

基金法律业务前沿



上海市律师协会基金专业委员会

二〇二四年第9期

总第一百五十二期



(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】财通资本一支高端装备基金备案，基金总规模 50 亿元	- 1 -
【02】彬复资本官宣华东 3 支基金	- 2 -
【03】清华大学发起设立百亿母基金	- 4 -
【04】深创投领新产业园基金完成备案	- 5 -
【05】协鑫在苏州组建 130 亿产业基金	- 6 -
【06】国新办举行新闻发布会介绍金融支持经济高质量发展有关情况	- 7 -
【07】中国证监会召开党委（扩大）会深入学习贯彻中央政治局会议精神	- 9 -
【08】中基协召开贯彻落实《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》的座谈会	- 11 -
【09】2024 国际投资论坛-可持续投资与高质量发展分论坛（闭门圆桌）成功举办	- 13 -
【10】中基协发布《中国私募投资基金行业践行社会责任报告（2024）》	- 15 -

政策、法规、通知

- 17 -

【01】《关于做好金融资产投资公司股权投资扩大试点工作的通知》	- 17 -
【02】《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	- 19 -
【03】《关于推动中长期资金入市的指导意见》	- 21 -

- 【01】私募基金纠纷举证责任分配之争 - 23 -
- 【02】对赌回购的法律分析：有关回购权性质及行权期限答复的是与非 - 32 -
- 【03】信义，该如何是好？风险事件频发，私募基金信义义务在司法实践中的争议点 - 35 -

- 【01】《律师办理私募投资基金合规法律业务操作指引》校对工作完成 - 40 -
- 【02】张景盛律师在“中国对赌协议的商业实践及其法律规制”法律论坛上作专题分享 - 41 -

基金动态

【01】财通资本一支高端装备基金备案，基金总规模 50 亿元

浙江财通资本投资有限公司（简称“财通资本”）管理的浙江甬元财通富浙高端装备产业股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“甬元财通富浙基金”）完成备案。甬元财通富浙基金总规模 50 亿元，由财通资本担任管理人，浙江省产投集团有限公司担任 GP2，联合浙江省产业基金有限公司、宁波市甬元投资基金有限公司、宁波市鄞金股权投资有限公司共同发起设立，形成浙江省、宁波市、鄞州区三级联动，并引入产业、金融等资源。

该基金主要围绕“415X”先进制造业集群开展投资，重点支持新能源汽车等高端装备产业，80%投向直投项目（含定向基金），20%投向子基金。直投方面，首批聚焦中后期有利润、估值合理的优质项目；子基金方面，优先布局相关行业 CVC 或具备相关产业链资源的财务类私募基金管理人。

目前，甬元财通富浙基金的项目储备及投资工作正在紧锣密鼓开展。下一步，财通资本将依托集团军作战优势，加快培育和发展新质生产力，助力宁波打造万亿高端装备产业集群，为浙江现代化产业体系建设作出积极贡献。

基金动态

【02】彬复资本官宣华东 3 支基金

9 月 5 日消息，彬复资本完成了多支基金的募集和扩募，基金获得了长三角多地政府、国资的大力支持，全机构出资人出资。继年初获得上海市金山区引导基金出资后，今年 8 月彬复资本再次获得上海市金山区的出资，本次系由金山区引导基金及上海湾区高新区国资共同对上海基金出资，旨在通过基金投资与空天产业园区招商相结合、共同促进金山区低空经济产业的发展，上海基金即将完成 5 亿元终关。

同月，由江苏省惠山高新区母基金作为基石出资人的彬复资本无锡二期基金历经数月时间成功落地，首关规模 3 亿元。此次基金落地是继 2020 年无锡一期基金再次与无锡续写佳话。此前，无锡一期历经两年半的时间提前完成全部投资，不仅已经取得了良好的投资和退出业绩，还投资了数个本地项目并招引了 10 余个人才项目落地无锡经开区，在无锡市财政连续两年的绩效评价中均获得了 90 分以上的优秀评级。通过无锡二期基金的合作，彬复资本将借助专业团队和投资方法论，助力惠山高新区实现构建“3+N”现代产业集群，打造航空航天、智能装备为核心的高端装备产业集群的产业发展目标。至此，彬复五期基金已完成阶段性二次封闭，目前总规模达 12 亿元。

另外，值得一提的是，经过一年多的酝酿和筹备，彬复资本与杭州商旅集团旗下基金投资平台杭州商旅私募共同发起的解百消费产业一期基金

已于年中成功落地，规模 3 亿元。

未来，彬复资本将进一步加强与地方的交流与合作，发挥在数字经济、智能制造领域，以及商业航天、低空经济、机器人等前沿赛道的投研能力，继续为投资人带来稳健的回报，积极为地方政府导入优质产业。

基金动态

【03】清华大学发起设立百亿母基金

9月10日，四川省与清华大学携手，正式成立了高校科技成果转化基金。这支母基金的成立早有渊源：去年3月，四川省与清华大学签署深化产学研融合发展合作协议，提出共同发起组建高校科技成果转化基金。这是双方深化省校合作的又一重大举措。作为省校合作的重要举措，该基金的设立不仅推动了产学研深度融合，更昭示了中国高校在股权投资领域中日益活跃的角色。

高校科技成果转化基金按照“国资委主导、企业主体、市场化运作”原则，专项支持高校科技项目研发、孵化及产业化，推动重大关键技术优先在基金平台孵化并优先在川落地转化。基金采用母子基金架构，母基金整体规模100亿元，首期规模30亿元，由川内16家国有企业共同出资设立，通过公开遴选，市场化选聘北京智路资产管理有限公司和中信建投资本管理有限公司联合担任管理人。

母基金将专项支持高校科技项目研发、孵化及产业化，推动重大关键技术优先在基金平台孵化并优先在四川落地转化，培育战略性新兴产业集群，共同打造国家战略科技力量。

基金动态

【04】深创投领新产业园基金完成备案

由深创投不动产（深圳）基金管理有限公司担任基金管理人的深圳市领新产业园私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）于 2024 年 8 月 2 日正式注册设立，并于 9 月在中国证券投资基金业协会完成不动产私募投资基金试点备案。基金总规模 15 亿元，拟投资资产规模不超过 30 亿元，计划通过 REITs 等方式实现退出。

该基金由深创投不动产基金联合中国太平洋保险、中宏人寿、金地威新等机构共同设立，主要用于投资上海的四处标准厂房产业园，其底层项目总建筑面积约 45 万平方米，以独栋和平层厂房为主，可满足企业生产制造及研发需求，园区企业多为国家鼓励发展的战略性新兴产业及高端制造业企业。本次交易可有效盘活优质存量产业园资产，引入耐心资本为发展不动产市场与培育新质生产力注入源头活水，进一步助力中国经济高质量发展。

基金的设立是深创投不动产基金积极践行私募基金行业创新发展理念、探索多层次 REITs 市场建设、引入耐心资本的具体举措，旨在通过打造产业与资本相结合的标杆产品，形成示范效应。

基金动态

【05】协鑫在苏州组建 130 亿产业基金

9 月 26 日，2024 苏州国际科创大会重磅发布“苏州千亿科创基金集群”。协鑫秉持“产业所向、创新所需”的宗旨，将发展战略与苏州市、昆山市、吴江区政策指引、体系规划与战略定位深度融合，分别与市、区政府共同发起组建总规模为 100 亿的钙钛矿产业基金和 30 亿的协鑫钙钛矿装备产业基金，为苏州“1030”产业体系构建注入强劲动力。

项目签约环节，协鑫与昆山市、吴江区分别签署钙钛矿 20 吉瓦项目、钙钛矿装备产业园合作协议，为钙钛矿核心设备产业链、关键材料供应链补链强链提供技术支撑与资金支持，使协鑫钙钛矿百亿级产业基金规模助力苏州新能源万亿级产业集群快速崛起。

基金动态

【06】国新办举行新闻发布会介绍金融支持经济高质量发展有关情况

国务院新闻办公室于 2024 年 9 月 24 日（星期二）上午 9 时举行新闻发布会，请中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清介绍金融支持经济高质量发展有关情况，并答记者问。

此外，中国人民银行行长潘功胜在会上宣布如下政策：

第一，降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行。近期将下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元；在今年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率 0.25—0.5 个百分点。降低中央银行的政策利率，即 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，从目前的 1.7% 调降至 1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。

第二，降低存量房贷利率，并统一房贷的最低首付比例。引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。将年底前到期的经营性

