

LINKS
Law Offices

通力律师事务所

《私募证券投资基金运作指引》要点简析

作者：吕红 | 罗黎莉 | 陶燕 | 王甜



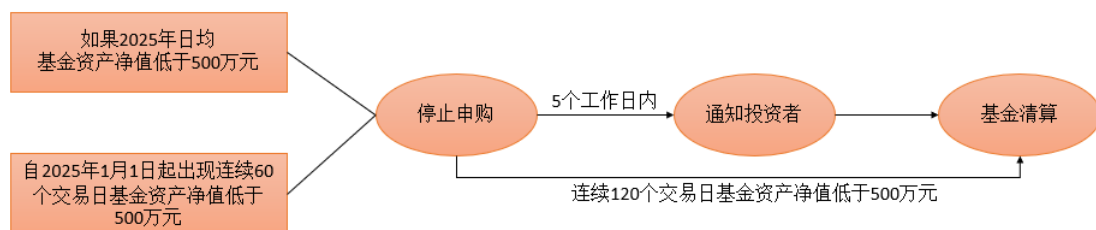
为了加强私募证券投资基金(以下简称“私募证券基金”)自律管理,规范私募证券基金业务,中国证券投资基金业协会(以下简称“基金业协会”)于 2024 年 4 月 30 日发布《私募证券投资基金运作指引》(以下简称“《运作指引》”)。基金业协会曾于 2023 年 4 月 28 日发布《私募证券投资基金运作指引(征求意见稿)》(以下简称“《运作指引(征求意见稿)》”),《运作指引》在充分调研、合理采纳各方意见后,对相关条款进行了调整优化,同时重视对 2023 年 9 月 1 日生效的国务院《私募投资基金监督管理条例》(以下简称“《私募条例》”)的贯彻落实,以及与中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)后续将出台的一系列私募监管法规的协调配合。《运作指引》对私募证券基金的运作影响重大且深远,本文对相关要点简析如下。

一. 衔接过渡安排

根据基金业协会发布的《关于发布<私募证券投资基金运作指引>的公告》(以下简称“《公告》”),《运作指引》自 2024 年 8 月 1 日起施行,施行之日后完成备案的私募证券基金,应当符合《运作指引》的规定,并对个别情形特别规定如下。

(一) 不符合最低存续规模要求

《运作指引》第四条对于私募证券基金的最低存续规模做出了要求,长期低于 500 万元的,应当停止申购乃至予以清算。《公告》明确 2024 年 8 月 1 日前完成备案的私募证券基金也要遵守《运作指引》第四条规定,并将长期低于 500 万元的起算时间定为 2025 年 1 月 1 日。



对于存续私募证券基金,建议基金管理人梳理基金合同中关于基金终止清算的条款中是否包含类似“法律法规规定应当终止的情形”这类兜底情形,如无,则建议修改基金合同,增加存续规模长期低于 500 万元作为基金清算的情形之一,以免后续触发此种情形时,因基金投资者不同意导致基金无法进行清算。

(二) 未按规定开展场外衍生品交易

《运作指引》第十七条从产品的净值规模、投资比例、保证金管理以及投资者适当性等方面对私募证券基金开展场外衍生品业务提出相关要求。自 2024 年 8 月 1 日起,如不符合该条要求的,私募证券基金不得新增投资者、不得展期、除因追加保证金需要募集外不得新增募集规模、合同到期后进行清算。

存续私募证券基金如已开展场外衍生品业务(尤其是参与多空收益互换(DMA)业务及雪球结构衍生品), 建议私募基金管理人在《运作指引》施行之前, 审视基金的投资运作情况, 视情况扩大资产配置范围、降杠杆, 核查投资者中是否存在分级产品。

此外, 据我们观察, 基金合同中通常不会就衍生品投资的具体投资比例及保证金比例进行明确约定, 而是以原则性约定为主。但倘若基金合同中约定了具体比例, 则建议对照《运作指引》第十七条进行相应修改, 不做修改的私募证券基金只能到期清算(不得新增投资者、不得展期、不得新增募集规模(因追加保证金需要募集的除外))。

(三) 投资比例、杠杆比例不符合要求

《运作指引》第十二条、第十三条、第十五条、第十六条、第十九条对私募证券基金的投资比例、杠杆比例进行了相应规定。对于不符合该等投资比例的私募证券基金, 《运作指引》给予了 24 个月过渡期, 具体如下:

事项	过渡期及整改要求
不符合组合投资要求(双 25%)	- 给予 24 个月过渡期, 过渡期内可正常开放申赎、正常投资运作 - 过渡期结束后(即自 2026 年 8 月 1 日起)仍不符合要求的, 不得新增募集规模, 不得新增投资者, 不得展期, 合同到期后进行清算 - 过渡期内如修改基金存续期间, 则需要修改基金合同并约定在《运作指引》施行 24 个月内符合要求(即, 避免通过任意展期来规避过渡期整改要求)
不符合杠杆比例要求(通常为 200%, 特殊情况为 120%)	
不符合单一上市公司的持股比例限制(30%)	
不符合债券的投资比例限制(双 10%、双 25%)	

由于基金合同中通常会约定投资比例, 建议私募基金管理人梳理基金合同中的相关条款, 如存在不符合《运作指引》第十二条、第十三条、第十五条、第十六条、第十九条规定的情形, 需要在 2026 年 8 月 1 日之前完成修改工作, 不做修改的私募基金只能到期清算(不得新增募集规模、不得新增投资者、不得展期)。

