

私募基金： 期待阳光

Private Equity Calls

For Legalization In China

中国人讲究“公私分明”，一个“私”字，似乎暗藏了某种不合理，甚至是不合法。同样，一直生存在地下的“私募基金”，往往让人产生一种非法或游走在法律边缘的感觉，加之类于“带头大哥777事件”的曝光，给私募基金的发展蒙上了一层阴影。

事实上，私募基金只是相对于公募而言，在发行方法、对象和宣传模式上存在差异。在国外，私募基金运行与相关机制已经发展得相当成熟，目前，全球的私募基金总量超过了10万亿美元，成为重要的金融服务内容之一，国际著名的投资大师巴菲特、索罗斯都创办了私募基金。特别是随着国际上金融混业的发展，几乎所有的国际知名的金融控股公司都在从事私募基金管理业务。

再放眼国内，有关统计表明，私募基金占国内投资者交易资金的比重已达30%—35%，资金总规模达6000亿元，规模超过公募基金一倍。私募基金何以拥有这样强大的吸引力？关键在于它背后的精英的团队、专业的知识、过硬的营销及一呼百应的信任度。尽管私募基金圈子小、门槛高，但仍聚集了大量人气与财力。

然而，私募基金在我国仍然处于“阳光照不到的地方”，由此产生了许多法律、政策、操作上的风险，这不仅会影响到投资者的合法权益，同时也会影响到我国证券市场的良性发展，甚至波及国民经济的稳定。中国私募基金的“黑户口”状态所产生的系列隐患需要我们予以正视，利用政策和法律调控私募基金发展中遇到的问题，是现实而迫切的。

今年3月实施的《信托公司集合资金信托计划管理办法》，促使信托理财进一步向私募投融资方向迈进；6月开始施行的《合伙企业法》赋予了民间投融资合法性，为私募基金扫除了部分障碍；监管部门也在积极商讨在法规中限定投资人资格、由注册机关抄报监管机构、采取适当方式对大额交易进行监管等新的监管模式。

总之，期待私募基金“阳光化”成为了当前众多投资者的共同夙愿，而充满独特魅力的私募基金也正是本期聚焦讨论的话题。

吴强



刘晖



阳育钦



刘志刚

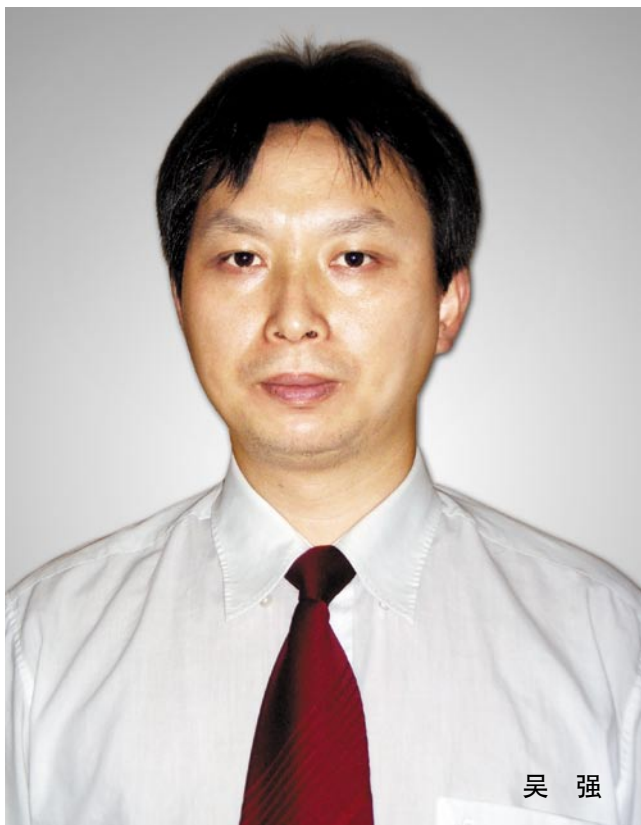


吴 强：

Approach to Private Equity

走进私募基金

在国内，目前虽然还没有公开合法的私募证券投资基金，但许多银行、非银行金融机构或个人从事的集合证券投资业务，却早已显山露水，从一定程度上说，它们已经具备私募基金应有的特点和性质。



吴 强

2006年底，国内顶尖的基金经理肖华告别博时基金公司，“弃公投私”奔向私募基金，给财经界带来了不小的震动，同时，部分私募基金2006年高达300%的收益业绩神话，使得曾被封闭式基金、开放式基金等公募基金火红局面遮掩下的私募基金再次被大众关注。

何为私募基金

通常而言，在我国，公募基金是指可以面对社会大众公开发售的一类基金；而私募基金，则是指通过非公开方式，面向少数机构投资者募集资金而设立的基金。由于私募基金的销售和赎回都是通过基金管理人与投资者私下协商来进行的，因此，它又被称为向特定对象募集的基金。

与封闭式基金、开放式基金等公募基金相比，私募基金具有十分鲜明的特点，也正是这些特点使其具有公募基金无法比拟的优势。

首先，私募基金通过非公开方式募集资金。在美国，共同基金和退休金基金等公募基金，一般通过公开媒体做广告招徕客户，而按有关规定，私募基金则不得利用任何传播媒体做广告宣传，其参加者主要通过获得的所谓“投资可靠消

