

私募证券投资基金合规运营(投资篇) 私募基金管理人参与网下打新的合规实务要点

作者：陶燕 | 曹诗敏

近期，多家私募基金管理人因网下打新违规被中国证券业协会或证券交易所采取自律措施，引起行业关注。2025 年以来，中国证券业协会及沪深交易所密集修订的网下打新相关规则开始施行，包括《关于发布<首次公开发行证券网下投资者分类评价和管理指引>及其配套文件的通知》《首次公开发行证券网下投资者管理规则》及沪深交易所配套实施细则等，监管核查标准持续提高。

从已有案例来看，网下打新内控制度的内容完整性、实际可执行性以及执行落地情况，是监管关注的重点。实践中，新股研究定价流程、定价小组成员设置、经办岗 AB 角及复核岗安排、通讯设备管控等环节，制度细节和操作规程有待进一步细化。这也是私募基金管理人完善内控体系时需要重点关注的方向。

基于此，本文将重点围绕网下打新资格准入与参与流程、典型违规情形与实务要点以及网下打新留痕管理三个方面，对网下打新业务中的实务要点进行梳理与分析，以期为私募基金管理人提供一份可落地的合规参考。

一．网下打新资格准入与参与流程

私募基金管理人参与网下打新，需遵循一套从资格注册到报价、申购、缴款的完整闭环。这套流程是搭建合规体系的起点。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

(一) 资格准入

私募基金管理人及其管理的基金产品作为网下投资者和配售对象，须先在中国证券业协会完成注册，满足特定条件，并建立完善的内部控制制度和业务操作流程。其中，需要特别关注以下两点：

1. **内控建设：**私募基金管理人应至少建立首发证券研究机制、研究报告撰写和审批机制、投资决策机制、合规管理制度、风险管理制度、专项业务操作流程、申购资金划付审批程序、业务培训机制、通讯设备管控制度、工作底稿存档制度和首发证券内部问责机制和薪酬考核机制。近期，在中国证券业协会公布的一则自律措施决定书中，某私募基金管理人的内部制度仅作出原则性规定，未对执行层面作出细化规定。由此可见，私募基金管理人在起草相关内控制度时，应重点关注内控建设的可执行性，根据实际情况设计制度表述。
2. **人员资质：**私募基金管理人注册网下投资者的，从事网下打新研究和投资的人员应具备两年(含)以上权益类资产研究或权益类、混合类产品投资管理经验，网下打新合规管理人员应具备两年(含)以上金融合规管理工作经历，并具备法律、金融等相关专业本科以上学历或通过国家统一法律职业资格考试。私募基金管理人直接管理的基金产品注册配售对象的，产品投资经理应具备两年(含)以上权益类资产研究或权益类、混合类产品投资管理经验。

(二) 网下打新业务流程

私募基金管理人参与网下打新业务，主要包括以下几个关键节点：

1. **研究定价：**私募基金管理人对上市新股进行充分研究，合理、审慎使用主承销商提供的投资价值研究报告，并撰写研究报告，研究报告应当包括但不限于发行人基本面研究、发行人盈利能力和财务状况分析、合理的估值定价模型、对有老股转让安排的新股发行进行敏感性分析(如有)以及具体报价建议或建议价格区间。撰写的研究报告经审批后，提交定价小组集体决策。
2. **初步询价日：**定价小组通过召开定价会议，对研究报告给出的具体报价建议或建议价格区间进行集体决策，确认最终报价，填写网下申购询价材料，经复核后提交最终报价。
3. **申购日：**申购平台自动剔除配售对象在初步询价阶段报价低于发行人和主承销商确定的发行价格或发行价格区间下限的初步询价报价及其对应的拟收购数量。提供有效报价的私募基金管理人，按照公告要求在申购时间内进行申购。私募基金管理人制作相应新股申购单，经复核后在证券交易所网下新股申购系统提交新股申购单。

4. **缴款日**：中签公告发布后，中签成功的，私募基金管理人核对中签公告中的产品名称、中签数量、中签金额等信息，制作划款指令，经复核后在公告规定时间内向结算银行开立的网下发行银行账户足额缴付申购资金，并在缴款日 15:00 之前确定划款是否到账。

