

基金法律业务前沿



上海市律师协会基金专业委员会

二〇二五年第 10 期

总第一百六十五期



(内部资料仅供参考，不代表正式法律意见)



目录

基金动态

- 1 -

- 【01】三季报透视：社保与公募基金“同框” 456 只个股 - 1 -
- 【02】公募基金业绩比较基准指引及其配套规则征求意见稿发布 更好发挥“锚”和“尺”的功能作用 - 3 -
- 【03】百亿私募数量增至 108 家，量化私募占近 5 成 - 8 -
- 【04】私募业再现“双百”盛况 47 家量化机构成主力军 - 9 -
- 【05】私募调仓新风向：掘金有色 拥抱电子 - 12 -
- 【06】今年以来平均收益率达 24.54%，私募多资产策略迎业绩“强势周期” - 16 -
- 【07】510 亿元！央企战略性新兴产业基金启航 - 18 -
- 【08】关于四中全会！基金公司最新解读 - 20 -
- 【09】越秀产业基金：以“耐心资本”深耕硬科技赛道 - 24 -
- 【10】对冲基金押注日元年底将跌至 160 关口 - 26 -

政策、法规、通知

- 27 -

- 【01】合格境外投资者制度优化工作方案 - 27 -
- 【02】公开募集证券投资基金业绩比较基准指引（征求意见稿） - 29 -
- 【03】关于加强资本市场中小投资者保护的若干意见 - 35 -

观点和争鸣

- 40 -

【01】 私募基金备案指引三号迎来修订 - 40 -

【02】 924 新政以来私募基金收购上市公司案例简要梳理及相关法律问题探析 - 43 -

委员风采

- 51 -

【01】 庄晓鸣律师、邹野律师、刘慧律师参加市律协公司与商事专委会“多类型投资纠纷案例研讨会” - 51 -

【02】 郑佳敏律师当选浦东律师青年联合会理事 - 53 -

【03】 马晨光律师受邀参加 2025 中华全国律协金融专委会金融法治创新与法律实务交流会并作主题演讲 - 54 -



基金动态

【01】三季报透视：社保与公募基金“同框”456只个股

作为资本市场的两大核心力量，社保基金与公募基金的重仓股变化备受关注。

数据显示，截至10月29日记者发稿，在已披露三季报的上市公司中，有3108只个股的前十大流通股股东名单中出现了公募基金的身影，宁德时代、贵州茅台和中际旭创位居持股市值前三名。同时，社保基金现身于456只个股前十大流通股股东之列，合计持仓市值达1177.71亿元，其中持仓市值超10亿元的有19只个股，包括云铝股份、汇川技术、传音控股、赤峰黄金等。值得注意的是，上述456只社保基金重仓股也都是公募基金重仓股。

深圳市前海排排网基金销售有限责任公司公募产品运营曾方芳在接受记者采访时分析，社保基金重仓股主要表现出以下特征：第一，对龙头公司持续青睐，多只社保基金组合通过集中配置龙头股来增强组合的稳定性，体现了其长期价值投资的理念。第二，科技创新领域成为新配置方向，通信、电子等契合产业升级与新质生产力发展方向的行业获得显著增配，整体布局在均衡中更加强调对战略性新兴产业的倾斜。

“两类机构‘同框’个股的高占比，本质是基于基本面研究的价值共识。”陕西巨丰投资资讯有限责任公司高级投资顾问陈宇恒向记者表示，这种共识既源于对龙头企业长期价值的认可，也来自对政策导向与产业趋势

的共同判断。

在第三季度，电子行业同时受到两类机构的青睐。社保基金对信维通信、亿联网络、东方电子等科技标的持续增持，持股占流通股比例均超3.7%；公募基金亦增持多只电子行业个股，例如生益科技、福晶科技，公募基金三季度末持股占流通股比例分别为7.45%、6.81%。

两类机构密集配置电子行业并非偶然，三季度业绩数据与产业趋势成为布局的强力支撑。截至10月23日，已披露三季报的电子行业公司中，科沃斯、拓维信息、青木科技等企业第三季度净利润同比增长超百倍。

曾方芳进一步表示，从社保基金与公募基金的“同框”重仓股共性来看，业绩导向贯穿调仓过程，新进和增持的个股多数实现了第三季度净利润同比增长，部分公司实现单季扭亏，显示出选股时兼顾成长潜力和盈利确定性的双重标准。

“社保基金与公募基金都是A股市场核心机构投资者，其共性核心诉求是资产的长期保值和增值，但在具体的实现路径和操作风格上有所差异。”晨星（中国）基金研究中心高级分析师李一鸣向记者表示，公募基金由于存在考核和规模的双重压力，在投资操作上通常相对更为灵活地把握各种投资机会，投资组合的集中度可能也相对更高。而社保基金因为考核相对长期，偏重对业绩基准的偏离度控制，组合流动性压力没有公募基金那么大，因此投资风格上相对稳健，持股时间往往更长。

基金动态

【02】公募基金业绩比较基准指引及其配套规则征求意见稿发布 更好发挥“锚”和“尺”的功能作用

10月31日，中国证监会发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引（征求意见稿）》（以下简称《指引》），基金业协会同步发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准操作细则（征求意见稿）》（以下简称《操作细则》），向社会公开征求意见。

业绩比较基准发挥“锚”和“尺”的功能作用

业绩比较基准是公募基金管理人基于产品定位和投资目标而为基金设定的业绩参考标准，可以发挥“锚”和“尺”的功能作用。其中，“锚”的作用主要表现为明晰投资风格、约束投资行为，防止基金产品投资“风格漂移”、提高投资稳定性；“尺”的作用主要表现为衡量基金是否跑赢市场，并据此对基金公司高管和基金经理进行考核。

今年5月，证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，坚持以投资者为本的理念，提出了围绕公募基金业绩比较基准的系列改革措施。此次发布的规则主要包括四方面内容。

一是突出基准对产品的表征作用。一方面，《指引》《操作细则》明确业绩比较基准应充分体现产品定位和投资风格，符合基金合同关于投资目标、投资范围、投资策略、投资比例限制等约定。另一方面，《指引》《操作细则》要求基金管理人根据产品定位、投资风格和业绩比较基准任命具备相

关投资研究经验的基金经理，且基准一经选定不得随意变化，不得仅因基金经理变化、市场短期变动、业绩考核或者排名而变更基准。

从境外成熟市场经验看，业绩比较基准能够在很大程度上帮助投资者形成对基金产品风格的基本认识和对预期风险收益特征的基本判断，从而提升投资体验。

二是强化基准对投资的约束作用。从境内实践看，基金管理人通常缺乏有效的监测纠偏手段，主动权益基金经理通常拥有较大“自由度”。虽然部分基金经理初衷是为投资者提供良好收益，创造超越市场同类基金的超额收益，但因忽视了业绩比较基准“锚”的作用，引发“挂羊头、卖狗肉”“风格漂移”等问题。为此，《指引》《操作细则》要求管理人建立健全覆盖业绩比较基准选取、披露、监测、评估、纠偏及问责的全流程管控机制，为业绩比较基准发挥功能作用提供保障。同时提高基准选取的决策层级，强化内部监督力度等。

三是发挥基准对考核的指导作用。针对过往基金经理的薪酬考核与业绩比较基准无关的问题，《指引》《操作细则》落实《推动公募基金高质量发展行动方案》有关精神要求，提出两方面的要求。一方面，明确基金管理人应建立以基金投资收益为核心的考核体系，体现产品业绩和投资者盈亏情况，健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。在衡量主动权益基金业绩时，管理人应当加强与业绩比较基准对比，基金长期投资业绩明显低于业绩比较基准的，相关基金经理的绩效薪酬应当明显下降。另一方面，规范基金评价评奖机制，改变全市场排名导向，要求基金评价机构应当将业

绩比较基准作为评价基金投资管理情况的重要依据，以更加科学客观地衡量基金投资业绩、风险控制能力和风格稳定性。同时，要求基金管理人、销售机构、评价机构在进行权益类基金投资业绩排序或者排名时，应当结合业绩比较基准进行合理分类。

四是强化基准的外部监督。有分析指出，从境内实践看，基金托管、销售、评价等机构未有效监督和使用业绩比较基准，也是导致基准“形同虚设”的重要原因。为推动各方归位尽责，构建相互约束、良性循环的行业生态，《指引》《操作细则》对其他市场机构也提出相应要求。包括明确基金托管人应当履行基金合同审核、基金投资风格库复核、权益类基金投资风格稳定性监督、信息披露复核等责任；要求基金管理人、销售机构展示基金业绩的同时，应当展示业绩比较基准的表现，方便投资者做出比较；规范基金合同、定期报告等信息披露文件对业绩比较基准的披露内容，提高基金投资运作透明度。

推动平稳过渡强化利益绑定

业内人士分析，从监管实践看，当前我国公募基金业绩比较基准在制度安排和管理机制等方面存在三大问题。一是法规制度缺乏专门性、系统性的规定，仅在信息披露、特殊产品设计等监管规则有零散要求，约束力不强。二是多数管理人尚未建立覆盖业绩比较基准的全链条内控机制，托管、销售等机构也未有效监督和使用基准。三是部分主动管理权益类基金业绩大幅偏离业绩比较基准，个别产品甚至出现“风格漂移”，对投资者获得感造成较大影响。

此次规则发布，将有利于完善公募基金的基础性制度，填补监管规则的空白，推动境内公募基金业绩比较基准规范化。有利于提高主动投资纪律性，促进公募基金形成更加稳定清晰的投资风格，更好发挥公募基金的价值投资工具属性。有利于引导行业机构回归“受人之托、代客理财”的初心，专注为投资者提供长期稳健回报，为资本市场引入更多中长期资金。

记者了解到，业绩比较基准改革是推动公募基金高质量发展的系统性工程。为稳妥推动行业机构落实《指引》《操作细则》，更好引导公募基金坚持长期投资、价值投资、理性投资，提升投资者获得感，证监会还将会同基金业协会做好相关工作。

一是推动平稳过渡。监管部门和行业协会将指导行业机构在规则过渡期内，稳妥做好存量产品的基准优化变更工作，使基准更加符合基金合同约定和基金实际风格，确保不对市场稳定造成影响。

《指引》第二十条对存量产品做出安排：已成立或已获注册但尚未完成募集的基金业绩比较基准设置不符合本指引和基金业协会自律管理规定的，基金管理人应当自本指引施行之日起一年内按照第八条第一款规定的程序予以调整；对调整业绩比较基准同时修改基金合同约定的投资目标、投资范围、投资策略等内容或者对基金份额持有人利益产生重大实质性影响的，基金管理人还应当按照规定履行变更注册、召开基金份额持有人大会等程序。

上述规定对存量产品给予了一年的过渡期，不过记者获悉，监管部门将根据实际情况统筹推进，平稳过渡，维护市场稳定。

二是研究建立基准库。基金业协会将组织成立行业专家组，研究建立基金行业业绩比较基准要素库，基准库未来将用于鼓励、引导行业机构规范选取表征权益资产的基准要素。

三是强化利益绑定。按照《推动公募基金高质量发展行动方案》安排，下一步还将修订出台薪酬考核规则，细化基金经理薪酬考核具体指标要求；完善基金管理人分类评价监管体系，将业绩比较基准相关考核指标纳入有关指标体系；常态化注册与业绩比较基准挂钩的浮动管理费基金产品。通过多种方式，全面强化基金管理人、高管和基金经理与投资者利益的绑定机制，切实提升投资者获得感。