物业贷款和“金融 16 条”这两项政策文件延期到 2026 年底。原来这两份文件是今年底到期，我们和金融监管总局一起，把这两份文件延长到 2026 年底。

第三，创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。第二项是创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。

基金动态

【07】中国证监会召开党委（扩大）会深入学习贯彻中央政治局会议精神

9月27日，中国证监会召开党委（扩大）会议，认真传达学习9月26日中央政治局会议精神，研究部署贯彻落实举措。证监会党委书记、主席吴清主持会议并讲话。

会议指出，此次中央政治局会议深刻分析当前经济形势，围绕着有效落实存量政策、加力推出增量政策作出一系列重要部署。证监会系统要切实提高政治站位，围绕努力提振资本市场这条主线，强化责任担当，统筹防风险、强监管、促发展，全力以赴抓好党中央各项决策部署的落实落地，以有力有效的行动促进资本市场高质量发展，为完成全年经济社会发展目标任务积极贡献力量。

会议强调，要突出抓好推动中长期资金入市指导意见的贯彻落实，扭住改善资金供给这个关键，大力发展权益类公募基金，持续提高权益类基金规模和占比，努力为投资者创造长期稳定收益。要分类施策打通各类中长期资金加大入市力度的堵点，加快完善“长钱长投”的政策体系。要更大力度推动提升上市公司质量和投资价值，抓好新发布的“并购六条”的落地实施，在推动产业整合和资源优化配置、更好服务新质生产力发展等方面尽快推出一批典型案例，抓紧出台上市公司市值管理指引，支持上市公司用好政策工具。要强化跨部委协同，积极配合推进证券基金保险公司互

换便利、股票回购增持专项再贷款等相关货币政策工具落地。同时，坚持能办尽办，在投资端、资产端、中小投资者保护等方面进一步谋划并适时推出更多务实管用的政策措施，提升资本市场内在稳定性，更好助力稳经济、稳市场、稳预期。

会议还就有效防范风险，确保安全运行等工作进行了研究部署。

基金动态

【08】中基协召开贯彻落实《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》座谈会

中国证券投资基金业协会（以下简称协会）在厦门召开贯彻落实《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》（以下简称创投十七条）座谈会暨协会早期投资、创业投资基金及长期资金委员会 2024 年度联席会议。协会创业投资基金、早期投资、长期资金委员会等 33 名委员及代表，聚焦贯彻落实创投十七条各项要求，结合早期投资、创业投资自身发展情况以及遇到的问题，围绕为创业投资发展营造更好的外部政策环境及行业生态，深化与长期资金的合作，支持创业投资更好发挥支持科技创新和服务新质生产力的功能等内容开展专题研讨；会议还听取了参会代表对协会自律管理工作的意见建议。证监会市场二司、福建证监局、厦门证监局、协会有关负责同志出席会议。

会议指出，二十届三中全会强调鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，国务院近期印发的创投十七条出台了完善创业投资政策环境和管理制度、支持创业投资做大做强的系列措施，体现了党中央、国务院对发展创业投资，促进科技、产业、金融良性循环的高度重视，为行业高质量发展、更好发挥服务新质生产力功能注入了新动能。

会议表示，我国已经发展成为全球第二大股权创投行业大国，创投行业为以硬科技为代表的初创企业发展提供全生命周期支持，在服务新质生

产力、培育经济增长新动能等方面发挥了不可替代的基础性、关键性作用。

创投行业将认真学习贯彻二十届三中全会精神和创投十七条各项部署，瞄准全球硬科技发展前沿，回归价值投资本源，不断提升投资赋能、合规风控和内部管理水平，加强行业文化建设，为实现二十届三中全会确定的目标贡献力量。

会议认为，面对日益复杂多变的国际形势和内外部挑战，创投行业发展也面临不少困难，如募资、投资、退出正向循环有待进一步畅通，税收、差异化监管等政策有待进一步落实，长期资本、耐心资本来源有待进一步拓宽等。希望有关部门按照创投十七条部署，进一步落实创投相关支持和优惠政策，优化符合创投行业特点和发展规律的营商环境，支持更多耐心资本与创投机构合作。

下一步，协会将在证监会领导下，聚焦主责主业，全面贯彻落实创投十七条各项要求，积极推动包括培育创投主体、拓宽资金来源、加强引导扶持、健全退出机制及优化市场环境等工作的落实落地。同时，进一步发挥好创业投资、早期投资、长期资金委员会专家智库和桥梁纽带作用，积极听取意见建议，与行业同向发力，共同推动创业投资高质量发展。

基金动态

【09】2024 国际投资论坛-可持续投资与高质量发展分论坛（闭门圆桌）成功举办

2024 年 9 月 8 日下午，中国证券投资基金业协会在 2024 国际投资论坛上成功召开可持续投资与高质量发展论坛（闭门圆桌）。证监会相关司局、福建证监局、厦门证监局、基金业协会相关负责人出席会议，来自研究院所以及行业机构的 20 余位专家代表参加会议。

在主旨发言环节，厦门国家会计学院黄世忠先生、中投公司研究院院长陈超先生、华泰证券机构委员会主席梁红女士、中国发展研究基金会副秘书长俞建拖先生、富达基金总经理黄小蕙女士、易方达基金总经理吴欣荣先生分别发表演讲。与会专家一致认为，在双碳目标和绿色转型要求下，资本市场承担着引导企业高质量发展、优化资源配置的重要作用，绿色与可持续投资潜力巨大。作为机构投资者，应将可持续投资理念全面融入投研体系，引导资金流向高质量、可持续发展方向；主动开展尽责管理，重视“用手投票”，发挥积极股东作用。市场各方要通力合作，进一步推动完善可持续信息披露和绿色投资标准规范，共建行业生态。

在自由发言环节，博时基金副总经理王德英先生、盛世投资合伙人姜燕女士、华泰柏瑞首席经济学家兼研究部总监莫倩女士、兴证全球基金督察长杨卫东先生、华宝基金 ESG 管委会主任委员闫旭女士、中金公司量化及 ESG 首席分析师刘均伟先生、景顺长城基金副总经理黎海威先生分别作

为机构代表，结合自身研究及实践做了分享。投资机构表示，通过将绿色与可持续投资融入投研、风控、信息技术等全系统、全流程，以跨周期视角挖掘具有可持续发展潜力的产业与企业，可以实现绿色产业、金融投资和社会效益的多赢。

协会始终立足于服务国家战略和资本市场高质量发展，积极推动行业机构基于国情市情自主构建可持续投资伦理与方法论，开展可持续投资实践。依托绿色与可持续投资委员会，协会相继推出绿色投资组合构建与评估、可持续投资理论与实证、绿色资产识别与估值等研究成果，完成 ESG 基金信息披露、可持续尽责管理等实践经验总结，推动构建可持续投资伦理—方法论—实践—标准规范有机体系。

鹏华基金、汇添富基金、国投瑞银基金、摩根基金、富国基金、厦门隆领投资、厦门产业投资等机构高管和代表参加会议。

基金动态

【10】中基协发布《中国私募投资基金行业践行社会责任报告（2024）》

为全面展示私募投资基金行业 2023 年度践行社会责任情况，中国证券投资基金业协会（以下简称协会）集聚行业力量，编撰完成《中国私募投资基金行业践行社会责任报告（2024）》（以下简称报告）。

报告综合采用文献研究、专家访谈、问卷调查、案例研究等方式方法，通过 3562 份调查问卷和若干典型实践案例，总结了 2023 年以来私募投资基金行业践行社会责任的最新情况，展现了行业机构在服务国家、社会、经济、市场、投资者、员工等利益相关方的责任担当与行动成效。

报告显示，2023 年行业机构践行社会责任的积极性、创新性有所提升，对利益相关方的社会责任更加重视，对自身软实力的提升更为主动。在响应国家战略、服务高质量发展方面，私募股权、创业投资基金在推动科技创新与培育新质生产力发展、发展绿色产业与促进传统产业转型升级、推动区域发展、助力乡村全面振兴方面发挥重要功能；在支持实体经济、丰富市场多样性方面，私募股权创投机构为实体企业提供多样化的专业服务，积极推动企业创新发展，培育了众多优质市场标的。私募证券机构积极发挥市场参与者功能，促进资源优化配置，丰富了市场多样性；在履行受托责任、打造专业投研方面，行业机构积极落实监管要求，稳步推进合规自查和投资者教育，打造专业团队、完善投研体系，实现专业能力和管理水

