

私募基金合规观察 2020—2021

北京卓纬律师事务所



卓纬律师事务所
CHANCE BRIDGE LAW FIRM

目录

contents

☞ 本报告简称列表	5
☞ 引言	6
☞ 第一部分 监管趋势浅析	7
一、立法动态	7
二、监管与处罚情况汇总分析	8
(一) 中基协	8
(二) 证监会	10
☞ 第二部分 重点关注问题分析及建议	12
一、进一步明确及严格管理人登记及产品备案要求	12
(一) 规范名称、经营范围等登记事项	12
(二) 对不符合条件或存在违规的私募基金管理人申请机构中止办理或不予登 记	12
(三) 明确私募基金产品备案范围	13
(四) 进一步申明私募基金产品备案合规要求	14
(五) 强化法律责任	14
二、投资者保护与投资者适当性要求	14
(一) 19年《证券法》新设“投资者保护”专章及针对性惩罚措施	14

目录

contents

(二) 《证券期货投资者适当性管理办法》新增针对违反投资者适当性管理行为的惩罚措施.....	15
(三) 《九民纪要》《新证券虚假陈述若干规定》对投资者保护原则的落实.....	16
(四) 《监管规定》强调私募基金应当向合格投资者非公开募集.....	18
(五) 《备案须知》对投资者适当性管理和公平原则的细化.....	19
(六) 相关案例.....	19
三、禁止刚性兑付及强调基金性质	21
(一) 《资管新规》首次明确规定刚性兑付行为	22
(二) 《监管规定》明确保本保收益表现形式及相关处罚.....	22
(三) 《备案须知》扩大不得作出刚性兑付承诺的主体范围	22
(四) 《九民纪要》对刚性兑付予以正面回应.....	23
四、规范关联交易及禁止违规“自融”	24
(一) 《备案须知》及《监管规定》就私募基金关联交易的规范化提出了新要求.	24
(二) “自融”的定义及《监管规定》有关“自融”的禁止性规定.....	25
(三) 相关案例.....	26
五、进一步规范信息披露	27
(一) 《披露办法》明确了信息披露义务人向投资者进行信息披露的具体要求.....	27
(二) 《备案须知》在《披露办法》的基础上就信息披露重点问题进行了规范.....	29
(三) 《报送通知》就建立健全信息报送常态化审核机制提出了具体要求.....	29
(四) 关于“信息披露义务”的分析.....	30
(五) 相关案例.....	31

☑ 第三部分 私募基金与反垄断 33

一、私募基金与反垄断概述	33
(一) 私募基金与经营者集中	33
(二) 经营者集中及申报标准	33
二、私募基金反垄断申报实务问题	35
(一) 私募基金的营业额如何计算?	35
(二) 以财务投资为目的而未获得控股权是否需要申报?	36
(三) 单 GP、CO-GP 等不同模式下私募基金的控制权如何认定?	36
(四) 股权项目投后阶段是否无需再关注经营者集中申报?	37
(五) 未依法申报的法律后果如何?	38
三、股权投资监管趋势	38
(一) 处罚数量显著增加	38
(二) 对于相关的违法违规行为处罚力度更大, 并且追溯时间不受限制	39
(三) 被处罚的投资者偏向于长期投资、积极股东	40
四、合规建议	40
(一) 建立私募基金各环节的反垄断合规审查制度	40
(二) 定期开展私募基金与反垄断领域合规培训	41
(三) 定期制作公布反垄断合规报告	41

☑ 编写组成员 42

本报告简称列表

简称	全称
证监会	中国证券监督管理委员会
中基协、协会	中国证券投资基金业协会
最高法	最高人民法院
19年《证券法》或《证券法》	《中华人民共和国证券法》(2019年修订)
《基金法》	《中华人民共和国证券投资基金法》
《信托法》	《中华人民共和国信托法》
《监管规定》	《关于加强私募投资基金监管的若干规定》 (中国证券监督管理委员会公告〔2020〕71号)
《命名指引》	《私募投资基金命名指引》
《备案须知》	《私募投资基金备案须知(2019版)》
《披露办法》	《私募投资基金信息披露管理办法》
《报送通知》	《关于加强私募基金信息报送自律管理与 优化行业服务的通知》
《资管新规》	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》 (银发〔2018〕106号)
《九民纪要》	《全国法院民商事审判工作会议纪要》(法〔2019〕254号)
《新证券虚假陈述若干规定》	《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿 案件的若干规定》(法释〔2022〕2号)
《反垄断法》	《中华人民共和国反垄断法》
《反垄断法修正草案》	《中华人民共和国反垄断法(修正草案)》
GP	普通合伙人
LP	有限合伙人

引言

近些年来，私募基金在我国快速发展，在增加直接融资、促进创新资本形成、支持科技创新和产业结构调整等多方面发挥了重要作用。中基协公布数据显示，截至 2022 年 1 月末，已登记存续私募基金管理人 24646 家，存续私募基金 126916 只，存续基金规模 20.28 万亿元，历史首次突破 20 万亿大关。¹

2019 年以来，全国人民代表大会常务委员会、证监会、最高法、中基协等机构发布了一系列规范性文件（如下表所示），从法律、行政规章和自律性规定等各个层级，完善了私募基金的合规监管法规体系，也昭示着不断加强监管的风向。

法律法规名称	颁布主体	效力等级	生效时间
19 年《证券法》	全国人民代表大会常务委员会	法律	2020-03-01
《证券期货投资者适当性管理办法》	证监会	规章	2020-10-30
《监管规定》	证监会	规章	2020-12-30
《证券市场禁入规定》（中国证券监督管理委员会令第 185 号）	证监会	规章	2021-07-19
《命名指引》	中基协	自律性规定	2019-01-01
《备案须知》	中基协	自律性规定	2019-12-23
《披露办法》	中基协	自律性规定	2019-12-22
《报送通知》	中基协	自律性规定	2021-02-09
《新证券虚假陈述若干规定》	最高法	司法解释	2022-01-21

随着监管规则体系的完善，证监会及中基协针对私募基金从业机构及人员采取的行政处罚、自律监管措施也呈不断加强的趋势，通过对各个阶段出现的违法违规行为进行及时纠正和处罚，进一步推动及引导行业从业者的“扶优去劣”。

此外，自 2020 年末中央政治局会议以及 2021 年两会政府工作报告中首次提出强化反垄断和防止资本无序扩张以来，反垄断相关部门也加强了对私募基金领域反垄断的关注，对私募基金募投管退环节中出现的反垄断问题也愈发成为关注焦点。

本观察立足于私募基金行业的最新立法动态、监管关注重点等问题，并首次聚焦私募基金投资与反垄断问题，分析探讨监管风向，以期为私募基金从业机构及人员提供合规参考。

¹ 参见北广投资管：私募基金总规模突破 20 万亿，行业强化监管趋势未变——周报（2 月第三周），<https://mp.weixin.qq.com/s/wx-ExL0zc0eGkw7p-oY-Qw>，访问日期 2022 年 3 月 17 日。

第一部分 监管趋势浅析

一、立法动态

近些年来，多项法规、监管规则的修订或出台，使私募基金合规监管范围不断扩大，并在此前监管原则的基础上，持续细化具体监管要求及行为指引，如关于私募基金管理人及产品工商登记事项、登记或备案要求、信息披露义务等都有了更为直接的规范要求；同时《证券期货投资者适当性管理办法》及《监管规定》等文件皆升级了对违法违规行为的惩罚措施，并吸收了限制业务活动等多种新增监管措施。

继中基协此前出台的多个自律性规定，证监会于2020年12月发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，通过重申和细化私募基金监管的底线要求，旨在让私募行业真正回归“私募”和“投资”的本源，推动优胜劣汰的良性循环，促进行业规范可持续发展，在“规范私募基金管理人名称、经营范围和业务范围”“优化集团化私募基金管理人监管”“重申细化非公开募集和合格投资者要求”“明确私募基金财产投资要求”“强化私募基金管理人及从业人员等主体规范要求”“明确法律责任和过渡期安排”等方面进一步细化了《私募投资基金监督管理暂行办法》等文件的监管要求，对从业机构及人员提出了更多更为细节的规范要求，并再次强调了私募基金“非公开募集”以及投资活动“利益共享、风险共担”的本质。

2019年，《证券法》大幅修订了第十三章“法律责任”，升级了对擅自或变相公开发行证券、承销或销售擅自或变相公开发行的证券、违反投资者适当性管理等违法违规证券交易行为的惩罚措施。不仅大幅提高了罚款限额，还引入了暂停或者撤销相关业务许可、撤销任职资格或者证券从业资格等新的处罚措施。

而2020年修订的《证券期货投资者适当性管理办法》不仅对于违法的经营机构取消了处罚程度较轻的“责令参加培训”的监管措施，还对存在较大风险或者风险隐患的、违法的证券公司、期货公司增加了新的监管措施，包括：限制业务活动，责令暂停部分业务，停止核准新业务；限制分配红利，限制向董事、监事、高级管理人员支付报酬、提供福利；限制转让财产或者在财产上设定其他权利；责令更换董事、监事、高级管理人员或者限制其权利；撤销有关业务许可；认定负有责任的董事、监事、高级管理人员为不适当人选；责令负有责任的股东转让股权，限制负有责任的股东行使股东权利等。

《监管规定》亦强调了中国证监会及其派出机构应依法从严监管私募基金管理人及从业人员等主体从事私募基金业务，严厉打击各类违法违规行为。对违反规定从事私募基金业务的，综合运用行业自律管理、行政监管处罚、司法刑事追诉等多种手段追究相关机构和人员的法律责任。

此外，根据《证券市场禁入规定》，对于违法违规情节严重的私募投资基金管理人、私募投资基金托管人、私募投资基金销售机构及其他私募服务机构的董事、监事、高级管理人员、工作人员，私募投资管理人的股东、实际控制人、合伙人、负责人，授权执法单位可以根据情节严重的程度，采取证券市场禁入措施。

二、监管与处罚情况汇总分析

我们对 2020 年、2021 年度中基协和证监会就机构及个人各自作出的自律管理措施和行政监管措施的整理如下：

（一）中基协

1. 2020 年度

据我们统计，2020 年度，中基协累计就 10 家机构和 24 名个人采取了自律管理措施。在针对机构的自律管理措施方面，被取消会员资格的案例占比最大（占 45%），其次是暂停受理私募基金备案（占 25%）及撤销私募基金管理人登记（占 20%），限期及责令改正占比最小（占 10%），详见图 1。

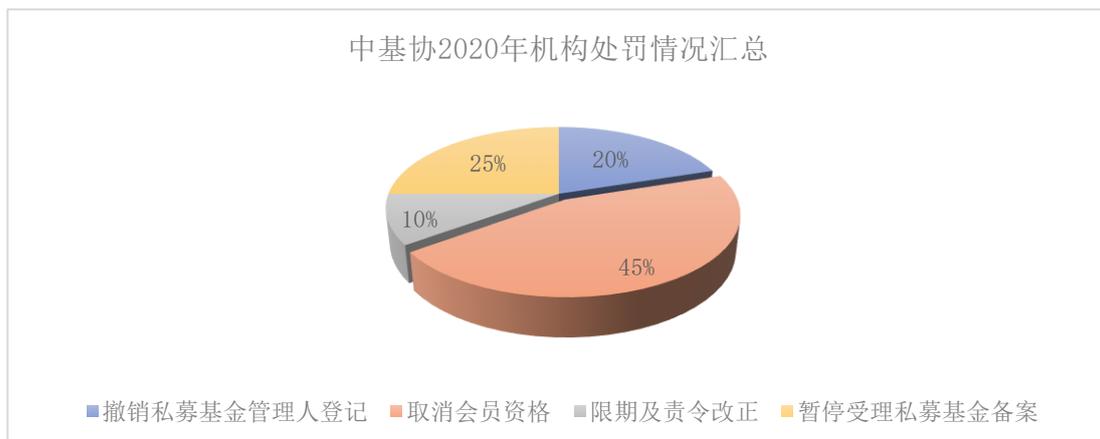


图 1

在针对个人的自律管理措施方面，所采取的措施以加入黑名单（三年至终身）为主（占82%），其次为取消基金从业资格（占11%），要求参加强制培训的比例最小（占7%），详见图2。

