



谈IPO股东核查的尺度及中介机构尽责标准
——以近期案例为主要视角 001/

IPO审核|全面注册制改革下医疗器械
行业特殊关系客商专项核查分析 009/

青岛中院作出“胜通债”虚假陈述一审判决，
全国首例认定损失应为投资差额而非票面本息 020/

新规时代下私募基金管理人登记
与基金备案的实务要点全解析 026/

从ChatGPT看AIGC的法律风险及合规应对 054/

谈IPO股东核查的尺度及中介机构尽责标准——以近期案例为主要视角

作者：张启祥 田维怡 蔡金会 杨柳依依



2021年2月5日，证监会发布了《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》（下称“《规范指引》”），要求对股权代持、突击入股、入股价格异常等问题进行集中整治，并要求保荐机构、发行人律师就发行人的核查情况提交股东穿透核查专项报告。在《规范指引》发布之前，审核部门通常本着实质重于形式的原则，除可能导致“权属不清”或存在潜在利益输送风险的情形外，通常情况下不要求全部穿透至最终出资人。《规范指引》发布后，监管尺度由“原则性”标准调整为均穿透披露至最终持有人的“规则性”标准（即“一穿到底”标准）。

2021年4月25日深圳证券交易所发布的《关于股东信息核查中“最终持有人”的理解与适用》（下称“《通知》”）中规定，如果中介机构能以适当核查方式确认外资股东的出资人不存在境内主体，并充分论证该外资股东入股发行人的价格不存在明显异常，可将该外资股东视为“最终持有人”。但对于持股层级较多，穿透后间接股东数量较多的公司，核实外资股东的出资人是否存在境内主体的核查方式及手段仍存在一定的客观局限性。

2021年6月16日，上交所及深交所分别发布的《关于进一步规范股东穿透核查的通知》规定对于持股较少，即原则上直接或间接持有发行人股份数量少于10万股或持股比例低于0.01%，不涉及违法违规“造富”等情形的，保荐机构会同发行人律师实事求是发表意见后，可不穿透核查（即“核查红线”标准），该通知基于重要性原则划定了可以停止穿透的标准。

本文旨在对近期的审核案例进行分析，从而探讨上述规定发布至今，审核部门对于境外股东穿透核查的标准及中介机构的具体尽职要求及变化。

第一部分\

股东穿透核查的尺度标准

(一) “一穿到底”和“核查红线”标准

从公开渠道检索的案例来看，采取“一穿到

底”标准与“核查红线”标准一定程度上均为审核部门所接受，不过实践中也存在企业在申报时采取“核查红线”标准后，证监会仍就未穿透至“最终持有人”进一步询问的案例：

公司名称/证券代码	监管问询要点	中介机构回复要点
康鹏科技 (预披露, 已过会)	在股东核查报告中说明境外间接股东未进行穿透核查的原因及替代措施, 明确是否已落实相关规定要求, 发行人披露股东信息真实、准确、完整的核查依据是否充分。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 《专项核查报告》按照“持股较少”比例进行核查并披露至“核查红线”; 2. 针对持股较少的股东已采取确认函、公开披露信息、网络核查等替代措施予以核查; 3. 苏州凯辉入股价格不存在明显异常; 4. 苏州凯辉上层境外股东不存在证监系统离职人员。
龙迅股份 /688486	根据申报材料, (1) Lonex 注册于开曼群岛, 持有公司4.58%股权, 上层境外股东未完全穿透核查。 请发行人说明: 上层境外股东未完全穿透是否符合“最终持有人”的相关规定。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 取得外资股东的间接股东中的非境外上市公司股东出具的其向上穿透的出资人均不存在中国境内企业或境内自然人的声明文件; 2. 通过境外上市公司所披露的年度报告确认间接股东中的境外上市公司的股东不存在中国境内主体; 3. 核查确认入股价格不存在异常。

根据公开披露的信息，上述案例中介机构回复后，均未收到交易所进一步问询。

(二) 进一步量化要求——权益价值（市值）标准

近期据我们观察，部分中介机构认为，在审案例中，除“核查红线”标准外，交易所还会

要求结合预计市值，对“持股较少”进一步量化。虽然经检索近期反馈问询，上述要求尚未体现在问询问题中，但在部分案例的反馈回复中，中介机构已在“核查红线”标准的基础上进一步量化，考虑了发行人“核查红线”标准所对应的发行前市值和发行后预计市值情况：

公司名称/证券代码	监管问询要点	中介机构回复要点
M公司 (预披露, 已过会)	<p>根据招股说明书和保荐工作报告,..... (2) 深圳哈勃、上海龙旗、元禾璞华等股东未按照《监管规则适用指引》进行穿透;..... 请保荐机构、发行人律师进一步完善股东核查及信息披露要求并发表明确意见。</p>	<p>根据预计市值分析报告, 发行人本次发行上市后的预计市值约为34.24-42.80亿元, 则10万股对应的发行人预计市值约为427.95-534.93万元, 而发行前0.01%股份对应的发行人预计市值约为25.68-32.10万元, 显著低于10万股对应的发行人预计市值。对于发行人的股东, 原则上将穿透至“最终持有人”后直接或间接持有发行人股份比例低于0.01%的出资人认定为“持股较少”; 对于深圳哈勃, 鉴于其自身为市场知名的投资机构, 基于重要性原则, 将对穿透后间接持有发行人股份数量少于10万股的出资人认定为“持股较少”。</p>
博盈特焊 (预披露, 已过会)	<p>请保荐人、发行人律师按照《监管规则适用指引——发行类第2号》的要求进行全面深入核查, 逐条认真落实核查工作, 并提交专项核查说明。</p>	<p>对于离职人员, 部分股东仅穿透至“持股较少”的自然人股东进行核查, 根据重要性原则, 间接持有发行人0.01%以下股权比例的自然人股东, 其间接持股比例及持股数量少, 根据发行人2020年实现的净利润以及专用设备制造业平均市盈率水平, 预计上市后发行人0.01%股权对应的市值约为65万元(不考虑间接持股减持的税费影响), 且间接持股的层级较多, 对发行人的股权结构影响很小, 属于持股较少、不涉及违法违规“造富”等的情形。</p> <p>.....</p>

第二部分\

关于外资股东“最终持有人”的核查及认定

由于在境外股东核查工作中穿透至“最终持有人”存在较大难度, 中介机构多根据“以适当核查方式确认外资股东的出资人不存在境内主体, 并充分论证该外资股东入股发行人的价格

不存在明显异常”, 对符合标准的外资股东停止穿透。早期案例中, 中介机构常以发行人的直接或间接外资股东出具的确认函为依据, 确认外资股东穿透后的股权结构中无境内主体, 从而将该外资股东认定为最终持有人。近期案例显示, 仅以确认函作为主要核查手段的, 可能存在较大的问询风险。

公司名称/ 证券代码	监管问询	中介机构回复要点	无境内主体、入股价格 无异常的核查手段
H公司[注1]	<p>首次问询： 请保荐机构和发行人律师说明对Y公司股东信息核查的穿透情况，是否符合股东信息核查的相关要求。</p>	<p>Y公司的股东为NL公司担任GP的基金。根据Y公司、基金以及基金管理人出具的说明及承诺函，基金LP穿透的直接或间接权益持有人中，不存在境内实体；NL公司的直接或间接权益持有人中，境内实体均已完成最终穿透，其他权益持有人均为可视为“最终持有人”的外资股东。 Y公司入股发行人的价格存在低于同期外部投资者的情形，但不属于入股价格异常的情况，因此该等主体可视为最终持有人。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 查阅Y公司的《公司注册证书》、商业登记证、股东名册； 2. 查阅Y公司提供的某二期基金及NL公司的合伙人名单； 3. 查阅Y公司、NLVF、NLSF、NLPF、NL公司、NL II出具的关于其权益持有人情况的《说明及承诺函》； 4. 查阅境外律师事务所对Y公司上层股东出具的法律意见书； 5. 委托中国出口信用保险公司对某二期基金中间接持有发行人股份比例在0.01%以上且持股数额超过10万股的合伙人的股东情况核查。
	<p>二次问询： Y公司的背景情况和投资情况，最终持有的自然人基本情况，是否存在规范指引第一项、第二项的情形。</p>	<p>中介机构除首次核查内容外，委托中国出口信用保险公司对某二期基金中间接持有发行人股份比例在0.01%以上且持股数额超过10万股的合伙人（不含信托）向上穿透了一层；将Y公司穿透的境内自然人的身份证件信息提交中国证监会浙江监管局进行了证监会系统离职人员查询；同时，相关主体已承诺，未穿透的各基金权益人不存在境内实体，……因此上述未完成穿透的境外间接股东可视为“最终持有人”，符合股东信息核查的要求。</p>	

注1: H公司于第一次被问询时以未最终穿透的境外主体中不存在境内主体，入股价格不存在异常作为停止穿透的依据，在第二次问询回复中对前述未穿透的外资股东补充穿透至“核查红线”。

公司名称/ 证券代码	监管问询	中介机构回复要点	无境内主体、入股价格 无异常的核查手段
S公司[注2]	<p>首次问询: 请保荐机构、发行人律师说明股东穿透核查中国有股东、外资股东、工会持股“最终持有人”的核查依据。</p>	<p>(1) 根据调查问卷、查阅上层股权结构、信息披露确认函，发行人股东WEALTH VENTURES、CLASSIC ALLY的出资人不存在境内主体，且入股发行人价格不存在明显异常，认定为“最终持有人”。</p> <p>(2) 针对发行人间接股东中的外资股东，……间接外资股东持有发行人股份数量少于10万股或持股比例低于0.01%，认定持股较少，不再穿透。</p> <p>(3) 发行人股东 Forebright Smart Eyes、H某的间接股东中，对合计间接持有发行人股份6.5889%的外资股东，采取替代核查措施。</p>	<p>1.查阅了境外股东出具的法律意见书、调查问卷、发行人股东提供的登记文件及股权结构图、出具的确认函；</p> <p>2.查阅了发行人的工商档案、股东入股签署的股权转让协议/增资协议、交易价款支付凭证、完税凭证；</p> <p>3.查阅了 Forebright Smart Eyes 及 H某入股开曼S公司的投资协议、出资凭证；</p> <p>4.就 Forebright Smart Eyes 及 H某未能提供未穿透外资股东股权结构的原因进行访谈、查阅了未穿透外资股东的公开背景信息。</p>
	<p>二次问询: (2) 针对部分外资股东的替代核查措施是否充分，是否落实了规范指引及本所相关规定等</p>	<p>答复了针对具体股东取得的资料及核查措施，确认未穿透股东穿透后的股东/出资人不属于境内主体，核查入股价格不存在异常。</p>	
	<p>注册阶段问询: (2) 详细说明对未穿透外资股东Forebright Smart Eyes (持股7.87%)、H某 (持股0.73%) 未能穿透的原因并提供有关证据；</p>	<p>1. 根据外资股东访谈确认，说明未对部分外资股东进行穿透系因该等股东基于对其投资人的保密义务。</p> <p>2.取得直接股东提供的股权结构图、上层主体登记资料、直接股东出具的确认函、对上层上市公司公告的检索、未穿透外资股东背景的公开检索、对直接股东的董事/法务人员进行访谈等手段，确认未穿透外资股东穿透后的股东/出资人不属于境内主体。认定为“最终持有人”。</p>	

注2: S公司以未最终穿透的境外主体中不存在境内主体，入股价格不存在异常作为停止穿透的依据，经过两轮问询仍未能对部分股东穿透至“核查红线”，以采取替代措施的方式作为解释依据。

公司名称/ 证券代码	监管问询	中介机构回复要点	无境内主体、入股价格 无异常的核查手段
D公司[注3]	<p>首次问询： 发行人提交申请前12个月内新增股东尚未彻底穿透到最终持有人。请保荐机构、发行人律师按照规范指引的规定，对中小基金、J投资彻底穿透核查至最终持有人，……</p> <p>发审会问题： 对于未能穿透的外资股东，请说明该外资股东的出资人是否存在境内主体，并说明论证该外资股东入股发行人的价格是否存在明显异常。</p>	<p>中小基金尚有5家、J投资尚有2家较高层级的间接股东未最终穿透原因：①工商信息未公示；②由于注册地法律保护等原因，部分相关股东信息未公示。该等间接股东（或其母公司）知名度高、资产规模大、投资领域广，其对发行人间接投资规模占其整体业务规模的比重极小。因此，上述未穿透主体对公司业务独立性及股权稳定性均不构成负面影响。</p> <p>根据《关于股东信息核查中“最终持有人”的理解与适用》之规定以及后续的补充核查，公司已不存在未能穿透的外资股东。 公司所有外部股东对公司投资时间接近、投资价格一致，公司不存在利益输送的情形。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 取得公司出具的专项承诺函； 2. 取得公司工商登记资料； 3. 取得各个股东关于其基本情况的确认； 4. 对公司实际控制人进行访谈； 5. 查看相关股东基金备案证明书，并查询中国证券投资基金业协会； 6. 取得发行人提供的提交申请前12个月内新增股东（以下简称“新增股东”）的入股协议及款项支付凭证，核查新增股东的入股情况； 7. 取得发行人新增股东的身份证、股东调查表，核查发行人新增股东的基本情况； 8. 公开渠道查询等

第三部分 结语

综上所述，我们理解，在向上穿透的尺度上，穿透至“核查红线”仍然为较为常见及可接受的核查标准，但近期出现的将“持股较少”这一标准与发行人预计市值挂钩的进一步量化衡量标准的案例也值得进一步关注。从本文总结的上述审核案例不难看出，对于未能“一穿到底”

或穿透至“核查红线”的外资股东，如果仅依据该直接外资股东出具的承诺函，即认定外资股东穿透后的各级出资人不存在境内主体，从而认定该外资股东为最终持有人的，监管审核通常存在一定疑虑。因此对于该等情形，中介机构应当尽量补充其他核查手段，如要求外资

注3：D公司于第一次被问询时仍有未穿透至10万股以下的外资股东，于第二次问询时被要求说明该外资股东的出资人是否存在境内主体，并说明论证该外资股东入股发行人的价格是否存在明显异常。

股东披露其出资人名称；通过中国出口信用保险公司等第三方途径查询股东的出资人信息；通过境外证券交易所、机构官方网站、上市公司公告等多种渠道对该等出资人的性质进行核查，取得外部客观证据。同时，亦需要结合该股东的出资情况，充分核查说明入股价格不存在明显异常，以论证不存在利用外资结构避免信息披露，进行利益输送、违规“造富”的情况。 ❷



张启祥
合伙人
资本市场部
广州办公室
+86 20 2826 1780
zhangqixiang@zhonglun.com

IPO审核|全面注册制改革下医疗器械行业特殊关系客商专项核查分析

作者：朱颖 钟洋 韩维



2023年2月17日，中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）实施全面注册制改革，出台一系列法律法规，其中《监管规则适用指引——发行类第5号》（“《5号监管指引》”）要求中介机构对于报告期任意一期经销收入或毛利占比超过30%的发行人出具关于经销模式的专项说明，核查内容包括发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高管、关键岗位人员及其他关联方与经销商、经销商的终端客户是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作（如是否存在前员工、近亲属设立的经销商，是否存在经销商使用发行人名称或商标）、关联经销商销售收入、毛利及占比，销售价格和毛利率与非关联经销商是否存在显著差异。此外，中国证监会于2022年7月29日出台的《公开发行证券的公司信息披露编报规则第25号——从事药品及医疗器械业务的公司招股说明书内容与格式指引》（“《25号招股说明书指引》”）第八条亦要求报告期内经销商存在由发行人股东或前员工控制等特殊关系的，发行人应披露该等经销商基本情况及销售价格公允性。

关联关系与关联交易历来是IPO审核关注的重点，关于发行人的客户、供应商与发行人是否存在关联关系或其他特殊关系，尤其是可能导致交易价格非公允、业绩虚构、体外资金循环、业务重大依赖等一系列影响发行人独立性和真实盈利能力的关联关系或其他特殊关系。