吴 强：

个人客户经理主管，2006年11月取得中国金融理财标准委员会国际金融理财师（CFP）资格，现任职于中国工商银行福建三明分行个人金融业务部，负责个人客户经理管理、个人理财业务及高端客户维护工作，中国工商银行总行理财支持团队成员之一，15年的个人金融业务从业经历，从事理财工作多年，具有丰富的综合理财经验。

息”，或者直接认识基金管理者的形式加入。

其次，在募集对象上，私募基金的对象只是少数特定的投资者，圈子虽小门槛却不低。如在美国，对冲基金对参与者有非常严格的规定：若以个人名义参加，最近两年个人年收入至少在20万美元以上；若以家庭名义参加，家庭近两年的收入至少在30万美元以上；若以机构名义参加，其净资产至少在100万美元以上，而且对参与人数也有相应的限制。在我国目前大部分私募基金的起点：个人投资者一般在10万元以上，机构投资者50万元以上。因此，私募基金具有针对性较强的投资目标，它更像为中产阶级投资者量身定做的投资服务产品。

再次，同公募基金严格的信息披露要求相比，私募基金这方面的要求低得多，加之政府监管也相应比较宽松，因此，私募基金的投资更具隐蔽性，运作也更为灵活，相应获得高收益回报的机会也更大。

最后，私募基金一个显著的特点就是基金发起人、管理人必须以自有资金投入基金管理公司，基金运作的成功与否与他们的自身利益紧密相关。从国际目前通行的做法来看，基金管理者一般要持有基金3%—5%的股份，一旦发生亏损，管理者拥有的股份将首先被用来支付参与者，因此，私募基金的发起人、管理人与基金是一个唇齿相依、荣辱与共的利益共同体，这也在一定程度上较好地解决了公募基金与生俱来的经理人利益约束弱化、激励机制不够等弊端。

运作模式

私募基金的主要运作方式有两种：

第一种是承诺保底，基金将保底资金交给出资人，相应的设定底线，如果跌破底线，自动终止操作，保底资金不退回。

第二种，接收账号（即客户只要把账号给私募基金即可），如果跌破10%，客户可自动终止约定，对于赢利达10%以上部分按照约定的比例进行分成，此种都是针对熟悉的客户，还有就是大型企业单位。

组织形式**1. 公司式**

公司式私募基金有完整的公司架构，运作比较正式和规范。目前，公司式私募基金（如“某某投资公司”）在中国能够比较方便地成立，是目前国内私募基金的主要组织形式。半开放式私募基金也能够以某种变通的方式，比较方便地进行运作，不必接受严格的审批和监管，投资策略也就可以更加灵活。例如：

（1）设立某“投资公司”，该“投资公司”的业务范围包括有价证券投资；

（2）“投资公司”的股东数目不要多，出资额都要比较大，既保证私募性质，又要有较大的资金规模；

（3）“投资公司”的资金交由资金管理人管理，按国际惯例，管理人收取资金管理费与效益激励费，并打入“投资公司”的运营成本；

（4）“投资公司”的注册资本每年在某个特定的时点重新登记一次，进行名义上的增资扩股或减资缩股，如有需要，出资人每年可在某一特定的时间将其出资赎回一次，在其他时间，投资者之间可以进行股权协议转让或上柜交易。该“投资公司”实质上就是一种随时扩募，但每年只赎回一次的公司式私募基金。

不过，公司式私募基金有一个缺点，即存在双重征税。克服此缺点的方法有：



- (1) 将私募基金注册于避税的天堂, 如开曼、百慕大等地;
- (2) 将公司式私募基金注册为高科技企业 (可享受诸多优惠), 并注册于税收比较优惠的地方;
- (3) 借壳, 即在基金的设立运作中联合或收购一家可以享受税收优惠的企业 (最好是上市公司), 并把它作为载体。

2. 契约式

契约式基金的组织结构比较简单。具体的做法可以是:

- (1) 证券公司作为基金的管理人, 选取一家银行作为其托管人;
- (2) 募到一定数额的金额开始运作, 每个月开放一次, 向基金持有人公布一次基金净值, 办理一次基金赎回;
- (3) 为了吸引基金投资者, 应尽量降低手续费, 证券公司作为基金管理人, 根据业绩表现收取一定数量的管理费。其优点是可以避免双重征税, 缺点是其设立与运作很难回避证券管理部门的审批和监管。

3. 虚拟式

虚拟式私募基金表面看来像委托理财, 但它实际上是按基金方式进行运作。比如, 虚拟式私募基金在设立和扩募时, 表面上是与每个客户签定委托理财协议, 但这些委托理财账户是合在一起进行基金式运作, 在买入和赎回基金单元时, 按基金净值进行结算。具体的做法可以是:

- (1) 每个基金持有人以其个人名义单独开立分账户;
- (2) 基金持有人共同出资组建一个主账户;
- (3) 证券公司作为基金的管理人, 统一管理各账户, 所有账户统一计算基金单位净值;
- (4) 证券公司尽量使每个账户的实际市值与根据基金单位的净值计算的市值相等, 如果二者不相等, 在赎回时由主账户与分账户的资金差额划转平衡。

虚拟式私募基金的优点是, 可以规避证券管理部门对基金设立与运作方面的审批与监管, 设立灵活, 并避免了双重征税。缺点是依然没有摆脱委托理财的束缚, 在资金筹集上需要法律上的进