基金动态

【03】百亿私募数量增至 108 家，量化私募占近 5 成

私募排排网最新数据显示，截至 10 月 28 日，百亿私募数量增至 108 家，较 9 月底的 96 家增加 12 家。

量化私募成为新晋主力。与 9 月底相比，13 家私募新晋成为百亿私募，1 家私募退出百亿阵营。新晋的 13 家百亿私募中，量化私募 8 家，主观私募 4 家，主观+量化混合私募 1 家。具体来看，喜岳投资、平方和投资、孝庸私募、大道投资、超量子基金、诚旻投资等 6 家私募是首次新晋百亿私募，新方程私募、望正资产、远信投资等 7 家私募是再次回归百亿阵营。

私募排排网数据显示，从投资模式来看，当前 108 家百亿私募中，量化私募有 53 家，占比为 49.07%；主观私募有 45 家，占比为 41.67%；主观+量化混合私募有 8 家，占比为 7.41%；另外有两家百亿私募暂未披露投资模式。

基金动态

【04】私募业再现“双百”盛况 47家量化机构成主力军

近两个月，在上证指数创出十年新高的背景下，私募基金迎来新一轮规模扩张的机遇，又一批私募加入“百亿俱乐部”。

私募排排网数据显示，截至10月22日，百亿私募数量突破至101家，较8月底的91家新增10家。其中，正瀛资产、开思私募、太保致远(上海)私募、大道投资为新晋百亿私募，有6家私募为再次回归百亿阵营。值得注意的是，百亿私募的格局悄然生变，量化私募数量升至47家，成为“百亿俱乐部”主力军，将主观策略私募甩在身后；同时，行业头部效应进一步强化，优胜劣汰加速。

重现“双百”格局

百亿私募数量是衡量私募业发展和市场温度的一个重要指标。

2020年~2021年，在一轮牛市的推动下，一批私募跨越百亿规模大关。2021年底，百亿私募数量首次突破100家，私募行业进入百家、百亿的“双百”时代。

随后，百亿私募阵营继续扩容，尤其伴随着量化私募的崛起，百亿私募数量在2023年一季度最高达到115家。然而，到了2024年，在市场持续下行的背景下，私募的规模缩水严重，一批百亿私募掉队。

尤其在去年8月，百亿私募数量一度锐减至80家，一批私募从百亿规模缩水至50亿元~100亿元之间，甚至有个别私募掉落至50亿元以下，

从此一蹶不振。

进入2025年，尤其是下半年以来，A股走出一轮强势上涨行情，上证指数创出十年新高，百亿私募数量不断增长。私募排排网数据显示，截至2025年10月22日，百亿私募数量增至101家，时隔一年多重返百家之上，较8月底的91家新增10家。

其中，正瀛资产、开思私募、太保致远（上海）私募、大道投资等4家为新晋百亿私募，红筹投资、源峰基金、上海新方程私募、望正资产、旌安投资和赫富投资等6家则是回归百亿阵营。

排排网集团旗下融智投资 FOF 基金经理李春瑜表示，10月以来，百亿级私募机构数量继续增加，一是A股市场企稳回升，权益类资产收益有所提升，带动私募产品业绩与规模同步上升。二是投资者对头部私募的认可度进一步提高，资金持续向业绩较稳、策略成熟的机构集中。

量化私募成主力军

值得注意的是，百亿私募的格局已悄然生变。从投资模式分布看，上述101家百亿私募中，量化私募数量最多，共47家，占比46.53%，成为“百亿俱乐部”主力军；主观策略私募紧随其后，共44家，占比43.56%；混合策略私募有8家，占比7.92%；另有2家机构尚未披露投资模式。

在2021年底，百亿私募数量首次突破100家，彼时百亿量化私募仅为25家，4年后百亿量化私募增长近一倍，占比持续提升，这也意味着一批主观策略百亿私募机构掉队。

从9月以来新晋的10家百亿私募来看，主观策略私募有6家，混合策

略和量化策略均为 2 家。在这一轮市场快速上涨的推动下，主观策略私募终于以相对优异的业绩表现，吸引了资金的流入，推动规模的迅速上升。

华南一家私募负责人表示，量化和主观之间并非泾渭分明，量化的诸多策略和方法论，对主观投资也有借鉴作用。

此外，量化与主观发展的方向有差异化，量化投资覆盖全市场的股票，追求策略的效率和快速迭代；主观策略则看重标的公司的质地，追求个股的深度挖掘。虽然短期量化的发展可能对主观会产生一定的影响，但长远来看影响不大。

行业头部化在加快

随着行业监管深化以及市场竞争加剧，私募行业头部化加快。

今年前三季度，全市场共备案私募证券产品 8935 只，其中有备案私募产品的私募管理人数量达 2322 家，其中 1879 家备案产品在 5 只以内；有 26 家私募管理人备案产品超过 40 只，累计备案了 1654 只，占总备案数量比例的 18.5%。

在这 26 家私募中，有 23 家为百亿私募，其中百亿量化私募管理人达 19 家。宽德、黑翼、明法，分别备案了 120 只、114 只、111 只产品。

三季度以来，百亿量化私募的规模出现了新一轮跃迁，资金不断向头部量化聚拢。业内人士表示，私募行业“头部效应”进一步强化，资源不断向优质私募倾斜，行业优胜劣汰加速。在以绝对收益为指标的私募业，竞争十分激烈，不进则退，私募唯有专注于做好投资，为客户不断地提供超额收益，才能不被市场淘汰。

基金动态

【05】私募调仓新风向：掘金有色 拥抱电子

近期，上市公司三季报陆续披露，包括高毅资产、睿郡资产、聚鸣投资在内的知名私募调仓换股动作逐步曝光。私募大佬邓晓峰此前重仓紫金矿业，三季度收获颇丰；冯柳大幅减持此前的重仓股海康威视。私募在积极调整仓位、兑现收益的同时，也在景气度与确定性更高的领域寻找新的投资主线。展望后市，机构表示，更多企业的业绩回升将为基本面选股提供更大空间，将持续挖掘结构性机会。

私募大佬重仓有色收获颇丰

紫金矿业近几年一直是高毅资产邓晓峰的第一大重仓股。自2019年三季度末，其管理的高毅晓峰2号致信基金和中信信托锐进43期高毅晓峰投资集合资金信托计划首次进入紫金矿业前十大流通股东，合计持仓约3.09亿股。随后其多个季度持续加仓，另有不同产品出现在前十大股东之列，最多曾合计持有紫金矿业超9亿股，合计持仓市值超70亿元。2023年起，邓晓峰开始陆续减持紫金矿业，减持动作一直持续到2024年三季度。2025年一、二季度又转为增持。

紫金矿业2025年三季报显示，高毅晓峰2号致信基金三季度减持紫金矿业约1860万股，三季度末仍持有1.8亿股，期末持仓市值约53亿元，位列公司第九大股东。外贸信托-高毅晓峰鸿远集合资金信托计划则退出了紫金矿业前十大股东之列，增减持情况不详。三季度，紫金矿业涨幅超过50%，

仅高毅晓峰2号致信基金的持仓就浮盈约15亿元，此次部分减仓或基于获利了结的目的。

公告还显示，紫金矿业于2025年9月30日成功将子公司紫金黄金国际分拆至香港联交所主板挂牌上市，募资总额约287亿港元。本次发行获得全球投资者热烈追捧，实现大幅超额认购，并成功引入新加坡政府投资公司（GIC）、高瓴、贝莱德、施罗德、高毅资产、富达国际、景林、柏基、瑞银、太平洋保险、泰康等26家全球顶级投资机构作为基石投资者，合计认购股份占基础发行规模的50%。

私募押注电子板块

同属高毅资产的私募大佬冯柳，其管理的高毅邻山1号远望基金三季度大幅减持了其第一大重仓股海康威视，减持数量5800万股，三季度末仍持有2.8亿股，期末持仓市值达88.26亿元，位列公司第四大股东。

自2020年三季度末高毅邻山1号远望基金首次进入海康威视前十大股东之列，此后就持续重仓该公司。不过近一年则持续减持，这已是冯柳连续第四个季度减持海康威视。近日海康威视发布的投资者关系活动记录表显示，冯柳仍现身该公司三季度业绩说明会。三季度，海康威视上涨超过13%。

知名私募睿郡资产旗下的睿郡有孚1号、3号和2号私募证券投资基金，三季度均新进成为电子元器件公司扬杰科技的前十大股东，分别位列公司第六、第七和第十大股东，合计持有超1000万股，期末持仓市值7.62亿元。三季度，扬杰科技上涨近35%，目前市值超过400亿元。

此外，百亿级私募聚鸣投资旗下产品聚鸣匠传3号私募证券投资基金和聚鸣景宏电子科技私募证券投资基金，三季度买入电子设备公司达瑞电子，合计持有321.16万股，期末持仓市值2.34亿元。三季度，该公司涨幅达46%。

除了从上市公司三季报获取的调仓动向折射出私募机构对电子行业的关注外，私募机构的最新观点也表明了这一现象。知名私募淡水泉投资在近期的月报中就表示，9月的组合操作上，公司在一些持仓标的大幅上涨后，适时兑现部分获利，锁定收益，同时优化了组合结构，增配了景气度与上行确定性更高的电子板块头部企业，以及基本面趋势强劲、具备研发与成本优势的优质医药领域公司。

持续挖掘结构性机会

展望后市，淡水泉投资表示，尽管近期指数出现一定震荡，但总体反映的是局部资产价格过快上涨后的良性修正。从流动性结构来看，当前A股的增量资金仍由机构主导，个人投资者对股票资产的配置需求尚未充分释放，海外资金对A股的参与度有所回升，不过整体仍属低配，充裕的流动性环境短期内不会改变，这也是市场稳健运行的基础和支撑。从经济基本面上看，“反内卷”措施的实施，已带动PPI数据降幅收窄，8月份工业企业利润同比、环比增速随之出现明显改善。随着政策的进一步深入，PPI数据有望触底回升，进而带来更多企业的业绩回升，为基本面选股提供更大空间。

清和泉资本认为，目前来看，市场有一定程度的结构性估值偏高问题，

将不断调整配置以控制组合的估值水平。仍然看好 AI 应用、上游资源和具备出海竞争优势的公司，另外对于产能接近出清的低位顺周期行业也值得重点挖掘。

望正资产表示，对于组合的构建，仍然维持此前核心（优质蓝筹）+卫星（创新成长）的布局思路：第一是坚持以企业经营质量为纲，自下而上持有一些明显低估的优质公司，主要分布在互联网、电子、汽车等行业；第二是关注高景气、持续兑现业绩的创新成长方向，产品和商业模式成熟、收入利润进入快速增长通道的行业，包括 AI 算力、AI 应用、智能驾驶等。

基金动态

【06】今年以来平均收益率达 24.54%，私募多资产策略迎业绩“强势周期”

