



(2022 年第 4 期，总第 171 期)

中国证券投资基金业协会

2022 年 5 月 23 日

境外私募股权基金信息透明化进程研究

【编者按】私募基金的非公开募集与资本市场信息公开透明之间的矛盾一直是私募基金行业发展和监管自律面临的难题。

本文以美国私募股权市场为例，试图梳理境外市场私募股权的信息透明化进程和成因。私募基金的信息透明度包括科学统一的信息披露标准、强力的执行制度以及市场化的博弈机制，投资者、服务机构、自律组织和监管机构等各方合力推动形成以信息透明促进私募基金优胜劣汰的正向循环。2008年金融危机的爆发导致境外私募股权基金投资中投资者与基金管理人关系被重塑，投资者在信息披露的博弈中拥有更强的话语权。行业协会与自律组织为促进行业更加透明化制定了行业准则，监管机构则以政策法规的形式强制要求信息披露，有力推广了行业协会等自律组织的准则标准。第三方金融科技解决方案形成数据应用场景、降低信息披露成本。私募基金管理人认知到，信息披露与合规是一家机构获

取投资者持续关注和资金支持的核心竞争力，逐步从被迫信息披露转变为主动信息披露，行业生态圈得以净化。

我国私募基金行业蓬勃发展，已日渐成为资本市场不可忽视的力量。然而如何提高私募基金特别是私募股权基金的信息透明度是亟待解决的问题。对照境外私募基金信息透明化的进程，分析深层原因和相关经验，可以为我国私募股权基金的管理提供参考和借鉴。

2022年2月9日，美国证券交易委员会发布了针对私募基金行业监管的新提案，旨在加强私募基金监管力度，进一步提高信息披露要求，保护投资者利益。这些新的措施与已有的信息透明度原则一脉相承，对此我们将在后继研究中持续予以关注。

信息公开透明是资本市场的内在要求，也是资本市场稳定健康发展的基本前提。私募股权基金是资本市场的重要组成部分，面向特定对象募集资金，其销售、管理、投资运作和退出信息都是非公开的。非公开不代表私募股权基金可以“暗箱操作”，相反，信息透明化是私募股权投资市场发展的基础环节。与上市公司和公募基金等面向公开市场的信息披露不同，私募股权基金的信息披露更加聚焦于面向特定的合格投资人群体与监管机构等相关方，私募股权基金应当对相关方保持较高的信息透明度。

一、美国私募股权基金信息透明化概况

美国是全球最大的私募股权市场，截至2021年第1季度，美国共有1,449家私募股权基金管理人向美国证券交易

委员会（United States Securities and Exchange Commission，简称 SEC）报送 PF 表格，这些管理人管理的私募股权资产规模达 4.82 万亿美元¹（折合人民币约 30.58 万亿元）。经过上百年的发展，美国私募股权投资行业的信息透明化程度相对较高，具有以下特征：

（一）统一的信息披露标准

通过明确信息披露的主体和对象、信息披露的内容和频次增强信息披露的完整性与准确性。SEC 规定了基金管理人需要向投资人公开信息的范围，并要求定期向监管进行信息披露。机构有限合伙人协会（Institutional Limited Partners Association，简称 ILPA）陆续发布了《机构有限合伙人协会（ILPA）原则》以及标准报告模板，涉及缴款、费用、收益分成等诸多关键环节。两者分别从监管和 LP 报告的角度，制定了以基金管理人作为信息披露核心主体的信息披露标准。

（二）完善的信息披露执行制度

通过市场信用机制或法律机制保证信息披露制度有效执行，同时监管机构和市场对信息披露的过程与结果进行监督反馈，不断增强信息披露的真实性与及时性。**法律层面**明确规定，如果基金管理人向 SEC 提交的数据申请或报告存在任何重大事实的虚假陈述或遗漏，该行为属于非法行为。SEC 还成立了专门的合规检查办公室，用技术手段对信息披露的各类数据进行核验监控，并以此为基础选择基金管理人进行

¹ 数据来源：SEC《2021 年第一季度私募基金行业统计报告》，该报告由美国 SEC 风险和检查办公室投资管理部撰写，报告数据源于 SEC 通过 PF 表格和 ADV 表格收集的数据。只有私募基金 AUM 达到 1.5 亿美元的在 SEC 注册的投资顾问才需要向 SEC 提交 PF 表格。私募基金 AUM 不到 1.5 亿美元的在 SEC 注册的投资顾问、SEC 豁免报告的投资顾问，以及州政府注册的投资顾问不需要提交 PF 表格。

突击现场检查。在过去的几年间，其现场检查的基金管理人覆盖范围从2014年的10%提升到2018年的17%²（2019年覆盖范围为15%）。在**市场机制**层面，成熟的LP群体已经将信息披露作为投资管理人的核心考量指标，KKR、黑石等头部机构纷纷采用ILPA规则标准，带动全行业从维护机构声誉的角度重视信息披露。市场化的第三方数据技术服务机构的成熟也使得信息披露的成本不断降低。

（三）有效的市场博弈机制

私募股权基金信息透明化使得所披露的信息可以真实传导到市场的运作中，市场主体依靠高质量的信息进行商业判断，实现市场优胜劣汰的正向循环。**首先**，信息透明有效保护投资者的合法权益。法律、信息披露标准和市场机制共同发力，大大提高了信息披露的准确性、完整性、真实性和及时性，有力保障投资者的知情权。行政机关的监管检查则降低了基金管理人侵害投资人利益的可能。长期来看，信息透明有利于优化投资者结构、引入长期资金和多元化资本。**其次**，信息透明规范私募股权基金管理人的行为。利用技术手段对数据予以分析、监控，利用多种检查手段对基金管理人检查，丰富监管机构的监管信息与手段，有效防范相关风险。同时多监管部门间信息数据的共享，进一步防止风险在整体金融系统内的传递。**最后**，信息透明有助于市场生态的构建，提升市场的流动性与有效性。数据信息在监管、投资人以及市场第三方服务机构中不断沉淀，为基金募资打下坚实基础，并为基金份额转让等复杂交易创造条件，提升一级

