

植德 观点

FUND

投资基金-2018

Investment Fund-2018

目录

《商业银行委托贷款管理办法》 重磅发布，植德分析之对私募基金业务的影响	1
2018 年基金备案监管要求总结	6
私募基金管理人如何理解并应对 212 大限	11
《私募投资基金备案须知》（2018 年版）的要点	16
协会决定又出台，管理人异常经营事项成重点	19
基金未备案可能引发的问题	27
《资管新规》对私募基金的九大重大影响	34
私募基金 12 起“爆雷”背后的基金合规风险分析	43
资产配置基金管理人登记及产品备案要点出炉	57
私募寒冬已至，险资雪中送炭？	66
私募基金管理人合规涉诉风险白皮书（2018）	95
私募股权基金寻求上市公司控制权系列之一 ——私募股权基金作为发行人控股股东对 IPO 的影响	116
私募股权基金寻求上市公司控制权系列之二 ——主动要约收购方式介绍及案例评析	122
北京植德律师事务所基金团队成员	错误!未定义书签。
北京植德律师事务所基金项目业绩	错误!未定义书签。
北京植德律师事务所基金项目服务范围	错误!未定义书签。



《商业银行委托贷款管理办法》重磅发布，植德分析之对私募基金业务的影响

作者：王伟 金有元 刘少华 周泱

为了弥补在影子银行方面的监管短板，中国银行业监督管理委员会（现已改为中国银行保险监督管理委员会，下称“银保监会”）于2018年01月05日颁布《商业银行委托贷款管理办法》（下称“《管理办法》”）。《管理办法》没有过渡期，一经颁布即执行。

在《管理办法》出台前，没有专门制度对委托贷款业务进行全面、系统的规范，我们理解《管理办法》在法规的体系中将与即将出台的资管新规相互配合，并必将对**私募基金、银行以及资管业务**产生重要的影响。本篇将就《管理办法》对私募基金行业的影响做初步研究并简要分析如下。

一、《管理办法》内容的简单总结

《管理办法》共33条，主要包括五方面内容：

1. 明确委托贷款的业务定位和各方当事人职责；
2. 规范委托贷款的资金来源；
3. 规范委托贷款的资金用途；
4. 要求商业银行加强委托贷款风险管理；
5. 加强委托贷款业务的监管。

二、《管理办法》第十条对私募基金的四个重大影响

根据《管理办法》第十条，商业银行不得接受委托人下述资金发放委托贷款：

- (一) 受托管理的他人资金。
- (二) 银行的授信资金。
- (三) 具有特定用途的各类专项基金（国务院有关部门另有规定的除外）。
- (四) 其他债务性资金（国务院有关部门另有规定的除外）。
- (五) 无法证明来源的资金。

企业集团发行债券筹集并用于集团内部的资金，不受本条规定限制。

对于私募基金而言，具体影响如下

1. 私募基金均属于**受托管理**的他人资金而无法发放委托贷款。

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二条，本办法所称私募投资基金（以下简称私募基金），是指在中华人民共和国境内，以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金。非公开募集资金，以进行投资活动为目的设立的公司或者合伙企业，资产由基金管理人或者普通合伙人管理的，其登记备案、资金募集和投资运作适用本办法。

2. 永续债以及其他体现为债权形式的投资路径都将受到挑战。
3. 具有特定用途的各类专项基金（国务院有关部门另有规定的除外）的具体范围有待银监会的进一步解释。如果一个自我管理的公司制基金中的股东有政府引导基金是否会受本条款的限制？这些问题还处于不确定的状态。
4. 无论任何形式的私募基金，以后都不可以通过债务性安排获得资金再去发放委托贷款。

三、《管理办法》第十一条对私募基金的两个重大影响

根据《管理办法》第十一条，商业银行受托发放的贷款应有明确用途，资金用途应符合法律法规、国家宏观调控和产业政策。**资金用途不得为以下方面：**

- (一) 生产、经营或投资国家禁止的领域和用途。

- (二) 从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资。
- (三) 作为注册资本金、注册验资。
- (四) 用于股本权益性投资或增资扩股（监管部门另有规定的除外）。
- (五) 其他违反监管规定的用途。

对于私募基金而言，具体影响如下：

1. 任何一个私募基金的产品在设计时，均需要研究其最终的资金用途是否属于符合法律法规、国家宏观调控和产业政策，是否会触及生产、经营或投资国家禁止的领域和用途的红线。
2. 私募基金通过举债而放大杠杆的交易结构设计将遇到严格的限制。例如，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第二十条规定，每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%。计算单只产品的总资产时应当按照穿透原则合并计算所投资资产管理产品的总资产。金融机构不得以受托管理的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆。

四、《管理办法》对于其他类私募基金的影响

很多基金管理人都关注一个问题，即其他类私募基金在《管理办法》实施后业务将受到何种影响。《管理办法》本身没有对其他类私募基金做出任何特殊的规定，但是中国证券投资基金业协会（下称“协会”）于 2018 年 1 月 12 日发布的《私募投资基金备案须知》作出了明确的禁止性规定。

1. 其他类基金均应受限于《管理办法》第十条、第十一条以及其他条款的限制。
2. 《私募投资基金备案须知》明确规定，“...私募基金的投资不应是借贷活动。下列不符合‘投资’本质的经营活动不属于私募基金范围：

- (1) 底层标的为民间借贷、小额贷款、保理资产等《私募基金登记备案相关问题解答（七）》所提及的属于借贷性质的资产或其收（受）益权；
- (2) 通过委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动的；

(3) 通过特殊目的载体、投资类企业等方式变相从事上述活动的。

为促进私募投资基金回归投资本源，按照相关监管精神，协会将于 2 月 12 日起，不再办理不属于私募投资基金范围的产品的的新增申请和在审申请。”

综上，我们理解私募基金从事委贷业务已经被监管部门所禁止。

1. 根据银监会有关部门负责人就《管理办法》答记者问的相关内容，制定《管理办法》的目的和作用首先就是弥补监管短板。
2. 《管理办法》的施行是监管机构对于防范系统性金融风险诸多措施的一环，我们建议私募投资基金管理人密切关注最新的监管政策以便能够做到合法合规。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

注[1]：第二十条 合伙人的出资、以合伙企业名义取得的收益和依法取得的其他财产，均为合伙企业的财产。

作者简介



王 伟 合伙人

业务领域：私募基金设立、基金投资、并购、跨境投资、境外发债、区块链
电 话：010-56500983
邮 箱：wei.wang@meritsandtree.com



金有元 合伙人

业务领域：投资基金、投融资并购、证券资本市场
电 话：010-56500986
邮 箱：youyuan.jin@meritsandtree.com



2018 年基金备案监管要求总结

作者：王伟 刘少华

自基金业协会 2018 年 01 月 12 日颁布《私募投资基金备案须知》，近期基金业协会对基金备案的核查趋严。本文将结合植德基金团队近期的实践经验，简单分析基金业协会对基金备案要求的变化。

一、 基金的成立日期及到期日

对于公司型基金或合伙型基金而言，基金的成立日期系指营业执照上规定的成立日期；而对于契约型基金而言，基金的成立日期一般指基金合同签订日期。

基金的到期日取决于基金合同的约定。一般基金合同中约定的基金存续期限的起算点是从首次交割日起算，则自首次交割日后存续期限的最后一个自然日为基金的到期日。

二、 基金的主要投资方向

根据基金业协会近期的要求，申请基金备案时须在“主要投资方向”处填写基金拟投方向、方式、行业及阶段等信息。此外，“管理人（投顾）认为需要说明的其他问题”须填写具体投资标的或产品架构信息等。

三、 银行资金监管协议的反馈

若私募基金管理人与监督机构签订的募集结算资金专用账户监督协议（下称“监督协议”）过于简单，则不排除基金业协会可能会要求私募基金管理人自查已签订的监督协议是否满足《私募投资基金募集行为管理办法》的相关规定。

我们建议私募基金管理人在签订监督协议时应明确对私募基金募集结算资金专用账户的控制权、责任划分及保障资金划转安全的条款。

四、 对托管机构的反馈

根据我们近期的项目经验，基金业协会可能要求托管机构对拟申请备案基金的投资范围、产品结构、收益分配、底层投资协议（如有）等的合规性和真实性、基金后续募集安排、基金拟投资进度安排、工商确权安排等进行核实并发表意见，并要求托管机构盖章确认。托管机构需依据《中华人民共和国证券投资基金法》履行托管人职责、出具《托管机构说明函》并盖章确认。

在实践中，托管机构经常引用《商业银行托管业务指引》作为履行职责的依据之一，但根据目前的项目经验，基金业协会已不接受托管机构引用《商业银行托管业务指引》作为依据进行说明，而是要求托管机构直接说明其是否履行了《中华人民共和国证券投资基金法》要求的托管人职责。若托管机构出具的《托管机构说明函》没有明确回复基金业协会反馈的问题，将影响基金业协会的备案。

综上，我们建议投资机构针对基金业协会前述可能反馈的事项，在与托管机构签订托管协议时进行预沟通并在托管协议中约定出现前述实现的解决方式，以免造成基金备案的障碍。

五、 风险揭示书的新要求

基金业协会的“资产管理业务综合报送平台”（下称“Ambers”）对风险揭示书的新要求：若私募基金涉及关联交易、单一投资标的、流动性等特殊风险的，应在风险揭示书的“特殊风险”部分中予以披露；同时，在“投资者声明”部分第一项“运作方式及风险收益特征”增加对应表述，投资者应当在风险揭示书的“投资者声明”部分的十三项内容后逐一签章。

鉴于基金业协会已对风险揭示书提出了更高的要求，我们理解管理人应当将基金业协会发布的《私募投资基金风险揭示书内容与格式指引》作为最低标准，为了

满足基金业协会逐步提高的合规要求，私募基金管理人须结合自身发起设立的基金是否可能真的存在关联交易、单一投资标的、流动性等特殊风险进行具体的揭示。此外，若申请备案的是其他类基金，风险揭示书还需对产品架构、底层标的特殊风险进行具体的阐述。我们发现事实上很多的管理人并没有意识到风险揭示书实际上是对合规经营管理人的保护，如果没有针对性的风险揭示，在发生投资人与管理人的纠纷时，管理人将丧失对自己最有利的证据。

六、 基金具体的投资安排和风控措施

基金申请备案后，基金业协会将依据基金的整体情况判断是否要求私募基金管理人出具书面的投资安排和风控措施，甚至要求私募基金管理人提供已签订的投资协议。需要注意的是，其他类基金申请备案时，基金业协会一般要求其出具已签订的投资协议。对于基金业协会的上述要求，

我们理解是为了核查私募基金是否在从事借贷活动或是否通过特殊目的载体投资类企业等方式变相从事借贷活动。如果一个基金的投资项目中有刚性的回购安排，则很容易触及协会的监管底线。

若私募基金管理人在申请备案时，却无定稿的投资协议，一个可能的替代性解决方案是私募基金管理人可上传相应的投资框架协议。

对于基金业协会要求的风控措施，我们建议可以从投资前的尽职调查、投资协议中的优先权或一票否决权等安排及投后的监督管理等角度出具风控措施的说明函。

七、 基金备案的时间点

根据《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》及《私募投资基金备案须知》，私募基金管理人应当在募集完毕后 20 个工作日内进行备案。

如何理解“募集完毕”的时间点？

根据我们的项目经验，若基金合同写明分期募集的具体时间，以第一期资金实

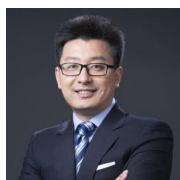
际到账日为准；若基金合同没有写明分期募集的，则以基金管理人发出提款通知后，第一期资金实际到账日为准。此外，若基金是有限合伙或者公司形式，基金业协会通常要求前述形式的基金完成有限合伙人或者股东的工商变更后再提交基金的备案申请。因此，我们建议合伙人签订《合伙协议》或者股东签订《公司章程》且启动相应的工商变更后，基金管理人再向基金提款。

八、 结语

基金业协会近期对基金备案的态度趋严，我们理解基金业协会是想让基金回归投资的本质，淘汰无合规意识或仍在变相从事借贷活动的投资实体。因此，对于私募基金管理人而言，在成立每一支基金之前需要通盘就基金的架构、募资安排、投资项目以及风控措施等诸多方面进行设计。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

作者简介



王 伟 合伙人

业务领域： 私募基金设立、基金投资、并购、跨境投资、境外发债、区块链

电 话： 010-56500983

邮 箱： wei.wang@meritsandtree.com



私募基金管理人如何理解并应对 212 大限

作者：王伟 龙海涛 刘少华 李凯伦

协会于 2018 年 1 月 12 日发布的《私募投资基金备案须知》（下称“《须知》”），2018 年 2 月 12 日起，不再办理不属于私募投资基金范围的产品的的新增申请和在审申请。

因此，如何应对“212”大限成为很多私募基金管理人最担忧的问题。就此我们组织了私募基金领域的律师团队做了初步研究并简单总结如下

一、根据《须知》，如下产品不属于私募投资基金范围：

1. 底层标的为民间借贷、小额贷款、保理资产等《私募基金登记备案相关问题解答（七）》所提及的属于借贷性质的资产或其收（受）益权；
2. 通过委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动的；
3. 通过特殊目的载体、投资类企业等方式变相从事上述活动的。

二、《须知》是第五次全国金融工作会议精神的具体实施

《须知》是协会就 2017 年 7 月召开的第五次全国金融工作会议（下称“金融工作会议”）精神的具体实施。金融工作会议提出“回归本源、优化结构、强化监管、市场导向”四项原则，以及“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”三项任务，要求强化金融监管的专业性、统一性、穿透性。

三、《须知》并不禁止所有的债权性非标类投资业务

市场上有一种错误的理解，即《须知》禁止了所有的债权性非标类投资业务。这其实是对《须知》的误读。《须知》仅禁止私募基金直接或间接从事委托贷款、信托贷款业务及基金投资的底层标的系与私募基金属性相冲突的借贷性质的资产或其收（受）益权。

根据《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发[2013]8号）规定，非标资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。

《须知》的出台也是为了配合银监会于2017年12月22日发布《关于规范银信类业务的通知》（下称“55号文”）及于2018年1月6日颁布的《商业银行委托贷款管理办法》（下称“《委贷办法》”）。55号文明确定义了银信类业务定义及银信通道业务，堵住通过银信通道规避监管的“口子”，明确不得绕道信托将信托资金违规投向限制或禁止领域等。《委贷办法》规定商业银行不得接受受托管理的他人资金发放委托贷款，也禁止委贷资金从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资及用于股本权益性投资或增资扩股（监管部门另有规定的除外）。简言之，《委贷办法》对非标债权资产的投资进行了资金端的封锁。

为促进金融回归本源，中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局于2017年11月17日联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿），对资管产品的分级设计、多层嵌套和通道等方面进行了相应的限制；保监会于2018年1月5日发布《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》（保监资金〔2017〕282号）（下称“《通知》”）也禁止名股实债、嵌套及通道。

近半年来，针对非标的投资颁布的规定主要是为了防止金融产品属性不明、风险不清。基金与信贷是两类不同性质的金融服务活动。基金的本质特征是集合理财、组合投资，管理人要做到卖者尽责，投资者按基金份额和约定承担风险并获取收

益。储蓄与信贷产品只能由具备吸收公众存款资格的商业银行发行，储蓄资金形成商业银行负债，银行按约定的期限和利率承担偿付义务[1]。

综上，我们理解若私募基金充当信贷资金通道，通过单一资产对接或结构化设计等方式发行“名股实债”、“明基实贷”产品，变相保底保收益，违反了基金的本质、金融工作会议监管精神及监管部门的相关规定。因此，

《须知》禁止了私募基金通过信托发放信托贷款、从事委托贷款、明股实债、直接借款或者其他资产或资产收益权买入返售等借贷性质的业务。

然而，私募基金依然可以投资某些特定的债权性其他类非标业务。

四、就私募基金管理人在“212”大限之后的合规建议

根据我们对于《须知》、相关法规的理解以及此前的项目经验，就私募基金管理人在 212 大限之后的合规有如下初步建议：

1. 其他类基金收购不良债权

我们理解，其他类基金收购银行的不良资产并不属于《须知》所禁止的范围。但是通常而言，该等基金在备案时需要提交相应协议、资产清单等一系列资料。

2. 被认定为资金池的基金

根据《须知》，私募基金应当单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与任何形式的“资金池”业务，不得存在短募长投、期限错配、分离定价、滚动发行、集合运作等违规操作。业内普遍关心的是什么样的基金产品会被认定为资金池。根据我们的经验和理解，

如果一个管理人设立了多个有限合伙企业，同时发行多期产品，实际投向同一项目，则前述的多个有限合伙企业有可能被认定为是事实上的资金池，该等基金很难通过备案。

3. 私募基金受让信托计划的信托受益权

如果私募基金受让信托计划的信托受益权,那么通常而言无论信托采用简单的信托贷款还是形式上是股权+信托贷款但实际上为债权投资的,其本质都很有可能被认定为借贷,很难通过备案。

4. 股+债的模式是否彻底被禁止?

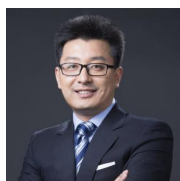
根据我们的经验,协会并没有完全禁止股+债的模式。如果是真实的股权投资,在履行了工商登记之后发放股东贷款,该等交易通常会被协会接受。当然,前提是股东贷款不得违反其他适用的规定。

因此,《须知》本身并没有禁止合法合规且符合正常商业逻辑的交易模式,而仅是明确了不属于私募基金范围的情形,这也是对第五次全国金融工作会议精神的具体执行。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

注[1]：《回归金融本源 恪守基金本质 筑牢基金行业安全与发展制度基础》—— 洪磊会长在“第三届中国并购基金年会”上的讲话。

作者简介



王 伟 合伙人

业务领域：私募基金设立、基金投资、并购、跨境投资、境外发债、区块链
电 话：010-56500983
邮 箱：wei.wang@meritsandtree.com



龙海涛 合伙人

业务领域：银行与金融、投融资并购、家事服务与财富管理
电 话：010-56500988
邮 箱：haitao.long@meritsandtree.com



李凯伦 合伙人

业务领域：银行与金融、投融资并购、家事服务与财富管理
电 话：010-56500957
邮 箱：kailun.li@meritsandtree.com



《私募投资基金备案须知》（2018年版）的要点

作者：王伟 金有元 刘少华

基金业协会于 2018 年 1 月 12 日在资产管理业务综合报送平台又发布了《私募投资基金备案须知》（“《须知》”），提醒私募基金管理人在私募基金备案时及备案完成后应注意的重点事项。

一、基金备案时点

私募基金管理人应当在私募基金募集完毕后 20 个工作日内进行备案。

二、强调信息披露义务

私募基金管理人应结合私募基金投资运营实际，及时报送基金重大事项变更情况及清算信息，按时履行基金季度、年度更新义务。

三、不能再备案为基金的产品范围

私募基金的投资不应是借贷活动。基金业协会将于 2018 年 2 月 12 日起，以下产品不再属于私募投资基金范围，基金业协会将不再办理的该等产品的新增申请和再审申请。

1. 底层标的为民间借贷、小额贷款、保理资产等《私募基金登记备案相关问题解答（七）》所提及的属于借贷性质的资产或其收（受）益权；
2. 通过委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动的；
3. 通过特殊目的载体、投资类企业等方式变相从事上述活动的；

四、涉及特殊风险的基金的备案要求

1. 私募基金应当**单独管理、单独建账、单独核算**，不得开展或者参与任何形式的“资金池”业务，不得存在短募长投、期限错配、分离定价、滚动发行、集合运作等违规操作；
2. 私募基金涉及关联交易的，私募基金管理人应当在风险揭示书中向投资者披露关联关系情况，并提交证明底层资产估值公允的材料、有效实施的关联交易风险控制制度、不损害投资人合法权益的承诺函等相关文件。
3. 私募基金管理人应对投资人进行充分的风险揭示。根据《私募投资基金风险揭示书内容与格式指引》，私募基金管理人应当在风险揭示书的“特殊风险揭示”部分，重点对私募基金的资金流动性、关联交易、单一投资标的、产品架构、底层标的等所涉特殊风险进行披露。**私募基金风险揭示书的“投资者声明”部分所列的 13 类签字项，应当由全体投资人逐项签字确认。**

综上，《须知》的目的是为了让私募基金管理人及投资人更好的理解“私募投资基金”的属性，私募基金管理人是“受人之托，代人理财”、投资者是“收益自享、风险自担”。私募基金管理人对投资人存在信义义务，对于私募基金产品的备案也决不是“一备了之”，私募基金管理人有持续的信披义务。

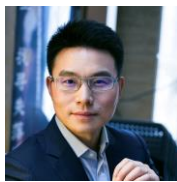
特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

作者简介



王 伟 合伙人

业务领域：私募基金设立、基金投资、并购、跨境投资、境外发债、区块链
电 话：010-56500983
邮 箱：wei.wang@meritsandtree.com



金有元 合伙人

业务领域：投资基金、投融资并购、证券资本市场
电 话：010-56500986
邮 箱：youyuan.wang@meritsandtree.com



协会决定又出台，管理人异常经营事项成重点

作者：王伟 刘少华 董芊

2018年3月27日，中国证券投资基金业协会（下称“协会”）出台了《关于进一步加强私募基金行业自律管理的决定》（下称“《决定》”）及附件《关于私募基金管理人在异常经营情形下提交专项法律意见书的公告》（下称“《公告》”），从基金管理人和投资者关系、管理人入会标准、管理人异常经营处理及完善律师法律服务内容等四个方面提出了诸多规划和要求，也进一步明晰了各方机构的职能，值得任何一个基金从业人员予以重视。本着专业性和时效性的追求，植德基金组在经过初步研究后对《决定》及《公告》做出如下解读。

一、发挥调解作用，维护投资者合法权益

1. 要点提示

（一）协会鼓励私募基金管理人与投资者或者相关当事人依法和解，积极承担责任，主动消除不良影响。

（二）若基金管理人能主动承担责任、减轻和消除影响，协会将不启动调查，不采取纪律处分或不进一步采取自律管理措施，并建议监管部门依法减免行政处罚。

2. 植德观点

私募基金管理人和投资者或相关当事人发生纠纷时，协会提倡当事人进行和解，鼓励私募基金管理人主动采取弥补措施以争取减免处罚。我们可以初步判断，如果在基金募集以及基金后续管理中管理人未能做到完全合规并且履行信义义务，则投资人将有更大的可能通过向协会投诉的方式来促使管理人进行和解。这也将在事实上形成行业的惯例，即在起诉或者提起仲裁之前的向协会举报。

我们建议在有任何争议出现的迹象时，管理人应主动做合规自查并与专业顾问讨论处理方案。

二、树立会员形象，维护会员合法权益

1. 要点提示

(一) 进一步严格私募基金管理人加入协会的标准，投诉事项未解决、存在负面舆情或者经营风险较大的私募基金管理人不予入会。

(二) 对于违反法律法规和自律规则的会员及其从业人员，且未能主动采取措施消除不良影响的，按照《会员管理办法》及相关自律规则实施纪律处分，严肃问责。

(三) 建立健全会员和从业人员的执业诚信档案和公示制度。

2. 植德观点

协会的本项要求旨在促进私募基金管理人的自我约束，也进一步发动媒体对私募基金管理人合法合规的监督作用。若不能妥善处理负面事项的私募基金管理人和从业人员将面临诸多限制甚至处分。

根据我们对会员制度的理解，我们建议所有的基金管理人尽早筹划入会事宜。成为会员将根据会员的类别而享受不同的权利，譬如普通会员向国务院证券监督管理机构申请开展公募基金管理业务和基金托管业务，以及普通会员和联席会员向国务院证券监督管理机构申请基金销售业务的，协会予以积极支持。普通会员、联席会员和观察会员向国务院金融监督管理机构申请开展其他业务或申请加入相关自律组织的，协会可以根据其经营情况为其出具推荐材料。