今年以来，随着贵金属等大宗商品资产价格上涨，叠加 A 股、港股市场的出色表现，国内证券私募行业的一大特色策略——多资产策略（宏观策略）迎来了业绩“强势周期”。

第三方机构朝阳永续最新监测数据显示，截至 10 月 16 日，今年以来私募多资产策略（宏观策略）的平均收益率为 24.54%，已达到该策略 2024 年全年平均收益率（8.21%）的约 3 倍。同时，从募资端来看，这类能够横跨权益、商品、债券等市场的策略正吸引越来越多投资者的目光，产品备案数量稳步增长，资金涌入迹象明显。

来自排排网、好买基金、格上基金等多家渠道机构的最新反馈信息显示，近期，多资产策略已成为仅次于股票策略的第二大备案策略类型，客户认购热度持续上升，反映出市场对该策略配置需求的显著升温。

宽投资产创始人钱成向中国证券报·中证金牛座记者表示，根据监测，今年前三季度，私募多资产策略产品备案数量达到 1278 只，占比 14.30%，同比大幅增长 84.68%。仅 9 月单月，多资产策略产品备案就有 155 只，占当月备案产品总数的比例进一步上升至 15.08%。

钱成表示，自去年策略迭代后，该机构旗下的多资产策略产品持续吸引机构和个人投资者的新资金进入。“近期，我们的多资产策略还引起了境

外家族办公室的关注，这也从侧面反映出基于中国境内资产的多策略产品存在着广阔的蓝海需求。”钱成说。

排排网集团旗下融智投资 FOF 基金经理李春瑜从配置角度分析认为，随着市场环境变化，传统单一资产投资面临挑战，投资者对多资产策略的需求确实在增加。

格上基金研究员毕梦姆表示，在低利率和高波动的市场环境下，多资产策略能够通过分散配置有效降低组合波动，满足投资者对收益稳定和风险分散的双重需求，这是其近期走俏的根本原因。

关于未来前景，各方观点普遍乐观。洛书投资宏观负责人罗迪表示，相比欧美市场，国内宏观多资产策略的发展仍处在非常早期阶段。在国内低利率环境下，预计投资者日益增长的绝对收益配置需求将推动多资产策略迎来蓬勃发展空间。

基金动态

【07】510亿元！央企战略性新兴产业基金启航

10月29日，中国国新联合北京市西城区在京举行中央企业战略性新兴产业发展专项基金（以下简称“央企战新基金”）发布仪式。按照国务院国资委部署，央企战新基金将以赋能新质生产力为主线、以服务央企战新产业发展为本位，推动资本链更好服务产业链、创新链，助力国有经济布局优化和结构调整。

基金由中国国新受托募集和管理。相关信息显示，央企战新基金首期募集510亿元，其他出资合作单位包括中国移动、中国石化、中国海油、中国石油等14家中央企业和北京市西城区等。央企战略性新兴产业发展基金有限责任公司已于10月27日登记成立。

国务院国资委党委委员、副主任李镇在致辞中表示，加快发展战新产业是党中央赋予中央企业的使命重托，设立央企战新基金是支持中央企业战新产业发展的关键一招。

“基金应坚持新定位、新打法、新队伍、新机制，以赋能新质生产力为主线、以服务央企战新产业发展为本位，推动资本链更好服务产业链、创新链，助力国有经济布局优化和结构调整。”李镇强调，设立和管理好央企战新基金意义重大，希望中国国新不辱使命、不负期待，全力以赴把基金运作好，为战新产业发展作出新的更大贡献，为国资产业基金树立标杆。

北京市政府党组成员、副市长孙硕在致辞时谈到，展望“十五五”，北京

市将深入贯彻党的二十届四中全会精神，强化创新赋能、健全支持体系、共建开放生态、深化企地协同，为央企战新基金在京发展做好服务保障。

中国石化总经理、党组副书记赵东作为中央企业出资代表致辞时表示，此次与中国国新等共同发起设立央企战新基金，是打造长期资本、耐心资本、战略资本的有益探索，期待构建“科技创新+资本运作+产业赋能”深度融合的战略创新生态体系，形成“投一个、带一链、兴一片”的乘数效应。

中国国新党委书记、董事长徐思伟表示，将按照“新定位、新机制、新模式、新队伍”工作方向，坚持高效规范运作。

记者了解到，该基金作为国务院国资委推动中央企业战略性新兴产业加快发展的专项基金，将重点支持人工智能、高端装备、量子科技等战略性新兴产业以及未来能源、未来信息、未来制造等未来产业重点领域。

基金动态

【08】关于四中全会！基金公司最新解读

党的二十届四中全会公报（下文称“《公报》”）的发布，让资本市场和公募行业备受鼓舞，其所传递的信号也成为基金投资的核心依据。

多个基金公司从经济增长、产业核心、投资路径等角度，深度剖析与梳理四中全会的核心内涵，挖掘资本市场高质量发展中的关键抓手与驱动引擎，紧密抓住科技创新、绿色转型、扩大内需、健康养老等投资布局关键词。

基金看好经济增长态势

在经济增长上，基金公司普遍认为“稳”是未来经济增长的内涵。

长城基金认为，在五年规划中重提“以经济建设为中心”，预示着“十五五”期间可能设定更具象的预期性经济增速目标，与当前潜在增长水平相匹配。与五年前不同，本次会议专门对经济形势作出研判，并强调“坚决实现全年经济社会发展目标”。考虑到提振消费、地方化债等任务已在《公报》中明确，且实现全年“5%左右”增长目标压力不大，预计四季度政策或以渐进式宽松和落实为主。

永盈基金分析，本次会议明确坚持以经济建设为中心，延续强调“到2035年人均GDP达到中等发达国家水平”，暂未提出具体的GDP量化目标，可能会在后续规划全文中明确。预计“十五五”期间年均GDP增速需要达到、也有望达到4.8%左右，其中，2026年—2027年GDP目标可能定5%

左右，2028年—2030年可能定4.5%—5%左右，我国经济实力有望持续增强。

诺安基金表示，会议对科技、内需、对外开放、民生和共同富裕、绿色发展等领域做出重要部署，全会提出，到2035年实现我国人均国内生产总值达到中等发达国家水平，重申了“十四五”规划提出的目标。要实现这一目标，预计未来十年的年均GDP增速需维持在4.5%以上。

平安基金解读认为，2035年GDP或人均GDP比2020年翻一番，这个并没有作为定量目标，但可以作为参考。参考“翻一番”来看，需要2025—2035年实际GDP年均增速不低于4.4%，“十五五”不低于4.7%。按照今年前三季度已实现5.2%的GDP增速来看，预计总体目标实现难度不大。

两大产业抓手鼓舞公募

不少基金公司认为，科技创新与扩大内需的相辅相成，将成为未来高质量发展的关键，是创造人民美好生活的核心产业抓手。

博时基金首席权益策略分析师陈显顺认为，政策持续推动科技自立自强与新质生产力。全会将“加快高水平科技自立自强”与“引领发展新质生产力”紧密联系。部署的核心举措包括“加强原始创新和关键核心技术攻关”以及“推动科技创新和产业创新深度融合”，旨在抢占科技制高点，让创新真正成为驱动发展的引擎。

财通基金对《公报》通篇的感受是：聚焦安全，保障安全。具体而言，挖掘国内需求的消费潜力，科技进步并领先是保障安全的切实手段，深化收入分配改革，强化民生保障来稳定消费预期。宏观层面要提高配置的有

效性，科技进步要引领国家安全和创造新的需求，提振消费要激发国内消费的潜力，形成良性闭环。

诺安基金关注到会议还提出前瞻布局未来产业，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点，这些产业蓄势发力，未来10年将再造一个中国高技术产业，凸显了实现高水平科技自立自强的重要性。

永盈基金认为，会议指明科技进步、发展先进制造业仍是首要任务，预计未来5年，我国将持续加强科技投入，抓住新一轮科技革命和产业变革的历史机遇，为高质量发展提供科技支撑。内需方面，需求端更前置、改善民生更积极，更好满足人民美好生活需要。叠加《公报》提到“加大保障和改善民生力度”，较“十四五”规划的“改善人民生活品质”更为积极，指向后续财政支出可能进一步向民生领域倾斜，加大对服务消费支持等，有助于更好满足人民美好生活需要，同时也打开经济增长新空间。

基金挖掘选股关键词

党的二十届四中全会公报还为公募基金提供丰富的投资关键词，多家基金公司判断“新需求、新供给”的逻辑，将在新科技、新消费、新模式等领域显露布局机会。

平安基金认为，《公报》提及的12项重大任务中，直接涉及经济推动的有8项，其中建设现代产业体系提升至第一位顺位，同时新质生产力紧随其后，扩大内需、扩大对外开放等仍放在较前位置。这表明未来的选股布局，科技创新仍是核心，“卡脖子”技术攻关或催生高端制造、半导体等板

块机会；此外，绿色转型加码，新能源、储能产业链也有望持续受益；考虑到民生保障提上日程，医疗、养老等“银发经济”值得关注。

“本次《公报》也新增了航天强国的提法，也将是后续市场重要的交易线索。”博时基金陈显顺认为，《公报》新增“国防实力”和“国际影响力”两项需在 2035 年大幅跃升的目标，而“十四五”的时候只有经济实力、科技实力、综合国力这三项，这隐现出国防军工相关的投资线索。本次《公报》将对外开放的顺序有明显往前移，未来需持续关注出海领域的投资逻辑，以及“一带一路”、海南自贸港等投资机会。

服务型消费或将成为资本市场的新亮点。长城基金判断，会议提出“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求”，将政策重点放在优化消费环境与拓展消费场景上，意图在国货“潮品”、文体旅游、银发经济等领域培育一批有活力的新消费增长点，这也预示此类投资机会将逐步显现。

创金合信基金首席经济学家魏凤春分析，根据全会内容，新能源、新材料、航空航天等战略性新兴产业，以及量子科技、生物制造、氢能和核聚变能等未来产业将迎来重大机遇。同时，传统产业的智能化、绿色化改造相关行业，如智能制造装备、节能环保设备等也将快速发展。此外，服务业中的现代物流、科技服务、数字创意等领域，以及与扩大内需相关的消费升级产业，如高端消费品、健康养老服务等，也有望在“十五五”时期获得良好发展。

基金动态

【09】越秀产业基金：以“耐心资本”深耕硬科技赛道

日前，广州必贝特医药股份有限公司（简称必贝特）、西安奕斯伟材料科技股份有限公司（简称西安奕材）两家硬科技企业成功登陆科创板。他们的身后有着同一家投资机构——越秀产业基金。

作为粤港澳大湾区领先的产业资本运营商，越秀产业基金坚持聚焦科技投资，围绕“国防安全、产业安全、生物安全”三个方向进行布局，与广州的产业发展战略形成有效协同。

“越秀产业基金坚持‘投早、投小、投硬科技’的策略，在企业发展早期给予资金支持，并在后续发展中提供产业资源对接等全方位赋能。从2020年投资必贝特，到2021年投资西安奕材，我们坚持‘耐心资本’和‘长期主义’的理念，帮助企业跨越从技术到市场的‘死亡之谷’。”越秀产业基金相关负责人说。

越秀产业基金的投资逻辑与广州区域发展战略同频共振，已累计引导超过20家外地优质企业总部或子公司落户到广州，其中15家为总部落户广州，6家为子公司（或华南总部）落户广州，覆盖生物医药科技、半导体与信息技术、国防科技与新材料等赛道，有效弥补了产业链关键环节。