《企业会计准则第36号——关联方披露》《上市公司信息披露管理办法》、沪深交易所上市规则等法律法规界定了关联方的范围，关联自然人主要包括公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员及前述人士关系密切的家庭成员，关联法人主要包括持有公司股权5%以上、与公司存在直接/间接控制或重大影响关系、由关联自然人直接/间接控制或担任董监高的法人或其他组织，该等关联方与公司发生的各类交易均应当作为关联交易披露；与此同时，《5号监管指引》基于经销模式的特殊性、《25号招股说明书指引》基于医疗器械行业信息披露的特殊性，均提示了发行人有关销售模式的合规要点，要求发行人披露由其关键岗位员工、前员工、近亲属设立/控制/存在其他特殊关系的经销商，在一定程度上补充了可能引起利益输送、利润操纵的特殊关系方情形，以达到特殊关系交易（比照关联交易）核查的目的。本文拟引据监管对于特殊关系客商的审核要点、上市申报企业披露及问询回复，全面分析有关特殊关系客商的核查对象、筛查手段、披露方式及规范整改措施。

第一部分\

核查对象

《5号监管指引》明确要求核查经销商及经销商终端客户是否存在与发行人关键岗位人员存在关联关系或其他利益安排，以及是否存在由发行人前员工、近亲属设立等特殊关系情形；《25号招股说明书指引》明确要求披露存在由发行人前员工控制等特殊关系的经销商。除此之外，对于发行人前员工（及近亲属）任职的经销商、非关键岗位在职员工（及近亲属）控制/任职的经销商、前员工/非关键岗位在职员工（及近亲属）控制/任职的其他类型客户（如直销客户）及供应商未作明确披露要求，但结合IPO相关规则和审核要求，笔者认为前述主体均系中介机构需核查之对象：（1）《25号招股说明书指引》并非单列“控制关系”，而是在“控制关系”后以“等特殊关系”囊括发行人与经销商可能存在的关联关系。从监管实质出发，发行人与经销商之间可能导致发行人利益转移的关系，包括但不限于股权关系、人事关系、管理关系均可能被视作为存在特殊关系，应当纳入核查范围；（2）《5号监管指引》不仅明确将发行人关键岗位员工列为核查对象，还在其后列示“其他关联方”以兜底，笔者理解，发行人非关键岗位在职员工因人事关系而可构成

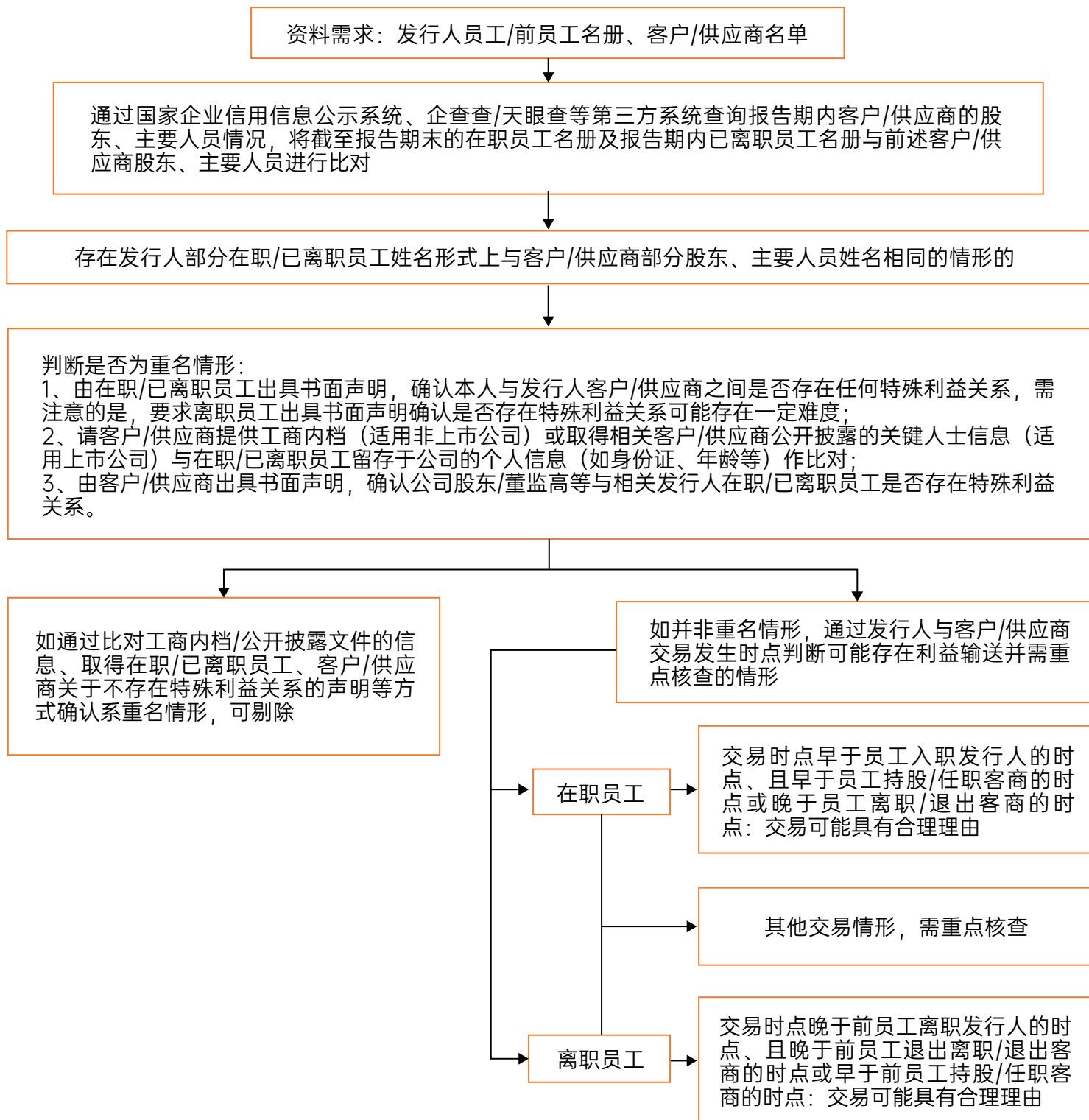
发行人的其他关联方，同时在职员工（不区分是否关键岗位）也常系上市申报企业核查“经销商和发行人是否存在实质和潜在关联关系”的对象。此外，相比于前员工，在职员工特殊关系企业与发行人之间存在利益输送的风险更高，笔者“举轻以明重”，认为在职员工关联企业也均应当纳入核查范围；（3）《保荐人尽职调查工作准则（2022）》中要求保荐人遵循的尽职调查程序包括核查主要供应商是否与发行人及关联方存在潜在关联关系、主要客户是否为发行人前员工及与发行人及关联方存在潜在关联关系。除主要客户与主要供应商外，监管机构对于特殊类型供应商（推广服务商、咨询服务商、物流服务商等）亦十分关注，如广州康盛生物科技股份有限公司关于员工物流服务商与公司的交易情况、X生物公司关于员工推广服务商与公司的交易情况均受到问询，因此笔者理解，**主要客户及主要供应商、经销商（及终端客户）、特殊类型供应商（推广服务商、物流服务商）均应纳入实质和潜在关联关系及关联交易的核查范围。**

第二部分\

筛查手段

根据上市申报企业披露的惯常核查方式、

核查资料及笔者实务经验，笔者梳理筛查手段 | 如下，供参考：



《25号招股说明书指引》并未要求披露员工/前员工近亲属控制或存在特殊关系的公司，但《5号监管指引》明确要求核查前员工、近亲属设立的经销商（及终端客户）。此外，医疗器械行业中亦存在部分公司销售人员为开拓市场而通过其关系密切的家庭成员控制或任职于经销商、推广服务商等处的情形。因此为保证核查的全面性，笔者建议中介机构还可要求发行人提供员工/前员工关系密切的家庭成员的信息，包括本人父母、配偶及其父母、兄弟姐妹

及其配偶等近亲属的姓名及任职单位，并根据前述信息按照以上筛查手段进行交叉比对核查。

第三部分\

核查程序

根据《5号监管指引》《25号招股说明书指引》中主要关于经销商、推广服务商的核查要求，结合监管机构关于特殊关系客户供应商的审核问询，笔者梳理相关核查要点如下：



客商类型	法律法规	监管问询案例
<p>客户</p>	<p>《5号监管指引》5-12经销模式：“2.发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高管、关键岗位人员及其他关联方与经销商、经销商的终端客户是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作(如是否存在前员工、近亲属设立的经销商，是否存在经销商使用发行人名称或商标)，是否存在非经营性资金往来，包括对经销商或客户提供的借款、担保等资金支持等。...5.关联经销商销售收入、毛利及占比，销售价格和毛利率与非关联经销商是否存在显著差异。”</p> <p>《25号招股说明书指引》第八条：“发行人应披露报告期内下列与公司销售模式有关的信息：（二）报告期内经销商存在由发行人股东或前员工控制等特殊关系的，披露该等经销商基本情况及销售价格公允性；”</p>	<p>【S生物公司】公司员工（包括已离职员工）、直接或间接股东是否在公司经销商处持有股份、担任董监高或其他任职情况；公司经销商是否与发行人及其控股股东、实际控制人、董监高存在关联关系或其他关系；发行人是否采取相应的有效措施处理上述情形可能导致的利益输送行为；存在上述情形的经销商，其采购商品在报告期内的最终销售情况；</p> <p>【天松医疗（430588）】对由离职员工出资设立或者由离职员工担任董事、监事、高级管理人员的经销商、离职员工任职的经销商、由实际控制人亲属任职的经销商及其上述经销商的主要股东、关键岗位人员等的银行流水进行核查...说明是否存在与发行人及其相关主体或人员的异常资金往来，是否存在利用体外资金循环与发行人或相关主体形成销售回款或承担成本费用等情形；</p> <p>【深圳安科（预披露）】报告期内经销商及其股东与发行人、发行人实际控制人及其关联方、发行人董监高、发行人股东及前股东、发行人员工及前员工是否存在关联关系、资金或业务往来以及其他可能输送利益的特殊关系；存在上述关系的原因及背景，发行人对存在上述关系的经销商的销售金额，是否实现终端销售；</p> <p>【康盛生物（预披露）】报告期各期员工经销商、主要经销商各产品销售数量、价格、金额、毛利率等情况，发生变动的原因及合理性，是否存在经销商向发行人采购规模与其自身不匹配的情况；并对比各产品经销模式下的平均价格、毛利率及同行业可比公司情况，结合经销模式下的总价原则，说明是否存在异常、交易是否公允；通过关联经销商实现的销售收入、毛利及占比，销售价格和毛利率与非关联经销商是否存在显著差异</p>
<p>供应商</p>	<p>《25号招股说明书指引》第十六条：“发行人应结合行业特点、销售模式、推广模式等，披露报告期内下列与销售费用有关的信息：</p> <p>（一）销售费用的具体构成，包括市场（学术）推广费、广告费、职工薪酬等的金额及比重情况；其中，市场（学术）推广费需说明与上述费用具体相关的工作情况、支付对象、第三方推广机构的经营资质及能力等，并分析相关支出是否合法合规；</p> <p>（二）销售费用率高于销售毛利率或者显著高于同行业平均水平的，应说明销售费用发生的合理性及控制费用措施的有效性。”</p>	<p>【康盛生物（预披露）】结合报告期内主要推广服务供应商基本情况、与发行人的关系、除协助提供推广服务外是否为发行人提供其他服务、发行人是否其主要客户、相关供应商在该领域的专业性等，进一步说明相关主体是否存在为发行人代垫成本费用的情形；</p> <p>【X生物公司（预披露）】说明在职及离职员工及其关系密切的家庭成员相关的推广服务商的具体情况（包括但不限于成立时间、是否注销及注销时间、实控人背景情况、是否为发行人经销商、是否为发行人现、前员工或亲属经营，是否主要为发行人服务等信息），发行人与相关推广服务商交易的背景及商业合理性，推广服务及销售产品的具体内容、相关交易金额和占比、定价依据及其公允性、推广服务商下游客户情况，分析是否存在利益输送或其他利益安排。</p>

针对上表所列核查要点，根据《5号监管指引》列示的关于经销模式的核查方法、前述上

市申报企业的问询回复及笔者实务经验，笔者总结核查程序如下：

序号	核查程序	核查目的	核查依据
1	特殊关系客商基本信息核查	<ul style="list-style-type: none"> 了解特殊关系客商基本情况，包括成立时间、注册资本、法定代表人、经营范围、股权结构、董监高任职信息及公司历史沿革； 了解发行人与特殊关系客商合作背景及原因、关联关系； 核查特殊关系客商与发行人之间是否存在资金、人员、客户等交叉的情形等。 	<ul style="list-style-type: none"> 查阅特殊关系客商的工商登记资料、登录国家企业信用信息公示系统、天眼查/企查查等网站； 访谈特殊关系客商，了解公司经营规模、经营产品类型、员工数量、合作背景及原因、与发行人交易情况等。
2	发行人与特殊关系客商销售规模核查	<ul style="list-style-type: none"> 核查特殊关系客商向发行人购销规模与自身经营规模是否匹配； 核查发行人通过特殊关系客商实现的收入和利润对发行人整体收入和利润是否构成重大影响。 	<ul style="list-style-type: none"> 查阅报告期内发行人与特殊关系客商的交易明细，对特殊关系客商进行函证，函证内容包括交易时间、交易内容、最终使用者、产品验收时间、交易金额、应收账款余额、预收账款余额等； 取得并核查报告期各年度特殊关系客商与采购发行人产品相关的银行流水。
3	发行人与特殊关系客商的交易公允性核查	<ul style="list-style-type: none"> 核查交易公允性，是否存在利益输送。 	<ul style="list-style-type: none"> 将特殊关系客商的购销价格（或毛利率）与同类型产品的平均购销价格（或毛利率）进行比较，分析判断价格是否公允； 取得并核查发行人与特殊关系客商签订的合同，比较关键条款，如合作模式、定价模式、结算方式等与无关联关系客商是否存在显著差异。
4	发行人与特殊关系经销商的终端销售实现情况核查	<ul style="list-style-type: none"> 核查特殊关系经销商的最终销售去向、销售回款及销售回款的资金来源、最终销售的实现情况；特殊关系经销商各期末产品期末库存真实性、占当期采购额的比例是否处于合理水平；是否存在利润操纵。 	<ul style="list-style-type: none"> 取得特殊关系经销商销售至终端客户的交易明细、销售合同、订货单、发货通知单、出库单、发票、签收记录以及银行回款单等相关凭证； 对经销商的期末库存进行抽查监盘； 取得特殊关系经销商出具的不存在铺货的确认函。
5	发行人关于客户供应商管理制度核查	<ul style="list-style-type: none"> 核查发行人是否采取相应的有效措施处理可能导致的利益输送行为。 	<ul style="list-style-type: none"> 取得发行人主要价格政策、主要返利政策、主要培训及会议支持政策、主要信用政策、销售管理制度、代理商管理办法、供方审核控制程序等客户/供应商管理政策。

序号	核查程序	核查目的	核查依据
6	其他核查	<ul style="list-style-type: none"> 核查发行人与特殊关系客商或关联员工是否存在利用体外资金循环与发行人或相关主体形成销售回款或承担成本费用等利益输送的情形。 	<ul style="list-style-type: none"> 拉取特殊关系客商与关联员工个人流水，对单笔金额在一定数额及以上的流水逐笔对交易对象、款项性质进行核查；对于因涉及隐私无法提供流水的离职员工，取得其关于不存在与发行人实际控制人、董监高、员工等异常的资金往来，也不存在为发行人收取货款或代垫成本费用的情形的《承诺函》；对于因涉及隐私无法提供银行流水的经销商法人，取得其关于与发行人及其关联方不存在关联关系，不存在与发行人实际控制人、董监高、员工等异常的资金往来，也不存在为发行人收取货款或代垫成本费用的情形的《无关联关系声明》。



第四部分\ 披露方式

根据《保荐人尽职调查工作准则（2022）》《5号监管指引》《25号招股说明书指引》等法律法规的要求，特殊关系主要客户、主要供应商、经销商（及终端客户）系招股说明书法定披露内容，通常披露在《招股说明书》“比照关联交易披露的交易”章节中；而关于特殊关系推广服务商、物流服务商等在申报文件中的披露方式及随申报进程的披露内容，笔者梳理如下：

