



2025 年 9 月
植德私募基金月刊

— 植德律师事务所 —

北京 | 上海 | 深圳 | 武汉 | 杭州 | 成都 | 青岛 | 广州 | 香港
Beijing | Shanghai | Shenzhen | Wuhan | Hangzhou | Chengdu | Qingdao | Guangzhou | Hongkong
www.meritsandtree.com

目 录

导 读	2
一、 私募基金市场新规	5
(一)国家市场监督管理总局发布《强制注销公司登记制度实施办法》	5
(二) 国家外汇管理局广东省分局印发《横琴粤澳深度合作区开展合格境外有限合伙人（QFLP）外汇管理试点业务实施细则》	5
(三)上海市人民政府办公厅印发《上海市政府投资基金管理办法（试行）》	6
(四) 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的解释（征求意见稿）》向社会公开征求意见	7
二、 基金业协会及其他市场动态	8
(一) 国务院新闻办公室举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会	8
(二) 金融街合作发展理事会资产管理专委会召开 2025 年度会议	8
(三)...中国证券投资基金业协会召开私募股权及并购投资基金委员会工作会议	9
(四) 中国证券投资基金业协会发布《私募基金登记备案动态（第三期）》和《私募基金登记备案动态（第四期）》	10
(五) 中国证券投资基金业协会发布《关于按照最新政策接收私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点申请材料及办理有关工作的通知》	11
三、 私募基金涉诉情况及处罚案例	13
(一) 基金业协会处罚案例	13
(二) 中国证监会与地方证监局处罚案例	16
(三) 基金涉诉案例分析	18
特此声明	29
编委会成员:	29

导 读

 私募基金市场新规

1. 2025 年 9 月 5 日，国家市场监督管理总局发布《强制注销公司登记制度实施办法》（以下简称“《实施办法》”），将于 10 月 10 日起施行。《实施办法》明确了可以强制注销登记的公司范围，规定在注销登记前依法须经批准的公司，不适用强制注销程序；围绕拟强制注销公司登记的公告、异议申请和审查、强制注销决定的作出和送达、强制注销程序的终止等，细化了有关文书规范和材料要求；并明确了相关部门、债权人和利害关系人的利益救济的救济举措。
2. 2025 年 9 月 15 日，国家外汇管理局广东省分局印发《横琴粤澳深度合作区开展合格境外有限合伙人（QFLP）外汇管理试点业务实施细则》（以下简称“《实施细则》”）。《实施细则》主要包括外汇登记、资金汇兑、信息报备及监督管理等五个方面的内容，适用于经地方金融管理部门认定的境内企业在横琴粤澳深度合作区依法发起成立可以以非公开方式向境内投资者和境外投资者募资的私募投资基金并受托管理试点基金投资业务涉及的相关外汇管理内容，具体规定了管理企业在取得试点资格以及获批可以募集的境外资金规模后的外汇登记手续、QFLP 试点规模余额管理、资金汇兑、国际收支统计申报等内容。
3. 2025 年 9 月 25 日，上海市人民政府办公厅印发《上海市政府投资基金管理办法（试行）》（以下简称“《管理办法》”）。《管理办法》涵盖政府投资基金设立、基金管理、基金退出、基金预算管理、监督绩效和风险控制全流程要求，旨在构建更加科学高效的政府投资基金管理体系，促进政府投资基金高质量发展，更好发挥政府投资基金服务上海经济发展的功能作用。
4. 2025 年 9 月 30 日，最高人民法院发布《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的解释（征求意见稿）》（以下简称“《司法解释草案》”），向社会公开征求意见。《司法解释草案》包括一般规定、股东出资及与出资有关的责任、股权代持与投资者权益保护、股权转让与优先购买权、公司治理、公司解散与清算、上市公司的特别规定等八个部分。

 基金业协会及其他市场动态

1. 2025 年 9 月，国务院新闻办公室举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会，介绍“十四五”时期科技创新发展成就。科技部副部长邱勇在会上表示引导创业投资应当“投早、投小、投长期、投硬科技”，加快组建国家创业投资引导基金，为创业投资“引流”“疏堵”。下一步，科技部会继续和金融管理部门、金融机构密切合

作，从科技创新的需求侧出发，扎实推动政策落地见效，为加快实现高水平科技自立自强提供有力的金融支撑。

2. 2025年9月19日，以“资管赋能科创 金融共筑未来”为主题的金融街合作发展理事会资产管理专委会2025年度会议举办，就资管行业高质量发展新路径进行会谈。中国证券监督管理委员会机构司司长赵山忠在会议上表示应更好发挥私募股权创投基金服务科技创新“孵化器”“加速器”功能，通过提供关键资金，支持创新资本形成，通过并购交易，促进产业链资源整合，通过专业投后管理，赋能企业成长。
3. 2025年9月25日，中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）发布资讯称长期资金委员会与股权投资类私募基金委员会联席工作会议在苏州召开，相关委员会委员、委员代表及特邀嘉宾72人参会交流。长期资金委员会分组讨论环节，与会委员、代表建议，针对长期资金与私募基金合作的重点领域、存在的困难，积极优化相关政策、疏通有关卡点堵点。母基金委员会分组讨论环节，与会委员及代表一致认为，从行业发展情况看，总体“企稳向好”，政府性基金、市场化母基金发展都面临一些新情况、新挑战，需要国家和相关部委、地方的支持性政策持续发力、推动落地见效。
4. 2025年9月30日，协会同时发布了《私募基金登记备案动态（第三期）》（以下简称“第三期动态”）和《私募基金登记备案动态（第四期）》（以下简称“第四期动态”，合称“本次动态”）。其中，第三期动态主要涉及管理人登记申请案例，第四期动态则是近期私募基金备案情况。本次动态为主要针对近期私募基金管理人登记、私募基金备案的新情况、新问题的总结，聚焦五类典型问题并结合典型案例进行分析说明。
5. 2025年9月30日，协会在资产管理业务综合报送平台发布《关于按照最新政策接收私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点申请材料及办理有关工作的通知》，进一步优化实物分配股票工作机制并扩大适用范围。

基金涉诉情况及处罚案例

基金业协会于2025年9月12日公布了对青岛**创业投资管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕148号）；于2025年9月19日公布了对广东**资产管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕156号）；于2025年9月26日公布了对上海**私募基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕167号）；于2025年9月30日公布了对**（武汉）私募股权基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕164号），对广东**基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中

基协处分〔2025〕180号），对深圳**基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕160号）。

广东证监局于2025年9月19日在其官网公布了一份行政监管措施决定书，对珠海横琴新区****股权投资管理合伙企业（有限合伙）采取责令改正的行政监管措施；于2025年9月22日在其官网公布了一份行政监管措施决定书，对珠海横琴新区****股权投资管理合伙企业（有限合伙）采取责令改正的行政监管措施。

江苏证监局于2025年9月10日在其官网公布了一份行政监管措施决定书，对江苏**私募基金管理有限公司采取出具警示函的行政监管措施。

山西证监局于2025年9月17日在其官网公布了一份行政监管措施决定书，对山西****私募证券投资基金有限公司采取责令改正的行政监管措施。

▶ 案例精选

2024年6月11日，上海金融法院就史某与某基金管理有限公司（以下简称“基金管理人”）、某集团公司（以下简称“代销机构”）之间的委托理财合同纠纷作出（2024）沪74民终250号终审判决。该案围绕私募基金管理人法定及约定义务的履行、赔偿责任与范围认定以及代销机构连带责任三大争议焦点展开审理，最终明确基金管理人及代销机构在销售基金产品时，未披露其底层资产带来的重大风险，构成适当性义务履行不到位，基金管理人应对投资损失承担赔偿责任，代销机构应承担连带责任。本刊将围绕该案，深入探讨私募基金管理人适当性义务的履行认定以及代销机构的连带责任边界，以期为私募基金行业及相关从业人员提供实务借鉴与合规指引。

一、私募基金市场新规

（一）国家市场监督管理总局发布《强制注销公司登记制度实施办法》

2025 年 9 月 5 日，国家市场监督管理总局发布《强制注销公司登记制度实施办法》（以下简称“《实施办法》”），将于 10 月 10 日起施行。《实施办法》依据修订后的《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”），针对被吊销营业执照、责令关闭或撤销后满三年未注销的公司，明确强制注销程序及救济措施，旨在优化市场主体退出机制，提高登记效率，同时保障各方合法权益，维护登记秩序稳定。