除前述的公募基金管理业务、基金托管业务以及基金销售业务之外，我们注意到还有其他的业务资质取得也有赖于会员身份，譬如根据 2016 年 7 月 18 日实施的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（八）符合提供投

资建议条件的第三方机构，是指依法可从事资产管理业务的证券期货经营机构，以及同时符合以下条件的私募证券投资基金管理人：1. 在中国证券投资基金业协会登记满一年、无重大违法违规记录的会员；2. 具备 3 年以上连续可追溯证券、期货投资管理业绩的投资管理人员不少于 3 人、无不良从业记录。我们预测，证监会和协会将会在后续的其他规范文件中约定成为会员是从事某项业务的条件之一。

但是，管理人在申请入会之前必须要先确认是否存在阻碍入会的问题并尽早整改。

三、坚守行业底线，建立异常经营机构快速处理机制

1. 要点提示

（一）对于已经被司法机关、监管部门调查认定不再符合登记规定的私募基金管理人，协会直接根据调查认定结果对其予以公告注销。

（二）对于出现异常经营情形，且未能主动消除不良影响的非会员私募基金管理人，协会将要求其自行聘请律师事务所提交法律意见书，说明是否符合登记规定。对于未能提交法律意见书或者法律意见书认定其不再符合登记的私募基金管理人，协会将公告予以注销。

（三）对于存在重大经营风险，或者处于调查期间且调查结果尚未形成的私募基金管理人，协会暂停受理新基金备案申请、该私募基金管理人相关重大事项变更申请，以及相关关联方新设私募基金管理人的登记申请。

（四）严肃追究从业人员责任，对因重大违法违规而被注销的机构中具有基金从业资格的高级管理人员一律取消从业资格，加入黑名单。

（五）私募基金管理人登记被注销后，有关机构不得募集设立私募基金，已备案的私募基金应当按照法律法规和合同约定妥善处置，维护好投资者的合法权益。

2. 植德观点

(一) 上文第 4 条强调了私募机构高管的责任，我们理解对重大违法违规负有主要责任的高管及直接责任人员，如法定代表人、风控负责人及投资总监等，将与被注销的私募机构绑定并终身追责。协会于 2018 年 01 月 12 日发布了《私募证券投资基金管理人会员信用信息报告工作规则（试行）》，其目的是为推动私募基金行业恪守信义义务，引导私募基金管理人会员以信用立业，探索建立私募基金行业市场化信用积累机制，实现私募行业的信用自治。我们理解，协会极有可能待时机成熟时将信用信息报告逐步适用于股权创投类的私募基金管理人及其他类的私募基金管理人。因此，我们建议私募机构的高管务必要提高业务素养和执业道德，珍惜信誉，否则其将可能面临终身禁入私募圈的后果。

(二) 另外，对于上文第 5 条中的“已备案的私募基金应当按照法律法规和合同约定妥善处理”，如果基金已投资但此时管理人被注销，那么该妥善处理是指基金提前清算退出项目还是等到基金存续期届满后退出项目？一旦管理人由于异常经营事项而导致注销进而发生提前清算，投资人将不可避免的遭受损失。因此，对于投资人而言，应该更加谨慎的选择基金管理人，以防出现前述不利情形。

四、发挥律师作用，建立健全责任追究机制

1. 要点提示

(一) 制定和发布律师事务所入会指引，吸收符合标准的优秀律师事务所加入协会。建立健全基金法律服务的执业标准体系和会员律师事务所的自律管理机制。

(二) 建立健全私募基金管理人登记法律意见书的责任追究机制，出具登记法律意见书一年内，相关私募基金管理人被公告注销的，三年内不再接受相关律师事务所和律师出具的登记法律意见书。充分发挥律师事务所的积极性，事后回访调查发现问题的，可以按照法律法规和委托协议约定，通知协会撤销相关法律意见书，协会不追究相关律师事务所的责任。

2. 植德观点

本项规定提出了法律意见书的责任追究机制以及事后回访调查制度，一定程度上意味着律师事务所对管理人的持续督导义务，但却没有明确管理人因何种原因被注销才需要追究律所的责任。如果管理人登记6个月内，因商业原因基金备案未通过从而导致管理人被注销，律所对此是否也有责任？此外，对于事后回访调查制度的具体操作细节协会也尚未做出解释。对于前述问题，我们理解协会将后续给予相应的解释或相应的操作细节。

五、提交专项法律意见书的异常经营情形

1. 明确提交专项法律意见书的具体情形

为明确异常经营处理的相关内容，协会在出台《公告》时另附了《决定》，其中将私募基金管理人在异常经营情形下提交专项法律意见书的有关制度安排进一步明确如下：私募基金管理人及其法定代表人、高级管理人员、实际控制人或主要出资人出现以下情形，可能影响私募基金管理人持续符合登记规定时，应当向中国证券投资基金业协会（以下简称协会）提交专项法律意见书：

- （一）被公安、检察、监察机关立案调查的；
- （二）被行政机关列为严重失信人，以及被人民法院列为失信被执行人的；
- （三）被证券监管部门给予行政处罚或被交易所等自律组织给予自律处分，情节严重的；
- （四）拒绝、阻碍监管人员或者自律管理人员依法行使监督检查、调查职权或者自律检查权的；
- （五）因严重违法违规行为，证券监管部门向协会建议采取自律管理措施的；
- （六）多次受到投资者实名投诉，涉嫌违反法律法规、自律规则，侵害投资者合法权益，未能向协会和投资者合理解释被投诉事项的；
- （七）经营过程中出现《私募基金登记备案问答十四》规定的不予登记情形的；
- （八）其他严重违法违规和《私募基金管理人内部控制指引》等自律规则的相关规定，经营管理失控，出现重大风险，损害投资者利益的。

2. 提交专项法律意见书的程序和要求

出现上述规定的异常经营情形的，协会将书面通知私募基金管理人委托律师事务

所对有关事项进行查验，并在3个月内提交专项法律意见书。若书面通知无法送达管理人，该管理人将被认定为失联机构，并按照相关程序办理，直至注销。若管理人的异常经营情形影响到潜在投资者的判断，或者涉及社会公众利益时，协会的书面通知、私募基金管理人的说明和提交的专项法律意见书将在协会网站公示。管理人还应向所在地证券监管部门派出机构报告其异常经营情形，并报备其委托律师事务所出具专项法律意见书的情况。如果出现被公安机关、检察、监察机关立案侦查，以及被责令停止相关展业资质、强制措施等严重情形的，协会将自书面通知发出之日起暂停受理该管理人的基金备案申请、该管理人相关重大事项变更申请，以及相关关联方新设私募基金管理人的登记申请。

3. 植德观点

(一) 提交专项法律意见书的时限要求是3个月内。若私募机构未在3个月内提交专项法律意见书，协会将按照《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》的有关规定予以注销，注销后不得重新登记。

(二) 若异常经营情形影响到潜在投资者的判断或者涉及社会公众利益时，专项法律意见书将在协会网站被公示。协会目前对私募基金管理人登记、重大事项变更法律意见书及入会法律意见书是不对外公示的，因此，对于出具异常经营的专项法律意见书的律所及签字律师将提出更高的要求。

(三) 若出现被公安机关、检察、监察机关立案侦查，以及被责令停止相关展业资质、强制措施等严重情形的私募机构，其关联方的新设私募基金管理人的登记申请也将受影响，这里的关联方我们理解为私募机构的子公司、控股股东/实际控制人实际控制的机构。

六、关于专项法律意见书的要求

1. 法律意见书的特别要求

(三) 法律意见书正文应当载明，如其出具的法律意见书存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人财产造成损失的，是否与私募基金管理人承担连带赔偿责任。

2. 植德观点

对于（三）中要求“声明是否与私募基金管理人承担连带责任”的规定，如果律所未做出承担连带责任的声明，是否将影响管理人专项法律意见书的通过？该处有待协会进一步的具体解释。

七、协会对专项法律意见书的处理

（二）对于会员律师事务所出具的专项法律意见书，认定私募基金管理人符合登记规定的，协会将恢复私募基金管理人的正常业务办理。认定不再符合登记规定的，予以注销。（三）对于非会员律师事务所出具的专项法律意见书，情况复杂的，协会可提交协会自律监察委员会参照《纪律处分实施办法（试行）》进行审核。协会自律监察委员会审核认为私募基金管理人出现的异常经营情形不影响其符合登记规定的，恢复私募基金管理人的正常业务办理，否则予以注销。

植德观点

对于异常经营事项的法律意见书，协会对会员律师事务所和非会员律师事务所采取的是区分处理的态度。此外，如果异常经营属于情况复杂的，则将多一道自律监察委员会的审核程序。

八、结语

综上，协会对私募基金管理人的监管从登记和备案的“事前控制”逐步延伸到以异常经营事项为重点的“事中监测”，并在这一过程中从多主体的角度出发，强化了包括管理人、高管甚至中介机构在内的多重责任。尽管诸多实操细节尚未明确，但已可了解协会进一步规范私募行业的决心。各方皆须强化自律管理，提升执业素养及职业道德，为维护私募行业的健康发展及投资者的合法权益共同努力、

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

作者简介



王 伟 合伙人

业务领域：私募基金设立、基金投资、并购、跨境投资、境外发债、区块链

电 话：010-56500983

邮 箱：wei.wang@meritsandtree.com



基金未备案可能引发的问题

作者：王伟 刘少华

一、什么样的实体须备案

1. 基金定义

在回答什么样的基金须备案这个问题前，先要厘清什么是基金这个基本概念。

根据中国证券监督管理委员会（下称“证监会”）于2014年08月21日发布《私募投资基金监督管理暂行办法》（中国证券监督管理委员会令第105号，下称“《暂行办法》”）第二条的规定，本办法所称私募投资基金，是指在中华人民共和国境内，以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金。……非公开募集资金，以进行投资活动为目的设立的公司或者合伙企业，资产由基金管理人或者普通合伙人管理的，其登记备案、资金募集和投资运作适用本办法。

从上述规定，我们理解私募基金须具备五个特性：

- 1) 基金的本质属性在于“募集”，如果没有募集的行为，那么就一定不是基金；
- 2) 基金的目的在于投资；
- 3) 基金的自然人合伙人一般不是同一个经济组织的职工；
- 4) 基金投资的标的公司一般不是自然人合伙人所在的公司；
- 5) 内部一般有“管理费”或者“Carry”等具有典型基金属性的安排。

通常意义上的员工持股平台经常会选择有限合伙形式，在其名字也常常会有“投资管理”等字眼。我们理解判断一个有限合伙企业是持股平台还是基金，逐一分析以上五点即可得出一个初步结论。

2. 无需备案的情形

尽管基金业协会以及证监会并没有明确规定，但私募行业目前很多人认为如下情形无须备案：

- (1) 公司内部为实施股权激励而设立的持股平台无须备案，因其不以投资为目的。
- (2) 保险公司、信托公司、证券公司等设立的直投子公司，或企业设立的全资投资平台无须备案，因上述主体的资金皆为自有资金，不存在募集行为。
- (3) 普通的有限合伙企业，虽然名称中含有“投资管理”等字眼，若实际主营业务与私募行业不相关，不以投资为目的也无须备案。

二、基金应在什么时点备案

基金募集完成后应在多长的时间进行备案？根据《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》（中基协发[2014]1号，下称“《登记和备案办法》”）明确规定，管理人应在私募基金募集完成的20个工作日内向基金业协会备案。

何谓“募集完成”，并无官方的定论，若基金合同写明分期募集的具体时间，以第一期资金实际到账日为准；若基金合同没有写明分期募集的，则以基金管理人发出提款通知后，第一期资金实际到账日为准。

若未在20个工作日内向基金业协会备案，根据《登记和备案办法》第三十条的规定，私募基金管理人、高级管理人员及其他从业人员存在以下情形的，基金业协会视情节轻重可以对私募基金管理人采取警告、行业内通报批评、公开谴责、暂停受理基金备案、取消会员资格等措施，对高级管理人员及其他从业人员采取警告、行业内通报批评、公开谴责、取消从业资格等措施，并记入诚信档案。情节严重的，移交中国证监会处理：（一）违反《证券投资基金法》及本办法规定；……。

综上，私募基金管理人未在20个工作日内向基金业协会备案，私募基金管理人及其高级管理人员将可能被采取行政监管措施；情节严重的，将移交证监会处理。经初步研究，已有管理人因备案问题受到处罚。如盛世嘉和投资基金管理(北京)有限公司及其责任人员被证监会处罚；如吉林省时代富通股权投资基金管理有限责任公司被证监会采取行政监管措施。

三、未备案的基金是否可进行投资

对于未备案的基金可否进行投资一直是大家比较关注的问题。在实践中，基金常遇到的一个情形是：碰到了一个好项目，着急要投资，但是基金备案的审批还未下来，管理人很纠结到底能不能投？不投，错过好的投资机会；投了，怕违法违规。

1. 契约型基金

《私募投资基金合同指引1号（契约型私募基金合同内容与格式指引）》第十五条规定，私募基金应当按照规定向中国基金业协会履行基金备案手续。基金合同中应约定私募基金在中国基金业协会完成备案后方可进行投资运作。

如果一只契约型基金先投资后去基金业协会备案，那么对于该契约型基金协会是否会允许备案？根据我们的经验和理解，该等情况存在较大的不确定性，尤其对于没有国企背景或者做地产投资的债权基金。因此，我们建议契约型基金一定先完成在基金业协会的备案手续后再进行投资。

2. 公司型或合伙型基金

对于公司型或合伙型基金，根据《私募投资基金合同指引2号（公司章程必备条款指引）》及《私募投资基金合同指引3号（合伙协议必备条款指引）》：本指引必备条款未尽事宜，可以参考私募投资基金合同指引1号的相关内容。

因此，虽然《私募投资基金合同指引》未明确规定公司型和合伙型基金须备案后再投资，我们理解须参照契约型基金的规定，即先备案再投资。

四、基金未备案的后果

1. 面临的不利后果

因为私募行业面临着证监会及基金业协会双重监管，若基金未备案，则私募基金管理人可能面临着来自证监会及基金业协会的双重不利后果。

证监会对未备案的基金视其情节严重将可能采取行政监管措施或行政处罚。

根据《暂行办法》第三十三条规定，私募基金管理人.....及其从业人员违反法律、行政法规及本办法规定，中国证监会及其派出机构可以对其采取责令改正、监管谈话、出具警示函、公开谴责等行政监管措施。

根据《暂行办法》第三十八条规定，基金未备案，证监会及其派出机构可责令私募基金管理人改正，给予警告并处三万元以下罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，给予警告并处三万元以下罚款。

此外，对于证券类的投资基金，根据《中华人民共和国证券投资基金法(2015修正)》（主席令第23号，下称“《基金法》”）的规定，基金未备案，私募基金管理人及其直接负责的主管人员和其他直接责任人员可能面临着更高的罚款数额。

《基金法》第二条的规定，在中华人民共和国境内，公开或者非公开募集资金设立证券投资基金，.....适用本法。

《基金法》第一百三十四条规定，违反本法规定，非公开募集基金募集完毕，基金管理人未备案的，处十万元以上三十万元以下罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处三万元以上十万元以下罚款。

基金业协会可视情节轻重对私募基金管理人或其相关工作人员下达纪律处分书。

根据《登记和备案办法》第三十条的规定，基金未备案，基金业协会视情节轻重可以对私募基金管理人采取警告、行业内通报批评、公开谴责、暂停受理基金备案、取消会员资格等措施，对高级管理人员及其他从业人员采取警告、行业内通报批评、公开谴责、取消从业资格等措施，并记入诚信档案。情节严重的，移交中国证监会处理。

此外，基金未备案的双重监管意味着证监会即使对私募基金管理机构下达了行政监管决定书或者行政处罚书后，基金业协会作为自律监管组织也依然有可能对其出具纪律处分书。

2. 对上市、并购重组业务的影响

(1) 上市业务的影响

证监会于 2015 年 01 月 23 日发布的《发行监管问答—关于与发行监管工作相关的私募投资基金备案问题的解答》中规定，保荐机构和发行人律师（以下称中介机构）在开展证券发行业务的过程中，应对上述投资者是否属于《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》和《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》规范的私募投资基金以及是否按规定履行备案程序进行核查并发表意见。

如圣邦微电子(北京)股份有限公司创业板首次公开发行股票申请文件反馈意见：请说明所有股东的具体情况，包括成立时间、注册资本.....，受让股权资金来源，是否需要按照私募基金管理有关规定履行备案程序.....；三星新材（603578）及拓斯达（300607）收到证监会的反馈意见中亦含有要求保荐机构及发行人律师核查发行人股东中是否存在私募投资基金，是否履行按照相关法律法规履行登记备案程序。

因此，股东中有私募基金却未备案，有可能造成公司上市障碍。

(2) 并购重组业务的影响

证监会于 2015 年 03 月 06 日发布《证监会关于与并购重组行政许可审核相关的私募投资基金备案的问题与解答》中规定，中介机构应对上述投资者是否属于《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》、《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》规范的私募投资基金以及是否按规定履行备案程序进行核查并发表明确意见。

如北京东土科技股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的案例中，因发行股份购买资产的交易对方之一新疆安通纳尚未办理私募基金备案，正在申请备案中。证监会要求独立财务顾问和律师对基金备案事项作出专项说明，且须承诺在完成基金备案前，不能实施本次重组方案。如洲际油气股份有限公司发行

股份购买资产并募集配套资金申请的反馈意见证监会也要求基金未备案前，不能实施本次重组方案。

综上所述，私募基金未完成备案将可能导致拟上市公司的进程以及上市公司的并购重组业务受到阻碍。

(3) 对新三板业务的影响

全国中小企业股份转让系统有限责任公司（下称“股转公司”）于2016年09月02日发布《全国中小企业股份转让系统机构业务问答(二)——关于私募投资基金登记备案有关问题的解答》（下称“《解答》”）的规定，为提高审查效率，为（拟）挂牌公司提供挂牌、融资和重组便利，在申请挂牌、发行融资、重大资产重组等环节，私募投资基金管理人自身参与上述业务的，其完成登记不作为相关环节审查的前置条件；……上述私募投资基金管理人及私募投资基金在审查期间未完成登记和备案的，私募投资基金管理人需出具完成登记或备案的承诺函，并明确具体（拟）登记或备案申请的日期。但是，备案不作为审查的前置条件，并不意味着无需完成备案手续。主办券商或独立财务顾问在持续督导过程中，仍然要持续关注私募投资基金管理人的承诺履行情况并将承诺履行结果及时报告全国股转公司，承诺履行结果应说明具体完成登记备案的日期及私募基金管理人登记编号或私募基金编号。

综上所述，《解答》发布之后，对于私募投资基金参与新三板业务的情况，完成备案不作为审查的前置条件，但须向股转公司出具承诺函，且向股转公司报告承诺履行的结果。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

作者简介



王 伟 合伙人

业务领域：私募基金设立、基金投资、并购、跨境投资、境外发债、区块链

电 话：010-56500983

邮 箱：wei.wang@meritsandtree.com



《资管新规》对私募基金的九大重大影响

作者：王伟 刘少华

2018 年度金融行业最重要的法规之一《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》【银发[2018]106 号文】（下称“《资管新规》”）于 2018 年 04 月 27 日发布。《资管新规》的发文机关是中国人民银行、证监会、外管局以及刚刚由原银监会、保监会合并而成的银保监会。

《资管新规》共三十一条，比起《资管新规》的征求意见稿增加了 2 条。

《资管新规》颁布的主要目的是：

- 规范金融机构资产管理业务；
- 统一同类资产管理产品监管标准；
- 有效防范和控制金融风险；
- 引导社会资金流向实体经济；
- 更好地支持经济结构调整和转型升级。

《资管新规》的实施对于私募基金行业的发展将产生重大影响，有鉴于此，植德律师事务所基金团队组织了经验丰富的律师就《资管新规》分析如下：

一、私募监管与资管新规的关系

根据《资管新规》的定义，资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。

私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见，创业投资基金、政府出资产业投资基金

的相关规定另行制定。

植德观点：

毫无疑问，《资管新规》将成为私募基金行业合规监管的另外一个重要法规。

二、合格投资者的定义

《资管新规》及《私募投资基金监督管理暂行办法》（下称“《暂行办法》”）对合格投资者的定义如下：

法规	合格投资者的定义
《资管新规》 第五条	合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人或者其他组织。 (一) 具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融资产不低于 300 万元，家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元。 (二) 最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。 (三) 金融管理部门视为合格投资者的其他情形。
《暂行办法》 第十二条	私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人： (一) 净资产不低于 1000 万元的单位； (二) 金融资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人。

植德观点：

值得注意的是，由于“私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见”，因此，我们理解，在《私募投资基金管理暂行条例(征求意见稿)》(下称“《暂行条例》”)出台之

前，私募基金行业在确定合格投资者时是否适用《资管新规》应当有待于监管部门的进一步解释。

三、私募产品

根据《资管新规》第十条的规定，**私募产品的投资范围由合同约定**，可以投资债权类资产、上市或挂牌交易的股票、未上市企业股权（含债转股）和受（收）益权以及符合法律法规规定的其他资产，并严格遵守投资者适当性管理要求。鼓励充分运用私募产品支持市场化、法治化债转股。

植德观点：

根据基金业协会《私募基金登记备案相关问题解答（十三）》对专业化经营的要求及《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》对各类私募基金产品的定义，**私募证券投资基金**主要投资于公开交易的股份有限公司股票、债券、期货、期权、基金份额以及中国证监会规定的其他证券及其衍生品种；**私募股权投资基金**，指投资包括未上市企业和上市企业非公开发行和交易的普通股（含上市公司定向增发、大宗交易、协议转让等），可转换为普通股的优先股和可转换债等的私募基金；**创业投资基金**，主要向处于创业各阶段的未上市成长性企业进行股权投资的基金（新三板挂牌企业视为未上市企业）；（但对于市场所称“成长基金”，如果不涉及沪深交易所上市公司定向增发股票投资的，按照创业投资基金备案；）如果涉及上市公司定向增发的，按照私募股权投资基金中的“**上市公司定增基金**”备案。**其他私募投资基金**投资除证券及其衍生品和股权以外的其他领域的基金。私募资产配置基金应该主要采用基金中基金的投资方式进行证券、股权等跨类别资产配置投资，80%以上的已投基金资产应当投资于已备案的私募基金、公募基金或者其他依法设立的资产管理产品。

就各个基金管理人普遍关心的收益权类基金，《资管新规》仍然规定为私募产品投资对象的一部分，这应该至少不是个坏消息。

综上，私募基金的投资在满足基金业协会专业化经营的要求下，其投资范围可由基金合同约定。

四、禁止资金池业务

《资管新规》第十五条规定，金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。... 为降低期限错配风险，金融机构应当强化资产管理产品久期管理，封闭式资产管理产品最短期限不得低于 90 天。... 资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日。资产管理产品直接或者间接投资于未上市企业股权及其受（收）益权的，应当为封闭式资产管理产品，并明确股权及其受（收）益权的退出安排。未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日。

植德观点：

我们理解，若私募基金的投资人中有资产管理产品，则资产管理产品的存续期限要长于其所投资的基金，以免出现基金未到期而资产管理产品因期限问题要退出基金的情形，这将在很大程度上影响基金架构的设计。

此外，若资产管理产品投资未上市企业，须采取封闭式的产品形式，且资产管理产品的存续期不得早于未上市企业股权及其受（收）益权的退出期。这将在一定程度上减少资产管理产品投资未上市企业股权的积极性。

近期，新三板第一股“九鼎集团”(430719.0C)再次陷入险境，被证监会立案调查。根据财新的报道，九鼎集团的体外基金米多资产浮出水面。米多（北京）资产管理有限公司（下称“米多资产”）于 2015 年 5 月 28 日登记为私募基金管理人，在基金业协会上备案了 106 只契约型基金，规模超 60 亿元。其中，以“米多利—XX 号”备案的产品有 74 只。

据报道，九鼎集团原先 100 亿元的募资中，大概有 60 亿元的资金存在结构化安排，期限为 12 个月左右。到期后，为了将优先级资金置换出去，米多利系列基金产品应运而生。米多利基金运作的方式是在上期募集的基金快到退出期时提前募集另外一只基金，募集的数额等于上期基金或者多出一定的数额，以保证上一期资金在到期前顺利退出。这种模式就是“滚动发行、期限错配”。米多利基金能否顺利退出的关键在于有没有后续源源不断的“接盘侠”。由此可见，“滚动发行、期限错配”应该是监管部门特别关心的问题。

五、风险准备金

《资管新规》第十七条规定，金融机构应当按照资产管理产品管理费收入的 10% 计提风险准备金，或者按照规定计提操作风险资本或相应风险资本准备。风险准备金余额达到产品余额的 1% 时可以不再提取。风险准备金主要用于弥补因金融机构违法违规、违反资产管理产品协议、操作错误或者技术故障等给资产管理产品财产或者投资者造成的损失。

植德观点：

保险行业中的风险准备金制度被引入到了资产管理业务，这无疑是对投资人利益的加强保护。根据《保险资金投资股权暂行办法》第十条的规定，保险公司投资股权投资基金，发起设立并管理该基金的投资机构，应当符合下列条件：...（二）注册资本不低于 1 亿元，已建立风险准备金制度...