披露方式	公司名称	披露内容	
		首次申报招股说明书	审核问询回复
主动公开披露于首次申报招股说明书	康盛生物（上市委会议通过）	披露位置：“九、关联方及关联交易 / (三) 比照关联交易披露的交易” 披露内容： 发行人与前员工物流服务商之间的交易比照关联交易披露 ，披露员工姓名、物流服务商名称、具体关联关系、设立时间、首次与发行人合作时间、终止与发行人合作时间、成为发行人物流服务商的背景及规范整改情况、销售金额及占比、应收应付情况	披露内容：1) 发行人在不存在异地子公司的情况下，由销售人员在当地设立经销商或物流服务商为发行人提供服务的商业合理性，是否与公司内部组织架构和工作安排相适应；2) 员工物流服务商及员工（或其近亲属）从事二段物流配送服务的情形，对相关员工或经销商、员工近亲属等与发行人、发行人实际控制人、关键岗位人员及其他相关人员的资金流水的核查情况，是否存在代为承担成本费用情形的核查情况；3) 报告期内主要推广服务供应商中存在员工物流服务商 、该等员工物流服务商的推广能力、商业合理性及是否存在未公示代垫成本费用的说明
	X生物公司（创业板第二轮问询阶段）	披露位置：“十、比照关联交易要求披露的重要交易” 披露内容：披露发行人与其（前）员工相关企业之间的交易，主要为采购推广服务，披露相关（前）员工供应商名称、交易内容、报告期各期交易金额、占比、应收应付余额	披露内容：1) 在职及离职员工及其关系密切的家庭成员相关的推广服务商的具体情况，发行人与相关推广服务商交易的背景及商业合理性，推广服务及销售产品的具体内容、相关交易金额和占比、定价依据及其公允性、推广服务商下游客户情况，是否存在利益输送或其他利益安排；2) 发行人现、前员工或亲属经营的推广服务商存在主要为发行人服务的情形、存在个别服务商的市场推广费金额小于资金占用、支付工资金额的情形；3) 发行人前员工、现任员工相关的推广服务商与客户重合的情形、相关交易的真实性与合理性的说明、发行人内部控制制度的执行情况
披露于非公开申报材料中	深圳安科（创业板第二轮问询阶段）	/	披露内容：发行人存在销售服务商为员工或前员工控股的情形、同为经销商又为销售服务商的情形、销售服务商与经销商之前有关联关系的情形，员工或前员工任职或持股服务商的原因及合理性，是否构成体外循环或其他利益输送的情形
审核问询后披露	英科新创（提交注册阶段）	/	披露内容：公司个别推广服务商由公司前员工设立或担任董事、监事、高级管理人员，同时披露该等前员工推广服务商各报告期的交易金额、占比

根据上表，特殊关系推广服务商、物流服务商等并非法定公开披露事项，实务中存在主动公开披露、主动于非公开申报材料中披露及问询披露等多种披露方式。但考虑特殊关系推广服务商、物流服务商等与发行人存在利益输送的风险较高，亦是监管关注重点，因此笔者**建议中介机构全面核查后主动披露，首次披露时列示特殊关系客商的基本情况、交易情况等，问询披露时进一步释明发行人与该等特殊关系客商**

交易的商业合理性、定价公允性及是否存在利益输送等情况。

第五部分\

规范整改措施

关于特殊关系客商的规范整改措施及整改核查依据梳理如下：

特殊关系客商类型	规范整改措施	整改核查依据
现员工及其近亲属持股或任职（包括股东、合伙人、董事、监事、经理等）的客户供应商	要求相关员工转让股份或从此类客户供应商离职	访谈相关员工，确认股权转让或离任事实、确认新股东、新董监高与相关员工是否存在关联关系；取得股权转让协议、股权转让款支付凭证；取得相关变更的工商档案
	要求员工将其实际控制的客户供应商的资源转让给发行人，如终止与上下游企业签署的购销协议并积极促成发行人与上下游企业建立直接业务合作关系，如因合格供应商名录、招投标程序等原因无法转让的，此类客户供应商按照其向上下游企业购销产品的价格（扣除相关税务影响后）与发行人进行交易，除无法转让业务资源的情形外，发行人不再与该等特殊关系客商发生交易、该等特殊关系客商不再与发行人的上下游客商发生交易	取得相关员工及特殊关系客商出具的关于前述事项的《承诺函》
	要求该等特殊关系客商不会从事或参与与发行人构成竞争或潜在竞争的业务	
前员工及其近亲属持股或任职（包括股东、合伙人、董事、监事、经理等）客户供应商的情形	发行人应严格执行公允定价的方针，不因前员工的情形影响公司产品的正常定价与市场策略，双方公平交易	/

同时，笔者**建议中介机构关注公司防范利益冲突的内部控制制度的建立与完善**，1) 在员工管理方面建议公司应明确规定员工不得为其他公司提供服务，且其本人及关系密切的家庭成员不得在与公司存在业务关系的企业中持股、任职或存在特殊利益关系，要求员工在入职时或续签劳动合同时如实填报关系密切的家庭成员的信息并及时更新、出具不存在特殊关系的相关承诺函；2) 客户供应商管理方面，严格执行客户/供应商审核管理办法，由发行人通过公开渠道检索方式确认客户/供应商目前及近12个月的股东、董监高、业务负责人及业务对接人与公司及子公司的股东、董监高、员工及其关系密切的家庭成员不存在重合，并要求客户供应商必须出具不存在特殊关系的相关承诺函。

第六部分\

结语

医疗器械行业公司与特殊关系客商之间的交易可能会滋生商业贿赂、利益输送、其他资金往来及利益交换等违法违规行为，监管机构亦对前述交易事项提出明确披露要求。结合全面注册制改革下出台的《5号监管指引》及聚焦医疗器械行业的《25号招股说明书指引》的相关规定，本文通过引据监管对于特殊关系客商

的审核要点、上市申报企业披露及问询回复，全面分析有关特殊关系客商的核查对象、筛查手段、披露方式及规范整改措施，期望借此明晰中介机构关于特殊关系经销商的核查思路、完善核查程序，建构完整核查体系。☞



朱颖
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3080
juliazhu@zhonglun.com



钟洋
非权益合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3083
zhongyang@zhonglun.com

青岛中院作出“胜通债”虚假陈述 一审判决，全国首例认定损失应 为投资差额而非票面本息

作者：张保生 李瑞轩



山东胜通集团股份有限公司（以下简称“胜通集团”）债券信息披露违法案是证监会2021年证监稽查20起典型违法案例之一，相关中介机构均被行政处罚，备受资本市场关注。日前，青岛市中级人民法院（下称“青岛中院”）对“胜通债”虚假陈述诉讼案作出一审判决。

本案系北京金融法院“大连机床”判例后债券虚假陈述诉讼领域的又一经典判例，一审判决诸多亮点值得点赞：（1）新《证券法》实施后全国法院首例认定债券虚假陈述造成的债券投资损失应为投资差额损失而非债券票面本息；（2）全国法院首例在债券虚假陈述案件中剔除系统风险和非系统风险所致债券投资损失；（3）充分考察债券价格、交易量变化，突破性地认定发行人“澄清公告”发布日为揭露日；（4）创新性地认定案涉债券市场并非有效市场，应以破产清偿金额来确定债券基准价。

该案判决对债券虚假陈述投资损失的认定，标志着我国债券虚假陈述损失的司法认定思路已开始理性回归“损害填平”的侵权责任本质。此外，该案判决对债券虚假陈述揭露日和基准价方面的认定，进一步丰富了人民法院审理债券虚假陈述专业性问题的实践，积累了宝贵经验，具有相当的前沿性和示范性。

第一部分\

该案系新《证券法》实施后全国法院首例认定债券虚假陈述造成的投资损失应为实际投资差额损失而非债券票面金额的案例，回归损害填平的侵权责任本质，切实回应实践呼声

长期以来，债券虚假陈述造成的投资损失

应为实际投资差额损失，而非债券票面本息金额，在理论界并无争议。在我国早期的债券虚假陈述司法实践中，如江苏高院审理的“超日债”案¹、广州中院审理的“海印转债”案²，均采用投资差额的方法计算原告投资损失。但在新《证券法》实施和《全国法院审理债券纠纷案

1.江苏省高级人民法院（2017）苏民终1172号民事判决书。
2.广州市中级人民法院（2020）粤01民初14号民事判决书。

件座谈会纪要》发布后的司法判决，普遍直接按照债券票面本息来认定债券虚假陈述造成的原告损失，如“五洋债”案³、“致富债”案⁴、“鸿润债”案⁵、“大连机床”案⁶等。这导致即便原告以低于、甚至远远低于债券票面金额的价格买入债券，也可以在虚假陈述诉讼中要求发行人、中介机构按照债券票面本息金额来确定赔偿范围。理论界普遍认为，这有悖于侵权责任的损害填平原则。

本案中，原告买入债券的价格低于票面金额。青岛中院将投资损失问题的争议凝练地总结为——原告因虚假陈述而发生的实际损失应以“债券票面金额”抑或“投资差额损失”为基础计算？对此，判决认定，《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》（下称“《**虚假陈述司法解释**》”）第25条规定，被告的赔偿范围应以原告因虚假陈述而实际发生的损失为限；依据侵权法理论，损失填平原则是侵权损害赔偿的基本原则；而债券票面金额与原告实际支付价格之间的差值系债券投资属性的体现，并不属于必然实现的可得利益；若以债券票面金额进行损失赔偿有违侵权法的损失填平原则，故应以投资者实际支付的价格为基础计算差额损失。

青岛中院精炼总结当前司法实践中对债券虚假陈述原告损失认定的争议，充分论证虚假

陈述责任应回归侵权责任损害填平原则本源，切实回应理论界、实务界的强烈呼声。该判决也标志着在经过新《证券法》实施后对投资者保护呼声的激情后，我国法院在认定债券虚假陈述损失问题上进入了更为理性和法治的新阶段，具有里程碑意义。

第二部分\

债券虚假陈述诉讼全国法院首例判决，剔除系统风险和非系统风险所致债券投资损失40%

在股票市场虚假陈述诉讼中，对系统风险和非系统风险因素的认定与剔除，已基本成为司法实践中的普遍做法。虽然《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》⁷和《虚假陈述司法解释》均规定应扣除系统风险和非系统风险因素的所致损失⁸，但在之前已经做出判决的债券虚假陈述案件中，如“五洋债”案、“致富债”案、“大连机床”案，人民法院均未考量或扣除系统风险、

3. 浙江省高级人民法院（2021）浙民终389号民事判决书。

4. 北京市高级人民法院（2021）京民终244号民事判决书。

5. 山东省高级人民法院（2020）鲁民终2712号民事判决书。

6. 北京金融法院（2021）京74民初1号民事判决书。

7. 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第24条：……发行人及其他责任主体能够证明债券持有人、债券投资者的损失部分或者全部是由于市场无风险利率水平变化（以同期限国债利率为参考）、政策风险等与欺诈发行、虚假陈述行为无关的其他因素造成的，人民法院在确定损失赔偿范围时，应当根据原因力的大小相应减轻或者免除赔偿责任。

8. 《虚假陈述司法解释》第31条：……被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的，对于其关于相应减轻或者免除责任的抗辩，人民法院应当予以支持。

非系统风险造成的原告损失。显而易见，近几年我国债券市场暴雷不断，与新冠疫情、中美贸易战、金融去杠杆政策、整体经济下行等系统风险因素密切相关。而无论哪一家债券发行人不能兑付到期本息，无一不是经营不善、现金流断裂，这些非虚假陈述的非系统风险因素理应纳入裁判者视野而予以考量和认定。无论是理论界，还是实务界，都在期待债券虚假陈述诉讼中的这一破冰之旅。

本案中，青岛中院依据胜通集团《破产审计报告》《公司净资产专项审计报告》等证据认定本案存在多种独立于虚假陈述的因素，包括汽车行业下行对发行人钢帘线业务的影响、发行人深陷的山东东营民营企业互保破产危机、发行人自身经营不善等因素，最终酌定案涉虚假陈述对投资者损失的影响程度为60%。据悉，本案判决应为全国法院首例明确酌定并扣除系统风险、非系统风险比例的债券虚假陈述判决，极具前沿性和示范性。

第三部分\

该案判决在充分考察案涉债券的价格、交易量变化后，突破性地认定发行人“澄清公告”发布日为揭露日，避免教条、僵化地认定揭露日，值得借鉴

基于《虚假陈述司法解释》第8条的规定，在司法实践中人民法院大多将立案调查公告日或者将立案调查公告日之前发行人发布较为明确的更正公告日认定为揭露日。但在部分案件中，有关媒体已提前对发行人的偿债能力发布了较为深入、理据较为充分的质疑和风险提示，对资本市场的定价判断具有重大影响。在此情况下再机械地坚持以立案调查公告或发行人更正公告作为揭露的标志，将导致揭露日认定过晚，引发新的问题和不公。一方面，过晚的揭露日将导致此前根据媒体报道等风险提示而卖出止损的投资者丧失索赔资格；另一方面，将导致在媒体报道等风险



提示发布、债券价格大幅下跌后投机抄底、冒险试图博取高收益的“垃圾债”投资者不当享有虚假陈述诉讼的索赔资格。

本案中，财新网曾发布深度报道，指出案涉债券募集说明文件中的诸多信息披露问题，与最终证监会查实认定的事项高度相关。判决认为，虽然财新网报道揭露了有关虚假陈述，但因其为付费会员制平台，并无证据显示报道内容被市场广泛知悉，故不应据此认定揭露日。而后，胜通集团专门针对该财新网报道发布“澄清公告”尝试进行解释，澄清公告当日胜通集团相关债券价格即分别下跌9.21%、18.18%，次日债券成交量为零。据此，判决认为，该澄清公告的公开引发债券市场专业投资者广泛关注财新网报道，结合债券价格、交易量的大幅下跌可知，该公告客观上起到了揭露虚假陈述和风险提示的作用，应当以此认定揭露日，合理确定具有索赔资格的投资者范围。

揭露日的认定在虚假陈述案件中具有重要意义，应结合个案具体情况客观认定，不宜僵化、机械地一味坚持以立案调查或发行人更正公告为揭露标志。本案判决充分考察债券价格、交易量走势，突破性地结合权威媒体深度报道、发行人澄清公告认定揭露日，实事求是，颇具借鉴意义。

第四部分\

该案判决认定案涉债券市场并非有效市场，不能简单依照司法解释规定认定基准日、基准价，而应以破产清偿金额来确定债券基准价，颇具创新性

对于我国债券市场的有效性⁹，业界普遍持否定意见。原因在于，无论银行间债券市场还是交易所债券市场，大部分债券的成交量少、换手率低、流通性差是常见现象。《虚假陈述司法解释》关于基准日、基准价的确定规则以股票集中竞价模式为蓝本，¹⁰但在债券虚假陈述中适用时往往难以落实，争议较大。因此，《虚假陈述司法解释》第26条第五款规定，在集中竞价模式不适用的情况下，人民法院可以根据有专门知识的人的专业意见，参考对相关行业进行投资时的通常估值方法，确定基准价格。¹¹

本案中，青岛中院综合分析了案涉债券的发行、交易情况，认定案涉债券市场并非有效

9.有效性的基本假设是证券存在一种客观的均衡价值，股价已反映所有已知的信息，且价格将趋向于均衡价值。如果证券价格充分反映了现有信息，那么证券市场就是有效的。

10.《虚假陈述司法解释》第26条第二款、第三款：在采用集中竞价的交易市场中，自揭露日或更正日起，被虚假陈述影响的证券集中交易累计成交量达到可流通部分100%之日为基准日。自揭露日或更正日起，集中交易累计换手率在10个交易日内在达到可流通部分100%的，以第10个交易日为基准日；在30个交易日未达可流通部分100%的，以第30个交易日为基准日。

11.《虚假陈述司法解释》第26条第五款：无法依前款规定确定基准价格的，人民法院可以根据有专门知识的人的专业意见，参考对相关行业进行投资时的通常估值方法，确定基准价格。