《实施办法》根据《公司法》明确了可以强制注销登记的公司范围，规定在注销登记前依法须经批准的公司，不适用强制注销程序。《实施办法》围绕拟强制注销公司登记的公告、异议申请和审查、强制注销决定的作出和送达、强制注销程序的终止等，细化了有关文书规范和材料要求。一是明确了对拟强制注销公司登记采取批量公告方式，公告期限为 90 天。二是明确了对异议申请进行形式审查，相关部门、债权人和利害关系人提出异议的，即终止强制注销程序。三是明确了公司登记机关应当参照民事诉讼法有关规定送达强制注销登记决定书，考虑到很多拟被强制注销的公司因通过登记的住所或经营场所无法联系被列入经营异常名录，明确对这类失联公司可以采取公告送达的方式。四是规定了强制注销程序终止或者公司被恢复登记之日起满三年，公司仍未申请注销登记的，公司登记机关可以再次启动强制注销程序。五是为避免异议程序被滥用，对恶意申请异议等情形规定了相应的法律责任。

同时，《实施办法》明确了公司被强制注销登记之日起三年内，相关部门、债权人和利害关系人认为存在涉诉、涉案，正处于清算、破产程序中等不应当强制注销公司登记情形的，可以书面形式向公司登记机关提出恢复登记的申请；为维护国家利益和社会公共利益，登记机关也可以依职权恢复公司登记，以充分保障各方权益。

（二）国家外汇管理局广东省分局印发《横琴粤澳深度合作区开展合格境外有限合伙人（QFLP）外汇管理试点业务实施细则》

2025 年 9 月 15 日，国家外汇管理局广东省分局印发《横琴粤澳深度合作区开展合格境外有限合伙人（QFLP）外汇管理试点业务实施细则》（以下简称“《实施细则》”）。横琴粤澳深度合作区成为继广州南沙自贸片区后，外汇局广东省分局辖内第二个获批开展 QFLP 外汇管理试点的区域。

《实施细则》主要包括外汇登记、资金汇兑、信息报备及监督管理等五个方面的内容，适用于经地方金融管理部门认定的境内企业在横琴粤澳深度合作区依法发起成立可以以非公开方式向境内投资者和境外投资者募资的私募投资基金并受托管理试点基金投资业务涉及的相关外汇管理内容，具体规定了管理企业在取得试点资格以及获批可以募集的境外资金规模后的外汇登记手续、QFLP 试点规模余额管理、资金汇兑、国际收支统计申报等内容。此次试点有利于提升区内跨境投融资便利化水平，主要亮点包括：**一是实行余额管理模式，赋予试点基金管理企业更多资金运作自主权**，允许其在登记的规模内自由汇出汇入本金，并可在其发起成立的多个 QFLP 试点基金之间灵活调剂额度，实现“额度共享+动态调剂”；**二是简化外汇登记，建立以基金管理企业为主体的外汇管理新模式**，管理企业持相关证明文件办理外汇登记即可，试点基金无需再单独办理登记；**三是跨境汇兑手续更加便捷，大幅精简办理跨境资金汇兑手续所需的资料**，凭管理企业出具的有关资金来源和用途的说明，及投资者出具的承诺按照中国境内相关税务法律法规足额缴纳税费的承诺函等，即可在该基金 QFLP 试点规模内为其直接办理跨境收支，真正实现“减环节、降成本、提效率”。

（三）上海市人民政府办公厅印发《上海市政府投资基金管理办法（试行）》

2025 年 9 月 25 日，上海市人民政府办公厅印发《上海市政府投资基金管理办法（试行）》（以下简称“《管理办法》”）。《管理办法》共计七章四十四条，涵盖政府投资基金设立、基金管理、基金退出、基金预算管理、监督绩效和风险防控全流程要求，旨在构建更加科学高效的政府投资基金管理体系，促进政府投资基金高质量发展，更好发挥政府投资基金服务上海经济发展的功能作用。

在基金设立方面，《管理办法》规定政府投资基金的统筹布局和市、区两级分级管理、设立前评估与方案细化以及设立时间、存续期与备案要求等，并要求政府投资基金根据不同定位分类设置管理要求，对创业投资类基金，可适当提高政府出资比例、放宽基金存续期要求、延长基金绩效评价周期，推动创业投资类基金作为耐心资本投早、投小、投硬科技；对产业投资类基金，应建立多元出资结构，适当降低政府出资比例，吸引更多社会资本，聚焦支持重点产业关键环节和重点项目。**在基金管理方面**，《管理办法》规定了政府投资基金的组织架构与嵌套层级控制，可采取母子基金或直投项目方式进行投资；基金管理人的相关要求、投资限制以及管理费计提及调整的考虑因素等。**在基金退出方面**，《管理办法》规定基金管理人应建立基金退出管理制度和制定退出方案，在章程或合伙协议中细化明确退出条件，并明确政府投资基金原则上不循环投资，基金投资的子基金和项目退出后，基金管理人应及时向出资人分

配资资金等。在预算管理方面，明确了政府投资基金的预算编制、审批、拨付等流程；在监督绩效和风险控制方面，《管理办法》明确了对政府投资基金实施全过程绩效管理，不将单一项目或年度盈亏作为追责依据，以及严禁以政府投资基金名义变相举债等。

（四）《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的解释（征求意见稿）》向社会公开征求意见

2025年9月30日，最高人民法院发布《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的解释（征求意见稿）》（以下简称“《司法解释草案》”），向社会公开征求意见。《司法解释草案》共八节九十条，包括一般规定、股东出资及与出资有关的责任、股权代持与投资者权益保护、股权转让与优先购买权、公司治理、公司解散与清算、上市公司的特别规定等八个部分。

《司法解释草案》第三十七条吸收了《全国法院民商事审判工作会议纪要》第五条关于“对赌协议”的相关内容。本条第1款规定了估值调整协议的范畴，即投资者与公司或者其股东、实际控制人订立估值调整协议，约定当公司在一定期间内达不到约定业绩或者不能实现上市等条件时，由公司或者其股东、实际控制人回购股权、承担金钱补偿义务等的协议。对赌协议原则有效，例外情形下无效。本条第2款规定了对赌协议的履行规则。本款要旨有三：其一，**未经履行减资或利润分配程序，对赌协议有效但无法履行**；其二，**未经履行减资或利润分配程序，也不能要求公司履行违约责任**。其三，**第三人的担保责任具有履行可能性，可照常履行**。本《司法解释草案》的前述规定将进一步推高对赌协议履行门槛，特别是分配利润程序的加入，将导致中小股东退出的难度进一步加剧。

《司法解释草案》第三十八条规定了股东（投资者）与股东之间的股权回购规则，三款分别规定了三种回购协议类型：第1款规定了附条件回购的协议类型，第2款规定了附条件和选择权回购的协议类型，第3款规定了附期限回购的协议类型。三款为并列关系。**第1款适用于附条件回购的协议类型，本款要旨有四**：一是股东和投资者之间按照约定处理其回购事宜；二是由于涉及股权变动等事项，需追加公司为第三人，并在合同履行后变更股东名册和工商登记；三是如果股东财产不足以支付回购款，可以拍卖仍然登记在投资者名下的股权以支付回款；四是回购义务履行前，投资者仍然需要履行股东义务和责任。严格来说，此处应当是股权变动之前，建议予以优化，区分债权效力和股权变动效力。**第2款适用于附条件和选择权回购的协议类型，其要旨有**：一是其不同于前述附条件回购协议，投资者享有选择回购和持有股权的选择权利；二

是条件成就后，投资者须在约定或合理期间内进行选择；三是一旦选择回购，按照本解释本条第1款处理；四是约定期间或合理期间经过后，投资者无权请求股东回购，例外情形是股东同意。**第3款适用于附期限回购的协议类型，其要旨如下：**一是原则上本类型本质上属于让与担保，按照担保规则处理；二是例外情形下，如果投资者实际上行使股东权利的，其股东身份已然成立，按照本条第1款规则处理，承担股东义务和责任。

二、基金业协会及其他市场动态

(一) 国务院新闻办公室举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会

2025年9月，国务院新闻办公室举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会，介绍“十四五”时期科技创新发展成就。