平的提升；在关爱员工成长、赋能职业发展方面，行业机构坚持以人为本的发展理念，将员工利益放在重要位置，保障员工权益、关爱员工成长、促进职业发展；在参与公益慈善、弘扬公益精神方面，行业机构通过教育资助、社区服务、环境保护等路径积极回馈社会。

报告完成之际，《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》出台，指明了中国特色金融发展的方向，对做好金融“五篇大文章”进行了谋划和部署，对私募投资基金行业意义重大。参与编撰的行业和私募机构人士表示，私募基金作为我国金融业的重要组成部分，在中国式现代化的历程中被赋予了发展耐心资本、服务实体经济的全新使命。面对建设中国式现代化的新形势和新任务，私募基金行业机构践行社会责任方向更加明晰、内涵更加丰富、场景更为多元、业务融合更加深入。在助力科技创新，推动实体经济高质量发展的责任和使命中，私募基金行业砥砺前行，任重道远。

政策、法规、通知

【01】《关于做好金融资产投资公司股权投资扩大试点工作的通知》

发布机构：国家金融监督管理总局办公厅

发布时间：2024 年 9 月 14 日

工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、工银投资、农银投资、中银资产、建信投资、交银投资：

为贯彻落实中央金融工作会议关于做好科技金融等五篇大文章的决策部署，落实国务院办公厅印发的《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》（国办发〔2024〕31 号）相关要求，支持金融资产投资公司在总结上海开展股权投资试点工作基础上，稳步扩大试点范围，加大对科技创新的支持力度，经金融监管总局同意，现将有关事项通知如下：

一、有序扩大试点地区范围

（一）有序将试点范围扩大至符合条件的地区。纳入金融资产投资公司股权投资试点范围的地区应满足经济实力较强、科技企业数量较多、研发投入量较大、股权投资活跃等条件。金融监管总局结合试点工作开展情况，有序推动将试点范围扩大至符合条件的地区。

二、稳妥开展业务试点

（二）加大对科技创新的支持力度。充分发挥金融资产投资公司在创业投资、股权投资、企业重组等方面的专业优势，加大对试点区域范围内科技创新的支持力度，促进科技型企业成长，为培育新质生产力、实现高水平科技自立自强、塑造发展新动能新优势提供有力支撑。

（三）依法合规开展业务试点。金融资产投资公司要严格遵守《金融资产投资公司管理办法（试行）》（中国银行保险监督管理委员会令 2018 年第 4 号）等有关规定和监管要求，建立完善股权投资业务相关制度流程，按照市场化、法治化原则，在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下开展股权投资业务试点。

（四）通过附属机构发行私募股权投资基金形式开展股权投资。金融资产投资公司

应通过附属机构发行私募股权投资基金的形式开展股权投资，相关业务应严格遵守《私募投资基金监督管理条例》（中华人民共和国国务院令第 762 号）、《中国人民银行中国银行保险监督管理委员会中国证券监督管理委员会国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号）、《私募投资基金登记备案办法》（中基协发〔2023〕5 号）、《私募投资基金监督管理暂行办法》（中国证券监督管理委员会令第 105 号）等相关法律法规制度的规定。私募股权投资基金应在中国基金业协会履行登记备案程序并接受其监督管理。金融资产投资公司附属机构担任私募股权投资基金管理人或执行事务合伙人，要加强对基金的主动管理。

（五）按照相关限额要求稳妥开展业务。金融资产投资公司表内资金进行股权投资的金额不得超过公司上季末总资产的 10%、投资单只私募股权投资基金的金额不得超过该基金发行规模的 30%。

（六）严格资金来源与运用管理。金融资产投资公司应对每只私募股权投资基金的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或参与任何形式的资金池业务，并按照规定向投资者披露资金运用情况。

三、加强股权投资业务风险管控

（七）加强股权投资试点业务风险管控。大型银行要合理设定金融资产投资公司股权投资试点业务权限。金融资产投资公司应按照集团确定的风险偏好，深入细致开展股权投资项目的尽职调查，严格业务审批。股权投资业务应按照内部授权管理要求报金融资产投资公司投决会或董事会审议，超出金融资产投资公司审批权限的应报母行审批。金融资产投资公司每年应至少对股权投资业务开展一次专项审计。

（八）提升股权投资业务风险管理能力。金融资产投资公司要建立健全风险管理体系，及时对股权投资试点业务情况进行总结评估，夯实风险管理基础，加强风险监测，有效防控各类风险。按照股权投资业务规律和特点，建立健全长周期、差异化的绩效考核体系。落实尽职免责要求，完善容错纠错机制。加强人才队伍建设，强化行业研究、市场分析和资产估值管理，不断提升创业投资、股权投资水平。

金融资产投资公司在上海开展的股权投资试点业务适用本通知相关要求。

政策、法规、通知

【02】《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》

发布机构：中国证监会

发布时间：2024 年 9 月 24 日

中国证监会各派出机构，各交易所，各下属单位，各协会，会内各司局：

为深入贯彻党的二十届三中全会精神和新“国九条”要求，完善资本市场“1+N”政策体系，进一步强化并购重组资源配置功能，发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用，适应新质生产力的需要和特点，支持上市公司注入优质资产、提升投资价值，现提出如下措施。

一、助力新质生产力发展

支持上市公司围绕科技创新、产业升级布局，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。支持科创板、创业板上市公司并购产业链上下游资产，增强“硬科技”“三创四新”属性。支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购，加快向新质生产力转型步伐。支持上市公司结合自身产业发展需要，在不影响持续经营能力并设置中小投资者利益保护相关安排的基础上，收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产。对私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”，促进“募投管退”良性循环。

二、加大产业整合支持力度

鼓励引导头部上市公司立足主业，加大对产业链上市公司的整合。完善股份锁定期等政策规定，支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并。支持传统行业上市公司并购同行业或上下游资产，加大资源整合，合理提升产业集中度。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。支持沪深北交易所上市公司开展多层面合作，助力打造特色产业集群。

三、提升监管包容度

充分发挥市场在价格发现和竞争磋商中的作用，支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法等多元化的评估方法为基础协商确定交易作价。综合考虑标的资产运营模式、

研发投入、业绩增长、同行业可比公司及可比交易定价情况等，多角度评价并购标的定价公允性。上市公司向第三方购买资产的，交易双方可以自主协商是否设置承诺安排。顺应产业发展规律，适当提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度。

四、提高支付灵活性和审核效率

鼓励上市公司综合运用股份、定向可转债、现金等支付工具实施并购重组，增加交易弹性。建立重组股份对价分期支付机制，试点配套募集资金储架发行制度。建立重组简易审核程序，对上市公司之间吸收合并，以及运作规范、市值超过100亿元且信息披露质量评价连续两年为A的优质公司发行股份购买资产（不构成重大资产重组），精简审核流程，缩短审核注册时间。用好“小额快速”等审核机制，对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施“绿色通道”，加快审核进度，提升并购便利度。

五、提升中介机构服务水平

引导证券公司加大对财务顾问业务的投入，充分发挥交易撮合作用，积极促成并购重组交易。定期发布优秀并购重组案例，发挥示范引领作用。强化证券公司分类评价“指挥棒”作用，提高财务顾问业务的评价比重，细化评价标准。督促财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估机构等中介机构归位尽责，提升执业质量。支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。

六、依法加强监管

引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务。严格监管“忽悠式”重组，从严惩治并购重组中的欺诈发行、财务造假、内幕交易等违法行为，打击各类违规“保壳”行为，维护并购重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

政策、法规、通知

【03】《关于推动中长期资金入市的指导意见》

发布机构：中央金融办、中国证监会

发布时间：2024 年 9 月 26 日

为贯彻党的二十届三中全会和中央金融工作会议精神，落实 9 月 26 日中共中央政治局会议部署，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点，努力提振资本市场，近日，经中央金融委员会同意，中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》（以下简称《指导意见》）。

《指导意见》以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持党对资本市场工作的全面领导，坚持目标导向、问题导向，加强顶层设计、形成工作合力，实现资本市场稳健运行与中长期资金稳定回报的良性互动。

主要举措包括：

一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。多措并举提高上市公司质量，鼓励具备条件的上市公司回购增持，有效提升上市公司投资价值。严厉打击资本市场各类违法行为，持续塑造健康的市场生态。完善适配长期投资的资本市场基础制度，完善中长期资金交易监管，完善机构投资者参与上市公司治理配套机制，推动与上市公司建立长期良性互动。