市场，债券的真实价值也无法按照集中交易累计成交量为指标确定基准日及基准价格。进而，法院认定，在胜通集团已进入破产程序、债券发生实质违约的情况下，债券可兑现的价值即为可通过破产清偿程序获赔的金额。判决将始终持有债券的原告损失金额确定为“平均买入价格×未卖出债券数量 - 破产实际清偿金额”，理据充分，有效地衔接了虚假陈述责任审判程序与破产清算程序，妥善维护了各方当事人的合法权益。

在债券虚假陈述诉讼中，发行人债务违约、进入破产重整或清算程序已成为常态。如何科学认定债券虚假陈述的基准价，如何有效衔接虚假陈述审判程序与破产程序，成为法院面临的共性问题。青岛中院基于对案件细节的周密分析和对破产程序的通盘考量，以破产清偿金额为基础确认债券的基准价格，具有创新性，也为其他法院解决同类问题提供了积极的实践参考素材。

第五部分\

小结

本案作为债券虚假陈述诉讼领域的又一经典判例，青岛中院明确认定虚假陈述损失应回归损害填平原则、应考量并扣除系统风险与非系统风险，极具创新性、典型性和示范性。判决对揭露日的认定思路，有助于督促专业投资者积极关注

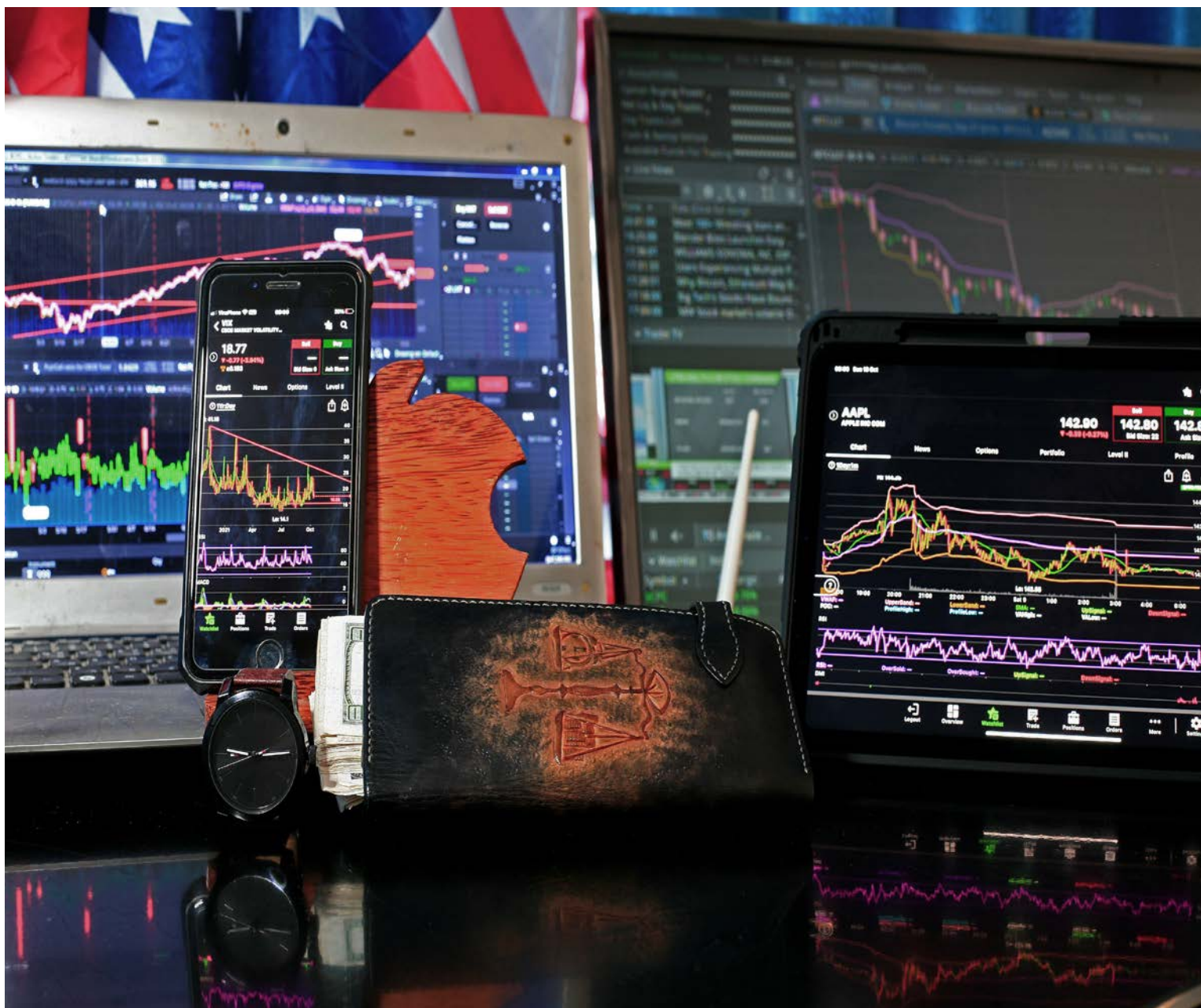
市场各项风险提示、深入调研、及时买卖，充分实现资本的流动性价值，发挥金融市场的定价机能，合理优化资源配置。综上，该案例是我国债券虚假陈述司法实践中的又一经典判例。资本市场期待有更多具有创新性、典型性、示范性案例陆续推出。 ☞



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com

新规时代下私募基金管理人登记与基金备案的实务要点全解析

作者：陈芳 孟言伦 刘妍



2022年12月30日，中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）发布《关于就<私募投资基金登记备案办法（征求意见稿）>及配套指引公开征求意见的通知》（中基协字〔2022〕567号）（以下简称“征求意见稿”），在面向社会公开征求意见后，时隔2个多月，于2023年2月24日，《私募投资基金登记备案办法》（以下简称“《登记备案办法》”）及配套的三个指引（分别简称“《指引1号》”、“《指引2号》”、“《指引3号》”，与《登记备案办法》合称为“新规”）正式稿正式出台，并自2023年5月1日起施行。

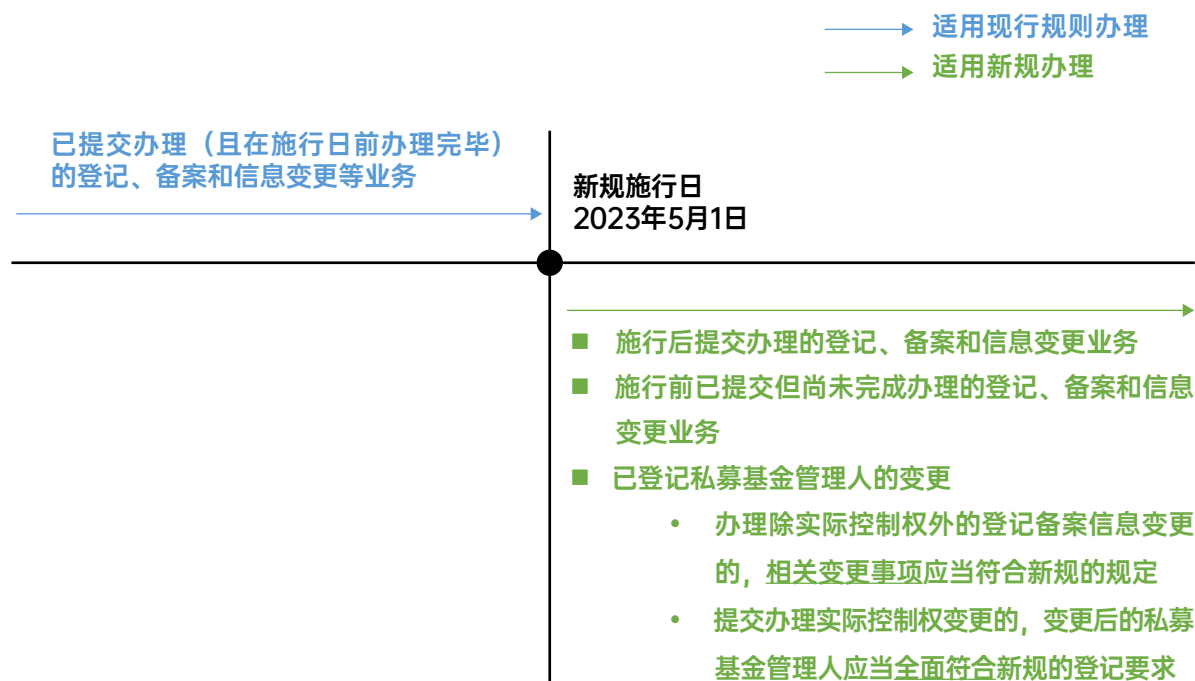
虽然此次新规是对2014年1月发布的《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》进行的修订，但该文件为2014年施行，诸多内容均为原则性规定。而近年来，中基协结合多年来的行业发展及监管实践，陆续通过《私募基金管理人登记须知（2018）》（以下简称“《登记须知》”）、《管理人登记申请材料清单》（2022年版以下简称“《申请材料清单（2022版）》”）、《私募投资基金备案须知》（以下简称“《基金备案须知》”）、《私募投资基金备案申请材料清单》（以下简称“《备案材料清单》”）、《私募股权、创业投资基金备案关注要点》《私募证券基金备案关注要点》（合称“《基金备案关注要点》”）、《私募基金备案案例公示》等形式对私募基金登记备案事宜提出了诸多细化要求，本次新规则是对截至目前中基协自律规则文件中对管理人登记、基金备案等相关事项的汇集性总结，并在原有监管体系上进一步突出“扶优限劣”的监管原则，以引导行业更好地有序发展。

我们看到，自新规征求意见稿发布以来，引起了市场巨大反响和广泛讨论。无论是对于拟新申请登记的管理人，还是既存已登记管理人后续开展日常经营及产品备案，都将迈入行业新的监管时代。

受限于本次新规的内容体量，我们拟分为管理人登记篇及基金备案篇进行与解读。

第一部分\

新老划断原则



根据上述新规的新老划断原则，从新规发布的2023年2月24日至新规施行的2023年5月1日之间有两个多月的**窗口期**。在窗口期内，如有已提交办理、拟提交办理且预计可以在新规施行日之前完成的登记、备案和信息变更等业务，建议可尽快推进办理流程，以在窗口期内适用现行规则办理完毕。就耗时较长、完成时间较难预估的管理人登记业务，如有已提交办理、拟提交办理但预计无法在新规施行日完成的管理人登记，建议申请机构及时核查自身是

否满足新规的登记要求并相应调整。

特别地，新规施行后，就已登记私募基金管理人，如办理除实际控制权外的信息变更，仅变更事项应当符合新规的规定；如办理实际控制权变更的，则变更后的管理人应全面符合新规对管理人登记的要求，体现出中基协对已登记私募基金管理人股权稳定性和实际控制权变更的关注，以及对“囤壳卖壳”行为的打击力度。

就新规施行的配套措施（如管理人登记申请材料清单）及中基协资产管理业务综合报送

平台（以下简称“综合报送平台”）的调整，有待后续中基协进一步发布和完善，我们也将持续予以关注。

第二部分\

管理人登记篇

本次新规以“1个办法+3个指引”的形式对管理人登记提出了更系统、全面的监管要求，同时考虑到不同出资人背景所涉政策监管、行业特点等因素，在条款设置上为未来专项配套规则的出台留出了差异化监管的口子。本文就新规中管理人登记的核心关注要点整理如下：

（一）工商登记及经营场所

1. 工商设立时间

新规首次明确提出了申请机构的设立时间要求，即管理人应自市场主体工商登记之日起12个月内提请办理管理人登记（但因国家有关部门政策变化等情形需要暂缓办理登记的除外）。近年来，为打击“囤壳卖壳”行为，多地金融办、工商部门也已相继提出了类似要求。因此，建议拟新申请登记的管理人能够基于真实展业规划，合理安排前期团队组建及工商设立的时间。

2. 名称与经营范围

除新增设立时间要求外，《指引1号》也在《关于加强私募投资基金监管的若干规定》基础上再次强调了管理人名称与经营范围的合规要求，要求在名称中标明“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，与此前监管要求基本一致。

值得注意的是，为避免误导投资者，新规同时在《指引1号》中列举了更严格的负面禁止情形，具体如下：

(1)要求管理人名称中不得包含“金融”“理财”“财富管理”等字样，法律、行政法规和中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）另有规定的除外。未经批准，不得在名称中使用“金融控股”“金融集团”“中证”等字样，不得在名称中使用与国家重大发展战略、金融机构、知名私募基金管理人相同或者近似等可能误导投资者的字样，不得在名称中使用违背公序良俗或者造成不良社会影响的字样。但我们理解，在经商号所有人提前批准的情况下，中基协并未禁止金融机构、知名私募等机构新设或合作企业在名称中使用该等商号；

(2)要求管理人经营范围中不得包含与私募基金管理业务相冲突或者无关的业务，特别是

私募证券管理人的经营范围不得包含“投资咨询”等咨询类字样。此条特别针对证券类及股权类管理人进行了区分，正向明确了作为买方的私募证券管理人不得开展与其买方业务存在利益冲突的“投资咨询”等卖方业务。同时，就实操中私募股权管理人比较常见的投顾业务（如为被投资企业或其他第三方提供投资咨询等），《登记备案办法》虽然明确了应当符合中国证监会和中基协的要求，但鉴于现有监管规定及本次新规均未对此予以明确，故理解私募股权管理人在新规项下开展投顾业务虽然仍具有一定操作空间，但基于专业化经营的要求，我们从审慎角度并不鼓励股权类管理人开展该等业务，或至少应严格控制该等业务的比例。

(3) 经营场所

考虑到广大管理机构对于地方政策优惠、税务筹划及团队搭建等诉求，本次新规仍保留了《登记须知》项下允许管理人注册地与实际办公地分离的口径，但需说明合理原因。

此外，新规在《指引1号》中也进一步明确了其对经营场所的要求，并就征求意见稿中剩余租赁期限的起算时点打上了补丁。经营场所的整体原则与目前监管基本一致，即管理人应当具有独立、稳定的经营场所，不得存在与其股东、合伙人、实际控制人、关联方等混同办公的情形，并结合新兴租赁市场模式明确禁止

租用共享空间等形式的办公地。

本次新规还额外提出了租赁期限的时间要求，在经营场所系租赁所得情形下，除非有合理理由，自提请办理登记之日起，剩余租赁期应当不少于12个月。我们理解，中基协此举也是为了打击部分不具备真实展业意图的私募机构。需提示各家新设管理人注意的是，基于该等要求，管理人需要在前期筹备过程中适当拉长初始租赁期限（如1年半至2年），并需结合租赁协议签署与期限起算时点、登记申请时间表统筹考虑。

(二) 实收资本

过往监管中，中基协未对管理人的注册资本、实收资本作出过明确规定，仅在《登记须知》《申请材料清单（2022版）》中要求管理人有足够的实收资本能够覆盖一段时间内的合理人工薪酬、房屋租金等日常运营开支以保证机构有效运转，同时针对实缴比例低于25%或实收资本低于200万的机构会在私募基金管理人公示信息中予以公示。实务中，针对一般中小型管理人，通常实缴出资200-500万左右并合理论证能够覆盖其6个月内的日常运营需求即可满足中基协一般审核要求。

本次新规维持了此前征求意见稿对于管理人实收资本不得低于1,000万元的要求，并在

《指引1号》中明确资本金仅能够以货币形式进行出资。该条要求在征求意见稿出台时即引起了市场较大反响，理解中基协旨在通过提升展业门槛成本以进一步“扶优限劣”。当然，考虑到专业创投机构的特殊性，新规也提出了“专门管理创业投资基金的私募基金管理人另有规定的，从其规定”，给专业创投机构未来的差异化监管预留了一定政策松绑空间。

(三) 股权结构

1. 出资结构

(1) 与此前监管规定基本相同，新规重申管理人的出资架构应当简明、清晰、稳定，不存在层级过多、结构复杂等情形，无合理理由不得通过SPV设立两层以上的嵌套架构，不得通过SPV规定监管禁止性规定。但我们理解，针对股东成立时间较长且股权结构较为复杂的情况（特别常见于国资管理人），基于该股东的设立背景、历史沿革等仍有合理解释的空间；