此外, 建议私募基金管理人重新梳理公司内部投资交易及风险控制相关制度, 根据《运作指引》的最新要求进行补充、完善。同时, 在投资风险管理的相关系统、业务流程中, 嵌入《运作指引》规定的法定投资比例控制指标。

(四) 基金合同无固定期限

无固定存续期限的私募证券基金, 应当在《运作指引》施行 24 个月内(即 2026 年 8 月 1 日之前)按照《运作指引》要求及基金业协会规定修改基金合同, 到期未整改的, 不得新增募集规模, 不得新增投资者。

(五) 基金合同的修改要求

根据《公告》第四条规定,对于存续私募基金,自2024年8月1日起,如基金合同的修改事项在《运作指引》中有相应规范要求,则需要按照《运作指引》的规定进行修改。

二. 私募证券投资基金募集及宣传推介相关规范要求

(一) 明确私募证券投资基金投资者风险评级不得低于基金风险等级

此前在私募基金募集领域,投资者划分为专业投资者与普通投资者,专业投资者不强制进行风险测评,理论上专业投资者可以购买任意风险等级的基金产品。普通投资者需要进行风险测评,普通投资者如主动要求购买与之风险承受能力不匹配的基金产品的,基金管理人在履行特别的告知、警示程序之后,可以向其销售相关基金产品(有条件允许错配)。《运作指引》第五条规定“私募证券投资基金投资者风险评级不得低于基金风险等级”,这使得私募证券投资基金的适当性管理要求与私募资产管理业务领域一致,即,不允许错配。

根据中国证监会发布的《证券期货投资者适当性管理办法》(证监会令第130号),对普通投资者应当进行风险承受能力测试和风险等级划分,对专业投资者可以但不强制进行风险等级划分。以此而言,《运作指引》第五条所要求的“私募证券投资基金投资者风险评级不得低于基金风险等级”主要适用于需进行风险测评的普通投资者。

我们注意到私募资产管理业务领域存在一种实践模式,即,对于《证券期货投资者适当性管理办法》第八条第(一)(二)(三)项规定的专业投资者(金融机构、金融机构发行的产品、养老基金及慈善基金等),通常不会对其进行风险测评,而对于《证券期货投资者适当性管理办法》第八条第(四)(五)项规定的专业投资者(即资产和经验达到一定标准的一般机构和自然人),会有部分私募资产管理计划管理人对其进行风险测评,并禁止错配。私募证券投资基金管理人在落实《运作指引》第五条规定时,从特别谨慎角度考虑若有必要,亦可借鉴前述操作。

为满足《运作指引》第五条要求,私募基金管理人接下来需要更新优化私募基金的募集流程,建议至少关注以下几点:

1. 按照最新要求更新投资者表单,删除其中关于不匹配相关的告知、警示文件;
2. 按照最新要求更新公司内部关于私募基金募集相关制度、操作规范、线上募集流程(如通过APP线上募集);
3. 重新审视与代销机构签署的协议或其他文件,如其中约定的适当性管理标准与《运作指引》第五条不一致的,需进行修改;

- 如私募基金募集采取线上签约流程,需与相关电子签约服务机构沟通、确认用于线上签约的模版文件是否需要更新。

(二) 规范披露私募证券基金的业绩信息

《运作指引》第六条对宣传、披露私募基金业绩信息的行为做了详细规范。

规范事项	具体规范要求
原则性要求	客观、真实、准确、完整
披露的内容	至少包括存续期间完整的历史净值、历史规模、投资策略、投资经理等
披露的对象	- 已履行特定对象确定程序的合格投资者 - 符合规定的基金评价机构(基金业协会官网有目录 https://www.amac.org.cn/fwdt/wyc/jgcprycx/jgcx/xjjpjigml/) - 不得向不存在基金销售委托关系的机构或者个人披露基金净值等业绩信息
展示和传递要求	仅私募基金管理人、签署基金代销协议的基金销售机构可以展示、传递基金净值
禁止性行为	- 不得将规模小于 1000 万元、成立期限少于 6 个月的私募证券基金过往业绩用作宣传、销售、排名 - 不得以误导投资者为目的选择性展示部分私募证券基金业绩、私募证券基金部分运作周期的业绩 - 不得展示未经私募基金托管人复核的基金业绩 - 不得对少于 6 个月周期的基金业绩进行排名 基金投资者仅为私募基金管理人或者其股东、合伙人、实际控制人、员工的,私募基金管理人、基金销售机构在基金宣传、销售、排名时,应当一并披露该情况

《运作指引》第六条要求仅私募基金管理人及基金销售机构可以展示、传递基金净值等业绩信息,目前市场上出现的第三方机构对外展示基金业绩信息、进行基金业绩排名的现象将会得到有效规范,有利于引导投资者关注长期业绩、加强对投资者短期投资行为的管理。