科技部副部长邱勇在会上表示引导创业投资应当“**投早、投小、投长期、投硬科技**”，加快组建国家创业投资引导基金，预计将带动地方资金、社会资本近1万亿元。加速布局了一批金融资产投资公司基金，签约金额突破3800亿元。联合社保基金会、大型银行和地方政府，推动设立科技产业融合基金、科创协同母基金、创投二级市场基金等，规模将超3500亿元，为创业投资“引流”“疏堵”。下一步，科技部会继续和金融管理部门、金融机构密切合作，从科技创新的需求侧出发，扎实推动政策落地见效，为加快实现高水平科技自立自强提供有力的金融支撑。

(二) 金融街合作发展理事会资产管理专委会召开2025年度会议

2025年9月19日，以“资管赋能科创金融共筑未来”为主题的金融街合作发展理事会资产管理专委会2025年度会议举办。来自监管部门、行业协会、资管机构、科创企业等百余位嘉宾参与此次会议，就资管行业高质量发展新路径进行会谈。国家金融监督管理总局资管机构监管司司长赖秀福，中国证券监督管理委员会机构司司长赵山忠，北京市人民政府副秘书长丁章春等出席。

赵山忠在会议上表示，从投资端来看，科创企业具有周期长、投入大、风险高等特点，尤其需要“长钱”的支持。赵山忠指出，应更好发挥私募股权创投基金服务科技创新“孵化器”“加速器”功能。私募股权创投基金是科技创新的关键驱动力之一，**通过提供关键资金，支持创新资本形成，通过并购交易，促进产业链资源整合，通过专业投后管理，赋能企业成长。**近年来，证监会持续深化改革，积极推动优化股权创业投资行业的生态，努力畅通募投管退全链条机制，更好地发挥私募股权创

投资基金支持科技创新的重要作用。证监会此次发声肯定了私募股权创投基金的重要作用，并释放出畅通募投管退全链条机制的利好信号。

(三) 中国证券投资基金业协会召开私募股权及并购投资基金委员会工作会议

2025年9月25日，中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）发布资讯称长期资金委员会与股权投资类私募基金委员会联席工作会议在苏州召开，相关委员会委员、委员代表及特邀嘉宾72人参会交流。协会主要负责同志出席会议，江苏证监局相关负责同志和证监会市场二司相关同志参加会议，协会分管负责同志主持会议。

长期资金委员会分组讨论环节，与会委员及代表认为，社保、保险、银行等为代表的长期资金具有投资期限长、风险承受能力强等特点，与私募股权创投基金专业化运作管理天然协同；在长期利率下行形势下，长期资金扩大权益投资、增厚投资收益的意愿显著提升，与私募股权创投基金深入合作的前景广阔。与会委员、代表建议，针对长期资金与私募基金合作的重点领域、存在的困难，积极优化相关政策、疏通有关卡点堵点：**一是推动相关部门研究破解长期资金投资私募基金的体制机制障碍**，持续完善一级市场生态，拓宽多元化退出渠道、着力破解“退出难”问题；**二是鼓励长期资金更加市场化地投资私募股权创投基金**，提升对私募基金管理人的筛选能力，同时，强化自身风险评估和监测，保障投资运作合规稳健；**三是引导私募基金管理人，提升价值创造能力**，提升规范化水平，打造持续稳定的长期投资业绩，同时，加大产品创新力度，研究推出符合长期资金资产负债管理要求的基金工具。

母基金委员会分组讨论环节，与会委员及代表一致认为，从行业发展情况看，总体“企稳向好”，一级市场募、投、退的活力有所提升，服务实体经济的功能作用持续增强。部分委员及代表也反映，政府性基金、市场化母基金发展都面临一些新情况、新挑战，“中央-地方”基金的功能发挥等方面还存在短板弱项，表现在耐心资本匮乏，LP结构性失衡，“投早投小投科技”有待进一步加强，退出渠道多元化程度不足，税收机制有待完善等问题仍长期存在，需要国家和相关部委、地方的支持性政策持续发力、推动落地见效。与会委员及代表一致表示，**科技成果转化、生产要素优化、海外市场拓展等领域相关赛道**，以及**“投早投小投硬”的早期投资、“强链补链延链”的中后期投资**，将成为股权创投基金的重点关注方向。

协会主要负责同志在讲话中强调，党中央、国务院始终高度重视发挥股权创投基金对实体经济发展的重要作用，近年来多次召开会议或发布政策文件，作出重要部署，提出工作要求，为行业高质量发展注入强大信

心。下一步，协会将在证监会领导下，强化服务型、科技型、研究型协会建设，贯彻好党中央、国务院及证监会党委相关决策部署，提升“五大服务”（服务国家战略、投资者、行业机构、从业人员、行政监管）能力，为推动行业高质量发展和增强服务实体经济功能营造良好生态。

(四) 中国证券投资基金业协会发布《私募基金登记备案动态（第三期）》和《私募基金登记备案动态（第四期）》

2025年9月30日，协会同时发布了《私募基金登记备案动态（第三期）》（以下简称“第三期动态”）和《私募基金登记备案动态（第四期）》（以下简称“第四期动态”，合称“本次动态”）。其中，第三期动态主要涉及管理人登记申请案例，第四期动态则是近期私募基金备案情况。本次动态为主要针对近期私募基金管理人登记、私募基金备案的新情况、新问题的总结，聚焦五类典型问题并结合典型案例进行分析说明。

根据第三期动态，协会在实质遵循自律监管规定的前提下，对于控制主体的专业经验认定，按照“实质重于形式”的原则并考虑国家重大战略等政策目标，给予了必要的灵活性，在监管实践上进行了突破。总体可以概括如下：私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人需要具备5年以上经营、管理或者从事资产管理、投资、相关产业等相关经验，但对于控股股东、实际控制人、普通合伙人**（1）因承担国家或区域重大战略职能，或（2）存在合并、分立、改制等情形导致工商成立时间不满5年的**，可根据其实际管理经验、承担战略职能情况等，按照实质重于形式原则追溯认定相关经验，从而突破上述工商成立5年以上的强制性要求。

第四期动态根据近期私募基金备案情况，总结管理人变相开展通道业务、管理人需具备持续展业能力、投资者不具备出资能力、管理人违规担任有限合伙人或私募基金违规担任普通合伙人等四类典型问题。

一是管理人变相开展通道业务。第四期动态通过两个相关案例，对包括双执行事务合伙人、执行事务合伙人与管理人分离情形下如何认定管理人委托投资管理职责、变相开展多管理人业务等进行了分析，对“变相开展通道业务”的部分表现形式进行释明，具体包括：（1）在基金存在多个执行事务合伙人情况下，管理人与其他执行事务合伙人共同负责筛选、尽调投资项目和投后管理，其他执行事务合伙人的执行合伙事务报酬收费标准高于管理费，其他执行事务合伙人的超额收益分成高于管理人；（2）在基金执行事务合伙人与管理人分离情况下，管理人与执行事务合伙人的控制关系较弱，如管理人虽为公司制执行事务合伙人的第一大股东，但持股比例在50%以下，或管理人未担任合伙制执行事务

合伙人的执行事务合伙人。

二是管理人需具备持续展业能力。协会通过相关案例对长期未展业机构的一些参考判断标准进行明示，具体包括：1、管理规模低于 3000 万元；2、早已完成管理人登记，但近 3 年未备案过新基金。协会对于长期未展业机构新备案基金时的重点核查内容包括：全体员工简历、劳动合同、近半年社保缴纳记录和工资流水、近一年公司账户银行流水等材料。私募基金管理人应当持续符合财务状况良好、专职员工不少于 5 人等要求，具备持续经营能力。协会对于长期未展业的私募基金管理人存在严重违规情形、实际控制人名下存在多家长期未展业机构、拟备案基金存在明显“保壳”特征的，从严审慎办理基金备案。如私募基金管理人存在员工人数不足、登记备案信息发生变更未及时更新等问题，应当及时进行整改，避免在提交基金备案后再进行整改，影响基金备案及投资活动。

三是投资者不具备出资能力。本次动态以相关案例明示了协会要求提供投资者出资能力证明的部分情形，私募基金投资者除满足投资者适当性要求外，还应具备与其认缴规模匹配的实缴出资能力，可履行相应出资义务。私募基金管理人需合理确定私募基金规模，在履行投资者适当性程序的基础上强化对出资能力核查，确保投资者资金来源合法、充足。