越秀产业基金相关负责人说，公司始终将支持“硬科技”作为核心战略，累计投资近200家科技创新企业，重点布局集成电路、生物医药、人工智能等领域，全力助力“卡脖子”技术攻关；依托“资本+产业”双轮驱

动模式，不仅为企业提供资金支持，更联动产业链资源，推动科技企业与上下游伙伴协同创新，打造共生共荣的产业生态圈；主动响应科创板改革导向，发挥国有资本的引领作用，引导更多社会资本投向新质生产力领域，为国家创新驱动发展战略的实施贡献力量。

基金动态

【10】对冲基金押注日元年底将跌至 160 关口

对冲基金正押注日元兑美元将在年底前跌至 160，这一预期主要源于美联储和日本央行在利率政策上的路径分歧。

周四，押注美元兑日元走强的看涨期权交易激增。美国存款信托与清算公司数据显示，名义价值超过 1.5 亿美元的看涨期权交易量达到看跌期权的六倍。

野村国际驻伦敦资深外汇期权交易员 Sagar Sambrani 指出，美联储和日本央行的政策差异促使宏观对冲基金押注美元兑日元将呈现“阶梯式攀升”，一个月内将触及 157，年底达到 158-160。看好美元兑日元可能触及 160 关口的不仅是期权交易员。

资管公司东方汇理表示，若该货币对汇率突破 155，波动区间可能上探至 160。

法兴银行全球外汇期权交易联合主管 Thomas Bureau 同样注意到，含敲出条款的廉价美元兑日元期权合约需求正在上升。期限约一个月的敲出期权仍是战术性短期对冲的首选工具。

政策、法规、通知

【01】合格境外投资者制度优化工作方案

发布机构：中国证监会

发布时间：2025年10月27日

党的二十届三中全会明确提出，优化合格境外投资者制度，稳步扩大制度型开放，打造透明稳定可预期的制度环境。合格境外投资者制度作为我国资本市场最早施行的开放制度之一，自2002年推出以来总体保持运行平稳，是境外投资者投资中国的综合性资产配置渠道，在扩大资本市场对外开放方面发挥了积极作用。为进一步提高合格境外投资者制度吸引力，吸引中长期外资入市，稳步扩大资本市场制度型高水平开放，制定本方案。

一、总体要求

以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实二十届三中、四中全会，中央金融工作会议精神，坚持统筹金融开放和安全，坚持市场化、法治化、国际化方向，以优化准入管理、便利投资运作为着力点，力争用两年左右的时间，推动落实优化合格境外投资者制度机制的改革举措，增强制度对境外中长期资金的吸引力，形成在岸与离岸渠道协调互补、配置型与交易型资金平衡发展、境内外证券基金期货机构良性互动的开放新格局。

二、优化准入管理

(一) 优化投资前准入流程。落实“高效办成一件事”，通过优化简化材料、并联整合流程，推动实现资格审批、许可证颁发、外汇登记、基本户开立、证券期货账户开立等合格境外投资者资格审批与开户事项高效办理。

(二) 实施准入分类管理。对主权基金、国际组织、养老金慈善基金等配置型外资准入许可实行绿色通道和简易流程，便利更多境外投资者来华投资。

三、优化交易结算，便利投资运作

(三) 提升资金汇划与核验效率。在现有法律法规框架下，指导托管人、证券公司

优化服务质量和运作效率，压缩资金汇划、入账、确认等流程的时间，进一步提升中介机构对交易日间到账资金的核验效率。

(四) 提高证券账户运作效率。更好满足资产管理机构优化交易执行、公平对待产品投资者的诉求，对外资使用“合格境外投资者-客户资金”证券账户给予一次性归集过户等技术支持，同步强化对该账户的穿透报送要求。积极研究回应适度扩充证券划转情形等外资合理诉求。

(五) 提升投资运作监管要求透明度。修订《关于实施〈合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法〉有关问题的规定》，落地提高账户运作效率、优化跨境投资模式管理方式等措施，增强政策规则透明度和可预期性。

四、扩大投资范围，优化风险管理

(六) 允许使用 ETF 期权开展风险管理。积极发挥合格境外投资者渠道产品覆盖面大、有利于支持风险管理与资产配置诉求的优势，平稳推进合格境外投资者投资 ETF 期权，满足外资套期保值合理需求。

(七) 允许参与更多商品期货期权品种交易。持续、滚动放开更多商品期货期权品种，满足外资多资产策略下大类资产配置，以及商贸实业类外资对冲现货价格风险等需求。

五、明确政策预期

(八) 明确外资公募基金短线交易适用规则。给予外资公募基金与境内公募基金按产品账户维度计算短线交易持股比例的同等待遇，便利境外大型资产管理机构开展投资。

(九) 加强程序化交易监管。以内外资一致的总体原则，落实程序化交易报告和监管要求，稳定制度预期，便利投资者做好合规安排。

(十) 优化跨境投资模式的管理方式。优化合格境外投资者渠道收益互换等业务的管理方式，通过规则明确并完善对有关业务的准入管理、日常监管和违规处罚安排。

六、丰富服务支持

(十一) 允许境内专业持牌机构为外资提供投资顾问服务。加快出台证券投资基金投资咨询业务规则，支持境内专业持牌机构为合格境外投资者提供证券投资咨询服务。研究支持境内机构为外资提供管理型投资顾问服务的可行路径。

政策、法规、通知

【02】公开募集证券投资基金业绩比较基准指引（征求意见稿）

发布机构：中国证监会

发布时间：2025年10月31日

第一章 总则

第一条【立法目的】为规范公开募集证券投资基金（以下简称基金）业绩比较基准的选取和使用，完善基金管理人的内部控制，保护投资者的合法权益，根据《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》及其他有关法律法规，制定本指引。

第二条【概念界定】本指引所称业绩比较基准，是指基金管理人在基金合同、招募说明书等基金法律文件中约定的，用于表征产品风格、衡量产品业绩、约束投资行为的参考标准。基金法律文件应当约定业绩比较基准，中国证监会认可的特殊基金品种除外。

基金管理人、基金托管人、基金销售机构、基金评价机构选取和使用业绩比较基准相关活动适用本指引。

第三条【基本原则】业绩比较基准的选取和使用应当遵循基金份额持有人利益优先原则，并符合以下要求：

（一）代表性。业绩比较基准应当体现基金产品主要的投资目标、投资范围、投资策略、投资比例和投资风格。

（二）客观性。业绩比较基准的计算方法、数据来源等信息应当清晰、透明、可持续、可量化，标的资产可公允定价。

（三）约束性。基金管理人负责选取业绩比较基准并采取措施管理实际投资与业绩比较基准的偏离。

（四）持续性。业绩比较基准一经选定，不得随意变更。第四条【监管职责】中国证监会及其派出机构依据法律、行政法规和中国证监会的规定对业绩比较基准实施监督管理。

中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）依据法律和自律规则，对业绩比

较基准进行自律管理，建立并维护基金行业业绩比较基准要素库。

第二章 业绩比较基准的规范

第五条【基准构成】基金管理人可以选择单一要素基准或者组合要素基准作为业绩比较基准，组合要素基准应当简明、清晰。业绩比较基准的要素可以包括股票类、债券类、基金类、商品类、多资产等各类指数、合约价格、利率及中国证监会认可的其他形式。

基金管理人可以从基金行业业绩比较基准要素库中选取基准要素。业绩比较基准的要素与权重应当符合基金合同关于投资目标、投资范围、投资策略、投资比例限制等的约定，与主要的资产类别、国别或地区、市场板块、货币类型等相匹配，能够表征基金的投资风格。

第六条【指数选取】基金管理人选择指数作为业绩比较基准要素的，应当符合以下条件：

- (一) 指数代表性强，编制方案合理，成份券具备较好流动性；
- (二) 指数的编制方案、运作规则、指数行情和有关数据等能够持续、及时、准确地对外发布；
- (三) 指数编制机构的指数研发能力和运维能力较强，有完备的人员团队、组织架构和内外部监督机制，并符合基金业协会有关规定。

第七条【法律文件】基金合同、招募说明书等法律文件应当对下列事项进行充分说明：

- (一) 业绩比较基准的设定及原因，包括与基金产品投资目标、投资范围、投资策略、投资比例限制的匹配情况；
- (二) 业绩比较基准要素所涉及的发布机构和代码；
- (三) 相关要素的制定规则、计算方式、查询途径等；
- (四) 管理投资偏离业绩比较基准的定性或定量方法；
- (五) 未来可能变更业绩比较基准的情形和程序；
- (六) 中国证监会规定的其他相关事项。

第八条【基准变更】业绩比较基准变更符合下列条件之一且对基金份额持有人利益

无实质性不利影响的，基金管理人应当与基金托管人协商，在变更基准前三十日公告并充分说明变更原因、差异及影响：

（一）原有业绩比较基准的要素无法持续运作、编制方案发生重大修订等客观因素导致业绩比较基准不再适用基金投资目标、投资策略、投资范围或者投资风格的；

（二）调整业绩比较基准的要素比例、更换能更好代表市场特征的要素等使新业绩比较基准表征作用更强，且符合基金投资目标、投资策略、投资范围、投资比例和投资风格的；

（三）相关法律法规发生变动的。

业绩比较基准变更涉及以下情形的，基金管理人应当按照规定履行变更注册、召开基金份额持有人大会等程序，法律法规、中国证监会另有规定的除外：

（一）修改基金投资目标、投资范围、投资策略等需要相应调整业绩比较基准的；

（二）修改业绩比较基准将导致基金投资风格发生重大变更的；

（三）其他对基金份额持有人利益产生重大实质性影响的情形。

基金管理人、基金销售机构、为投资者交易上市基金份额提供经纪服务的证券公司应当按照中国证监会规定，将相关业绩比较基准变更信息及时告知投资者。

第九条【定期报告】基金定期报告应当披露基金实际投资与同期业绩比较基准的收益率、波动率、资产配置比例、持仓股票行业分布（如有）等方面的对比情况，并通过定性和定量方法对基金业绩表现与业绩比较基准的差异进行解释说明。

业绩比较基准变更一年内，基金定期报告应当对业绩比较基准的变更事项进行持续说明，并将基金业绩表现同时与变更后的业绩比较基准和变更前的业绩比较基准进行比较，中国证监会另有规定的除外。

第三章 基金管理人的内部控制

第十条【总体要求】基金管理人应当建立健全覆盖业绩比较基准选取、披露、监测、评估、纠偏及问责的内部控制体系，包括可操作的管理制度、健全的组织架构、可靠的信息技术系统、量化的指标体系、专业的人才队伍、有效的纠正机制。

基金管理人管理层对业绩比较基准的代表性、约束性和持续性承担主要责任，合规负责人应当按照中国证监会有关规定监督检查合法合规情况。

第十一条【产品开发】基金管理人应当按照差异化、合理化布局原则开发新产品，明晰产品定位和投资风格，根据基金投资目标、投资范围、投资比例、投资策略等要素，充分评估和比较备选基准要素的代表性和客观性，审慎选取匹配的业绩比较基准。业绩比较基准应当由公司管理层决策确定。

