私募基金投资风险的影响范围，另一方面要加强对私募基金市场操纵等违法行为的监管和处罚。

所有投资者是平等的，均不能违反相关证券法律规定。所有的违法行为都应该受到处罚，私募基金当然也不例外，但也不应该受到政策歧视。与目前私募基金隐身现状相比，给予私募基金合法地位后，通过前述的私募基金备案制度和私募基金开户实名制度，可以更好地监管私募基金。

## 6. 建立私募基金阳光化发展的配套服务和制度体系

为了吸引私募基金主动阳光化发展，应该为那些已经阳光化私募基金提供相应的服务，完善相应的配套措施，提高其阳光化发展的动力。

(1) 鼓励发展私募基金行政管理行业。私募基金管理资产规模通常较小，基金投资人数量小，基金的投资人登记结算和基金会计审计工作都很简单。因此，应借鉴海外经验，鼓励发展基金行政管理服务行业，降低私募基金管理的行业成本，促进私募基金投资管理、共同基金投资管理和基金行政管理行业的发展。

(2) 建立私募基金资产托管配套制度。我国共同基金的银行托管模式有效地控制了投资者资金挪用的风险，如果私募基金也可以采用这种资金托管模式，一方面可以有效保证投资者的资金安全，另一方面可以提高投资者对私募基金的信心，有利于私募基金的长远发展。另外，采用这种方式还有利于监管机构监管私募基金投资行为。因此，应制定相关政策，鼓励或强制私募基金通过银行托管基金资产。

(3) 随着私募基金行业的发展，未来还应该进一步拓展私募基金可以使用的销售渠道，建立规范私募基金管理养老金、退休金等公共资产的制度。一方面允许证券公司为已取得投资管理人资格的私募基金管理人推荐客户，帮助这一类私募基金做大做强。另一方面，建立相应的管理制度，允许私募基金管理养老金、退休金资产。

(4) 未来金融衍生品市场中，在市场准入等方面，应对阳光化私募基金和其他普通投资者区别对待，从而提高私募基金阳光化的动力。

(5) 在税收等方面给予有限合伙型私募基金管理人一定优惠。目前，民间私募基金以君子协议型专户理财为主。由于我国目前个人股票买卖资本利得收益为免税个人所得，这类私募基金目前基本都不缴纳任何税收。因此，为了帮助民间私募基金的发展，提高其阳光化动力，避免私募基金阳光化后税收和管理成本剧增，在制定私募基金相关规定时，可以考虑在税收等方面给予类似于公募基金的优惠。

## 附件一：私募基金及其全球发展

### （一）海外与我国私募基金相对应的基金概念

私募基金，如果按照字面翻译，用英文可以翻译成 privately offered investment company（私募投资公司）或 private fund, privately offered fund（私募基金）。这些词汇在海外非常生僻。

我国市场上以及媒体上讨论私募基金时，通常所指的是狭义的私募基金：通过非公开发行方式向特定投资者募集，进行证券投资活动的基金。从概念的经济内涵看，与美国的 hedge fund 和开曼群岛的 mutual fund 或 4(3)条款基金非常相似。只是我们以前通常把 hedge fund 翻译成对冲基金，mutual fund 翻译成中文则为共同基金。

#### 1. 美国的 hedge fund

与我国的私募基金一样，美国的对冲基金也不是一个法律概念。根据美国证监会对 hedge fund 的定义是：对冲基金是一个常用的非法律名词。过去，对冲基金发展主要指在公司股权市场中使用复杂的对冲和套利交易技术的，私下的、非注册的投资集合。对冲基金的投资者仅限于成熟富有的个人。随着时间的推移，对冲基金的活动不断扩展到其他金融工具和市场。今天，对冲基金这一概念已不再强调使用对冲工具的特点了，对冲基金有的使用有的不使用对冲工具。目前这一概念更加强调该投资集合的私下募集和无需注册两大特点。

在美国其他主要的私募基金研究机构对对冲基金的定义中，有的更强调私募基金的私募性和不受共同基金相关监管规则约束这一特点<sup>3</sup>，有的更强调对冲基金无需注册<sup>4</sup>，有的则更强调对冲基金大多采用有限合伙这一组织形式<sup>5</sup>。

---

<sup>3</sup> 如在最知名的投资者教育网站 investorword.com 上，对冲基金的定义是：A fund, usually used by wealthy individuals and institutions, which is allowed to use aggressive strategies that are unavailable to mutual funds, including selling short, leverage, program trading, swaps, arbitrage, and derivatives. Hedge funds are exempt from many of the rules and regulations governing other mutual funds, which allows them to accomplish aggressive investing goals.

<sup>4</sup> 如知名的对冲基金信息披露网站 hedgeCo.net 上对冲基金的定义是：Hedge funds normally do not register

目前我国市场上很多人以为，对冲基金都是高杠杆的，是指进行对冲交易的基金。从上述美国相关机构对私募基金的定义和解释可以看到，这实际是对美国对冲基金的一种误解。只是由于采用对冲交易的方式进行投资始于私募基金，而且很多进行对冲投资的基金都采用这种形式，因此被称为对冲基金。

事实上，对冲基金也存在各种投资类型，有的使用高杠杆的工具较多，有的则不是。2005年，Van Hedge Fund Advisor International 公司对对冲基金行业使用杠杆工具投资的情况进行了专项研究，统计了截至2004年底，各种不同类型对冲基金，在投资过程中使用杠杆工具和进行卖空交易的程度，调查的结果如表1所示。需要注意的是，该调查在统计时，将卖空的仓位视为借入的负债计入杠杆比例计算。也就是说，如果一个基金不使用杠杆工具，那么就意味着该基金投资时没有卖空的仓位。如果一个基金全部满仓卖空，同时不使用其他杠杆工具，则其杠杆比例为2:1。

从表1可以发现，20%的对冲基金根本不使用杠杆工具，不进行卖空交易；50%的对冲基金使用杠杆工具和进行卖空交易的比例较低；只有宏观基金和市场中性套利基金通常较多使用杠杆工具，大量进行卖空交易。这一统计结果，有利地澄清了对冲基金大量使用杠杆工具和进行卖空交易的市场错觉。

表1 全球对冲基金使用杠杆工具情况表<sup>6</sup>

对冲基金类型	不使用杠杆工具的对冲基金比例	使用杠杆工具的对冲基金比例	
		杠杆比例小于2:1	杠杆比例大于2:1
积极成长基金(Aggressive Growth)	20%	60%	20%
新兴市场基金(emerging market)	20%	50%	30%
市场中性股权基金 (Equity Market Neutral)	15%	50%	35%
事件驱动基金 (Event Driven)	15%	60%	25%
固定收益基金 (Income)	35%	30%	35%
宏观基金(Macro)	10%	30%	60%
市场中性套利基金(Market Neutral Arbitrage)	10%	25%	65%
市场选时基金(Market Timing)	55%	35%	10%
多战略基金(Multi-Strategy)	10%	50%	40%
机会主义基金(Opportunistic)	10%	60%	30%
卖空基金(Short Selling)	30%	40%	30%
价值投资基金 (value)	20%	60%	20%
所有样本	20%	50%	30%

with the SEC. Hedge Funds are designed as partnerships, with the general partner typically being the hedge fund's manager.