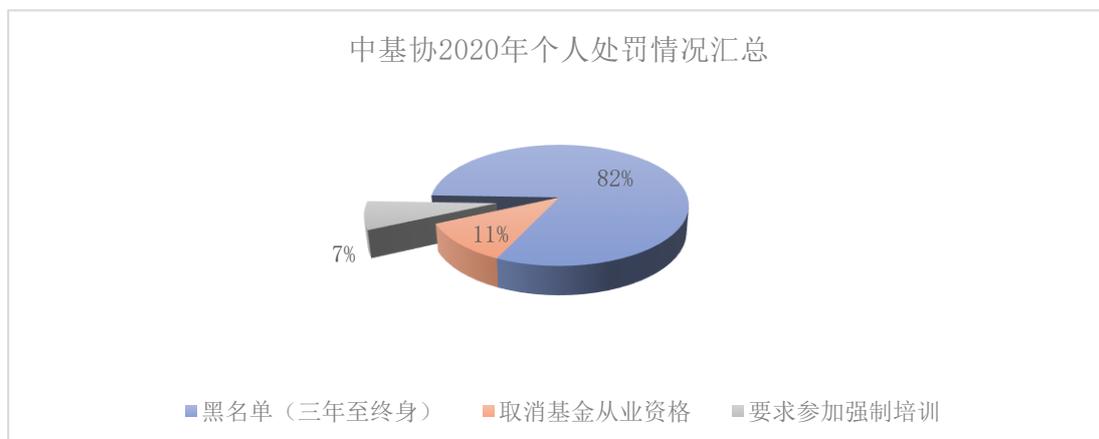


图 2

这些案例中，触发自律管理措施的事由共涉及 17 个大类，主要触发事由包括：向投资者承诺投资本金不受损失或最低收益、未按规定向协会报告重大事项、产品募集完毕后未按规定向协会备案、未在基金合同和募集说明书中明确披露关联交易事项、向不特定投资者公开宣传推介私募产品等。

2. 2021 年度

据我们统计，2021 年度，中基协累计就 45 家机构和 10 名个人采取了自律管理措施。在针对机构的自律管理措施方面，采取的自律管理措施以暂停受理私募基金备案为主（占51%），其次为限期及责令改正（29%）和取消会员资格（占16%），撤销私募基金管理人登记（占4%）占比最小，详见图3。

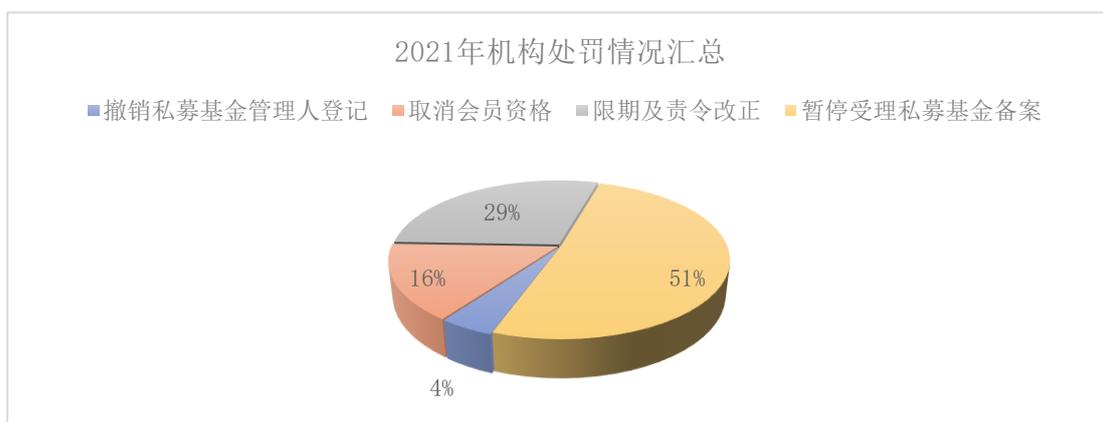


图 3

在针对个人的自律管理措施方面，在采取的自律管理措施中，要求参加强制培训占据了绝大部分比例（占70%），其余为纳入黑名单（占10%）、取消基金从业资格（占10%）和公

开谴责（占 10%），详见图 4。



图 4

以上案例触发自律管理措施的事由共涉及 43 个大类，主要触发事由包括：向投资者承诺投资本金不受损失或最低收益、违反投资者适当性管理要求、未按规定向协会报告重大事项及更新信息及未积极配合协会调查工作等。

3. 总结

从以上数据可以看出，自 2020 年以来，由于监管措施的规制范围灵活化、启动门槛的下降，触发监管措施的事由从 2020 年的 17 大类骤升至 2021 年的 43 大类。其中，管理人依法依规登记及产品备案、投资者适当性要求、规范信息披露、禁止刚性兑付等事项受到中基协重点关注。

（二）证监会

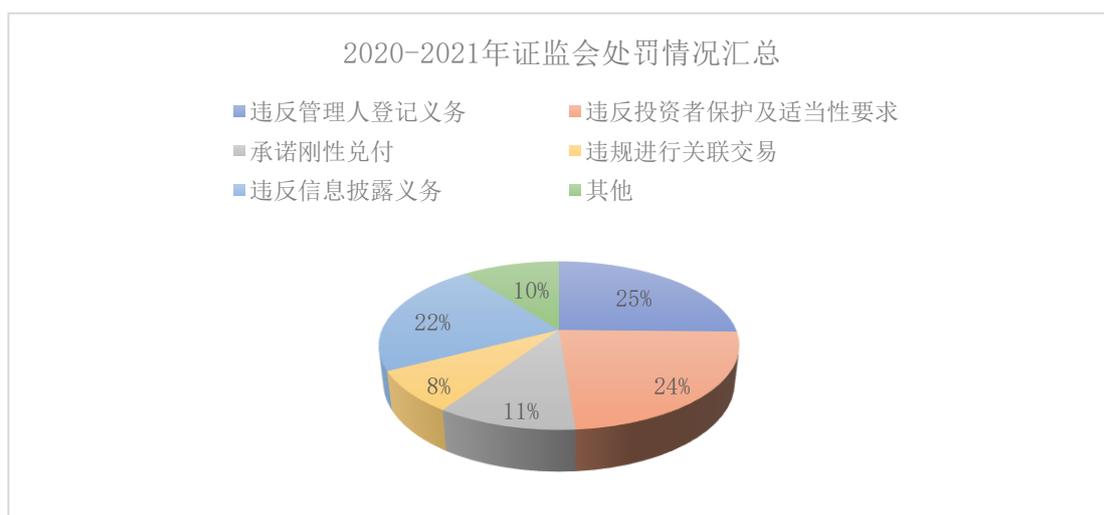


图 5

据我们统计，2020 至 2021 年间，证监会及其派出机构共采取行政监管措施、市场禁入措施及作出行政处罚决定 392 例，其所依据的事由主要有：违反管理人登记及产品备案要求

(165 例)、违反投资者保护与投资者适当性要求 (153 例)、违反信息披露义务 (145 例)、承诺刚性兑付 (69 例)、进行关联交易 (52 例) 及其他事由 (68 例), 详见图 5。

与 2020 年相比, 2021 年的证监会处罚案例数量增幅巨大, 由 140 例陡增至 252 例, 并且各主要处罚事由均有所增长, 详见图 6。其中, 违反管理人登记义务、违反信息披露义务、违反投资者保护及适当性要求等违法违规行为的增幅相对显著, 体现了监管重点的变化。

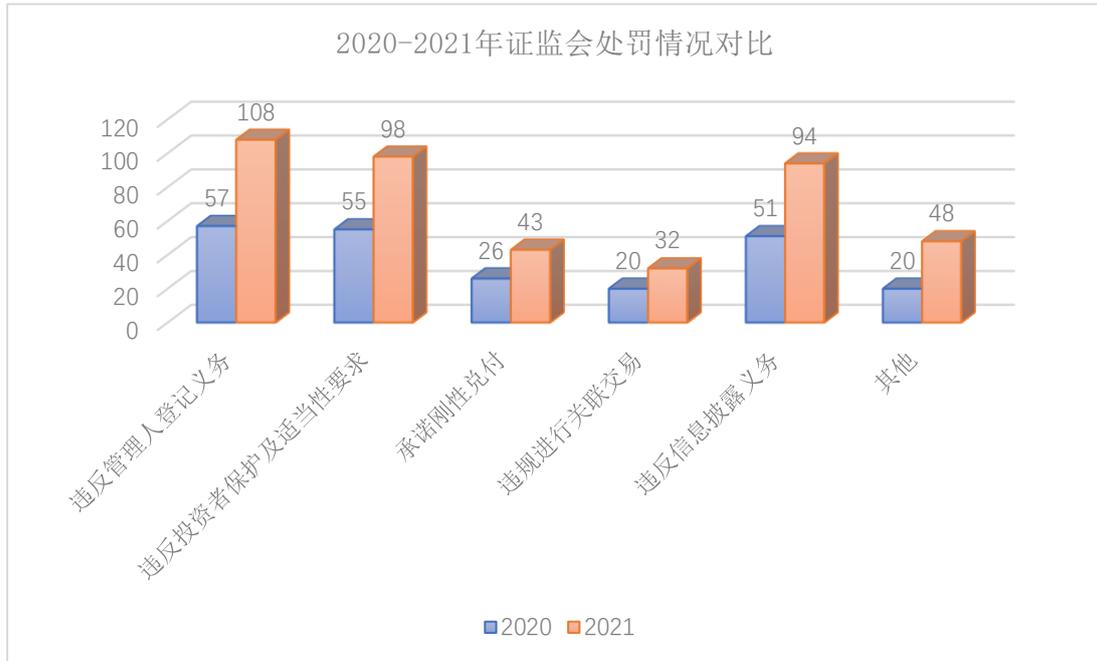


图 6

在采取的行政监管措施方面, 相比于 2020 年, 2021 年证监会的监管措施数量有较大增长, 其中“责令改正”措施的增长尤为显著, 详见图 7。责令改正的惩罚力度较警示函、监管谈话及公开谴责等监管措施更轻, 其数量的增长反映了随着规制范围的扩大, 采取监管措施的门槛在下降, 导致更多轻微的违法行为逐渐成为监管措施的新对象, 这也对管理人的合规工作提出了更高的要求。



图 7

第二部分 重点关注问题分析及建议

一、进一步明确及严格管理人登记及产品备案要求

(一) 规范名称、经营范围等登记事项

在名称规范方面,《监管规定》要求私募基金管理人应当在名称中标明“私募基金”、“私募基金管理”、“创业投资”字样,并在经营范围中标明“私募投资基金管理”、“私募证券投资基金管理”、“私募股权投资基金管理”、“创业投资基金管理”等体现受托管理私募基金特点的字样。2021年1月15日,国家市场监督管理总局登记注册局下发《关于做好私募基金管理人经营范围登记工作的通知》(登注函〔2021〕16号,以下简称“《登记通知》”)。《登记通知》明确指出,为便利企业登记经营范围,经商证监会市场二部,相关私募基金管理人在办理经营范围登记时,统一使用:“私募证券投资基金管理服务”或“私募股权投资基金管理”、“创业投资基金管理服务”的表述办理经营范围的登记。

《命名指引》则对私募基金产品名称作出了更具体的规定。一方面,《命名指引》禁止在私募投资基金的名称中明示或者暗示基金投资活动不受损失或者承诺最低收益;禁止虚假记载和误导性、迷惑性的陈述,或对投资业绩进行预测,若使用最高级等表述则须提供客观证据;禁止冒用名人/知名机构的名称、字号;禁止存在易与“资管计划”、“信托计划”等与银行、信托、券商等金融机构发行的资管产品名称发生混淆的字样。另一方面,《命名指引》要求私募基金的名称应体现基金业务类别,与其投资范围、投资方向和风险收益特征保持一致;其中契约型私募投资基金的名称应体现管理人名称,有分级安排的,名称中应当含有“分级”或“结构化”字样;同一私募投资基金管理人管理相同策略的系列契约型私募投资基金,在系列私募投资基金名称中原则上应当使用连续的中文大小写数字、阿拉伯数字或字母以体现“系列产品”。《备案须知》亦要求公司型/合伙型基金设立或发生登记事项变更的,及时向工商登记机关申请办理登记或变更登记。

(二) 对不符合条件或存在违规的私募基金管理人申请机构中止办理或不予登记

在中基协2018年12月更新的《私募基金管理人登记须知》中,中基协规定了对申请机构采取中止办理或不予登记的情形;2022年4月15日,中基协公布[2022]第1期《私募基金管理人登记案例公示》,其中就中止办理及不予登记的案例进行了分类公示,中止办理及不予登记的事由具体总结如下:

中止办理事由	不予登记事由
<ol style="list-style-type: none"> 未按材料清单要求提供登记材料; 高管投资管理经历较短,团队专业胜任能力不足; 	<ol style="list-style-type: none"> 申请机构提供多项材料涉嫌造假,材料日期倒签、与冲突类业务关联方混同办公等;

中止办理事由	不予登记事由
3. 申请机构股权代持或股权结构不清晰； 4. 实际控制人不任职且投资经验不足； 5. 股东出资能力不足，有股权代持之嫌； 6. 通过架构安排规避关联方或实际控制人要求； 7. 通过一致行动协议变更实际控制人，实际控制关系不稳定。	2. 申请机构通过设计股权架构将关联关系非关联化，刻意隐瞒曾受处罚情况。