基金管理人应当基于产品定位、投资风格和业绩比较基准，任命具备相关投资研究经验的基金经理。

第十二条【持续跟踪】基金管理人应当加强对业绩比较基准的持续跟踪，重点关注业绩比较基准的代表性和客观性，并符合基金合同约定和法律法规、中国证监会的规定。基金管理人发现业绩比较基准已不能有效适用基金产品的，应及时启动评估变更基准的程序。

基金管理人不得仅因基金经理变更、市场短期变动、业绩考核或者排名等原因而变更业绩比较基准。

第十三条【投资纠偏】基金管理人应当加强基金投资风格的稳定性管理，指定独立于投资管理部门的部门监测基金实际投资与业绩比较基准的偏离情况，防范基金风格漂移。基金管理人应当根据产品类型、投资目标、投资策略等因素，针对不同基金产品审慎设置差异化的投资偏离业绩比较基准的监测指标和相关阈值。触发指标预警的，基金经理原则上应当在公司制度规定时间内调整完毕，或者提请投资决策委员会审议。投资决策委员会应当从保护基金份额持有人利益角度出发，对是否突破指标阈值做出决策，并对决策执行情况加强跟踪评估。投资决策委员会应当至少每季度对基金投资偏离情况进行分析，并妥善保存分析报告备查。

第十四条【绩效考核】基金管理人应当按照规定建立以基金投资收益为核心的考核体系，充分体现基金产品业绩和投资者盈亏情况，建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。

基金管理人衡量主动管理权益类基金产品业绩时，应当加强与业绩比较基准对比，做好业绩归因分析，科学评估超额收益质量和偏离基准情况，合理剔除指数编制、风险应对等客观因素带来的正负超额收益情况。主动管理权益类基金长期投资业绩明显低于业绩比较基准的，相关基金经理的绩效薪酬应当明显下降。

第四章 业绩比较基准的外部约束

第十五条【托管人监督】基金托管人应当加强基金合同审核，对业绩比较基准的选取、变更等进行评估，确保基金管理人选择的业绩比较基准符合基金合同约定和法律法规、中国证监会的规定。

基金托管人应当对基金投资风格库进行审慎复核，督促基金管理人夯实研究支持，确保风格库内的投资标的符合基金合同约定，并与基金投资风格相匹配。

基金托管人应当建立权益类基金投资风格稳定性的监督机制，对主题型产品投资风格偏离主题、非主题型产品行业集中度过高等风险加强提醒，并对定期报告有关业绩比较基准的披露内容进行复核。

基金管理人、基金托管人应当通过托管协议等方式，明确约定基金管理人和基金托管人相关权利义务。

第十六条【销售展示】基金管理人、基金销售机构等通过图形、表格、数字或文字等方式展示基金过往业绩的，应当同时在同一位置展示业绩比较基准的表现，债券基金、货币市场基金等除外。主动管理型基金原则上不得展示其他非基金合同约定的基准，投资者主动选择的除外。

基金管理人、基金销售机构应做好有关业绩比较基准的投资者教育工作，不得存在误导投资者、引导预期收益等对投资者不利的行为。

第十七条【评价排名】基金评价机构应当遵循长期性、公正性、全面性、客观性等原则，将业绩比较基准作为评价基金投资管理情况的重要依据，完善基金评价标准、方法、内控制度和业务流程，科学衡量基金投资业绩、风险控制能力和风格稳定性。

基金管理人、基金销售机构、基金评价机构原则上不得将不同类型、不同风格业绩比较基准的权益类基金直接进行投资业绩排序或排名。

第五章 监督管理

第十八条【监管检查评价】中国证监会及其派出机构可以依法通过非现场监管和现场检查等方式，对基金管理人、基金托管人、基金销售机构、基金评价机构选取和使用业绩比较基准相关活动实行监督管理。相关机构和人员应当主动配合，在要求时限内如实提供有关信息和资料。

中国证监会将业绩比较基准相关考核指标纳入基金管理人分类评价监管。

第十九条【罚则引用】基金管理人、基金托管人、基金销售机构、基金评价机构，及其董事、监事、高级管理人员、主管人员和直接责任人员违反本指引规定，依法应采取行政监管措施的，中国证监会及其派出机构可以按照《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《证券投资基金托管业务管理办法》《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》《证券投资基金评价业务管理暂行办法》等对其采取监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令定期报告、责令改正、依法暂停部分或者全部业务等措施。

基金管理人、基金托管人违反本指引，依法应予行政处罚的，依照有关规定进行行政处罚。

第六章 附则

第二十条【存量产品安排】已成立或已获注册但尚未完成募集的基金业绩比较基准设置不符合本指引和基金业协会自律管理规定的，基金管理人应当自本指引施行之日起一年内按照第八条第一款规定的程序予以调整；对调整业绩比较基准同时修改基金合同约定的投资目标、投资范围、投资策略等内容或者对基金份额持有人利益产生重大实质性影响的，基金管理人还应当按照规定履行变更注册、召开基金份额持有人大会等程序。

第二十一条【施行时间】本指引自20XX年X月X日起施行。

本指引第十五条规定的基金托管人建立权益类基金投资风格稳定性监督机制、第十六条规定的基金管理人和基金销售机构展示业绩比较基准等要求，自本指引施行之日起六个月后开始执行。

政策、法规、通知

【03】关于加强资本市场中小投资者保护的若干意见

发布机构：中国证监会

发布时间：2025年10月27日

为深入贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中、四中全会精神以及中央政治局会议要求，健全投资者保护机制，在推进强监管、防风险、促高质量发展中全面推进资本市场投资者保护工作，切实保护投资者特别是中小投资者合法权益，现就加强资本市场中小投资者保护提出以下意见。

一、强化发行上市过程中的中小投资者保护

(一) 优化新股发行定价机制。推动形成鼓励长期持有的新股发行网下配售机制，研究试点对锁定比例更高、锁定期更长的网下投资者提高配售比例。强化网下投资者分类评价管理，从严限制故意抬高、压低报价的询价机构参与首次公开发行证券网下询价配售，推动网下投资者合理报价。加大对投资价值研究报告事后回溯自律监管力度，对承销机构报备的发行方案从严监管。督促承销机构出具投资价值研究报告时审慎作出盈利预测，充分进行风险提示，审慎确定估值结论。禁止承销机构按照发行规模递增收取费用的比例，禁止保荐机构、会计师事务所以股票公开发行上市结果或者审计结果作为收费条件。

(二) 进一步提升招股说明书信息披露质量。严格落实信息披露简明清晰、通俗易懂要求，健全招股说明书信息披露指引体系，指导发行人及中介机构形成招股说明书示范文本，精简优化招股说明书内容，提升招股说明书的可读性。健全保荐机构市场声誉约束机制，将招股说明书信息披露质量作为执业质量评价的重要指标之一。加大对公司首次公开发行股票项目涉及的保荐机构、律师事务所、会计师事务所的检查督导力度，实现现场监管全覆盖。

(三) 压实上市公司及相关方的信息披露责任。严格要求上市公司依法充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，以及对经营活动和未来发展产生重大影响

的风险因素，增强信息披露的针对性和有效性。严格要求股东、实际控制人、资产交易对方及其他相关方依法及时向上市公司提供相关信息和材料，配合上市公司履行信息披露义务，并保证所提供的信息和材料真实、准确、完整。

(四) 推动上市公司增强投资者回报。大力倡导上市公司采用“注销式回购”等方式回报投资者。多措并举引导上市公司在确保可持续发展的前提下实施一年多次分红，增强分红的稳定性、持续性和可预期性。

二、营造有利于中小投资者公平交易的制度环境

(五) 全面优化融资融券监管制度。进一步加强融资融券业务监管，完善融资融券规则，提高融资融券业务透明度和公平性，切实加大投资者保护力度。

(六) 进一步加强程序化交易监管。加大对程序化交易报告的信息核查力度，完善异常交易监控标准，针对性强化交易监测监控，维护市场交易的公平性。

(七) 加强证券期货经纪业务监管。严格落实证券交易、期货交易必须统一通过证券公司、期货公司业务系统的法律要求，严禁客户利用证券公司、期货公司的交易系统从事非法行为。督促证券公司切实发挥监督职能，加强对交易单元的统一管理，严禁为个别投资者提供特殊便利。

三、压实经营机构中小投资者保护责任

(八) 引导经营机构提供更多适合中小投资者的产品和服务。引导经营机构加强投研核心能力和产品研发能力建设，提供更多与中小投资者风险承受能力相适配，有利于增强市场活力、服务实体经济的产品与服务。

(九) 督促经营机构落实投资者教育服务与适当性管理责任。督促经营机构做实做细投资者教育工作，将投资者教育嵌入业务流程，增强投资者教育的针对性、有效性。经营机构向投资者销售金融产品、提供服务前，应当向投资者深入讲解业务规则，阐明重要合同条款，充分提示相关风险。压实代销机构投资者适当性管理责任，督促代销机构在销售金融产品时充分履行风险说明告知义务，方便投资者更加充分了解产品风险，审慎作出投资决策。

(十) 压实经营机构处理投资者诉求的主体责任。督促经营机构建立健全投诉和纠纷处理工作机制，与强化经营机构内部控制与合规管理体系有机衔接，定期排查分析投诉和纠纷背后的风险隐患，及时解决突出问题，提高经营管理与服务水平，从源头化解

矛盾。经营机构接到投资者投诉后，应当及时作出答复处理，推动纠纷得到妥善解决。组织开展以化解矛盾纠纷实效为重点的经营机构投资者权益保护评价，加强对经营机构处理投资者诉求情况的监督检查，对侵害投资者合法权益的经营机构，依法严肃处理。

(十一) 依法支持加强对中小投资者的公平保护。经营机构与中小投资者对经营机构提供的格式条款理解发生争议的，支持人民法院、仲裁机构依法作出有利于中小投资者的解释。经营机构因提供产品或者服务给投资者造成损失，无法证明已依法履行投资者适当性义务的，支持人民法院依法判令其对中小投资者的损失承担赔偿责任。

四、严厉打击侵害中小投资者利益的违法行为

(十二) 加大对欺诈发行、财务信息披露造假等严重损害投资者权益的违法行为的打击力度。依法严厉追究发行人及其控股股东、实际控制人，有关中介机构以及教唆、帮助实施财务信息披露造假的第三方的法律责任，对实际执行公司事务或者利用其控制地位组织指使实施违法违规行为的控股股东、实际控制人等实施精准追责，提高造假者的违法成本。

(十三) 严厉整治各类不利于投资者保护的市场乱象。依法从严打击内幕交易、操纵市场、违规减持上市公司股份、短线交易、非法证券期货投资咨询、通过自媒体平台等渠道编造传播虚假信息或者误导性信息等扰乱证券期货市场秩序的违法行为。加强与公安司法机关的执法协作，合力打击侵占、挪用私募基金财产，以及上市公司控股股东、实际控制人等违规占用上市公司资金、上市公司违规对外担保等违法犯罪行为，提高打击的及时性和精准性。

五、深入推进证券期货纠纷多元化解机制建设

(十四) 进一步发挥调解的基础性作用。加强调解员队伍建设，提升调解工作专业化水平，增强证券期货纠纷调解质效。推动证券监管部门与人民法院证券期货纠纷“总对总”诉调对接机制全面落地实施，推动人民法院加大立案后委托调解力度。推动完善“示范判决+批量调解”工作机制，推动人民法院选取有代表性的案件先行审理、先行判决，对于与示范案件具有共通事实及法律适用标准的其他案件，通过委托调解等方式高效便捷化解群体性纠纷，降低投资者维权成本。