<sup>5</sup> 如 hedge fund center 给对冲基金的定义是：A hedge fund is a private investment limited partnership that invests in a variety of securities. There are two types of partners in a hedge fund, a general partner and limited partners. The term hedge fund is misleading in that a hedge fund does not necessarily have to hedge. The term "hedge fund" now means any type of private investment partnership.

<sup>6</sup> 卖空的仓位被计入杠杆部分，衍生工具则未计入。

资料来源：2005 Van Hedge Fund Advisor International, LLC and/or its licensor, Nashville, TN, USA

## 2. 开曼群岛的 mutual fund

与全球大部分地区一样，开曼群岛也没有与私募基金完全对应的法律概念。根据其《2003 共同基金法》，在开曼群岛注册或建立基金，或在开曼群岛进行基金的资产管理或行政管理，共同基金必须符合几种情况：

第一种情况为由政府批准的共同基金 (licensed mutual fund)，指在开曼群岛拥有注册的办公室的公司型和有限合伙制基金，以及以开曼群岛官方认可的信托公司作为信托人的单位信托型基金；

第二种情况为由政府批准的管理人负责管理的共同基金，即由政府批准的管理人负责管理的共同基金，基金或基金信托人未经开曼政府批准，但基金的管理公司已获得开曼政府批准，并且该基金管理人的主要办公地点位于开曼群岛。

第三种情况为，符合基金法 4(3) 条款的共同基金。具体包括两种：一是每个投资者在基金中的投资都超过 40 万美元或等值其他货币的基金，二是基金份额在由 CIMA (Cayman Island Monetary Authority, 开曼群岛货币管理局) 认可的股票交易所或场外市场 (OTC) 上市，同时在 CIMA 注册的基金<sup>7</sup>。对于这种情况，基金和基金行政管理人都无需经过政府批准。

第四种情况为，符合基金法 4(4) 条款的共同基金。基金法 4(4) 条款规定，如果基金投资者不超过 15 个，并且如果多数投资者达成一致，投资者可以聘请或更换基金运作人（指公司型基金的董事长，信托型基金的信托人，以及有限合伙型基金的普通合伙人），则基金和基金行政管理人都无需经过政府批准。

目前，开曼群岛 90% 以上的共同基金都属于第三种情况。开曼群岛对所有的共同基金的投资方向都没有限制。因此，从基金投资监管的角度看，开曼群岛的共同基金与美国对冲基金和我国私募基金相似，从基金和投资管理人资格监管的角度看，开曼群岛符合 4(3) 豁免条款的基金与美国对冲基金和我国私募基金相似。

由于海外对私募基金的称呼各不相同，为了保持本报告中概念的连续性，在本报告此后的部分中，将美国的 hedge fund 和开曼群岛的 mutual fund 统一翻译为私募基金。

<sup>7</sup> 主要指在开曼注册的 ETF。

## （二）私募基金的全球发展概况

### 1. 私募基金发展简史

第一只私募基金是有阿尔弗雷得·文斯勒·琼斯（Alfred Winslow Jones）于 1949 年在美国创立的。这个基金以有限合伙形式创立，主要从事股票交易。琼斯在进行投资时进行了两种投机交易以避免其投资组合在市场下跌时不会遭受重大损失——杠杆交易和卖空。琼斯认为无论市场涨跌，选股是投资表现的关键。因此，在他的投资组合中买入一些在市场上涨时涨幅会超过市场的股票，同时卖空在市场上下跌时跌幅将超过市场的股票。同时，他通过杠杆放大交易规模。通过这种方法，他的投资组合在市场上涨和下跌时都赚钱。同时，琼斯还首次采用了对冲基金目前通常采用的收费方式，对投资组合的盈利部分收取业绩表现费<sup>8</sup>。

随着琼斯成功的故事在华尔街和具有雄厚资金实力的投资者中迅速传开，其他的财富管理人设立了类似的基金。由于很多基金经理在进行杠杆交易的同时没有通过卖空等方式降低市场风险，结果当市场下跌时许多私募基金迅速下跌。因此，私募基金被视为一种高风险的投资方式，该行业未能得到蓬勃的发展。同时，由于其投资者群体很小，被称为“富人俱乐部”，因此私募基金长期存在于社会公众视野之外。

20 世纪 70 年代末，一些杰出的对冲基金经理，如麦克·斯帝芬哈特(Michael Steinhardt)、朱利安·罗伯特森(Julian Robertson)和乔治·索罗斯(George Soros)，逐渐通过媒体引起了公众的关注。索罗斯和他的量子基金由于 20 世纪 90 年代打破了维持英镑高汇率的政策，以及在亚洲金融风暴中的惊人表现，引起全球关注，对冲基金也从此也走入了中国投资者的视野。