² 数据来源：美国SEC合规检查办公室发布的《EXAMINATION PRIORITIES 2020》。

市场的流动性和资金使用效率。

美国私募股权行业信息透明化的三个特征与其信息透明化的主要历程相互呼应，从行业协会建立统一的信息披露标准，到监管机构搭建完善的信息披露机制，再到市场各方合力建设顺畅的信息披露作用通道，信息透明化是逐步递进推广至整个行业的。

二、境外私募股权基金信息透明化的成因分析

（一）内在驱动因素的爆发

2008年金融危机之前，包括美国在内的海外各国对于私募股权行业都没有针对性的管理办法，监管层并未对私募股权基金的信息披露提出对应的监管要求，私募基金的信息披露完全依赖于基金管理人GP的意愿与投资人LP的要求。私募基金管理人GP与投资人LP之间不对等的地位决定了在发展初期，私募基金的信息披露程度完全靠管理人的自觉，整体水平不高，而投资者对于信息透明度保持较高的容忍度。主要原因在于金融危机之前，私募股权基金相较于其他资管产品的投资收益有着非常优异的业绩表现（如图1），私募股权基金的管理人GP处于强势地位，投资者希望维系良好的合作关系，不想因为繁重复杂的信息披露工作破坏双方的关系。



图 1 全球私募股权基金 PME³指数（以标普 500 指数为基准）

资料来源：pitchbook

这种不对等的关系随着 2008 年金融危机的爆发发生了巨大改变。基金管理人 GP 与投资人 LP 话语权的颠倒使得信息披露从附加服务逐步转变为一种职责。

一是基金退出的锐减（如图 2），金融危机带来资金层的收紧，交易的不活跃使得底层资产无论是从 IPO 市场、M&A 市场以及二级交易市场都难以实现退出，对于投资者的未来现金流造成了极大的不确定性。

³ PME 公共市场等价物是一种用于衡量私募机构投资业绩表现的研究方法，其原理是计算私募机构用于投资的现金流在投资于二级公开市场中能获得的收益，以计算私募机构投资的机会成本。Pitch book 采用的是 KS-PME，若 PME>1，说明私募投资业绩高于二级公开市场投资业绩。详细计算方法与说明请查询 <https://files.pitchbook.com/pdf/20131104-PME-Sam-Piece.pdf>。



图2 美国私募股权市场退出情况

资料来源：Pitchbook

二是基金收益的下跌（如图3），2005、2006年设立的基金，在整体市场估值处于高点时进入，金融危机的爆发导致估值泡沫破碎，造成这期间的基金收益表现不佳，甚至低于公开市场表现。多重因素的共同影响使得投资者对于基金的信息披露有了更高的要求，从而更多了解基金的投资组合信息、业绩表现和风险提示。

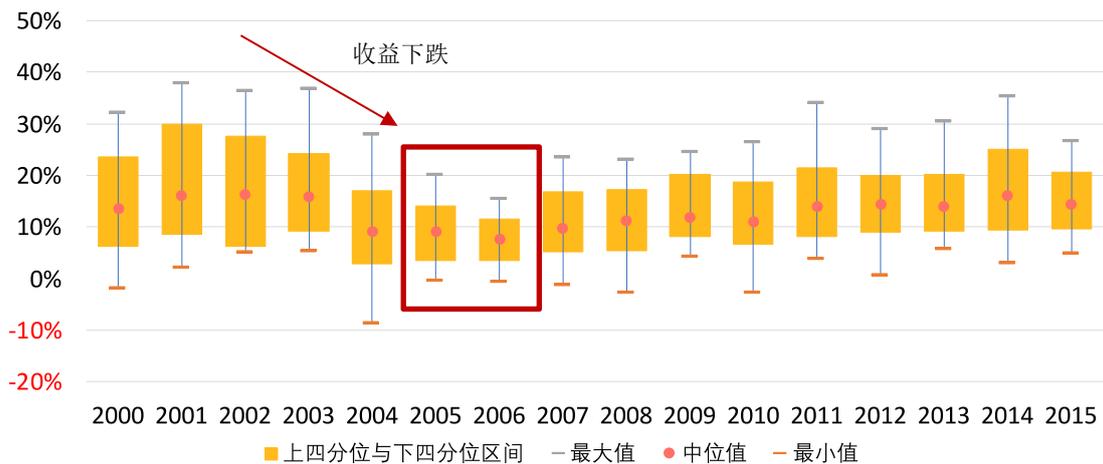


图3 全球私募股权基金收益率区间

资料来源：Pitchbook

三是基金募资受挫（如图4），金融危机之后募资规模出

现断崖式下跌。资金层面的压力也使得私募股权市场的话语权从 GP 朝着 LP 转变，投资者在信息披露的博弈中逐步占据主动，信息披露的要求不再是一个私募基金管理人的或有选项，而是一个投资者尽调乃至投资基金的必备要求。



图4 全球私募股权市场募资情况

资料来源：Preqin

综上，信息披露的透明度成为基金管理人募资成功与否的关键因素。

(二) 行业协会与自律组织的探索与实践

投资者的内在诉求催生私募股权基金信息披露的萌芽。尽管私募股权基金管理人主观上愿意进行信息披露，但是各家管理人的披露程度和内容存在显著差异，单一投资人面对不同的基金管理人时难以获得标准化信息。另一方面，基金管理人面对不同投资人的差异化诉求也疲于应付。缺少统一行业标准导致私募行业的整体信息透明度水平提升缓慢。此时，由投资人组成或发起的行业协会、自律组织应运而生，对私募股权行业的标准制定起到了关键的引导作用。

1. 标准制定的关键角色

欧美地区，行业协会与自律组织制定了诸多行业指引与行为规范，内容涵盖基本的行为准则、信息披露、估值、公司治理、机构运营等诸多方面。其中，ILPA 是美国，乃至世界范围内最具影响力的私募股权行业协会之一。ILPA 从最初由数十名 LP 组成的非正式网络俱乐部，发展到如今覆盖 50 多个国家和地区，拥有超过 500 家成员机构的全球性组织。因为 ILPA 主要成员机构是投资人 LP，也使其拥有较高的行业话语权。其制定的标准被广泛采用，已经成为解决 GP-LP 关系重要的世界性标准。