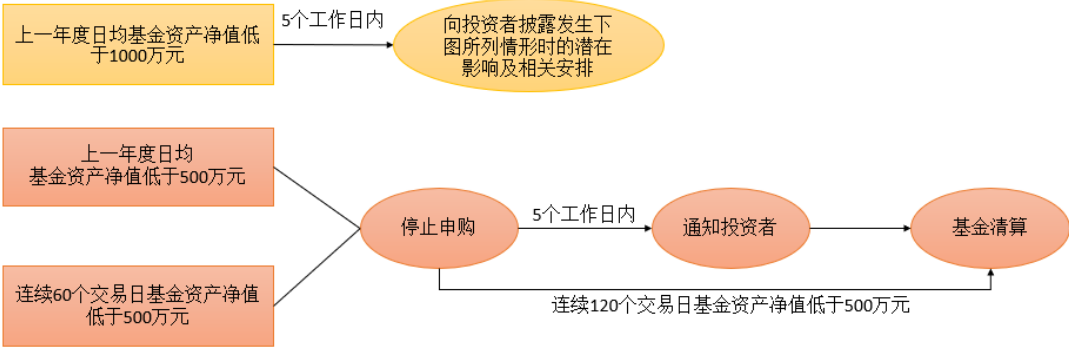
私募基金管理人为符合《运作指引》第六条的规定,需关注以下事项:

- 按照最新要求更新公司内部与私募基金宣传推介相关的制度、操作规范;
- 完善私募基金宣传推介材料模版,并加强对宣传推介材料内容的审核;
- 严格管控对外披露基金的业绩信息。

(三) 初始募集规模及存续规模要求

《运作指引》延续了《私募投资基金登记备案办法》(以下简称“《登记备案办法》”)中关于私募证券基金初始募集资金不得低于 1000 万的要求, 并强调投资者不得通过短期赎回的方式, 规避此项要求。

在此基础上, 《运作指引》对私募证券基金的最低存续规模也提出了相应要求, 具体请见下图所示。



注: 私募证券基金成立不满一年的, 计算上一年度日均基金资产净值时, 以该基金成立日至上一年度末的区间为基准进行计算

此外, 私募基金管理人存在多只资产净值低于 1000 万元的私募证券基金, 基金业协会可以要求私募基金管理人说明情况; 发现多只基金未实质开展投资业务且未合理说明的, 可以根据有关规定暂停办理其私募基金备案。

(四) 存续期、开放期及份额锁定期安排

《运作指引》第七条对私募证券基金的存续期、开放期及锁定期做出了明确规定。

基金类型	存续期	开放期	份额锁定期
开放式私募 证券基金	和现有规定保持一致, 合理确定存续期限, 不得约定无固定期限	- 每周至多开放 1 次, 且每次开放不得超过 2 天 - 投向 AA 级及以下信用债(可转债除外)、流动性受限资产¹合计超过基金净资产 20%的, 至多每季度开放一次, 每次开放不得超过 5 天	- 设置不得少于 3 个月的份额锁定期; 或者设置与基金份额持有期限对应的短期赎回费, 赎回费归入基金财产

¹ 《运作指引》第四十一条对“流动性受限资产”进行了定义。下同。

			- 管理人及员工跟投，锁定期不得少于 6 个月
封闭式私募证券投资基金	不得少于 1 年，并约定定期分红	/	/

三. 私募证券投资基金投资运作相关规范要求

(一) 明确提出不得开展通道业务

《运作指引》强调私募基金管理人应当履行受托管理职责，并首次明确提出不得开展通道业务。基金业协会过往在公示案例、新规培训及监管实践中常提到禁止通道业务，本次《运作指引》系首次在自律规则层面正式明确提出此项要求，并列明了两类常见的通道业务类型：

1. “让渡”管理权，由投资者、第三方下达投资指令或者负责投资运作；
2. 为投资者、证券发行人、金融机构、其他私募基金管理人、资产管理产品以及其他私募基金等第三方提供规避投资范围、杠杆约束、投资者门槛等监管要求的通道服务。

(二) 重申禁止多层嵌套要求

《运作指引》重申了禁止多层嵌套要求，强调私募证券投资基金接受其他私募基金、资产管理产品投资，或者投资于其他私募基金、资产管理产品的，应当符合法律、行政法规、中国证监会规定的投资层级要求。

(三) 明确产品类型

产品类型	定义	说明
固定收益类私募证券投资基金	投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于私募证券投资基金 已投资资产 80%的基金	已投资资产不包含现金管理工具。 ²
期货和衍生品类私募证券投资基金	投资于期货和衍生品的持仓合约价值的比例不低于私募证券投资基金 已投资资产 80%，且期货和衍生品账户权益超过私募证券投资基金 已投资资产 20%的基金	
权益类私募证券投资基金	投资于股票等股权类资产的比例不低于私募证券投资基金 已投资资产 80%的基金	
混合类私募证券投资基金	投资于固定收益类、权益类、期货和衍生品类资产的比例不符合前三类基金标准的基金	

² 根据《运作指引》第四十一条定义，现金管理工具是指银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券、货币市场基金等中国证监会认可的现金管理工具。

私募证券投资基金	组合投资于其他证券投资基金的比例不低于该私募证券母基金 已投资资产 80%的基金	
----------	---	--

在对私募基金产品进行分类时，目前主要依据基金业协会在《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》中列明的标准。该说明发布时间较早，本次《运作指引》对私募证券基金的分类做了优化，使得私募证券基金与金融机构资产管理产品的分类基本保持同步。针对《运作指引》中的分类，有以下几点值得关注：

1. 在计算比例限制时，分母是“已投资资产”(不包括现金管理类工具)，不同于私募资产管理业务领域用“总资产”作为分母进行计算。《运作指引》的界定方式有望能确保基金的每阶段投资、每笔投资尽可能与其产品类型相匹配，包括建仓期。《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》在界定“股票类基金”“固定收益类基金”时，对于分母未做明确，实践中大多按总资产来计算。而《运作指引》的规定施行后，私募基金管理人、私募基金托管人及相关服务机构或需进行系统升级和业务流程更新，以确保符合《运作指引》要求。
2. 同私募资产管理业务领域的监管规则，《运作指引》对被动超标的情形做了相应规定。即，受证券期货市场波动、证券发行人合并、私募证券基金规模变动等私募基金管理人之外的因素影响，导致私募证券基金的投资比例不符合《运作指引》规定或者基金合同约定的，私募基金管理人应当在 20 个交易日内调整至符合要求。因资产流动性受限导致无法完成前述调整的，应当在相关资产可出售、可转让或者恢复交易后的 20 个交易日内调整至符合要求。