一步规范, 在资金运作上依然受到证券管理部门对券商的监管, 在资金规模扩张上缺乏基金的发展优势。

4. 组合式

为了发挥上述三种组织形式的优越性, 可以设立一个基金组合, 将几种组织形式结合起来。组合式基金有4种类型:

- (1) 公司式与虚拟式的组合;
- (2) 公司式与契约式的组合;
- (3) 契约式与虚拟式的组合;
- (4) 公司式、契约式与虚拟式的组合。

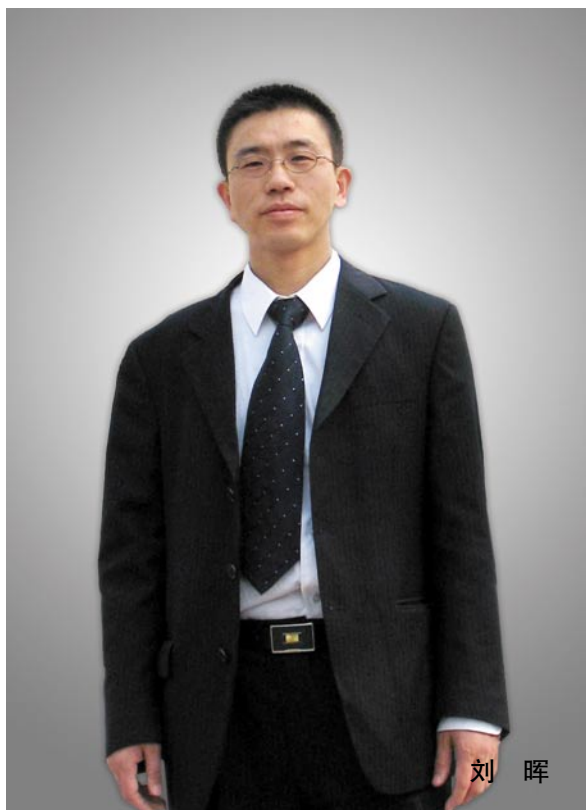
正是因为有着公募基金所无法比拟的特点和优势, 私募基金在国际金融市场上发展十分快速, 并已占据十分重要的位置, 同时也培育出了像索罗斯、巴菲特这样的投资大师和国际金融“狙击手”。在国内, 目前虽然还没有公开合法的私募证券投资基金, 但许多银行、非银行金融机构或个人从事的集合证券投资业务却早已显山露水, 从一定程度上说, 它们已经具备私募基金应有的特点和性质。据报道, 国内现有私募基金性质的资金总量至少在1万亿元以上, 与公募基金的规模不相上下, 其中大多数已经运用美国相关的市场规定和管理章程进行规范运作, 并且聚集了一大批业界精英和经济学家, 在地区分布上, 我国的私募资金主要集中在北京、上海、广州、辽宁和江苏等地。但美中不足的是, 它们或者是在监管部门默许或金融创新的名义下小心翼翼的苟活, 或者默默无闻地生存在不见阳光的地下世界里。在中国加入世界贸易组织之后, 中国基金市场的开放已为时不远, 在未来国外基金进入中国市场后, 市场竞争之激烈可想而知。由此, 许多有识之士纷纷呼吁, 应尽快赋予私募基金明确的法律身份, 让其早日步入阳光地带。这不仅有利于规范私募基金的管理和运作, 而且可以创造一个公平、公正和公开的市场竞争环境, 减少交易成本, 推动金融创新, 并不断创造和丰富证券市场上的金融产品和投资渠道, 满足投资者日益多元化的投资需求。

刘 晖：

Private Equity in America

私募基金在美国

20世纪90年代以来，随着金融全球化趋势的加深以及各种投资工具的创新，美国私募基金业获得极大的发展，基金的数量和规模每年都以20%的速度增长，现在已经成为美国金融领域一支成长最快的力量。



私募股权基金起源于美国。1976年，华尔街著名投资银行贝尔斯登的三名投资银行家合伙成立了一家投资公司KKR，专门从事并购业务，这是最早的私募股权投资公司。目前，全球已有数千家私募股权投资公司，如：KKR公司、凯雷和黑石都是其中的顶尖机构。

20世纪90年代以来，随着金融全球化趋势的加深以及各种投资工具的创新，美国私募基金业获得极大的发展，基金的数量和规模每年都以20%的速度增长，现在已经成为美国金融领域一支成长最快的力量。目前，美国至少有4200家私募基金，资本总额超过3000亿美元。成为全球最大的私募基金市场。美国的私募基金投资领域广泛，投资手法多样。

宏观基金与相对价值基金

1998年，美国先锋对冲基金研究公司等机构对美国私募基金投资策略进行了研究，他们按投资策略的不同将美国的私募基金划分为16类。但从基金本类型上分类，美国的私募基金主要有两大类：一类是宏观基金，另一类是相对价值基金。

宏观基金主要利用各国宏观经济的不稳定性进行宏观经济的不均衡套利活动。宏观基金收集世界各国的宏观经济情况并进

刘 晖：

十余年银行从业经验，2002年开始担任个人理财客户经理，2006年取得国家理财规划师职业资格。现任职于中国工商银行吉林松原宁江支行营业部个人理财中心，并兼任中国工商银行总行理财支持团队及基金证券组组长，曾被中国工商银行授予“总行级青年岗位能手”称号。长期从事基金等个人理财业务的研究，并擅长个人综合理财规划的设计。