ILPA 对于私募股权行业最为突出的贡献在于，相对于其他行业协会或自律组织更多以投资机构的视角来进行行业自律，ILPA 首次以投资者 LP 群体作为主要服务对象制定行业标准。多年来，ILPA 陆续发布《机构有限合伙人协会 (ILPA) 原则》以及多项标准报告模板。截至 2018 年，ILPA 制定的标准与原则，已经被全球超过 175 家的 GP 以及 LP 所采用⁴，其中不乏 KKR、黑石等行业巨头。ILPA 预期未来采用其原则与标准的投资机构将超过 300 家，统一标准的推广运用提高了整个私募股权行业的标准化与透明度。

⁴ 资料来源：ILPA 《Annual Report 2018》。

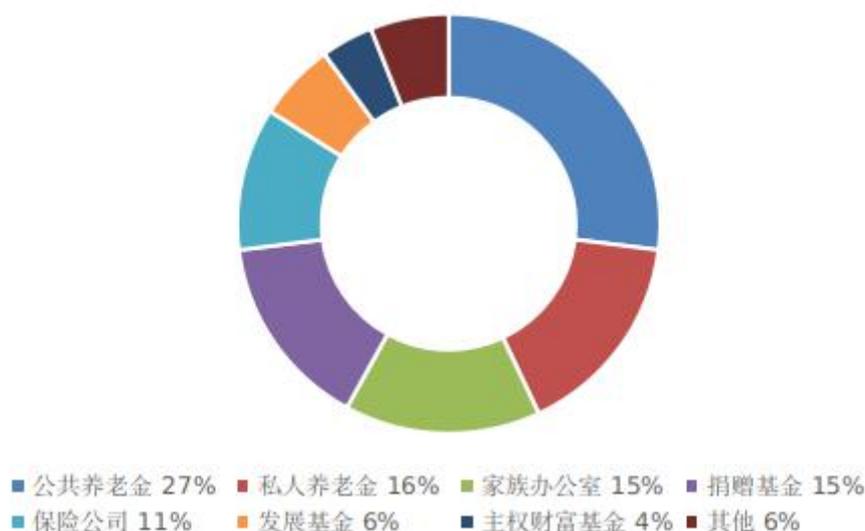


图5 ILPA成员机构构成

资料来源：ILPA 官网

2009年9月，ILPA发布了投资私募股权基金的指引文件《机构有限合伙人协会(ILPA)原则1.0版》，旨在强调普通合伙人和有限合伙人之间利益一致的价值理念。提出三项指导性原则：利益一致、治理、透明度。之后于2011年、2019年，ILPA在征求基金有限合伙人和普通合伙人团体意见的基础上，先后发布《机构有限合伙人协会(ILPA)原则2.0版》和《机构有限合伙人协会(ILPA)原则3.0版》，解决了一系列新的行业趋势性问题，同时考虑了影响私募股权基金合作关系的政策动态。除原则外，ILPA还发布各项私募股权行业的标准报告模板（见表1）。

表1 标准报告模板

时间	标准报告模板
2011年10月	《季度报告标准》
2012年	《缴款通知和分配通知模板》
2016年1月	《基金费用和收益分成报告模板》
2017年	《认缴协议模板》 《信用缴资贷款指南》

资料来源：《机构有限合伙人协会(ILPA)原则 3.0 版》

2. 行业自律的积极作用和局限性

从 ILPA 的案例可以看出，行业协会与自律组织的规则来自于行业自身诉求，其成员本身就是私募基金行业的机构，这使得行业自律高效、灵活、且易于推广。一是自律规则非常符合私募股权基金的运作规律，自律规则往往带有行业最佳实践的意义。行业协会成员作为头部机构率先采用自律规则更容易带动全行业推广普及。二是行业协会和自律组织可以对市场变化做出更加迅速的反应与调整，自律规则本质上是行业公约，制定程序快捷、沟通流程简约，能够以更低的成本与更快的迭代修改。三是行业协会与自律组织服务于整个行业的利益。在承担自律管理的同时，更多的是为行业提供数据、信息、技术支持和公共服务。标准的统一客观上为行业第三方服务机构的诞生提供了土壤与环境，进一步丰富了市场生态。

尽管很多投资机构甚至头部机构已经采用了该标准，头部机构甚至将符合标准的信息披露作为自身机构的声誉价值，以此在基金募集中打败其他未符合披露标准的竞争对手。然而募资环境的不断变化使得 GP 与 LP 的地位也处于动态调整中，信息披露所带来的声誉价值相较于披露的成本并不总是处于优势地位。虽然行业协会与自律组织制定了信息披露的行业标准，但想要得到全行业的共识与实践，需要更加强有力的执行与推动。

（三）监管力度加大

金融监管的目标与初衷在于保护投资人利益，维护公

平、有效、高效的金融市场，优化资本生成。美国国会阐述《1933 年证券法》立法的主要目标之一是“就证券发售提供充分且公平的信息披露”，信息披露是资本市场监管的重中之重，核心是在保证私募基金活力的前提下规范各方基本的信息披露义务，建立一套机制保障信息披露的可执行性。

1. SEC 在私募股权信息监管上的进程

美国政府先后颁布《1933 年证券法》《1934 年证券交易法》《1940 年投资公司法》和《1940 年投资顾问法》，在此基础上通过了《1966 年证券市场促进法》，这些法律构成了美国私募基金监管的基本法律框架。尽管私募股权基金行业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依法援引特定的豁免条款并免于适用相关的监管与信息披露要求。随着整个行业的快速发展，私募基金行业对经济的作用日益明显。在经历科技泡沫破灭、大型资产管理机构破产以及 2008 年金融危机之后，监管层开始逐渐意识到私募基金与系统性金融风险存在关联，有必要对私募基金实行统一管理。2010 年《多德-弗兰克法案》的颁布标志着美国进入私募基金监管的新纪元。

