



## 私募基金法律

### 美国私募基金现场检查制度及首次检查结果

王勇 | 梅苇 | 孔欣

2010年《多德弗兰克法案》实施后，美国私募基金开始在美国证监会（SEC）和各州进行注册。2012年10月起，美国证监会开始对新注册的私募基金进行全国范围的现场检查，计划到2014年底前检查四分之一新注册的私募基金，约665家。本文整理了美国证监会现场检查的制度、检查重点、检查结果以及行业所存在的问题，为我国私募基金现场检查制度提供借鉴。

从2012年10月9日起，美国证监会根据《多德弗兰克法案》第四章的要求，对新注册的私募基金进行持续2年的重点检查，检查的主要内容包括但不限于：所有客户业务底稿、所管资产的规模、杠杆负债尤其表外负债的情况、所有交易对手的信用风险敞口、所管资产的类型、某些客户比其他客户享有更高权益的内部协议文件、日常交易行为和模式、任何其他美证监会或金融稳定监管委员会认为必要的资料。

美国证监会将检查中所发现的高风险领域、行业趋势、存在的重点问题等向公众公布，以更高的透明度督促私募基金的合规发展。美国证监会对私募基金首次现场检查的重点领域、主要结果及所发现的问题如下：

#### 1. 私募基金初次现场检查重点领域

##### 1) 市场营销

检查重点为私募基金用以吸引投资者的营销宣传材料，确认是否存在关于投资业绩的虚假或误导性陈述，是否存在关于重大事实的非真实表述，是否存在其他误导性陈述或其他诱导性、虚假的、欺骗性行为。另外，还会检查私募基金如何募集资金，包括募集代理的使用等问题。

##### 2) 组合管理

私募基金有义务为其客户的最大利益服务，并识别、降低、披露所有重大、实质的利益冲突问题。工作人员将检查、评估私募基金组合的投资决策，包括投资机会的分配、其披露给投资者的信息与实际做法是否一致等。

##### 3) 利益冲突

检查重点为投资顾问用来识别、降低和管理内部利益冲突的流程和控制机制，包括：投资分配、

费用、利润来源、私募基金支付给投资顾问及相关人员的费用、员工的外部商业活动和私人证券交易、投资顾问与关联方的交易等领域。

#### 4) 客户资产安全

检查重点为私募基金投资顾问的行为是否符合顾问法案的相关法规和其他防止客户资产流失的规定，包括私募基金审计的独立性。

#### 5) 估值

私募基金必须具备有效的政策和程序进行客户投资的估值和基于此估值的费用评估。检查重点为投资顾问的估值政策和程序，包括为非流通投资工具或不易估值的投资工具确定公平价格的方法，以及计算管理费用、分配支出的流程。

## 2. 主要检查结果

### 1) 费用支出不合规和费用转嫁

检查工作组发现的最普遍的问题是私募基金投资顾问费用的收取和支出的分配，约 50%存在违法违规或管控不严的问题。

费用支出方面，私募股权基金常常使用顾问（即“运营合伙人”）为所投资的企业提供咨询或其他协助。然而，运营合伙人的使用存在两个问题：第一，运营合伙人经常被看作投资顾问团队成员而领取报酬，但是这些费用并未披露给基金的投资者；第二，多数有限合伙协议规定员工或子公司产生的费用可以全部或部分抵销管理费，但是运营合伙人并不是真正意义上的员工或子公司，其费用并未从管理费抵销。

费用转嫁方面，投资者在未获得充分披露的情况下承担了费用。例如，在筹资阶段雇佣的全职员工在完成筹资后被解雇，然后以运作合伙人名义重新聘用；原先包含在管理费中的多种后台职能分开计算费用，然后将部分或全部费用转嫁给投资者；最常见的是给投资者发送的投资组合信息报告由原来的人工编制改为系统自动生成，但是建立系统所产生的软硬件费用都由投资者承担。

### 2) 收取隐含费用

最常见的是加速收取指导费（monitoring fee）。指导费是私募基金向所投资企业收取的顾问和其他服务费用。与投资者签订的有限合伙协议期限一般为 5 年，但是与所投资企业签订的收取指导费协议的年限一般为 10 年甚至更长。当所投资企业被兼并、收购或发行上市时，私募基金会收取高达上千万的费用提前终止指导费协议。

其他隐含费用包括：有限合伙协议中未披露的行政管理费或其他费用，逾期收取交易费或者在有限合伙协议未注明的情况下收取交易费，雇佣相关方提供服务但并未给基金或投资者带来价值增加。