《资管新规》规定的风险准备金可能影响投资人是否认购私募基金管理人募集设立的基金产品。对于已建立完善的风险准备金制度且已计提足够的风险准备金的私募基金管理人发起设立的基金，毫无疑问对投资人更有吸引力。若私募基金管理人未勤勉尽职而给投资人造成损失，投资人的损失也可通过风险准备金得到弥补。因此，风险准备金可能致使私募基金行业私募基金管理人的优胜劣汰。

六、禁止刚性兑付承诺

《资管新规》第十九条规定，若存在以下行为，则视为刚性兑付：（一）资产管理产品的发行人或者管理人违反真实公允确定净值原则对产品进行保本保收益。（二）采取滚动发行等方式使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现产品保本保收益。（三）资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时，发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他金融机构代为偿付。（四）金融监督管理部门共同认定的其他情形。

植德观点：

《资管新规》明确提出了要打破刚性兑付监管要求。从私募基金的角度看，《资管新规》同样禁止私募基金管理人对私募基金进行任何直接或间接的保底保收益的安排。保底保收益不符合基金的投资本质。投资有风险，投资人应承担相应的

后果。

在司法实践中，若私募基金管理人对投资人认购的基金份额进行保底保收益，法院可能将投资人认购基金份额的行为认定为借贷，私募基金管理人需退还投资人的本金及利息。此外，由于该行为触及私募基金行业的红线，私募基金管理人将可能同时面临证监会的处罚及基金业协会的纪律处分

七、限制杠杆

1. 统一负债要求

《资管新规》第二十条的规定，资产管理产品应当设定负债比例（总资产/净资产）上限，同类产品适用统一的负债比例上限。...每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%。计算单只产品的总资产时应当按照穿透原则合并计算所投资资产管理产品的总资产。

植德观点

《资管新规》对资产管理产品的负债进行了限定，私募基金的负债比例（总资产/净资产）经过层层穿透合并计算后不得超过 2:1。

2. 质押融资

《资管新规》第二十条规定“金融机构不得以受托管理的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆”。

3. 份额分级

《资管新规》第二十一条还规定分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。固定收益类产品的分级比例不得超过 3: 1，权益类产品的分级比例不得超过 1: 1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2: 1。发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者。

此外，《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》中规定，私募证券投资基金包含固定收益类基金。固定收益类基金，是指根据合同约定的投资范围，投资于银行存款、标准化债务、债券型基金、股权质押式回购以及有预期收益率的银行理财产品、信托计划等金融产品的资产比例高于 80%（含）的私募证券投资基金。结合《资管新规》的规定，固定收益类的私募证券投资基金的杠杆比例可为 3:1。

综上，从《资管新规》对资产管理产品的负债杠杆比例及结构化杠杆比例的限制可看出监管部门防范和控制金融风险的决心。建议私募机构在设计基金产品架构时一定要关注其负债的比例及杠杆的比例以及投资人的负债比例，避免触及监管红线。

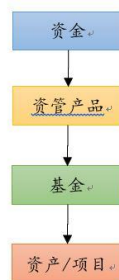
八、消除多层嵌套和通道

《资管新规》第二十二条规定，金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。

资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。

植德观点

首先，《资管新规》并非禁止所有资产管理产品的通道业务，而是禁止规避监管要求的通道业务。对于有商业合理性且未逃避监管的通道业务，我们理解监管部门是允许存在的。其次，《资管新规》目前允许的合规架构具体如下图：



《资管新规》要求消除多层嵌套，这将对私募基金的架构设计及今后的募资产生重大的影响。若基金的投资人中有资产管理产品，建议私募基金管理人务必要穿透核查资管机构是否存在违反监管要求的多层嵌套的情况，避免对自身架构的合规性造成影响。

九、过渡期安排

《资管新规》第二十九条规定，本意见实施后，金融监督管理部门在本意见框架内研究制定配套细则，配套细则之间应当相互衔接，避免产生新的监管套利和不公平竞争。按照“新老划断”原则设置过渡期，确保平稳过渡。过渡期为本意见发布之日起至 2020 年底，对提前完成整改的机构，给予适当监管激励。过渡期内，金融机构发行新产品应当符合本意见的规定；为接续存量产品所投资的未到期资产，维持必要的流动性和市场稳定，金融机构可以发行老产品对接，但应当严格控制在存量产品整体规模内，并有序压缩递减，防止过渡期结束时出现断崖效应。金融机构应当制定过渡期内的资产管理业务整改计划，明确时间进度安排，并报送相关金融监督管理部门，由其认可并监督实施，同时报备中国人民银行。过渡期结束后，金融机构的资产管理产品按照本意见进行全面规范（因子公司尚未成立而达不到第三方独立托管要求的情形除外），金融机构不得再发行或存续违反本意见规定的资产管理产品。

植德观点

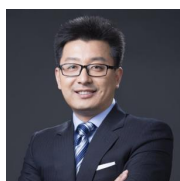
虽然《资管新规》规定了一定的过渡期，但对于《资管新规》生效前已存在多层嵌套的资产管理产品的对外投资依旧可能产生影响。多层嵌套的资产管理产品可能面临着很多新设计的资产管理产品或者私募基金不愿意接收其作为投资人的情形。

十、结语

2017 年第五次金融会议之后，监管机构频发新的监管规定可看出监管部门整顿资产管理行业乱象及防控金融风险的决心。《资管新规》遵照 2017 年全国第五次金融会议的精神，针对资产管理业务的多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁等问题进行重点的整治，目的在于促进资产管理行业的健康发展。管理机构务必遵守《资管新规》的规定，避免顶风作案，触及监管红线。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

作者简介



王 伟 合伙人

业务领域：私募基金设立、基金投资、并购、跨境投资、境外发债、区块链

电 话：010-56500983

邮 箱：wei.wang@meritsandtree.com



私募基金 12 起“爆雷”背后的基金合规风险分析

作者：王伟 于思洋

近期可谓是金融行业市场的多事之秋，P2P 网贷平台“爆雷”阴云仍在不断扩散的同时，私募基金也开始频频出现机构失联、实际控制人跑路、基金产品兑付延期等“爆雷”事件。

根据对 12 起爆雷事件初步研究，植德基金团队准备了本文，希望对基金管理人和投资者有所助益。

一、近期私募基金“爆雷”事件概况

我们整理了近期出现问题的 12 家基金/管理人的基本情况，详见下表：该规范对金融机构做了以下分类：

序号	机构名称	状态	机构背景	投资标的	存在问题
1	高通盛融	✓ 失联 ✓ 股权冻结	善林金融关联企业	萍乡安源新能源汽车	实际控制人非法吸收公众存款
2	亚洲掘金	失联	民营	-	实际控制人涉嫌集资诈骗
3	中晋投资	实际控制人已获刑	“中晋系”公司	-	实际控制人和高管涉及非法吸收公众存款和非法集资诈骗犯罪
4	信文资本	基金延期兑付	中信资本咨询有限公司、国新科创基	✓ 6 个 省的 银行	✓ 疑似标的价值不实 ✓ 风控措施不

序号	机构名称	状态	机构背景	投资标的	存在问题
			金管理公司 出资	应收账款 收益权 ✓ 兴乐集团 流动性 资金补充 ✓ 收购一开集团 股权	当
5	星浩资本	基金延期	复星集团控股	长三角城市综合体建设	关联交易
6	国盈基金	公司多账户被查封	民营	疑似虚构项目	✓ 关联交易 ✓ 互相担保
7	中隆华夏基金	✓ 失联 ✓ 资产冻结 ✓ 基金无法兑付	民营	华夏尧帝旅游文化发展有限公司	✓ 关联交易 ✓ 虚构管理人 国企背景 ✓ 关联方中存在 P2P 平台
8	意隆财富、西尚投资、郁泰投资	✓ 实际控制人跑路 ✓ 立案调查	阜兴系	阜兴集团相关产业	✓ 明股实债 ✓ 自保自融 ✓ 虚构项目 ✓ 资金挪用

序号	机构名称	状态	机构背景	投资标的	存在问题
	以及易财行财富				
9	中恒资产	延期兑付	民营	演唱会项目	资金疑似未用于约定用途
10	中精国投	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 失联 ✓ 无法兑付 	由外滩控股实际控制	投资于保理公司持有的特定资产（附带票据质押的应收账款债权等）的收益权	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 股权结构上存在代持 ✓ 疑似资金链断裂关联交易
11	圆融通资产	延期兑付，北京证监局已采取行政监管措施	民营	金钥匙控股有限公司的债权	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 项目信息披露不到位 ✓ 风控措施不当 ✓ 存在重复抵押
12	XX资本	实际控制人已被立案调查	新锐 VC	投资于多家 P2P 平台	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 违背专业化经营 ✓ 涉嫌自我担保

二、“爆雷”基金/管理人的共同特征

问题基金/管理人通常具有如下特征：

（一）外观上合规

多具备私募基金管理人资格，基金履行备案、银行托管的程序。

（二）管理人背景雄厚

管理人多依托大型民营企业背景、甚至国企背景。

例如，阜兴系资管公司的部分基金产品甚至与地方政府平台合作或由国企提供担保或出具回购承诺，这对投资者而言会大大提升吸引力。

（三）基金产品层面

基金标的多为热点行业、热点项目，部分标的公司还被宣传为有央企背景
基金所投项目多涉及非标债权（还有一些标的为明股实债、应收账款收益权等，
另外地产股权基金募集的资金也多用于投资具体项目）

从基金类型上来说，以其他类基金为主，多为契约型基金

部分项目涉及关联交易，既包括投资项目与管理人之间存在关联关系，也包括
管理人管理的不同基金的投资项目之间存在关联关系

部分基金涉及虚构项目

部分高管涉嫌挪用基金财产

担保措施方面，部分基金存在担保物价值不足、重复担保等情形

（四）募集程序有瑕疵

对基金管理人、投资项目不当宣传

口头承诺甚至书面承诺保本保收益

投资者适当性核查不到位

（五）部分机构涉嫌违反专业化经营原则

部分机构关联方中存在 P2P 平台,导致其业务过多涉及债权,引发资金链问题。

三、法律风险

(一) 民事责任

《合同法》第五十四条规定,一方以欺诈、胁迫的手段或者乘人之危,使对方在违背真实意思的情况下订立的合同,受损害方有权请求人民法院或者仲裁机构变更或者撤销。基于上述规定,如果基金合同中存在欺诈情形,投资人可以主张撤销基金合同,使其归于无效。

根据 2013 年修订的《消费者权益保护法》,金融产品已经在法规和实践中的都被认定为是消费品的一部分。投资者中如有自然人,则根据《消费者权益保护法》第五十五条规定,“经营者提供商品或者服务有欺诈行为的,应当按照消费者的要求增加赔偿其受到的损失,增加赔偿的金额为消费者购买商品的价款或者接受服务的费用的三倍;增加赔偿的金额不足五百元的,为五百元。法律另有规定的,依照其规定。”如果基金产品被认定属于消法保护范围并且管理人被认定为存在欺诈,则管理人有可能面临退一赔三的严重处罚。

《合伙企业法》第三十五条规定了合伙企业经营管理人员的故意或者重大过失标准,即被聘任的合伙企业的的经营管理人员,超越合伙企业授权范围履行职务,或者在履行职务过程中因故意或者重大过失给合伙企业造成损失的,依法承担赔偿责任。在普通合伙人和管理人重合的架构中,即使任何一个基金文件中均没有关于管理人失职的赔偿金约定,投资人仍然有可能直接依据前述法规而起诉管理人索赔。

(二) 行政处罚

私募基金管理人受到证监会和基金业协会的双重监管，两监管主体均可对存在违法违规行为的管理人实施行政处罚。

1. 证监会的监管

证监会自 2014 年起每年都会组织大规模的私募基金现场检查活动，并且自 2016 年开始每年都会发布当年上半年的私募基金专项检查执法情况的通报。证监会对私募基金的监管依据主要是《中华人民共和国证券投资基金法》（下称“《基金法》”）和《私募投资基金监督管理暂行办法》（下称“《暂行办法》”）。

证监会/证监局现场检查的重点方面包括：

- 募资和投资行为合规性
- 基金财产安全性
- 登记备案信息真实完备合规性
- 信息披露及时性
- 基金杠杆运用情况
- 是否存在侵害投资者权益行为
- 跨区私募股权基金的关联交易
- 利益冲突等

根据对证监会/证监局行政处罚原因的梳理，我们认为证监会/证监局的检查要点包括：

- 非法集资
- 挪用基金财产
- 向非合格投资者募集资金
- 公开宣传推介
- 未对投资者进行风险评估
- 承诺保本保收益
- 基金财产与管理人固有财产或他人财产混同

- 未按合同约定进行信息披露
- 未按规定备案基金
- 登记备案信息不准确
- 登记备案信息更新不及时
- 公司管理制度和合规风控制度不健全或未有效执行
- 公司人员、财务、制度缺乏独立性等

针对上述方面，如有不合规情形，证监会/证监局的具体措施包括但不限于：

- 对存在公开宣传推介、承诺保本保收益、未按合同约定进行信息披露等问题的私募机构采取行政监管措施
- 对存在挪用基金财产等严重违规问题的私募机构进行稽查；将涉嫌违法犯罪的私募机构违法违规线索通报地方政府或移送公安部门
- 证监会将违法违规问题及采取的监管措施记入资本市场诚信档案，并由基金业协会依据自律规则对违法违规行为采取自律管理措施

根据《基金法》和《暂行办法》，违反管理人义务的行为可能导致警示、罚款等行政处罚。《暂行办法》第三十八条规定：“私募基金管理人……违反本办法第七条、第八条、第十一条、第十四条至第十七条、第二十四条至第二十六条规定的以及有本办法第二十三条第一项至第七项和第九项所列行为之一的，责令改正，给予警告并处三万元以下罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，给予警告并处三万元以下罚款；有本办法第二十三条第八项行为的，按照《证券法》和《期货交易管理条例》的有关规定处罚；构成犯罪的，依法移交司法机关追究刑事责任。”《暂行办法》第三十九条规定：“私募基金管理人……违反法律法规和本办法规定，情节严重的，中国证监会可以依法对有关责任人员采取市场禁入措施。”

2.基金业协会的监管

基金业协会对私募基金的监管包括事前审查（管理人登记及基金备案）、日常监督（管理人、基金信息披露与更新）和受理投诉。

目前，基金业协会初步建立了以《暂行办法》为基础的“7+2”的监管体系。所谓“2”是两个《指引》（《内部控制指引》、《基金合同与格式指引》），所谓的“7”是指七个《办法》（《私募投资基金管理人登记和基金备案办法》、《私募投资基金募集行为管理办法》、《私募投资基金信息披露管理办法》、《基金从业资格考试管理办法（试行）》、《私募投资基金服务业务管理办法（试行）》、《投资顾问管理办法》、《托管业务管理办法》，其中《投资顾问管理办法》、《托管业务管理办法》正在制定过程中）。

根据我们的了解和总结，基金业协会目前受理的投诉原因主要包括：

- 对投资期限和收益率的约定隐含“保本保底”条款
- 私募基金管理人办公地址、实缴资本、产品备案、关联方及分支机构等公示信息与实际情况不符
- 公开或者变相公开宣传
- 募集资料存在虚假、夸大或其他误导性内容
- 投资者适当性核查程序瑕疵
- 采用违法募集方式或手段
- 信息披露不充分
- 利用投资进行利益输送
- 有关机构以私募基金为名从事非法集资活动等

根据《私募投资基金募集行为管理办法》第三十七条：“募集机构在开展私募基金募集业务过程中违反本办法第十六条、第二十一条、第二十四条、第二十五条、第二十七条、第二十八条的规定，中国基金业协会可以视情节轻重对募集机构采取加入黑名单、公开谴责、撤销管理人登记等纪律处分；对相关工作人员采取行业内谴责、加入黑名单、公开谴责、取消基金从业资格等纪律处分。情节严重的，移送中国证监会处理。”

（三）刑事责任

私募基金延期兑付、无法兑付、甚至实际控制人跑路的情形可能引发的刑事责任涉及的罪名主要包括非法吸收公众存款罪和集资诈骗罪，其行为特征分别为非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款、扰乱金融秩序，以及以非法占有为目的使用诈骗方法非法集资。

根据最高人民法院《关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》的规定，非法集资行为的认定要件包括：

- 未经有关部门依法批准或者借用合法经营的形式吸收资金
- 通过媒体、推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣传
- 承诺在一定期限内以货币、实物、股权等方式还本付息或者给付回报
- 向社会公众即社会不特定对象吸收资金

（四）投资人方的责任：国资 LP 相关人员的责任

在特定情况下，投资人也可能就出资于“爆雷”基金承担一定责任。

2016年8月2日，国务院发布了《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》（下称“63号文”）。根据63号文，对违反规定、未履行或未正确履行职责造成国有资产损失以及其他严重不良后果的国有企业经营管理有关人员，严格界定违规经营投资责任，严肃追究问责，实行重大决策终身责任追究制度。

如果没有对基金行业的充分了解，对于选择基金管理人没有充分评估，没有站在国资保护角度与基金管理人谈判，决策未充分考虑重大风险因素，未制定风险防范预案，导致国有资产因投资于基金而遭受重大损失，则相关人员将很难避免63号文下的追责。

四、管理人合规的措施

(一) 识别风险

识别风险的前提是管理人意识到自己是信义义务承担者。以信义义务为核心建立完善的风控合规体系是管理人规避风险的最基本要求。

信义义务 (fiduciary duty) 是来源于英美法系中衡平法的概念, 其基础是信义关系。信义关系的基本特征是一方对另一方充分信任并依赖另一方的判断, 或一方负有保护另一方利益的特别义务。投资人与基金管理人之间是典型的信义关系。一方面, 投资人出于对基金管理人知识技能和职业操守的信任, 将财产和权利全部交给管理人, 对财产不再享有控制权; 另一方面, 管理人提供专业的资产管理服务, 享有对财产的全部控制权。但由于私募基金存在信息披露较少的特点, 管理人可能滥用权利并引发道德风险, 侵害投资人利益; 处于信息不对称劣势下的投资人很难完全通过约定和市场的方式来规避这种风险。

根据《私募投资基金监督管理暂行办法》(下称“《暂行办法》”) 第四条, 私募基金管理人应当恪尽职守, 履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。这和信义义务的内核一模一样。此外, 2016年7月21日协会公布了《基金合同内容和格式指引》其中明确要求, 在基金合同中要写明如下声明与承诺: “私募基金管理人承诺按照恪尽职守, 诚实信用, 谨慎勤勉的原则管理运用基金财产, 以及安全保管基金财产。”因而, 信义义务对于每个私募基金管理人都是一项合同义务。

信义义务分为两个部分, 即忠实义务 (duty of diligence) 和注意义务 (duty of care)。忠实义务主观上要求投资人的利益要高于自身的利益。注意义务要求私募基金管理人客观上应当具有相应的技能、经验和敬业程度。基金可分为募集、投资、管理和退出四个阶段, 在不同的阶段私募基金管理人应该承担不同的信义义务。

1.募集阶段：基金管理人在向潜在投资人推销或路演时须承担“禁止欺诈义务”，即要求其承担“最大限度的善意，完整和公平地披露所有关键事实”以及“采取合理的注意来避免误导”潜在投资人的积极义务。

2.投资阶段：投资阶段比较重要的义务包括不违反利益冲突义务，谨慎行事义务等。

3.管理阶段：管理阶段比较重要的义务是公平对待私募财产。根据《暂行办法》第二十三条，私募基金管理人应当公平对待其所管理的不同财产。此外，在这个阶段还有信息披露义务，即对于协会的信息披露义务以及根据合同约定对投资者的信息披露义务。

4.退出阶段：退出阶段的一个主要义务是公平交易义务。

（二）降低风险

就管理人如何降低风险，我们有如下三个建议：

1. 以信义义务为核心建立完善的风控合规体系是管理人规避风险的最基本要求。建立符合要求的合规体系，并严格落实执行。
2. 审慎决定基金架构，将商业目的的实现与基金合规性统一起来。
3. 投资的审慎决定。管理人必须充分了解投资标的和底层资产情况。

（三）规避风险

管理人规避风险的方式主要有如下两种：

1. 合伙协议中约定补偿条款，约定管理人如因履行合伙事务或者管理基金而遭受损失，合伙企业可对此予以一定限额的补偿（或购买能够达到类似补偿效果的商业保险）。

2. 普通合伙人和管理人相分离。普通合伙人承担无限连带责任，而将其与管理人分开，可以避免管理人对基金的债务承担无限连带责任。但是 GP 和管理人分离的架构应当考虑协会对于基金备案时 GP 和管理人关联关系的最新要求。

五、投资者的防范措施

投资人在签署基金合同前，必须了解管理人和标的资产的基本情况，并知悉自己的权利。

（一）需关注的管理人情况

我们认为，投资人在做出投资决策前，需关注的管理人基本情况有：

- 管理人全称
- 成立日期
- 基金业协会登记信息（登记编号、登记日期、注册地址、办公地址、注册资本、实缴资本、在管基金）
- 管理人的股权结构及关联方情况
- 通过询问管理人工作人员或查阅官网了解管理人组织架构、管理人的债务及担保情况
- 管理人及管理团队的涉诉情况和诚信信息
- 了解管理团队管理基金的精力分配情况
- 通过公开途径舆情检索了解管理人是否有负面信息
- 管理人是否符合专业化经营要求（管理人及关联方不从事 P2P 等其他资产管理业务）
- 管理人及管理团队是否经营或管理竞争业务
- 管理人是否在工商层面或协会监管层面被列入异常机构名单等

（二）需了解的基金情况

投资人需关注的基金基本情况包括：

- 基金架构
- 基金规模（包括目标规模及规模的上限和下限）
- 备案信息
- 存续期限（投资期、退出期、延长期）
- 首次交割日及交割数额
- 募资进度
- 收益分配（按项目分配还是基金整体分配、是否有门槛收益率/业绩比较基准）
- 基金费用构成
- 管理费（在投资期、退出期、延长期是否有区别）
- 投资策略（区域、行业）
- 具体投向（关注底层资产价值及增信措施，慎重选择非标债权标的）投资限制
- 决策机制（合伙人会议/投资决策委员会的组成和表决机制）
- 基金合同对利益冲突及关联交易的限制和约定
- 如有投资顾问、代销机构、外包服务机构、托管机构等，该等机构是否具备相关资质
- 投资人应充分了解风险揭示书所披露的基金各项风险

