

欧美对私募股权投资基金的监管简介

2016年3月10日

近年来，我国的私募股权投资基金（“PE基金”）行业发展迅速，截至目前在证券投资基金业协会登记的PE基金管理人已超过12,000家，备案的PE基金超过7,500只，认缴规模近人民币3万亿元。而与高速成长相伴随的是这一行业面临的各种问题和挑战，尤其是近期频频发生的违法违规案件。为了整顿市场秩序，监管机构和行业自律机构已出台了一系列规定（包括但不限于今年2月份证券投资基金业协会发布的关于规范私募基金管理人登记、内部控制和信息披露的公告和指引），并可能在未来继续颁布相关的办法以进一步完善私募基金的监管体系。另一方面，PE基金行业内部也对如何通过监管有效促进PE投资市场的健康发展开展了讨论。

美国、英国、中国香港等境外发达国家和地区的资本市场经过长期发展，已经建立了较为完善的监管模式。尤其是作为PE行业发源地和领军者的美国，其成熟的监管制度经过了市场多年的检验，在全球范围内具有良好的借鉴意义。为此，我们收集和整理了美国、英国及中国香港的PE基金监管信息，并对这些国家和地区的监管制度和现状进行了简单的梳理和总结，以供相关人士参考和交流。他山之石可以攻玉，我们希望这些工作能起到抛砖引玉的作用，对探索符合我国国情的PE基金监管机制有所帮助。

美国部分

1. 监管现状概述

1.1 监管框架

美国并没有针对PE基金制定专门的法规。与PE基金相关的监管规定散落在多部法律法规内，包括《1933年证券法》（Securities Act of 1933）、《1934年证券交易法》（Securities Exchange Act of 1934）、《1940年投资公司法》（Investment Company Act of 1940）、《1940年投资顾问法》（Investment Advisers Act of 1940）、以及2010年通过的《多德—弗兰克法案》（Dodd-Frank Act）等。

长久以来，尽管PE基金行业从性质上来说属于美国证券投资法规的规制对象，但绝大多数从业机构都可以通过援引特定的豁免条款而免于适用相关的监管要求。金融危机之后，美国出台了《多德—弗兰克法案》，取消了PE基金管理人的豁免条款，并全面加强了对于整个行业的监管。在目前的框架下，原则上大部分PE基金管理人均应在联邦或州政府的证券监管机构进行注册并遵守相对严格的监管要求。但特定的管理人，如VC基金和中小型PE基金的管理人可以通过援引豁免条款而免于注册并适用较为宽松的监管要求。除此之外，如果PE基金仅面向特定人数以下的合格投资者募集资金，则其募集和设立过程也可以适用豁免，从而无须向SEC注册。

1.2 监管机构

在美国，与PE基金及其管理人的监管有关的机构主要包括美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission, “SEC”）、各州的证券监管机构、以及相关行业自律组织。

其中，SEC为直属于联邦政府的独立机构，负责全美

证券市场的监督和管理的工作，包括较大规模PE基金管理人的注册和PE基金行业的日常监管。除此之外，美国各州政府也有其证券监管机构，负责监管涉及本州的证券交易业务，包括中小规模PE基金管理人和投资顾问代表的注册和日常监管等工作。

除了联邦及州政府的证券监管机构，PE基金的从业人员还受到金融业监管局（FINRA）、全美创业投资协会（NVCA）等行业组织的自律监管。通过组织和引导会员进行充分讨论、制定具有实践性和操作性的行业准则、对会员进行检查监管及纪律处罚，此类组织调动了会员遵守规则的积极性，促进了PE基金行业的健康发展。

2. 对PE基金募集和设立的监管

2.1 《1933年证券法》下的注册

美国《1933年证券法》（“美国证券法”）对“证券”进行了宽泛定义，将票据、股票、库存股票、债券、投资契约等各类具有投资收益特征的凭证均囊括其中。在其框架下，所有证券发行和交易都应在SEC进行事前登记，除非符合可获得豁免的特定情形。

PE基金的有限合伙份额一般被认为属于证券。而其资金募集过程由于涉及有限合伙份额的发行和交易，在性质上被认为是一种证券发行而属于SEC的登记范围。尽管如此，如果PE基金仅向“获许投资者”以及35名以下的非“获许投资者”进行非公开发行（定义见下），则可被豁免于SEC登记。实践中绝大部分PE都可援引此豁免规定而免于登记。

(a) 向获许投资者以及35名以下的非获许投资者发行

PE基金总的来说只能向“获许投资者”（Accredited Investors）募集资金。如果投资者中包括非“获许投资者”，则其总数应在35名以下。“获许投资者”主要包括下列个人及实体：

- (i) 该PE基金的管理人或高管；
- (ii) 银行、保险公司、经注册的投资公司；
- (iii) 总资产500万美元以上的公司、合伙企业、慈善组织、信托；
- (iv) 个人资产净值或与配偶合并计算的资产净值超过100万美元的个人；
- (v) 在最近两年里，每年的收入均超过20万美元，或者与其配偶合并计算时均超过30万美元的个人。

(b) 非公开发行

即PE基金必须以私募的方式发售，不可以任何形式进行公开的招徕，包括通过冷电话、群发邮件、媒体广告、研讨会等形式公开招募新的投资者。因此在实践中，PE基金管理人往往倾向于向已经与其建立关系的顾客募集资金，而不再寻找新的潜在投资者。