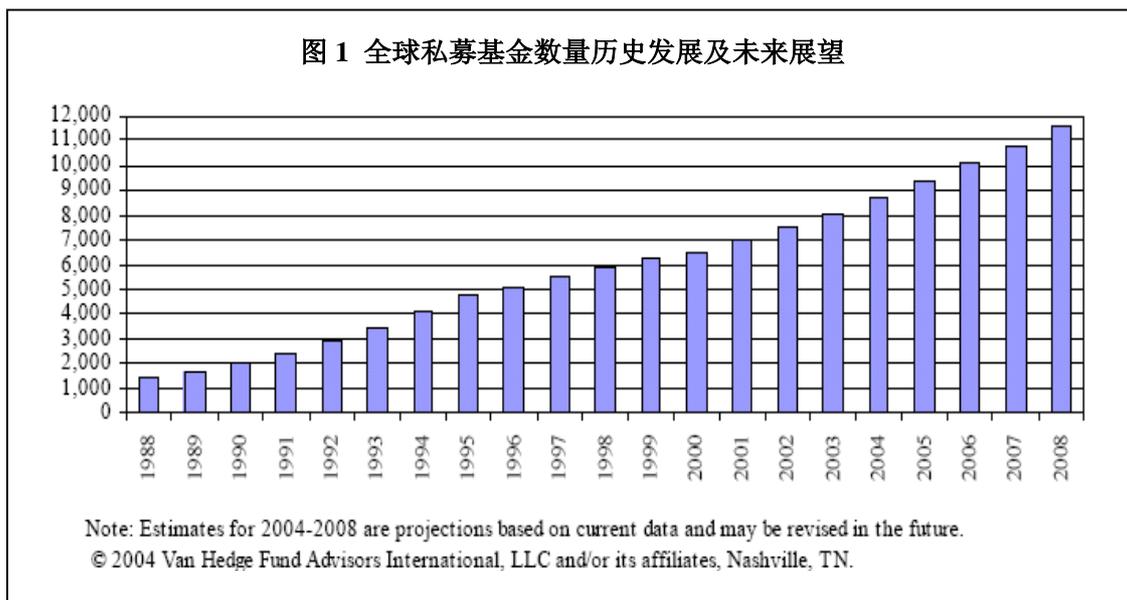
### 2. 全球私募基金发展概况

由于各国政府对私募基金的监管都比较松，私募基金通常无需在金融监管部门注册，因此很难得到私募基金行业的准确的统计数据。从现有数据看，尽管早在 1949 年私募基金就已经存在了，据市场观察者估计，1968 年以前大约有 200 只对冲基金，但是由于前面提到的原因，到 1984 年时只能找到 68 只对冲基金。私募基金行业的发展主要集中在 20 世纪 90 年代以后。1988 年后，私募基金数量以

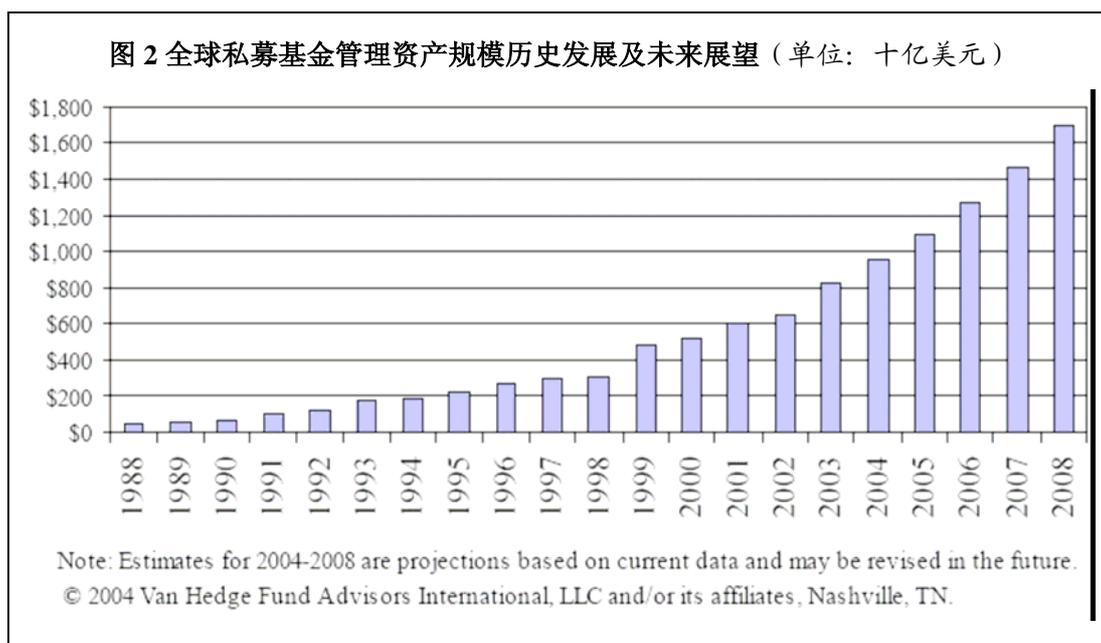
<sup>8</sup> 琼斯当时收取盈利的 20% 作为个人收益。

平均每年超过 17% 的速度增长，并在进入本世纪后继续保持高速增长。

图 1 和图 2 分别描述全球私募基金个数和资产规模的历史发展状况和未来估计。图中数据由 Van Hedge Fund Advisor International 公司提供，其中 2004 年以前的数据为历史数据，2004 年及以后的数据为按照私募基金行业历史发展速度计算得到的未来估计。



从图 1 和图 2 可以看出，无论是从基金个数还是管理资产规模看，私募基金行业在 1988 年后一直保持持续稳定的发展。1988 年时全球私募基金仅仅 1373 家，管理资产规模不足 420 亿美元，到 2003 年底，全球私募基金的数量已超过 8000 家，管理资产规模已超过 8000 亿美元，在 15 年的时间里，基金数量增加近 5 倍，管理资产规模增加约 20 倍。从近两年私募基金的实际发展状况看，Van Hedge Fund 的估计偏于保守，私募基金近两年的实际发展速度远远高于其预测，在 2004 年就达到 9500 亿美元，甚至高出 Van Hedge Fund 预测的 2005 年规模，2005 年则达到 14,000 亿美元的规模。



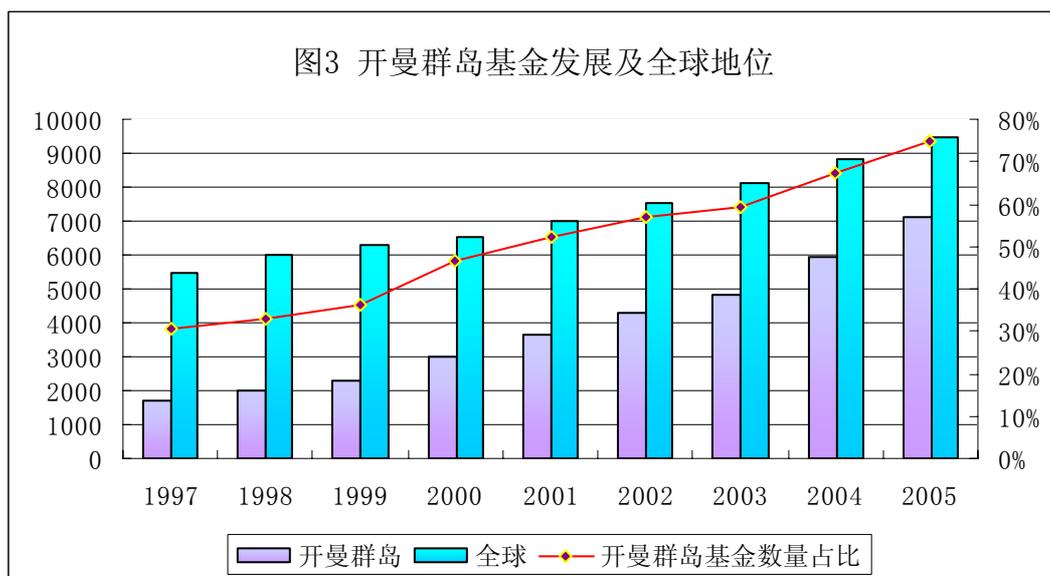
在 1988 年后的 15 年间, 私募基金所管理资产的增长速度是基金数量增长的 4 倍, 单个私募基金管理资产平均规模由 3000 万美元增加到 1 亿美金, 但是, 由于超大型宏观对冲基金的消亡, 导致当期最大私募基金规模反而降低。