投资者可以通过查询公开信息对上述信息作初步了解，以辅助投资决策；有条件的机构投资者还可以通过聘请律师等专业人员对管理人及拟投基金进行尽职调查的方式，全面了解管理人的基本情况、过往业绩、投资策略和基金基本情况等信息。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

作者简介



王 伟 合伙人

业务领域：私募基金设立、基金投资、并购、跨境投资、境外发债、区块链

电 话：010-56500983

邮 箱：wei.wang@meritsandtree.com



资产配置基金管理人登记及产品备案要点出炉

作者：王伟

近日，资产配置管理人登记和基金备案具体要求尘埃落定，这一自 2017 年起便频频见诸基金业协会领导讲话的构想终于付诸实施。植德基金团队持续关注了资产配置私募基金管理人的酝酿历程，为大家具体解读基金业协会问答（十五）对资产配置私募基金管理人登记和基金备案的各项要求。

一、资产配置私募基金管理人的酝酿历程

2017 年 8 月 6 日，基金业协会会长洪磊在《公募基金的责任和使命》主题演讲中首次提出在《基金法》框架下，制定大类资产配置机构及产品的相关法规，通过功能监管允许机构投资者申请大类资产配置牌照，并核准其发行相关产品。

2017 年 8 月 19 日，基金业协会会长洪磊在“落实《基金法》 迎接大资管”主题演讲中再次提出应当考虑在《基金法》框架下制定大类资产配置管理办法、允许机构投资者申请大类资产配置牌照并核准其发行相关产品，为银行、保险等机构投资者提供规范的资产管理与资金运用通道，为统一资产管理奠定制度基础。

2017 年 12 月 19 日，基金业协会副会长张小艾在《回归本源，恪守本质，促进私募基金可持续发展》主题演讲中提出，协会正组织私募基金行业各方，抓紧研究设置“资产配置类私募投资基金管理人”的机构类型和产品类型，以满足专业私募基金投资者对所投私募基金配置大类资产的现实需求。

2018 年 3 月 23 日，基金业协会召开的第二届理事会第四次会议中指出，为进一步提升私募基金管理人专业化运营的有效性，切实解决私募基金投资者跨类别配置投资的现实需求，协会应积极探索符合我国国情的私募基金管理人登记备案工

作。对具有跨不同投资类型资产配置需求的私募基金管理人会员机构，研究增设“私募资产配置基金管理人”的管理人类型及相应的私募基金类型，待有关实施细则明确后，尽快对外发布相关登记备案要求。

2018年8月29日，基金业协会发布《私募基金登记备案相关问题解答（十五）》（下称“问答（十五）”），明确了资产配置管理人登记和基金备案的具体要求。

根据问答（十五）的内容，自2018年9月10日起，拟申请私募资产配置基金管理人的机构，可以通过资产管理业务综合报送平台（<https://ambers.amac.org.cn>）在线提交相关申请材料。

二、资产配置类私募基金的概念和作用

所谓资产配置，是指以资产类别的历史表现与投资者的风险偏好为基础，决定不同资产类别在投资组合中所占的比重，通常是将资产在低风险、低收益与高风险、高收益之间进行分配，消除投资者对收益所承担的不必要的额外风险，简而言之，即是以组合投资对冲风险的投资方式。

资产配置类基金主要采用基金中基金（FOF）的投资方式，可以跨越多种底层资产，实现大类资产配置。这种类型的基金体现了组合投资、风险对冲理念，有利于防范投资类型集中度过高而可能引发的投资风险。

三、资产配置类私募基金管理人登记和基金备案的具体要求

（一）管理人登记要求

申请资产配置类管理人资格的机构应当符合《证券投资基金法》《私募投资基金监督管理暂行办法》《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》及相关法律法规和自律规则的规定。外商独资和合资的申请机构还应当符合《私募基金登记备案相关问题解答（十）》的相关规定。此外，申请机构还应当符合下列要求：

1.实际控制人要求

同一实控人控制的机构中必须有至少一家为基金业协会会员机构,该等机构可以是:

- (1) 普通会员, 或
- (2) 观察会员(在协会登记为私募基金管理人三年以上,且最近三年私募基金管理规模年均不低于5亿元)。

2.“一控”要求

同一实际控制人仅可控制或控股一家私募资产配置基金管理人。

3.股权稳定性要求

申请机构的第一大股东及实际控制人应当书面承诺在完成私募资产配置基金管理人登记后,继续持有申请机构股权或实际控制不少于三年。

4.高级管理人员要求

申请机构高级管理人员至少应有两名全职人员具备三年以上资产配置工作经历或五年以上境内外资产管理相关经验(如投资研究、市场营销、运营、合规风控或者资产管理监管机构或者自律组织工作经历等)。

机构除了通过新申请方式取得私募资产配置基金管理人资格,还可以通过变更登记的方式成为私募资产配置基金管理人。符合上述要求的已登记私募基金管理人申请变更登记为私募资产配置基金管理人的,基金业协会在办理通过后将变更公示该机构管理人类型。

针对通过变更登记方式取得私募资产配置基金管理人资格的管理人,其此前所管理的已备案且正在运作的存量私募基金,在基金合同、公司章程或者合伙协议(以下统称基金合同)到期前仍可以继续投资运作,但不得在基金合同到期前开放申购或增加募集规模,基金合同到期后应予以清盘或清算;如有续期的,应符合基金合同约定。基金业协会将在相关私募基金公示信息中,对此情形予以特别提示。此类私募基金管理人应就此事项向相关私募基金投资者及时做好信息披露。

(二) 基金备案要求

私募资产配置基金申请备案时，应当符合《证券投资基金法》《私募投资基金监督管理暂行办法》《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》及相关法律法规和自律规则的规定。此外，申请备案的私募资产配置基金还应当符合下列要求：

1.初始规模要求

私募资产配置基金初始募集资产规模应不低于 5000 万元人民币。

2.封闭运作要求

私募资产配置基金合同应当约定合理的募集期，且自募集期结束后的存续期不少于两年。私募资产配置基金存续期内，应当封闭运作。

3.组合投资要求

私募资产配置基金应当主要采用基金中基金的投资方式，**80%以上的已投资基金资产应当投资于已备案的私募基金、公募基金或者其他依法设立的资产管理产品。**

私募资产配置基金投资于单一资产管理产品或标的的比例不得超过该基金资产规模的 20%。

4.杠杆倍数要求

结构化私募资产配置基金投资跨类别私募基金的，杠杆倍数（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）不得超过所投资的私募基金的最高杠杆倍数要求。

目前，不同类型的资管产品杠杆倍数要求为：

- (1) 投资固定收益类产品的分级比例不得超过 3：1；
- (2) 投资权益类产品的分级比例不得超过 1：1；
- (3) 投资商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2：1。

5.基金托管要求

私募资产配置基金应当由依法设立并取得基金托管资格的基金托管人托管。基金托管人不得从事与其存在股权关系以及有内部人员兼任职务情况的基金管理人管理的基金托管业务。

6.信息披露要求

私募资产配置基金进行信息披露时,应当符合《私募投资基金信息披露管理办法》及协会相关自律规则的规定,明确信息披露义务人向投资者进行信息披露的内容、披露频度、披露方式、披露责任以及信息披露渠道等事项。

7.关联交易要求

私募资产配置基金管理人运用基金财产投资基金管理人、托管人及其控股股东、实际控制人、关联机构或者与其有重大利害关系的机构的权益性资产或者从事其他重大关联交易的,应当防范利益冲突,遵循持有人利益优先原则,建立健全内部审批机制和评估机制,符合基金的投资目标和投资策略,按照市场公允价值执行,并按照协会规定,履行信息披露义务。

8.单一投资者的基金要求

仅向单一的个人或机构投资者(依法设立的资产管理产品除外)募集设立的私募资产配置基金,除投资比例、托管安排或者其他基金财产安全保障措施等由基金合同约定外,其他安排参照上述要求执行。

四、反映出的监管趋势

(一) 同一实际控制人体系内的机构中应当有基金业协会的会员机构

问答(十五)要求申请资产配置类管理人资格的机构应满足同一实控人体系内机构中必须有至少一家为基金业协会会员机构的条件。

这反映了协会已经开始将会员资格作为一种门槛,对于基金管理人而言,申请基金业协会会员资格是一个必要选择,不仅将在享有会员权利、了解行业资讯、提高业内声誉方面获得优势,还有利于拓展自身业务边界、参与到更多形式的资产管理方式当中来。

基金业协会会员资格分为四种,即观察会员、普通会员、联席会员和特别会员。其中特别会员主要包括地方投资类协会、养老金管理机构、保险资产管理公司、证券资产管理公司、证券公司(资产管理)、期货公司(资产管理)、银行 QFII 与境外机构私募投资管理机构交易所、媒体与服务机构等类型;联席会员包括销

售和服务机构；基金管理人能够申请成为的会员只有**观察会员和普通会员**。

根据基金业协会公告《关于私募基金管理人近期入会相关工作安排的通知》，观察会员的入会条件是：

(1) 私募基金管理人在协会私募基金登记备案系统中已提交经签章的《入会申请书》；

(2) 私募基金管理人最近一年的资产管理规模不低于 1 亿元；或者私募基金管理人的实缴资本金不低于 1000 万元且正在管理的资产规模不低于 1000 万元；

(3) 私募基金管理人具有较高的市场声誉，无不良诚信记录，最近一年未收到监管或行政管理机构的处罚。

根据《中国证券投资基金业协会会员管理办法》第十一条的规定，符合以下全部条件的私募基金管理人，可以申请成为**普通会员**：

(1) 自成为观察会员之日起满一年；

(2) 最近一年在协会备案的基金规模在二十亿元以上，或者备案的创业投资基金规模在三亿元以上；

(3) 不存在违反法律法规及协会自律规则的行为。

基于上述规定，申请成为观察会员的机构必须具有私募基金管理人资格；申请成为基金业协会普通会员的机构必须已经是观察会员。

除了满足上述条件的私募基金管理人申请入会外，观察会员中还包括部分私募资产管理人（证券公司子公司、公募基金子公司、期货公司等，下同），普通会员中还包括部分公募基金管理人、私募资产管理人、托管机构等。

(二) 同一实际控制人体系内同类型管理人数量限制或成趋势

问答（十五）规定，同一实际控制人仅可控制或控股一家私募资产配置基金管理人。除此之外，近日我们已经获悉协会正在放缓同一实际控制人体系内的机构中多家同类型基金管理人登记的审核。

这反映出，协会对于同一实际控制人体系内的机构中存在多个同类型基金管理人的现象持谨慎态度，可能压缩同类型基金管理人的数量。

（三）打击买卖壳资源

问答（十五）规定，申请机构的第一大股东及实际控制人应当书面承诺在完成私募资产配置基金管理人登记后，继续持有申请机构股权或实际控制不少于三年。

这一方面体现了对投资人利益的保护，另一方面也意味着取得私募资产配置基金管理人资格的机构在较长的一段时间内不能变更实际控制人和第一大股东（而不是不得出现任何股权变动），表明了基金业协会打击买卖壳资源行为的一贯监管逻辑。

（四）高管要求保证专业性

问答（十五）对申请机构高级管理人员的数量、经验、全职和兼职情况都作出了限制，涉及到高级管理人员数量、素质和精力分配等方面，使高级管理人员能够更好地履行职务，维护投资人利益。

（五）遵循资管新规要求

结构化私募资产配置基金投资跨类别私募基金的，杠杆倍数（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）不得超过所投资的私募基金的最高杠杆倍数要求（目前杠杆最高倍数为投资固定收益类产品的 3:1）。

（六）管理人管理规模和基金初始规模要求均较高，要求机构实力雄厚

问答（十五）要求，申请机构如为基金业协会观察会员，其必须满足近三年平均管理资产规模不低于 5 亿元的条件。此外，资产配置私募基金的初始规模不得低于 5000 万元。上述要求反映了资产配置类私募基金管理人应当具有雄厚的募资能力和高超的管理水平。

（七）信息披露、托管等要求意在保护投资者利益

问答（十五）要求资产配置私募基金必须有具备基金托管资格的机构托管、以及

必须履行信息披露义务等，体现出对投资人知情权和资金安全的保护与重视。

（八）对单一投资者要求放松尊重商业目的

问答(十五)对于仅向单一的个人或机构投资者(依法设立的资产管理产品除外)募集设立的私募资产配置基金做了相对宽松的要求，该等基金在投资比例、托管安排方面可以遵照合同约定。

以上是我们对资产配置私募基金在我国的酝酿历程及目前该类基金管理人登记和基金备案要点的总结与分析。我们认为，资产配置私募基金在我国正式确立的目的在于为银行、保险等机构投资者提供规范的资产管理与资金运用通道，为统一资产管理奠定制度基础。未来，此类基金的发展趋势应是向海外优秀的大类资产投资机构如桥水基金、耶鲁基金等看齐，成为投资策略多样化、业绩斐然的 FOF 基金。虽然从特征上来看，资产配置私募基金属于一种 FOF 基金，但从基金运营的角度来看，资产配置私募基金是一种更高水平的 FOF 基金。这体现在，资产配置私募基金的管理人与其他 FOF 基金的管理人相比，应当具有更强的资产管理能力、更多渠道的投资策略，才能满足投资于不同类型资管产品的需求；同时，此类基金管理人的管理规模也将比其他 FOF 基金更加庞大、对投资团队成员的经验要求也更高。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

作者简介



王 伟 合伙人

业务领域：私募基金设立、基金投资、并购、跨境投资、境外发债、区块链

电 话：010-56500983

邮 箱：wei.wang@meritsandtree.com



私募寒冬已至，险资雪中送炭？

作者：王伟 于思洋

2010年9月，中国保监会发布了《保险资金投资股权暂行办法》（保监发〔2010〕79号，下称“《暂行办法》”），对险资投资股权做出了较为全面的规定；时过境迁，随着市场环境的变化、国家政策的调整和股权投资监管的变化，《暂行办法》的规定已经滞后于当前险资股权投资的实际情况。因而，银保监会于近日对《暂行办法》进行了修订，并于2018年10月26日就修订后的《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）向社会公开征求意见，以进一步规范保险资金投资股权行为，防范金融风险。

修订后的《征求意见稿》共七章四十四条。与《暂行办法》相比，《征求意见稿》最大的亮点在于取消了保险资金开展股权投资的行业范围限制，要求保险公司综合考虑自身实际，自主审慎选择行业和企业类型，并加强股权投资能力和风险管控能力建设。

近一段时期，由于市场募资环境紧张、投资者信心不足、监管措施趋严等多重因素，不少业内人士称私募行业已经进入“寒冬”；而险资在股权投资行业 and 比例等多个方面的政策有所放松，对于私募行业的募资困境而言，可谓是雪中送炭。

除放松险资参与股权投资的行业限制外，《征求意见稿》调整及新增的内容主要有：

1. 对可从事股权投资的保险公司资质要求有所放宽；
2. 对于关联交易、利益输送、投资标的财务状况等影响投资风险和险资资金安全的事项作出更严格的监管要求；
3. 设置保险公司股权投资能力备案制度；

4. 日常监管中引入行业协会的辅助。

《征求意见稿》与《暂行办法》的具体区别，植德基金团队通过下表逐条列示和解读，供各位读者参考借鉴。

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
第一章 总则	<p>第九条前款所称重大股权投资，是指对拟投资非保险类金融企业或者与保险业务相关企业实施控制的投资行为。</p>	<p>第四条 本办法所称<u>一般股权投资</u>，是指对<u>拟投资的企业不实施控制的投资行为</u>；重大股权投资，是指对<u>拟投资的企业实施控制的投资行为</u>。</p>	<p>《暂行办法》并未将重大股权投资的概念界定在总则中，《征求意见稿》则根据投资行为的“控制性”与否明确区分了一般股权投资与重大股权投资；并且由于《征求意见稿》拓宽了险资股权投资的行业范围，“股权投资行为”的外延也相应做出了调整。</p>
第二章 资质条件	<p>第九条 保险公司<u>直接</u>投资股权，应当符合下列条件：</p> <p>（一）具有完善的公司治理、管理制度、决策流程和内控机制；</p> <p>（二）具有清晰的发展战略和市场定位，开展重大股权投资的，应当具有较强的并购整合能力和跨业管理能力；</p> <p>（三）建立资产托管机制，资产运作规范透明；</p>	<p>第十条 保险公司投资股权，应当符合下列条件：</p> <p>（一）具有完善的公司治理、管理制度、决策流程和内控机制；</p> <p>（二）具有清晰的发展战略和市场定位，开展重大股权投资的，应当具有较强的并购整合能力和跨业管理能力；</p> <p>（三）建立资产托管机制，资产运作规范透明；</p> <p>（四）资产管理部门拥有不少于5名具有3年以上股权投资和<u>投资团队已完成退出项目</u></p>	<p>投资股权的保险公司资质做出细微调整，包括：</p> <p>（1）对保险公司资产管理部门人员的要求：增加投资团队已完成退出项目的数量要求，更加注重管理团队对项目全流程的把控经验；</p> <p>（2）对保险公司成立时间要求：要求成立一年以上；</p> <p>（3）对保险公司偿付能力充足率要求有所降低：降至上季度综合偿付能力充足率不低于120%；</p> <p>（4）对保险公司的盈利和净资产的要求有所降低：不再做盈利要求，净</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>(四) 资产管理 部门拥有不少于 5 名具有 3 年以 上股权投资和相 关经验的专业人 员，开展重大股 权投资的，应当 拥有熟悉企业经 营管理的专业人 员；</p> <p>(五) 上一会计 年度末偿付能力 充足率不低于 150%，且投资 时上季度末偿付 能力充足率不低 于 150%；</p> <p>(六) 上一会计 年度盈利，净资 产不低于 10 亿 元人民币（货币 单位下同）；</p> <p>(七) 最近三年 未发现重大违法 违规行为；</p> <p>(八) 中国保监 会规定的其他审 慎性条件。 间接投资股权 的，除符合前款</p>	<p>不少于 3 个。开展重大 股权投资的，应当拥有 熟悉企业经营管理的 专业人员；</p> <p>(五) <u>成立时间一年以上，上季度末综合偿付 能力充足率不低于 120%；</u></p> <p>(六) <u>净资产不低于 1 亿元人民币（货币单位 下同）</u></p> <p>(七) 最近三年未发现 重大违法违规行为；</p> <p>(八) 中国银保监会规 定的其他审慎性条件。 间接投资股权，除符合 本条第（一）、（三）、 （五）、<u>（六）、（七）、</u> （八）项规定外，资产 管理部门还应当配备 不少于 2 名具有 3 年以 上股权投资和相关经 验的<u>专职人员。</u> <u>符合本条规定的保险 集团（控股）公司及其 保险子公司投资股权， 可以整合相关资源，在 集团内部的保险机构 建立股权投资专业团 队，由该专业团队为保</u></p>	<p>资产要求降至 1 亿元； 间接股权投资的情形 下，强调仍需满足净资 产不低于 1 亿元的条件， 并须配备一定数量和经 验水平的专职人员（应 当专职，而非仅仅是专 业人士）；</p> <p>(5) 保险公司及子公司 投资股权的，允许在集 团内部建立股权投资团 队，提高了险资投资的 专业程度。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>第(一)、(三)、(五)、(七)、(八)项规定外, 资产管理部门还应当配备不少于 2 名具有 3 年以上股权投资和相关经验的专业人员。</p>	<p><u>险集团(控股)及其保险子公司提供咨询服务和技术支持。</u></p>	
	<p>第十条 保险公司投资股权投资基金, 发起设立并管理该基金的投资机构, 应当符合下列条件:</p> <p>(一) 具有完善的公司治理、管理制度、决策流程和内控机制;</p> <p>(二) 注册资本不低于 1 亿元, 已建立风险准备金制度;</p> <p>(三) 投资管理适用中国法律法规及有关政策规定;</p> <p>(四) 具有稳定的管理团队, 拥有不少于 10 名</p>	<p>第十一条 保险公司投资股权投资基金, 该股权投资基金的投资机构, 应当<u>完成私募股权基金管理人登记</u>并符合下列条件:</p> <p>(一) 具有完善的公司治理、管理制度、决策流程和内控机制;</p> <p>(二) 注册资本或者认缴资本不低于 1 亿元, 并已建立风险准备金制度;</p> <p>(三) 投资管理适用中国法律法规及有关政策规定;</p> <p>(四) 具有稳定的管理团队, 拥有不少于 10 名具有股权投资和相关经验的专业人员, <u>作为主导人员合计退出</u></p>	<p>《征求意见稿》对险资拟投资基金的投资机构要求稍有调整:</p> <p>(1) 基于目前私募基金监管方式, 增加了投资机构的私募股权基金管理人资质要求;</p> <p>(2) 更加强调管理团队人员个人的项目经验, 即提高了对于关键人士的要求;</p> <p>(3) 明确了投资机构管理人民币基金的规模要求 (实际到账资金和形成资产不低于 30 亿元)。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>具有股权投资和相关经验的专业人员，已完成退出项目不少于3个，其中具有5年以上相关经验的不少于2名，具有3年以上相关经验的不少于3名，且高级管理人员中，具有8年以上相关经验的不少于1名；拥有不少于3名熟悉企业运营、财务管理、项目融资的专业人员；</p> <p>（五）具有丰富的股权投资经验，管理资产余额不低于30亿元，且历史业绩优秀，商业信誉良好；</p> <p>（六）具有健全的项目储备制度、资产托管和风险隔离机制；</p>	<p>的项目不少于3个。其中具有5年以上相关经验的不少于2名，具有3年以上相关经验的不少于3名，且高级管理人员中，具有8年以上相关经验的不少于1名；拥有3名以上熟悉企业运营、财务管理、项目融资的专业人员；</p> <p>（五）具有丰富的股权投资经验，管理资产余额不低于30亿元（<u>中国境内以人民币计价的实际到账资金和形成的资产</u>），且历史业绩优秀，商业信誉良好；</p> <p>（六）具有健全的项目储备制度、资产托管和风险隔离机制；</p> <p>（七）建立科学的激励约束机制和跟进投资机制，并得到有效执行；</p> <p>（八）接受中国银保监会涉及保险资金投资的质询，并报告有关情况；</p>	