(1) 私募基金信息披露的责任主体

美国对私募基金的信息披露管理充分体现了分类监管、抓大放小的原则，大型私募基金管理人需要向 SEC 申请注册，中小型私募基金管理人向地方监管机构申请注册。私募基金在向申请 SEC 注册前需要通过“打勾”（选择）表明自己是符合某一类条件的信息披露申报主体。根据《多德-弗兰克法案》，管理资产大于或等于 1 亿美元的投资顾问（即私募

基金管理人，下文统一称为基金管理人）均应向 SEC 注册并接受 SEC 的监管（豁免情形除外）。无论大型基金管理人或是小型基金管理人，均需要履行信息披露义务，区别只是大型基金管理人向 SEC 报送信息，小型基金管理人向州级监管机构报送信息。

表2 信息披露的主体

类型	管理要求
小型基金管理人 (管理资产<2500万美元)	该类管理人必须向州级监管机构注册，除非适用某些例外情形。SEC不接受其注册申请。
中型基金管理人 (2500万美元<管理资产<1亿美元)	该类管理人必须向其主要营业地所在的州级监管机构注册，一般无需向SEC注册。基金管理人管理规模介于9000万美元与1亿美元之间，并向SEC提供年度更新报告的，可以向SEC注册。
大型基金管理人 (管理资产1亿美元以上)	该类管理人通常需要向SEC注册。

资料来源：《多德-弗兰克法案》

此外，一些满足特别条件的基金管理人也可豁免向 SEC 注册登记，具体如下：

表3 豁免向SEC注册登记的主体

类型	豁免要求
私募基金管理人 (Private Fund Adviser)	1. 仅从事私募基金的投资顾问服务； 2. 在美国的在管资产少于1.5亿美元。
外国投资顾问 (Foreign Private Adviser)	1. 在美国无经营场所； 2. 在美国的投资者和客户总数不足15名； 3. 资产少于2,500万美元（或依美国证监会规定的更高金额）； 4. 未在美国向公众自称为投资顾问，或未向根据《1940年投资公司法》及其修订版注册的投资公司或业务发展公司提供咨询意见。
创投基金顾问 (Venture Capital Fund Adviser)	仅向一家或多家创投基金提供服务的投资顾问可免于登记注册，但是此类投资顾问必须维护公司记录材料，并向SEC提供为了公共利益而被视为必要或适当的报告。

家族办公室 (Family Office)	证券法将任何家族办公室排除在投资顾问的定义之外。
注册商品交易顾问 (Registered Commodity Trading Adviser)	1. 作为商品交易顾问在美国商品期货交易委员会 (CFTC) 注册; 2. 为私募基金提供咨询, 且主要业务不是提供证券相关的咨询。

资料来源: <https://www.sewkis.com/publications/private-fund-investment-advisers-registration-act-of-2010/>

(2) 信息披露的内容、频次与渠道

监管机构对基金管理人的信息披露信息进行分类管理, 并非所有的信息都报送给 SEC。SEC 不仅对报送内容提出要求, 还规范了信息的公开范围。**对于基金管理人信息披露要求:** 一部分信息向 SEC 报告 (部分向社会公开); 一部分信息仅要求管理人向包括投资者在内的相关客户公开, SEC 有权随时调阅检查并进行事中事后监督。**对于信息披露的内容,** 依据《多德-弗兰克法案》, SEC 要求基金管理人向 SEC 提交 ADV 以及 PF 表格。其中 ADV 表格用于日常管理, PF 表格用于监控系统性风险。

ADV 表分为三部分, 包括第一部分 (Part 1, 由 Part 1A 和 Part 1B 构成)、第二部分 (Part 2, 由 Part 2A Firm Brochure 和 Part 2B Brochure Supplement 构成) 和第三部分 (Part 3)。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, 以及供 SEC 日常监管时随时查阅。在提供对象上, 基金管理人需将 ADV 表 2A 部分提交给每个客户, 在签署基金合同前将 ADV 表 2A

部分提供给潜在客户，并在基金管理人向客户提供相关服务前将 ADV 表 2B 部分提供给特定人员。此外，基金管理人应当在财年结束后 90 天内或信息发生重大变化时更新 ADV 表。ADV 表的具体内容如下：

表4 ADV表内容

内容	要求
第一部分 (公布在SEC网站)	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。
第二部分 2A部分 (手册) (公布在SEC网站)	包括陈述公司名称、地址和联系方式等基本信息、说明基金管理人业务类型及客户类型、说明手册发生的重大变化、向客户提示投资风险、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的利益冲突及如何解决此类冲突进行披露作出披露。
第二部分 2B部分 (手册附件)	要求披露每个处于管理人管理下并为客户提供资管服务的人员(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、参与任何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资管服务而获得经济利益的情况。
第三部分 (提供给散户投资者)	向散户投资者提供关系摘要, 包括有关基金管理人向散户投资者提供的服务类型、散户投资者将支付的费用和成本、特定的利益冲突和行为标准等。 若无散户投资者, 则无需准备该部分。

资料来源:《多德-弗兰克法案》

PF 表格用以协助监管因私募基金导致的金融市场系统风险。SEC 要求注册的私募基金管理人定期填报 PF 表格, 需向 SEC 提交 PF 表格的主体有两类:

表5 需向SEC提交PF表格的主体

类型	要求
类型1: 向SEC注册的投资顾问	1. 已注册或被要求向SEC注册的投资顾问; 2. 管理一只或多支私募基金; 3. 截至最近完整的会计年度的最后一天, 和相关人士管理的私募基金资产合计至少达1.5亿美元。

类型2: 向美国商品期货交易委员会注册的商品基金经理或商品交易顾问, 并向SEC注册的投资顾问	<ol style="list-style-type: none"> 1. 已注册或被要求向美国商品期货交易委员会注册的商品基金经理或商品交易顾问, 并且已注册或被要求向SEC注册的投资顾问; 2. 管理一只或多支私募基金; 3. 截至最近完整的会计年度的最后一天, 和相关人士管理的私募基金资产合计至少达1.5亿美元。
---	---

