

论文提要

私募基金近年来发展迅速,是资本市场和实体经济中的重要力量,对经济和金融的影响日益扩大,但也出现了诸如美国历史上金额最大的“庞氏骗局”欺诈案等不良行为。信息披露制度是资本市场的基石,有效信息披露是保护投资者利益和维护金融市场秩序的重要环节和手段,也是我国私募基金未来健康发展必须要解决好的基础性和根本性问题。

本文采用了比较研究和实例研究的方法。首先对私募基金的概念、基本特点、法律表现形式以及演进历程进行了理论分析,在借鉴美国、英国等国家和地区私募基金信息披露制度经验的基础上,本文全面梳理了我国信托公司集合资金信托计划、证券公司集合资产管理计划、商业银行理财计划、基金公司一对多资产管理计划以及创业投资企业和有限合伙企业等不同类型私募基金在信息披露方面的法规要求和实践披露现状,指出我国私募基金信息披露存在的主要问题包括各类私募证券投资基金信息披露标准不统一;私募股权基金缺乏基本的信息披露要求;私募基金趋于公募化监管;缺乏专门信息披露规范,操作性、可比性较差以及缺乏独立第三方对私募基金披露信息进行监督等。在此基础上,本文尝试提出了我国私募基金信息披露的一般指引,并提出了完善我国私募基金信息披露制度的五方面政策建议:加强监管协调,尝试制订统一的私募证券投资基金信息披露指引;明确私募股权基金信息披露要求;淡化公募色彩,信息披露体现私募基金的特性;出台行业信息披露指引,提高操作性和可比性;加强托管银行等独立第三方对私募基金信息披露的监督等。

与以往研究集中于某一类或几类私募基金不同,本文研究的私募基金类型不仅包括私募证券投资基金,也包括私募股权基金,私募证券投资基金中不但包括了出现相对较早的信托公司集合资金信托计划和证券公司集合资产管理计划,也包括新近产生的银行理财产品 and 基金公司一对多理财产品,涵盖了目前我国主要的私募基金类型。同时,本文另一个特色是从信息披露的角度对我国私募基金制度建设进行了专题深入研究,丰富了以往私募基金研究的视角。另外,本文通过列举多个信息披露案例进行实际分析、比较和验证,一定程度上弥补了以往侧重理论分析的不足。

主题词: 私募证券投资基金 私募股权基金 信息披露

Abstract

Private fund grows quickly recently and plays a great role in the capital market and economics. But a lot of bad deeds are also with private fund such as the scandal of Madoff, which is the biggest amount in the history of America. Information disclosure is the base of the capital market. Effective information disclosure is one of the most important ways to protect the investors, and also the key question to be dealt for the continuous and healthy development of the private fund in China.

The ways of comparison and empirics are used in the essay. It introduces the concept, the basic characteristics, law styles and the development history firstly. After studying the private fund information disclosure of America, England and other countries, the essay analyses the law requirements and cases of the information disclosure of collective investment schemes by trust company, securities company, commercial bank and fund company. Basing those analysis, the essay concludes the main shortcomings of private fund information disclosure in China, such as the information disclosure standards of different private funds are not the same, the private equity fund lacks the basic information disclosure requirements, the regulation of private fund is intending to the public fund, the special information disclosure guideline doesn't exist, and no third party monitors the information disclosure of private fund. Thus the essay points five ways to improve the information disclosure of private fund: to coordinate different regulators more greatly and make the unique information disclosure guideline of the private fund, to issue the information disclosure requirement of the private equity fund, to keep a little away from the public fund and show the characteristics of private fund in the information disclosure, different regulators issue the information disclosure guideline, and to let the custodian bank to monitor the information disclosure of private fund.

Different with the former study focusing on one or two private funds, the essay includes all kinds of private funds. Another innovation of the essay is that it studies the private fund through the special corner of the information disclosure. Lastly the essay introduces a lot of examples in the study and contributes the shortcomings of former articles mainly focusing on the theory.

Key Words : Private Securities Fund Private Equity Fund Information Disclosure

1 绪 论

1.1 选题背景和意义

私募基金作为一种重要的投融资组织形式,起源于传统的私人银行业务,是市场经济向较高层次发展的必然产物。1949 年阿尔弗雷德·文斯勒·琼斯(Alfred Winslow Jones)在美国创立了全球第一只私募基金,基金以有限合伙形式,主要从事股票投资,使用杠杆交易和卖空,并首次采用了私募基金目前通常采用的收费方式,即对投资组合的盈利部分收取 20% 业绩表现费。全球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,目前已发展成为数万亿美元规模的巨大产业和市场,对经济、金融和社会生活的影响日益显现。而信息披露是资本市场的基石,有效信息披露是保护投资者利益和维护金融市场秩序的重要环节和手段,也是我国私募基金未来进一步发展壮大必须要面临和解决好的基础性问题。

从国际范围来看,2008 年 12 月 10 日,纳斯达克前主席伯纳德·麦道夫诈骗 500 亿美元被儿子告发,成美国历史上金额最大的“庞氏骗局”欺诈案。受害机构达 30 多家,汇丰也成为最大的受害者之一,导致各国股市再现恐慌性下跌。麦道夫骗局就像一场突如其来的飓风,袭向本已受创的美国对冲基金业。在华尔街最大的交易员论坛——精英交易员(Elitetrader)中,数百人参与了有关麦道夫诈骗案的讨论。其中一个最热烈的话题是,这是否代表了对冲基金行业的终结?讨论者认为,投资者会进一步加大对对冲基金的赎回,这个行业的高杠杆再也无法持续下去,而监管部门也势必对其进行更为严格的管制。目前整个对冲基金行业已经遭受了自 1990 年以来最大的打击,从最高峰时接近 2 万亿美元规模,缩水 45% 至 1.1 万亿美元。在麦道夫骗局之后,对冲基金行业的处境将更加艰难。从美国证券交易委员会对对冲基金的监管来看,美国对冲基金模式具有较高的自由度,没有受到过多法规的约束,引发了麦道夫事件的发生。分析认为,如果对冲基金可以披露更多的信息,并且第三方审计机构可以认真履行职责,麦道夫事件是可以避免的。

2006 年 10 月,美国 3 名投资者向美国曼哈顿地区法院提出诉讼,控告 KKR、凯雷等 13 家美国著名的私募股权基金非法串谋,蓄意压低被收购对象的股价,从而以相对低廉的代价收购目标公司。随后美国司法部要求数家大型私募股权基金提供业务文件,以调查其在公司运作中是否有违反市场公平竞争原则的行为。《华尔街日报》指出,私募股权基金通过私下募集吸收越来越多社会公众的资金,却长期不向社会公开信息,存在较大的道德风险。2007 年戴维·沃克为英国政府起草了《私募股权投资

信息披露和透明度指引》。该草案虽不具备强制性，但代表了英国监管当局对未来私募股权投资监管的态度。按照该指引，大型私募股权基金公司及其风险投资成员公司需要进一步披露信息，私募股权基金公司应确保对有限合伙人的报告符合统一的格式规范，便于其监测、报告和估值现有投资。此外，私募股权基金公司还需要在保密基础上向英国创业投资协会提交上一年度的相关数据，包括基金募集数额、按交易价值计算的兼并和处置额、专业顾问费和其他与设立、管理基金有关的服务费等。沃克主张当对冲基金或私募股权基金超过一定规模时，需要按照要求进行登记，并履行有限的信息披露要求；当这些基金的规模大到一定的程度，政府才可以考虑对其实施资本金和杠杆比例的监管。最近，美国和欧盟分别就金融监管改革提出了方案，新的金融监管改革方案也改变了各国对私募股权投资基金监管的态度，美国和欧盟均表现出加强监管的趋势。

从国内来看，截至 2009 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）已经达到 1718 家，股票市价总值达到 24.39 万亿元，股票流通市值达到 15.13 万亿元，较 2008 年末翻一番。中国证监会副主席姚刚在 2009 年第八届中国证券投资基金国际论坛上指出，我国基金业近年来取得了令人瞩目的成就。截至 2009 年 10 月，专业机构投资者持有 A 股市值约 2.25 万亿元，占流通总市值的比重已由 2003 年末的 12% 增加到 17.2%，全部机构投资者所占的比重超过 50%。到 10 月底，全国共有基金管理公司 60 家，管理资产 27306 亿元，其中公募基金 532 只、资产规模 23188 亿元，社保委托资产 2997 亿元，企业年金 709 亿元，特定客户资产 412 亿元；基金托管银行 17 家；基金销售机构 115 家。基金持股市值 17404 亿元，占沪深股市流通市值的 13.29%。在公募基金取得长足发展的同时，我国各类私募基金作为资本市场重要的机构投资者，作为经济、金融活动的重要参与者，也日益从幕后走向前台，引起社会各方的广泛关注。2010 年 1 月全国人大财经委副主任委员吴晓灵在国金证券举办的中国私募基金年会暨第二届“中国最佳私募”颁奖典礼上表示，在立法方面给予管理私募基金的管理公司及其募集的私募基金合法的法规地位是当务之急，对私募基金的监管应采取备案制。原《证券投资基金法》起草工作小组组长王连洲则表示，目前全国私募基金规模达到 1 万亿元以上，其优势在于产品针对性强及收益率相对较高。预计股指期货融资融券推出后，私募基金管理机构 5 年内将达 5 千多家，信托私募证券管理规模将突破千亿元。私募基金产品的设计将更具特色化、多元化，公募基金行业和私募基金行业不断融合。私募基金需要纳入基金法规范，应通过监管，保护私募基金各方参与的合法权益。监管层应以有利于维护投资者权益为基准点，转变监管思路，促进公募与私募基金协调发展。

我国私募基金自产生到发展壮大，已有十多年的历史。十多年里，私募基金对我国证券市场既产生了积极影响，也产生了消极影响。各种非法集资、做庄、内幕交易

等丑恶行为往往与私募基金交织在一起。2008年3月,中国社科院金融所发布的“银行业理财产品评价和分析报告”指出,许多银行信息不透明,存在许多“不明产品”(产品的基础资产、结构、期限等信息不明确),其中包括汇丰、花旗、恒生、东亚、光大和招商等6家中外资银行因理财产品的运作信息严重缺乏透明度登上了报告的黑名单。2008年初,中国银监会对部分商业银行理财产品进行了抽样调查,并通报了部分商业银行理财产品存在的问题,主要包括:产品设计管理机制不健全、未有效开展客户评估、产品宣传中风险揭示不足、未能建立完整的信息披露机制、销售人员管理存在漏洞和投诉处理机制不完善。在产品宣传方面,部分商业银行理财产品的宣传过程和相关宣传品不能充分揭示风险,没有以醒目、通俗的文字进行表达,也没有提供必要的举例说明,而是过分强调预期收益率。还有部分商业银行未及时通过有效渠道和方式向客户告知产品相关情况,特别是在理财产品存续期内,未能很好地向客户提供方便、及时、准确的资产变动、期末资产估值等重要信息。

目前,信息披露制度已经成为包括我国在内的各国证券法的核心内容之一,它是确保公平、公开、公正的证券市场得以建立的一个重要前提。1996年4月11日,美国证券交易委员会(SEC)提出三项评价“核心准则”的要素,其中一项是“高质量”。SEC对“高质量”的具体解释是可比性、透明度和充分披露。1997年初东南亚金融危机爆发后,许多国际性组织在分析东南亚金融危机的原因时,将会计信息透明度和解释度不足归结为是东南亚金融危机的直接诱因。

因此,在国际、国内私募基金发展日益规范的背景下,本文以私募基金为研究对象,从信息披露的角度,分析我国私募基金信息披露的发展现状、存在的问题并提出相应的政策建议,应具有重要的理论和现实意义。

1.2 国内外相关研究回顾

1.2.1 国外相关研究

私募基金比公募基金表现更好(William Fung & David Hsieh, 2000; Edwards & Caglayan, 2001; Brooks & Harry, 2002)是因为一是它在搜集和加工信息方面具有专门化的优势,可实现规模经济和范围经济,从而有效地降低成本;二是基于股权投资和管理的介入,风险投资机构和风险企业之间可形成长期稳定的利益互动关系,不仅使信息的获取、加工和传递更具经济性,并可以减弱任何一方机会主义行为的风险,因为任何一方的违约都可能导致双方合作的破裂,从而有损未来的收益;三是风险投资机构未来的赢利和自身的成长取决于它所建立和维持的声誉,这个声誉机制即限制了风险投资机构的机会主义行为,从而使其对高风险有更客观的评价(Dialnodm, 1984; Fama, 1985; Stiglitz, 1985; PaPrael Amit, James Brander and Christoph Zott, 1998; Edwards & Caglayan, 2001; Edwards & Gaon, 2003)。

Mark Grinblatt and Sheridan Titman (1989) 利用期权定价模型对以基金表现确定基金管理人收益的合约条款进行了分析,指出这些条约的潜在问题是可能导致基金管理人提高投资组合风险,认为在基金业绩表现不好时,应对基金管理人进行惩罚。并且如果这种潜在的惩罚超出了其承担风险可能带来的收益,就可以有效规避基金管理人的这种道德风险。由于对冲基金投资策略灵活,管理激励强劲,投资者也更加成熟,同时较少受到政府管制,因此对冲基金的业绩表现是否一直优于共同基金? Carl Ackermann, Richard McEnally, David Ravenscraft (1999) 对 1988-1995 年的大样本数据进行了研究,发现对冲基金的业绩始终优于共同基金,但与共同基金和市场指数相比,对冲基金波动性更大,即拥有更高的 β 值。Bing Liang (2000) 发现某只对冲基金最终退出市场的最主要原因是由于差的业绩表现,从而从侧面说明,那些业绩较差的基金管理人为了在市场中生存下去,他们有动力提高基金所承受的风险。从对冲基金具有一定时间锁定期的特点出发, Vikas Agarwal and Narayan Y.Naik (2000) 分别采用了二期模型和多期模型来分析对冲基金的业绩持续性。他们的研究结果显示,与半年和更长的时间相比,在三个月的时间长度内对冲基金业绩最具有持续性。William N. Goetzmann, Hnathan E. Ingersoll, JR., Stephen A. Ross (2003) 指出,激励性薪酬对基金管理人是有价值的,同时另一方面也侵蚀了一部分投资者的利益,与激励性薪酬相伴的“高水位线条款”(High Water Mark Provision)在一定程度上也限制了激励性薪酬的价值。Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Christopher R. Blake (2003) 在对激励性薪酬对基金管理人的作用进行检验后认为,那些采用激励性薪酬的基金展示了更加突出的选股能力。同时,采用激励性薪酬的基金比未采用激励性薪酬的基金承担了更大的风险,而且在基金的业绩表现弱于大市的一段时间后,基金管理人倾向于提高基金所承担的风险。Gaurav S.Amin, Harry M. Kat (2003) 选取了 1990 年 5 月至 2000 年 4 月的 77 个对冲基金和 13 个对冲基金指数的月度收益数据进行了研究,结果显示对冲基金并没有提供更高的风险收益,并且认为投资者的资产配置中对冲基金的最佳比例为 10-20%。James E. Hodder (2006) 对对冲基金合约对基金管理人的激励效应进行了研究。如果合同以一年为期,那么基金所承受的风险随基金值的变化而迅速改变。在将模型延伸到多期情况下,如果基金运行良好,则基金所承受的风险也相对适中;随着基金到期日临近,基金管理人将增加基金所承受的风险。该研究在一定程度上支持了 Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Christopher R. Blake (2003) 的结论。

Sweeting (1991) 强调了会计信息在私募股权基金监管中的重要作用。Mitchell 等人(1995)指出私募股权基金设计良好的信息披露要求,能够解决大量的道德风险和不对称问题;并且对于风险企业的会计信息流需要比上市公司法定的要求更规范和细致。Ulf Axelson (2007) 认为,对基金管理人的激励会促使基金在经济景气时过度投资,在经济萧条时投资不足,结果整个行业周期将被放大,并加大了宏观经济的

波动,所以私募股权投资基金需要适度的监管。Douglas Cumming 和 Sofia Johan(2006)通过对 100 家荷兰机构投资者的私募股权投资基金投资项目的资金配置情况进行分析后发现,对私募股权投资基金监管的相对缺乏,会阻止机构投资者在私募股权投资基金上的投资,特别是当投资基金缺乏透明度的时候。数据还表明,融洽的监管会增加机构投资者在国内和国外私募股权投资基金投资上的资金配置。

1.2.2 国内相关研究

徐明亮(2009)就如何规范有限合伙型私募证券投资基金的发展提出要建立信息披露制度。其认为,为加强基金管理人和投资者之间的交流与合作,应建立“长期互动”机制,如基金管理人每月向投资者披露基金净值信息,每半年召开一次投资者会议,向投资者披露基金投资策略、投资组合、投资收益和财务状况等信息,倾听投资者的意见和建议。另外,基金管理人应向监管部门定期和不定期地披露信息,如规定每季度披露一次与投资组合、证券交易和投资收益等有关的信息;当投资者增减或者基金份额转让致使有限合伙型私募证券投资基金发生变更时,应及时披露相关的信息。

金玉娇(2009)认为要加强对私募基金信息披露的要求。私募基金以其本身特质没有对外公开经营信息的义务,然而对投资者则应定期披露资产、负债规模和结构等,增强其经营透明度,并且在发起基金时必须向投资明确指出所存在的风险。监管部门也要定期对其资产状况、投资情况进行审查。这是对我国还不成熟的私募基金必要的规范。

吴迎庆(2009)认为严格私募基金的信息披露和风险揭示是控制私募基金风险的重要手段。无论是国内还是国外,私募基金一般都是暗箱操作,其投资策略高度保密,不要求它向社会公开披露有关信息。虽然私募基金没有义务向社会披露有关信息,但向该基金的投资者和监管部门披露有关信息则是其义不容辞的责任。在设立私募基金后,应该每月向投资者报告基金投资情况和资产情况,并定期将这些信息向监管部门披露,以便投资者和监管部门及时了解其运作情况及风险状况,采取必要的措施以最大限度地控制风险。

张瑞彬(2009)认为,从目前来看,私募股权基金的投资者都是成熟投资者,因此在监管方式上,应以信息披露为主,要求私募股权基金管理人向监管机构或行业协会备案,并定期进行信息披露,确保投资者和监管当局了解私募股权基金的规模、投资方向、投资期限、重大事项变更等信息。而对那些未进行备案而又从事私募股权基金业务的机构,可以考虑给予行业禁入或罚金等处罚。

雷亚丽(2009)建议应区分募集对象设定信息披露要求。对于机构投资者无需发行人主动向其披露信息。一般自然人投资者所处的获取信息的地位和能力都较机构投

投资者弱些，信息披露制度应重点考虑对此类投资者的保护。

吕锦峰（2008）认为信息披露的要求是降低委托——代理问题弊端的必要手段，主张不论是私募基金发行时或运作中基金管理人都必须向投资人及监管机构履行信息披露义务，一方面舒缓信息不对称的弊端，另一方面使监管机构能有充分信息进行宏观监管。

李云捷（2008）指出，由于未得到法律的正式承认，我国私募基金往往采取各种隐蔽的形式并且信息一般都不对外公开，这导致私募基金最重要的资金信息完全是谜。

田海（2008）认为强化私募基金的信息披露和风险揭示可以有效地防止内幕交易，是私募基金监管的重点。建议应制定《中华人民共和国投资基金法》，专设信息披露一章规定私募基金信息披露的内容。

危凤（2008）认为私募基金必须有一定的信息披露。我国的私募基金目前就处于无人监管也不披露任何信息的状况，这一方面导致国家税收的流失，一方面也为私募基金进行违规违法操作提供了条件。在今后私募基金的立法过程中，必须明确规定私募基金要定期、不间断地对其投资者进行信息披露。

汪振江、独家基（2008）指出，严格规范私募基金的信息披露制度是控制风险的重要手段。该项制度设计以下事项应予考虑 在信息披露对象上，私募基金是向特定对象募集资金设立的，它没有向社会公众披露信息的义务，它的披露对象只限于两类投资者和基金监管机构。 在披露范围上，对投资人的信息披露内容应为与投资对象及基金本身有关的所有重要信息，如基金的投资风险、管理费用、管理人的业绩、背景和基金的运行情况等。对监管部门进行信息披露，不仅要报告基金情况和基金发起人、管理人和托管人的情况，还要报告投资人的基本情况。 在信息披露频率上，私募基金信息披露频率可以低于公募基金。

李俊英（2007）指出，从各国的立法实践来看，对私募基金的信息披露要求相对于公募基金都要宽松很多。私募基金没有向社会公众披露信息的义务，其信息披露对象只限于投资者和监管部门。私募证券投资基金对投资者的信息披露主要依据双方契约的约定，法律无需过多干预，只需做出向导性的规定即可。

李晶、李璐菲（2007）认为，虽然私募基金属于非公开、定向发行，对于信息披露有着严格的限定，但是结合我国目前私募基金发展状况和信用制度水平，应该以“少管制、多监管”为出发点，规定信息披露内容，加强投资人和监管机构对基金管理者的约束和监督，从而有效地降低违规操作与内幕交易的可能性。但是在加强监管的同时也要掌握好尺度，更要明确监管并不等于管制，信息披露也不等于公开。只要把握好这个标准，那么就会自发形成对私募基金运行的约束，从而达到保护投资者利益的目的。