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>(七) 建立科学的激励约束机制和跟进投资机制，并得到有效执行；</p> <p>(八) 接受中国银保监会涉及保险资金投资的质询，并报告有关情况；</p> <p>(九) 最近三年未发现投资机构及主要人员存在重大违法违规行为；</p> <p>(十) 中国保监会规定的其他审慎性条件。</p>	<p>(九) 最近三年未发现投资机构及主要人员存在重大违法违规行为；</p> <p>(十) 中国银保监会规定的其他审慎性条件。</p>	
<p>第三章 投资标的</p>	<p>第十二条 保险资金直接或者间接投资股权，该股权所指向的企业，应当符合下列条件：</p> <p>(一) 依法登记设立，具有法人资格；</p> <p>(二) 符合国家产业政策，具备</p>	<p>第十三条 保险资金直接或者间接投资股权，该股权所指向的企业，应当符合下列条件：</p> <p>(一) 依法登记设立，具有法人资格；</p> <p>(二) 符合国家产业政策，具备国家有关部门规定的资质条件；</p> <p>(三) 股东及高级管理人员诚信记录和商业</p>	<p>对于保险公司股权投资的被投资企业，《征求意见稿》强调了其与投资机构和专业机构不得有关联关系，并删除了《暂行办法》中的例外表述和保险公司投资于保险类企业对关联交易要求的豁免，反映了对险资投资过程中利益输送问题的谨慎态度。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>国家有关部门规定的资质条件；</p> <p>(三) 股东及高级管理人员诚信记录和商业信誉良好；</p> <p>(四) 产业处于成长期、成熟期或者是战略新兴产业，或者具有明确的上市意向及较高的并购价值；</p> <p>(五) 具有市场、技术、资源、竞争优势和价值提升空间，预期能够产生良好的现金回报，并有确定的分红制度；</p> <p>(六) 管理团队的专业知识、行业经验和管理能力与其履行的职责相适应；</p> <p>(七) 未涉及重大法律纠纷，资产产权完整清晰，股权或者所</p>	<p>信誉良好；</p> <p>(四) 产业处于成长期、成熟期或者是战略新兴产业，或者具有明确的上市意向及较高的并购价值；</p> <p>(五) 具有市场、技术、资源、竞争优势和价值提升空间，预期能够产生良好的现金回报，并有确定的分红制度；</p> <p>(六) 管理团队的专业知识、行业经验和管理能力与其履行的职责相适应；</p> <p>(七) 未涉及重大法律纠纷，资产产权完整清晰，股权或者所有权不存在法律瑕疵；</p> <p><u>(八) 与投资机构和专业机构不存在关联关系；</u></p> <p>(九) 中国银保监会规定的其他审慎性条件。<u>保险资金开展重大股权投资和一般股权投资，应当在符合安全性、流动性和收益性条件下，综合考虑偿付能力、风险偏好、投资预</u></p>	<p>此外，《征求意见稿》取消了保险公司投资多年来的行业要求，允许保险公司综合考虑偿付能力、风险偏好、投资预算、资产负债等因素，稳健选择投资的行业范围和企业类型。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>有权不存在法律瑕疵；</p> <p>(八) 与保险公司、投资机构和专业机构不存在关联关系，<u>监管规定允许且事先报告和披露的除外</u>；</p> <p>(九) 中国保监会规定的其他审慎性条件。</p> <p>保险资金不得投资不符合国家产业政策、不具有稳定现金流回报预期或者资产增值价值，高污染、高耗能、未达到国家节能环保标准、技术附加值较低等企业股权。不得投资创业、风险投资基金。不得投资设立或者参股投资机构。</p> <p>保险资金投资保险类企业股权，可不受第</p>	<p><u>算、资产负债等因素，稳健选择投资的行业范围和企业类型。</u></p> <p>保险资金投资保险类企业股权，可不受本条第(二)、(四)、(五)项限制。</p> <p>中国银保监会对保险资金投资国家政策支持、经国家主管或监管部门核准或备案的重点领域、重大工程、重点项目，市场化、法治化债转股企业股权，以及中小微企业、科技企业等股权，确定风险因子或核算权益投资规模时予以调(扣)减的具体政策另行制定。</p>	

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>(二)、 (四)、 (五)、(八) 项限制。 保险资金直接投资股权，仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权。</p>		
	<p>第十三条 保险资金投资的投资基金，应当符合下列条件： (一) 投资机构符合本办法第十条规定； (二) 投资方向或者投资标的符合本办法第十二条规定及其他金融监管机构的规定； (三) 具有确定的投资目标、投资方案、投资策略、投资标准、投资流程、后续</p>	<p>第十四条 保险资金投资的股权投资基金，应当符合下列条件： (一) 投资机构符合本办法第十一条规定； (二) 投资方向或者投资标的符合本办法第十三条第(一)至(九)项规定及其他金融监管机构的规定； <u>(三) 未上市权益类资产占比不低于80%；</u> (四) 具有确定的投资目标、投资方案、投资策略、投资标准、投资流程、后续管理、收益分配和基金清算安排； (五) 交易结构清晰，</p>	<p>对于保险资金投资的股权投资基金，《征求意见稿》要求： (1) 未上市权益类资产占比不低于80%，反映了监管机构期望险资投向更多投向融资需求迫切的非上市、成长型企业，不鼓励运用险资“炒股”，进行投机性投资。 (2) 该等股权投资基金不得由非保险类金融机构及其子公司实际控制、管理运营或担任普通合伙人。这一要求反映了监管层为防止系统性金融风险等“连锁反应”，不支持险资流入其</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>管理、收益分配和基金清算安排；</p> <p>(四) 交易结构清晰，风险提示充分，信息披露真实完整；</p> <p>(五) 已经实行投资基金托管机制，募集或者认缴资金规模不低于5亿元，具有预期可行的退出安排和健全有效的风控措施，且在监管机构规定的市场交易；</p> <p>(六) 中国保监会规定的其他审慎性条件。</p>	<p>风险提示充分，信息披露真实完整；</p> <p>(六) 已经实行托管机制，募集或者认缴资金规模不低于5亿元，具有预期可行的退出安排和健全有效的风控措施，且在监管机构规定的市场交易；</p> <p><u>(七) 非保险类金融机构及其子公司不存在实际控制该基金及其管理机构的投资决策、人事任命、薪酬激励等管理运营事项，也不存在持有该基金的普通合伙权益的情形；</u></p> <p>(八) 不存在为保险资金规避监管比例、投资规范等监管要求提供通道服务等情形；</p> <p>(九) 中国银保监会规定的其他审慎性条件。 <u>保险资金投资的股权投资基金，包括创业投资基金、股权投资基金和以上述基金为投资标的的母基金。其中，股权投资基金为并购基金的，可以包括公开</u></p>	<p>他金融机构及其关联方的立场。</p> <p>(3)《征求意见稿》基于目前股权投资基金的分类，明确了该等股权投资基金包括创投基金、股权投资基金、创投FOF和股权投资FOF；并对投资于公开上市交易股票的并购基金投资方式和规模做出了限制。</p> <p>(4)《征求意见稿》明确允许险资投资市场化、法治化债转股类投资基金，这与私募基金领域监管基金对债转股类投资基金的肯定态度一致。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
		<p><u>上市交易的股票，但仅限于采取战略投资、定向增发、大宗交易等非交易过户方式，且投资规模不高于该基金资产余额的 20%。母基金的交易结构应当简单明晰，不得包括其他母基金。保险资金投资创业投资基金的规定，由中国银保监会另行制定。</u></p> <p><u>保险资金投资市场化、法治化债转股类投资基金，可不受本办法第十一条第（五）项，第十三条第（二）、（四）、（五）项和本条第（五）项限制。</u></p>	
第四章 投资规范	<p>第十四条 保险公司投资企业股权，应当符合下列规定：</p> <p>（一）实现控股的股权投资，应当运用资本金；</p> <p>（二）其他直接投资股权，可以运用资本金或者与<u>投资资产期限</u></p>	<p>第十五条 保险公司投资企业股权，应当符合下列规定：</p> <p>（一）重大股权投资，应当运用自有资金；</p> <p>（二）一般股权投资，可以运用自有资金或者与<u>投资资产相匹配</u>的责任准备金。<u>保险公司与标的企业及其股东存在关联关系的，应</u></p>	<p>险资以非控股形式投资股权，可以运用责任准备金，并应当与投资资产相匹配。对比《暂行办法》的要求（与投资资产期限相匹配），笔者认为可能意味着期限、资产类型等均应匹配，增加了对责任准备金运用的限制。</p> <p>承接上文中对关联关系</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>相匹配的责任准备金；</p> <p>(三) 间接投资股权，可以运用资本金和保险产品的责任准备金。人寿保险公司运用万能、分红和投资连结保险产品的资金，财产保险公司运用非寿险非预定收益投资型保险产品的资金，应当满足产品特性和投资方案的要求；</p> <p>(四) 不得运用借贷、发债、回购、拆借等方式筹措的资金投资企业股权，中国银保监会对发债另有规定的除外。</p>	<p><u>当运用自有资金。</u></p> <p>(三) 间接投资股权，可以运用资本金和保险产品的责任准备金。人寿保险公司运用万能、分红和投资连结保险产品的资金，财产保险公司运用非寿险非预定收益投资型保险产品的资金，应当满足产品特性和投资方案的要求；</p> <p>(四) 不得运用借贷、发债、回购、拆借等方式筹措的资金投资企业股权，中国银保监会对发债另有规定的除外；</p> <p><u>(五) 不得采用非现场方式表决，不得委托投资机构或其他机构开展投资；</u></p> <p><u>(六) 不得采取虚假合同等方式，或者通过关联交易损害保险公司和投保人利益；</u></p> <p><u>(七) 不得通过股权投资基金向保险机构和关联方循环出资；</u></p> <p><u>(八) 中国银保监会基</u></p>	<p>的审慎态度，《征求意见稿》强调保险公司与标的企业及其股东存在关联关系的，必须运用自有资金。</p> <p>此外，在投资流程方面，禁止保险公司股权投资的决策采用非现场表决、委托表决，并禁止虚假合同、关联交易、循环出资等可能损害险资安全的行为。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>第十五条 保险公司投资企业股权，应当符合下列比例规定：</p> <p>（一）投资未上市企业股权的账面余额，不高于本公司上季末总资产的5%；投资股权投资基金等未上市企业股权相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的4%，两项合计不高于本公司上季末总资产的5%；</p> <p>（二）直接投资股权的账面余额，不超过本公司净资产，除重大股权投资外，投资同一企业股权的账面余额，不超过本公司净资产的30%；</p>	<p>于审慎监管规定的其他情形。</p> <p>第十六条 保险公司投资企业股权，应当符合下列比例规定：</p> <p>（一）除重大股权投资外，投资同一企业股权的账面余额，不超过本公司净资产的30%；</p> <p>（二）投资同一股权投资基金的账面余额，不超过该基金发行规模的30%；<u>保险集团（控股）及其保险子公司投资同一股权投资基金的账面余额，不超过该基金发行规模的60%。</u></p>	<p>对于险资股权投资占自身资产的比重，《征求意见稿》不再区分投资于已上市及未上市企业股权，而是统一规定投资同一企业账面余额不得超过净资产的30%。</p> <p>对于险资投资股权基金的比重，单个保险公司投资不得超过基金发行规模的30%，集团层面的总投资不得超过基金发行规模的60%。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>(三) 投资同一投资基金的账面余额，不超过该基金发行规模的20%。</p>		
	<p>整合了第十二条“..... 保险资金不得投资不符合国家产业政策、不具有稳定现金流回报预期或者资产增值价值，高污染、高耗能、未达到国家节能和环保标准、技术附加值较低等企业股权。不得投资创业、风险投资基金。不得投资设立或者参股投资机构.....”和第三十条的规定：“..... 中国保监会审核期间，拟投资企业出现下列情形之一的，可以要求保险公司停止该项股权投资：</p>	<p><u>第十七条 保险资金开展一般股权投资和重大股权投资，所投资的企业除符合第十三条相关规定外，不得存在以下情形：</u></p> <p><u>(一) 所处行业或领域不符合宏观政策导向及宏观政策调控方向，或者属于产业政策禁止准入、限制投资类的行业与领域，或者可能对公司声誉造成不良影响的行业与领域；</u></p> <p><u>(二) 高污染、高耗能或产能过剩、技术附加值较低、未达到国家节能和环保标准；</u></p> <p><u>(三) 不具有稳定现金流回报预期或者资产增值价值；</u></p> <p><u>(四) 面临或出现核心管理及业务人员大量流失、目标市场或者核心业务竞争力丧失等</u></p>	<p>该条为新增条款，整合修改了《暂行办法》第十二条和第三十条的规定，规定了险资股权投资不得投资标的企业的情形。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>(一) 出现或者面临巨额亏损、巨额民事赔偿、税收政策调整等重大不利财务事项；</p> <p>(二) 出现或者面临核心业务人员大量流失、目标市场或者核心业务竞争力丧失等重大不利变化；</p> <p>(三) 有关部门对其实施重大惩罚性监管措施；</p> <p>(四) 中国保监会认为可能对投资产生重大影响的其他不利事项。</p> <p>重大股权投资的股权转让或者退出，应当向中国保监会报告，说明转让或者退出的理由和方案，并附股东（大）会或者董事会相关决议。”</p>	<p><u>重大不利变化；</u></p> <p><u>(五) 涉及巨额民事赔偿、重大法律纠纷，或者权属存在严重法律瑕疵或重大风险隐患，可能导致权属争议、权限落空或受损；</u></p> <p><u>(六) 最近三年发生重大违约事件；</u></p> <p><u>(七) 最近三年其控股股东或高级管理人员受到行政或监管机构重大处罚，或者其高级管理人员被纳入失信被执行人名单；</u></p> <p><u>(八) 中国银保监会规定的其他审慎性条件。保险资金投资市场化、法治化债转股项目的，可不受本条第（三）至（七）项的限制。</u></p>	

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	无	<p><u>第十八条 保险资金开展重大股权投资，不得存在以下情形：</u></p> <p><u>（一）与非保险实际控制人共同投资；</u></p> <p><u>（二）与存在关联关系的非保险股东及关联方共同投资；</u></p> <p><u>（三）通过合同约定、协议安排等方式与非保险投资人共同投资。</u></p>	<p>该条为新增条款，与上文《征求意见稿》第十四条的监管思路一致，即将险资股权投资与非保险投资人股权投资相隔离，起到管控风险的作用。</p>
	<p>第十七条 保险资金投资股权涉及关联关系的，其投资决策和具体执行过程，应当按照关联交易的规定，采取有效措施，防止股东、董事、监事、高级管理人员及其他关联方，利用其特殊地位，通过关联交易或者其他方式侵害保险公司和被保险人利益，不得进行内幕交易和利益输送。</p>	<p>第二十条 保险资金投资股权涉及关联关系的，其投资决策和具体执行过程，应当按照关联交易的规定，采取有效措施，防范操作风险和道德风险，防止股东、董事、监事、高级管理人员及其他关联方，利用其特殊地位，通过关联交易或者其他方式侵害保险公司和被保险人利益，不得进行内幕交易、利益输送和不当他项交易。<u>保险公司董事、监事、高级管理人员和相关投资人员，不得以个人名义或假借他人名义参</u></p>	<p>增加了对保险公司董监高及相关投资人员参与投资的禁止性规定。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
		与此项投资。	
第六章 监督管理	<p>第三十条 保险公司进行重大股权投资，应当向银保监会申请核准，提交以下书面材料：</p> <p>（一）股东大会或者董事会投资决议；</p> <p>（二）主营业务规划、投资规模及业务相关度说明；</p> <p>（三）专业机构提供的财务顾问报告、尽职调查报告和法律意见书；</p> <p>（四）投资可行性报告、合规报告、关联交易说明、后续管理规划及业务整合方案；</p> <p>（五）有关监管部门审核或者主管机关认可的股东资格说明；</p>	<p>第三十三条 保险公司进行重大股权投资，应当向银保监会申请核准，提交以下书面材料：</p> <p>（一）股东大会和董事会投资决议；</p> <p>（二）主营业务规划、投资规模、业务相关度及投资管理方案说明；</p> <p><u>（三）不利情景评估，包括投资资产价格轻度下跌（10%）、中度下跌（25%）、重度下跌（50%）、极端下跌（80%）等情形对公司利润和偿付能力的影响；</u></p> <p>（四）专业机构提供的财务顾问报告、尽职调查报告和法律意见书；</p> <p>（五）投资可行性报告、合规报告、关联交易说明、后续管理规划及业务整合方案；</p> <p>（六）有关监管部门审核或者主管机关认可的股东资格说明；</p> <p>（七）投资团队及其管</p>	<p>增加了“不利情景评估”和“任命或者委派董事、监事、经营管理层或者关键岗位人选的条款”等两项材料为险资重大股权投资应当向银保监会申请核准时提交的书面材料，有利于进一步控制投资决策风险、保持险资在重大股权投资中对标的企业的控制地位。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>(六) 投资团队及其管理经验说明;</p> <p>(七) 附生效条件的投资协议, 特别注明经有关监管机构或者部门核准后生效;</p> <p>(八) 中国保监会规定的其他审慎性内容。</p>	<p>理经验说明;</p> <p>(八) 附生效条件的投资合同(协议), 投资合同(协议) 应当特别注明经有关监管机构或主管部门核准后生效的条款, <u>以及任命或者委派董事、监事、经营管理层或者关键岗位人选的条款。</u></p> <p>(九) 中国银保监会规定的其他审慎性内容。</p>	
		<p><u>第三十四条 中国银保监会根据监管规定及压力测试结果、偿付能力充足率及分类监管评价、资产负债管理监管评价等情况, 对保险公司重大股权投资事项进行审查, 做出予以核准或不予核准的决定。中国银保监会审核期间, 发现存在本办法第十八条或下列情形的, 不予核准:</u></p> <p><u>(一) 偿付能力充足率出现大幅下滑或不足;</u></p> <p><u>(二) 偿付能力分类监管评价、资产负债管理监管综合评级为 D 类;</u></p>	<p>该条规定了银保监会审查保险公司重大股权投资事项的否决因素, 主要是偿付能力方面的因素。其中“资产负债匹配监管评价为 D 类”与保监会于 2018 年 2 月 28 日发布的《保险资产负债管理监管规则(1—5 号)》相对应, 确保保险资金的安全。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
		<p><u>(三) 压力测试结果表明将对保险公司利润或偿付能力充足率及持续经营造成重大不利影响;</u></p> <p><u>(四) 中国银保监会基于审慎监管认为可能对保险公司产生重大影响的其他不利情形。</u></p> <p><u>重大股权投资的股权转让或者退出,应当向</u> <u>中国银保监会报告,说明</u> <u>转让或者退出的理由和方案,并附</u> <u>(大)会和董事会相关</u> <u>决议。</u></p>	
	<p>第三十一条 保险公司进行非重大股权投资和投资基金投资的,应当在签署投资协议后5个工作日内,向中国银保监会报告,除提交本办法第三十条第(三)、(六)、(八)项规定的内容外,还应当提交以下材料:</p>	<p>第三十五条 保险公司进行一般股权投资和股权投资基金投资的,应当在签署投资协议后5个工作日内,向<u>中国保险资产管理业协会股权投资信息报告系统</u>进行报告,除提交本办法第三十三条第一款第(四)、(七)、(九)项规定的内容外,还应当提交以下材料:</p> <p>(一) 董事会或者其授</p>	<p>该条规定了险资一般股权投资需向监管机构和行业协会报告(区别于重大股权投资的核准),体现了未来行业协会在险资投资监管方面将起到重要作用。</p> <p>此外,报告内容增加了投资标的的财务报表,有利于保险公司了解投资标的的财务状况,更好地评估投资风险。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>(一) 董事会或者其授权机构的投资决议；</p> <p>(二) 投资可行性报告、合规报告、关联交易说明、后续管理方案、法律意见书及投资协议或者认购协议；</p> <p>(三) 对投资机构及投资基金的评估报告。</p> <p>中国保监会发现投资行为违反法律法规或者本办法规定的，有权责令保险公司予以改正。</p>	<p>权机构的投资决议；</p> <p>(二) 投资可行性报告、合规报告、关联交易说明、后续管理方案、法律意见书及投资协议或者认购协议；</p> <p>(三) 对投资机构及股权投资基金的评估报告；</p> <p><u>(四) 最近一期经审计的投资标的或股权投资基金的财务报告，新设立的投资标的或股权投资基金除外。</u></p> <p>中国保险资产管理业协会应当妥善保存上述材料，发现上报材料不合规、股权投资行为违反法律法规或者本办法规定的，中国保险资产管理业协会应当及时上报中国银保监会，中国银保监会将视情节给予保险机构行政处罚。</p>	
	<p>第三十二条 保险公司投资企业股权，应当于每季度结束后 15 个工作日内和每</p>	<p>第三十六条 保险公司投资企业股权，应当于每季度结束后 <u>30 个工作日内</u>和每年 4 月 30 日前，分别向中国银保</p>	<p>该条规定延长了季度报告和年度报告的提交期限，明确了行业协会在监管中的辅助作用；将《暂行办法》中的“资产</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>年3月31日前，分别向中国保监会提交季度报告和年度报告，并附以下书面材料：</p> <p>（一）投资情况；</p> <p>（二）资本金运用；</p> <p>（三）资产管理及运作；</p> <p>（四）资产估值；</p> <p>（五）资产质量及主要风险；</p> <p>（六）重大突发事件及处置；</p> <p>（七）中国保监会规定的其他审慎性内容。</p> <p>除上述内容外，年度报告还应当说明投资收益及分配、资产认可及偿付能力、投资能力变化等情况，并附经专业机构审计的相关报告。</p>	<p>监会和<u>中国保险资产管理业协会</u>提交季度报告和年度报告，并附以下书面材料：</p> <p>（一）投资情况；</p> <p>（二）资本金运用情况；</p> <p>（三）资产管理及运作情况；</p> <p><u>（四）每单资产的估值及变动情况；</u></p> <p>（五）资产质量及主要风险；</p> <p>（六）重大突发事件及处置情况；</p> <p>（七）中国银保监会规定的其他审慎性内容。</p> <p>除上述内容外，年度报告还应当说明投资收益及分配、资产认可及偿付能力、投资能力变化等情况，并附经专业机构审计的相关报告。</p>	<p>估值”书面材料细化为“每单资产的估值及变动情况”，细化了具体要求，提高了准备该项书面材料的可操作性。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>第三十三条 投资机构应当于每年3月31日前，就保险资金投资股权投资基金的情况，向中国保监会提交年度报告。</p> <p>第三十四条 托管机构应当于每季度结束后15个工作日内和每年3月31日前，就保险资金投资企业股权和投资基金情况，分别向中国保监会提交季度报告和年度报告，并附以下材料：</p> <p>（一）保险资金投资情况；</p> <p>（二）投资合法合规情况；</p> <p>（三）异常交易及需提请关注事项；</p> <p>（四）资产估值情况；</p>	<p>第三十七条 投资机构应当于每年<u>4月30日</u>前，就保险资金投资股权投资基金的情况，向中国银保监会和中国保险资产管理业协会提交年度报告。</p> <p>第三十八条 托管机构应当于每季度结束后<u>30</u>个工作日内和每年<u>4月30日</u>前，就保险资金投资企业股权和股权投资基金情况，分别向中国银保监会和<u>中国保险资产管理业协会</u>提交季度报告和年度报告，并附以下材料：</p> <p>（一）保险资金投资情况；</p> <p>（二）投资合法合规情况；</p> <p>（三）异常交易及需提请关注事项；</p> <p>（四）资产估值情况；</p> <p>（五）主要风险状况；</p> <p>（六）涉及的关联交易情况；</p> <p>（七）中国银保监会规定的其他审慎性内容。</p>	<p>该条规定延长了季度报告和年度报告的提交期限，明确了行业协会在监管中的辅助作用；并首次设置“保险公司股权投资能力备案”制度。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>(五) 主要风险状况;</p> <p>(六) 涉及的关联交易情况;</p> <p>(七) 中国保监会规定的其他审慎性内容。</p>	<p>第三十九条 中国银保监会制定股权投资能力标准, 保险公司和相关投资机构应当根据规定标准自行评估。中国银保监会将检验并跟踪监测保险公司和相关投资机构的股权投资能力情况。<u>保险公司开展股权投资, 应当向中国银保监会进行股权投资能力备案。</u>中国银保监会对<u>保险公司股权投资业务实行差异化监管, 根据偿付能力充足率及分类监管评价、资产负债管理监管评价等结果, 可以适当调整保险公司的投资比例、相关当事人的资质条件和报送材料等事项。</u>保险资金投资企业股权的相关当事人向中国银保监会报送的相关材料, 应当符合监管规定, 并对材料的真实性负责。</p>	
	<p>第三十六条 中国保监会依法对保险资金投资企</p>	<p>第四十条 中国银保监会依法对保险资金投资企业股权进行现场</p>	<p>《征求意见稿》增加了监管情形, 即资产负债匹配监管评价为 D 类</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>业股权进行现场监管和非现场监管，必要时可以聘请专业机构协助检查。</p> <p>保险公司投资企业股权，出现偿付能力不足、重大经营问题、存在重大投资风险，或者可能对金融体系、金融行业和金融市场产生不利影响的，中国保监会应当采取有关法律法规规定的停止投资业务、限制投资比例、调整投资人员、责令处置股权资产、限制股东分红和高管薪酬等监管措施。……</p>	<p>检查和非现场监管，必要时可以聘请专业机构协助检查。</p> <p>保险公司投资企业股权，出现偿付能力不足、<u>资产负债匹配监管评价为D类</u>、重大经营问题、存在重大投资风险，或者可能对金融体系、金融行业和金融市场产生不利影响的，中国银保监会可以采取有关法律法规规定的停止投资业务、限制投资比例、调整投资人员、责令处置股权资产、限制股东分红和高管薪酬等监管措施。……</p>	<p>(与保监会于2018年2月28日发布的《保险资产负债管理监管规则(1-5号)》相对应)，确保保险资金的安全。</p>
	<p>第三十七条 保险公司高级管理人员、主要业务人员在职期间或者离任后，发现其在该公司工作</p>	<p>第四十一条 保险公司高级管理人员、主要业务人员在职期间或者离任后，发现其在该公司工作期间，违反有关法律、行政法规和本办</p>	<p>(1)除了原来的笼统规定，《征求意见稿》明确了哪些情形会对专业机构进行处罚：</p> <p>1)提交的尽职调查报告、法律意见书等专项</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>期间，违反有关法律、行政法规和本办法规定投资企业股权的，中国保监会将依法追究。</p> <p>投资机构和中介机构参与保险资金投资股权活动，存在违反有关法律、行政法规和本办法规定行为的，中国保监会有权记录其不良行为，并将有关情况通报其监管或者主管部门。情节严重的，中国保监会将责令保险公司停止与该机构的业务，并商有关监管或者主管部门依法给予行政处罚。</p> <p>保险公司不得与列入不良记录名单的投资机构和中介机构发生业务往来。</p>	<p>法规定投资企业股权的，中国银保监会将依法追究。</p> <p>投资机构参与保险资金投资股权活动，存在违反有关法律、行政法规和本办法规定情形的，中国银保监会有权将该投资机构列入不良记录名单，并将有关情况通报其监管部门。情节严重的，中国银保监会将责令保险公司停止与该机构的业务，并商有关监管部门依法给予行政处罚。</p> <p><u>专业机构为保险资金投资股权活动提供投资咨询、法律服务、财务审计和资产评估等服务，存在违反有关法律、行政法规和本办法规定的情形或提交的尽职调查报告、法律意见书等专项报告，未就合规、审计等事项出具完整、明确意见或结论，或者出具意见及结论的依据不准确、不明确，且涉及金额较大或</u></p>	<p>报告，未就合规、审计等事项出具完整、明确意见或结论；</p> <p>2) 或者出具意见及结论的依据不准确、不明确，且涉及金额较大或情节严重的。</p> <p>从上述罚则可看出，对给保险公司提供服务的专业机构提出了更高的要求，更加强调其专业性。</p> <p>(2)《征求意见稿》增加了保险公司与被列入不良记录名单的投资机构及专业机构的业务往来禁止期为3年。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
		<p><u>情节严重的，中国银保监会</u> <u>监会有权将该专业机</u> <u>构列入不良记录名单，</u> <u>并将有关情况通报其</u> <u>主管部门。</u></p> <p>保险公司<u>三年内</u>不得与列入不良记录名单的投资机构和专业机构发生业务往来。</p>	
<p>第七章 附则</p>	<p>第三十九条 保险资金投资境外未上市企业股权，按照《保险资金境外投资管理暂行办法》和中国保监会有关规定执行。保险资金投资境内和境外未上市企业股权及未上市企业股权相关金融产品，投资比例合并计算。</p> <p>保险资金投资基础设施类企业股权，按照本办法有关规定执行。</p> <p>原有关保险资金投资股权规定，与本办法不一致</p>	<p>第四十三条 保险资金投资境外未上市企业股权，或者以外币形式投资中国境内未上市企业股权，<u>按照保险资金境外投资有关规定执行。</u></p> <p>保险资金投资基础设施类企业股权，按照本办法有关规定执行。</p> <p>未经营保险业务的保险集团（控股）公司，其本级自有资金投资的范围和比例，另有规定的从其规定。<u>保险资金投资股权投资计划、保险私募基金另有规定的从其规定。保险公司投资商业银行、信托公司、财务公司等企业的资金性质另有规定</u></p>	<p>(1) 扩大了险资投资的方式，增加了外币形式投资中国境外未上市企业股权；</p> <p>(2) 《暂行办法》明确规定险资投资境外未上市企业，按照《保险资金境外投资管理暂行办法》和保监会有关规则执行；《征求意见稿》笼统的规定险资境外投资按照有关规定执行，我们初步理解，对于险资的境外投资规定可能也会有进一步的修改；</p> <p>(3) 对险资投资商业银行、信托公司及财务公司的情形留有空间。</p>