资料来源: <https://www.sec.gov/about/forms/formpf.pdf>

PF 表格的报送内容主要包括风险敞口、杠杆、风险状况和流动性等内容。但不同类型的投资顾问所需报送的 PF 表格有所差异, 具体包括: 小型私募基金顾问仅需提供少量有限的信息, 包括私募基金规模、杠杆运用情况、投资者类型和集中度、流动性和基金业绩。管理对冲基金资产的小型私募基金顾问还需提供关于基金策略、交易对手信用风险以及交易和结算机制使用的信息。大型对冲基金顾问需按照资产类别、地域集中度和资产类别营业额报告敞口。如果大型对冲基金顾问管理的对冲基金的净资产价值达到 5 亿美元, 则需要报告与该基金有关的额外信息, 包括敞口、杠杆、风险状况和流动性。

表6 PF表格的报送频率

类型	在管规模	报送频率
大型对冲基金	15亿美元	每一财务季度后的60天内
大型流动资金基金顾问	10亿美元	每一财务季度后的15天内
大型私募基金	20亿美元	每一财务年度结束后的120天内
其他类型私募基金	1.5亿美元	每一财务年度结束后的120天内

资料来源: <https://www.sec.gov/about/forms/formpf.pdf>

同时, 为确保报送数据真实性, 法案明确规定基金管理人向 SEC 提交的申请或报告中存在任何重大事实的虚假陈述或遗漏, 均属于非法行为。

(3) 信息数据的使用

为了实施系统风险报告要求, SEC 开发了电子备案系统

“The Private Fund Reporting Depository ”（私募基金报告登记系统，简称 PFRD）。该系统在 2012 年 7 月开始使用，并提供了数据机密性的特别保护，基于此，SEC 持续地强化系统并加强实施。SEC 成立了专门执行委员会来制定规则和方式，来规范接触数据、使用数据和分享数据的流程。

一是防范金融风险。通过各种分析工具对于 PF 表格中数据进行分析从而实现风险监测。如利用业绩、投资风险、流动性以及杠杆的使用等指标，识别“异常值”；监控行业风险敞口、行业集中度、资产构成与交易活动的变化趋势与潜在风险；实证检验相关研究机构或公众媒体对于私募股权行业的研究以及风险提示等。**二是协助政策发布。**通过对于 PF 表格中数据的分析，确定行业发展趋势，从而加深对于私募股权市场的了解。信息数据可以提供私募股权交易策略的视角，以及市场与政治环境对其的影响，增强了 SEC 评估和制定监管政策的能力。**三是发布行业报告。**每季度向公众发布《私募基金数据统计》报告，对于 PF 表格中数据进行聚合分析，展示行业发展趋势，加深公众对于私募基金及其市场活动与风险的认知，确保公众对于行业有更高的透明度。**四是确定重点监管及审查的领域。**通过对于 PF 表格中数据的审查，发现潜在的合规风险领域与具有重大风险隐患的基金管理人，从而协助判断需要重点监管与审查的领域与机构，合理安排监管资源。**五是与其他监管机构信息共享。**在遵循适当使用与保密协议的约束下，与其他监管机构实现信息数据共享，共同监管。

(4) 信息数据的共享

从防范系统性金融风险的角度，各相关监管主体在遵循适当使用与保密协议的约束下，对于 PF 表格的数据都拥有共享与分析的权利。但各方的监管职责和使用范围又略有不同。美国联邦层面，SEC 负责制定私募基金相关行政法规、监管规则并进行定期检查和执法行动，金融稳定监管委员会（FSOC）、金融消费者保护局（CFPB）、金融研究办公室（OFR）分别负责各自的金融管理职能。地方层面，各州证券管理机构负责监管在本州注册的私募基金管理人。同时，投资顾问协会（IAA）、美国创业投资协会（NCVA）、美国金融业监管局（FINRA）等自律组织对私募基金实施行业自律管理。据此，SEC 会根据不同使用主体的使用目的，限制可共享的数据类型与数据量，这些数据信息要么受到保密协议的约束，要么通过汇总的形式脱敏，以防止基金管理人的专有信息被泄露。

2. SEC 的监管执法

SEC 的执法调查与检查办公室（Office of Compliance Inspections and Examinations, OCIE）是 SEC 负责全国检查项目的主要机构。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。总的来说，SEC 的检查有以下三种：（1）常规检查：SEC 会基于特定的风险记录定期选择管理人进行检查。（2）基于投诉举报的检查：在收到举报投诉后发起的围绕投诉举报特定问题的检查，有时也会有更全面的检查。（3）全面检查：即 SEC 发起

的针对一些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。

2012年10月，OCIE对于新注册的基金管理人开展检查，同时期SEC的执法机构还成立专门部门AMU（Asset Management Unit）以研究私募股权行业及其常见业务实践方面的专业知识，两部门共享调查结果。截至2016年，至少提起八项与私募股权基金管理人有关的强制检查行动。上述提到的强制检查行动主要针对私募股权基金管理人三方面行为（相关案例参考本文附录）：

（1）未公开费用和开支。

（2）擅自转移和错误分配费用。

（3）未能充分披露利益冲突，包括由费用开支问题引起的冲突。

由此可见，信息披露是执法检查的重要内容。SEC通过监管检查与处罚手段进一步表达了监管对于信息披露的强硬态度，以提升整个行业的信息披露水平。这在一定程度上影响并重塑了基金管理人对于信息披露的重视度，并把这种规范与标准传导到给基金投资人的报告中。

3. 监管与自律的关系

监管机构的强制性与自律组织的灵活性天然具有互补的地方。美国将规则制定权在证券监管机构和证券自律组织之间进行合理分配，形成协调互补的格局。除受到联邦和州分权的限制外，SEC原则上可以制定任何关于证券市场监管的规则，但由于美国的证券业自律程度相当高，SEC比较注重与自律组织在监管规则制定权方面的分工，不会轻易侵入