行研究，当发现一国的宏观经济变量偏离均衡值，便集中资金对该国的股市、利率、汇率、实物进行大笔的反向操作，当该国宏观经济形势发生变化，资产价格将会大幅贬值，宏观基金将从中获得巨额的收益。一般来说，宏观基金风险巨大，其对全球金融体系的破坏性较大，常常被人们指责为金融危机的制造者。宏观基金的代表是著名的“索罗斯量子基金”。它曾在90年代初成功狙击英镑以及在东南亚金融风暴中兴风作浪的“壮举”，其实量子基金就是最典型的私募基金。

相对价值基金则一般不冒较大的市场风险，只对密切相关的证券的相对价格进行投资。由于证券的相对价格差异一般较小，如果不用杠杆效应的话，私募基金就无法取得高额的收益，因此，相对价值基金更倾向于使用高杠杆操作。最著名的相对价值基金是美国的长期资本管理公司(LTCM)管理的基金。LTCM成立于1993年，1994年2月正式开始运营，由于LTCM运用高度的杠杆操作，仅仅5年的时间，1998年9月以这家公司投资彻底失败而告终。

此外，按照私募基金的注册地，还可将美国的私募基金划分为美国本土注册的基金和境外注册的基金。目前，只有不到50%的美国私募基金在本土注册，一半以上在美国境外注册。境外注册的基金又称为离岸基金，这些基金一般注册在西欧的卢森堡、英国的海峡群岛、开曼群岛、百慕大等一些避税区，专门在美国境外从事离岸证券投资。这样，这些基金一方面逃避了美国政府的监管，同时也为投资者逃避了利润所得税。

运作机制的七大特征

1. 投资者主要是一些大的投资机构和一些富人。例如：索罗斯量子基金的投资者都是超级大富翁，或者是金融寡

头、工业巨头。量子基金的投资者不足100人，每个投资者的投资额至少100万美元，多则1000万美元。

2. 一般是封闭式的合伙基金，不上市流通。基金的封闭期限一般为5年或10年。因为经济周期一般为4年至5年，而基金的投资期限一般要大于一个经济周期，这样能够保证基金经理有充足的时间来运作基金。

3. 暗箱操作，投资策略高度保密。根据美国的法律，私募基金无须像共同基金那样，在监管机构登记、报告、披露信息。美国监管当局认为私募基金的投资者成熟、理性，有足够能力对基金经理人的活动进行监管，证管部门和公众都无需知道其运作情况。

4. 高度杠杆操作。一般情况下，基金运作的财务杠杆倍数为2倍至5倍，最高可达20倍，一旦出现紧急情况，私募基金的杠杆倍数会更高。

5. 主要投资于金融衍生市场，投机性强。私募基金的背后一般没有实物资产支撑，而是专门在金融市场从事各种买空、卖空交易，并从中获取高额的投资收益。

6. 组织结构比较简单。私募基金属于合伙制企业，不设董事会，由一般合伙人负责基金的日常管理和投资决策。在美国，约1/4的私募基金总资产不超过1000万美元，它们的运作像一个小作坊，通常是在仅有一两个人的办公室里工作。私募基金一般不设自己的研究机构，更多地依靠外部的研究信息资源。

7. 操作手法多样，更多地呈现全球化的特征。私募基金经营机制灵活，没有短期的利润指标和确定的资金投向的限制，在投资工具、财务杠杆、投资策略等各个方面也没有限制，这样基金经理就能在范围更广的投资领域选择投资战略，以期获取长期的高额利润。

美国私募基金的主要操作手段有：运用期货进行对冲盈利、运用期权进行对冲操作、运用掉期交易进行对冲操作、运用资产组合保险业务进行对冲、以及综合运用多种对冲手段进行操作。特别是20世纪90年代以后，美国的私募基金综合运用各种手段，利用股市、汇市必然的联动效应，对股价、汇率、利率进行攻击，从中获得最大限度的投资收益。

投资策略的多样化

经过几十年的发展，美国私募基金的操作理论、投资策略早已超越了早期的简单地利用股市买卖进行对冲操作的方式，现代的私募基金大量地涉足期权、期货等投资领域，大胆地运用各种投资策略。

地放大了交易的风险，在这种高风险的环境下进行交易，其面临的风险必然也要大得多。

2.高度的财务杠杆。在追求高额利润的驱动下，私募基金经理往往选择高负债的杠杆操作手法。其自有资金与借贷资金的比例非常高，用少量的资金进行巨额交易。这种操作一方面面临极大的信用风险，另一方面也放大了市场风险。如果基金经理看错市场走势，又不及时止损，巨大的头寸和杠杆比率带来的将不是收益，而是巨额的亏损。

3.暗箱操作风险。私募基金很少受金融当局的监管，操作缺乏透明度。基金的风险与基金经理的经营风格和个人风险偏好密切相关。

4.系统性风险。私募基金很难应对系统性风险，虽然在理论

风险类别	投资策略
低等风险	市场中立套利型投资策略、市场中立证券对冲型投资策略、可转换套利型投资策略、分跨期权型投资策略、交叉持有型投资策略、抵押背景证券型投资策略
温和风险	组合策略型投资策略、基金和基金型投资策略、10%限额型投资策略、攻击成长型投资策略、定价型投资策略
中度风险	数量分析型投资策略、特殊形势型投资策略、合并套利型投资策略
高等风险	加倍对冲型投资策略、新兴市场型投资策略、宏观型投资策略、国际型投资策略、不景气证券型投资策略、垃圾证券型投资策略
极高风险	财务杠杆型投资策略、卖空型投资策略、波动型投资策略