所属章节	《暂行办法》	《征求意见稿》	植德解读
	<p>的，以本办法规定为准。</p> <p>未经营保险业务的保险集团（控股）公司，其本级自有资金投资的范围和比例，另有规定的从其规定。</p>	<p><u>的从其规定。</u></p>	

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

作者简介



王 伟 合伙人

业务领域：私募基金设立、基金投资、并购、跨境投资、境外发债、区块链

电 话：010-56500983

邮 箱：wei.wang@meritsandtree.com



私募基金管理人合规涉诉风险白皮书（2018）

作者：王伟 金有元

作为专注在私募基金领域的律师，我们见证了从 2006 年《合伙企业法》修订以来私募基金行业的迅猛发展。然而，我们也注意到确实有些私募基金管理人在募集和管理基金时，考虑更多是管理费和 carry（投资回报）而没有注意到风险。巴菲特曾经说过一句话，只有当大潮退去的时候，你才能知道谁在“裸泳”。从诸多基金深陷乐视危机到前海旗隆失联事件，私募基金这一资金高度密集的领域的合规和涉诉的风险也开始凸显。虽然现在中国经济方兴未艾，但是无论是管理人还是 LP 都有必要了解私募基金行业的合规和诉讼风险。

2017 年刚刚过去，我们深感有必要就私募基金行业的合规和涉诉风险进行一个系统的梳理。就此，我们组织了植德律师事务所基金研究中心的十多名律师进行了相应的研究，并简单总结如下

一、私募基金管理人违规情况概况

1. 根据我们在中国证券投资基金业协会官方 App“私募汇”的查询，截至 2017 年 12 月 31 日，已经完成登记的私募基金管理人有 22,392 家，备案的基金有 81,648 只。我们理解，市场上的基金管理人和基金数量一定远高于这些数字，因为还有一些基金管理人和基金没有进行登记和备案。

2. 根据 2017 年 9 月 8 日证监会关于《证监会通报 2017 年私募基金专项检查执法情况》的通告，证监会系统在 2017 年上半年针对 328 家私募机构开展了专项检查，包括私募债券基金 20 家、跨区域私募股权基金 88 家、其他私募证券和股权等各类基金 220 家，共涉及基金 2,651 只，管理规模 1.27 万亿元，占行业总规模的 14.8%。

3. 检查发现

(1) 12 家，也就是 3.66% 的私募机构，涉嫌严重违法违规行为如下：

- 非法集资
- 挪用基金财产
- 向非合格投资者募集资金
- 利用未公开信息获利等

(2) 83 家，也就是 25.3% 的私募机构，存在如下违规问题：

- 未公开宣传推介
- 未对投资者进行风险评估
- 承诺保本保收益
- 证券类结构化基金不符合杠杆率要求
- 基金财产与管理人固有财产或他人财产混同
- 费用列支不符合合同约定
- 基金未托管且未约定纠纷解决
- 未按合同约定进行信息披露
- 未按规定备案基金
- 证券类私募基金从业人员无从业资格等

(3) 190 家，也就是 57.92% 的私募机构，存在如下不规范问题：

- 登记备案信息不准确、更新不及时
- 公司管理制度和合规风控制度不健全或未有效执行
- 公司人员、财务、制度等缺乏独立性

4. 处理结果

(1) 相关证监局对 83 家存在公开宣传推介、承诺保本保收益、未按合同约定进行信息披露等问题的私募机构采取行政监管措施；

(2) 相关证监局对 6 家存在挪用基金财产等严重违规问题的私募机构立案稽查，并对其中 4 家私募机构先行采取行政监管措施；

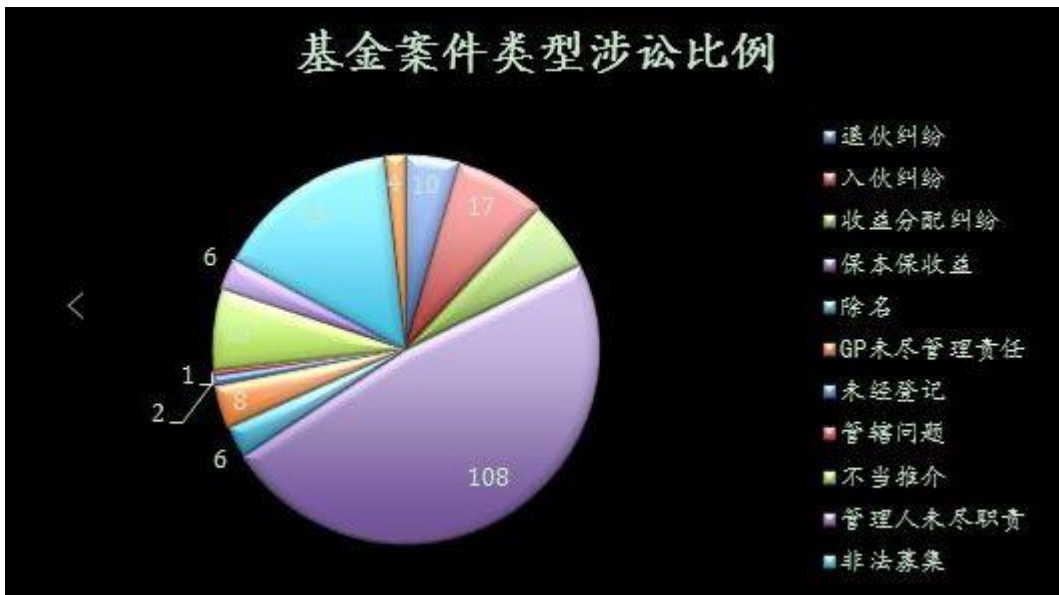
(3) 相关证监局将涉嫌违法犯罪的 8 家私募机构的违法违规线索通报地方政府或移送公安部门，并对其中 6 家机构采取行政监管措施或立案稽查；

(4) 证监会将上述违法违规问题及采取的监管措施记入资本市场诚信档案ii, 并由中国证券投资基金业协会依据自律规则对违法违规行为采取自律管理措施。

二、涉诉风险的概况

1. 通过裁判文书网、威科先行和无讼三个公开数据库, 我们检索了 2016 年及 2017 年私募基金涉诉的案件, 发现共有 225 件与私募基金业务直接相关的诉讼。

2. 就 225 件案件的类型, 我们做了如下的梳理。



案件类型	数量
退伙纠纷	10
入伙纠纷	17
收益分配纠纷	13
保本保收益	108
除名	6
GP 未尽责管理责任	8

未经登记	2
管辖问题	1
不当推介	15
管理人未尽职责	6
非法募集	35
出资纠纷	4

3. 可能有人会觉得 225 件诉讼对于整个私募基金行业占比微不足道，但 225 件其实只是诸多私募基金案件争议中的冰山一角，管理人实际的涉诉风险要严重得多，理由如下：

(1) 很多风险还未暴露

我们理解，私募基金行业的诉讼风险在两种情况下会大规模暴露：一是经济下滑；二是基金清盘，通常来说一个私募股权基金的存续期限是五到七年，但是市场上大批的基金是近三年才成立的，绝大部分基金还未进入清盘期。

(2) 暴露的风险有些已经和解

有的风险暴露后已经和解了，因为管理人通常不愿意与投资人进行诉讼进而面临一个不可测的状态。

(3) 有的争议在举报之后被动和解

尽管管理人有时候并不愿主动和解，但一旦投资人举报后管理人可能会选择和解。我们之前处理过的类似争议也是最后管理人被迫和解。

根据协会出具的报告《责任重于泰山——2016 年投资者投资情况综述》，协会在 2016 年促成调解的案件是 76 件。值得注意的是，这 76 件调解的案件并不包括各地证监局调解的案件。

(4) 有的案件尚在诉讼过程中

我们相信还有大量的案件在诉讼过程中，目前在公开途径中无法查询。

(5) 有的判决信息未公开

尽管各级法院一直在促使判决公开,但是实际中公开的判决仅是所有判决的一部分。

(6) 很多争议约定仲裁作为争议解决方式

根据我们的经验,很多私募基金的争议解决方式会选择仲裁而非诉讼。由于仲裁的保密性,我们无法得知有关基金仲裁的准确数量。

北京仲裁委员会(下称“北仲”)2016年的报告中提及其解决的投资金融类争议案件共有692件,我们推测其中一大部分与私募投资基金有关。值得注意的是,北仲只是中国大陆162家仲裁机构里的一个,所以可以想象每年中国涉及基金仲裁案件数量将是一个非常大的数字。

三、合规风险

私募基金管理人的信义义务。

(1) 在分析合规风险之前,我们先讨论一下私募基金的信义义务。信义义务是英文 fiduciary duty 的中文翻译,这是来源于英美法系中衡平法的概念。通常而言,信义义务分为两个部分,即 duty of diligence (忠实义务) 和 duty of care (注意义务)。忠实义务主观上要求投资人的利益要高于自身的利益。注意义务要求私募基金管理人客观上应当具有相应的技能、经验和敬业程度。

(2) 我们理解信义义务是法官审理私募基金案件时的一个逻辑起点,法官在判断一方有信义义务时,对于整个案件的定性、举证责任的承担或者分配,或者对于违约金金额的确定,将会产生一个比较大的自由裁量权。

(3) 在中国任何一部法律、行政法规中都没有直接提及信义义务。但根据《私募投资基金监督管理暂行办法》(下称“《暂行办法》”)第四条,私募基金管理人应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。这和信义义务的内核一模一样。但是,在中国司法或审判过程中,法官一般不会把部门规章直接引作裁判依据。有鉴于此,2016年7月21日协会公布了《基金合同内容和格式指引》(下

称“《指引》”)。《指引》中明确要求,在基金合同中要写明如下声明与承诺:

私募基金管理人承诺按照恪尽职守,诚实信用,谨慎勤勉的原则管理运用基金财产,以及安全保管基金财产。

就此,2017年7月21日以后,这个条款已经是属于内嵌到标准文本中的一个必要条款,换句话说,信义义务对于每个私募基金管理人都是确定的合同义务。

(4)或许有些管理人依然会觉得,中国民事诉讼的基本原则是“谁主张,谁举证”,如果投资者起诉管理人,投资者如何证明管理人违反了信义义务呢?的确,通常在管理人和投资人之间有巨大的信息不对称,但是每个争议都会有不同的解决方案。对于投资人而言,有一个方案就是举报到证监局或协会,如果投资人在拿到对管理人的书面处罚后去起诉,这个书面处罚在证明管理人违反信义义务方面将起到非常大的作用。

(5)基金可分为募集、投资、管理和退出四个阶段,在不同的阶段私募基金管理人应该承担不同的信义义务。

募集阶段:最基本的一个义务是禁止欺诈。

投资阶段:投资阶段比较重要的义务包括不违反利益冲突义务,谨慎行事义务等。

管理阶段:管理阶段比较重要的义务是公平对待私募财产。根据《暂行办法》第二十三条,私募基金管理人应当公平对待其所管理的不同财产。换句话说,如果一个基金管理人同时管理两个基金A和基金B,其不能通过损害基金A的利益让基金B或让自己获得不当的利益。

此外,在这个阶段还有信息披露义务,即对于协会的信息披露义务以及根据合同约定对投资者的信息披露义务。

退出阶段:退出阶段的一个主要义务是公平交易义务。如果一个投资组合不是通过IPO的形式退出,那么其退出方式或者是回购或者是被收购。这两种情况下,私募基金管理人均应保证交易的对价是公允市值。

四、私募基金管理人的合规风险

1. 私募基金管理人受到证监会和协会的双重监管，因此，我们将从证监会和协会的角度分别讨论私募基金管理人的合规风险。

2. 证监会监管的法规体系

(1) 证监会监管的主要依据是《证券投资基金法》以及《暂行办法》。

(2) 2017年8月30日下午，证监会公布了《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》（下称“《私募条例》”）。《私募条例》对私募基金行业提出了更高的合规要求并且规定了更严格的行政处罚。

(3) 根据《私募条例》第三十六条，国务院证券监督管理机构依法对私募基金管理人、私募基金托管人和私募基金服务机构等开展私募基金业务情况进行监督管理，并有权采取《证券投资基金法》第一百一十三条规定的措施。

(4) 此外，《私募条例》就私募基金管理人的责任做了进一步规定：未按合同投资、未提供必要信息等违反信义义务可致高达一百万或更高的罚款。

公开募集将有更严重的处罚：未办理备案的最高处罚从三万罚款提高到三十万

2. 证监会的现场检查

(1) 证监会自2014年起每年都会组织大规模的私募基金现场检查活动，并且自2016年开始每年都会发布当年上半年的私募基金专项检查执法情况的通报。为了方便大家了解证监会的工作方法，我们简单对比了2016年和2017年的执法情况如下：

	2016	2017	简单结论
被 查 私 募 基 金 管 理 公 司 数 量	305	328	逐渐增加，可预见 2018 被检查的公 司数量应在 300- 400 之间

检查重点	<p>5 个方面</p> <ul style="list-style-type: none"> - 募资行为合规性 - 基金资产安全性 - 信息披露及时性 - 基金杠杆运用情况 - 是否存在侵害投资者权益行为 	<p>6 个方面</p> <ul style="list-style-type: none"> - 证券基金落实《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》情况 - 跨区私募股权基金的关联交易和利益冲突等情况 - 登记备案信息真实完备性 - 资金募集和投资行为合规性 - 基金财产安全性 - 信息披露合规性 	<p>检查的范围越来越广，唯有全方面的合规才有可能应对未来的检查</p>
如何确定检查对象	<p>以风险为导向，同时按照管理规模分层抽取，在保证一定覆盖面的基础上提高针对性</p>	<p>以“问题风险导向”和“双随机抽取”。</p>	<p>预计 2018 年的检查仍然会以问题风险为导向</p>
检查方法	N/A	<p>属地监管原则基础上试点联合检查和跨辖区检查</p>	<p>检查方法日趋严格</p>
严重违法违规行为比例	4/305, 1.31%	12/328, 3.66%	<p>比例不降反升，预计 2018 年会重点检查</p>
违规问题比例	65/305, 21.31%	83/328, 25.30%	<p>比例不降反升，预计 2018 年会重点检查</p>
不规范问题比例	199/305, 65.25%	190/328, 57.92%	

(2) 2017 年被采取行政监管措施的私募机构。

请参见证监会网站。

3. 协会的监管体系

(1) 协会初步建立了以《暂行办法》为基础的“7+2”的监管体系。所谓“2”是两个《指引》。

《内部控制指引》

《基金合同与格式指引》

《内部控制指引》是私募基金管理人做管理人登记最重要的一个依据，而《基金合同指引》把信义义务已经内嵌为一个合同的义务。

(2) 所谓的“7”是指七个《办法》，即

《私募投资基金管理人登记和基金备案办法》

《私募投资基金募集行为管理办法》

《私募投资基金信息披露管理办法》

《基金从业资格考试管理办法（试行）》

《私募投资基金服务业务管理办法（试行）》

《投资顾问管理办法》

《托管业务管理办法》

其中《投资顾问管理办法》、《托管业务管理办法》正在制定过程中。

4. 协会受理投诉

(1) 协会在 2017 年 3 月 3 号发布的《2016 年投资者投诉情况综述》，2016 年全年收到投诉情况是 1454 件，其中涉及私募基金的是 1235 件，可见私募基金是协会中监管的一个主要目标。

序号	被投诉的主要问题	案件数量	投诉产生的原因
1	兑付或者赎回问题	202 件	主要约定投资期限和收益率，隐含

序号	被投诉的主要问题	案件数量	投诉产生的原因
			“保本保底”条款
2	登记备案问题	155 件	私募基金管理人办公地址、实缴资本、产品备案、关联方及分支机构等公示信息与实际情况不相符。一些私募机构还冒用他人名义登记作为本机构的高级管理人员
3	基金募集问题	131 件	一、公开或者变相公开宣传。二、募集资料存在虚假、夸大或其他误导性内容。三、投资者适当性调查问题。四、采用违法募集方式或手段。
4	投资运作问题	129 件	一、信息披露不充分。二、利用投资进行利益输送。三是估值问题。公募基金对停牌股票的估值不准确，影响投资者申购赎回价格。
5	违法违规问题	130 件	有关机构以私募基金为名从事非法集资活动。

5. 私募基金管理人合规自查清单

随着合规的风险越来越大，每个私募基金管理人都有必要定期进行自查。根据我们的相关经验，我们总结了如下的合规自查清单：

- 是否有非法集资行为
- 是否有非法经营证券业务行为
- 是否有挪用基金财产行为
- 是否有向非合格投资者募集资金
- 是否存在利用非公开信息获利的行为
- 是否有公开宣传推介行为
- 是否未对投资者进行风险评估
- 是否有承诺保本保收益
- 如果管理的是证券基金，是否存在证券类结构化基金不符合杠杆率要求

是否存在基金财产与管理人固有财产或他人财产混同的情形

- 是否存在虚构投资项目骗取资金的行为
- 是否存在费用列支不符合合同约定的情形
- 是否存在基金未托管且未约定纠纷解决机制的情形
- 是否存在未按合同约定托管基金财产的行为
- 是否存在投资方向不符合合同约定的情形
- 是否存在未按合同约定进行信息披露的情形
- 是否存在未按规定备案基金的情形
- 是否存在证券类私募基金从业人员无从业资格的情形
- 是否存在登记备案信息不准确的情形
- 是否存在登记备案信息更新不及时的情形
- 是否存在合格投资者管理制度不健全的情形
- 是否存在私募基金风险评级及对投资者的风险识别能力和风险承担能力评估不到位的问题
- 是否存在公司管理制度和合规风控制度不健全或未有效执行的情形
- 是否存在公司人员、财务、制度等缺乏独立性等不规范问题

五、私募基金管理人的涉诉风险

我们从诸多的管理人涉诉案例中总结了如下几种典型的风险,并将在本章中逐一讨论。

1. 保本收益案例 1 之外部保本保收益---(2015)浦民一(民)初字第 43690 号

基本案情

原告俞培泓认购庸恩公司私募基金管理人庸恩公司发行的基金 1000 万元人民币。2015 年 3 月,俞培泓与被告浙嘉公司签订《承诺函》,约定浙嘉公司承诺俞培泓年化收益率不低于 10%,如低于 10%的,浙嘉公司补足。2015 年 10 月 26 日,庸恩公司出具《庸恩高傅量化 1 号基金清算报告》,依据该报告,基金清算后向原告汇入 8,558,332.90 元清算款项。2015 年 10 月 30 日,原告向法院起诉要求被告依据《承诺函》补足差额 2,441,667.10 元。被告辩称,《承诺函》无效,《承诺函》的内容违反《私募投资基金监督管理暂行办法》第 15 条不得向投资者承诺投资本金不受损失或承诺最低收益,无效,属于《中华人民共和国合同法》第

五十二条，有下列情形之一的，合同无效：（五）违反法律、行政法规的强制性规定。

法院判决

本案被告所称的《私募投资基金监督管理暂行办法》的性质为部门规章，并非法律、行政法规且第十五条为管理性规定而非效力性强制性规定。

且第十五条为管理性规定而非效力性强制性规定，该条也仅规定私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益，并未限定第三人为之提供担保，故该承诺函具有法律效力。

《合同法解释二》，合同法第五十二条第（五）项规定的“强制性规定”，是指效力性强制性规定。

《最高人民法院关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见法发[2009]40号》，违反效力性强制规定的，人民法院应当认定合同无效；违反管理性强制规定的，人民法院应当根据具体情形认定其效力。