需要注意的是，即使PE基金因满足上述条件而被豁免

注册，其仍应向SEC通过EDGAR在线填报D报表（Form D）。该报表仅需在PE基金每次获得新的资金后填报提交，没有后续的定期报告义务。除此之外，PE基金还应向投资者完整、公正地披露与投资决策相关的重大信息，如提供完整的发行备忘录（Offering Memo）。

2.2 《1940年投资公司法》下的注册

美国《1940年投资公司法》（“美国投资公司法”）规定，“投资公司”（Investment Company）指事实上或者宣称自己是专门从事证券投资或再投资业务的机构。该类机构应向SEC注册并遵守一系列严格的监管规定，除非符合可获得豁免的特定情形。

PE基金因为从事于股权投资而通常被认为是投资公司。尽管如此，如果PE基金仅向100名以下的任何投资者或者500名以下的“合格购买者”进行非公开发行（非公开发行定义同2.1(b)，其余定义见下），则可以被豁免于SEC登记。实践中绝大部分PE都可援引此豁免规定而免于登记。

(a) 向100名以下的任何投资者发行

根据美国投资公司法第3(c)(1)条，如果PE基金的受益人（LP）少于100名，且没有也未打算进行公开发行，即可免于注册。但基金的管理人或参与管理的雇员购买基金份额的，不计入100名之列。

(b) 向500名以下的合格购买者发行

根据美国投资公司法第3(c)(7)条，如果PE基金的份额全部由合格购买者（Qualified Purchaser）持有，且没有也未打算进行公开发行，即可免于注册。“合格购买者”的要求比“获许投资者”高很多。一般来说，指拥有500万美元及以上投资的个人或家族，或拥有2500万美元及以上投资的实体。

尽管美国投资公司法第3(c)(7)条本身没有规定合格购买者的数量上限，但美国《1934年证券交易法》要求援引第3(c)(7)条的豁免需要把投资者总数限定为最高499位，否则需要进行该法下的注册。因此，合格购买者应限制在500人以下。实践中，合格购买者超过500人的PE基金可以通过将大基金拆分成小基金的方法来规避注册。

需要注意的是，与美国证券法下的豁免不同，如果PE基金因满足上述条件而被豁免注册，其基本上将被豁免在美国投资公司法下的全部义务。

3. 对PE基金管理人的监管

3.1 SEC监管框架

根据美国1940年投资顾问法（“美国投资顾问法”）以及最新的《多德—弗兰克法案》，“投资顾问”（Investment Adviser）包括为获取报酬而从事于直接或间接提供关于证券的价值或者证券的投资、买卖意见的机构或人士。而所管理资产（Assets Under Management）大于或等于1亿美元的投资顾问均应向SEC注册，除非符合可获得豁免的特定情形。其中“所管理资产”的数额一般为PE基金已投资资产的公允价值以及剩余认缴资金的总和。

PE基金的管理人（GP）通常被认为是投资顾问，因此如果其所管理的资产大于或等于1亿美元，则需要向SEC注册。尽管如此，特定的PE基金管理人可以通过援引下列豁免条款而免于登记：

(a) 中型私募基金的豁免

仅服务于“私募基金”（Private Funds），且所管理的总资产在1.5亿美元以下的PE基金管理人可以豁免向SEC进行注册。这里所说的“私募基金”指满足“投资公司”定义，但由于其仅向100名以下的任何投资者或者“合格购买者”进行非公开发行（具体定义见2.2(a)及2.2(b)）而被豁免遵守美国投资公司法下的注册要求的基金。实践中，“私募基金”通常包括PE基金及对冲基金。

(b) VC基金的豁免

仅服务于“风险投资基金”（Venture Capital Funds）的PE基金管理人可以豁免向SEC进行注册，无论其管理的总资产数额如何。这里所说的“风险投资基金”应符合下列条件：

- (i) 该基金符合“私募基金”的定义；
- (ii) 管理人向投资者明确表现出基金的性质为风险投资基金而非其他类型的基金，如对冲基金等；
- (iii) 基金总资产的80%以上应投资于“合格投资”（Qualifying Investments），即由合格投资组合公司（Qualifying Portfolio Companies，一般来说是有实际业务经营的非上市公司）向基金发行的，而不是从现有股东处受让的）股权证券（Equity Securities）。此要求是为了确保基金的资金直接投入实体企业，而不是购买已有的股权进行资本运作；
- (iv) 基金借款或产生担保的总额不能超过基金总资产的15%，且期限不超过120天，即基本不能使用投资杠杆；以及
- (v) 除极其特别的情形外，不对投资者提供赎回权或相似的流动性权利。

(c) 其他豁免

除上述豁免外，(i)服务于根据《小企业投资法》注册的小企业投资公司（SBIC）的管理人、(ii)仅服务于家庭办公室（Family Offices）的管理人、(iii)在美国没有经营场所、拥有的美国客户数少于15、在美国管理的资产低于SEC规定金额（一般为2500万美元）的外国私人顾问（Foreign Private Adviser）等也可豁免SEC注册。

