



2025 年 5 月
植德私募基金月刊

— 植德律师事务所 —

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

目 录

导 读	2
一、 私募基金市场新规	5
(一) 深圳市地方金融管理局和深圳证监局联合印发《深圳市关于发挥资本市场作用建设产业金融中心行动方案(2025-2026 年)》	5
(二) 国务院国资委等七部门印发《加快构建科技金融体制有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》	5
(三) 中国证监会公布《上市公司募集资金监管规则》	6
(四) 最高人民法院、中国证监会联合发布《关于严格公正执法司法服务保障资本市场高质量发展的指导意见》	7
(五) 中国证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》	7
(六) 金融监管总局、中国证监会等八部门联合印发《支持小微企业融资的若干措施》	8
(七) 广东省财政厅印发《广东省政府投资基金管理办法》	8
二、 基金业协会及其他市场动态	10
(一) 基金业协会资产证券化业务委员会召开 2025 年第一次工作会议	10
(二) 国务院国资委全面深化改革领导小组召开 2025 年第一次全体会议	10
(三) 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	11
(四) 深圳证监局发布 2025 年第 3 期私募基金监管情况通报	11
三、 私募基金涉诉情况及处罚案例	14
(一) 基金业协会处罚案例	14
(二) 中国证监会与地方证监局处罚案例	17
(三) 基金涉诉案例分析	20
特此声明	29
编委会成员:	29

导 读

 私募基金市场新规

1. 2025年5月9日，深圳市地方金融管理局和深圳证监局联合印发《深圳市关于发挥资本市场作用 建设产业金融中心行动方案（2025-2026年）》（以下简称“《方案》”），方案聚焦“20+8”产业，强化长期资本、耐心资本支持新质生产力，鼓励私募股权等投资，完善科技企业融资机制，支持“硬科技”上市并购，推动债券工具创新与科技金融生态建设，打造多层次资本市场服务体系。
2. 2025年5月13日，国务院国资委等七部门印发《加快构建科技金融体制 有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》，从创业投资、货币信贷、资本市场、科技保险等七方面提出15条举措，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持。
3. 2025年5月15日，中国证监会公布《上市公司募集资金监管规则》（以下简称“《监管规则》”），自6月15日起施行。中国证监会现行募集资金持续监管规则主要为《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》（以下简称“《2号指引》”）。本次修订将《2号指引》名称修改为《监管规则》，修改条文12条，新增9条，归并1条，删除1条。
4. 2025年5月15日，最高人民法院、中国证监会联合发布《关于严格公正执法司法服务保障资本市场高质量发展的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）。为更好适应资本市场改革发展的实践需求，进一步完善资本市场司法规则，《指导意见》全面总结人民法院审判执行工作以及资本市场监管执法工作实际，从总体要求、投资者保护、市场参与人规范、司法行政协同及组织实施保障等五个方面，提出了严格公正执法司法、保障资本市场改革发展的23条意见。
5. 2025年5月16日，中国证监会发布了修改后的《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称“《重组办法》”）。本次对《重组办法》的修改主要包括建立重组股份对价分期支付机制、提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度、新设重组简易审核程序、明确上市公司之间吸收合并的锁定期要以及鼓励私募基金参与上市公司并购重组等内容。
6. 2025年5月21日，金融监管总局、中国证监会等八部门联合印发了《支持小微企业融资的若干措施》（以下简称“《若干措施》”）。《若干措施》着重发挥监管、货币、财税、产业等各项政策合力，从增加融资供给、降低综合融资成本、提高融资效率、提高支持精准性、落实监管政策、强化风险管理、完善政策保障、做好组织实施等8个方

面，提出 23 项工作措施。

7. 2025 年 5 月 31 日，广东省财政厅印发《广东省政府投资基金管理办法》，聚焦基金设立、管理、退出等全流程规范。该办法承接国办 1 号文精神，结合地方实际明确基金类型、审批权限、管理人要求、退出机制及费用管理，并细化职责分工，强化监管与风险防控，推动政府投资基金高质量发展。

基金业协会及其他市场动态

1. 2025 年 5 月 7 日，中国证券投资基金业协会（以下简称协会）资产证券化业务委员会 2025 年第一次工作会议在广州召开。会议以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻党中央、国务院和证监会党委各项决策部署，紧密围绕金融服务实体、做好“五篇大文章”，推动资产证券化(ABS)业务和公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务高质量发展，加强多层次 REITs 市场建设等方面展开研讨。
2. 2025 年 5 月 15 日，国务院国资委全面深化改革领导小组召开 2025 年第一次全体会议。2025 年国企改革进入收官阶段，会议强调补短板、强主业、促创新、强监管，全面提升国企核心竞争力和科技创新能力，构建新时代党建新格局。
3. 2025 年 5 月 22 日，中基协在成都召开私募股权及并购基金会议。与会代表认为政策利好提振行业信心，投资活跃。同时就募资难、退出不畅等问题建言献策。协会将加强服务，推动行业高质量发展，助力实体经济转型升级。
4. 2025 年 5 月 23 日，深圳证监局发布第 3 期私募基金监管通报，披露五类违规行为，包括出借通道设立基金、依赖投资者指令交易、出借账户、让渡管理权限及决策不独立等，并强调私募机构应恪守信义义务，严守法律底线，独立规范管理基金财产。
5. 2025 年 5 月 26 日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于完善中国特色现代企业制度的意见》，从党的领导、公司治理、管理创新、激励机制等方面作出部署，旨在增强企业活力与竞争力，推动企业高质量发展。

基金涉诉情况及处罚案例

基金业协会于 2025 年 5 月 9 日公布了对珠海**私募股权基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》，对**资本管理有限公司作出的《纪律处分决定书》，对深圳****资本管理有限公司作出的《纪律处分决

定书》，2025 年 5 月 23 日公布了对北京**创业投资有限公司作出的《纪律处分决定书》，对****（海南）私募基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》，2025 年 5 月 30 日公布了对山东**私募基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》，对上海**私募基金管理有限公司作出的《纪律处分决定书》。

中国证监会于 2025 年 5 月 8 日在其官网公布了一份行政处罚决定书，对北京**律师事务所、吴**、季**等采取责令改正、警告、罚款的行政处罚措施。

中国证监会于 2025 年 5 月 3 日在其官网公布了一份行政处罚决定书，对众*会计师事务所、凌**、郭**等采取责令改正、没收违法所得、警告、罚款等行政处罚措施。

上海证监局于 2025 年 5 月 9 日在其官网公布了一份行政监管措施决定书，对上海**私募基金管理有限公司、曾**采取责令改正、没收违法所得、警告、罚款的行政处罚措施。