(四) 投资比例要求

长久以来，私募证券基金行业缺少组合投资方面的规定。《运作指引》系首次针对私募证券基金提出了组合投资、分散投资等相关要求，对于私募证券基金的投资运作影响重大。

1. 组合投资要求(双 25%)

$$\frac{\text{单只私募证券基金投资于同一资产的资金}}{\text{单只私募证券基金的净资产}} \leq 25\%$$

图一

$$\frac{\text{私募管理人发行的全部私募证券基金投资于同一资产的资金}}{\text{同一资产}} \leq 25\%$$

图二

根据《运作指引》第二十二條規定，在計算雙 25%的比例限制時，可以按照買入成本與市值孰低法計算投資比例，在強調分散投資風險的同時，為私募證券基金的投资預留了些許靈活性。

(1) 豁免情形

豁免适用双 25%比例限制	豁免适用图二中的 25%比例限制
- 投资于现金管理工具、债券通用质押式回购、公开募集基金等中国证监会、基金业协会认可的投资品种 - 基金合同约定仅以战略配售、非公开发售、大宗交易、协议转让方式投资上市公司股票，全部投资者均为专业投资者且单个投资者投资金额不低于 300 万元(穿透认定)的封闭式私募证券投资基金(例如封闭式定增基金) - 基金合同约定将 90%以上基金资产投资于符合组合投资要求的单只私募基金(联接基金-主基金(Feeder-Master)类型) - 全部投资者均为专业投资者且单个投资者投资金额不低于 1000 万元(穿透认定)的封闭式私募证券投资基金	符合图一分散投资要求的私募证券投资基金投资单只私募基金的资金，可以不受图二的投资比例限制(在私募资产管理业务领域，仅允许私募资产管理计划 FOF 投资于为其定制的私募资产管理计划时，可以超过定制私募资产管理计划资产的 25%。相较而言，私募证券投资基金不限于 FOF 情形，被豁免第二个 25%的适用场景更宽)

(2) 同一资产的认定

资产类型	认定标准
标准化股权类资产	按照单一上市公司公开发行的股票、存托凭证，视为同一资产
标准化债权类资产	按照单只债券、中央银行票据、资产支持证券、非金融企业债务融资工具，视为同一资产
非标准化债权类资产	如证券公司发行的保本型收益凭证、质押式报价回购、质押式协议回购、标准化票据，按照同一“融资主体”及其关联方视为同一资产
基金类资产	按照单只证券投资基金或者资产管理产品视为同一资产
标准化期货和衍生品类资产	按照单只期货或者期权合约视为同一资产
场外衍生品类资产	- 场外期权及证券公司发行的非保本型收益凭证按照同一“交易对手方”视为同一资产 - 收益互换按照合约挂钩具体标的视为同一资产

值得关注的是：

- (a) 在私募资产管理业务领域，实行穿透式监管要求。私募资产管理产品投资于其他资产管理产品的，需要穿透计算，包括计算该资产管理计划的总资产时需穿透合并计算所投资资产管理产品的总资产，计算投资同一资产的比例时，也需穿透合并计算。《运作指引》未规定穿透核查要求，投资单只证券投资基金或者资产管理产品的，视为同一资产。
- (b) 关于标准化期货和期权类资产、场外衍生品类资产如何计算相应比例，《运作指引》未做明确。若借鉴私募资产管理业务领域实践，对于标准化期货和期权类资产，通常可采用保证金占比来计算。

2. 投资单一股票的比例限制(30%)

$$\frac{\text{同一实控人控制的私募证券管理人的} \text{ (自有资金+自主管理产品+顾问管理产品) 合计持有单一股票}}{\text{单一上市公司可流通股股票}} \leq 30\%$$

图三

3. 投资债券的比例要求

私募证券投资基金涉及债券投资的，《运作指引》对其投资比例进一步收紧，具体如下图列示。需要说明的是，国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券、可转换债券、可交换债券等中国证监会、基金业协会认可的投资品种，可以不受下述投资比例限制。

(1) 投资同一债券比例限制(双 10%)

$$\frac{\text{单只私募证券投资基金投资于} \text{ 同一债券的资金}}{\text{单只私募证券投资基金的净资产}} \leq 10\%$$

图四

$$\frac{\text{私募管理人发行的全部私募证} \text{ 券基金投资于同一债券的数量}}{\text{同一债券存续数量}} \leq 10\%$$

图五

值得注意的是，图五中考察的基准是债券的数量，而非投资于同一债券的资金。此外，《运作指引》对因债券数量变动导致被动超标做了豁免，即因发行人行使赎回选择权或者进行债券购回，以及其他持有人行使回售选择权导致的被动超标除外。

(2) 投资于同一发行人及其关联方发行的债券比例限制(双 25%)

$$\frac{\text{单只私募证券基金投资于同一发行人及其关联方发行的债券资金总额}}{\text{单只私募证券基金的净资产}} \leq 25\%$$

图六

$$\frac{\text{同一实控人控制的私募基金管理人管理的所有私募证券基金投资于同一发行人及其关联方发行的债券的总数量}}{\text{相关债券存续数量}} \leq 25\%$$