植德评论

如果某基金中存在第三方提供的保本保收益的安排，其法律后果应从两个角度考虑。从行政监管角度，保本保收益是典型的违规行为，一旦被监管机关发现，有可能被处罚。而从民事诉讼角度而言，我们理解通常法官不会接受类似本案中担保人的抗辩，从保护投资人的角度一般会判决担保有效。

2. 保本收益案例 2 之外部保本---(2015)三中民（商）终字第 15594 号

基本案情

2013 年周丽琴认购了由同鑫汇公司发起设立的基金，周丽琴等人作为 LP 与同鑫汇作为 GP 签署《有限合伙协议》，约定固定年化收益为 10%。中航公司、杭锁亚承诺为投资本金及收益提供保证担保，并出具了《履约回购担保函》。

二审法院判决

合伙协议有效，根据上述合伙协议，周丽琴、田旭、瞿红霞、聂云享受固定收益，

不承担企业风险，即该四人名为金丰中心的合伙人，实际与金丰中心之间是借贷关系。同鑫汇公司是金丰中心的普通合伙人，应当对金丰中心的债务承担无限连带责任。驳回上诉，维持原判。

植德评论

本案中法官的判决逻辑是因为 LP 享受固定收益，不承担企业风险，所以名为合伙，实为借贷。换言之，法官否定合伙的性质而把它定性为借贷。我们经过研究发现全国也有其他法官采用同样的观点。

3. 保本收益案例 3 之外部保本---(2014)济商初字第 140 号

基本案情

韩旭东、创投公司作为有限合伙人与于传伟作为普通合伙人于 2011 年 7 月签署《有限合伙协议》。后韩旭东与于传伟、创投公司签订补充协议约定对基金投资收益韩旭东每年取得其投资额 25% 的收益，无法支付的由于传伟弥补。原告诉称：于传伟应支付收益 213 万元，大工公司对上述付款承担连带清偿责任。协议签订至今虽经多次催要，于传伟分文未付。于传伟以其行为表明不会履行合同，构成预期违约。

法院判决

韩旭东与于传伟、创投公司签订的合伙协议、补充协议均系当事人之间真实意思表示，均合法有效。但是，补充协议约定了韩旭东保底收益，违反了合伙企业法关于风险共担的规定，属于无效条款，但不影响整个补充协议的效力。

植德评论

关于约定保底收益是否会一定违反风险共担而导致无效的问题，我们和法官的理解略有不同，理由如下：

关于前述“合伙协议不得约定将全部利润分配给部分合伙人或者是由部分合伙人承担全部亏损”是不是效力性强制性规定存在不确定性。

约定固定的年化收益是否一定会触发三十三条第二款[1]？如果一个合伙企业每年的年化收益率为 30%，LP 享受固定年化收益 10%，这种情况下似乎不会触发

十三条第二款。

4. 保本收益案例之仲裁案件

基本案情

2014年2月，自然人A与B公司、X基金（有限合伙企业）共同签订了《合伙协议》，约定共同设立X基金。《合伙协议》还约定，X基金应按期向A分配投资收益，并于投资终止日向A返还全部投资本金。2015年1月，C公司向A出具《担保函》，承诺对X基金的还本付息义务承担连带保证责任。

仲裁庭审理认为

X基金已对其向A承担的定期分配收益和投资期满后偿还本金的义务作出明确承诺，B公司、C公司应对前述义务承担连带责任。

仲裁员观点

裁判者可以考察缔约过程、信息沟通情况、当事人理解力等多方面因素，以尽量接近最真实的交易关系。一般而言，若GP通过向LP出具承诺书或类似形式的法律文件，明确承诺投资到期将向LP返还投资本金及收益，则事实上形成了GP作为资产管理人对LP返还出资的义务。同理，在由第三人对到期返还投资本金及收益提供担保的情况下，投资者可以要求第三人承担履行返还投资本金及收益的担保义务。

植德评论

我们初步的结论是，如果基金在募资的时候有明确的保本保收益的安排，大部分的法院和仲裁都倾向于认可保护投资人关于固定收益的要求。因此，对于私募基金管理人或者承担增信的第三方而言，这都是一个巨大的风险。

5. 欺诈案例之一---（2015）沪一中民四（商）终字第1669号

基本案情

柳丽萍与拙远公司就投资华澳信托-郎溪商会大厦投资基金（FOT）项目签订《合伙协议》，约定合伙企业将募集资金直接或间接投资于华澳信托单一资金信托计划为致诚置业发放贷款，柳丽萍认缴出资110万元。2014年3月31日，拙远公

司在其网站中发布变更说明：华澳信托无法作为本项目的机构合作方，委托中国银行股份有限公司作为“郎溪商会大厦”项目资金监管方，为融资方致诚置业发放贷款。

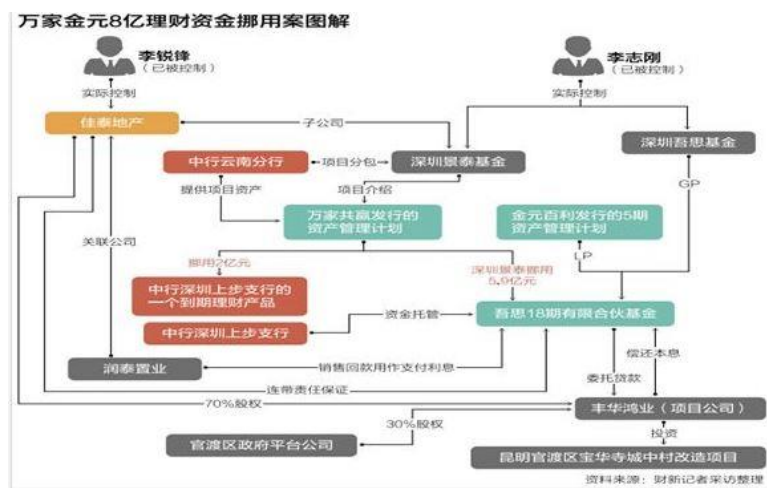
二审法院判决

一方当事人故意告知对方虚假情况，或者故意隐瞒真实情况，诱使对方当事人作出错误意思表示的，可以认定为欺诈行为。拙明中心和拙远公司在未与华澳信托就“郎溪商会大厦项目”进行业务合作的情况下，即与柳丽萍签订系争合伙协议，并以华澳信托-郎溪商会大厦投资基金（FOT）项目名义收取相关款项，属于法律认定的欺诈行为。现柳丽萍据此要求撤销系争合伙协议，拙明中心和拙远公司共同返还 110 万元，具有事实和法律依据，本院予以支持。

植德评论

如果基金管理人在募集的时候有任何触及《私募投资基金募集行为管理办法》第二十四条中规定的募集机构及其从业人员推介私募基金时的红线[2]，在投资人与基金管理人出现纠纷的时候，投资人极有可能以欺诈起诉基金管理人。因此，在募资的时候，基金管理人一定要注意 PPM 以及任何书面或者口头的宣传中均不得触及前述红线。

6. 欺诈案例之二---上海市高级人民法院（2016）沪刑终 42 号



基本案情

2012 年 12 月间，李志刚实际控制、管理的吾思基金作为普通合伙人先后成立吾

思一、二、三期基金。2013年7月间，李志刚与李锐锋再次商议后，成立被告单位吾思十八期，约定投资李锐锋实际控制、经营管理的丰华鸿业名下的宝华寺城中村改造项目(“宝华寺项目”)。2014年2、3月间，吾思基金将无法兑付将到期的吾思一、二、三期的融资本金和收益。李志刚、李锐锋另行设立基金公司，以房地产开发“售房按揭贷款部分受益权转让”项目募集资金。李志刚先后成立景泰基金、景泰一期和景泰二期。2014年3月18日，景泰一期与中国银行云南省分行(“云南中行”)签订了《“接力宝·放款提速计划”售房受益权短期融资业务合作协议》(“《接力宝合作协议》”)。2014年5月下旬，李志刚隐瞒融资的真实用途，以已与银行签订《接力宝合作协议》为诱饵，骗取被害单位万家共赢的信任，与万家共赢签订《深圳景泰一期投资基金合伙企业(有限合伙)合伙协议》、《补充协议》等，约定万家共赢募集资金投资接力宝项目。云南中行于6月10日决定暂停接力宝项目。被告人李志刚、李锐锋在明知云南中行已决定暂停《接力宝合作协议》的情况下，仍以合作接力宝项目为由，催促万家共赢投资。6月13日、18日，万家共赢按合伙协议约定将共计9.699亿元投资接力宝项目的资金划至景泰一期的银行账户。6月17日，李志刚收到云南中行发出的《关于暂停合作协议的告知函》，告知其景泰一期《接力宝合作协议》暂停履行。同年6月18日，万家共赢最后一笔投资款到账后，李志刚即以支付管理费的名义划至景泰基金银行账户1,455万元。6月19日，李志刚、李锐锋将3.36亿余元划入润泰置业银行账户用于偿还吾思一、二、三期的投资本息及李锐锋其他债务；将5.9076亿元划入吾思十八期银行账户，准备提前归还前期募集的投资本息；将291万元以顾问费名义划入李志刚控制的天津吾勉投资管理有限公司(“天津吾勉公司”)银行账户。当晚，在将万家共赢投资款全部划走后，李志刚、李锐锋才以景泰基金的名义，将《关于接力宝·放款提速计划暂停合作及对应处置措施的告知函》以及借款合同等文本以邮件形式发送至万家共赢，告知接力宝项目已被暂停，投资款已全部借给佳泰公司，但仍隐瞒已将钱款用于偿还债务的事实。2014年6月21日晚，被害单位万家共赢向公安机关报案。

二审法院判决

李志刚、李锐锋为偿还到期债务，以与银行签订的接力宝合作协议为诱饵，诱骗被害单位万家共赢与其签订合伙协议，并以此骗取被害单位投资款，后李志刚、李锐锋又将骗得的资金用于归还前债。李志刚、李锐锋主观上具有非法占有的目的，客观上实施了诈骗行为，两人的行为符合合同诈骗罪的构成要件；

虽然吾思十八期属于合伙企业，但其合伙人是具有法人资格的单位，这种联营体实质上是法人的集合体，在分享利益、承担责任与组织决策等方面均不同于自然人之间的合伙。如果这种合伙企业实施了危害社会的行为，体现了单位犯罪中主体的整体性，单位财产、利益、意志的整体性，符合单位犯罪的构成要件，应按单位犯罪追究刑事责任。本案实施诈骗行为的虽是李志刚、李锐锋以景泰基金的名义实施，但吾思十八期参与签订五方《合作协议》为赃款的转移提供了帮助。吾思十八期系该合同诈骗犯罪的共犯；

吾思十八期基金犯合同诈骗罪，判处罚金 1000 万元；

被告人李志刚犯合同诈骗罪，判处无期徒刑，剥夺政治权利终身，并处罚金 500 万元。

植德评论

对于投资人来说，需要更加慎重的选择 GP，否则基金本身亦有刑事风险，如果有罚金，将导致 LP 受到损失。

对于管理人而言，应该注意：募集文件的真实、准确、完整；投资标的与募集文件不一致的时候，及时披露并与投资人沟通，取得同意。

7. 管理人失职案例之一

基本案情

据财新网 2017 年 7 月 31 日报道，上海乐昱创业投资管理中心（有限合伙）（下称“乐昱创投”）的 LP 于 8 月 1 日向法院提交诉状，欲将该基金的 GP/管理人上海海通创世投资管理有限公司（下称“海通创世”）诉上法庭，称其欺诈，案由包括涉嫌虚假宣传、投后管理和风控失责等问题，损害投资人利益。据《21 世纪经济报道》称，从乐昱创投自 2015 年发起成立至今，管理人海通创世始终未向投资者提供约定的可转债凭证或股权质押协议，投资人质疑海通创世未能履责。此外，“海通创世内部人士对《财经》记者透露，当时整套合同模版由乐视移动提供，份额很难拿，‘几乎要抢疯了’。当时，贾跃亭很是强势，乐昱基金并没有太多议价空间”[3]。

植德评论

“整套合同模板由乐视移动提供”——该等表述很容易被原告作为基金管理人没有尽到管理人的注意义务的一个证据。

未对投资人提供约定凭证及协议的行为同样有可能被原告主张为失职。

违反注意义务（未尽谨慎勤勉义务），可能导致：1）管理人被要求赔偿由于故意或过失给企业造成的损失；2）（情节严重时）管理人面临来自证监会的市场禁入处罚。

如果私募基金管理人是国资，那还会有另外一个更严重的问题，这就是 2016 年国务院发布的《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》（下称“63 号文”）。63 号文规定，投资合同协议以及标的公司章程中国有权益保护条款缺失，是明显被追责的情形。

8. 不竞争义务

如果某个管理人作为 GP 发起了三支基金 A、B、C 分别投资汽车行业。如果基金 A 的 LP 与管理人发生争议，那么基金 A 的 LP 有什么诉讼策略呢？

首先看一下《合伙企业法》对于 GP 的不竞争义务的相关规定。第三十二条，合伙人不得自营或者同他人合作经营与本合伙企业相竞争的业务。除合伙协议另有约定或者经全体合伙人一致同意外，合伙人不得同本合伙企业进行交易。合伙人不得从事损害本合伙企业利益的活动。第七十一条，有限合伙人可以自营或者同他人合作经营与本有限合伙企业相竞争的业务；但是，合伙协议另有约定的除外。第九十九条，合伙人违反本法规定或者合伙协议的约定，从事与本合伙企业相竞争的业务或者与本合伙企业进行交易的，该收益归合伙企业所有；给合伙企业或者其他合伙人造成损失的，依法承担赔偿责任。

如果 LP 通过研读前述法规意识到第七十一条只是豁免了 LP，没有豁免 GP。那么 LP 完全有可能以第九十九条起诉 GP。更混乱的是基金 B 与基金 C 的 LP 同样有这样的权利。除非在 LPA 中已经做了特殊约定，否则这种风险是不可避免的。这个问题无论对 GP 和 LP 都至关重要，没有合适的安排设计，GP 在募集其

他基金的时候就会面临这种巨大的风险。

有经验的 LP 一般不会就该等问题给予 GP 没有原则的豁免，通常的安排是约定只有当第一期基金投资完成 80% 以后，才能允许募第二期的基金，而且要 GP 保证在募第二期的基金的时候不能对第一期基金有任何影响。

当然市场还有另外一种解决的机制，就是 GP 和管理人分离架构。市场上一些比较大的私募基金管理人在做基金架构时会有特殊安排，即基金管理人不做任何一个有限合伙制私募基金的 GP，而只做管理人

六、如何规避违规和涉诉的风险

如何应对风险，事实上应分为三个层次，即如何识别风险，如何降低风险，以及如何转移风险。

1. 识别风险

识别风险的前提是意识到自己是信义义务。如果没有这个意识，无论采用哪种方式，内部有多少合规风控人员，都无法把风险降到最低。

2. 降低风险

就如何降低风险，我们有如下三个建议：

(1) 建立符合要求的合规体系，并且真正执行。如果只是建立合规体系没有执行的话，事实上没有意义。

(2) 审慎地决定基金架构。如果在募集一个基金的时候有非合格投资者而导致公司无法上市。这个时候 LP 完全有可能过来起诉 GP 没有尽到信义义务。

(3) 投资的审慎决定。

3. 如何转移风险

尽管大家不愿意承认，但风险是永远存在的。如果不可能消灭的话，我们应该考虑是否有方法可以进行转移。

(1) 补偿条款。可以考虑在 LPA 中约定 GP 或者是管理人因为履行合伙事务或者管理基金而遭受任何损失的话，合伙企业需对此予以补偿。但通常各方会就这个条款进行一系列的限制。

(2) 在开曼的美元基金一般都有一种保险，即投资私募基金管理人的责任保险，由 LP 或者 GP 来买这个保险来应对 GP 潜在的风险。

(3) GP 和管理人相分离。我们和开曼律师工作的时候，曾专门问到在开曼设美元基金的话，能不能把 GP 和管理人作为一个主体，答案是说可以，但是基本没有人这么做。因为在任何一个司法区域的法律下，只要是 GP 就要承担一个无限连带责任。所以通常的一个选择都是要把 GP 和管理人分开，这样的话无论管理几只基金，如果这个基金出问题是不会牵连到管理人身上的。此外，分离架构还有避税的优点。双 GP 或者 GP 和管理人相分离的架构，在合法的范围之内通常可以做到一个比较好的税收筹划。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

[1]: 合伙协议不得约定将全部利润分配给部分合伙人或者是由部分合伙人承担全部亏损。
[2]: (二) 推介材料虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；(四) 夸大或者片面推介基金，违规使用“安全”、“保证”、“承诺”、“保险”、“避险”、“有保障”、“高收益”、“无风险”等可能误导投资人进行风险判断的措辞；(六) 推介或片面节选少于6个月的过往整体业绩或过往基金产品业绩；(八) 采用不具有可比性、公平性、准确性、权威性的数据来源和方法进行业绩比较，任意使用“业绩最佳”、“规模最大”等相关措辞。

[3]: 《乐视债务拖累机构 海通创世涉4.1亿元违约纠纷》

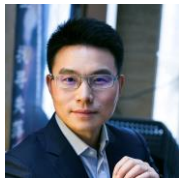
<http://finance.china.com.cn/stock/ssgs/20170729/4329578.shtml>

作者简介



王 伟 合伙人

业务领域：私募基金设立、基金投资、并购、跨境投资、境外发债、区块链
电 话：010-56500983
邮 箱：wei.wang@meritsandtree.com



金有元 合伙人

业务领域：投资基金、投融资并购、证券资本市场
电 话：010-56500986
邮 箱：youyuan.wang@meritsandtree.com



私募股权基金寻求上市公司控制权系列之一 —— 私募股权基金作为发行人控股股东对 IPO 的影响

作者：姜涛 周峰

随着私募股权基金的发展和市场环境的变化，通过控股型投资进行产业整合成为越来越多私募股权基金的发展战略。由于上市公司在资金筹集、支付手段和退出等方面的天然优势，控制上市公司自然成为私募基金进行产业整合的重要手段。取得上市公司控制权的方式有多种，如 IPO、二级市场收购、重大资产重组等。本期拟就私募股权基金作为发行人控股股东对 IPO 的影响进行初步探讨，以期对有此计划的私募基金有所帮助。

一、私募股权基金能否作为发行人的控股股东？

公司法、证券法和主板与创业板的首发管理办法均未对发行人控股股东的类型作出限制性规定，但要求发行人具有稳定性，控股股东与实际控制人的认定要明确。证监会在“三类股东”公司 IPO 审核标准中强调，基于证券法、公司法和首发管理办法的基本要求，公司稳定性、控股股东与实际控制人的明确性是基本条件，为保证拟上市公司的稳定性、确保控股股东履行诚信义务，监管部门要求发行人控股股东、实际控制人、第一大股东不得为“三类股东”，即不得为契约型基金、资管计划、信托计划。因此，我们理解，除了“三类股东”，法律法规未限制私募股权基金作为发行人的控股股东。

从目前已上市的案例来看，发行人控股股东为私募股权基金的案例有：中新赛克（002912），其控股股东为深圳市创新投资集团有限公司；荣信股份（002123），其第一大股东为深圳市深港产学研创业投资有限公司；理工光科（300557），其控股股东为武汉光谷烽火科技创业投资有限公司（2015 年备案为私募基金）；天喻信息（300205），其控股股东为武汉华工创业投资有限责任公司（2015 年备案

为私募基金)。需说明的是,上述案例中发行人的控股股东均为公司制私募基金。

虽然在目前 IPO 的案例中未见合伙制私募股权基金作为控股股东的情形,但存在合伙企业作为发行人控股股东且成功 IPO 的案例[1]。我们理解,合伙制股权基金与公司制股权基金在作为发行人控股股东方面并不存在本质区别,核心在于是否满足监管层对发行人稳定性的要求。

二、私募股权基金实际控制人的认定

对于公司制的基金,实际控制人的认定系依据公司法的规定,通过股东的股权(表决权)比例、对董事会的控制或重大影响方面来认定。

对于有限合伙制的基金,通常情形下,普通合伙人暨执行事务合伙人被认定为有限合伙的实际控制人(在 IPO 项目中,还需要进一步对普通合伙人进行穿透来认定实际控制人)。根据《合伙企业法》的规定,执行事务合伙人执行合伙事务,有限合伙人不得执行合伙事务。执行事务合伙人有权代表合伙企业行使对被投企业的表决权、向被投资企业委派董事等。但合伙协议另有约定时,普通合伙人也存在无法被认定为实际控制人的情形。在 2017 年新潮能源(600777)收购宁波鼎亮汇通股权投资中心(有限合伙) (“鼎亮汇通”)全部合伙财产份额的重大资产重组项目中,虽然鼎亮汇通只有一个普通合伙人西藏国金聚富投资管理有限公司执行合伙事务,但鼎亮汇通的合伙协议约定涉及全体合伙人利益的重大投融资行为需经全体合伙人一致同意方可作出决策,且各合伙人之间未签署一致行动协议或其他可能导致表决一致的协议或文件,故认定鼎亮汇通无实际控制人。

三、私募股权基金作为控股股东需注意的事项

1. 存续期限

为了保持上市公司控制权的稳定性,公司法、首发管理办法、《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》 (“减持新规”) 对控股股东规定了锁定期和减持限制,而私募股权基金设定的存续期限相对较短,监管部门审核时会额外关注私募基金类型的控股股东的存续期限问题。无论公司制私募基金亦或有限合伙制基金,从私募基金管理人的角度而言,都需确保基金存续期限的设置以及延长机制能够

满足监管机构对发行人上市前和上市后稳定性的要求。

2. 基金份额转让

(1) 就 A 股 IPO 审核政策与标准而言，若发行人申报 IPO 之后，一般情况下不得发生股本变动，包括增资、股份转让等，对于间接转让亦存在严格限定[2]，避免出现控制权发生变更、股权不稳定或不清晰、存在股权代持或利益输送等情形。所以，在发行人申报期间，作为控股股东的私募股权基金之管理人，需结合届时的审核政策判断是否同意合伙份额转让。

(2) 另外，发行人的控股股东亦需在招股说明书中作出承诺，自发行人股票上市交易之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其持有的发行人股份，也不由发行人回购其持有的股份；上市后六个月内，如公司股票连续二十个交易日的收盘价均低于发行价，或者上市后六个月期末收盘价低于发行价，持有公司股票的锁定期限自动延长六个月。我们理解，前述不得转让的锁定安排包括不得直接转让和不得间接进行转让。目前证监会并未明确限制，控股股东的股东或合伙人在不影响控制权的前提下不能转让所持股权或合伙份额。但我们理解，不排除届时证监会发行部参考上市部在上市公司定增中采取的措施，要求控股股东（合伙制私募基金）的所有合伙人亦出具承诺，在锁定期内不得转让控股股东份额的情形。

3. 承诺事项及对私募股权基金的影响

(1) 作为发行人的控股股东，需要作出的承诺事项通常包括如下几类：

- a) 关于招股说明书内容真实、准确、完整、及时的承诺
- b) 发行前股东所持股份的股份锁定、延长锁定期的承诺
- c) 持股意向及减持意向
- d) 上市后三年内稳定股价的预案
- e) 关于未履行承诺的约束措施的承诺
- f) 依法承担赔偿责任或者补偿责任的承诺
- g) 针对公司填补回报措施的承诺
- h) 避免同业竞争的承诺
- i) 减少和规范关联交易的承诺