北京证监局于 2025 年 5 月 9 日在其官网分别公布了一份行政监管措施决定书，对**国际投资基金管理(北京)有限公司采取出具警示函的行政监管措施。

广东证监局于 2025 年 5 月 7 日在其官网公布了一份行政监管措施决定书，对广东****私募基金管理有限公司采取责令改正的行政监管措施。

案例精选

2023 年 12 月 1 日，北京金融法院就董某与某投资管理有限公司、某证券公司之间的委托理财合同纠纷作出（2023）京 74 民终 1830 号终审判决。该案围绕私募基金管理人销售适当性义务的履行、基金管理人勤勉尽责义务、基金托管人责任边界以及投资人损失赔偿责任四大争议焦点展开审理，最终明确基金管理人在销售过程中未能对投资者进行风险识别评估，亦未就基金产品进行风险评级，构成适当性义务履行不到位，应对投资损失承担主要赔偿责任。本刊将围绕该案，深入探讨私募基金管理人销售适当性义务的边界、勤勉尽责的司法认定标准以及托管人责任边界，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）深圳市地方金融管理局和深圳证监局联合印发《深圳市关于发挥资本市场作用建设产业金融中心行动方案（2025-2026 年）》

2025 年 5 月 9 日，深圳市地方金融管理局和深圳证监局联合印发《深圳市关于发挥资本市场作用 建设产业金融中心行动方案（2025-2026 年）》（下称《方案》），计划到 2026 年底，深圳将全面践行关于资本市场做好金融“五篇大文章”的部署要求。

《行动方案》提出拥抱新质生产力发展，构建一流的创新资本形成机制。**培育壮大耐心资本**，服务新质生产力发展聚焦人工智能、新能源、生物医药等“20+8”产业及重点领域，持续完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策。鼓励天使投资、风险投资、私募股权投资规范发展。推动国资和政府投资基金成为更有担当的长期资本、耐心资本和大胆资本，引导多层次社会金融资本设立长周期业绩考核、激励约束和容错机制等。**支持科技企业多元股权融资**，服务高水平科技自立自强聚焦新质生产力建立健全科技企业库，搭建“链主”科技企业引领、专精特新企业支撑、科技型中小企业筑基的科技企业梯度培育机制。支持“硬科技”企业用好上市融资、并购重组等“绿色通道”政策。支持深圳证券交易所加大科创相关制度供给，丰富并购重组支付及融资工具，健全股权激励和员工持股制度。**强化债券创新品种运用**，精准支持科技创新完善债券融资全链条服务体系，支持“高新”及“战新”企业开展债券融资。加强债券融资工具运用，支持符合条件的科技型企业、金融机构、私募股权投资机构参与债券市场“科技板”。引导科技企业探索债券发行的质押增信，鼓励保险公司开发针对科创债、绿色债等创新品种的信用保证保险等。**营造支持科技创新的良好金融生态**，促进资本要素向科创领域集聚开展科技产业金融一体化专项试点，完善金融支持科技创新体系。健全产学研融合的科技企业孵化体系，提升全生命周期金融服务能力。支持深圳证券交易所高水平建设科技成果与知识产权交易中心等。

（二）国务院国资委等七部门印发《加快构建科技金融体制有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》

2025 年 5 月 13 日，国务院国资委等七部门印发《加快构建科技金融体制有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》，从创业投资、货币信贷、资本市场、科技保险等七方面提出 15 条举措，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持。要点如下：

一是设立“国家创业投资引导基金”。发挥国家创业投资引导基金支持科技创新的重要作用，将促进科技型企业成长作为重要方向，培育发展战略性新兴产业特别是未来产业，推动重大科技成果向现实生产力转化，加快实现高水平科技自立自强，培育发展新质生产力。

二是拓宽创业投资资金来源。将金融资产投资公司（AIC）股权投资试点范围扩大到 18 个城市所在省份，支持保险资金参与金融资产投资公司股权投资试点。支持创业投资机构、产业投资机构发债融资，拓宽直接融资渠道。鼓励社保基金会在自身业务范围和风险防控要求下开展股权基金投资，支持科技创新。优化管理机制，支持保险资金按市场化原则参与创业投资，推进保险资金长期投资改革试点。引导理财公司、信托公司等依法依规参与创业投资。

三是优化国有创业投资考核评价机制。落实好支持中央企业创业投资基金高质量发展的政策措施，健全符合创业投资行业特点和发展规律的国有资本出资、考核、容错和退出的政策机制，对国资创业投资机构按照整个基金生命周期进行考核。引导国有资本成为支持创业投资的长期资本、耐心资本，带动地方国有资本和其他行业国有资本参照执行。《行动方案》是《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中国证监会工作举措之一。下一步，中国证监会将推动系统内各单位、各部门协同发力，不断优化具体制度安排，持续激发市场机构活力，始终强化监管和风险防范，确保《行动方案》各项举措落实落地。

四是健全债券市场服务科技创新的支持机制。建立债券市场“科技板”。推动科技创新公司债券高质量发展，将优质企业科创债纳入基准做市品种，引导推动投资者加大科创债投资。丰富银行间债券市场科技创新债券产品，完善科技创新债券融资支持机制。发挥信用衍生品的增信作用，加大对科技型企业、创业投资机构和金融机构等发行科技创新债券的支持力度，为科技创新筹集长周期、低利率、易使用的债券资金。

（三）中国证监会公布《上市公司募集资金监管规则》

2025 年 5 月 15 日，中国证监会公布《上市公司募集资金监管规则》（以下简称《监管规则》），自 6 月 15 日起施行。中国证监会现行募集资金持续监管规则主要为《上市公司监管指引第 2 号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》（以下简称《2 号指引》）。本次修订将《2 号指引》名称修改为《监管规则》，修改条文 12 条，新增 9 条，归并 1 条，删除 1 条。

《监管规则》强调募集资金使用应专款专用，专注主业，支持实体经济发展；从严监管募集资金用途改变和使用进度缓慢；强化募集资金安全性；提升募集资金使用效率；督促中介机构履职尽责；做好与独董制度改革和《中华人

民共和国公司法》修订的衔接调整。

（四）最高人民法院、中国证监会联合发布《关于严格公正执法司法服务保障资本市场高质量发展的指导意见》

2025年5月15日，最高人民法院、中国证监会联合发布《关于严格公正执法司法服务保障资本市场高质量发展的指导意见》（以下简称《指导意见》）。为更好适应资本市场改革发展的实践需求，进一步完善资本市场司法规则，《指导意见》全面总结人民法院审判执行工作以及资本市场监管执法工作实际，从总体要求、投资者保护、市场参与者规范、司法行政协同及组织实施保障等五个方面，提出了严格公正执法司法、保障资本市场改革发展的23条意见，主要包括：

一是聚焦投资者保护，站稳人民立场。依法打击欺诈发行和财务信息披露造假，完善虚假陈述民事赔偿责任制度。常态化开展证券纠纷代表人诉讼，便利投资者依法维护自身合法权益，降低投资者维权成本。**二是规范市场参与人行为，塑造良好市场生态。**推动证券期货基金经营机构回归本源、稳健经营。完善多层次资本市场司法规则，支持行业自律组织依法履职，保障资本市场高水平制度型开放，净化资本市场生态，防范化解资本市场风险。**三是强化司法行政协同，凝聚发展合力。**推进完善纠纷多元化解机制，推动“抓前端、治未病”走深走实。强化会商和信息共享工作机制，做好司法程序与行政监管程序的衔接，全面提升司法审判执行与行政监管处罚工作质效。**四是完善组织保障，切实提升审判能力与监管能力。**加强金融审判队伍建设，坚持政治引领，始终驰而不息抓好党风廉政建设。优化金融案件管辖机制和审理机制，强化金融审判机制和双向交流培训机制，持续提高监管执法的规范化和法治化程度。