图七

(3) 其他投资比例限制

私募证券基金开展债券质押式协议回购业务的: (a) 质押或者接受质押单一债券的集中度适用上述双 10%及双 25%的限制比例要求; (b) 与单一交易对手方开展回购交易的金额不得超过基金净资产的 10%。

此外, 根据《运作指引》第二十二规定, 在计算上述第(1)(2)(3)项所列的比例限制时, 可以按照买入成本与市值孰低法计算投资比例, 在强调分散投资风险的同时, 为私募证券基金的投资预留了些许灵活性。

4. 杠杆比例要求

《运作指引》延续了 200%的杠杆比例要求, 要求私募证券基金的总资产不得超过该基金净资产的 200%, 同时明确强调不得通过场外衍生品等工具规避杠杆限制。

在此基础上, 《运作指引》进一步细化完善风险防控安排, 针对私募证券基金投向 AA 级及以下信用债(可转债除外)、流动性受限资产合计超过该基金净资产 20%的, 要求总资产不得超过该基金净资产的 120%, 全部投资者均为专业投资者且单个投资者投资金额不低于 1000 万元(穿透认定)的封闭式私募证券基金除外。

5. 被动超标的豁免情形

《运作指引》对于私募证券基金提出各项投资比例要求的同时, 也对被动超标的情形做了豁免规定。即, 受证券期货市场波动、证券发行人合并、私募证券基金规模变动等私募基金管理人之外的因素影响, 导致私募证券基金的投资比例不符合《运作指引》规定或者基金合同约定的, 私募基金管理人应当在 20 个交易日内调整至符合要求。因资产流动性受限导致无法完成前述调整的, 应当在相关资产可出售、可转让或者恢复交易后的 20 个交易日内调整至符合要求。

(五) 开展债券投资的要求

为了防范债券投资的信用风险, 自去年以来, 基金业协会针对涉及债券投资的私募证券基金的备案, 加强关注投资标的集中度情况、投资债券的风险控制手段、在管产品中是否出现债券评级下滑或潜在兑付风险以及管理人是否将相关风险向投资者进行披露等情况。本次《运作指引》

结合备案反馈实践，对债券投资做出了明确规范要求，除了针对投资集中度规定具体比例限制外，还对债券投资的风险管理、避免利益输送等方面提出要求，具体包括：

1. 审慎合理设置投资债券的发行人及所在地区、行业等集中度、价格偏离度、杠杆比例、主体评级、债项评级等风险控制指标；
2. 要求价格偏离度等指标出现异常情形时应当按照基金合同约定及时向投资者披露，并按要求向证券交易场所报告；
3. 强调私募基金管理人及相关主体不得参与债券结构化发行，不得参与债券代持，不得直接或者变相收取债券发行人及第三方支付的承销服务、咨询服务等各种形式的费用或者保证金。

(六) 开展场外衍生品的特别要求

针对私募证券基金开展场外衍生品业务，《运作指引》从产品的净值规模、投资比例、保证金管理以及投资者适当性等方面提出了相关要求。其中，部分规则是对衍生品管理相关法规(例如《证券公司场外期权业务管理办法》《证券公司收益互换业务管理办法》)中要求的重申，同时从私募证券基金降杠杆、防风险的角度，提出了若干新增要求。具体请见以下表格分析：

交易类型	《运作指引》要求	现有规定
与交易对手签订场外期权合约	基金净资产 ≥ 5000 万(仅开展商品类场外期权交易除外)	产品参与场外期权业务的，规模不低于 5000 万元人民币；穿透后的委托人中，单一投资者在产品中权益超过 20%的，应当符合《证券期货投资者适当性管理办法》专业投资者的基本标准，且最近一年末金融资产不低于 2000 万元人民币，具有 3 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等相关投资经验
	向 全部交易对手方 缴纳的场外期权交易保证金和权利金合计不得超过基金净资产的 25%	购买场外期权支付的期权费以及缴纳的初始保证金合计不超过产品规模的 30%
与交易对手签订收益互换合约	基金净资产 ≥ 1000 万元	目前私募法规要求初始募集规模不低于 1000 万元
	参与挂钩股票、股票指数等权益类收益互换的，向交易对手方缴纳的保证金比例不低于合约名义本金的 50%	券商与单一交易对手方开展权益类收益互换交易且符合特定条件(满足一定标的分散度、相关性、敞口条件，最典型的业务类型为多空收益互换(DMA)业务)的，券商向单一交易对手方收取的保证

	(我们理解《运作指引》本条规定主要是为了提高多空收益互换(DMA)中的保证金比例,对于常规的收益互换业务,如券商现有规则有更高比例要求,则仍需予以遵守	金应当覆盖交易或衍生品风险敞口,且不低于与单一对手方开展的多头或空头名义本金孰高的 25% 除上述特定情形外,一般适用以下规则: - 挂钩标的为股票、窄基股票指数及其产品、信用债的,向单一交易对手方收取的保证金比例不得低于合约名义本金的 100%(另有规定除外) - 挂钩宽基股票指数及其产品,无对应期货品种的,券商向单一交易对手方收取的保证金比例不得低于 50%,有对应期货或集中交易品种的,券商向单一交易对手方收取的保证金比例不得低于同一品种的期货或集中交易品种对应保证金比例
参与证券公司等机构发行带敲入和敲出结构的场外期权或者收益凭证(如雪球结构衍生品)	合约名义本金不得超过基金净资产的 25%,全部投资者均为专业投资者且单个投资者投资金额不低于 1000 万元(穿透认定)的封闭式私募证券基金除外	监管机构对于雪球类产品的风险严格把控,目前私募资产管理业务领域已落实 25%的比例限制要求。本次《运作指引》对私募证券基金做出相同规定