二是大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展。加强基金公司投研核心能力建设，制定科学合理、公平有效的投研能力评价指标体系，引导基金公司从规模导向向投资者回报导向转变，努力为投资者创造长期稳定收益。丰富公募基金可投资资产类别，建立 ETF 指数基金快速审批通道，持续提高权益类基金规模和占比。稳步降低公募基金行业综合费率，推动公募基金投顾试点转常规。鼓励私募证券投资基金丰富产品类型和投资策略，推动证券基金期货经营机构提高权益类私募资管业务占比，适配居民差异化财富管理需求。

三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，推动树立长期业绩导向。培育壮大保险

资金等耐心资本，打通影响保险资金长期投资的制度障碍，完善考核评估机制，丰富商业保险资金长期投资模式，完善权益投资监管制度，督促指导国有保险公司优化长周期考核机制，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。完善全国社保基金、基本养老保险基金投资政策制度，支持具备条件的用人单位放开企业年金个人投资选择，鼓励企业年金基金管理人探索开展差异化投资。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，优化激励考核机制，畅通入市渠道，提升权益投资规模。

《指导意见》的主要目标是，经过一段时间努力，推动中长期资金投资规模和比例明显提升，资本市场投资者结构更加合理，投资行为长期性和市场内在稳定性全面强化，投资者回报稳步提升，中长期价值投资理念深入人心，形成中长期资金更好发挥引领作用、投融资两端发展更为平衡、资本市场功能更好发挥的新局面。下一步，在中央金融办统筹协调下，中国证监会将会同相关部委，加强政策协同和信息共享，强化工作合力，确保《指导意见》各项举措落实落地。

观点和争鸣

【01】私募基金纠纷举证责任分配之争

作者：法融团队

来源：微信公众号 轴之承法融

发布时间：2024 年 9 月 3 日

就民商事纠纷而言，举证责任的分配是诉讼程序中的要点问题，不仅贯穿整个举证质证环节，对案件最终审理结果也有至关重要的影响。由于私募基金行业具有其特殊的自律规则与专业要求，私募基金管理人、托管人、被投企业、投资者等主体存在各自特殊的权利义务，私募基金纠纷案件的举证责任因而适用与一般民商事纠纷案件不同的举证规则。本文将按照私募基金“募、投、管、退”不同阶段中可能发生的争议纠纷，分析不同责任主体的证明责任，并提示私募机构以及投资者如何提前预防纠纷中的举证责任风险。

一、私募基金纠纷中举证责任的分配规则

1、举证责任的内涵及一般规则

举证责任用一句话来概括就是“谁主张，谁举证”。具体而言，争议纠纷的双方当事人，在案件事实真伪不明时，需要承担的证明自己所主张的事实为真的证明责任和因为举证不能而承担不利的法律后果的结果责任。

2、私募基金纠纷的特殊情形

在具体案件中，当事人的举证责任由于案件类型不同而有所区分，在涉及私募基金的纠纷中，由于投资者、私募机构、托管机构之间存在着经济地位的不平等和严重的信息不对称，私募机构常常存在较大的举证优势，因此在监管机构对私募机构从事业务过程中规定了更严格的义务和责任同时，也在争议解决程序中侧重于保护投资者的利益，要求私募机构承担更多的举证责任。

如《全国法院民商事审判工作会议纪要》中规定，金融消费者权益保护纠纷案件审理过程中，金融消费者应当对购买产品（或者接受服务）、遭受的损失等事实承担举证

责任。卖方机构对其是否履行了适当性义务承担举证责任。卖方证明自己已经履行了适当性义务的相关证据包括，卖方机构已经建立了金融产品（或者服务）的风险评估及相应管理制度、对金融消费者的风险认知、风险偏好和风险承受能力进行了测试、向金融消费者告知产品（或者服务）的收益和主要风险因素等。如果机构不能证明已经履行了相关义务且不满足免责事由的情形，则需要承担举证不能的法律后果。

二、不同类别的私募基金纠纷中举证责任的分配

1、募集阶段

① 投资者适当性纠纷

投资者适当性纠纷通常为投资者与管理人之间的合同纠纷，投资者由于投资出现亏损，而以管理人违反了投资者适当性义务为由主张管理人返还本金或赔偿损失等。

义务来源：

《私募投资基金监督管理暂行办法》第十二条：“私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人：（一）净资产不低于 1000 万元的单位；（二）金融资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人。”

《私募募集行为管理办法》第十八条第一款：“在向投资者推介私募基金之前，募集机构应当采取问卷调查等方式履行特定对象确定程序，对投资者风险识别能力和风险承受能力进行评估。投资者应当以书面形式承诺其符合合格投资者标准。”

《私募募集行为管理办法》第二十九条第一款：“各方应当在完成合格投资者确认程序后签署私募基金合同。”

（1）投资者的举证责任

投资者应当就其购买了私募基金产品以及其所遭受的损失承担举证责任。私募机构未尽适当性义务导致金融消费者损失的，应当赔偿金融消费者所受的实际损失。实际损失为损失的本金和利息，利息按照中国人民银行发布的同期同类存款基准利率计算。

（2）私募机构及其委托的销售机构的举证责任

私募机构应当证明自己已经完成对投资者的风险识别能力和风险承受能力进行评估，并且投资者的风险评级与基金的风险评级相匹配。私募机构自行销售基金产品的应由私募机构承担举证责任，私募机构委托其他销售机构销售私募基金的，私募机构与受

托机构均为责任主体，共同承担举证责任。

② 投资冷静期与回访纠纷

私募基金的投资冷静期与回访制度对私募机构有两种回访要求：投资者冷静期回访和投资者适当性回访。冷静期回访一般由基金合同约定，根据《私募投资基金募集行为管理办法》第三十条、第三十一条规定，私募机构不仅应当向投资者确认购买情况、知悉情况，还应当注意履行冷静期回访时的程序要求。私募机构应当指令本机构从事基金销售推介业务以外的人员进行回访，回访的方式包含录音电话、电邮、信函等方式，回访应当在投资冷静期满后进行，在投资冷静期内进行的回访确认无效。适当性回访也称普通投资者回访制度，主要回访内容为确认受访人对所投资产品的风险和适当性是否知晓。投资者适当性回访相关纠纷的举证责任参照第一条，以下主要介绍冷静期回访制度相关纠纷中的举证责任。

义务来源：

《私募投资基金募集行为管理办法》第二十九条第二款：基金合同应当约定给投资者设置不少于二十四小时的投资冷静期，募集机构在投资冷静期内不得主动联系投资者。

（一）私募证券投资基金合同应当约定，投资冷静期自基金合同签署完毕且投资者交纳认购基金的款项后起算；

（二）私募股权投资基金、创业投资基金等其他私募基金合同关于投资冷静期的约定可以参照前款对私募证券投资基金的相关要求，也可以自行约定。

第三十条 募集机构应当在投资冷静期满后，指令本机构从事基金销售推介业务以外的人员以录音电话、电邮、信函等适当方式进行投资回访。回访过程不得出现诱导性陈述。募集机构在投资冷静期内进行的回访确认无效。

回访应当包括但不限于以下内容：

（一）确认受访人是否为投资者本人或机构；

（二）确认投资者是否为自己购买了该基金产品以及投资者是否按照要求亲笔签名或盖章；

（三）确认投资者是否已经阅读并理解基金合同和风险揭示的内容；

（四）确认投资者的风险识别能力及风险承受能力是否与所投资的私募基金产品相匹配；

(五) 确认投资者是否知悉投资者承担的主要费用及费率，投资者的重要权利、私募基金信息披露的内容、方式及频率；

(六) 确认投资者是否知悉未来可能承担投资损失；

(七) 确认投资者是否知悉投资冷静期的起算时间、期间以及享有的权利；

(八) 确认投资者是否知悉纠纷解决安排。

第三十一条 基金合同应当约定，投资者在募集机构回访确认成功前有权解除基金合同。出现前述情形时，募集机构应当按合同约定及时退还投资者的全部认购款项。

未经回访确认成功，投资者交纳的认购基金款项不得由募集账户划转到基金财产账户或托管资金账户，私募基金管理人不得投资运作投资者交纳的认购基金款项。

(1) 投资者的举证责任

基金合同中明确规定了私募机构作为管理人的回访确认义务，并约定了管理人未完成回访确认的情形下投资者享有解除权。因此投资者应当提供基金合同、投资打款凭证等证明自己已经认购了案涉的基金产品，并且在与管理人签订的基金合同中存在明确约定管理人负有回访确认的义务。