（五）中国证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》

2025年5月16日，中国证监会发布了修改后的《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）。本次对《重组办法》的修改主要包括以下内容：

一是建立重组股份对价分期支付机制。将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至48个月。**二是提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度。**将上市公司应当充分说明并披露本次交易有利于“改善财务状况”“有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性”的要求，调整为“不会导致财务状况发生重大不利变化，不会导致新增重大不利影响的同业竞争及严重影响独立性或者显失公平的关联交易”。**三是新设重组简易审核程序。**明确适用简易审核程序的重组交易无需证券交

易所并购重组委审议，中国证监会在5个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。**四是明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求。**对被吸并方控股股东、实际控制人或者其控制的关联人设置6个月锁定期，构成收购的，执行《上市公司收购管理办法》18个月的锁定期要求；对被吸并方其他股东不设锁定期。**五是鼓励私募基金参与上市公司并购重组。**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。此外，根据新《中华人民共和国公司法》等规定，对《重组办法》的有关条文表述做了适应性调整。

（六）金融监管总局、中国证监会等八部门联合印发《支持小微企业融资的若干措施》

2025年5月21日，金融监管总局、中国证监会等八部门联合印发了《支持小微企业融资的若干措施》（以下简称“《若干措施》”）。《若干措施》着重发挥监管、货币、财税、产业等各项政策合力，**从增加融资供给、降低综合融资成本、提高融资效率、提高支持精准性、落实监管政策、强化风险管理、完善政策保障、做好组织实施等8个方面，提出23项工作措施。**

在支持小微企业开展股权融资方面，《若干措施》提出，**支持符合条件的小微企业在新三板挂牌，规范成长后到北交所上市**，引导社会资本更多向创新型中小企业聚集，带动同行业、上下游小微企业共同成长。支持地方金融管理部门指导辖内区域性股权市场不断提升面向小微企业的规范培育、股权融资等服务能力。**支持创投基金加大对初创期、成长型小微企业的股权投资。**探索优化政府投资基金绩效考核机制，拉长考核评价周期，提高风险容忍度，发挥好投早投小的引导作用。

（七）广东省财政厅印发《广东省政府投资基金管理办法》

2025年5月31日，广东省财政厅印发《广东省政府投资基金管理办法》（以下简称“《管理办法》”）。《广东省政府投资基金管理办法》（粤财预〔2025〕55号）于2025年5月31日由广东省财政厅发布，是对国务院办公厅于同年初出台的《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》（国办发〔2025〕1号）的延续和细化，全文共六章四十条，涵盖政府投资基金的设立、运作、退出、监管等关键环节。该《管理办法》在承接国办1号文精神的基础上，结合地方实际进一步明确政策细节，主要体现在以下几个方面：

一是进一步明确了政府投资基金的定义和类型。《管理办法》延续国办1号文的定义，指通过财政预算安排出资设立的基金，同时新增将“注资国企并专项用于基金投资”的情形纳入监管范围。在基金类型方面，继续区分产业投资基金与创业投资基金，并分别规定其功能定位及管理规范。

二是细化了基金设立的审批权限及流程。《管理办法》第六条规定，基金设立须由同级政府审批，地级市以上、横琴粤澳深度合作区新设基金还需报省财政部门备案。对于区县设立基金的，要求“财力较好、资源禀赋充足”且需由地级市政府批准，解决了此前国办1号文“提级审批”表述不清的问题，增强了可操作性。

三是明确了政府投资基金管理人要求。《管理办法》新增明确政府投资基金可以采取“市场化遴选”方式确定受托管理机构、管理人及托管银行。明确基金管理人的相关要求，如“最近三年内保持良好的财务状况”等。

四是强调了基金退出机制的规范化。《管理办法》构建了“契约优先+市场定价”的退出机制，要求管理人制定退出管理制度和退出方案，并在章程或合伙协议中明确退出条件，在无约定情况下，指明了在区域性股权市场开展私募股权份额转让、并购等市场化退出路径。退出方式包括份额回购和转让等。若基金需延长存续期，必须分别依据章程约定或经同级政府批准后办理，确保退出有章可循、程序合规。

五是对基金管理费的收取原则做出约束。《管理办法》提出管理费应按市场化原则协商确定，且基金存续期满后不得再收取管理费。该规定是新规中最受热议的一条，其明确了管理费需“依据基金考核评价结果”拨付，同时规定管理费原则上不得从本金中列支，仅在无收益或利息的特殊情况下可预支。此规定既保护基金财产，又对管理人的履职能力提出更高要求。但也引发一系列实务问题，如基金亏损时预支的管理费是否需退回，以及相关合同条款如何约定、纠纷如何处理等。

六是细化了基金运作中禁止从事的业务范围。《管理办法》在财政部2015年文件基础上，结合国办1号文，对基金不得从事的七类业务（如违规融资、参与高风险投资、增设隐性债务等）进行重申和明确，唯独允许低风险理财用于流动性管理。

七是对管理人及相关部门职责划分进行了系统规范。《管理办法》第三十二条起详细界定了财政、发改、业务主管部门、基金管理人、受托管理机构和托管银行的职责。例如，财政部门负责审核方案和政策制定，业务主管部门负责审批和遴选管理人，管理人负责基金运作与清算，托

管银行需提交定期托管报告等。这一分工有助于形成职责明确、监管有力的基金治理体系。

综上,《管理办法》不仅回应了国家层面对政府投资基金高质量发展的总体要求,也结合广东地方实践补足制度细节,有助于推动政府投资基金更高效、规范和透明地运行。

二、基金业协会及其他市场动态

(一) 基金业协会资产证券化业务委员会召开 2025 年第一次工作会议

2025 年 5 月 7 日,中国证券投资基金业协会(以下简称协会)资产证券化业务委员会 2025 年第一次工作会议在广州召开。会议以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,深入贯彻党中央、国务院和证监会党委各项决策部署,紧密围绕金融服务实体、做好“五篇大文章”,推动资产证券化(ABS)业务和公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务高质量发展,加强多层次 REITs 市场建设等方面展开研讨。