(2) 基于股权稳定性的监管逻辑，《登记须知》曾完全禁止管理人出资人中出现资管产品。可能是考虑到市场实际情况，如实务中许多国资管理人因其股东层级较多历史沿革较为复杂，或部分产业或实体经营类企业往往接受过机构融资，故新规适当放宽了前述限制，仅要求资管产品不得作为管理人主要出资人（即

指持有管理人25%以上股权或者财产份额的股东、合伙人）且对管理人的直接或者间接出资比例合计不得高于25%，但省级以上政府及其授权机构出资设立的私募基金管理人除外。

2. 股权稳定性

过往监管规则已对管理人的股权稳定性提出了一定要求，《登记须知》规定集团化管理人（即同一实际控制人项下再有新申请机构）的第一大股东及实际控制人应当书面承诺在完成私募基金管理人登记后，继续持有新申请机构股权或实际控制不少于三年；其他已登记私募基金管理人1年内法定代表人/执行事务合伙人



(委派代表)、主要出资人、实际控制人均发生变化的，需就变更后的管理人重新提交管理人登记法律意见书，中基协将视为新申请登记机构进行核查，并对变更缘由加大核查力度；同时，在第一只基金备案完成前，不进行法定代表人、控股股东或实际控制人的重大事项变更。

延续此前监管规则，新规在《登记须知》的基础上对管理人的股权稳定性提出了更为严格的要求，即私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人所持有的股权、财产份额或者实际控制权，自登记或者变更登记之日起3年内不得转让（特别的，如管理人实控人发生变更的，变更之日前12个月的管理规模应当持续不低于3,000万元）。为打击“囤壳卖壳”的同时顺应一部分行业实务诉求，本次新规在此前征求意见稿基础上对前述转让限制新增了如下豁免适用情况：

(1)针对国资系管理人：股权、财产份额按照规定进行行政划转或者变更；

(2)针对实控人未变更情况下的内部股权结构调整：(i) 股权、财产份额在同一实际控制人控制的不同主体之间进行转让，(ii) 私募基金管理人实施员工股权激励，但未改变实际控制人地位；

(3)因继承等法定原因取得股权或者财产份额；

(4)法律、行政法规、中国证监会和中基协规定的其他情形。

3. 高管持股

此前中基协并未强制要求高管在管理人中持股，亦未对高管对管理人的实缴出资作出明确规定。但鉴于市场中屡禁不鲜的高管挂职，也为了进一步确保核心管理团队的真实、稳定性，中基协近期在其审核意见中经常就高管未持股事项提出反馈意见，同时也在《申请材料清单（2022版）》中提出管理人需在负责投资的高管未持股的情况下合理说明如何保证团队稳定性的要求。

相较于征求意见稿，本次新规稍作文字调整，并提出了比较严格的高管持股要求，即管理人的法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、负责投资管理的高级管理人员均应直接或者间接合计持有私募基金管理人一定比例的股权或者财产份额，且合计实缴出资不低于管理人实缴资本的20%，或者不低于《登记备案办法》第八条第一款第一项规定的最低实缴资本（即1,000万元）的20%。具体而言：

(1)需持股的高管范围限定于法定代表人/执行事务合伙人（或其委派代表）以及负责投资管理的高管，且前述高管均需持股，但包括风控负责人在内的其他高管并未作强制持股要求；

(2)新规在征求意见稿基础上明确了可通过直接或间接方式持股，我们理解，就间接持股而言应该主要是指持股平台型SPV，通过实业经营性企业间接持股能否被中基协认可有待后续实操观察；

(3)考虑到部分实缴金额较高的管理人，本次新规设置了实缴出资20%及200万元孰低的标准，以缓解管理团队的个人出资压力；

(4)此外，新规仅明确了特定高管的实缴出资总金额要求，并未对单一高管的实缴金额作出限制，仍保留了一定灵活度，未来管理人在前期设计股权结构时应当结合控制权认定、高管持股要求、员工激励、股东出资能力、税务筹划等方面综合考虑；

(5)最后，结合特定类型机构的特殊监管背景及商业运营诉求，本次新规也在征求意见稿

基础上适当扩大了豁免上述高管持股要求的机构类型，包括商业银行、证券公司、基金管理公司、期货公司、信托公司、保险公司等金融机构控制的私募基金管理人，政府及其授权机构控制的私募基金管理人，受境外金融监管部门监管的机构控制的私募基金管理人以及其他符合规定的私募基金管理人。

(四) 实际控制人认定

1. 认定路径

考虑到实操中公司制管理人及合伙制管理人不同的实控人认定路径，本次新规也就此在《指引2号》中规定了更清晰的认定指引路径，并强调不得通过权益质押、委托第三方表决权等方式变相转让实际控制权，与目前项目实务要求基本一致：

公司制管理人	<p>(1)按照下列路径依次认定实际控制人：</p> <ul style="list-style-type: none">✧ 持股50%以上的；✧ 通过一致行动协议实际行使半数以上股东表决权的（通过一致行动协议安排认定实际控制人的，协议不得存在期限安排）；✧ 通过行使表决权能够决定董事会半数以上成员当选的或者能够决定执行董事当选的。 <p>(2)不得通过任何方式隐瞒实际控制人身份，规避相关要求。不得滥用一致行动协议、股权架构设计等方式规避实际控制人认定，不得通过表决权委托等方式认定实际控制人。</p>
合伙制管理人	<p>认定其执行事务合伙人或者最终控制该合伙企业的单位或者自然人为实际控制人；执行事务合伙人无法控制私募基金管理人的，结合合伙协议约定的对合伙事务的表决办法、决策机制，按照能够实际支配私募基金管理人行为的合伙人路径进行认定。</p>

2. 实控人追溯层级

(1) 一般性原则。在现有监管规则基础上，新规对于实控人的追溯新增了“金融管理部门批准设立的金融机构”，并恢复了征求意见稿中被删除的“受境外金融监管部门监管的机构”表述，即根据新规要求，实际控制人应当追溯至自然人、国有企业、上市公司、金融管理部门批准设立的金融机构、大学及科研院所等事业单位、社会团体法人、受境外金融监管部门监管的机构等。

(2) 国资特殊规定。除一般性原则外，新规也针对国资管理人的多层级穿透痛点作了部分放宽处理，即政府及其授权机构控制的私募基金管理人的实际控制人应当追溯至有效履行相关职责的相关主体，包括追溯至财政部、各地财政厅（局）或者国务院国资委、各地方政府、各地国资委等直接控股企业主体。因层级过多或者股权结构复杂，导致前款主体无法履行实际控制人职责的，应当充分说明合理性和必要性，追溯至能够实际有效履行实际控制人责任的主体；因行政管理需要导致实际控制人认定的股权层级与行政管理层级不一致的，应当提供相关说明。

在实务中部分国资管理人的股权结构因其历史沿革原因通常比较复杂，行政管理权限划分与市场化机构也有较大差异，且对于最终实

控人的认定也关系到关联方的认定与披露。我们理解，中基协也是吸纳了过往项目审核中的经验，适当简化国资管理人的实控人追溯层级要求。

(3) 外资特殊规定。新规针对外资控股情形下实控人追溯层级也另行作出差异化规定：

(i) 就私募证券投资基金管理人而言，其实际控制人为境外机构的，应当追溯至与中国证监会签署合作备忘录的境外金融监管部门监管的机构；(ii) 就私募股权基金管理人而言，其实际控制人为境外机构或者自然人的，应当追溯至与中国证监会签署合作备忘录的境外金融监管部门监管的机构、境外上市公司或者自然人。

3. 不鼓励无实际控制人

同现有监管规则，为强化对私募机构责任人的绑定，新规在《指引2号》中再次强调了“无合理理由不得认定为无实际控制人”，同时对于股权分散确无法认定实控人的机构，应根据新规要求其第一大出资人或全体出资人共同指定的1名或多名出资人实质承担实控人责任，并需满足新规项下实控人相关要求。

4. 实控人任职要求

为确保实控人对管理人的适当精力投入及利益绑定，避免实控人仅出钱不出力的弱关联，此前中基协在审核过程中针对实控人不在管理人处任职均会要求说明合理性以及如何实

现对管理人的控制。本次新规进一步落实了该等监管思路，要求实控人为自然人的情形下，除另有规定外应当担任管理人的董事、监事、高级管理人员，或者执行事务合伙人或其委派代表。

(五) 出资人、实际控制人的资质

对于出资人、实控人资质背景要求的修订可以说是本次新规最核心、对市场影响最大的方面之一，中基协从正向要求及负面清单两个维度进一步提升了私募机构的行业准入门槛，整体上要求出资人及实控人出资结构简单清晰、有丰富投资经验或相关行业经验、且财务情况良好。

1. 正向要求

根据新规要求，管理人的出资人和实控人

应当具有良好的信用记录，且控股股东、实控人、普通合伙人应有5年及以上经营、管理或者从事资产管理、投资、相关产业等相关经验。

此外，针对实控人为自然人的情形，新规也区分私募证券和私募股权对该等自然人的履历背景提出了明确要求。此前在管理人登记环节，虽然中基协在审核过程中亦要求管理人提供实控人的相关从业经验证明，但鉴于无书面材料清单指引，导致各申请机构在准备环节较为迷茫，也给中基协的审核工作造成一定负担，增加反馈次数及审核时间。本次新规在《指引2号》中首次针对自然人实控人提出了非常具体的资质要求，以期在未来登记申请过程中提高审核效率，并进一步出清伪私募及部分不符合要求的尾部机构。



私募股权管理人之自然人实控人的资质要求

实控人满足下述情形之一的，可视为具备相关经验：

- (1)在商业银行、证券公司、基金管理公司、期货公司、信托公司、保险公司及相关资产管理子公司等金融机构从事资产管理、自有资金股权投资、发行保荐等相关业务，或者担任部门负责人以上职务或者具有相当职位管理经验；
- (2)在地市级以上政府及其授权机构控制的企业、上市公司从事股权投资管理相关工作，或者担任高级管理人员或者具有相当职位管理经验；
- (3)在私募股权基金管理人从事股权投资或者担任高级管理人员，其任职的私募基金管理人应当运作正常、合规稳健，任职期间无重大违法违规记录；
- (4)在受境外金融监管部门监管的资产管理机构从事股权投资等相关业务，其任职的资产管理机构应当具备良好的国际声誉和经营业绩；
- (5)在运作良好、合规稳健并具有一定经营规模的企业担任股权投资管理部门负责人，或者担任高级管理人员或者具有相当职位管理经验，或者在具备一定技术门槛的大中型企业担任相关专业技术职务，或者是科研院校相关领域的专家教授、研究人员；
- (6)在政府部门、事业单位从事经济管理等相关工作，并具有相应的管理经验；
- (7)在经中国证监会备案的律师事务所、会计师事务所从事证券、基金、期货相关的法律、审计等工作，并担任合伙人以上职务不少于5年；
- (8)中国证监会、中基协规定的其他相关工作经验。

私募证券管理人之自然人实控人的资质要求

实控人满足下述情形之一的，可视为具备相关经验：

- (1)在商业银行、证券公司、基金管理公司、期货公司、信托公司、保险公司及相关资产管理子公司等金融机构从事证券资产管理、自有资金证券期货投资等相关业务，或者担任部门负责人以上职务或者具有相当职位管理经验；
- (2)在地市级以上政府及其授权机构控制的企业、上市公司从事证券期货投资管理相关工作，或者担任高级管理人员或者具有相当职位管理经验；
- (3)在私募证券基金管理人从事证券期货投资或者担任高级管理人员，其任职的私募基金管理人应当运作正常、合规稳健，任职期间无重大违法违规记录；
- (4)在受境外金融监管部门监管的资产管理机构从事证券资产管理等相关业务，其任职的资产管理机构应当具备良好的国际声誉和经营业绩；
- (5)在政府部门、事业单位从事经济管理等相关工作，并具有相应的管理经验；
- (6)在经中国证监会备案的律师事务所、会计师事务所从事证券、基金、期货相关的法律、审计等工作，并担任合伙人以上职务不少于5年；
- (7)中国证监会、中基协规定的其他相关工作经验。

值得关注的是，新规并未局限于投资行业内的从业经验，从现有范围来看，监管层面亦充分考虑了行业内国资管理人的成立背景、相

关产业投资人、科研人员的创业需求，理解是在顺应行业发展趋势与出清“伪私募、劣私募”的监管诉求之间寻找了平衡点。

2.负面清单

资产管理产品限制	<p>(1)实际控制人不得为资产管理产品；</p> <p>(2)资产管理产品不得作为主要出资人，对管理人直接或者间接出资比例合计不得高于25%。但省级以上政府及其授权机构出资设立的私募基金管理人除外。</p>
冲突业务出资人限制	<p>(1)控股股东、实际控制人、普通合伙人、主要出资人最近5年从事过冲突业务；</p> <p>(2)从事冲突业务的出资人对管理人的直接或间接出资比例不得超过25%。</p>
其他禁止性要求	<p>(1)在现有监管规则基础上，新规重点强化了对管理人出资人、实控人财务情况的关注，明确有下列情形之一的，不得担任私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人：</p> <ul style="list-style-type: none"> ✧ 未以合法自有资金出资，以委托资金、债务资金等非自有资金出资，违规通过委托他人或者接受他人委托方式持有股权、财产份额，存在循环出资、交叉持股、结构复杂等情形，隐瞒关联关系； ✧ 治理结构不健全，运作不规范、不稳定，不具备良好的财务状况，资产负债和杠杆比例不适当，不具有与私募基金管理人经营状况相匹配的持续资本补充能力； ✧ 控股股东、实际控制人、普通合伙人没有经营、管理或者从事资产管理、投资、相关产业等相关经验，或者相关经验不足5年； ✧ 控股股东、实际控制人、普通合伙人、主要出资人在非关联私募基金管理人任职，或者最近5年从事过冲突业务； ✧ 法律、行政法规、中国证监会和中基协规定的其他情形。 <p>(2)此外，新规还从诚信、合规角度明确了下述不得担任私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人或主要出资人的情形：</p> <ul style="list-style-type: none"> ✧ 有《备案登记办法》第十六条规定情形； ✧ 被中基协采取撤销私募基金管理人登记的纪律处分措施，自被撤销之日起未逾3年； ✧ 因《备案登记办法》第二十五条第一款第六项、第八项所列情形被终止办理私募基金管理人登记的机构及其控股股东、实际控制人、普通合伙人，自被终止登记之日起未逾3年； ✧ 因《备案登记办法》第七十七条所列情形被注销登记的私募基金管理人及其控股股东、实际控制人、普通合伙人，自被注销登记之日起未逾3年； ✧ 存在重大经营风险或者出现重大风险事件； ✧ 从事的业务与私募基金管理存在利益冲突； ✧ 有重大不良信用记录尚未修复； ✧ 法律、行政法规、中国证监会和中基协规定的其他情形。

(六) 高管及员工任职要求

1. 高管范围

根据目前综合报送平台中的填报指引注释，高管人员指私募基金管理人的董事长、总经理、副总经理、法定代表人、执行事务合伙人（委派代表）、执行董事、合规风控负责人及实际履行上述职务的其他人员。

新规适当简化了高管人员的定义范围，包括公司的总经理、副总经理、合规风控负责人和公司章程规定的其他人员以及合伙企业中履行前述经营管理和风控合规等职务的相关人员，相较于

征求意见稿还删除了“投资负责人”，理解可能是避免岗位重合，也顺应新规全文项下关于“负责投资的高级管理人员”等相关表述。同时新规也从实质重于形式的角度，补充要求将“虽不使用前述名称，但实际履行前述职务的其他人员”认定为高管人员。