(2) 私募机构的举证责任

私募机构承担证明已经完成回访确认的责任，如果私募机构无法提供相关证明，应当承担不利后果。因此私募机构需要提供在投资冷静期满后投资冷静期回访的语音、电子邮件、微信聊天截图等能够证明已经按照基金合同约定的方式、内容完成回访的证据。

2、投资管理阶段

① 私募机构违反忠实义务的纠纷

忠实义务主要在于要要求私募机构“受人之托，忠人之事”，维护投资的财产利益，按照与投资者约定的方式进行投资行为。为了防止私募机构利用投资人的财产为自己谋取不当利益、损害投资人的利益，忠实义务也要求私募机构不能够从事与基金业务存在利益冲突的行为。

义务来源：

《证券投资基金法》第九条：基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产，基金服务机构从事基金服务活动，应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。

基金管理人运用基金财产进行证券投资,应当遵守审慎经营规则,制定科学合理的投资策略和风险管理制度,有效防范和控制风险。

基金从业人员应当具备基金从业资格,遵守法律、行政法规,恪守职业道德和行为规范。

(1) 投资范围、投资方向

投资范围和投资方向应当以基金合同中的约定为准,如基金合同约定了单一投资标的或约定了具体的投资项目,不能突破投资方向的约定转移、占用基金款项,否则即构成违约。

投资者需证明管理人存在违反基金合同约定的投资行为,并且由于该行为造成了相关损失。但是投资人对于其损失与管理人的违约行为之前因果关系证明标准较低,只要证明管理人到期不能兑付即可。

如果管理人要对此抗辩证明自己存在法定或约定的合理理由可以免责,则需要根据基金合同的具体约定、投资标的的具体情况以及投资运作的情况说明其不符合约定的投资范围进行投资的行为是为了投资者的利益,或举证说明投资者存在变更投资范围的意思表示。

(2) 利益输送、利益冲突

由于利益冲突与管理人违反忠实义务密切相关,投资者能够证明管理人存在利益冲突的情况下,基金到期不能兑付即证明损失与管理人违反义务之间存在因果关系。而在此情境下私募机构承担较重的证明责任,具体包含三个方面。

第一,私募机构应当证明关联交易、账户混同等利益冲突行为是合法合约的,其管理行为具有相当的必要性、合理性;

第二,私募机构应当证明其在风险揭示、投资决议、信息披露等方面已经履行应尽义务,不存在过失;

第三,私募机构应当证明基金实际盈亏情况,否则视为造成投资人的损失已经确定。

② 私募机构违反勤勉尽责义务的纠纷

私募机构的勤勉尽责义务实际上贯穿于私募基金的募投管退各个阶段,在投资管理、基金运作的过程中体现的最为集中。勤勉义务也称善管义务、注意义务,管理人履行该项义务时应当尽其所能合理地注意管理和运用基金财产。

在勤勉尽责义务相关纠纷中，在投资人提出了初步证据，即证明了投资事实以及相关损失等基础事实后，管理人有关义务对其是否违反了勤勉尽责义务、投资人的损失和违反勤勉尽责义务行为是否存在因果关系加以举证说明。常见的机构违反勤勉义务行为的表现有未审慎地尽职调查、未能落实风险控制措施、没有主动行权等，下面以这三方面作为重点解读。

（1）未审慎地尽职调查

在管理人勤勉尽责义务的相关案例中，对投资项目的尽职调查不全面、甚至没有进行尽职调查为主要违反勤勉尽责义务的原因。(2019)京 0111 民初 9690 号刘庆与上海佑擎资产管理有限公司等合同纠纷一案中，由于管理人在尽职调查中并未通过相关途径合适投资标的相关合同的实际履行情况，对在实际履行过程中相关的单据、材料无法体现合同实际履行情况的具体原因也并未核实，因此视为未尽到审慎尽职调查的义务，存在违约行为，且该违约行为属于影响投资人出于真实意愿将资金投入基金运作的重要事项的行为，管理人机构应当承担返还投资者本金的责任。

（2）未能落实风险控制措施

风险控制，私募机构未能在投资管理过程中落实投前承诺的相关风控措施而导致基金损失，也可能发生违约纠纷。在足以使得投资者产生较低风险预期的前提下，私募机构在运作基金的过程中没有落实风控措施，使得基金的资金损失风险增加，有悖于投资者的合理预期应当认定为重大违约。同时，未能落实相关风控制度的行为也属于“可能影响基金份额持有人合法权益的重大信息”，未进行如实披露的还可能违反信息披露义务。

（3）没有主动行权

由于私募基金投资有明显的风险特征，对于管理人是否尽到勤勉义务不能仅依靠结果判断，需要重点关注管理人履行义务的过程。以股权类投资基金为例，是否积极主动向标的公司行权能够很好地反应管理人勤勉尽责的情况，包括但不限于：是否履行作为标的企业的合伙人或股东的法定、约定义务，是否采取相关措施核查标的企业披露的运营情况，是否在被投资企业发生亏损时及时挽回损失等。

③ 私募机构信息披露义务纠纷

根据《私募投资基金信息披露管理办法》，私募基金管理人、私募基金托管人以及

其他相关法人或组织是信息披露义务人,应当依据基协规定和基金合同约定向投资者进行信息披露。信息披露分为募集期间和运作期间两个阶段,募集期间的信息披露主要是在宣传推介材料中向投资者如实介绍基金以及基金管理人的基本信息;而在投资运作期间一般分为定期披露和重大事项的临时披露,具体应根据基金合同约定实施。

义务来源:

《私募投资基金信息披露管理办法》第三条:信息披露义务人应当按照中国基金业协会的规定以及基金合同、公司章程或者合伙协议(以下统称基金合同)约定向投资者进行信息披露。

《私募投资基金信息披露管理办法》第四条:信息披露义务人应当保证所披露信息的真实性、准确性和完整性。

私募机构在证明已经履行了信息披露义务时,主要依据的是基金合同中的约定,不仅应当证披露的内容为真实、完整、详尽的,还应当证明披露的方式合理合约,且负有证明投资者损失与私募机构违反义务的行为之间是否存在因果关系的责任。这是由于一方面如上文提到过的私募机构对基金运作构成中的相关文件资料享有更大的举证优势;另一方面,私募机构未能依法依规履行信披义务如果没有造成投资者损失或者不具备因果关系,则返还投资款项、赔偿损失的请求难以得到支持。

3、退出阶段

① 解除合同纠纷

投资者要求退出投资、解除基金合同的相关案件中,争议焦点通常在于退出条件是否成就。由于禁止基金承诺“保本保收益”,投资者仅以投资亏损为由要求解除合同的请求无法得到支持,因此需要证明基金合同约定的退出条件已成就,或者基金合同的目的已经无法实现,如管理人存在严重违约行为导致合同目的无法实现。需要注意的是,基金合同解除并不意味着管理人应当返还投资款、承担赔偿责任,由于基金财产具有其特殊性,投资人的本金及收益须经过清算后经过分配才能实现。

② 基金清算纠纷

基金清算相关纠纷的情形往往是基金合同终止,但管理人到期没有按照约定履行清算义务,由于怠于清算而给投资人造成了损失。对于管理人未及时清算与投资者损失之间是否存在因果关系应采取过错推定原则,管理人未能及时履行清算义务已经存在过错,

除非管理人能够证明自己怠于清算的行为与投资人的损失没有关系,否则就应当承担赔偿责任。私募机构应当通过举证说明在清算期间对投资资产采取的措施、进行的诉讼、仲裁等风险处理等来证明管理人没有怠于清算、积极履行了资产变现的义务。

③ 公平分配纠纷

管理人的公平分配义务属于受托机构职责的重要内容,根据《私募投资基金监督管理条例》第三条规定,管理人开展私募基金业务活动应当遵循公平原则,公平对待管理的不同基金、公平对待管理的同一基金的不同投资者。公平分配义务主要体现在基金退出阶段,管理人应当保证在同等条件下向投资者公平分配基金收益。收益分配的公平性体现在管理人对投资者分配的差异化处理必须符合基金合同的规定并在合理的范围内,如根据基金合同约定的不同的持有份额和业绩基准进行分配,但是不能以认购顺序不同为由而对个别投资者单独或提前分配。