四是管理人违规担任有限合伙人或私募基金违规担任普通合伙人。根据《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第八条规定，私募基金管理人不得直接或间接将私募基金财产用于从事承担无限责任的投资。根据《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》第十二条规定，私募基金管理人设立合伙型私募股权基金且担任合伙人的，应当为执行事务合伙人。协会提供的相关案例所涉违规情形在相关法规及自律规则有明确的强制性规定：私募基金不得承担无限责任，不得担任合伙型私募基金的普通合伙人；有限合伙人不得执行合伙事务，私募基金管理人不得担任其管理的私募基金的有限合伙人。

(五) 中国证券投资基金业协会发布《关于按照最新政策接收私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点申请材料及办理有关工作的通知》

2025 年 9 月 30 日，协会在资产管理业务综合报送平台发布《关于按照最新政策接收私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点申请材料及办理有关工作的通知》，进一步优化实物分配股票工作机制并扩大适用范围。

此次调整明确，实物分配对象为私募股权、创投基金所持的 IPO 前股份及北交所公开发行前股份，以及通过重组、再融资取得的上市公司股

份。分配行为视同减持，须符合《上市公司股东减持股份管理暂行办法》及沪深北交易所相关规定，可通过占用集中竞价或大宗交易减持额度完成，分配后股份可自由流通。协会要求管理人严格核查分配主体与投资者资格，防范内幕交易与利益冲突，分配前后均需履行信息披露义务。基金管理人须通过邮箱提交申请材料，协会将联合交易所、中登公司等机构研判并出具办理意见，获批后 30 个工作日内完成非交易过户。

此次通知的发布，标志着实物分配股票政策进入常态化操作阶段，有助于提升私募股权、创投基金退出效率，推动股权投资“投—管—退”全链条顺畅运行。

三、私募基金涉诉情况及处罚案例

(一) 基金业协会处罚案例

1. 青岛**创业投资管理有限公司

基金业协会于2025年9月12日公布了对青岛**创业投资管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕148号）。

该机构的具体违法违规情形如下：

违法违规情况	违法违规依据	处罚结果
《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕148号）		
披露的信息不真实、不准确	《私募投资基金管理人内部控制指引》第二十五条	暂停受理其私募基金产品备案十二个月
未履行诚实信用谨慎勤勉义务	《私募投资基金监督管理暂行办法》第四条； 《私募投资基金管理人内部控制指引》第七条	
未及时进行重大信息变更	《私募投资基金登记备案办法》第四十七条	

2. 广东**资产管理有限公司

基金业协会于2025年9月19日公布了对广东**资产管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕156号）。

该机构的具体违法违规情形如下：

违法违规情况	违法违规依据	处罚结果
《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕156号）		
从事与私募基金管理无关的业务	《私募投资基金管理人内部控制指引》第八条	进行公开谴责

3. 上海**私募基金管理有限公司

基金业协会于2025年9月26日公布了对上海**私募基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕167号）。

该机构的具体违法违规情形如下：

违法违规情况	违法违规依据	处罚结果
《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕167号）		
虚假报送	《私募基金监管办法》第二十五条	撤销其私募基金管理人登记
内控严重缺失	《私募基金监管办法》第四条； 《私募投资基金管理人内部控制指引》第十二条； 《私募基金管理人登记须知》第三条第六项	

4. **（武汉）私募股权基金管理有限公司

基金业协会于2025年9月30日公布了对**（武汉）私募股权基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕164号）。

该机构的具体违法违规情形如下：

违法违规情况	违法违规依据	处罚结果
《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕164号）		
管理人登记信息与事实不符	《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》第四条	进行警告
未合理审慎审查投资者提供的资产证明文件	《私募投资基金募集行为管理办法》第二十七条	

5. 广东**基金管理有限公司

基金业协会于2025年9月30日公布了对广东**基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕180号）。

该机构的具体违法违规情形如下：

违法违规情况	违法违规依据	处罚结果
《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕180号）		
向投资者分配的收益不与投资项目的资产、收益、风险等情况挂钩	《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第九条第六项； 《私募投资基金登记备案办法》第四十一条第三项	暂停受理其私募基金产品备案六个月
未按规定向投资者履行信息披露义务	《私募投资基金信息披露管理办法》第三条	
内控管理不规范	《私募投资基金管理人内部控制指引》第十二条、第十四条、第二十七条； 《私募投资基金备案须知》第十九条； 《私募投资基金募集行为管理办法》第十二条； 《私募投资基金登记备案办法》第八条第四项、第二十一条； 《私募基金管理人登记须知》第三条第六项。	

6. 深圳**基金管理有限公司

基金业协会于2025年9月30日公布了对深圳**基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕160号）。

该机构的具体违法违规情形如下：

违法违规情况	违法违规依据	处罚结果
《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕160号）		
未能实施有效的内部控制	《基金从业人员管理规则》第三条、第十六条； 《私募投资基金管理人内部控制指引》第三条、第十四条、第十五条	撤销其私募基金管理人登记。

存在影响投资者风险评测结果的行为	《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》第二十七条	
未充分履行适当性管理义务	《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》第四十八条	
合规风控负责人长期未到岗履职	《私募投资基金登记备案办法》第十一条	
未能妥善保存在管私募基金产品的部分投资者适当性管理业务录音录像资料	《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》第十七条	

(二) 中国证监会与地方证监局处罚案例

1. 广东证监局

广东证监局于 2025 年 9 月 19 日在其官网公布了一份行政监管措施决定书，对珠海横琴新区****股权投资管理合伙企业（有限合伙）采取责令改正的行政监管措施。具体情形如下：

违规行为	监管依据	行政监管措施
〔2025〕96 号		
一、委托不具有基金销售业务资格的人员募集资金； 二、将公司内部管理职能交由非公司员工行使，任由部分员工协助他人从事与公司无关业务，公司内部管理存在缺陷。	《私募投资基金监督管理暂行办法》第四条第一款； 《证券期货投资者适当性管理办法》第三条、第六条第二项、第十九条、第二十九条第一款； 《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第六条第一款第八项	采取责令改正的行政监管措施。

广东证监局于 2025 年 9 月 22 日在其官网公布了一份行政监管措施决定书，对珠海横琴新区****股权投资管理合伙企业（有限合伙）采取责令改正的行政监管措施。具体情形如下：

违规行为	监管依据	行政监管措施
------	------	--------

违规行为	监管依据	行政监管措施
〔2025〕102号		
一、未按合同约定进行信息披露； 二、未获取部分投资者的资产证明或收入证明，以及留存的个别投资者资产证明材料未能反映其收入来源和数额、资产、债务等财务情况； 三、适当性内部管理制度中未明确投资者分类、产品或者服务分级、适当性匹配的具体依据、方法、流程等； 四、未对个别投资者提出明确的适当性匹配意见； 五、个别投资者风险承受能力低于其所购买的私募基金产品风险等级，未进行特别的书面风险警示； 六、从事与私募基金管理无关的业务活动。	《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条第九项、第二十四条； 《证券期货投资者适当性管理办法》第三条、第六条第二项、第十九条、第二十九条第一款； 《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第四条	采取责令改正的行政监管措施。

2. 江苏证监局

江苏证监局于2025年9月10日在其官网公布了一份行政监管措施决定书，对江苏**私募基金管理有限公司采取出具警示函的行政监管措施。具体情况如下：

违规行为	监管依据	行政监管措施
〔2025〕161号		
一、未妥善保存投资者适当性管理方面的记录； 二、在投资者风险测评中,存在提示、暗示、诱导、误导等对测试人员进行干扰行为； 三、未按合同约定的方式向投资者进行信息披露。	《私募投资基金监督管理暂行办法》第四条第一款、第二十四条、第二十六条	采取出具警示函的行政监管措施。

3. 山西证监局

山西证监局于 2025 年 9 月 17 日在其官网公布了一份行政监管措施决定书，对山西****私募证券投资基金有限公司采取责令改正的行政监管措施。具体情形如下：