在实践中，PE基金管理人主要通过援引上述3.1(a)条下的中型私募基金豁免及3.1(b)条下的VC基金豁免而免于向SEC注册。

但需要注意的是，此类被豁免的管理人被视为“豁免报告顾问”（Exempt Reporting Adviser）。尽管不需要向SEC注册，此类管理人仍应通过投资顾问注册登记系统（Investment Adviser Registration Depository “IARD系统”）向SEC在线填报ADV表第一部分中的特定内容，包括管理人的基本身份信息、豁免于SEC注册的原因、组织形式、其他业务活动、金融分支机构及私募基金、实际控制人、法律及纪律惩戒历史。该ADV表应至少按年度进行更新，即在每个财务年度结束后90天内或者有重大变化时进行更新。除此之外，SEC在认为对公共利益或投资者保护具有必要性或适当性时，可要求管理人提交相关记录及报告。

3.2 各州的注册监管与SEC的关系

目前在注册上，SEC与各州的关系是互不重叠，即同一PE基金管理人无须在SEC及各州进行重复注册。但在监管上，各州对于在本州进行投资管理活动的PE基

金管理人一般均有一定的监管权限，无论其是否已在SEC注册。在实践中，PE基金管理人在SEC及各州的注册及监管一般遵循如下原则：

- ◆ 如果管理人所管理的总资产大于1.5亿美元且并非为VC基金的，则其根据上述规定必须在SEC注册。对于此类管理人，各州不得要求其重复进行注册，但如果管理人在州内有营业地或有州居民作为客户的，该州可要求其在线填报特定信息（一般为ADV表的第一部分）及缴纳小额费用。除此之外，如果管理人的高管构成“投资顾问代表”，则各州还可能要求该等高管进行注册（详情见第4条）。
- ◆ 如果管理人所管理的资产小于1亿美元，则SEC一般不接受其注册（纽约州和怀俄明州除外），管理人应遵守下列各州的相关规定并依此决定如何进行注册及接受监管：

- (i) 其营业场所所在的州；以及
- (ii) 在前12个月期间内有5个以上该州居民客户的州（管理人所管理的每个基金算为1个客户，而不是根据投资者数目计算客户）。

尽管各州对于PE基金管理人的监管要求各不相同，但总的来说也都对此类管理人给予了与联邦证券法原则上类似的豁免。因此VC基金管理人及管理总资产小于1亿美元的PE基金管理人一般并不需要完全遵守各州适用于普通投资顾问的注册及合规要求。

- ◆ 如果管理人为SEC的“豁免报告顾问”，即其管理的资产为1亿-1.5亿美元之间的私募基金，或1亿美元以上的VC基金，则其可以选择：
 - (i) 向SEC注册并接受其监管，适用上述(a)款下的监管要求；或者
 - (ii) 不向SEC注册而向各州注册并接受其监管，适用上述(b)款下的监管要求。

3.3 SEC注册要求及程序

如上所述，所管理总资产大于1.5亿美元且并非全部为VC基金的PE基金管理人应向SEC进行注册。该注册所涉及的主要事项包括根据SEC的要求建立合规体系及线上填报ADV表。尽管有些管理人会聘请律师协助进行合规整改及注册，但提供法律意见书并不是获得注册需满足的强制要求。

(a) 注册步骤及时间表

	步骤	时间
1	进行内部整改以符合合规要求	申请前3-6个月
2	学习了解ADV表，收集填表所需相关信息	申请前2-3个月
3	注册IARD账户，完成开户及缴费手续	申请前6周
4	开始通过IARD电子系统填写ADV表	申请前2-4周
5	通过IARD电子系统正式递交申请	申请时
6	SEC批准注册	申请后45天内

(b) ADV表的填报

ADV表分为两部分，其中第一部分及第二部分的2A部分必须通过电子系统上传供SEC审查，并且在注册完成后会被公布在SEC网站上。第二部分的2B部分则无需上传也不会被公布，但管理人应将整个第二部分作为管理人运营文件的一部分进行管理和维护，并提供给相关客户及潜在客户（Prospective Client），以及供SEC日常监管时查阅。ADV表的具体内容如下：

- (i) 第一部分：需要填写PE基金管理人的身份信息、业务范围（包括雇员、客户、报酬、管理资产等内容相关的信息）、金融类分支机构、参与或在客户交易中的利益情况、资产托管情况、控制人及所有权状况、法律及纪律惩戒历史等。
- (ii) 第二部分：又分为2A和2B两部分：
 - 2A部分（又称“手册”）包括关于管理人顾问业务及客户类型的讨论、关于对手册发生的重大变化的讨论、投资策略涉及的风险因素、关于特定法律或纪律惩戒事件的披露等。此部分还特别要求管理人就其业务可能产生利益冲突及如何解决此类冲突进行讨论、以及就包管费（Wrap Fee）的安排作出披露。
 - 2B部分（又称“手册附件”）则要求披露每个处于管理人管理下、为客户提供顾问服务的人员（Supervised Person，包括高管、合伙人、董事、雇员等）的信息，这些信息包括：教育及工作背景、针对其的法律或纪律惩戒事件、参与其他投资类业务的情况、通过销售证券和投资产品取得报酬的情况、为客户以外的人群提供顾问服务而获得经济利益的情况、管理人如何管理此人员（包括提供管理此人员的上司的姓名和联系方式）。

(c) SEC的合规要求

完成SEC注册后，PE基金管理人必须马上开始遵守美国投资顾问法下的一系列要求，没有任何缓冲时间。因此实践中管理人往往需要在申请注册前花费数月进行整改，以保证注册完成后的合规性。此类要求包括：