管理人作为专业机构,与普通投资者相比,在基金运作及回款情况、收益分配安排等方面提供证据证明管理人尽到了公平分配义务更为容易。因此投资者仅需要提供基金合同、打款及回款凭证,证明投资事实与收益分配事实的真实性。

私募机构需要证明已经尽责,提供相关证据证明基金的分配情况,如向投资者发送的信披报告、基金回款的银行流水等,并尽可能说明收益分配安排的合理性和依据,如收益分配安排所依据的基金合同约定内容、基金运作及分配的具体过程等。

三、对不同责任主体的提醒与建议

1、投资人

① 投资者需要提高风险意识,向私募机构提供真实准确的收入及投资经验信息,关注收益的同时关注可能出现的风险事件,选择与自身风险承受能力匹配的基金产品,审慎投资。

② 在基金运作过程中积极主动行使投资者权利,督促管理人履行勤勉义务,降低损失发生的概率,避免产生亏损后再主张赔偿增加成本。

③ 即使基金合同明确约定了合同解除条款,但解除权的行使方式及期限人会受到一定限制,实务案例中倾向于按照1年除斥期间计算,投资人注意及时行权、寻求专业人士帮助。

2、管理人

① 注意严格审查投资者适当性，将投资者适当性的核查过程及投资者为合格投资者的证明资料形成文件留存，相关证明文件包括风险揭示书、风险承受能力评估的调查问卷、合格投资者承诺函等。

② 在基金合同中约定了冷静期、回访义务等相关条款的，注意回访的时间、形式、经办人员要求，避免回访过程存在履行瑕疵。

③ 管理人应当在基金合同中明确约定有关利益冲突和关联交易的条款，避免从事竞争性业务。管理多只基金的管理人应当为基金配备独立账户和适当的管理人员，避免发生账户混同。

④ 建立完善的风控机制并在基金的运作过程中注意落实，比如合规风控负责人在基金运作的各个阶段均应审查、发表意见并形成记录；投资决策的形成和实施过程中要注意形式合规，尽可能完整、详尽地按照私募基金法规、自律规则相关规定保存相关资料文件。

⑤ 根据基金合同中对于信息披露的约定，向投资者定期、及时提供信息披露报告，注意信息披露报告中的内容应真实反映基金运作情况，不同时间提供的报告避免大量内容雷同，对于被投企业提供的财务信息、经营报告等注意核查。

⑥ 基金合同终止后，应当及时成立清算组对基金进行清算，虽然目前相关规定并未对清算的期限作出强制性要求，但基金清算不能无限拖延，根据《私募投资基金登记备案办法》第五十七条规定，一定期限内无法完成清算的，还应当自清算开始之日起 10 个工作日内向协会报送清算承诺函、清算公告等信息。

观点和争鸣

【02】对赌回购的法律分析：有关回购权性质及行权期限答复的是与非

作者：xieli-finance

来源：微信公众号 北京基金业协会

发布时间：2024 年 9 月 12 日

正值市场就“对赌回购”滥用对创投行业的负面影响、上万创始人面临回购危机广泛讨论的背景下，人民法院报公开的一则法答网问答将对赌回购的话题推上了风口浪尖。本文就“对赌协议中股权回购权性质及其行权期限如何认定”的答复（以下简称《答复》）进行分析拆解，并讨论《答复》对实践的影响等问题。

【问题 2：“对赌协议”中股权回购权性质及其行权期限如何认定？

答疑意见：“对赌协议”中经常约定股权回购条款，如约定目标公司在 X 年 X 月 X 日前未上市或年净利润未达到 XX 万元时，投资方有权要求股东或实际控制人按照 X 价格回购投资方持有的股权。审判实践中，对上述股权回购权性质和行权期限，存在较大争议。有观点认为投资方请求回购股权系债权请求权，适用诉讼时效制度。也有观点认为投资方请求回购股权系形成权，受合理期间限制。

我们认为，该问题的实质是如何认识投资方请求大股东或实际控制人回购股权的权利性质。就股权估值调整协议中投资方有权请求大股东或实际控制人回购股权的约定，根据民法典第一百四十二条第一款确立的合同解释规则，对该约定除按照协议所使用的词句理解外，还要结合相关条款、行为的性质和目的、习惯以及诚信原则来理解。从双方约定的目的看，实际上是在符合（未上市或利润未达标）条件时投资方既可以请求对方回购进而自己“脱手”股权，也可以不请求对方回购而继续持有股权。因投资行使此种权利有自主选择的空间，以合理期限加以限定，较为符合当事人的商业预期。具体而言：1.如果当事人双方约定了投资方请求对方回购的期间，比如约定投资方可以在确定未上市之日起 3 个月内决定是否回购，从尊重当事人自由意志的角度考虑，应当对该约定予以认可。投资人超过该 3 个月期间请求对方回购的，可视为放弃回购的权利或选

择了继续持有股权，人民法院对其回购请求不予支持。投资方在该3个月内请求对方回购的，应当从请求之次日计算诉讼时效。2.如果当事人双方没有约定投资方请求对方回购的期间，那么应在合理期间内行使权利，为稳定公司经营的商业预期，审判工作中对合理期间的认定以不超过6个月为宜。诉讼时效从6个月之内、提出请求之次日起算。】

一、《答复》的拆解与分析

司法实践中，一种观点认为回购权系形成权，理由在于认为回购权是赋予投资方在特定条件下以单方意思表示形成股权转让关系的权利，回购义务人此时并无缔约选择权，法律效果上相当于解除了投资协议，放弃了股东资格，类似于解除权，因此，回购权行权适用一年的除斥期间。【(2023)沪01民终5708号】

而另一种观点则认为，回购并非一旦提出就产生股权转让的效果，仍需要回购方愿意承担回购义务来完成；除斥期间必须有明确的法律规定的行使期间，而法条对回购权未做出过除斥期间期限的规定。投资人的主张回购的请求在权利性质上属于债权请求权，应适用诉讼时效制度的规定。【(2022)京04民初928号】

因诉讼时效是3年法定期限，而除斥期间如撤销权、解除权等为1年固定期限，有关回购权性质的判断决定了投资人可以在多长时间内进行行权决策。对于投资人来说，通常希望时间越长越好，甚至有约定投资人行权期为“永久”。而对于目标公司来说，触发对赌后投资人不行权的，则会使得目标公司股权、资产、各方权利义务处于一种不稳定的状态。并且，在诸多案例中，当事人援引他案中对自身有利的法院认定，导致回购权的性质判断处于十分焦灼的状态。

对于回购权的性质，《答复》并没有给出直接判断，而是立足于行权期应限于合理期限的角度分情况讨论：如果约定行权期如3个月的，则法院予以尊重，行权后开始起算诉讼时效，而未在行权期行权的，则表明投资人选择继续持有股权，回购权丧失；如果没有约定行权期的，则对合理期间的认定以不超过6个月为宜，6个月内行权后开始起算诉讼时效，而6个月内未行权，则回购权丧失。

二、是否溯及适用于存量案件

法答网并不对社会公开，是“最高人民法院为全国四级法院干警提供法律政策运用、审判业务咨询答疑和学习交流服务的信息共享平台”，而为“在更广范围更深层次发挥法答网释疑解惑交流、促进统一法律适用的功能效用”，最高院将相关答疑通过人民法

院报发布，其中就包括本文所讨论的《答复》。

通常来说，只有法律法规等才有不溯及既往的要求。《答复》并不是法律法规，而是对审判争议问题的回应。在答复发布后，审判机构可能会基于新的裁判思路审理存量案件，如此，《答复》将产生“溯及既往”的效果。

三、《答复》的是与非

《答复》相关措辞如“投资方行使此种权利有自主选择的空间，以合理期限加以限定，较为符合当事人的商业预期”、“为稳定公司经营的商业预期”等，似乎可以看出《答复》的立场更倾向于保护被投公司的利益，促使法律关系早日确定，避免对赌方的义务一直处于悬而不决的状态。

《答复》虽未采形成权的表述，但合理期限不行权则失权的观点与形成权具有同样的效果，且《答复》对未约定行权期的情形设定“不超过6个月为宜”的期限，时间相对较短，可能导致投资机构需要在剩余时间内做出行权判断、甚至导致投资机构失权，加剧对立立场。