违规行为	处罚依据	处罚结果
〔2025〕32 号		
一、设立的私募基金产品通过代持方式向合格投资者之外的个人募集资金； 二、与其他公司混同办公。	《私募投资基金监督管理暂行办法》第四条第一款、第十一条第一款、第十四条； 《私募基金管理人登记指引第 1 号-基本经营要求》第八条第一款	采取责令改正的行政监管措施。

(三) 基金涉诉案例分析

2024 年 6 月 11 日，上海金融法院就史某与某基金管理有限公司（以下简称“基金管理人”）、某集团公司（以下简称“代销机构”）之间的委托理财合同纠纷作出（2024）沪 74 民终 250 号终审判决。该案围绕私募基金管理人法定及约定义务的履行、赔偿责任与范围认定以及代销机构连带责任三大争议焦点展开审理，最终明确基金管理人及代销机构在销售基金产品时，未披露其底层资产带来的重大风险，构成适当性义务履行不到位，基金管理人应对投资损失承担赔偿责任，代销机构应承担连带责任。本刊将围绕该案，深入探讨私募基金管理人适当性义务的履行认定以及代销机构的连带责任边界，以期为私募基金行业及相关从业人员提供实务借鉴与合规指引。

本案基本事实

本案基本事实主要如下：

- 2018 年 7 月 18 日，史某向某基金募集账户转账 500 万元认购案涉基金。同月 20 日基金管理人出具《某私募基金一期开放期份额确认公告》（以下简称“《份额确认公告》”）。
- 2018 年 7 月 23 日，史某与基金管理人、基金托管人签订《基金合同》。《基金合同》载明案涉封闭型股权基金的投资方式为通过收购 A 公司 40%股权的方式，间接对 B 公司进行投资，并以 B 公司的名义对坐落于上海市浦东新区前滩某地块项目（以下简称“某地块项目”）进行开发

建设。此外，史某还签署了《投资者基本信息表（自然人）》《基金投资者风险测评问卷》及《风险不匹配警示函投资者确认书（个人）》。

2018年7月24日，代销机构向史某出具《资金到账确认函》载明：“感谢您选择代销机构为您提供投资咨询、投资管理服务；代销机构理财师在遵循诚实守信的原则前提下，为您推荐了案涉基金；您通过代销机构推介，自愿认购该产品；您于2018年7月18日向案涉基金汇入500万元整，已确认收到；该产品的成立和成立日期以基金管理人出具的份额确认函为准；该产品成立后，代销机构会配合相关单位认真积极地为您做好该产品后续服务工作。”

- 2020年3月，基金管理人发布的《2019年年度管理报告》中披露如下情况：在案涉基金募集时，某地块项目已经迟延开工、迟延竣工，且迟延竣工已逾半年。根据某地块项目《土地转让合同》的约定，B公司应承担违约责任。但基金管理人和代销机构均未向投资者披露前述事实。2018年7月31日，B公司以某地块项目向银行抵押贷款。
- 2020年4月，某地块项目竣工。2021年4月，因案涉基金财产未变现完毕，基金管理人发布延期公告。
- 2022年6月，基金管理人发布清算公告称鉴于案涉基金在存续期及延长期内未能完成全部资产变现，基金管理人决定案涉基金进入清算期。由于基金底层资产于2018年被抵押以申请银行贷款，银行已另案诉讼就抵押不动产实现优先受偿。
- 史某面临投资损失，以管理人风险测评时间晚于转账投资时间、未在其投资前向其充分揭示底层资产逾期竣工等为由，请求一审法院判令基金管理人向其赔偿本息损失。一审法院上海市静安区人民法院审理认为底层项目虽存在逾期竣工，仍完成项目验收，基金管理人未及时披露相关信息的行为存在影响投资者的投资决策和预期的可能性，但并非史某投资损失的直接和根本原因，最终判令基金管理人对史某损失承担20%赔偿责任。
- 史某不服上海市静安区人民法院(2022)沪0106民初41359号民事判决，向上海金融法院提起上诉，同时提出管理人还未按基金合同约定进行回访。

争议焦点

本案的争议焦点主要为：1.基金管理人是否完全履行其法定及约定义务？2.基金管理人应否承担赔偿责任及责任范围？3. 代销机构应否承担连带责任？

本案中，一审法院依照《中华人民共和国民法典》（以下简称“《民法典》”）第五百零九条第一款，《中华人民共和国证券投资基金法》（以下简称“《基金法》”）第九条第一款、第一百四十五条第二款、《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第九十条之规定，判决：1.基金管理人应于判决生效之日起十日内赔偿史某 956,970.16 元；2.驳回史某其余诉讼请求。二审法院在开庭审理后撤销一审判决。

一审法院认为：

关于争议焦点一：《基金法》第九条第一款规定，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。《基金合同》亦约定了基金管理人应恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的管理义务，并配备足够的具有专业能力的人员进行投资分析、决策，以专业化的经营方式管理和运作基金财产。

关于投资者适当性义务，适当性管理制度旨在通过提供真实、充分、详尽、明确的信息辅助投资者作出符合其真实意思表示的自主决定，而非代替投资者决策。《证券期货投资者适当性管理办法》第十九条规定，经营机构告知投资者不适合购买相关产品或者接受相关服务后，投资者主动要求购买风险等级高于其风险承受能力的产品或者接受相关服务的，经营机构在确认其不属于风险承受能力最低类别的投资者后，应当就产品或者服务风险高于其承受能力进行特别的书面风险警示，投资者仍坚持购买的，可以向其销售相关产品或者提供相关服务。本案基金管理人对于史某进行的风险测评中，史某风险承受能力与涉案产品风险等级不匹配。史某明确知悉投资风险和可能的不利后果，亦明知其风险承受能力不适于涉案基金投资，仍坚持申请购买涉案基金，系史某真实意思表示，史某对其自主投资决策应当自担风险。史某辩称其在打款后才签署相关合同和进行风险测评，但其事后签署的追认行为，亦具有法律效力，一审法院对该辩称不予采信。

关于管理人勤勉尽职义务，《私募投资基金监督管理条例》第十九条规定，私募基金管理人应当向投资者充分揭示投资风险。《基金合同》约定，涉案基金投资方式为通过收购 A 公司 40%的股权的方式，从而间接对 B 公司进行投资，并以 B 公司的名义对某地块项目进行开发建设。相关证据显示，B 公司应于 2014 年 9 月 30 日前开工某地块项目，并在开工三年届满之日前竣工。

然而，项目地块交付后，B公司于2014年10月31日开工，于2020年4月8日竣工，开工时间逾期31日，竣工时间逾期921日。该底层项目“某地块项目”开发建设直接影响涉案基金运行及回款，逾期竣工情形超出合同约定以及投资者预期变化，系可能影响投资者投资决策的重大事项，属于应当告知说明的重要性事实。此外，涉案基金募集阶段，某地块项目竣工逾期事实已经存在，基金管理人亦具备及时获取该信息的渠道和条件，理应进行勤勉调查并将该事项及时披露给投资者。基金管理人虽已完成合同约定的股权投资义务，但其对基金项目的重大事项未及时披露，违背信义义务的勤勉尽职要求。据此，本案某地块项目在系争基金成立之前就发生逾期开工的情况，基金管理人在募集阶段未对本基金投资范围内的投资标的进行充分审慎尽职调查及披露重要信息的义务，存在过错。关于史某主张被告存在资金挪用及明股实债情形，现有证据不足以证明该主张，一审法院不予采信。

关于争议焦点二：基金管理人在案涉基金运作过程中未能专业、尽责地履行管理人义务，其未审慎调查且未及时披露的项目地块逾期竣工重要信息与投资者的损失存在相关因果关系，应当承担相应的赔偿责任。史某主张2019年8月20日之前按照同期贷款利率年利率4.75%计收利息，并将已收取钱款依法按照利息、本金的顺序抵扣，确认史某本金损失为4,784,850.80元。同时，底层项目虽存在逾期竣工，仍完成项目验收，基金管理人未及时披露相关信息的行为存在影响投资者的投资决策和预期的可能性，但并非史某投资损失的直接和根本原因。基金管理人应对史某损失承担20%赔偿责任。结合案涉基金的投资年限、基金运作、回款情况、底层项目的实际出售、逾期竣工的因果关系及影响等因素，一审法院酌定基金管理人应当对史某承担本金损失 $4,784,850.80 \times 20\%$ 赔偿责任，即956,970.16元。