会议认为,要深入贯彻落实《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》,围绕“防风险、强监管、促高质量发展”工作主线,稳步推动 ABS 和 REITs 市场高质量发展,提升服务实体经济的水平。**一是积极强化推动建立多层次 REITs 市场。**支持有市场潜力、有质量保障的大类资产通过 ABS 和 REITs 融资,大力发展持有型不动产类 ABS,优化市场结构,逐步完善不同种类证券化产品市场定位,提升整体资产质量和抗风险能力。**二是继续加强法制建设。**完善 ABS 业务规则和制度体系,不断提高 ABS 业务的标准化、规范化、法治化、透明化水平,加强 ABS 行业自律,维护市场稳定运行。**三是突出以“管资产”为中心的价值理念,**不断提升管理人运营管理能力,探索推动进一步引入优质不动产运营管理机构参与多层次 REITs 建设,坚持“破产隔离、真实出售”原则,推动要素资源向重大战略、重点领域、薄弱环节集聚,满足多样化投资需求和风险偏好。**四是积极推动前沿课题研究,加强行业调研,积极营造良好的发展环境。**强化协会 ABS 业务委员会功能作用,发挥专家智库力量,聚焦推动持有型不动产 ABS 发展、强化 ABS 在支持科创行业发展方面的综合运用,推动大数据与人工智能(AI)在 ABS 业务中的应用等专项课题开展研究。

(二) 国务院国资委全面深化改革领导小组召开 2025 年第一次全体会议

2025 年 5 月 15 日,国务院国资委全面深化改革领导小组召开 2025 年第一次全体会议。

会议指出，2025 年是国企改革深化提升行动收官之年。要加强组织推动，锚定目标不放松，补短板强弱项，强化动态跟踪、督促指导，对照行动方案和工作台账逐条逐项梳理，确保高质量完成国企改革深化提升行动。要进一步抓好“两非”“两资”处置和亏损企业治理，将资源更好地集中到主责主业、发展战略性新兴产业上来，形成主业更突出、核心竞争力更强的业务布局。要推动国有企业更大范围、更深程度融入国家创新体系，不断强化企业科技创新主体地位，完善支持原始创新的制度机制，大力提升自主创新能力。要加强出资人监督和各类监督贯通协同，以司库监管平台为基础，有序建立智能化穿透式监管系统，切实提升监管效能。要坚持党的领导、加强党的建设，全流程强化分层分类指导，发挥好党建优势，加快构建同新征程国资央企职责使命相适应的党建新格局。

(三) 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 5 月 22 日，中国证券投资基金业协会（以下简称协会）私募股权及并购投资基金委员会工作会议在成都召开。

与会委员及代表们研讨时表示，今年以来，随着科技创新、高端制造业领域多点爆发，中美经贸谈判取得进展，新“国九条”及“创投十七条”“并购六条”等资本市场“1+N”系列政策落地实施，我国经济回稳向好态势进一步稳固，股权及并购基金行业投资信心日渐增强、业务活动日趋活跃。与会委员及代表还针对行业当前面临的长期资金募集难度大、配置效率不高、退出渠道不够畅通、基金份额交易机制不成熟、国资监管与市场化运作的制度性摩擦、不同退出路径税负差异等问题提出了建设性意见建议。

施真强同志讲话时强调，作为助力企业做大做强与产业转型升级的服务性行业，作为我国资管行业的生力军，股权及并购基金的发展势头与我国当前实体经济回升向好的态势同步；党中央高度重视股权及并购基金在促进科技、产业、金融良性循环中的重要作用，国务院及相关部门陆续出台了系列支持股权创投行业发展的政策举措，为股权及并购基金创造了良好发展机遇；对于与会委员及代表研提的意见建议，协会将认真梳理、逐一研究，及时反馈办理情况，做到件件有着落、事事有回音；下一步，协会将在证监会领导下，强化服务型、研究型、科技型协会建设，贯彻好党中央、国务院及证监会党委相关决策部署，**聚焦行业反映的急难愁盼问题，着力推动形成募投管退全链条良好生态、推动股权及并购基金行业高质量发展，并引导行业涵养“金融报国、实干为民”情怀**，为培育壮大新质生产力与服务国家经济社会发展重大战略、重点领域与薄弱环节做出新的更大贡献。

(四) 深圳证监局发布 2025 年第 3 期私募基金监管情况通报

2025年5月23日，深圳证监局发布2025年第3期私募基金监管情况通报，集中披露辖区内部分私募机构存在的五类典型违规问题，并提出明确监管要求。

五大典型问题通报如下：**一是出借“通道”设立私募基金。**部分私募机构以“合作”为名，通过签署投资顾问协议、通道协议或口头约定等方式，允许第三方机构以其名义发行私募基金，私募基金募投管退环节交由第三方机构负责，由第三方机构具体开展尽职调查、资金募集、投资决策、投后管理、清算分配等事项，私募机构不承担主动管理职责，仅承担基金备案、资料保管、用印用章等事务性管理职责。**二是根据投资者投资指令开展投资交易。**部分私募机构投资交易活动完全依赖于投资者的投资指令，未独立进行投资决策。**三是出借私募基金证券账户或持仓股票。**个别私募机构从业人员向外部人员出借基金持仓股票用于日内回转交易，允许外部人员接入公司投资交易系统、以公司名义下达交易指令，相关人员因涉嫌非法经营犯罪被公安机关侦办。**四是向外部人员让渡私募基金投资交易权限。**个别私募机构由非公司在职员工进行私募基金投资交易活动的用印审批，并由其直接向基金经理下达交易指令。部分私募机构在管私募基金交由非公司在职员工进行投资决策、下单交易。还有部分私募机构法定代表人签署授权委托书，授权非公司在职员工代表私募基金对外签署投资协议及相关法律文件，实际上向外部人员让渡了投资管理权限。**五是私募机构未独立开展投资决策。**部分私募机构在管私募基金投委会委员均为投资者或其关联方委派代表，或私募机构委派代表仅占1个席位，私募机构实际无法对投资决策产生决定性影响。个别私募机构在管私募基金为双执行事务合伙人结构，私募基金的投资决策和资金划转均由私募机构以外的其他执行事务合伙人作出。

深圳证监局提出监管要求如下：**一是私募机构应恪守信义义务，履行忠实之责。**私募机构作为私募基金财产的受托人，应当始终秉持“受人之托、代客理财”的初心使命，以维护投资者最佳利益为出发点，依托专业规范的投资运作能力谨慎勤勉地管理基金财产，做到亲自管理、独立决策、审慎运作，不得以任何形式让渡私募基金管理权限。**二是严守法规底线，禁止违规展业。**私募机构应当端正经营理念和行为，严格遵守法律法规要求，不得出借“通道”设立私募基金，不得对外出借私募基金证券账户或持仓股票，不得向外部人员、投资者或第三方机构让渡私募基金投资交易和资金划转权限，不得利用私募基金为他人从事非法金融活动提供便利。

(五) 中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于完善中国特色现代企业制度的意见》

2025年5月26日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于完善中国特色现代企业制度的意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》共8个部分、

19 条具体举措，从坚持和加强党的领导、完善公司治理结构、提升企业科学管理水平、健全企业激励创新制度、建立健全企业社会责任与企业文化体系、优化企业综合监管和服务体系等方面作出全面系统部署，重在以制度创新赋能企业发展，进一步释放微观主体活力，培育更富活力、更具韧性、更有竞争力的现代企业，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑。