李一梅(2007)认为我国对于私募基金的信息披露可以从以下几个方面进行规定。就披露的程序而言,规定私募基金只有通过申请才能豁免类似于对公募基金的信息披露要求,以将其置于可控范围内,防止出现大量为逃避公募基金的严格规制而设立的私募基金。就披露对象而言,私募基金没有向社会公众披露信息的义务,但是需要向基金投资者和监管部门披露信息,而对于不同层次的监管部门,其披露义务的程度不同。就披露内容而言,私募基金信息披露应该主要是就基金投资组合情况、资产状况以及取得的收益等进行的披露。同时,如果私募基金的运作符合其他法律法规的限制,也必须按照其他法律法规的要求进行披露。就披露时间而言,对投资者进行信息披露的时间应当由基金合同或章程来约定,而对监管部门的信息披露可以规定是每半年或每年披露一次,但是对资本超过一定规模的大额私募基金则可以规定的更严格一些,如每个季度披露一次。这主要是因为超过一定规模的资金更容易对整个证券市场的稳定性造成影响,对整个市场造成系统性风险。

张明娥(2006)指出,为了保护投资者的利益应对私募基金的信息披露做出一些规定,如严格限制公开做广告,禁止通过报纸、杂志、电视、广播、互联网等媒体或以开座谈会、研讨会的形式向社会发布有关招募广告,投资者只能从私下比较可靠的渠道获得投资信息,从而迫使基金管理人凭借自己的声誉和良好的业绩来吸引和留住客户,避免过度的市场炒作对投资者造成误导。

滕宇(2005)认为严格私募基金的信息披露和风险揭示是控制私募基金风险的重要手段。私募基金虽然没有义务向社会披露有关信息,但向基金的投资者和监管部门披露信息是其义不容辞的责任。在设立私募基金时,应向投资者充分揭示其存在的风险,基金设立之后,应该定期向投资者报告基金投资情况及资产状况,并定期将这些信息向监管部门披露,以便投资者与监管部门及时了解其运作情况及风险状况,采取必要的措施以最大限度地控制风险。

1.2.3 简要评述

国外关于私募基金的文献主要集中于微观经济效率的研究,如私募基金的费用设计、投资策略、收益情况、对经济的影响、激励性薪酬的优劣以及对对冲基金的业绩是否长期优于共同基金等,较少涉及私募基金的信息披露。而从国内专家学者对私募基金信息披露问题的研究来看,虽然信息披露越来越引起有关各方的注意,但现有研究基本还局限在泛泛强调其重要性上,简单强调要加强私募基金的信息披露,而缺少对各类私募基金信息披露问题的全面、系统和深入的分析,缺少在对现状进行全面梳理的基础上提出完善我国私募基金信息披露制度的系统化解解决方案。

1.3 本文的创新与特色

本文正是基于这样的研究现状,将我国目前主要的私募基金形式放在一个平台上进行综合研究分析,在全面梳理法律法规对不同类型私募基金信息披露要求的基础上,更进一步通过多个信息披露案例的实践检验和比较,指出当前我国私募基金信息披露存在的主要问题,从而针对性提出完善我国私募基金信息披露制度的若干政策建议。

具体而言,本文的创新与特色主要表现在以下方面:

(1) 全面性:区别于以往研究集中于某一类或几类私募基金,本文研究的私募基金类型不但包括私募证券基金,也包括私募股权基金,私募证券基金中不但包括了出现相对较早的信托公司集合资金信托计划和证券公司集合资产管理计划,也包括新近产生的银行理财产品和基金公司“一对多”理财产品,涵盖了目前我国主要的私募基金类型。

(2) 独特视角:私募基金的一个重要特性就是信息披露要求不高,因此现有研究文献几乎不涉及或较少涉及信息披露问题,即使涉及也基本是蜻蜓点水,鲜有专门针对信息披露问题进行专题深入研究的,因此本文拟在此方面做些尝试。

(3) 实例分析:我国法律法规对不同类型私募基金信息披露都或多或少有些规定,但实践中又是如何执行的?笔者发现几乎所有研究尚停留在理论层面,少有实例分析。本文通过列举多个信息披露案例进行实际分析、比较和验证,尝试在此方面做些突破。

1.4 本文的研究方法、研究思路与框架

本文主要采用了比较研究和实例研究的方法。比较研究主要体现在:对国外私募基金信息披露进行了比较研究与经验借鉴,对信托公司集合资金信托计划、证券公司集合资产管理计划、商业银行理财计划、基金公司一对多资产管理计划以及创业投资企业和有限合伙企业等不同类型私募基金的信息披露进行了比较研究。实例研究则体现为:本文针对不同类型私募基金,收集了大量信息披露案例进行实例分析。

本文首先对私募基金进行了理论分析,介绍了私募基金的基本概念、基本特点、法律表现形式以及发展演进历程。然后对美国、英国、日本、韩国以及我国台湾和香港地区的私募基金信息披露制度进行了比较研究和经验借鉴。接着系统梳理了我国各类私募基金信息披露的法规要求和实践披露现状。在此基础上分析了我国私募基金信息披露存在的主要问题并提出相应的政策建议。最后是结论,并指出进一步研究的方向。

2 私募基金的基本概念

2.1 私募基金的定义

基金是一种实行组合投资、专业管理、利益共享、风险共担的集合投资方式。而私募基金国际上并不存在这样的说法，国内对其也没有一个权威、明确的定义。如夏斌在 2002 年《中国私募基金报告》中认为，所谓私募基金就是指相对于受中国政府主管部门监管、向不特定投资人公开发售受益凭证的证券投资基金而言，一种非公开宣传的、私下向特定投资人募集资金的集合投资。《中华人民共和国证券投资基金法》第二条规定：在中华人民共和国境内，通过公开发售基金份额募集证券投资基金，由基金管理人管理，基金托管人托管，为基金份额持有人的利益，以资产组合方式进行证券投资活动，适用本法。第一百零一条同时规定：基金管理公司或者国务院批准的其他机构，向特定对象募集资金或者接受特定对象财产委托从事证券投资活动的具体管理办法，由国务院根据本法的原则另行规定。也就是说，我国《证券投资基金法》虽未对私募基金直接进行规定，但已间接将私募基金纳入其调整的范围。

简言之，私募是相对于公募而言，以基金募集方式或发行方式的不同来界定私募基金和公募基金。私募基金是通过非公开发售的方式募集资金，而公募基金募集资金则是通过公开发售的方式进行的。更进一步，根据私募基金具体投资方向的不同，可将私募基金细分为私募证券投资基金和私募股权投资基金。私募证券投资基金主要投资于高流动性的股票、债券等有偿证券，而私募股权投资基金则主要投资于未上市企业的股权。按照此定义，国内的私募证券投资基金类似于国外的对冲基金（hedge fund），而私募股权投资基金则对应于国外的风险投资基金或创业投资基金。

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（王霞，2007）。根据美国证监会对对冲基金的定义，对冲基金是一个常用的非法律名词。以往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。而对冲基金的投资者仅限于成熟富有的个人，且随着时间的推移，对冲基金的活动不断扩展到其他金融工具和市场。如今，对冲基金这一概念已不再强调使用对冲工具的特点了，而是更加强调该投资集合的私下募集和无需注册两大特点。

2.2 私募基金的基本特点

与公募基金相比，私募基金具有以下特点：

- 1、募集对象不同。公募基金的募集对象主要是广大社会公众，即社会不特定的

投资者。而私募基金募集的对象主要是少数特定的投资者，包括机构和个人，对投资者资格和人数有着较为严格的要求。如美国1940年《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；（3）符合下列条件的信托组织：此信托组织并非为获得该私募基金证券而专门成立的；受托人或经授权管理信托组织的人、发起人（settlor）及其他参与者均为合格买家（第一、二、四类）；（4）其他拥有不少于2500万美元及投资自由支配权的组织。在参与人数限制方面，对于根据《投资公司法》第3（c）（1）条款设立的对冲基金，可以豁免相关注册的条件为：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）”，对于拥有对冲基金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。

2、募集方式不同。公募基金募集资金是通过公开发售的方式进行的，而私募基金则是通过非公开发售的方式募集，这应是私募基金与公募基金最主要的区别。如我国2004年初施行的《证券公司客户资产管理业务试行办法》规定：证券公司及其他推广机构应当采取有效措施使客户详尽了解集合资产管理计划的特性、风险等情况及客户的权利、义务，但不得通过广播、电视、报刊及其他公共媒体推广集合资产管理计划。

3、投资限制不同。由于公募基金是面对广大没有投资知识且个人财产净值相对较少的一般投资者的产品，他们不能接受过高的风险，境外通常通过对公募基金的投资方式、杠杆比例、卖空比例以及投资分散度进行限制，以控制公募基金的风险，保护投资者的利益。而私募基金面对的投资者是完全不同的，理论上说私募基金的投资者有能力了解私募基金的投资方向和投资方式，及其所面对的投资风险，并且因为个人财产净值相对较高，具有相应较高的风险承受能力。从而，境外证券监管机构通常不限制私募基金的投资方向。私募基金投资的高度灵活性是其重要特征之一。

4、业绩报酬不同。公募基金一般不提取业绩报酬，只按管理资产规模的一定比例收取固定的管理费。而对私募基金来说，除了收取固定比例的管理费外，通常还收取超额业绩报酬。如我国2008年《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》规定：特定资产管理业务的管理费率、托管费率不得低于同类型或相似类型投资目标和投资策略的证券投资基金管理费率、托管费率的60%。资产管理人可以与资产委托人约定，根据委托财产的管理情况提取适当的业绩报酬。在一个委托投资期间内，业绩报酬的提取比例不得高于所管理资产在该期间净收益的20%。固定管理费用和业绩报酬可以并行收取。

5、信息披露要求不同。公募基金由于面向广大的普通投资者，国家法律法规为

保护众多的中小投资者的利益,对公募基金一般都实施更为严格的监管和更为详实的信息披露要求。而私募基金由于投资者只是部分特定的群体,可以是个别协商的结果,投资活动本身的保密性是其重要特征甚至说是优势之一,因此法律法规一般不要求像公募基金那样强制进行公开、全面、详实的信息披露,而主要由私募基金自主决定。通常而言,私募基金向社会公开披露信息的较情况为鲜见。美国、台湾等国家和地区在私募制度对发行人信息披露要求方面,通常考虑投资者的自我保护能力。如果投资者具有自我保护能力,则他们认为有必要获得发行人的特定信息以决定是否投资时,会主动要求发行人提供。因此,相关法规并不要求发行人必须向这类投资者提供特定信息。另一方面,如果私募对象不完全具备这种能力,则要求发行人必须提供特定信息。私募基金虽然享有很多豁免条款,但私募基金也并不能完全游离于政府监管范围之外。如最自由的美国对冲基金虽然不需向公众披露其内部信息和投资计划,但也必须定期向美国证监会备案和提交大额交易报告。

2.3 我国私募基金的基本类型

从是否具有法律地位区分,可将我国私募基金划分为两种基本类型,一种是具有明确法律地位和相应监管机构的私募基金,主要表现形式包括信托公司集合资金信托计划、证券公司集合资产管理计划、商业银行理财计划、基金公司一对多资产管理计划以及创业投资企业和有限合伙企业。另一种主要是指没有明确法律身份的民间私募型基金。民间私募基金常常以理财工作室、投资咨询公司、投资顾问公司或投资管理公司等名义,以委托理财方式为单个或多个投资者提供投资管理服务。这类私募基金的运作完全靠民间的个人信誉维系,纯属于民间自愿。实践中民间私募型基金形式五花八门,亦很难取得可资分析的充足的、准确的有价值的信息,故本文未将其纳入研究范围。

1、信托公司集合资金信托计划。2007年1月23日日中国银监会颁布了新的《信托公司集合资金信托计划管理办法》,自2007年3月1日起施行,原《信托投资公司资金信托管理暂行办法》(中国人民银行令[200]第7号不再适用)。办法共九章五十五条,对信托计划的设立、信托计划财产的保管、信托计划的运营与风险管理、信托计划的变更、终止与清算、信息披露与监督管理、受益人大会等基本内容进行了规定。根据该办法,集合资金信托计划是指在我国境内设立,由信托公司担任受托人,按照委托人意愿,为受益人的利益,将两个以上(含两个)委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的资金信托业务。办法规定:单个信托计划的自然人人数不得超过50人,合格的机构投资者数量不受限制。合格投资者,是指符合下列条件之一,能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人:(一)投资一个信托计划的最低金额不少于100万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织;(二)个人或家庭金

融资产总计在其认购时超过 100 万元人民币,且能提供相关财产证明的自然人 ;(三) 个人收入在最近三年内每年收入超过 20 万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过 30 万元人民币,且能提供相关收入证明的自然人。

2、证券公司集合资产管理计划。2003 年 12 月 18 日中国证监会颁布了《证券公司客户资产管理业务试行办法》,自 2004 年 2 月 1 日起施行,原中国证监会《关于规范证券公司受托投资管理业务的通知》(证监机构字[2001]265 号)、《关于证券公司从事集合性受托投资管理业务有关问题的通知》(证监机构字[2003]107 号)同时废止。办法共六章七十三条,对业务范围和业务资格、基本业务规范、风险控制和客户资产托管、监管措施和法律责任等基本内容进行了规定。

根据该办法,证券公司集合资产管理计划是指证券公司为多个客户办理集合资产管理业务,设立集合资产管理计划,与客户签订集合资产管理合同,将客户资产交由具有客户交易结算资金法人存管业务资格的商业银行或者中国证监会认可的其他机构进行托管,根据集合资产管理合同约定的方式、条件、要求及限制,通过专门账户对客户资产进行经营运作,为客户提供证券及其他金融产品的投资管理服务。证券公司办理集合资产管理业务,可以设立限定性集合资产管理计划和非限定性集合资产管理计划。限定性集合资产管理计划资产应当主要用于投资国债、国家重点建设债券、债券型证券投资基金、在证券交易所上市的企业债券、其他信用度高且流动性强的固定收益类金融产品;投资于业绩优良、成长性高、流动性强的股票等权益类证券以及股票型证券投资基金的资产,不得超过该计划资产净值的百分之二十,并应当遵循分散投资风险的原则。非限定性集合资产管理计划的投资范围由集合资产管理合同约定,不受前述规定限制。

3、商业银行理财计划。2005 年 9 月 24 日中国银监会颁布了《商业银行个人理财业务管理暂行办法》,自 2005 年 11 月 1 日起施行。办法共七章六十九条,对分类及定义、个人理财业务的管理、个人理财业务的风险管理、个人理财业务的监督管理、法律责任等进行了规定。根据该办法,商业银行理财计划是指商业银行在对潜在目标客户群分析研究的基础上,针对特定目标客户群开发设计并销售的资金投资和管理计划。按照客户获取收益方式的不同,理财计划可以分为保证收益理财计划和非保证收益理财计划。保证收益理财计划,是指商业银行按照约定条件向客户承诺支付固定收益,银行承担由此产生的投资风险,或银行按照约定条件向客户承诺支付最低收益并承担相关风险,其他投资收益由银行和客户按照合同约定分配,并共同承担相关投资风险的理财计划。非保证收益理财计划可以分为保本浮动收益理财计划和非保本浮动收益理财计划。保本浮动收益理财计划是指商业银行按照约定条件向客户保证本金支付,本金以外的投资风险由客户承担,并依据实际投资收益情况确定客户实际收益的理财计划。非保本浮动收益理财计划是指商业银行根据约定条件和实际投资收益

情况向客户支付收益，并不保证客户本金安全的理财计划。

4、基金公司一对多资产管理计划。2007年11月29日中国证监会颁布了《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，自2008年1月1日起施行。办法共五章四十条，对业务规范、监督管理、法律责任等基本内容进行了规定。针对办法所指的多个客户的特定资产管理业务具体实施安排，2009年6月1日中国证监会颁布实施了《关于基金公司开展特定多个客户资产管理业务的规定》，根据该规定，基金管理公司多客户特定资产管理业务（俗称“一对多”），是指取得特定资产管理业务资格的基金管理公司向两个以上特定客户募集资金，或接受两个以上特定客户的财产委托担任资产管理人，由商业银行担任资产托管人，为资产委托人的利益，将其委托财产集合于特定账户，进行证券投资的活动。基金管理公司从事多客户特定资产管理业务，应当向符合条件的特定客户销售资产管理计划。符合条件的特定客户，是指委托投资单个资产管理计划初始金额不低于100万元人民币，且能够识别、判断和承担相应投资风险的自然人、法人、依法成立的组织或中国证监会认可的其他特定客户。基金管理公司为多个客户办理特定资产管理业务的，单个资产管理计划的委托人人数不得超过200人，客户委托的初始资产合计不得低于5000万元人民币，中国证监会另有规定的除外。

5、公司型和有限合伙型股权基金。2005年11月15日国家发展改革委联合九部委发布了《创业投资企业管理暂行办法》，自2006年3月1日起施行。办法共六章三十二条，对创业投资企业的设立与备案、创业投资企业的投资运作、对创业投资企业的政策扶持、对创业投资企业的监管等基本内容进行了规定。根据该办法，创业投资企业，系指在中华人民共和国境内注册设立的主要从事创业投资的企业组织。所称创业投资，系指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式。创业企业，系指在中华人民共和国境内注册设立的处于创建或重建过程中的成长性企业，但不含已经在公开市场上市的企业。办法规定创业投资企业向管理部门备案应当具备的一些条件包括：实收资本不低于3000万元人民币，或者首期实收资本不低于1000万元人民币且全体投资者承诺在注册后的5年内补足不低于3000万元人民币实收资本；投资者不得超过200人。其中，以有限责任公司形式设立创业投资企业的，投资者人数不得超过50人。单个投资者对创业投资企业的投资不得低于100万元人民币。公司型股权基金主要即指根据或参照《创业投资企业管理暂行办法》设立的创业投资企业。

2006年8月27日修订后的《中华人民共和国合伙企业法》公布，自2007年6月1日起施行。该法共六章109条，对普通合伙企业、有限合伙企业、合伙企业解散、清算等基本内容进行了规定。《合伙企业法》规定，有限合伙企业由二个以上五十个以下合伙人设立，法律另有规定的除外。有限合伙企业至少应当有一个普通合伙人并

由普通合伙人执行合伙事务。有限合伙人不得对外代表有限合伙企业。有限合伙型股权基金主要即指根据《合伙企业法》设立的股权投资基金。

2.4 我国私募基金发展演进

在20世纪70年代前,私募基金由于高风险以及投资者群体很小,该行业未能得到蓬勃发展,长期存在于社会公众视野之外。直至20世纪70年代末,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)等一些杰出的对冲基金经理的出现,私募基金才逐渐通过媒体引起了社会公众的关注。20世纪90年代以来,全球私募基金蓬勃发展。在1988年全球私募基金管理资产规模不足420亿美元,而到2006年底已接近2万亿美元(王霞,2007)。在18年的时间里,基金规模增加约40倍。受2008年国际金融危机影响,目前全球私募基金管理资产规模仍逾1万亿美元。

我国私募基金自20世纪90年代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。但由于乏相应的法律地位和政策性支持,其运行和发展始终以地下的方式进行。纵观我国私募基金的产生和发展历程,大致经历了下面四个阶段(鲍松媛,2009):(1)1993~1995年为我国私募基金萌芽阶段,出现私募基金的雏形,这个阶段由于证券公司的主营业务由经纪业务转变为承销业务,需要定向引进大客户,形成信任关系,便开始接受委托代为理财,形成了最初意义上的私募基金;(2)1996~1998年为我国私募基金形成阶段,此阶段产生的地下基金更接近于严格意义上的私募基金,众多上市公司将闲置的资金交由证券公司管理,出现了众多以委托理财方式设立的咨询公司,投资顾问公司等;(3)1999~2000年可以称为我国私募基金盲目发展阶段,私募基金的规模急剧上升,出现了多种不规范的“小作坊”,其中很多私募基金以操纵股价等违规操作的手法取得利润;(4)2001年以后是我国私募基金逐步规范、调整阶段。自2001年6月出台国有股减持政策后,股市持续暴跌,私募基金也同时遭遇重创,纷纷逃离股市。2005年6月后,市场环境逐渐好转,私募基金再次如雨后春笋般顽强地生长起来,其操作和管理也更趋规范化,操作风格也有单一的坐庄跟庄发展为多种不同风格。2005年12月29日,由中央财经大学李建军发布的国内首份《中国地下金融调查》,调查显示:中国当时地下金融规模高达8,000亿元,其中私募基金占到6,000~7,000亿元。2006年以来的一轮大牛市行情,加上证监会、银监会、发改委等行业监管机构的政策推动,陆续出台规范各类私募基金设立和运作的法规政策,赋予私募基金一定的法律地位,因此无论是私募证券投资基金还是私募股权基金,无论是私募基金数量还是规模,都迎来了繁荣发展的黄金时期,总规模或超万亿元。

2.4.1 信托公司集合资金信托计划

以信托方式成立的私募基金最早出现在 2004 年 2 月，主要的监管依据是《信托公司集合资金信托管理办法》等。进入 2007 年后，由于“阳光私募”的规模迅速扩大，监管部门开始针对信托型私募基金出台监管细则，相继修订或新颁布实施了《信托公司管理办法》（2007 年）、《信托公司集合资金信托计划管理办法》（2007 年）、《银行与信托公司业务合作指引》（2008 年）、《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》（2008 年）、《信托公司证券投资信托业务指引》（2009 年）。根据私募排排网研究中心 2010 年 1 月 12 日发布的私募基金调查研究报告，对全国的阳光私募信托基金按地域分布进行比较研究，从发行的信托产品数量来看，深圳、上海和北京呈现三足鼎立之势，前两者比重各占 32%，北京占 21%；从管理的信托产品规模来看，2009 年私募机构管理的信托产品规模偏小。其中，小规模（5 亿元以下）的占 65.9%；中等规模（5-10 亿元）占 21%；大规模（10 亿元以上）的占 10.5%；在私募排排网统计的 348 个非结构化产品中，其中 47.13% 的产品成立于 2009 年，而 2003-2005 年期间的产品加起来不到 1%，如下图所示：