(三) 明确私募基金产品备案范围

《备案须知》就申请私募基金备案及备案完成后应当注意的重点事项进行了明确，中基协于2021年8月27日公布的首期《私募基金备案案例公示》（以下简称“《案例公示》”）则以案例的形式对《备案须知》的适用进行了解释，对何为私募基金产品进行了进一步阐明：

1. 员工持股计划不属于私募基金备案范围

中基协在《案例公示》中指出，对于员工持股计划，一般是指公司根据员工意愿，通过合法方式使员工获得本公司股份并长期持有，股份权益按约定分配给员工的制度安排，其目的主要在于实现员工激励，建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制。

而私募基金是指以非公开方式向合格投资者募集资金设立的投资基金，其设立目的为“受人之托，代人理财”，即私募基金管理人受投资者委托进行投资管理，实现资产增值以获取相应管理费及报酬，投资者按基金份额和约定承担风险并获取收益。因此，两者存在明显差异，故员工持股计划不属于私募基金备案范围，因此不予备案。

2. 不符合私募基金特征的合伙企业不属于私募基金备案范围

《案例公示》进一步明确了私募基金应具有如下特征：

- 在募集期，私募基金管理人应按照投资者适当性要求进行募集推介，确认合格投资者身份，签署公司章程或者合伙协议、基金合同，并聘请募集监督机构监督募集资金流向，确保资金划转安全；
- 在投资管理期，应按照事先约定的投资决策流程对外投资，进行投后项目跟踪和管理，并做好投资者信息披露工作；
- 在退出期，应以投资者利益优先为原则，选择合适交易对手方以及退出方式，并在分配完收益后进行清算。

若合伙企业未以基金运作为目的设立，未按照私募基金相关法规要求进行募集、投资、管理，则不符合私募基金特征，实质上并非私募基金，中基协对此类合伙企业将不予备案。

3. 私募基金应当对外募集资金

在该案例中，合伙企业投资者只有2名私募基金管理人工，未对外募集资金，是私募基金管理人为其高管人员专设的投资平台。对此，中基协认为，私募基金应当面向合格投资者通过非公开方式对外募集资金。合伙企业为私募基金管理人高管人员的投资平台，无外部投资者，因此不属于私募基金备案范围。

（四）进一步申明私募基金产品备案合规要求

中基协于2022年4月18日公布了第二期《私募基金备案案例公示》，对私募基金备案中存在的常见违规行为进行了进一步明确，其中公示的典型违规行为包括：

- 须补正材料未通知投资者重新签署，管理人提供“抽页”备案材料作为“新签署”版本；
- 多只私募基金均为同一投资者，且实缴到账金额极低并短期赎回，管理人构造募集完毕假象，备案“壳基金”；
- 募集监督协议未按照规定约定相应内容，不符合《私募投资基金募集行为管理办法》要求；
- 在普通合伙人非基金管理人的情况下，普通合伙人与私募基金管理人关联关系弱；
- 基金投基金，期限错配，母基金到期日早于子基金到期日；
- 非管理人普通合伙人享有投资决策权并收取管理费，管理人出让投资决策权成为“通道”。

（五）强化法律责任

《监管规定》亦重申了私募基金管理人及从业人员等主体从事私募基金业务应当主动配合监管，对违反规定从事私募基金业务的，综合运用自律、行政、司法等多种手段追究相关机构和人员的法律责任。

二、投资者保护与投资者适当性要求

在投资者保护与投资者适当性要求方面，19年《证券法》新设了第六章“投资者保护”专章及针对性惩罚措施，《监管规定》和《备案须知》等规范性文件对《证券法》的相关规则进一步细化落实，对投资者适当性管理提出更明确的要求，以保障投资者权益。

（一）19年《证券法》新设“投资者保护”专章及针对性惩罚措施

19年《证券法》新设了第六章“投资者保护”专章，提出了证券公司投资者投资相关信息进行了解、充分揭示投资风险的义务；区分了普通投资者和专业投资者，并予以区别对待和针对性权益保护的义务；建立了投资者保护机构公开征集股东权利制度、先行赔付制度的

要求；新设了证券公司“举证责任倒置”规则及中介机构“过错推定责任”规则；并建立了普通投资者与证券公司纠纷的强制调解制度等。

此外，19年《证券法》还新增了第一百九十八条，设置了针对违反投资者保护及投资者适当性要求的惩罚措施：对于未履行或者未按照规定履行投资者适当性管理义务的证券公司，将责令改正，给予警告，并处以十万元以上一百万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以下的罚款。

（二）《证券期货投资者适当性管理办法》新增针对违反投资者适当性管理行为的惩罚措施

2020年版《证券期货投资者适当性管理办法》明确要求经营机构将其投资者分类政策、产品或者服务分级政策、自查报告披露于“符合中国证监会规定条件的媒体”；同时，对于违反该办法规定的经营机构，不再允许采取的处罚程度较轻的“责令参加培训”的监管措施，从而提升了监管措施的惩罚性。

此外，对于违反《证券期货投资者适当性管理办法》的规定，存在较大风险或者风险隐患的证券公司、期货公司，2020年版《证券期货投资者适当性管理办法》还吸收了19年《证券法》第一百四十条新增的监管措施，包括：

- 限制业务活动，责令暂停部分业务，停止核准新业务；
- 限制分配红利，限制向董事、监事、高级管理人员支付报酬、提供福利；
- 限制转让财产或者在财产上设定其他权利；
- 责令更换董事、监事、高级管理人员或者限制其权利；
- 撤销有关业务许可；
- 认定负有责任的董事、监事、高级管理人员为不适当人选；
- 责令负有责任的股东转让股权，限制负有责任的股东行使股东权利。

另外，对于违反《证券期货投资者适当性管理办法》第三十九条所列相关规定的行为，2020年版《证券期货投资者适当性管理办法》还引入了19年《证券法》新增的第一百九十八条规定的针对违反投资者保护义务及投资者适当性要求的惩罚措施。对于未触发19年《证券法》第一百九十八条规定的主体，则将其纳入第四十一条所列的违法行为处罚中，对其给予警告，并处以3万元以下罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，给予警告，并处以3万元以下罚款。

（三）《九民纪要》《新证券虚假陈述若干规定》对投资者保护原则的落实

1. 《九民纪要》

《九民纪要》中第五章针对金融消费者权益保护纠纷案件审判中的实务问题作了说明，涉及了不少投资者适当性审查的内容。《九民纪要》明确了“卖者尽责、买者自负”是审理金融消费者权益保护纠纷案件的基本原则，并就适当性义务、法律适用规则、责任主体、举证责任分配、告知说明义务、损失赔偿数额和免责事由作出了具体说明。

首先，在适用范围上，《九民纪要》第五章“关于金融消费者权益保护纠纷案件的审理”部分内容虽未明确提及“私募投资基金”、“私募基金”，但《资管新规》第三十条明确“资产管理业务作为金融业务，属于特许经营行业，必须纳入金融监管。非金融机构不得发行、销售资产管理产品，国家另有规定的除外”，且中国人民银行有关负责人在就《资管新规》答记者问时，明确“国家另有规定的除外”主要指私募投资基金的发行和销售。因而，私募基金作为私募基金管理人的一项资产管理业务，应属于金融业务范畴，而其在实务中亦被纳入金融监管范围。²另外，在该部分“适当性义务”内容中提及的金融产品——杠杆基金份额，亦应特指私募基金份额。³因此，《九民纪要》第五章“关于金融消费者权益保护纠纷案件的审理”部分内容适用于私募基金。⁴

其次，在适当性义务方面，《九民纪要》规定，金融产品发行人、销售者以及金融服务提供者（统称“卖方机构”）未尽适当性义务的，需向消费者承担连带赔偿责任；一方承担责任后，有权向责任方追偿其应当承担的赔偿份额。由此，作为卖方机构的私募基金服务机构在经营过程中需建立并有效执行第三方机构遴选机制，对服务机构开展尽职调查，了解并持续关注 and 定期评估其运营能力和服务水平；与服务机构签订书面服务协议，明确双方的权利义务及违约责任，否则将存在因合作机构的违法违规行而承担赔偿责任的风险。

并且，《九民纪要》还明确了金融消费者权益保护纠纷案件实行举证责任倒置，即卖方机构应当对其履行了适当性义务承担举证责任，否则应承担举证不能的法律后果。因此，作为卖方机构的私募基金服务机构在履行适当性义务时务必做好留痕和资料保管工作，避免因举证不能而承担赔偿责任的风险。

再次，关于告知义务，《九民纪要》规定“法院应当根据产品、投资活动的风险和金融消费者的实际情况，综合理性人能够理解的客观标准和金融消费者能够理解的主观标准来确定

² 关于私募基金管理人是否为金融机构，目前存在不同口径。根据《资管新规》以及中国人民银行有关负责人就《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》答记者问，私募基金管理人应非金融机构。而《公司债券发行与交易管理办法》（中国证券监督管理委员会令 113 号）第 14 条则明确“金融机构”包括“经证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）登记的私募基金管理人”，“金融机构面向投资者发行的理财产品”包括“经基金业协会备案的私募基金”。

³ 根据《资管新规》第二十一条规定，公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级。因此，杠杆基金份额应特指私募基金份额。

⁴ 参见吴雄雁、崔炎睿：《资管新规：《九民纪要》后私募基金管理人投资者适当性审查问题》，<http://www.jsqcls.com/350.html>，访问日期 2022 年 3 月 23 日。

卖方机构是否已经履行了告知说明义务”、“卖方机构简单地以金融消费者手写了诸如‘本人明确知悉可能存在本金损失风险’等内容主张其已经履行了告知说明义务，不能提供其他相关证据的，法院对其抗辩理由不予支持”。即审核中，法院对卖方机构义务的履行更注重实质审核，不仅考虑一般性标准，还要考虑个案投资者具体的理解能力。换言之，衡量卖方机构是否尽到适当性义务的标准，并非仅仅考量其是否形式上履行了给予客户告知文件、要求客户签名、填写风险测评问卷等程序，而在于是否通过前述程序真实核对客户的风险承受能力，并依照客户的实际情况善意作出适当告知。如卖方机构未能提供充分证据证明，其以投资者能够充分了解的方式向投资者说明产品的运作方式，并将最大损失风险以显著、必要的方式向投资者作出特别说明，则应认定卖方机构未尽适当性义务。这就要求作为卖方机构的私募基金服务机构须根据投资者的年龄、教育背景、职业、投资经验等对其进行细化分类和管理，制订更加个性化的风险揭示书，因人制宜履行告知义务。

最后，关于损失赔偿数额，《九民纪要》第七十六条第一款规定基金管理人等承担损失范围的规则，主要有以下几个方面：第一，以损失补偿为基本原则，损失的确定以消费者获取金融产品、服务所实际支付的全部开支为限，已经收回的部分应当扣除；第二，金融消费者提出赔偿其支付金钱总额的利息损失请求的，如果金融产品的合同文本中载明预期收益率或收益率范围的，金融消费者可以请求按照预期收益率的上限作为利息损失计算标准；第三，金融产品的合同文本没有关于预期收益率的约定，但产品发行的广告宣传资料中载明了预期收益率的，应当将宣传资料作为合同文本的组成部分，按照宣传的预期收益率计算利息损失；第四，合同文本及广告宣传资料中均未约定预期收益率的，可以按照中国人民银行同期同类存款基准利率标准，确定损失赔偿的数额。⁵

总体上，《九民纪要》其实只是对于当前实务中的一些裁判规则进行了合理总结和统一口径的工作，并非创设新的法律规则。从《九民纪要》中可以明显看出对投资者保护的倾斜、司法裁判规则实质重于形式的风向。

2. 《新证券虚假陈述若干规定》

此外，2022年1月21日新发布的《新证券虚假陈述若干规定》也加强了对证券投资领域投资者的保护，私募证券投资基金管理人等私募基金服务机构应对此加强重视。与其2003年版本相比，《新证券虚假陈述若干规定》的主要修改内容包括：

一是扩大了司法解释的适用范围，除了证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所之外，在依法设立的区域性股权市场中发生的虚假陈述行为，也可参照适用本规定，实现打击证券发行、交易中虚假陈述行为的市场全覆盖；

二是废除前置程序，即人民法院受理虚假陈述民事赔偿案件不再以行政或刑事处罚为前

⁵ 参见青海股权交易中心：【股交课堂】从《全国法院民商事审判工作会议纪要》探析私募基金管理人适当性义务，<https://mp.weixin.qq.com/s/cz72M11XfOFw26hg3trJSA>，访问日期2022年3月23日。