国务院国资委相关负责人表示，下一步，国务院国资委将指导国资央企以《意见》印发为契机，更好推动中国特色现代企业制度优势转化为国有企业的治理效能。**一是推动党的领导融入公司治理各环节。****二是更加注重完善公司治理结构。**选优配强外部董事队伍，保障董事会发挥决策中心作用，落实董事会向经理层授权制度，建立新型经营责任制。**三是弘扬企业家精神。**健全优秀企业家培养、选拔、任用、考核、评价机制，完善物质激励和荣誉表彰体系。**四是以更加开放姿态加强公司治理的交流互鉴。**

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. 珠海**私募股权基金管理有限公司

基金业协会于2025年5月9日公布了对珠海**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〕60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〕60号）		
委托不具有基金销售业务资格的机构募集资金	《私募投资基金募集行为管理办法》第二条、《私募投资基金管理人内部控制指引》第十七条	取消会员资格，并暂停受理其私募基金产品备案十二个月。
未建立实施有效的内部控制	《私募投资基金管理人内部控制指引》第十五条	
未尽谨慎勤勉义务	《私募基金监管办法》第四条	

2. **资本管理有限公司

基金业协会于2025年5月9日公布了对**资本管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕64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〕64号）		
侵占、挪用基金财产	《私募基金监管办法》第二十三条； 《私募投资基金管理人内部控制指引》第九条	取消会员资格，进行公开谴责。
未及时按规定进行信息报送	《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》第二十条	

未向协会报告重大事项	《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》第二十二 条	
------------	-----------------------------------	--

3. 深圳****资本管理有限公司

基金业协会于2025年5月9日公布了对深圳****资本管理有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕67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〕67号）		
未适当履行信息披露义务	《私募基金监管办法》第二十四条； 《私募投资基金信息披露管理办法》第十六条、第十七条	公开谴责，并暂停受理其私募基金产品备案六个月。
专职员工人数不符合要求	《私募投资基金登记备案办法》第八条第（四）款； 《私募基金管理人登记指引第1号—基本经营要求》第九条	
未履行合格投资者确认程序	《私募基金监管办法》第十六条； 《私募投资基金募集行为管理办法》第十八条及第二十七条	

4. 北京**创业投资有限公司

基金业协会于2025年5月23日公布了对北京**创业投资有限公司作出的《纪律处分决定书》（中基协处分〔2025〕70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〕70号）		

高级管理人员登记信息与实际不符	《私募基金监管办法》第二十五条； 《私募投资基金登记备案办法》第四条	取消会员资格，并撤销其私募基金管理人登记。
未真实提交检查所需材料	《中国证券投资基金业协会自律检查规则》第二条； 《私募投资基金登记备案办法》第六十五条	
专职人员数量不符合要求	《私募投资基金登记备案办法》第八条； 《私募基金管理人登记指引第1号》第九条	

5. ****（海南）私募基金管理有限公司

基金业协会于2025年5月23日公布了对***（海南）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〕120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〕120号）		
虚假登记	《私募基金管理人登记须知》第一条第一款	进行公开谴责，并暂停受理其私募基金产品备案二十四个月。
保本保收益	《私募投资基金募集行为管理办法》第二十四条第三款	
代持基金份额	《私募投资基金备案须知》第一条第七款	

6. 山东**私募基金管理有限公司

基金业协会于2025年5月30日公布了对山东**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〕72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
--------	--------	------

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〕72号）		
向非合格投资者募集资金	《私募基金监管办法》第十一条； 《私募投资基金备案须知》第一条第七项	暂停受理其私募基金产品备案十二个月。
从事与私募基金无关或存在利益冲突业务	《私募投资基金管理人内部控制指引》第八条； 《私募基金管理人登记须知》第四条第三项	

7. 上海**私募基金管理有限公司

基金业协会于2025年5月30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〕82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〕82号）		
委托不具有基金销售业务资格的单位募集资金	《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第十一条； 《私募投资基金备案须知》第一条第七项	暂停受理其私募基金产品备案十二个月。
未履行谨慎勤勉义务	《私募投资基金管理人内部控制指引》第八条； 《私募基金管理人登记须知》第四条第三项	
非专业化运营	《私募投资基金管理人内部控制指引》第八条	
未真实、准确、完整提供检查所需材料	《中国证券投资基金业协会自律检查规则》第二条	

(二) 中国证监会与地方证监局处罚案例

1. 中国证监会

中国证监会于2025年5月8日在其官网公布了一份行政处罚决定书,对北京**律师事务所、吴**、季**等采取责令改正、警告、罚款的行政处罚措施。具体情况如下:

违规行为	处罚依据	处罚结果
行政处罚决定书〔2025〕61号		
一、北京**律师事务所为宁夏****集团有限公司提供的债券募集说明书存在虚假记载; 二、北京**律师事务所接受宁夏****集团有限公司委托提供法律服务; 三、北京**律师事务所在为宁夏****集团有限公司提供法律服务过程中未勤勉尽责。	《证券法》第一百七十三条、第二十九条、第一百八十二条、第二十三条	1. 对北京中银律师事务所责令改正,没收业务收入94,339.63元,并处以188,679.26元罚款; 2. 对吴小娟、季灵芝给予警告,并分别处以5万元罚款。

中国证监会于2025年5月15日在其官网公布了一份行政处罚决定书,对**控股集团有限公司、田*、****企业管理有限公司等采取责令改正、没收违法所得、警告、罚款等行政处罚措施。具体情况如下:

违规行为	处罚依据	处罚结果
行政处罚决定书〔2025〕62号		
一、**控股集团有限公司、田*、****企业管理有限公司违反限制性规定转让上市公司股票 二、**控股集团有限公司、田*控股信息披露违法,导致上市公司2020年年报披露股东情况存在虚假记载	《证券法》第三十六条第二款; 《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》第九条第一款、第四款; 《证券法》第七十八条第一款和第二款、第一百八十六条、第一百九十七条; 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》第四十八条	1. 对田汉、京汉控股集团有限公司、建水泰融企业管理有限公司违反限制性规定转让股票的违法行为,责令改正,给予警告,没收违法所得,并处以罚款。其中,没收田汉违法所得192,560,930.17元,并处以20,000,000元罚款;对京汉控股集团有限公司处以6,000,000元罚款;没收建水泰融企业管理有限公司违法所得2,983,130.94元,并处以500,000元罚款; 2. 对田汉、京汉控股集团有限公司信息披露违法行为,责令改正,给予警

违规行为	处罚依据	处罚结果
		告,并分别处以 2,000,000 元罚款;对京汉控股集团有限公司信息披露违法行为直接负责的主管人员田汉给予警告,并处以 500,000 元罚款。

2. 上海证监局

上海证监局于 2025 年 5 月 9 日在其官网公布了一份行政监管措施决定书,对上海**私募基金管理有限公司、曾**采取出具警示函的行政监管措施。具体情形如下:

违规行为	处罚依据	处罚结果
沪证监决〔2025〕100 号		
一、上海**私募基金管理有限公司在管理、运用私募基金财产过程中,未履行诚实守信、谨慎勤勉义务; 二、曾**作为私募基金从业人员,未恪守职业道德和行为规范。。	《私募投资基金监督管理条例》第三条第三款、第四款	对上海**私募基金管理有限公司、曾**采取出具警示函的监督管理措施。

3. 北京证监局

北京证监局于 2025 年 5 月 9 日在其官网公布了一份行政监管措施决定书,对**国际投资基金管理(北京)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	处罚依据	处罚结果
一、未能恪尽职守地履行诚实信用、谨慎勤勉的义务; 二、未采取问卷调查等方式,对投资者的风险识别能力和风险承担能力进行评估。	《私募投资基金监督管理暂行办法》第四条、第十六条	采取出具警示函行政监管措施。

4. 广东证监局

广东证监局于2025年5月7日在其官网公布了一份行政监管措施决定书,对广东****私募基金管理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〕49号		
一、为私募基金产品投资者承诺保本保收益; 二、从事与私募基金管理无关业务。	《私募投资基金监督管理暂行办法》第十五条; 《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第四条、第六条第一款第三项	采取责令改正的行政监管措施。

(三) 基金涉诉案例分析

2023年12月1日,北京金融法院就董某与某投资管理有限公司(以下简称“投资公司”)、某证券公司(以下简称“证券公司”)之间的委托理财合同纠纷作出(2023)京74民终1830号终审判决。该案围绕私募基金管理人销售适当性义务的履行、基金管理人勤勉尽责义务、基金托管人责任边界以及投资人损失赔偿责任四大争议焦点展开审理,最终明确基金管理人在销售过程中未能对投资者进行风险识别评估,亦未就基金产品进行风险评级,构成适当性义务履行不到位,应对投资损失承担主要赔偿责任。本刊将围绕该案,深入探讨私募基金管理人销售适当性义务的边界、勤勉尽责的司法认定标准以及托管人责任边界,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:

- 2015年11月23日,董某向投资公司指定账户转款150万元,投资该投资公司管理的案涉契约型基金。
- 2015年12月,董某与该投资公司签订《基金合同》。《基金合同》载明案涉基金主要用于投资某文化投资公司(以下简称“标的公司”)股

权，基金存续期预计为自基金成立之日起 24 个月；此外，还揭示了基金可能面临的各项风险等内容。《基金合同》落款处显示有各方签章。《基金合同》另附有《风险揭示书》《合格投资者承诺书》《投资者告知书》，但均无董某签字。

- 2016 年 12 月 8 日，董某收到第一年收益 157,500 元。2017 年 12 月 20 日，董某收到第二年收益 166,993.15 元。2018 年 2 月 9 日，董某收到投资公司员工转账 12 万元。2018 年 4 月 27 日，董某收到投资公司员工转账 15 万元。2018 年 7 月 18 日，董某收到投资公司员工转账 30 万元。2018 年 9 月 27 日，董某收到投资公司员工转账 15 万元。2019 年 1 月 14 日，董某收到投资公司员工转账 18 万元。
- 2017 年 12 月 21 日，投资公司就回购违约问题，将赵某、庞某等五人起诉至北京市昌平区人民法院（以下简称“昌平法院”）。
- 2019 年 6 月 20 日，昌平法院就投资公司诉某影视文化传媒公司等案作出判决，支持投资公司主张债务本金及利息，共计超 3,300 万元。
- 2020 年 5 月 27 日，投资公司发布《关于 XX-XXXX 股权投资基金清算公告》，记载于 2020 年 5 月 27 日正式对本基金启动清算程序，后续将按照有回款即分配原则，不定期公布相关工作进展情况等。之后，执行到款项 302,400 元（剩余款项目前仍未执行到位），另包含基金账户资产 534,120.02 元，合计 836,520.02 元，由投资公司于 2021 年 6 月 1 日办理了清算分配。
- 2021 年 6 月，董某收到清算分配款 39,333.04 元，与此前收到的收益共计 939,333.04 元，面临投资亏损。
- 董某向法院起诉，请求返还本金及占用利息，并要求证券公司承担 30% 补充赔偿责任。
- 2023 年 10 月 9 日，上诉人投资公司不服昌平法院（2022）京 0114 民初 5547 号民事判决，提起上诉。

争议焦点

本案的争议焦点主要为：1. 投资公司作为基金管理人是否尽到适当性义务？2. 投资公司作为基金管理人是否违反了勤勉尽责义务？3. 证券公司作为基金托管人是否尽到投资监管的义务？4. 董某可否主张损失赔偿，其赔偿范围如何确定？

本案中，一审法院依照《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉时间效力的若干规定》第一条，《中华人民共和国合同法》第六十条、第一百零七条及《中华人民共和国民事诉讼法》第六十七条之规定，判决：1. 投资公司于判决生效之日起十日内赔偿董某本金损失 188,939 元及利息损失（2021 年 6 月 1 日之前利息损失为 74,318 元，自 2021 年 6 月 2 日起计算至实际付清之日止，以 188,939 元为基数，按照中国人民银行发布的同期同类存款基准利率计算）（若后续在清算过程中可以再获清偿，则董某原应分配获得的清偿款的 20% 应由投资公司支付董某，由投资公司获得 80%，但投资公司获得的款项应以前述计算的投资公司在本案中应赔付款项为限）；2. 驳回董某的其他诉讼请求。二审法院驳回上诉，维持原判。

一审法院认为：

关于争议焦点一：首先，投资公司并未提交证据证明其曾对董某进行问卷调查。其次，投资公司未能就涉案私募基金的风险评级相关制度及依据举证，应由其承担举证不能的法律后果。再次，投资公司虽主张《基金合同》中多处存在风险提示和风险承诺，说明其履行了风险提示义务，但风险告知说明义务与适当性义务不能等同。告知说明义务旨在缓解交易双方信息不对称，从程序上保障投资者能够做出“知情的同意”，而适当性义务则是防止卖方机构为追求自身利益而推荐不适合的产品，对其课以确保投资建议适当的实体性义务。《风险揭示书》及《基金合同》中的“风险揭示”条款并不能证明其尽到了了解客户，了解产品以及保证两者相匹配的注意义务。综上，一审法院认为投资公司在向董某销售案涉私募基金时未尽到适当性义务。

关于争议焦点二：涉案基金所投标的电影未能如期拍摄，基金所投资的项目公司股权未能按照原有约定获得回款，投资公司已及时通过诉讼主张了权利，虽然因执行困难导致目前未能收回全部投资款及收益、违约金等，但从上述过程来看，基金投资未能依约获得回款并非投资公司违反勤勉尽责义务所致。对于投资款依约支付后，因对方违约所发生的投资风险，无法直接归责于基金管理人。投资公司基于投资行为，与被投资公司约定有融资服务费用，也并不能证明系基金管理人未尽到勤勉尽责义务。故综上，董某未就投资公司未尽到勤勉尽责义务充分举证，一审法院对董某的该部分主张不予采信。