二. 典型违规情形与实务关注要点

从过往案例可以看出，中国证券业协会和证券交易所对网下打新业务的核查覆盖面广、涉及环节多，由此可梳理出以下典型违规情形与实务关注要点：

(一) 情形一：新股研究定价流程缺少完整的逻辑推导过程

在过往案例中，中国证券业协会曾认定某私募基金管理人的定价依据不充分，新股研究报告审批机制执行不到位。具体而言，该案例暴露出以下违规情形：

1. **研究报告独立性不足**：新股研究报告中的盈利预测、估值分析、估值结论主要参考主承销商投资价值研究报告，并在其估值区间上限基础上上浮一定比例确定报价区间，缺乏独立、完整的逻辑推导过程。
2. **定价会议纪要逻辑不完整**：定价会议纪要未充分有力支持最终报价结果，逻辑推导过程不完整，缺少估值参数的详细说明。
3. **价格记录不一致**：会议纪要中记录的个别小组成员提出的论据观点与其建议价格存在不一致的情形；个别定价会议纪要记录的价格区间与研究报告建议价格区间存在不一致的情形；个别项目定价会议纪要中记录的拟申购价格与向证券交易所网下申购平台提交的拟申购价格存在不一致的情形。

除上述违规情形外，实践中以下事项亦值得关注：

1. **新股研究报告应避免模板化**：实践中，部分私募基金管理人会借助第三方平台提供的网下打新业务端口辅助业务开展。在此情况下，建议私募基金管理人关注研究报告具备独立、完整的逻辑推导过程，避免使用内容过于模板化、推导过程不充分的研究报告。
2. **新股研究报告审批留痕方式**：新股研究报告应当严格履行研究报告审批机制。但与定价会议不同，目前法律法规并未要求新股研究报告审批须经集体决策，因此，研究报告理论上可以由一人进行审批，通过线下纸质审批单或线上 OA 审批单留痕。
3. **定价会议纪要留痕方式**：由于定价会议纪要内容通常面临实质审查，建议私募基金管理人优先采用纸质会议纪要留痕，完整记录定价决策过程，并由定价小组全体成员手写签字确认。相较于电子签章或 OA 审批流，手写签字能确保成员亲自确认，避免代签风险。OA 审

批流程亦可能无法完整记录论据观点和逻辑推导过程，不建议以 OA 审批单替代纸质会议纪要。

(二) 情形二：未履行报价评估和决策程序

在过往案例中，中国证券业协会曾认定某私募基金管理人主要由负责新股报价的研究人员一人确定最终报价，存在集体决策程序缺失的情形。

定价小组成员组成：为满足集体决策的要求，定价小组成员至少应有 2 人。实践中，私募基金管理人多将定价小组成员设置为 3 人，通常配置例如研究人员、运营人员、交易员、投资经理。在配置定价小组成员时，需特别注意定价小组成员不得兼任冲突职务，且定价小组成员必须配置首发证券研究人员和投资决策人员。私募基金管理人在配置定价小组成员时，建议优先选择能够配合进行通讯设备管控的人员加入定价小组。

(三) 情形三：重要操作环节复核机制不到位

在过往案例中，上海证券交易所曾认定某私募基金管理人未在重要操作环节留存复核记录。根据《首次公开发行证券网下投资者管理规则》，重要操作环节包括报价、申购、缴款等环节。

上述环节直接关系到私募基金管理人及其管理的配售对象能否有效参与网下配售以及申购资金能否及时足额到位，属于操作风险高发环节。报价环节若出现价格录入错误，可能导致报价无效或偏离度过高，触发异常报价监测；申购环节若出现数量或价格错误，可能导致申购无效；缴款环节若出现金额或账户错误，可能导致未按时足额缴付认购资金。根据《首次公开发行证券网下投资者管理规则》，提供有效报价但未参与申购或未足额申购、未按时足额缴付认购资金等情形均构成违规，视违规次数适用不同的自律管理措施。

基于此，报价、申购、缴款等重要操作环节应设置 A、B 角和复核机制。

- 经办岗 A、B 角设置：**A 岗为日常操作责任人，B 岗为备岗替代责任人，A、B 岗均为经办岗，不得由 B 岗兼任复核岗。建议 B 岗接受与 A 岗同等的业务与合规培训，熟悉网下打新业务操作流程，在 A 岗因出差、请假等原因无法履职时，B 岗可承接职责。
- 复核岗设置：**据我们观察，实践中复核岗人员通常由运营部门或风控部门人员担任。复核岗工作内容包括但不限于申报价格是否在定价小组决议的区间内、申购数量是否超限、产品账户信息是否准确等。建议由具备相关专业知识的知识的人员担任重要操作环节的复核岗。
- 复核环节留痕要求：**重要操作环节的复核工作应进行留痕，实践中，私募基金管理人通常选择 OA 系统的复核审批确认单、发送邮件等方式对复核工作进行留痕。也有部分私募基金管理人选择在微信群中发送复核信息、由复核岗在群内确认复核情况的方式，但该方式可能导致报价知悉人员的范围扩大，从而加大通讯设备管控难度。