自律管理比较成熟的领域。以具体实践来看，SEC 主要就法定的信息披露要求以及相关市场违法行为进行规范，对市场主体如何参与、以什么方式参与市场交易活动并不多做干涉，在这些方面，自律组织享有较大的规则制定权。例如，在投资者保护层面，SEC 通过《1940 年投资顾问法》以及《多德—弗兰克法案》等系列法规，从制度层面规定了基金管理人作为“投资顾问”的注册程序与 ADV/PF 表格等信息的申报披露流程，并通过相关的执法行为对基金管理人在信息披露过程中的违规行为进行监管处罚。而在具体的基金运作层面，ILPA 等行业协会或自律组织则做出了更多的贡献，其发布的《机构有限合伙人协会（ILPA）原则 3.0 版》中通过对基金期限和结构、关键人物、基金治理、财务披露、通知和政策披露、LP 披露等方面做出行业指引，规范了基金管理人与投资者相关的业务流程，保证基金管理人与投资者利益的一致性。不过，自律规则制定权需在法律框架内行使，并从属于 SEC 的规则制定权，要符合 SEC 制定的监管战略规划，并接受 SEC 的监管。两者相辅相成，共同建立了一套可执行的信息披露机制。

三、金融科技对私募股权基金信息透明化的深远影响

（一）信息透明化在实际执行中的困难

1. 信息披露成本制约了私募股权基金信息透明化的进程

行业协会标准与指引为全行业信息披露提供了依据，监管方面的强制性法规为信息披露的执行提供了推动力。但信息革命过程中有一个核心问题需要解决，即对于部分基金管

理人而言，信息披露的成本较高，私募行业对于增加信息透明度也一直存在不同的声音。鉴于投资者、监管机构和利益相关者提出的监管和报告披露要求越来越多，基金管理人必须投入必要的专用资源和专业知识来满足信息披露要求。合规成本不断增加对大机构和小机构都是一个挑战，这显著制约了基金管理人信息披露的意愿。

2. 市场对高质量信息的需求与信息技术供给不匹配

长期来看，基金管理人需要更细致高效的信息披露技术，因为信息质量的深度广度直接关系到机构的运营管理水平，进而影响 LP 和 GP 的投资合作关系。市场调研也在不断地验证该观点，《安永 2019 年全球另类投资基金调查报告》指出（如图 5），合规和监管报告系统是另类投资基金管理人科技领域投资的首选方向。为应对全球正在发生的新的和不断变化的监管环境与投资人诉求，越来越多的基金管理人正在进行投入，建立对应的中后台职能、流程和基础设施，同时将其融入风险管理、合规和监督的组织架构中。



图6 全球另类资产科技领域投入分析

注：出于合规与监管报告的要求，另类投资基金管理人对于系统与科技的需求越来越大，所愿意投入的成本也越来越高。

资料来源：《安永2019年全球另类投资基金调查报告》

在一个平台上，有助于投资团队准确、一致地分析投资组合和基金业绩，代表公司为 Burgiss、Pitchbook、Preqin 等。在 LP 报告方面，通过数据收集与多源验证形成数据的黄金拷贝，解决了投资机构在信息披露的过程中遭受数据碎片化和不一致的困扰。通过预先填充的、可定制的模板轻松生成 LP 或监管报告，代表公司为 Intralinks、Altvia、Datasite 等。

大量金融科技公司作为私募基金服务机构成为这场信息革命的中流砥柱，在数据、监控、汇报诸多方面发挥着越来越多的作用，不仅降低信息披露的成本，还进一步发掘了信息内在的价值。

（三）数据的沉淀激发市场竞争良性循环

在这场信息革命的进程中，金融科技的运用使得信息披露的成本越来越低，信息沉淀的价值却越来越高。行业的透明度不断提升，数据的外部性效应也不断溢出，业绩基准⁵便是其中最为显著的表现之一。基于基金管理人披露数据的集合，可汇聚成行业的业绩基准，单一投资者通过提供自己所投资的基金管理人数据，获取业绩基准评估基金表现，同时也在进一步为业绩基准贡献数据。另外，当业绩基准覆盖的基金管理人足够多时，私募基金的评价成为可能。一家基金管理人是否在业绩基准的覆盖范围内，也将成为投资者衡量基金管理人的一个重要维度，迫使基金管理人主动向行业披露自身数据。

⁵（1）CA benchmark：Cambridge Associate（CA）基于 GP 向 LP 报告的季度非审计报表和年度审计报表构建股权投资业绩评价基准；（2）Preqin benchmark：Preqin 基于在美国信息自由法令（FOIA）下，养老基金或其他大型机构依据 FOIA 必须披露公开的财务回报报告构建基金业绩评价基准；（3）Pitchbook benchmark：Pitchbook 基于单个 LP 的报告，以此为基础去估算整个基金的回报情况，构建行业基准。

交易的核心在于基于信息的价值判断，业绩基准的应用，数据标准的统一以及信息的透明化，进一步激发了资产交易尤其是二级市场交易的发展⁶，而交易中评估、报价等交易信息的产生与流动，又将持续提升市场的信息透明化程度与资产的流动性。

四、相关思考

当前美国市场对于私募股权基金信息的收集、使用以及全生态协同等方面已相对成熟，而我国市场还在初步探索私募基金数据管理体系，相关数据的价值也需要进一步深度挖掘，我国私募股权投资基金信息透明化的进程仍然任重道远。以下几点值得思考：

（一）探索私募股权基金的差异化管理模式，提升信息披露的可操作性与覆盖度

从美国实践来看，对冲基金、私募股权基金以及创投基金，在法律地位和监管模式上是相同的。但由于投资目标、运作方式、投资周期等多元特点，不同类型基金对于市场实际影响各异，与系统性风险关联程度不一，监管重点也应有所区别。比如，根据基金管理人管理的资产规模，美国联邦政府与各州政府对不同规模的基金实行分级授权监管，并注重发挥行业自律组织的作用。又如，SEC通过ADV表格及PF表格的不同报告内容与频次等方式，对私募股权基金和对冲基金进行差异化监管。

⁶ 根据执中《中国私募股权二级市场白皮书（2021）》，2012-2019年全球（主要集中于美国）累计募资总额约15,110亿美元（折合人民币97,862亿元），S基金交易总额约3,410亿美元（折合人民币22,085亿元）；同一时期，中国累计募资总额约89,101亿人民币，S基金交易总额约593亿人民币。同一周期内，中美两国，都有接近于10万亿美元的募资量，相较于相似的募资量，中美两国二级市场交易量的巨大差距，也在一定程度上反映了中国与美国在信息披露层面的差距。信息披露的不透明是导致二级市场交易不活跃的主要原因之一。