关于争议焦点三：证券公司作为基金托管人，其付款系按照基金管理人所出具的划款指令执行，付款对应的收款账户信息及金额等亦在《基金合同》所

记载的《某文化投资控股有限公司增资协议书》中进行了约定，付款符合基金合同投资范围。故董某主张证券公司未尽到投资监管义务，证据及依据不足，一审法院不予采信。对于董某要求证券公司承担相应赔偿责任的诉讼请求，一审法院不予支持。

关于争议焦点四：由于投资公司未能执行到关于股权回购诉讼生效判决的全部款项，导致案涉基金未完成清算，但董某的投资款并未全部收回，其投资损失已实际产生。投资公司未尽到基金管理人的适当性义务与董某的损失之间存在一定的因果关系。董某在不充分了解自身所投资产品的交易内容和交易风险的情况下，为追求私募基金的高收益，贸然支付投资款，其自身亦有一定过错。

综上，董某应对自己的投资损失承担 20% 的责任，投资公司对董某的投资损失承担 80% 的赔偿责任。经计算确认，投资公司应赔偿董某本金损失 188,939 元，以及按照中国人民银行发布的同期同类存款基准利率计算的利息损失，截至 2021 年 6 月 1 日应由投资公司赔偿的利息损失计算为 74,318 元。对于董某主张的过高赔偿部分，一审法院不予支持。本案判决后，若后续在清算过程中可以再获清偿，则董某原应分配获得的清偿款的 20% 应由投资公司支付董某，由投资公司获得 80%，但投资公司获得的款项应以前述计算的投资公司在本案中应赔付款项为限。

二审法院认为：

关于争议焦点一：根据《私募投资基金监督管理暂行办法》第十六条、第十七条规定，提供基金服务的机构在销售基金产品时，应当履行了解客户、了解产品、将适当的产品销售给适合的金融消费者的适当性义务，且由卖方机构对其是否履行了适当性义务承担举证责任。根据一审法院查明的事实，案涉基金合同的《风险揭示书》《合格投资者承诺书》《投资者告知书》均没有董某签字。即使董某作为大学教授、在同时期投资了其他私募基金产品，亦不能因此免除投资公司在销售涉案基金产品时应尽的适当性义务，且投资公司未能提交证据证明该公司在董某购买案涉基金时对其进行过风险评估及风险告知，亦未能举证证明对案涉基金进行过风险评级的情况下，本院对投资公司已尽适当性义务的主张不予采信。另，《私募投资基金募集行为管理办法》系由国务院直属的中国证券监督管理委员会正式发布的部门规章，当事人作为专业人员应当严格依照有效的法律法规从事私募投资基金募集行为，以该暂行办法要求投资公司尽到适当性义务，不存在所谓“过于苛责”的情形。

关于争议焦点四：涉案基金虽尚未清算，但是董某的投资本金未全部收回，事实上损失已经实际确定。且一审法院已经明确清算过程中再获清偿款的

分配方式，故投资公司上述理由不能成立。基于对投资公司未尽到适当性义务事实的认定，投资公司作为私募基金管理人未尽到先合同义务，导致不具备风险承担能力的投资人董某参与投资，致其财产受到损失，具有明显的过错责任。并且投资公司作为投资市场的卖方，握有更多的市场资源，具有更高的市场地位，其相较于买方应当承担与其市场地位相匹配的注意义务，以保证投资市场的买卖双方权利义务地位的公平，故一审判决要求投资公司承担董某投资损失的 80% 的赔偿责任并无不妥。

综上，法院认为，投资公司的上诉请求不能成立，应予驳回；一审判决认定事实清楚，适用法律正确，应予维持。

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. 基金管理人适当性义务的履行认定

适当性义务是私募基金销售领域中基金管理人“卖者尽责”的核心体现，其主要内容包括了解产品、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《私募投资基金监督管理暂行办法》第十六条、第十七条规定，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》第十八条、第二十二条、第二十三、第二十六条、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。在上述三个环节中，投资者签署《风险揭示书》《合格投资者承诺书》《投资者告知书》等文件，通常被认为是基金管理人履责的初步证据；但若无签字或签署不全，即难以证明投资者实现了“知情同意”。

本案中，投资公司未能提交董某完成风险问卷、投资者匹配流程、产品评级说明等相关材料，且案涉《风险揭示书》《合格投资者承诺书》《投资者告知书》均未载有董某签字确认。尽管《基金合同》中对风险进行了文字提示，但法院明确指出：风险提示仅为形式义务，并不能替代实质性的适当性审核流程，尤其不能代替“了解客户”的操作过程及证据留存。

2. 基金管理人是否违反勤勉尽责义务

《证券投资基金法》第九条规定：“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”，这是私募基金“受托管理”属性下最核心的法律责任之一。司法实践中，“勤勉尽责义务”通常涵盖几个方面：对投资项目的事前尽职调查、投后管理的持续监督、风险事件的应对与损失控制以及投资信息的如实披露。基金管理人若未合理尽职或失察于重大风险节点，可能被认定为未尽勤勉义务而承担民事赔偿责任。但同时，法院也区分“基金亏损的市场风险”与“管理人怠于履职的责任风险”，强调不能将投资失败一概归责于管理人。

在本案中，投资公司管理的私募基金投资于某文化投资控股有限公司股权，后者未按约履行回购义务，致基金未能如期退出。面对违约情形，投资公司于2017年底主动提起民事诉讼，并在判决生效后申请强制执行，后续亦公布清算进度并进行部分分配。该系列操作体现出其已采取积极救济手段，并无“放任不管”或“虚假披露”情形。法院据此认定，基金未能如期退出，根本原因在于项目方违约及执行受阻，而非基金管理人未尽勤勉尽责义务所致。尽管基金最终形成亏损，但管理人前期决策已通过合同设定回购安排，并在项目风险暴露后及时提起诉讼和执行程序，已尽到应有的注意义务。此外，法院也未采信董某关于“项目资金被挪用”“基金管理人收取高额服务费”等主张，认为董某并未提供相关直接证据，无法推翻管理人在投后合规和费用设定上的合理性。

3. 基金托管人是否履行投资监管义务

根据《证券投资基金法》第三十七条、第三十八条的规定，基金托管人应当依照法律法规和基金合同的约定，对基金财产的安全性、完整性和资金划拨的合法性进行监督，不得擅自处理基金财产。基金托管人主要职责在于保管基金财产、复核基金指令、监督基金投资运作是否符合法律法规及合同约定，但并不要求对基金管理人的投资决策行为进行实质性审查。

本案中，证券公司作为基金托管人，依据基金管理人出具的划款指令，向合同明确指定的文化投资公司付款，资金流向与基金合同、增资协议完全一致。

法院认为，证券公司对划款操作具有法律依据，其职责履行并未超越职权范围，也不存在对合同资金流向或用途监管不力的证据。董某关于托管人应对投资失败承担补充责任的请求被法院明确驳回。这一判决强化了“职责边界原则”在基金托管责任认定中的适用，厘清了托管人与管理人之间的职责划分，有助于稳定托管机制下的操作合规性判断标准。