### (三) 全球私募基金发展的区域性分布

作为全球最大的经济体, 到 20 世纪末, 美国私募基金规模在全球各国际和地区中还排名第一。近年来, 离岸基金市场迅速发展, 其中开曼群岛私募基金行业发展尤其迅速。

设立离岸基金, 对许多投资者充满吸引力: 首先, 各国通常对境外投资者人数和最低投资限额的要求更低; 其次, 离岸基金受那些希望进行匿名投资的投资者的青睐。境外投资者通常通过私人银行向对冲基金投资。在这种情况下, 对冲基金的管理人很难知道真正的投资者。一笔来自瑞士某个私人银行的资金, 可能至少代表了 5 至 10 个投资者。另外, 离岸基金通常选择在税收最少的地区注册, 投资者仅需向自己所属的税收当局申报税收。

如图 3 所示, 开曼群岛 2003 年新增对冲基金 560 个, 2004 年新增 1100 个, 截至 2005 年底开曼群岛注册的基金数量达到 7106 个。2006 年的前 5 个月, 开曼群岛新增基金 665 个。开曼群岛对冲基金的个数已经远远超过英属维京群岛和百慕大等其他税收天堂, 占有所有离岸基金的 80%。



开曼群岛基金业的迅速发展得益于该地区完善的法律体系和金融服务业，以及严格的政府监管。可以发现，有相当一部分美国退休基金投资于美国对冲基金经理人管理的离岸基金以合法避税。这部分资产超过 1300 亿美元。

## 附件二：私募基金与共同基金的比较优势和生存之道

私募基金与共同基金一样，也是一种由专业管理人负责投资的一种收益共享风险共担的集合投资形式。从表 2 可以看出，二者从资金募集、投资管理、信息披露，到收益评价和费用收取都不相同。

表 2 私募基金与共同基金运作方式比较

	共同基金	私募基金
募集方式	公开募集	非公开募集
募集对象	所有投资者（主要面对普通个人投资者）	特定对象：具有一定投资知识和经验，拥有雄厚经济实力的个人和机构投资者
募集方式	直接销售或通过代销机构	直接洽商
投资限制	投资限制多（尤其是对高的风险投资）	没有投资限制，主要由投资管理人和投资人约定
收益评价基准	相对于基准指数的相对收益	绝对收益
收费结构	按照资产规模收取固定管理费	管理费+业绩表现费。以业绩表现费为主
基金经理自有资产在基金中的份额	很少	相对较多，全球平均大约 5%
透明度	透明度高	透明度较低（仅向基金投资人披露）
投资份额的流动性	流动性高（开放式基金可每日申购赎回，封闭式基金可交易）	流动性低。投资份额一般不得交易，开放频率低

上述运作方式的差异，导致私募基金的商业模式、投资人与投资管理人的委托代理关系和激励机制与共同基金存在着很大的差异。私募基金投资管理人利润的主要来源是基金的业绩表现费，即基金收益超出约定的基本回报率（hurdle rate）部分的收益分成（通常 20%）。因此，私募基金管理人的利润最大化目标通过两种途径取得：一是要增加管理资本规模，二是要提高投资收益，二者缺一不可。而且，私募基金中通常基金管理人占有一定比例的出资（全球私募基金管理资产中大约 5% 为管理人自有资产）。因此，私募基金管理人的盈利目标与基金投资人比较一致。如果基金收益高，管理人自有资金收益也高，同时还可以收取高额业绩表现费；相反，如果基金亏损，管理人的自有资金也亏损，同时没有任何业绩表现收入。而共同基金的收益完全取决于管理资产规模，收取固定管理费，因此投资收益高低和基金管理人的收益没有直接关系。

投资人选择专家理财，在很大程度上是基于投资人对投资管理人专业能力的信任。私募基金的委托代理关系比较简单，投资人与基金经理之间有着密切的联系和紧密的利益关系，其委托代理关系是建立在相互信任、共同的投资理念，以及一致的收益目标基础之上的。而共同基金委托代理关系相对更加复杂，由投资人委托基金管理公司，公司再委托基金经理运作，投资人与基金实际运作者之间缺乏联系与沟通，利益关系不密切。加之私募基金的基金管理人和投资者之间建立了直接的“同甘共苦、生死与共”的关系，因此对于一部分投资者来说，私募基金更具有吸引力。

私募基金的另一大优势是投资的自由度。共同基金由于面对社会公众，为了控制其投资风险的社会影响，各国政府都对共同基金的投资范围、投资比例等进行了严格限制。二私募基金由于采用私募方式，只面对数量较小的具体投资经验和资金实力的投资者，投资范围和投资比例等都不受限制，由投资人与投资管理人自行约定即可。因此，对于那些有特殊投资需求和较高风险承受能力的投资者来说，私募基金的投资自由和灵活是其最大的卖点。

## 附件三：海外私募基金监管的法律框架、监管思路和监管重点

海外对私募基金的监管是在认同其基本特征合理性的基础上加以规范和监管的。首先，认同私募基金在经营管理模式上的多样性，所以监管的重点不在于私募基金的投资风险和信息披露，而通常将监管重点放在制定相关豁免条件，以及审查相关私募基金是否符合豁免条件上；其次，认同私募基金的委托代理关系相对简单的特征，对投资者人数有明确的要求；第三，认同私募基金作为富人投资工具的特征，对投资者的资产和收入水平，以及投资额度等都有各种明确的规定。

这些监管措施，进一步凸现了私募基金的特点与优势，有力地推进了私募基金的发展。事实证明，合理的监管措施对于这些年来全球私募基金的迅速发展与风险规避起到了非常重要的作用。

### （一）私募基金监管的法律框架

美国规范私募基金的法规主要包括《1940年投资公司法》和《1933年证券法D条例》（Regulation D of the Securities Act of 1933）。《1940年投资公司法》规定了可以豁免的私募基金的条件和类型。1933年证券法D条例则明确规定了私募基金可接受的投资者类型，区分各种类型投资者的条件，以及允许接受各类投资者个数的上限。

开曼群岛规范私募基金的法律主要包括《2003年共同基金法》（Mutual Funds Law 2003 revision）、《2003年公司管理法》（the Companies Management Law 2003 revision）和《2003年证券投资业务法》（The Securities Investment Business Law）。

开曼群岛规范共同基金的法律是《2003年共同基金法》，该法律规定，所有的共同基金需在CIMA注册，并接受CIMA监管。共同基金必须提供其当期资料，并在发生重大变化是向CIMA申报。共同基金必须向CIMA提供经过有资格的开曼审计师审计的会计报表。共同基金必须遵守开曼反洗钱法的规定。同时，该法律还规定了获得监管豁免的条件。