2. 高管资质要求

同出资人、实控人章节，新规对于高管的任职要求及资质经验亦从正反两方面提出了要求：

(1) 正向要求

<p>相关经验要求</p>	<p>法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、经营管理主要负责人以及负责投资管理的高级管理人员</p>	<p>新规要求法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、经营管理主要负责人以及负责投资管理的高级管理人员需具有5年以上相关行业经验，该等相关行业经验要求与自然人实控人的经验要求基本一致，具体可见《指引3号》第四条、第五条。</p>
	<p>风控负责人</p>	<p>此前《申请材料清单（2022版）》仅原则性对高管整体提出了相关要求“申请机构高管人员应当具备3年以上与拟任职务相关的股权投资、创业投资、投行业务、资产管理业务、会计业务、法律业务、经济金融管理、拟投领域相关产业科研等工作经历，具有与拟任职务相适应的管理经历和经营管理能力”，理解本次新规总结了近年来中基协实操监管口径，维持任职经验3年以上的要求，并同时对风控负责人的相关经验要求予以细化明确，要求风控负责人需符合以下条件之一：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇ 在商业银行、证券公司、基金管理公司、期货公司、信托公司、保险公司及相关资产管理子公司等金融机构从事投资相关的合规管理、风险控制、监察稽核、法律事务等相关工作； ◇ 在私募基金管理人从事合规管理、风险控制、监察稽核、法律事务等相关工作，其任职的私募基金管理人应当运作正常、合规稳健，任职期间无重大违法违规记录； ◇ 在律师事务所、会计师事务所从事证券、基金、期货相关的法律、审计等工作，或者在上市公司从事投资相关的法律事务、财务管理等相关工作； ◇ 在金融管理部门及其派出机构从事金融监管工作，或者在资产管理行业自律组织从事自律管理工作； ◇ 中国证监会、中基协规定的其他情形。

投资经验 证明文件 要求	私募股权负责投资管理的高管的 投资管理业绩	<p>最近10年内至少2起主导投资于未上市企业股权的项目经验，投资金额合计不低于3,000万元人民币，且至少应有1起项目通过首次公开发行股票并上市、股权并购或者股权转让等方式退出，或者其他符合要求的投资管理业绩。其中主导投资是指相关人员主持尽职调查、投资决策等工作。上述业绩要求应当提供尽职调查、投资决策、工商确权、项目退出等相关材料。</p> <p>提示关注，相较于《申请材料清单（2022版）》，新规对投资时间提出了限于最近10年的要求，且将主导项目投资金额从合计不得低于1,000万元调整至不低于3,000万元，提高了对主导项目累积投资金额的要求。同时，新规亦再次强调了投向国家禁止或者限制行业或冲突业务行业的股权投资、作为投资者参与的项目投资等其他无法体现投资管理能力或者不属于股权投资的相关项目经验，不得被认定为投资岗高管的投资经验。</p>
	私募证券负责投资管理的高管的 投资管理业绩	<p>指在商业银行、证券公司、基金管理公司、期货公司、信托公司、保险公司及相关资产管理子公司等金融机构，作为基金经理或者投资决策负责人管理的证券基金期货产品业绩或者证券自营投资业绩，或者在私募基金管理人作为投资经理管理的私募证券基金业绩，或者其他符合要求的投资管理业绩。</p> <p>该等投资业绩应当为最近10年内连续2年以上的投资业绩，单只产品或者单个账户的管理规模不低于2,000万元人民币。多人共同管理的，应提供具体材料说明其负责管理的产品规模；无法提供相关材料的，按平均规模计算。同时，新规也再次强调了个人或者其他企业自有资金证券期货投资、作为投资者投资基金产品、管理他人证券期货账户资产相关投资、模拟盘交易等其他无法体现投资管理能力或者不属于证券期货投资的投资业绩。</p>

(2)负面清单

根据新规要求，有下列情形之一的，不得担任私募基金管理人的法定代表人、高级管理人员、执行事务合伙人或其委派代表：（一）最近5年从事过冲突业务；（二）不符合中国证监会和中基协规定的基金从业资格、执业条件；（三）没有与拟任职务相适应的经营管理能力，或者没有符合要求的相关工作经验；（四）法律、行政法规、中国证监会和中基协

规定的其他情形，与《申请材料清单（2022版）》及现有监管口径基本一致。

此外，在《申请材料清单（2022版）》对申请机构、主要出资人、实际控制人、高管人员提出的合法合规及诚信信息要求基础上，本次新规还在《登记备案办法》第十六条进一步补充了不得担任董事、监事、高级管理人员、执行事务合伙人或其委派代表的情形，主要集中在诚信、合规、财务情况、受监管处罚等。

3. 员工任职及兼职

(1) 员工人数

与现有监管要求一致，新规要求管理人应确保有不少于5名专职员工。根据《指引1号》的释义，“专职员工”是指与私募基金管理人签订劳动合同并缴纳社保的正式员工，签订劳动合同或者劳务合同的外籍员工、退休返聘员工，以及国家机关、事业单位、政府及其授权机构控制的企业委派的高级管理人员，我们理解中基协基于行业内常见情形在现有基础上适当放宽了“专职员工”的定义，但其在实务审核过程中可能还是会基于实质重于形式的标准对退休返聘员工、国企委派高管等进行核查，即虽然基于现实原因该等人员无法与管理人签订劳动合同并由管理人为其缴纳社保，但实质上该等人员应投入足够时间与精力在管理人处任职。

(2) 高管兼职

秉承此前一贯的监管逻辑，本次新规再次强调了管理人的法定代表人、高级管理人员、执行事务合伙人或其委派代表应当保证有足够的时间和精力履行职责，对外兼职的应当具有合理性，且前述人员不得在非关联私募基金管理人、冲突业务机构等与所在机构存在利益冲突的机构兼职，或者成为其控股股东、实际控制人、普通合伙人。

值得注意的是，《登记须知》中曾要求“兼职高管人员数量应不高于申请机构全部高管人员数量的1/2”，尽管本次新规并未提及兼职比例限制，但从谨慎角度，我们仍建议参照此前标准适当控制高管兼职比例，以确保能够满足中基协对高管履职精力的要求。

(3) 风控负责人及一般员工均不得兼职

根据新规要求，(i) 合规风控负责人应当独立履行对私募基金管理人经营管理合规性进行审查、监督、检查等职责，不得从事投资管理业务，不得兼任与合规风控职责相冲突的职务，不得在其他营利性机构兼职；(ii) 管理人的法定代表人、高级管理人员、执行事务合伙人或其委派代表以外的其他从业人员应当以所在机构的名义从事私募基金业务活动，不得在其他营利性机构兼职。

上述不得兼职的规定与现有监管原则基本一致，但也结合实际情况为“非营利性机构兼职”情形进行了豁免，同时新规也针对集团化运营下的员工兼职预留了未来差异化监管的空间。

(4) 明确不属于兼职的情形

此前实务中，对于员工兼职的认定与披露口径均未统一（特别是担任公司董事/监事或在管基金的执行事务合伙人委派代表是否属于兼职争议较多）。本次新规出台后，在《指引3

号》中明确了不属于兼职的范围，并在征求意见稿基础上将适用范围扩大至管理人的全体从业人员：

- ◇ 在高等院校、科研院所、社会团体、社会服务机构等非营利性机构任职；
- ◇ 在其他企业担任董事、监事；
- ◇ 在所管理的私募基金任职；
- ◇ 中基协认定的其他情形。

4.人员稳定性

新规进一步强调了管理团队和人员的充足、稳定性要求，并在《登记须知》基础上扩大了人员锁定范围，要求管理人在首支私募基金完成备案手续之前，不得更换法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、经营管理主要负责人、负责投资管理的高级管理人员和合规风控负责人，其中经营管理主要负责人、负责投资管理的高级管理人员系本次新规新增要求。

此外，之前司法判例中比较常见因高管离职导致管理机构处于停摆状态而造成投资人损失，理解中基协为强化对管理员工持续充足的要求并切实保护投资人利益，新规明确提出了高管离职的应急处置方案以及替任高管上岗的时限，要求原高管离职后，管理人应根据组织性文件的要求由符合任职要求的人员代为履职，并在6个月内聘任符合岗位要求的高级管

理人员，并强调不得因长期缺位影响内部治理和经营业务的有效运转。

5.不得挂职

中基协近年来已多次发文打击“黑中介”违规为部分私募管理人提供人员挂靠挂职服务，同时《登记须知》亦强调了高管挂靠情形属于中基协中止办理的因素之一。

本次新规在《指引3号》中再次重申强调了“私募基金管理人不得聘用挂靠人员，不得通过虚假聘用人员等方式办理私募基金管理人登记”。同时，新规从登记申请所需提交的投资经验证明材料方面增加打击挂靠的核查手段，要求管理人对短期内频繁变更工作岗位的投资岗高管开展尽职调查，且明确表示不认可“高管24个月内在3家以上非关联单位任职的，或者24个月内为2家以上已登记私募基金管理人提供相同业绩材料的”的工作经验和投资业绩。

(七) 关联方认定

与现行监管规定相比，新规对关联方的认定做了一定细化和调整，具体如下：

关联方定义	现行监管规定	新规
分支机构	企业投资设立的、有固定经营场所、以自己名义直接对外从事经营活动的、不具有法人资格，其民事责任由隶属企业承担的经济组织	私募基金管理人的分支机构
子公司	持股5%以上的金融企业、上市公司及持股20%以上的其他企业	持股5%以上的金融机构、上市公司及持股 30%以上或者担任普通合伙人的其他企业 ，已在中基协备案的私募基金除外
其他关联方	受同一控股股东/实际控制人控制的金融机构、私募基金管理人、投资类企业、冲突业务企业、投资咨询及金融服务企业等	受同一控股股东、实际控制人、 普通合伙人直接控制 的金融机构、私募基金管理人、 上市公司、全国中小企业股份转让系统挂牌公司 、投资类企业、冲突业务机构、投资咨询企业及金融服务企业等； 其他与私募基金管理人有特殊关系，可能影响私募基金管理人利益的法人或者其他组织

新规在现有监管规定基础上，结合实操中对关联方披露的要求、合伙企业关联方认定的痛点等，对关联方认定标准进行了优化和调整，明确将管理人担任普通合伙人的其他企业、与管理人受同一普通合伙人直接控制的相关企业，以及上市公司、新三板挂牌公司纳入需披露的关联方范围，并明确已在中基协备案的私募基金无需作为子公司重复披露。

除明确定义的关联方外，新规亦强调需按实质重于形式原则披露关联方，既在兜底条款中明确其他与管理人有特殊关系、可能影响管理人利益的法人或其他组织应作为关联方披露，又进一步释明人员、股权、协议安排或业

务合作等实际可能存在关联关系的相关方均应当进行披露，从而要求申请机构更加审慎、全面地判断关联方范围。

(八)内部合规建设

新规在多处强调了管理人需建立健全内部控制、风险控制和合规管理等制度，保持经营运作合法、合规，完善防火墙等隔离机制，有效隔离自有资金投资与私募基金业务，与从事冲突业务的关联方采取适当隔离措施，切实防范内幕交易、利用未公开信息交易、利益冲突和利益输送。

另值得关注的是，新规本次新增要求管理

人应当建立突发事件处理预案，对严重损害投资者利益、影响正常经营或者可能引发系统性风险的突发事件的处理机制作出明确安排。发生前述突发事件时，管理人应当按照预案妥善处理，并及时向注册地所在的中国证监会派出机构和中基协报告。我们提示各管理人注意，不论是新设成立还是存量机构，都应及时在内部制度中补充前述突发事件处理预案，以切实保障投资者利益。

(九)集团化运营

根据《申请材料清单（2022版）》的要求，同一机构、个人实际控制两家及以上私募基金管理人的，应当说明设置多个私募基金管理人的目的、合理性、业务方向区别、避免同业竞争制度安排等，应当提交集团关于各私募基金管理人的合规风控安排。

新规在此基础上，进一步明确对集团化运营（同一控股股东、实际控制人控制两家以上私募基金管理人）的要求：

(1)从设立存续角度，管理人的设立应具备充分的合理性与必要性，并应当持续、合规、有效展业；

(2)从经营内控角度，应当合理区分各私募基金管理人的业务范围，并就业务风险隔离、避免同业化竞争、关联交易管理和防范利益冲

突等内控制度作出合理有效安排；

(3)从合规风控角度，应当建立与所控制的私募基金管理人的管理规模、业务情况相适应的持续合规和风险管理体系，在保障私募基金管理人自主经营的前提下，加强对私募基金管理人的合规监督、检查；

(4)从年度财务报告角度，各私募基金管理人应报送符合规定的会计师事务所审计的年度财务报告，而管理规模超过一定金额以及集团化运营的管理人之年度财务报告应当经中国证监会备案的会计师事务所审计。

中基协也会根据私募基金管理人的业务开展情况、投资管理能力、内部治理情况和合规风控水平，对私募基金管理人实施分类管理和差异化自律管理。

同时，新规在管理人专职员工人数、风控负责人及一般员工不得在其他营利性机构兼职的条款处规定，对集团化运营管理人另有规定的，从其规定，为集团化运营的管理人预留了未来差异化监管的空间。

(十)差异化监管

1.创投管理人

如上文所述，对于实缴资本不得低于1,000万元的新规要求，明确专门管理创业投资基金的私募基金管理人另有规定的，但具体优惠政

策在新规下并未明确，有待后续进一步观察中基协后续就创投基金及其管理人出台的差异化监管政策。

2.其他强监管类型机构

受限于国资监管体系、金融机构下设私募子公司的特殊监管规则等背景，新规亦明确了下述类型的私募管理人，如国家有关部门对其另有规定的，从其规定：(1)政府及其授权机构通过直接出资、委托出资或者以注资企业方式出资设立的；(2)国有企业、国有资本占控股地位或者主导地位的企业出资设立的；(3)金融机构出资设立的，及中国证监会规定的其他情形。

第三部分\

基金备案篇

考虑到对既存已登记的基金管理人而言，《登记备案办法》中与基金备案相关内容对机构正在募集中的基金结构设计、设立及后续备案会产生较大影响，但《登记备案办法》修订内容较为复杂且距新规正式实施的过渡期时间有限，我们在新规发布后从中提炼了对于已登记管理人的基金业务开展中涉及的与此前规定的8项核心重点变化的提示，以便各机构快速理解修订后相关规则的差异性并进行及时调整。

(一)正在募集设立中的基金怎么办？

同本文第一部分“新老划断原则”中所述，《登记备案办法》自2023年5月1日起正式施行，但考虑到本次《登记备案办法》中对基金产品备案中涉及的诸多方面内容均产生了较大影响，《登记备案办法》的过渡期安排仍沿袭了中基协此前发布新规的惯常做法，即过渡期内至2023年5月1日前已经办结的申请，仍按原要求办理，不受影响；自2023年5月1日起提交的、以及已提交但尚未办结的申请，均按新规办理。

提示：

- 若目前基金管理人已经在募集新基金，但新基金的部分事项可能与《登记备案办法》要求存在差异的，在不便调整的情形下，谨慎起见应加快基金募集和备案进度，需要在2023年5月1日之前完成备案（而非仅申请备案），否则存在备案失败的风险。为基金备案申请提交后的审核及反馈预留充裕时间，从过往经验而言我们建议预留至少一个月的时间。
- 对于2023年5月1日前已完成备案的基金产品，若发生产品重大变更，按目前规定表述理解，相应基金产品变更事项也需按照新规中相应要求（比

如创投基金产品名称变更应符合新规中对于创投基金名称或经营范围的要求)。

(二) 哪些现行规定还有效?