- (i) 制定及执行与合规、职业道德、内幕交易、隐私保护等相关的内部政策及程序、任命首席合规官、进行合规培训、对政策及程序的充足性和有效性进行年度审查；
- (ii) 在财年结束后90天内或信息发生重大变化时更新ADV表、在签署顾问合同前将ADV表2A部分提供给潜在客户、在相关顾问人员向客户提供服务前将该ADV表2B部分提供给特定人员；
- (iii) 留存与顾问服务有关的财务会计报表及各类相关记录。绝大部分报表和记录要求的留存时间是5年；
- (iv) 只能向特定客户收取基于业绩表现的费用（Performance Based Fee），该特定客户主要包括以下几类：
 - 委托管理人管理的资产超过100万美元；

- 个人净资产大于200万美元或者为“合格购买者”；
 - 管理人的高管及雇员。
- (v) 其他还包括支付介绍费的要求、资金托管要求、广告宣传要求、反欺诈要求等。

(d) **PF报表的填报**

SEC还要求注册的私募基金管理人定期填报PF报表，以用来协助监管因私募基金导致的金融市场系统风险。所需报送的信息包括：所管理资产的金额和杠杆的使用、交易对手方的信用风险敞口、交易和投资头寸、估值政策、基金的操作、所持资产的类型、单边协议或附加协议（此类协议使得基金的特定投资者获得比其他投资者更多优惠）。所报送的信息将严格保密，但SEC会为日常监管、执法及投资者保护而使用该等信息。PF报表的报送的频率如下：

管理的基金类型	管理资产总额	报送频率
PE基金	1.5亿美元以上	按年度，在财务年度结束后120天内报送
对冲基金	1.5亿-15亿美元	
对冲基金	15亿美元以上	按季度，在财务季度结束后60天内报送

4. 对PE基金管理人高管的监管

4.1 作为PE基金管理人高管的注册

- (a) 如果PE基金管理人已在SEC注册，则各州不得要求其高管在本州再进行重复注册。而PE基金管理人在SEC注册时，仅需要在ADV表中提供其高管的相关个人信息（详见3.3(b)款）。SEC并不将高管通过特定考试或有特定资质作为PE基金管理人注册的前提条件，也不为该等高管个人提供单独的注册程序。
- (b) 如果PE基金管理人未在SEC注册，则其高管是否应在各州注册取决于该州的相关规定以及该高管在该州从事的具体业务。

4.2 作为投资顾问代表的注册

- (a) 各州一般要求在该州有营业场所，且从事“投资顾问代表”业务的自然人进行注册、获得许可或满足特定从业条件。上述注册、许可或条件往往包括要求通过考试，如系列65、系列66和系列7考试，但很多州也会豁免已经获得金融规划师、金融分析师、金融咨询师等行业执照的投资顾问代表的考试要求。
- (b) 要构成“投资顾问代表”，该高管需有5个以上自然人客户，并且10%以上客户为自然人。实践中，由于基金并非自然人，因此如果该高管仅管理PE基金，则不会被认定为“投资顾问代表”，也不需在任何州作为投资顾问代表进行注册。

4.3 作为证券经纪商及自营商的注册

根据美国证券交易法的规定，代理他人从事证券交易业务的“经纪商”（Broker）以及通过经纪人等方式为其自己买卖证券的“自营商”（Dealer）均应进行注册并接受相应监管，除非符合可获得豁免的特定情

形。

- (a) 由于PE基金及其管理人并非为他人完成证券交易，买卖证券也不是其常规业务的一部分，因此一般被豁免于SEC的“经纪商-自营商”注册。
- (b) 但上述(a)款下的豁免并不适用于PE基金管理人的高管。这些人员在代表管理人从事证券发行时，由于大多符合“经纪商”的标准，仍可能需要注册。为解决这一问题，SEC颁布了Rule 3a4-1，允许PE基金的高管在满足下列条件时，可以不被视为“经纪商”，从而豁免SEC注册：
- (i) 该高管不获得直接或间接基于基金销售计算的佣金或其它报酬；
 - (ii) 该高管的主要职责并非销售基金份额；
 - (iii) 该高管在12个月期间内仅从事了一次基金份额的发行。
- (c) 除SEC的注册之外，各州还可能对PE基金管理人高管是否需要在本州进行“经纪商”注册及受到监管有不同的要求。

5. SEC的日常监管及执法

除了要求相关PE基金管理人进行上述的注册和信息披露之外，SEC还格外注重对已注册管理人的日常经营和投资行为进行监督和检查，以确保其运营合法合规。

5.1 检查主体

SEC的执法调查与检查办公室（Office of Compliance Inspections and Examinations, OCIE）是SEC负责全国检查项目（National Examination Program, NEP）的主要机构。该项目旨在利用现代的定量技术手段、通过以风险为导向的检查来收集和分析所有SEC注册机构的各类数据，并以此为基础选择注册机构进行现场检查。OCIE目前有位于全国12个办公室的近450名检查人员、会计师和律师负责包括PE基金管理人在内的各类投资顾问的检查工作，并已经对超过150个PE基金管理人进行了检查。