开曼群岛规范投资管理人的法律主要有《2003年公司管理法》和《2003年证

券投资业务法》。《公司法》规定，作为非共同基金的投资管理人必须获得政府认可，作为非共同基金的其他经济实体的投资管理人，则无需获得政府许可。《证券投资业务法》规定，所有从事证券投资业务者<sup>9</sup>必须获得政府认可。同时，该法律还规定了豁免政府审批的证券投资管理人条件。

## （二）私募基金监管思路和监管重点

海外并没有专门的私募基金监管法规。通常采用的方式是，首先对各类集合投资产品设定统一的监管框架，在此基础上允许符合条件的私募基金，将之放在共同基金监管要求之外。对私募基金，各国都采取豁免的方式，不监管私募基金的投资风险和信息披露，将监管重点放在制定相关豁免条件，以及审查相关私募基金是否符合豁免条件上。一旦某些基金不符合相关的豁免条件，则不能获得相关豁免，其身份即转变为普通的非豁免集合投资产品，必须符合集合投资类产品统一的监管规定。一旦未符合相关监管规定，则在该统一的监管框架下予以处罚。

由于各国都不直接对私募基金内部运作的进行法律规范，因此规范私募基金运作的规则主要源于基金的公司章程、合伙协议或信托计划书。这些基金内部约定通过私募基金各参与主体的自我约束和相互监督实施。私募基金通常投资者范围小，而且投资人和管理人通常都相互认识，相互间很大程度上是建立在个人信任的基础上的，因此其内部信息交流和沟通比较顺畅，自我约束和相互约束机制可以发挥较好的作用。

另外，尽管私募基金无需遵守所有为保护投资者而制定的共同基金相关监管规则，但是，对冲基金整体作为一个投资主体，仍然必须遵守反欺诈等相关证券法律。

### 1. 美国私募基金豁免资格的监管

美国对于私募基金豁免资格的监管，重点强调两方面的要求：一是强调对投资者结构的要求，即每个投资者必须符合相关法定要求，同时投资者个数不超过法定上限；二是强调对其销售渠道的限定，即严格限定基金的销售渠道，禁止公开销售。从而确保其投资者有能力并且有可能（私募基金必须提供必要的信息）实现自我保护。同时，确保私募基金不能吸收普通投资者的资金，控制私募基金

---

<sup>9</sup>其中，证券的范围非常广泛，包括股票、债券产品、权证、期权、期货以及其他类型的合约。证券投资业务包括以下行为：全权管理他人证券和某些情况下的证券投资建议。

投资风险的波及面。

美国 SEC 在私募基金的解释文件中说，私募基金与共同基金相似的地方是两者都是一种集合投资的工具，都接受投资者的资金，并以集合起来的整体形式进行投资。但是，私募基金与共同基金差异非常大，因为根据美国联邦证券法律，私募基金不需要注册。私募基金不需要注册是因为，它们通常只接受财务成熟的投资者，而且不公开募集其份额。另外，某些（但并非全部）类型的私募基金仅限于不超过 100 个投资者。

为了保护投资者，SEC 对共同基金订立了很多监管规定。例如，要求基金资产必须保持足够的流动性规定，要求共同基金的份额可以随时赎回的规定，要求基金利益发生冲突时的相关保护规定，要求保证基金份额估值的公平性的规定，信息披露的规定，限制使用财务杠杆的规定，等等。对共同基金的所有这些规定对私募基金都不要求，正是由于私募基金获得监管豁免的自由，使私募基金可以在更大程度上使用杠杆和其他复杂的投资技术。

## 2. 开曼群岛私募基金豁免资格的监管

作为全球最大的离岸基金聚集地，开曼群岛对于私募基金豁免资格的监管，则主要强调基金投资者投资规模、投资者人数和投资者控制基金运作的的能力。另外，从开曼群岛私募基金监管规则中都可以看出，当地政府尽可能避免对基金重复监管的监管思路。

### (1) 针对符合相关基金投资人资格的基金豁免规定

《2003 年共同基金法》4(3) 条款的第一种豁免情况就是针对投资者的，该条款对于每个投资者在基金中的投资都超过 40 万美元或等值其他货币的基金，可以认为是对于在基金中投资超过 40 万美元的投资者，可以视为具有足够的资金实力和风险承担能力的成熟投资者。

《证券投资业务法》规定，为一个或多个“成熟投资人”，“高净资产个人”，“由以上两类人作为股东、信托持有人和有限合伙人额公司，合伙企业或信托”进行证券投资管理业务，投资管理人可以豁免政府认可。

### (2) 针对符合投资者人数和投资者基金控制能力的基金豁免规定

《2003 年共同基金法》4(4) 条款规定，如果基金投资者不超过 15 个，并且如

果多数投资者达成一致，投资者可以聘请或更换基金运作人（指公司型基金的董事长，信托型基金的信托人，以及有限合伙型基金的普通合伙人），则基金和基金行政管理人都无需经过政府批准。

### （3）避免重复监管和过度监管的规定

《2003 年共同基金法》对基金投资没有任何限制，为开曼群岛各种投资类型的基金提供发展空间。

《2003 年共同基金法》4(3)条款的第二种豁免情况就是海外交易所或 OTC 市场上市的基金。该条款规定，如果基金份额在由 CIMA(Cayman Island Monetary Authority, 开曼群岛货币管理局)认可的股票交易所或场外市场（OTC）上市，同时在 CIMA 注册，基金和基金行政管理人都无需经过政府批准。

《证券投资业务法》规定，由海外监管当局批准的证券投资业务和为同一集团中公司进行证券投资业务，投资管理人可以豁免政府认可。

## 附件四：海外私募基金的主要组织形式

全球私募基金主要分布在美国和一些低税或无税的国家或地区，税收天堂的私募基金绝大部分属离岸基金，资金主要来源地仍是美国。受税收和政府监管等因素影响，美国本土和离岸市场中私募基金的组织形式有明显差异。因此，通过研究美国和离岸市场私募基金的组织形式，即可对全球私募基金的存在方式有一个总括的了解。

### （一）美国私募基金的组织形式

在美国，对国内投资者来说，私募基金最典型的组织形式是有限合伙制(Limited Partnership)。有限合伙制是指在有一个以上的合伙人承担无限责任的基础上，允许更多的投资人承担有限责任的经营组织形式。作为一种组织结构，有限合伙制的起源可以追溯到 10 世纪左右意大利航海贸易当中广泛采用的 Commenda 契约，更有学者认为其最早的前身可能是穆斯林的一种商业惯例。