(根据公开资料整理)

必不可免的风险隐患

在亚洲金融危机中，暴露出美国的私募基金业存在的许多隐患。其中最主要的问题是：私募基金经营风险过大，不利于金融市场的稳定。私募基金的风险主要来自以下几个方面：

1.操作手段的固有风险。目前私募基金最主要的操作手段是进行对冲操作，“对冲”的原理是利用相关或无关的反向交易力图降低风险。对冲操作是一种比较理想的保值手段，但私募基金经理利用“对冲”进行投机活动就将风险进行放大了，加之对冲工具主要是一些金融衍生工具，又大大

上期权、期货等衍生金融工具能够化解部分系统性风险，但是由于市场的不确定性以及无法预测不同市场的关联性，如果其他基金也采用相近的手法进行操作，会使金融市场走向更加变幻莫测，投机者之间的竞争更加激烈，引起市场整体风险。

5.政治风险。随着经济全球化、金融国际化趋势的发展，美国私募基金的投资方向也呈现出全球化、多元化的趋势，特别是一些国际性基金和新兴市场基金，它们的投资一方面受市场因素的影响，另一方面也受这些国家政治因素的影响。一旦基金投资的市场出现政治动荡或者金融市场的大幅度波动，基金资产将会遭受重大的损失。

阳育钦：

Review The Development of Private Equity In China

中国私募基金的发展回顾

我国的私募基金产生于20世纪90年代，随着我国证券市场的发展而异军突起，虽然发展迅速并形成一定规模，但由于缺乏相应的法律地位和政策支持，其运行和发展始终以地下或半地下的方式进行。



阳育钦

近日，有媒体引用权威渠道信息称，私募基金管理规则已草拟完成，相应监管设想已设计成形，相信在监管层的积极推动下，私募基金的合法地位即将迈出实质性意义的一步。随着牛市的逐步深入，有关私募基金的话题又重新热烈起来。

投资基金按募集方式不同划分，分为公募基金和私募基金。公募基金是指向社会不特定公众公开募集的投资基金；而所谓私募基金，又称向特定对象募集的基金，是指通过非公开宣传、私下向特定少数机构投资者和富有的个人投资者募集资金而设立的基金，它的销售和赎回都是基金管理人通过私下与投资者协商进行。私募基金是世界上一一些经济发达国家和地区，为闲置资金或过剩资本寻找投资机会，并谋求高利润的融资方式之一，是基金管理人或基金发起人利用自己的信息优势和人才优势，向特定具有一定规模的机构投资者或自然人筹集资金，用于证券市场投资或产业投资获取收益，并根据确定好的原则进行利益分配和风险承担。

私募基金，从成立方式看基本有两种：一是基于签订委托投资合同的契约型集合投资基金；二是基于共同出资入股

阳育钦：

经济学硕士，现就职于中国工商银行广东分行个人金融业务部，负责综合理财指导业务，并长期从事基金投资的研究，对私募基金有独到见解。

成立股份公司的公司型集合投资基金。从投资方向看，可分为私募证券投资基金和私募股权投资基金（即产业基金）。从狭义范畴理解，国内经常讨论的私募基金其实是私募证券投资基金，即以二级市场金融工具为主要投资对象的基金。下文所谈私募基金均为私募证券投资基金。

我国私募基金的发展回顾

我国的私募基金产生于20世纪90年代，随着我国证券市场的发展而异军突起，虽然发展迅速并形成一定规模，但由于缺乏相应的法律地位和政策支持，其运行和发展始终以地下或半地下的方式进行。我国私募基金的发展大致经历四个阶段：

1993年—1995年，萌芽阶段

证券公司的主营业务从经纪业务走向承销业务，大客户将资金交由证券公司代理委托投资，与证券公司之间逐渐形成了不规范的信托关系，私募基金初具雏形。

1996年—1998年，形成阶段

此阶段上市公司将从股市募集的闲置资金主要委托证券公司进行投资。众多的咨询公司、投资顾问公司以委托理财的方式设立、运作私募基金，私募基金逐渐成形，并开始初步发展。

1999年—2000年，发展阶段

此期间，综合类券商经批准可以从事资产管理业务，股票市场的较高收益使得大批上市公司更改募集资金投向。私募基金的数量和规模迅速增长，但更多是以操纵股价等违规操作手法获利。

2001年至今，分化调整阶段

股市持续低迷使得大批私募基金因亏损而出局，在优胜劣汰后，私募基金正逐步走向规范。政策层面也有所松动，开始逐步允许信托公司、证券公司、基金管理公司等有限地开展私募基金业务。

据调查估算，1996年我国的私募基金初具规模，达到950亿—1110亿元，1997年至2001年私募基金每年净增加1000多亿元，2001年达到顶峰7600亿—8800亿元。2002年以后，由于证券市场行情不景气，私募基金规模有所收缩，但2006年中央财经大学的一份研究报告显示，私募基金总规模仍在6000亿—7000亿元之间。中国社科院金融研究中心副主任王国刚推断，中国私募基金规模可能在8000亿—9000亿元，这样庞大的私募基金足以跟公募基金相抗衡。