5.2 检查类别

总的来说，SEC的检查有以下三种：

- (a) 常规检查（Routine Exams）：SEC会随机或基于特定的风险因素选择管理人进行检查。在进行该类检查前，SEC一般会提前通知管理人，并要求其配合准备相关信息和文件。
- (b) 基于投诉或问题的检查（For Cause Exams）：即SEC有理由认为管理人可能违反了联邦证券法，从而发起的针对特定问题的检查。SEC可能因多种原因发起该类检查，包括收到了投资者或其他相关人员的投诉，或由于媒体对管理人进行了负面报道等。
- (c) 全面检查（Sweep Exams）：即SEC发起的针对特定商业行为的检查，该检查可能同时涉及多个管理人或基金。由于SEC发起此类检查的原因往往是特定商业行为出现了比较严重或广泛的问题，因此全面检查比起常规检查给每个管理人带来的负担往往更重，也更容易产生处罚结果。除此之外，由于全面检查可以由SEC的任何一个地区办公室发起而无须提前与SEC总部协调，目前此类检查有逐渐增多的趋势。

5.3 检查流程

- (a) 在进行检查前，SEC一般会提前一至数周通知管

理人，并要求其按SEC的清单提交相关信息和文件要求清单。但SEC也有可能不进行提前通知，尤其是对于首次检查或基于投诉的检查。

- (b) 之后，SEC检查人员会访问管理人，在管理人提供的专门房间进行办公，对管理人的首席合规官及主要管理人员就合规制度的执行进行面谈，检查公司的各种合规记录和文件存档。尽管现场检查的具体时间取决于管理人的业务规模和检查所涉及的事项，但一般来说在8到10个工作日左右。
- (c) 检查结束后，检查人员会继续和首席合规官保持联系，要求其提供更多材料或进一步回答问题。大概3个月后，检查人员会向管理人提交一份检查报告，报告中详细列出发现的问题，责成其在一定的时间内改正或改进，或就重大违规对管理人进行处罚。

5.4 举报和投诉

对于管理人的违规行为，投资者或其他相关人士可以通过在线填写表格、邮寄信件或传真的方式向SEC进行举报和投诉。该等举报人将受到特别保护，以使其免于被举报人的报复。除此之外，SEC还将通过吹哨人项目（Whistleblower Program）对自愿向SEC提供潜在违规线索、并最终导致违规者受到行政或司法惩处的举报者进行奖励。

SEC非常注重利用此类外部线索，并基于此类线索发起了相当一部分的检查。在收到举报者的信息后，SEC将进行评估并转给其相关部门处理。其中投资教育和推广办公室（Office of Investor Education and Advocacy）会就与举报内容相关的问题以及可能获得的救济向举报人提供咨询意见，或者与被举报人进行联系；执法部（Division of Enforcement）的律师则会负责评估举报内容是否违反联邦证券法，并发起相关的行政司法程序。

5.5 主要案例

在2010年《多德-弗兰克法案》出台之后，SEC对于PE基金管理人的监管力度大大加强，并采取了一系列的检查及执法行动。行动主要集中在费用收取、花销分担、宣传和估值中涉及的违规行为。比较著名的包括以下案例：

(a) KKR案

Kohlberg Kravis Roberts & Co. (“KKR”) 曾被SEC指控其错误地将超过1700万美元的“失败交易”（Broken Deal）所产生的花销归于其所管理的PE基金，从而违反了诚信义务。SEC发现，在2011年之前的6年间，KKR为最终未能成功进行的收购项目进行尽职调查等工作而产生了3.38亿美元的“失败交易”花销。尽管KKR的共同投资人，包括KKR的一些高管，从KKR这些寻找交易的努力中获益，但长年以来却从未承担过上述“失败交易”的花销。而KKR也从未向其投资者披露KKR的共同投资人将不会承担该等花销。2015年6月，KKR最终同意以3000万美元与SEC达成和解，其中包括向SEC支付的1000万美元罚款以及向投资者支付的2000万美元补偿费用。

(b) 黑石集团案

黑石集团（Blackstone Group）旗下的三个PE基金管理人曾被SEC指控未能就其从监管费（Monitoring Fee）及律师费折扣中获得的利益向投资者作出完全的披露。SEC发现，黑石旗下的PE基金所投资的公司，在出售或上市前会向作

为管理人的黑石集团成员支付一笔加速到期的监管费。该费用支付会减少所投资公司的价值，从而损害投资者的利益，而黑石没有就此向投资者作出披露。除此之外，SEC还发现，黑石与某家外部律所达成了费用安排，该律所给予黑石的律师费折扣远高于给予其所管理的PE基金的折扣，而黑石对此也没有披露。2015年10月，黑石最终同意以3900万美元与SEC达成和解，其中包括向SEC支付的1000万美元罚款以及向投资者支付的2900万美元补偿费用。

英国部分

1. 监管概述

1.1 监管框架

英国规范监管PE基金的法律法规主要包括2000年《金融服务与市场法案》（Financial Services and Markets Act 2000）以及2001年《集合投资（豁免）发起条例》（Promotion of Collective Investment Schemes (Exemptions) Order 2001）。同时，英国作为欧盟成员国要接受欧盟指令的约束。欧盟对PE基金的监管主要体现在2011年6月8日欧盟通过的《另类投资基金管理人指令》（Directive on Alternative Investment Fund Managers）中。