提条件，方便了投资者提起诉讼。

三是进一步界定虚假陈述行为的类型，在对虚假记载、误导性陈述和重大遗漏这三种典型虚假陈述行为进行界定的基础上，将未按规定披露信息进一步区分为虚假陈述、内幕交易和单纯损害股东利益的侵权行为三种类型，以便审判实践中准确把握，并基于实践需要，建立了“预测性信息安全港”制度，鼓励并规范发行人自愿披露前瞻性信息等软信息。在此基础上，对虚假陈述实施日、揭露日和更正日的认定标准做了更具操作性的规定。

四是对证券虚假陈述侵权民事责任中的重大性和交易因果关系要件进行了规定，明确了司法认定标准。

五是在区分职责的基础上，分别规定了发行人的董监高、独立董事、履行承销保荐职责的机构、证券服务机构的过错认定及免责抗辩事由，体现各负其责的法律精神，避免“动辄得咎”，稳定市场预期。

六是在责任主体方面，增加了“追首恶”、重大资产重组交易对方和帮助造假者的民事赔偿责任，在追究“首恶”责任的同时，也打击财务造假行为的各种“帮凶”。

七是在损失认定部分，根据市场发展，增加规定了诱空型虚假陈述的处理，完善了损失认定和处理的规则。⁶

《新证券虚假陈述若干规定》是对2021年7月6日中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》的具体落实。因此，从事证券投资领域的私募基金管理人，应严格把控向投资者提供的包括宣传资料等在内的陈述的真实性，并在必要时聘请第三方专业机构审核，以降低因虚假陈述所承受的风险。

（四）《监管规定》强调私募基金应当向合格投资者非公开募集

一方面，《监管规定》重申了对投资者人数的限制且禁止变相突破，并进一步明确了《私募投资基金监督管理暂行办法》中合格投资者的范围，将“国务院金融监管部门监管的资管产品、合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者”纳入其中，且不对其实行穿透核查，不合并计算投资者人数，为私募基金引入长期资金扫除制度障碍。

另一方面，《监管规定》立足私募基金“非公开募集”本质，坚守“合格投资者”基石不动摇，细化基金募集过程中私募基金管理人及其从业人员的禁止性行为要求，对基金募集过程中宣传的方式及内容、从事资金募集活动的主体及受托方资格、分支机构的设立、基金备案等方面进行规制。

⁶ 参见最高人民法院民二庭负责人就《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》答记者问，<https://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-343251.html>，访问日期2022年3月23日。

（五）《备案须知》对投资者适当性管理和公平原则的细化

1. 重申合格投资者标准、穿透核查标准

《备案须知》进一步强调管理人不得通过为单一融资项目设立多只私募投资基金的方式，变相突破投资者人数限制。

2. 设置募集机构的核查及说明义务

除强调投资者资金来源合法、不得汇集他人资金购买私募投资基金以外，《备案须知》进一步规定了募集机构应当核实投资者的出资金额与出资能力相匹配，并且投资者为自己购买私募基金，不存在代持。

此外，《备案须知》还对募集推介材料内容和风险揭示书披露内容进行了进一步明确规定。《备案须知》对募集推介材料中应当包含的内容进行了明确列举。管理人应在私募投资基金招募说明书等募集推介材料中向投资者介绍管理人及管理团队基本情况、托管安排（如有）、基金费率、存续期、分级安排（如有）、主要投资领域、投资策略、投资方式、收益分配方案以及业绩报酬安排等要素。在《私募投资基金募集行为管理办法》对募集机构关于私募基金推介材料应包含的内容基础上，《备案须知》进一步要求募集推介材料还应向投资者详细揭示私募投资基金主要意向投资项目（如有）的主营业务、估值测算、基金投资款用途以及拟退出方式等信息。

对于风险揭示书内容，《备案须知》在之前要求管理人向投资者披露私募基金的资金流动性、基金架构、投资架构等信息的基础上，进一步规定私募投资基金若涉及募集机构与管理人存在关联关系、关联交易、单一投资标的、通过特殊目的载体投向标的、契约型私募投资基金管理人股权代持、私募投资基金未能通过协会备案等特殊风险或业务安排，管理人应当在风险揭示书的“特殊风险揭示”部分向投资者进行详细、明确、充分披露。

3. 公平对待投资者，禁止资金池、投资单元

《备案须知》进一步落实了《资管新规》中“禁止资金池”的规则，要求管理人做到每只私募投资基金的资金单独管理、单独建账、单独核算，并禁止管理人开展或者参与任何形式的“资金池”业务，不得进行短募长投、期限错配、分离定价、滚动发行、集合运作等违规操作。此外，《备案须知》还要求管理人不得在私募投资基金内部设立由不同投资者参与并投向不同资产的投资单元/子份额，从而规避备案义务，不公平对待投资者。

（六）相关案例

在中基协方面，2020年中基协并未因违反投资者适当性管理而就相关机构及个人作出处罚；而在2021年，中基协明显对投资者适当性管理给予了高度关注，因违反投资者适当

性管理要求、未对私募基金进行风险评价、未履行投资者回访程序、未妥善保存适当性管理相关文件及未落实投资者适当性审查等事由，北京天星资本股份有限公司等共 11 家机构受到了中基协采取的自律管理措施。并且，中基协还暂停受理相关机构的私募基金产品备案申请。综合过往两年度处罚情况，可见就投资者适当性管理之监管呈现趋严态势。

并且，证监会及其派出机构就违反投资者保护与投资者适当性要求的事由作出处罚的案例数量也由 2020 年的 55 例骤升至 2021 年的 98 例，占当年案例的比例均为 24%，可见证监部门对此的关注未曾减弱。其涉及的具体事由除了中基协案例所列的投资者适当性保护，还包括向合格投资者之外的个人募集资金、单只私募基金投资者人数累计超过法定人数、未采取调查问卷等方式对投资者的风险识别能力和风险承担能力进行评估、向不合格投资者募集资金、未进行合格投资者穿透核查及未制作风险揭示书并由投资者签字确认等投资者保护事宜。

同时，证监部门采取的监管措施也以责令改正和出具警示函为主，并辅以警告和罚款等行政处罚。对于涉及投资者人数众多，金额较大，造成严重的社会不良影响的违规行为，证监部门也会采取公开谴责等较为严厉的监管措施。例如，泰诚财富基金销售（大连）有限公司因销售“泰诚大通朱雀 14 号私募投资基金”累计超过两百人，且未完整保存私募基金投资者适当性管理方面的记录及其他相关资料和其他违法违规行为，该公司及其法定代表人、总经理、实际控制人等就受到了大连证监局公开谴责的行政监管措施。其他触发公开谴责等严厉监管措施的事由还包括：变相向非合格投资者募集资金、向不特定对象宣传推介、未对部分投资者进行风险识别能力和风险承担能力的评估等。

此外，在司法实践中，对“一般理性人的客观标准”以及“金融消费者主观标准”的把握，司法机关也持实质重于形式的态度。在（2018）京 01 民终 8761 号案件中，尽管金融消费者系金融领域法官，但北京市高级人民法院并未简单以其为法官就单纯从“消费者主观标准”赋予其更高的风险识别标准，而是结合案件情况判令卖方机构承担责任，主要考虑因素如下：1) 消费者在评估问卷中明确其投资态度为保守型，投资目的为资产稳健增长，在本金出现 10% 以内损失时会明显焦虑；2) 而卖方机构未能充分履行告知义务和风险文件交付义务。⁷

另外，在（2018）京 02 民终 7731 号判决书中，北京市第二中级人民法院在投资者具备股权类投资基金、债权类投资基金投资经验的情况下，仍接受了投资者对于其为“非专业的普通投资者”的主张。（2018）京 02 民终 7731 号案判决载明：“现有证据显示徐某某之前购买的理财产品类型为股权投资基金、债权类投资基金，与案涉理财产品的运作机制和风险特点明显不同，徐某某亦称其作为非专业的普通投资者并不了解熟悉案涉理财产品的特殊风险结构。故某银行丰台支行并未以充分、必要、显著的方式向徐某某揭示案涉理财产品本身所

⁷ 参见王团国、李欣怡：《九民纪要》语境下谈资管：金融消费者权益保护之卖方机构适当性义务解析，<https://www.kwm.com/cn/zh/insights/latest-thinking/talking-about-the-asset-management-in-the-context-of-the-minutes-of-the-nine-people.html>，访问日期 2022 年 3 月 23 日。

具有的高风险的特殊性和具体体现。”

而在投资者适当性审查方面，北京市第二中级法院认为：依据查明的事实，投资者的《客户风险承受能力调查表》中其风险偏好勾选为稳健型；《客户风险承受度评估报告》评估结果为平衡型。但平安银行丰台支行向其推介的案涉理财产品为高风险，风险等级远高于徐禛弘的风险承受能力评级。如徐禛弘坚持购买，则平安银行丰台支行应就案涉理财产品的风险对徐禛弘进行充分揭示。平安银行丰台支行对此辩称其已经履行了给予徐禛弘告知文件、要求其签名、填写风险测评表等程序，《风险揭示书》已就案涉理财产品风险等级和后果对徐禛弘作出了必要提示，且徐禛弘有过与案涉理财产品高风险等级类似的理财经验。本院认为，在此种情况下，徐禛弘签字同意购买、接受风险的行为与平安银行丰台支行之间仅形成一种形式化的合意，不能仅仅依据此种形式上的合意就认定平安银行丰台支行已充分履行了风险揭示义务。根据查明的事实，在购买案涉理财产品时平安银行丰台支行仅向徐禛弘提供了《资产管理计划电子签名约定书》，纸质版投资说明书和资产管理合同都是在徐禛弘购买案涉理财产品之后提供的。且现有证据显示徐禛弘之前购买的理财产品类型为股权投资基金、债权类投资基金，与案涉理财产品的运作机制和风险特点明显不同，徐禛弘亦称其作为非专业的普通投资者并不了解熟悉案涉理财产品的特殊风险结构。故平安银行丰台支行并未以充分、必要、显著的方式向徐禛弘揭示案涉理财产品本身所具有的高风险的特殊性和具体体现。

基于上述背景，私募基金管理人及销售机构应关注这一趋严态势，在向投资者履行告知说明义务时，不仅应充分揭示产品风险并告知风险匹配结果，还应向投资者适当解释合格投资者标准、风险承受能力评估机制、适当性匹配规则等事项并做好留痕，以证明投资者对自身真实情况是否符合合格投资者标准、自身风险承受能力是否匹配产品风险等级等问题已经心中有数。同时制定并严格落实合格投资者穿透核查及客户回访检查、评估与销售隔离等风控措施，限制不匹配、不特定的销售行为，并妥善保存履行适当性义务的相关信息资料，如匹配方案、告知警示资料、录音录像资料、自查报告等，保存期限不得少于20年。

三、禁止刚性兑付及强调基金性质

尽管中国境内现行法律并未专门规定“私募基金法律关系”，但《基金法》第二条明确将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，由基金管理人管理，基金托管人托管，为基金份额持有人的利益，进行的证券投资活动纳入《基金法》的适用范围中，并明确将《信托法》列为私募基金所适用的法律。因此，实践中通常也认为私募基金实质上是投资者将其财产委托给基金管理人进行投资活动的一种信托，基金管理人对于投资者承担信义义务。

私募基金行业在快速发展同时，也伴随着各种乱象，行业风险逐步显现，近年来以阜兴系、金诚系等为代表的典型风险事件对行业声誉和良性生态产生重大负面影响。2020年12月30日，为进一步加强私募基金监管，证监会发布《监管规定》，强调让私募行业真正回归“私募”和“投资”的本源。而“刚性兑付”偏离了资产管理“受人之托、代人理财”的本质，违背

了私募基金的“投资”本源。对于投资者而言，“刚兑”表面上是为投资者吃了一颗定心丸，实质让投资者对基金的性质产生误解，冒险投机。

事实上，“刚性兑付”并非立法上明确规定的概念，私募基金领域对刚性兑付的相关规定如下：

（一）《资管新规》首次明确规定刚性兑付行为

《资管新规》明确，金融机构应当加强投资者教育，不断提高投资者的金融知识水平和风险意识，向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，打破刚性兑付。从本条可以看出，加强投资者教育和打破刚性兑付是促进资管业务回归投资活动本源的一体两面。

而《资管新规》第十九条也通过列举和兜底的方式，对刚兑行为的表现形式进行了规定，即存在以下行为的视为刚性兑付：

- 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。
- 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。
- 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机构代为偿付。
- 金融管理部门认定的其他情形。

（二）《监管规定》明确保本保收益表现形式及相关处罚

证监会发布的《监管规定》第六条第一款第（三）项明确，私募基金管理人、私募基金销售机构及其从业人员在私募基金募集过程中不得直接或者间接口头、书面或者通过短信、即时通讯工具等方式直接或者间接向投资者承诺保本保收益，包括投资本金不受损失、固定比例损失或者承诺最低收益等。