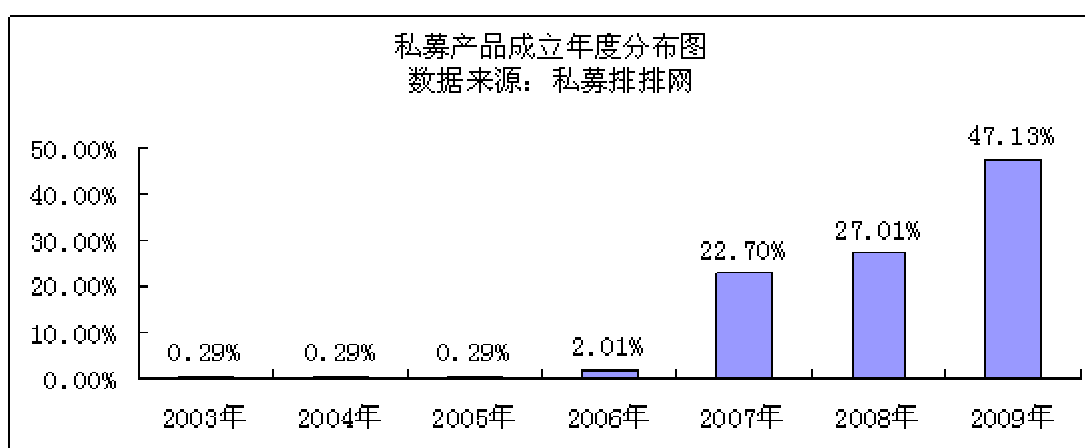


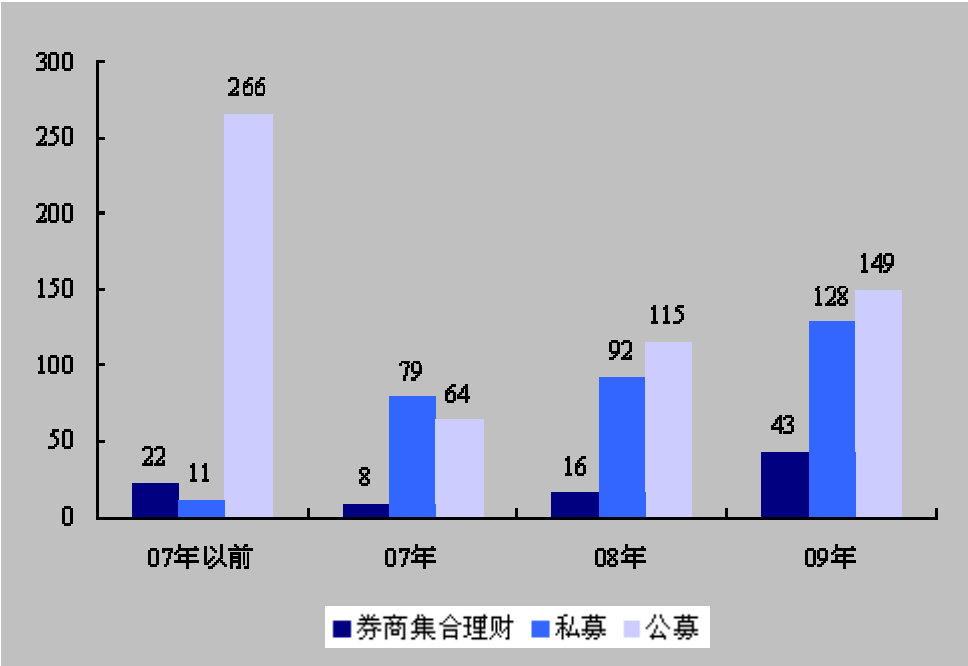
图 2.1 私募产品成立年度分布图

从上图可以看出，2003-2006 年是中国阳光私募信托基金的萌芽阶段，经过 2007 年和 2008 年的牛熊市洗礼，私募基金的发展逐渐跨向成熟，越来越多优秀的资产管理人跻身私募领域。根据私募排排网研究中心的估计，目前全国阳光私募信托产品规模在 400 亿元左右。按照私募基金这种扩张速度发展，未来的几年时间里，信托私募基金市场规模或将突破千亿元。

2.4.2 证券公司集合资产管理计划

2004 年 2 月 1 日起施行的《证券公司客户资产管理业务试行办法》拉开了证券

公司发行管理集合资产管理计划的帷幕。2009 年在经济回暖、股市向好的大环境下，券商集合资产管理计划的发行也是势如破竹，尤其是 8 月份私募信托开户暂停、证监会放开券商集合资产管理业务限制，借助政策优势，券商集合资产管理计划的发行规模更上一层楼。从产品发行数量上看，2009 年新发行的券商集合资产管理计划产品共 43 只，接近以往四年发行数量的总和（46 只），比 2008 年增长了 168.75%，超过了私募产品发行数量的增长速度 39.13%，也远远超过了公募开放式基金产品发行数量的增长速度 29.57%。如下图所示：



数据来源：好买基金研究中心，截止 09 年 12 月 31 日。

图 2.2 券商集合资产管理计划、私募信托、公募基金产品年发行数量比较

而根据私募排排网研究中心的统计，截至 2009 年 12 月 31 日，全国券商一共发行了 80 只集合资产管理计划，规模总计 1,013 亿元，单一产品的平均规模远高于私募信托基金，如下表所示：

表 2.1 券商集合资产管理计划统计表

产品类型	FOF	股票型	混合型	货币市场型	债券型
产品比重	18.75%	15.00%	35.00%	3.75%	28.75%
产品规模(亿元)	215	133.8	361.2	104.1	198.3
2009 年回报率	37.5%	50.41%	48.89%	2.47%	6.71%

为推动证券公司集合资产管理业务的规范发展，2009年9月，证监会机构部向各

证券公司下发了《证券公司集合产品审批若干政策和监管要求》，进一步明确了相关审批政策和监管要求，主要内容包括：一、关于产品规模。一是已经开展集合资产管理业务2年的证券公司，申请设立产品应当设立募集推广期规模上限，可以不设立存续期规模。二是新开展集合资产管理业务的证券公司，开展集合资产管理业务2年内申请设立产品，应当设定合理的募集推广期规模上限，同时应当约定产品成立后2年内存续期规模不得突破募集推广期规模上限；2年后管理业绩良好的，持续营销可以不受募集推广期规模限制。三是集合资产管理业务的风险资本准备，按照证券公司所有产品实际募集管理的资金规模计算。二、关于产品存续期限。证券公司申请设立产品时，可以选择设定产品存续期限或者不设定产品存续期限。设定存续期限的，产品到期应当终止清算；设定存续期限并约定展期条款的，产品到期且符合申请展期条件的，按产品展期相关规定办理。不设定存续期限的，产品符合约定终止条件时，应当终止清算。三、关于限额特定理财产品。限额特定理财产品是管理资金规模在10亿以下、客户人数在200人以下、单个客户参与金额不低于100万元的集合理财产品，俗称“小集合”。证券公司申设立此类产品，按照简易审核程序办理，在10个工作日内审结。四、关于监管要求。集合资产管理业务应当主要面向证券公司自身客户，体现产品私募特点，设计和推广符合客户不同需求的产品，全面、准确介绍产品特点和风险，提高销售服务水平。强化产品持续信息披露，在产品说明书、合同及对账单中披露产品的差异性和风险。

2.4.3 商业银行理财计划

根据投资方向的不同，商业银行理财计划主要分为两大类：一类是商业银行通过发售理财计划，集合理财资金，统一代理客户投资境外固定收益性质的债券、票据和结构性产品或委托证券公司、信托公司在境内证券市场上进行股票、债券、基金投资；另一类是商业银行将表内的优质信贷资产或票据资产打包后创设单一信托计划，并委托信托公司管理该信托计划；同时该信托计划对接银行理财计划，销售给银行客户。自从2005年11月1日施行《商业银行个人理财业务管理暂行办法》至今，各商业银行积极发展理财业务，从2005年仅2,000亿元人民币的发行规模，迅速扩大到2008年的2万多亿人民币，已经步入了品牌化、标准化、个性化、系统化服务的新阶段。

由中央银行与中国社科院金融研究所理财产品中心联合发布的《2008 中国银行业理财产品运行分析评价报告》显示，2008年各主要商业银行累计发售7,799期理财计划，新募集资金约23,055亿元。另据2009年1月西南财经大学信托与理财研究所发布的《商业银行理财能力排名报告》显示，基于对各中资银行理财计划发行数的定量统计，招商银行、中国光大银行、交通银行、中信银行、北京银行、兴业银行、中国银行、中国建设银行、上海银行和中国民生银行等10家中资银行在理财产品市场

中显示出较强的发行能力。

另一方面,商业银行理财业务蓬勃发展的同时,风险问题始终受到监管机构的高度重视,近几年相继下发了《商业银行个人理财业务风险管理指引》(2005年11月)、《中国银行业监督管理委员会办公厅关于商业银行开展个人理财业务风险提示的通知》(2006年6月)、《中国银监会办公厅关于调整商业银行个人理财业务管理有关规定的通知》(2007年11月)、《中国银监会办公厅关于进一步规范商业银行个人理财业务有关问题的通知》(2008年4月)、《中国银监会关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》(2009年7月)。特别是2009年12月14日和12月23日,中国银监会连续发布了银监发[2009]111号文《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》和银监发[2009]113号文《关于规范信贷资产转让及信贷资产类理财业务有关事项的通知》。与理财产品市场密切相关的主要有两条:一是111号文规定银信合作理财产品不得投资于理财产品发行银行自身的信贷资产或票据资产;二是113号文规定商业银行在进行信贷资产转让时,转出方自身不得安排任何显性或隐性的回购条件;禁止资产转让双方采取签订回购协议、即期买断加远期回购协议(俗称“双买断”)等方式规避监管。短期内,上述“新规”可能对信贷类理财产品的发行数量造成一定影响,但长远来看依然是利大于弊:一是提高了理财产品的信息透明度,需要发行主体及时准确公布贷款主体的具体信息;二是加大了信贷类产品的风险可控度,一旦产品的信息透明度提高,那产品的风险可控度也会相应提高。

2.4.4 基金公司一对多资产管理计划

2009年6月1日《关于基金公司开展特定多个客户资产管理业务的规定》正式施行,标志着基金公司一对多资产管理计划正式进入可操作阶段。自2009年9月中银基金推出市场首只一对多资产管理计划以来,根据私募排排网的统计,截至到12月2日,有34家基金公司获得“一对多”的业务资格,共发行“一对多”产品115只,募集资金达260亿元左右。如下表所示:

表 2.2 基金公司一对多资产管理计划发行统计表

发行数量	基金公司名称
5 只	广发基金、华夏基金、华安基金、汇添富基金、建信基金、交银施罗德基金、诺安基金、鹏华基金、易方达基金、招商基金、中银基金
4 只	富国基金、工银瑞信基金、光大保德信基金、海富通基金、嘉实基金、南方基金
3 只	博时基金、长城基金、大成基金、国泰基金、国投瑞银基金、泰达荷银基金、兴业全球基金
2 只	长盛基金、长信基金、国海富兰克林基金、景顺长城基金、友邦华泰基金、银华基金
1 只	华宝兴业基金、上投摩根基金、中海基金

资料来源：私募排排网研究中心。

2.4.5 公司型和有限合伙型股权基金

我国私募股权投资基金自萌芽产生已有十几年，始终在不断摸索中前行。1985 年《关于科学技术体制改革的决定》中首次明确提出要设立风险投资以支持高技术开发工作，这是我国私募股权投资基金立法的最初萌芽。1995 年经国务院批准，由人民银行颁布了《设立境外中国产业投资基金管理办法》，该办法所称境外中国产业投资基金，是指中国境内非银行金融机构、非金融机构以及中资控股的境外机构作为发起人，单独或者与境外机构共同发起设立，在中国境外注册、募集资金，主要投资于中国境内产业项目的投资基金。2000 年深圳市正式实施《深圳市创业资本投资高新技术产业暂行规定》，这是我国第一部相对完备的私募股权投资基金地方性监管法规。2002 年 10 月对外贸易经济合作部等联合发布《外商投资创业投资企业管理规定》，规范外商投资创业投资企业及其管理企业的发展。2005 年 11 月国家发改委等十部门联合发布了《创业投资企业管理暂行办法》，对内资创业投资企业及其管理企业的相关事项进行规范，由此初步构建起内、外资创业投资基金共同发展的法律制度体系。2007 年 2 月 7 日，财政部、国家税务总局发布《关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》，规定了创业投资企业的税收优惠政策，以鼓励创业投资企业的蓬勃发展。2009 年 4 月 30 日国家税务总局发布了《关于创业投资企业所得税优惠问题的通知》（国税发[2009]87 号），进一步明确了创业投资企业适用税收优惠的条件和程序。

与此同时，各地纷纷成立政府鼓励创业投资引导基金通过各种形式包括跟投项目、直接参股创业投资企业的形式促进国内创业投资业的发展。2008 年 10 月国家发展改革委、财政部、商务部发布了《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意

见》。而 2007 年 6 月《合伙企业法》修订后,则为我国私募股权投资基金按照有限合伙企业形式设立与运作提供了法律保障,有限合伙日益成为我国私募股权基金的主要选择形式。2007 年 6 月 26 日,深圳设立了全国第一家有限合伙企业(股权投资基金)——深圳市南海成长创业投资合伙企业(有限合伙)。2007 年 7 月 2 日,上海成立上海市第一家有限合伙企业——上海朱雀投资发展中心(有限合伙)。2007 年 9 月 26 日,天津设立了天津市第一家有限合伙企业——天津亿润成长投资行(有限合伙),而北京也于 2008 年 1 月 16 日成立了北京第一家私募股权基金——红石国际创业投资中心(有限合伙)。

实践中,1992 年发起设立的“淄博基金”可以称是中国首支私募股权基金。而我国最早的一家经发改委、商务部等国家主管部门批准设立产业基金管理公司是注册于上海的海富产业基金管理有限公司。海富产业基金设立于 2004 年 10 月 18 日,由中国海通证券股份有限公司和比利时富通基金管理公司合资组建,公司注册资本 2000 万元人民币。海富产业基金旗下中比产业基金的基金规模 1 亿欧元,中比基金的出资人包括比利时政府、比利时富通银行与中国财政部、海通证券股份有限公司、中国印钞造币总公司、国家开发银行、全国社会保障基金理事会、国家开发投资总公司、广东喜之郎集团等。中比基金以股权形式投资于中国境内具有高科技内涵、处于成长期的中小企业,尤其是拟上市中小企业。

2006 年 12 月,继海富产业基金之后,我国第一家试点的大型人民币产业基金——渤海产业投资基金在天津设立,获批总规模为 200 亿元人民币,首期基金规模为 60 亿元人民币。由全国社保基金理事会、中银国际、泰达控股、邮政储蓄银行、中国人寿保险公司以及天津津能投资控股有限公司等机构各出资 10 亿元发起设立。此后,国务院正式同意扩大产业基金试点规模。2007 年 9 月,五只总规模 560 亿的产业基金获准筹备设立,这五只产业基金包括:广东核电新能源基金(100 亿元)、上海金融产业基金(200 亿元)、山西能源基金(100 亿元)、四川绵阳高科基金(60 亿元),以及中新高科产业投资基金(100 亿元)。2008 年第三批试点的五只大型人民币产业基金获准筹备设立,分别是城市基础设施产业投资基金(100 亿元)、东北装备工业产业投资基金(100 亿元)、华禹水务产业投资基金(200 亿元)和天津船舶产业投资基金(200 亿元)。2010 年初,绵阳科技城产业投资基金已正式结束募集,最终募集规模为 90 亿元人民币,成为目前中国最大的人民币基金,同时也是由国务院批准设立的第二批 5 只产业基金试点中第一只募集完成并正式运作的基金。

据清科研究中心统计数据,2009 年我国人民币基金募资和投资非常活跃,已经占据市场主导地位。2009 年度共发生 297 笔人民币创投投资案例,披露的投资金额为 13.69 亿美元,分别占投资总量的 62.3%和 50.9%,较上年占比的 44.3%和 33.1%亦有不同程度的提升。股权投资方面,2009 年新募集完成 21 只人民币基金,合计募

资 87.28 亿美元，分别占募资总量的 70.0%和 67.4%，首次占据市场主导，一改股权市场外币基金占主导的格局。2009 年首批 28 家创业板企业中，23 家背后都有私募股权投资投资者，仅有 2 家外资私募股权机构（华平与英特尔），人民币私募股权基金占主流地位。

3 国外私募基金信息披露

比较研究与经验借鉴

各国对私募基金的规范主要可分为两大类：一类是以美国为代表的国家，对私募基金已形成一套完整的法律规范体系；第二类是以英国为代表，以行业自律为主、政府监管为辅的私募基金法律体系。

3.1 美国私募基金信息披露现状和启示

美国有关法律对“私募基金”没有明确、直接的定义，只是在《1940 年投资公司法》中，从是否需要注册登记的角度进行了界定，即根据《1940 年投资公司法》有关条款成立的可以豁免注册登记的基金可称为类似我们俗称的“私募基金”。这些基金虽然可以不受《1940 年投资公司法》的约束，但仍然受《1933 年证券交易法》中反欺诈等条款的约束。依据这两个条款成立的基金主要包括风险投资基金、对冲基金、投资者俱乐部、私人股权投资及一些结构性投资工具等，其中最主要的形式是风险投资基金和对冲基金。在产生初期，这些私募基金以公司型为主，也有以一般合伙制的形态成立的。目前，美国的私募基金，不论是对冲基金还是风险投资基金，都以有限合伙制为主。

1982 年的《D 条款》502 条款规定，私募发行禁止下列以及其他形式的广告：(1) 在任何报纸、杂志及类似媒体，和通过电视、广播、计算机的传播进行任何形式的一般性广告宣传；(2) 通过一般性召集或广告而召开的研讨会或其他会议。同时还规定，如果买方中有一个是非“合格投资者”，则证券发行人要向所有的买方公布某些信息，但如果所有的买方都是“合格投资者”，则不要求向任何买方提供某些特定信息。

在私募基金信息披露方面，《投资公司法》规定私募基金必须向投资者公开关于运用信托财产的投资策略和投资内容的文件资料。私募基金注册登记后，必须向投资人提供一份基金投资说明书。在说明书中，公司应向投资人介绍基金的主要投资项目和投资策略、基金在过去十年的经营情况、投资管理人的背景及情况、管理费用和佣金等。基金还必须至少半年一次向投资人寄发投资经营状况的报告。此外，基金还必须向证券交易委员会提供年度和半年度的经营报告。美国证监会 2007 年还专门颁布公告，禁止私募基金管理人对其客户（或潜在客户）做出虚假或误导性陈述，或者进

行欺诈。并且,SEC重申无论某一投资顾问是否注册,也无论该投资顾问管理的基金本身是否注册,只要该投资顾问有虚假、误导性陈述或者欺诈客户的行为,SEC都有权对其提起诉讼。

为加强美联储的监管职能,实现对于市场系统性风险的监控,2009年6月20日奥巴马政府公布了金融监管改革方案——《金融监管改革》。方案调整了美国对私募股权投资基金的监管政策,相关内容如下:第一,新方案主张重新界定美联储的监管范围,赋予美联储对所有的一级金融控股公司的监管权力。关于一级金融控股公司的界定,新方案给出了几个主要的参考因素:企业倒闭对金融系统和整个经济体系的影响;企业规模、杠杆程度、对短期融资的依赖程度等因素;企业的风险程度对客户、其他企业以及政府的影响。因此,根据上述标准,私募股权投资基金可能以第二、三类因素被纳入一级金融控股公司范畴,并接受美联储新的监管框架的监管。另外,方案第一部分F条款中提出,私募股权基金以及其他另类投资咨询公司,需要在美国证券交易委员会进行注册,并公布其管理资产的相关信息,以评价其是否对金融稳定构成威胁。新方案规定由美国证券交易委员会对该类基金进行常规的定期合规性检查,并与美联储共享投资基金的报告,但由美联储来评估决定投资基金是否构成一级金融控股公司。一旦美联储评估的基金满足一级金融控股公司条件,则美联储对该类基金就存在监管职责。美联储的监管权涵盖五个方面:资本需求、规范企业行为、企业流动性标准、系统性风险管理以及市场约束和信息披露,并且美联储有进一步增加监管内容的权力,但需要与美国证券交易委员会等微观审慎监管机构协商。美联储的监管与美国证券交易委员会不同,其重点在于通过监管降低这些基金对整个金融体系稳定性的威胁程度。当一家私募股权投资基金不符合一级金融控股公司条件时,则继续由美国证券交易委员会负责监管,美联储没有监管权。

总的看来,在私募基金信息披露方面,美国不做严格要求,比公募基金宽松,信息披露对象主要是投资者和监管机构。由于对实体经济和虚拟经济的巨大影响,美国对私募股权投资基金则呈现加强监管趋势。

3.2 英国私募基金信息披露现状和启示

在英国,“私募基金”主要指“未受监管的集合投资计划”,即指不向英国普通公众发行的,除受监管的集合投资计划之外的其他所有集合投资计划,也指不受《2000年金融服务和市场法》238(1)条款约束的投资计划。英国对“私募基金”的监管原则主要也是体现在“合格买家”和“传播”方式上。英国《2001年集合投资发起(豁免)条例》规定私募基金的投资者只包括投资专家、富裕个人、拥有高额资产的公司及成熟投资者四类。对于是否成熟,除了考虑投资者财富多少之外,英国更注重考量投资者本身投资经验和金融知识背景。条例根据传播的对象和传播的方式则对可以免