总体而言，英国对PE基金的监管主要针对基金管理人而非基金本身。监管机构对大型PE基金管理人的准入及日常监管较为严格，而对其他管理人则相对较为宽松。例如，大型PE基金的管理人需要遵守较严格的合规要求，包括符合营业核准条件、制定报酬政策、采取足够的风险管理措施等；除此之外，还需要承担较重的披露义务，包括对管理人自身情况及所管理PE基金情况的详细披露。

1.2 监管机构

根据《金融服务与市场法案》，PE基金可以以不受监管的集合投资形式成立，但必须由基金管理公司管理，而后者是受英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority, FCA）监管的。

自律监管在英国金融业中也一直占据重要地位。英国私募股权和风险投资协会（BVCA）是英国非政府的私募股权和风险投资行业自律组织。2007年11月，BVCA发布了一套自愿遵守的《PE信息披露与透明度指引》，提出了“遵守或解释”原则。PE基金需要披露被投资企业的信息：谁代表PE来管理被投资企业、董事会的组成、被投资企业管理层和董事中谁是PE基金的代表、发展战略、行业地位、营业表现、影响公司发展的外部环境和因素、雇员、重大合同、风险管理等。指引创造性地对被投资企业的信息披露提出要求，自公布来一直受到BVCA的大力推广，但截至目前选择遵守的PE基金管理人数目仍然有限。

2. 对PE基金募集和设立的监管

- ◆ 以特定类型设立的PE基金，如许可单位信托（Authorized Unit Trust），可变资本投资公司（Investment Company with Variable Capital）或许可合同计划（Authorized Contractual Scheme）需要获得FCA的批准。而以有限合伙形式设立的PE基金不需要取得FCA的批准。
- ◆ 就PE基金的募集而言，基金份额的宣传和推销只能面向特定的投资者，例如高净值公司、职业投资者以及被认可的高净值个人和成熟投资者。

3. 对PE基金管理人的监管

3.1 FCA的监管

目前在英国，PE基金管理人从事“受规管活动”前需要获得FCA的许可。该类活动主要包括：作为代理从事投资（Dealing in Investments as Agent）、安排投资（Arranging Deals in Investments）、管理投资（Managing Investments）、设立、运营或清算集体投资计划（Collective Investment Scheme）以及投资股份、债权、期权、集体投资计划份额等。FCA在给予上述许可时要对一系列因素给予考量和评判，包括：实际控制披露、监控流程识别、办公地址选择、人员数量和能力、适应性等。但提供法律意见书并不是获得许可需满足的强制要求。一旦获得许可，PE基金管理人需在12个月内开展相关活动，否则FCA可以改变或取消其许可。

除此之外，在日常运营中PE基金管理人还应遵守FCA在以下几个方面的合规要求：其高管以及内部控制制度的合规；在管理的基金中，须投入规定数额以上的自有资本；反洗钱法、商业道德规范等方面的内容。

3.2 AIFMD下的监管

欧盟2011年通过了《另类投资基金管理人指令》（AIFMD），进一步加强了对于PE基金管理人，尤其是大型基金管理人的监管。该指令要求欧盟各国限期将其内容转化为国内法，而英国已完成了转化。总体而言，AIFMD对基金管理人的监管体现了“抓大放小”的原则，对大型基金管理人进行非常严格的监管，而对小型基金的管理人进行比较宽松的监管。

(a) 规模较小的PE基金管理人

AIFMD规定，下列两类规模较小的PE基金管理人应向其东道国的相关监管机构进行注册，并在注册时提供投资策略方面的信息，此后还应定期向监管机构提供其主要投资工具、敞口以及与系统性风险有关的其他信息。除此之外，这两类基金管理人不受AIFMD其他规定的约束，除非其选择加入AIFMD的约束：

- (i) 管理人直接或间接地管理的资产，包括通过杠杆而获得的资产，总计不超过1亿欧元的；或者
- (ii) 自初次投资之日起5年内，管理人直接或间接地管理的资产总计不超过5亿欧元，没有杠杆融资且没有可行使的补偿权利（Redemption Rights Exercisable）的。

(b) 规模较大的PE基金管理人

前述范围以外的PE基金管理人，即(i)直接或间接地管理的资产，包括通过杠杆而获得的资产，超过1亿欧元的管理人；以及(ii)自初次投资之日起5年内，直接或间接地管理的资产超过5亿欧元的管理人（“规模较大的PE基金管理人”），除了遵守前述(a)款下的监管规定外，还应接受AIFMD的下列监管要求：

- (i) AIFMD要求各成员国应当对管理人实行营业核准制度。只有符合AIFMD所规定的各项条件的管理人方可获得核准，这些条件包括有足够的初始资本（至少12.5万欧元，如管理的资产超过2.5亿欧元，管理人需进一步增加出资）、能覆盖潜在负债风险的自有资金或职业赔偿保险、至少2名声誉良好且有足够经验的实际业务执行人、其适格持股股东或成员能胜任职责、