1. 私募证券基金及其投资者均不得存在份额分级安排

此项要求在证券公司场外衍生品交易规则中已有体现,《证券公司场外期权业务管理办法》及《证券公司收益互换业务管理办法》均要求,产品参与相关业务的,应当为合规设立的非结构化产品。不过《运作指引》对于产品背后投资者也提出相应要求,故私募证券基金如参与场外衍生品交易,在对投资者进行适当性管理时,需新增核查投资者是否存在份额分级安排。

2. 强调衍生品交易的适当性管理要求,私募证券基金不得提供通道服务

《运作指引》要求,不得将场外衍生品交易异化为股票、债券等场内标的的杠杆融资工具,不得为基金销售机构向自然人投资者销售特定结构的场外衍生品提供通道服务,不得为投资者提供规避场外衍生品交易要求的通道服务。

场外衍生品交易风险较大, 监管机构一直强调对于参与场外衍生品交易的投资者进行适当性管理, 例如普通投资者不能参与场外期权交易或收益互换业务, 只有满足一定条件的专业机构投资者才可以参与。过往实践中, 存在证券公司代销的产品(含个人投资者)“借道”私募基金拟百分之百投向证券公司作为交易对手方发行的雪球结构衍生品中(基金业协会发布的《私募基金备案案例公示(2022 年第 2 期总第 3 期)》通报了相关案例), 这类产品为实现监管套利目的, 开展通道类业务, 与私募基金管理人应开展主动投资管理要求相违背, 基金业协会已对该类私募基金采取不予备案的措施。本次《运作指引》将案例通报中的相关监管要求予以明确。

(七) 开展程序化交易的要求

《运作指引》第二十一条对主要开展程序化交易的私募证券基金, 提出了相应规范要求。其中大部分规定与中国证监会前不久发布的《证券市场程序化交易管理规定(试行)(征求意见稿)》中的规定一致(详见本所撰写文章[《简评<证券市场程序化交易管理规定\(试行\)\(征求意见稿\)>》](#)), 并提出了若干新要求:

1. 建立并有效执行程序化交易策略的研发、测试、验证、合规审查、上线等业务流程。据此, 程序化交易管理人推行新策略时, 需注意业务流程的完备性(关注合规审查的提前介入), 确保策略后续有效执行;
2. 建立流动性、持股比例集中度、杠杆、交易频率、期现匹配、风格暴露、瞬时大额成交等投资交易的风控制度并有效执行。建议程序化交易管理人对照梳理、更新投资交易及风险控制相关制度;
3. 保存历史交易记录, 算法或策略的文字说明等投资决策、交易涉及资料, 保存期限从 10 年(基金业协会对于基金投资业务材料的保存期限要求)提高至 20 年, 自基金清算结束之日起算。

(八) 细化私募基金托管人的职责要求

为保障私募证券基金的规范运作, 《运作指引》结合过往实践, 从以下几个方细化了私募基金托管人的职责要求。

1. 强调证券类基金应当进行托管, 并重申了私募基金托管人复核净值、监督投资运作等职责要求。
2. 细化了私募基金托管人的报送要求。私募基金托管人发现私募基金投资运作违反规定或基金合同约定的, 应当立即通知私募基金管理人, 并在 **5 个工作日**向中国证监会、基金业协会报告, 对尚未执行的投资运作指令应当予以拒绝。

3. 为了私募基金托管人更好履行投资监督及估值复核等职责,《运作指引》对于私募证券投资基金参与场外业务时私募基金托管人如何获取相关材料/信息,提供了法律保障。

- (1) 私募证券投资基金参与场外衍生品交易的,私募基金管理人应当在该基金下一估值日前将场外衍生品交易情况、交易文件等提供给私募基金托管人。并且,私募基金管理人签订场外衍生品交易文件时,应当明确授权由交易对手方、相关交易的清算机构在该基金下一估值日前直接向私募基金托管人提供场外衍生品交易文件并持续提供估值信息。

- (2) 私募证券投资基金开展债券质押式协议回购业务的,私募基金管理人应当在该基金下一估值日前将参与债券质押式协议回购业务的交易文件、交易对手方及质押标的等信息提供给私募基金托管人。

另外,对于私募证券投资基金存在产品嵌套的,为了避免信息不对称,《运作指引》要求私募基金管理人应当授权私募基金托管人将经复核的基金估值信息直接提供给上层私募基金的托管人。

4. 强调对私募基金清算流程进行监督,包括基金存续规模长期低于 500 万元时,监督私募基金管理人按要求及时办理基金清算;基金进入清算程序后,监督基金不得新增募集、不得新增投资。

私募基金的基金合同中通常会对私募基金托管人的职责要求、职责边界以及与私募基金管理人或其他机构之间的信息交互流程进行约定,建议私募基金管理人、私募基金托管人对照《运作指引》的上述规定,对相关条款进行更新、完善。