而违反本条规定的私募基金管理人及其从业人员，可能受到证监会及其派出机构采取的责令改正、监管谈话、出具警示函、公开谴责、市场禁入等处罚措施；构成犯罪的，还将被依法追究刑事责任。

（三）《备案须知》扩大不得作出刚性兑付承诺的主体范围

《备案须知》于首部即强调了私募基金的本质是进行投资活动，即管理人进行主动管理，投资者分享投资收益和承担风险，而不应该是进行借贷活动，并明确将“设置无条件刚性回购安排变相从事借（存）贷活动，基金收益不与投资标的的经营业绩或收益挂钩”等行为排

除在基金备案范围之外，从而将实践中“明股实债”之类的安排亦排除在外。

同时，《备案须知》将管理人及其实际控制人、股东、关联方以及募集机构纳入了规制范围，要求其不得向投资者承诺最低收益、承诺本金不受损失，或限定损失金额和比例，并且管理人也不得按照类似存款计息的方式计提支付投资者收益，或者以其他手段变相保本收益。因此，私募基金在架构设计中“禁止刚性兑付”的原则应充分关注，如有违反，不仅管理人将违反监管规则，条款约定也将无效，从而投资者也无法据此主张保本保收益。

（四）《九民纪要》对刚性兑付予以正面回应

《九民纪要》呼应了监管部门“打破刚兑”的要求，规定“保底或者刚兑条款无效”，并进一步规定不管形式如何，保底或者刚兑条款均应认定无效。该条款虽未明确针对私募基金业务，但也在一定程度上表明了最高法对于资管产品中资产或资产收益权及回购协议效力的认可。

从上述监管方向来看，监管机构对刚性兑付的态度是明确而坚决的，刚性兑付的内涵也在不断扩大。根据公开信息，仅2020年至2021年两年间，由于向投资者承诺本金不受损失或最低收益受到中基协处罚的机构就涉17家，处罚结果轻则限期改正，重则撤销私募基金管理人登记，同时还包括暂停私募基金备案、取消会员资格等；而私募高管也因此受到黑名单、取消基金从业资格、要求参加强制培训等处罚。

以2022年1月13日中基协发布的“中基协处分[2021]119号”《纪律处分决定书》为例，深圳市中科杰锐投资管理有限公司存在以下违规行为：2020年1月7日，中科杰锐法定代表人李萍萍向深圳前海正帆投资管理有限公司（已在协会登记为私募基金管理人）管理的“方际正帆1号私募证券投资基金”“正帆顺风2号私募证券投资基金”的某投资者签署《承诺函》，约定由李萍萍与深圳市融泰汇通投资有限公司总经理李祥向其承诺“投资基金未来能够收回本金并获得年化10%的投资收益”。对此，中基协决定作出“撤销中科杰锐私募基金管理人登记”的纪律处分。同时，取消李萍萍的基金从业资格。

除了直接出具承诺函保本保收益的形式，在基金合同、回购协议等文件中含有保本保收益内涵的表述也将被认定为违规向投资者承诺本金不受损失而遭受处分。根据中基协于2022年1月11日发布的“中基协处分[2021]96号”《纪律处分决定书》，引领投资有限公司存在“违规向投资者承诺本金不受损失及承诺收益”的违规事实：一是《引领三号私募证券投资基金基金合同》约定业绩比较基准为年化10.5%，基金收益不足以支付投资者收益时，由管理人补足；二是引领投资参与签订的《基金份额回购协议》中也明确引领三号私募证券投资基金的年化收益率为10.5%。

从近两年的处罚趋势来看，中基协对此等违规行为的处罚有所增加且逐渐趋严。结合目前的监管情况，可能构成保本保收益约定的情形包括但不限于：

- 基金合同或推介资料中存在含保本保收益内涵的表述，如零风险、收益有保障、本金无忧等。
- 向投资者口头或者通过短信、微信等各种方式承诺保本保收益。
- 与投资者私下签订回购协议、基金份额受让协议、还款协议、收益权转让协议以及出具承诺函、保证函、差额补足函等文件，直接或间接承诺保本保收益。
- 私募基金产生亏损时，私募基金管理人自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付。

基于上述背景，我们建议管理人不要对投资者作出任何保本保收益承诺，不仅仅是基金合同，在前期的宣传材料、募集说明书等基金募集的全过程中都应当避免存在任何可能构成保本保收益的表述，否则除了支付本金及高额利息外，还将承担严重的行政处罚和自律处分。

四、规范关联交易及禁止违规“自融”

一直以来，监管机构就私募基金领域的关联交易不持有绝对的否定态度，但鉴于关联交易容易引发利益冲突，可能被用于进行利益输送、内幕交易等严重影响投资者利益的违法违规活动，监管机构要求私募基金管理人就关联交易的决策、披露进行严格地规范管理。《备案须知》及《监管规定》从关联交易的定义、披露安排、特殊决策机制、回避机制等方面进行了界定和规范。私募基金进行关联交易的，如能遵循投资者利益优先原则和平等自愿、等价有偿的原则，建立有效的关联交易风险控制机制，约定事前、事中信息披露安排及特殊决策机制和回避安排，则该行为并不受法律法规和基金行业自律性规则的禁止性限制。

（一）《备案须知》及《监管规定》就私募基金关联交易的规范化提出了新要求

中基协 2019 年 12 月公布的《备案须知》明确了私募基金领域的关联交易范畴，即“私募投资基金与管理人、投资者、管理人管理的私募基金、同一实际控制人下的其他管理人管理的私募投资基金、或者与上述主体有其他重大利害关系的关联方发生的交易行为”，要求私募投资基金进行关联交易的，“应当防范利益冲突，遵循投资者利益优先原则和平等自愿、等价有偿的原则，建立有效的关联交易风险控制机制。”

就关联交易的规范化，《备案须知》《披露办法》及《监管规定》就信息披露及决策机制的设置提出了以下具体要求：

1. 涉及关联交易的，应严格履行事前、事中信息披露义务

事前方面，《备案须知》明确：私募投资基金若涉及募集机构与管理人存在关联关系、关联交易，管理人应当在风险揭示书的“特殊风险揭示”部分向投资者进行详细、明确、充分披露；在私募基金备案阶段，向中基协提供有效实施的关联交易风险控制机制等相关文件。

事中方面,《监管规定》要求:管理人就可能存在的利益冲突情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息,向投资者提供全面、准确进行披露,不得隐瞒或者提供虚假信息。

《披露办法》规定:基金合同中应当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,信息披露义务人应按照基金合同项下之约定,就关联交易履行披露义务。

2. 涉及关联交易的,应设置特殊的决策程序

在关联交易决策机制方面,《备案须知》明确:私募投资基金进行关联交易的,应当在基金合同中明确约定涉及关联交易的事前、事中信息披露安排以及针对关联交易的特殊决策机制和回避安排等。《监管规定》进一步要求:私募基金管理人应当建立健全关联交易管理制度,对关联交易定价方法、交易审批程序等进行规范。使用私募基金财产与关联方进行交易的,私募基金管理人应当遵守法律、行政法规、中国证监会的规定和私募基金合同约定,防范利益冲突,投资前应当取得全体投资者或者投资者认可的决策机制决策同意,投资后应当及时向投资者充分披露信息。

(二) “自融”的定义及《监管规定》有关“自融”的禁止性规定

与一般的关联交易行为不同的,自《监管规定》出台以来,“自融”作为一种不合规的关联交易,已受到了明确的限制和禁止,开展“自融”行为的机构及从业人员,已受到了证监会及中基协的严厉处罚。

“自融”这一概念最初源于P2P行业,系指P2P平台通过虚拟融资项目、夸大融资金额、掩盖融资方主体及关联性等方式吸收投资者资金到平台的实控人或关联方以进行自用的行为。

就私募基金而言,在违规自融的行为中,私募基金管理人违背了信托法律关系中“受人之托,代人理财”的本质,在投资者事先不知情的情况下,投资者资产被统一纳入基金管理人资金池,并用于《基金合同》《合伙协议》或《公司章程》项下约定的私募基金投资方向以外的其他用途,如兑付前期产品本息、关联公司投融资、个人挥霍等。私募基金管理人在未向投资者充分披露的情况下,实施不合理且非必要的关联方之间的利益输送,这类违规关联交易因严重违背管理人诚实勤勉的义务,无法分散和控制基金财产的风险,严重损害投资者的合法利益,对金融秩序造成重大不良影响,已受到了证监会的明确限制和禁止。

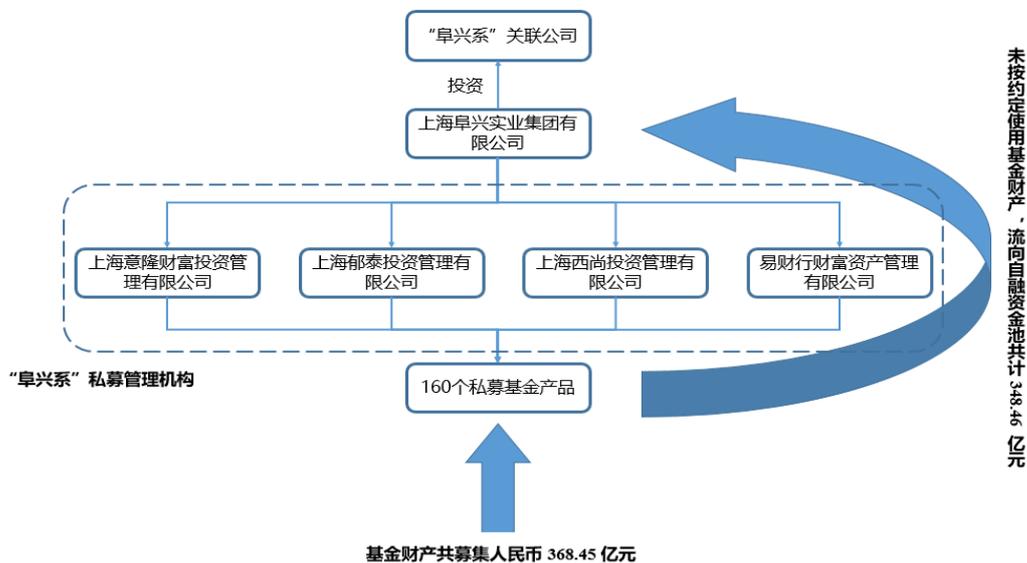
《监管规定》第九条第(四)款明确:私募基金管理人及其从业人员不得从事以套取私募基金财产为目的,使用私募基金财产直接或间接投资于私募基金管理人、控股股东、实际控制人及其实际控制的企业或项目等“自融”行为。违反规定的私募基金管理人及其从业人员,可能受到证监会及其派出机构采取的责令改正、监管谈话、出具警示函、公开谴责、市场禁入等处罚措施;构成犯罪的,还将被依法追究刑事责任。

（三） 相关案例

根据公开信息，近两年来，共4家机构、9名个人因涉及从事私募基金“自融”交易，收到了中基协开具的严厉“罚单”，以近年来较为严重的“阜兴系”私募基金的数百亿基金产品暴雷事件为例，根据证监会[2020]年1号《市场禁入决定书》⁸，证监会对上海阜兴实业集团有限公司（下称“阜兴集团”）朱一栋、赵卓权、余亮等主要责任人员分别采取了终身、十年或三年的证券市场禁入措施，涉及的私募基金管理人被采取了取消中基协会员登记的自律措施。

根据[2020]年1号《市场禁入决定书》中披露的有关事实，朱一栋、赵卓权通过阜兴集团及其全资子公司上海源岑投资有限公司等持有或委托其他亲属、朋友、员工等代持股份的方式，实际持有上海意隆财富投资管理有限公司、上海郁泰投资管理有限公司、上海西尚投资管理有限公司、易财行财富资产管理有限公司四家私募基金管理机构（以下合称“阜兴系”私募管理机构），进而实现对“阜兴系”私募基金的实际控制。

“阜兴系”私募基金的绝大部分基金财产在募集后未按照约定投向进行投资，根据证监会披露的查明事实，基金产品募集后，阜兴集团利用关联公司划转募集所得，建立多个资金池账户，流入资金池的基金财产总额达到人民币348.46亿元，占全部募集总额的94.58%，资金池由阜兴集团统一调度使用，资金用途包括兑付产品本息、资产或股权购买、关联公司日常费用及个人挥霍等。



2018年“阜兴系”私募基金爆发了兑付逾期危机，涉及未偿金额约人民币180亿元，波及投资者约8000人，由于涉及标的数额过高，情节严重，加之“阜兴系”私募管理机构还存在未披露重大信息、向不特定对象推介私募产品等违规行为，证监会对主要责任人采取了严