于受 238 (1) 条款约束的不受监管计划进行了详细规定。

在私募股权基金方面,2007 年 11 月戴维·沃克尔(David Walker)领导的团队向英国创业投资协会提出了针对英国私募股权基金行业的监管指引——《英国私募股权投资信息披露和透明度指引》。该指引提出了私募股权基金信息披露的指导原则、披露主体和披露内容,披露内容包括所投资企业需披露内容、所投资企业公布报告的形式和时间、披露要求、对有限合伙人的报告、在发生重大策略变更时的责任以及向行业协会进行的数据报告等内容。2008 年 3 月英国成立了由 Michael Rake 为主席的指引执行监测小组,对 32 家基金和基金所投资的 54 家企业进行了跟踪调查,结果显示绝大多数基金和企业较好地遵循了指引的规定,仅有非常少的公司在某些方面的披露还差强人意。

从以上可以看出,与美国一样,英国法律对私募基金的监管主要体现在基金管理人及投资者资质的双重要求上。而囿于股权基金市场的快速发展和对经济、金融活动的重大影响,对其信息披露和透明度的要求也越来越高。

3.3 日、韩等国私募基金信息披露现状和启示

在日本的投资基金监管中,政府扮演了十分重要的角色。日本的金融管制较为严格,私募基金的监管则更为严格,仅允许构建信托方式的组织形式,并对投资资金的投资范围有严格规范,私募基金的投资领域多为风险投资基金。日本《证券投资信托法》明确规定:除证券投资基金外,任何人均不能签订以将信托财产主要投资于有价证券运用为目的之信托契约,但是不以分割收益权,使不特定的多数人取得为目的之行为,不在此限。因此,日本明确禁止上述意义上的投资于证券的“私募基金”。但是对于不是主要投资于有价证券的集合投资基金,日本法律并未予以禁止,主要是一些风险投资基金。

在日本,私募基金的发行和审核等都受到严格监管。虽然一再修改的法律对于行业自律等监管方式予以肯定,授予了后来建立的行业自律组织一定的监管权力,但大藏省的全面监控权使其难以发挥。总之,日本的监管模式较之英美两国都更为严格,其私募基金的运行和发展都是在政府的调节引导之下,是政府培育、支持、严格监管的结果。根据发行对象的不同,日本将私募基金分为职业私募与少数人私募两种。职业私募是指仅以合格机构投资者为发行对象且基本不再转让给合格机构投资者以外的一般投资者,并符合法规规定的情形。少数人私募指劝诱对象在 50 人以下且该私募证券被转让给多数投资者的可能性很小、并符合法规规定的情形。合格机构投资者最初包括银行、保险公司、证券公司、投资信托公司等。2003 年 4 月在修改《证券

详见附录 1

交易法》时,合格机构投资者的范围得到进一步扩大,在原有的基础上新增加了厚生年金基金、风险投资公司、产业再生机构及海外金融机构等。《证券交易法》明确规定,职业私募的投资者数量不受限制,少数人私募中的投资者不得超过 50 人,在判断是否超过 50 人时,发行人过去 6 个月内同类证券劝诱活动中的劝诱对象应与本次劝诱活动中的对象合并计算。

在私募基金备案与信息披露上,无论是职业私募还是少数人私募,《证券交易法》均允许基金发起人和管理人都可以适用不同于公募基金的例外规定,既可免于向内阁总理大臣履行备案手续,又可免于向主管部门提交有偿证券备案书、有偿证券报告书等文件,同时亦可免于向投资者交付招股说明书的义务。

韩国私募基金主要根据《间接投资资产运用业法》规范,此外,根据一些特别法设立的私募基金就被适用于该等特别法。韩国私募基金可以按照适用法律的不同分为两大类,即特别法上的私募基金和《间接投资资产运用业法》上的私募基金,后者还包括一般私募基金和私募投资专门会社。特别法上的私募基金,一类是在金融危机以后为了减少金融机构的不良债券,促进企业的结构调整而引入的。例如,《产业发展法》的“企业结构调整专门公司”,《企业结构调整投资公司法》的“企业结构调整投资公司”等。另一类是以发展特定产业,支援特定产业为目的。例如,《房地产投资公司法》的房地产投资公司、《船舶投资公司法》的船舶投资公司、《对社会基础设施的民间投资法》的社会基础设施投融资公司、《部件材料企业支援特别法》的部件材料组合、《文化产业振兴基本法》的文化产业专门公司、《中小企业创业支援法》的创业投资公司、根据《有关培养风险投资企业的特别措施法》的风险投资协会、根据《与信专门金融业法》的新技术事业投资协会等风险投资基金。这些基金是以为在金融危机当时进行结构调整或培养特定产业企业而制订的支援对策为根据,因此,这些基金受符合各自立法目的的各种限制。一般私募基金是指《间接投资资产运用业法》中规定的除“私募投资专门会社”外的其它私募基金。这里包括信托形式的私募投资信托、公司形式的私募投资公司。私募投资专门会社是指以将公司的财产投资到股票或股份等,积极参与投资对象公司的经营,改善投资对象公司的治理结构等为主要方法,提高投资对象公司的价值后,退出而将所获得的收益再分配给投资者,以此为目的设立的基金。

3.4 我国台湾、香港地区私募基金信息披露现状和启示

台湾私募基金在 2000 年前主要是指“创业投资基金”,该基金凭证不能上市流通。2000 年台湾颁布实施了《证券投资顾问事业证券投资信托事业经营全权委托投资业务管理办法》。根据该办法,从事客户全权委托投资业务的证券投资顾问和证券投资信托公司需具备一定条件并经证监会核准;委托方式为契约型,要与委托人签订委托

投资契约并附委托投资说明书；委托财产要与受托机构和保管机构财产独立；委托资金要交由保管机构保管；委托人的最低委托金额由证监会另行规定；受托机构接受委托的资金不得超过其净值得一定倍数，具体倍数由证监会制定。但若实收资本达新台币 3 亿元以上者，则不受此限；受托机构根据其实收资本额要提存相应的营业保证金；受托人要每月向委托人送达资产交易记录及相关报告等。可见从 2000 年 7 月开始，台湾地区已允许契约型的“私募基金”存在。

2004 年台湾整合了原“证券投资信托事业管理规则”、“证券投资顾问事业管理规则”、“证券投资信托基金管理办法”等法规，制定了“证券投资信托及顾问法”，并特别增补了以私募方式对特定人招募基金的相关规定。根据这些规定，台湾私募基金仅可以向机构投资者或符合一定条件的自然人、法人或公募基金私募发行受益凭证，其中机构投资者以外的投资者最多不超过 35 人。同样，该法禁止通过一般性广告或公开劝诱之行为进行私募基金受益凭证的发行与转让，并且要求发行人在私募完成前须向机构投资者以外的投资者提供与本次受益凭证私募相关的财务、业务或资讯，在受益凭证价款缴纳完成 5 天内向金管局申报。私募基金采用报备制而不需事先核准。

香港金融市场的主管机关为证监会，规范基金的主要法规为“证券及期货条例”及“单位投资及互惠基金守则”。与美国一样，香港对于私募基金并没有法律上的直接定义，而是在法例中指出，在香港刊登广告或邀请公众投资于未经认可的基金为违法行为，即香港只要是向社会大众公开招募或宣传的基金，都必须先经认可，不超过 50 人的集合投资基金不得公开招募，未认可的基金不得公开销售，即为私募基金。私募基金因未经认可，不在法例的规范范围，其投资运用并无任何限制规范。根据香港《对冲基金汇报规定指引》认可的对冲基金亦须为持有人刊发季度报告。年报应在该财政年度完结后的 6 个月内、中期报告在有关期间完结后的 2 个月内、季度报告应在该期间完结后的 6 个星期内，将报告呈交证监会存盘及派发予持有人。

通过以上简要介绍可看出，各国和地区因历史背景、市场发展差异等因素在金融市场监管上呈现出不同的监管架构。对于私募基金，则多基于其针对特定人发行的私募本质，采取较低的管理规范，但英、美国家已呈现加强监管的趋势。

4 我国私募基金信息披露

现状、问题及成因分析

4.1 信息披露立法现状

4.1.1 相关法规对不同类型私募基金均有一定的信息披露要求

通过对规范各种私募基金相关法律法规和政策的系统梳理,笔者发现,对于不同类型私募基金,相关法规均有一定的信息披露要求。

对于信托公司集合资金信托计划,《信托公司管理办法》第二十五条、第二十八条、第三十五条、第三十六条;《信托公司集合资金信托计划管理办法》第七条、第八条、第十条、第十八条、第三十一条;《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》第十三条;《信托公司证券投资信托业务指引》第四条、第八条、第十条、第十一条、第十五条、第十六条、第十七条等均对信息披露提出了不同方面的要求。《信托公司集合资金信托计划管理办法》还专设第六章对信息披露与监督管理进行了规范。如第三十四条规定:信托公司应当依照法律法规的规定和信托计划文件的约定按时披露信息,并保证所披露信息的真实性、准确性和完整性。第三十五条规定:受益人有权向信托公司查询与其信托财产相关的信息,信托公司应在不损害其他受益人合法权益的前提下,准确、及时、完整地提供相关信息,不得拒绝、推诿。第三十六条规定:信托计划设立后,信托公司应当依信托计划的不同,按季制作信托资金管理报告、信托资金运用及收益情况表。第三十七条规定:信托资金管理报告至少应包含以下内容:(一)信托财产专户的开立情况;(二)信托资金管理、运用、处分和收益情况;(三)信托经理变更情况;(四)信托资金运用重大变动说明;(五)涉及诉讼或者损害信托计划财产、受益人利益的情形;(六)信托计划文件约定的其他内容。第三十八条规定:信托计划发生下列情形之一的,信托公司应当在获知有关情况后三个工作日内向受益人披露,并自披露之日起七个工作日内向受益人书面提出信托公司采取的应对措施:(一)信托财产可能遭受重大损失;(二)信托资金使用方的财务状况严重恶化;(三)信托计划的担保方不能继续提供有效的担保。

对于证券公司集合资产管理计划,中国证监会颁布的《证券公司客户资产管理业务试行办法》第二十二条、第二十四条、第二十五条、第四十四条、第四十七条、第五十九条等对集合资产管理计划在初始募集阶段的信息披露从不同方面进行了规定;

第二十七条、第四十八条、第五十五条则规定了集合资产管理计划在存续期的信息披露要求。2004 年 10 月中国证监会发布的《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》也对“信息披露”提出了明确要求。

在商业银行理财计划方面,中国银监会颁布的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第二十八条、第二十九条、第三十条、第四十条对理财计划的存续期、计划终止以及宣传和介绍材料等信息披露要求进行了规定。另外,《商业银行个人理财业务风险管理指引》第二十九条、第三十条、第五十条、第五十一条、第五十七条以及《中国银行业监督管理委员会办公厅关于商业银行开展个人理财业务风险提示的通知》、《中国银监会办公厅关于调整商业银行个人理财业务管理有关规定的通知》、《中国银监会办公厅关于进一步规范商业银行个人理财业务有关问题的通知》、《中国银监会关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》等均对商业银行理财计划信息披露问题进行了不同程度的规定。而对于商业银行代客境外理财业务,2006 年颁布实施的《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》(银发[2006]121 号)则设立了专门的第五章规范信息披露与监督管理,如该章第二十七条规定:从事代客境外理财业务的商业银行应在发售产品时,向投资者全面详细告知投资计划、产品特征及相关风险,由投资者自主作出选择。第二十八条规定:从事代客境外理财业务的商业银行应定期向投资者披露投资状况、投资表现、风险状况等信息。

对于基金公司一对多资产管理计划,《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第十九条、第二十三条、第二十五条、第二十六条、第二十七条、第二十八条、第二十九条;《关于基金公司开展特定多个客户资产管理业务的规定》第八条、第九条和第十条;以及《基金管理公司特定多个客户资产管理合同内容与格式准则》第三十八条、第三十九条和第五十三条等对信息披露的内容、时间、形式等进行了规定。

在私募股权基金方面,对于主动选择到国家和各省发改委备案管理的公司型股权基金来说,《创业投资企业管理暂行办法》第二十六条规定:管理部门已予备案的创业投资企业及其管理顾问机构,应当在每个会计年度结束后的 4 个月内向管理部门提交经注册会计师审计的年度财务报告与业务报告,并及时报告投资运作过程中的重大事件。重大事件指:修改公司章程等重要法律文件;增减资本;分立与合并;高级管理人员或管理顾问机构变更;清算与结业。至于未选择到发改委备案的公司型股权基金和有限合伙制股权基金,则未见有相关的法规对其信息披露作出规定。

4.1.2 不同类型私募基金信息披露要求的共性与差异

从信息披露规范来看,对于不同类型私募基金,相关法规均提出了一定的信息披

详见附录 3

详见附录 4

详见附录 5

详见附录 6

露要求,但一个共同的特点是,关于私募基金信息披露的要求散见于多个法规文件之中,许多条款都涉及信息披露,但无论是对于所有类型的私募基金,还是针对特定类型的私募基金,监管机构或行业协会均没有制订专门的统一的信息披露指引或内容与格式准则。相比之下,由于在公募基金监管方面积累了较丰富的经验,证监会对基金公司一对多资产管理计划的信息披露规定则较为全面、系统、具体和明确。

从信息披露内容和及时性要求来看,法规对信托公司集合资金信托计划特别是证券投资类信托计划的规定较严且较详细,如要求至少每周公布一次信托计划净值,每季度定期报告等,并规定了需要临时报告的诸多情形,有趋公募基金化的倾向。如2009年1月中国银监会下发的《信托公司证券投资信托业务指引》第十六条规定:信托公司办理集合管理的证券投资信托业务,应当按以下要求披露信托单位净值:(一)至少每周一次在公司网站公布信托单位净值;(二)至少每30日一次向委托人、受益人寄送信托单位净值书面材料;(三)随时应委托人、受益人要求披露上一个交易日信托单位净值。第十七条则规定了需要临时报告的十二种情形,包括更换第三方顾问、保管人、证券交易经纪人、关联交易、净值错误等,信托公司应当在两个工作日内编制临时报告向委托人、受益人披露,并向监管机关报告。

相比之下,法规对于证券公司集合资产管理计划信息披露内容和及时性等方面的规定要较集合资金信托计划稍弱,如仅要求每季报告,有关信息披露的要求则在资产管理合同中具体约定,不像证券投资类信托计划要求至少每周公布净值。如2004年2月1日起施行的《证券公司客户资产管理业务试行办法》第四十八条规定:证券公司应当至少每三个月向客户提供一次准确、完整的资产管理报告,对报告期内客户资产的配置状况、价值变动等情况做出详细说明。证券公司应当保证客户能够按照资产管理合同约定的时间和方式查询客户资产配置状况等信息。2004年10月21日中国证监会发布的《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》规定:集合资产管理计划开始投资运作后,证券公司、托管银行应当至少每三个月向客户提供一次集合资产管理计划的管理报告和托管报告,并报中国证监会及注册地中国证监会派出机构备案。

至于商业银行理财计划,在信息披露内容和及时性等方面的要求则与集合资金信托计划较为接近,如在理财计划的存续期内,商业银行应向客户提供其所持有的所有相关资产的账单,账单应列明资产变动、收入和费用、期末资产估值等情况,且要求每月提供账单、每季提供财务报表等,但亦未要求至少每周公布净值信息。如2005年11月1日起施行的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第二十八条规定:在理财计划的存续期内,商业银行应向客户提供其所持有的所有相关资产的账单,账单应列明资产变动、收入和费用、期末资产估值等情况。账单提供应不少于两次,并且至少每月提供一次。商业银行与客户另有约定的除外。第二十九条规定:商业银行应

按季度准备理财计划各投资工具的财务报表、市场表现情况及相关材料,相关客户有权查询或要求商业银行向其提供上述信息。第三十条规定:商业银行应在理财计划终止时,或理财计划投资收益分配时,向客户提供理财计划投资、收益的详细情况报告。

而证监会对基金公司一对多资产管理计划的监管较为规范,沿用了公募基金监管的经验,信息披露的内容、格式、方式、时间等主要由当事人在资产管理合同中具体约定。如2008年1月1日起施行的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第二十九条规定:基金管理公司应当在每季度结束之日起的15个工作日内,完成特定资产管理业务季度报告,并报中国证监会备案;资产管理人、资产托管人应当在每年结束之日起3个月内,完成特定资产管理业务管理年度报告和托管年度报告,并报中国证监会备案。2009年8月18日起施行的《基金管理公司特定多个客户资产管理合同内容与格式准则》在报告义务部分规定:列明资产管理人向资产委托人报告的种类、内容、时间和途径等有关事项,以及资产委托人向资产管理人查询资产管理计划财产投资运作情况和向资产托管人查询资产管理计划财产托管情况的具体时间和方式。涉及证券投资明细的,原则上每季度至多报告一次。订明资产管理人每月至少应向资产委托人报告一次经资产托管人复核的计划份额净值。列明资产管理人、资产托管人向监管机构报告的种类、内容、时间和途径等有关事项。可见,亦未像证券投资类信托计划那样要求至少每周公布净值。

比较而言,法规对私募股权基金信息披露的要求最低,除了主动选择到国家和各省发改委备案管理的公司型股权基金需按《创业投资企业管理暂行办法》的规定,应当在每个会计年度结束后的4个月内向管理部门提交经注册会计师审计的年度财务报告与业务报告,并及时报告投资运作过程中的重大事件外,对公司型股权基金并无其他方面的信息披露要求。而至于未选择到发改委备案的公司型股权基金和有限合伙制股权基金,则无相应的信息披露要求。

4.2 信息披露执行现状

实践中,各类私募基金信息披露的情况又是怎样,笔者对此做进一步探讨。

在信托公司集合资金信托计划方面,以国内领先的三家信托公司北京中信信托、上海国际信托和深圳华润国际信托公司为例,中信信托公司在其网站上披露的集合资金信托计划信息包括:成立公告、信托事务管理报告、清算报告、其它报告(信托利益分配通知、临时报告等),并另开辟有“阳光私募类信托计划净值公告”频道。深圳华润国际信托公司在其网站上开设了专门的信息披露频道,披露信息包括:单位净值和累计净值报告、季度信托资金管理报告书、信托利益分配公告、清算报告书、公告(成立公告、变更期限、更改信托计划、更换投资顾问、提前结束、延期成立等)。而上海国际信托公司在其网站上披露的信息则较少,主要是信托管理报告。具体到特

定的信托公司集合资金信托计划产品，“深国投·创富股权投资集合资金信托计划信托单位净值和信托单位累计净值报告”包括四部分内容：信托计划财产总值；信托单位总份数；信托单位净值和信托单位累计净值。以重要的季度信托资金管理报告书为例，“中信信托星石 17 期证券投资集合资金信托计划信托事务管理报告”的主要内容包括：信托资金运用情况、信托计划收益情况（包括单位净值情况和历史分红情况）以及其他事项披露。“深国投·华发股份股票收益权集合资金信托计划信托事务管理报告”的主要内容则包括：信托资金运用、华发集团和华发股份经营情况、重大事项披露情况、信托计划净收益等。而上国投“蓝宝石”系列（双盈）证券投资资金信托计划信托事务管理报告的主要内容包括：信托计划最近情况、市场情况及投资策略和对风险敞口的控制措施等。

因此，从上述列举的定期信托事务管理报告看，实践中信托公司集合资金信托计划信息披露内容较简单，且各家信托公司、各只信托产品披露的内容和格式也存在较大差异。

在证券公司集合资产管理计划方面，以管理资产规模最大的中金公司为例，其公司网站上在每只集合资产管理计划项下披露有：投资者教育、最新公告、产品简介、法律文件等，并公布计划净值，且为投资者开通了“集合计划网上查询系统”。以中金公司管理的“中金股票精选集合资产管理计划”产品为例，该集合计划投资的标的物包括国内依法公开发行上市的上市公司股票、证券投资基金、各种债券、中央银行票据以及法律法规允许集合资产管理计划投资的其他金融工具。《中金股票精选集合资产管理计划集合资产管理合同》第十章专门对集合计划的信息披露进行了规定：第三十二条定期报告部分，包括集合计划净值通告、集合资产管理计划的管理季度（年度）报告、托管季度（年度）报告和年度审计报告。1、集合计划净值通告。每开放日披露截止前一个开放日的集合计划的每份额净值。2、集合计划的管理季度报告和托管季度报告。管理人、托管人分别在每季度向委托人提供一次准确、完整的管理季度报告和托管季度报告，对报告期内集合计划资产的配置状况、价值变动情况做出说明；集合计划管理季度报告的财务数据经托管人审核并出具意见后，于下一季度前 15 个工作日内通告，并报中国证监会及注册地中国证监会派出机构备案。3、集合资产管理计划的管理年度报告和托管年度报告。管理人、托管人在每年度分别向委托人提供一次准确、完整的管理年度报告和托管年度报告，对报告期内集合计划资产的配置状况、价值变动情况、重大关联交易做出说明；管理年度报告的财务数据经托管人审核并出具意见后，于每个会计年度截止日后 60 个工作日内通告，并报中国证监会

详见附录 7

详见附录 8

详见附录 9

详见附录 10

及注册地中国证监会派出机构备案。4、管理人按照《试行办法》的规定聘请会计师事务所对集合资产管理计划的运营情况单独进行年度审计,将审计意见提供给委托人和托管人,并报中国证监会及注册地中国证监会派出机构备案。第三十三条信息披露文件的存放与查阅。经过托管人审核的集合计划净值通告、集合资产管理季度报告和托管季度报告、集合资产管理年度报告和托管年度报告及其他临时通告放置于管理人的网站(www.cicc.com.cn),供委托人查阅。第三十四条重大事项披露和披露方式。对关系委托人利益的重大事项,如集合计划分红、决定终止计划、更换计划托管人、变更投资主办人员、变更推广机构、巨额退出以及托管人或管理人认为需披露的其他事项,管理人将通过管理人的网站(www.cicc.com.cn)等多种方式及时通告委托人,并及时向中国证监会及注册地中国证监会派出机构报告;其中,如果管理人将集合计划的资产投资于管理人、托管人及与管理人、托管人有关联关系的公司发行的证券,管理人应同时向交易所报告。