(2) 承诺对私募股权基金的影响

a) 在中新赛克的案例中，控股股东承诺，若其所持发行人股票在锁定期满后两年内减持的，其每年减持股票数量不超过首次公开发行前持有发行人股份的 5%；且自发行人股票上市交易之日起十年内不主动放弃对发行人的控股权。

b) 控股股东增持公司股票方案优先。在中新赛克案例中，控股股东作出承诺，自发行人股票上市交易之日起三年内，出现连续二十个交易日公司股票收盘价均低于发行人上一个会计年度末经审计的每股净资产的情形，在符合《上市公司收购管理办法》等法律、法规的前提下，深创投自二级市场采用集中竞价交易方式增持公司股票。深创投单次增持公司股票数量不超过公司总股本的 2%；在增持过程中，若未出现暂停股价稳定预案的条件，则深创投一直增持公司股票直至总股本的 2% 为止，并在 30 个交易日内实施完毕。在该等情形，需要进一步考虑私募基金作为控股股东是否具备相应的履行承诺的资金能力。

c) 若基金作为控股股东作出该等承诺，可能还会被要求证明，其有能力履行该等承诺。比如，深创投就发行人社保、住房公积金、租赁等瑕疵情况作出了以所持发行人股份以外的财产承担补偿责任的承诺。这对于对资金使用效率有极大要求的私募基金而言，可能会是挑战之一，特别是已处于退出期阶段的基金。

(3) 是否需要实际控制人亦作出相应承诺

根据沪深两地上市规则的规定，控股股东和实际控制人应当承诺：自发行人股票上市之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其直接和间接持有的发行人首次公开发行股票前已发行股份，也不由发行人回购该部分股份。除此之外，在通常存在实际控制人的情形下，实际控制人也会对发行人存在的瑕疵事项承担担保责任。

4. 同业竞争与利益冲突

在一般的 IPO 项目中，控股股东与实际控制人均需要承诺，其及其控制的其他主体与发行人之间不存在同业竞争或不存在利益输送的情形。在以投资为主要业务

的私募基金作为发行人的控股股东的情形，证监会对此问题的关注会更加严格，因为私募基金或其关联方往往会投资同行业的多家公司或被投企业的上下游公司。

在中新赛克的案例中，证监会在反馈问题中要求发行人补充全面披露控股股东深创投和总经理凌东胜所投资的持股比例在 5% 以上，且和发行人同属于信息技术行业的企业名单，披露上述企业和发行人的产品和服务是否存在相同或相似的情形，以及上述企业和发行人在供应商、客户和销售渠道等方面是否存在重合之处。

尽管在中新赛克的案例中，证监会还核查了控股股东与总经理所持 5% 以上的企业是否与发行人存在同业竞争的情形，但我们理解，根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书（2015）》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 28 号——创业板公司招股说明书（2015）》的规定以及历次保代培训记录，就同业竞争的认定范围主要还是限定于控股股东、实际控制人以及其控制的其他企业之间[3]，若私募股权基金作为发行人的控股股东，同时还投资了同行业的其他公司但未构成控制的话，应不构成同业竞争。在中新赛克的案例中，发行人与控股股东投资的部分企业虽属同行业公司，且部分产品存在潜在的竞争关系，但发行人尽量通过论证同业但不竞争的思路解释前述主体之间不存在利益冲突或直接利益冲突[4]，且该等被投资企业不属于深创投控制，故该等被投资企业与发行人之间不构成同业竞争。

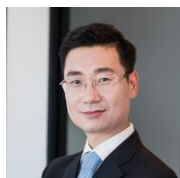
四、结论/建议

我们理解，公司制与合伙制的私募基金成为发行人的控股股东并无实质障碍，但基金存续期限的设定、发行人控股权的稳定性以及相关承诺的履行能力将是 IPO 审核过程中需要私募基金充分论证的事项，以打消监管层的疑虑。因此，私募股权基金从事控股型投资并拟通过 IPO 控制上市公司时，在基金设立和运营过程中要提前就监管层关注的问题进行筹划和准备。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

- [1] 在贝达药业上市时其控股股东系一家非基金类的合伙企业。
- [2] 证监会在怡达股份（300721）IPO的反馈意见中要求发行人说明，在申报后发行人股东的股东或合伙人是否发生变动及其原因，是否存在相关约定及主要内容。在该案例中，间接出资人发生变动的主要原因为国有股无偿划转、个人财务规划以及契约型基金退出，且不存在其他利益安排。
- [3] 根据2011年第2期保代培训，发行人与第二大股东从事相同业务也构成同业竞争。根据2011年第4期保代培训，同业竞争除关注控股股东、实际控制人，还应关注董监高和对发行人影响较大的主要股东（持股5%以上的股东）。根据2012年第4期保代培训，实际控制人直系亲属控制的同行业的公司需要整合。
- [4] 深创投投资的江南天安，其商用密码产品与发行人的网络内容安全产品同属于信息安全行业，但两者的产品在功能和技术实现上有明显不同，发行人与江南天安不存在直接的利益冲突；深创投投资的另外一家公司南京安元，其大数据平台产品与发行人大数据运营产品同属于大数据领域，存在潜在竞争的可能性，但在应用领域存在不同，与南京安元不存在利益冲突。

作者简介



姜 涛 合伙人

业务领域：证券资本市场、投融资并购、投资基金

电 话：021-52533501

邮 箱：tao.jiang@meritsandtree.com



周 峰 合伙人

业务领域：证券资本市场、投资基金

电 话：021-52533532

邮 箱：feng.zhou@meritsandtree.com



私募股权基金寻求上市公司控制权系列之二 ——主动要约收购方式介绍及案例评析

作者：姜涛 周峰

最近两年由于国内股市低迷，上市公司估值相对处于历史低位，通过要约方式收购上市公司，不仅可以以较低的成本快速获取上市公司的控制权用于产业整合，还可以享受股份增值的收益。因此，自 2017 年以来，通过要约方式收购上市公司的案例大幅增长，其中收购方不乏私募股权基金。

一、要约收购市场情况

据不完全统计，2003 年-2016 年，我国资本市场共发生 74 起上市公司要约收购事件，年均仅 5.29 例。2017 年，要约收购数量激增到 15 起，截至 2018 年 7 月，沪深两市合计有 13 起要约收购事件。

近两年要约收购事件增加的主要原因一方面是我国资本市场整体估值下降，另一方面是监管政策变化。自 2016 年以来，监管层陆续发布了借壳新规、再融资新规及减持新政等一系列政策，使通过借壳、非公开发行和二级市场增持的方式获得上市公司控制权的难度有所增加，从而让本来很少被采用的要约收购方式逐渐成为主流。

二、要约收购的流程和规则要点

要约收购分为强制要约收购^[1]和自愿要约收购，自愿要约收购又分为全面要约收购和部分要约收购。全面要约收购是收购方向上市公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约，通常是以终止上市公司的上市地位实现私有化为目的的要约收购行为；部分要约收购是收购方向上市公司所有股东发出收购其所持有的

部分股份的要约,通常是控股股东为了巩固其控制权或非控股股东为了争夺控制权而发出的要约(为争夺控制权而采取的部分要约收购行为也称为“敌意收购”)。如无特别说明,本文所述的要约收购均指收购方为争夺控制权而发出的自愿部分要约收购。

2014年修订后的《上市公司收购管理办法》取消要约收购中的证监会前置审批程序,使要约收购的流程大为简化,监管环节仅为上市公司所在交易所的问询和审核。根据《上市公司收购管理办法》和其他相关规定[2],要约收购的流程如下图所示:



注: R 是指提示性公告之日; T 是指公告要约报告书之日; N 是指要约收购期满之日。

要约收购的规则要点如下表:

规则要点	内容
收购比例	不得低于该上市公司已发行股份的 5%。

规则要点	内容
对价支付方式	现金、证券、现金和证券相结合等合法方式。
要约收购期间上市公司活动限制	<p>1) 收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，上市公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。</p> <p>2) 上市公司董事不得辞职。</p>
要约收购价格	<p>1) 对同一种类股票的要约价格，不得低于要约收购提示性公告日前 6 个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格。</p> <p>2) 要约价格低于提示性公告日前 30 个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的，收购人聘请的财务顾问应当就该种股票前 6 个月的交易情况进行分析，说明是否存在股价被操纵、收购人是否有未披露的一致行动人、收购人前 6 个月取得公司股份是否存在其他支付安排、要约价格的合理性等。</p>
要约收购期限	不得少于 30 日，并不得超过 60 日；但是出现竞争要约的除外。
收购人限制事项	<p>1) 收购人作出公告后至收购期限届满前，不得卖出上市公司的股票，也不得采取要约规定以外的形式和超出要约的条件买入上市公司的股票。</p> <p>2) 收购人需要变更收购要约的，必须及时公告，载明具体变更事项，并通知上市公司。</p> <p>3) 要约收购报告书所披露的基本事实发生重大变化的，收购人应当在该重大变化发生之日起 2 个工作日内作出公告，并通知上市公司。</p>
竞争性要约	<p>1) 收购要约期限届满前 15 日内，收购人不得变更收购要约；但是出现竞争要约的除外。</p> <p>2) 出现竞争要约时，发出初始要约的收购人变更收购要约距初始要约收购期限届满不足 15 日的，应当延长收购期</p>

规则要点	内容
	<p>限，延长后的要约期应当不少于 15 日，不得超过最后一个竞争要约的期满日，并按规定追加履约保证。</p> <p>3) 发出竞争要约的收购人最迟不得晚于初始要约收购期限届满前 15 日发出要约收购的提示性公告。</p>
减持限制	<p>1) 在上市公司收购中，收购人持有的上市公司的股份，在收购完成后 12 个月内不得转让。</p> <p>2) 收购人在上市公司中拥有权益的股份在同一实际控制人控制的不同主体之间进行转让不受前述 12 个月的限制。</p>

三、浙民投要约收购 ST 生化案例介绍

浙民投通过要约收购成功获得 ST 生化控制权被认为是 A 股市场上第一例真正意义上的敌意收购，对于整个 A 股的要约收购具有标志性意义。

收购方杭州浙民投天弘投资合伙企业（有限合伙）（“天弘投资”）是一家由浙江省 8 家民营企业和工银瑞信投资管理有限公司出资设立的浙江民营企业联合投资股份有限公司（“浙民投”）持有 100% 份额的有限合伙企业，被收购方振兴生化股份有限公司（“ST 生化”）是一家主营业务为生产和销售血液制品的上市公司，振兴集团有限公司（“振兴集团”）持有 ST 生化 29.11% 的股权，为 ST 生化第一大股东。在天弘投资发动对 ST 生化的要约收购前，浙民投体系就已经通过集中竞价交易方式持有 ST 生化 2.51% 的股份。2017 年 6 月 27 日，ST 生化公告，天弘投资拟以 36 元/股的价格要约收购 ST 生化 27.49% 的股份，加上浙民投体系之前已持有的股份，收购完成后浙民投体系将持有 ST 生化 29.99% 的股份，成为 ST 生化的第一大股东；如果要约期限届满，预受要约的股份数量未达到本次要约的数量，则本次要约收购自始不生效，浙民投体系之前已持有的股份将在 12 个月内通过集中竞价或大宗交易的方式全部减持。

面对突然来敲门的“野蛮人”，振兴集团为了保住上市公司的控制权，采取了一系列的反收购措施：

1. 公告重大资产重组事宜

ST 生化在发布收购报告书摘要的同时发布了一份重大资产重组停牌公告，以期通过重大资产重组计划提振股民对上市公司股价上涨的预期，以阻止股民向浙民投出售股份。根据《上市公司收购管理办法》，收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，上市公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。深交所在《关注函》中反复询问该重大资产交易的真实性和合规性，ST 生化认为，上市公司是在筹划重大资产重组期间收到收购方的要约收购事项，而不是在收购方作出提示性公告后进行重大资产重组行为。然而 ST 生化的重大资产重组计划仅是拖延战术，在交易所的反复问询下不得不于 2017 年 9 月 21 日公告终止重大资产重组。

2. 法律诉讼

2017 年 9 月 15 日，振兴集团向山西省高院提起诉讼，将天弘投资与 ST 生化共同列为被告，理由为：1）、天弘投资在本次要约收购信息披露中存在未披露的一致行动人；2）、天弘投资用于收购上市公司的资金来源不明；3）、天弘投资在本次要约收购中存在内幕交易及利益输送行为；4）、天弘投资在本次收购前利用资金优势打压上市公司股价。就上述问题，收购方财务顾问和律师一一进行核查后向交易所进行了回复，法律诉讼也没有起到实际的效果，ST 生化于 2017 年 11 月 2 日公布诉讼被驳回。天弘投资于当日公告了要约收购报告书，给予了股民 33 天的收购期限，最后的截止日期为 2017 年 12 月 5 日。

2017 年 11 月 29 日，ST 生化发布公告，振兴集团将 18.57% 的股份以每股 43.2 元的价格转让给佳兆业子公司航运健康，将剩余 4.04% 的股份以抵偿债权的方式转让给信达深圳；同时，信达深圳又将所获得的 4.04% 的股份表决权委托给航运健康，期限为 1 年。在转让完成后，航运健康可以控制的表决权比例达到 22.61%，在天弘投资收购完成前成为 ST 生化第一大股东。佳兆业受让股份的价格要比天弘投资的要约价格高了 20%。公告当天就有接近 70% 的股东撤回预受要约，而此时距要约期限届满已不足 15 日，天弘投资已经无法在要约条件上进行还击。

然而最终，截止到 12 月 5 日，天弘投资要约收购 ST 生化的预受要约股份数量

远超要约收购的数量，天弘投资的要约收购成功，浙民投体系控制了 ST 生化 29.99% 的股权，成为了 ST 生化第一大股东。

四、案例评析

1. 浙民投为何选择 ST 生化作为要约收购的目标？

收购方要约收购的目的无非是希望以最低的成本取得上市公司控制权，通过改善公司治理和经营情况获取股份增值的收益，或者通过上市公司作为未来产业整合的平台，因此收购方通常会选择存在以下情况的上市公司作为要约收购的目标：1)、价值存在低估；2)、股权较为分散；3) 公司治理或经营管理存在问题；4)、大股东资金实力不强。

ST 生化主营为血液制品的研发、生产与销售，血制品行业具有高景气和高成长性，同行业中，上海莱士、华兰生物等公司均受到投资者追捧，而 ST 生化却因公司治理问题，业绩和估值长期得不到体现。要约收购前 ST 生化的第一大股东振兴集团持股比例为 22.61%，持股比例不高，其他股东的股权比例也很分散。根据公开披露的信息，要约收购前振兴集团已经将其全部股份进行质押，本身债务负担沉重，资金实力不强。在此情况下，浙民投有机会以相对较低的成本获取 ST 生化的控制权，而振兴集团因为自身资金实力有限很难通过增持股份或竞争要约的方式进行反击。

2. 收购方如何规避反收购措施？

作为敌意收购方，在发起要约收购后必将招致上市公司和大股东激烈的反抗，运用各种反收购措施避免被收购。在本案中，振兴集团便先后祭出重大资产重组计划、法律诉讼、举报和寻找白衣骑士的手段阻止浙民投的要约收购。虽然这些手段最终没能阻止本次收购，但却对收购进程构成了很大的障碍，尤其是白衣骑士佳兆业的出现，一度使股民撤回了接近 70% 的预受要约，而根据规则，浙民投此时已经无法通过改变要约条件进行反击，可谓命悬一线。

除了本案中运用的反收购手段，上市公司和大股东通常还会运用诸如“修改公司章程”、“毒丸”、“降落伞”等等其他的反收购手段，因此收购方需要提前对收购目

标和大股东做好充分、详细的调查和了解，分析和预判对方可能存在的反收购措施，并且在整个收购过程中合法合规地履行信息披露义务和防止内幕交易等。

3. 要约收购的主要风险有哪些？

要约收购的最大风险是其具有非常大的不确定性，要约收购的价格是要约收购成功与否的关键因素。本案中，浙民投要约收购的价格为 36 元/股，溢价率为 17.34%。由于振兴集团和浙民投收购完成后的持股比例相差不多，如果振兴集团以高于 36 元/股进行增持或竞争要约，浙民投必须作好进攻和撤退的两手准备。根据《收购报告书》，浙民投不排除会根据市场情况、进一步巩固控制权目的及/或自身战略安排等原因继续增持 ST 生化股份的可能，此为进；同时披露，如果要约期限届满，预受要约的股份数量未达到本次要约的数量，则本次要约收购自始不生效，浙民投体系之前已持有的股份将在 12 个月内通过集中竞价或大宗交易的方式全部减持，此为退。进则双方进入血拼的肉搏战，进攻不成，浙民投体系可在股价上涨过程中将其已持有的 2.51% 的股份顺势出售对冲风险，同时也是对股民的心理震慑，可谓进中可退、退中有进。

即使要约收购成功，收购方成为上市公司第一大股东，在和原大股东股份比例相差不多的情况下，能否顺利改选或接管公司原来的管理团队，化敌为友，还会面临较多挑战。我们不妨设想一下，即使浙民投成功完成要约收购，如果达到 3% 股份的小股东通过表决权委托等方式与第二大股站在同一阵线，浙民投在不增持的情况下，仍然无法取得上市公司控制权。

4. 要约收购中的审核要点

在本案及其他要约收购案例中，交易所关注函中重点对收购方的最终出资方、融资方式进行了问询，如果融资方式为借款，需要披露借款的具体内容和后续还款计划；如果融资方式存在对外募集行为的，需要披露是否存在结构化安排以及是否符合金融监管规定。

交易所上述问题的核心在于维持上市公司的稳定性，如果收购方存在巨大的还款压力，可能会影响上市公司的稳定和长期健康发展。对于私募股权基金而言，资金系募集而来，不同的出资人对资金的退出时间、收益保障方式的诉求和上市公

司对控股股东稳定性的要求存在一定程度的背离。资管新规出台后，对私募基金的结构化、杠杆比例和保底收益等均进行了严格的规定，私募基金拟通过要约收购上市公司的，还需要在基金设立的方案设计上未雨绸缪，以便能顺利通过监管机构的审核。

五、结论

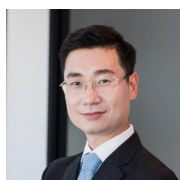
市场化的要约收购具有公平、公正、公开的特点，中小投资者享有与大股东相同的出售股份获取投资收益的权利，更能体现市场的公平性，因此，在当前资本市场的大环境下，通过要约收购的方式获取上市公司控制权越来越成为收购方和监管部门青睐的方式。然而，由于要约收购存在巨大的不确定性，私募股权基金拟通过该方式获取上市公司控制权的，需要在基金结构设计、对收购目标的调查、收购过程中的合法合规进行周密的安排和部署。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

[1] 强制要约收购是指按照法律法规要求，强制触发要约收购的情形。如通过证券交易所的证券交易或协议转让，收购人持有有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行。

[2] 在上交所进行的要约收购主要根据《上市公司收购管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第17号——要约收购报告书(2014年修订)》、《上海证券交易所股票上市规则》等规定进行操作；而在深交所，除根据《上市公司收购管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第17号——要约收购报告书(2014年修订)》外，还需遵循深交所出台的《上市公司要约收购业务指引（2016年修订）》的规定。本流程图以深交所上市公司为例。

作者简介



姜 涛 合伙人

业务领域：证券资本市场、投融资并购、投资基金

电 话：021-52533501

邮 箱：tao.jiang@meritsandtree.com



周 峰 合伙人

业务领域：证券资本市场、投资基金

电 话：021-52533532

邮 箱：feng.zhou@meritsandtree.com

北京植德律师事务所基金团队成员



王伟 北京植德律师事务所 合伙人

业务领域：区块链、基金、并购

毕业院校：北京大学

联系方式：1391 079 2757

E-mail: wei.wang@meritsandtree.com



姜涛 北京植德律师事务所 合伙人

业务领域：证券资本市场、投融资并购、投资基金

毕业院校：复旦大学

联系方式：139 1770 2524

E-mail: tao.jiang@meritsandtree.com



柯湘 北京植德律师事务所 合伙人

业务领域：区块链、基金、并购

毕业院校：北京大学

联系方式：1391 001 9377

E-mail: xiang.ke@meritsandtree.com



曾雯雯 北京植德律师事务所 合伙人

业务领域：投资基金、区块链、娱乐法

毕业院校：哈佛大学 北京大学

联系方式：1550 104 7466

E-mail: wenwen.zeng@meritsandtree.com



周峰 北京植德律师事务所 合伙人

业务领域：证券资本市场、投资基金

毕业院校：华东政法大学 吉林大学

联系方式：187 2188 0210

E-mail: feng.zhou@meritsandtree.com

北京植德律师事务所基金项目业绩

植德在基金项目方面不断探索并积累了丰富的经验。植德以其在这些项目的结构设计以及全程服务中表现出的专业性和创造性，有效地维护了客户的权益，受到了客户的高度评价。以下是植德及其律师在基金项目方面的部分业绩：

1. 基金设立、募集与合规业务

- 为 3500 亿国企结构调整基金投资中信产业投资基金提供法律服务
- 为中国电子设立 100 亿元基金提供法律服务
- 代表中电数据设立 30 亿元中电健康医疗大数据基金
- 为中信资本设立 30 亿元特殊机构投资基金（不良资产）提供法律服务
- 代表全球领先的企业、商业和信托服务供应商 Intertrust 子公司上海浩富浩信申请私募基金服务机构的登记
- 代表德意志银行申请 QDLP 私募投资基金管理人登记及 QDLP 的基金备案
- 代表 PIMCO 申请 QDLP 私募投资基金管理人登记
- 代表 AXA 申请 QDLP 私募投资基金管理人登记
- 代表三一重工设立明照基金
- 为鼎晖旗下不良资产投资平台鼎一基金设立提供法律服务
- 为军方背景之中军金控设立基金提供法律服务

2. 私募基金管理人登记及变更业务

- 睿富（上海）海外投资基金管理有限公司（德意志银行下设的 QDLP）
- 国信国投基金管理（北京）有限公司
- 中材国信投（天津）投资管理有限公司
- 中电数融投资管理（杭州）有限公司
- 中军投资管理（珠海）有限公司
- 陆家嘴（浙江）资产管理有限公司
- 北京融汇天使投资管理有限公司
- 宁波丰厚互联投资管理有限公司

- 深圳市人民金台股权投资有限公司
- 中核全联投资基金管理（北京）有限公司
- 中军资产管理（珠海）有限公司

王伟律师作为北京植德律师事务所投资基金领域的领军律师，曾带领该所获得“2018 年 Legal Band 中国顶级律所排行榜 投资基金领域：第一梯队”的荣誉，其本人获得“2018 年 Legal Band 中国顶级律师排行榜 投资基金领域：第二梯队”及“2018 年 Legal Band 特别推荐榜 新经济领域 Top 10 律师”的荣誉。此外，王伟律师多次受中国证券投资基金业协会、北京房山基金小镇邀请出席研讨会、交流会等活动。

北京植德律师事务所基金项目服务范围

1. 基金设立、募集与合规业务

- 基金设立方案及法律架构之设计、论证；
- 起草基金设立的核心法律文件；
- 审阅、修改基金组建过程中与相关第三方之间的协议。
- 起草风险揭示书、投资者问卷调查等基金募集所需的法律文件；
- 协助准备基金工商登记注册过程中需要报送的法律文件；
- 协助完成基金在中国证券投资基金业协会的备案；
- 为基金的后续募集提供法律服务。

2. 私募基金管理人登记及变更业务

- 对客户进行法律尽职调查，提出相应的整改意见；
- 起草私募基金管理人的风险管理及内部控制制度；
- 为客户起草私募基金管理人登记法律意见书及相关说明函及承诺函；
- 为客户出具私募基金管理人登记法律意见书以及中国证券投资基金业协会反馈后的补充法律意见书；
- 就客户私募基金管理人登记之目的，处理客户的其他相关法律事务。

3. 私募基金管理人常年法律服务

- 就管理人及基金业务活动和经营管理过程中的各类法律问题提供法律咨询服务；
- 就管理人及基金业务合规及风险控制提供法律建议；
- 草拟、修改、审查各类合同（基金合同及投资交易文件除外）、协议、意向书及其他法律文书；
- 代表管理人及基金处理交办的其他法律事务。