我国私募基金的运作现状

中国证券市场发展历史虽然让大批私募基金消亡，但少数幸存者已历练成非常优秀的投资机构。从运作情况看，可分为三种类型：

第一种类型，完全按照国外私募基金运营模式运作，推崇沃伦·巴菲特的价值投资理念，实现资产全球化配置并采取集中投资模式。这种类型机构非常注意培养自己的研究团队，在良好的激励机制下，研究团队的工作非常努力，和公募基金研究员一样对所关注上市公司均采取实地调研并深入分析公司基本面。更难能可贵的是，这类型机构特别注重与国际知名研究机构的沟通交流。比如，笔者所认识这类型私募基金的一位研究员每年在香港定期与美

林、高盛等国际知名投行的行业研究员进行相关行业分析交流，在日常工作大量参考瑞银、美林、高盛、摩根士丹利等著名投行的行业研究报告，站在全球视野角度深入分析中国上市公司的基本面。因此，这类私募基金的投资行为比国内公募基金更接近价值投资的实质，即长期持有上市公司直到公司业绩增长出现转折点。第一种类型私募基金机构完全可称为目前国内最优秀的私募基金机构。

第二种类型，也推崇沃伦·巴菲特的价值投资理念并采取集中投资模式，也注意培养自己的研究团队；但与第一种类型不同在于，投资标的主要是国内上市公司，主要采取与上市公司高管项目合作方式实现投资超额利润；但对外交流、全球视野、基本面深入分析能力等与第一种类型相比有所欠缺。

第三种类型，以各类咨询机构为代表，盈利模式以会员费为主，也有一定资金量的自营操作。这类型私募机构喜欢推荐题材类型的公司股票。

总体而言，通过实证数据显示，第一种类型私募基金机构取得良好业绩的稳定性和持续性更值得信赖，投资者应重点选择第一种类型的私募基金机构。

资料链接

认清非法私募

从法律性质来看，契约型私募基金实质上是一种信托法律关系，其当事人包括发起人（基金管理人）、投资人（基金份额购买人）、收益人（一般为投资人或基金份额持有人）。投资人将信托基金通过契约（信托合同）信托给基金管理人；基金管理人以自己的名义运用基金资金进行证券投资或产业投资，投资收益由份额持有人分享，投资亏损也由基金份额持有人分担，同时基金管理人按照约定收取报酬。在我国调整私募基金的相关法律法规未出台前，对此类私募基金的规范事宜可参考《信托法》的相关规定。

由于缺乏系统的法律规范约束，我国的契约型私募基金在运作中往往存在巨大的风险隐患，甚至成为一些不法分子牟取非法利益的工具。实践中，非法的私募基金常见于两种类型：非法集资、非法或变相吸收公众存款。

根据我国《刑法》规定，非法集资是指法人、其他组织或个人，未经有权机关的批准，向社会公众募集资金的行为。非法集资的对象是社会公众，手段大多为欺诈，以许诺高回报率和的高利率率欺骗公众诱使其投资，欺诈性是其被法律禁止最重要的原因。一般而言，私募基金的对象则是少数的特定投资者，且对这些投资者一般门槛较高，参与的资金量要有一定规模，如100万元以上，其目的是共同投资、共享收益，当然也包括风险，但如果私募基金的发起人向投资人许诺高比例的保底收益，那么则可视为非法集资。

根据我国法律，非经金融主管机关批准，任何单位或个人都不得从事吸收公众存款或变相吸收公众存款的业务，否则即构成违法行为。非法或变相吸收公众存款与私募基金相区别的根本特征在于是否给付利息，私募基金的收益来源于风险收益，不应涉及任何形式的固定利息，否则既有违法之嫌。

刘志刚：

Private Equity ——Hard to Say Love You

私募基金：想说爱你不容易

私募基金的发展壮大会加剧基金业的竞争，冲击公募基金的垄断地位，提高基金市场的运作效率，形成较为完善的市场结构，推动我国成熟、理性的机构投资者群体的加速形成。



刘志刚

从2005年6月6日见底998.23点至2007年5月的4300多点，在众多熊市套牢者迎来解套的欢呼雀跃声中，活跃在中国股市的各路私募基金可谓赚得盆满钵满。在去年沪综指全年涨幅130%的背景下，许多规模不小的私募基金取得的涨幅竟然远远超过400%。事实上，凭借敏锐的嗅觉以及凶猛的操盘手法，私募基金无论在熊市还是牛市中，都不断制造出一只只大牛股。近几年的记忆中，中信证券上市之后的逆市连续涨停，熊市中几轮强劲反弹的领头羊——深纺织、望春花、天山股份、界龙实业，它们连续涨停的背后与私募基金的活跃密不可分。长期以来，私募基金一直处于“灰色”地段，不需要公开的报表、飘忽不定的投资风格、灵活的操盘手法以及远远超出公募基金的高额收益率成为了私募基金的“外衣”。据相关机构的研究表明，中国私募基金规模可能在8000亿至9000亿元左右，甚至更多。

随着中国证券市场的发展，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“私募基金”由于缺乏法律上的明确界定和保障而隐蔽于地下，逃避监管者的监管，成为证券市场潜伏的危机源和不稳定因素。我国始终没有明确私募基金的法

刘志刚：

贵宾理财经理、营销组组长，国际金融理财师（CFP），现任职于中国工商银行四川分行营业部财富管理中心，具有扎实的金融投资和国际金融专业知识，有一定的银行从业经验，对银行的业务、产品、运作有一个全面的了解，尤其对个人高端客户的理财规划和投资咨询较为熟悉。经验，对银行的业务、产品、运作有一个全面的了解，尤其对个人高端客户的理财规划和投资咨询较为熟悉。