在中金公司网站上可供下载的关于“中金股票精选集合资产管理计划”产品的法律文件包括:中金精选集合计划(展期)合同签署页、中金精选集合计划(展期)风险揭示书、中金精选集合计划(展期)集合资产管理合同、中金精选集合计划(展期)合同条款变更说明、中金精选集合计划(展期)说明书、中金股票精选集合资产管理计划发行公告、中金股票精选集合资产管理计划说明书、中金股票精选集合资产管理合同、中金股票精选集合资产管理计划合同签署页。针对“中金股票精选集合资产管理计划”,除了每开放日披露截止前一个开放日的集合计划的每份额净值外,其2009年度共披露管理人报告、托管报告、提示性公告等29次,列举如下:中金精选集合计划09年第4季度报告(2010-01-22)、关于提请中金集合计划投资者查收2009年第四季度对账单的提示性公告(2010-01-19)、关于中金公司集合资产管理计划2010年元旦期间暂停业务的公告(2009-12-25)、关于中金精选参与中国北车IPO的发行公告(2009-12-25)、中金精选集合计划09年第3季度报告(2009-10-28)、关于提请中金集合计划投资者查收2009年第三季度对账单的提示性公告(2009-10-22)、关于中金公司集合资产管理计划2009年国庆节期间暂停业务的公告(2009-09-28)、中金公司集合资产管理计划投资创业板证券的提示公告(2009-09-24)、中金精选参与中国建筑IPO发行的公告(2009-07-31)、中金精选展期并提高规模上限的提示公告八(2009-07-31)、中金精选展期并提高规模上限的提示公告七(2009-07-24)、中金精选09年2季度报告(2009-07-21)、中金精选展期并提高规模上限的提示公告六(2009-07-20)、中金精选展期并提高规模上限的提示公告五(2009-07-15)、关于提请中金集合计划投资者查收2009年第二季度对账单的提示性公告(2009-07-14)、中金精选展期并提高规模上限的提示公告四(2009-06-18)、中金精选展期并提高规模上限的提示公告三(2009-05-22)、关于中金公司集合资产管理计

划端午暂停业务公告(2009-05-20)、关于中金公司集合资产管理计划五一劳动节放假公告(2009-04-27)、中金精选展期并提高规模上限的提示公告二(2009-04-22)、中金精选集合计划09年第1季度报告(2009-04-21)、关于提请中金集合计划投资者查收2009年第一季度对账单的提示性公告(2009-04-15)、中金精选集合计划2008年年度报告(2009-04-02)、关于中金公司集合资产管理计划清明节暂停业务的公告(2009-03-30)、中金精选展期并提高规模上限的提示公告一(2009-03-26)、中金精选集合计划08年第4季度报告(2009-01-22)、中金精选集合计划托管人报告(2009-01-20)、关于中金公司集合计划春节期间暂停业务的公告(2009-01-19)、关于提请中金集合计划投资者查收2008年第四季度对账单的提示性公告(2009-01-15)等。

从重要的季度管理报告《中金股票精选集合资产管理计划2009年第4季度资产管理报告》来看,11页A4纸,包括八大部分:重要提示、集合计划产品概况、主要财务指标和集合计划净值表现、管理人报告(集合计划投资主办人简介、管理人对报告期内本集合计划运作合规守信情况的说明、报告期内集合计划的投资策略和业绩表现说明)、投资组合报告(报告期末集合计划资产组合情况、报告期末按行业分类的股票投资组合、报告期末按公允价值占集合计划资产净值比例大小排序的前十名股票投资明细、报告期末按债券品种分类的债券投资组合、报告期末按公允价值占集合计划资产净值比例大小排名的前五名债券投资明细、报告期末按公允价值占集合计划资产净值比例大小排名的前十名资产支持证券投资明细、报告期末按公允价值占集合计划资产净值比例大小排名的前五名权证投资明细、报告期末按公允价值占集合计划资产净值比例大小排名的前十名基金投资明细、投资组合报告附注)、集合计划份额变动、影响投资者决策的其他重要信息(报告期内的关联交易等)和备查文件目录(备查文件目录、存放地点、查阅方式)等。

再以国内领先的上市证券公司中信证券为例,其公司网上披露有集合产品净值及查询、产品公告;可下载的资料包括:管理合同、说明书、签署条款,并披露各投资主办人的简历。以其《中信证券股债双赢(中信证券3号)集合资产管理计划季度报告》(2009年第四季度)为例,7页A4纸,包括九部分:重要提示、集合资产管理计划概况、主要财务指标和集合资产管理计划净值表现、管理人报告(业绩表现、投资主办人简介、投资主办人工作报告、风险控制报告)、托管人报告、投资组合报告(资产组合情况、期末市值占集合计划资产净值前十名股票明细、期末市值占集合计划资产净值前十名债券明细、期末市值占集合计划资产净值前十名基金明细、期末市值占集合计划资产净值前十名权证明细、投资组合报告附注)、集合计划份额变动、重要事项提示和信息披露的查阅方式。

因此,从以上对信息披露的实例分析来看,笔者以为,实践中证券公司集合资产

管理计划信息披露基本参照公募证券投资基金,披露内容全面、翔实、及时,远远超出了法规的最低要求,也远高于信托公司集合资金信托计划,各证券公司管理的集合资产管理计划产品信息披露的内容与格式也基本一致,质量较高。

在商业银行理财计划方面,以理财产品发行量最大的工行为例,其网站上披露有在发/已发银行理财计划的产品说明书和理财产品信息(主要是净值、到期收益率、开放及兑付日期提示等信息,如“东方之珠”一期代客境外理财产品各期净值、2009年第39期人民币理财产品--新股申购结构化优先份额6个月款XGYX0901到期收益率、东方之珠一、二、三、四期产品2010年2月份开放及兑付日期提示),但未见有专门的月度或季度定期管理报告。具体到特定的银行理财计划,以2007年12月10日~2008年1月10日募集的中国工商银行代客境外理财产品——东方之珠(四)(人民币款)产品为例,其说明书10页A4纸,包括理财产品说明、美元票据说明、理财收益分配、信息公告、风险揭示和特别提示六大部分。其中信息公告包括三部分:1、理财产品定期信息公告:产品管理人将于每月赎回日后第五个工作日向投资者披露理财产品相关投资信息,包括理财产品净值、美元票据中高盛中国H股股票基金所占比例等。2、理财产品临时信息公告:临时信息公告包括美元票据的购买价格、投资组合、资产净值、汇率价格等相关信息。3、信息公告渠道:相关信息将通过中国工商银行网站,柜台公布。再以2010年2月26日~2010年3月7日募集的中国工商银行“安享回报”外币理财产品—美元6个月产品为例,其说明书8页A4纸,包括郑重提示、产品概述、投资对象、投资团队、理财收益计算及分配、风险揭示、收益情况分析、信息披露和特别提示九大部分。其中信息披露部分规定:1、工商银行将在理财产品起始日后两个工作日内在中国工商银行网站(www.icbc.com.cn)发布美元兑人民币基准汇率,产品到期后第三个工作日公布年化理财收益率。若理财产品不成立,工商银行将在理财产品起始日后的第二个工作日在中国工商银行网站(www.icbc.com.cn)进行相关信息披露。2、若产品提前结束募集,工商银行将在募集结束后第二个工作日在中国工商银行网站(www.icbc.com.cn)进行相关信息披露。3、工商银行将按照法律法规及监管规范的要求在中国工商银行网站(www.icbc.com.cn)及时进行信息披露。

再以2004年首家开办理财业务的股份制银行光大银行为例,其公司网站上披露的理财计划信息包括各产品净值与收益公告、重要公告或报告(月度、季度、年度投资报告),如“T计划”季季盈2009年产品月度公告(2010-02-03)、“T计划”季季盈2009年第三期产品投资期3公告(2010-01-20)、“光华精选”2009年第四季度投资报告(2010-01-15)、“同赢八号”2009年第四季度投资报告(2010-01-15)、“套餐计划”2009年第二期产品公告(2010-01-14)、“阳光私募基金宝”月度投资报告(2010-01-13)。

阳光资产配置计划 2009 年 4 季度投资运作报告 (2010-01-12)、 “A+计划” 第二期到期兑付公告 (2009-12-30)、 关于上调季季盈、 月月盈点差收益的公告 (2009-12-09)、 “同享一号” 产品 1 人民币提前赎回资金结汇公告 (2009-12-07) 等。如其 2010 年 1 月 7 日发布的“T 计划”月月盈 2009 年第二期产品投资期 5 公告 6 页 A4 纸,包括本投资期收益率、信托贷款(融资)投向简介和融资机构及合作信托公司简介三部分。总体上看,光大银行对于涉及到证券市场投资的银行理财计划会披露定期报告。如:2010 年 2 月 4 日披露的《阳光稳健一号 2010 年 1 月投资报告》共两页,包括债券市场回顾、稳健一号投资运作情况和 2 月份市场展望及操作思路三部分¹¹。在季度管理报告方面,2010 年 1 月 15 日光大银行发布的《光华精选 2009 年第四季度投资报告》包括产品基本信息、投资顾问及投资经理介绍、本报告期内产品业绩表现、行情回顾及运作分析、市场展望和投资策略和投资组合报告六部分¹²。

可见,从上述列举的银行理财计划信息披露案例看,笔者以为,实践中银行信息披露内容总体上较简单,且各家银行、各只理财产品披露的内容和格式也存在较大差异,如工行未披露定期管理报告,而光大银行信息披露工作相对较好,但其证券投资类银行理财产品信息披露的全面性、详实性和规范性等仍较券商集合资产管理计划存在较大差距。

与其他类型私募基金不同的是,在基金公司一对多资产管理计划信息披露方面,在各基金公司网站上几乎找不到关于其发行的一对多资产管理计划有关的产品信息。以国内领先的几家基金公司为例,华夏基金网站上只是披露:“欲查询一对多业务相关信息,请拨打公司统一客服电话 400-818-6666”。嘉实基金网站上披露:嘉实基金已设置专门的‘一对多’专户电话服务热线,客户接通嘉实客服电话 4006008800 后按“908”,即可进入“一对多”贵宾专线,享受专属咨询服务。易方达基金网站上披露:除按法规要求及时进行净值披露、发布定期报告外,易方达还将通过书面或电子等形式向委托人提供定期或不定期对账单,报告委托人的专户资产状况。从笔者获取的华安基金公司 2010 年初发行的一款“一对多”理财产品“锐智财富灵活配置 1 号资产管理计划”合同为例,该产品资产管理合同对报告义务规定如下:

(一) 资产管理人向资产委托人提供的报告

1、报告种类、内容和提供时间

(1) 年度投资管理报告

资产管理人应当在每个会计年结束后三个月内,编制完成计划年度投资管理报告并经托管人复核,向资产委托人披露投资状况、投资表现、风险状况等信息。资产管理人在年度报告完成当日,将有关报告提供资产托管人复核,资产托管人在收到后

¹¹ 详见附录 11

¹² 详见附录 12

15 个工作日内复核财务数据，并将复核结果书面通知资产管理人。资产管理人向委托人披露复核后的年度报告。

（2）季度投资管理报告

资产管理人应当在每季度结束之日起 15 个工作日内，编制完成季度投资管理报告，经托管人复核后，向资产委托人披露投资状况、投资表现、风险状况等信息。资产管理人在季度报告完成当日，将有关报告提供资产托管人复核，资产托管人在收到后 5 个工作日内对财务数据进行复核，并将复核结果书面通知资产管理人。资产管理人向委托人披露复核后的季度报告。

（3）临时报告

发生投资经理变更等可能影响资产委托人利益的重大事项时，资产管理人应及时通过本合同约定的方式向资产委托人披露。

（4）资产管理计划份额净值报告

本计划存续期间，在非开放日，资产管理人于每月的第一个工作日向委托人报告上月末最后一个交易日的计划份额净值；在开放日，资产管理人应于每个开放日的次日向委托人报告开放日计划份额净值。

2、报告披露途径及委托人信息查询方式

资产管理人向资产委托人提供的报告，将严格按照《试点办法》、《规定》及其他有关规定进行。本资产管理计划将通过资产管理人的网站进行信息披露。资产管理人网站：www.huaan.com.cn。

（二）资产管理人和资产托管人向中国证监会提供的报告

资产管理人、资产托管人应当根据法律法规和监管机构的要求履行报告义务。资产管理人应当在每季度结束之日起的 15 个工作日内，完成特定资产管理业务季度报告，并报中国证监会备案。资产管理人、资产托管人应当在每年结束之日起 3 个月内，完成特定资产管理业务管理年度报告和托管年度报告，并报中国证监会备案。在一个委托投资期间内，若投资目标和投资策略类似的证券投资基金和委托财产投资组合之间的业绩表现有明显差距，则应出具书面分析报告，由管理人投资经理、督察长、总经理分别签署后报中国证监会备案。

可见，实践中虽然各基金公司网站上披露的一对多资产管理计划信息不如其他类型私募基金公开和充分，但在一对多资产管理计划合同中对净值信息、年度和季度定期投资管理报告、临时报告等做了较为细致、明确的规定。笔者以为，虽弱于券商集合资产管理计划，但要好于信托公司集合资金信托计划和银行理财计划。

在私募股权基金方面，以知名本土股权投资机构深圳达晨创业投资有限公司为例，该公司于 2000 年 4 月 19 日注册成立，目前管理七期股权基金，受托管理资金

近 30 亿元。其在公司网站上对所管理的基金信息进行了简要披露，包括基金名称、投资周期、投资项目、投资行业分布等。以笔者获得的某有限合伙制股权基金为例，其签署的《有限合伙协议》关于信息披露部分的主要规定如下：1、记账。普通合伙人应当在法定期间内维持符合有关法律规定的、反映有限合伙交易项目的会计账簿，作为向有限合伙人提交财务报表的基础依据。2、会计年度。有限合伙的会计年度与日历年度相同；首个会计年度自有限合伙设立之日起到当年之 12 月 31 日。3、审计。有限合伙应于每一会计年度结束之后，由独立审计机构对有限合伙的财务报表进行审计。有限合伙设立之时，审计机构由具有证券资格的中国会计师事务所担任，当决策委员会二分之一以上成员提议更换审计机构时，普通合伙人应召集决策委员会会议，讨论审计机构的更换事宜。4、财务报告。普通合伙人应在每季度结束后 10 个工作日内向有限合伙人提交未经审计的财务报表，并于每个会计年度结束后 2 个月之内向有限合伙人提交经审计的财务报表。该等财务报表应包括：（1）资产负债表；（2）损益表；（3）现金流量表；（4）各该合伙人在有限合伙中的资本账户余额及在该会计期间的变化说明。5、半年度经营报告。普通合伙人于有限合伙设立后第一个完整半年度结束时起，每半年度开始后 20 个工作日之前向有限合伙人提交半年度经营报告，内容为该半年度经营活动报告以及未经审计的财务摘要信息，包括有限合伙的资产负债表及每一合伙人的资本账户信息（受有限合伙与被投资公司达成之保密协议限制的信息除外）。6、年度报告。在有限合伙设立当年之后的每一年度，普通合伙人应于每年合伙人会议召开通知之前（但该期限不得晚于 3 月 1 日）向有限合伙人提交年度报告，内容为上一年度投资活动总结及上一年度经审计的财务报告。7、查阅财务账簿。有限合伙人在提前 10 个工作日书面通知的前提下，有权在正常工作时间内的合理时限内亲自或委托代理人为了与其持有的有限合伙权益相关的正当事项查阅及复印有限合伙的会计账簿。有限合伙人在行使本条项下权利时应遵守有限合伙不时制定或更新的保密程序和规定。

可见，实践中，一些知名的股权基金基本上是参照国家对一般企业的信息披露要求开展有关信息披露工作，并未严格从股权基金的特点出发进行个性化的信息披露。

4.3 存在问题

从第三章对国外私募基金信息披露的介绍和第四章对我国私募基金信息披露各类法规规定的系统梳理和实例分析，笔者以为，我国私募基金信息披露主要存在以下潜在问题：

4.3.1 各类私募证券基金信息披露标准不统一

无论是信托公司集合资金信托计划、证券公司集合资产管理计划还是商业银行理

财计划和基金公司一对多资产管理计划,各类私募证券基金对投资者来说,其差异主要是市场主体不同而不是产品功能有本质差别。但客观上,我国金融业目前仍属于分业经营、分业监管的体制,不同类型私募证券基金发行和管理主体的监管机构或部门不同,如信托公司及其信托型私募基金由银监会非银部监管、证券公司及其发行的集合资产管理计划由证监会机构部监管、基金公司及其发行的一对多集合资产管理计划由证监会基金部监管、而商业银行及其发行的理财计划则由银监会不同银行监管部门监管。不同监管机构和部门纷纷从本位出发,制订和颁布相应的私募基金监管法规,包括对信息披露的要求。这种多头监管体制带来的问题是,同一投资类型或风格的私募基金的信息披露要求和实践不同,这为投资者的决策带来了不便,增加了投资者的成本,也降低了资本市场的效率。

4.3.2 私募股权基金缺乏基本的信息披露要求

与各类私募证券基金具有较明确法律地位不同的是,我国私募股权基金长期以来一直没有明确的法律地位,《创业投资企业管理暂行办法》的颁布和《合伙企业法》的修订一定程度上有助于该问题的解决,但配套的基金财产登记、税收等制度还不完善,讨论多年的股权投资基金管理办法迟迟未出台,严重制约了私募股权基金的快速、健康发展。相应地,对股权基金信息披露的建设则更为滞后,对于备案的创业投资企业及其管理顾问机构,只是要求在每个会计年度结束后的4个月内向管理部门提交经注册会计师审计的年度财务报告与业务报告,并及时报告投资运作过程中的重大事件,缺少对日常基金运作过程中的信息披露要求,如年中报告,而对数量更多、影响更广泛的未备案的私募股权基金则无针对性的法规或政策文件加以规范。

4.3.3 私募基金趋于公募化监管

公募基金由于涉及到社会公众,通常受到监管机构的严格监管。在信息披露方面,我国专门制定有《证券投资基金信息披露管理办法》。办法对基金募集、基金运作、基金临时信息、事务管理等各个环节的信息披露进行了详细规定。相比之下,从上述对私募基金特别是法规对证券公司集合资产管理计划以及证券投资类信托型私募基金的信息披露要求来看,虽然在全面性、深入性等方面较公募基金的要求较低,但整体的制度安排和监管思路趋同公募基金,如对于证券投资类信托,至少每周一次在信托公司网站公布信托单位净值、至少每30日一次向委托人、受益人寄送信托单位净值书面材料;而对于券商集合资产管理计划,不但在每开放日披露份额净值,且定期披露季度管理人报告和托管人报告,披露的信息较为全面。这虽然有利于对私募基金的监管和防范风险,但另一方面可能也会限制私募基金的“私募”特征及其优势的发挥,信息披露过于频繁、全面、透明,恐不利于私募基金的长远发展。

4.3.4 缺乏专门信息披露规范，操作性、可比性较差

如上述研究分析，虽然不同监管机构对特定种类的私募基金都有相应的法规或政策规定，并且都涉及到信息披露的内容，但由于缺乏专门的信息披露规范或操作指引，加上不同信息披露主体的理解存在差异，因此实际执行过程中私募基金信息披露的内容和格式表现出较大的差异，即使是同一类型私募基金，不同的信息披露主体、同一信息披露主体管理的不同私募基金产品披露的信息均存在差异，可比性不强，增加了基金投资者比较决策的难度，也不利于各方对私募基金信息披露的持续监督。同时，相比其他私募证券基金，实践中银行理财计划乃至集合资金信托计划在信息披露的质量方面仍有待进一步提高。

4.3.5 缺乏独立第三方对私募基金披露信息进行监督

与公募基金不同，私募基金的信息披露对象主要是基金投资者和监管机构。理论上讲，私募基金由于门槛较高，基金投资者应有能力和经验对基金管理人提出信息披露需求，识别出有用的、准确的基金信息。但我国仍是一个新兴资本市场，总体上投资者的成熟度不高，基金管理人的执业水平也需进一步加强，而监管机构的监管能力和水平也在不断提升之中，因此有必要引进独立第三方加强对私募基金信息披露的监督。值得肯定的是，参照公募基金的治理机制，我国信托类、证券类、银行类和基金类私募证券基金法规都强制引入了托管机制，由托管银行对基金管理人计算的基金净值信息进行复核，并对管理人定期报告中有关财务数据进行复核，确保了披露信息的准确性。但在披露程序上，仍是由基金管理人将经托管人复核后的信息向投资者和监管机构报告，托管人无从知晓最终定向披露的信息是否是经其复核后的信息。另一方面，据笔者了解，国家发改委 2009 年 6 月已经上报国务院的股权基金管理办法中，并没有像公募基金那样，强制要求将基金委托商业银行托管，因此对股权基金披露信息更是缺乏第三方的独立监督。

4.4 成因分析

深入探究目前我国私募基金信息披露各种问题的成因，笔者以为主要囿于以下方面：

一是受制于我国分业经营、分业监管的宏观金融体制。目前我国金融业仍属于分业经营、分业监管的体制，各种类型私募基金的监管主体不同，加上缺乏足够、有效的监管沟通，因此容易造成从各自行业监管部门的本位角度出发提出不同的信息披露要求，五龙治水。

二是我国私募基金的超常规发展主要还是近几年的事，并且还处于不断变化之

中，其运行规律和发展方向还未能清晰把握，包括在信息披露方面，故有关各方采取了一种“摸着石头过河”的策略，先发展后规范，边发展边规范。

三是从国外经验看，在市场发展初期，证券市场的发展一般要优于、快于股权基金市场的发展，因为证券市场的繁荣有利于股权基金的并购和退出，因此我国也不例外，股权基金的立法和实践总体上要滞后于证券市场的发展，这也导致了我国私募股权基金在信息披露制度建设方面要落后于私募证券投资基金。