关于争议焦点三：基金管理人未履行勤勉尽职的信义义务，应承担相应赔偿责任。代销机构并非案涉基金管理人，亦非管理人信义义务的履行主体，史某主张代销机构承担连带责任，没有法律依据，一审法院不予支持。

二审法院认为：

关于争议焦点一：

第一，关于适当性义务的履行主体。因案涉基金前期宣传材料及《基金合同》上均有代销机构的标识，且《资金到账确认函》系代销机构向史某出具，其中载明代销机构理财师在遵循诚实守信的前提下推荐涉案基金，投资者系通过代销机构推介自愿认购案涉基金产品，代销机构会配合相关单位积极做好该产品后续服务工作。本院认为，虽然代销机构并非《基金合同》签署方，亦未与基金管理人签订书面协议，但结合前述情形，代销机构实际上系通过自身影响力，向投资者进行产品推介，其在案涉基金销售募集过程中与基金

管理人构成实质意义上的代销关系。根据《私募投资基金监督管理暂行办法》（以下简称“《私募基金暂行办法》”）第十六条、第十七条的规定，管理人或管理人委托的销售机构销售基金前，应当自行或者委托第三方机构对投资者风险识别能力和风险承担能力进行评估，对私募基金进行风险评级，向风险识别能力和风险承担能力相匹配的投资者推介私募基金。因此，本案中，应由基金管理人或代销机构向史某履行投资者适当性义务。

第二，关于回访。案涉《基金合同》第五章第（八）至（十）条约定了投资冷静期及回访制度，投资者在基金管理人回访确认成功前有权解除《基金合同》；未经回访确认成功的，基金管理人不得将投资者缴纳的认购基金款项由基金募集结算资金专用账户划转至基金托管账户，基金管理人不得投资运作投资者缴纳的认购基金款项，投资者在管理人回访确认成功前有权解除基金合同。本案基金管理人及代销机构均未提供对史某进行回访的相关证据，本院认为，基金合同设置“投资冷静期”及“回访确认”条款的本意是为了保障投资者应当享有的合法权利，而非给予投资者不受期限和条件限制的解除权。本案中，基金管理人于2018年7月20日出具《份额确认公告》，代销机构于同月24日向史某出具《资金到账确认函》，史某应已明确知晓基金管理人在未回访确认成功的情况下将其认购款投入基金进行投资运作的事实，如其主张解除权要求返还投资款，理应在收到函件后的合理期间内行使权利。但史某并未主张合同解除，且在本案诉讼前，还两次收取了案涉基金项下分配的款项。现史某以未经回访为由，主张返还投资款，显然已超过了合理期间，本院不予支持。

第三，关于对史某的风险测评。史某于2018年7月18日向基金募集账户转账，基金管理人于同月20日出具《份额确认公告》，史某签署《投资者基本信息表（自然人）》《基金投资者风险测评问卷》的落款日期为同月23日。本院认为，本案并无证据显示史某自转账投资至进行风险测评前的数日内，存在资产情况重大变化，或者发生其他情况导致其合格投资者的资格发生变化。且《风险不匹配警示函投资者确认书（个人）》中，有史某手写的“本人已收到贵司出具的《风险不匹配警示函》，对于本人申请购买产品/服务风险等级高于本人风险承受能力情况已知悉，并且已充分了解该产品的风险特征和可能的不利后果。经本人审慎考虑，仍坚持申请购买该产品/服务，并自愿承担由此可能产生的一切不利后果和损失。销售机构及工作人员在销售过程中，不存在直接或间接主动向本人推介该产品/服务的行为”，并签名确认。史某作为完全民事行为能力人，在已转账并经份额确认后，手写上述内容，明确表示自愿投资于比其风险承受能力更高的产品并明确表示自愿承担由此产生的后果。故本院认为，本案风险测评时间比份额确认晚数日，不影响风险测评结论的成立及对史某合格投资者身份的认定。

第四，关于对底层资产逾期竣工的披露。本案《基金合同》明确约定基金最

终投向某地块项目的开发建设，而在基金成立时，该地块已逾期竣工长达八个月之久。该地块的开发建设关涉基金产品底层资产的价值和风险，对于投资者的投资决策和投资预期具有重要影响，故在基金募集销售阶段，管理人应向投资者如实披露逾期竣工的情况。但基金管理人、代销机构在涉案基金销售过程中，均未向投资者披露底层资产的开发建设已经逾期竣工的事实，投资者适当性义务的履行明显失当，应承担相应的赔偿责任。综上，一审对于基金管理人、代销机构投资者适当性义务的认定存在不妥，本院予以纠正。

关于史某在二审中提出的其他诉求：首先，史某主张本案基金投向系名股实债，不符合《基金合同》的约定。本院认为，《基金合同》明确约定投资方式系通过收购 A 公司 40% 的股权的方式，从而间接对 B 公司投资，最终投向某地块项目的开发建设。根据在案证据，案涉基金投资于由 C 公司担任执行事务合伙人的 A 公司份额，由 A 公司收购 B 公司 40% 的股权，从而间接投向 B 公司开发的某地块项目。该投向符合合同约定的投资范围和方式，故一审认定基金管理人已依照基金合同的约定履行股权投资义务，并无不妥。史某的上述主张依据不足，本院不予采信。其次，史某还主张其在签订《基金合同》仅数日后，某地块项目即被抵押给银行进行贷款，基金管理人理应知晓底层资产抵押贷款事宜，并应及时向投资者披露。但基金管理人迟至 2020 年 3 月发布《2019 年年度管理报告》时，才披露 B 公司已向银行申请固定资产借款的情况；且基金底层资产被抵押，银行已另案诉讼就抵押不动产实现优先受偿，是导致本案基金损失的根本原因。故基金管理人作为管理人，对基金底层资产的管理未尽勤勉尽职义务，存在重大过失，应赔偿史某的全部损失。本院认为，房地产开发建设过程中以固定资产进行抵押贷款系较为常见的操作，案涉基金成立后，B 公司以该地块向银行抵押贷款，难谓不合理或有明显异常；且本案基金的退出方式是合伙企业通过出让 B 公司股权的方式实现退出，并无证据显示以该地块进行固定资产抵押贷款事宜系导致基金损失的根本原因。故史某主张该地块被进行抵押贷款造成基金损失，并以基金管理人未及时向投资者披露该信息，主张基金管理人赔偿其全部损失，依据不足，本院不予采信。

综上，史某关于基金管理人、代销机构在销售基金产品时未向其披露某地块项目已逾期竣工，违反适当性义务的上诉主张成立，其余上诉主张依据不足。本案基金产品设立之时，底层资产即已出现风险，对投资者的投资决策和预期影响较大，基于此，并结合项目地块最终完成竣工验收的事实，以及案涉基金约定的退出方式、逾期竣工情形与投资者损失的因果关系等综合考虑，本院酌情认定基金管理人应向史某赔偿本金损失 4,784,850.80 元的 60%，即 2,870,910.48 元，以及以 2,870,910.48 元为基数，自 2020 年 1 月 1 日起至实际清偿之日止，按照托管银行公布的同期人民币存款利率计算的资金占用损失。代销机构应对基金管理人的上述赔偿义务承担连带清偿责任。

综上，法院认为，史某的上诉请求部分成立；一审判决认定事实清楚，适用法律不当，应予纠正。根据《民法典》第五百零九条第一款、第五百七十七条、第五百八十四条，《中华人民共和国民事诉讼法》第一百七十七条第一款第二项、第一百八十二条之规定，判决如下：**1.撤销上海市静安区人民法院（2022）沪0106民初41359号民事判决；2.被上诉人基金管理人应于本判决生效之日起十日内赔偿上诉人史某本金损失2,870,910.48元，及以2,870,910.48元为基数，按照托管银行公布的同期人民币活期存款基准利率计算的，自2020年1月1日起至实际清偿之日止的资金占用损失；3.被上诉人代销机构对被上诉人基金管理人上述第一、二项判决认定的支付义务承担连带清偿责任；4.驳回上诉人史某其余上诉请求及原审其余诉讼请求。如果未按本判决指定的期间履行给付金钱的义务，应当依照《中华人民共和国民事诉讼法》第二百六十四条之规定，加倍支付迟延履行期间的债务利息。**