(九) 《运作指引》提出的其他新要求

1. 基金业协会 2023 年 9 月 28 日发布的《私募投资基金备案指引第 1 号——私募证券投资基金》(以下简称“《备案指引 1 号》”)对私募证券投资基金业绩报酬设定已有较为具体规定,《运作指引》在此基础上进一步明确,私募证券投资基金的业绩报酬计提方法应基于单一基金份额的整体收益情况进行计算,不得对同一基金的不同策略分别计提业绩报酬。
2. 开放式私募证券投资基金原则上不设置预警及止损线。基金业协会以往强调“应当审慎设置预警线、止损线”,《运作指引》首次对开放式私募证券投资基金设置预警及止损线采取了否定态度。
3. 基金合同应当明确巨额赎回及连续巨额赎回的相关内容。

基金业协会发布的《私募投资基金合同指引 1 号(契约型私募基金合同内容与格式指引)》要求基金合同中应当列明巨额赎回的认定及处理方式。《运作指引》进一步做了细化规定,

要求开放式私募证券基金的基金合同中应当明确约定巨额赎回和连续巨额赎回的认定标准、赎回顺序、赎回价格确定、赎回款项支付、告知投资者方式，以及投资者大额赎回的预约申请等事宜，发生前述情形时，可以按照基金合同约定采取延期办理巨额赎回申请、暂停接受赎回申请、延缓支付赎回款项、收取短期赎回费等流动性管理措施。

建议私募基金管理人对照查阅基金合同，梳理是否存在缺失的内容，例如据我们观察，目前基金合同中很少会约定大额赎回的预约申请，这块内容后续需留意补充。

四. 私募基金管理人的运作规范要求

《运作指引》在《私募条例》《登记备案办法》的框架下重申了对私募基金管理人自身经营方面的要求，并进一步细化了相关运作规则，以确保私募基金管理人能够“建立健全公司治理、内部控制、合规管理及风险管理制度，制定合理稳健的投资策略，确保业务开展与资本实力、投资管理能力、信息技术及风险控制水平相匹配，有效防范和控制风险”，具体包括：

(一) 要求完善防范利益冲突和利益输送的内部机制

1. 《运作指引》第三十一条要求私募基金管理人应当建立从业人员进行证券、私募基金等投资的申报、登记、审查、处置等管理和廉洁从业规范。一方面，该条是与《私募条例》第二十六条要求私募基金管理人“建立从业人员投资申报、登记、审查、处置等管理制度”规定在私募证券基金领域的有效衔接；另一方面，《运作指引》第三十一条也是对《私募基金管理人登记指引第1号——基本经营要求》(以下简称“《登记指引1号》”)第十条的补充，其要求的私募基金管理人必备制度是从业人员买卖证券申报制度。《运作指引》通过细化规定，明确了私募证券投资基金管理人的投资申报制度至少需要覆盖证券和私募基金两种投资类型。
2. 《运作指引》第三十二条一定程度上体现了与私募资产管理业务监管思路的一致性，具体而言：
 - (1) 《运作指引》第三十二条第一款针对私募基金管理人日常交易行为要求私募基金管理人建立公平交易制度和异常交易监控机制，体现基金业协会对私募基金管理人交易行为监管的进一步加强。公平交易制度早在《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》《登记指引1号》已有要求，而《运作指引》首次在基金业协会自律规则层面对私募证券基金明确提出了异常交易监控的要求。此前，异常交易监控机制主要在私募资产管理业务的相关规则中出现，《运作指引》的规定将私募基金业务与私募资产管理业务在异常交易监控方面的要求拉平。

虽然《运作指引》是首次明确对私募证券基金异常交易监控机制的要求，但实践中异常交易监控机制早已是私募基金投资必不可少的一个风险控制环节。不论是证券交易

所还是期货交易所，都对投资者的异常交易行为有相应的监管。本次在《运作指引》中要求私募基金管理人应当建立异常交易监控机制，也是从投资端的角度规范投资运作行为，与现有的交易所监管框架形成互补。

- (2) 《运作指引》第三十二条第二款对私募基金管理人的同日反向交易提出要求，严格禁止可能导致不公平交易或利益输送的同日反向交易。尽管《运作指引》对同日反向交易进行了严格限制，但《运作指引》也考虑到了私募基金管理人可能因投资策略或流动性需求而确需进行同日反向交易的实际情况，为此类交易预留了操作空间，要求投资经理提供决策依据，并留存记录备查。这也与公募基金、私募资产管理业务的监管思路保持一致。
- (3) 《运作指引》第三十二条第三款要求私募基金管理人及其从业人员的自有资金投资账户与其管理的私募证券基金或者作为投资顾问的资产管理产品之间发生的交易同样适用该第三十二条。

(二) 自有资金使用限制

《运作指引》第三十三条新增对私募基金管理人自有资金投资管理要求，并明确私募基金管理人的员工、穿透后参与实际经营的自然人股东或者合伙人、自然人实际控制人，以及前述主体实际控制的资金开展证券、私募基金等投资的，适用该条前两款要求。根据该条，私募基金管理人开展自有资金投资时需要遵守的基本要求如下：

- 1. 在风险可测、可控、可承受的情况下开展自有资金投资；
- 2. 建立自有资金投资管理制度和外部投资者利益绑定机制；
- 3. 确保自有资金投资的安全性、流动性，不得影响私募基金管理人及其所管理私募证券基金的正常运营；
- 4. 自有资金投资(包括通过独立账户、私募基金或者资产管理产品等进行投资)需要与私募基金管理业务有效隔离，并按要求向基金业协会进行报送；
- 5. 应当公平对待自有资金投资与其管理的私募证券基金或者担任投资顾问的资产管理产品投资，不得利用资金、信息、技术、策略等优势为自有资金牟取不正当利益，防范利益冲突，严禁利益输送。