四是比较而言，在各类监管主体中，因职责分工不同，证监会对证券市场的监管能力和经验要远高于银监会等其他监管部门。由于有较为成熟的公募基金监管经验，故证监会监管之下的证券公司集合资产管理计划以及基金公司一对多资产管理计划在信息披露方面总体上要优于其他类型私募基金，但同时也是双刃剑，容易按照公募基金的监管思路和做法来监管私募基金。

五是在目前我国法律体制下，私募基金的托管人一般是由基金管理人来选择，这使得托管银行对私募基金管理人信息披露行为的独立监督作用发挥打了折扣，同时我国仍属于新兴市场，行业协会等独立第三方机构仍有待建立和健全，其对私募基金信息披露的监督作用尚未能充分发挥。

5 我国私募基金信息披露

框架设计及政策建议

5.1 私募基金信息披露框架设计

通过对国内外关于私募基金信息披露的比较研究和理论及实例分析,笔者以为,除私募股权基金外,信息披露问题已经受到我国各监管机构的一定重视,并且已经陆续付诸法规的强制要求,对保护投资者利益发挥了积极作用。但无论是在立法层面,还是从信息披露主体实际执行情况看,在私募基金信息披露方面仍存在着许多有待进一步完善的地方,信息披露质量需要进一步提高。

本文试图设计私募基金信息披露的一般指引以供各方深入讨论:

5.1.1 信息披露的原则

1、真实性原则

真实性是指披露的信息应当准确、真实、不得有虚假记载、误导或者欺骗。它包含两个方面的内容:第一是私募基金公开的信息必须是客观的事实,这些事实发生在基金投资管理的过程中;第二是私募基金披露的信息必须与发生的客观事实相一致。

2、及时性原则

及时性是指向基金投资者披露的信息应当具有时效性,有助于投资者及时调整投资策略,获得更好的投资机会或者避免发生损失。

3、准确性原则

准确性是指私募基金进行信息披露时,必须确切表明其含义,反映客观现实,其内容与表达应该简明扼要、通俗易懂,不得故弄玄虚,语意不祥,引起误解或歧义。

4、适当性原则

适当性是指披露的信息应体现私募特征,既要披露足够的对基金投资人决策有用的重要信息,不得有欠缺和遗漏,同时也不是所有细枝末节的信息都要披露,信息披露内容不追求全面细致,应赋予私募基金充分适当的信息隐私空间。

5.1.2 信息披露的内容

1、向基金投资者和监管机构定向披露的基金信息包括:

- a. 基金招募说明书;
- b. 基金合同(包括管理协议和托管协议);

- c. 基金募集情况；
- d. 基金资产净值和基金份额净值；
- e. 基金定期报告，包括基金年度报告、基金半年度报告和基金季度报告；
- f. 基金临时报告；
- g. 基金份额持有人大会决议；
- h. 涉及基金财产的诉讼。

2、披露的私募基金信息，不得有下列行为：

- a. 虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；
- b. 对投资业绩进行预测；
- c. 违规承诺收益或者承担损失。

3、定期报告内容

私募基金季度报告和半年度报告可重点包括基金产品概况、主要财务指标和基金净值表现、管理人报告、投资组合报告等内容，其中：

基金产品概况应披露以下内容：基金简称、基金运作方式、基金合同生效日、报告期末基金份额总额、投资目标、投资策略、业绩比较基准(若有)、风险收益特征(若有)、基金管理人和基金托管人名称等内容。

主要财务指标和基金净值表现至少应列示本报告期的下列主要会计数据和财务指标：基金本期净收益、基金份额本期净收益、期末基金资产净值、期末基金份额净值等。

管理人报告应披露以下内容：简要介绍基金经理情况；对报告期内基金运作的遵规守信情况作出说明；若存在违法违规或未履行基金合同承诺的，应就有关情况作出具体说明，并提出处理方法；结合宏观经济情况及证券市场情况，对报告期内基金的投资策略和业绩表现作出说明与解释。

投资组合报告应披露以下内容：报告期末基金资产组合情况；报告期末按行业分类的股票投资组合(若有股票投资)；报告期末按市值占基金资产净值比例大小排序的前十名股票明细(若有股票投资)；报告期末按券种分类的债券投资组合(若有债券投资)；报告期末按市值占基金资产净值比例大小排序的前五名债券明细(若有债券投资)。

私募基金年度报告可在季度报告内容的基础上增加披露：收益分配情况、审计报告(如有)、财务会计报告、托管人报告、重大事件揭示等内容。其中，财务会计报告应披露基金会计报表及会计报表附注。会计报表包括报告期末及其前一个年度末的比较式资产负债表、该两年度的比较式经营业绩表及收益分配表、两年度的比较式基金净值变动表。托管人报告则应说明报告期内基金管理人在投资运作、基金资产净值的计算、基金费用开支等问题上，是否存在任何损害基金份额持有人利益的行为，在

各重要方面的运作是否严格按照基金合同的规定进行；若基金管理人未遵守有关规定，托管人应说明发现的问题，托管人就此采取的措施及管理人的改进状况等；托管人应就本年度报告中财务指标、净值表现、收益分配情况、财务会计报告、投资组合报告等内容的真实性、准确性和完整性发表意见。

4、基金临时信息披露

私募基金发生重大事件，基金管理人应当在五日内编制临时报告书，向基金投资人披露。重大事件，是指可能对基金份额持有人权益或者基金价格产生重大影响的下列事件：

- a. 基金份额持有人大会的召开；
- b. 提前终止基金合同；
- c. 基金扩募；
- d. 延长基金合同期限；
- e. 转换基金运作方式；
- f. 更换基金管理人、基金托管人；
- g. 基金募集期延长；
- h. 涉及基金财产的诉讼；
- i. 基金管理人、基金托管人受到监管部门的调查；
- j. 重大关联交易事项；
- k. 基金收益分配事项；
- l. 管理费、托管费等费用计提标准、计提方式和费率发生变更；
- m. 基金份额净值计价错误达基金份额净值百分之零点五；等。

5.1.3 信息披露的时效性

1、私募基金管理人应当至少每月向基金投资者披露一次基金资产净值和基金份额净值。

2、私募基金管理人应当在每年结束之日起六十日内，编制完成基金年度报告，并向基金投资者和监管机构报告。

3、私募基金管理人应当在上半年结束之日起三十日内，编制完成基金半年度报告，并向基金投资者和监管机构报告。

4、私募基金管理人应当在每个季度结束之日起十五日内，编制完成基金季度报告，并向基金投资者和监管机构报告。

5.1.4 信息披露的形式

- 1、信息披露应当采用电子文本和书面报告两种方式。

2、私募基金信息披露义务人应当在规定时间内，将应予披露的基金信息在基金管理人和（或）基金托管人的互联网网站披露，并保证投资人能够按照基金合同约定的时间和方式查阅或者复制披露的信息资料。

3、基金定期报告披露后，应当分别置备于基金管理人和（或）基金托管人的住所，供基金投资者和监管机构查阅、复制。

5.2 政策建议

针对目前我国私募基金在信息披露方面存在的问题和成因，笔者建议可从以下几方面完善我国私募基金的信息披露制度。

5.2.1 加强监管协调，尝试制订统一的私募证券投资基金信息披露指引

为便于投资人根据披露的基金信息在各类私募证券投资基金间进行正确决策，也便于管理人做好私募证券投资基金的信息披露工作，同时也便于监管机构对证券市场的统一监管，笔者建议信托、证券、银行、基金等不同行业私募基金监管机构能进一步加强监管协调，由证券市场监管主体证监会牵头，借鉴公募基金，针对不同类型私募基金制订统一的私募基金信息披露管理办法或指引。考虑到我国资本市场的发展现状和当前金融分业经营的现实，可在提炼不同类型私募基金共性的基础上形成一般准则的同时，针对不同类型私募基金个性化特点在部分条款上进行特别说明和规定；并且可就私募证券投资基金信息披露内容与格式制订相应的实施细则，以加强操作性、提高可比性。在统一指引下，由于牵涉面较广，在具体执行过程中，各监管机构之间仍需建立私募证券投资基金监管信息共享机制与协调机制。

以公募基金为例，1999 年我国即制订有《证券投资基金信息披露指引》（证监发[1999]11 号），2004 年 7 月 1 日则下发了《证券投资基金信息披露管理办法》。办法共 8 章 38 条，第一章总则，第二章基金信息披露一般规定，第三章对基金募集信息披露进行了规定，第四章规范了基金运作信息披露，第五章是关于基金临时信息披露的规定，第六章就信息披露事务管理进行了规定，第七章法律责任，第八章附则。至于一些特殊的基金品种，例如货币市场基金、QDII 基金，它们在投资范围、会计核算等方面有别于其他类型公募基金。因此，办法还规定，这些特殊的基金品种除遵循信息披露的一般规定外，还应针对产品特性，补充披露其他信息。如货币市场基金特有的披露信息包括收益公告、影子价格与摊余成本法确定的净值产生较大偏离信息等内容。与普通基金仅投资境内证券不同，QDII 基金将其全部或部分资金投资境外证券市场。在披露相关信息时，可同时采用中、英文，并以中文为准，可单独或同时以人民币、美元等主要外汇币种计算并披露净值信息。当涉及币种之间转换的，应披露汇率数据来源，并保持一致性。在基金合同、招募说明书以及定期报告中需要披露选择的境外投资顾问和境外托管人的信息等。此外，证监会还颁布了多个关于基金信

息披露内容与格式准则的编报规则,如《年度报告的内容与格式》、《半年度报告的内容与格式》、《季度报告的内容与格式》、《主要财务指标的计算及披露》、《基金净值表现的编制与披露》、《会计报表附注的编制及披露》等。为进一步提高基金信息披露质量,证监会近年来一直推进基金信息披露 XBRL (eXtensible Business Reporting Language,可扩展商业报告语言)应用工作。日前其又制定了《证券投资基金信息披露 XBRL 模板第 3 号 年度报告和半年度报告》自 2010 年 2 月 9 日起施行。

5.2.2 明确私募股权基金信息披露要求

针对私募股权基金在我国日益发展壮大的趋势,笔者建议相关监管机构如国家发改委应进一步加强对私募股权基金信息披露的要求,除了事前申请、年度报告和检查外,对年中基金经营管理的有关情况也要加强监督和管理,如要求基金管理人每季度向基金投资人和监管机构提交管理报告等,并可就基金募集期、存续期和终止期信息披露要求制订相应的指引。如借鉴《英国私募股权投资信息披露和透明度指引》,对私募股权基金信息披露的指导原则、信息披露主体和披露内容进行明确规定。

5.2.3 淡化公募色彩,信息披露体现私募基金的特性

在私募基金发展初期,参照公募基金的经验,适当提高对私募基金信息披露的要求是必要的。但一定程度上,灵活性、私密性是私募基金发展的灵魂,因此,随着我国私募基金市场的深入发展和投资者、基金管理人的成熟,可逐步放开对部分私募基金如券商集合资产管理计划信息披露的过高要求,赋予私募基金信息披露的足够灵活性,一些信息可适当减少披露。但另一方面,特别是银行理财计划以及部分信托型私募基金,在信息披露的内容、形式等方面仍有待进一步加强。在借鉴公募基金信息披露经验的同时,逐步淡化公募色彩,信息披露着力体现私募基金的特性,以建立起一种真正区别于公募基金的私募基金信息披露模式。

5.2.4 出台行业信息披露指引,提高操作性和可比性

在全市场制订和执行统一的私募证券基金信息披露指引短期内不可得的情况下,作为第一步,笔者建议各行业监管部门可针对分管的不同类型私募基金先行出台本行业的私募基金信息披露指引,以加强本行业内信息披露主体之间、不同产品之间信息披露的可比性,提高本行业私募基金信息披露的质量,尤其是银行理财计划和信托公司集合资金信托计划,因为相比之下券商集合资产管理计划和基金公司一对多资产管理计划信息披露的内容和格式要详实、规范得多。

5.2.5 加强托管银行等独立第三方对私募基金信息披露的监督

实践证明,自1998年托管银行制度首先在公募证券投资基金中引进以来,我国公募基金业从未出现过基金资金被基金管理人挪用的情况。托管银行的复核和监督作用有力促进了我国公募基金业的快速发展,托管制度也相继受到社保、保险、证券、年金、信托等行业监管部门推崇并付诸实践。因此,笔者建议,在私募股权基金制度设计中,法规也要强制规定引进托管银行制度,发挥基金托管人对基金管理人信息披露的监督作用。同时,为确保私募基金披露信息的准确性,笔者建议可改进目前信息披露流程,由托管银行负责将复核后的基金净值信息和定期管理人报告、托管人报告向私募基金投资人和监管机构报告,或要求托管银行在自身网站上也披露私募基金的日常净值信息和管理人重要报告,基金投资者可凭密码登陆查询并和基金管理人提供的信息进行验证。另外,可考虑成立私募基金行业协会,要求私募基金管理人和托管人及时将私募基金的重要信息报告给行业协会,由协会在网站上统一发布,供基金投资人和有关各方查询和监督。

由于本人水平有限和资料收集的难度,论文中还有许多不足之处,如对民间私募型基金信息披露探讨较少,缺乏足够的国外私募基金信息披露案例分析等,下一步可继续就这些方面进行深入研究。

结束语

本文通过研究发现,虽然模式与宽严程度不尽一致,但各国和地区对私募基金及其信息披露都有一定的监管要求,且因国际金融危机而呈加强趋势。我国私募基金近年来发展迅速,种类繁多,主要包括信托公司集合资金信托计划、证券公司集合资产管理计划、商业银行理财计划、基金公司一对多资产管理计划以及创业投资企业和有限合伙企业等不同类型。从监管体制看,基本上是分业经营、分业监管,表现在信息披露要求上,也是宽严不一、参差不齐,存在的主要问题包括:各类私募证券基金信息披露标准不统一;私募股权基金缺乏基本的信息披露要求;私募基金趋于公募化监管;缺乏专门信息披露规范,操作性、可比性较差以及缺乏独立第三方对私募基金披露信息进行监督等。为此,本文尝试提出了我国私募基金信息披露的一般指引,并提出了可从五方面完善我国私募基金的信息披露制度:加强监管协调,尝试制订统一的私募证券基金信息披露指引;明确私募股权基金信息披露要求;淡化公募色彩,信息披露体现私募基金的特性;出台行业信息披露指引,提高操作性和可比性;加强托管银行等独立第三方对私募基金信息披露的监督。

参考文献

- [1] Fleischer, Victor, *Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds*. New York University Law Review, 2008 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=892440>
- [2] Jensen, Michael C., *The Economic Case for Private Equity (and Some Concerns)*—pdf of Keynote Slides (November 27, 2007). Harvard NOM Working Paper No.07-02 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=963530>.
- [3] Steven E. Hurdle, Jr., *A Blow to Public Investing: Reforming the System of Private Equity Fund Disclosures*, UCLA Law Review, Vol.239, 2005
- [4] Cochrane, J., *The risk and return of venture capital*, Journal of Financial Economics, Vol.75, 2005
- [5] Kaplan, S.N. & A.Schoar, *Private Equity Performance: Returns, persistence, and capital flows*, Journal of Finance Vol.60, 2005
- [6] Dan Primack, *Michigan Changes Disclosure Law to Protect PE Data*, Venture Capital, June 2004
- [7] Ann Grimes, *Disclosure Dilemma: Their Secretive Ways at Stake, Venture Firms Cut off Investors*, Wall Street Journal, May 11, 2004
- [8] Mark Heesen, *Public Transparency Must Be Balanced With Protecting Private Data*, Venture Capital, Jan. 2003
- [9] Francis Koh, Winston T.H. Koh and Melvyn Teo, *Asian Hedge Funds: Return Persistence, Style, and Fund Characteristics*, SMU economics & statistics working paper series, June 2003
- [10] Franklin R. Edwards and Stav Gaon, *Hedge Funds: What Do We Know?* Journal of Applied Corporate Finance, Vol.4, 2003
- [11] Randan Smith, *Regulators Review Complaints About Hedge Funds*, Wall Street Journal, Jan 22, 2003
- [12] Amin, Gaurav S. and Harry M. Kat, *Hedge Fund Performance 1990-2000: Do the Money Machines Really Add Value?* The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.38, 2003
- [13] Cumming, D.J., *Venture capital exits in Canada and the United States*. University of Toronto Law Journal, 2003
- [14] Kark Anson, *Hedge Fund Transparency*, The Journal of Wealth Management, Vol.15, 2002
- [15] B Liang, *Hedge Fund Performance: 1990-1999*, Financial Analysts Journal, 2001
- [16] W Fung, DA Hsieh, *Performance Characteristics of Hedge Funds and Commodity Funds: Natural vs Spurious Biases*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2000
- [17] 华雷、李长辉,《私募股权基金前沿问题——制度与实践》,法律出版社,2009年版
- [18] 陈向聪,《中国私募基金立法问题研究》,人民出版社,2009年版

- [19] 雷亚丽, 私募证券基金中投资者利益保护研究, 西南政法大学, 2009 年 4 月硕士论文
- [20] 朱奇峰, 中国私募股权基金发展论, 厦门大学, 2009 年 4 月博士论文
- [21] 张杨, 私募基金的信息披露制度, 中国政法大学研究生院, 2009 年 3 月硕士论文
- [22] 徐明亮, 有限合伙型: 私募证券投资基金“阳光化”的首选, 《财会月刊》, 2009 年 6 月下旬
- [23] 金玉娇, 我国私募基金监管问题, 《合作经济与科技》, 2009 年 9 月号下
- [24] 鲍松媛, 我国私募基金规范化发展研究, 《合作经济与科技》2009 年 1 月号下
- [25] 吴迎庆, 私募证券投资基金的法律监管, 《法制与社会》, 2009 年 1 月
- [26] 颜慧, 私募基金监管: 国际调整与我国的制度选择, 《中国金融》, 2009 年第 23 期
- [27] 李逸萌, 私募基金的立法监管与行业自律, 《企业导报》, 2009 年第 4 期
- [28] 郭子初, 私募基金“阳光化”在行动, 《中国金融家》, 2009 年第 9 期
- [29] 任杰, 私募股权投资基金法律监管探讨, 《财会通讯》·综合(中), 2009 年第 11 期
- [30] 黄亚玲, 私募股权基金文献综述, 《国际金融研究》, 2009 年 3 月
- [31] 陈斌彬, 论我国私募基金的法律监管, 《上海金融》2009 年第 5 期
- [32] 余四林, 《论我国私募基金的发展现状及展望》, 《财会通讯》·综合(下), 2009 年 4 期
- [33] 张瑞彬, 海外私募股权基金监管风向的转变及其启示, 证券市场导报, 2009 年 8 月号
- [34] 彭虹, 我国私募证券投资基金立法初探, 《金融与法律》, 2009 年第 2 期
- [35] 武圣涛, 中美私募股权投资基金规制比较研究, 经济论坛, 2009 年 12 月第 23 期
- [36] 李一梅, 韩中私募基金法制化研究, 复旦大学, 2008 年 5 月硕士论文
- [37] 吕锦峰, 私募基金规范化之研究, 中国政法大学研究生院, 2008 年 4 月博士论文
- [38] 王潺, 我国信托型私募基金内部治理研究, 暨南大学, 2008 年 5 月硕士论文
- [39] 李云捷, 我国私募基金监管制度的构建与完善, 《西南金融》2008 年总第 324 期
- [40] 田海, 我国私募基金法律规制研究, 《中国商法年刊》(2008)
- [41] 危凤, 私募基金在我国的现状及发展建议, 《科技信息》2008 年第 36 期
- [42] 汪振江, 独家基, 私募基金监管立法的制度架构, 《中国商法年刊》(2008)
- [43] 马建兵, 私募基金的信托化运作, 《中国商法年刊》(2008)
- [44] 魏晓华, 私募股权投资(产业投资基金)的现状、问题以及建议, 《金融经济》(2008)
- [45] 汤翔, 美国私募股权基金发展的启示, 市场周刊·理论研究, 2008 年 10 月号
- [46] 林淘沙, 加强我国私募基金监管的立法建议, 《发展研究》, 2008 年第 8 期
- [47] 方海华, 民间私募基金的风险防范及法律对策, 《华商》2008
- [48] 李一梅, 从境外私募基金法律制度看我国私募基金立法之路, 中国政法大学研究生院, 2007 年 10 月硕士论文
- [49] 李力, 中国私募基金的监管问题研究, 《时代金融》, 2007 年第 5 期
- [50] 田慧芬, 我国私募基金发展问题研究, 《金融经济》, 2007 年
- [51] 刘岳, 近看美国私募基金, 《决策与信息》, 2007 年 10 月

- [52] 巴曙松，如鱼得水的欧美私募基金，《大众理财顾问》，2007 年第 7 期
- [53] 李晶、李璐菲，我国私募基金投资者利益保护初探，《海南金融》2007 年第 8 期
- [54] 毛小云，境外私募基金的规范框架及对我国私募基金监管的启示，《海南金融》，2007 年第 9 期
- [55] 王霞，我国私募基金规范发展若干问题研究，深交所综合研究所，深证综研字第 0150 号，2007.3.30
- [56] 张旭娟，《中国证券私募发行法律制度研究》，法律出版社年版，2006 年版
- [57] 王霞，中国私募基金发展前景和当前问题研究，深交所综合研究所，深证综研字第 0145 号，2006.9.20
- [58] 滕宇，关于我国私募基金发展问题的分析，《中国物价》，2005 年 9 期
- [59] 郑爱民，发展私募基金与我国证券市场的创新选择，《经济管理》，2005 年 21 期