植德分析

针对本案的司法判决，我们将围绕以下方面进行分析，以供参考：

1. 基金管理人法定及约定义务的履行认定

基金管理人的适当性义务主要包括了解产品、了解客户以及将适当的产品销售给适当的投资者。依据《私募投资基金监督管理条例》第十九条规定以及《私募基金暂行办法》第十六条、十七条规定，基金管理人应当向投资者充分揭示投资风险，根据《私募投资基金募集行为管理办法》（以下简称“《募集管理办法》”）第十八条、第二十二、第二十三、第二十六、第二十七条、第三十条等条款规定，管理人应当对投资者进行问卷调查，评估风险识别能力和风险承担能力，保证私募基金推介材料内容的真实性、完整性、准确性，揭示投资风险，冷静期回访确认，提供资产证明文件或收入证明，对持有R5等级基金产品或者服务的普通投资者增加回访比例和频次等。在司法实践中，法院对基金管理人是否尽到适当性义务，通常从三个层面进行审查：一是基金管理人是否开展了投资者风险评估；二是是否对基金产品进行了风险评级；三是是否对适配关系进行了匹配和审查。

关于适当性义务的履行主体：根据《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”）第七十四条之规定，金融产品的销售机构及发行人为适当性义务的主体并承担连带责任。同时，根据《私募基金暂行办法》第十六条的规定，适当性审查是私募基金产品发行人和销售者的共同义务。从现有法院裁判观点来看，对于自销产品，应由私募管理人作为投资者适当性义务的责任主体；对于代销产品，应由私募管理人和受托销售机构作为投资者适当性义务的责任主体。司法实务中，投资人可基于投资者适当性义务，

单独向私募管理人主张权利，或单独向受托销售机构主张权利，亦或向私募管理人和受托销售机构共同主张权利。本案中，案涉基金前期宣传材料及《基金合同》上均有代销机构的标识，且《资金到账确认函》系代销机构向史某出具。因此，虽然代销机构与基金管理人及投资者之间均未签署相关书面协议，但代销机构在案涉基金销售募集过程中与基金管理人构成实质意义上的代销关系，应当按规定履行适当性义务。

关于回访与风险测评：《募集管理办法》规定在投资者签订合同前，募集机构应向投资者说明投资冷静期、回访确认等程序性安排，重点揭示私募基金风险，并与投资者签署风险揭示书，投资者在回访确认成功前有权解除基金合同并要求退还全部认购款项。《私募基金暂行办法》规定基金管理人和销售机构应对投资者的风险识别和风险承受能力进行评估，自行或委托第三方机构进行风险评级，向风险识别和风险承受能力相匹配的投资者推介基金。本案中，虽然案涉《基金合同》明确约定了投资冷静期及回访制度，但冷静期与回访义务条款的本质是给予投资者单方解除权，且该解除权受到除斥期间的限制，这一“解除权”与违约损害赔偿的“请求权”在法律性质上存在本质区别。在基金管理人出具《份额确认公告》，代销机构出具《资金到账确认函》后，史某应已明确知晓基金管理人在未回访确认成功的情况下将其认购款投入基金进行投资运作的事实，且曾两次收取了案涉基金项下分配的款项，可视为对合同履行的追认。在此情形下，史某以未经回访为由，主张返还投资款，已经超过了其主张权利的合理期间。同时，风险测评虽晚于认购款转账，但史某事后手写签署的《风险不匹配警示函投资者确认书（个人）》已明确表示“自愿承担超出风险承受能力的投资后果”，且无证据显示其资产状况在此期间发生重大变化。因此，测评时间瑕疵不影响其合格投资者身份的认定。

从实务操作看，适当性管理需严格遵循“先评估后销售”的基本流程。风险测评应在投资者认购前完成，以确保测评结果真实反映投资者认购时的风险承受能力。本案中，尽管史某事后签署了风险不匹配确认书，但测评时序瑕疵仍可能被司法机关认定为程序瑕疵，若投资者资产状况在此期间发生重大变化，可能影响测评结论的有效性。同时，值得注意的是，冷静期与回访义务条款本身并不触及适当性义务的“风险匹配”这一核心义务要求，因为冷静期的目的是对作为金融消费者的投资者进行权利保护，该制度本身是从一般消费者保护法中移植而来的冷静期制度，与适当性义务不存在同源性。因此，管理人及代销机构应建立严格的流程管控机制，确保风险测评、产品风险评级、适配匹配三个环节在认购前完成，避免因程序瑕疵引发责任争议。

关于对底层资产的信息披露：根据《私募基金暂行办法》第二十四条之规定，“私募基金管理人、私募基金托管人应当按照合同约定，如实向投资者披露基金投资、资产负债、投资收益分配、基金承担的费用和业绩报酬、可能存

在的利益冲突情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息，不得隐瞒或者提供虚假信息。”在风险披露方面，“重大性”是判断披露义务是否履行的关键标准。本案中，案涉基金底层资产某地块项目逾期竣工已逾半年，直接影响基金底层资产价值及回款周期，属于“可能影响投资者合法权益的重大信息”。基金管理人作为专业机构，具备获取该信息的渠道和能力，却未在募集阶段向史某披露，违反了法定的勤勉调查与信息披露义务。

2. 基金管理人的赔偿责任与范围的认定

根据《基金法》第一百四十五条之规定，基金管理人违反本法规定或基金合同约定，给基金份额持有人造成损害的，应承担赔偿责任。本案中，史某的投资损失主要源于基金底层资产被抵押后银行优先受偿导致的回款不足。尽管二审法院认为“抵押贷款系房地产开发常见操作，非损失根本原因”，但底层资产逾期竣工作为基金成立时已存在的重大风险，直接降低了投资者对资产价值及回款周期的合理预期，与损失之间存在“影响投资决策”的间接因果关系。因此，应综合考量以下因素确定责任比例：逾期竣工对投资者决策的影响程度、项目最终完成验收的事实、基金退出方式（股权转让）与抵押贷款的关联性以及史某作为完全民事行为能力人对自身风险承受能力的认知。最终法院认定管理人对史某本金损失承担60%赔偿责任，兼顾了管理人过错与投资者自担风险的平衡。

本案二审将基金管理人赔偿责任比例从20%提升至60%，核心在于强化对管理人未履行勤勉尽职义务的责任追究。《九民纪要》第七十七条规定基金管理人违反适当性义务，应当赔偿投资者所受的实际损失，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。需要强调的是，前述条款并不等于基金管理人违反适当性义务即需要承担投资者损失的全部本金和利息，管理人承担投资者受损本金和利息的范围还需结合以下三个因素综合考虑。

其一，过错程度。管理人的信义义务要求其以“审慎管理人”标准履行职责，不仅需完成合同约定的投资行为（如本案收购股权），更需对投资标的进行充分尽职调查并披露重大风险。在认定基金管理人应赔偿投资者损失后，亦须根据双方过错程度判断基金管理人是否应承担投资者全部损失，投资者自身是否应自负一定损失，即双方责任的界定。本案中，管理人在募集阶段已知晓底层项目逾期竣工事实却未披露，属于应当知道而未披露的重大过失，过错程度较高。其二，因果关系。司法实践中，投资者损失与管理人过错的因果关系认定需区分“直接因果”与“间接影响”。本案底层资产逾期竣工虽未直接导致项目失败，但降低了投资者对资产价值及回款周期的合理预期，影响其投资决策的真实性，构成“影响投资决策”的间接因果关系。法院据此认定管理人过错与损失存在关联，符合《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》（以下简称“《若干规定》”）第十一条关于交易因果关系的认定逻辑。其三，损失范围。根据《民法典》第一千一百八十四条及《若干规定》第二十五条之规定，赔偿范围以实际损失为限。本案中，史某的实际损失包括本金损失及资金占用损失（以托管银行活期存款利率计算），法院结合项目完成情况、基金退出方式等因素，综合认定管理人承担60%赔偿责任，体现了“过错与责任相当”的裁判原则。

3. 代销机构是否承担连带责任

根据《私募基金暂行办法》第十六条之规定，代销机构需与管理人共同履行投资者风险识别能力评估、风险揭示、适当性匹配等义务。实务中，“实质代销关系”的认定不以书面代销协议为唯一依据，需结合推介行为、客户接触、后续服务等综合判断。本案中，尽管代销机构未签署《基金合同》，但其通过宣传材料、《资金到账确认函》等载体向史某推介基金产品，并承诺“配合做好后续服务”，构成《私募基金暂行办法》第十六条规定的“实质代销关系”。因此，代销机构未向史某披露底层资产逾期竣工的重大风险，违反了法定的适当性管理义务。