根据《登记备案办法》第八十三条,自《登记备案办法》施行之日起,《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》《登记须知》《私募基金登记备案相关问题解答》(四)、(十三)、(十四)同时废止。

提示:

对于基金产品备案相关业务而言,其中并未明确提及《基金备案须知》《基金备案关注要点》《私募基金备案案例公示》《备案材料清单》与修订后的《登记备案办法》的要求如何衔接适用问题。我们理解,鉴于前述自律规则文件未明确被废止,后续中基协仍可能继续沿用该等方式,在中基协尚未就前述自律规则文件发布进一步修订版本或适用安排的通知之前的期间内,该等自律规则文件原则上仍将继续有效,对过渡阶段的基金备案业务仍有参考意义。但是对于该等自律规则文件中与《登记备案办法》中明确冲突的内容,我们理解应按从新原则优先适用《登记备案办法》要求;而对于《登记备案办法》中未明确规定的內容,前述自律规则文件中的相关规则仍应继续适用。

(三) 备案新规的8点核心变化及提示

1. 基金投资范围

私募证券投资基金和私募股权基金的投资范围与目前的监管规则基本保持一致。

(1)其中,在征求意见稿基础上进一步补充存托凭证为私募证券投资基金的投资范围。

(2)就私募股权基金的投资范围,在征求意见稿基础上作出了较多补充,对于市场中常见的所谓“一级半投资方式”,此前征求意见稿中仅提及“上市公司定向增发的股票”,但正式稿中对于此前《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》中“私募股权基金”可明确从事的“大宗交易/协议转让的上市公司股票”进行了补充。此外,在征求意见稿基础上还补充了“非公开发行或者交易的可转换债券、可交换债券,市场化和法治化债转股”。

(3)需提示的是,此前在AMBERS系统中对“可转债”的注释范围中,早已明确了该等“非公开发行或者交易的可转换债券、可交换债券”的范围:即包括投向沪深交易所挂牌转让的私募可转债与可交债;投向为上市企业的可转债;投向区域性股权交易中心挂牌企业的可转债。但是对于投向金融资产交易中心的可转债,不属于私募基金备案范围,不予备案。

提示:

对于私募股权基金而言,其投资范围较

《登记备案办法》实施前并无实质性变化，属于对目前私募股权基金投资范围的汇集性总结。对于私募创投基金而言，在《登记备案办法》中对“创投基金”的特殊规定章节，将其投资范围明确为“限于未上市企业，但所投资企业上市后基金所持股份的未转让部分及其配售部分除外”，即私募创投基金的投资范围中不应包含“定增、大宗交易、协议转让方式投资上市公司股票、上市公司可转债、上市公司可交债”，这一点与此前《基金备案关注要点》中的要求一脉相承，也并无实质性区别。

2. 基金规模要求

对于基金规模要求，《登记备案办法》较现行规定提出了更为严格的要求，需要基金管理人重点关注。相较于征求意见稿，正式稿中对私募基金初始实缴募集资金规模也进行了调整。

(1) 私募证券基金不低于1000万元人民币（未调整）；

(2) 私募股权基金的初始实缴募集资金规模从征求意见稿中要求的2000万元调整为1000万元；

(3) 创业投资基金备案时的首期实缴资金要求从征求意见稿中要求的1000万元调整为500万元，但仍需在其备案后的6个月内完成1000万的实缴出资要求。

(4) 投向单一标的的“专项基金”，初始实缴募集资金规模不低于2000万元。

相较于征求意见稿，对于股权基金和创投基金各初始实缴募集资金规模进行了相应调减，也是中基协在征求意见过程中对行业反应该条要求对机构构成一定募资压力的积极调整。但是对于“专项基金”特别设置了“2000万元”的标准，我们理解，增加该项要求与将“私募基金的投资者主要是自然人且投向单一标的”作为“审慎备案”的一项从正式稿中删除也有所关联，通过为专项基金设置更高初始实缴规模的方式打击市场上存在的一些利用备案几百万规模的专项基金产品的方式进行“保壳”、但并未展开实际业务的操作。此外，对于市场上一些机构利用备案初始小规模基金，并以“基金备案”作为募资增信的证明进一步扩募的情形进行一定的抑制。

提示：

对于已登记管理人后续设计基金产品时，需充分考虑该条对于基金缴款机制的影响：

(1) 对于此前长期惯常使用“capital-call”方式的基金而言，后续采用备案时由各投资人先实缴尽可能低的金额先行进行备案、待后续根据项目节奏再进行call款的安排时，需注意各投资人的首期实缴金额需至少达到股权基金/创投基金的相应最低标准。

(2) 对于一些单项目基金，提高了对单项目的投资额度获取压力及募资压力。

(3)投向单一标的的基金的实缴要求是否对联接基金Feeder fund构成限制? 根据AMBERS系统中对“是否仅单一投资标的”的填报说明, 系指“基金拟直接投资单一底层标的企业或通过私募基金、资管计划、SPV等方式穿透后投向单一标的企业”, 我们理解若主基金系从事组合投资、并非投向单一标的的, 则联接基金可不受该条限制满足首期至少实缴2000万的要求。这一理解方式, 与目前《基金备案须知》中关于投向单一标的的基金不得从事后续募集的理解口径亦保持一致。

3.基金风险揭示 (涉及对风险揭示书中部分风险揭示内容补充)

《登记备案办法》明确规定, 有下列情形之一的, 私募基金管理人应当通过风险揭示书向投资者进行特别提示: (一) 基金财产不进行托管; (二) 私募基金管理人与基金销售机构存在关联关系; (三) 私募基金投资涉及关联交易; (四) 私募基金通过特殊目的载体投向投资标的; **(五) 基金财产在境外进行投资;** (六) 私募基金存在分级安排或者其他复杂结构, 或者涉及重大无先例事项; (七) 私募证券基金主要投向收益互换、场外期权等场外衍生品标的, 或者流动性较低的标的;

(八) 私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人发生变更, 尚未在协会完成变

更手续; (九) 其他重大投资风险或者利益冲突风险。**私募基金投向单一标的、未进行组合投资的, 私募基金管理人应当特别提示风险, 对投资标的的基本情况、投资架构、因未进行组合投资而可能受到的损失、纠纷解决机制等进行书面揭示, 并由投资者签署确认。**

提示:

现存机构应对后续制作的《风险揭示书》核对是否存在上述情形并进行相应补充, 相较于现行规定, 《登记备案办法》补充了如下需要进行特别提示的事项:

(1)私募基金存在其他复杂结构, 或者涉及重大无先例事项;

(2)私募证券基金主要投向流动性较低的标的;

(3)私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人发生变更, 尚未在协会完成变更手续。

(4)对于“基金财产在境外进行投资”的特殊风险, 相较于现行《基金备案关注要点》中“基金主要投向境外投资标的”的要求, 范围似乎更为宽泛, 删除“主要”二字似为有意为之, 若从严理解, 如基金后续可能涉及投向境外标的的, 按目前规定表述均应在《风险揭示书》中进行风险揭示。

(5)对于投向单一标的的基金、未进行组合投资的基金, 还应当特别提示风险, 并明确提



示对投资标的的基本情况、投资架构、因未进行组合投资而可能受到的损失、纠纷解决机制等。对于是否进行“组合投资”，参照《基金备案须知》中对可进行扩募的“从事组合投资的基金”的要求，投资于单一标的的资金应不超过基金最终认缴出资总额的50%。因此，从严理解该条，不仅对于“投向单一标的基金”需进行该等揭示，若未满足“组合投资”要求的基金，也应进行该等风险提示。

4.基金结构安排——GP与管理人分离结构、双GP结构怎么办

《登记备案办法》明确规定，私募基金管理人设立合伙型基金，应当担任执行事务合伙人，或者与执行事务合伙人存在控制关系或者受同一控股股东、实际控制人控制。

该条与征求意见稿保持完全一致，对于既存机构设计后续基金产品结构而言，本条是需要特别关注的本次监管规则的主要变化之一。

提示：

➤ 对于GP与管理人“分离结构”的基金

该条规定核心关注问题在于仅“由基金管理人高管团队及其他关键岗位人员出资”设立的GP主体（与基金管理人可能并不存在股权关系），是否还能够符合《登记备案办法》中“管理人与执行事务合伙人存在控制关系”的标准有待中基协后续细则文件的进一步明确。

(1)《登记备案办法》中并未参照现行《备案材料清单》《基金备案须知》中援引“《企业会计准则第36号—关联方披露》中对“关联关系”的概念，而是强调了“**控制关系**”，是否意味着仅构成“重大影响”不再符合要求。

(2)《登记备案办法》中并未参照现行《备案材料清单》《私募基金备案案例公示》中明确提及“**系由私募基金管理人高管团队及实际控制人、法定代表人出资情形**”如何认定。

(3)但值得一提的是，中基协在《登记备案办法》出台前2022年6月发布的《基金备案关注要点》中，也未明确提及“**系由私募基金管理人高管团队及实际控制人、法定代表人出资情形**”。但是在2022年6月《基金备案关注要点》发布后，因《备案材料清单》和AMBERS系统中“GP与管理人具有关联关系”注释仍维持此前口径，故实操中仅“由基金管理人高管团队及实际控制人、法定代表人”设立的GP主体并未在备案环节遇到阻碍。

从实操项目中的需要来看，采用“GP与管理人”分离结构的基金在市场中占据了相当一部分比例，且基于对基金外资/国资成分性质、团队跟投、团队内部激励利益分配等因素考虑，GP主体仅由“基金管理人高管团队及实际控制人、法定代表人”设立的情形也非常常见，且在多种情形下在基金结构设计过程中具有相当大的需求。自中基协首次提出基金管理人与GP需具备关联关系后，中基协认可由管理团队出资设立GP主体的基金结构安排也延续了相当长的时间，虽然后续通过《私募基金备案案例公示》等方式逐渐提高了对于该等GP主体上层出资人的要求，强化了GP与管理人需具备“强关联关系”：从最初要求管理员工（签署劳动合同、缴纳社保）即可，调整为要求“高管团队或其他关键岗位人员”，后又进一步限缩为“私募基金管

理人高管团队及实际控制人、法定代表人”。但若基于此次《登记备案办法》的修订，直接不再认可该等由高管团队出资设立的GP主体的结构，对于行业可能会产生较大的影响。

但我们理解，毕竟《登记备案办法》还是定位于较为纲领性、层级较高的自律规则，我们猜测在《登记备案办法》中仅提出“控制关系”较为原则性的标准，中基协可能后续通过修订后的《备案材料清单》《基金备案须知》《基金备案关注要点》等实操细则指引的方式，对该要求进行进一步细化。后续我们也将持续关注AMBERS系统内相应文件上传端口的注释说明变化。

➤ **对于CO-GP基金，基金管理人必须担任执行事务合伙人**

此前市场中“双GP基金”中仍存在基金管理人担任非执行事务合伙人，而由另一位普通合伙人担任执行事务合伙人的情况，《登记备案办法》实施后，该基金结构则不再具备可行性。当然，对于两位普通合伙人均担任“执行事务合伙人”的情形，《登记备案办法》并未规定“仅能由管理人担任执行事务合伙人”，理解尚存在一定的空间，但实操中取决于不同地区企业登记机关的接受度，部分地区仍不接受同时登记2名执行事务合伙人的有限合伙注册。

5.完善封闭运作要求

私募股权基金备案完成后，投资者不得赎回或者退出。有下列情形之一的，不属于前述赎回或者退出：

（一）基金封闭运作期间的分红；（二）进行基金份额转让；（三）投资者减少尚未实缴的认缴出资；（四）对有违约或者法定情形的投资者除名、替换或者退出；（五）退出投资项目减资；（六）中国证监会、协会规定的其他情形。私募股权基金开放认购、申购或者认缴，应当符合中国证监会和协会的相关要求。

提示：

《登记备案办法》结合实务中部分管理人在执行层面遇到的问题及因理解差异而导致的障碍，对封闭运作进行了进一步细化规定，这一规定的细化对于基金管理人在实操中灵活度大大增加，尤其是：

（1）明确允许投资者减少尚未实缴的认缴出资，

（2）对于投资者的除名、替换、退出在《基金备案须知》“违约”情形的基础上补充了“法定情形”，

（3）增加了“中国证监会、协会规定的其他情形”的兜底，为后续出台细则以及在其他实操指引性自律文件中进行调整保留了空间。

6. 关联交易要求——涉及基金合同中关联交易条款必备内容的新增

《登记备案办法》要求在基金合同中明确约定关联交易的**识别认定**、交易决策、**对价确定**、信息披露和回避等机制。私募股权基金管理人应当在经审计的私募股权基金年度财务报告中对关联交易进行披露。

提示：

相较于现行《基金备案须知》中的要求“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，此次特别补充了“**识别认定**”、“**对价确定**”两项内容。

- 识别认定：我们理解“识别认定”指的是“何种交易属于关联交易范围”，在《基金备案须知》中中基协将关联交易定义为“指私募投资基金与管理人、投资者、管理人管理的私募投资基金、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”在《登记备案办法》中的本条规定为原则性条款，若在《登记备案办法》中对关联交易的具体情形进行过于具体化描述，反而可能因市场实务需要变化而难以对关联交易范围、关联主体界定进行适时调

整。此外，针对不同类型的基金，对关联交易范围识别认定也可能存在区别，我们理解中基协后续也会通过其他形式与目前现行规定衔接。

- 对价确定：目前实务中一般基金合同中较少出现对于“关联交易”定价如何确定的详细约定，后续在基金合同中需要补充相关定价原则、机制。

此外，《登记备案办法》明确提出了私募股权基金需在年度财务报告中明确对“关联交易”进行披露，建议管理人制作年报过程中关注此项要求。

7. 提交备案要求

要求私募基金管理人应当自私募基金募集完毕之日起20个工作日内向协会报送基金备案材料。募集完毕是指私募基金的已认缴投资者已签署基金合同，且首期实缴募集资金已进入托管账户等基金财产账户。单个投资者首期实缴出资除另有规定外，不得低于合格投资者的最低出资要求。

提示：

- **工商确权与基金备案的顺序要求：**

相较于现行《基金备案须知》《基金备案关注要点》中要求而言，“募集完毕”的定义中不再强调“且进行工商确权登记”。目前实务中，在基金投资者首轮出资到账后，仍需协调各投资

人签署工商设立/变更登记文件、提交企业登记机关，并至少取得受理回执后，才能够提交基金备案。待后续结合中基协对《备案材料清单》《基金备案关注要点》等文件的修订进一步判断，是否还要求将工商确权工作作为基金提交备案申请的必要前置程序。若取消这一要求，从管理人角度而言可以大大缩短从投资者首期出资到账至提交基金备案之间的准备时间，在完成基金备案后即可开展投资，从而减小这一期间导致的资金闲置压力。

- **备案时点单个投资者的实缴出资要求：**

对于单个投资者（包括通过合伙企业等非法人载体形式穿透后的投资者）的首期实缴出资，仍明确强调不得低于合格投资者的最低出资要求。虽然未延续《基金备案须知》《基金备案关注要点》中对于“管理人及其员工、社会保障基金、政府引导基金、企业年金等养老金、慈善基金等社会公益基金”的明确豁免，但因仍保留了“除另有规定外”的灵活性，在《基金备案须知》《基金备案关注要点》仍未明确被废止的现状下，理解仍可参照此前规定适用执行。

8. 关于创投基金的特殊约定

《登记备案办法》中也延续了中基协对创投基金进行差异化自律管理服务的态度，本次修订首次对于在中基协备案为“创投基金”的产品提出了具体化的明确要求：

(1)投资范围限于未上市企业，但所投资企业上市后基金所持股份的未转让部分及其配售部分除外；

(2)基金合同体现创业投资策略；

(3)不使用杠杆融资，但国家另有规定的除外；

(4)基金最低存续期限符合国家有关规定；

(5)法律、行政法规、中国证监会和协会规定的其他条件。

创业投资基金名称应当包含“创业投资基金”，或者在公司、合伙企业经营范围中包含“从事创业投资活动”字样。

提示：

《登记备案办法》中对创投基金的要求，与其他部门发布的现行部分政策中提及的可适用相应政策“创投基金”要求有所重合。

- 投资范围：如此前分析，创投基金不应涉及对上市公司任何形式的投资（首发企业股票、大宗、定增、协议转让方式、上市公司可交债及上市公司可转债），延续了目前《基金备案关注要点》中对创投基金投资范围负面清单中的要求；
- 基金合同要求必须体现“创业投资策略”，但对于何为“创业投资策略”未进行进一步明确要求，理解也是为市

场机构保留一定的灵活度。《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》中对创投基金的界定为“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”，也并未明确要求创投基金所投企业的阶段仅限于“初创期、中早期”等常见创投基金策略投资阶段表述；