在“commenda”这种有限合伙企业中，仅提供资本的人只需以其出资额对

“commenda”的债务承担有限责任；连带责任则由直接参与远洋贸易的船舶所有者和商人承担。它相对于一般合伙企业而言的制度创新在于：它将合伙人分成了两类，一类由于不参与合伙企业的日常管理，故只需对合伙企业承担有限责任；另一类由于参与了合伙企业的日常管理，故仍需对合伙企业的债务承担无限责任。由于不参与合伙企业日常管理的合伙人对于合伙企业的债务责任不同于一般合伙企业中的合伙人，故被称为“有限合伙人”；由于参与合伙企业日常管理的合伙人与一般合伙企业中的合伙人在合伙企业债务责任承担上并没有区别，故被称为“一般合伙人”。可见，有限合伙企业相对于一般合伙企业的最大优点，是排除了那些并不参与合伙企业日常管理的合伙人可能需要为合伙企业债务承担连带责任的风险，因此，有利于吸引投资人以“有限合伙人”的身份对其进行投资。

按照国际惯例，尽管合伙制企业是经济实体，但合伙制企业的税收通常采用“透过实体缴税”原则，即合伙企业不作为经济实体纳税，其净收益直接发放给投资者，由投资者作为收入自行缴税。因此，采用合伙制形式，投资者仅仅就合伙企业收益纳一次税，可解决公司收益多重纳税的问题。采用有限合伙形式的私募基金，基金投资者通常作为有限合伙人，基金投资管理个人或投资管理公司作为普通合伙人承担合伙企业的无限责任。

为了更好地解决债务和税收等问题，美国有限合伙制私募基金通常采用的组织结构有三种：

第一种，私募基金的基金经理作为普通合伙人承担无限责任，其他投资人作为有限合伙人。所有合伙人在合伙协议中约定，按照费用计算规则向基金经理支付基金费用。采用这种方式，私募基金投资者作为有限合伙人，可以按照其投资份额获得基金的投资收益，同时按照其出资承担相应的有限法律责任。私募基金的基金经理，在获得投资收益和投资报酬（基金管理费和业绩报酬）的同时，承担无限的法律风险。为了降低个人的法律风险，基金经理可以采用后面两种形式。

第二种，私募基金的基金经理及其团队先注册一个S型公司<sup>10</sup>，然后以该公司作为私募基金的普通合伙人承担无限责任，其他投资人作为有限合伙人。所有合

---

<sup>10</sup> S型公司也称特殊形式公司。这种公司集合合伙制的税收特性和公司制的有限责任于一身，可以视为没有普通合伙人的有限合伙公司，也被称为有限责任合伙制。像合伙制企业一样，S型公司不直接纳税。S型公司要有多于1个但少于35个投资者，所有投资者必须是个人，而且只允许有一种股份形式（即不允许同时优先股、普通股等多种股份类型）。

伙人在合伙协议中约定，按照费用计算规则向该公司支付基金费用。采用这种方式，私募基金的普通合伙人为基金经理及其投资团队的公司，基金经理及其团队仅仅承担该公司的有限责任。

第三种，私募基金的基金经理和其他雇员先分别注册两个有限责任公司或 S 型公司，其中一个作为私募基金的普通合伙人承担无限责任，另一个则作为私募基金的投资管理人（非合伙人），其他投资者同样作为基金的有限合伙人。这种形式与前一种形式的主要区别是，将承担无限责任的普通合伙人与承担投资管理责任的投资管理人区分开来。这样做的好处是，基金经理获得更大的自由度和灵活性。例如，一个管理多个私募基金的投资管理人，可以按照他在每个基金中拟出资的份额分别设立作为普通合伙人的有限责任公司或 S 型公司，同时，设立一个公司作为投资管理公司负责所有这些基金的投资管理。另外，对于离岸基金来说，采用这种方式，在税收等方面具有更多的灵活性。

美国私募基金大多采用有限合伙制的另一个重要原因是，美国投资公司法规定，投资者超过 14 人的投资公司不能按业绩收取报酬。因此，目前共同基金都以收取管理费为主，而收取业绩表现费的私募基金则大多采用有限合伙制。

## （二）离岸私募基金的组织形式

全球最大的三个离岸私募基金聚集地是开曼群岛、英属处女群岛和百慕大群岛。这三个地区同属英国殖民地，其法规多脱胎于英国的相关法律，非常相似。2000 年以前，各离岸市场私募基金的发展比较均衡，近年来开曼群岛迅速成为全球离岸私募基金的聚集地，基金个数迅速超越英属维京群岛和百慕大等地区。截至 2006 年上半年，开曼群岛私募基金个数已超过离岸基金总数的 80%。因此，开曼群岛私募基金的组织形式在离岸基金中非常具有代表性。

根据开曼群岛《2003 基金法》规定，共同基金是指符合一些特殊豁免的，以公司、单位信托、合伙企业等形式发行权益份额，集合投资者的资金，通过收购、持有、管理、处置投资，使投资者共享收益共担风险的经济实体。封闭式基金不在此法约束范围内。所谓的“符合一些特殊豁免”是指的是《证券投资业务法》规定的豁免条件。

从《2003 基金法》对共同基金的定义可以看出，开曼群岛基金的主要形式有三种：（1）根据《2004 公司法》的可豁免公司（EC, exempted company）；（2）单位信托(unit trust)；（3）根据《2003 有限合伙法豁免条例》的可豁免有限合伙制企业(exempted limited partnership)。

(1)可豁免公司（EC）。可豁免公司是指满足《证券投资业务法》豁免条件，按照普通有限公司形式注册的基金。对于公司型私募基金，开曼群岛对其公司治理和信息披露都没有特别规定。公司无需向公众或股东进行信息披露。而且，开曼群岛对公司型私募基金的股份形式、股东和董事的限制都非常少。采用这种形式的基金，可获得开曼政府 20 年的免税保证，通常可以再延长 10 年。公司只需在注册时每年向政府缴纳注册费，每年缴纳年费。

(2)单位信托。为了与以信托制为基金主的国家和地区接轨，开曼群岛颁布了《2001 年信托法》。该法基本与 1925 年英国信托法一致，而且主要的英国判例都适用于开曼群岛。与《2000 英国金融服务和市场法》不同是，开曼群岛不要求单位信托的信托人必须与管理人独立。因此，可以在开曼群岛建立一个单位信托，由信托人负责所有的托管、投资管理和基金管理功能。当然，在实际操作中，委托人常常通过构造一个有权更换信托人，负责仲裁、制定章程的管理公司来保持对信托的最终控制权。开曼群岛规定，采用单位信托形式的私募基金，信托人不必是开曼群岛的信托机构。采用信托形式的基金通常都属于可豁免信托，拥有 50 年的免税证明。

(3)可豁免有限合伙制企业。为满足美国金融机构对合伙企业收入确认的需求，开曼群岛颁布了《2003 有限合伙法豁免条例》。豁免有限合伙制私募基金不需要符合《1907 年英国有限合伙法》的很多限制。这一形式的企业同样获得 50 年的免税证明。《可豁免有限合伙法》要求合伙企业至少有一个普通合伙人为开曼群岛的居民或在开曼群岛注册的公司，有限合伙制企业只需登记普通合伙人的姓名、注册办公室地址、合伙目的、合伙期限（允许无限期合伙）等基本资料，无需向开曼群岛任何政府机构提供有限合伙人的名单和出资情况。