实践中，可能有很多中间状态，例如投资人基于目前上市现状选择与目标公司共同度过这段时期而暂不行权。投资人做出该判断是基于回购权是请求权或者是一年除斥期间的形成权的认识，这是当事人的商业预期。而《答复》认为未约定行权期则“不超过6个月为宜”与该类中间状态的市场预期相背离，迫使投资人尽快做出决策，产生司法介入、影响商业判断的结果。这对目标公司来说，可能弊大于利。

四、对实务的影响与启示

《答复》有关未约定行权期、行权合理期间以不超过6个月为宜的观点对市场主体权利义务产生直接影响。相信诸多投资机构正在梳理对赌项目、计算剩余时间，考量是否进行行权。

对于未来项目，建议参照问答设置对赌行权期，以确定当事人的商业预期，并可在触发对赌后，在更充裕的时限内进行行权考量与决策。

对于现存项目，建议梳理对赌条件是否触发、是否约定行权时间。如未约定行权时间的，且触发对赌界至6个月的，投资人可能需要参考《答复》判断选择继续持有股权或者“脱手”股权。如未约定行权时间，且触发对赌已经超过6个月的，为了避免失权的风险，理论上来说，可能需要与对赌方协商就行权期限、延期回购等进行补充约定。

观点和争鸣

【03】信义，该如何是好？风险事件频发，私募基金信义义务在司法实践中的争议点

作者：袁远

来源：微信公众号 积慕

发布时间：2024年9月24日

笔者不止一次在课堂上向学生推荐《公正：该如何做是好（Justice: What's the Right Thing to Do?）》的哈佛大学公开课程，Michael J. Sandel教授将看似简单的“什么是公正”的问题，站在哲思高度不断提出疑问。当然，John Bordley Rawls的《正义论》也同样讨论正义的定义、历史发展、作用、内涵等。无论课程还是著作，最终都难以穷尽公正的外延。每个人对公正都有判断，但是在具体事例面前可能会做出不同的行动，我们可能无法界定公正，但以朴素的价值观，仍然可以探讨什么是公正的或不公正的。当然，法律以实现公平正义为主要目标，对“什么是公正”的有具法律条文加以界定。但是任何语言都无法穷尽不断变化的实际情况。类似地，私募基金管理人的“信义义务”与“公平正义”一样，都是内涵基本确定，但外延无限的概念。到底如何从事管理行为可以认定管理人尽了“信义义务”？对投资人实现了“管理正义”，对全部投资人实现了“公平公正”？在法律没有明确界定信义义务的体现形式情况下，私募基金管理人的信义义务该“如何是好”？

一、信义义务之缘起

信义义务虽然诞生于英美法，但是深究其起源，仍然有一定模糊性，正如博登·海默（Edgar Bodenheimer）所说，信义义务“有着一张普罗透斯似的脸(a Protean face)”。即便如此，普通法学者从三个维度考察信义义务的起源，即形式主义观点下的产生于信义关系，功能主义观点下的产生于“滥用风险”，以及道德主义观点下的产生于“信任基础、信义承诺及利他主义”。这几个维度各有优缺点。大陆法系学者认为，“善良家父”义务应当是信义义务的起源，虽然罗马法重视家父权威，随着社会的发展“家父”逐渐

被取代，演化成“善良管理人”，但是“善良家父”具有利他性、受信任以及信任基础，与现代管理人接受他人委托，代为管理他人资产行使管理权何等相似！英美法上，对“善良家父”原则也有体现，主要是与“过失”责任相关联，并用“警惕、睿智、勤勉和谨慎”来展示“信义义务”的内涵。无论从历史、法系和解决司法实践问题等角度看，罗马法的“善良家父”义务对解释私募基金管理人勤勉尽职、忠诚信义都有一定指导意义，因此，笔者赞同信义义务滥觞于“善良家父”义务。

二、信义义务的法律表现

我国现行法律、行政法规中，并未直接使用“信义义务”的表述，但是证监会、证券业协会、银行业协会等单位，在公开发布的文件中，多次使用了“信义义务”的表述，如2024年3月15日实施的《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》中“督促行业机构端正经营理念、校正定位偏差，把功能性放在首要位置，坚持以客户为中心，切实履行信义义务”的表述，证券业协会《关于发布《证券从业人员职业道德准则》及相关事项的通知》（中证协发〔2024〕192号文件）关于“诚实守信，专业尽职。从业人员应坚守契约精神，恪守信义义务，自觉保护投资者特别是中小投资者合法权益”等，但并未就信义义务的具体表现形式做详尽规定。笔者认为，在我国现行法律框架和语境下，最能直接体现“信义义务”内涵的，应当是“诚实、守信、谨慎、勤勉”等用词。就此而言，在私募基金领域体现“信义义务”的法律规范主要是《中华人民共和国证券投资基金法（2015修正）》第九条“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产，基金服务机构从事基金服务活动，应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。基金管理人运用基金财产进行证券投资，应当遵守审慎经营规则，制定科学合理的投资策略和风险管理制度，有效防范和控制风险。基金从业人员应当具备基金从业资格，遵守法律、行政法规，恪守职业道德和行为规范”，《私募投资基金监督管理条例》（2023年9月1日实施）第三条“从事私募基金业务活动，应当遵循自愿、公平、诚信原则，保护投资者合法权益，不得违反法律、行政法规和国家政策，不得违背公序良俗，不得损害国家利益、社会公共利益和他人合法权益。私募基金管理人管理、运用私募基金财产，私募基金托管人托管私募基金财产，私募基金服务机构从事私募基金服务业务，应当遵守法律、行政法规规定，恪尽职守，履行诚实守信、谨慎勤勉的义务”等规定。至于管理人在管理过程中哪些行为属于违反了信义

义务的，法律并没有也不可能穷尽。实践中，判断管理人是否违反了信义义务，除了法律规定外，还应当结合司法判例，总结规律。通过梳理勤勉尽职、审慎等关键词，能够基本分析出近年来法院对信义义务的普遍理解。

三、司法实践中关于信义义务的争点

信义义务原则类似民法典中民事行为应当遵守的诚实信用原则一样，无法穷尽具体表现形式。因此，司法实践中一般对管理人是否尽了勤勉义务争议较大的情形主要包括：第一，资金募集过程中，管理人的信义义务表现在哪里？第二，关于投资对象的投前尽职调查的边界，这一点无论在私募股权投资基金还是 FOF 基金中，均比较常见；第三，私募产品管理过程中，对产品的监控如何才能做到勤勉尽职？以上是笔者近年来处理私募投资基金纠纷过程中，仲裁庭、法庭概括关于勤勉义务“点单”最多的几项。对上述几个问题的回应，有时直接关乎案件的成败。主要是因为，一方面如果投资人主张管理人没有尽到勤勉尽职义务，法庭往往会将举证责任分配到管理人，“自证”勤勉尽职，证据的组织至关重要；另一方面，虽然投资人往往处于弱势地位，但是其也会收集部分证据，表面上已经证明管理人可能未尽到勤勉义务，需要管理人反证。

四、深度思考

1、成立时间

有人认为，关于信义义务成立的时间，可以从狭义和广义两个角度界定，广义的信义义务，应当包括产品募集阶段，虽然这个时候产品合同可能未成立；狭义上，应当以产品合同成立时起算。

笔者认为，从信义义务起源的“信义关系”维度看，信义来源于“信义关系”，受托人接受委托人的委托，忠诚勤勉地完成受托事项。我国法律虽然没有明确信义义务产生于何时，但是没有产生信义关系，就无法产生信义义务。即便从善良家父角度看，家父也要成为“家父”，才能监护“子女”。因此，不宜将信义义务提前到私募投资基金合同签订之前（当然这并不妨害法律在基金销售阶段规定基金管理人的义务，如适当性义务、说明义务）。在合同签订之前，有先合同义务来平衡拟签订合同各方的关系。因此，笔者认为，信义义务应当在合同成立以后，受托人接受了委托人的委托，开始实质性管理委托人的资产后，才产生了信义义务。所以，在资金募集阶段，管理人的宣传推介，甚至对拟成立或已经成立的基金（开放型）描述，不宜成为信义义务而是先合同义务的

规制对象。甚至，投资人不能对合同成立之前管理人对基金收益率、回撤情况等描述产生信赖利益。在实践中，风险揭示书、基金合同也往往会揭示基金风险，同时也会有“合同签订前一切关于基金的描述与合同不一致的，以合同为准”等类似表述。该类表述不能以违反信义义务为由加以否定。