⁸ 《中国证监会市场禁入决定书（朱一栋、赵卓权、余亮等7名责任人员）[2020]1号》，中国证监会市场禁入决定书（朱一栋、赵卓权、余亮等7名责任人员）（csrc.gov.cn）

格的证券市场禁入惩戒措施。

综上所述,提请私募基金管理人在进行关联交易时,应注意遵循投资者利益优先的原则,开展必要、合理、有偿、平等的关联交易,建立完善的关联交易决策机制与披露安排,严格遵守监管文件的具体要求,杜绝“自融”情形的发生。

五、进一步规范信息披露

规范信息披露一直以来都是中基协落实私募基金行业自律管理的重要环节之一,通过在信息披露的内容、披露频次、披露方式、披露责任及披露渠道等事项上提出规范要求并提供指引,以充分保障投资者对私募基金重要信息的知情权,从而实现对投资者利益的保护。近年来,通过《披露办法》《备案须知》《报送通知》等规范性文件的实施,对信息披露的要求日益明确而具体,对披露义务人的自律管理要求也日益提高。

(一) 《披露办法》明确了信息披露义务人向投资者进行信息披露的具体要求

2019年12月22日中基协公布并实施的《披露办法》从多个方面就私募基金的信息披露环节进行了规制。具体包括以下几个方面:

1. 明确了信息披露义务人的范围并要求义务人建立、健全披露管理制度

根据《披露办法》,信息披露义务人包括私募基金管理人、私募基金托管人、以及规定的具有信息披露义务的法人和其他组织。同一私募基金存在多个信息披露义务人时,应在相关协议中约定信息披露相关事项和责任义务。信息披露义务人委托第三方机构代为披露信息的,不得免除信息披露义务人法定应承担的信息披露义务。

在信息披露管理制度方面,《披露办法》要求信息披露义务人应当建立健全信息披露管理制度,指定专人负责管理信息披露事务,并按要求在私募基金登记备案系统中上传信息披露相关制度文件。信息披露事务管理制度应当至少包括以下事项:

- 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;
- 信息披露相关文件、资料的档案管理;
- 信息披露管理部门、流程、渠道、应急预案及责任;
- 未按规定披露信息的责任追究机制,对违反规定人员的处理措施。

2. 界定了向投资者进行信息披露的范围

根据《披露办法》，信息披露义务人应当向投资者披露的信息包括：

- 基金合同；
- 招募说明书等宣传推介文件；
- 基金销售协议中的主要权利义务条款（如有）；
- 基金的投资情况；
- 基金的资产负债情况；
- 基金的投资收益分配情况；
- 基金承担的费用和业绩报酬安排；
- 可能存在的利益冲突；
- 涉及私募基金管理业务、基金财产、基金托管业务的重大诉讼、仲裁；
- 其他重大信息。

若私募基金进行托管的，私募基金托管人应当按照相关规定和基金合同的约定，对私募基金管理人编制的基金资产净值、基金份额净值、基金份额申购赎回价格、基金定期报告和定期更新的招募说明书等向投资者披露的基金相关信息进行复核确认。

3. 明确了禁止义务人从事的信息披露行为

《披露办法》禁止信息披露义务人在基金信息披露中出现以下行为：

- 公开披露或者变相公开披露；
- 虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；
- 对投资业绩进行预测；
- 违规承诺收益或者承担损失；
- 诋毁其他基金管理人、基金托管人或者基金销售机构；
- 登载任何自然人、法人或者其他组织的祝贺性、恭维性或推荐性的文字；
- 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；
- 其他禁止行为。

4. 就基金所处不同期间的信息披露义务给出了规范要求

就募集期间而言,《披露办法》要求信息披露义务人应当在宣传推介材料中向投资者披露基金的基本信息、基金管理人的基本信息、基金的投资信息、基金的募集期限、基金估值政策、程序和定价模式、基金合同的主要条款、基金的申购与赎回安排、基金管理人最近三年的诚信情况说明及其他事项。

就运作期间而言,根据《披露办法》,基金合同中应当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,并按《披露办法》的要求履行季度披露、年度披露和重大事项披露。

5. 规范了保密义务和信息披露资料的保管要求

根据《披露办法》,信息披露义务人、投资者及其他相关机构应当依法对所获取的私募基金非公开披露的全部信息、商业秘密、个人隐私等信息负有保密义务。中基协应当对私募基金管理人和私募基金信息严格保密。除法律法规另有规定外,不得对外披露。

在资料保管方面,《披露办法》还要求信息披露义务人应当妥善保管私募基金信息披露的相关文件资料,保存期限自基金清算终止之日起不得少于10年。

(二) 《备案须知》在《披露办法》的基础上就信息披露重点问题进行了规范

第一,除强调管理人应当按照现行规定的要求按时报送年报之外,鉴于此前业内就年度报告是否必须经过审计曾存在不同理解,《备案须知》中还明确规定了私募股权投资基金、私募资产配置基金的年度报告的财务会计报告应当经过审计;

第二,除重申了对于未按规定履行季度、年度和重大事项信息报送更新等信息报送义务可能采取的暂停接受备案申请、列入异常机构名单等措施,《备案须知》还明确中基协后续将在基金备案后将通过信息公示平台公示私募投资基金基本情况并提示存续规模低于500万元、实缴比例低于认缴规模20%或个别投资者未履行首轮实缴义务等特殊情形;

第三,《备案须知》要求管理人在私募股权投资基金完成项目投资后及时办理投资确权手续并向投资者披露、向托管人报告相关信息。

(三) 《报送通知》就建立健全信息报送常态化审核机制提出了具体要求

《报送通知》要求私募基金管理人应该及时准确报送信息、强化内控管理,并就管理人存在的错报、漏报信息行为以及信息报送异常进行了规制。

关于错报、漏报信息行为,根据《报送通知》,管理人应当自接到信息核查通知之日起

3个工作日内按要求办结通知所列事项，逾期未办结者，将被列入信息报送异常机构在中基协官网对外公示。每季度信息报送开始前，管理人须确保前期所有信息核查事项均已办结。管理人在办结信息核查事项后，方可办理新设基金备案等其他手续。中基协将针对重点管理人同步采取线下约谈、限期全面自查整改等措施。对发现管理人登记备案及信息报送中提供虚假材料和信息，或者隐瞒重要事实的，中基协将视情节轻重对管理人采取公开谴责、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公开谴责、取消从业资格等措施，并记入诚信档案。此外，中基协将加强与行政监管部门的协同，严厉查处信息报送中存在的违法违规行为。

关于信息报送异常，根据《报送通知》，有5类情形属于报送异常，将对外进行公示，具体情形包括：

- 未按时通过 AMBERS 系统提交管理人经审计年度财务报告；
- 管理人未按时通过 AMBERS 系统履行季度、年度和重大事项更新义务累计达2次；
- 管理人未按要求通过信披备份系统备份私募证券投资基金2018年第三季度及以后各期季报和年报、私募股权（含创业）投资基金2018年及以后各期半年报和年报等信息披露报告累计达2次；
- 管理人存在逾期未办结信息核查事项；
- 法律法规和协会自律规则规定的其他情形。

管理人一旦被列入信息报送异常机构，须自整改完毕之日起六个月后方可取消公示。为体现差异化管理，中基协也就公示管理人信息报送异常的具体事项以及整改情况进行同步公示，以体现自律管理的在信息披露领域的监督管理作用。

（四）关于“信息披露义务”的分析

基于前述就自律性文件的梳理，私募基金领域的信息披露义务简单来说包括私募基金管理人自身的信息披露以及管理人对其所管理的私募基金产品的信息披露义务。私募基金管理人承担主要的信息披露义务，恰恰与私募基金“受人之托，代人理财”的信托法律关系实质相契合，是保护作为财产所有人和管理委托方的投资者知情权的重要途径，是防范和减少管理人通过隐瞒重大事实、侵吞资金财产的关键环节，是私募投资基金领域落实投资者利益保护的核心之一。

就管理人自身的信息披露义务而言，包括但不限于：

- 高管、其他基金从业人员的基本信息更新；
- 基金信息的月度、季度、年度更新；
- 管理人重大事项的披露（如高管人员、名称、违法违规行为等）；

- 基金重大事项的披露（如基金合同、基金清算、管理人托管人变更、其他影响投资者利益等事项）；
- 提交经审计的年度财务报告。

就管理人管理的私募基金产品的信息披露义务而言,包括基金合同中约定的信息披露义务、《披露办法》中规定的信息披露义务及依据《备案须知》和《报送通知》进行的重大信息更新。

作为主要承担信息披露义务的私募基金管理人,一方面应当注意按照监管文件的要求,并根据基金合同/合伙协议/公司章程的约定,向投资者充分、及时、准确地披露与投资者利益密切相关的重大信息;另一方面,也应当就自身的重大变化,如高级管理人员的基本信息等按时向中基协和投资者进行更新和披露。随着《报送通知》的实施,私募基金管理人信息披露义务的承担越来越受到公示等自律监管措施的制约,监管机构就信息披露的管控日益重视和加强。

（五）相关案例

随着相关法律法规及行业自律文件的更新,信息披露义务的范围、频次日益明确,行业监管也日趋严格。2020年,因未按规定向投资者履行信息披露义务、未按规定向中基协报告重大事项等违反信息披露义务的违规行为,共有6家机构受到了中基协作出的暂停受理私募基金备案、撤销私募基金管理人登记、取消会员资格等处罚。2021年,因违反信息披露义务受到处罚的机构数量明显上升,14家机构被采取了撤销私募基金管理人登记、取消会员资格、暂停基金备案的自律处罚措施。

以2020年深圳市中金国瑞基金管理有限公司的纪律处分为例,根据中基协公布的《纪律处分事先告知书》(中基协字[2020]24号):“根据2020年2月13日深圳市公安局福田分局发布的《关于“中金国瑞”基金公司涉嫌非法吸收公众存款案的案件通报》以及2020年2月17日中国证券监督管理委员会深圳监管局(以下简称“深圳证监局”)发布的《关于个别私募基金管理人涉嫌非法集资的风险警示》,2020年2月7日深圳市人民检察院对犯罪嫌疑人秦某以涉嫌集资诈骗罪批准逮捕,对郑某名等9人以涉嫌非法吸收公众存款最批准逮捕.....此外,根据协会收到的投诉者投诉线索,中金国瑞多只产品存在兑付风险,涉及投资者人数众多、金额巨大。上述重大事项引发了社会高度关注,造成恶劣的社会影响,中金国瑞至今未向协会报告相关情况。上述行为违反了《私募基金监管办法》第二十五条第一款及《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》第二十二条第六项的规定”。

根据2020年4月27日中基协作出的《纪律处分决定书》(中基协处分[2020]24号),结合考虑管理人存在的其他违法违规事实,中基协对中金国瑞基金管理有限公司作出了取消会员资格、撤销管理人登记的纪律处分。

除重大事项未向协会报告这一事由外，近两年来，私募基金管理人信息披露方面的其他违规事由汇总如下表：

年份	机构名称	信息披露违规行为
2020	上海华领资产管理有限公司	未按规定向协会报告重大事项
	上海意隆财富投资管理有限公司	未按合同约定向投资者披露可能存在的利益冲突以及可能影响投资者合法权益的重大信息
	上海西尚投资管理有限公司	
	深圳康智源投资管理有限公司	未按要求进行产品更新或重大事项更新累计2次及以上、未按要求按时提交经审计的年度财务报告
	深圳市滨海基金管理有限公司	未按规定向协会报告重大事项
	深圳市中金国瑞基金管理有限公司	未按规定向协会报告重大事项
2021	丰盛财富资产管理有限公司	未按约定向投资者进行信息披露（年度报告）
	引领投资有限公司	未按规定向协会报告重大事项
	北京天星资本股份有限公司	未按规定向协会报告重大事项并未及时更新备案信息
	北京天首投资管理有限公司	未按规定向协会报告重大事项
	深圳市元宋投资管理有限公司	未按约定向投资者进行信息披露（年度报告及份额净值）
	龙树资本管理股份有限公司	未按合同约定向投资者披露可能存在的利益冲突以及可能影响投资者合法权益的重大信息
	弘森（天津）资产管理有限公司	未按规定向协会报送并更新信息
	江苏悦达善达股权投资基金管理有限公司	信息披露机制不健全、未按规定向投资者进行信息披露
	宁波甬邦投资管理有限公司	未按约定向投资者进行信息披露（定期报告及临时报告）
	上海亿舟资产管理有限公司	未向投资者披露可能影响其利益的重大事项
	深圳市瀚信资产管理有限公司	未向投资者披露可能影响其利益的重大事项（涉诉信息）
	武汉信用基金管理有限公司	未按规定向协会报告重大事项
	西藏昆仑鼎信投资管理有限公司	未按规定向协会报送更新信息
	义乌市高创投资管理有限公司	未按规定向协会报送更新信息