总部和注册地在同一成员国等；

- (ii) 管理人应制定报酬政策（Remuneration Policies），以对不同类别的雇员区别对待。此类报酬应与提高稳健和有效的风险管理相一致，而不能鼓励其冒险；
- (iii) 管理人应采取合理的措施识别、防范、管理、监控基金与其管理人（包括其高管）之间的、以及管理人的不同客户之间的利益冲突，以免对基金及其投资者的利益产生不利影响；
- (iv) 管理人应在功能和组织结构方面有效隔离风险管理职能部门和业务操作部门（包括投资管理职能部门），即设立“防火墙”制度；
- (v) 管理人应实施足够的风险管理制度，以适当识别、测量、管理和监控与每一项基金投资策略相关的以及每一基金已经暴露或可能暴露的所有风险。管理人应对所有的风险管理制度至少每年审查一次，必要时还应随时审查；
- (vi) AIFMD建立了独立第三方估值程序，同时在一定条件下同意管理人自己进行估值。估值应至少每年进行一次，且需以公平（Impartially）、专业（Due Skill）、勤勉（Care and Diligence）的原则进行；以及
- (vii) 管理人必须为基金任命一个合格的托管机构。托管必须签订书面托管协议，并规定基金应向托管机构提供其履行职责必要的信息。

除此之外，此类管理人还应遵守AIFMD的“透明度要求”，即就下列信息进行及时披露。其报送的频率主要取决于基金管理人管理的资产总额，一般来说，管理资产在10亿欧元以上的需按季度披露，10亿欧元以下，但有杠杆资产大于1亿欧元或无杠杆资产大于5亿欧元的按半年披露，其余金额更低的需按年披露。

- A. 管理人应为其管理的每一个欧盟基金制作年度报告，并于每一财年结束后的6个月内制作完毕。年度报告的内容包括：资产负债表、收入与成本报表、当年财年的业务活动报告、当年财年发生的任何重大变化的重要信息等，且年报中财务数据必须经过审计。该年度报告除应根据投资者的要求提供给投资者外，还应提交给管理人和基金所在的欧盟成员国的监管机构。
- B. 管理人应在投资者进行投资前或信息发生重大变化时向投资者披露以下信息：对于投资策略和目标的描述；可能投资的资产类型、投资技术及相关风险、融资杠杆信息，估值政策、定价方法；基金管理人、托管机构等机构的执照、证件、职责、以及投资者的权利；基金份额最新的资产净值、市场价值等。基金成立后，管理人还应向其投资者定期披露基金的现行风险投资组合以及其风险管理制度、基金已经使用的杠杆融资总规模等信息。
- C. 除此之外，管理人应向欧盟成员国的监管机构报送其执业人员、股东、组织结构、投资策略等信息。管理人还应代表其管理的基金定期向其母国监管机构报告其主要销售市场（Principal markets）和交易工具

(Instruments)、交易活动发生的主要市场、主要的风险暴露和风险集中。管理人还应对其管理或在欧盟成员国销售的每一只欧盟基金向监管机构定期披露风险管理制度、基金投资的主要资产类别、管理的基金的详细清单等。

4. 对PE基金管理人高管的监管

AIFMD规定，规模较大的PE基金管理人应具有至少2名声誉良好且有与所管理基金的投资策略相关的足够经验的实际业务执行人。管理人须在向FCA申请许可的时候将该等实际业务执行人的姓名披露给FCA，并提交相关材料以从执行人的声誉及信用、经验能力、财务状况等方面证明其适格性。尽管通过特定的资格考试可以作为证明执行人适格性的有力证据，但并非为获得许可的必要条件。

5. FCA的日常监管及执法

FCA的日常监管活动主要分为三种：(i)就大公司或集团进行的积极且有针对性的项目监管(Proactive, Firm-specific Supervision)；(ii)针对特定的事件进行的反应性监管(Event-driven, Reactive Supervision)；(iii)将某一风险或问题作为整体而进行的主题监管(Thematic Approach)。

另外，FCA可能通过两种模式对获得许可的PE基金管理人进行监管：一种是对少数规模大、有较强市场地位的管理人实行最严格的监管，即FCA会分配一名指定监管员对此类公司采取持续评估的方式而非进行“反应式”监管。而对于其他的管理人，FCA则采取“反应式”监管，这种方式主要基于与风险有关的主题监管工作以及沟通、干涉和教育活动。对于此类公司FCA不会分配特定的监管员。

中国香港部分

1. 监管概述

1.1 监管框架

香港规范PE基金的主要法规包括《证券及期货条例》(Securities and Futures Ordinance)、《单位信托及互惠基金守则》(Code on Unit Trusts and Mutual Funds)以及《基金经理操守准则》等。

总体而言，向专业投资者非公开募集的PE基金无需获得SFC许可，而从事PE基金管理(除属于可豁免的情形外)属于需获得牌照的行为，并受SFC监管。SFC对PE基金管理人高管的任职资格也有一定要求。

1.2 主要监管机构

香港金融市场的主管机关为证监会(Securities and Futures Commission, “SFC”)。SFC也是规范和管理包括PE基金在内的“集体投资计划”(Collective Investment Scheme)的主要监管机构。

2. 对PE基金募集和设立的监管

2.1 香港对于PE基金并没有法律上的直接定义。根据香港相关法例，在香港刊登广告或邀请公众投资于未经许可的基金为违法行为。也就是说，在香港只要是向社会大众公开募资或宣传的基金，都必须先经SFC许可(Authorized)，未经许可的基金不得公开销售。法例同时也提供了无需取得许可的“安全港”豁免规则，例如要约对象为“专业投资者”。

2.2 为避免因涉及公开募资而必须获得SFC许可，PE基金的要约对象一般为“专业投资者”，包括基金管理

人、基金、养老基金、保险公司、银行以及持有至少800万港币或等值外汇投资组合的高净值个人。被豁免许可的PE基金由于不在法例的规范范围内，其投资运用并无任何限制规范，也无对投资期限、投资额的大小以及投资转让的限制。