借鉴国际经验，我国可以考虑探索符合中国国情的差异化的信息披露管理模式。综合考虑各类基金的差异、基金管理人的诚信度、监管和自律管理的成本与边界等，提出适度的信息披露要求，在扶优限劣的同时提高信息披露数据的质量和针对性。

（二）坚持私募股权信息透明化方向，建立信息共享机制

私募股权独特的资金募集与投资运作方式，“私”的属性决定其“不公开”的特点，但并不代表信息的“不透明”。美国私募股权行业经历建立统一的信息披露标准到搭建完善的信息披露法规制度，再到建设畅通的信息披露作用机制三个主要阶段，达到相对充分与公平的信息披露，行业信息透明化程度较高，从而实现保护投资者权益、防控金融风险以及提升市场效率的目标。

目前，我国私募股权信息透明化进程已经处于起步阶段，从信息披露标准看，已经构建了一套适合我国私募股权市场信息披露的标准与指引。基金业协会发布的《私募投资基金信息披露管理办法》、《私募投资基金信息披露内容与格式指引2号-适用于私募股权（含创业）投资基金》，构成了私募股权投资基金信息披露的完整指引。

下一步可以考虑加强数据的治理和应用。尝试建立与工商部门、托管人、中介机构等多方的信息共享和校验机制，保证特定对象，特别是投资者能够获取真实、准确、完整的信息，发挥第三方机构在市场博弈中的监督、协调作用，以数据信息为纽带形成私募股权基金行业良性竞争的生态格

局，增强私募股权行业的透明度。

（三）鼓励金融科技在基金行业的规范发展，推动私募股权基金信息透明

金融科技涉及资产管理行业的应用场景、服务能力以及监管效能等方方面面，金融与科技的深度融合、协调发展对于资产管理行业产生了深远影响。境外金融科技的发展为市场参与方提供以数据、技术为主的全方位服务，进一步提升了信息披露的质量与效率。

我国私募股权基金的发展需要重视发挥金融科技的作用。一方面应鼓励金融科技应用，通过更先进的技术和更高效的数据处理能力，降低信息披露成本与门槛，提升信息披露的质量与效率；另一方面应关注业绩基准、基金份额转让等方面的技术创新与应用，及时发现风险隐患，促进行业健康发展。

附：SEC 信息披露相关的执法案例

【本文由执中创始人李淼及其团队供稿，中国证券投资基金业协会郭雅琪、胡刚伟审校】

附：

SEC 信息披露相关的执法案例

一、未公开费用和开支

费用和利益冲突的完全透明对于私募股权行业至关重要。SEC 的执法部门 AMU 针对收取未公开费用的顾问采取了数次执法行动，其中黑石集团相关私募股权基金管理人的案例具有代表性。需要说明的是，SEC 处罚并非认为费用开支本身是违法的，而是认为管理人没有履行信披义务，在投资人不知情的情况下支出的费用可能侵害投资者利益。

2015 年，SEC 指控黑石内的三名私募股权基金管理人出现两次明显违反受托义务的行为，黑石为此支付了大约 3,900 万美元和解费，其中 2,900 万美元分配给了受害投资者。

案例一

根据 SEC 的指令描述，黑石终止了与其在管基金的投资组合公司之间的某些投后监控协议，并加速了这些投资组合公司向黑石支付对未来监控的费用。尽管黑石在其基金销售文件中披露，它可能会向其投资组合公司收取监控费，但在其在管基金和有限合伙人认缴资本之前，它没有披露自己可能会在监控协议终止后加快收取未来监控费用的情况。在大多数情况下，黑石在投资组合公司上市后终止了监控协议，在仍持有部分股权的同时，加快收取监控费用。在部分情况下，即使黑石管理的相关基金已经完全退出了投资组合公司并终止了监控协议且不再为这些投资组合公司提供监控服

务，但却依旧加速对监控费用的收取。换言之，黑石在管基金退出这些投资组合中的项目之前，就已经全额收取了相关投资组合公司的监控费用，这种行为降低了基金对投资组合公司的监控价值，没有及时披露，可能损害在管基金及其投资者的利益。

SEC 强调，其对黑石加速监控费用收取的正当性不予置评，SEC 关注的是确保基金管理人遵守基金销售文件（offering documents）并及时、准确和完整地披露利益冲突和其他重要事实。在许多情况下，私募股权基金管理人与其投资组合公司签订协议，通过提供监控服务以换取费用。其中许多协议规定，例如在基金通过 IPO 或股权转让退出投资组合公司时，基金可以对协议约定的剩余应付款项加速收取；在一些情况下，金额甚至可能达到额外十年的费用之多，这使得基金管理人一次性获得相当于这些费用净现值的现金。这笔费用通常是巨额的，但不是各方在基金组织文件中约定的惯常监控费。由于投资者通常不了解基金管理人与投资组合公司之间的协议，他们通常不知道此类费用及其条款，因此应在投资者认缴资本时，就向投资者披露基金管理人有能力收取此加速费用。

案例二

根据 SEC 指令，黑石基金投资者没有被告知以下费用安排：黑石集团获得的外部律师事务所提供的法律服务，费用折扣要远远大于该律师事务所提供给基金服务费用的折扣。这里的问题是，黑石违反了其受托义务，自己获得的利益比其管理的基金利益更大（更大的律师费折扣），而且没有适

当披露给投资者并获取基金投资者的许可。

本案传达的信息是，费用和利益冲突的完全透明对于私募股权行业至关重要。

二、擅自转移和错误分配费用

根据《1940年投资顾问法》第206条，或条例206(4)-8，OCIE识别了多个基金管理人在分配费用和支出上的各种缺陷，包括在基金管理人和其客户间分摊费用方式与其披露信息或其他政策和流程规定方式不一致、收取基金销售文件不允许的费用、向投资人收取的费用违背合同约定，以及没有遵守差旅报销政策的情形。