综上所述，严格履行信息披露相关义务，是私募基金管理人合规经营的关键之一。提请私募基金管理人建立健全严格的信息披露相关制度，严格按照法律法规、协会要求及合同、合伙协议、公司章程约定的频次、内容、形式披露相关的信息，履行对投资者的保护义务。

第三部分 私募基金与反垄断

一、私募基金与反垄断概述

（一）私募基金与经营者集中

2020年末中央政治局会议以及2021年两会政府工作报告中，首次提出强化反垄断和防止资本无序扩张。随即国家市场监督管理总局反垄断局重磅出拳，在违法实施经营者集中领域密集执法，反垄断执法的常态化已成为趋势，真正彰显了《反垄断法》的经济宪法地位。

随着私募基金成为企业融资不可忽视的活跃力量，在当前反垄断执法强监管的环境下，私募基金的募集、投资、管理、退出等环节都可能会面临反垄断问题，但因为基金类投资项目一般都具有财务性投资、非控股持股、投资者不参与经营管理以及交易周期短等特点，在实践中存在不少认识误区，误以为各类基金投资项目无需进行反垄断申报，从而造成漏报甚或被处罚的情形，需要各投资者、私募基金管理人引起重视和关注。

《反垄断法》规制的垄断行为包括：

- 经营者达成垄断协议；
- 经营者滥用市场支配地位；
- 经营者违法进行经营者集中。

而私募基金，作为投资的一种典型手段，最有可能涉嫌的垄断行为系经营者集中。

（二）经营者集中及申报标准

经营者集中是指某一经营者通过合并、取得股权或资产、签订协议或设立合营企业等方式取得其他经营者的控制权或能够对其他经营者施加决定性影响的行为。《反垄断法》规定的经营者集中包括三种情形：第一种为合并，包括新设合并与吸收合并；第二种，经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；第三种是经营者通过合同方式取得对其他经营者的控制权。

经营者集中一般是市场经济条件下市场主体的合同自由行为，经营者可以通过公平竞争、自愿联合，依法实施集中，扩大经营规模，提高市场的竞争能力。但由于经营者集中有可能导致排除和限制相关市场内的竞争，各国政府都对经营者集中进行政府管制。

我国采取事前申报的强制申报制度。根据《反垄断法》及《经营者集中审查暂行规定》等法律法规的规定，如一项交易满足“构成经营者集中”和“参与集中的经营者营业额达到申

报标准”两项要件，则经营者应当事先向反垄断局申报，未申报的不得实施集中，违法实施的，会对其进行处罚。

依据我国现行法律法规，需要进行经营者集中申报的，需要达到定量和定性两种标准。

1. 定量标准

《国务院关于经营者集中申报标准的规定》规定的申报标准为：

“参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 100 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币；参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 20 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币。”

依据《反垄断法》第二十一条，经营者集中达到前述申报标准的，才需事先向反垄断执法部门申报，且该等集中不包括：

- 参与集中的一个经营者拥有其他每个经营者百分之五十以上有表决权的股份或者资产的；
- 参与集中的每个经营者百分之五十以上有表决权的股份或者资产被同一个未参与集中的经营者拥有的。

2. 定性标准

我国现行法律规定的三类集中情形中，除了合并之外另两种情形都要求对其他经营者取得控制权。因为合并本质上是将两个经营者合为一个经营者，事实上减少了市场内经营者的数量，属于经营者集中最典型的情形，不再需要考量控制权的问题。而其他两种情形在实践中较为普遍和频繁，若全部纳入申报的范围会给执法机构带来巨大的执法压力，同时也并不符合《反垄断法》既要保护市场公平竞争也要提高经济运行效率的立法目的，因此需要限制在取得控制权的集中范围内。

目前，我国法律对控制权没有明确的定义，但《关于经营者集中申报的指导意见》将控制权区分为单独控制、共同控制、直接控制和间接控制，对判断经营者是否通过交易取得控制权列举了一些考虑因素，包括：

- 交易的目的是未来的计划；
- 交易前后其他经营者的股权结构及其变化；
- 其他经营者股东大会的表决事项及其表决机制，以及其历史出席率和表决情况；
- 其他经营者董事会或者监事会的组成及其表决机制；

- 其他经营者高级管理人员的任免等；
- 其他经营者股东、董事之间的关系，是否存在委托行使投票权、一致行动人等；
- 该经营者与其他经营者是否存在重大商业关系、合作协议等。

2020年初发布的《〈中华人民共和国反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》第二十四条第一次从法律层面规定了控制权的具体内涵，指出“控制权是指经营者直接或者间接，单独或者共同对其他经营者的生产经营活动或者其他重大决策具有或者可能具有决定性影响的权利或者实际状态”。尽管在2021年底审议时的修正草案中删除了该条款，但该等规定也仍然具有借鉴意义。

综上，若私募基金设立或投资达到前述营业额的定量标准，并且通过一定方式取得了对经营者的控制权的，就有可能触发经营者集中申报义务，未依法申报的可能会面临反垄断处罚。而实务中，对于判断是否达到该等标准仍存在许多问题，需要一一明确，例如设立私募基金本身是否需要申报、如何计算私募基金的营业额，同一私募基金管理人管理的不同私募基金之间的关系如何判定等。

二、私募基金反垄断申报实务问题

（一）私募基金的营业额如何计算？

依据《经营者集中审查暂行规定》，参与集中的经营者的营业额，应当为“该经营者以及申报时与该经营者存在直接或者间接控制关系的所有经营者的营业额总和，但是不包括上述经营者之间的营业额”。

《关于经营者集中申报的指导意见》对营业额的具体内涵做了非常详细的规定，指出“参与集中的单个经营者的营业额应当为下述经营者的营业额总和：（一）该单个经营者；（二）第（一）项所指经营者直接或间接控制的其他经营者；（三）直接或间接控制第（一）项所指经营者的其他经营者；（四）第（三）项所指经营者直接或间接控制的其他经营者；（五）第（一）至（四）项所指经营者中两个或两个以上经营者共同控制的其他经营者。”该指导意见还明确了在一项经营者集中包括收购一个或多个经营者的一部分时，如果卖方在交易后对被出售部分不再拥有控制权时，则对于卖方而言，只计算集中涉及部分的营业额。

从上述规定可见，经营者的营业额应包含同一最终控制人集团及其下控制的所有经营者的营业额。就私募基金管理人而言，如私募基金管理人在新设私募基金之前，已经设立、管理多家私募基金，则可能涉及到的计算营业额的主体根据控制情况可能会包括：私募基金管理人、私募基金管理人管理的私募基金、私募基金所投资企业、私募基金管理人的股东、私募基金管理人的股东所直接或间接控制的其他主体等，具体需根据实际情况予以判断，无论该等投资对象所处的市场与本次交易所涉的市场是否相关。

依据《金融业经营者集中申报营业额计算办法》，私募基金管理人本身的营业额要素包含管理费收入和手续费收入，具体的计算公式为“营业额=（营业额要素累加-营业税金及附加）×10%”。

值得引起重视的是，即使有前述定量标准，但《经营者集中审查暂行规定》指出，即使经营者集中没达到该申报标准，但具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，市场监管总局应当依法进行调查。这也表明，即使不符合营业额的申报标准，但如果私募基金的募集、投资等可能具有反竞争效果的，仍然有被反垄断调查的风险。

我们也在提示各私募基金管理人及投资者，对于可能涉及经营者集中的私募基金募集或投资，应主动引入专业的反垄断律师团队进行评估，及时与监管部门沟通，做好商谈或申报工作，最大限度避免被处罚的风险。

（二）以财务投资为目的而未获得控股股权是否需要申报？

一般而言，私募基金均以财务投资为目的，通常的投资比例不会超过20%，在会计角度来看，财务投资不会导致私募基金取得对目标公司的控制权。但在反垄断领域，即使仅仅是财务投资目的，但私募基金通过投资委派董事/高级管理人员、取得对目标公司部分经营事项的决策权或一票否决权的，那么通常也会被认定为取得了目标公司的积极或消极控制权，即使私募基金与原控股股东不存在一致行动约定，也会被认为与目标公司原控股股东共同控制目标公司，从而构成经营者集中，在达到经营者集中申报营业额门槛下，应当进行经营者集中申报。

因此，以财务投资为目的而未获得控股股权的，并非全部无需申报，需视事实上是否取得对公司的控制权来判断是否需要申报。

（三）单GP、CO-GP等不同模式下私募基金的控制权如何认定？

《反垄断法》领域的控制权不同于会计领域的控制权，其不要求股权具有相对多数或绝对多数，具体可以从交易的目的和未来的计划、交易前后其他经营者的股权结构及其变化、股东会或股东大会的表决事项及其表决机制以及其历史出席率和表决情况、董事会或者监事会的组成及其表决机制、高级管理人员的任免、是否存在委托行使投票权、一致行动人等、是否存在重大商业关系、合作协议等方面来判断是否对目标公司具有控制权。

1. 单GP模式

在私募基金设立时，系新设企业。若私募基金被经营者单独控制的，因其不存在控制权的变化，不构成经营者集中。因此，通常只有两个以上经营者在交易完成后共同控制私募基金才会有需要进行经营者集中申报的可能性。但这并不意味着单GP的私募基金就无法构成共同控制。

在反垄断实践中,控制权既包括积极控制权,也包括消极控制权,前者是通过股权结构、公司治理等多个方面取得了对目标公司的绝对或相对控制权,后者是通过对重大经营决策事项享有“一票否决权”参与公司业务经营管理,事实上也属于对公司的控制。

因此,在单 GP 模式的私募基金设立中,如果 LP 通过合同约定取得了对于超越权利保护事项的一票否决权,那么是很可能被认为 GP 与 LP 共同控制了私募基金,从而构成了经营者集中,需要结合 GP 和 LP 的营业额判断是否达到经营者集中申报门槛。

关于 LP 是否具有积极控制权的认定,需要关注其是否能对私募基金的实际经营管理进行决策或否决。一般情况下 LP 出任私募基金顾问委员会、投资决策委员会,因其决策权限可能仅包含 GP 的关联交易和利益冲突事项等,并不涉及到私募基金的日常管理和投资决策,因此,LP 一般不会因为向私募基金顾问委员会委派成员而被认定为具有控制权。但不排除其在投资合同签订之初设定一些特殊的权利以维护自己投资利益,相应的条款可能会触及对公司控制权的变化。

2. CO-GP 模式

除单 GP 模式外,一些私募基金出于 LP 的投资要求、员工的跟投要求或管理要求,会采取 CO-GP 的模式。CO-GP 模式下,私募基金存在多个 GP,进行分工协作。一般情况下,CO-GP 共同决策私募基金的事宜,均会被认定为 CO-GP 共同控制私募基金,从而构成经营者集中。但在其中一个 GP 是另一个 GP 的员工跟投平台时,需要结合跟投平台在私募基金中的具体权限(例如是否对于投资事项具有一票否决权)判断是否存在共同控制。

(四) 股权项目投后阶段是否无需再关注经营者集中申报?