(四) 情形四：通讯工具管理制度不完善、执行不到位

在过往案例中，中国证券业协会曾认定某私募基金管理人的内部制度未明确询价当日交易时段存取通讯设备的要求，针对因出差、请假等特定情形导致无法执行移动通讯设备管控要求的报价知悉人员，内部制度未对有效防范报价信息泄露作出妥善安排。同时，在询价当日交易时段，未对报价知悉人员采取通讯设备管控措施，未见通讯设备存取记录，通讯设备管控记录不完整。

1. **管控人员：**研究、投资、决策、交易等报价知悉人员。
2. **管控范围：**包括但不限于手机、智能手表等具备通讯功能的个人设备及软件。
3. **管控时间：**询价当天交易时间段。
4. **管控措施：**仅由报价知悉人员签署合规承诺函，不应视为私募基金管理人已采取必要的管控措施。建议设置专用存储柜或保险箱，并由专人负责通讯设备存取的登记管理；通讯工具上交记录建议由管控人员和报价知悉人员共同签署确认，并妥善保存。
5. **出差、请假等特定情形的通讯工具管控措施：**由于定价小组成员较少，若规定出差、请假等无法现场执行通讯工具管控的报价知悉人员不得参与网下打新的，可能影响网下打新业务的正常开展。建议由相关人员事前向相关部门进行报备，说明无法现场执行通讯工具管控的原因，并自行做好询价当天交易时间的通讯工具管控等。

三. 网下打新留痕管理

私募基金管理人参与网下打新业务，主要受到中国证券业协会、证券交易所及当地证监局的监管检查，包括中国证券业协会的年度自律检查、证券交易所的日常监管和专项检查，以及当地证监局根据线索开展的核查。因此，私募基金管理人需严格落实合规标准，妥善留存相关资料，为应对监管检查做好准备。

基于此，我们整理了网下打新业务中应当进行留痕管理的材料，供私募基金管理人参考。

(一) 网下打新业务流程中留痕

1. **向主承销商申请参与网下打新相关材料：**包括但不限于网下投资者承诺函、网下投资者关联系核查表、配售对象资产规模证明、营业执照复印件、账户卡复印件等基本资质文件。
2. **定价依据：**包括但不限于研究员参与新股发行推介会的书面记录(如涉及)、主承销商投资价值研究报告、研究员独立撰写的新股研究报告等。

3. **定价小组会议纪要及定价决策过程其他相关材料：**包括但不限于确定价格区间和最终报价的定价决策会议纪要，并由定价小组全体成员以书面形式手写签字确认。涉及改价的，应当留痕包括但不限于在证券交易所网下打新平台二次提交的改价信息截图、改价理由详细说明、改价幅度计算依据、之前报价是否存在定价依据不充分及/或定价决策程序不完备的说明、重新履行定价决策程序的会议纪要等。
4. **通讯工具统一管控记录：**包括但不限于通讯设备存取记录、无法执行管控的报价知悉人员事前书面报备及审批材料等。
5. **申购、缴款环节相关材料：**包括但不限于通过证券交易所网下打新平台录入的申购单信息(含申购价格、申购数量等)、划款指令单(含划款金额、划款账户等)、复核记录、根据申购计划安排备付资金的审批记录、银行划款回单或网银转账截图等。

(二) 网下打新合规风控中留痕

在网下打新业务中，合规审查是确保各环节操作符合监管要求的关键防线。建议私募基金管理人建立常态化的合规审查机制，由合规部门独立开展审查工作，可从以下几个维度开展：

1. 合规审查报告

建议可从以下几个方面进行合规审查，并留存书面记录。

- (1) 私募基金管理人与项目发行人及主承销商的关联关系核查，例如是否存在相关规则规定的关联关系、向主承销商填报的关联关系核查表是否填写完整准确。
- (2) 报价申购行为合规审查，例如报价是否基于充分的定价依据和规范的决策程序、报价是否在建议价格区间内、重要操作环节是否设置了 AB 角和复核机制、是否存在使用他人账户报价等禁止性行为。
- (3) 报价客观性、审慎性回溯验证，例如以新股上市后一定期间成交均价为基准，计算报价偏离度。
- (4) 风险监测及分析，例如对网下打新业务各环节可能出现的风险进行识别，对存在风险事件或异常情况的，核查是否采取了必要、合理的风险控制措施，并评估网下打新业务风险是否可测、可控、可承受。