(十五) 充分发挥民事诉讼的功能作用。鼓励当事人通过普通代表人诉讼等制度解决证券期货矛盾纠纷。支持、配合人民法院加大证券纠纷特别代表人诉讼制度适用力度，

推动构建特别代表人诉讼常态化工作机制,更好发挥特别代表人诉讼集约式化解纠纷的制度功能。发挥证券期货律师的专业优势,做好普法宣传、法律咨询、纠纷化解等法律服务工作,助力维护中小投资者的合法权益。

(十六)更好发挥先行赔付、行政执法当事人承诺制度作用。督促发行人在招股说明书中披露中小投资者保护措施。鼓励发行人的控股股东、实际控制人及相关证券公司依法自愿作出先行赔付投资者的承诺,推动自愿、及时、有效赔偿投资者。完善行政执法当事人承诺制度,进一步发挥当事人承诺制度在维护投资者合法权益等方面的功能作用。

六、更好发挥投资者保护机构职能作用

(十七)有效发挥投资者保护机构的诉讼功能。支持投资者保护机构针对上市公司控股股东、实际控制人等相关方占用上市公司资金、损害上市公司利益的行为依法提起股东代位诉讼,追究相关责任主体的民事赔偿责任。支持投资者保护机构在上市公司破产清算、破产重整等程序中,接受中小投资者委托申报民事赔偿债权、参与表决。推动拓展证券投资者保护基金功能,进一步发挥保护中小投资者合法权益功能作用。

(十八)强化投资者保护机构的示范引领作用。发挥投资者保护机构的专业优势,丰富代表人诉讼、支持诉讼、代位诉讼等证券法规定的纠纷解决制度实践,强化典型案例的示范作用,引导中小投资者充分知权、依法行权、理性维权。投资者保护机构向上市公司发出质询函或者提起相关民事赔偿诉讼时,依法以适当形式对外公告行使股东权利以及提起民事诉讼的有关信息,为中小投资者行使股东权利、维护自身合法权益提供便利。

七、健全终止上市过程中的中小投资者保护制度机制

(十九)加强对存在退市风险上市公司的持续监管。督促存在退市风险的上市公司充分揭示退市风险,保障投资者知情权。强化对存在退市风险的上市公司股票异常交易监控,从严认定异常交易行为,对相关异常交易及时实施盘中暂停账户交易等措施,防止非理性炒作。

(二十)强化重大违法强制退市中的投资者保护。引导存在重大违法强制退市风险的上市公司控股股东、实际控制人等,主动采取先行赔付或者其他保护投资者合法权益的措施,弥补投资者因上市公司及相关主体违法行为遭受的损失。加强相关民事、行政与刑事案件办理工作的衔接配合,合力维护投资者合法权益。

(二十一) 强化上市公司主动退市中的投资者保护。上市公司股东会决议主动申请撤回其股票在证券交易所上市交易,或者上市公司股东向所有其他股东发出收购要约导致公司不再具备上市条件的,应当提供现金选择权等保护措施。发行境内上市外资股的公司拟通过全面要约收购或者股东会决议主动终止证券上市交易的,支持收购人或者有关现金选择权提供方开立境内上市外资股临时账户。

八、强化中小投资者保护的法治保障

(二十二) 健全中小投资者参与资本市场立法的制度机制。严格落实证券期货规章规范性文件中小投资者权益保护审查机制。建立资本市场立法联系点,进一步拓宽中小投资者参与资本市场立法的渠道,充分听取投资者特别是中小投资者的利益诉求和意见建议。

(二十三) 夯实中小投资者保护的法治基础。支持、配合制定金融法,推动修订证券投资基金法、证券公司监督管理条例,推动出台上市公司监督管理条例,完善有关投资者保护的制度规定。推动出台操纵市场、内幕交易民事赔偿司法解释,推动制定、修改内幕交易、背信损害上市公司利益犯罪刑事司法解释和私募基金犯罪司法政策文件,为保护中小投资者合法权益提供更加有力的法治保障。

观点和争鸣

【01】私募基金备案指引三号迎来修订

作者：童喆凡

来源：威科先行

发布时间：2025年10月29日

引言

根据2025年10月24日，中基协发布更新后的《私募投资基金备案指引第3号——私募投资基金变更管理人（2025年修订）》，其中对于特殊类的管理人变更（即原管理人不配合，新管理人单方发起变更）删除了托管人对新管理人具备持续经营能力发表意见，引入公证或者法律意见程序，增强投资者通过基金份额持有人大会变更管理人决议的合规性和实操性。具体变更情况如下：

01 尊重合同约定，增加“生前遗嘱”条款

今修订稿规定，对于基金合同有约定的，按照合同约定的表决机制和表决比例变更管理人。优化了表决程序和形式，除召集投资者现场表决外，也可以采取书面表决、通讯表决等方式。另外，对于增量基金，要求新设私募基金应在合同约定“生前遗嘱”条款，即在管理人无法履行或者怠于履行管理人职责时，应约定决议变更管理人、修改或者提前终止基金合同、基金清算的具体方式等事项。

2025修订版：第四条 私募基金管理人应当在订立的基金合同中明确约定私募基金管理人无法履行或者怠于履行管理人职责时，通过召开基金份额持有人大会、合伙人会议或者股东会（以下统称投资者会议）等方式决议变更管理人、修改或者提前终止基金合同、基金清算等事项。基金合同应当订明投资者会议的召集主体、召开方式、表决方式、表决程序、表决比例、生效程序等，表决方式包括现场表决、通讯表决等。

02 简化决议文件，优化投资者决议变更管理人程序

为便利变更程序，一是简化文件要求，删除部分实践中难以提供的材料文件，例如解除原基金合同或者委托管理协议的法律文件，改为经决议后投资者应当及时通知原管

理人解除管理关系。二是不再要求托管人对新管理人具备持续经营能力发表意见。三是在特殊类变更中引入公证或者法律意见程序,增强投资者通过基金份额持有人大会变更管理人决议的合规性和实操性。四是对于进入失联程序的管理人,不再中止办理其旗下基金的基金管理人变更。

删除材料:《指引三号 2023 年》

	理协议的法律文件(如有)	明原基金合同或者委托管理协议已经解除的法律文件。	2. 合伙型基金解除委托管理的协议应当有本基金、执行事务合伙人与管理人的完整签章与签署日期。 3. 公司型基金解除委托管理的协议应当有本基金与管理人的完整签章与签署日期。
5	私募基金托管人意见	私募基金由托管人进行托管的,应当上传托管人对新管理人是否符合《备案指引第3号》第五条规定发表的意见,内容包括: (1) 新管理人是否具备持续展业能力,不存在《登记备案办法》第四十二条规定的情形; (2) 新管理人是否有正在管理的私募基金,原	私募基金托管人意见应当加盖托管人签章。
		管理人、新管理人受同一实际控制人控制的除外; (3) 新管理人业务类型是否与私募基金类型一致; (4) 中国证监会、协会规定的其他情形。	

增加材料:《指引三号 2025 年修订》

	公证书或者法律意见书	存在《备案指引第3号》第七条第一款规定情形,投资者通过召开基金份额持有人大会、合伙人会议或股东会形成有效变更管理人决议的,除全体投资者一致同意变更的情形外,应当经公证机关公证或者由中国证监会备案的律师事务所出具专项法律意见书,新管理人应当按照《备案指引第3号》第七条第二款规定上传公证书或者法律意见书。	
--	------------	---	--

03 明确办理依据,畅通司法仲裁与自律衔接

一是将仲裁裁决纳入协会办理依据。二是明确协会办理变更事宜需结合法院判决或仲裁裁决与自律规则。修订稿明确协会可根据相关法律文书和协会自律规则办理或不予办理变更手续。

《指引三号 2025 年修订》 第九条 司法机关或者仲裁机构就私募基金管理人变更作出发生法律效力的判决、裁定、裁决等法律文书的,原管理人或者新管理人应当及时向协会提交相关法律文书,协会根据相关法律文书及协会自律规则规定办理或不予办理

变更手续。

04 聚焦管理人变更，删除成立清算组相关条款

由于基金清算概念的复杂性，目前在实践与司法案例中尚未形成可行路径，同时协会的公示效力易引发争议，故删除相关条款。针对成立清算组等问题，协会将推动司法机关公布典型案例明确，力求实现“示范一例，解决一片”的效果。

05 响应投资者诉求，扩大管理人变更适用范围

一是允许已经进入基金清算程序但未完成清算的私募基金变更管理人，但对于已进入企业清算的公司型、合伙型基金，根据《公司法》、《合伙企业法》规定成立清算组，并由清算组在企业清算期间履行职权。二是为满足风险化解需要，有条件放开涉及风险处置的基金变更管理人的类型限制。

有下列情形之一的，协会不予办理私募基金变更管理人手续：	
《指引三号 2023 年》	《指引三号 2025 年修订》
(五) 私募基金已经进入清算程序；	(三) 已经进入企业清算程序的私募基金；

涉及风险处置的基金：

《指引三号 2025 年修订》第十五条 私募基金管理人及其控股股东、实际控制人、普通合伙人、主要出资人因涉嫌违法违规被公安、监察、检察机关立案调查或者已被追究刑事责任，或者正在接受金融管理部门、自律组织的调查、检查，或者已受到行政处罚、行政监管措施及纪律处分的，或者存在其他重大风险情形的，协会可以采取向中国证监会及其派出机构或者其他相关单位征询意见、商请有关部门指导、组织专家会商等方式进行核查、研判，协会根据相关部门意见决定办理或者不予办理管理人变更业务。

观点和争鸣

【02】924 新政以来私募基金收购上市公司案例简要梳理及相关法律问题探析

作者：王广英

来源：威科先行

发布时间：2025年10月31日

国务院新闻办公室2024年9月24日举行新闻发布会，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会主要负责人介绍了金融支持经济高质量发展有关重磅政策（“924新政”）。其中，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”），明确“支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司”。白话理解，监管层欢迎的是不仅有资金、而且有产业能力和资源、可以帮助上市公司强筋健骨的“浓眉大眼”；想吸取上市公司甚至股市阳气的“妖精”，甚至想把健康上市公司大卸八块的“野蛮人”，应该不在受欢迎之列。

私募基金作为围绕资本市场而生的市场化投资机构，近十年A股历史上不乏收购上市公司的案例，如2015年九鼎投资收购控股上市公司中江地产并置入资产（该上市公司现已改名“九鼎投资”）、2015年中科招商举牌多家小市值公司、2016年IDG资本背景联合体收购四川双马(000935.SZ)、2018年东方富海收购控股光洋股份(002708.SZ)、2019年基石资本控股聚隆科技（现改名“香农芯创”）等。该类基金收购上市公司项目，从现在的结果看，有市场认为相对成功的、也有市场认为不那么成功的；而从监管部门态度看，私募基金收购上市公司曾一度不太受欢迎。

924新政（特别是“并购六条”）出台后，私募基金以促进产业整合为目的收购上市公司成为政策鼓励方式和方向，成为资本市场热点。这一年多来，资本市场也浮现出多起私募基金收购上市公司案例，私募基金收购上市公司的交易模式和过程，在资本市场924新政叠加私募基金监管政策的大背景下，有可探讨甚或可优化之处。本文尝试就此做些专题梳理和分析，供业内及相关实操人员研讨参考。