1. “一揽子交易”

实践中私募基金类投资股权项目经常涉及在一段时间内参与对同一目标公司的多轮投资情形。对于这种投资活动,需要注意存在关联的多轮投资有可能被视为同一次集中,从而需要自前一轮投资实施之前进行经营者集中申报。⁹

2016 年佳能株式会社分两步收购东芝医疗系统株式会社全部股权,商务部在处罚决定书中指出“本交易虽然分为两个步骤实施,但两个步骤紧密关联,均是佳能取得东芝医疗全部股权不可分割的组成部分,构成经营者集中。2016 年 3 月 17 日,步骤一已实施完毕……尽管经营者集中尚未实施完成,但在向商务部申报前,已经开始实施,违反《反垄断法》第

⁹ 参见《经营者集中审查暂行规定》第九条“相同经营者之间在两年内多次实施的未达到申报标准的经营者集中,应当视为一次集中,集中时间从最后一次交易算起,参与集中的经营者的营业额应当将多次交易合并计算。经营者通过与其有控制关系的其他经营者实施上述行为,依照本规定处理。前款所称两年内是指从第一次交易完成之日起至最后一次交易签订协议之日止的期间。”

第二十一条，构成未依法申报违法实施的经营者集中。”¹⁰

2. “最惠国待遇条款”

此外，除了前述两年内的多次交易构成一揽子交易可能触发经营者集中外，在私募基金投资中，比较常见的为维护投资者权利设置的“最惠国待遇条款”也可能触发经营者集中。该等条款通常要求后续轮次的投资者取得的权利不得优于本轮次投资者，否则该优惠权利自动适用于本轮次的投资者。若在上一轮融资中并不具有控制权的投资者因下一轮的融资取得了对私募基金的控制权，构成共同控制的，也需要进行经营者集中申报。

（五）未依法申报的法律后果如何？

根据现行《反垄断法》，经营者违反规定实施集中的，由国务院反垄断执法机构责令停止实施集中、限期处分股份或者资产、限期转让营业以及采取其他必要措施恢复到集中前的状态，可以处五十万元以下的罚款。

但值得注意的是，第十三届全国人大常委会第三十一次会议对《反垄断法修正草案》进行了审议，草案第五十八条将违法实施经营者集中的法律责任相应修改为：“不具有排除、限制竞争效果的，处以五百万元以下的罚款”；“具有或可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构责令停止实施集中，限期处分股份或者资产、限期转让营业以及采取其他必要救济措施恢复到集中前的状态，处上一年度销售额百分之十以下的罚款。”

故，未依法进行申报的处罚后果即将指数倍增长，各市场主体应做好经营者集中申报审查工作，避免在股权投资交易中因未进行经营者集中申报而面临严厉的行政处罚风险。

三、股权投资监管趋势

从近期多发的未依法申报处罚案例来看，反垄断执法力度日益增强。就目前公开的股权投资中经营者集中行政处罚案例可见呈现以下趋势：

（一）处罚数量显著增加

从2018-2021年，国家市场监督管理总局、商务部等反垄断处罚机构针对未依法申报实施的经营者集中行政处罚分别为14起、16起、13起、63起；其中针对股权投资经营者集中行政处罚决定书数量分别为7起、12起、9起、53起，均占据较大比例，详见图8。¹¹

¹⁰ 参见商务部行政处罚决定书（商法函[2016]965号）。

¹¹ 该数据系以“未依法申报违法实施经营者集中”为关键字在威科先行行政处罚信息库中检索所得，剔除掉新设合营企业的处罚决定书。https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/index_21.html，最后访问时间：2022年3月31日。

2018-2020 年整体数量起伏不大，21 年明显增加，这与 19 年《证券法》《证券期货投资者适当性管理办法》及《监管规定》等规范性文件升级了对违法违规证券交易行为的惩罚措施、2020 年末中央政治局会议以及 2021 年两会政府工作报告中首次提出强化反垄断和防止资本无序扩张、2020 年以来全国人民代表大会常务委员会、证监会、中基协等机构发布了一系列规范性文件的相应生效密不可分。

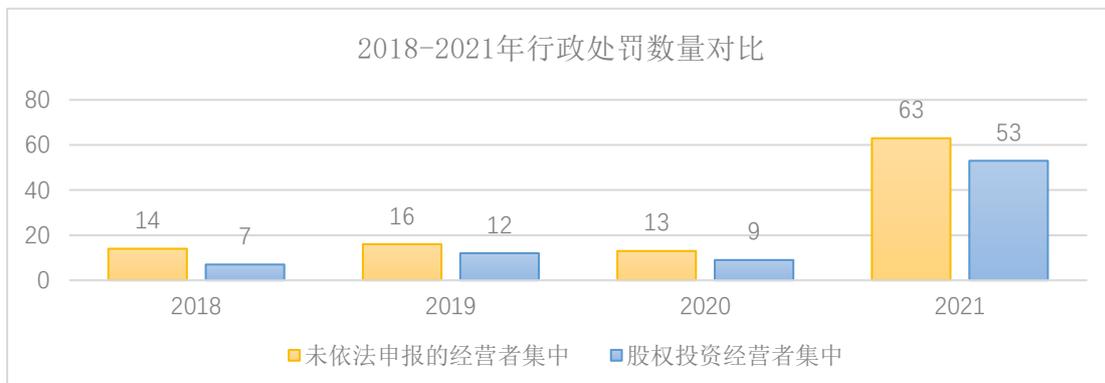


图 8

在前述未依法申报实施的股权收购处罚决定书中，2018 年-2021 年期间，股权比例在 50% 以下的数量分别为 1 起、2 起、3 起、37 起。处罚决定书所涉的具有控制权的具体股权比例分布如下图：

年份	10% (含) 以下	10%-30 (含) %	30%-50%	50% (含) 以上
2018 年	0	1	0	6
2019 年	0	2	0	10
2020 年	0	1	2	6
2021 年	6	28	3	16

由上表可见，近几年，拥有少数股权被认定具有控制权的处罚案例数量大幅提升。并且，监管部门对于控制权的认定日趋注重实质性审查，不再单纯通过股权比例来认定是否对企业具有控制权，即使只拥有少数股权，也有可能被认定构成控制权。

（二）对于相关的违法违规行处罚力度更大，并且追溯时间不受限制

通过比较 2018-2021 年相关案例中最终处罚决定来看，从 2020 年开始，罚款数额基本从 30 万元增长至 50 万元，可见处罚力度逐步加大，旨在以巨额罚款震慑股权投资中未依法申报的经营者集中。

另一个值得注意的点是，行政处罚对于经营者集中行为追溯时间不受限制。以国市监处罚[2021]60号行政处罚决定书为例，2011年7月，腾讯通过其控股子公司 TCH Copper Limited 与 FaX Vision（股权出让方）签订股权转让协议，以现金方式获得猎豹移动 1500 万股普通股，同日，TCH 以现金方式另认购猎豹移动 95,240,964 股 A 轮优先股，合计收购猎豹移动

10%股权，当年7月7日就完成了股权交割。¹²而市场监管总局2021年7月对于当事人2011年末依法申报实施的股权投资进行了处罚，追溯时间长达十年之久，值得引起重视。

（三）被处罚的投资者偏向于长期投资、积极股东

从目前股权投资类经营者集中行政处罚案例最多的2021年考察就可以发现，收购股权比例出现多样化模式，除了单独控制权的变更之外，超半数投资者之间对于目标企业构成共同控制权。

多数情况下，私募基金股权投资可能触发的就是共同控制情形，即各投资主体仅取得目标企业少量股权，但由于存在特殊权利安排等因素，投资主体与创始股东之间或者各投资主体之间形成对目标企业的共同控制权。

这一态势印证了私募股权投资的发展趋势：愈发多的投资人偏向长期投资，成为被投基金的积极股东，更为深入地介入被投企业的公司治理，有智力、有动力和有能力进行“用手投票”，获取更深层次的利益。但也正因投资人对被投企业的深入治理，触发经营者集中申报的频率也日渐频繁，需要各基金引起重视。

四、合规建议

反垄断已经成为国家重点关注的领域，反垄断合规审查也必须成为每个私募基金管理人、投资者在进行私募基金的募投管退中必须要考虑的事项。正在修正的《反垄断法修正草案》也大幅提升了违法申报的处罚力度，将可能的罚款最高数额由50万修改为了经营者上一年度销售额的百分之十，还明确规定即便经营者集中未达到申报标准，但具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构应当依法进行调查。

因此，我们建议各私募基金管理人、投资者重视反垄断合规制度的建设，尽快将其提上日程。

（一）建立私募基金各环节的反垄断合规审查制度

建议具备条件的私募基金管理人建立反垄断合规管理部门，或者将反垄断合规管理纳入现有合规管理体系，明确合规工作职责和负责人并建立且有效执行反垄断合规制度，明确合规管理要求和流程，完善合规咨询、合规检查、合规汇报、合规考核等内部机制。

针对任何投资并购等项目，都要在反垄断合规管理部门的主导下就经营者集中申报进行内部审查，并就该并购项目是否达到申报标准及是否存在排除、妨碍竞争的可能等问题进行

¹² 参见国家市场监督管理总局国市监处〔2021〕60号行政处罚决定书。

评估。具体而言，私募基金管理人可能在以下环节需要注意是否存在垄断问题：

- 在募集阶段，需要关注私募基金的募集成立是否需要进行经营者集中申报。私募股权基金主营业务股权投资，通过增资扩股、股权转让的方式获得投资标的股权，过程中取得控制权或产生重大决定性影响的，应根据《经营者集中审查暂行规定》《关于经营者集中申报的指导意见》，进行经营者集中申报。
- 在投资阶段，投前尽职调查中，结合投资标的业务领域判断是否存在垄断违法的法律风险。决定投资的，要结合营业额持股比例、公司治理判断是否需要进行经营者集中申报。根据《经营者集中审查暂行规定》，即便私募股权基金仅取得投资目标公司较小份额股权，但经营者通过交易取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响，包括公司章程、股东协议等，构成集中行为，应依法进行申报。对于控制权的认定，需要结合企业对其他经营者的实体运营决策的控制程度来具体分析。
- 在投后管理阶段，需要持续关注敏感业务领域的垄断违法风险。一般而言，私募股权基金规模较小，无论是市场份额还是交易影响很难达到“垄断”的标准，但履行经营者集中申报的义务要严格依据《国务院关于经营者集中申报标准的规定》（2018修订）来判断，不能一概而论。
- 在退出阶段，结合投资目标公司和股权受让方的营业额以及控制权情况判断是否需要进行经营者集中申报。因为经营者通过合同取得对公司其他经营者的控制权或其他具有决定性影响的形式，其中包括LP与GP、双GP模式下各权利人之间权利义务分配问题，单独控制或者共同控制，需要履行经营者集中申报的义务。

（二） 定期开展私募基金与反垄断领域合规培训

定期开展公司高管和工作人员经营者集中领域的合规培训，增强反垄断合规意识，提升合规能力。

（三） 定期制作公布反垄断合规报告

建立定期制作反垄断合规报告制度，自觉向社会公众和相关管理部门公开，维护公平竞争的市场秩序。一方面可以降低被监管部门处罚的风险，另一方面也能提升投资者及社会公众对私募基金的信任。

编写组成员



罗莎 合伙人

业务领域：私募投资基金、资本市场、公司合规
联系电话：8610 8587 0068
电子邮箱：sha.luo@chancebridge.com



罗莎律师为北京卓纬律师事务所上海办公室执行合伙人，主要从事私募投资基金、资本市场及公司合规业务。罗律师曾于知名国际组织工作，代表卓纬参与了多项境外交流活动，在各类交易中，她善于把握各方交易商业目的及识别交易风险，协助诸多境内外知名投资机构、企业完成了股权投融资、基金募集与设立、投资退出等项目，在生物医药与大健康、半导体、互联网与人工智能、能源等行业领域皆具备丰富的经验，同时为多家金融机构及企业提供常年法律顾问服务。



范凯 合伙人

业务领域：反垄断与竞争法、知识产权
联系电话：86 10 85870068
电子邮箱：kai.fan@chancebridge.com



范律师是卓纬律师事务所竞争与反垄断部主任，主要从事反垄断、知识产权和政府监管等业务。范凯律师代表多个行业领先企业处理多起社会和行业普遍关注的反垄断和知识产权案件，包括能源钢铁、医药食品、金融、信息技术和生物技术等行业。其中所服务的客户包括壳牌、平安、猫眼娱乐、先正达、日本农林水产省等。

编写组成员



王若鸿

业务领域：跨境投融资、资本市场
联系电话：8610 8587 0068
电子邮箱：ruohong.wang@chancebridge.com



王若鸿于 2021 年 3 月加入卓纬律师事务所，其执业领域主要集中在跨境投融资、资本市场。



李佳芮

业务领域：跨境投融资、资本市场
联系电话：8610 8587 0068
电子邮箱：jiarui.li@chancebridge.com



李佳芮于 2021 年 6 月加入卓纬律师事务所，其执业领域主要集中在跨境投融资及资本市场业务领域。

编写组成员



赵振宁

业务领域：投融资、私募基金、涉外业务
联系电话：8610 8587 0068
电子邮箱：zhenning.zhao@chancebridge.com



赵振宁于 2021 年 12 月加入卓纬律师事务所，其执业领域主要集中在投融资、私募基金、涉外业务。



冯蜀兰

业务领域：竞争与反垄断、争议解决
联系电话：86 10 85870068
电子邮箱：shulan.feng@chancebridge.com



为众多知名客户提供涉及反垄断、商标、版权、电商、民商事争议解决等领域的专业服务。所服务客户涵盖教育、金融、原料药、传媒、科技等行业，争议解决的执业领域包括：垄断诉讼纠纷、知识产权纠纷、合同纠纷；重大民商事案件；刑民交叉案件等

致力于成为最受认可的专业律师事务所
To Be the Most Recognized Prestigious Law Firm

资本市场 | 金融市场 | 公司业务 | 国际贸易与合规 | 知识产权 | 竞争与反垄断 | 刑事业务 | 争议解决



承卓越·敬不凡



北京市东城区东长安街1号东方广场E2座2107-2112室 邮编 100738
Office Tower E2 Oriental Plaza, No. 1 East Chang An Avenue, Beijing
T +86 10 8587 0068 F +86 10 8587 0079

www.chancebridge.com