附 录

附录 1 英国私募股权投资信息披露和透明度指引

1、指导原则

指引中的每条规定都必须得到严格遵守,如不能遵守则必须作出诠释,诠释以及按指引要求需披露的有关内容需同时发布在私募股权基金或其所投资企业的网站上。

2、披露主体

私募股权基金及其所投资企业均为需披露主体。其中,私募股权基金被定义为经英国金融服务局(FSA)批准从事基金管理或咨询业务的一家投资公司,无论它占有一家或多家英国公司的所有权或控股权,或具有未来从事此类投资的能力;而所投资企业是指:(1)由一家或多家私募股权基金在一次上市企业私有化交易(企业市值与取得控制权的溢价之和超过3亿英镑,企业的一半以上收入在英国境内产生,并且全职英国员工总数超过一千名)中收购所得的一家公司;(2)由一家或多家私募股权基金在一次二级市场交易或其他非市场交易(在交易之时企业价值超过5亿英镑,其中一半以上收入是在英国境内产生,并且全职英国员工总数超过一千名)中收购所得的一家公司。

3、披露内容

(1) 所投资企业需披露内容

一家所投资企业应将其经审计的部分年度报告和账户信息进行披露,但其披露范围无需超过2006年公司法中对上市公司规定的披露范围或上市公司应满足的其他披露要求。此类报告应始终将焦点放在实质内容而非形式上,注重公司或组织的经济事实而非其法律结构。该报告应指明拥有该企业的私募股权基金及代表基金管理该企业的高管或顾问。该报告应详细给出董事会的构成情况,分别列示公司高管、执行董事或基金派出的代表以及外部董事。该报告应包括一份企业评审文件,该文件应基本符合2006年公司法第417节的规定,包括第5小节以及其他信息。

(2) 所投资企业公布报告的形式和时间

应在公司网站上公布经审计的报告和账务报表;应在公司财务年度结束后6个月内公布报告和账务报表;应在年中过后3个月内将年中的最新总结公布到网站上,并简述公司在此期间主要业务的开展情况。

(3) 私募股权基金的披露要求

私募股权基金应将一份年度评议报告公布于其网站上,或定期对其网站进行更新,就如下内容进行披露:(FSA认可的)投资者加入基金的方法,其中应指出基金的发展历史和投资方法,包括投资持有期限,最好通过案例进行介绍;承诺在遵守或

诠释的基础上遵守指引规定,并督促其所投资企业同样遵守指引规定;英国在基金中的领导地位,明示基金管理层中的最高级成员,承诺已对可能的利益冲突制定了正确的处理办法,特别是当其具备基金顾问资格,同时又承担对基金管理的信托责任时;基金所投资的英国企业的情况描述;对英国企业进行投资或具有规定的投资能力的基金,根据指引规定对该基金中的有限合伙人进行分类,分别根据地理位置及投资者类型对英国和海外资金来源进行细分,通常包括养老金、保险公司、机构投资者、基金的基金、银行、政府机构、学校或其他机构捐赠以及私人投资者等。

(4) 私募股权基金对有限合伙人的报告

在向有限合伙人报告其在现有基金中的相关利益,或新基金在签订合伙协议时,私募股权基金应:根据已有的指导方针如欧洲创投协会(EVCA)公布的指导方针,或本指引规定的范畴,对其现有投资作出报告,包括基金报告的频率和形式、基金历次投资的概述、有限合伙人在基金中的具体利益、详细管理情况,以及应归于普通合伙人的其他费用。使用国际私募股权和风险资本管理委员会(IPEV)发布的估值指引、私募股权行业指导小组(PEIGG)发布的指导方针,或未来可能开发出的其他标准化指引,评估基金价值。

(5) 私募股权基金在发生重大策略变更时的责任

私募股权基金应承诺确保直接或通过其所投资企业与员工进行及时有效的沟通,尤其是在发生重大战略改变或执行一项与其所投资企业密切相关的交易时,一旦不需保密就要立即将有关情况告之职工。

(6) 私募股权基金向行业协会进行的数据报告

指引规定,私募股权基金应定期向英国创投协会(BVCA)指定的机构提供数据,以便于对私募股权基金投资活动的经济影响进行有证据的严格分析,使英国创投协会成为关于私募股权基金权威的信息来源和分析中心。

附录 2 法规关于信托公司集合资金信托计划信息披露要求摘录

2007 年 3 月 1 日起施行的《信托公司管理办法》第二十五条规定：信托公司在处理信托事务时应当避免利益冲突，在无法避免时，应向委托人、受益人予以充分的信息披露，或拒绝从事该项业务。第二十八条规定：信托公司应当妥善保存处理信托事务的完整记录，定期向委托人、受益人报告信托财产及其管理运用、处分及收支的情况。委托人、受益人有权向信托公司了解对其信托财产的管理运用、处分及收支情况，并要求信托公司作出说明。第三十五条规定：信托公司开展关联交易，应以公平的市场价格进行，逐笔向中国银行业监督管理委员会事前报告，并按照有关规定进行信息披露。第三十六条规定：信托公司收取报酬，应当向受益人公开，并向受益人说明收费的具体标准。

2007 年 3 月 1 日起施行的《信托公司集合资金信托计划管理办法》第七条规定：信托公司推介信托计划，应有规范和详尽的信息披露材料，明示信托计划的风险收益特征，充分揭示参与信托计划的风险及风险承担原则，如实披露专业团队的履历、专业培训及从业经历，不得使用任何可能影响投资者进行独立风险判断的误导性陈述。第八条规定：信托公司推介信托计划时，不得进行公开营销宣传。在信托计划募集期，办法第十条规定信托计划文件应当包含以下内容：（一）认购风险申明书；（二）信托计划说明书；（三）信托合同；（四）中国银行业监督管理委员会规定的其他内容。第十八条规定：信托计划成立后，信托公司应当将信托计划财产存入信托财产专户，并在五个工作日内向委托人披露信托计划的推介、设立情况。在信托计划终止时，办法第三十一条规定，信托公司应当于终止后十个工作日内做出处理信托事务的清算报告，经审计后向受益人披露。信托文件约定清算报告不需要审计的，信托公司可以提交未经审计的清算报告。

《信托公司集合资金信托计划管理办法》专设第六章对信息披露与监督管理进行了规范。第三十四条规定：信托公司应当依照法律法规的规定和信托计划文件的约定按时披露信息，并保证所披露信息的真实性、准确性和完整性。第三十五条规定：受益人有权向信托公司查询与其信托财产相关的信息，信托公司应在不损害其他受益人合法权益的前提下，准确、及时、完整地提供相关信息，不得拒绝、推诿。第三十六条规定：信托计划设立后，信托公司应当依信托计划的不同，按季制作信托资金管理报告、信托资金运用及收益情况表。第三十七条规定：信托资金管理报告至少应包含以下内容：（一）信托财产专户的开立情况；（二）信托资金管理、运用、处分和收益情况；（三）信托经理变更情况；（四）信托资金运用重大变动说明；（五）涉及诉讼或者损害信托计划财产、受益人利益的情形；（六）信托计划文件约定的其他内容。第三十八条规定：信托计划发生下列情形之一的，信托公司应当在获知有关情况后三

个工作日内向受益人披露,并自披露之日起七个工作日内向受益人书面提出信托公司采取的应对措施:(一)信托财产可能遭受重大损失;(二)信托资金使用方的财务状况严重恶化;(三)信托计划的担保方不能继续提供有效的担保。

2008年6月25日中国银监会下发了《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》(银监发[2008]45号),根据该指引,私人股权投资信托是指信托公司将信托计划项下资金投资于未上市企业股权、上市公司限售流通股或中国银监会批准可以投资的其他股权的信托业务。指引第十三条规定:信托公司应当依据法律法规规定和信托文件约定,及时、准确、完整地披露私人股权投资信托计划信息。信托公司披露的信息,应当符合中国银监会及其他监管部门有关信息披露内容与格式准则的规定。

2009年1月中国银监会下发了《信托公司证券投资信托业务指引》,该指引将证券投资信托业务定义为:是指信托公司将集合信托计划或者单独管理的信托产品项下资金投资于依法公开发行并在符合法律规定的交易场所公开交易的证券的经营行为。指引第四条规定:信托公司开展证券投资信托业务,应当制定符合自身特点的证券投资信托业务风险管理制度,其中包括信息披露管理。第八条规定:信托公司拟推出的证券投资信托产品应当具备明确的风险收益特征,并进行详尽、易懂的描述,便于委托人甄别风险。第十条规定:信托文件应当明确约定信托资金投资方向、投资策略、投资比例限制等内容,明确约定是否设置止损线和设置原则。第十一条规定:信托公司应当在证券投资信托成立后10个工作日内向中国银监会或其派出机构报告,报告应当包括但不限于产品可行性分析、信托文件、风险申明书、信托资金运用方向和投资策略、主要风险及风险管理措施说明、信托资金管理报告主要内容及格式、推介方案及主要推介内容、证券投资信托团队简介及人员简历等内容。第十五条规定:信托公司办理证券投资信托业务,应当依据法律法规规定和信托文件约定,及时、准确、完整地进行信息披露。第十六条规定:信托公司办理集合管理的证券投资信托业务,应当按以下要求披露信托单位净值:(一)至少每周一次在公司网站公布信托单位净值;(二)至少每30日一次向委托人、受益人寄送信托单位净值书面材料;(三)随时应委托人、受益人要求披露上一个交易日信托单位净值。第十七条则规定了需要临时报告的十二种情形,包括更换第三方顾问、保管人、证券交易经纪人、关联交易、净值错误等,信托公司应当在两个工作日内编制临时报告向委托人、受益人披露,并向监管机关报告。

附录3 法规关于证券公司集合资产管理计划信息披露要求摘录

在初始募集阶段,2004年2月1日起施行的《证券公司客户资产管理业务试行办法》第二十二规定:证券公司申请设立集合资产管理计划,应当向中国证监会提交下列材料:(一)备案报告或者申请书;(二)集合资产管理计划说明书;(三)集合资产管理合同的拟定文本;(四)资产托管协议;(五)推广方案及推广代理协议;(六)关于集合资产管理计划运作中利益冲突防范和风险控制措施的特别说明;(七)负责该集合资产管理计划投资管理的高级管理人员、主办人员的情况登记表;(八)净资本计算表和最近一期经具有证券相关业务资格的会计师事务所审计的财务报表;(九)中国证监会要求提交的其他材料。第二十四规定:中国证监会对设立限定性集合资产管理计划的备案材料进行合规性审核,并向证券公司出具是否有异议的书面意见;中国证监会无异议的,证券公司方可推广其所提交备案的集合资产管理计划。第二十五规定:中国证监会对设立非限定性集合资产管理计划的申请材料进行全面审核,做出予以批准或者不予批准的决定,并书面通知申请人。第四十四规定:证券公司应当向客户如实披露其客户资产管理业务资质、管理能力和业绩等情况,并应当充分揭示市场风险,证券公司因丧失客户资产管理业务资格给客户带来的法律风险,以及其他投资风险。证券公司向客户介绍投资收益预期,必须恪守诚信原则,提供充分合理的依据,并以书面方式特别声明,所述预期仅供客户参考,不构成证券公司保证客户资产本金不受损失或者取得最低投资收益的承诺。第四十七规定:证券公司及其他推广机构应当采取有效措施使客户详细了解集合资产管理计划的特性、风险等情况及客户的权利、义务,但不得通过广播、电视、报刊及其他公共媒体推广集合资产管理计划。第五十九规定:证券公司推广集合资产管理计划,应当将集合资产管理合同、集合资产管理计划说明书等正式推广文件,置备于证券公司及其他推广机构推广集合资产管理计划的营业场所,并报注册地和推广场所所在地中国证监会派出机构备案。证券公司应当在集合资产管理计划设立工作完成后五个工作日内,将集合资产管理计划的设立情况报中国证监会及注册地中国证监会派出机构备案。

在计划存续期间,办法第二十七条规定:证券公司开展客户资产管理业务,应当依据法律、行政法规和本办法的规定,与客户签订书面资产管理合同,就双方的权利义务和相关事宜做出明确约定。资产管理合同应当包括下列基本事项:(一)客户资产的种类和数额;(二)投资范围、投资限制和投资比例;(三)投资目标和管理期限;(四)客户资产的管理方式和管理权限;(五)各类风险揭示;(六)客户资产管理信息的提供及查询方式;(七)当事人的权利与义务;(八)管理报酬的计算方法和支付方式;(九)与客户资产管理有关的其他费用的提取、支付方式;(十)合同解除、终止的条件、程序及客户资产的清算返还事宜;(十一)违约责任和纠纷的

解决方式；（十二）中国证监会规定的其他事项。第四十八条规定：证券公司应当至少每三个月向客户提供一次准确、完整的资产管理报告，对报告期内客户资产的配置状况、价值变动等情况做出详细说明。证券公司应当保证客户能够按照资产管理合同约定的时间和方式查询客户资产配置状况等信息。发生资产管理合同约定的、可能影响客户利益的重大事项时，证券公司应当及时告知客户。第五十五条规定：资产托管机构有权随时查询集合资产管理计划的经营运作情况，并应当定期核对集合资产管理计划资产的情况，防止出现挪用或者遗失。

2004年10月21日中国证监会发布的《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》规定：严禁通过广播、电视、报刊及其他公共媒体推广集合资产管理计划。证券公司应当在集合资产管理计划说明书、集合资产管理合同等有关材料中向投资者进行明确的风险提示，说明集合资产管理计划的投资风险由投资者承担。该通知对“信息披露”提出了明确要求：集合资产管理计划开始投资运作后，证券公司、托管银行应当至少每三个月向客户提供一次集合资产管理计划的管理报告和托管报告，并报中国证监会及注册地中国证监会派出机构备案。证券公司、托管银行应当按照《试行办法》和《本通知》的规定履行信息披露义务。集合资产管理计划运作过程中，发生变更投资主办人员、变更代理推广机构、巨额退出或出现其他可能对集合资产管理计划的持续运作产生重大影响的情形的，证券公司应当及时将有关情况向中国证监会和注册地中国证监会派出机构报告，并向客户披露。

附录 4 法规关于商业银行理财计划信息披露要求摘录

2005 年 11 月 1 日起施行的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第二十八条规定：在理财计划的存续期内，商业银行应向客户提供其所持有的所有相关资产的账单，账单应列明资产变动、收入和费用、期末资产估值等情况。账单提供应不少于两次，并且至少每月提供一次。商业银行与客户另有约定的除外。第二十九条规定：商业银行应按季度准备理财计划各投资工具的财务报表、市场表现情况及相关材料，相关客户有权查询或要求商业银行向其提供上述信息。第三十条规定：商业银行应在理财计划终止时，或理财计划投资收益分配时，向客户提供理财计划投资、收益的详细情况报告。第四十条规定：商业银行理财计划的宣传和介绍材料，应包含对产品风险的揭示，并以醒目、通俗的文字表达；对非保证收益理财计划，在与客户签订合同前，应提供理财计划预期收益率的测算数据、测算方式和测算的主要依据。

2005 年 11 月 1 日施行的《商业银行个人理财业务风险管理指引》第二十九条规定：商业银行向客户提供的所有可能影响客户投资决策的材料，商业银行销售的各类投资产品介绍，以及商业银行对客户投资情况的评估和分析等，都应包含相应的风险揭示内容。风险揭示应当充分、清晰、准确，确保客户能够正确理解风险揭示的内容。第三十条规定：商业银行提供个人理财顾问服务业务时，要向客户进行风险提示。风险提示应设计客户确认栏和签字栏。客户确认栏应载明以下语句，并要求客户抄录后签名：“本人已经阅读上述风险提示，充分了解并清楚知晓本产品的风险，愿意承担相关风险”。第五十条规定：商业银行应当充分、清晰、准确地向客户提示综合理财服务和理财计划的风险。对于保证收益理财计划和保本浮动收益理财计划，风险提示的内容应至少包括以下语句：“本理财计划有投资风险，您只能获得合同明确承诺的收益，您应充分认识投资风险，谨慎投资”。第五十一条规定：对于非保本浮动收益理财计划，风险提示的内容应至少包括以下语句：“本理财计划是高风险投资产品，您的本金可能会因市场变动而蒙受重大损失，您应充分认识投资风险，谨慎投资”。第五十七条规定：商业银行在编写有关产品介绍和宣传材料时，应进行充分的风险揭示，提供必要的举例说明，并根据有关管理规定将需要报告的材料及时向中国银行业监督管理委员会报告。

2006 年 6 月 13 日《中国银行业监督管理委员会办公厅关于商业银行开展个人理财业务风险提示的通知》规定：理财产品（计划）的风险揭示应充分、清晰和准确。商业银行向客户提供的所有可能影响客户投资决策的材料以及对客户投资情况的评估和分析等，都应按照《商业银行个人理财业务管理暂行办法》规定，包含相应的风险揭示内容，并以通俗的语言和适当的举例对各种风险进行解释。采取有效方式及时告知客户重要信息。商业银行在与客户签订合同时，应明确约定与客户联络和信息传

递的方式,明确相关信息的披露方式,以及在信息传递过程中各方的责任,避免使客户因未及时获知信息而错过资金使用和再投资的机会。

2007年11月28日《中国银监会办公厅关于调整商业银行个人理财业务管理有关规定的通知》(银监办发[2007]241号)规定:原《办法》中规定商业银行开展个人理财业务向中国银监会报告时,应最迟在发售理财产品前10日将相关资料报送中国银监会或其派出机构,现改为商业银行应在发售理财产品后5日内将相关资料报送中国银监会或其派出机构。理财产品存续期内,如发生重大收益波动、异常风险事件、重大产品赎回、意外提前终止和客户集中投诉等情况,各商业银行应及时报告中国银监会或其派出机构。理财产品存续期结束后,各商业银行应对产品收益实现情况、发生的风险和处置情况,以及客户满意度等做出后评价,并将产品后评价报告报送中国银监会或其派出机构。

2008年4月3日《中国银监会办公厅关于进一步规范商业银行个人理财业务有关问题的通知》(银监办发[2008]47号)指出:部分商业银行未有效加强理财业务的管理,少数商业银行未按照《办法》和《指引》的有关规定和要求开展理财业务,出现了产品设计管理机制不健全,客户评估流于形式,风险揭示不到位,信息披露不充分,理财业务人员误导销售和投诉处理机制不完善等问题。并规定:商业银行为理财产品命名时,不得使用带有诱惑性、误导性和承诺性的称谓和蕴含潜在风险或易引发争议的模糊性语言。商业银行不得销售无市场分析预测和无定价依据的理财产品。商业银行应按照《办法》第四十条和《指引》第二十九条、第五十七条关于宣传资料和风险揭示的规定,合规宣传和营销理财产品,加强风险揭示。商业银行理财产品的宣传和介绍材料中应全面反映产品的重要特性和与产品有关的重要事实,在首页最醒目位置揭示风险,说明最不利的投资情形和投资结果,对于无法在宣传和介绍材料中提供科学、准确的测算依据和测算方式的理财产品,不得在宣传和介绍材料中出现“预期收益率”或“最高收益率”字样。商业银行应按照《办法》第二十八条、第二十九条、第三十条关于银行向客户提供理财产品账单、市场表现情况报告、收益情况报告,以及第四十条关于银行向客户提供收益测算依据的规定,做好信息披露,充分保障客户金融信息知情权。商业银行应按照《办法》的要求,定期向客户提供理财产品账单(产品存续期不足一个月的除外),与客户另有约定的,提供账单的频度和账单中所包含的信息量应不低于《办法》的要求。商业银行在与客户签订合同时,应明确约定与客户联络和信息传递的方式,以及在信息传递过程中双方的责任,确保客户及时获取信息,避免导致客户因未及时获知信息而错过资金使用和再投资的机会。商业银行在未与客户约定的情况下,在网站公布产品相关信息而未确认客户已经获取该信息,不能视为其向客户进行了信息披露。

2009 年 7 月 6 日《中国银监会关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》（银监发[2009] 65 号）规定：商业银行应尽责履行信息披露义务，向客户充分披露理财资金的投资方向、具体投资品种以及投资比例等有关投资管理信息，并及时向客户披露对投资者权益或者投资收益等产生重大影响的突发事件。

针对商业银行代客境外理财业务，2006 年颁布实施的《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》（银发[2006]121 号）则设立了专门的“第五章信息披露与监督管理”，第二十七条规定：从事代客境外理财业务的商业银行应在发售产品时，向投资者全面详细告知投资计划、产品特征及相关风险，由投资者自主作出选择。第二十八条规定：从事代客境外理财业务的商业银行应定期向投资者披露投资状况、投资表现、风险状况等信息。2007 年 5 月 10 日《中国银监会办公厅关于调整商业银行代客境外理财业务境外投资范围的通知》（银监办发[2007]114 号）规定：商业银行开办代客境外理财业务时，应在相关责任人的协助下严格按照《商业银行个人理财业务管理暂行办法》和《商业银行开展代客境外理财业务管理暂行办法》的要求，定期向客户披露所有便于其进行投资决策的相关信息，并对投资者权益或者收益率等产生重大影响的突发事件及时向客户披露，尽责履行信息披露义务。