从严谨角度，特别需要提前说明的，本文所讨论的“私募基金”，既包括严格意义上在中国基金业协会备案的私募基金直接作为收购方，也包括备案私募基金通过所控股公司进行收购的情形，并包括更广泛意义上并被某些报道认为是“私募基金”、实际上并没有基协备案、法律形式上非持牌基金的“有限合伙”。

一、相关上市公司收购规定修订

924 新政一年多来，与私募基金并购上市公司紧密相关法案或规定包括：

(1) 2024 年 9 月，作为 924 新政标志和开启的《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”）；

(2) 2025 年 3 月，《上市公司收购管理办法（2025 修正）》；

(3) 2025 年 5 月，中国证监会正式发布《上市公司重大资产重组管理办法（2025 修正）》，并同步修订了《上市公司监管指引第 9 号》，上海、深圳、北京证券交易所亦随即更新《重组审核规则》及配套指南。

“并购六条”之意义，开篇已有提及；《上市公司收购管理办法（2025 修正）》虽然重要，但其中并没有特别提及私募基金。2025 年公布的一系列修订规定中，与本文主题最重要相关的，是《上市公司重大资产重组管理办法（2025 修正）》，其第十条和第四十七条均特别提到“基金”，“基金”一词出现达八次之多！在《上市公司重大资产重组管理办法（2025 修正）》这一重要规定修订过程中，进一步明确对“基金”的鼓励政策和操作要求，无疑是“并购六条”鼓励私募基金“以产业整合为目的”并购上市公司宗旨的具体体现。

比较受市场关注的是，《上市公司重大资产重组管理办法（2025 修正）》第四十七条，对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”，明确：私募基金投资期限满 48 个月的，第三方交易中的锁定期由 12 个月缩短为 6 个月，重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁定期由 24 个月缩短为 12 个月。这条规定对面临 LP 到期退出的私募基金，无疑有重要意义。

基金业协会对私募基金收购上市公司是何态度？这一点，早在 2018 年，基金业协会就已通过答记者问的方式，明确其对私募基金参与上市公司并购重组的允许乃至鼓励的态度，该回答目前仍特意挂在基金业协会官网上（见如下截图）。



中国证券投资基金业协会就“私募股权投资基金参与上市公司并购重组”相关问题答记者问

日期: 2018-10-22

中国证券报: 私募股权投资基金是否可以通过购买上市公司股票的方式参与上市公司并购重组?

答: 私募股权投资基金是指投资包括未上市企业和已上市企业非公开发行的普通股(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。

私募股权投资基金特别是并购基金, 是资本市场重要的直接融资工具。作为专业的市场化投资者, 私募股权投资基金有利于改善企业治理结构, 有利于提升资源整合和重组重建效率, 有利于优化产业结构和经济转型升级, 有效体现市场在资源配置中的决定性作用。

中国证券投资基金业协会重申, 私募股权投资基金可以通过开立证券账户参与非公开发行、协议转让、大宗交易等方式, 购买已上市公司股票, 参与上市公司并购重组。

二、2025 年相关案例

924 新政至今十三个月, 市场不断涌现私募基金背景收购上市公司案例。根据上市公司公告、媒体报道及其他相关公开资料, 笔者整理了九个私募基金背景上市公司收购项目信息(见下表), 可以大致看到这一年多来私募基金收购上市公司简况。

收购公告日期	上市公司	收购方 (是否备案基金)	执行事务合伙人 (是否备案管理人)	有限合伙人	收购方 实控人	入主方式	收购完成日期
2024.11.18	宝利国际	池州投科股权投资基金合伙企业(有限合伙) (备案时间2024.10.25)	深圳中科先进产业私募股权基金管理有限公司(是)、上海东岚(否)	池州市产业发展基金有限公司	池州市国资委	池州投科受让宝利国际22.57%	2025.3.20
2025.1.6	天迈科技	苏州启瀚(先投后募)及新设苏州启辰衡远股权投资合伙企业(有限合伙) (备案时间2025.4.22)	苏州工业园区启瀚创业投资企业(有限合伙)(未查到) 管理人启明维创(是)	上海启肇、元禾鼎盛、昆山创业控股集团、文艺馥欣	邱子平	启明基金拟收购天迈科技总股本26.10%	未完成
2025.2.10	博汇股份	无锡惠山原鑫曦望产业升级并购投资合伙企业(有限合伙)(未查到)	无锡原鑫曦望科技产业发展有限公司(未查到)	原力产投、惠和新创、惠淳科技、复星芯光等	无锡惠山国资办	协议转让、向特定增发、及转让方放弃表决权	完成股权转让、增发未完成
2025.6.3	菲林格尔	安吉以清科技合伙企业(有限合伙)(未查到)及其他收购方	南京中益仁投资有限公司(是)	浙江两山智控科技产业投资集团	金亚伟	安吉以清受让25%菲林格尔股份	2025.9.23
2025.6.9	安奈儿	深圳新创源投资合伙企业(有限合伙)(未查到)	北京万昌盛领企业管理有限公司(未查到)	杨文涛、张海燕、西藏万青	黄涛	股份转让、转让方放弃剩余股份表决权	2025.8.15
2025.6.9	中颖电子	上海致能工业电子有限公司(股东中有基金背景)	不适用	不适用	无实际控制人	股份转让+表决权委托	2025.7.23
2025.6.11	鸿合科技	合肥瑞丞拟设基金	合肥瑞丞私募基金管理有限公司(是)	未查到	无实际控制人	股份转让	未完成
2025.6.14	宏辉果蔬	苏州申泽瑞泰企业管理合伙企业(有限合伙)(未查到)	上海吴宁同兰实业有限责任公司(未查到)	苏州战兴投资基金(备案)、苏州瑞泰泽安、苏州瑞泰产投	叶桃、刘扬和苏州产投	股份转让+表决权放弃	2025.8.23
2025.7.18	康华生物	上海万可欣生物科技合伙企业(有限合伙)(股东基金)	上海上实生物医药管理咨询有限公司(未查到)	上海生物医药并购基金、上药	无实际控制人	股份转让+表决权委托	未完成

注: 收购完成以公告控股权变更登记及实际控制人变更完成为标志。

我们可以从如下角度进一步解读上表:

(1) 完成情况及效率

上表所列9个上市公司收购项目中, 以上市公司公告控股权变更登记及实际控制人变更完成为标志, 有5个已完成交易、3个未完成交易、1个部分完成(无锡惠山入主博汇股份, 股份转让完成、增资入股未完成)。已完成项目中, 平均用时2.8个月, 其中

最长的池州投科入主宝利国际，用时4个月加两天，而最短的上海致能工业入主中颖电子，用时则不足一个半月！而未完成项目中，最久的当属启明基金拟入主天迈科技案，从2025年初公告启动开始，至今已10个多月，且近期未见到进展公告。

（2）直接收购方是否为备案基金

上表9个收购方中，有1个是公司形式（股东有基金），有1个是拟设主体（合肥瑞丞），有7个是已设有限合伙。7个已有限合伙中，仅查到2家为备案基金（池州投科和启辰衡远），这两家基金的执行事务合伙人/管理人也是备案基金管理人；另外5家中，有1家执行事务合伙人也为备案基金管理人（南京中益仁），有2家基石LP是备案基金（苏州战兴投基金、上海生物医药并购基金），剩下2家则未查到管理人、LP或有限合伙本身的基金备案信息。

（3）实控人认定

上述9个项目中（不论是否完成交易），认定/拟认定上市公司新实际控制人中，有3个项目为无实际控制人、有2个项目为地方国资委、有3个项目为个人，另有1个项目系个人和国资作为一致行动人共同控制。特别值得关注的是，同为备案基金，有项目把执行事务合伙人背后的个人股东认定为实际控制人，有项目则把基石LP背后的国资控股机构作为实际控制人。这涉及到合伙企业法角度对GP和LP责任的认定，以及证券法角度对实际控制人的认定，先不展开，拟本文第三部分就此问题进行深入讨论。

三、相关法律问题探讨

（一）实际控制人认定

实际控制人认定，是我国上市公司治理规范中重要要素，也是上市公司收购过程中需要重点厘清的要点，不能含糊。但当公司制的上市公司治理结构，碰到多以有限合伙形式存在的私募基金股东，该等私募基金作为控股方的上市公司，在实际控制人认定上，是否会存在值得探讨的法律疑问？而这种认定，是否会与私募基金相关管理规定、甚或合伙企业法相关规定，发生冲突？！

本文所列9个项目中，我们看到有认定无实际控制人的情形，也有认定私募基金管理人之上的终极股东（自然人、机构或国资委）为实际控制人的情形，但在某国资基金入主上市公司项目中，我们看到将独家LP的终极持股方地方国资委认定为上市公司实际控制人。

从宝利国际相关披露看，此种情况下实控人认定核心理由是：该私募基金相关投资决策权力，从投决会构成角度，实际掌握在 LP 手里，据此认定 LP 的实控人可为基金乃至上市公司的实控人。这种做法并非孤例，近两年其他国资背景基金入主上市公司，也同样存在这种类似情形。

但上述处理方式，是否合理或正确？

《合伙企业法》第二条第三款明确规定：“有限合伙企业由普通合伙人和有限合伙人组成，普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任，有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。”在普通合伙人对有限合伙企业承担无限连带责任的背景下，有限合伙人对合伙企业重大事项有决定权却承担有限责任，是否合理合法？

《合伙企业法》第六十八条则规定：“有限合伙人不执行合伙事务，不得对外代表有限合伙企业。”有限合伙人不仅决定合伙企业重大事项，并且穿透实质管理甚或控制合伙企业重大投资项目（上市公司），是否合理合法？

根据中国证券投资基金业协会《私募投资基金登记备案办法》第八十条之规定，该办法项下“实际控制人”是指通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配“私募基金管理人”运营的自然人、法人或者其他组织。而基金业协会所发布的《私募基金管理人登记指引第2号——股东、合伙人、实际控制人》，从文题可以理解，基金业协会实操登记所指的实际控制人，为“私募基金管理人”的终极控制人。

这个问题更大程度上涉及法律的理解、解释和执行，更大程度上是认知问题，而不是操作问题。

更进一步，大国资以私募基金形式收购上市公司、自身仅为私募基金 LP 同时却认定为实际控制人，这种模式在法律合规之外，其必要性也是值得探讨的。

（二）“先投后募”问题

前文所提有两个项目（该两家上市公司均为深交所上市公司）都涉及“先投后募”模式（虽然“先投后募”这种表达不够准确或严谨，沿用媒体说法）。这种模式涉及 GP 先和转让方先签署框架协议，等基金募集和备案完成，再由备案基金与转让方签署补充协议，并具体推进和执行交易。

《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》中明确提到“转让双方就股份转让协议签订补充协议，补充协议内容涉及变更转受让主体、转让

价格或者转让股份数量的,以补充协议签署日的前一交易日转让股份二级市场收盘价为定价基准”。本篇“先投后募”案例中,GP先签协议、之后由成立后的并购基金签补充协议,是否视同“变更转让主体”?!这种认定,无疑对交易过程会有重要影响。

过去私募基金收购A股上市公司的情形不多、上市公司收购中“先投后募”应该更是首次出现!抛开上述“定价基准”这“点”问题,“先投后募”整个流程上会蕴含较多风险和不确定性,如:整个交易流程因基金募资和备案而加长,增加交易复杂度、叠加放大交易风险;基金募资过程影响上市公司收购进程,从二级市场投资者保护角度,是否需要类似上市公司需按时披露控股权交易进程一样、让GP按时披露募资进程?