### 3) 销售中披露的估值方法与实际不一致

在私募基金销售过程中，有的私募基金投资顾问向投资者披露的估值方法与实际采用的估值方法不一致，常常高估投资业绩以吸引投资者。在近期美国证监会披露的一个案例中，私募基金投资顾问采用了不同的估值方法，导致基金在报告中显示的净回报率由实际的 3.8% 变成了 38%。

投资顾问经常采用的擅自改变估值方法的手段包括：择优挑选可比数据或者在未计利息、税项、折旧及摊销前的利润中增加不恰当的项目，不定期改变估值方法，比如由滞后可比数据改为前瞻可比数据，提高中期估值水平。

#### 4) 其他问题

销售材料中还存在其他不一致和虚假陈述现象，例如，绩效营销用预计估值代替实际估值；募集资金完成后团队关键成员辞职或降职，存在向投资者故意隐瞒投资团队真相的倾向。

### 3. 值得关注的问题

#### 1) 私募股权基金投资顾问存在内在利益冲突

私募股权基金的投资顾问不同于通常买方的投资顾问，其存在着固有的信息披露缺陷和利益冲突风险。通常来讲，买方的投资顾问影响或控制其所投资的企业的能力受到限制，一旦其试图影响或控制被投资企业，其意图通常会被暴露在公众面前。但是私募基金则不同，私募基金的投资顾问通常运用客户的资金去获得非公开交易公司的控制权。由于缺乏信息披露要求，私募基金投资顾问经常会面临利益冲突和利益诱惑。

比如，私募基金投资顾问可以指示其控制的所投资企业雇佣投资顾问或其关联方、第三方提供特定服务，设定服务价格，指示公司支付投资顾问的账单，报销投资顾问的费用等。这些利益冲突问题都是私募股权基金投资顾问常常面临的现实问题。

#### 2) 有限合伙协议不完善

有限合伙协议是保护投资者的重要工具，但是其在一些关键领域还是存在不足。

第一，很多有限合伙协议对费用支出类型的界定太宽泛，造成了一个巨大的灰色地带，使得投资顾问能够将一些费用和支出不合理地转嫁到投资者身上。由于缺乏有效的信息披露，一些合伙协议没有清晰界定估值程序、投资战略、减少利益冲突的方案等。

第二，大部分有限合伙协议都没有为投资者提供充足的知情权，无法充分监督投资的运行和管理人的操作。虽然很多管理人会主动提供重要信息并且披露给投资者，但有限合伙协议过于广泛、不够准确的语言还是会导致信息模糊不清。

#### 3) 缺乏透明度

缺乏透明度及有限的投资者权利是私募基金长期存在的问题。尽管投资者在做出投资之前会进行大量的尽职调查，但是交割之后投资者监督往往变得松散起来。

造成这一现象的原因有很多，当投资期结束而投资者没有再投资计划时，投资者往往会做甩手掌柜；当有限合伙人数量太多、太难组织时，有限合伙人内部发起任何行为都是成本巨大的事情；另外，审计并不能为投资者提供充足的保护。所以，由于缺乏具体的信息披露机制和透明度，私募基金投资顾问固有的控制投资组合公司的风险和诱惑不仅不会降低，还有可能加剧。

### 4. 其他问题

第一，行业中存在不少“僵尸”投资顾问，即不能有效募集新资金而逾期管理现有私募基金的投

顾问。为了维持私募基金管理人利益，他们可能会提高费用，虚增估值，而不是为了投资者的最大利益行事。

第二，行业兼并造成了多条业务线、多种产品并存的局面，而有些大型私募基金管理人无法适应这种复杂的新型商业模式，无法解决利益冲突问题。

第三，私募基金的收益率呈现下降趋势，可能会导致有些基金管理人收取额外的费用或进行费用转嫁。美国证监会认为，这种复杂性和快速增长所带来的治理及合规问题，会随着公司的发展成熟而得到解决，因为合规往往落后于业务发展。

私募基金在我国是一个新兴的行业，对其监管立法也处于探索阶段，因此对于美国私募基金现场检查的借鉴有助于构建符合我国国情的私募基金现场检查模式，进行深入的行业调查，发现切实存在的问题，才能有针对性地进行改正。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与王勇（+86-10-8525 5553; [james.wang@hankunlaw.com](mailto:james.wang@hankunlaw.com)）联系。