2. 适当性自查报告

私募基金管理人配合证券公司进行适当性自查的相关材料，以及每半年自行开展适当性自查的相关材料，包括但不限于网下打新资格注册条件持续符合情况、注册信息更新情况、重大事项报告情况等。

3. 员工培训记录

包括但不限于内部及/或外部培训讲义、文章资料、培训照片、员工签到表等。

4. 实施绩效薪酬递延支付或回退机制的内部审批记录

2025 年修订发布的《首次公开发行股票网下投资者管理规则》对于网下机构投资者提出了建立绩效薪酬递延支付或回退机制的新要求。网下机构投资者应当设置首发证券风险绩效考核指标，对报价的客观性、审慎性进行回溯验证，对于出现因自身不当报价行为引发负面舆情、被投诉、举报等情形，以及定价小组成员出现被采取与网下打新业务相关的自律管理措施、纪律处分、行政监管措施、市场禁入措施、行政处罚、刑事处罚等情形的，应当根据内部制度和劳动合同的规定，经过内部审批程序，对定价小组成员实施绩效薪酬递延支付或者回退机制。

基于上述要求，私募基金管理人应当在内控制度中明确触发条件、惩戒措施及审批流程，并由相关人员签字留痕。实践中，我们注意到部分私募基金管理人在网下打新制度中未明确相关要求，而是直接援引公司其他内控制度或者员工手册中的相关规定，此种情形下需注意确保其他内控制度或者员工手册已涵盖与网下打新相关的薪酬递延支付或回退机制内容。如其他内控制度或者员工手册中未包含相关内容的，应当修订员工手册或者在网下打新制度中增加相关内容。此外，由于此类内容涉及员工切身利益，在修订员工手册或者在网下打新制度中增加相关内容时，应依法履行民主程序和公示程序，确保制度效力。

四. 北京证券交易所网下打新的特别关注点

随着北京证券交易所(以下简称“北交所”)新股发行节奏加快及打新收益率表现较好，私募基金管理人参与北交所网下打新的关注度持续提升。但与沪深交易所不同，北交所网下打新在操作机制上存在显著差异，对私募基金管理人的合规建设提出了更高要求。

1. **报价与申购渠道不同：**沪深交易所网下打新通过交易所统一的网下申购平台进行报价和申购，而北交所网下投资者通过证券公司交易系统参与询价和申购，操作链路经由券商系统完成，私募基金管理人对操作环节的把控需延伸至券商端。
2. **资金预缴要求不同：**沪深交易所网下打新采用信用申购模式，申购时不需预缴资金，确定获配后在规定时间内缴付认购资金即可；而根据《北京证券交易所股票向不特定合格投资者公开发

行与承销业务实施细则》，北交所要求投资者在申购前将申购资金足额存入其在证券公司开立的资金账户，申购申报经北交所交易主机确认后生效，一经确认不得撤销。如资金预留不足，申购申报将无法被确认，构成“提供有效报价但未足额申购”的违规情形，由主承销商报告至中国证券业协会。

3. **违规后果跨板块联动：**根据《首次公开发行证券网下投资者管理规则》，提供有效报价但未参与申购或未足额申购、未按时足额缴付认购资金等情形构成违规。私募基金管理人出现一次违规情形的，需在规定时间内参加合规教育并提交承诺；出现两次违规情形的，其管理的相关配售对象不得参与网下询价和配售业务六个月；出现三次(含)以上违规情形的，其管理的相关配售对象列入配售对象限制名单十二个月至三十六个月。此外，私募基金管理人或其管理的配售对象在证券交易所各市场板块相关项目的违规次数合并计算，即北交所的违规记录将同时影响在沪深交易所的打新资格。

上述特点决定了北交所打新对操作细节和合规建设水平提出了更高要求。建议私募基金管理人在参与北交所打新前，充分了解北交所与沪深交易所的操作差异，重点关注资金预留的准确性，完善内控制度中与北交所打新相关的操作流程和复核机制。

五. 结语

鉴于监管机构及自律组织近年来对私募基金管理人参与网下打新环节合规运作的关注度不断提升，建议私募基金管理人加强网下打新业务的制度建设与合规管理，完善留痕工作，以提升内部管理规范性和合规水平。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



陶 燕
+86 21 3135 8755
yan.tao@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系：master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2026