附录 5 法规关于基金公司一对多资产管理计划信息披露要求摘录

2008 年 1 月 1 日起施行的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第十九条规定：资产管理人应当了解客户的风险偏好、风险认知能力和承受能力，评估客户的财务状况，向客户说明有关法律法规和相关投资工具的运作市场及方式，充分揭示相关风险。第二十三条规定：基金管理公司从事特定资产管理业务，不得通过报刊、电视、广播、互联网（基金管理公司网站除外）和其他公共媒体公开推介具体的特定资产管理业务方案；第二十五条规定：资产管理人应当在 5 个工作日内将签订的资产管理合同报中国证监会备案。对资产管理合同任何形式的变更、补充，资产管理人应当在变更或补充发生之日起 5 个工作日内报中国证监会备案。第二十六条规定：资产管理人应当按照资产管理合同的约定，编制并向资产委托人报送委托财产的投资报告，对报告期内委托财产的投资运作等情况做出说明。该报告应当由资产托管人进行复核并出具书面意见。第二十七条规定：资产管理人、资产托管人应当保证资产委托人能够按照资产管理合同约定的时间和方式查询委托财产的投资运作、托管等情况。发生资产管理合同约定的、可能影响客户利益的重大事项时，资产管理人应当及时告知资产委托人。第二十八条规定：基金管理公司应当分析所管理的证券投资基金和委托财产投资组合的业绩表现。在一个委托投资期间内，若投资目标和投资策略类似的证券投资基金和委托财产投资组合之间的业绩表现有明显差距，则应出具书面分析报告，由投资经理、督察长、总经理分别签署后报中国证监会备案。第二十九条规定：基金管理公司应当在每季度结束之日起的 15 个工作日内，完成特定资产管理业务季度报告，并报中国证监会备案。特定资产管理业务季度报告应当就公平交易制度执行情况和特定资产管理业务与证券投资基金之间的业绩比较、异常交易行为做专项说明，并由投资经理、督察长、总经理分别签署。资产管理人、资产托管人应当在每年结束之日起 3 个月内，完成特定资产管理业务管理年度报告和托管年度报告，并报中国证监会备案。

2009 年 6 月 1 日起施行的《关于基金公司开展特定多个客户资产管理业务的规定》第八条规定：从事多客户特定资产管理业务，各资产委托人、资产管理人、资产托管人应当共同订立书面的资产管理合同，明确约定各自的权利、义务和相关事宜。资产管理合同应当对资产委托人参与和退出资产管理计划的时间、方式、价格、程序等事项做出明确约定。产委托人、资产管理人及资产托管人应当遵守资产管理合同，资产管理合同的内容与格式由中国证监会另行规定。第九条规定：基金管理公司向特定客户销售资产管理计划，应当编制投资说明书。投资说明书应当真实、准确、完整，不得有任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。投资说明书应当包括以下内容（一）资产管理计划概况；（二）资产管理合同的主要内容；（三）资产管理人与资产托管

人概况；（四）投资风险揭示；（五）初始销售期间；（六）中国证监会规定的其他事项。第十条规定：资产管理人在签订资产管理合同前，应当保证有充足时间供资产委托人审阅合同内容，并对资产委托人资金能力、金融投资经验和投资目的进行充分了解，制作客户资料表和相关证明材料留存备查，并应指派专人就资产管理计划向资产委托人作出详细说明。

2009年8月18日起施行的《基金管理公司特定多个客户资产管理合同内容与格式准则》五十三条，规定详实，主要内容包括：资产管理计划的基本情况、计划份额的初始销售、计划的备案、计划的参与和退出、当事人及权利义务、计划份额的登记、计划的投资、投资经理的指定与变更、计划的财产、投资指令的发送、确认和执行、越权交易、计划财产的估值和会计核算、计划的费用与税收、计划的收益分配、报告义务、风险揭示、资产管理合同的变更、终止与财产清算、违约责任等。其中，在报告义务部分，第三十八条规定：列明资产管理人向资产委托人报告的种类、内容、时间和途径等有关事项，以及资产委托人向资产管理人查询资产管理计划财产投资运作情况和向资产托管人查询资产管理计划财产托管情况的具体时间和方式。涉及证券投资明细的，原则上每季度至多报告一次。订明资产管理人每月至少应向资产委托人报告一次经资产托管人复核的计划份额净值。第三十九条规定：列明资产管理人、资产托管人向监管机构报告的种类、内容、时间和途径等有关事项。

附录 6 法规关于私募股权基金信息披露要求摘录

对于公司型股权基金，由于是按公司形式进行运作，因此其须依照我国《公司法》中公司及董事对股东（投资者）义务的规定进行信息披露，如定期披露财务报表。对于主动选择备案管理的公司型股权基金来说，其需遵循 2006 年 3 月 1 日起施行的《创业投资企业管理暂行办法》关于信息披露的要求。该办法第九条规定，创业投资企业向管理部门备案应当具备下列条件：（一）已在工商行政管理部门办理注册登记。（二）经营范围符合本办法第十二条规定。（三）实收资本不低于 3000 万元人民币，或者首期实收资本不低于 1000 万元人民币且全体投资者承诺在注册后的 5 年内补足不低于 3000 万元人民币实收资本。（四）投资者不得超过 200 人。其中，以有限责任公司形式设立创业投资企业的，投资者人数不得超过 50 人。单个投资者对创业投资企业的投资不得低于 100 万元人民币。所有投资者应当以货币形式出资。（五）有至少 3 名具备 2 年以上创业投资或相关业务经验的高级管理人员承担投资管理责任。委托其他创业投资企业、创业投资管理顾问企业作为管理顾问机构负责其投资管理业务的，管理顾问机构必须有至少 3 名具备 2 年以上创业投资或相关业务经验的高级管理人员对其承担投资管理责任。前款所称“高级管理人员”，系指担任副经理及以上职务或相当职务的管理人员。办法第二十六条规定：管理部门已予备案的创业投资企业及其管理顾问机构，应当在每个会计年度结束后的 4 个月内向管理部门提交经注册会计师审计的年度财务报告与业务报告，并及时报告投资运作过程中的重大事件。前款所称重大事件，系指：（一）修改公司章程等重要法律文件。（二）增减资本。（三）分立与合并。（四）高级管理人员或管理顾问机构变更。（五）清算与结业。第二十七条规定：管理部门应当在每个会计年度结束后的 5 个月内，对创业投资企业及其管理顾问机构是否遵守第二、第三章各条款规定，进行年度检查。在必要时，可在第二、第三章相关条款规定的范围内，对其投资运作进行不定期检查。对未遵守第二、三章各条款规定进行投资运作的，管理部门应当责令其在 30 个工作日内改正；未改正的，应当取消备案，并在自取消备案之日起的 3 年内不予受理其重新备案申请。

为加强对备案创业投资企业的监管，严格规范其募资行为，二〇〇九年七月十日国家发展和改革委员会下发了《国家发展和改革委员会关于加强创业投资企业备案管理严格规范创业投资企业募资行为的通知》（发改财金[2009]1827 号），规定备案创业投资企业不得面向不特定对象，通过发布广告（包括在创业投资企业自己的网站，在社区张贴布告，在商业银行、证券公司、信托投资公司等机构的柜台投放招募说明书）和举办研讨会、讲座及其他变相公开方式进行推介。对取消备案的创业投资企业，备案管理部门应在机关网站的创业投资企业备案网页上公告其基本信息和当事人及

高管人员名单，并抄报国务院备案管理部门，由国务院备案管理部门在机关网站的创业投资企业备案网页上公告。

至于有限合伙制私募股权基金信息披露，2007年6月1日起施行的修订后的《中华人民共和国合伙企业法》则无明确规定。其第六十一条规定：有限合伙企业由二个以上五十个以下合伙人设立；但是，法律另有规定的除外。有限合伙企业由普通合伙人执行合伙事务。执行事务合伙人可以要求在合伙协议中确定执行事务的报酬及报酬提取方式。第六十八条规定：有限合伙人不执行合伙事务，不得对外代表有限合伙企业。有限合伙人的下列行为，不视为执行合伙事务：获取经审计的有限合伙企业财务会计报告；对涉及自身利益的情况，查阅有限合伙企业财务会计账簿等财务资料。

附录 7 深国投·创富股权投资集合资金信托计划信托单位净值和信托单位累计净值报告

深国投·创富股权投资集合资金信托计划信托单位净值和信托单位累计净值报告

一、信托计划财产总值

本估值日（2009-12-31）信托计划财产基本情况：

项目名称	金额(元)	占基金资产总值比例
银行存款	539,917.05	0.57%
交易保证金	722,474.14	0.76%
货币基金	188,524.48	0.20%
长期股权投资	95,250,000.00	99.87%
待摊费用	-1,329,863.02	-1.39%
总计	95,371,052.65	100%

二、信托单位总份数

本估值日信托计划信托单位总份数为 10000 万份。

三、信托单位净值

信托单位净值=（信托计划财产总值-截至该估值日应付未付信托计划费用与税费）/信托单位总份数

因截至本估值日应付未付信托计划费用与税费为零；

故本估值日信托单位净值约为 0.95 元/信托单位。

四、信托单位累计净值

信托单位累计净值=信托单位净值 + 信托单位累计分红

因截至本估值日信托单位累计分红为零；

故本估值日信托单位累计净值亦约为 0.95 元/信托单位。

华润深国投信托有限公司

2010 年 1 月 22 日

附录8 中信信托星石17期证券投资集合资金信托计划信托事务管理报告

中信信托星石17期证券投资集合资金信托计划信托事务管理报告
(2009年12月)

尊敬的委托人/受益人：

2009年12月3日，中信信托有限责任公司（以下简称“本公司”）发起设立的“中信信托·星石17期证券投资集合资金信托计划”依法成立，信托期限20年。

本公司作为受托人，向您报告“中信信托·星石17期证券投资集合资金信托计划”（简称“本计划”）2009年12月报告期的信托事务管理事宜。

本公司对报告全部内容的真实性、准确性、完整性负责。

一、信托资金运用情况

2009年12月，本计划根据信托合同的约定将信托财产投资于上海证券交易所和深圳证券交易所公开挂牌交易的A股股票。

从本信托计划上一报告日（2009年12月3日）至本报告日（2009年12月25日），本计划根据国际经济走势，结合国内经济形势及股指的走势，进行了稳健的投资操作，截至本报告日（2009年12月25日），本计划股票投资仓位约为信托财产的13.47%左右。

上述投资运作符合本计划说明书和资金信托合同的规定。

二、信托计划收益情况

（一）信托计划单位净值情况

日期	信托单位净值 (元/份额)	报告期 增长率	同期上证指数 增长率
2009年12月25日	99.60	-0.40%	-3.93%

【注】本计划约定，信托成立时每份额的认购价格为100元。

（二）信托计划历史分红情况

本计划尚没有进行分红。

三、其他事项披露

本计划按周估值，信托单位净值于估值日的下一周于受托人网站进行披露，信托事务管理报告于每月上旬在受托人网站进行披露。除此之外，本计划无其他事项应向委托人暨受益人披露。

特别提示：证券投资有风险，本信托计划不保证投资者（委托人/受益人）本金不受损失，也不保证获取最低收益，投资（参与）本计划须谨慎！投资者在做出参与本计划的决策前，应仔细阅读并理解信托文件，并与投资顾问或受托人进行充分沟通。信托公司、投资顾问、证券投资信托业务人员等相关机构和人员的过往业绩不代表该信托产品未来运作的实际效果。

特此公告。

信托执行经理: 王宇

Tel: 010-84861338

Fax: 010-84868154

Email: wangyu2@citic.com

信托执行经理: 郭智

Tel: 010-84861394

Fax: 010-84868154

Email: guozhi@citic.com

中信信托有限责任公司

二〇一〇年一月十八日

附录 9 深国投·华发股份股票收益权集合资金信托计划第三季度信托资金管理报告书

深国投·华发股份股票收益权集合资金信托计划第三季度信托资金管理报告书

尊敬的委托人及受益人：

我公司于 2009 年 3 月 30 日发起设立了“深国投·华发股份股票收益权集合资金信托计划”（以下简称“本信托计划”），并作为受托人管理本信托。现受托人就 2009 年 9 月 30 日至 2009 年 12 月 30 日的信托事务向委托人及受益人报告如下，并愿就本报告中所载资料的真实性、准确性和完整性负责。本报告书中的内容由本信托计划的受托人负责解释。

一、信托成立

本信托计划于 2009 年 3 月 30 日成立。

二、信托资金运用

本信托计划成功募集的信托资金运用于购买珠海华发集团有限公司（简称“华发集团”）、珠海华发汽车销售有限公司以及珠海华发物业管理服务有限公司合法持有的珠海华发实业股份有限公司（证券代码：600325；以下简称“华发股份”）的 35,000,000 股股票及其因送股、公积金转增、拆分股份、配股等原因而获得的股票的收益权，并由华发集团于约定的期限届满后，以固定的溢价回购该股票收益权。华发集团、珠海华发汽车销售有限公司以及珠海华发物业管理服务有限公司以其合法持有的另外 35,000,000 股华发股份股票为华发集团回购股票收益权提供质押担保。

三、华发集团经营情况

截至 2009 年第三季度末，华发集团资产总额 2,074,040 万元，负债合计 1,532,079 万元，资产负债率 74%；少数股东权益 395,631 万元，所有者权益 146,329 万元。

2009 年前三季度，华发集团主营业务收入 214,917 万元，实现净利润 7,050 万元，累计可供分配利润 56,244 万元。目前，华发集团经营状况稳定，财务状况良好。

四、华发股份情况

1、基本经营情况

华发股份 2009 年前三季度实现营业收入 18.41 亿元，净利润 3.66 亿，每股收益 0.447 元，基本符合预期。

2004-2008 年，公司高居珠海房地产市场占有率首位，年均销售面积市场占有率 10.55%，年均销售金额市场占有率 14.75%。随着业务的发展，公司已经开始实施“走出去”战略。

华发股份在 2009 年 10 月份发行了 2009 年公司债券；本期公司债券总额为 18 亿元，期限为 8 年期，债券票面年利率为 7%。

根据华发股份公告，2009 年四季度，公司以股权收购或土地竞拍的方式在珠海、南宁以及沈

阳取得多幅土地，合计土地价款近 40 亿元。

2、股价表现

本信托计划受让的 3500 万股华发股份股票收益权，按照信托资金计算的华发股份保本价为 6.29 元。自本信托计划成立以来，A 股市场逐步回暖，指数呈现震荡上升的趋势，截至 12 月 30 日，华发股份收盘价 18.81 元，价格远远高于保本价，股价的安全边界较高，基本不存在股价波动的风险。

华发股份股价走势图（2009 年 9 月 30 日至 2010 年 1 月 14 日）：略。

五、重大事项披露

本披露期内无其他重大应披露事项。

六、信托计划净收益

按照信托合同的约定，每信托季度终了后 5 个工作日内，受托人以货币资金形式向受益人分配信托计划净收益，信托计划终止后 5 个工作日内，受托人以货币资金形式向受益人分配信托计划利益。

2009 年 9 月 30 日至 2009 年 12 月 30 日期间受益人的信托净收益为：

信托计划净收益=信托计划资金×6%×91÷365。

本季度的信托计划净收益已按照信托合同约定分配至受益人指定的银行账户。

华润深国投信托有限公司

2010 年 1 月 14 日

附录 10 上信-E-5401 “蓝宝石”系列（双盈）证券投资资金信托计划管理报告

上信-E-5401 “蓝宝石”系列（双盈）证券投资资金信托计划

2009 年 12 月管理报告

发布日期：2010-01-25

一、信托计划最近情况

信托计划规模：3,000.00 万元，成立时间 2009 年 11 月 24 日；

托管方式：外部托管，上海银行

投资范围：经受托人审核认可的以沪深 300 成份股为主的股票池，经受托人审核认可的配股、增发和转债认购、申购，首发新股的配售、申购，封闭式证券投资基金，开放式证券投资基金（包括 ETFs、LOF 基金）及其它创新型基金，期限 7 天以内的交易所国债封闭式逆回购品种和银行存款及经受托人审核认可的期货、期权、权证，其中期货、期权、权证的投资起止时间与投资比例在受托人获得相应衍生产品投资资格并获得监管机构许可后再行确定。

交易员授权情况：开放式基金交易授权执行经理根据交易指令通过基金管理公司直销渠道进行操作；交易所场内挂牌品种授权指定交易员根据执行经理的交易指令进行操作。

截止 2010 年 01 月 01 日收盘，该信托计划情况如下：

持仓情况：81.33%；

累计净值：29,716,532.43 元；

单位净值：0.99 元；

其中资产：

货币资金：5,555,699.61 元；

基金市值：24,194,600.22 元；

该信托计划尚未触及止损点 0.85 元和优先委托人盈亏平衡点。

二、市场情况及投资策略

1. 本信托计划于 2009 年 11 月 24 日成立。信托期限为 $n = 1.5$ 年，自信托计划成立之日起计算。信托计划项下的信托单位总份数 3,000 万份。优先信托单位总份数与一般信托单位总份数的比例为 2 : 1。募集资金 3000 万元。目前资金余额已扣银行手续费 36 元。目前主要通过基金公司直销申购开放式基金。总体仓位 81.3%。

2. 投资策略：关注大类资产配置，制定权益类、固定收益类的投资策略。针对股票型基金，重点关注主动管理型基金。对于配置型基金，追求绝对收益的基金品种则值得关注。

三、对风险敞口的控制措施

1. 本期内本信托计划投资的证券品种符合信托计划约定的投资范围和投资限制；

2. 本期内信托计划净值未曾触及止损线。

附录11 光大银行阳光稳健一号2010年1月投资报告

阳光稳健一号2010年1月投资报告

尊敬的阳光稳健一号产品投资者：

截至2010年1月29日，阳光稳健一号（以下简称“稳健一号”）产品单位净值为1.0595，累计净值1.1195。单月净值增长率0.32%，折合年化收益率为3.86%。下面我们就稳健一号1月份的投资运作情况向您汇报如下：

一、债券市场回顾。略。

二、稳健一号投资运作情况

稳健一号在去年年底的基础上，继续布局银行间和交易所信用类债券，较为准确的判断到年初的信用债行情，并尽可能抓住了机遇，在两个市场大举增持信用类债券。稳健一号两个市场交易性信用债持仓总量超过总资产的15%。在这轮信用债行情当中，稳健一号所持有的信用类债券为组合贡献了较为可观的收益。其中，银行间市场已实现价差收益57万元，现有未平仓债券浮盈24万元，交易所公司债继续持有，现有浮盈236万元。

其他略。

三、2月份市场展望及操作思路

（一）市场展望。略。

（二）操作思路。略。

附录 12 光大银行光华精选 2009 年第四季度投资报告

光华精选2009年第四季度投资报告

一、产品基本信息

本产品委托国投信托有限公司通过设立信托计划按照投资顾问华夏基金管理有限公司的投资建议投资于在交易所公开挂牌交易或已经公开发行并即将公开挂牌交易的证券产品，具体包括：A股股票、沪深交易所的债券（国债、企业债、可转债等债券资产）及债券回购、权证、封闭式基金、从交易所市场买卖指数型LOF与ETF的流通份额、开放式基金，以及银行固定收益理财产品、现金资产等。

二、投资顾问及投资经理介绍

投资顾问：华夏基金管理有限公司

投资经理：郭树强先生。介绍略。

三、本报告期内产品业绩表现

2009年四季度，国投光华精选组合的季度表现如下表：

组合名称	本季度净值增长率（%）	运作以来净值增长率（%）
光华精选	9.27	31.56
上证指数	17.91	-37.39
沪深300指数	19.00	-31.33

截至12月31日，本产品的份额净值为1.3156元，四季度净值增长率为9.27%；

运作以来，本组合的净值增长率为31.56%，业绩远远优于同时期市场指数的表现。

四、行情回顾及运作分析

1、债券市场回顾。略。

2、股票市场回顾。略。

3、组合运作回顾。略。

五、市场展望和投资策略

1、债券市场展望。略。

2、股票市场展望。略。

六、投资组合报告

1.期末信托资产组合，日期：2009年12月31日

序号	品种	成本(元)	市值(元)	占总资产比例
1	股票	466,321,417.37	520,114,030.91	99.29%
2	货币资金	3,704,860.59	3,704,860.59	0.71%
合计		470,026,277.96	523,818,891.50	100.00%

2、期末按市值占信托资产净值比例大小排序的前十名股票明细日期：2009年12月31日

序号	证券代码	证券名称	数量（股）	市值（元）	占净值比例
1	600016	民生银行	12,899,910.00	102,038,288.10	19.50%
2	000860	顺鑫农业	5,099,866.00	90,114,632.22	17.22%
3	600386	北巴传媒	6,106,699.00	89,157,805.40	17.04%
4	600337	美克股份	5,999,917.00	56,519,218.14	10.80%
5	000910	大亚科技	4,699,883.00	53,390,670.88	10.20%
6	600051	宁波联合	3,099,899.00	39,089,726.39	7.47%
7	000937	金牛能源	800,000.00	33,280,000.00	6.36%
8	600682	南京新百	1,500,000.00	16,950,000.00	3.24%
9	600028	中国石化	999,922.00	14,088,900.98	2.69%
10	000858	五粮液	300,000.00	9,498,000.00	1.82%
总计				504,127,242.11	

中国光大银行

2010年1月12日

后 记

值此毕业论文完成之际,首先要向我的导师张家伦副教授表示最诚挚的感谢。在论文提纲的拟定、写作及后期修改过程中,张老师提出了很多宝贵的意见和有益的思路,使我深受启发。张老师严谨的治学态度、广博的专业学识、认真的工作作风给我留下了深刻的印象,对我今后的工作、生活裨益菲浅。由于是在职攻读学位,工作和学习常有冲突,但几年来会计学院负责在职研究生行政管理的毛广兰老师及其他老师始终给予我最大的理解、支持和无微不至的帮助,借此机会也深表感谢。

本文写作期间也得到了家人及朋友的大力支持和协助,由衷感谢他们为本文写作提供的精神鼓励和生活支持。

最后感谢为评审本论文而付出辛勤劳动的所有老师,由于本人水平有限,文章尚有不足之处,敬请广大读者提出宝贵意见。

在学期间发表的学术论文和研究成果

魏艳秋，我国私募基金信息披露研究，《人口与经济》2010 年增刊，2010 年 4 月