尽管开曼群岛为了与美国境内的私募基金保持一致，专门制定了相关有限合伙制私募基金的规定，但是，由于私募基金在开曼群岛即使采用公司型也无需缴纳公司各个税项，而且采用公司型比有限合伙制更便于公司管理，更便于基金管

理人控制风险，公司治理更简单、易操作，因此美国的离岸私募基金通常选择标准的公司型注册，采用有限合伙制的私募基金则非常少。

## 附件五：海外对私募基金投资人资格和数量的具体规定

### （一）美国对私募基金投资人资格和数量的规定

#### 1. 三类私募基金的投资者资格和数量限制

根据私募基金豁免所依据的法律条款不同，可以把美国的私募基金可以分为三类，即根据《1940年投资公司法》第3(c)(1)、第3(c)(7)条款设立的基金，以及所谓的“祖父基金（Grandfather Fund）”。这三类基金的投资者不同，允许的投资者个数的上限也不同。

（1）根据《投资公司法》第3(c)(1)条款设立的基金。1940年的《投资公司法》的第3(c)(1)条款规定了可以豁免相关注册的条件：基金受益人不得超过100个，且所有投资者都是可接受投资者的基金。为了防止有些基金逃避100人的限制，3(c)(1)(A)规定了“穿透条款（Look-through Provision）”，对于拥有私募基金10%以上份额(voting securities)的持有私募基金份额的非实业机构的机构投资者，将其股权所有人视为基金受益人<sup>11</sup>。

3(c)(1)条款中人数限制只对私募基金募集份额的过程进行约束，对于分拆、离婚、死亡等不可抗事件导致的基金人数变化，或由于其他机构拥有基金份额赎回导致某些原来不满足“穿透条款”条件的机构满足了要求的情况，都不视为基金人数超过100人的限制。另外，如果基金的管理人员或参与管理的雇员购买了基金份额，这些人不计算在100人限额内。

（2）根据《投资公司法》第3(c)(7)条款设立的基金。1996年，《美国证券市场促进法》新增加了一种私募基金的形式，并将之加入《投资公司法》的第3(c)(7)条款。该条款对于私募发行的所有基金投资者都是合格买家的基金没有规定基金

<sup>11</sup>穿透条款对于将股权所有人视为基金受益人的机构投资者限制较多，除要求该机构投资者拥有私募基金10%以上具有投票权的份额(voting securities)还要求其在私募基金中的投资超过该机构投资者总资产10%。

1996年通过的《美国证券市场促进法》(National Securities Market Improvement Act)对此条款进行了修改，将实业机构排除在外，同时废除了对机构在私募基金中投资占自身总资产比例的限制。

投资人个数上限。根据目前美国规范私募发行的 1933 年《证券法》第 4（2）节、D 条例和 144A 规则的相关规定，为了满足私募发行的限制，此类基金的投资人上限是 500 人。同样，如果基金的管理人员或参与管理的雇员购买了基金份额，这些人不计算在 500 人限额内。

（3）祖父基金。《美国证券市场促进法》在引入 3(c)(7)基金的同时，为了解决原 3(c)(1)基金的衔接问题，引入了祖父条款。祖父条款规定，1996 年 9 月 1 日已经存在的 3(c)(1)基金，如果事先获得直接受益人和间接受益人（依据穿透条款认定的受益人）的同意，在满足下列条件后可以转为 3(c)(7)基金。（i）向所有受益人告知，今后的投资者将局限于合格买家且不再受 100 人的限制；（ii）披露同时或之后，向所有受益人提供合适的机会按基金净资产部分或全部赎回其所持有份额（基金赎回必须采用现金方式，除非基金给予受益人选择权，允许受益人选择以证券等进行赎回，受益人又表示同意）。这类转化而成的基金称为祖父基金。祖父基金最多可以保留 100 个原有的非合格买家而且这些人有权继续增加投资，但是 1996 年 9 月 1 日后参加 3(c)(1)基金的非合格买家则不能适用祖父条款，不能参加转化后的 3(c)(7)基金。

## 2. 可接受投资者范围界定

美国私募基金的投资者可分为两类：可接受投资者（accredited investor）的投资者和合格买家（qualified purchaser）。美国 1933 年证券法 D 条例（Regulation D of the Securities Act of 1933）对可接受投资者的范围进行了规定。其中将可接受投资者分为八类：

（1）机构投资者（Institutional Investor）：（i）银行；（ii）注册证券经纪商或自营商；（iii）保险公司；（iv）经一九四〇年投资公司法（Investment Company Act of 1940）注册的投资公司及企业发展公司；（v）小企业投资公司；（vi）资产超过五百万美元的退休基金。

（2）经一九四〇年投资顾问法（Investment Advisers of 1940）注册的私人企业发展公司（Private Business Development Company）。

（3）根据所得税法享受免税待遇的机构，包括股份有限公司、信托及合伙机构，其总资产价值必须超过五百万美元，成立的不得为取得私募证券。根据 SEC 公告，免税机构成立的目的在于营利或非营利，而总资产值的计算可包括

其子公司或分支机构。如成立的目的系为取得私募证券，除非全部股东或成员均属合格投资人，否则该机构则受“特别目的”的例外限制，其成员均应纳入认购人数计算。

(4) 发行人的内部人，包括董事或经理人(Executive Officer)及无限责任合伙人(General Partner)。Rule 501(f)定义的经理人范围，包括总经理(President)、副总经理(Vice President)、任何有决策权力(Policy Making)的经理人。如果发行公司子公司的经理人有参与发行人决策的权力，亦可视为合格投资人。

(5) 拥有净资产超过一百万美元的自然人。净资产计算应以认购证券的时点为准。

(6) 个人最近二年年所得平均超过二十万美元或与配偶最近二年合并所得平均超过三十万美元，且当年度所得可合理预期达相同金额者。对年所得的计算，SEC 曾经提供一試算式供参考，即以所得税申报所得为基准，加上长期资本利得、损耗、利息等扣除额，再加上有限责任合伙之损失。

(7) 总资产超过五百万美元的信托财产。除总资产额要求外，该信托成立的目的不得为招募证券，且该信托的投资决策者的资格必须符合 Rule506(b)(2)(ii)要求。信托除可符合第七类合格投资人外，还可作为第三类及第一类合格投资人。信托若要符合第一类合格投资人，其受托人必须为银行或其它机构投资人。

(8) 任何全部由合格投资人作为权益所有人所组成的机构。权益所有人(Equity Owner)的类别因其组织而异。对股份有限公司而言，其权益所有人指公司普通股及特别股股东。而有限责任合伙事业的权益所有人指有限责任合伙人(Limited Partner)。