《运作指引》第三十三条一方面是对《登记备案办法》中所要求的自有资金投资与私募基金业务有效隔离的进一步落实，另一方面也体现了《私募投资基金监督管理办法(征求意见稿)》关于私募基金管理人应当审慎开展自有资金投资活动的要求。同时，《运作指引》强调自有资金投资

不得影响私募基金管理人及其所管理私募证券投资基金的正常运营，这也呼应了《私募条例》《登记备案办法》所要求的私募基金管理人应具有良好财务状况，具备与业务类型和管理资产规模相适应的运营资金，保证私募基金管理人的正常经营。

(三) 信息技术建设

《运作指引》第三十四条首次对私募基金管理人的信息技术系统建设提出要求，该条也是对《私募投资基金监督管理办法(征求意见稿)》第七条所要求的“有符合要求的**信息技术系统**、安全防范设施、与私募基金管理业务有关的其它设施和独立的营业场所”的细化规定。相较于一般的私募基金管理人，本条对于依赖计算机技术开展投资交易的量化私募基金管理人而言影响更为重大。量化私募基金管理人应根据交易与业务模式建立和维护稳定的信息技术系统，保障系统及数据安全，实施有效的风险控制和应急管理。同时，该条要求私募基金管理人信息技术系统的运行不得影响证券期货交易所信息系统安全，这也是对《证券法》第四十五条规定的“通过计算机程序自动生成或者下达交易指令进行程序化交易的……不得影响证券交易所系统安全或者正常交易秩序”的贯彻落实。

(四) 流动性风险管理

《运作指引》第三十五条规定私募基金管理人应结合市场状况和自身管理能力制定并持续更新流动性风险应急预案，且符合一定资产管理规模以上等条件的私募证券投资基金管理人应当持续建立流动性风险监测、预警与应急处置机制，每季度至少开展一次压力测试。“符合一定资产管理规模以上等条件”尚待基金业协会进一步出台细则。本条与从事私募资产管理业务的证券期货经营机构所适用的监管标准类似。《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第六十三条规定证券期货经营机构应当建立健全流动性风险监测、预警与应急处置制度，将私募资产管理业务纳入常态化压力测试机制，压力测试应当至少每季度进行一次。但不同的是，与私募资产管理业务相比，《运作指引》对需要开展季度压力测试的私募基金管理人增加了“符合一定资产管理规模以上等条件”的限制，这也更加契合私募基金行业的实践。为免疑义，不论私募基金管理人的资产管理规模大小，都需要结合市场状况和自身管理能力制定并持续更新流动性风险应急预案，明确预案触发情景、应急程序与措施等。

(五) 信息披露原则要求

《运作指引》第三十六条仅对私募基金管理人等信息披露义务人的信息披露义务做了原则性规定，即“应当按照法律、行政法规、中国证监会和协会规定以及基金合同的约定向投资者进行信息披露，并保证所披露信息的真实性、准确性、完整性和及时性。”删去了《运作指引(征求意见稿)》所列举的需特别披露的具体情形列举(例如投资境外资产、杠杆交易、衍生品交易等)。我们理解，后续还会在基金业协会 2016 年《私募投资基金信息披露管理办法》的基础上，对私募基金信息披露有专门且全面更新的规定，《运作指引》对信息披露的具体要求不再展开规定。

(六) 计提风险准备金

《运作指引》第三十七条要求符合一定资产管理规模以上等条件的私募证券投资基金管理人应当按要求提取风险准备,主要用于弥补因私募基金管理人违法违规、违反合同约定、操作错误或者技术故障等给私募证券基金或者投资者造成的损失。《运作指引》暂未明确达到何种规模等条件的私募证券投资基金管理人需要满足该要求,亦未说明计提方法等,尚待基金业协会在未来的规则中阐明。

五. 证券类 QDLP 基金适用问题

QDLP 基金的常见结构是主联结构(Feeder-Master)。具有 QDLP 资格和额度的私募基金管理人发起设立 QDLP 基金, QDLP 基金作为联接基金,通常将 90%以上的基金资产投资于其境外母公司或关联方发行和管理的单一境外基金。该结构无法适用《运作指引》第十二条的双 25%投资比例要求,也无法落入第十三条第(二)项“基金合同约定将 90%以上基金资产投资于符合本指引第十二条组合投资要求的单只私募基金的私募证券投资基金”的豁免情形。QDLP 试点机制已在上海、深圳、北京、天津、海南、青岛、重庆、江苏、广东、宁波等地推行多年,已有一大批 QDLP 基金管理人和采用主联结构的 QDLP 基金,急切期待监管部门关注到证券类 QDLP 基金的特殊性,尽快就《运作指引》对证券类 QDLP 基金的适用问题(特别是可否豁免双 25%投资比例要求)做出澄清和指导。

我们也注意到《运作指引》第二十条规定“私募证券基金投资境外资产的,应当遵守跨境投资相关法律法规及业务规则”,也期待监管部门进一步明确该条款中的“跨境投资相关法律法规及业务规则”的范围和内容(例如监管部门是否将出台专门的 QDLP 规则)。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



吕 红
+86 21 3135 8776
Sandra.lu@llinkslaw.com



罗黎莉
+86 21 3135 8732
lily.luo@llinkslaw.com



孙 睿
+86 21 3135 8661
sue.sun@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: Linkslaw

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 2024