以下三项执法行动，体现出了SEC对于费用转移与错配这一问题的关注，没有履行信披义务并提前获得投资者许可构成了违法。第一项涉及基金管理人将共同投资中的违约交易费用全部转移给其旗舰基金；第二项涉及基金管理人在其所管理基金之间的横向费用错配问题；第三项涉及基金管理人与其管理的基金之间的纵向费用错配问题。

案例一

2015年6月，SEC指控KKR违反其受托义务，将超过1,700万美元的“违约交易”费用错误分配给其旗舰私募股权基金。这些失败的交易费用一般是由于不成功的收购尝试所带来的尽调和其他法律费用，有时可能会达到数千万美元。在许多情况下，失败的交易费用由基金支付，但对于大型基金管理人而言情况更为复杂，因为基金的资金来源可能有共同投资者、独立账户、朋友和家族的投资工具，以及其他考虑与基金一起投资于投资组合公司的人。除非另行向投

资者披露，否则基金管理人必须确保每项潜在投资的成本由可能从该潜在投资回报中受益的人支付。

根据 SEC 的指令，即使 KKR 与其在管基金一起投资，KKR 既没有将这些失败的交易费用的任何部分分配给 KKR 自身的单独账户或 KKR 自己的投资工具。同时，KKR 也没有在其基金销售文件（offering documents）中披露其管理的旗舰基金将支付所有失败的交易费用。这种违反受托义务的行为尤其令人不安，因为大量共同投资资本来自 KKR 关联机构，KKR 可以在 deal sourcing 活动中通过让旗舰基金买单的方式将费用转移，从而保障自身利益。

KKR 最终总共支付了 3,000 万美元来解决此案，其中包括 1,000 万美元的罚款。

案例二

2014 年，SEC 指控 Lincolnshire 基金管理公司在两家投资组合公司之间错误分配费用。Lincolnshire 整合了两家投资组合公司，并将它们作为一家公司进行管理，这两家公司分别由 Lincolnshire 所管理的两只基金持有，并且每只基金拥有不同的投资人。根据 SEC 指令，Lincolnshire 导致其中一家投资组合公司支付的费用比例超过了其在整合后公司所占的股权比例，结果使投资该公司的基金承担了不成比例的费用份额，这损害了该只基金的投资者的利益，并且 Lincolnshire 违反了其对基金的受托义务。

一个关键要点是，当基金管理人管理多个基金并在这些基金之间进行任何交易时，必须注意它对每个基金负有单独的受托义务，并且必须确保其行为不会欺诈性地以牺牲某一

个基金的利益为代价，从而使另一个基金受益。

案例三

针对切诺基（Cherokee）的执法行动可被描述为发生在基金管理人及其管理的基金之间的纵向错配。在 SEC 对于 Cherokee 的执法行动中，SEC 指控 Cherokee 的两名私募股权基金管理人违反基金组织文件，将他们自己的咨询、法律和合规相关费用不当分配给私募股权基金客户，从而损害了客户的利益。

Cherokee 最终偿还了这些费用，并支付了 100,000 美元的罚款。

三、未能充分披露利益冲突

作为受托人，私募股权基金管理人必须充分披露与其管理服务相关的所有重要事实，包括基金管理人与客户之间的所有重大利益冲突。私募股权基金通常拥有由独立投资者组成的 LP 咨询委员会（LP Advisory Committee，简称 LPAC），他们有权代表基金判定给定的情况下利益冲突是否成立。在以下两个案例中，涉及的私募股权基金都没有向 LPAC 披露在投资者做出初始认缴承诺后出现的利益冲突。

案例一

2015 年，SEC 指控 Fenway Partners 和四名高管，未能就其管理的私募股权基金披露几项利益冲突。在这个案例中，SEC 可以追溯到在多个层面未能履行对投资者应尽职责的一些特定个人，并向这些个人进行罚款。

(1) Fenway Partners 作为基金管理人，首先与其投资组合公司签订了监督协议，投资组合公司由此向 Fenway

Partners 支付的监控费用金额会用于抵扣在管基金支付给 Fenway Partners 的管理费的同等金额。根据 SEC 的指令描述，Fenway Partners 和四名高管促使某些投资组合公司终止对 Fenway Partners 的付款义务，并与名为 Fenway Consulting Partners LLC 的关联实体签订咨询协议。Fenway Consulting Partners 向投资组合公司提供类似的服务（通常是通过相同的员工），但支付给 Fenway Consulting Partners 的费用并未用于抵扣该基金支付给 Fenway Partners 的管理费。这一改变后的安排没有向 LPAC 或投资者披露。

(2) Fenway Partners 和三名高管要求基金投资者提供与投资组合公司有关的 400 万美元投资，但未披露其中 100 万美元将用于支付给关联公司 Fenway Consulting Partners。

(3) Fenway Partners 未能在他们提供给投资者的财务报表中将这每一笔都作为关联方交易披露。

这个案例说明了基金管理人可以通过多种方式通过与关联公司和投资组合公司的关系，以牺牲投资者的利益为代价使自己受益。这些使基金管理人、其前雇员及其关联公司受益的付款对投资者而言均不透明。最终，双方同意将约 1,020 万美元的返款、判决前利息和罚款支付给受害投资者的基金。

案例二

SEC 指控 JH Partners 针对一系列交易未能披露并获得基金管理人董事会的同意，包括：(1) 向基金的投资组合公

司提供一系列贷款，导致管理人在投资组合公司的利益（债权形式）比基金持有该公司的利益（股权形式）的（破产清算）优先级更高；（2）导致其管理的多个基金以不同的（破产清算）优先级投资于同一投资组合公司，可能会偏袒其中某个基金客户，并对其他客户造成不公；（3）导致某些基金的多项投资超过基金管理文件中规定的集中度限制。JH Partners 同意发出停止令和 225,000 美元的罚款，作为其庭外和解协议的一部分。

这两个案例揭示了一个基本原则：作为受托人，私募股权基金管理人必须充分披露与其管理服务相关的所有重要事实，包括基金管理人及其客户之间的所有重大利益冲突。该义务要求私募股权基金管理人披露足够具体的事实，以便客户能够了解利益冲突和商业惯例，并能够对此类冲突或惯例给予知情同意。