4. 投资损失赔偿请求及赔偿范围认定

近年来，就清算问题法院逐渐展现出相对宽松和灵活的司法态度。在一则典型案例中，上海金融法院即认为“基金的清算结果是认定投资损失的重要依据而非唯一依据，有其他证据足以证明投资损失情况的，人民法院可以依法认定损失”，即在未完成清算但投资损失已经相对确定的情形下，应当直接就未完成清算状态下能够计算出的投资损失予以确认。

本案中，投资公司主张基金尚未清算完毕，不应确定实际损失。但法院认定：基金虽未完成终局清算，但董某 150 万元本金中仍有部分未返还，且已持续数年未见回款，构成“事实上的实际损失”。在责任划分方面，法院依据投资公司适当性义务未尽的过错，确定其需承担 80% 赔偿责任；而董某因缺乏风险意识、自主决策贸然投资，也应承担 20% 的自负责任。最终判定某投资公司需赔偿 188,939 元本金及 74,318 元利息损失（截至 2021 年 6 月 1 日），后续清算若有回款，也应按上述比例继续分配。

此项判决展示了法院在金融损害赔偿中按过错比例划分责任、“预期收益不属于赔偿范围”的稳健原则，有助于维护投资市场基本风险自担秩序，同时保障投资者知情权与选择权。

5. 案件启示与总结

本案作为一起典型的私募基金销售适当性义务纠纷案件，围绕基金管理人、托管人与投资者三方之间的责任界限，具有重要的司法参考与合规警示价值。

（1）完善适当性管理

近年来，适当性义务逐渐成为私募基金销售纠纷中首要的责任判断点之一。司法实践中，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。

根据现行规范，私募基金管理人的适当性义务主要包括几个方面：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。产品风险评级要综合考虑流动性、到期时限、杠杆情况、结构复杂性、单位产品或相关服务的最低金额、投资方向和投资范围、募集方式等因素。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。

因此，结合监管要求和司法实践，就风险揭示的适当性义务而言，管理人可以从以下方面完善适当性管理：首先，建立规范的风险测评流程。问卷设计可以参考《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》所附附表，全面覆盖投资者的财务状况、投资经验、风险偏好等要素，并确保由投资者本人独立完成，同时建议采用电子问卷与双录（录音录像）相结合的方式固定证据。其次，严格遵循测评时效要求。风险测评必须在产品推介前完成，且定期更新（建议不超过一年）；对于高风险产品，还应当进行专项风险评估。再次，完善风险匹配机制。建立产品风险等级与投资者风险承受能力的动态匹配系统，避免出现高风险产品推介给低风险投资者的情况。最后，加强从业人员培训。重点防范代填、诱导填写等违规行为，确保销售过程的规范性和透明度。

（2）勤勉尽责义务的合规管理

基金管理人作为基金财产的受托人，在法律上负有高度的信义义务，其“勤勉尽责”不仅是一项抽象的道德期待，更是实务中具备操作要求和责任边界的法律义务。随着司法裁判对私募基金管理责任认定的不断细化，管理人履职的重点正在从“结果导向”转向“过程审查”，要求其提供完整、专业、可核查的管理行为链条作为免责基础。

就基金管理人的勤勉尽责义务而言，可以从以下三个阶段进行合规管理：一是投前阶段的判断合理性与制度合规性。管理人应建立标准化的项目评估体系，对标的公司基本面、商业模式、现金流能力、控股结构、退出机制等开展多维度尽调。二是投中阶段的信息监测与风险应对合规。管理人需持续监测项目进展，特别是触发重大事项变更（如管理层更替、估值波动、回购延期等）时，是否按时召开内部会议、发出风险提示函、采取补救谈判方案，均是法院判断其是否勤勉的核心证据。三是投后阶段的维权与损失控制行为。

当项目违约、兑付失败等风险事件出现后，管理人应第一时间启动维权行动，包括发函催收、提起诉讼、申请保全或执行、及时信息披露等。

(3) 托管人职责应聚焦于流程控制与交易合规

在多数私募基金架构中，基金托管人实际承担的是执行指令型职责，其法律义务限于账户管理、资金划拨、投资监督与信息披露义务。司法实践中，已有司法与仲裁案件的常见思路是，托管人对于投资指令、划拨指令等的审查标准低于管理人的投资决策义务。法院往往不要求托管人对项目本身作价值判断或对最终盈亏负责，而是关注其是否落实资金合规操作、是否及时配合监管报送、是否对异常交易进行关注。因此，就基金托管人审查投资指令的履职边界而言，托管人的义务限于在划款前对管理人的划款指令进行表面一致性审查。如托管人根据法律法规和合同约定进行了形式有效性、指令要素完备性的审查，则已经尽到相应监督义务，托管人不对投资指令承担实质审查义务，不承担因正确执行有关指令而给基金财产带来损失的责任。

因此，托管人就法律法规及基金合同中有明确法定或约定义务的事项，应当承担专业的注意义务、就报告和信息披露行为承担专业的复核义务；而对于约定或法定范围外的事项，托管人不负有专业审查、复核等义务，但仍需承担一般人的注意义务，如知道或应当知道明显异常或不合规定事项时的报告义务。

(4) 投资损失认定与赔偿范围

私募基金纠纷中，投资损失的认定标准与赔偿边界历来是核心争议之一。与一般合同纠纷不同，私募基金投资具有“非保本、不承诺收益”的制度特征，投资人是否实际遭受损失、该损失是否应由管理人赔偿，需结合基金运作周期、风险信息披露及管理人行为判断综合认定。

首先，损失应以“实际损失”为基础，即投资人因管理人行为而遭受的、可计算的财产减损。即便基金尚未最终清算，只要投资人部分本金未能收回，且已历经长周期资金占用，即可构成具有现实性与确定性的财产损失。此种情况下，基金尚未清算并不当然阻却赔偿请求。第二，赔偿范围应严格限于本金损失及法定利息。在实务中，部分投资人将基金宣传材料中的“预期收益率”作为索赔依据，主张违约赔偿或损失弥补。但从基金合同属性出发，收益本非保证性质，基金管理人亦不对基金表现结果承担刚性责任。故除非存在虚假宣传、承诺保本等明确违法情形，赔偿请求原则上不应包括预期收益、机会成本或超额回报差额。第三，买卖双方的责任承担应基于过错与因果关系原则，合理划分管理人和投资者之间的比例。若基金管理人存在违反适当性义务、信息披露不充分、推介行为失当等情形，确属过错；但若投资

者亦存在高风险偏好、盲目追求收益、未履行风险审查义务等行为，则应对自身投资后果承担相应责任。买卖双方的市场地位以及相匹配的注意义务要求同样是司法判决中考虑的因素。

因此，基金管理人应重视销售环节的风险匹配机制，特别是对“合格投资者”的认定不得流于形式，应落实双重标准验证与签署过程记录。投资者自身也应强化风险认知，不因从业背景、学历或身份对专业能力产生不实推定，参与私募投资应当主动了解产品架构、退出路径与可能损失边界。

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科苑南路2666号中国华润大厦9层 905-906

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