根据《民法典》第一百七十八条之规定，连带责任由法律规定或当事人约定。从实务操作而言，在责任承担上，代销机构与管理人的适当性义务具有同一性：二者均需履行风险评估、产品评级、适配匹配及风险揭示义务。本案中，代销机构与管理人共同实施了“未充分揭示风险”的不当行为，且该行为共同导致史某投资决策失误及损失，故二审法院认定代销机构对管理人赔偿义务承担连带责任，符合“共同过错行为致损”的责任认定规则。

4. 案件启示与总结

本案系典型的私募基金投资者与管理人、代销机构因适当性管理及信息披露义务履行瑕疵引发的损害赔偿纠纷。二审法院对管理人、代销机构责任的认定及责任比例的调整，对私募基金行业合规及投资者权益保护具有重要指引价值，结合案件事实与法律适用，总结如下：

（1）完善适当性管理

近年来，适当性义务逐渐成为私募基金纠纷中首要的责任判断点之一。从目前的司法实践来看，对于适当性义务的审查趋向于实质审查募集机构是否履行了适当性义务，法院不再仅看形式文件是否存在，而更加关注销售行为是否真实发生、风险评估是否完整可证，逐步形成了以“实体审查+证据审查”为核心的裁判标准。

因此，私募基金管理人应在如下方面勤勉尽责地履行其适当性义务：**一是了解投资者。**私募基金应当向合格投资者募集，私募基金管理人应当通过问卷调查、资产证明审核等方式，全面评估投资者的风险识别能力和承受能力。**二是了解基金产品。**私募基金管理人应当建立科学的产品风险评级体系，基金产品一般被分为 R1、R2、R3、R4 和 R5 五个风险等级。同时，基金管理人作为专业机构，负有勤勉调查义务，需主动获取并核实融资主体、标的资产、资金用途、还款来源、担保方资质等相关信息，而非仅依赖第三方提供的材料，根据调查结果进行审慎评估、决策。**三是适当匹配。**基金管理人应当在充分了解投资者及产品的基础上，将适当的产品或服务推介给适当的投资者，确保产品与投资者风险承受能力相匹配。**四是风险揭示。**风险揭示义务是适当性义务的核心，私募基金管理人须确保所揭示的风险真实、准确、完整。风险揭示义务分为一般的风险揭示和特殊的风险揭示，特殊的风险揭示尤其重要，销售机构应当充分向投资者说明该产品中存在的特殊风险。**五是信息披露。**私募基金管理人所披露的信息必须是真实、准确、及时、完整的，不得有虚假记载，误导性陈述或者重大遗漏。同时，还可建立重大风险动态监测机制，对可能影响投资者决策的信息（如项目进度异常、抵押融资、重大诉讼等）及时履行披露义务，披露内容需具体、明确，避免模糊表述。

（2）基金管理人的赔偿责任与范围

赔偿责任的认定是私募基金纠纷处理中的核心环节，其基本原则在于“**过错与责任相当**”。在私募基金领域，基金管理人的赔偿责任主要基于其违反法定或约定义务的行为，如适当性管理义务、信息披露义务等。**赔偿责任的认定不仅涉及基金管理人的过错程度，还需考量其行为与投资者损失之间的因果关系，以及损失的具体范围。**

由于目前司法实务中缺乏明确统一的裁判标准，司法裁判者在审理私募基金案件时拥有较大的自由裁量权，更高程度地要求基金管理人切实履行其法定和约定义务。因此，为避免陷入争议纠纷，基金管理人应当强化合规管理，严格履行适当性义务，保留投资者风险测评、产品风险评级等相关证明材料，完善尽职调查流程，确保对投资标的的独立调查和持续监督，遵守信息披露规则，及时、准确披露基金运作情况及重大风险等信息。同时，基金管理人应在项目投资和投后管理阶段，应当持续监督被投项目，关注被投企业及其底层资产的经营状况、财务状况等，及时发现并处理潜在风险，确有疏漏的也应尽一切合理努力控制相关风险和减少基金损失，采取一切必要措施积极维护投资者的合法权益，并做好相关过程留痕和证据材料留存，以避免被投资者追责，或尽可能减少对投资者的赔偿责任，促进投资者与基金管理人双方合作共赢。

（3）代销机构的适当性义务与连带责任

管理人在委托销售机构代销私募基金产品时，应当审慎选择销售机构，确认受托销售机构具备代销基金的资格和落实相应适当性义务要求的能力，制定并告知销售机构所委托基金产品的适当性管理标准和要求，同时应与销售机构签署书面委托销售合同，并在合同中明确双方各自的具体权利义务以及相应的法律责任。而销售机构选择代销基金产品时，应对管理人进行审慎调查，了解管理人的诚信状况、经营管理能力、投资管理能力、产品设计能力和内部控制情况，并将调查结果作为是否销售该管理人产品、是否向投资者推介该管理人的重要依据。

因此，对于管理人而言，需以“审慎管理人”标准履行勤勉调查与信息披露义务，避免因重大风险未披露引发赔偿责任；对于代销机构而言，需严格审查实质代销关系下的适当性义务，避免因共同过错承担连带责任；对于投资者而言，需理性认知风险测评及确认文件的法律效力，在签署前充分了解产品风险，避免因“事后追认”限缩自身权利救济空间。唯有三方共同恪守适当性管理底线，方能实现私募基金市场的健康发展与投资者权益的有效保护。

特此声明

本刊物不代表本所正式法律意见，仅为研究、交流之用。非经北京植德律师事务所同意，本刊内容不应被用于研究、交流之外的其他目的。

如有任何建议、意见或具体问题，欢迎垂询。

编委会成员：



金有元 律师

业务领域：投资基金、投融资并购、证券资本市场

电话：010-56500986

邮箱：youyuan.jin@meritsandtree.com



姜涛 律师

业务领域：投资基金、投融资并购、证券资本市场

电话：021-52533501

邮箱：tao.jiang@meritsandtree.com



钟凯文 律师

业务领域：投资基金、投融资并购及上述相关领域衍生争议解决

电话：0755-33257501

邮箱：kevin.zhong@meritsandtree.com

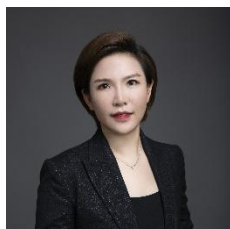


周峰 律师

业务领域：投资基金、证券资本市场、投融资并购

电话：021-52533532

邮箱：feng.zhou@meritsandtree.com



李倩 律师

业务领域：投资基金、银行与金融、家事服务与财富管理

电话：027-82268858

邮箱：tracy.li@meritsandtree.com



丁春峰 律师

业务领域：投资基金、投融资并购、争议解决

电话：021-52533527

邮箱：chunfeng.ding@meritsandtree.com



邹野 律师

业务领域：投资基金、银行与金融、投融资并购

电话：021-52533523

邮箱：eric.zou@meritsandtree.com



刘雄平 律师

业务领域：投资基金、投融资并购

电话：010-56500967

邮箱：xiongping.liu@meritsandtree.com



廖奕霖 律师

业务领域：投资基金、投融资并购、证券资本市场

电话：0755-33257563

邮箱：yilin.liao@meritsandtree.com

本期编写人员：杨璐怡



前 行 之 路 植 德 守 护

www.meritsandtree.com

北京：北京市东城区东直门南大街1号来福士中心办公楼5层、9层 903-904

上海：上海市徐汇区虹桥路183号徐家汇中心三期A座办公楼27层

深圳：深圳市南山区粤海街道海德三道1236号大成基金总部大厦16层

武汉：湖北省武汉市江岸区中山大道1505号企业天地1号45层 4504-4506单元

海口：海南省海口市龙华区国贸大道帝国大厦B座5楼512室

杭州：浙江省杭州市西湖区双龙街99号三深商务中心G幢6层

青岛：山东省青岛市崂山区海尔路190号民生银行大楼12层

成都：四川省成都市武侯区人民南路四段3号成都来福士广场T1写字楼2804