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。对于私募基金来说，它的“阳光化”是其必然的趋势。而对于投资者来说，正确认识私募基金的“阳光化”给投资者带来的种种影响便显得尤为重要。

与公募基金相对应的私募基金，是投资基金的一种，它是指通过非公开方式，面向少数机构投资者或特定投资者募集资金而设立并交由专家运作、进行组合投资的基金。由于私募基金的销售和赎回都是通过基金管理人与投资者私下协商来进行的，因此，它又被称为向特定对象募集的基金。由于私募基金并非严格按照信托原理（契约型）或公司法原理（公司型）加以构建，所以没有形成基金资产所有权、管理权和监管权“三权分立”的制衡机制。私募基金属于一种松散型的组织体，但它是资本市场重要的机构投资者之一。

广义的私募股权投资为涵盖企业首次公开发行股票（IPO）前各阶段的权益投资，即对IPO前，从种子期到成熟期的企业进行的投资。

狭义的私募股权投资主要指对已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分，主要是指创业投资后期的私募股权投资部分。在中国，私募股权投资多指后者。目前我国的私募基金类型主要有以下三种：

1. 契约型基金

常常以工作室、投资咨询公司和投资管理公司等名义存在，并通过与投资者签订委托投资协议，为投资者提供委托理财服务。这类私募基金的资金通常以投资者的名义开户：如果投资者资金规模较大，通常单独开立账户；如果单个投资者的资金规模不是太大，则以几个投资者商议好的一个名

义开立，同时与开立资金账户的营业部约定需经几个投资者或指定所有投资者一致同意才允许从该账户中转出资金。因为这种契约形式一般依靠关系或者信誉来吸收资金，因此，可能引发较大道德风险。

2. 公司型基金

按照《公司法》组建投资基金，投资者购买公司股份成为股东，由股东大会选出董事、监事，再由董事、监事投票委任某一投资管理公司来管理公司的资产，管理人收取资金管理费与效益激励费。这种基金股份的出售一般都委托专门的销售公司来进行。由于法律的限制，公司型基金的股东一般数目不多。这种类型的基金有相应的法律依据，可以得到法律的保护，但是由于公司型基金的双重税赋问题目前难以解决，从而大大降低了投资者的热情。

3. 信托型基金

这类私募基金由信托公司专营，但信托公司不负责基金的投资管理，而是聘请其他投资管理人专门负责，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。正是由于我国私募基金法律制度的不完善，借道信托是目前民间私募无奈的选择。同时，信托型基金的成本费用也较高。

私募基金在我国的发展走向

首先，私募基金的投资者主要是一些大的投资机构者，圈子虽小门槛却不低，私募基金可以说是富人的俱乐部。因为普通百姓无法承受私募基金因为追逐高利润而带来的高风险。

其次，私募基金主要投资于金融衍生市场，投机性大。

这些基金的背后一般没有实物资产支撑，专门在金融市场从事各种买空、卖空交易，并从中获取高额的投资收益，尽管私募基金的出资方式不尽相同，但是私募基金大多雇用专业人士负责基金管理，采用精确的数量模型，对投资交易实行所谓的程序化投资决策管理。

第三，相对于公募基金，它具有很强的灵活性，融合性和个性化特征。私募基金的出现，增加了投资者的选择，活跃了市场交易气氛，更好地满足了不同投资者的投资偏好，吸引更多的社会闲置资金间接投资于中国的证券市场，从而促进证券市场的发展，提高证券市场资本形成的效率。

第四，私募基金的市场化程度更高，运行成本更低，更易于进行金融创新。私募基金的发展壮大会加剧基金业的竞争，冲击公募基金的垄断地位，提高基金市场的运作效率，形成较为完善的市场结构，推动我国成熟、理性的机构投资者群体的加速形成。

“非阳光化”发展的痼疾

中国私募基金的“黑户口”状态，产生了一系列足以威胁到其自身生存的问题。

1. 法律风险

对于国内私募基金而言，目前存在的最大问题是缺乏法律依据和保障。而中国的证券市场建设尚不完备，一些从业人员甚至不具备资格。在委托人方面，不少分公司或其他分支机构都存在一部分闲置资金，但其总公司没有授权其将资产委托他人管理，为追求高收益，这些分公司纷纷将闲置资金委托中介机构，进行“地下私募基金”投资。在受托人方面，基本都没有经营资产管理的资格，而以投资咨询、财务顾问之名，行私募基金管理人之实。在托管人方面，不少金融机构如银行、证券公司、信托投资公司没有被授予监

管资格。这样在私募基金三方面主体都不具有相应资格时，一旦发生争议，该私募基金合同是不受法律保护的，各相关当事人的权利得不到应有的保护，这种既非合伙、又非投资的合同本质上类似非法集资，在这种情况下，即使有书面合同，也很难得到法律的保障。