### 3. 合格买家资格范围界定

《投资公司法》第 2(a)(51)(A)对合格买家进行了界定，规定合格买家包括四类：

(1) 任何拥有不少于 500 万美元可投资资产的自然人；(2) 任何拥有不少于 500 万美元可投资资产的家族公司<sup>12</sup>；(3) 符合下列条件的信托组织：(i) 此信托组织并非为获得该私募基金证券而专门成立的；(ii) 受托人或经授权管理信托组织的人、发起人 (settler) 及其他参与者均为合格买家 (第一、二、四类)；(4) 其他

<sup>12</sup> 家族公司指由 2 个和 2 个以上的兄弟姐妹、配偶 (包括离异的)、直系亲属 (包括收养的) 及其配偶直接或间接拥有的企业。

拥有不少于 2500 万美元及投资自由支配权的组织<sup>13</sup>。

## （二）开曼群岛关于基金投资人资格和数量的规定

### 1. 豁免基金监管的投资人资格和数量限制

《2003 年共同基金法》4(4) 条款规定，如果基金投资者不超过 15 个，并且如果多数投资者达成一致，投资者可以聘请或更换基金运作人（指公司型基金的董事长，信托型基金的信托人，以及有限合伙型基金的普通合伙人），则基金和基金行政管理人都无需经过政府批准。而且此类属非监管类基金，无需接受开曼群岛的监管。

### 2. 豁免基金和基金行政管理人审批的投资人资格

《2003 年共同基金法》4(3) 条款的第一种豁免情况就是针对投资者的，该条款对于每个投资者在基金中的投资都超过 40 万美元或等值其他货币的基金，可以认为是对于在基金中投资超过 40 万美元的投资者，可以视为具有足够的资金实力和风险承担能力的成熟投资者。符合这一条件的基金，基金和基金行政管理人都可以豁免资格审批。

### 3. 投资管理人豁免监管的私募基金投资人资格

开曼群岛《证券投资业务法》规定，除满足豁免条件以外，任何人从事证券投资业务都必须获得政府认可。其豁免条件中除由海外监管当局批准的证券投资业务和为同一集团中公司进行证券投资管理业务外，还规定：为一个或多个“成熟投资人”，“高净资产个人”，“由以上两类人作为股东、信托持有人和有限合伙人额公司，合伙企业或信托”的证券投资管理业务，投资管理人可以豁免政府认可。

其中，成熟投资人的标准是：（1）由 CIMA 监管的机构；（2）由其他认可的海外监管机构监管的机构；（3）在认可的证券交易所上市的机构；（4）根据金融和经营的知识 and 经验，有理由视为有能力评估所从事交易的价值者；（5）参与的单个交易设计价值相当于 10 万美元以上。

高净资产个人的标准是：净资产不低于 100 万美元的个人，或总资产不低于 500 万美元的个人。

<sup>13</sup>满足该条件的合格买家可以代表自己，也可以代表其他合格买家持有私募基金份额。

## 参 考 文 献

- 1, 巴顿比格斯著, 张桦, 王小青译, 《对冲基金风云录》, 中信出版社, 2007年1月
- 2, 北冥期货, “中国私募基金的组织形式”, 北冥期货网站
- 3, 波涛(2004), “股市三大结构性缺陷亟待大修”, 中国证券报 2004年7月19日
- 4, “对冲基金”, 夏理逊, 香港联合交易所网站, 2000年3月
- 5, 孔翔(2005), 《我国需要什么样的证券非公开发行制度? ——发挥证券非公开发行制度优势促进企业融资与发展》, 深圳证券交易所深证综研字第 0118 号, 2005年12月
- 6, 乐嘉春(2003), “基金投资组合凸现三大问题——投资风格雷同、选股数量有限、庄股特征明显”, 上海证券报, 2003年07月23日
- 7, 廖凡, “别问我是谁——委托理财的法律辨析”, 法律论文资料库  
[http://www.law-lib.com/lw/lw\\_view.asp?no=2786](http://www.law-lib.com/lw/lw_view.asp?no=2786)
- 8, 刘俊(2002), “投资基金羊群效应分析”, 资本市场, 2002年03月05日
- 9, 曲峰, “浅析“信托计划”实务中的法律风险”, 中国法学网  
<http://www.iolaw.org.cn/showarticle.asp?id=1519>
- 10, 深圳国际信托投资有限责任公司网站, <http://www.szitic.com/>
- 11, 深国投 亿龙中国证券投资集合资金信托计划书
- 12, 深国投 明达证券投资集合资金信托计划书
- 13, 深国投 赤子之心投资哲学集合资金信托计划书
- 14, 深国投 赤子之心(中国)集合资金信托计划书
- 15, 斯图亚特·A·麦克奎瑞(Stuart A. McCrary)(2004), 金德环等译, 《对冲基金》, 上海财经大学出版社, 2004年1月1版
- 16, 王霞(2006), 《中国私募基金前景和当前问题研究》, 深圳证券交易所深证综研字第 0145 号, 2006年9月
- 17, 谢非(2004), “驱不散的“羊群效应””, 证券时报, 2004年05月17日
- 18, 《信托投资公司管理办法》2002年, 中国人民银行
- 19, 《信托投资公司资金信托管理暂行办法》2002年6月26日, 中国人民银行

- 20, 徐国杰(2005),“市场疲惫不振,基金反思雷同操作”,中国证券报,2005年06月16日
- 21, 杨淑梅(2004),“羊群效应之惑:生存需要牺牲个性?——基金投资行为解析(下篇)” 21世纪经济报道,2004年08月16日
- 22, 《证券公司集合理财资产管理业务实施细则》征求意见稿,2006年7月25日
- 23, “中国人民银行关于信托投资公司资金信托业务有关问题的通知”,银发[2002]314号
- 24, 《中华人民共和国合伙企业法》,1997年2月23日
- 25, 《中华人民共和国信托法》,2001年4月28日
- 26, 朱少平,“关于合伙企业法修改的几个关注点”,2006年7月10日,中国人大网
- 27, Cayman Mutual Fund Law, Revision2003
- 28, Thomas Schneeweis, Richard Spurgin, and Vassilios N. Karavas(2000),“Alternative Investment in the Institutional Portfolio”, AIMA commissioned paper, updated summer 2000; available at [http://www.aima.org/aomasite/research/AIIP%2020000 .pdf](http://www.aima.org/aomasite/research/AIIP%2020000.pdf)
- 29, Van Companies(2004),“The Solution——Financial Advisors: Their Need for Hedge Funds Accelerates ”
- 30, Working Group on Financial Markets(1999),*Hedge fund, Leverage and the Lessons of Long Term Capital Management*, President’s April,1999,page 3; available at <http://www.ustreas.gov/press/releases/docs/hedgefund.pdf>

---

内部报告 仅供参考  
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

---

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：0755-83203511

传真：0755-83203431

邮编：518028

---