- 杠杆融资禁止：杠杆融资与基金合同中常出现的一些“特定情形下的举债限制排除”是否存在冲突，有待结合后续实操中中基协对基金备案时的审核态度进一步确认；
- 基金最短存续期要求：目前并未明确“国家有关规定”具体所指期限，但可参考目前其他部门发布的一些政策适用性文件中对“可适用的创投基金”的要求：（1）国家发展改革委、中国人民银行等六部委发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》中对可适用“嵌套豁免”的创投基金要求“不短于7年”；（2）证监会《私募基金监管问答——关于享受税收政策的创业投资基金标准及申请流程》中也明确，拟

享受《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》规定的税收政策的创业投资基金存续期限不短于7年。参考前述要求，建议创投基金的期限设置不短于7年为宜；

- 名称及经营范围要求：中基协首次提出了创投基金名称、或经营范围之一必须体现“创投”字样的要求。

第四部分\

小结

整体而言，本次新规是对中基协历年来所发布的私募基金监管规则、文件、解答和窗口意见的一次总结和重构，是对行业监管精神和内核的明确和贯彻。新规的出台，进一步完善了当前私募基金自律规则体系，优化了登记备案业务和行业自律管理工作，也为未来配套规则的制定和差异化监管的实施奠定了基础。以上系我们对本次《登记备案办法》有关管理人登记和基金备案的重点事项的初步解读与提示，因新规刚刚发布，其中涉及诸多与现行监管口径、要求如何匹配、衔接的问题也待中基协后续进一步厘清，我们也将持续关注后续配套措施的出台以及中基协相关系统的优化更新。 ☞



陈芳
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3599
catherinechen@zhonglun.com

从ChatGPT看AIGC的法律风险 及合规应对

作者：乔资营 王冉 张燕兰



2022年11月底，由美国OpenAI实验室研发的新一代生成式人工智能聊天机器人ChatGPT正式上线，在上线两个月后用户量便突破了一亿，成为历史上增长最快的消费应用程序。其不仅能够根据上下文进行自动回复，而且对撰写文章、代码、视频脚本等工作应对自如。从技术原理来看，依靠深度学习和自然语言处理技术的ChatGPT，实际上属于人工智能生成内容（“AIGC”）的一种新型的商业化应用方式。ChatGPT热度的飙升也再次引发了人们对AIGC相关法律风险的关注。本文将从AIGC概念及工作原理、具体应用场景及可能带来的法律风险进行分析，同时为AIGC领域相关企业提供相应的合规应对建议。

第一部分\

AIGC的基本概念及原理

AIGC全称为Artificial Intelligence Generated Content，即“人工智能生产内容”，是一种基于生成对抗网络GAN、大型预训练模型等人工智能技术，通过已有数据寻找规律，并通过适当的泛化能力生成相关内容的AI赋能技术。

早前出现的PGC（Professional Generated Content，专业生成内容）和UGC（User Generated Content，用户生成内容）的内容生产行为背后的主体是人，而AIGC作为一种自动生成内容的新型生产方式，其内容生产行为背后的主体是人工智能。

从生成内容来看，AIGC中不仅包含基于线索的部分生成，还包括完全自主生成以及基于底稿的优化生成。也就是说，AIGC所生成的内容中不仅包括常见的图像、文本、音频等外显性内容，同样也包括策略、剧情、训练数据等内在逻辑内容。

第二部分\

AIGC的应用场景

从AIGC的应用行业来看，AIGC为文化传媒、商业、教育、金融、医疗、工业、影视等多领域都带来了颠覆性的创新。

从AIGC的具体生成内容分类来看，AIGC可划分为文本、代码、图像、音视频等类别。

分类	具体分支	应用领域	代表应用
文本生成	文本理解	话题解析、文本情感分析	科大讯飞、阿里巴巴和微软亚洲研究院在文本理解挑战赛的完全匹配得分均超过人类得分
	结构化写作	新闻撰写	Automated Insights公司Wordsmith
	非结构化写作	营销文案、剧情续写	Jasper平台
	交互性文本	客服、游戏	OpenAI与Latitude推出的AIDungeon
音频生成	语音克隆	地图导航	百度地图
	语音机器人	客服、销售、培训	思必驰
	音乐生成	播客、电影、游戏	OpenAI的MuseNet
图像生成	图像编辑与融合	设计、电影	谷歌的Deep Dream Generator
	2D图像生成3D模型	游戏、教育、产品测试	英伟达的GANverse3D
视频生成	画质增强修复	视频插帧、视频细节增强	当虹科技的画质增强修复技术
	切换视频风格	电影风格转换、医学影像成像效果增强	腾讯天衍工作室在结直肠内镜项目中切换视频风格优化医学影像视觉效果
	动态面部编辑	AI换脸	Akool的faceswap平台
	视频内容创作	制作电影预告片、赛事精彩回顾	IBM的Watson
跨模态生成	文本生成图像	传媒、娱乐	OpenAI的DALI2
	文本生成视频	电影、短视频创作	Meta的Make-A-Video
	图像/视频生成文本	搜索引擎、问答系统	谷歌的MUM模型
	文本生成代码	Copilot	OpenAI的Codex模型

资料来源：量子位智库，中国信通院，Tom Mason，OpenAI官网，中金公司研究部

其中，文本生成是目前AIGC应用最广的场景，近期爆火的ChatGPT即为典型的文本生成式的AIGC。文本生成式AIGC主要包括应用型文本、创作型文本及文本辅助和文本交互四种类型，并在新闻、营销、客服、游戏等行业有广泛应用。

第三部分\

AIGC涉及的法律风险

AIGC的发展为各行各业带来了新的变革与机遇，但与此同时，也应当关注AIGC可能带来的法律及伦理风险，以此推动这一技术的合法合规发展。

1. 数据安全风险

作为21世纪的“石油”，数据的战略重要性逐渐凸显。为捍卫国家数据安全、保护个人数据权益和规制数据使用行为，我国陆续出台《中华人民共和国网络安全法》（《**网络安全法**》）、《中华人民共和国数据安全法》（《**数据安全法**》）、《中华人民共和国个人信息保护法》（《**个人信息保护法**》）等相关法律法规。在AIGC迅速发展情况下，AIGC所带来的数据安全风险不容忽视。

以ChatGPT为例，根据ChatGPT的运作原

理，用户在输入端口提出问题后，该问题首先会传输到位于美国的OpenAI公司，随后ChatGPT才会给出相应回答，从而实现输入到用户端口对问题的反馈。AIGC的使用者在使用AIGC技术时很有可能会无意中透露有关个人、金融、商业隐私等的敏感信息，从而造成数据的泄露。同时，部分AIGC公司的数据库中存在着大量未经用户知情同意的个人照片等隐私数据，容易对用户的个人隐私安全造成威胁。

此外，在ChatGPT类的AIGC工具进行内容生成的过程中，数据的入境与出境作为服务的开端和结尾，都隐藏着法律风险。尤其在数据出境方面，AIGC使用者所提出的问题中极有可能涉及到个人信息、敏感信息甚至有关国家安全、经济运行、社会稳定、公共健康和安全的的重要数据。如前所述，在用户使用ChatGPT的过程中数据将会被传输到其境外母公司，由此可能对境内数据造成数据出境风险。2021年12月国务院印发的《“十四五”数字经济发展规划》中明确指出：数据要素是数字经济深化发展的核心引擎。因此，在当前数据安全保护的语境下，应当更加注重对于数据安全问题的关注。

2. 著作权侵权风险

AIGC的生成需要依托于海量的文本数据，通过对数据集进行监督学习、强化学习从而优

化输出的内容。而AIGC的生成过程及其生成结果均存在着著作权侵权风险。

一方面，AIGC使用作品的行为存在着风险。AIGC在生成过程中不可避免会涉及到对他人享有著作权的作品的的使用。在当前著作权法的语境下，在使用主体对受著作权法保护的作品进行使用时，必须在获得权利人许可，支付相应的许可使用费用后方属于合法使用，而在现行著作权法下AIGC对作品的使用并不能援引法定许可或合理使用条款作为其著作权侵权的例外条款。因此，AIGC未经许可使用作品的行为可能会因为侵犯被使用作品的复制、改编、信息网络传播权等权利而落入到侵权困境当中。如2023年1月，全球知名图片提供商华盖创意（Getty Images）起诉热门人工智能（AI）绘画工具Stable Diffusion的开发者Stability AI，称其未经许可从网站上窃取了数百万张图片。此外，还有3位艺术家对Stable AI和另一个AI绘画工具Midjourney，以及艺术家作品集平台DeviantArt提起诉讼，称这些组织通过在“未经原作者同意的情况下”从网络上获取的50亿张图像来训练其人工智能，侵犯了“数百万艺术家”的权利。因此，AIGC在生成内容的过程中使用受著作权保护的作品可能会由于未经许可而使用导致相关的侵权诉讼。目前欧盟、英国、日本等国家和地区已尝试出台了关于“文本

与数据挖掘例外”“计算机分析例外”等与AI使用作品相关的著作权侵权例外制度，一定程度上为AIGC使用作品的行为提供了探索合理使用依据的实践。而目前我国最新修订的《中华人民共和国著作权法》（《著作权法》）中对于合理使用仍采取“封闭式”的立法模式，对于人工智能在进行内容生成时使用受著作权保护的相关作品的问题尚未进行回应，类似问题仍有待进一步的立法规范。

另一方面，若AIGC通过分析学习后生成的内容与原始作品过于相似，以至于可能会误导公众或混淆原始作品的来源，那么可能会因为与他人作品存在“实质性相似”而被认定为侵权，从而导致著作权侵权相关的诉讼。而使用含有侵权内容的AIGC内容的使用者也有可能需要承担侵权责任。

3. 深度伪造风险

AIGC还存在着被用于制作虚假的文本、音频、视频等深度伪造的内容的风险。深度伪造（Deepfakes）技术是近年来发展的一种基于深度学习的人物图像合成技术。其主要被运用于AI换脸、语音模拟、人脸合成、视频生成等场景。深度伪造技术被某些群体的恶意运用，将可能导致该技术被用于生成虚假信息、使用模型来模拟某个人的语言或行为模式、进行政



治干预、煽动暴力和犯罪等破坏公共利益的行为。如2022年3月，一则乌克兰总统泽连斯基宣布投降的深度伪造视频在社交媒体平台广泛传播，虽然该视频较为粗糙，但仍造成了人们对媒体的不信任及对社会正常秩序的损害。

4. 商业秘密泄露风险

在使用AIGC的过程中，为了获取较明确的AIGC结果，用户在使用过程中可能需要提供详

细的背景信息。因此，作为公司员工的用户很有可能会在未察觉的情况下违反了公司保密制度，将公司的营业信息、技术信息或商业秘密（如平台底层代码、近期营销计划、公司薪酬体系）等信息泄露，从而导致商业秘密泄露风险。以ChatGPT为例，其使用条款明确规定除非用户要求OpenAI不对其输入和输出内容进行使用，否则OpenAI拥有对任何用户输入和输出内容的广泛使用权，以达成改善ChatGPT的目的。为了防止出现泄露商业秘密的风险，微软和亚马逊均对其员工进行了禁止对ChatGPT分享任何机密信息的提醒。因此，AIGC用户，尤其是负有保密义务的用户在使用ChatGPT和类似的人工智能工具时，应当注意采取措施，以免出现泄密行为。

5. 违法信息传播风险

AIGC的广泛使用可能存在着加剧算法歧视与偏见的风险。以ChatGPT为例，根据OpenAI在其官网上的说明，尽管其努力使得ChatGPT拒绝用户不合理的请求，但ChatGPT生成的内容仍有可能存在着包含种族歧视或性别歧视、暴力、血腥、色情等对法律和公序良俗造成挑战的内容。因此，若对因算法歧视产生的可能违背法律法规或公序良俗的AIGC进行传播，则可能存在着违法信息的传播风险。

第四部分\

AIGC相关企业的合规应对

随着AIGC的发展，越来越多的科技企业将会加入这一赛道。国内AIGC领域企业在面对AIGC可能带来的法律风险时，应当做好相应的合规应对，从而更好地助力企业发展及产业进步。

1. 遵循数据安全及个人信息保护相关法律法规

AIGC相关企业应在遵守《网络安全法》《数据安全法》及《个人信息保护法》等法律法规中关于数据及个人信息保护的相关规定基础上，注意遵循2023年1月10日正式施行的《互联网信息服务深度合成管理规定》（《**深度合成管理规定**》）中对深度合成服务提供者和技术支持者的相关规定。对于训练数据包含个人信息的，应当遵守个人信息保护的有关规定。深度合成服务提供者和技术支持者提供人脸、人声等生物识别信息编辑功能的，应当提示深度合成服务使用者依法告知被编辑的个人，并取得其单独同意。

此外，AIGC相关企业在跨境传输数据时，应当按照《数据出境安全评估办法》《关于实施个人信息保护认证的公告》《网络安全标准实践指南——个人信息跨境处理活动安全认证规范V2.0》和《个人信息出境标准合同办法》

等相关法律法规中关于数据出境的规定，通过主动了解相关法律法规和政策，开展数据出境风险自评估，为数据出境获得必要的授权或许可，并建立完善的数据出境保障措施和数据接收方管理措施，定期评估和审计数据出境的情况，从而遵守各国家和地区关于数据出境的相关规定，维护我国数据安全。

2. 加强企业版权管理

对于AIGC使用受著作权保护的作品的的问题，根据我国现行《著作权法》的规定，使用他人作品时应当取得著作权人的授权。因此，AIGC相关企业在进行AIGC生成的过程中，应当注意用以抓取数据库中是否存在受著作权保护的作品，若存在相关作品，则应当取得相关著作权人的授权，以避免陷入著作权侵权纠纷。

而对于AIGC的著作权归属问题，目前学界和实务界对此问题仍然存在着争议。在此情况下，AIGC的服务提供或技术支持相关企业可尝试在制定用户协议时明确AIGC的著作权归属，从而避免相关纠纷。

3. 加强内容审查及内容过滤

AIGC相关企业应当遵守《互联网信息服务算法推荐管理规定》以及《深度合成管理规定》等相关法律法规对AIGC的相关规定。按照

《深度合成管理规定》要求，AIGC相关企业等深度合成服务提供者和技术支持者应当加强技术管理，定期审核、评估、验证生成合成类算法机制机理。此外，深度合成服务提供者对使用其服务生成或者编辑的信息内容，应当采取技术措施添加不影响用户使用的标识，并依照法律、行政法规和国家有关规定保存日志信息。在发现不良或违法信息时及时向有关部门进行报告，并将日志信息进行封存。

此外，AIGC企业还可以通过限制用户输入及通过自建库或第三方服务等方式，加强对其生成内容审查及内容过滤，以确保AIGC不会违反法律法规或公序良俗，从而推动AIGC企业合法合规发展。 ☞

参考文章:

- 1.中国信息通信研究院&京东探索研究院《人工智能生成内容白皮书》, <https://mp.weixin.qq.com/s/aN-heKujRVXL18B2YxSDBpw>
- 2.中国信息通信研究院《人工智能白皮书（2022年）》, <https://mp.weixin.qq.com/s/6ZcOmYr8vfq80TPTGozA-A>
- 3.腾讯《AIGC发展趋势报告：迎接人工智能的下一个时代》, <https://mp.weixin.qq.com/s/9AjTpyL4HmQ6BDhWIDbD0A>
- 4.AIGC行业深度：应用场景、商业模式、市场规模、产业链及相关公司深度梳理, <https://mp.weixin.qq.com/s/aRvk2SLpgNCnVJPbmku1yQ>
- 5.AIGC元年的合规指引——多部委联合发布《互联网信息服务深度合成管理规定》, <https://mp.weixin.qq.com/s/s9-zPOow2kh0u65EO0y3Zw>
- 6.ChatGPT的科技伦理问题亟需重视, https://mp.weixin.qq.com/s?search_click_id=105892275140703913-1676650929658-4297535974&_biz=MzUyMjE3OTE5NA==&mid=2247490938&idx=1&sn=ab09c0388f528256b687d0fb8f2ec815&chksm=f9ce9a6fceb9137946147e10a4c0c08229bc0e3154de5ec29113baa7248665a9be2776fd97b4&scene=



乔资营
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2040
jackqiao@zhonglun.com



中伦研究院出品



特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。