2. 操作风险

中国私募基金处在一个经济转轨的大背景下，依存于一个不规范的证券市场中，其运作行为往往更不规范。私募基金违规操作行为的动机在于攫取高额利润，所以私募基金一般都承诺很高的保底收益率来获得资金，这就导致了中国私募基金先天的投机性。另外，我国证券市场的不完善造成理性的价值投资很难达到所预期的收益，资本本身的逐利性决定和迫使私募基金必然利用中国证券市场的不完善，大规模进行一、二级市场的套利，联合上市公司操纵二级市场以获取超额利润。至于类似做庄式经营、在B字头账户下设置数十个A字头的拖拉机账户等违规行为更是数不胜数。可以说，私募基金的违规操作干扰了市场秩序，损害了市场的效率和公平，一旦操作失败或受到查处，其存在于杠杆基础上的风险可能会凸现出来，当资金链出现断裂时，其引发的链式反应不仅会使自身遭受重创，而且会对证券市场造成巨大的影响。

3. 政策风险

因为私募基金的发展受到法律环境的制约，它们的地位得不到承认，合法权益得不到法律的有效保护，所以，私募基金在面临法律风险的同时还面临着一定的政策风险。政策风险可以说在经济转轨过程中的中国显得尤为突出，国家对于经济的宏观调控，直接影响到了私募基金的生存与发展。在中国发展私募基金，不但要研究市场层面的风险，还要照顾到国家政策带来的风险。国家一来不承认私募基金的合法地位，二来经常变更的政策使得私募基金的生存成了本身、市场和政府三方的政治、经济角力，这就使得私募基金的长

期行为缺乏激励和保障。为了规避政策风险，其行为愈加短期化。相关法律法规的缺失又使得其行为难以被约束，为其违规操作提供了空间。而为了规避政策风险的短期化、投机化的投资策略，在面对市场的风云变幻时更容易遭受灭顶之灾。

可见，私募基金在中国处于“阳光照不到的地方”，由此而产生了法律、操作、政策等风险，不但会损害投资者的利益，而且因为中国私募基金相对于国外的对冲基金，规模有限，缺乏可以进行投资组合的金融原生工具和金融衍生工具，而更多根植于中国证券市场。“暗无天日”的私募基金可以说是悬在中国证券市场乃至国民经济头顶上的“达摩克利斯之剑”。上述三种风险的直接受害者不仅仅是基金投资者，因为总量甚大的私募基金一旦遭遇问题，其连带恶果必然是证券市场的大幅震荡以及国民经济的不稳定。

借道信托：私募基金阳光化

据媒体披露，2007年1月22日，受托人为华宝信托的千足金——华佳结构化证券投资信托募集成立，这意味着在停发接近两个月以后，首只私募信托产品成功募集。进入2月，通过信托形式募集的私募基金遍地开花，2月2日，千足金——华创结构化证券投资信托募集成立。2月8日，睿信证券投资

信托成立。类似产品还有亿龙中国2期证券投资信托、大藏金——瑞华结构化证券投资信托等四只私募基金。借道信托让私募基金走上前台已经成为业内的共识，而这种借道也自有其制度上的创新。以千足金——华创结构化证券投资信托为例，其成立公告显示，截至2月2日成立时止，千足金——华创结构化证券投资信托信托总规模为9075万元，其中一般受益人的投入的资金约为3000万。按照相关的契约规定，优先受益人享有信托计划的优先分配权，即无论信托计划运作是否盈利，一般受益人的资金都将用于保障优先受益人的本金和收益安全。值得注意的是，一般受益人即募集基金的管理公司自身，而优先受益人则是投资者，通过这个手段，部分地实现了保底的概念。这种模式和券商集合理财中的安全垫模式接近，至今绝大部分券商集合理财产品中都要求券商本身投入一定比例的资金，如果投资亏损，券商投入的部分资金需要用于弥补投资人的亏损。

由于私募基金的高门槛、隐秘性等特点，现阶段对于大多数投资者来说，它仍然是一种遥不可及的投资选择。但相信随着私募基金的“健康化”和“阳光化”的发展，在不久的将来，可以预期它将会成为广大投资者“篮子”里的一只“金光闪闪的鸡蛋”。

财富宝典

五大最热投资名词

1. 股票

股票的主要特点表现为三个方面：第一，不可偿还性。投资者持有股票后，不能要求退股，只能到二级市场卖给第三者。第二，具有风险性。购买股票是一种风险投资。第三，具有流通性。股票作为一种资本证券，是一种灵活有效的集资工具和有限证券，可以转让、抵押和买卖流通。

2. 基金

现在投资者关注最多的基金就是证券投资基金。证券投资基金是一种间接的证券投资方式。基金管理公司通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理和运用资金，从事股票、债券等金融工具投资，然后分享收益，共担投资风险。

3. 权证

权证是发行人与持有者之间的一种契约，其发行人可以是上市公司，也可以是持有大量上市公司股票的第三者，如其非流通股股东。权证允许持有人在约定的时间可

以用约定的价格（行权价格）购买或卖出权证所对应的资产，这些资产可以是个股，也可以是一篮子股票、指数、商品或其他衍生产品。权证本身一般比较便宜，发行后，权证可以上市交易，其价格取决于权证发行价、行权价格与其所对应股票的市价之间的差价。

4. 股指期货

全称为“股票指数期货”，是以股价指数为依据的期货，是买卖双方根据事先的约定，同意在未来某一个特定的时间按照双方事先约定的股价进行股票指数交易的一种标准化协议。

5. B股

B股的正式名称是人民币特种股票。目前境内境外投资者均可进行B股交易，上交所B股以美元来标识面值并作为结算货币，深交所上市交易的B股则是以港币来标识面值并作为结算货币。所以，境内投资者如果想进行交易B股，必须先开立B股交易账户，并在资金账户中存入相应的港币或美元才可以进行交易。