总而言之,“先投后募”这种模式是否可行还得本文所提两个案例实践验证,后续可否复制推广更得参照后续监管方持续发布的意见(若有)为准。而从目前两单“先投后募”模式案例推进进程看,市场理解监管层对此种模式应该持相对谨慎的态度。而拟进行上市公司收购的私募基金,宜事先做好基金架构搭建和募集准备,审慎采取“先投后募”方式。

(三) 结构化与资金来源问题

私募基金实务中,不乏有私募基金将投资者分为不同的层级或类型,设置由每个层级或类型承担不同的风险和收益的结构化安排。杠杆行为一般会衍生对私募基金的结构稳定性的影响,而特别在私募基金收购上市公司时,私募基金本身的结构稳定性更将影响上市公司的股权稳定性。而特别需要警惕的是,历史上股灾部分原因和二级市场的杠杆投资有关。基于维护上市公司控制权的稳定性及维护中小股东利益角度,尽管目前规则层面对于结构化安排没有明确的限制,但从上市公司收购相关公告披露看,监管部门对于私募基金的结构化安排往往予以关注。

据有关资料,所查到私募基金收购上市公司案例看,收购上市公司控制权的私募基金就此问题,均回复不存在结构化安排。但对于是否存在杠杆资金,部分案例中则存在部分收购资金系通过银行贷款方式筹集的情形。并购贷款是金融监管层认可的并购融资模式,与私募基金本身的结构化安排看来并不同等看待。当其他收购方可以使用并购贷款的情况下,对私募基金可以一视同仁、也可以利用并购贷款;但私募基金因投资方多元、本身存在较短存续期的情况下,监管层对基金是否存在结构化安排的重点关注,可以理解。

上市公司收购过程中,有关规定需要收购方和第三方中介对收购资金来源进行详细披露与核查,如:《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号——上市公司收购报告书(2020年修订)》第三十四条要求“收购人应当披露本次为取得在上市公司中拥有权益的股份所支付的资金总额、资金来源及支付方式,并就下列事项做出说明……”;《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第二十四条则规定收购人聘请的财务顾问需要对收购人的资金来源、履约能力等方面进行核查。

中国证监会在《监管规则适用指引——发行类第4号》中明确拟上市公司控股股东、实际控制人、第一大股东不得为资产管理产品、契约型私募投资基金。由此可以推断理解,在私募投资基金参与上市公司控制权收购上,契约型私募基金通常不视为适格的直接取得控制权的主体,但契约型基金应该可以作为私募基金LP方式参与。

(四) 存续期与控制权稳定

私募基金实务中多存在存续期间较短的问题,而上市公司控股权被期待相对稳定,可以理解,监管部门在审核私募基金收购上市公司控制权时,对于私募基金的存续期问题较为关注。

针对监管部门询问的私募基金存续期问题,收购方可结合实际情况通过以下几种方式维持上市公司控制权的稳定性:

(i) 基金本身存续期为长期(特别若为国资背景的耐心资本);

(ii) 《合伙协议》约定在存续期届满时合伙人可以自行决定延长(特别在GP或实控人有权决定基金存续期延长的情况下);

(iii) 短期内不存在迫切的退出需求且《合伙协议》约定将来如果通过转让退出,将转让给同一控制下的关联方(特别是在基金系知名基金,管理规模较大、募资能力强,可通过后续新设S基金方式接手拟退出的LP份额);

(iv) 实际控制人(若有)本身的长期承诺。

存续期问题是私募基金的固有问题,管理层既然已允许甚至欢迎私募基金并购上市公司,可以理解此问题是可以合理解释和解决的问题。对于存续期的关注,核心是关注上市公司控制权的稳定性,避免合伙企业到期后的实控人变动对控制权稳定性产生负面影响。这个问题,显然含有管理规模较大、已有较好业绩、管理人层面比较知名、稳定或者强大等要素的私募基金,更容易面向监管层和市场回答好这个问题。

而私募基金收购过程中，原控股方放弃表决权、表决权委托、不谋求控制权承诺等相关安排（若转让方继续持有部分股份），则是在交易过程中确定和支撑私募基金控股方持续实际控制上市公司、维持上市公司在私募基金入主背景下稳定性的外部制度安排。

924新政后，私募基金收购上市公司风起云涌，成为市场关注热点，无疑在大的方面积极推动资本市场并购、上市公司产业整合的健康发展。但微观层面，会看到具体挑战和问题，特别是私募基金本身的私募、灵活、有一定存续期的特质，与上市公司公开透明、大股东被期待有产业能力和长期稳定，之间存在匹配适度问题，并进而存在私募基金管理体系和上市公司监管体系的适配问题。相信在监管层面、上市公司、私募基金及相关市场主体共同努力下，私募基金与上市公司间产业并购整合之路会打磨得越来越顺。

微观层面，最近在参与和见证高效并购后、两家核心价值观都把“简单”列在首位的机构间深度融合，对“简单”深有体会。“简单”这个词，其实不简单，可以做哲学思考，也可以用来当做本文话题案例的一个观察视角！简单，所以快！市场和人心都在浮动，无疑收购方在资本市场亮相的时候，最好速战速决，“兵久则力屈、人悉则变生”。左宗棠收复新疆时的“缓进速战”方针，在上市公司收购项目上，应该也有效。

委员风采

【01】庄晓鸣律师、邹野律师、刘慧律师参加市律协公司与商事专委会“多类型投资纠纷案例研讨会”

2025年10月28日，由上海市律师协会公司与商事专业委员会主办、北京炜衡（上海）律师事务所承办的“多类型投资纠纷案例研讨会”在炜衡上海所外滩源会议室顺利举行。本次研讨会吸引了众多律师、学者及行业专家参与，聚焦于当前投资领域的热点难点问题，旨在通过典型案例的深入剖析，提升律师在处理复杂投资纠纷中的专业能力。现场气氛热烈，专业研讨氛围浓厚。

研讨会第二个案例由北京炜衡（上海虹桥国际中央商务区）律师事务所合伙人庄晓鸣律师提供，围绕“多层嵌套资管产品纠纷中私募基金管理人的责任认定”主题展开分享。案例涉及资管计划、私募基金、目标公司及项目公司等多层主体，争议焦点在于私募基金管理人是否应因底层项目暴雷而承担赔偿责任。庄律师通过图表展示了资金流向与各方关系，并重点分析了申请人与被申请人在投资决策、资金监管、风险控制等方面的主张与抗辩，引发了与会者对嵌套产品中“穿透式监管”原则适用性的思考。

上海邦信阳律师事务所合伙人刘慧律师在点评中提出，在多层嵌套的资管产品中，不能简单依据合同相对性认定责任，而应结合各方在产品的设计、资金管控、投决实施中的实际角色进行“穿透式”分析，避免将风险过

度集中于某一环节。

北京植德（上海）律师事务所律师、中国保险资产管理业协会法律合规专业委员会委员邹野律师进一步指出，当前金融司法实践越来越注重实质重于形式，尤其是在嵌套复杂、主导方模糊的产品中，需谨慎判定最终责任主体，避免次要配合方承担过重责任。



委员风采

【02】郑佳敏律师当选浦东律师青年联合会理事

2025年10月12日，上海市浦东新区律师青年联合会第五届会员代表大会召开，北京市君泽君（上海）律师事务所郑佳敏律师当选理事。浦东法律服务业竞争力居全国前列，青年律师占比超六成，是行业的“生力军”，且本次大会创新了代表构成，吸纳境外律所上海代表处人员、两公律师代表、援助西部的律师代表，实现来源多元化、国际化。

郑佳敏律师的服务领域为私募基金、资产管理、资产证券化、资本市场等领域的法律业务。

委员风采

【03】马晨光律师受邀参加 2025 中华全国律协金融专委会金融法治创新与法律实务交流会并作主题演讲

2025年10月31日至11月1日，由中华全国律师协会金融专业委员会主办，北京市律师协会银行与金融法律专业委员会协办的“2025 中华全国律师协会金融专业委员会金融法治创新与法律实务交流会”在北京隆重举行。本次交流会邀请审判部门、金融监管部门、学术界、实务界以及律师界等各界人士共同参与，就“法律保障资本市场高质量发展”、“反洗钱与金融风险防控”、“金融纠纷解决”“绿色金融与政策解读”“企业上市与政府投资基金”、“数字金融”、“金融风险化解及裁判规则”等主题进行交流。

作为全国律协金融委副主任，马晨光律师以“国办1号文对政府投资基金的影响与应对”为主题进行演讲。针对政府投资基金过往发展存在的监管规则冲突、功能定位偏移、运作管理不规范以及投资评价不完善等问题，国办1号文进行了统筹规划并回应了市场需求。马律师指出，政府投资基金因其特性而存在多维监管，政府投资基金相比社会资本拥有诸多“特殊权利”，容易挤兑社会资本，且不同监管体系存在部分内容冲突。1号文关注社会资本的价值和作用，要求财政部门、发改部门及证监部门加强协同，开展组织保障与监管、解决政府投资基金发展中存在的问题，且对三部门的职责进一步明确，未来监管规则冲突的问题将得到统一与协调。过往实践中存在部分地方政府将政府投资基金单纯作为招商工具，并在税收、土地等方面提供诸多“优惠”政策，最终导致资金空转、未能真正招引企业甚至虚假投资、资源浪费等问题。马律师指出，1号文明确不以招引作为唯一目的设立政府投资基金，该要求即针对过往政府投资基金被异化为地方政府招引工具的问题，1号文对设立县级政府投资基金审批权限提级，并鼓励取消返投等，未来，政府投资基金将回归引导、放大和撬动的作用，带动社会资本支持新兴产业和未来产业。马律师还分析了1号文在政府投资基金运作与管理方面做出的要求及未来影响。实践中部分政府投资基金存在多层嵌套、对投委会参与边界不明确等问题，1号文优化了投资方式，并明确通过委派观察员、要求强化尽调责任等加强管理与运作，可以预见，政府投资基金将进入规范、有序的高质量发展阶段。因国资保值增值要求与

股权投资具有高风险的属性存在天然矛盾，过往实践存在不愿投、不敢投的问题。马律师指出，目前容错免责机制在各地政府投资基金办法中已经基本覆盖，未来，还可以通过完善综合评价机制等来解决不愿投、不敢投的问题，如增加目标企业对税收、就业的带动作用以及国际局势影响等评价因素对容错免责机制进行完善。

面对市场大环境的变化以及宏观因素的影响，马律师鼓励基金业务律师秉持前瞻视野，主动学习求变，关注十五五规划中有关金融对实体产业的支持以及国家对未来产业发展的布局方向，更好更早更专业地服务创投基金和产业基金。



若您对本资料有任何意见或建议，请联系：jijinwei_shlx@163.com



上海市律师协会基金专业委员会

基金法律业务前沿

二〇二五年第 10 期

总第一百六十五期