2.3 一般而言，在香港设立PE基金并不存在法律上的障碍。综合考虑一系列税收和商业上的因素，将PE基金的管理公司设在香港，而将基金本身注册在开曼群岛、维尔京群岛等离岸金融区域为常见做法。

3. 对PE基金管理人的监管

3.1 香港证券条例将整体金融市场中受规管的活动分为9类，任何个人或机构要从事这9类活动之前都必须先取得牌照，除非符合可获得豁免的特定情形。其中与PE基金有关的是第1类(证券交易)、第4类(就证券提供意见)、以及第9类(提供资产管理服务)这几项牌照。例如，凯雷香港股权管理有限公司取得了第1类牌照，黑石集团(香港)有限公司取得了第1类、第4类牌照。提供法律意见书不是获得牌照需满足的强制要求。可获得豁免的主要情形包括：

(a) 投资私人公司的豁免

由于“证券”的定义不包括注册在香港的私人公司的股份和债权，因此，如果管理人所管理的PE基金仅投资于香港私人公司的股份和股权则可以免于申请牌照。根据香港公司条例第29条，此处的“私人公司”是指在其章程中限制公司股权转让，股东数少于50(不含特定类型的员工)或禁止向公众发出认购公司股份或债券邀请的公司。

(b) 附带豁免

即获得某种受规管活动的牌照后，再从事附带于该活动的其他受规管活动可以豁免取得相应牌照。例如，就第1类受规管活动(证券交易)获得牌照而进行第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)、第9类(提供资产管理)受规管活动，且上述活动完全附带于其证券交易业务的，不需要再另外取得牌照。

(c) 与满足特定条件的专业投资者进行交易

该等“专业投资者”主要包括：

- (i) 获认可的交易所、结算所、控制人、投资者赔偿公司、财务机构、保险公司、中介；
- (ii) 受香港以外法域的法律规管的投资服务经营者、银行、保险公司；
- (iii) 政府类机构或政府间多边机构；或者
- (iv) 符合特定条件的投资计划、法团等。

(d) 为集团成员公司提供意见

如仅向全资附属公司、全资控股公司或该控股公司的其他全资附属公司提供与受规管活动有关的意见或服务，则毋须就第4类(就证券提供意见)、第5类(就期货合约提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)、第9类(提供资产管理)受规管活动获得牌照。

3.2 根据香港2003年《基金经理操守准则》，获得香港证监会发牌或注册且业务涉及包括PE基金在内的全权管理集体投资计划的管理人，均要求按照该准则遵守关于组织与管理架构、职员操守、基金管理、托管、运作、与客户进行交易、市场推广活动、费用与支出等

方面的合规要求。

4. 对PE基金管理人高管的监管

根据香港的相关规定，如果PE基金管理人为持有SFC牌照的法团（Licensed Corporation），则其人员中至少需要两名由SFC核准的负责人员。SFC对核准“负责人员”的相关要求包括学历（一定的行业资历可替代）、至少3年的行业经验、管理经验以及监管知识（须通过本地监管机构认可的考试或申请豁免）。

5. SFC的日常监管及执法

SFC对持有牌照的管理人采取各式各样的监管措施，包括现场检查及非现场监察，监管重点为管理人的财务风险及业务操守。

5.1 现场检查

现场检查是SFC监管的主要措施之一，有助SFC从宏观的角度了解管理人的业务运作、风险管理和内部监控，以及评估管理人在遵守相关法例和规管规定方面的表现。现场检查分为四类，分别是例行视察、特别视察、主题视察及审慎查访。

5.2 非现场监察

非现场监察的工作主要包括与管理人保持持续沟通，以了解其业务和风险，以及定期进行敏感度或压力测试，并对财务及非财务情报作出详尽的分析。SFC也会跟进外界对管理人的投诉及管理人自行呈报的违规事项。

5.3 违反法例及规定

若发现管理人违反适用法例及规定、存在监控缺失或没有妥善管理财务风险，SFC会将该等发现及或关注事项通知该管理人，并要求该管理人采取迅速和有效的补救行动。

若发现重大的违规情况，SFC可作出进一步查讯或调查，并在适当情况下采取纪律行动，包括谴责、撤销或暂时吊销牌照及罚款。

若发现管理人的内部监控有问题及存在客户资产被挪用的风险，SFC可要求该管理人外聘顾问，以审查管理人的内部监控或对客户的帐户结余及持仓情况进行确认。SFC亦可能会施加适当的发牌条件。如有关情况对投资者的权益构成迫切的风险，SFC会迅速采取行动以保护投资者的资产以及尽可能地控制损害。有关行动包括发出通知以限制管理人经营业务或处理财产的方式。

本文视点和内容仅供一般性参考，不得视为瀚一律师事务所及其律师就相关事项出具的正式法律意见、建议或解读。本文的全部知识产权归属于瀚一律师事务所，如需转载或引用本文的任何内容，请注明来源。如阁下对本文之内容有任何疑问或需要任何法律意见，敬请随时与本所联系（inquiry@hanyilaw.com）。

© 瀚一律师事务所

联系我们

上海办公室
上海市中山西路2020号华宜大厦1座
1801室
邮政编码：200235
电话：(86-21) 6083-9800
传真：(86-21) 6083-9811