2、判断标准

① 信义义务是补充性原则

司法实践中，信义义务应当作为法院在判定管理人是否违反相应法律、基金合同的兜底性条款，属于法律原则的司法适用。在有相关具体行业规范情况下，可以作为违反信义义务原则的说理性补充。法律适用上，应当穷尽管理人“募投管退”各阶段的具体规定，如果没有证据证明管理人违反了上述规定，其所从事的管理行为没有违背“诚实、守信、谨慎、勤勉”的信义义务，则应当根据案件具体情况，判定管理人不承担法律责任。例如，没有明确规定和合同约定管理人对其投资的私募基金产品（不是金融资产）的“管理行为清单”内容，管理人也根据行业惯例进行了产品“净值”管理，行为没有过错的，不应当对投资的损失承担法律责任。

② 信义义务的内涵：关于“善良”的判断

笔者认为，信义义务的内涵是“善良”。何为“善良”则是众说纷纭。判断善良的标准如果是“不作恶”，即不能怠慢投资人的资金、应当审慎、忠诚、不能将投资人的资金用于违法犯罪、更不能卷款跑路等，可能过于宏观。笔者认为对于善良与否的判断标准，可以从“用管理自己资产的注意义务去管理委托人的资产”。从“善良家父”角度看，如果有人委托家父监护委托人的子女，家父应当以照顾自己孩子的注意义务，来照顾委托人的子女。当然，一般的监护、代理等，都有传统的伦理道德、社会纲常、普遍正义等衡量，一般人很好判断家父是否尽了义务。但是金融纠纷领域中，专业性较强，框定管理人的义务，应当以现行的法律为基准，传统的公序良俗、社会公德作为重要补充。

当然，判断“善良”与否还需要注意以下几个问题：第一，职业能力水平与信义义务的关系问题，是否水平越高，注意程度就越高？第二，管理人是否利用管理资产自谋不当利益？第三，管理人是否有避免利益冲突的相应规定和措施等。总的看，【管理自己的资产注意义务=管理人他人的资产注意义务】在很大程度上可以说明管理人尽了信

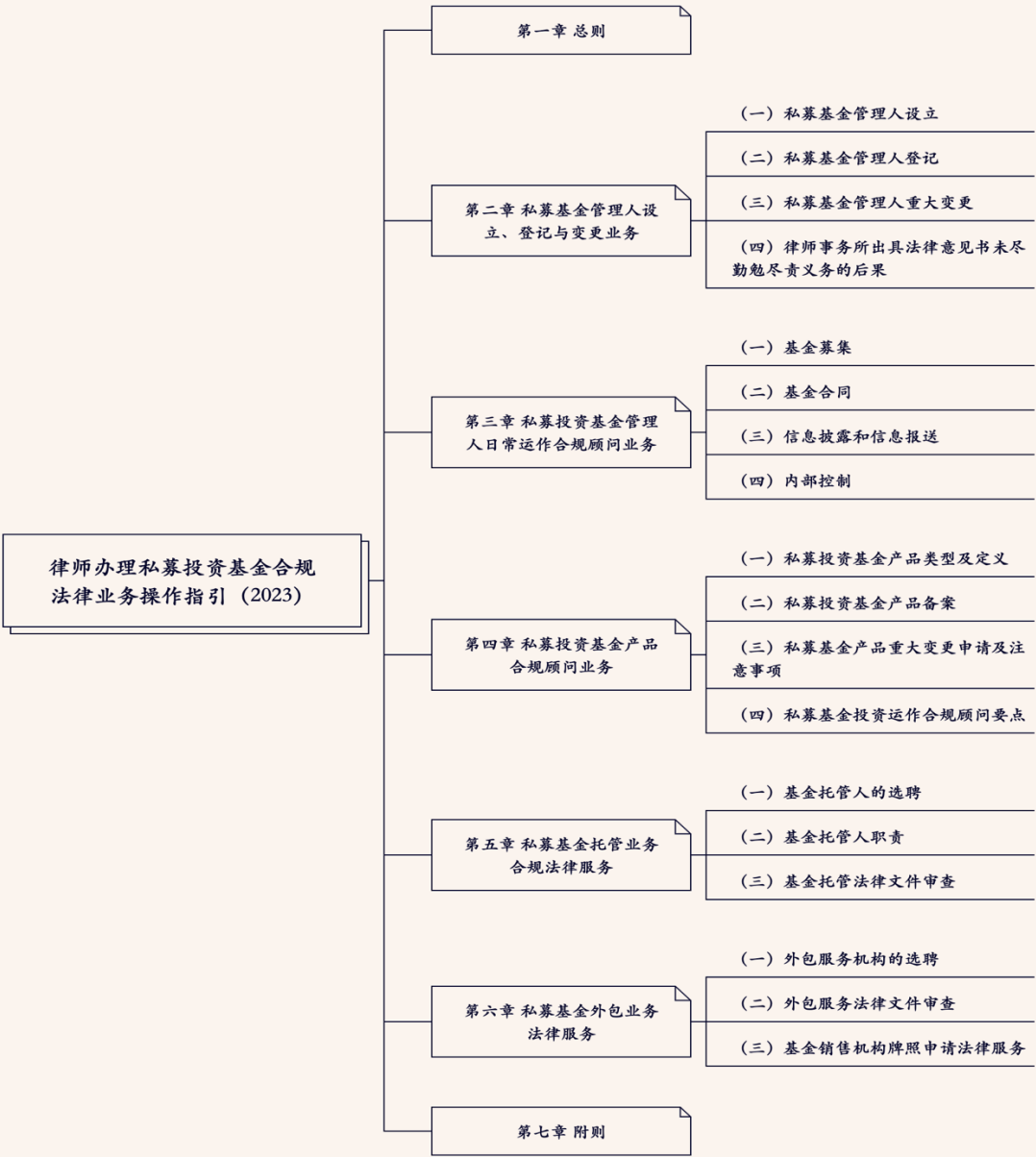
义义务（当然前提是合规）。例如，管理人管理的自己的资产和其他委托人的资产投资失败，但没有违反法律的有关规定，也没有违反管理人内部管理制度，很难说管理人没有尽到信义义务。一般管理人涉诉的，笔者也会询问管理人是否有自有资金投与其他投资人投资款一同投资，发生亏损？或者基金经理，甚至内部员工（合格投资者）是否投资到涉诉产品？这从一个侧面能够说明管理人履行了信义义务。以此为标准，能够从反面证明哪些情况即便没有法律明确规定，也能够认定管理人未尽“善良”管理的信义义务。例如，管理人以投资人的款项作为自身谋利的工具（管理费业绩报酬除外），将投资款用于“老鼠仓”或者操纵股票市场，使得自己谋取非法利益，致投资人的款项于不顾；再如，以非法占有为目的，套取投资人款项后，将款项用于投资自身控制空壳公司，再转移资产至境外或其他公司，甚至伪造投资失败、被投资企业破产等假象。

委员风采

【01】《律师办理私募投资基金合规法律业务操作指引》校对工作完成

2024 年 9 月，基金委就《律师办理私募投资基金合规法律业务操作指引（2023）》进行了最终的校对与修订，将送审后等待过会。

《指引》主要内容如下：



委员风采

【02】张景盛律师在“中国对赌协议的商业实践及其法律规制”法律论坛上作专题分享

张景盛 律师

北京德和衡（上海）律师事务所 合伙人

上海市律师协会基金业务研究委员会 委员

联系方式：zhangjingsheng@deheheng.com



2024 年 9 月 26 日，“中国对赌协议的商业实践及其法律规制”法律论坛在上海中心大厦 28 层北京德和衡（上海）律师事务所圆满举办。本次论坛主要针对一级市场正经历的一波集中、批量的回购浪潮，围绕中国独特的对赌实践和相应的法律规则展开探讨。

论坛上，德和衡上海所合伙人、联席主任张景盛律师从投资人行权的角度以《触发股权回购条款行权条件后投资人行权思考》为题进行分享。



张景盛律师首先从股权回购条款的效力出发，重点介绍了股权回购条款的无效情形；其次对回购义务方的确定及回购关系中的担保方地位进行简要介绍，详细分析了回购权的性质及行权期限，并针对回购权性质的两种学说进行了深入探讨；最后，张景盛律师结合司法实践，对回购权顺位的处理方案进行了设想，提出对赌协议问题需要在对全面的材料进行梳理的基础上进行综合判断，并总结了投资人需要考虑的问题及因素，建议优先采用非诉讼方式解决争议。

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

二〇二四年第9期

总第一百五十二期

